

买入 维持

宗申动力 (001696)

2009 年 3 月 16 日

结构升级提升毛利 摩托车下乡拉动行业增长

-----产销两旺 产品结构明显升级 一季度有望实现正增长

机械行业首席分析师: 叶志刚

yezg@htsec.com

021-23219399

机械小组助理分析师: 李 畅

lich@htsec.com

021-23219268

上周调研公司,就公司目前的经营状况、未来的发展规划、新产品研发情况等做了交流,并参观了摩托车发动机和通用机械发动机生产车间。调研主要探求的问题有:(1)摩托车列入“汽车下乡”政策对公司经营的利好影响程度;(2)公司一季度生产状况及产销两旺的原因;(3)公司产品有无降价以及是否影响今年的盈利能力;(4)对通机业务、比亚乔业务的规划展望;(5)新的投资计划。

1. 公司一季度产销两旺,实现同比正增长的可能较大。公司两大业务摩托车发动机和通用机械发动机目前生产经营态势良好,目前年产 280-300 万台摩托车发动机,比亚乔发动机产品也在该车间生产,每年宗申动力为集团公司提供 80-90 万台的摩托车发动机,占到其销量的 30%左右,公司摩托车发动机生产任务饱满,目前正在成规模招聘生产一线工人。宗申比亚乔的大功率摩托车发动机今年以来呈现出产销两旺的局面。全年预计销量可超过 16 万台,同比增长 14%以上。预计宗申比亚乔摩托车发动机产品毛利率达 19.50%,提高 1.50 个百分点。根据我们对当前摩托车行业的销售形势判断以及对宗申动力前两个月的跟踪,我们预计今年一季度公司利润实现同比正增长的可能性较大。

2. 今年 1-2 月公司的摩托车发动机产品结构升级明显,受益于农用三轮摩托车大发展。三轮摩托车发动机销售占比迅速上升,从去年的 30%的比例上升至目前的 50%以上。这主要是因为 08 年 4 季度由全球金融演变为经济危机波及到了中国,外贸快速下滑,沿海地区出口外向型企业减产倒闭使得大批农民工返乡,为实现再就业,部分农民工更多的选择了就地择业,纷纷购买三轮摩托车等生产资料跑运输,搞生产(运输化肥等农用物资、农副产品,建材),使得三轮摩托车的销量快速上升。三轮摩托车的价格只有 7,000-10,000 元/辆,低于轻客和微客的 30,000-50,000 元,作为农资运输,农用三轮摩托车的性价比优势比较高。公司 2009 年前两个月三轮摩托车发动机销售占比迅速提高,产品结构升级明显,我们预计今年全年公司的摩托车发动机毛利率将提高 1.50 个百分点。

3. 宗申比亚乔的大功率摩托车发动机今年以来也呈现出了产销两旺的局面。根据我们车间参观走访的情况,宗申比亚乔公司 2009 年 1-2 月份单月销量超过 2 万台,则全年保守预计为 16.08 万台,相比 2008 年增长 14%以上;宗申比亚乔整机出口的比例大约为 36%。

4. 公司正在研发的大功率柴油发动机或有成为新的利润增长点。目前农村市场由于农民工大量返乡,从解决就业的角度分析,农村市场对于微面、轻卡和三轮摩托车等生产资料需求非常旺盛,因此上述产品销售情况火爆。集团公司的三轮摩托车产量相对不大,且股权分散,不利于今后的进一步发展。因此宗申动力目前正在开发大功率的柴油发动机,根据公司介绍,公司正在研发的 550cc 的大功率柴油发动机预计今年下半年样机问世,随后将着手准备量产,形成产业规模。

