

宗申动力 (001696): ——转型路上积极探索

深度报告

编辑: 韩彦斌
电话: 0311-66006381
执业证书: S0400511080001
报告日期: 2014-04-29 星期二

摘要

摩托行业低增长环境下, 公司依靠规模和技术优势, 市场份额进一步扩大, 产品结构的调整也使公司能够保持在该领域盈利能力的基本稳定, 这将为公司的顺利转型提供良好条件。

通机业务上, 公司加大了对国内客户和新兴市场的开发力度, 随着欧美经济的好转, 其对扫雪机、除雪机、割草机等通机动力产品的需求将快速增加。三轮车业务也仍具有较大的市场空间, 公司是少数能够研发三轮车专用发动机的公司之一。

公司积极布局农机行业。在小型农机上实现差异化, 拉开与众多竞争者的距离, 多个产品未来将投放市场; 公司有望重启对东金公司的收购, 从而进入中大型高端农机市场, 实现农机产业升级。左师傅连锁营销售后服务网络初步实现了向独立第三方服务平台的转型。其销售端与制造段相结合, 有助于形成公司在农机行业的竞争优势, 推动公司成功转型。

通过参股华安天诚科技公司, 与具有政府背景的重庆两江航空产业投资集团并列成为该公司的第二大股东, 由此开始布局通航产业, 并成为最早涉足产业前端业务的少数公司之一。重庆地区通航产业走在同行前列, 公司有望较早实现从中受益。其未来可能参与该领域的资本运作。

传统主业低迷倒逼公司转型, 虽然面临较大的不确定性, 但在所探索的某一或多个领域未来出现突破性进展的可能性与之并存, 并可能增加公司的事件性投资机会。

盈利预测: 在营收增速分别为 8%、15%、10% 的假设下, 预测公司 2014-2016 年 EPS 分别达到 0.33、0.37、0.39 元, 对应目前股价的市盈率 15、13.4、12.7 倍, 给予“增持”评级。

风险提示: 通机客户单一风险, 国内市场开拓、海外市场复苏低于预期, 并购的不确定性。

001696 [宗申动力] 评级: 增持

主要数据

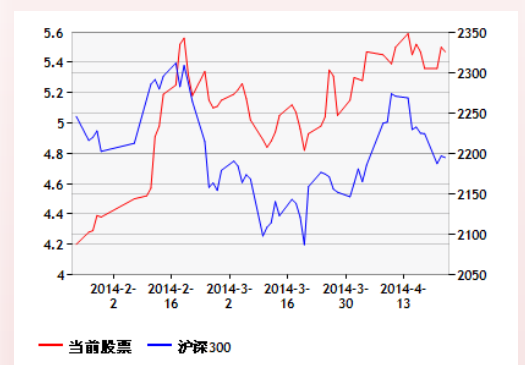
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.10/0.05	0.23/0.07	0.30/0.16
总股本	1145026920.000	
流通 A 股	1145026920.000	
近 3 月日均成交量	10031902.322	

