



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注

2009 年 8 月 7 日

汽车及零部件

研究部

联系人

陈鹏扬

chenpy@cicc.com.cn

分析师

罗炜

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

宗申动力(001696.CH)

成长中的小型发动机龙头

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,864	3,014	3,377	3,672	4,366
(+/-)	13%	62%	12%	9%	19%
主营业务利润	213	428	473	639	787
(+/-)	8%	101%	10%	35%	23%
净利润	120	238	267	413	505
(+/-)	17%	98%	12%	55%	22%
每股盈利(元)	0.20	0.40	0.44	0.69	0.84
(+/-)	17%	98%	12%	55%	22%
市盈率	60.4	30.5	27.2	17.6	14.4
市净率	6.1	4.8	3.9	4.0	3.2
EV/EBITDA	17.0	16.3	15.6	12.9	9.9
净资产收益率	28.4%	20.5%	18.7%	22.8%	22.1%
ROCE	20.4%	18.8%	17.3%	20.9%	20.2%
现金分红收益率	0.5%	-0.2%	-1.1%	0.4%	0.4%
每股经营现金流(元)	0.5	0.0	0.1	0.8	0.9
股价/经营现金	26.4	549.5	85.0	15.9	12.9

股票信息

	A股
当前股价	人民币12.09
股票代码	001696.SH
日成交量(百万股)	7.8
52周最高价/最低价	人民币13.26/3.577
发行股数(百万股)	601
其中:流通股(百万股)	452
总市值(百万元)	7262
主要股东(持股比例)	重庆宗申高速艇开发有限公司(22.54%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[001696.CH]	+4.86	+12.78	+18.41	+113.60
[A股指数]	+1.17	+12.51	+32.85	+105.42
[中金汽车指数]	+1.71	+17.99	+27.10	+172.99

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/18/2009 09 年中期业绩报告

投资亮点:

稳定成长的小型发动机龙头。公司为国内最大的摩托车发动机供应商,其中在三轮摩托车市场占有率达 50% 以上。凭借摩托车发动机的技术和规模优势,公司积极向通用动力产品扩张,目前为通用机械龙头 MTD 的动力供应商,公司正在逐步成长为小型发动机龙头供应商。

出口比重较高,下半年受益出口需求反弹。08 年公司直接和间接出口合计占总收入比重近 40%。上半年海外需求低迷导致我国摩托车出口大幅下滑近 50%,我们预计随着海外需求复苏,下半年公司两轮摩托车发动出口需求将出现反弹。

三轮车发动机业务国内领先,下游需求维持 20% 增长。三轮摩托车主要用于农村地区客运和货运,凭借其价格低和载货载客力强等优势具备较大发展空间,预计未来几年我国三轮摩托车销量将维持 20% 增长。公司该细分市场已经形成规模优势,下半年公司 350cc 和 500cc 发动机产品将陆续投产,公司领先地位将进一步得以巩固。

通机业务盈利步入上升通道,出口具备较大成长空间。公司通用动力产品 85% 以上出口美国 MTD 公司,09 年公司加大发展力度,同时受益于原材料价格下跌以及供应商逐步成熟,通机业务盈利将逐步步入上升通道。MTD 全年发动机需求量在 600 万辆以上,其愿意将 50% 订单投向公司,通机产品出口具备 200% 的增长空间。

财务预测:

预计 09 和 10 年发动机业务分别实现盈利 3.6 亿元和 4.3 亿元,通机业务实现盈利 8300 万和 1.2 亿。

估值与建议:

我们预计宗申动力 09 和 10 年盈利分别为 0.69 和 0.85 元,目前股价对应 09 和 10 年市盈率分别为 18 倍和 14 倍,估值处于行业中低端。我们看好公司摩托车出口成长和国内三轮摩托车需求增长带来公司发展的机遇,同时公司凭借发动机规模优势向通机产品延伸将进一步打开公司长期发展空间,首次关注公司给予审慎推荐投资评级。

风险:

对宗申集团、MTD 依赖较高;原材料价格大幅上升。

目录

受益于出口复苏的摩托车发动机龙头.....	4
摩托车发动机龙头，具备较强竞争力.....	4
出口占比较高，下半年受益于出口复苏.....	5
国内三轮摩托车需求增长的最大受益者.....	7
受益农民消费能力增强，三轮车发动机需求维持 20% 增长.....	7
三轮发动机处于垄断地位，通过技术升级保持竞争优势.....	7
同心多元化延伸至通用动力.....	9
通用动力产品出口增长潜力较大.....	9
进一步向农机行业拓展将打开公司成长空间.....	9
背靠宗申集团，立足小型动力.....	11
财务预测.....	12
估值与建议.....	14
风险.....	15
附录：摩托车行业基本情况介绍.....	17

图表目录

图表 1: 公司主要业务构成及 08 年销量构成.....	4
图表 2: 公司 08 年销售收入和利润构成.....	4
图表 3: 08 年国内摩托车销量排名.....	4
图表 4: 宗申动力摩托车发动机销量.....	4
图表 5: 重庆地区摩托车销量及占全国比重.....	5
图表 6: 重庆地区摩托车零部件收入及占全国比重.....	5
图表 7: 全国及宗申集团摩托车出口占比.....	5
图表 8: 全国摩托车出口走势.....	5
图表 9: 我国摩托车出口地区构成.....	6
图表 10: IMF 对我国主要摩托车出口国经济预测.....	6
图表 11: 三轮车近年销量及增速.....	7
图表 12: 三轮车摩托车销量及增速.....	7
图表 13: 三轮摩托车、农用车和轻卡主要性能比较.....	7
图表 14: 09 年以来三轮摩托车销量.....	7
图表 15: 08 年三轮摩托车主要企业销量排名.....	8
图表 16: 三轮摩托车按排量构成.....	8
图表 17: 国外农机企业毛利率和净利率.....	9
图表 18: 通机产品成本构成.....	9
图表 19: 宗申集团产业结构.....	11
图表 20: 铝价格走势.....	12
图表 21: 钢材价格走势.....	12
图表 22: 摩托车产品销量及毛利预测.....	12
图表 23: 通机产品销量及毛利预测.....	13
图表 24: 全球摩托车上市公司估值比较.....	14
图表 25: 国内汽车及零部件上市公司估值比较.....	14
图表 26: 历史和预测的财务指标.....	15
图表 27: 历史 P/E 和 P/B.....	16
图表 28: 摩托车销量构成.....	17
图表 29: 摩托车行业经济运行状况.....	17
图表 30: 日本摩托车销量走势.....	17
图表 31: 欧洲摩托车销量走势.....	17
图表 32: 主要国家和地区摩托车排量比较.....	18
图表 33: 主要企业摩托车销售均价.....	18
图表 34: 全球主要地区摩托车保有量比较.....	18
图表 35: 主要发展中国家人均可支配收入比较.....	18
图表 36: 我国摩托车出口地区构成.....	19
图表 37: 摩托车出口排量构成.....	19
图表 38: 我国摩托车出口月度走势.....	19
图表 39: IMF 对我国主要摩托车出口国经济预测.....	19
图表 40: 城市农村摩托车保有量比较.....	20
图表 41: 分省摩托车保有量比较.....	20

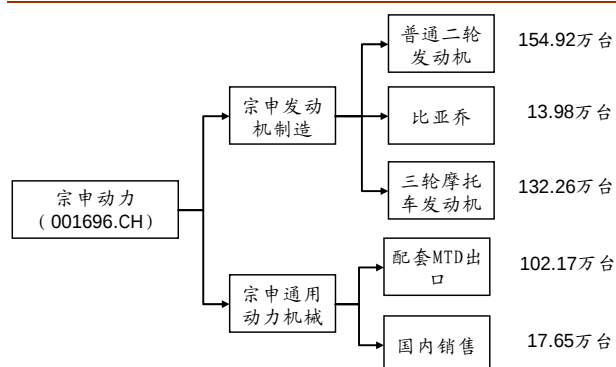
受益于出口复苏的摩托车发动机龙头

摩托车发动机龙头，具备较强竞争力

摩托车发动机是公司收入和利润主要来源

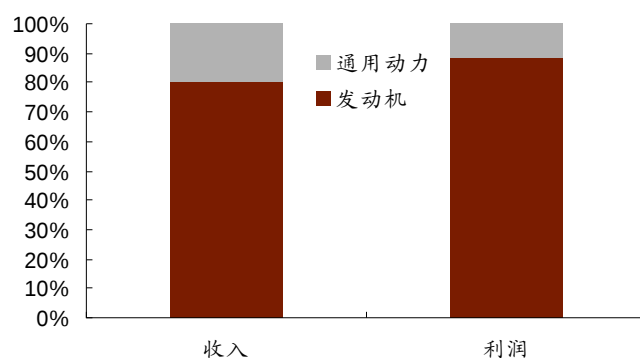
公司主要生产摩托车发动机和通用动力产品，其中摩托车发动机为公司收入和利润的主要来源。公司 08 年 33.8 亿收入中 20% 来自通用动力产品，80% 来自摩托车发动机销售，其中 45% 左右来自三轮车发动机，35% 左右来自两轮车发动机。从 08 年盈利来看，摩托车产品利润贡献在 90% 以上，其余为通机产品贡献。未来几年随着通用动力产品出口销量提升，其收入和盈利占比将趋于提高。