5. 通机业务经营持续向好,超过市场预期。通机公司不仅产品结构升级明显,而且销量今年 1-2 月份大幅增长。今年以来,通机公司开始为美国 MTD 公司生产水平轴的通用机械发动机,相比传统的垂直轴发动机,水平轴发动机毛利率更高。目前公司通机生产任务非常饱满,24 小时昼夜不停的生产,即使这样也无法满足市场需求,因此公司正准备开始招聘新员工,参观的过程中我们见到公司正在面试来应聘的新人。通机车间目前有 4 条装配线投入使用,另外新增 2 条线正在调试,也即将投入使用,满足旺盛的市场需求。我们分析通机市场需求火爆的原因最重要的是公司加大了国内市场的开拓力度,开发了通机下游的终端产品,如微耕机、插秧机、水泵、发电机、除草机、修剪机等农业机械和园林机械投放市场,由于新研发的产品下游需求旺盛,一投放市场就出现了供不应求的局面。

6. “汽车摩托车下乡”对公司带来的受益程度超过列入“家电下乡”政策。最终出台的“汽车摩托车下乡”政策在补贴的范围和招标形式两方面优于原先预计的政策支持力度。(1)“招标制”有利摩托车行业集中度的提高,对整机行业龙头形成较大的利好,宗申集团的董事长预计在“招标制”下可望实现集团摩托车销售增长 30%-40%。并认为若中央再进一步出台一

些信贷支持政策，比如购买摩托车分期付款等措施，公司 09 年业绩增长幅度可能会更大。从效果上来看，**我们已经有前期部分省份的数据作为合理预测的基础**：财政部会同商务部从 2007 年 12 月开始，在山东、河南、四川三省进行了家电下乡试点，即对农民购买彩电、冰箱（冷柜）、手机 3 类产品，按销售价格 13% 给予财政补贴。从实施情况来看，成效十分显著。受到农民的广泛欢迎；**2008 年先期试点三省家电销量增长 40%**。我们保守预测，家电下乡全面推开摩托车销量将增加 20% 以上；

“招标制”本质上是扶持龙头企业做大做强，兼并吸收小型企业，但这与目前宏观经济形势要求的“保就业”是格格不入的。最终政策支持倾向了使所有整机生产商都能获益的**普惠制度**，这有利于公司摩托车发动机的销售。因为公司只有 30% 的产品是销售给集团公司，另外 70% 的产品是卖给二线整机企业，普惠制下公司大部分下游客户生存压力更小。总结起来就是**招标制有利于龙头整机生产商，普惠制有利于配套厂商**；

(2) 此次摩托车下乡政策正式实施，补贴力度大，补贴幅度为 13%，而不是 10% 换购轻型载货车或微型客车的补贴幅度；对于年人均收入 4000 多元的农民来说，13% 带来的补贴效果是很明显的；

(3) 政策具体落实执行度较好，每户农户可以购买两辆摩托车，高于换购轻型载货车或微型客车的优惠程度（轻型载货车只补贴 1 辆）；

(4) 摩托车下乡实施的是普惠制，凡生产三轮汽车并且同意对产品质量、经销网点、售后服务、价格、销售统计和政策宣传等工作进行承诺并签订责任书的企业，可以参与汽车摩托车下乡产品生产和销售；

(5) 摩托车下乡政策持续时间长达 4 年，对于摩托车行业形成了影响基本面的长期利好；

(6) 从汽车摩托车下乡政策补贴资金的来源来看，筹措资金的渠道和可靠性也好于预期。此次汽车摩托车下乡政策补贴资金由中央财政和省级财政共同负担。其中，中央财政负担 80%，省级财政负担 20%。新疆、内蒙古、宁夏、西藏、广西等 5 个少数民族自治区以及国家确定的“5·12 汶川地震”51 个重灾县，地方财政应负担的补贴资金由中央财政全额承担。

表 1 两种政策的比较

	补贴力度	补贴范围	招标形式
汽车摩托车下乡	车价的 13%，不超过 650 元	全国	普惠制
家电下乡	车价的 13%，不超过 650 元	二十个省市区	招标制