主要股东

重庆宗申高速艇开发有限公司	20.103642
西藏国龙实业有限公司	18.111775
左宗申	2.113924

股价表现



公司动态



目录

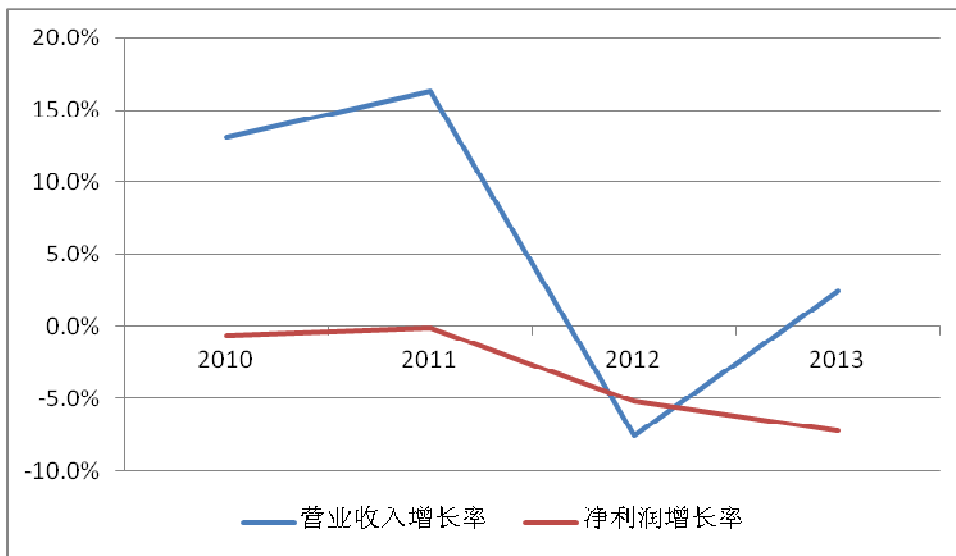
1. 公司目前经营状况.....	3
2. 公司摩托车发动机业务将基本稳定.....	4
3. 农机业务是未来看点.....	5
3.1 通机业务增长可望恢复.....	5
3.2 农机业务面临良好的市场环境.....	6
3.3 公司积极布局农机业务.....	7
4. 布局通用航空业务，提升估值.....	8
5. 多种措施提升市场信心.....	8
6. 公司估值和投资建议.....	9
7. 风险分析.....	9
8. 指标分析.....	10
9. 报表预测.....	10

1. 公司目前经营状况

公司传统业务为摩托车动力和通机动力产品，其摩托车发动机市场份额国内占有率第一。近年来，公司坚持外延式发展战略，逐渐加大力度培育新兴业务，进行战略转型，进入了金融和通用航空领域，并培育了电动动力、汽车零部件、大型农业机械等储备项目。

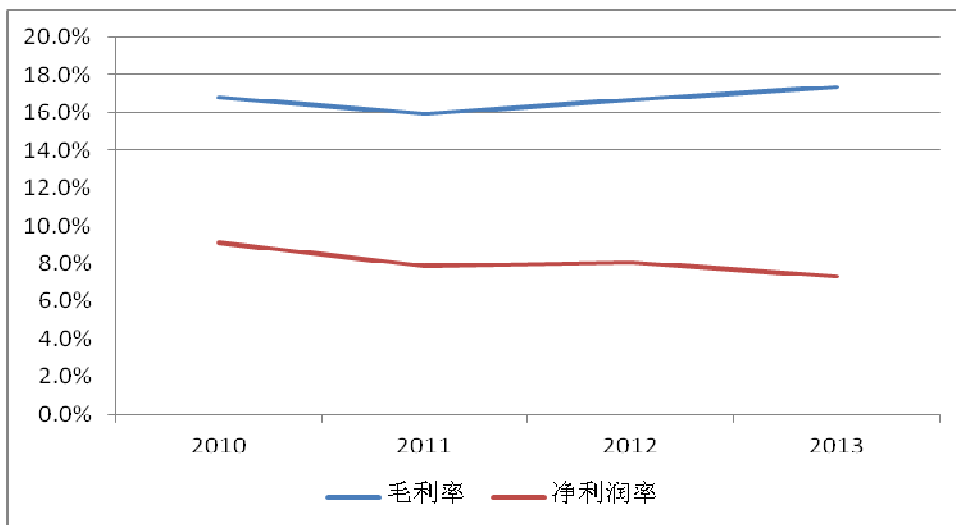
我国摩托车行业近年市场逐渐萎缩，受此影响，公司营业收入进入微增长时期，盈利能力逐年下滑。为应对市场变化，公司逐年降低了摩托车发动机业务比例，而加大了与原有业务技术上相近的通机、农用机械业务的投入，此外，2013 年公司参股了北京华安天诚公司，由此开始布局通用航空业务，以及成立了小额贷款公司，进入了金融领域。公司转型的步伐开始加快。

