



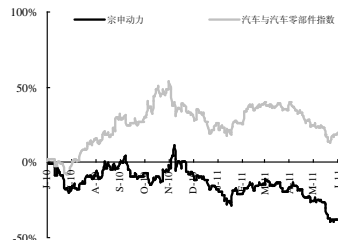
汽车及零部件
Autos & Auto Parts

2011年6月14日

市场数据	2011年6月13日
当前价格(元)	7.05
52周价格区间(元)	6.90-13.50
总市值(百万)	7331.17
流通市值(百万)	5504.37
总股本(万股)	102105
流通股(万股)	76663
日均成交额(百万)	83
近一月换手(%)	18.34
Beta(2年)	0.85
第一大股东	重庆宗申高速艇开发有
公司网址	www.zsengine.com

财务数据	FYE
毛利率(%)	16.5
净利率(%)	8.0
ROE(%)	19.3
资产负债率(%)	35.1
市盈率	20.71
市净率	4.37

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
宗申动力	-16.5	-29.8	-38.5
汽车零部件指数	-3.6	-13.2	19.5

相关报告

陈光明
+86 755 21515584
chengm@jyzq.cn
执业证书编号
S0370510120001

宗申动力(001696)

—主业稳定增长,增发助力产业链向终端、售后服务延伸

评级: 买入

盈利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	3965	4832	6024	7321
主营收入增长率%	13%	22%	25%	22%
净利润(百万元)	345	385	510	635
净利润增长率%	-9%	12%	32%	25%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.50	0.62
摊薄后EPS(元)	0.31	0.34	0.45	0.56
PE	25.59	22.90	17.31	13.90

资料来源: 金元证券研究所

投资要点:

- 公司是目前国内规模最大的专业化摩托车发动机和通用动力生产企业,具备摩托车发动机400万台/年、通机250万台/年、农机终端产品30万台/年的生产能力。摩托车发动机业务是公司目前主要盈利来源,其对公司整体收入和盈利的贡献均在80%左右。
- 我国摩托车在中西部农村地区、出口方面仍然具有较大的增长潜力,我们认为未来5-10年我国摩托车年产销量有望达到4000万辆以上,较目前增长50%以上,年均复合增长5-8%,其中三轮摩托车市场年复合增长有望达到15-20%。
- 宗申摩托车发动机业务组合良好,三轮摩托车销量占比接近50%。公司在三轮摩托车市场建立了明显的竞争优势,市场份额超过50%。三轮摩托车专用发动机的增发项目将进一步强化公司在三轮摩托车发动机市场的领导地位,将充分分享三轮摩托车市场的持续快速增长。
- 宗申通机是国内最大的通用动力机械生产商,产品80%以上出口为美国园林机械龙头MTD公司配套,供货稳定增长。公司在通机业务领域一直谋求将产业链积极向下游终端产品延伸,目前已经形成了农用微耕机、水泵、发电机组等一系列终端产品。农业现代化的加快将大大推动农机产品需求。
- 公司拟定向增发募集资金投入左师傅动力机械销售服务网络建设项目,该项目最终将在全国形成近1万家的售后服务连锁店,充分掘金摩托车等售后维修市场、增强农机产品销售。
- 给予公司“买入”的投资评级。预测公司考虑增发摊薄后的2011-2013年EPS分别为0.34元、0.45元、0.56元,未来三年业绩符合增长25%以上,目前股价对应2011年、2012年P/E分别为21倍和16倍。公司未来发展战略清晰,若左师傅销售服务网路运营成功,则打开公司长期成长空间,给予“买入”评级。

公司简介及主营业务构成

公司是目前国内规模最大的专业化摩托车发动机和通用动力生产企业，摩托车发动机设计生产能力达到 400 万台/年，通用汽油机设计生产能力达到 250 万台/年，微型发电机组、微型耕作机、割草机、微型水泵机组等终端产品设计生产能力达到 30 万台/年。

公司目前业务主要有两块，摩托车发动机制造和通用动力机械制造，其中摩托车发动机业务是公司目前收入和利润的主要来源，2010 年公司摩托车发动机业务对公司总收入和毛利的贡献达到近 80%。

