

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研简报

宗申动力 (001696)

推荐 (首次)

一季度好于同期、产品结构持续优化

2009年3月5日	余兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事项

近日我们对宗申动力进行了调研，就公司目前两块主业的现状及09年规划、受益摩托车下乡及农机补贴的程度等问题与公司总经理胡显源、董秘兼总助黄培国、证券事务代表应勇、刘永红进行了交流；并参观了公司总装线车间、机加工车间。

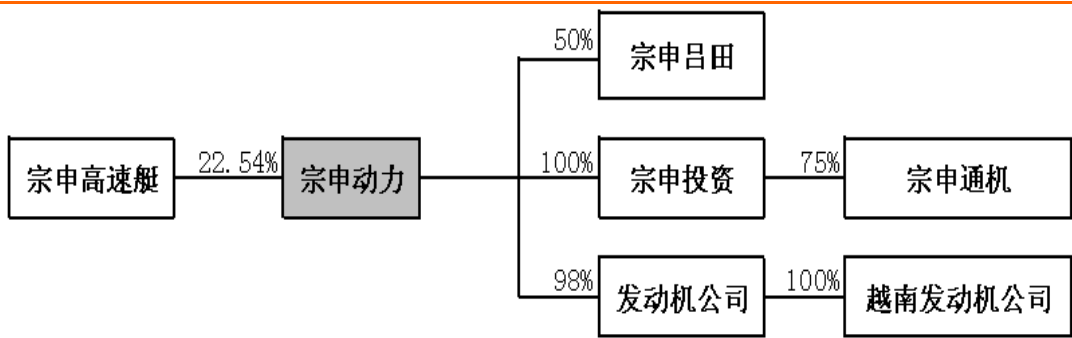
主要观点

1、公司简介

公司是我国目前最大的摩托车发动机生产供应商，具有年产摩托车发动机400万台的能力。公司近年与国际摩托车巨头比亚乔合作、与全球户外动力设备供应商MTD公司合作，产品向高档踏板车发动机、通用动力发动机及其终端产品延伸。

公司的未来发展战略是：顺应制造业的全球化和国际产业分工的发展趋势，通过与国际顶级摩托车生产企业从技术研发到市场开拓进行全方位的合作，使公司逐渐发展成为国内一流、具备国际竞争力的研发型摩托车发动机生产企业；并通过投资、收购动力机械企业，实现动力机械相关多元化，最终成为国际化的动力机械制造基地。

图表1 公司结构（分子公司）



资料来源：公司公告

图表2 公司结构（分主营业务）

毛利率	2007 年	2008 上半年
摩托车发动机	13.81%	13.71%
通用动力	16.32%	12.57%
收入构成比例	2007 年	2008 上半年
摩托车发动机	78.86%	81.93%
通用动力	21.14%	18.07%
利润构成比例	2007 年	2008 上半年
摩托车发动机	75.95%	83.18%
通用动力	24.05%	16.82%

资料来源：公司公告

2、几个关键问题

● 近期订单情况

公司目前订单饱满,车间基本为两班生产,每班 9—10 小时;09 年春节后,车间工人未休过一天假日,公司预计 09 年一季度同比好于 08 年同期。

● 摩托车下乡、农机补贴加大对公司的影响

公司表示摩托车纳入家电下乡范畴有利于全国摩托车总销量提升,但是对于公司而言影响较为中性。由于公司主业为摩托车发动机,其中 30%为宗申集团摩托车配套,其余主要为国内二线摩托车企业配套,中标下乡目录的摩托车企业可能挤占部分二线摩托车企业的份额。

09 年国家加大农机补贴力度主要体现在纳入补贴范围的农机品种增多,但公司现有的通机中用于农机的品种补贴的比例与往年比没什么变化。

● 摩托车发动机毛利率稳定,通机产品毛利率变化较大的原因

08 中报显示公司摩托车发动机业务毛利率基本与 07 全年持平,为 13.7%;通机业务下降 3.75 个百分点为 12.57%。

由于公司的摩托车发动机业务较为成熟,原材料转嫁给终端消费者顺畅而迅速;而通机业务尚处于发展初期,格局不稳定,往往终端产品尚未涨价原材料已经传导到公司,造成毛利率波动较大。

● 产品原材料结构

公司产品成本 90%以上为原材料,其中直接采购部分大约为 20%左右,其余为外协件。总体而言,公司主要的原材料为铝(约占原材料 30%)、铜(约占原材料 20%)。

● 公司比亚乔发动机及通机业务发展慢于市场预期的原因

主要是公司制造工艺不足以达到客户要求，并非订单不足，事实上，公司每年都没有完成比亚乔与 MTD 公司下达的订单。

09 年公司交付 MTD 的 20 万台通机出现漏油事件显示公司及其外协件供应商在产品质量上还存在一定问题，目前公司正加大力度对通机公司进行各层面提升，包括引进专业的技术人才、高管团队大换血、改变过去对 MTD 的过于惟命是从状态、重新重视国内市场。

比亚乔高档踏板车发动机之前曾转过来 5 个产品（为此前定向增发中的 50CC—180CC 产品），但目前为止，公司仅有能力做到 150CC 产品，还有两个产品不能满足要求。

● 09 年公司主要业务规划

总体目标：确保 09 年在 08 年的基础上不下滑，争取同比略有增长。

通机业务：09 年将好于 08 年

08 年比 07 年稍下滑（07 年销售 130 万台），09 年将好于 08 年。目前公司产品占 MTD 采购的 10%左右，公司欲改变过于对 MTD 惟命是从的状态，重新重视国内市场，通过引进技术人才、重构高管团队、提升工艺制造，确保通机业务 09 年好于 08 年。但总体而言，国内通机业务还相当于 90 年代初期摩托车市场的水平，三百万台的市场容量，存在较多鱼龙混杂的通机制造商，国内经销和售后网络尚未展开。目前公司尝试与县农机局合作做售后。