图 1: 公司营收和净利率下滑



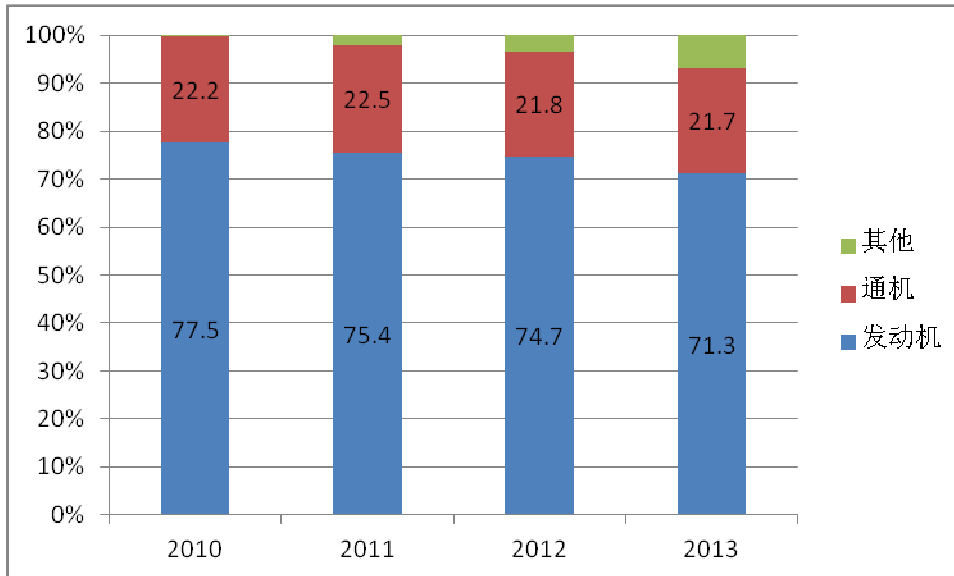
资料来源：聚源数据

图 2: 公司盈利能力下滑



资料来源：聚源数据

图 3: 公司产品结构



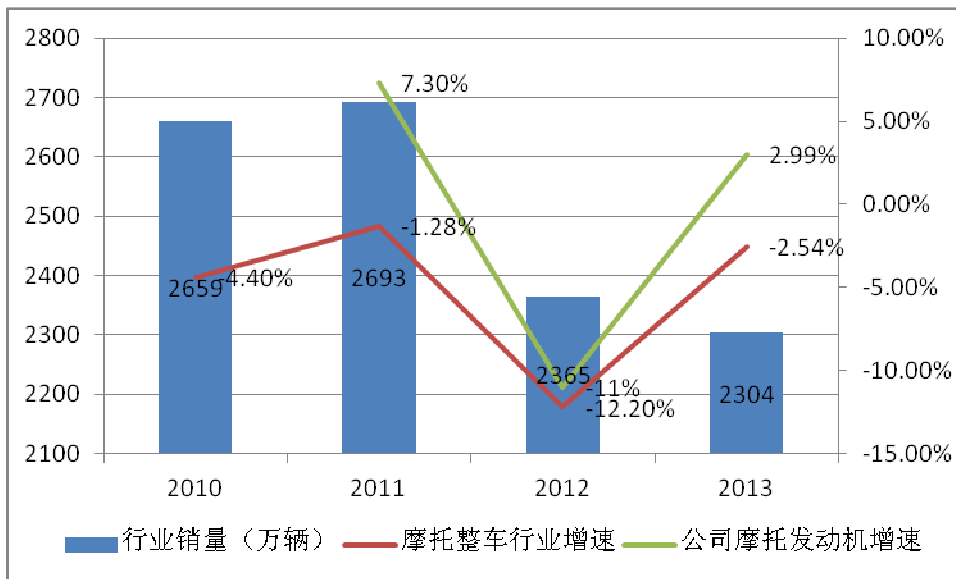
资料来源: 聚源数据

2. 公司摩托车发动机业务将基本稳定

受经济环境、消费升级和限摩政策等因素综合影响,我国摩托车行业销售整体进入持续低迷期。竞争加剧之下,行业市场份额出现向龙头和优势公司集中趋势。在近三年行业连续下滑中,公司摩托发动机销售保持了明显高于行业的增速。凭借技术实力,公司主动调整发动机产品结构,开发了大排量发动机和三轮车专用发动机等新产品。其大排量发动机近两年分别增长了 9.5%和 12.75%,三轮车发动机 2013 年同比增长 4.3%,二者在发动机业务中的占比提升。此外,公司电动动力产品开始进入规模销售,有望成为发动机公司未来新的盈利增长点。

在摩托行业低增长环境下,公司依靠规模和技术优势,在该项业务上营收基本稳定,并且毛利率还有所提升。我们认为公司未来仍能够保持营业收入和该业务盈利能力的基本稳定,这将为公司的顺利转型提供良好条件。

