

重庆资本市场研究

黄仕川

023-63725713

hsc@swsc.com.cn

宗申动力（001696）：三轮驱动，通机增利

2009 年 8 月 18 日

买入（维持）

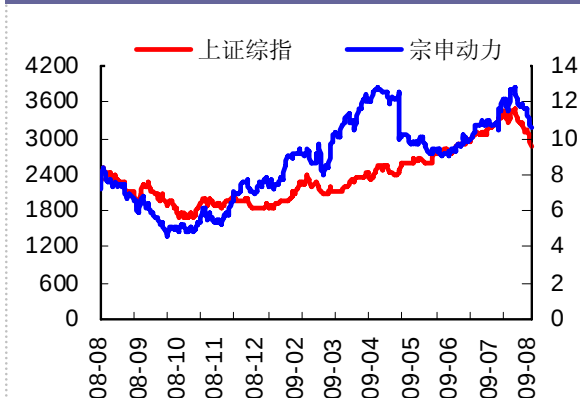
评级： 买入

上次评级： 买入

目标价格： 13.20

当前价格： 10.61

市场表现（08.08-09.08）



财务数据

项目	2009H	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万）	1689	3800	4417	5206
营业利润（百万）	237	474	551	649
净利润（百万）	203	419	480	563
毛利率（%）	14.0	12.5	12.5	12.5
净利润率（%）	12.0	11.0	10.9	10.8
每股收益（元）	0.32	0.65	0.75	0.88

相关研究

2009/06/25 宗申动力（001696）：通机业务助推公司成长

事件描述：

2009 上半年实现营业利润 2.37 亿元，同比增长 57.2%；实现归属母公司净利润 1.90 亿元，同比增长 28.81%，基本每股收益 0.32 元，业绩增长略超预期。

主要观点：

- 两轮发动机受行业景气度影响，营业收入微降；**在行业不景气的状态下，公司上半年两轮发动机销量同比下降 42.6%，预计全年销量将达到 131 万台，降幅为 15.0%，营业收入降幅将控制在 10%以内，与行业平均降幅相当。
- 三轮发动机逆势而上实现快速增长，竞争优势明显；**公司在在大功率三轮发动机制造上具备绝对优势，2009 上半年生产销售量达 79 万台，较去年同期增长 60.9%，预测全年能够销售 179 万台，同比增长 35%，营业收入增长将保持在 50%以上。
- 比亚乔业务，旨在提高技术竞争力；**公司与比亚乔进行合作，现阶段最重要的意义在于获取高端技术，借此提高企业技术实力和核心竞争力。预测 09 全年将实现销量 19 万台，占公司发动机总产量的 5.8%。
- 通机业务大步向前，营业利润猛增；**2009 年上半年通机销量与去年同期持平。得益成本下降和质量控制，营业利润和净利润却分别较去年同期增长 141%和 142%，毛利率提高 6 个百分点。预测全年通机业务将实现营业利润涨幅 80%以上。
- 利润指标预测。**由于三轮业务强势增长与通机业务利润率大幅增长，预计 2009 年营业利润达到 4.7 亿元，基本每股收益 0.66 元，未来 6 个月目标价格 13.2 元，维持“买入”评级。

重要声明：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。在任何情况下，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询价。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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

宗申动力主营业务以摩托车发动机制造与小型通用机械制造为主。2009 年上半年，公司主营业务实现收入 16.89 亿元，其中摩托车发动机业务实现营业收入 13.11 亿元，通用机械实现营业收入 3.78 亿元，毛利润率分别为 20.0%和 18.6%。

表 1 宗申动力主营业务构成 (万元、万台)

	通用机械		摩托发动机		摩托发动机细分 (万台)		
	销量	营业收入	销量	营业收入	两轮	三轮	比亚乔系
2006	103.91	60378.37	223.00	185606.05	132.80	82.00	8.20
2007	129.98	65009.39	287.73	242286.13	168.40	106.07	13.26
2008	119.82	67287.67	301.16	270400.00	154.92	132.26	13.98
2009E	120.00	68633.42	329.23	311385.00	131.68↓	178.55↑	19.00↑

