

摩托车行业：整合背景下的投资机会挖掘

中性（维持）

汽车行业

2010年1月11日

庞云川 010-66045585 pangyc@txsec.com

事件描述：

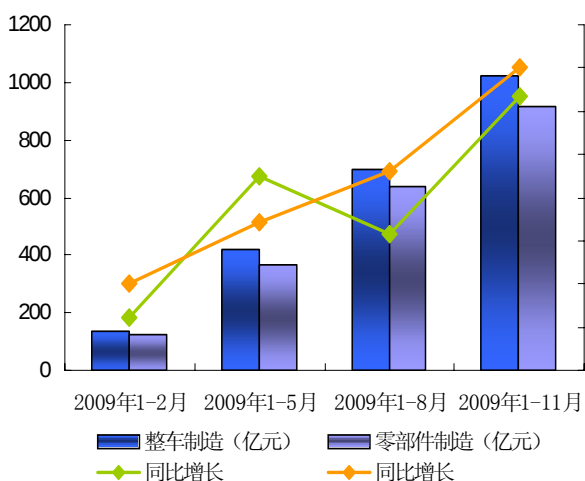
根据国家统计局最新的统计数据，2009年1-11月，我国摩托车制造行业共有企业数量为2,059家，其中亏损企业有314家，较2008年同期的276家增加13.77%；主营业务收入为1,937.76亿元，较2008年同期微幅增长1.66%；利润总额为89.84亿元，较2008年同期增长33.45%。

另，根据中国汽车工业协会的统计，2009年11月摩托车的销量为233.98万辆，环比增长4.50%，同比增长13.49%；1-11月累计销量为2,286.29万辆，同比减少10.23%。对95家摩托车生产企业的出口情况统计，2009年11月摩托车出口61.45万辆，环比增长11.28%，同比增长17.14%；1-11月累计出口金额31.06亿美元，同比下降34.24%。

评论：

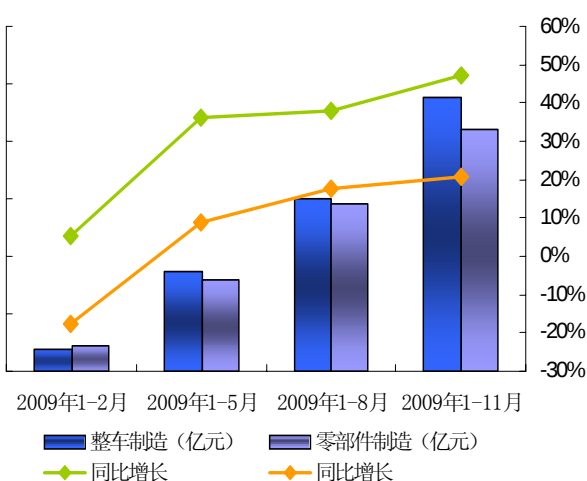
1、受益政策扶持、原材料价格下降、经济回暖等因素，行业盈利状况正逐步改善。2009年1-8月，摩托车制造行业实现销售收入1,332.10亿元，同比减少1.14%；实现利润总额59.16亿元，同比增长26.95%。相比较而言，行业整体的盈利状况在11月得到了稳步改善。综合来看，2009年3月颁布的《汽车摩托车下乡实施方案》、钢铁等原材料价格下降、国内经济回暖等因素是行业盈利得以改善的主要原因。