摩托车发动机：毛利率将随着产品结构改变而逐步提升

目前公司摩托车发动机包括三块：比亚乔高档踏板车发动机、三轮车发动机、传统摩托车发动机。其中比亚乔发动机毛利率最高，为 17%左右，三轮车发动机大约 15%，传统摩托车发动机 12%左右。现有产能 400 万台，08 年共计销量 300 万台左右。

09 年计划产销比亚乔发动机 20 万台（07 年售 13.26 万台，08H1 售 8.35 万台），比 08 年略有提升。公司认为，目前比亚乔发动机业务的净利润如果能保持 30%的年均增速将是极端理想的情况。

由于三轮发动机必须是 150ML 排量以上，而摩托车发动机毛利率随着排量加大而提升，所以三轮发动机业务毛利率好于传统摩托车发动机，但客户也有采购三轮发动机而安装在两轮车上的情况。09 年公司三轮车发动机争取做到 100 万台以上。

公司传统摩托车业务的发展重点是结构调整。目前，公司 150CC—250CC 排量的产品在逐步扩大。根据公司 08 中报，125CC 以上发动机销售同比增 35.02%，125CC 排量发动机销售同比增 20.7%。公司表示 09 年多做 150CC 以上的订单，毛利率将在目前基础上提升。

越南子公司：目前越南主要是本田、丰田的摩托车卖得最好，公司在越南设厂只是作为长远战略中的一枚棋子，志在逐步推进在越南及其周边国家的销售。目前越南子公司每年可以为公司贡献几百万利润，运营较为稳定。

3、盈利预测

根据我们对公司的判断,预计产品结构将逐步改善,摩托车发动机均价将随较高排量产品比例增大而提高;通机业务将逐渐步入正轨。两项主业的毛利率都将稳中有升。

图表3 公司主业销量、毛利率预测

单位:万台

销量假设	2007 年	2008E	2009E	2010E
摩托车发动机总计	287.73	291	305	335
其中:三轮车发动机	106.07	105	110	120
比亚乔	13.26	16	20	35
传统摩托车	168.4	170	175	180
通机产品	129.98	118	130	140
毛利率假设	2007 年	2008E	2009E	2010E
摩托车发动机	13.81%	13.50%	14%	14.50%
通机产品	16.32%	12%	13.50%	15%

资料来源:平安证券研究所

图表4 盈利预测表

单位:百万元

合并利润表项目	2006 年	2007 年	2008E	2009E	2010E
营业总收入	1864.10	3075.90	3277.50	3727.50	4490.00
营业收入	1864.10	3075.90	3277.50	3727.50	4490.00
营业总成本	1726.32	2795.06	3024.12	3421.43	4093.98
营业成本	1646.10	2634.72	2844.77	3209.55	3834.40
营业税金及附加	4.88	6.83	8.19	9.32	11.23
销售费用	39.30	84.23	78.66	93.19	116.74
管理费用	43.13	53.05	73.74	85.73	104.17
财务费用	-8.47	10.26	14.75	18.64	22.45
资产减值损失	1.38	5.98	4.00	5.00	5.00
投资净收益	0.00	0.43	1.97	2.24	2.69
营业利润	137.78	281.26	255.35	308.31	398.71
营业外净收入	0.71	3.08	10.00	5.00	5.00
利润总额	138.49	284.34	265.35	313.31	403.71
减:所得税	17.04	14.64	26.53	37.60	60.56
净利润	121.46	269.69	238.81	275.71	343.15
归属于母公司所有者的净利润	118.81	226.56	229.02	264.41	329.09
基本每股收益(元)	0.26	0.49	0.50	0.57	0.71

资料来源:平安证券研究所

我们预计公司2008年、2009年、2010年每股收益分别为0.5元、0.57元、0.71元。

由于摩托车用户80%在农村,具有一定生产资料属性,相比于汽车行业具有相对较强的抗风险能力,周期性相对较弱。而宗申动力又在行业中具有财务稳健、费用率低、产品

结构正逐步往高端发展等优良特性。

根据2009年3月4日收盘价，公司相对于09年每股收益的动态市盈率为15.89倍。估值较为合理，我们首次给予其“推荐”评级。

图表5 估值比较

单位：元、倍

证券简称	收盘价	市净率	2008EPS	2009EPS	PE08E	PE09E
中鼎股份	9.40	6.05	0.45	0.60	20.89	15.67
万向钱潮	6.49	3.50	0.28	0.30	23.18	21.63
福耀玻璃	6.05	3.33	0.12	0.39	50.42	15.51
宗申动力	9.06	3.04	0.50	0.57	18.12	15.89
潍柴动力	28.03	2.89	2.39	2.74	11.73	10.23
宁波华翔	5.75	2.60	0.29	0.38	19.83	15.13
银轮股份	11.06	2.40	0.41	0.53	26.98	20.87
威孚高科	7.82	1.79	0.39	0.45	20.05	17.38

资料来源：平安证券研究所（收盘价为3月4日）

风险提示：

摩托车出口占行业产销比例较大，国际金融危机影响中国摩托车行业出口。

公司管理、采购、制造工艺未能满足高端产品客户的要求，比亚乔踏板车发动机、MTD通机代工业务发展较慢。

近期相关报告

汽车行业 2009 年 2 月投资月报——汽车产业振兴政策效果初显（2009 年 2 月 21 日）

汽车行业 2009 年 1 月投资月报——行业处于底部区域、政策暖风频吹（2009 年 1 月 18 日）

汽车业振兴规划点评——一年去春来早（2009 年 1 月 14 日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257