图表 1：公司主要业务构成及 08 年销量构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：公司 08 年销售收入和利润构成

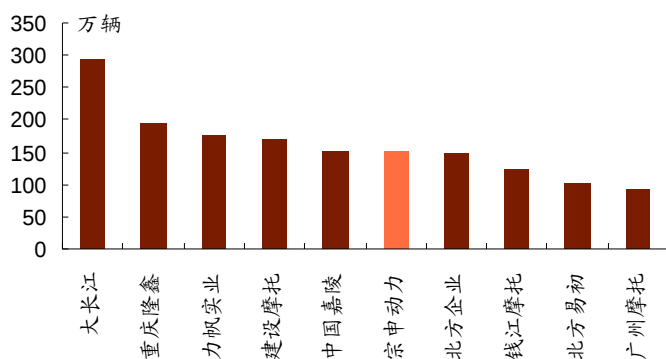


资料来源：公司资料，中金公司研究部

国内最大摩托车发动机供应商

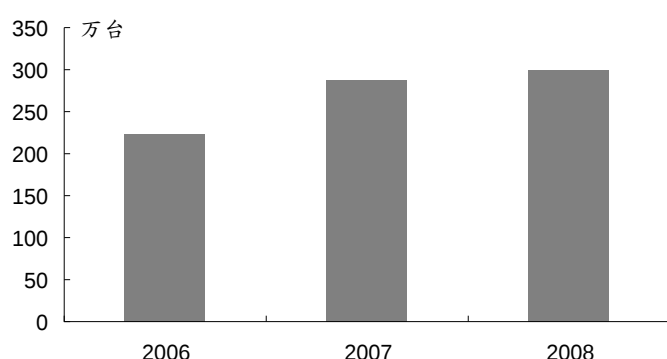
08 年公司摩托车发动机销量为 301 万辆，占据行业近 11% 的市场份额，为摩托车发动机龙头制造商。公司主要客户宗申集团 08 年摩托车销量为 152 万辆，占据国内 5.5% 的市场份额，位居全国第六。除宗申集团外，雷沃重工等企业也采购公司发动机产品，凭借稳定的产品性能和技术优势，近年来公司一直维持行业内领先地位，在消费者心中具备一定品牌优势。

图表 3：08 年国内摩托车销量排名



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4：宗申动力摩托车发动机销量

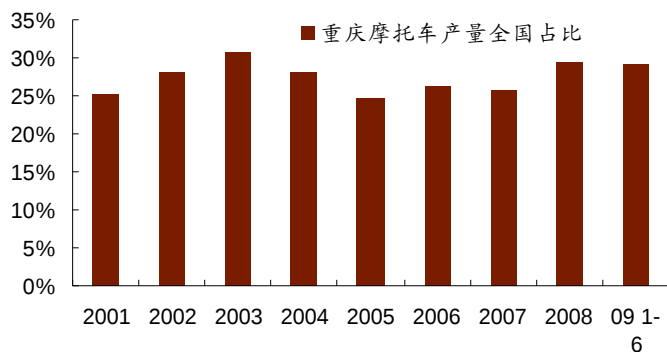


资料来源：公司资料，中金公司研究部

地处重庆，具备产业链优势

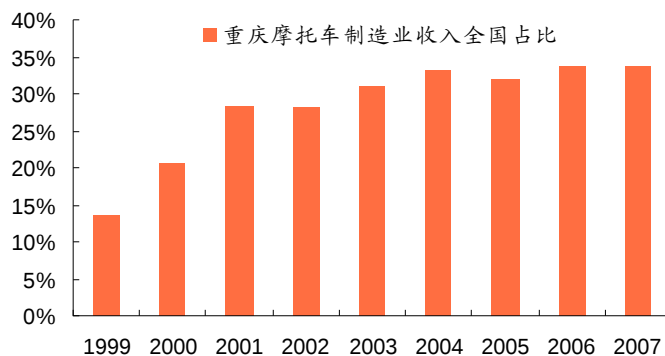
公司地处我国摩托车产业最为发达的重庆市，目前重庆市占全国摩托车产量比重近 30%，为国内最大的摩托车生产基地，已经形成完善的供应链体系，并具备较高的规模经济形。在近期产业规划中重庆市也将汽车和摩托车产业作为支柱产业来发展，公司将得以享受相关政策扶植。

图表 5：重庆地区摩托车销量及占全国比重



资料来源：国研网，中金公司研究部

图表 6：重庆地区摩托车零部件收入及占全国比重



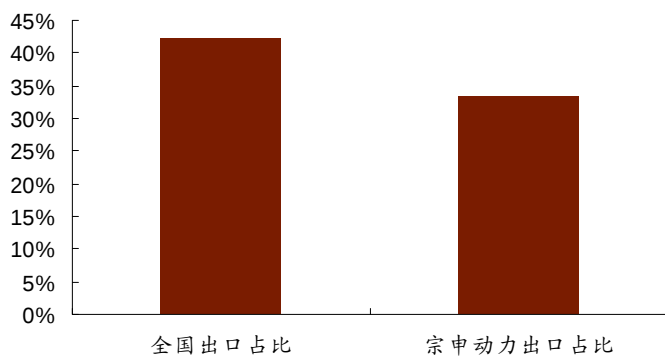
资料来源：国研网，中金公司研究部

出口占比较高，下半年受益于出口复苏

08 年出口收入合计占总收入近 40%

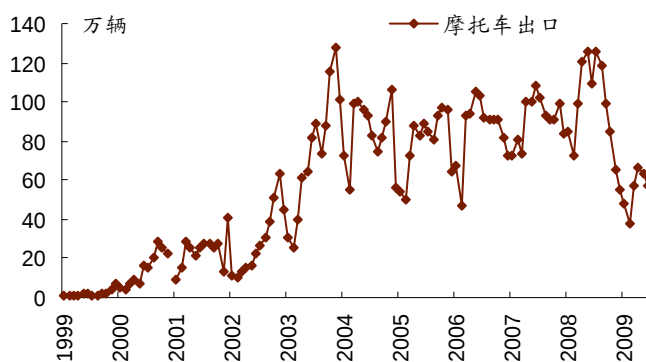
08 年公司直接出口收入为 10.1 亿元，占公司销售收入 30%，其中主要出口品种为两轮摩托车发动机和配套 MTD 的通用动力产品。公司国内销售产品主要配套宗申集团和国内其它摩托车企业，08 年宗申集团出口比重 33%，全行业出口比重为 32%，我们判断公司国内销售收入中 15% 以上通过下游客户间接出口海外，直接和间接出口收入合计占总销售收入近 40%，其中摩托车发动机产品出口占收入比重约 20%。