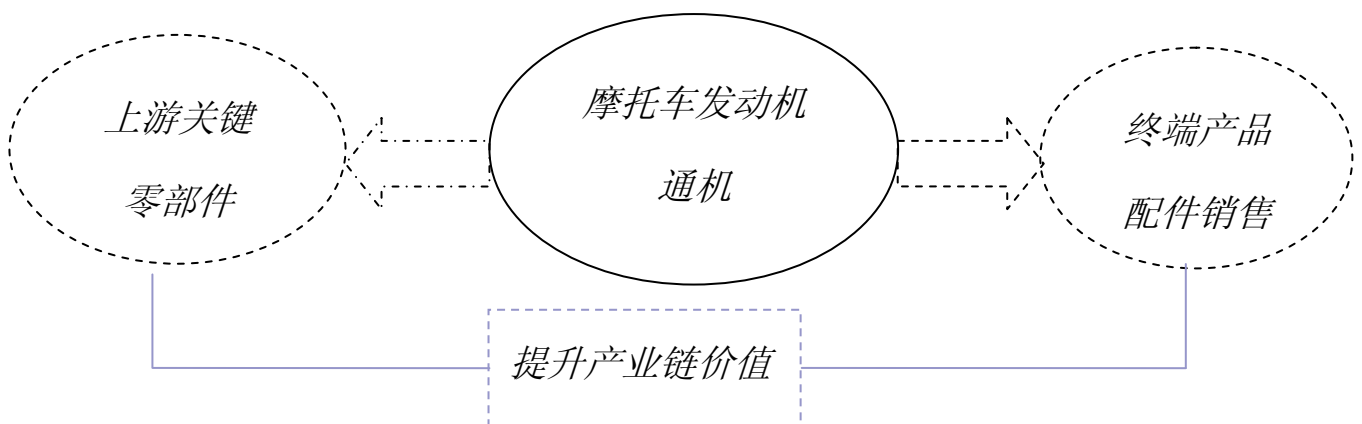
图表 1: 主营业务构成

公司	股权	业务	收入	成本	毛利	毛利率
宗申发动机制造	100%	摩托车发动机	307304	256146	51158	16.6
宗申通用动力机械	75%	通用机械	87820	73060	14760	16.8
		合计	395124	329207	65917	16.7

资料来源：公司报告，金元证券研究所

公司将努力实现从“小型紧凑型动力产品生产制造商”向“小型紧凑型动力产品系统服务供应商”的战略升级，通过整合上游零配件销售渠道和下游售后市场将业务范围从单一供应发动机扩大到提供综合性服务，借此提升产品和服务的附加值。公司将根据“热动力机械相关多元化”的战略规划，不断加大技术资源整合力度和技术开发力度，积极推动公司在柴油动力、油电混合动力、纯电力等领域的拓展，最终实现动力机械相关行业多元化。

