

资本货物/工业

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 4.40

当前价格: 3.51

2019.10.27

隆鑫通用 (603766)

资产质量优秀, 价值低估的行业龙头

——隆鑫通用首次覆盖报告

	李煜 (分析师)	黄琨 (分析师)
	010-83939810	021-38674935
	liyu015772@gtjas.com	huangkun010844@gtjas.com
证书编号	S0880517100001	S0880513080005

本报告导读:

受中美贸易摩擦影响, 短期行业需求回落。公司是各细分领域龙头, 估值水平处于历史底部。

投资要点:

结论: 受中美贸易摩擦影响, 短期行业需求回落。公司是各细分领域龙头, 估值水平处于历史底部。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.42、0.44、0.46 元, 给予目标价 4.4 元, 对应 2020 年 10 倍 PE, 增持。

行业需求回落, 贸易摩擦有望缓和。 ① 摩托车行业需求回落, 2018 年行业销量 1,557 万辆, 是 2008 年峰值销量的 57%。道路用发动机业务随摩托车行业销量下滑。② 非道路用发动机行业需求以出口为主, 受中美贸易摩擦影响, 公司 2019H1 非道路发动机出口美国 3.1 亿元, 同比增长 2.6%。发电机组受贸易摩擦影响, 2019H1 公司小型家用发电机组出口美国收入 3.3 亿元, 同比下降 36%。预计中美贸易摩擦缓和, 需求有望回暖。③ 四轮低速电动车受行业规范整顿影响, 2019H1 公司销量下滑 52%。子公司山东丽驰已获得纯电动商业车生产企业资质。

公司是各细分领域龙头, 估值水平处于历史底部。 ① 公司是各细分领域的龙头, 摩托车、发动机产销量居行业第二, 发电机组出口创汇居于全国前列, 四轮低速电动车销量规模居全国第二。② 公司在大排量车型具有竞争优势, 受益宝马、无极等大排量摩托车增长提振, 公司摩托车业务保持温和增长。③ 控股股东隆鑫控股累计质押股份占持有股份数的比例为 99.95%, 其中, 持有的 36.57% 股份被司法冻结。④ 公司资产质量优秀, PB 与 PE 估值水平均处于历史底部。

催化剂: 中美贸易摩擦缓和。

风险提示: 股权质押风险、行业需求下滑风险。

交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.25-5.75
总市值 (百万元)	7,208
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,054/2,054
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	11.12
日均成交值 (百万元)	40.45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	6,777
每股净资产	3.30
市净率	1.1
净负债率	-16.48%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.10	0.10
Q2	0.10	0.09
Q3	0.09	0.11
Q4	0.15	0.12
全年	0.45	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-11%	-11%
相对指数	-3%	-12%	-25%

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,572	11,204	10,552	11,111	11,702
(+/-)%	25%	6%	-6%	5%	5%
经营利润 (EBIT)	1,123	1,090	1,141	1,244	1,318
(+/-)%	22%	-3%	5%	9%	6%
净利润 (归母)	965	919	858	894	939
(+/-)%	11%	-5%	-7%	4%	5%
每股净收益 (元)	0.47	0.45	0.42	0.44	0.46
每股股利 (元)	0.33	0.01	0.19	0.20	0.21

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	10.6%	9.7%	10.8%	11.2%	11.3%
净资产收益率 (%)	14.6%	14.4%	12.8%	12.5%	12.2%
投入资本回报率 (%)	20.0%	18.3%	19.8%	22.2%	24.2%
EV/EBITDA	9.33	4.94	3.68	3.03	2.46
市盈率	7.47	7.84	8.40	8.07	7.68
股息率 (%)	9.4%	0.2%	5.5%	5.8%	6.0%

