



传统业务升级 航空动力启航

宗申动力(001696)

公司概况:

公司是宗申产业集团在动力领域的核心资产，以摩托车发动机和通机动力业务为基础，近年来陆续拓展了航空发动机、新能源、高端零部件等新业务，志在成为全球领先的动力系统集成服务商。

► 摩托车发动机龙头地位稳固 向中大排量转型

虽然我国摩托车产销量总体呈萎缩态势，但得益于外部客户的不断开拓、以及中大排量发动机销量的提升，公司摩托车发动机销量表现相对稳健，市占率整体呈上升态势。近年来公司加大了中大排量发动机业务的拓展，带动摩托车发动机产品平均单价和盈利水平同步向上。我们判断我国中大排量摩托车销量还有十倍提升空间，公司摩托车发动机业务有望持续受益于消费升级大趋势。

► 拓展通机终端产品业务 深耕海外核心客户挖掘增量

公司以通用动力切入通机领域，目前产品已经全面覆盖通用动力、通机终端产品和小型农机三大类。2018年公司完成对大江动力的收购。通机公司与大江动力业务整合，有利于公司加强对“采购、研发、制造、市场营销”等环节的资源整合和协同，通机动力与终端产品优势资源互补，巩固公司行业领先地位。收购大江动力后，公司通机产品的平均单价和盈利水平显著提升。公司通用动力产品第一大客户MTD在海外的核心供应商百力通(BGG)经营陷入困境，我们预计MTD有望将大部分订单转至宗申动力，带动公司通用动力出口业务规模有望进一步扩大。

► 航空动力产品实现量产 中长期成长空间打开

传统主业摩托车发动机业务下游需求持续萎缩，为保持业务长期成长性，公司加大了对新兴业务的扩展力度，航空发动机业务是公司发力的重点。2016年航发公司成立，2017年航发公司获得军工保密资质，2019年多款航空发动机产品实现量产，航发业务逐步进入兑现阶段。2018年产品开始量产后航发公司业务规模快速增长，2019年实现营收2,040万元，毛利率高达50.87%，盈利水平远高于公司传统业务。航发公司在手订单充裕，航发业务成长性好、利润率水平高，随着业务规模快速扩大，有望成为公司重要的业绩增长点。

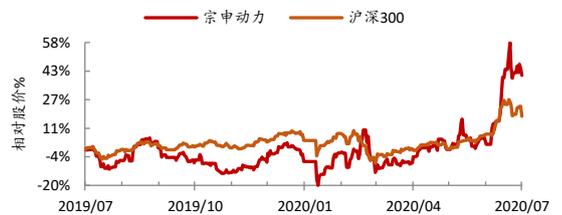
投资建议

公司摩托车发动机市占率总体向上，龙头地位不断强化，中大排量摩托车发动机销量占比提升有效对冲通路车需求萎缩，带动产品均价和盈利向上。2018年收购大江动力后，通用

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 17.25
最新收盘价: 7.92

股票代码: 001696
52周最高价/最低价: 8.93/4.77
总市值(亿): 90.69
自由流通市值(亿): 70.58
自由流通股数(百万): 891.19



分析师: 崔琰
 邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
 SAC NO: S1120519080006

联系人: 刘静远
 邮箱: liujy1@hx168.com.cn

动力与通机终端产品业务形成有效协同，产品均价和盈利全面改善；通用动力第一大客户 MTD 有望提升公司配套比例，为通机业务带来增量。近年来公司加速转型新业务，航发业务兼备成长性和高盈利，为公司打开长期成长空间。

预计公司 2020-22 年的归母净利润为 6.48/7.92/10.19 亿元，对应的 EPS 为 0.57/0.69/0.89 元，当前股价对应 PE 为 13.99/11.45/8.90 倍，参考公司历史估值区间，同时考虑到航发业务的成长性，给予公司 2021 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 17.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

摩托车产销量规模进一步萎缩；中大排量摩托车发动机业务拓展进度低于预期；通用动力海外客户配套比例低于预期；航发业务开拓进度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,026	5,807	7,451	8,741	10,022
YoY (%)	16.0	-3.6	28.3	17.3	14.7
归母净利润(百万元)	374	422	648	792	1,019
YoY (%)	37.3	12.8	53.7	22.1	28.7
毛利率 (%)	19.9	21.1	20.8	21.5	23.1
每股收益 (元)	0.33	0.37	0.57	0.69	0.89
ROE (%)	9.1	9.9	14.5	16.8	20.2
市盈率	24.24	21.49	13.99	11.45	8.90