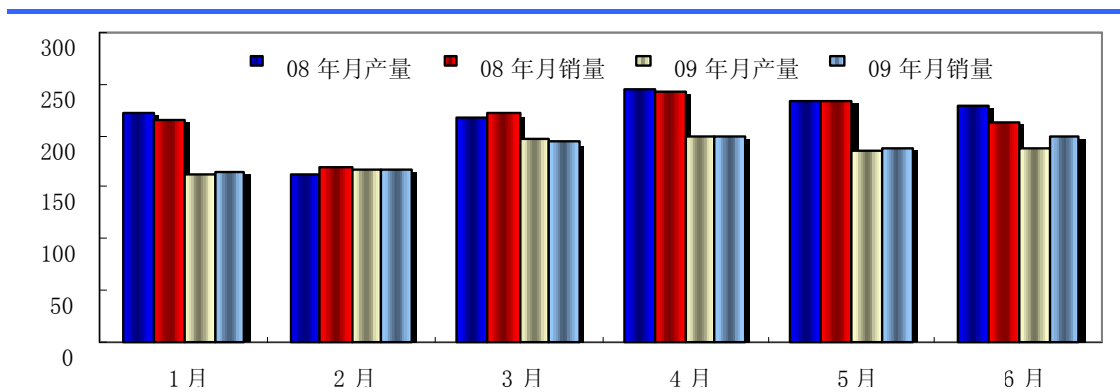
来源：西南证券研发中心

预测 2009 年公司将实现主营业务收入 38 亿元，营业利润 4.74 亿元。其中，摩托车发动机业务将呈现两轮发动机微降、三轮发动机及比亚乔系列发动机大幅增长局面，预计整个摩托车发动机业务将实现营业收入 31.14 亿元，营业利润 4.05 亿元；通机业务将有大幅增长，预计实现营业收入 6.86 亿元，营业利润 0.61 亿元。

一、两轮发动机受行业景气度影响，营业收入微降

国内摩托车市场数据显示：2009 年前 6 月两轮摩托车销量均有不同程度下降，1-6 月销量累计同比下降 14.46%，预计全年两轮摩托车行业产销数量同比降幅在 13%左右。

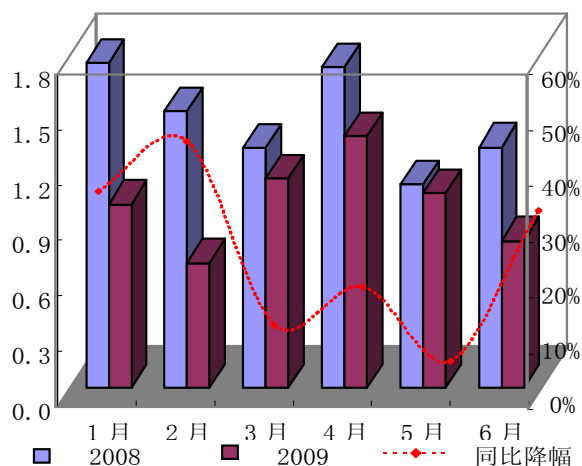
图 1 两轮摩托车月产销数据



来源：西南证券研发中心

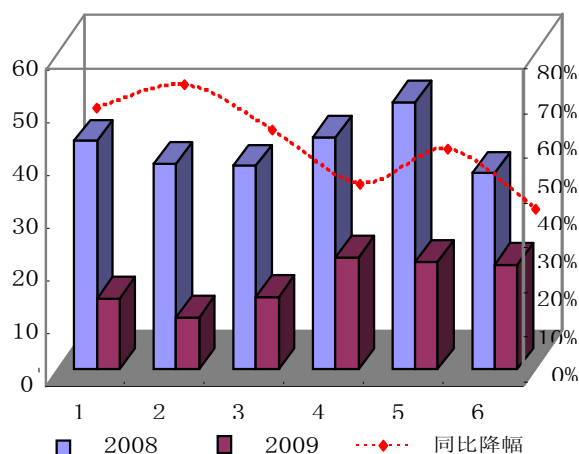
国际市场亦不容乐观：2009 年上两轮摩托车发动机出口同比下降 60%以上。其中 50ml-250ml 排量降幅更甚，1-6 月累计降幅为 61.04%；50ml 排量因基数不大而降幅略小，1-6 月累计降幅为 30.78%，预计下半年整个两轮摩托车行业形势依然严峻。

图2 摩托车发动机出口 (50ml<排量≤250ml)



来源：西南证券研发中心

图3 摩托车发动机出口 (排量≤50ml)