图表 7：全国及宗申集团摩托车出口占比



资料来源：公司资料，CEIC，中金公司研究部

图表 8：全国摩托车出口走势

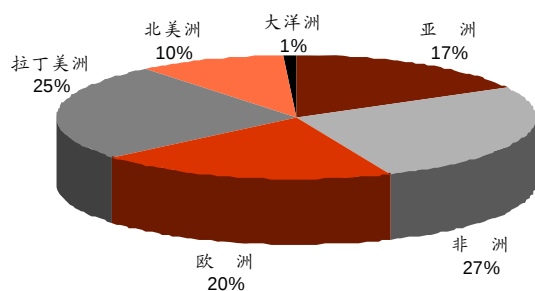


资料来源：CEIC，中金公司研究部

两轮摩托车发动机下半年受益于出口复苏

受金融危机影响，从 08 年 8 月份起，我国摩托车出口大幅下滑，09 年上半年出口量仅为 281 万辆，同比下滑 48%，出口量为自 03 年以来最低水平。宗申集团上半年出口量也降至 12 万辆，同比下滑 60%。我们判断海外需求下滑和经销商减库存是造成需求下滑的主要原因，随着海外经济，特别是我国主要出口的发展中国家如尼日利亚、印尼等国家经济回暖以及汇率稳定，消费者和经销商购买信心将趋于稳定，我国摩托车出口有望从下半年开始步入反弹，公司两轮摩托车发动机业务下半年将受益于出口业务复苏。

图表 9：我国摩托车出口地区构成



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 10：IMF 对我国主要摩托车出口国经济预测

	07A	08A	09E	10E
尼日利亚	6.45	5.29	2.86	2.61
阿根廷	8.65	6.97	-1.52	0.70
美国	2.03	1.11	-2.75	-0.05
巴西	5.67	5.08	-1.30	2.17
印度尼西亚	6.28	6.06	2.50	3.50
墨西哥	3.33	1.35	-3.67	1.02
多哥	1.94	1.10	1.69	2.15
缅甸	11.93	4.54	5.02	4.03

资料来源：IMF，中金公司研究部

比亚乔项目具备长期增长空间

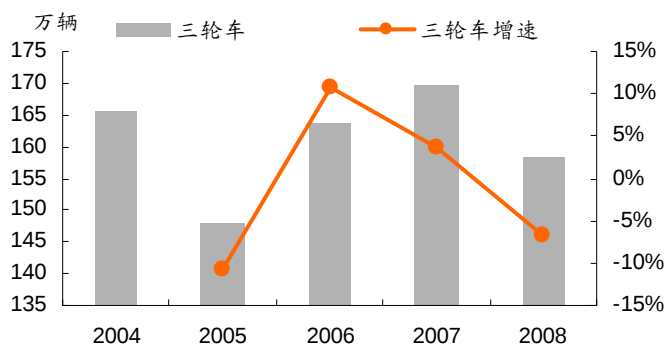
公司与意大利知名摩托车生产商比亚乔合作，为其生产发动机，原计划年发动机配套量将达 45 万以上，但由于经济危机背景下比亚乔意大利工厂难以关闭，08 年配套销量仅为 14 万辆。09 年上半年，需求状况出现好转，公司比亚乔发动机销售约 9 万辆，下半年随着欧洲经济出现好转，比亚乔欧洲销量有望继续回升，考虑成本因素，预计其增量需求将更多向公司转移，未来几年公司比亚乔发动机销量有望维持 30% 以上增长。

国内三轮摩托车需求增长的最大受益者

受益农民消费能力增强，三轮车发动机需求维持 20% 增长

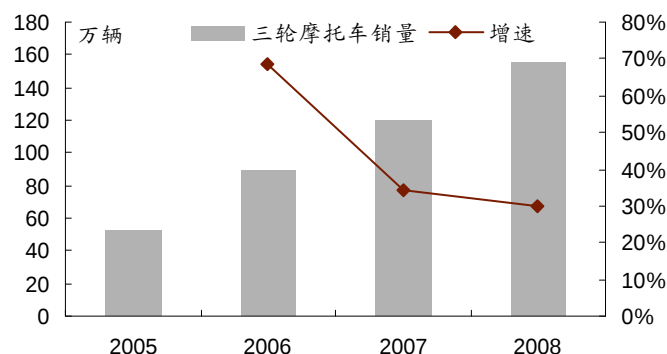
三轮摩托车凭借较强的承载能力和道路适应性，能满足农民载货和载客运营两方面的需求，05~08 年三轮摩托车销量得以维持 20% 以上增长。即使在今年上半年全行业销量下滑背景下，三轮摩托车销量仍实现 7% 的正增长。三轮摩托车作为一种过渡运输工具，还会在较长的时期内广泛存在，市场潜力较大。目前，协会统计的三轮摩托车年销量在 150 万辆左右，但由于大量小企业不在协会统计范围之内，我们判断全国三轮摩托车总销量已接近 300 万辆。受益于农民消费能力提升和对农用车产品的替代，我们判断未来几年三轮摩托车销量仍有望持续 20% 以上高速增长。

图表 11：三轮车近年销量及增速



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 12：三轮摩托车销量及增速



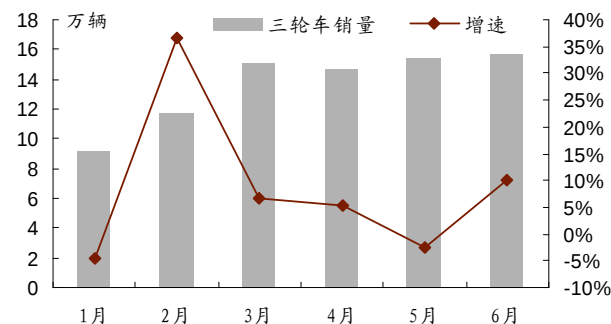
资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 13：三轮摩托车、农用车和轻卡主要性能比较

	三轮摩托车	农用车	轻卡
价格	6000元	8000元	30000元
油耗	4L/100km	10L/100km	12L/100km
速度	一般	一般	较快
上路限制	多	多	少
安全性	较低	一般	高
载货量	较少	一般	较多
上牌费用	400元	200元	500元

资料来源：中金公司研究部整理

图表 14：09 年以来三轮摩托车销量



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

三轮发动机处于垄断地位，通过技术升级保持竞争优势

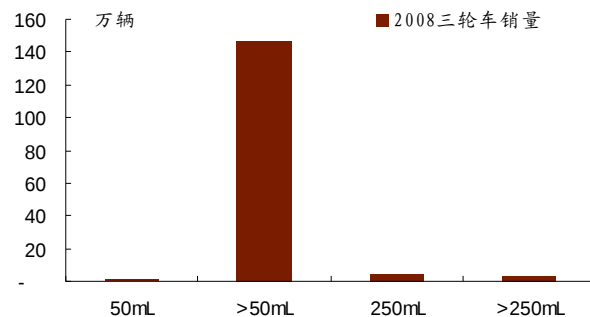
08 年公司三轮发动机销售 132 万台，占据行业 50% 左右市场份额。公司发动机产品专门针对三轮车使用状况开发，与竞争对手用高功率二轮发动机改装而来的产品相比，具备较强竞争力。目前公司三轮发动机产品主要配套宗申集团内部客户和雷沃重工等龙头企业。下半年，公司 350cc 和 500cc 的发动机产品即将进入量产阶段，这两个产品填补了国内空白，将进一步提升公司在三轮车发动机领域的领先优势。

图表 15：08 年三轮摩托车主要企业销量排名

排名	公司名称	2008 三轮车销量
1	宗申产业集团有限公司	456,542
2	福田雷沃国际重工股份有限公司	277,624
3	洛阳北方企业集团有限公司	234,257
4	洛阳北方易初摩托车有限公司	147,202
5	重庆隆鑫机车有限公司	103,116
6	中国嘉陵工业股份有限公司(集团)	89,599
7	重庆市双庆机电有限公司	61,308
8	重庆银翔摩托车(集团)有限公司	38,210
9	济南轻骑摩托车股份有限公司	32,564
10	轻骑集团摩托车有限公司	24,316

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 16：三轮摩托车按排量构成



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

同心多元化延伸至通用动力

通用动力产品出口增长潜力较大

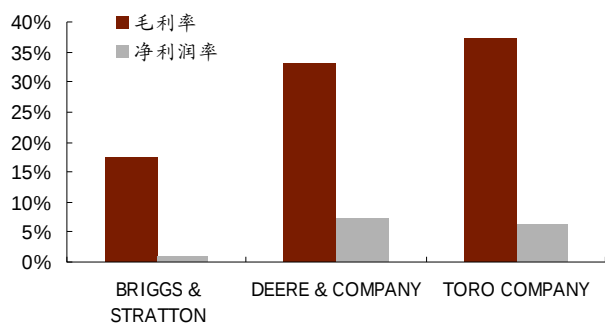
凭借技术和规模优势向通用动力领域拓展

通用动力产品与发动机产品结构相似，且部分零部件可以共用，全球范围来看，摩托车发动机生产商如雅马哈和本田等均同时为通用动力产品生产商，公司凭借在摩托车发动机领域的技术和规模优势得以向通用动力领域拓展。通用动力产品主要应用于农业机械、发电机组和通用汽油机等，全球年需求在 8000 万台左右，主要集中在北美、欧洲和日本等发达国家和地区，我国年需求不到 500 万台，仍处于起步阶段。

