

宗申动力 (001696) 点评报告

无人机战略转型再下一城，1.4亿元增资军工用无人机龙头“神舟飞行器”
投资评级：增持（首次）

2015年11月8日

■ 事件

11月7日，公司公告与中国航天空气动力技术研究院（航天十一院）、航天投资控股有限公司、天津海泰控股集团有限公司、保利科技和航天神舟飞行器有限公司签订了《航天神舟飞行器有限公司增资协议》：公司拟以自有资金向神舟飞行器公司增资1.4亿元，占增资后神舟飞行器公司16.67%股权，增资价格为3.45元/股。

投资要点

■ 神舟飞行器是军用无人机龙头，彩虹系列无人机生产商。

航天神舟飞行器公司成立于2009年，此次增资后注册资本为2.4亿，公司背靠大股东航天十一院（增资后持股33%），航天十一院是我国最早建成的空气动力研究试验基地，承担过我国几乎所有航天型号的气动研究试验任务，是中国航天空气动力技术研究与试验中心，这造就了神舟飞行器成为国内领先的无人机整机研制商。神舟飞行器部分产品已陆续量产，目前的核心产品是彩虹系列无人机：彩虹-3A无人机已出口到多个国家，是中国首款实现批量出口且出口数量最大的攻击性无人机，打破了传统军事强国的技术封锁；升级版彩虹-4无人机是中国公开的无人机中挂载能力最强、飞行性能最优的无人机，整体性能指标高于美国“捕食者A”无人机；彩虹-5于今年8月刚试飞成功，挂载能力为系列最强。彩虹系列无人机无疑成为我国目前公开量产的性能最优无人机品种。

■ 强强联合，加速公司无人机动力+整机战略转型。

公司将无人机产业视为未来最重要产业支柱之一，此前已在无人机发动机领域实现重大突破，公司研制的TDO发动机挂载神舟飞行器的彩虹-3无人机整机试飞成功，填补了中国航空发动机“大排量小型航空活塞发动机”领域空白，并已成为神舟飞行器航空发动机的重要供应商，并打开了百亿的无人机活塞发动机进口替代空间。未来公司有意加大在中高端无人机动力和整机（军用、警用等）的研发与并购，发展无人机动力、核心零部件、整机、售后服务、培训教育等无人机全产业链。2015年是公司无人机的元年，TDO发动机试飞成功+宗申航空农林植保机试飞成功+增资神舟飞行器，公司无人机业务已取得了系列标志性突破。公司出资1.4亿元增资占神舟飞行器，有助于两家公司优势互补，加速公司向无人机整机制造顺利转型。

■ 受益集团大力发展租赁低速电动车，新能源动力市场蓝海。

宗申战略布局“互联网+”中高端低速电动车租赁市场，拟在南川打造3000亩的电动四轮车产业园。我们判断公司将复制摩托车动力业务，未来将为集团布局电动车产业提供新能源动力产品，公司新能源动力业务将有望超预期。

■ 投资建议

公司是国内无人机动力稀缺品种，公司无人机动力和整机、新能源业务市场空间广阔且将进入产业化，未来几年可为公司贡献可观利润。宗申集团通航产业和新能源业务等优质资产未来存在注入上市公司预期。不考虑无人机、通航、低速电动车等新业务业绩贡献，预计2015-2017年EPS为0.33/0.38/0.44，对应PE为50/44/38，首次予以“增持”评级。

■ 风险提示：无人机发动机产业化进程失败；无人机订单低于预期。

首席证券分析师 陈显帆
执业资格证书号码：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn

联系人 石炯
18589055095
shijiong@dwzq.com.cn

证券分析师 黄海方
执业资格证书号码：S0600511010016
huanghf@dwzq.com.cn

联系人 周尔双
zhouersh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	16.48
一年最高价/最低价	30.11/7.74
市净率	5.7
流通A股市值 (百万元)	14638

基础数据

每股净资产 (元)	3.10
资产负债率	41.78
总股本 (百万股)	1145
流通A股 (百万股)	888

相关报告

附录 1：航天神舟飞行器大股东中国航天空气动力技术研究院介绍：

中国航天空气动力技术研究院是我国最早建成的空气动力研究试验基地，至今已有 50 年的历史，主要从事飞行器空气动力综合技术研究，开发研制各种飞行器气动外形优化设计平台和发展气动性能预测方法，具备功能强大的 CFD 模拟能力；拥有技术先进、配套齐全的低速、亚跨超、高超声速风洞、电弧加热器和电弧风洞等专用试验设备 22 座以及与之配套的先进的测控系统，在总体规模上具备足够的能力满足飞行器空气动力学和气动热力学地面模拟试验的基本需求。

中国航天空气动力技术研究院前身为北京空气动力研究所，创建于 1956 年是在中国导弹之父钱学森的亲自指挥下创建的我国第一个空气动力研究与试验基地。是我国最早建成的空气动力研究试验基地，是中国航天空气动力技术研究与试验中心，至今已有 50 多年的历史，现为中国航天集团公司下属大型八大科研生产联合体。