图表1：摩托车行业销售收入及同比增速情况



资料来源：国家统计局，天相投顾整理

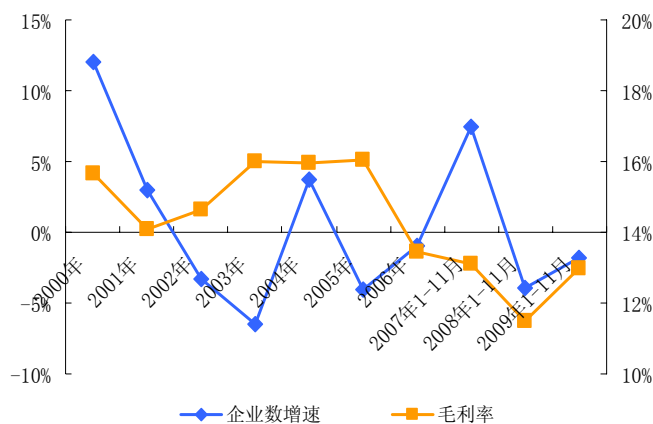
图表2：摩托车行业利润总额及同比增速情况



资料来源：国家统计局，天相投顾整理

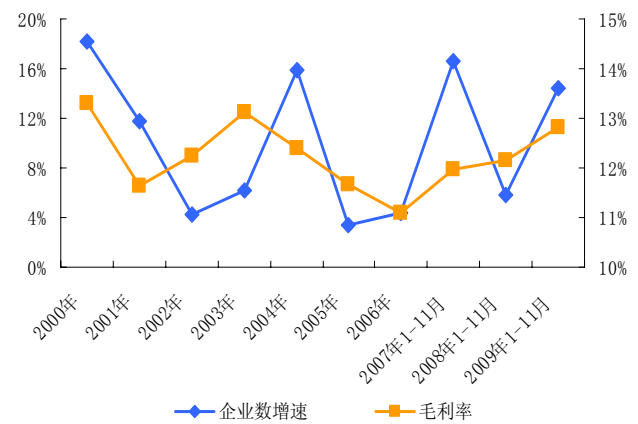
2、行业成熟期已过，企业盈利状况日趋下滑。从交通工具的发展过程来看，我国先后经历了“自行车王国——摩托车大国——轿车大国”三个相互过渡替代的阶段，这也是我国居民消费能力不断提升的一个缩影。自2000年我国的轿车消费开始进入快速上升通道以后，摩托车的市场需求开始逐步减少，行业也进入了成熟期。此外，随着城市化进程的推进以及人民对居住环境要求的提高，我国逐步在各大中城市实行“禁摩”规定。经过近10年的发展，我国的摩托车行业现已进入了衰退期，行业内企业的盈利状况也日趋下滑。特别是在经历了全球金融危机所导致的出口需求大幅下滑后，由于产能过剩和抗风险能力低而亏损倒闭的企业数量较多，更凸显了行业景气的日益下滑。

图表3：摩托车整车制造企业的数量增速及毛利率



资料来源：国家统计局，天相投顾整理

图表4：摩托车零配件制造企业的数量增速及毛利率



资料来源：国家统计局，天相投顾整理

图表5：2009年摩托车行业亏损企业数量统计

时间	摩托车制造业		摩托车整车制造业		摩托车零配件制造业	
	亏损企业数	同比增减	亏损企业数	同比增减	亏损企业数	同比增减
2009年1-5月	439	52.43%	64	12.28%	375	62.34%
2009年1-8月	383	53.82%	53	-1.85%	330	69.23%
2009年1-11月	314	13.77%	56	0.00%	258	17.27%

资料来源：国家统计局，天相投顾整理

3、国三排放标准实施以及行业内兼并重组将利于行业的竞争结构优化与更长远发展。根据国家环保部的规定，两轮摩托车和两轮轻便摩托车从今年7月1日起、三轮摩托车和三轮轻便摩托车从2011年7月1日起，其大气污染物排放须符合国三标准要求。我们认为，国三排放标准的实施将从技术层面和成本控制能力两个方面对行业进行一次“择优录取”，以淘汰一部分落后技术和产能以及抗风险能力差的企业的方式来改善行业的竞争环境和加强龙头企业的竞争优势。

另外，截止2009年11月，我国摩托车生产企业的数量达2,059家；行业销量前十企业的总销量约占行业总体的60%。生产企业数量较多在不利于构建稳定健康的行业竞争格局的同时也降低了生产资源的利用效率。在此背景下，企业之间的兼并重组将成为未来1-2年里摩托车行业发展的“必经之路”。

4、上市公司层面建议重点关注宗申动力和中国嘉陵。综上所述，我们认为未来摩托车行业的投资看点主要在企业之间的兼并重组以及龙头企业的技术优势上。目前A股市场有摩托车产品业务的上市公司主要有宗申动力(001696)、钱江摩托(000913)、中国嘉陵(600877)和ST轻骑(600698)。结合上述投资看点，我们认为

宗申动力和中国嘉陵值得重点关注。下面我们将分别进行分析。

（1）宗申动力（001696）

投资亮点一：公司是国内摩托车发动机的龙头企业之一，在应对摩托车国III排放标准实施方面，公司已经有了充分的准备，相关符合标准的产品已经获得了政府有关部门的认证。未来随着下游摩托车整车市场的进一步回暖以及国III排放标准的实施，公司的发动机产品需求将有望大幅提升。