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

工业
资本货物

隆鑫通用 (603766)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 4.40

当前价格: 3.51

2019.10.26

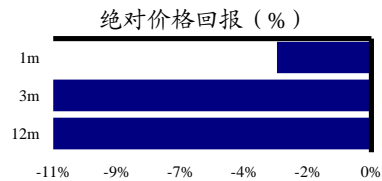
公司网址

www.loncinindustries.com

公司简介

公司是研发、生产及销售摩托车及发动机、通用动力机械的企业。

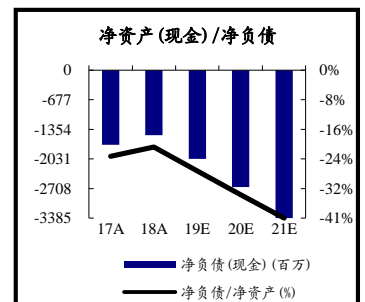
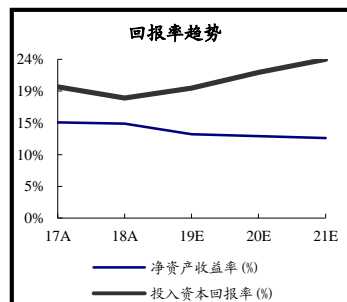
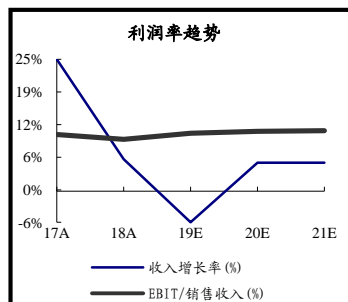
主要经营包括发动机(道路用发动机和非道路用发动机)、摩托车、发电机组(小型家用发电机和大型商用发电机组)、微型电动车、无人机、汽车零部件等业务。



52 周价格范围 3.25-5.75
市值 (百万) 7,208

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	10,572	11,204	10,552	11,111	11,702
营业成本	8,546	9,129	8,556	9,003	9,485
税金及附加	70	67	63	64	68
销售费用	244	274	243	244	246
管理费用	377	400	338	344	363
EBIT	1,123	1,090	1,141	1,244	1,318
公允价值变动收益	49	16	0	0	0
投资收益	20	-109	-60	0	0
财务费用	99	-41	121	259	280
营业利润	1,236	1,150	1,003	1,043	1,097
所得税	181	152	137	141	149
少数股东损益	96	80	9	9	9
归母净利润	965	919	858	894	939
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,724	2,045	10,000	12,000	13,000
其他流动资产	3,402	3,512	3,068	3,259	3,405
长期投资	28	28	28	28	28
固定资产合计	2,593	2,890	2,854	2,803	2,737
无形及其他资产	3,633	3,508	3,428	3,379	3,349
资产合计	11,380	11,983	19,378	21,469	22,518
流动负债	3,839	4,592	11,709	13,317	13,849
非流动负债	313	335	312	312	312
股东权益	7,227	7,056	7,357	7,840	8,358
投入资本(IC)	4,789	5,163	4,966	4,851	4,704
现金流量表					
NOPLAT	959	946	985	1076	1139
折旧与摊销	299	337	316	331	346
流动资金增量	43	97	-82	-14	-51
资本支出	-627	-733	-201	-230	-250
自由现金流	673	646	1,018	1,163	1,184
经营现金流	1,169	1,387	1,511	1,627	1,764
投资现金流	-872	-139	-261	-230	-250
融资现金流	-504	-858	6,704	602	-514
现金流净增加额	-207	390	7,955	2,000	1,000
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.6%	6.0%	-5.8%	5.3%	5.3%
EBIT 增长率	22.3%	-2.9%	4.7%	9.0%	6.0%
净利润增长率	11.4%	-4.7%	-6.7%	4.2%	5.1%
利润率					
毛利率	19.2%	18.5%	18.9%	19.0%	18.9%
EBIT 率	10.6%	9.7%	10.8%	11.2%	11.3%
归母净利润率	9.1%	8.2%	8.1%	8.0%	8.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	14.6%	14.4%	12.8%	12.5%	12.2%
总资产收益率(ROA)	8.5%	7.7%	4.4%	4.2%	4.2%
投入资本回报率(ROIC)	20.0%	18.3%	19.8%	22.2%	24.2%
运营能力					
存货周转天数	24	29	27	28	28
应收账款周转天数	64	71	69	69	69
总资产周转天数	367	381	542	671	686
净利润现金含量	121.2%	150.9%	176.2%	182.1%	187.9%
资本支出/收入	5.9%	6.5%	1.9%	2.1%	2.1%
偿债能力					
资产负债率	36.5%	41.1%	62.0%	63.5%	62.9%
净负债率	-23.6%	-21.1%	-27.6%	-34.1%	-40.5%
估值比率					
PE(现价)	7.47	7.84	8.40	8.07	7.68
PB	2.18	1.31	1.08	1.01	0.94
EV/EBITDA	9.33	4.94	3.68	3.03	2.46
P/S	0.70	0.64	0.68	0.65	0.62
股息率	9.4%	0.2%	5.5%	5.8%	6.0%