与MTD合作取得成长保证

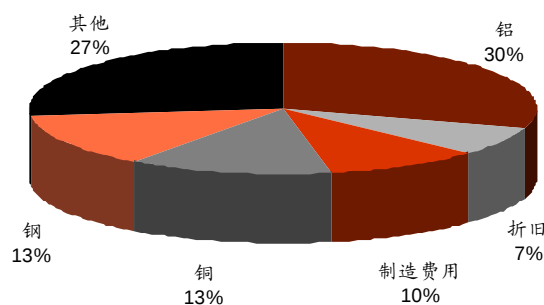
公司为全球通用机械龙头 MTD 的动力系统供应商，08 年公司通用动力产品 85% 以上（102 万台）出口该公司。在 08 年出现管理失误后，公司对其原有管理层进行了战略性调整，将发动机公司优秀的管理人员充实到通机公司。09 上半年经营状况明显好转，通机销售近 60 万台，同时受益于原材料价格下跌以及供应商逐步成熟，预计上半年通机业务盈利将大幅增长。MTD 每年发动机需求量在 600 万辆以上，产品处于中端水平，考虑成本因素，其愿意将 50% 左右订单投向公司（已经签订了在国内的排他性协议），随着公司和相关供应商自身技术水平的提升，通机产品出口具备 200% 的成长空间。

图表 17：国外农机企业毛利率和净利率



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 18：通机产品成本构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

通机产品呈现出差异化和功能性较强的属性，海外通机企业盈利能力均处于相对较高水平，BGG 毛利率均在 15% 以上，Deere 和 TORO 毛利率更始高达 30%。通用动力产品作为通用机械产品的核心组件，理应享受与其相同甚至更高的盈利水平。

进一步向农机行业拓展将打开公司成长空间

公司通机产品中不仅包括动力系统，也包括如旋耕机等终端产品，公司计划未来加大在终端产品上投入力度以抓住政府对农机行业扶植带来的发展机遇。我们判断在经过与 MTD 配套合作后，公司在国内农机具终端市场延伸获得成功的可能性较大。

国家出台农机具补贴

国务院总理温家宝 12 月 10 日主持召开国务院常务会议，部署做好当前农民工工作，决定增加农机具购置补贴。09 年中央安排农机具购置补贴资金 100 亿元，比去年增加 60 亿元。补贴对象包括农民、农场职工及直接从事农机作业的农业生产经营组织，允许农民以拟购买的农机具作为抵押物向金融机构贷款。公司多项产品均进入农机具补贴目录，将充分受益于国家对农机具行业和农民的扶植。

农机具相关产品仍处于增长阶段

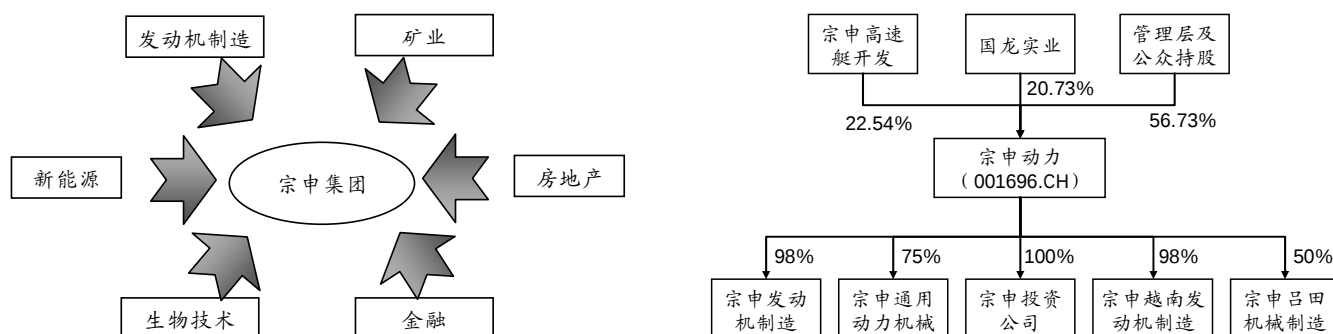
我国由于农村劳动力充裕并且地形较为复杂，目前农活操作仍以人力为主，机械化程度较低。我们认为随着城市化进程加速，农村劳动力将趋于相对稀缺，并且随着越来越多适合国情的农机具产品问世，国内农机具需求具备较大增长潜力。目前农机具生产商大多规模较小，技术和品牌相对较弱，我们认为公司凭借自身的规模优势以及与 MTD 合作获得的技术优势切入农机具行业将具备较大发展空间。

背靠宗申集团，立足小型动力

宗申集团产业结构

宗申集团为重庆市大型民营企业集团之一，主要业务范围分为制造板块、新能源板块、生物板块、矿业板块、房地产板块和金融板块，其中宗申动力为集团制造板块下上市公司，另外在集团新能源板块下还有另一家上市公司宗申派姆（ZPP，加拿大上市），主要生产电动自行车和电动摩托车。宗申集团制造板块除公司主要做摩托车发动机和通机产品外，另外还有摩托车整车和高速艇发动机业务。

图表 19：宗申集团产业结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

集团舷外机业务具备较大发展空间

宗申集团具备年产摩托车 200 万辆产能，08 年摩托车整车销售 150 万辆，位列国内第六。近年来集团在一方面在国内投资建设宗申高端品牌赛科龙以应对国内摩托车产品需求升级，另一方面还在巴西等新兴市场开拓摩托车整车业务，收购当地第三大摩托车生产商卡辛斯基，形成全球生产布局以应对海外需求增长。

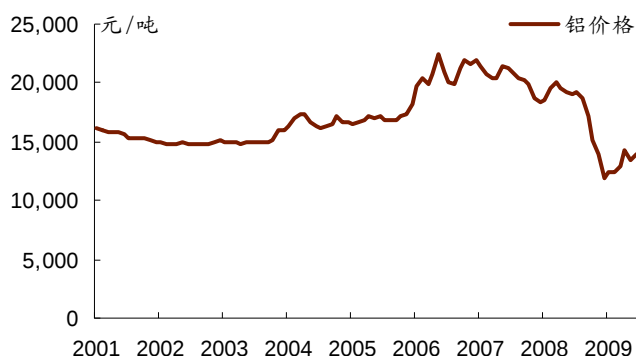
集团高速艇相关业务由宗申高速艇开发有限公司（宗申动力控股股东）开展，专业从事“宗申”牌舷外机及系列玻璃钢船艇等系列产品的开发、生产和销售。公司现已拥有部分产品自主知识产权，为中国第一家能生产舷外机制企业。另外集团还与欧洲最大舷外机和水上用品生产商 SELVA MARINE 合作组建宗申塞尔瓦水上动力有限公司，从事“ZONGSHEN”、“SELVA”、“ZONGSHEN-SELVA”品牌的舷外机及水上用品的产品的开发、生产和销售，年生产能力 1.5 万台。舷外机是一种被普遍使用的船用发动机，近年来我国需求舷外机产品需求增速较快，与 SELVA MARINE 合作后，集团舷外机业务不论是出口还是国内销售都具备较大发展空间。

财务预测

原材料价格处于低位带来毛利率提升

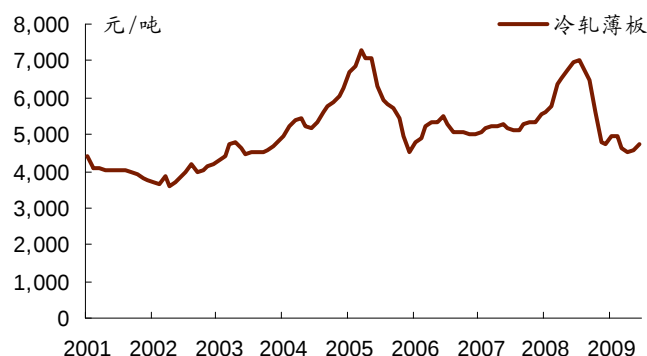
公司产品主要原材料为铝合金及钢材，且原材料成本占比在 60% 左右，原材料价格下降对毛利率提升帮助很大。铝价及钢价较 08 年高点累计均已有 30% 以上的下滑，使得公司变动成本有较大幅度下降，我们预计公司毛利率水平将得到显著改善。下半年，即使铝、钢等主要原材料价格出现小幅上涨，公司也可通过产品结构改善和向供应商锁定价格维持较高的毛利率水平。我们看到在原材料价格大幅上升的 08 年上半年，公司毛利率水平仍然实现增长。