图 4：公司摩托车行业龙头地位强化



资料来源：中汽协 公司公告

3. 农机业务是未来看点

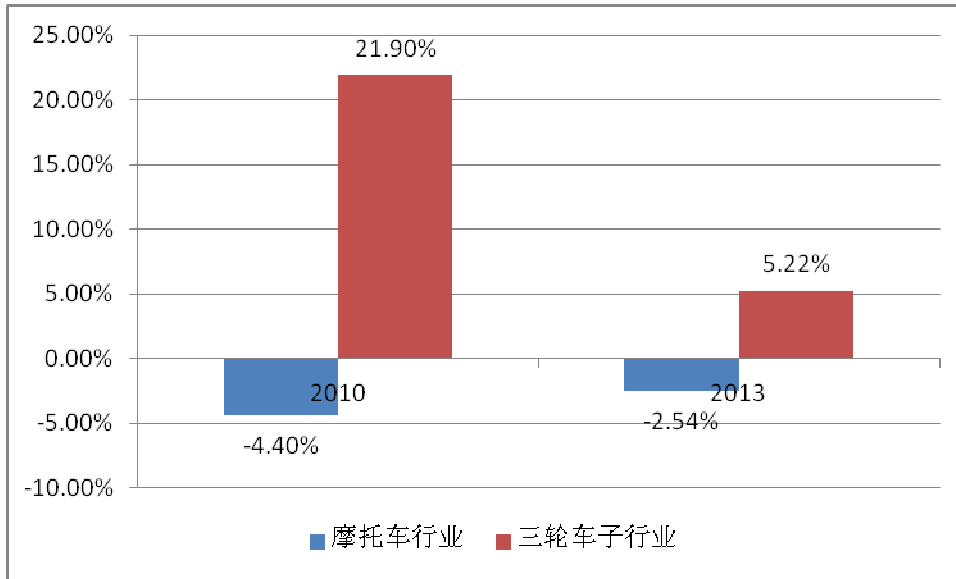
通机指通用动力机械产品，包括通用动力产品和通用终端产品，其中终端产品主要包括发电机组、农业机械、园林机械和小型工程机械。公司下属的宗申通用动力机械公司是国内最大的通用动力产品供应商之一，近年加大了对通用终端产品尤其是农业机械的业务投入和关注力度。

3.1 通机业务增长可望恢复

通用动力产品业务上，公司主要依赖美国 MTD 公司的采购，客户较为单一。2013 年受美国气候变化等市场影响，MTD 公司采购量大幅减少对公司产生负面影响。针对客户单一风险，公司加大了对国内客户和新兴市场的开发，2013 年公司这两个细分市场分别增长了 42.9% 和 35.2%。由于全球通用动力产品市场以欧美为主，国内企业在生产上具备技术和成本的相对优势，随着欧美经济的好转，其对扫雪机、除雪机、割草机等通机动力产品的需求将快速增加。

