

## 消费品及服务 - 汽车及配件

## Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 4 月 13 日

## 行业翘楚，动力充足

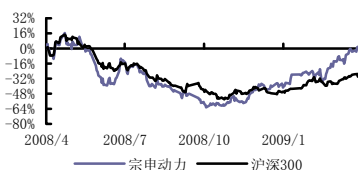
—宗申动力（001696）调研简报

评级： 增持

| 市场数据        |                              |
|-------------|------------------------------|
| 当前价格（元）     | 12.66                        |
| 52 周价格区间（元） | 4.66-14.48                   |
| 总市值（百万）     | 5849.12                      |
| 流通市值（百万）    | 4399.11                      |
| 总股本（百万股）    | 462.02                       |
| 流通股（百万股）    | 347.48                       |
| 日均成交额（百万）   | 45.95                        |
| 近一月换手（%）    | 64.22%                       |
| 第一大股东       | 重庆宗申高速艇开发有限公司                |
| 公司网址        | http://www.zongshenmotor.com |

| 财务数据   | FYE    |
|--------|--------|
| 毛利率    | 14.23% |
| 净利率    | 7.91%  |
| 净资产收益率 | 18.73% |
| 总资产收益率 | 15.82% |
| 资产负债率  | 25.76% |
| 市盈率    | 21.83  |
| 市净率    | 4.10   |

## 一年期行情走势比较



| 表现     | 1m     | 3m     | 12m     |
|--------|--------|--------|---------|
| 宗申动力   | 21.50% | 68.13% | -4.09%  |
| 沪深 300 | 15.83% | 35.30% | -30.87% |

冉飞

+86 755 83199599ext8267  
[ranfei@csc.com.cn](mailto:ranfei@csc.com.cn)

## 分析师申明

本人，冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

| 预测指标      | 2008A   | 2009E    | 2010E    | 2011E    |
|-----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 3376.66 | 3,717.75 | 4,353.80 | 4,892.50 |
| 净利润（百万元）  | 267.20  | 330.80   | 389.72   | 426.28   |
| 每股收益（元）   | 0.58    | 0.67     | 0.79     | 0.87     |
| 净利润增长率%   | 17.94   | 15.82    | 17.38    | 10.59    |
| 市净率       | 4.10    | 3.36     | 2.91     | 2.52     |
| 市盈率       | 21.89   | 18.90    | 16.10    | 14.56    |
| EV/EBITDA | 16.27   | 13.47    | 11.16    | 9.84     |

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

- 公司目前是国内摩托车动力和通机动力两大子行业的龙头，自 2003 年借壳上市以来一直保持着优良业绩。公司秉承“国际合作、精良制造”的发展战略，在承接全球小型热动力机械产业转移方面已具备较强的竞争力。
- 公司在传统主营一摩托车发动机领域优势突出。主要体现在：（1）业内领先的技术研发水平，产品线涵盖低、中、高端全系列（2）高效成熟的经营管理和订单响应能力（3）完善的配套体系（4）所处产业集群地的区位优势。因此在行业增速有限、市场处于完全竞争的状态下，公司能够依托强大的技术实力不断优化产品结构，实行差异化生产，单价稳步提高，盈利能力维持在较高水平。
- 公司近年主推的三轮车发动机增势良好。2007、2008 年销量分别达 106.07 万台、132.26 万台，同比增长 28.3%、24.7%，远高于行业水平。我们认为在现实国情下，三轮车在价格、使用便捷性、油耗及维修方面都具有独特的优势，“汽车下乡”政策对其销量冲击较小。从公司 1 季度销售来看，三轮车比重还在继续提升，我们预计 2009、2010 年此项业务仍可保持两位数以上的增长。
- 两大 OEM 业务受金融危机影响不大，订单充足。其中，比亚乔高端踏板车发动机 2008 年销售 13.98 万台，约占比亚乔全球销量 16%。随着公司前期定向增发所募集资金项目在 2009 年完全达产，产能达到 45 万台。按照双方的合作协议，未来还将加速承接该项