图表 2: 宗申动力近期发展战略

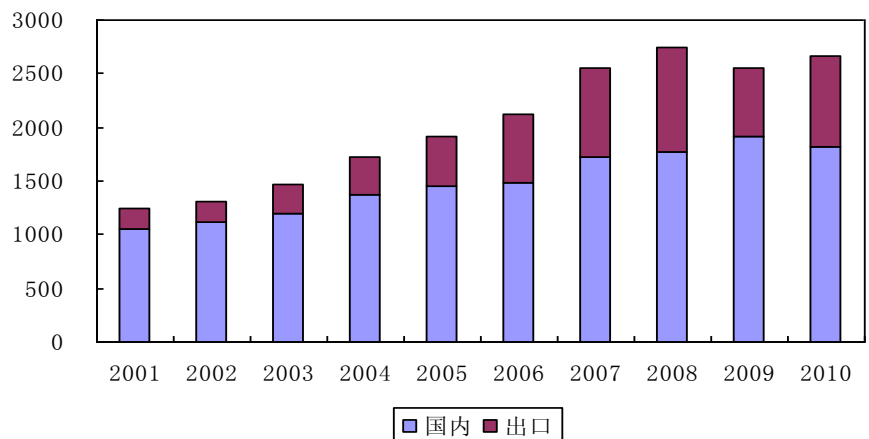


资料来源：公司资料，金元证券研究所

摩托车行业: 未来五年, 我国摩托车市场仍然有望实现年均 5-8% 的复合增长, 其中三轮摩托车市场增长有望达到 15-20%

摩托车作为一种使用方便、行动快捷的交通工具, 已成为广大城乡居民的重要的代步工具和致富工具, 摩托车产品在国内和国际具有广阔的市场需求和发展前景。全球摩托车需求约 5000 万辆, 目前仍以年均 8% 的速度在增长, 我国是全球最大的摩托车生产和消费国。2010 年, 我国摩托车实现产销约 2660 万辆, 占全球的 55% 以上, 2010 年我国摩托车出口超过 800 万辆, 占我国摩托车整体销量的 30% 以上, 主要出口非洲、亚洲以及拉丁美洲等发展中国家。过去十年, 我国摩托车产销量的平均复合增长超过 8%。我国国内摩托车发动机国产率已达到 95% 以上, 2010 年我国摩托车发动机销售 2897 万台, 同比增长 9%。

图表 3: 我国历年摩托车销量



资料来源: 统计局, 金元证券研究所

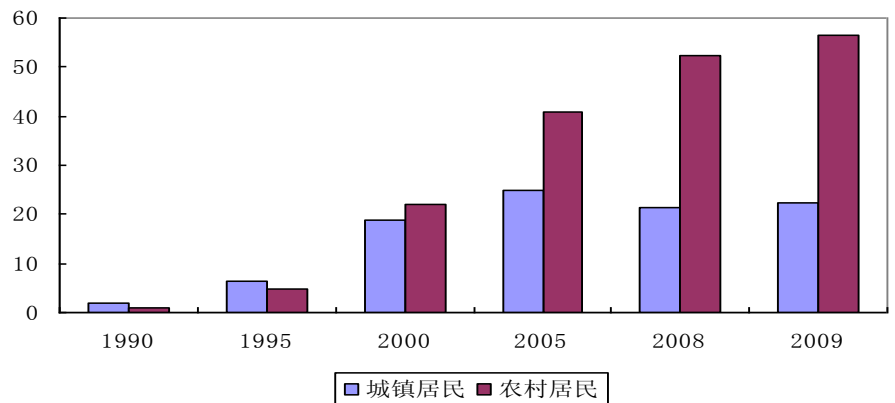
我国摩托车市场仍有望实现年均 5-8% 的复合增长

我国摩托车在中西部农村地区仍然具有较大的增长潜力。2009 年全国农村每百户家庭摩托车拥有量为 56.7 辆, 其中东、中、西部百户保有量分别为 70 辆、53 辆和 47 辆, 广东、福建、海南省保有量在 90 辆左右, 地区差异较大。

按照农村居民每百户摩托车需求 90 辆、城镇居民每百户摩托车需求 30 辆计算, 接近饱和时期我国摩托车拥有量将达到 2.4 亿辆, 较目前保有量有近 1 亿辆的市场增长空间。按照 10% 的更新率, 市场饱和阶段我国摩托车年销量将达到 2400 万辆, 考虑到出口市场还有比较大的市场增长潜力,