投资亮点二：除了已经掌握国III排放标准的发动机技术外，公司还计划在未来的3-5年里完成“柴油动力——油电混合——纯电力”的“三步走”计划。目前公司正积极地与国内外厂商合作，并在串联混合发电机组领域取得了一定的突破。此外，据媒体报道，宗申集团董事长左宗申将可能在本月25日前往美国与巴菲特见面，并探讨集团未来新能源摩托车动力的发展规划。我们认为，混合动力及纯电动等新能源技术将是未来汽车工业发展的明确方向。积极备战新能源将利于公司确立行业的领先地位，并有望实现公司的“跨行业”发展，从而摆脱摩托车行业景气下滑的“束缚”。

投资亮点三：根据摩托车行业兼并重组的发展规划，公司表示计划先从重庆地区开始整合上游核心零部件供应商以及下游具有抗风险能力的厂商，以形成更稳定、更具竞争力、更能共同进步的整体。此外，公司也计划和有意向以及有能力的国外投资者合作，以求把集团的产业兼并推向全球。我们认为，公司兼并重组计划的目标清晰、布局合理、战略明确。通过上下游资产整合，公司将进一步巩固行业的龙头地位，为更长远的发展打下稳定的基础。

（2）中国嘉陵（600877）

投资亮点：中国嘉陵、ST轻骑以及建摩B是中国兵器装备集团旗下的三家摩托车上市公司。作为目前世界最大的摩托车集团，兵装集团拥有超过600万辆的摩托车年生产能力，并拥有嘉陵、建设、大阳、济南轻骑等摩托车品牌。在摩托车行业兼并重组的大背景下，兵装集团对旗下上市公司的资产运作计划备受关注。通过分析比较，我们认为中国嘉陵更有可能成为集团摩托车资产整合的上市平台。

2009年11月10日，ST轻骑临时股东大会审议通过调整董事会成员的议案，即同意余国华和陈卫东成为公司第六届董事会董事候选人，董事长吕红献和董事孙伟退出。同月28日，建摩B临时股东大会表决通过《关于选举李华光先生、吕红献先生、颜学钊先生为公司第五届董事会董事的议案》，原董事长及总经理蔡韬以及董事乔瑞明辞职。根据简历，余国华现任兵装集团摩托车事业部副总经理，陈卫东现任中国嘉陵工业股份有限公司党委副书记、纪委书记，李华光现任兵装集团摩托车事业部党委副书记、副总经理。从两家公司的高管变动来看，兵装集团对旗下摩托车资产的整合已经是渐行渐近了。

目前兵装集团对ST轻骑已经有了明确的优质资产注入承诺，即在今年的11月7日之前拟注入或置换总额将达到ST轻骑最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的50%以上或产生的营业收入将达到ST轻骑同期经审计的合并财务会计报告营业收入的50%以上的优质经营性资产。从ST轻骑近几个季度的总资产以及营业收入规模都不断缩小的趋势来看，集团所承诺的对轻骑所注入的资产总额大概在6亿元左右。这一现象令我们对ST轻骑的资产注入预期打了折扣，因此判断ST轻骑这个上市平台在集团的战略地位可能不会很重要，更甚至会有被“舍弃”的风险（类似兵装集团对天兴仪表的股权转让操作）。

另外，相对在B股市场的建摩B，我们认为中国嘉陵更具资本运作的空间和价值，因此看好中国嘉陵会成为集

团摩托车资产运作的最大受益者。

对于集团摩托车业务的发展前景，我们相对乐观。2009年6月，兵装集团摩托车事业部成立，集团公司副总经理尹家绪指出“成立事业部是集团摩托车产业改革调整、做强做大的迫切需要”，并要求事业部认真做好“进一步明确产业发展战略、全力推进摩托车产业改革调整、切实抓好当期经营以及做好企业搬迁重点工作”。同年12月，兵装集团摩托车事业部入驻重庆西永微电子产业园，蓄势打造中国摩托车“航母”项目。我们认为，在集团加大对摩托车产业的重视度和支持力度的背景下，摩托车业务有望逐步走出盈利能力较低的困境。

5、盈利预测、投资评级及风险提示。综上所述，在不考虑兼并重组的影响因素下，预计宗申动力2009年、2010年及2011年的每股收益分别为0.66元、0.86元和1.05元，考虑到公司营利增长预期明朗、技术实力较强、有新能源概念等利好因素，上调公司的投资评级至“买入”；预计中国嘉陵2009年、2010年及2011年的每股收益分别为0.02元、0.03元和0.05元，考虑到公司目前盈利能力还没明显改善、集团资产运作的不确定性，我们维持“中性”的投资评级。注意的风险主要有行业整体销量增速低于预期、资产注入的不确定性、原材料价格波动等。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531- 88162375 传真：0531- 88162317 邮编：250100