图表 20：铝价格走势



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 21：钢材价格走势



资料来源：CEIC，中金公司研究部

预计摩托车发动机业务 09、10 年分别实现盈利 3.6 亿元和 4.3 亿元。公司在三轮摩托车发动机市场具备较为明显竞争优势，上半年三轮发动机销售约 78 万辆，同比实现 10% 以上增长，我们预计 09、10 年三轮车销量分别增长 18% 和 20%。同时我们预计公司与比亚乔的合作未来几年有望进入高速增长期，09、10 年增速分别达到 30% 和 35%，有望成为公司业绩增长的新亮点。

图表 22：摩托车产品销量及毛利预测

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
发动机销售量	219	284	301	321	363
(+/-)%		29.9%	6.1%	6.7%	13.1%
两轮	128	164	155	147	152
(+/-)%		28.7%	-5.8%	-5.0%	3.0%
三轮	83	106	132	156	187
(+/-)%		28.3%	24.7%	18.0%	20.0%
比亚乔	8	13	14	18	25
(+/-)%		64.7%	5.4%	30.0%	35.0%
发动机销售额	1,856	2,426	2,704	2,957	3,486
两轮	894	1,134	1,095	1,041	1,081
三轮	868	1,146	1,455	1,717	2,135
比亚乔	93	146	154	200	270
毛利率	11%	14%	15%	18%	18%
两轮	10%	11%	11%	13%	13%
三轮	13%	17%	17%	20%	20%
比亚乔	12%	15%	15%	23%	24%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

预计通用动力 09、10 年分别实现盈利 8300 万和 1.2 亿。随着通用动力经营状况明显好转以及公司和相关供应商自身技术水平的提升，预计通机业务盈利将步入上升通道。09、10 年通机销售量有望分别增长 7.2% 和 24.2%，且毛利率显著回升 5 个百分点至 17.2%，我们预计 09 和 10 年分别实现净利润 8300 万和 1.2 亿。

图表 23: 通机产品销量及毛利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
通机销售量	130	120	128	160
(+/-)%		-7.8%	7.2%	24.2%
MTD		102	107	134
(+/-)%			5.0%	25.0%
国内		18	21	25
(+/-)%			20.0%	20.0%
销售额	650	673	714	880
MTD		574	595	738
国内		99	119	143
毛利率	16.3%	12.2%	17.2%	18.7%
MTD		11.9%	17.0%	18.5%
国内		13.5%	18.0%	19.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

估值与建议

估值处于行业低端

我们预计宗申动力09和10年盈利分别为0.69和0.85元，目前股价对应09和10年市盈率分别为18倍和14倍，估值处于汽车及零部件行业中低端。对比国内和全球摩托车企业来看，公司估值也处于其中较低位置，我们看好公司摩托车出口成长和国内三轮摩托车需求增长带来公司发展的机遇，同时公司凭借发动机规模优势向通机产品延伸有望进一步打开公司长期发展空间，我们认为公司目前被相对低估，首次关注公司给予审慎推荐投资评级。

图表 24：全球摩托车上市公司估值比较

公司名称	股价	市值	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR
	2009-8-6	百万美元	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
中国大陆及台湾上市公司																						
钱江摩托	5.1	336	73.7	29.8	56.2	n.a.	n.a.	2.1	1.9	1.8	n.a.	n.a.	12.8	8.9	9.3	n.a.	n.a.	147%	-47%	n.m.	n.m.	n.m.
中国嘉陵	6.0	605	n.m.	300.5	316.3	273.2	171.7	4.7	4.4	4.6	n.a.	n.a.	n.m.	22.4	n.m.	n.a.	n.a.	n.m.	-5%	16%	59%	21%
宗申动力	12.1	1,063	60.4	30.5	27.2	17.6	14.4	6.1	4.8	3.9	4.0	3.2	17.0	16.3	15.6	12.9	9.9	98%	12%	55%	22%	28%
江淮动力	8.0	6,751	324.4	119.5	81.0	19.2	15.3	6.3	5.4	5.8	4.4	3.4	59.2	59.1	62.5	n.a.	n.a.	172%	47%	321%	25%	98%
云内动力	12.4	4,686	26.7	18.4	34.6	31.0	23.2	3.6	1.9	1.9	31.8	26.4	21.9	17.9	39.3	13.8	10.7	45%	-47%	12%	33%	-7%
苏常柴	13.6	633	54.2	30.1	n.m.	n.a.	n.a.	4.6	3.4	4.4	n.a.	n.a.	27.2	67.5	n.m.	n.a.	n.a.	80%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
必翔实业	68.8	364	22.3	36.0	57.8	65.5	56.4	4.6	4.6	4.6	4.6	4.5	19.4	26.3	42.9	40.8	37.7	-38%	-38%	-12%	16%	-14%
三阳工业	13.5	349	11.8	11.7	337.5	n.a.	n.a.	0.8	0.8	0.8	n.a.	n.a.	0.1	0.1	0.1	n.a.	n.a.	1%	-97%	n.m.	n.m.	n.m.
平均			54.2	30.3	57.8	31.0	23.2	4.6	3.9	4.2	4.5	4.0	19.4	20.1	27.4	13.8	10.7	80%	-38%	16%	25%	21%
欧美及印度上市公司																						
比亚乔	1.56	890	8.7	10.4	14.2	22.9	17.9	1.4	1.3	1.5	1.5	1.4	5.3	4.8	5.7	6.1	5.7	-17%	-27%	-38%	28%	-17%
哈雷摩托	22.48	5,273	5.7	6.0	8.0	27.0	17.0	2.1	2.3	2.5	2.2	2.0	5.0	5.5	7.1	13.1	11.6	-5%	-25%	-70%	59%	-29%
英雄本田	1,570.00	6,591	36.5	32.4	24.5	16.9	15.1	12.7	10.5	n.a.	6.5	5.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	13%	32%	45%	12%	29%
巴贾杰	1,281.30	3,897	1.5	3.4	5.0	2.4	2.1	n.a.	1.6	1.5	1.1	0.8	n.a.	n.a.	19.5	12.1	11.3	-56%	-31%	108%	12%	17%
TVS	58.35	291	18.7	n.m.	n.m.	26.1	17.7	1.7	1.8	2.2	1.7	1.7	12.5	n.m.	49.8	13.1	11.7	n.m.	n.m.	n.m.	47%	n.m.
平均			8.7	8.2	11.1	22.9	17.0	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	5.3	5.2	13.3	12.6	11.5	-11%	-26%	3%	28%	0%
日本上市公司																						
雅马哈	1,087	3,275	4.0	4.4	168.0	n.m.	n.m.	0.7	0.6	0.8	0.9	1.0	3.9	3.7	6.2	n.m.	13.8	-8%	-97%	n.m.	n.m.	n.m.
川崎重工	243	4,267	12.8	11.5	34.6	113.7	25.6	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3	7.8	6.7	10.6	15.5	9.6	11%	-67%	-70%	343%	-23%
平均			8.4	7.9	101.3	113.7	25.6	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2	5.8	5.2	8.4	15.5	11.7	2%	-82%	-70%	343%	-23%
全球平均			20.5	24.1	34.6	26.1	17.7	2.9	1.9	2.0	2.2	2.0	12.6	12.6	13.1	13.1	11.3	11%	-31%	14%	28%	5%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 25：国内汽车及零部件上市公司估值比较