我们认为未来 5-10 年我国摩托车年产销量有望达到 4000 万辆以上，较目前增长 50%以上，年均复合增长 5-8%。

图表 4：我国城镇、农村居民每百户摩托车拥有量（单位：辆）



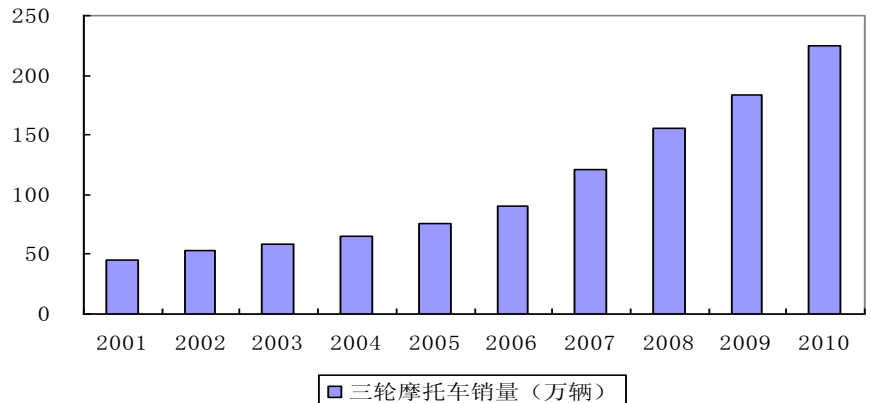
资料来源：国家统计局，金元证券研究所

三轮摩托车市场增长有望达到 15-20%

随着中国新农村建设的推进和道路交通基础设施的改善，三轮摩托车近年来深受广大农村消费者青睐，市场发展迅猛。三轮摩托车年销量由 2004 年 50 万辆左右的规模快速增长到 2010 年的 200 万辆以上，年均复合增长 20%以上。另外还有很多三轮摩托车未纳入统计，加上这部分全国三轮摩托车目前销量超过 300 万辆。

经过多年的发展，三轮摩托车在性能方面已经得到了极大的提升，是农村居民重要的生产资料。三轮摩托车载重可达 1 吨，价格在 6000 元左右，与微型货车相比，载重能力是后者的 1/2，但价格仅为后者的 1/5，性价比优势明显。目前，三轮摩托车市场年销售规模 300 万辆以上，在我国庞大的摩托车市场中的产量只占极小的一部分，占比仅 12%左右，对应我国 2 亿多户农村居民来说，未来增长的空间很大，我们预计未来几年三轮摩托车有望保持年均 15-20%的增长。

图表 5: 我国历年三轮摩托车销量



资料来源：统计局，金元证券研究所

宗申摩托车发动机：产品组合良好，盈利能力优于同业

宗申动力摩托车发动机 50%以上为宗申集团摩托车配套，其余为国内其他摩托车生产厂商配套和出口。2005年-2010年，公司摩托车发动机销量由 180 万台增长到 350 万台，年均复合增长接近 15%，远高于同期摩托车发动机行业 9%的增速水平。取得远高于行业增速水平的重要原因在于公司超前的市场化意识以及由此形成的良好产品结构。公司较早意识到了三轮摩托车市场的增长潜力并率先进入该市场，三轮摩托车销量由 2005 年的不足 70 万台提升到 2010 年 170 万台，目前在三轮摩托车发动机市场占有率超过 50%，竞争优势明显。

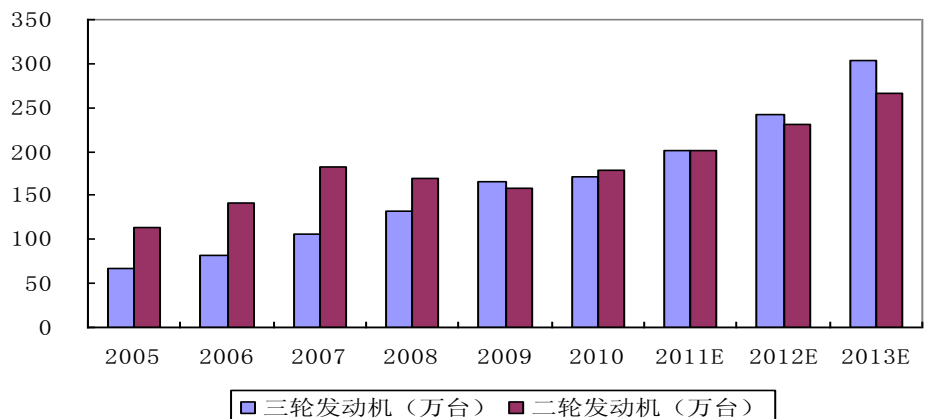
较强的竞争优势主要得益于公司一贯秉承的成本和质量控制、供应链管理。如与国内其他企业对发动机铝合金铸件采取外购模式不同，公司在 2007 年增发投入铝合金特种铸造项目，通过引入欧美高水平铸造工艺，实现铝合金铸件自制，大幅提升了发动机产品质量，同时也有效控制了铝原料价格大幅波动对生产成本的不利影响。此外，公司计划向上游核心部件供应链拓展，以实现原材料的稳定供应，同时提升整个价值链制造环节的盈利能力。

