

重庆资本市场研究

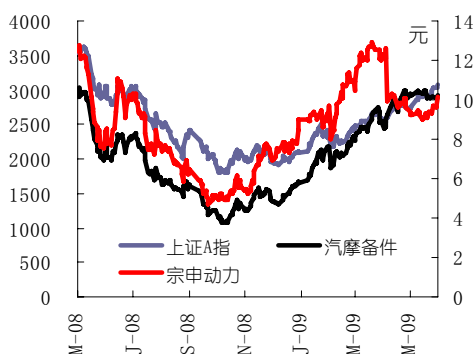
胡海浪 崔秀红 丁小玲

023-63741927

hhl@swsc.com.cn
宗申动力（001696）：通机业务助推公司成长

2009 年 6 月 25 日

买入

市场表现


来源：西南证券研发中心

市场数据

总市值（亿元）	61.14
流通市值（亿元）	47.03
总股本（亿股）	6.01
流通股本（亿股）	4.62
52 周最高价/最低价	12.89/4.66

来源：西南证券研发中心

财务指标预测

	2008	2009E	2010E
主营收入（亿）	33.77	37.82	43.94
+/- (%)	9.78	12.00	16.19
主营毛利率（%）	14.23	15.40	15.43
毛利增减（%）	8.00	43.68	16.52
净利润（亿）	2.67	3.45	4.02
EPS（元）	0.58	0.58	0.68

来源：西南证券研发中心

近期我们走访了宗申动力，与公司相关人士进行了交流，对公司小型通用机械业务的发展进行了较为深入的了解，并对 09 年的盈利情况进行了交流。

投资要点：

1、公司通机业务打开未来企业成长空间。通机业务市场前景广阔，公司已经确立了新的战略发展方向，未来 4 年通机业务收入将超过 20 亿，占到公司整个收入的 50%，鉴于国内广阔的市场需求，未来通机业务将实现国内和国外销售收入各占 50%的发展目标。今年，公司通机业务海外订单可保持在 110 万台以上，出口产品结构的调整提高了利润空间，另外加大了国内市场的开拓，，预计今年上半年有望销售收入近 4 亿元，全年毛利收入将超出市场预期，同比增长有望超过 50%，在公司利润总额中的比重也将提高到 22%左右。

2、公司传统业务保持稳定增长，技术进一步提升。传统摩托车发动机业务上，公司继续加大较高附加值产品投放，毛利率将实现稳步提升，预计在 10%-15%；与比亚乔的合作更大的功效在于获取高端技术，提高传统产品的附加值。目前生产的高档踏板摩托车发动机毛利率比普通发动机毛利率高 4-6 个百分点，并且由于公司较低的生产成本，将实现进一步代产转移，有望获得比亚乔该系列发动设备的全部代产业务及技术转移。预计 09 年生产销售 18 万台，毛利 19%左右；

3、公司成本控制能力强，三费远低于行业平均水平。公司管理优良，成本控制能力强，三项费用率保持 5%的水平，远低于行业平均水平；几乎没有短期借贷；生产反应迅速，实施零库存管理，周转天数最高不超过 25 天。

4、公司盈利预测。我们预计公司 2009-2010 年净利润增加 29.2%，和 16.5%，实现每股收益（EPS）分别 0.58 元和 0.68 元，相对应的 20 倍市盈率价格为 11.6 元和 13.6 元，因此给予“买入”评级。