公司名称	类别	股价 2009-8-6	市值 百万美元	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR 07-10
				06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	06A	07A	08A	09E	10E	07A	08A	09E	10E	
中国A股上市公司																							
潍柴动力	CV	43.42	4,991	53.6	17.6	18.4	19.0	16.7	11.9	5.6	4.4	3.5	2.9	32.7	9.3	9.7	9.7	8.7	205%	-4%	-3%	14%	2%
中国重汽	CV	25.87	1,620	49.3	14.4	21.5	27.6	24.4	8.4	5.5	4.4	3.9	3.4	15.2	7.6	12.4	12.9	11.6	242%	-33%	-22%	13%	-16%
宇通客车	CV	14.15	1,077	33.3	19.5	13.9	17.6	15.2	5.9	2.8	4.4	3.9	3.3	18.5	10.4	12.1	11.4	9.7	71%	41%	-21%	16%	9%
福田汽车	CV	14.85	1,992	n.a.	35.2	39.3	20.6	19.0	9.1	7.1	4.5	3.7	3.1	60.3	18.7	24.8	11.2	10.1	n.m.	-11%	91%	8%	23%
金龙汽车	CV	8.71	564	25.2	14.1	19.6	23.6	17.8	4.0	3.1	2.8	2.5	2.3	8.0	6.5	9.1	8.4	6.8	78%	-28%	-17%	33%	-7%
江铃汽车	CV	17.50	2,212	25.0	19.9	19.3	22.1	20.2	5.0	4.3	3.7	3.4	3.0	15.9	14.8	16.4	15.2	14.0	26%	3%	-13%	9%	-1%
江淮汽车	CV/PV	7.27	1,372	22.8	28.5	164.1	36.6	17.9	3.1	2.3	2.3	2.2	2.0	13.1	12.7	17.3	10.8	7.5	-20%	-83%	348%	105%	17%
长安汽车	PV	10.67	3,646	47.9	37.3	1,026.0	26.8	23.7	3.6	3.3	3.3	2.9	2.6	22.7	n.a.	n.a.	n.a.	38.5	28%	-96%	3728%	13%	16%
一汽轿车	PV	19.10	4,551	89.5	56.2	28.6	25.5	23.3	5.8	5.4	4.7	4.2	3.7	43.4	22.3	21.0	18.6	16.7	59%	97%	12%	10%	34%
一汽夏利	PV	9.08	2,120	43.9	84.4	144.8	73.1	53.7	4.4	4.4	4.4	4.2	3.9	91.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-48%	-42%	98%	36%	16%
上海汽车	PV	18.76	17,992	86.3	26.5	345.5	29.6	24.0	3.9	3.3	3.5	3.3	3.0	50.5	32.1	95.7	36.3	31.3	71%	-92%	1067%	24%	3%
宗申动力	Parts	12.09	1,063	60.4	30.5	27.2	17.6	14.4	6.1	4.8	3.9	4.0	3.2	17.0	16.3	15.6	12.9	9.9	98%	12%	55%	22%	28%
一汽富维	Parts	16.14	515	n.m.	73.3	18.6	19.8	16.2	3.2	3.1	2.6	2.3	2.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	-6%	22%	65%
东安动力	Parts	11.10	751	143.2	34.0	32.0	18.6	16.8	3.2	2.9	2.7	2.3	2.1	53.2	46.5	430.2	41.2	49.9	321%	6%	72%	11%	26%
福耀玻璃	Parts	10.78	3,161	35.2	23.5	87.8	36.4	20.9	7.6	6.1	6.6	5.8	4.7	20.7	16.3	24.5	17.2	15.2	49%	-73%	141%	75%	4%
中鼎股份	Parts	10.46	652	n.a.	37.0	33.3	20.3	17.8	n.a.	8.7	9.3	6.4	4.7	n.a.	26.3	18.5	12.9	11.9	n.m.	11%	64%	14%	28%
华域汽车	Parts	9.36	3,540	41.3	20.9	22.7	18.9	17.1	4.4	2.2	3.2	2.1	1.9	218.7	130.5	51.0	42.4	37.9	97%	-8%	20%	10%	7%
威孚高科	Parts	11.55	959	74.2	28.4	33.9	33.1	28.5	3.0	2.7	2.6	2.5	2.4	20.1	18.8	49.8	48.6	53.6	161%	-16%	2%	16%	0%
凤神股份	Parts	12.35	678	181.1	29.6	n.a.	19.1	17.6	3.9	3.4	3.3	2.8	2.4	42.4	13.7	15.7	9.9	8.9	511%	n.m.	n.m.	9%	19%
黔轮胎	Parts	12.32	459	54.7	35.9	61.2	15.8	17.6	2.8	2.6	2.6	2.2	2.0	11.6	10.6	11.7	7.5	7.8	53%	-41%	287%	-10%	27%
青岛双星	Parts	6.75	519	92.1	34.6	n.a.	16.9	19.5	3.0	2.7	3.0	2.6	2.3	23.6	14.8	82.1	9.1	9.8	166%	n.m.	n.m.	-14%	21%
平均				48.7	29.6	33.3	22.1	19.0	4.1	3.3	3.5	3.3	2.9	23.6	15.1	19.7	12.9	11.9	71%	-16%	44%	14%	16%
平均 - 商用车				25.2	19.7	19.4	22.1	18.4	5.4	4.3	4.1	3.4	3.0	15.9	11.5	14.4	11.3	9.9	71%	-7%	-13%	13%	1%
平均 - 乘用车				67.1	46.8	245.2	28.2	23.8	4.1	3.9	4.0	3.7	3.3	46.9	27.2	58.3	27.4	31.3	44%	-67%	583%	18%	16%
平均 - 零部件				64.5	34.3	33.6	19.5	17.7	3.2	3.0	3.1	2.5	2.3	30.7	16.3	49.8	17.2	15.2	129%	-12%	54%	12%	20%

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

风险

出口复苏程度低于预期。

摩托车出口面临来自印度等低成本地区的竞争压力加剧。

对主要客户如 MTD、比亚乔和宗申集团以来程度较高。

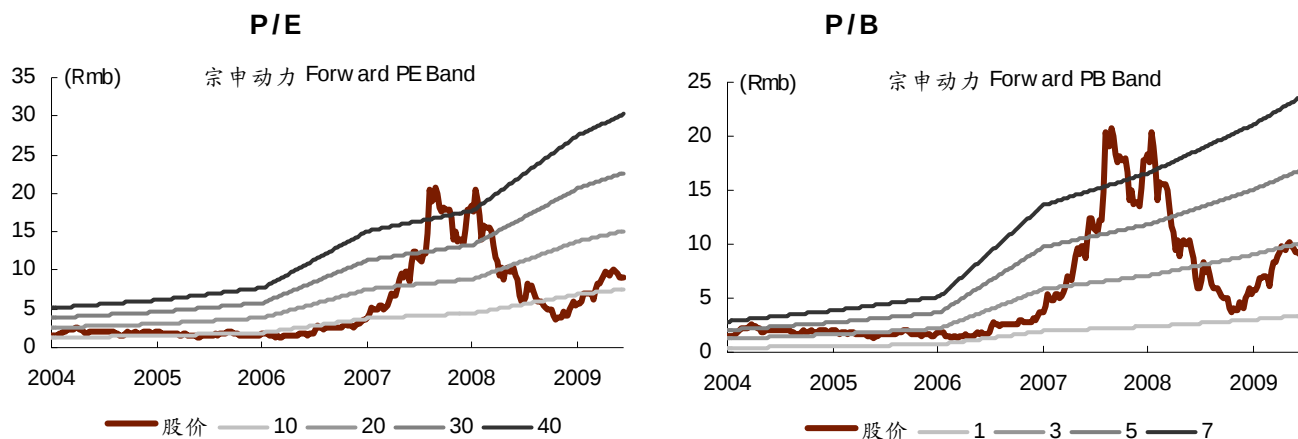
原材料价格骤然上涨。

图表 26：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	3,014	3,377	3,672	4,366
主营业务利润	428	473	639	787
营业费用	-82	-90	-73	-87
管理费用	-54	-77	-76	-94
资产减值损失	-6	-5	-3	-3
财务费用	-12	-7	-6	-11
营业利润	274	294	480	593
投资收益	0	2	3	3
营业外收支净额	3	14	6	7
税前利润	278	309	490	603
所得税	-20	-30	-49	-60
少数股东权益	-20	-12	-28	-37
净利润	238	267	413	505
现金流量表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流净额	10	66	458	562
投资活动现金流净额	-93	-79	-163	-113
融资活动现金流净额	432	-45	-16	-26
货币资金增加额	349	-62	278	423
资产负债表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
流动资产	1,234	1,381	1,705	2,256
固定资产	420	471	592	658
流动负债	600	529	550	641
长期负债	32	5	25	43
股东权益	1,163	1,427	1,809	2,285
总资产	1,868	2,074	2,525	3,147
财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	14.4%	14.2%	17.6%	18.2%
息税前利润率	9.5%	8.9%	13.3%	13.8%
净利润率	7.9%	7.9%	11.2%	11.6%
净资产收益率	20.5%	18.7%	22.8%	22.1%
总资产负债率	33.8%	25.8%	22.8%	21.7%
流动比率	2.1	2.6	3.1	3.5
速动比率	1.8	2.3	2.8	3.2
应收帐款周转期	77.6	89.0	86.0	80.0
存货周转期	21.5	20.1	20.0	20.0
分红比例	29.1%	8.6%	7.3%	5.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 27：历史 P/E 和 P/B