目录

1. 核心投资逻辑.....	4
2. 控股股东高质押，部分股份被司法冻结.....	4
3. 行业需求下滑，公司是各领域的优质龙头.....	5
3.1. 收入略有下降，公司是各细分领域龙头.....	5
3.2. 摩托车:大排量车型具有竞争优势.....	6
3.3. 发动机业务: 非道路用出口受中美贸易摩擦影响.....	6
3.4. 发电机组: 受中美贸易摩擦影响，收入下滑.....	7
3.5. 四轮低速电动车: 获得纯电动商业车生产企业资质.....	8
4. 盈利预测与估值.....	9
5. 风险因素.....	11
5.1. 股权质押风险.....	11
5.2. 行业需求下滑风险.....	11

1. 核心投资逻辑

结论: 受中美贸易摩擦影响, 短期行业需求回落。公司是各细分领域龙头, 估值水平处于历史底部。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.42、0.44、0.46 元, 给予目标价 4.4 元, 对应 2020 年 10 倍 PE, 增持。

行业需求回落, 贸易摩擦有望缓和。 ①摩托车行业需求回落, 2018 年行业销量 1,557 万辆, 是 2008 年峰值销量的 57%。道路用发动机业务随摩托车行业销量下滑。②非道路用发动机行业需求以出口为主, 受中美贸易摩擦影响, 公司 2019H1 非道路发动机出口美国 3.1 亿元, 同比增长 2.6%。发电机组受贸易摩擦影响, 2019H1 公司小型家用发电机组出口美国收入 3.3 亿元, 同比下降 36%。预计中美贸易摩擦缓和, 需求有望回暖。③四轮低速电动车受行业规范整顿影响, 2019H1 公司销量下滑 52%。子公司山东丽驰已获得纯电动商业车生产企业资质。

公司是各细分领域龙头, 估值水平处于历史底部。 ①公司是各细分领域的龙头, 摩托车、发动机产销量居行业第二, 发电机组出口创汇居于全国前列, 四轮低速电动车销量规模居全国第二。②公司在大排量车型具有竞争优势, 受益宝马、无极等大排量摩托车增长提振, 公司摩托车业务保持温和增长。③控股股东隆鑫控股累计质押股份占持有股份数的比例为 99.95%, 其中, 持有的 36.57% 股份被司法冻结。④公司资产质量优秀, PB 与 PE 估值水平均处于历史底部。

催化剂: 中美贸易摩擦缓和。

风险提示: 股权质押风险、行业需求下滑风险。

2. 控股股东高质押, 部分股份被司法冻结

2019 年 10 月 21 日公告, 控股股东部分股份被司法冻结。公司控股股东隆鑫控股持有的约 3.83 亿股被司法冻结, 占隆鑫控股持有公司股份总数的 36.57%, 占公司总股本的 18.65%。本次冻结事项不会导致公司的控股股东和实际控制人发生变化。

本次股票被冻结是由于隆鑫控股未能到期支付与中信证券股票质押业务产生的本金和利息欠款所致。质权人中信证券向北京市第三中级人民法院申请强制执行, 要求隆鑫控股及公司实际控制人涂建华先生偿还本金约 15.0 亿元及到支付之日止的利息及违约金。冻结期限为三年。

表 1: 控股股东隆鑫控股质押股数占持有公司股份数比例接近 100%

序号	质押人	质押股数 (股)	占公司股本比例	质押到期日
1	四川信托有限公司	13,737.20	6.69%	2019 年 4 月 19 日
2	中国国际金融有限公司	3,882.71	1.89%	2019 年 4 月 22 日
3	国民信托有限公司	9,070.00	4.42%	2019 年 7 月 19 日
4	安徽国元信托有限责任公司	33,268.50	16.20%	2019 年 11 月 29 日
5	渤海银行股份有限公司重庆分行	150	0.07%	2019 年 12 月 27 日
6	富滇银行股份有限公司重庆九龙坡支行	4,556.00	2.22%	2020 年 9 月 4 日