另外，三轮摩托车市场（含出口需求）持续高于摩托车行业整体增速，是摩托车行业中高增长的细分行业。2010 年我国三轮车保有量大约 900 万辆，根据销售数据估计，近三年每年新增约 200 万辆。2013 年我国城镇化率为 53.4%，以此估算农村家庭大约 1.5 亿户（4 人/户），按照每 5 户 1 辆三轮车测算，国内饱和存量大约应为 3000 万辆，较目前的保有量还有一倍的提升空间。另外，由于三轮车应用的特殊性，我国三轮车技术上拥有较多的原创性，我国在该领域的综合技术水平具有全球领先的地位，新兴市场对我国三轮车的出口需求较为旺盛。三轮车发动机因其性能的特殊，只有少数企业具备三轮车专用发动机的研发和制造能力，公司是其中之一。根据公司公告，目前在建的三轮车专用发动机项目，将在 2014 年加快建设速度。在市场复苏和产品结构调整下，公司通用动力产品出口业务有望重回增长。

图 5: 三轮车行业增速远高于摩托整体



资料来源：中汽协

3.2 农机业务面临良好的市场环境

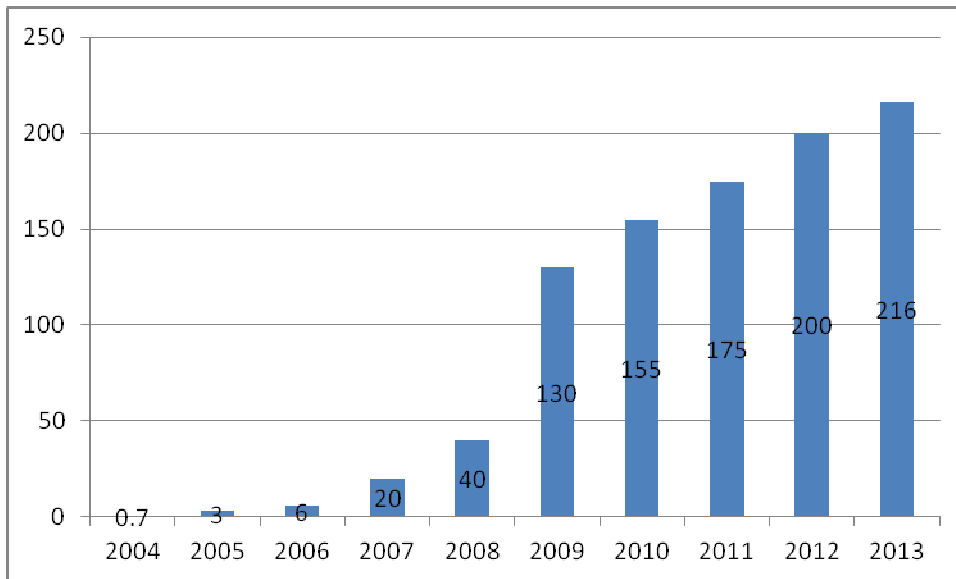
我国农村长期实行家庭联产承包制，农业生产长期处于零散状态，与之相对应的农业机械化水平与农业发达国家存在巨大差距，目前处于 50-60%，而农业发达国家达到 80-100%。同时由于单纯农业生产收入水平较低，农村壮劳动力大量进城务工，造成农村劳力缺乏现象严重。另一方面，我国确立了农业现代化目标，提出了农业经营集约化、适度规模化、机械化的要求。而近年来土地流转政策推行力度加大，为增加农民收入途径和农村劳动力解放提供了新的条件。而农业机械化可以大大提高农业生产的效率，与上述情况正相适应。政策层面，我国对农业机械购置实行补贴政策，补贴力度逐年加大。2004 年到 2013 年，中央财政对农机的补贴资金从 0.7 亿元增长到 216 亿元，增长了 300 多倍。在当前对“三农”的政策环境下，农机补贴力度有望继续提高。

