

买入 维持

宗申动力 (001696)

2009 年 6 月 24 日

结构升级提升毛利 通机业务前景广阔

-----产销两旺，产品结构明显升级，上半年业绩高速增长

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

海通证券策略会与宗申动力高管交流，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。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）公司二季度生产状况；（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. 摩托车下乡细则的出台预计可拉动摩托车消费量 25%，摩托车发动机企业受益更大。今年 6 月 11 日三部委（财政部会同国家发展改革委、工业和信息化部、公安部、商务部、工商总局、质检总局）出台了《汽车摩托车下乡细则》，《细则》指出，农民按规定直接购买摩托车，销售价格每辆 5000 元及以下的，补贴销售价格的 13%；销售价格每辆 5000 元以上的，定额补贴 650 元。与我们此前预测的补贴标准一致，向家电下乡补贴标准看齐。摩托车是指两轮或三轮摩托车，摩托车下乡政策的实施时间为 2009 年 2 月 1 日至 2013 年 1 月 31 日，历时四年，比汽车下乡政策实施时间多出 3 年。

我们认为摩托车下乡细则的出台对于摩托车和相关零部件企业形成利好，可以挖掘农村地区潜在的市场需求，两轮摩托车农村市场近年来的消费主力品种价格在 3000-4000 元/辆左右，650 元/辆的补贴对于农村消费客户还是有相当吸引力的。宗申动力董事长左宗申曾在今年的两会上预测如果摩托车下乡出台，可以拉动摩托车消费量提高 25%以上。去年全球性的经济危机导致中国沿海地区出现民工返乡潮，回乡民工解决就业其中切实可行的一个做法就是在城乡结合部通过摩托车或轻卡跑运输，将其作为生产资料运输化肥、农药、砖块等农用、建筑物资或者运输人员，购买成本的降低对促使其购买摩托车形成正面刺激。摩托车发动机的市场集中度高于摩托车，宗申动力 2008 年的摩托车发动机市场占有率为 11%，宗申集团摩托车整车的市场占有率为 5.5%。因此摩托车下乡细则的出台对拉动摩托车消费是利好，对于摩托车发动机企业来说更是利好，像宗申动力这样的摩托车发动机行业龙头企业可以获得比整个摩托车行业发展更快的速度。

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。公司 2 季度以来三轮摩托车发动机继续维持了 1 季度以来的产销两旺的局面，产品结构持续优化，1 季度的高毛利率得以维持。今年 1-5 月份公司摩托车销量与去年同比略有下降，但利润却有 30%以上的增速，除了原材料价格处于低位的因素外，摩托车发动机产品结构优化是重要原因。根据了解，比亚乔越南工厂目前开工率快速上升，由此加大了对宗申比亚乔摩托车发动机的采购量，预计全年宗申比亚乔摩托车发动机销量将达 16 万台；同时，公司的通机业务由于开始水平轴系列产品，结构得以优化，毛利率也快速上升，1-5 月份公司的通机业务净利润已经和去年全年持平。综合来看，公司的业务已经进入可快速发展的轨道。我们预计公司 2 季度每股受益摊薄后（1 季度实施了公积金转增）可达 0.18 元，上半年每股收益为 0.30 元，同比增长 21.88%，保持了快速增长势头。如果剔除去年中报公司收到的国产设备抵税 1368.56 万元的影响，公司 2009 年中报业绩实际增长 31.31%。

3. 宗申动力的核心竞争力：成本控制力、供应链稳定性。宗申的核心竞争力来自专业团队对于生产过程中的精细化管理和成本控制能力，相比一些竞争对手，在销量同等水平的情况下，宗申动力的利润率远远超过了对方，且设备故障率也低于他们；另外，宗申动力本着长期经营、相互扶持的战略出发维护供应链系统。对供应商的货款基本上做到不拖欠，原材料价格发生变动时，双方共同承担等手段化解经营风险，因此其供应商忠诚度较高。对于摩托车发动机这样一个竞争比较充分的行业，成本的控制能力和供应链的质量和客户关系稳定性就显的尤为重要。

4. 公司正在研发的大功率柴油发动机或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年底样机问世，随后将着手准备量产，形成产业规模。