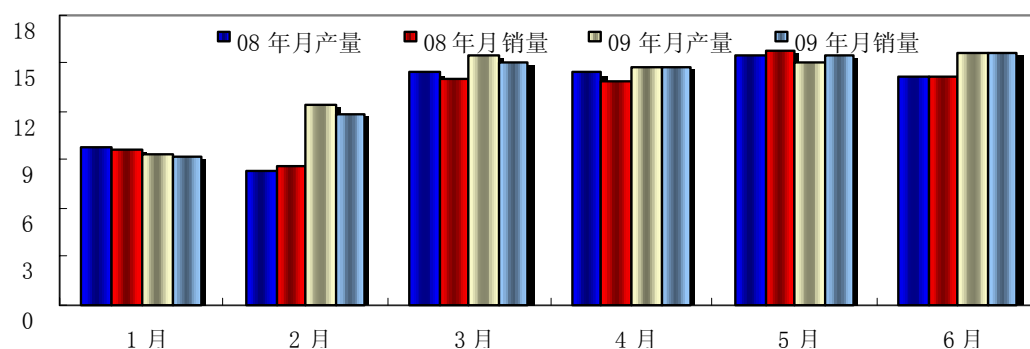
来源：西南证券研发中心

在行业不景气的状态下,公司上半年销售两轮摩托车发动机 62 万台,同比下降 42.6%,预计全年销量将达到 131 万台,降幅为 15%,营业收入降幅将控制在 10%以内,与行业平均降幅相当。

二、三轮发动机逆势而上实现快速增长,竞争优势明显

相比两轮,三轮摩托车实现了逆境中的增长。2009 年 1-6 月全国三轮摩托车产销量达到 82.72 万台和 81.67 万台,同比增长 7.87%和 7.02%,预计全年增长率将达到 10%。

图4 三轮摩托车月产销数据



来源：西南证券研发中心

三轮发动机制造技术含量更高,公司在 200cc-250cc 大功率三轮发动机上具备绝对优势。2009 上半年生产销售各类三轮摩托车发动机 79 万台,较去年同期增长 60.93%,预测 2009 全年能够销售 179 万台,同比增长 35%,营业收入增长将保持在 50%以上。

三、比亚乔业务，旨在提高技术竞争力

公司与比亚乔 (PIAGGIO) 合作已有较长时间，2009 年上半年公司共生产销售比亚乔系列发动机 9.67 万台，较去年同期增长 15.81%，预测全年将实现销量 19 万台，且 20% 左右的毛利率明显高于两轮摩托车业务的毛利率。公司与比亚乔进行合作，现阶段最重要的意义在于获取高端技术，借此提高企业技术实力和核心竞争力。

四、通机业务大步向前，营业利润猛增

公司 2009 年上半年通机销量与 2008 年同期持平，达到 56 万台，其中国外销售 52 万台，国内销售 4 万台，国外销量的 88.3% 供货于 MTD 公司。1-6 月共实现营业利润 4812 万元、净利润 4109 万元，分别较去年同期增长 141% 和 142%，毛利率为 18.60%，同比提高了 6 个百分点。预期全年销量突破 120 万台，营业利润为 6131 万元，增涨幅达 80% 以上。

图 5 宗申通机产量与毛利率

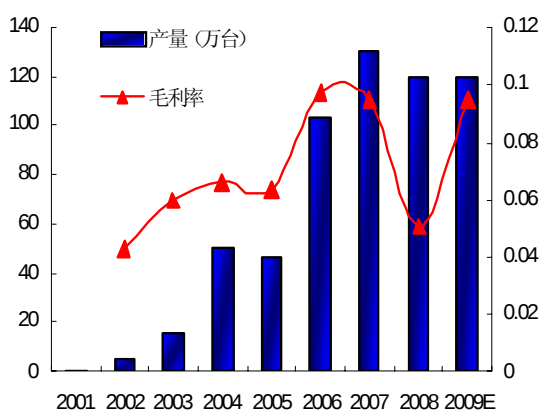
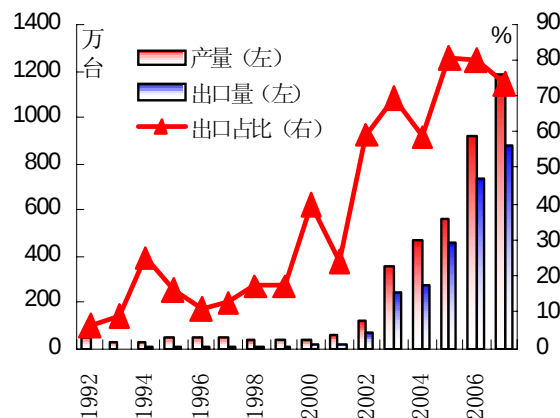


