

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

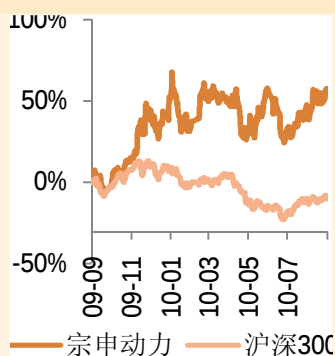
Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com



基本数据(09.10)

收盘价(元)	12.08
总股本(百万股)	1021
流通股本(百万股)	766.6
总市值(亿元)	123.34
流通市值(亿元)	92.61
PE TM	33.69
每股净资产	1.82
评级:	增持
目标价:	13.5元

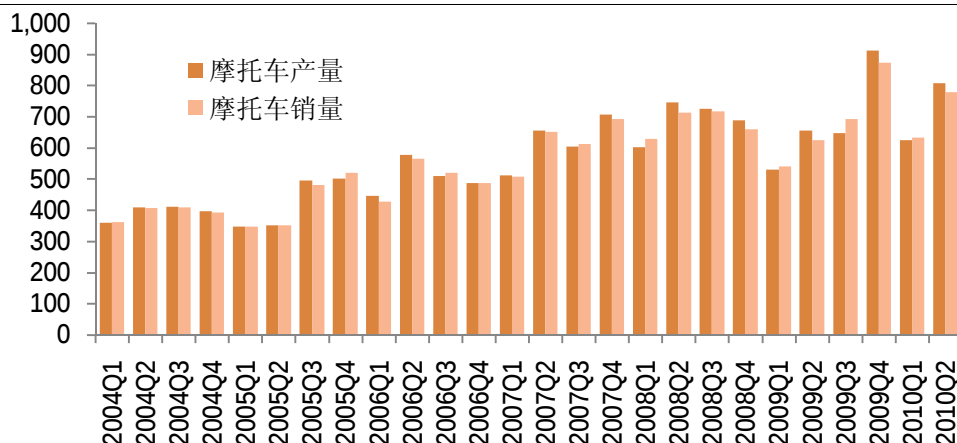
投资要点

- 公司的摩托车发动机及通用机械产品均将保持20%~30%的年均增长。受国家汽车摩托车下乡补贴政策的带动，以及国家对农机补贴的力度的加强，摩托车发动机及通用机械产品未来几年将保持稳定增长的态势。而公司与意大利比亚乔和美国MTD有战略合作关系，产品出口数量预计也将保持乐观态势。
- 原材料价格上涨及国III标准出台降低公司毛利率。生产成本占比90%的原材料价格上涨，使得上半年公司的毛利率下降了3%，下半年原材料价格可能会适度回落。另外，公司的两轮摩托车发动机从今年年初开始已经切入国III标准，生产成本增加10%，即每台发动机100~200元，但这部分可通过产品的涨价消化。明年7月1日后，三轮摩托车也将执行国III标准，我们预计今年的毛利水平将略有下降，后期可维持。
- 公司发展遵循“汽油动力-柴油动力-油电混动-纯电动”的先后主线。产品依然主要面向摩托车和通机产品，我们认为介入汽车领域的可能性不大。公司分别与意大利比亚乔、上海安乃达、美国波士顿、美国Mission Motors公司合作，布局摩托车领域未来可能的技术路线，确保公司的先发优势。同时公司拟成立技术研发中心，针对上述四领域开展技术储备，驱动公司的长远成长。
- 非公开发行股票和股权激励事宜排上日程。后期将按照自身进度和市场情况陆续推出。
- 评级“增持”。公司未来的发展速度将在年均20%之上，柴油、混合动力、电动动力方面的布局短期内还较难大幅贡献公司业绩，预计公司2010~2012年EPS分别为0.37、0.43、0.54元，对应当前PE32.7、27.9和22.5倍，估值合理，给予增持评级。
- 风险提示。原材料价格波动风险；公司的合作意向均未最终敲定，存在较大不确定性。

主要财务指标(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3504	4084	5072	6199
收入同比(%)	4%	17%	24%	22%
归属母公司净利润	378	377	442	549
净利润同比(%)	42%	0%	17%	24%
毛利率(%)	18.8%	16.6%	16.3%	16.5%
ROE(%)	22.1%	18.3%	18.1%	18.8%
全面摊薄每股收益(元)	0.37	0.37	0.43	0.54
P/E	32.60	32.68	27.91	22.48
P/B	7.21	5.99	5.06	4.22
EV/EBITDA	24	23	19	15