5. 通机业务未来市场空间巨大。通机公司今年经营形势良好，由于公司今年开始生产高附加值的水平轴系列通机发动机，产品结构升级；加之公司加大通机终端产品研发力度，研发出微耕机、插秧机等农用机械产品，市场销售形势良好。我们预测今年1-5月份通机业务的净利润已经和去年全年持平，接近5000万元。通机产品公司目前主要客户为美国MTD公司，去年宗申动力为MTD提供了近120万台的通机，今年预计宗申动力通机销量可达130万台。未来五年预计公司的通机销量可增长至300-400万台，还有1倍以上的增长空间。农业机械化的普及和农作效率的提高使得未来几年将是我国农机行业的大发展年，今年我国政府增加农机具购置补贴资金至100亿元，同比增长150%，扶持力度明显加大。我们看好公司通机业务在组织架构优化和市场环境趋好形势下的发展趋势。

6. 宗申动力投资评级“买入”，目标价位：11.70元。公司明显受益于产品结构优化与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2009年-2010年每股收益为0.65元，0.76元，今后3年有望继续保持15%以上的增速，成长性良好。2009年宗申动力P/E仅为14.75倍，2009年为12.62倍，远低于江淮动力、上柴股份、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11.70元，现低估25.20%，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1 农机相关上市公司估值比较 (20090622)

公司名称	代码	EPS (元)		P/E (X)		P/B (X)
		2008E	2009E	2008E	2009E	2008E
江淮动力	000816	0.1	0.18	67.50	37.50	4.89
上柴股份	600841	0.12	0.16	121.50	91.13	3.85
悦达投资	600805	0.08	0.11	73.63	53.55	2.79
云内动力	000903	0.28	0.33	34.96	29.67	1.51
潍柴重机	000880	0.27	0.34	46.85	37.21	6.76
宗申动力	001696	0.58	0.65	16.29	14.54	3.06
平 均		0.21	0.24	59.67	60.12	43.93

资料来源：海通证券研究所

表 2 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 H	2008	2009E	2010E
销量 (万台)	8.22	13.26	8.35	13.98	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)	11097.00	18564.00		25164.00	28938.60	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 H	2008	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	16.30	16.50
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	16.30	16.82

资料来源: 海通证券研究所

表 3 公司盈利预测

年份	2006	2007	2008	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	3,359,472,268.00	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	2,882,627,218.00	3,329,998,080.00	4,094,373,750.00
主营业务税金及附加(元)	4,450,414.85	6,826,917.61	7,592,407.00	8,752,253.40	10,828,744.08
主营业务税金及附加率(%)	0.24	0.22	0.23	0.00	0.00
二、主营业务利润(元)	207,241,183.00	434,355,102.05	469,252,643.00	639,546,666.60	816,953,905.92
加：其他业务利润(元)	5,875,523.64		17,191,674.00		
营业费用(元)	39,299,545.49	84,226,450.12	90487385.55	95,479,128.00	113,209,597.20
营业费用率(%)	2.12	2.74	2.69	2.40	2.30
管理费用(元)	44,506,505.61	53,054,449.23	77178016.45	75587643.00	88598815.20
管理费用率(%)	2.40	1.72	2.30	1.90	1.80
财务费用(元)	-8,471,379.88	10,262,263.01	6712359.971	15515358.30	17227547.40
财务费用率(%)	-0.46	0.33	0.20	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	294,874,881	452,964,537.30	597,917,946.12
加：投资收益(元)	-2,283,810.80	427,660.35	1,517,870.36		
补贴收入(元)	779,000.00				
营业外收入(元)	1,192,602.17	2,016,075.84	17,438,713.26		
减：营业外支出(元)	1,255,486.86	-1,058,413.33	3,569,828.99		
营业外收支净额(元)	-62,884.69	3,074,489.17	13,868,884.27		
四、利润总额(元)	136,214,339.93	284,338,564.77	310,261,635.78	452,964,537.30	597,917,946.12
减：所得税(元)	16,964,541.68	14,643,696.95	30250566.75	45,296,453.73	59,791,794.61
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	12,807,378.83	16,000,000.00	80,000,000.00
五、净利润(元)	116,601,480.41	226,561,672.54	267,203,690.20	391,668,083.57	458,126,151.51
总股本（股）	462,015,680.00	462,015,680.00	462,015,680	462,015,680.00	462,015,680.00
EPS(元)	0.25	0.49	0.58	0.85	0.99
净利率（%）	6.28	7.37	7.95	9.85	9.31
送股后总股本（股）	600,620,384	600,620,384	600,620,384	600,620,384	600,620,384
EPS(元)	0.19	0.38	0.44	0.65	0.76

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。