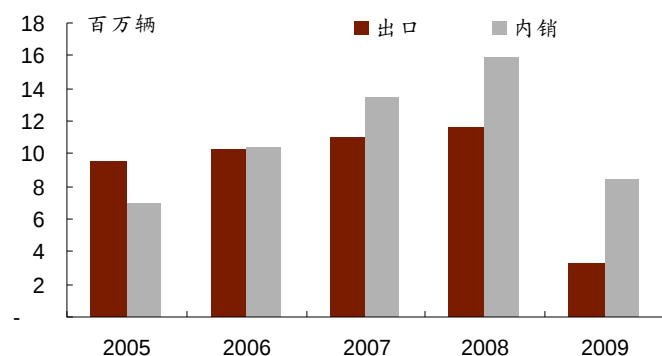
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

附录：摩托车行业基本情况介绍

海外需求下降导致摩托车销量首次下滑

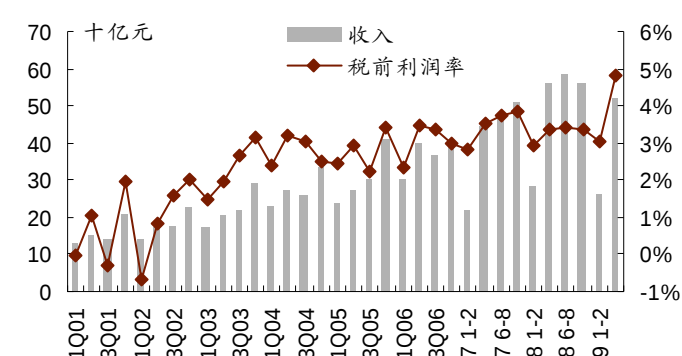
03年以来我国摩托车销量持续快速增长,08年销量达到2751万辆,其中出口1162万辆,内销1589万辆,国内需求快速增长是推动摩托车销量高速增长的主要推动力。08年出口占我国摩托车总销量的40%以上,09年上半年受经济危机影响海外需求大幅下滑导致我国摩托车出口下滑37%。出口需求下滑导致上半年摩托车销量同比下滑13.7%。

图表 28：摩托车销量构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 29：摩托车行业经济运行状况



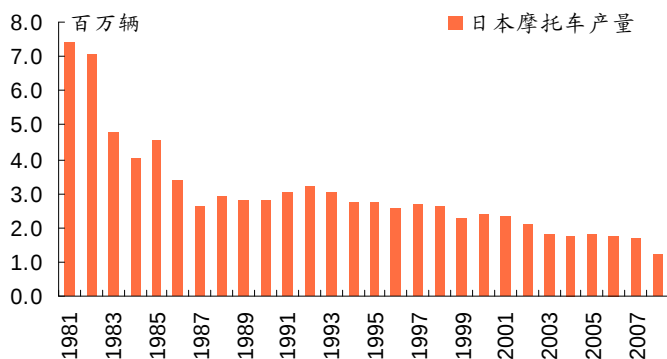
资料来源：公司资料，中金公司研究部

主要出口发展中国家，下半年出口有望触底反弹

发达国家摩托车集中于高端

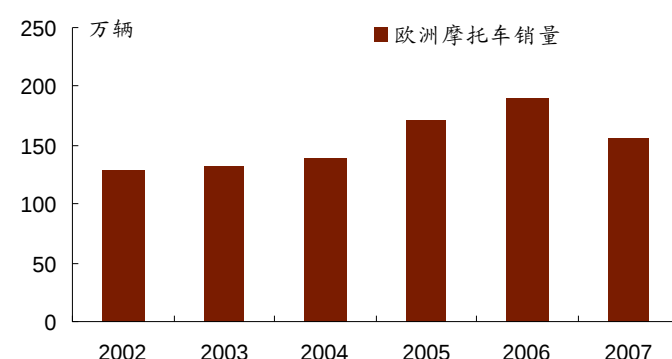
从历史经验来看，主要发达国家摩托车销量均有冲高回落过程。一方面，在居民消费能力相对较弱时，摩托车主要作为代步工具，但当其消费实力增强后，消费者需求逐步向汽车转移，摩托车产品逐步转向高端，需求主要来自年轻人的运动需求。日本摩托车销量在80年曾经达到过700万辆以上，但其后呈逐步下降趋势，到本世纪逐渐降至120万辆左右，其中国内需求降至约70万辆，保有量也从当时近1900万辆降至1300万辆。现阶段，欧洲需求也步入相对平稳期，年需求维持在160万辆左右。

图表 30：日本摩托车销量走势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

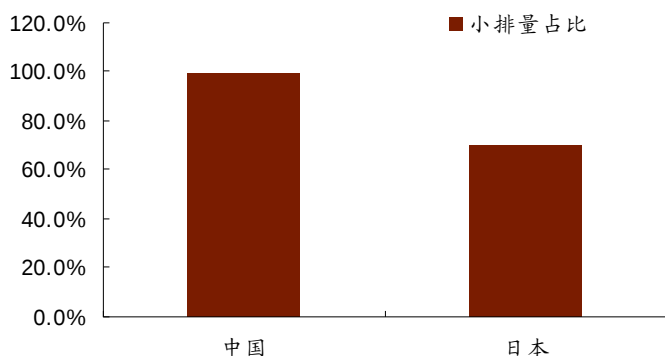
图表 31：欧洲摩托车销量走势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

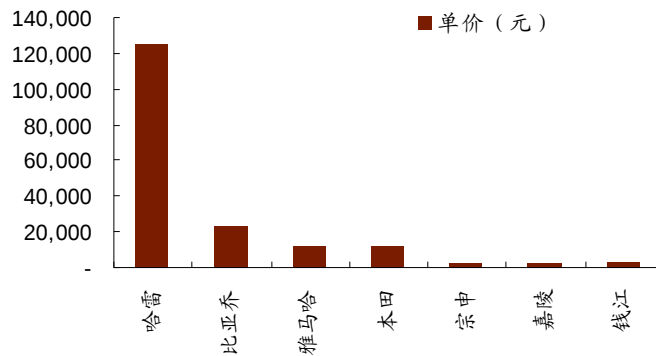
从产品档次来讲，发达国家产品大多集中于中高端。如北美摩托车产品主要集中在大排量上，摩托车销售均价在 7 万元左右，欧洲和日本需求中代步需求和运动需求均占据较大份额，产品均价也在 2 万元左右。而以我国为代表的发展中国家需求主要体现为代步需求，为居民买不起汽车时的替代品，产品主要集中于中低端，产品售价仅在 4000 元左右，与发达国家产品有较大差距。

图表 32：主要国家和地区摩托车排量比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 33：主要企业摩托车销售均价