表 1: 我国农业机械化水平

	2003年	2009年
农作物耕种收综合机械化水平	32.5%	49.1%
机耕	47%	66%
机播	27%	41%
机收	19%	35%

数据来源：农业部网站

图 6: 农机补贴力度持续提高 (亿元)



资料来源: 中国农业机械工业年鉴 财达研究

3.3 公司积极布局农机业务

农机市场现状存在以下特点: 一是我国农业机械化程度与发达国家有着巨大差距, 二是需求上出现向微小型 (南方市场) 和大型高端农机两端发展的趋势 (北方市场), 三是小型农机行业同质化较为严重, 而大型高端农机与先进国家存在较大差距。

公司已经为解决小型农机同质化问题, 与竞争者拉开距离, 公司联合意大利先进农机制造商巴贝瑞公司成立重庆宗申巴贝锐拖拉机制造有限公司, 2013 年开始投入运营, 目前已基本完成小型联合收割机、小型拖拉机、模块化多功能农用机械等产品的研发试产。意大利巴贝瑞公司本身专业研发中小型农机, 其产品遍布世界各地, 它的微耕机产品、拖拉机产品与宗申原有产品差异明显。新产品有助于公司通机产品结构的不断完善以及客户结构的持续优化。

公司已经表现出向大型高端农机进行产业升级的努力, 并意欲联合或引进国际领先的大型农机制造技术, 确保 2-3 年内完成由 “精细化中小型农机” 向 “中高端大型农机” 的产业升级。2013 年, 公司公告拟收购农机制造商东金沃尔公司, 虽然因 “时机未成熟” 此次收购终止, 但公司后期重启收购的可能性较大。根据报道, 东金公司的农机技术主要技术来源于白俄罗斯两家大型农机制造企业, 其产品已经进入黑龙江、内蒙古等农机补贴目录。2014 年 1 月, 报道称宗申集团将联合哈尔滨东金集团引进白俄罗斯大型高端农机企业先进技术, 在兰州新区投资建设大型高端农业机械制造基地。4 月份最新公告中, 公司称作为主发起人设立宗申汇智投资基金管理有限公司, 所成立公司的目的是为快速推动公司在大型农机等新兴产业的并购重组, 是未来公司重要的市场融资平台。

除在农机制造端投入资源外, 公司还加强了农机销售端建设。公司募集资金建设的左师傅连锁营销售后服务网络整合宗申集团旗下终端营销网络, 现已在全国范围内建立了 479 个连锁门店, 基本形成了覆盖市、区、县和乡镇的终端零售服务渠道, 初步实现了向独立第三方服务平台的转型。公司销售端的独特模式与制造段相结合, 有助于形成公司在农机行业的竞争优势, 推动公司成功转型。

4. 布局通用航空业务，提升估值

通用航空产业是国家重点培育的新兴产业之一。曾长期禁锢通用航空产业发展的空域管制已经开始放松，各地政府纷纷制定本地的通用航空产业发展规划，国际知名通航飞机制造商已经开始寻求进驻国内的途径。

需求层面，我国已经具备巨大的潜在市场需求。2011年底，我国通用航空企业在册飞机1124架（截至2009年，通用航空器在册总数900架，2010年1010架）。而同期美国通用飞机数量却高达22.3万架，加拿大、澳大利亚分别达到3.1万架、1.1万架，巴西和南非是通用航空市场开发最早的新兴市场国家，通航飞机保有量也均超过1万架。同时国际经验表明，当人均GDP达到4000美元时，通用航空将进入快速发展通道。中国作为全球第二大经济体，2011年全国有13个省市人均GDP超过4000美元。按照全球平均水平（4.6架/百万人口）计算，到2020年我国通用航空飞机、直升机将超过17,000架，年复合增长率达超过15%。结合未来几年中我国通航产业将加速发展的情况估算，未来几年，全国各类通用航空飞机年复合增长率有望20%以上，可以预计我国通航产业将进入爆发式增长阶段。