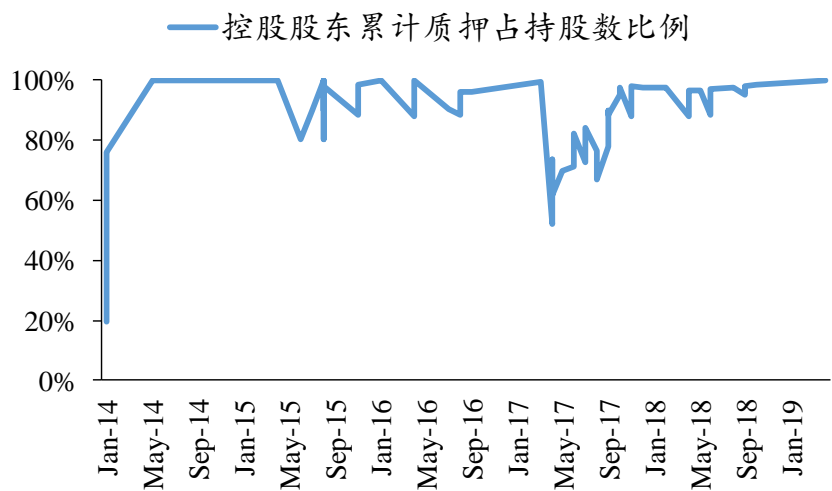
7	重庆发展产业有限公司	1,600.00	0.78%	2020年5月4日
8	中信证券股份有限公司	38,238.00	18.65%	-
合计		104,502.41	50.89%	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

隆鑫控股目前持有公司 10.46 亿股，占公司总股本 50.92%。累计质押股票为 10.45 亿股，占隆鑫控股所持有公司股份比例为 99.95%，占公司总股本比例为 50.89%。

近年来，公司控股股东累计质押股票占持股数比例持续高位，2014 年以来大部分时间，控股股东的股权质押比例接近 100%。

图 1：近几年来，控股股东累计质押比例维持高位，接近 100%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 行业需求下滑，公司是各领域的优质龙头

3.1. 收入略有下降，公司是各细分领域龙头

公司 2018 年收入 112.0 亿元，同比增长 5.98%，其中出口收入 63.2 亿元，同比增长 19.2%，出口收入占比为 56.4%。受汇率波动、原材料价格上涨、政府补贴减少的影响，公司归母净利润 9.2 亿元，同比下降 4.7%；扣非净利润 7.4 亿元，同比下降 8.5%。

公司是各业务细分领域龙头。公司收入结构中，摩托车、发动机、发电机组、四轮低速电动车收入占比分别为 36%、23%、23%、9%。

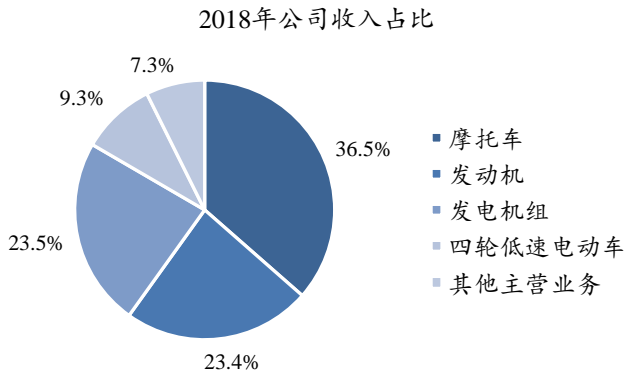
(1) 摩托车：公司摩托车产销总量居行业第 2 位，摩托车出口创汇居行业第 1 位。

(2) 发动机：2018 年，公司发动机销量规模居行业第 2 位。

(3) 发电机组：2018 年，公司小型家用发电机组出口创汇保持行业第 1 位，公司大型商用发电机组出口（含国内外资企业）创汇居行业第 8 位，其中在国内发电机组企业出口创汇排名中位居第 4 位。

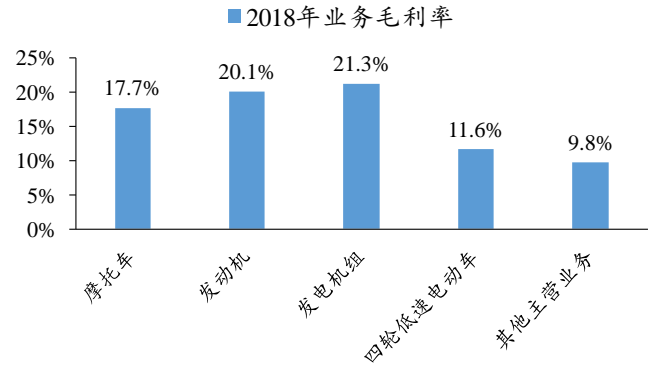
(4) 四轮低速电动车：2018 年四轮低速电动车销量规模位居全国第 2 位。

图 2: 公司摩托车、发动机等业务收入占比较高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司毛利率维持平稳