业务。我们预计 2009 年比亚乔发动机有望销售 17.5 万台，未来三年复合增速在 25%以上。

- 另一大 OEM 业务—通机产品 2008 年销售 119.82 万台，同比下滑了 7.8%，主要由于通机行业在我国发展时间较短，配套能力欠缺，对生产造成了较大影响。2008 年下半年公司对通机业务进行了全方位的整合，在 2009 年募集资金项目完成后，产品关键零部件自制率进一步提高，配套瓶颈问题将得到较大改善。另外，2008 年公司通机产品 85%以上为 MID 公司代工，内销占国内市场容量不足 10%，公司目前已采取与地方农机局合作等方式，加快国内销售渠道的建设，效果良好。我们预计 2009 年、2010 年此项业务分别同比增长 13%、22%。
- 与普通的 OEM 业务不同，公司作为代工方，凭借在规模、质量、管理和成本方面的内生优势，具有较强的话语权和选择权。公司 OEM 业务定位于毛利率高的中高端产品，优选经营稳健的海外巨头合作，通过协议约定将双方利益牢牢捆绑，风险共同分担，利益得到了较好的保障。从中长期来看，得益于集团的强大支持，公司有望陆续进入船艇发动机、专用动力等小型热动力机械的蓝海，产业链的延伸为其可持续成长提供了充足动力。
- 2009 年公司产品还将受益于摩托车出口退税率提高、下乡补贴以及农机产品补贴等多项政策优惠。我们预测公司 2009 年~2011 年每股收益分别为 0.67 元、0.79 元、0.87 元，当前价格为 12.66 元，对应 2009 年 PE 为 19 倍，短期估值合理。基于公司良好的质地和成长性，给予 12 个月内目标价格 15~17 元，对应 2010 年 PE 为 19~21 倍，评级为“增持”。

Figure 1 公司未来三年主营产品预测

|           | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 销量（万台）    | 420.98  | 457.5   | 523     | 579     |
| 摩托车发动机    | 301.16  | 322.5   | 358     | 389     |
| YOY       | 4.67%   | 7.09%   | 11.01%  | 8.66%   |
| 其中：传统摩托车  | 154.92  | 155     | 170     | 185     |
| YOY       | -8%     | 0.05%   | 9.68%   | 8.82%   |
| 三轮车发动机    | 132.26  | 150     | 165     | 175     |
| YOY       | 24.69%  | 13.41%  | 10.00%  | 6.06%   |
| 比亚乔       | 13.98   | 17.5    | 23      | 29      |
| YOY       | 5.43%   | 25.18%  | 31.43%  | 26.09%  |
| 通机产品      | 119.82  | 135     | 165     | 190     |
| YOY       | -7.82%  | 12.67%  | 22.22%  | 15.15%  |
| 营业收入（百万元） | 3376.66 | 3717.75 | 4353.80 | 4892.50 |
| 其中：摩托车发动机 | 2703.79 | 2934.75 | 3347.30 | 3695.50 |
| YOY       | 11.59%  | 8.54%   | 14.06%  | 10.40%  |
| 通机产品      | 672.88  | 783.00  | 1006.50 | 1197.00 |
| YOY       | 3.51%   | 16.37%  | 28.54%  | 18.93%  |
| 综合毛利率     | 14.23%  | 15.30%  | 15.60%  | 15.70%  |