五十多年来，承担过我国几乎所有航天型号的气动研究试验任务，解决了大量我国自行研制的，包括全部“神舟”系列飞船在内的各种运载火箭、返回式卫星、载人飞行器、战略和战术武器以及飞机、导弹的气动力和气动热问题，为我国航天航空事业发展做出了重要贡献。曾荣获国家和部委级成果奖数百项，并获得“中国载人航天工程第一次飞行试验突出贡献奖”。

航天空气动力技术研究院利用气动技术，在环保领域的锅炉烟气除尘脱硫项目，已打开了广阔的市场；在船舶领域的全垫升气垫船，荣获国家“火炬计划”金奖；在航空领域的特种飞行器，某些方面已经取得了技术优势；对传感器的研制、开发已广泛应用于全国各地。

附录 2：彩虹系列无人机介绍：

彩虹-3A 无人机系统：

彩虹-3A 无人机是侦察攻击一体化系统，适用于侦察和对地面固定和移动目标进行精确打击，可挂载光电侦察载荷和 2 枚空地导弹，攻击精度小于 1.5 米，也可挂装 GPS 精确制导炸弹对地攻击。该系统由 1 个地面控制站和 3 架无人机及相关载荷、武器构成。其中彩虹-3A 无人机翼展 8 米，最大起飞重量 650 公斤，最大任务载荷重量 180 公斤，最大航时 15 小时，最大速度 256km/h，最大升限为 7000 米。

彩虹-3A 根据空气动力基础理论的研究成果，突破了鸭翼短机身融合体设计技术，解决了彩虹-3A 提高隐身特性和超低空飞行的难题；大量使用复合材料（80%以上机体为复合材料，有人机难以达到这一比例），实现了结构轻质化；高度融合多种信息，突破了侦察打击一体化关键技术。

2008 年以来，彩虹-3A 无人机多次亮相国内外航展，成为首个公开亮相的国产无人攻击机系统，得到了国内外媒体的广泛关注。世界权威军事杂志《汉和防务评论》、美国著名杂志《防务周刊》、《航空周刊》、德国防务专家网以及新华社、中央电视台、新华网、新浪网、搜狐网等多家媒体均对彩虹-3A 无人机进行了报道，在国内外引发较大影响[1]。据国外媒体报道，彩虹-3A 无人机技术指标处于国际先进水平，显示了中国在无人机领域的巨大进步，也使国外对中国无人机的实力有了新的认识，表明中国正式加入拥有先进无人机的国家之列。

2009 年以来，彩虹-3A 系统已出口到多个国家，是中国首款实现批量出口且出口数量最大的攻击性无人机，打破了传统军事强国的技术封锁，建立了“彩虹”无人机品牌，在国际市场中享有较高的知名度。在多次的飞行试验与任务中，彩虹-3A 系统以其优异的表现得到了多个用户方高层领导的一致好评。

彩虹-4 无人机系统：

彩虹-4 无人机是中空长航时侦察打击一体化系统，可对地面和海上目标进行侦察和打击，系统挂载 4 枚空地导弹，攻击精度小于 1.5 米。彩虹-4 系统由 1 个地面站和 3 架无人机及相关

载荷、武器构成。其中彩虹-4 无人机翼展 18 米，最大起飞重量 1330 公斤，最大续航时间 35 小时，最大载荷能力达 345 公斤。

彩虹-4 的设计目标同彩虹-3A 强调超低空突防和隐身这一突击功能不同，它强调长时间滞空压制和更高的打击功效（两者使用同一种发动机），因此设计的核心思想是高升阻比气动布局。彩虹-4 利用空气动力基础研究的储备，突破了高升阻比气动布局、大展弦比机翼气动弹性以及特殊机头横向分离涡对稳定性影响等关键技术，同时彩虹-4 使用了更高比例的复合材料，进一步降低了结构重量所占比例，新技术的使用实现了长航时高载重的技术要求，也使彩虹-4 处于国际上先进水平之列。

2012 年，彩虹-4 无人机多次亮相国内外航展，得到了广泛关注，国内外各大媒体包括新华社、中央电视台、新浪网、搜狐网、新华网、环球网、航空知识杂志、国际航空杂志、现代兵器杂志、德国广播协会、美国航空周刊等 40 余家国内外媒体以图片、文字、影像等形式报道了彩虹-4 无人机，全方位介绍了彩虹-4 无人机的指标性能、可执行任务和国际地位，在国内外形成了很大影响。根据世界权威军事杂志《汉和防务评论》和美国著名航空杂志 Aviation week (航空周刊) 的报道，彩虹-4 无人机是中国公开的无人机中挂载能力最强、飞行性能最优的无人机，具备强大的攻击能力，可实现发现即摧毁的目的，其整体性能指标高于美国“捕食者 A”无人机系统，在同类型无人机中处于领先地位，代表了中国无人机技术发展的高水平。

彩虹-5 无人机系统：

彩虹五号 (CH-5) 是中国航天科技集团公司研制的一系列旨在战斗中执行侦察和打击任务的无人机中的最新一款。该无人机起飞重量超过 3 吨，翼展与美国“死神”无人机差不多，它是参与由美国主导的重型军用无人机竞赛的最新选手。