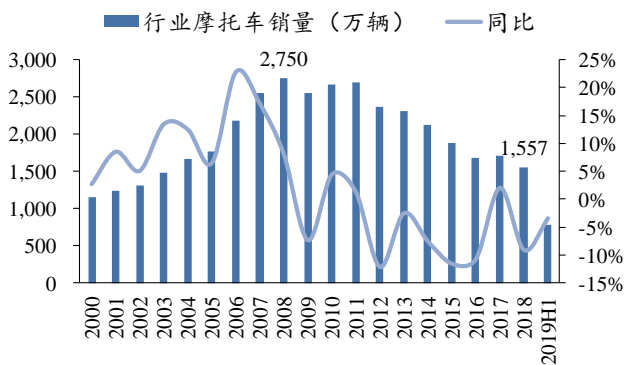
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.2. 摩托车: 大排量车型具有竞争优势

摩托车行业需求下滑, 出口销售回落。历史上, 我国摩托车行业销量在 2008 年达到历史高峰, 为 2,750 万辆; 自 2011 年后, 大趋势是行业负增长, 2018 年行业销量 1,557 万辆, 是峰值销量的 57%。2019 年 1-6 月, 行业销售摩托车 776.96 万辆, 同比下降 3.46%。其中, 国内销量 431.96 万辆, 同比增长 2.42%; 出口销售 345 万辆, 同比下降 9.93%。

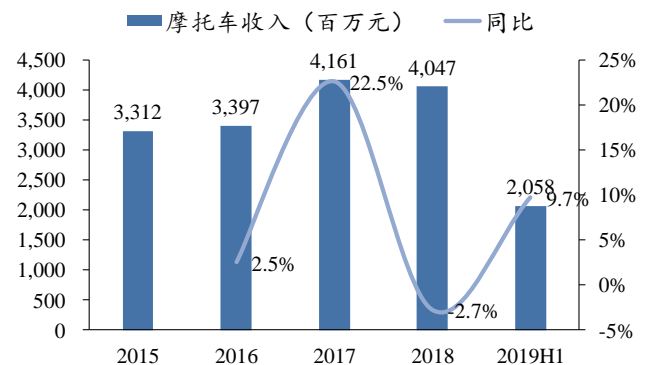
作为行业龙头, 公司摩托车业务收入保持相对稳定。得益于宝马大排量踏板摩托车 C400 稳定供货以及“无极”高端自主品牌摩托车的上市销售, 公司 2018 摩托车业务实现收入 40.5 亿元, 同比下降 2.7%。公司摩托车销量 104.1 万台, 同比下降 7.1%; 以行业销量占比衡量, 公司摩托车的市场份额约为 6.7%。

图 4: 摩托车行业增速下滑, 出口销售回落



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 公司摩托车收入保持相对平稳



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.3. 发动机业务: 非道路用出口受中美贸易摩擦影响

公司发动机业务分为道路用发动机、非道路用发动机。道路用发动机主要受国内摩托车整车销量规模影响, 摩托车发动机行业增速下滑。国内摩托车发动机行业销量在 2011 年见顶, 峰值销量 3,002 万台; 2018 年销量回落到 1,792 万台, 约为峰值销量的 60%。其中, 结构上, 中大排量发动机销量保持增长, 成为升级发展主要方向。

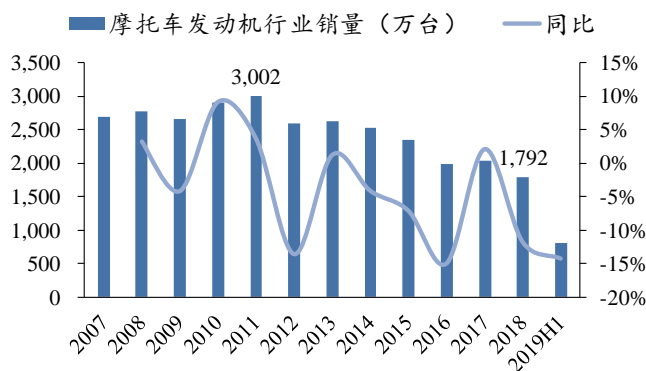
非道路用发动机主要以出口市场为主，用于园林、灌溉、扫雪等机械设备，欧美发达国家市场需求较大。2018 年行业出口销量为 1,101 万台，同比增长 3.9%；出口创汇 10.4 亿美元，同比增长 10.8%，其中出口北美市场 4.8 亿美元，占比 46%。