Ø **摩托车及发动机将保持稳定成长。**由于摩托车在城市使用受到限制，目前主要针对的是农村市场。2010 年上半年摩托车工业延续 2009 年末的发展态势，月度产销保持较高水平，同比实现较快增长。特别是国Ⅲ标准于今年 7 月 1 日实施，促使企业和经销商储备一定量的国Ⅱ车，助长了产销的快速增长。随着国内振兴经济政策的陆续出台以及在国家汽车摩托车下乡补贴政策的带动，预计未来几年行业仍将保持较为稳定的增长。

图 1、国内摩托车产销量(万台)

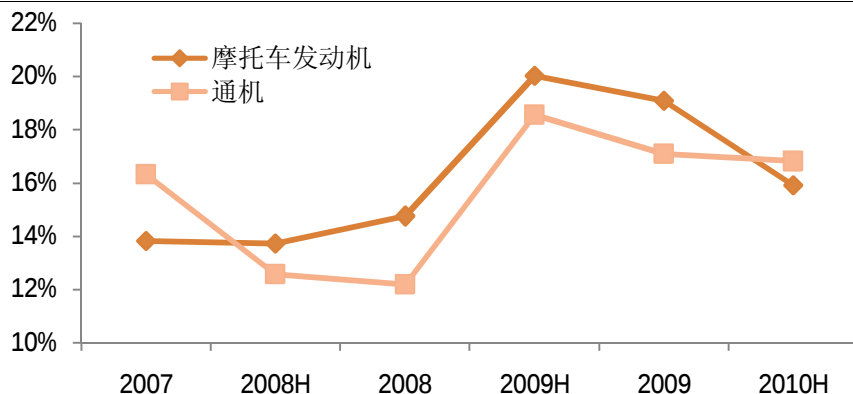


数据来源：国家统计局、湘财证券研究所

Ø **公司在摩托车及发动机领域处于国内领先地位。**公司的两轮摩托车发动机 09 年产量 159 万台，在国内市占率 7% 左右，三轮摩托车发动机 166 万台，市占率 50% 左右，均位于行业前列。今年上半年，公司摩托车发动机总共生产 187.85 万台，较去年同期增长 24.28%，略高于行业增速。

Ø **踏板车发动机和通机产品主要面向出口。**公司的踏板车发动机供给战略伙伴意大利比亚乔的整车产品，09 年占到了其踏板车产品的 1/4 左右。通机产品主要供给战略伙伴美国 MTD，09 年占到了其产品的 1/7 左右。这两部分产品上半年销售数量增速分别为 27.80% 和 17.33%，预计未来年均增长率 20%。

图 2、公司毛利率水平



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

Ø **原材料价格上涨及国III标准出台降低公司毛利率。**生产成本占比90%的原材料价格上涨,使得上半年公司的毛利率下降了3%,下半年原材料价格可能会适度回落。另外,公司的两轮摩托车发动机从今年年初开始已经切入国III标准,生产成本增加10%,即每台发动机100~200元,但这部分可通过产品的涨价消化。明年7月1日后,三轮摩托车也将执行国III标准,我们预计今年的毛利水平将略有下降,后期可维持。

Ø **国内农用市场扩大有望带动公司通机业务。**公司的通用机械产品主要依托与美国MTD的战略合作关系,面向出口。随着我国农业机械化和工业化程度提升,以及国家对农机补贴的力度的加强(享受补贴的机具种类扩大,补贴比例30%以上),公司通用机械产品的内销率(上半年9%)有望保持较高增速,从而提升此业务的增长。

Ø **近远期技术路线清晰,短期将拓展柴油动力业务。**公司的战略规划是遵循“汽油动力-柴油动力-油电混合-电动”的路线发展,产品依然主要面向摩托车和通机产品。7月13日公司公告拟与比亚乔成立合资公司生产柴油发动机,产品将用于大排量摩托和通机,首期可达10万台产能,预计最快明年即可贡献业绩。柴油机在欧洲地区普及程度较高(轿车产量32%采用柴油动力),且由于效率高、排放低等优点,市场在继续提升。我国柴油品质不高,造成柴油机不够普及,未来的国内市场也不看好。