据2012年12月报道，公司控股股东宗申产业集团与两江航空产业投资集团、香港天泽通用航空公司在两江新区成立重庆西南飞机制造有限公司，将在西南区域全面合作，建立集通航固定翼飞机生产、研发和服务保障为一体的通航整机制造基地。公司2013年参股了北京华安天诚科技有限公司，与具有政府背景的重庆两江航空产业投资集团并列成为该公司的第二大股东。这一事件标致公司开始布局通航产业。

华安天诚是我国空中交通管理领域的专业化软件和解决方案供应商，为国内具备国家空域评估资质的两家单位之一，是国家空管委办公室认定的“空域评估技术支持单位”，在国内空域管理市场中具备较强的竞争优势和行业地位。

2012年4月，重庆被正式批准为低空空域管理改革试点区，目前，重庆地区的通航产业走在国内前列。今年4月，重庆政府第45次常务会议审议通过了《重庆市人民政府关于发展通用航空产业的意见》和《重庆市通用机场建设管理暂行办法》，提出“吸引更多的通用航空器制造企业以及零部件制造企业”，“积极推进通用机场等基础设施建设；大力发展通用航空器制造、通航飞行、教育培训、应急救援等各项产业，实现通用航空产业一体化。”未来三年中，重庆主城区以外所有区县都将有望建成通用航空机场

随着国家对低空空域的逐步开放，尤其重庆本地通航产业的快速发展，华安天诚公司在通用航空所涉及的低空空域规划与评估、运行管理与服务保障体系建设的技术优势将得以体现。而公司也由此成为最早涉足产业前端业务的少数公司之一。集团董事长左宗申曾表示，布局长周期、大产业将是集团未来发展主线。作为集团下属的上市公司，公司未来可能的资本运作值得关注。

5. 多种措施提升市场信心

2013年5月，公司总经理通过二级市场增持公司股票35万股；同年6-9月份，公司回购4147万股并注销，占公司总股本的3.5%；2013年12月公司出台的股权激励方案中，除对业绩作出要求外，同时以公司市值增长作为行权的条件之一。均以2013年为基数，对业绩要求2014-2016年增长应不低于10%、22%、

50%，未来三年平均市值分别增长应不低于 20%、40%、100%。在目前股价区间水平上，上述举措均向市场传达出强烈的积极信号。

6. 公司估值和投资建议

公司传统市场的低迷倒闭公司进行战略转型，未来公司将坚持外延增长策略。公司在通机、小型农机向中大型高端农机升级、金融、通航等领域进行积极探索，并密切关注前述行业的并购机会。同时，公司拥有较充足的现金，具有稳健的财务基础。虽然公司的转型仍面临较大的不确定性，但在所探索的某一或多个领域未来出现突破性进展的可能性与之并存，并可能增加公司的事件性投资机会。公司已经向市场传达出较强烈的积极信号。

在营收增速分别为 8%、15%、10%的较保守假设下，预测公司 2014-2016 年 EPS 分别达到 0.33、0.37、0.39 元，对应目前股价的市盈率 15、13.4、12.7 倍，给予“增持”评级。