得益于公司良好的产品结构以及零部件配套深度，公司摩托车发动机综合盈利能力要明显高于同业水平。也是同样的原因，公司摩托车发动机净利率水平已有前几年的 8%左右提升到目前的 10%以上。从原材料成本看，目前铝现货价格在 16500 元/吨，与上年同期基本持平，成本压力不大，毛利率应该能够保持稳定。

公司此次增发预案中的项目之一是三轮摩托车专用发动机项目，我们

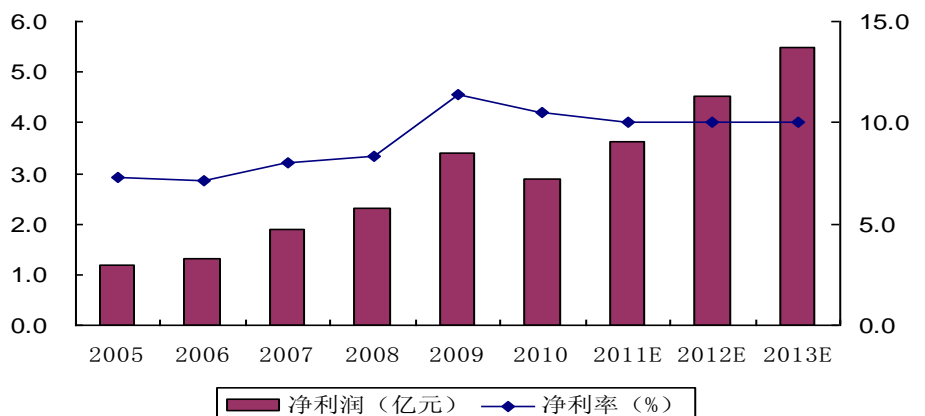
认为增发项目将进一步强化公司在三轮摩托车发动机市场的领导地位。目前，国内三轮摩托车使用的发动机是由两轮摩托车发动机演变而来，并未形成真正意义上的三轮摩托车专用发动机，两轮摩托车发动机的动力特性不完全适合三轮摩托车工况，可靠性和耐久性也较差。鉴于此，公司此次增发投入项目建设三轮摩托车专用发动机，形成2个平台5个系列，进行产品布局，形成50万辆产能。项目建成投产后将新增收入7.8亿元，新增净利润0.5亿元。