表 1、汽油机和柴油机的比较

	原理	体积/重量	寿命	最高转速	价格	热效率	耗油量	排放
汽油机	火花塞点燃式	小/轻		6500	较低	30%	高	高
柴油机	喷油器压燃式	大/重	汽油机的两倍	3500	较高	40%	比汽油机低30%	比汽油机低45%

数据来源:湘财证券研究所

Ø **通过合作布局油电混合、动力电池和动力系统,着眼长远趋势。**一、宗申集团与上海安乃达合作研发油电混合摩托车,在公司通用汽油机的基础上制造车用串联混合发电机组(原理类似于串联式的燃料增程汽车),采用混动系统方案后油耗及排放将被有效控制,续航能力将大大提升。二、根据5月8日公司与美国波士顿的《合作备忘录》,双方将成立合资公司,生产车用动力电池包产品(即采购波士顿的锰酸锂动力电池单体,生产动力电池组)。三、公司1月31日与美国Mission Motors签署《合作备忘录》,拟在电动动力系统方面开展深层次合作,并进行股权投资、搭建研发平台。上述三项合作显示公司在混动及电动摩托车的核心技术方面均开始做长远布局。

表 2、进行技术合作的公司简介

公司	介绍	研究领域	技术实力
上海安乃达驱动技术	中国电子科技集团公司第二十一研究所、上海燃料电池动力系统有限公司和上海科技开发实业有限公司等单位多元投资组建而成	电动汽车、电动自行车、电动摩托车及其它小型电动车用各种系列电机驱动系统，工业控制及高档家电用电机驱动系统	IEEE 工业应用分会 IAS 挂靠单位，国家“十一五”863 计划节能与新能源汽车重大专项总体专家组成员单位
美国波士顿	全球知名电池企业，在亚洲建立锂离子电池制造基地之一，每月可产上百万支电池。共获得了美国多家投资机构的总额 1.25 亿美元的投资。	专业设计新一代的可充电锂离子电池，近年开始涉足电动自行车、混合动力/电动汽车业务。Sonata® 适用于笔记本电脑和便携式电源应用产品，Swing™ 适用于电动车、工业用电设施和电子设备	在美国及全球共有超过 120 件申请中的专利，09 年获得马萨诸塞州政府 900 万美元的配套资金，用于在美国本土建立电动车电池工厂
美国 Mission Motors	通过集成最新的电池技术、发动机技术和控制系统，制造出了速度最快的运动型电动摩托车。明年计划销售 50 辆	运动型电动摩托车的研究、制造	全球最快的电动摩托车 Mission One，最高时速和最大行驶里程均为 150 英里

数据来源：湘财证券研究所

- Ø **规划非公开发行股票。**筹划的募集资金投向范围主要包括公司营销及售后服务网络建设、车用、农用柴油机项目及新建技术研发中心等方面，该事项尚处于前期内部论证阶段。公司拟新建技术研发中心，组建囊括传统汽油动力、柴油动力、混合动力和电动动力四个方向的专业研发队伍(拟邀请业内的知名专家参与)。
- Ø **股权激励排上日程。**公司一直有实施股权激励的意向，我们认为非公开发行股票后，公司将进一步考虑出台股权激励方案，预计可保证公司业绩年均20%以上的增长速度。
- Ø **评级“增持”。**公司未来的发展速度将在年均20%左右，柴油、混合动力、电动动力方面的布局短期内还较难大幅贡献公司业绩，预计公司2010~2012年EPS分别为0.37、0.43、0.54元，对应当前PE32.7、27.9和22.5倍，估值合理，给予增持评级。

表 3、可比上市公司估值

证券代码	证券简称	2009A	2010	2011	2012
000571.SZ	新大洲 A	39.19	28.97	24.13	19.58
000913.SZ	钱江摩托	33.11	31.74	29.16	27.41
000738.SZ	ST 宇航	87.76	57.07	48.51	41.04
600698.SH	ST 轻骑	-77.70	-643.07	536.64	458.91
000980.SZ	金马股份	72.01		37.11	
600877.SH	中国嘉陵	650.50			
600099.SH	林海股份	1016.05			