7. 风险分析

1. 通机客户单一风险；
2. 国内市场开拓、海外市场复苏低于预期；
3. 并购的不确定性。

8. 指标分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长性指标					
营业收入增长率	-7.5%	2.5%	8.0%	15.0%	10.0%
EBITDA 增长率	-7.9%	3.7%	10.1%	17.1%	10.0%
EBIT 增长率	-9.2%	-1.2%	9.5%	14.9%	5.3%
净利润增长率	-5.2%	-7.2%	21.6%	13.7%	4.3%
营利性指标					
毛利率	16.7%	17.3%	17.4%	17.4%	17.0%
EBITDA/营业收入	10.4%	10.5%	10.7%	10.9%	10.9%
EBIT/营业收入	9.1%	8.8%	8.9%	8.9%	8.5%
净利润率	8.0%	7.3%	8.2%	8.1%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	14.1%	10.9%	12.4%	12.8%	12.1%
总资产回报率 (ROA)	8.2%	6.8%	7.8%	8.2%	7.9%
投入资本回报率 (ROIC)	13.7%	10.1%	11.2%	11.6%	11.0%
偿债能力指标					
流动比率	5.1	4.4	4.8	4.5	4.3
速动比率	4.7	4.1	4.4	4.1	3.9
现金比率	0.7	0.6	0.7	0.6	0.5
运营能力指标					
应收款项周转率	2.7	2.8	2.7	2.8	2.8
应付款项周转率	6.8	7.2	7.8	7.9	7.8
固定资产周转率	8.1	7.3	7.3	6.7	5.7
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
杠杆比率					
债务权益比率	53.0%	47.2%	41.2%	40.0%	38.4%
资产负债率	34.7%	32.1%	29.2%	28.6%	27.7%

9. 报表预测

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
利润表					
营业收入	4,262.7	4,368.1	4,717.6	5,425.2	5,967.7
营业成本 (不含折旧摊销)	3,503.4	3,546.1	3,821.2	4,383.6	4,821.9
营业税金及附加	16.1	19.5	18.9	21.7	23.9
销售费用 (不含折旧摊销)	143.1	153.2	165.1	189.9	208.9
管理费用 (不含折旧摊销)	157.9	191.0	207.6	238.7	262.6
EBITDA	442.1	458.3	504.8	591.3	650.5
EBIT	388.9	384.2	420.7	483.2	508.7
利润总额	396.6	372.2	449.9	511.6	533.4
净利润	342.9	318.3	386.9	440.0	458.7
归属于母公司股东的净利润	337.4	306.9	373.3	424.6	442.7
每股收益 (元/股)		0.27	0.33	0.37	0.39

资产负债表

货币资金	1,123.2	1,005.0	1,109.9	956.1	863.2
应收款项	1,528.4	1,642.5	1,792.7	2,061.6	2,267.7
存货	297.3	269.9	305.7	350.7	385.8
预付款项	271.3	244.9	267.5	306.8	337.5
其他流动资产	439.7	341.8	10.0	10.0	10.0
流动资产合计	3,659.9	3,504.1	3,485.7	3,685.2	3,864.2
固定资产	605.1	584.0	712.8	918.3	1,191.1
在建工程	15.2	28.4	228.4	328.4	328.4
无形资产	210.3	210.4	202.4	194.4	186.4
长期股权投资	14.9	44.8	45.0	0.0	0.0
资产合计	4,557.3	4,854.8	5,114.8	5,564.8	6,006.6
应付款项	518.2	469.1	515.9	591.8	651.0
流动负债合计	718.0	790.0	725.2	822.9	897.8
长期借款	861.4	767.2	767.2	767.2	767.2
长期经营性负债	0.0	0.5	0.3	0.4	0.3
负债合计	1,579.4	1,557.8	1,492.6	1,590.5	1,665.3
股东权益合计	2,977.9	3,297.0	3,622.2	3,974.2	4,341.2
负债和股东权益合计	4,557.3	4,854.8	5,114.8	5,564.8	6,006.6

现金流量表

净利润			386.9	440.0	458.7
折旧			74.1	98.1	131.8
摊销			10.0	10.0	10.0
财务费用			20.8	21.6	25.3
经营活动现金流合计			690.9	264.4	378.7
投资活动现金流量合计			(337.7)	(308.6)	(354.6)
融资活动现金流合计			(248.2)	(109.6)	(117.0)
净现金流			104.9	(153.8)	(92.9)
年底现金			1,109.9	956.1	863.2

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%

看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%

标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%

增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间

中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间

卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其他附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话：0311-66006330

传真：0311-66006364

邮编：050000