图表 6: 宗申摩托车发动机历年销量



资料来源：公司报告，金元证券研究所

图表 7: 公司摩托车发动机业务历年净利润及利润率变化



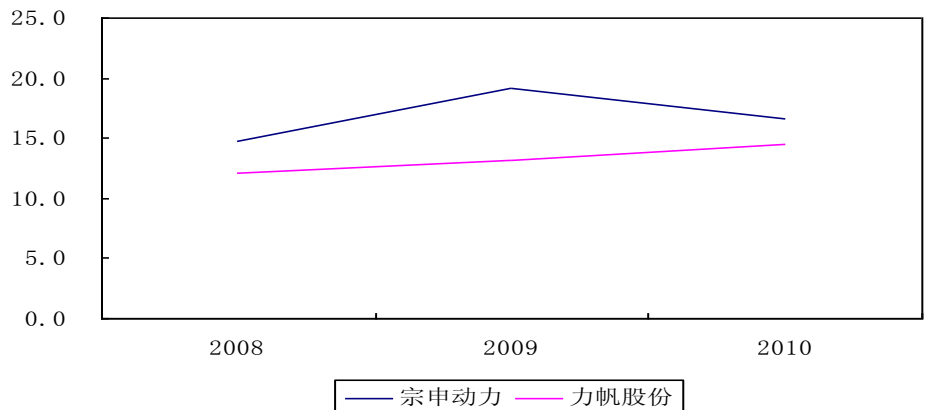
资料来源：公司报告，金元证券研究所

图表 8: 国内现货铝价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 百川资讯, 金元证券研究所

图表 9: 宗申动力与力帆摩托车发动机业务毛利率对比



资料来源: 公司报告, 金元证券研究所

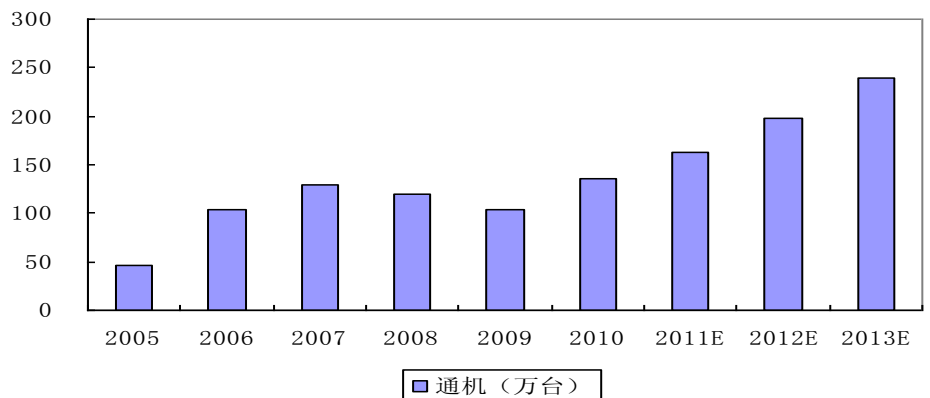
宗神通机业务: 立足通机, 发展农机终端

通用汽油机, 又称通用小型汽油机, 是一种适用性非常广泛的热动力机械。作为动力引擎, 通用汽油机广泛应用于农业机械、发电机组、园林机械、灌溉机械等小型动力机械。通用动力机械的终端产品主要市场和生产厂家均集中在北美和欧洲, 通机产品在国际市场上属于成熟期产品, 市场比较稳定, 全球通机终端产品年需求约5000万台。美国是全球最大的通机需求国, 年需求3000万台左右。通用汽油机行业在我国只有十余年的历史, 加入WTO后, 受益低成本制造下的通机产业转移, 我国通机行业得到长足发展。2000年初, 我国通机产量不足100万台, 2010年产量已提升至2000万台左右, 通机产量年均复合增长达50%以上, 已发展成为通机的生产和出口大国。目前我国生产的通用汽油机产品70%以上出口海外, 最大的出口市场是美国。

重庆宗申通用动力机械有限公司成立于2000年8月,目前已成为国内最大的通用动力机械生产企业。公司通机产品80%出口给美国最大的园林机械制造商MTD。MTD公司每年对通用动力系统的需求在500万台以上,目前公司对其配套100万台左右,我们预计公司未来几年对MTD公司的配套量应能提升至200-300万台,该项业务未来仍有100%以上的增长空间,保持年均15-20%的增长问题不大。公司在通机业务领域不想仅仅成为通用动力的制造商,所以近年来一直谋求将产业链积极向下游终端产品延伸,目前已经形成了农用微耕机、深耕机、水泵、发电机等一系列终端产品,2010年已实现终端产品销售10万台左右。我们公司的微耕机、水泵都已进入国家农机补贴目录。

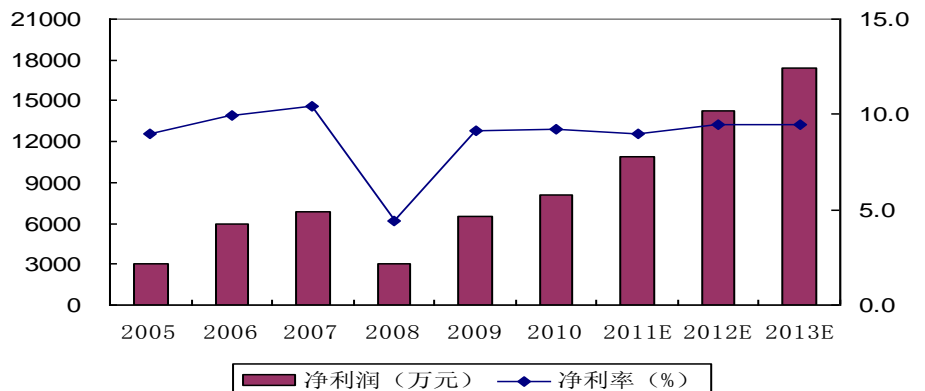
通机业务盈利较为稳定,净利率正常介乎9-10%之间,2008年因全球金融危机,利润率出现非正常下滑。未来两年,随着盈利能力更好的农机终端产品销售的提升,预计通机公司净利率有望提升至9.5%左右的水平。