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

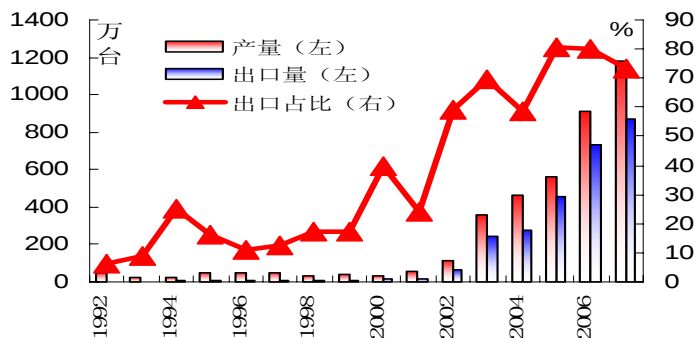
通机业务 助推公司未来成长

通用机械市场需求广阔

我国耕地中有 3/4 是丘陵和山区，占有 88% 的中小型经营农户。因此，小型农用机械以价格低、操作简单而成为农户耕作机械的首选。而且随着我国改革开放的深化，农业现代化的发展步伐正在加快。为了促进农业现代化的发展，国家对农业机械化和农机产业化高度关注和大力扶植，农业机械化和农机产业化在我国形成新的发展高潮，相关优惠政策实施加快，2009 年已将农机购置补贴由 08 年的 40 亿提高到 100 亿，可带动 5 倍的市场需求。终端设备如小型耕作机、小型发电机组、小型排灌机械年需求均在 50 万台以上，其对应的动力设备—小型通用汽油机，尤其是 5—6 马力的通用汽油机，是小型耕作机、小型发电机、小型水泵机组，还有机动喷雾器、割晒机、机动脱粒机、园林动力机械、油锯等工业型动力机械、娱乐设施及小型船动力的重要动力源之一，具有相对应的广阔发展空间。

国际市场上，通用机械及动力产品近几年成暴发式增长需求，汽油机组、发电机组、园林机械等在欧洲、美洲的诸多发达国家市场潜力巨大。初步估计，全球汽油机市场需求在 8000 万台左右，发电机市场在 2000 万台左右，园林机械市场在 500 万台左右。从目前整个发展趋势来看，国外通机巨头由于成本方面的原因，纷纷将制造基地转移到中国。

图 1，国内小型通机产量及出口（1992-2007）



来源：西南证券研发中心

公司实施 50%-50% 战略，力推通用机械业务

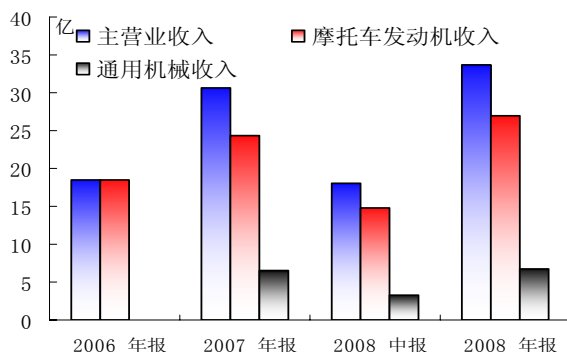
宗申通机公司于 2000 年在公司集团下运作，产量扩张迅速，与美国最大园林机械制造商 MTD 合作稳定，产量从 2002 年的 5 万台增长到 2008 年的 119 万台，出口到欧洲、美洲等发达国家，在全国同行业中产销量排名第一。

鉴于通机广阔的市场前景，公司形成了新的 50-50 发展战略。即未来三年，公司将大力发展通机业务，力争做到通机和传统动力各占主营业务收入的 50%。通机的销售做到国内、国

际市场各一半。新的战略调整了公司业务结构，并将提高通机业务在国际市场价格战中、降低的毛利水平。

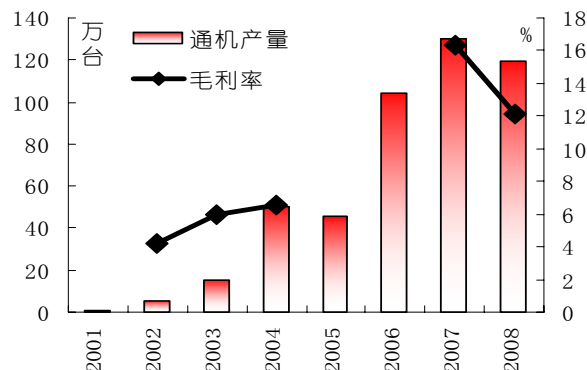
未来，公司的发展目标是国际化的动力机械精良制造商，07 年通过定向增发，购入了集团通用机械相关资产，并在 08 年对管理层、技术等“软设施”进行了全面的整改。预计 4-5 年，450 万的通机设计产能将逐步释放，实现通机动力销售收入超过 20 亿。

图 2，宗申动力收入结构



来源：西南证券研发中心

图 3，宗申通用机械产量及毛利率



来源：西南证券研发中心

09 年通机产品结构调整等多因素提升毛利空间，增长可超预期

在今年的出口业务上，由于公司目前主要代产 MTD 商品为低中端产品，金融危机的席卷，刺激了低中端产品的消费，今年有望达到 07 年的水平；而且今年公司大力开拓通机业务国内市场，致使通机业务增长迅速。