图 6 小型通机产量及出口



来源：西南证券研发中心

来源：西南证券研发中心

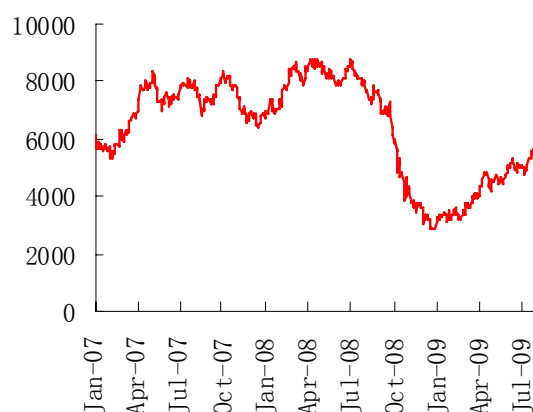
2009 年通机业务营业利润猛增，得益于成本下降和质量控制。首先，2009 年初铝铜期货现货价格迅速下降，使公司原材料成本大大降低。其次，公司吸取 2008 年代 MTD 产品漏机油事件教训，通过对管理层调整与技术攻关，现产品完全能够达到 MTD 的要求。

图7 LME 期铝价格走势



来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

图8 LM 期铜价格走势



来源：WIND 资讯，西南证券研发中心

此外，公司积极开拓国内通机终端市场，逐步推广微型发电机组、微型耕作机、割草机、微型水泵机组等小型农用机械新产品，毛利润率约在 20%左右，远高于摩托车发动机产品，对于公司未来获取国内通机市场具有重要意义。

五、主要利润指标预测

总体上，公司业绩增长略超预期。公司传统业务结构不断优化，通机与三轮发动机利润贡献率不断提高，技术继续保持行业领先优势，成本控制能力强。在前面的报告中，我们预计公司 2009 每股收益 0.58 元，基于公司上半年三轮业务超预期的强势增长与通机业务利润率的大幅增长，我们对公司业绩预测做出调整，预计 2009 年将实现营业收入 38 亿元，营业利润达到 4.74 万元，基本每股收益 0.66 元，对应市盈率 20 倍，未来 6 个月目标价格 13.2 元，维持原有“买入”评级。

表2 财务报表预测 （百万元）

资产负债表	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1381	1700	1901	2178
货币资金	363	570	663	781
应收票据	432	570	663	781
应收账款	385	362	374	411
预付款项	35	37	38	38
存货	159	153	156	158
非流动资产	693	720	755	789
长期股权投资	8	9	9	10
固定资产	439	471	505	539
无形资产	184	180	177	173
流动负债	529	646	655	685
短期借款	25	26	20	20
应付票据	0	50	40	40
应付账款	383	437	459	482
预收款项	24	25	25	25
应付职工薪酬	11	11	12	12
其他应付款	61	62	63	64
非流动负债	5	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
预计负债	0	6	6	6
其他非流动负债	5	0	0	0
所有者权益	1540	1768	1995	2276
实收资本	462	601	601	601
资本公积	452	456	508	573
少数股东权益	113	138	167	201
归属于母公司所有者权益	1540	1768	1995	2276
负债和所有者权益总计	2074	2420	2656	2966

现金流量表	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	66	425	478	557
净利润	279	419	480	563
折旧摊销	44	47	51	54
财务费用	7	8	9	10
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-258	-48	-60	-70
投资活动现金流	-79	-83	-88	-92
资本支出	85	85	86	90
长期投资		1	1	1
其他投资现金流	7	2	-1	-1
筹资活动现金流	-45	-101	50	-45
短期借款	5	1	-6	0
长期借款	-26	0	0	0
普通股增加	0	139	0	0
资本公积增加	-76	139	0	0
其他筹资现金流	52	-379	56	-45
现金净增加额	-62	240	441	420
利润分配表	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	3377	3800	4417	5206
营业成本	2896	3078	3578	4217
营业税金及附加	8	13	16	18
销售费用	91	95	110	130
管理费用	77	114	133	156
财务费用	7	8	9	10
资产减值损失	5	19	22	26
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	296	474	551	649
营业外收入	17	16	9	7
营业外支出	4	3	2	1
利润总额	309	487	558	655
所得税	30	68	78	92
净利润	279	419	480	563
少数股东损益	12	25	29	34
归属母公司净利润	267	394	451	529
EPS（元）	0.58	0.66	0.75	0.88

来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

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。在任何情况下，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询价。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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研发中心

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）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>

西南证券研发中心重庆研究所

重庆市渝中区临江支路 2 号合景大厦 4 楼

邮编：400010

电话：（023）63786048