图表10: 公司通机历年销量



资料来源: 公司报告, 金元证券研究所

图表11: 公司通机业务历年净利润及利润率变化



资料来源: 公司报告, 金元证券研究所

建设销售服务网络：掘金售后维修市场，强化农机产品销售

公司第七届董事会第十六次会议审议通过了非公开发行预案，拟发行不超过1.1亿股、每股不低于8.54元（除权后价格），募集资金总额不低于9亿元用于“左师傅动力机械销售服务网络建设项目”、“三轮摩托车专用发动机项目”、“技术中心建设项目”等。

建设左师傅销售服务网络是公司由单纯制造型企业向综合服务型企业升级的战略转型的重要一步，项目目标是为摩托车、电动车、三轮车、农机用户提供便利、快捷、一站式的全新服务解决方案。该项目实施对公司现有业务的提升主要集中在以下几个方面：发动机零售业务上升；配件业务的销量上升；以及通机产品特别是农机业务上升。

图表12：宗申动力拟定向增发投资项目一览

	投资总额	募集资金投入	年新增收入	年新增净利
左师傅动力机械销售服务网络建设项目	53198	40000	81818	8938
三轮摩托车专用发动机项目	35461	35000	78000	5114
技术中心建设项目	15389	15000		
合计	104048	90000	159818	14052

摩托车售后维修市场庞大，但整机企业几无涉足

庞大且日益增长的摩托车和农用机械保有量相应催生了巨大的售后服务市场。据调查统计，在首次使用至报废期间，每辆二轮摩托车的平均年维修金额大约为208元，三轮摩托车由于是作为生产资料和使用工具，高载重负荷，工况环境很恶劣，每辆的平均年维修金额大约为664元。按照目前接近1亿辆的摩托车保有量规模以及二轮车85%、三轮车摩托车15%的比例，摩托车售后维修市场规模每年至少在230亿元以上。

目前国内摩托车的维修服务多是由小作坊式维修店提供，服务品质难以保障，整机企业在配件维修市场占比仅10%，这部分资源流失严重。

农业现代化加快推升农机产品需求

劳动力成本的快速提升、农村劳动力的持续短缺以及政府加大农机产品补贴的实施，将大大推动我国农业现代化步伐的加快以及农业机械的需求。与日本、韩国等亚洲国家相比，我国的农业机械化率还不高，耕耘机、

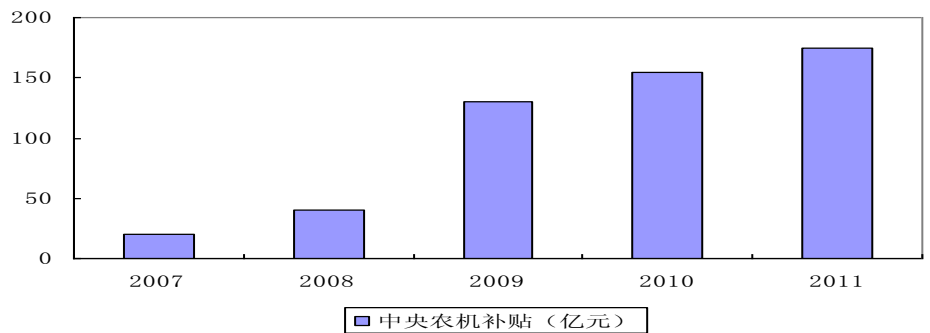
插秧机以及收割机等户均保有量还很低。国家一直给予农机购置补贴,2009年以来中央补贴力度明显加大,2008年补贴资金40亿元,2009年增至130亿,2010年、2011年分别为150亿和175亿元。实施范围扩大到全国所有的农牧业县(场),补贴机具种类范围扩展到12大类46小类的180个品目,在此基础上各地可再行增加30个品目。《2011年国家支持粮食增产农民增收的政策措施》还明确提出,今年耕种收综合机械化率提高2个百分点以上。目前我国农机销售额已超过2000亿元,过去十年年均复合增长率接近20%。

图表 13: 亚洲主要国家的每百户农业机械拥有量(辆)

	韩国(2002年)	日本(2000年)	中国(2007年)
耕耘机	65.9	61.7	10.8
拖拉机	15.2	69.9	8.3
插秧机	25.2	61.3	0.08
联合收割机	6.4	44.6	0.28
谷物干燥机	4.5	36.8	0.01