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 以摩发通机业务为核心 打造动力系统集成服务商	5
1.1. 传统产品转型升级 海外市场寻求增量	6
1.2. 深耕动力领域 业务版图不断扩张	7
2. 新老业务双轮驱动 财务表现维持稳健	8
3. 传统业务稳健发展 新兴业务快速成长	11
3.1. 摩发龙头地位稳固 产品结构持续优化	11
3.2. 拓展通机终端产品业务 深耕核心客户挖掘增量	15
3.3. 航发产品实现量产 成为重要业绩增长点	19
4. 投资建议	22
5. 风险提示	23

图表目录

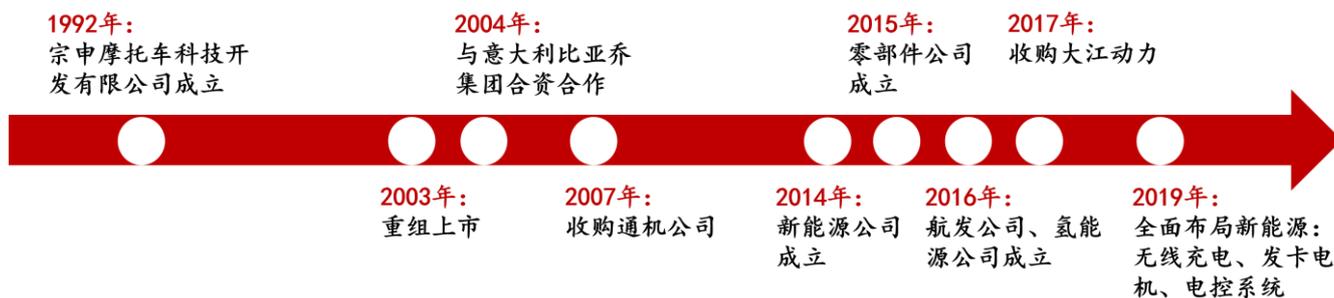
图 1 公司的发展历程	5
图 2 公司最新股权结构 (2020 一季报)	6
图 3 公司营业收入及同比 (亿元; %)	8
图 4 公司分产品营业收入组成 (亿元)	8
图 5 公司毛利率及净利率 (%)	9
图 6 公司期间费用率 (%)	9
图 7 公司分产品毛利率 (%)	9
图 8 公司与隆鑫通用毛利率、净利率对比 (%)	9
图 9 公司归母净利润及同比 (亿元; %)	10
图 10 经营活动现金流及归母净利润占比 (亿元; %)	10
图 11 中国摩托车年产销量 (万辆)	11
图 12 宗申动力摩托车发动机销量及市占率 (万台; %)	11
图 13 摩托车发动机业务营收及同比 (亿元; %)	12
图 14 摩托车发动机均价及单台利润 (元)	12
图 15 发动机业务净利润及同比 (亿元; %)	12
图 16 发动机净利率 (%)	12
图 17 ZS650-650cc 双缸跨骑摩托车发动机	13
图 18 Nexus300-278cc 运动踏板车发动机	13
图 19 ATV500-495cc 全地形车发动机	13
图 20 公司工业 4.0 智能总装流水线	13
图 21 宗申赛科龙 RX3S 探险车	14
图 22 宗申赛科龙 RE3 复古街车	14
图 23 宗申比亚乔摩托车产品	14
图 24 XP200A 发动机	15
图 25 PB6000B 发电机	15
图 26 XG10 水泵	16
图 27 双轴微耕机产品	16
图 28 公司通机销量及营收 (万台; 亿元)	17
图 29 公司通机业务毛利率及净利率 (%)	17
图 30 公司通机均价及单台利润 (元)	17
图 31 公司通机业务净利润及同比 (亿元; %)	17
图 32 百力通营收及同比 (亿美元; %)	18
图 33 百力通净利润及同比 (亿美元; %)	18
图 34 C20-F 航空发动机	19
图 35 C145 航空发动机	19