2018 年公司发动机业务实现营业收入 26.0 亿元，同比增长 4.4%。其中，道路用发动机实现销售收入 13.02 亿元，同比持平；非道路用发动机业务实现销售收入 12.76 亿元，同比增长 9.42%。

非道路用发动机业务。公司出口创汇 1.30 亿美元，同比增长 9.9%，其中，对北美市场（主要为美国）实现出口创汇 8,079 万美元，同比增长 10.12%；受欧 V 产品切换影响，欧洲市场实现出口创汇 2,565 万美元，同比降低 9.97%。2019H1，公司非道路用发动机业务实现销售收入 6.18 亿元，同比下降 6.6%，其中出口美国市场实现销售收入为 3.05 亿元，同比增长 2.6%。

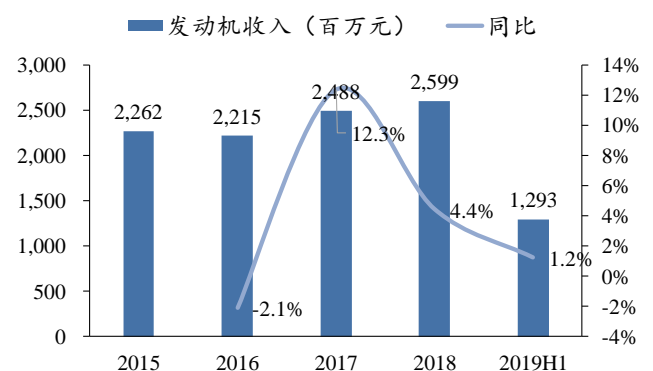
注：美国于 2018 年 8 月 23 日对中国实施的 160 亿美元加征 25% 关税产品清单中包含中国对美国出口的非道路用发动机产品。

图 6: 摩托车发动机行业增速下滑



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 公司发动机业务收入增速趋缓



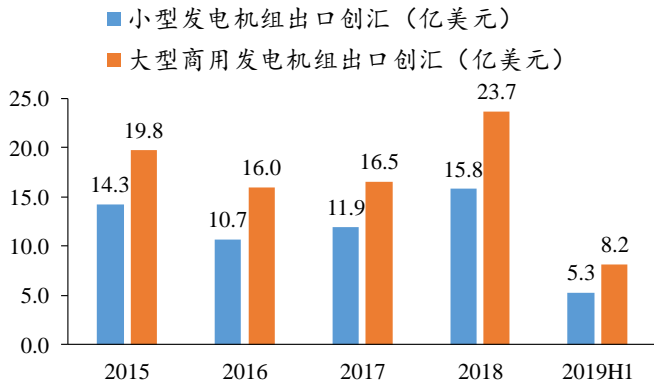
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

3.4. 发电机组：受中美贸易摩擦影响，收入下滑

小型发电机组主要集中在北美、非洲、亚洲等地区，主要用于家庭备用或常用发电，2018 年，中国小型家用发电机组累计出口 742 万台，同比增长 13.7%；出口创汇 15.8 亿美元，同比增长 26.8%，其中，对北美市场的出口增幅为 53.6%。

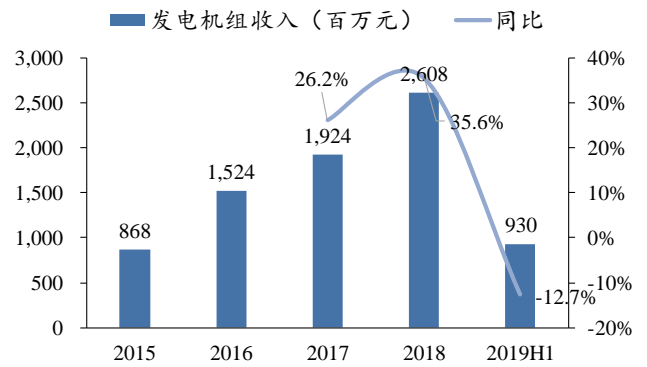
2018 年公司发电机组业务实现营业收入 26.08 亿元，同比增长 35.6%。其中，小型家用发电机组收入 14.22 亿元，同比增长 65.93%，其中，出口创汇 2.03 亿美元，同比增长 71.02%，继续保持行业首位。其中，出口美国市场 1.74 亿美元，同比增长 91.3%。以出口创汇比重衡量，公司小型家用发电机组市场份额为 12.8%。