数据来源: Wind、湘财证券研究所

表 4、公司分业务业绩预测

		2008A	2009A	2010H	2010E	2011E	2012E
摩托车发动机	收入(百万)	2,703.79	2,788.18	1,642.39	3,219.00	3,951.60	4,688.64
	YOY		3.12%		15.45%	22.76%	18.65%
	均价(元/台)	897.79	858.85	874.31	870.00	890.00	880.00
	销量(万台)	301.16	324.64	187.85	370.00	444.00	532.80
	毛利率	14.74%	19.09%	15.90%	16.50%	16.00%	16.00%
通机	收入(百万)	672.88	708.86	444.27	864.50	1,060.80	1,310.40
	YOY		5.35%		21.96%	22.71%	23.53%
	均价(元/台)	561.58	680.09	663.58	665.00	680.00	700.00
	销量(万台)	119.82	104.23	66.95	130.00	156.00	187.20
	毛利率	12.17%	17.08%	16.81%	17.00%	17.00%	17.00%
柴油机	收入(百万)					60.00	200.00
	YOY						233.33%
	均价(元/台)					2000	2000
	销量(万台)					3	10.00
	毛利率					25.00%	25.00%
总收入		3,376.67	3,497.04	2,086.66	4,083.50	5,072.40	6,199.04
总成本		2,896.24	2,843.70	1,750.84	3,405.40	4,244.81	5,176.09

数据来源: 公司公告、湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1830	1973	2191	2684	营业收入	3504	4084	5072	6199
现金	587	512	537	529	营业成本	2846	3405	4245	5176
应收账款	310	546	497	786	营业税金及附加	11	11	15	18
其他应收款	6	8	9	11	营业费用	105	118	148	180
预付账款	28	36	44	54	管理费用	92	102	129	157
存货	179	138	149	157	财务费用	-8	-13	-4	-3
其他流动资产	719	732	953	1147	资产减值损失	2	3	3	3
非流动资产	680	1221	1520	1790	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	2	2	2	2
固定资产	448	851	1140	1410	营业利润	459	458	539	671
无形资产	179	170	161	152	营业外收入	8	11	10	10
其他非流动资产	43	190	209	218	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	2511	3194	3711	4475	利润总额	464	466	546	678
流动负债	672	989	1105	1354	所得税	67	70	82	102
短期借款	0	274	209	294	净利润	398	396	464	576
应付账款	443	503	638	774	少数股东损益	19	19	22	28
其他流动负债	230	212	258	286	归属母公司净利润	378	377	442	549
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	497	505	629	791
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.37	0.43	0.54
其他非流动负债	5	5	5	5	主要财务比率				
负债合计	677	994	1110	1359	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	123	142	165	192	成长能力				
股本	601	1021	1021	1021	营业收入	3.8%	16.5%	24.2%	22.2%
资本公积	313	12	12	12	营业利润	55.3%	-0.2%	17.6%	24.4%
留存收益	805	1032	1410	1898	归属于母公司净利润	41.6%	-0.3%	17.1%	24.2%
归属母公司股东权益	1710	2058	2436	2924	获利能力				
负债和股东权益	2511	3194	3711	4475	毛利率(%)	18.8%	16.6%	16.3%	16.5%
现金流量表					净利率(%)	10.8%	9.2%	8.7%	8.9%
单位:百万元					ROE(%)	22.1%	18.3%	18.1%	18.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	31.6%	19.6%	20.3%	19.9%
经营活动现金流	313	267	544	359	偿债能力				
净利润	398	396	464	576	资产负债率(%)	27.0%	31.1%	29.9%	30.4%
折旧摊销	46	60	93	124	净负债比率(%)	0.00%	27.54%	18.83%	21.62%
财务费用	-8	-13	-4	-3	流动比率	2.72	2.00	1.98	1.98
投资损失	-2	-2	-2	-2	速动比率	2.45	1.86	1.85	1.87
营运资金变动	-136	-184	-8	-350	营运能力				
其他经营现金流	15	10	1	14	总资产周转率	1.53	1.43	1.47	1.51
投资活动现金流	-68	-599	-394	-394	应收账款周转率	10	9	9	9
资本支出	58	600	400	400	应付账款周转率	6.89	7.20	7.44	7.33
长期投资	-10	-1	0	-0	每股指标(元)				
其他投资现金流	-20	0	6	6	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.37	0.43	0.54
筹资活动现金流	-118	257	-125	27	每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.26	0.53	0.35
短期借款	-25	274	-65	85	每股净资产(最新摊薄)	1.67	2.02	2.39	2.86
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	139	420	0	0	P/E	32.60	32.68	27.91	22.48
资本公积增加	-140	-300	0	0	P/B	7.21	5.99	5.06	4.22
其他筹资现金流	-92	-137	-60	-58	EV/EBITDA	24	23	19	15
现金净增加额	127	-75	25	-8					

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。