资料来源: 吉峰农机招股说明书, 金元证券研究所

图表 14: 历年中央农机补贴



资料来源: 财政部, 金元证券研究所

销售网络项目规划首先在我国中西部六省一市建设左师傅营销售后连锁店3913家,其中:旗舰店42家,直营店269家,合营控股店202家,合作店3400家。基本实现县级覆盖率达80%,乡级覆盖率达50%。西南地区试点成功后,售后连锁店将向全国推广,进行第二期、第三期网络建设,共计形成1万家左右的售后服务网络。

图表 15: 左师傅销售服务网络建设规划

	旗舰店	直营店	合营控股店	合作店
选址地点	地级市	地级市或县级市	乡镇	乡镇

功能	区域市场运营管理	销售、售后服务、培训	销售、售后服务	销售、售后服务
首期 (3913 家)	42	269	202	3400
第二期 (4068 家)	51	216	251	3550
第三期 (2140 家)	26	97	125	1892

资料来源：公司资料，金元证券研究所

注：首期为湖南、湖北、广西、云南、四川、贵州、重庆；第二期为山东、河北、山西、河南、陕西、安徽、福建、江西、浙江、广东、江苏、海南地区；第三期为新疆、甘肃、宁夏、西藏、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江等地区。

公司连锁店 80%以上采用合作形式，以合同形式授权合作商使用公司的商标、商号、品牌技术和经营模式，公司负责物流配送、技术培训和指导、全国性统一营销广告活动，并提供持续的经营指导。合作方自主经营、自负盈亏。在经营上，合作店主要采取发展 VIP 会员的模式。公司计划三年内实现有效注册会员用户达成 180 万，每家店共计发展 500 个会员。按照六省一市摩托车保有量约 1500 万台，预计发展的会员比例仅占摩托车保有量的 12%，这个难度应该不大。

2009 年 8 月，公司关联方重庆宗申机车工业制造有限公司先后在云南开设了 5 家“左师傅”合作门店，主要从事零配件销售、机车维修等业务。对比门店改造后的经营绩效，合作后月均销售额约 4 万元，增长 70%；VIP 会员数量超过 500 个，增长一倍以上。成为左师傅 VIP 会员的除豪爵、五羊本田用户外，还有其它很多如隆鑫、新大洲、大阳、钱江、三铃、大运等品牌的用户，这也说明搭建一个针对所有摩托车用户的服务大平台具备现实的基础。

图表 16：小作坊式维修店



资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表 17：左师傅销售服务店



资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表 18: 销售服务网络项目盈利预测 (单位: 万元)

	第一年	第二年	第三年
总收入	24707	52147	81818
采购成本	15229	32423	50528
毛利	9478	19724	31290
费用	6616	12616	18400
净利润	1927	4879	8938

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

盈利预测及投资建议

预测公司考虑增发摊薄后的 2011-2013 年 EPS 分别为 0.34 元、0.45 元、0.56 元, 未来三年业绩符合增长 25%以上, 目前股价对应 2011 年、2012 年 P/E 分别为 21 倍和 16 倍。公司未来发展战略清晰, 在主业保持稳定快速增长的背景下, 产业链向终端、售后服务转型有助于提升公司在产业链中的整体价值, 盈利稳定性进一步增长, 估值有望得到提升, 给予公司“买入”的投资评级。

图表 19: 宗申动力盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3965	4832	6024	7321
营业成本	3300	4034	5000	6058
营业税金及附加	10	13	16	19
营业费用	130	145	175	212
管理费用	121	150	181	220
财务费用	-1	9	16	18
资产减值损失	2	0	0	0
投资净收益	3	4	5	6
营业利润	406	485	642	800
营业外收入	19	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	423	485	642	800
所得税	61	73	96	120
净利润	362	412	546	680
少数股东损益	18	27	36	45
母公司净利润	345	385	510	635
EPS (元)	0.34	0.38	0.50	0.62
EPS (元, 摊薄后)	0.31	0.34	0.45	0.56

资料来源: 公司报告, 金元证券研究所

注: 摊薄后 EPS 考虑了增发 1.1 亿股

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度5%—15%以上;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%—5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%—15%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.