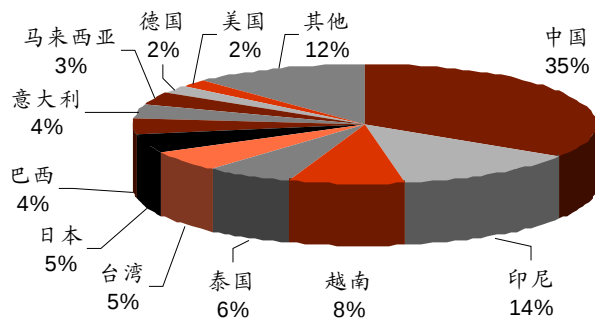


资料来源：公司资料，中金公司研究部

发展中国家为摩托车需求主要增长点

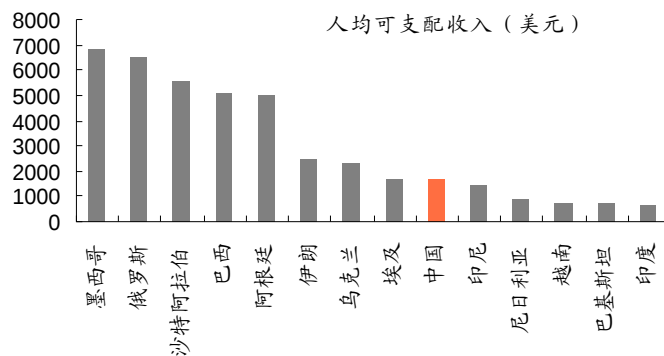
从生产情况来看，我国为摩托车生产第一大国（07 年 2562 万辆），占全球产量的 50% 以上，其后分别为印度（812 万辆）和印尼（472 万辆）。从保有量来看，中国、印尼、越南和泰国为全球摩托车保有量最大的国家，合计保有量近 1.6 亿左右，占全球比重约 64%。印尼、尼日利亚、越南、巴基斯坦和印度等发展中国家人均可支配收入均在 2000 美元以下，大部分居民并不具备汽车消费能力，摩托车成为其满足交通需求的首选，发展中国家也成为全球摩托车需求的主要增长点。

图表 34：全球主要地区摩托车保有量比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

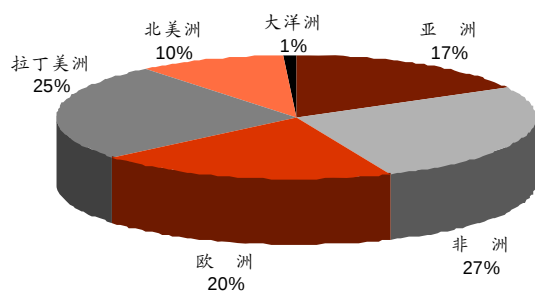
图表 35：主要发展中国家人均可支配收入比较



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

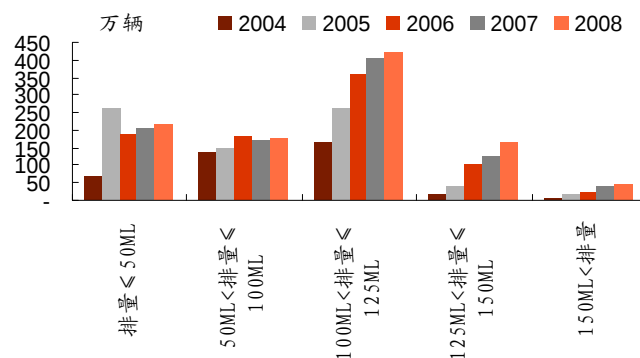
从我国摩托车产品出口地区分类来看，非洲、亚洲和拉美地区占据我国出口销量 70% 左右。我国产品主要出口到发展中国家，产品排量主要集中在 150cc 以下，其中特别是 100~125cc 产品出口占比近年大幅提升，但产品结构呈现改善趋势。

图表 36: 我国摩托车出口地区构成



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 37: 摩托车出口排量构成

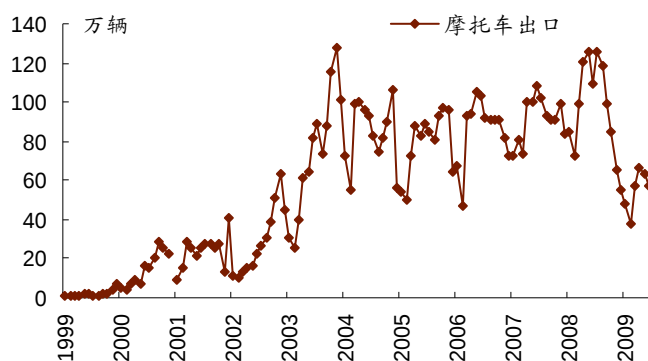


资料来源: CEIC, 中金公司研究部

下半年出口有望触底反弹

受金融危机影响,从08年8月份起,我国摩托车大幅下滑,09年上半年出口量仅为281万辆,同比下滑48%,出口量为自03年以来最低水平。我们判断海外需求下滑和经销商削减库存是造成需求下滑的主要原因,随着海外经济,特别是我国主要出口的发展中国家,如尼日利亚、印尼等国家经济回暖以及汇率稳定,消费者和经销商购买信心将趋于稳定,我国摩托车出口有望从下半年开始步入反弹。

图表 38: 我国摩托车出口月度走势



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 39: IMF 对我国主要摩托车出口国经济预测

	07A	08A	09E	10E
尼日利亚	6.45	5.29	2.86	2.61
阿根廷	8.65	6.97	-1.52	0.70
美国	2.03	1.11	-2.75	-0.05
巴西	5.67	5.08	-1.30	2.17
印度尼西亚	6.28	6.06	2.50	3.50
墨西哥	3.33	1.35	-3.67	1.02
多哥	1.94	1.10	1.69	2.15
缅甸	11.93	4.54	5.02	4.03

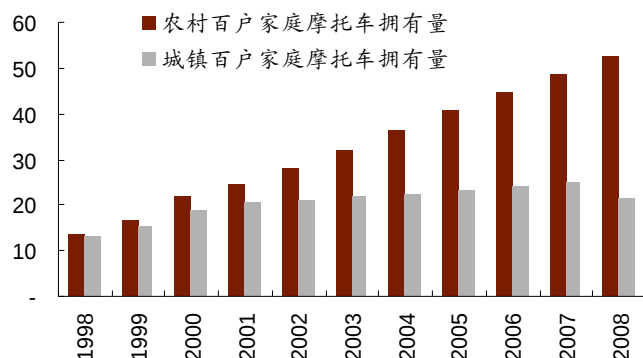
资料来源: IMF, 中金公司研究部

城市高端需求受抑制,农村需求稳定增长

摩托车需求仍具备增长空间

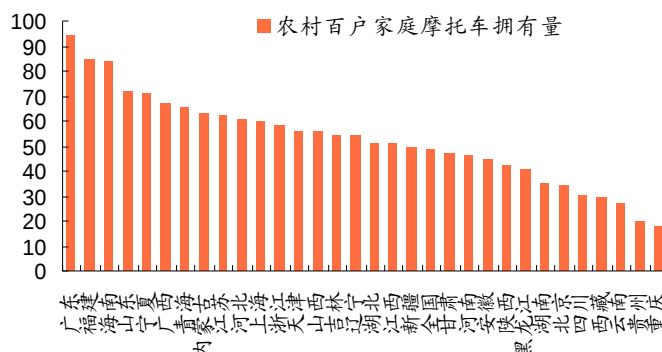
随着主流城市居民逐步步入汽车消费区间以及摩托车在城市行使的限制,近年来城市摩托车保有量维持平稳甚至小幅下行。而在农村地区,受益于道路条件改善以及首次购买价格较低,摩托车保有量快速增长,08年农村百户摩托车拥有量已经达到50辆以上。从分省情况来看,沿海等经济发达地区如广东和福建,摩托车拥有率已经达到80%以上,增长空间相对较小,但中西部地区如河南、湖南、湖北、四川、云南和贵州等省份摩托车拥有率仍处于相对较低水平,具备成长空间。

图表 40：城市农村摩托车保有量比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 41：分省摩托车保有量比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

禁摩令抑制城市中高端摩托车需求

从 1985 年北京开始禁摩起，陆续有城市加入禁摩行列，目前全国近 170 个城市实施禁摩，大城市中除重庆、成都等少数几个城市外均对摩托车上牌进行限制。大中型城市出于道路安全等因素考虑对摩托车使用进行限制，改善了城市交通状况，但剥夺了低收入者依靠摩托车出行的需求。近年来，摩托车企业和部分消费者一直在呼吁政府解除禁摩，如果得以实施，国内摩托车销量仍有较大提升空间，特别是其中被压抑的中高端需求将得以释放。

摩托车下乡政策推动农村摩托车需求长期增长

3 月份，财政部和相关部委联合发文，从 2009 年 2 月 1 日至 2013 年 1 月 21 日，农民购买摩托车按销售价格的 13% 给予补贴，单价 5000 元以上的，每辆定额补贴 650 元。摩托车下乡补贴时间长达 4 年，将对农村地区摩托车需求形成稳定的拉动作用。但现阶段由于补贴费用还不及上牌所产生的相关费用，摩托车下乡政策扶植潜力还没完全释放。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。