数据来源：公司年报、世纪证券研究所

## 资产负债表

单位: 百万元

| 会计年度           | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1381 | 1735  | 2072  | 2454  |
| 现金             | 363  | 803   | 928   | 1144  |
| 应收账款           | 385  | 398   | 488   | 557   |
| 其它应收款          | 7    | 7     | 8     | 9     |
| 预付账款           | 35   | 23    | 30    | 35    |
| 存货             | 159  | 157   | 191   | 210   |
| 其他             | 432  | 347   | 428   | 499   |
| <b>非流动资产</b>   | 693  | 699   | 734   | 759   |
| 长期投资           | 8    | 9     | 9     | 9     |
| 固定资产           | 439  | 495   | 543   | 578   |
| 无形资产           | 184  | 179   | 175   | 171   |
| 其他             | 62   | 16    | 7     | 1     |
| <b>资产总计</b>    | 2074 | 2434  | 2806  | 3212  |
| <b>流动负债</b>    | 529  | 570   | 652   | 731   |
| 短期借款           | 25   | 20    | 20    | 20    |
| 应付账款           | 383  | 427   | 505   | 576   |
| 其他             | 121  | 123   | 126   | 135   |
| <b>非流动负债</b>   | 5    | -2    | 0     | -0    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 5    | -2    | 0     | -0    |
| <b>负债合计</b>    | 534  | 568   | 652   | 731   |
| 少数股东权益         | 113  | 127   | 144   | 163   |
| 股本             | 462  | 462   | 462   | 462   |
| 资本公积           | 452  | 452   | 452   | 452   |
| 留存收益           | 519  | 828   | 1099  | 1408  |
| 归属母公司股东权益      | 1427 | 1739  | 2010  | 2319  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2074 | 2434  | 2806  | 3212  |

## 重要财务指标

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 3377  | 3718  | 4354  | 4893  |
| 同比(%)     | 12%   | 10%   | 17%   | 12%   |
| 归属母公司净利润  | 267   | 309   | 363   | 402   |
| 同比(%)     | 24%   | 16%   | 17%   | 11%   |
| 毛利率(%)    | 14.2% | 15.3% | 15.6% | 15.7% |
| ROE(%)    | 18.7% | 17.8% | 18.1% | 17.3% |
| 每股收益(元)   | 0.58  | 0.67  | 0.79  | 0.87  |
| P/E       | 21.89 | 18.90 | 16.10 | 14.56 |
| P/B       | 4.10  | 3.36  | 2.91  | 2.52  |
| EV/EBITDA | 16.27 | 13.47 | 11.16 | 9.84  |

## 利润表

单位: 百万元

| 会计年度            | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 3377 | 3718  | 4354  | 4893  |
| 营业成本            | 2896 | 3149  | 3675  | 4124  |
| 营业税金及附加         | 8    | 9     | 10    | 11    |
| 营业费用            | 90   | 100   | 117   | 132   |
| 管理费用            | 77   | 84    | 98    | 111   |
| 财务费用            | 7    | 7     | 10    | 12    |
| 资产减值损失          | 5    | 4     | 3     | 3     |
| 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 2    | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业利润</b>     | 295  | 367   | 443   | 502   |
| 营业外收入           | 17   | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 4    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 309  | 367   | 443   | 502   |
| 所得税             | 30   | 36    | 53    | 75    |
| <b>净利润</b>      | 279  | 331   | 390   | 426   |
| 少数股东损益          | 12   | 14    | 17    | 19    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 267  | 309   | 363   | 402   |
| <b>EBITDA</b>   | 345  | 417   | 503   | 571   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.58 | 0.67  | 0.79  | 0.87  |

## 主要财务比率

| 会计年度        | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b> |       |       |       |       |
| 营业收入        | 12.0% | 10.1% | 17.1% | 12.4% |
| 营业利润        | 7.6%  | 24.1% | 20.8% | 13.2% |
| 归属于母公司净利润   | 23.6% | 15.8% | 17.4% | 10.6% |
| <b>获利能力</b> |       |       |       |       |
| 毛利率         | 14.2% | 15.3% | 15.6% | 15.7% |
| 净利率         | 7.9%  | 8.3%  | 8.3%  | 8.2%  |
| ROE         | 18.7% | 17.8% | 18.1% | 17.3% |
| ROIC        | 25.6% | 34.7% | 36.5% | 38.0% |
| <b>偿债能力</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率       | 25.8% | 23.3% | 23.2% | 22.7% |
| 净负债比率       | 4.68% | 3.52% | 3.07% | 2.74% |
| 流动比率        | 2.61  | 3.04  | 3.18  | 3.36  |
| 速动比率        | 2.31  | 2.77  | 2.89  | 3.07  |
| <b>营运能力</b> |       |       |       |       |
| 总资产周转率      | 1.70  | 1.65  | 1.66  | 1.63  |
| 应收账款周转率     | 8.04  | 9.13  | 9.46  | 9.01  |
| 应付账款周转率     | 7.14  | 7.77  | 7.89  | 7.63  |

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.