公司产品对出口产品结构也进行了调整，水平轴产品价格高于去年的垂直轴产品；另外，目前较低的铝价格给予公司更多的利润空间，预计今年出口销售毛利率比去年高 4-6 个百分点左右。预计上半年有望销售收入突破近 4 亿元，毛利收入在 18.5% 左右，但考虑到冬季销售会略有降低，并且较低铝价格扩大的利润空间在下半年将减少，全年毛利整体在 17% 左右，毛利收入增长可能超出市场预期，同比增长超过 50%，达到 1.2 亿，占公司主营利润总额中的比重也将提高 22%。

此外，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》，惠农政策将进一步打开公司通机的销售和利润空间。

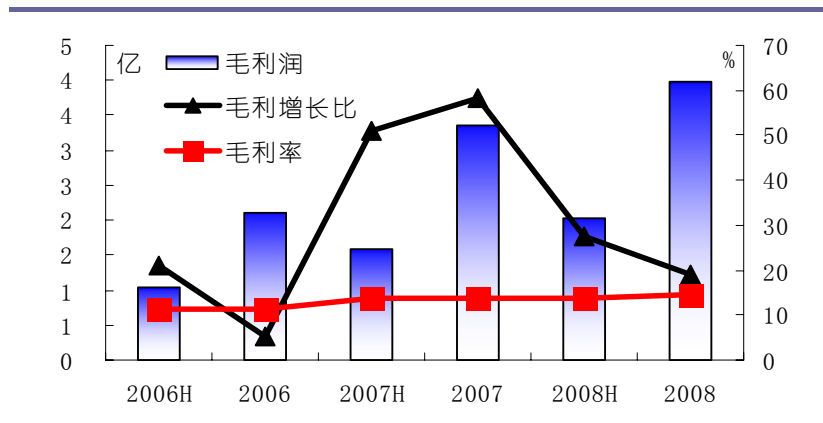
传统发动机业务经营良好 毛利率稳步增长

宗申动力是国内小型热动力设备行业领头羊，传统摩托车动力制造业务已发展相对成熟，目前拥有国内最先进的摩托车发动机装备生产流水线 7 条。2006-2008 年实现销量达 301 万

台，分别增长了 17%，29%和 4%。

更重要的是近三年毛利率是显著提升的态势。毛利率提升的原因得益于公司加大较高附加值发动机的生产投放，销售价格平均比普通发动机高 100-200 元，其中 125CC 以上排量逐步替代低排量发动机，成为公司主要投放产品。

图 4，摩托车发动机毛利



来源：西南证券研发中心

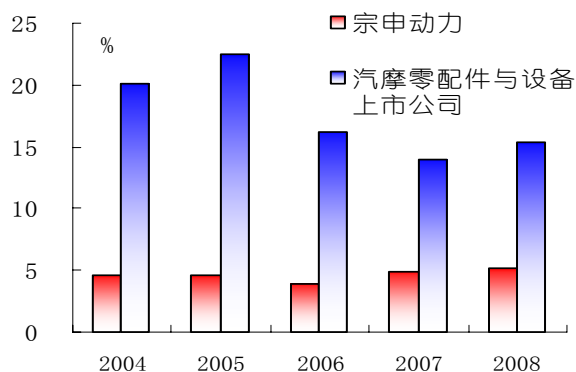
大量投放生产高附加值摩托车动力设备，是公司未来发展的趋势，与欧洲最大摩托车制造商比亚乔的战略合作正是着力于此。目前生产的高档踏板摩托车发动机毛利率比普通发动机毛利率高 4-6 个百分点，产品大部分直接售给佛山比亚乔，减少外汇波动损失。在 08 年全球金融风暴冲击下，公司的低生产成本优势，为公司获得了更多的生产订单，较 07 年增加了 5%。较低的成本将实现生产的进一步转移，公司有望获得比亚乔该系列发动设备的全部代产业务及技术转移，预计 09 年生产销售 18 万台，有 19%左右的毛利率。