图 8: 2019H1 发电机组行业出口下滑



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 2019H1 公司发电机组业务收入增速下滑



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

大型商用发电机组主要用于通信、电力、石油、金融、野外施工、高层建筑、市政设施和分布式能源等行业,目前全球市场规模约 220 亿美元。国内市场规模约 256 亿元,需求主要集中在 IDC 数据中心、通讯基站、分布式能源、商业中心、交通设施、国防建设等方面;出口市场需求主要集中在电力发电、“一带一路”基础设施建设等方面。2018 年行业大型商用发电机组市场总体出口创汇 23.65 亿美元,同比增长 30.49%。

2018 年公司大型商用发电机组业务收入 11.65 亿元,同比增长 13.3%。其中,国内市场营业收入同比增长 9.5%。出口市场营业收入同比增长 30.4%,非洲和南美区域有较大幅度增长,分别增长 341.81%和 218.92%。

美国于 2018 年 9 月 24 日,美国对从中国进口的包含发电机组在内的 2,000 亿美元商品加征 10%的关税,2019 年 5 月 10 日,美国将关税税率从 10%调整为 25%。

2019 年 1-5 月,行业小型家用发电机组出口创汇 5.3 亿美元,同比下降 11.4%。其中,出口北美市场 1.7 亿美元,同比下降 41.3%。2019 年 1-5 月行业柴油发电机组出口创汇 8.2 亿美元,同比下降 11.5%。

2019H1 公司发电机组业务实现营业收入 9.30 亿元,同比下降 12.68%。其中,受中美贸易摩擦影响,出口美国的发电机组产品实现销售收入 3.26 亿元,同比下降 35.67%。

3.5. 四轮低速电动车: 获得纯电动商业车生产企业资质

四轮低速电动车是由于价格合理、经济性较好、使用便利以及节能环保等优点,得到普通大众消费者青睐,主要面向广大农村用户和三四线城市、城郊用户,解决其短距离出行代步需求,是两轮车和电动自行车的替代升级产品,国内市场目前主要集中在山东、河南、河北、山西、江苏、安徽等省份。

四轮低速电动车行业发展较快,据不完全统计,行业产销量从 2013 年的 20 万辆增长到 2017 年的 110 万辆,年均复合增长率超过 50%。据山东省汽车行业协会统计,2017 年山东省国内四轮低速电动车及场地用车销售 75.6 万辆,同比增长 15.7%。国内现有 100 余家四轮低速电动车生

产企业，主要集中在山东、河北、河南、江苏、浙江等地区，山东省的产销总量占全国总量的70%以上。

受2018年11月国家六部委联合下发的《关于加强低速电动车管理的通知》和山东省政府办公厅《关于加强低速电动车管理工作的实施意见》的影响，行业销量持续下滑。据山东省汽车行业协会不完全统计，2019年1-5月山东省四轮低速电动车销售22.18万辆，同比下降35.14%。

2019H1，受行业规范整顿的影响，公司四轮低速电动车实现销量1.03万辆，同比下降52%，实现营业收入2.05亿元，同比下降57%。

2019年5月，公司的“8188(K5H改)”和“8101”两款纯电动箱式运输车产品通过工业和信息化部在产品公告，目前处于小批验证阶段，预计下半年上市。2019年7月22日，山东丽驰新建五万辆新能源商用车项目通过了国家工信部组织的现场审核。

4. 盈利预测与估值

- (1) 预计2019年公司摩托车业务收入增长11%，毛利率17.8%；
- (2) 预计2019年发动机业务收入增长2.5%，毛利率20.1%；
- (3) 预计2019年发电机组收入下滑16%，毛利率21.3%。

表 2: 公司营业收入预测表

项目(单位: 百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,572.10	11,203.79	10,551.93	11,111.29	11,701.80
growth	24.6%	6.0%	-5.8%	5.3%	5.3%
营业成本	8,545.82	9,129.39	8,555.99	9,003.10	9,484.88
毛利	2,026.28	2,074.40	1,995.94	2,108.19	2,216.92
毛利率	19.2%	18.5%	18.9%	19.0%	18.9%
主营业务					
主营业务收入	10,468.58	11,097.12	10,439.93	10,993.69	11,578.32
growth	24.2%	6.0%	-5.9%	5.3%	5.3%
主营业务成本	8,525.42	9,103.22	8,527.99	8,973.70	9,454.01
毛利率	18.6%	18.0%	18.3%	18.4%	18.3%
摩托车					
营业收入	4,161.37	4,047.20	4,492.40	4,717.02	4,952.87
Growth	22.5%	-2.7%	11.0%	5.0%	5.0%
营业成本	3,403.22	3,329.63	3,692.75	3,867.95	4,061.35
毛利	758.15	717.58	799.65	849.06	891.52
毛利率	18.2%	17.7%	17.8%	18.0%	18.0%
发动机					
营业收入	2,488.07	2,598.56	2,658.33	2,791.24	2,930.81
Growth	12.3%	4.4%	2.3%	5.0%	5.0%
营业成本	2,016.77	2,076.45	2,124.00	2,230.20	2,341.71
毛利	471.30	522.11	534.32	561.04	589.09