CH-5 的载重能力为 1 吨，能够携带可穿透墙壁的雷达，以辨认和追踪建筑物内的目标。2015 年 8 月，由我国自主研制的大型察打一体无人机“彩虹五号”在甘肃实现了首飞，这种无人机比我国过去研制的同类型无人机大了两倍还多，从外形尺寸到起飞重量都达到了国际上的领先水平。由于要避开繁忙的民航飞机航线，国产“彩虹五号”无人机的首飞时间选在了凌晨。经过约 20 分钟的短暂飞行，“彩虹五号”在跑道上平稳着陆，并按照程序设定停了下来，整个首飞过程都由“彩虹五号”自主完成控制。对于整个首飞过程，总设计师欧忠明相当满意。

由于“彩虹五号”空间扩大，研制人员可以为它安装更强大的雷达，研制总指挥欧忠明说，他们可以将一部透视雷达装在里面，这可以彻底改变目前无人机参加反恐作战的方式。目前，无人机执行这样的反恐任务，依然需要地面侦察员告诉无人机恐怖分子是否在屋内，而有了透视雷达，“彩虹五号”就可以自己探测确认，提高作战效率的同时，避免了不必要的损伤。而“彩虹五号”大装载能力让携带这样的透视雷达成为可能。此外，“彩虹五号”还可以携带通讯指挥的设备，和其他无人机共同编组，成为无人机群的指挥官。

航天科技集团十一院十一部总体室主任兰文博说，目前无人机往往作为一种作战中的辅助手段出现，而有了“彩虹五号”这样一架无人机中的“旗舰”，未来，无人机完全可以作为一种主战装备，独立执行作战任务。

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3963	5731	5999	6525	营业收入	4438	4703	5300	6172
现金	821	1779	1696	1710	营业成本	3606	3809	4288	4988
应收账款	608	1043	1175	1368	营业税金及附加	24	27	31	36
其他应收款	24	23	27	32	营业费用	178	200	223	253
预付账款	235	305	343	399	管理费用	216	243	276	321
存货	316	457	515	599	财务费用	72	-23	-30	-30
其他流动资产	1959	2125	2244	2418	资产减值损失	14	16	0	0
非流动资产	1829	1659	1939	2095	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	15	83	83	83	投资净收益	40	53	50	50
固定资产	585	803	974	1110	营业利润	480	484	563	654
无形资产	216	206	205	204	营业外收入	22	15	0	0
其他非流动资产	1012	566	676	698	营业外支出	5	4	0	0
资产总计	5792	7390	7938	8621	利润总额	497	495	563	654
流动负债	1283	2455	2549	2709	所得税	72	68	77	90
短期借款	205	542	500	500	净利润	425	427	486	565
应付账款	477	762	858	998	少数股东损益	50	50	56	65
其他流动负债	601	1151	1191	1211	归属母公司净利润	375	378	429	499
非流动负债	822	854	861	861	EBITDA	629	544	643	760
长期借款	33	33	33	33	EPS (元)	0.33	0.33	0.38	0.44
其他非流动负债									
负债	788	821	827	828					
负债合计	2104	3309	3409	3570					
少数股东权益	392	441	497	563					
股本	1145	1145	1145	1145					
资本公积	546	546	546	546					
留存收益	1615	1949	2341	2797					
归属于母公司									
股东权益	3296	3639	4031	4488					
负债和股东权益	5792	7390	7938	8621					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2014	2015E	2016E	2017E	会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	274	664	177	238	成长能力				
净利润	425	427	486	565	营业收入	1.6%	6.0%	12.7%	16.5%
折旧摊销	77	83	110	136	营业利润	33.9%	0.8%	16.3%	16.2%
财务费用	72	-23	-30	-30	归属于母公司				
投资损失	-40	-53	-50	-50	净利润	22.3%	0.7%	13.7%	16.2%
营运资金变动	-268	-133	-219	-358	获利能力				
其他经营现金流	8	362	-119	-25	毛利率(%)	18.7%	19.0%	19.1%	19.2%
投资活动现金流	-966	-72	-211	-211	净利率(%)	8.5%	8.0%	8.1%	8.1%
资本支出	202	250	250	250	ROE(%)	11.4%	10.4%	10.7%	11.1%
长期投资	-810	61	0	0	ROIC(%)	24.6%	18.4%	18.2%	18.0%
其他投资现金流	-1573	239	39	39	偿债能力				
筹资活动现金流	311	366	-50	-13	资产负债率(%)	36.3%	44.8%	42.9%	41.4%
短期借款	16	337	-42	0	净负债比率(%)	11.64%	17.39%	15.64%	14.94%
长期借款	33	0	0	0	流动比率	3.09	2.33	2.35	2.41
普通股增加	0	0	0	0	速动比率	2.84	2.15	2.15	2.19
资本公积增加	0	0	0	0	营运能力				
其他筹资现金流	261	29	-8	-13	总资产周转率	0.83	0.71	0.69	0.75
现金净增加额	-382	959	-84	14	应收账款周转率	8.01	5.49	4.61	4.68

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推论不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>