总体而言，传统发动机业务上，公司继续加大较高附加值产品投放，毛利率将实现稳步提升；摩托车下乡、出口退税等政策对公司发动机产销具有促进作用，08 年产量已是一个相对高峰，预计 09 年实现产销在 300 万台左右，毛利收入增长 12%，毛利率提升到 15%。

公司成本控制能力强，三费远低于行业平均水平

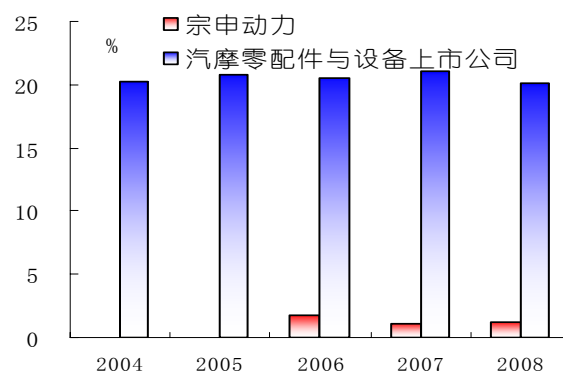
公司把生产管理与产品质量监控作为公司运营核心，成本控制能力强，三项费用率保持 5% 的水平，远低于行业平均水平；公司现金流充足，几乎没有短期借贷。

图 5, 宗申动力与行业三项费用比



来源: WIND 西南证券研发中心

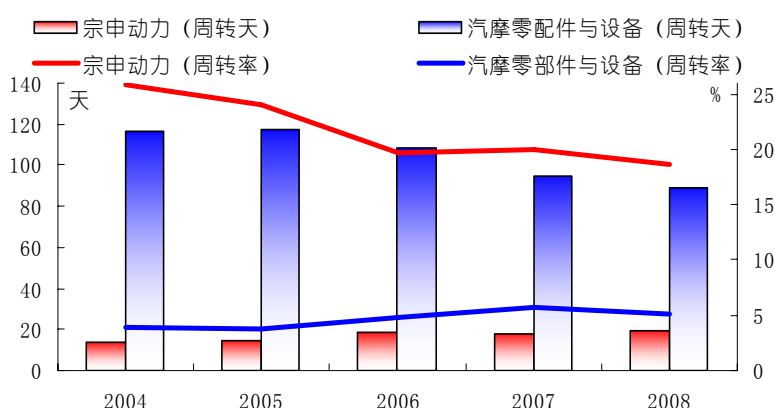
图 6, 宗申动力与行业短期借贷



来源: WIND 西南证券研发中心

生产反应迅速, 实施零库存管理; 库存周转率远高于行业平均水平, 周转天数最高不超过 25 天。

图 7, 宗申动力与行业库存周转



来源: 西南证券研发中心

结论

公司快速增长的态势已经明朗, 传统业务结构优化, 产销量平稳增长、毛利率维持在 10% 以上, 并上升到目前的 14%; 随着比亚乔合作的不断提升, 相关技术的转移, 以及市场开拓, 摩托车发动机业务将依然保持行业领先的优势; 小型通用机械国际代产量快速上升, 另外国内市场供需发展迅速和国家农机化的加快推动, 为公司快速发展通机业务提供了广阔的市场前景, 国内市场的占有业务比重将迅速提升, 从目前我们了解到完成的订单来看, 通用机械可实现与 07 年持平, 但毛利率提升, 占全部收益可达 22%; 公司成本控制能力强、流动资金充裕、负债率低, 基与公司良好的质地和通机业务的快速成长, 预计 09 年实现每股收益 0.58 元, 对应市盈率 20 倍, 未来 6 个月目标价格 11.6 元, 因此给予买入评级。

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	强烈买入	股价明显低估，未来6月内有30%的涨幅
	增持	股价明显被低估，未来6月内有15%的涨幅
	持有	股价定位合理，未来6月内股价波动在-5%--10%之间
	谨慎持有	股价基本合理，未来6月内股价波动在5% -- -10%之间
	卖出	股价被高估，未来6月可能出现-15%以上的跌幅
	强烈卖出	股价明显高估，未来6月内有-30%的跌幅
行业	强于大市	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数将跑赢综合指数
	跟随大市	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数将跟随综合指数
	弱于大市	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议，报告中所引用信息均来自市场公开资料，我公司对所引用信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行业务服务。本报告未经许可不得翻版、复制、刊登、发表或引用。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3217、3507

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>