毛利率	18.9%	20.1%	20.1%	20.1%	20.1%
发电机组					
营业收入	1,923.90	2,608.49	2,191.13	2,300.69	2,415.72
Growth	26.2%	35.6%	-16.0%	5.0%	5.0%
营业成本	1,508.85	2,054.03	1,724.42	1,810.64	1,901.17
毛利	415.05	554.46	466.71	490.05	514.55
毛利率	21.6%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
四轮低速电动车					
营业收入	1,298.50	1,028.38	462.77	485.91	510.20
Growth	21.5%	-20.8%	-55.0%	5.0%	5.0%
营业成本	1,145.36	908.58	411.87	432.46	454.08
毛利	153.14	119.80	50.90	53.45	56.12
毛利率	11.8%	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%
其他主营业务					
营业收入	596.73	814.49	635.30	698.83	768.71
Growth	163.8%	36.5%	-22.0%	10.0%	10.0%
营业成本	451.21	734.53	574.95	632.44	695.69
毛利	145.52	79.96	60.35	66.39	73.03
毛利率	24.4%	9.8%	9.5%	9.5%	9.5%
其他业务收入					
收入	103.53	106.67	112.00	117.60	123.48
Growth	98.1%	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	20.40	26.18	28.00	29.40	30.87
毛利	83.12	80.49	84.00	88.20	92.61
毛利率	80.3%	75.5%	75.0%	75.0%	75.0%

数据来源：国泰君安证券研究

(1) PE 法估值：预计 2019-21 年 EPS 分别为 0.42、0.44、0.46 元。参考同比公司估值水平，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，对应 4.4 元合理估值；

(2) PB 法估值：预计公司 2019 年每股净资产为 3.3 元/股，基于行业可比估值水平，给予公司 PB 1.2 倍，对应 4.0 元合理估值。

结合两种估值方法，我们给予公司目标价 4.4 元，增持。

表 3：同类公司估值比较

代码	公司	股价		EPS			PE			PB
		20191025	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
001696.SZ	宗申动力	5.59	0.33	0.38	0.43	0.47	14.71	12.98	11.79	1.56
000625.SZ	长安汽车	7.32	0.14	-0.05	0.62	1.03	-153.14	11.81	7.12	0.76
600104.SH	上汽集团	23.07	3.08	2.71	2.97	3.21	8.52	7.76	7.19	1.15
	均值						11.62	10.85	8.70	1.16
	中位数						8.52	11.81	7.19	1.15

数据来源：WIND (2019-10-25 最新 PB、PE 计算值，前者基于 2018 年报每股净资产计算；表中 EPS 预测均来源于 Wind 一致盈利预测预期)、国泰君安证券研究

5. 风险因素

5.1. 股权质押风险

2019年10月21日公告，控股股东部分股份被司法冻结。公司控股股东隆鑫控股持有的约3.83亿股被司法冻结，占隆鑫控股持有公司股份总数的36.57%，占公司总股本的18.65%。质权人中信证券向北京市第三中级人民法院申请强制执行，要求隆鑫控股及公司实际控制人涂建华先生偿还本金约15.0亿元及到支付之日止的利息及违约金。

隆鑫控股目前持有公司10.46亿股，占公司总股本50.92%。累计质押股票为10.45亿股，占隆鑫控股所持有公司股份比例为99.95%，占公司总股本比例为50.89%。

隆鑫控股与四川信托有限公司、中国国际金融有限公司、国民信托有限公司的股票质押合同均已到期，经与质权人友好协商，目前暂不会做违约处置。如果公司控股股东未能有效解决股票质押问题，将对公司股权结构产生影响。

5.2. 行业需求下滑风险

公司业务所处下游，如摩托车、发动机、发动机组、四轮低速电动车，均存在行业需求下滑风险，中美贸易摩擦也对行业出口造成不利影响。如果行业需求持续下滑，公司作为行业龙头，也将受到不利影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		