资料来源：海通证券研究所

后续还有可能出台扶持政策。上周五左宗申在人大提案中建议：应该让农民在购买摩托车时享受购置附加税减半的政策，以及取消消费税的政策，这样才能拉动农村的摩托车消费市场。“农村购买的摩托车是一个大众消费品，没有理由将其定为奢侈品，收取消费税”，左宗申说。2008 年根据《中华人民共和国境内车辆购置税暂行条例》规定办法，车辆购置税的税率为 10%。2008 年全国乘用车信息联席会（简称“乘联会”）、中国汽车流通协会（简称“流通协会”）呼吁降低汽车购置税。

具体建议：摩托车购置税从 10% 降至 6%，但目前尚未有定论。摩托车消费税的规定：根据《中华人民共和国消费税暂行条例》的规定，摩托车税率按排量分档设置：(1) 气缸容量（排气量，下同）在 250 毫升（含 250 毫升）以下的，税率为 3%；(2) 气缸容量在 250 毫升以上的，税率为 10%。目前，摩托车行业正在争取获得政府免征摩托车购置税的优惠政策。除了左宗申外，国内另一家大的摩托车生产企业——力帆集团董事长尹明善也从扩大摩托车内需和扩大海外市场的角度出发，建议调整摩托车的购置税，调整 250 毫升以下摩托车的消费税，企业法人单位购买摩托车计入增值税抵扣范围，个人购买摩托车享受一定比例所得税抵扣等。如果上述建议被采纳并有效实施，摩托车行业将会进入一轮长时间的景气周期。

7. 宗申动力投资评级“买入”，目标价位：14.80 元。公司明显受益于农机行业偏暖型政策的拉动，内、外销保持较快速度增长，与比亚乔长期良好的合作将可能孕育新的高附加值产品的出现。预计宗申动力 2008 年 - 2010 年每股收益为 0.58 元，0.74 元，0.98 元，今后 3 年有望继续保持 20% 以上的增速，成长性良好。2008 年宗申动力 P/E 仅为 18.70 倍，2009 年为 14.66 倍，远低于江淮动力、苏常柴、悦达投资等农机概念上市公司的估值水平，价值被低估，目标价位 14.80 元，现低估 36.40%，给予“买入”的投资评级。

风险提示：出口市场环境、募集资金项目产能的释放进度、原材料价格波动。

表 2 农机相关上市公司估值比较 (20090316)

公司名称	代码	EPS (元)		P/E (X)		P/B (X)
		2008E	2009E	2008E	2009E	2008E
江淮动力	000816	0.14	0.18	33.79	26.28	3.31
苏常柴 A	000570	-0.01	0.01	-453.00	453.00	1.37
上柴股份	600841	0.06	0.09	186.67	124.44	2.96
悦达投资	600805	0.06	0.08	68.00	51.00	1.32
云内动力	000903	0.36	0.43	22.50	18.84	1.25
山东巨力	000880	0.25	0.28	26.80	23.93	3.58
宗申动力	001696	0.58	0.74	19.09	14.96	3.56
平 均		0.21	0.25	34.29	28.81	2.19

资料来源：海通证券研究所

表 3 公司三大业务销售数据预测

比亚乔业务盈利预测						
年份	2006	2007	2008 H1	2008E	2009E	2010E
销量 (万台)	8.22	13.26	8.35	14.00	16.07	19.29
产品结构(产能分布)	Hiper50	Hiper50 (1/2) Hiper100 (1/2)		Hiper50 (1/4) Hiper 100 (1/4) Leader125 (1/4) Leader150 (1/4)	Hiper50 (10 万台) Hiper 100 (10 万台) Leader125 (10 万台) Leader150 (10 万台) Leader180 (5 万台)	
单价 (元/台)	1350.00	1400.00		1800.00	1800.00	1800.00
销售收入 (万元)	11097	18564		25164	28938.6	34726.32
毛利率 (%)	12.00	17.00		18.00	19.50	21.00
营业利润 (万元)	1332.00	3156.00		4530.00	5643.00	7293.00
成本 (万元)	9765.00	15408.00		20634.00	23296.00	27434.00
MTD 通机业务盈利预测						
年份	2006	2007	2008 H1	2008E	2009E	2010E
销量 (万台)	104.00	120.00	58.76	120.00	131.80	158.16
单价 (元/台)	567.00	480.00		550.00	550.00	550.00
销售收入 (万元)	58968.00	57600.00		65901.00	72491.10	86989.32
毛利率 (%)	16.62	16.32	12.57	13.00	15.00	16.50
营业利润 (万元)	9800.00	9400.00		8567.00	10874.00	14353.00
成本 (万元)	49168.00	48200.00		57334.00	61617.00	72636.00
净利润 (万元)	5872.00					
原有业务盈利预测						
收入 (万元)				260000.00	296400.00	370500.00
毛利率 (%)				13.00	14.50	16.00
营业利润 (万元)				33800.00	42978.00	59280.00
成本 (万元)				226200.00	253422.00	311220.0
三项业务加总						
收入总计 (万元)				351065.00	397829.70	492215.64
成本总计 (万元)				304168.00	338335.00	411290.00
综合毛利率 (%)				13.36	14.95	14.95

