

买入 维持
宗申动力 (001696)
2009 年 3 月 23 日

年报业绩超出市场预期 09 年 1 季度销售形势喜人

——摩托车下乡政策提升行业发展空间 产品结构升级加速业绩提升

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

2008 年经营业绩符合预期, 三轮车发动机业务占比显著上升提升公司盈利能力。 宗申动力今日公告公司 2008 年年报, 2008 年宗申动力营业收入 (出口占 29.97%) 和净利润为 33.77 亿元和 2.67 亿元, 同比增长 12.04% 和 26.75%, 每股收益为 0.58 元, 超出了市场的一般预期 (每股收益: 0.50-0.51 元)。公司 2008 年净资产收益率为 18.73%, 同比增长 0.15 个百分点, 每股经营性现金流为 0.14 元, 同比增长 600%, 在 2008 年下半年金融危机导致的全球经济危机的背景下取得上述业绩实属不易。公司营业利润率为 14.74%, 比 2007 年上升 0.85%, 公司盈利能力提高的原因是三轮车业务占比快速提升。2008 年公司销售三轮车发动机 132.26 万台, 同比增长 24.70%, 占发动机总量的比重为 43.91%。

表 1 宗申动力各项业务经营指标

项目	2007 年 (万台)	2008 年 (万台)	同比增长 (%)
摩托车发动机	287.73	301.16	4.66
其中:三轮车	106.07	132.26	24.69
比亚乔	13.26	13.98	5.42
通机	129.98	119.82	-7.82
营业利润率 (%)	13.81	14.74	0.85

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

通机业务经过大力整改, 盈利水平有望恢复合理。 2008 年通机公司共生产销售通用动力机械产品 119.82 万台, 实现营业收入 6.73 亿元 (占总收入的 19.93%), 实现净利润 2957.23 万元 (占总的净利润的 11.07%), 受到了人民币汇率持续升值、原材料价格大幅波动、人力成本大幅提高等不利因素的冲击, 毛利率为 12.17%, 同比下降了 4.45 个百分点, 2009 年通机业务盈利能力将明显改善。2008 年下半年, 针对通机公司在产品稳定性及其管理层在经营战略等方面出现的几次失误, 公司在董事会的指导下对通机公司中高层管理人员及部分一线基层管理人员进行了有史以来最大规模的战略性调整, 这也加快了公司的盈利能力回升。目前, 通机公司生产的微耕机、水泵、茶树修剪机等系列的多项产品被农业部纳入《2009-2011 年国家支持推广的农业机械产品目录》, 享受农机产品政府补贴, 市场销售情况良好。

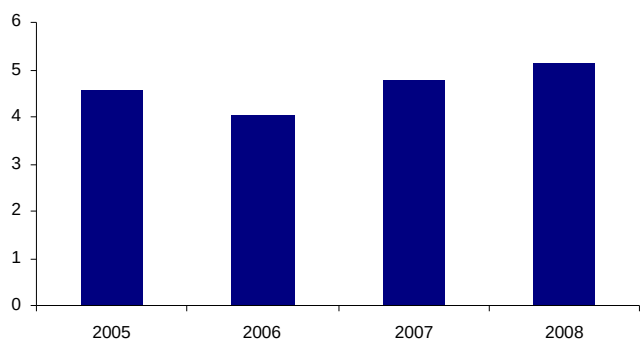
表 2 宗申动力通机业务一览

	2006	2007	2008
销量(万台)	103.90	129.98	119.82
同比增长(%)		25.09	-7.82
毛利率(%)		16.32	12.17
净利润(万元)		6784.71	2957.23

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

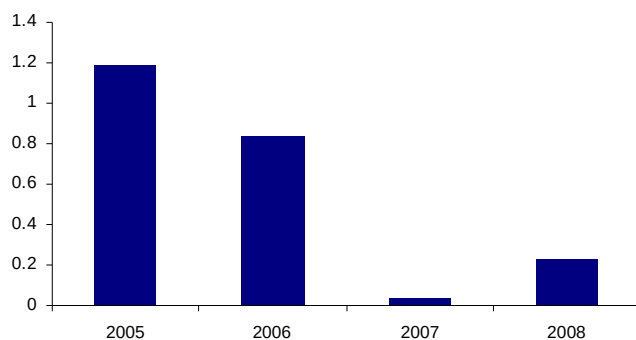
公司管理水平出色, 三项费用控制合理, 现金流良好。 公司三项费用与收入比例稳定在 5.00% 左右, 远低于大部分制造业企业, 特别是在 2008 年经历了各项原材料价格飞涨的情况下, 体现了公司作为民营企业拥有良好的成本控制能力。公司经营性现金流相比 2007 年有了大幅好转, 主要是应收账款回收措施得力, 生产周期较短。

图 1 历年三项费用占收入的比重（%）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

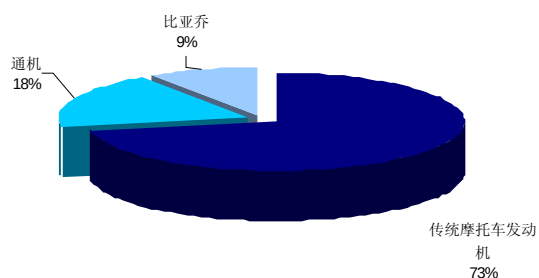
图 2 历年经营性现金流与收入比（%）



资料来源：海通证券研究所

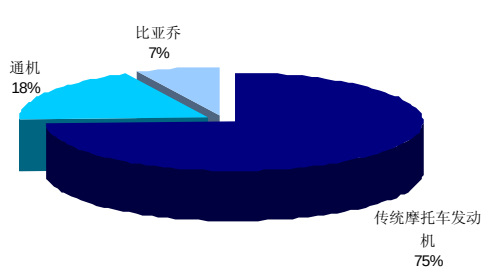
公司未来增长的驱动力主要是：行业政策对需求的刺激以及产品结构升级。对公司有明显正面影响的产业政策主要是：（1）摩托车下乡政策；（2）农机补贴政策。基于目前国内摩托车的需求以更新为主，对每辆摩托车实施 13% 的补贴的政策预期将刺激更新需求的快速释放，公司 1-2 月份产销两旺的状况也印证了我们的判断。农机补贴 2007-2009 年分别为 20 亿元、40 亿元、100 亿元，呈积数级增长。在我国，随着国家大力推进农业机械化、人均收入的不断提高，通机产品在未来具有广阔市场前景。《关于加快发展农业机械化的意见》、《中华人民共和国农业机械化促进法》对于提供农业机械的企业减免税收，对于购买农业机械的农民进行补贴，推动了农业机械的使用和发展。

图 3 预期 2009 年各项业务毛利比重



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 预期 2009 年各项业务收入比重



资料来源：海通证券研究所

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，内外需保持较快速度增长，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14.78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34.54%，给予“买入”的投资评级。

主要不确定因素。出口下滑超出预期，摩托车替代更新周期慢于预期。

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。

免责条款

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。