资料来源：海通证券研究所

表 4 公司盈利预测

年份	2006	2007	2008E	2009E	2010E
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
一、主营业务收入(元)	1,856,060,489.74	3,075,897,639.93	3,510,650,000.00	3,978,297,000.00	4,922,156,400.00
减：主营业务成本(元)	1,644,368,891.89	2,634,715,620.27	3,041,683,500.00	3,383,350,080.00	4,112,898,750.00
主营业务税金及附加(元)	4,450,414.85	6,826,917.61	7,723,430	8,752,253	10,828,744
主营业务税金及附加率(%)	0.24	0.22	0.22	0.22	0.22
二、主营业务利润(元)	207,241,183.00	434,355,102.05	461,243,070.00	586,194,667.00	798,428,906.00
加：其他业务利润(元)	5,875,523.64				
营业费用(元)	39,299,545.49	84,226,450.12	86010925.00	95479128.00	113209597.20
营业费用率(%)	2.12	2.74	2.45	2.40	2.30
管理费用(元)	44,506,505.61	53,054,449.23	73723650.00	75587643.00	88598815.20
管理费用率(%)	2.40	1.72	2.10	1.90	1.80
财务费用(元)	-8,471,379.88	10,262,263.01	14042600.00	15515358.30	17227547.40
财务费用率(%)	-0.46	0.33	0.40	0.39	0.35
其他费用(特殊及平衡项目)(元)					
三、营业利润(元)	137,782,035.42	280,836,415.25	287,465,895.00	399,612,537.00	579,392,946.00
加：投资收益(元)	-2,283,810.80	427,660.35			
补贴收入(元)	779,000.00		11500000.00		
营业外收入(元)	1,192,602.17	2,016,075.84			
减：营业外支出(元)	1,255,486.86	-1,058,413.33			
营业外收支净额(元)	-62,884.69	3,074,489.17	10,000,000.00		
四、利润总额(元)	136,214,339.93	284,338,564.77	308,965,895.00	399,612,537.30	579,392,946.12
减：所得税(元)	16,964,541.68	14,643,696.95	30896589.50	39961253.73	57939294.61
所得税率(%)	12.45	5.15	10.00	10.00	10.00
减：少数股东损益(元)	2,648,317.84	43,133,195.28	12,000,000.00	16,000,000.00	80,000,000.00
五、净利润(元)	116,601,480.41	226,561,672.54	266,069,305.50	343,651,283.57	441,453,651.51
总股本(股)	462,015,680.00	462,015,680.00	462,015,680.00	462,015,680.00	462,015,680.00
EPS(元)	0.25	0.49	0.58	0.74	0.98
净利率(%)	6.28	7.37	7.58	8.64	8.97

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

叶志刚：机械行业首席分析师

李 畅：机械小组助理分析师

重点研究上市公司：振华港机、徐工科技、中集集团、中国船舶、广船国际、中联重科、柳工、山推股份、三一重工、上海机电、中鼎股份、宗申动力。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。