图 36 C330 航空发动机	20
图 37 螺旋桨发动机	20
图 38 航发公司营业收入 (万元)	20
图 39 航发公司毛利率 (%)	20
图 40 航发公司毛利润 (万元)	21
图 41 航发公司净利润 (万元)	21
表 1 重要子公司业务概况	7
表 2 公司分业务营收预测	22

1. 以摩发通机业务为核心 打造动力系统集成服务商

公司以摩托车发动机和通用动力业务为基础，向全球领先的动力系统集成服务商进军。宗申动力是宗申产业集团在动力领域的核心子公司，2003 年通过重组成都宗申联益实业于深交所上市。公司传统业务是摩托车发动机与通用动力产品的研发、生产与销售，2015 年以来逐步向航空发动机、通机终端产品、新能源、高端零部件等新业务领域拓展，志在成为全球领先的动力系统集成服务商。

图 1 公司的发展历程

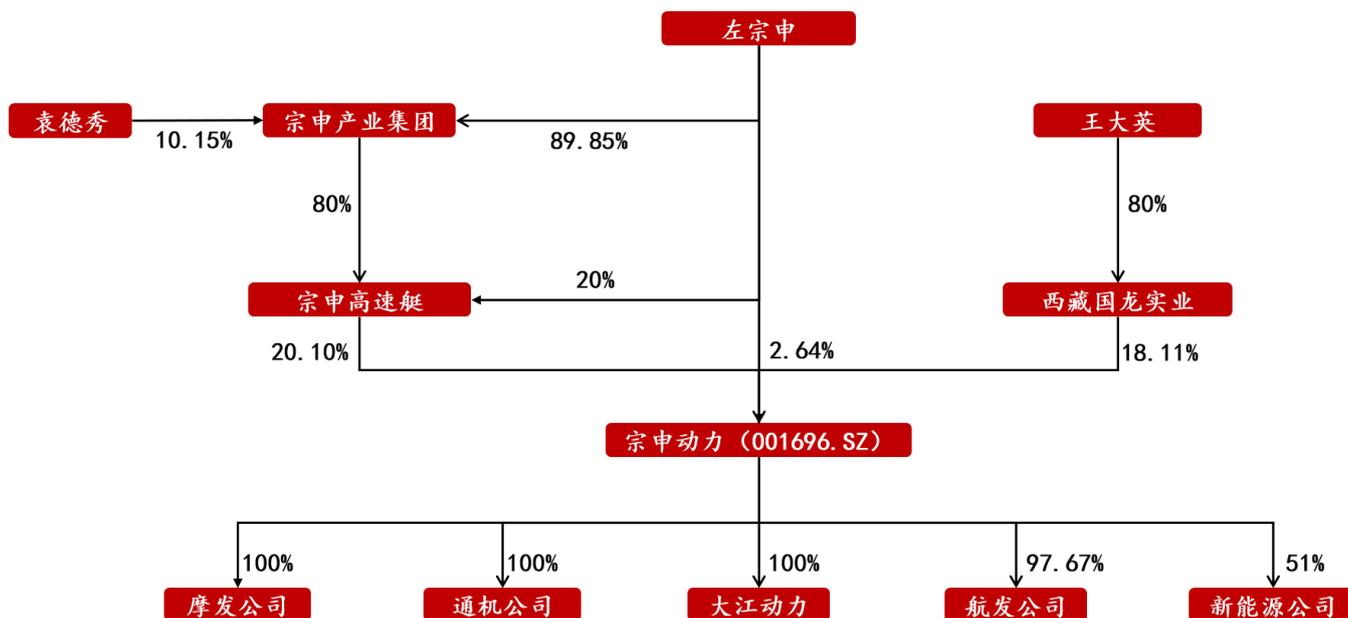


资料来源：公司官网，华西证券研究所

实际控制人左宗申经营发动机相关业务近 40 年，对动力领域理解深刻。公司实际控制人左宗申 1982 年以摩托车维修业务起家，1992 年创办重庆宗申摩托车科技开发有限公司（宗申产业集团的前身），业务范围从维修切入制造环节，近 40 年中深耕动力领域，对行业理解深刻。

左宗申夫妇合计持有 22.74% 的股权，是公司的实际控制人。公司创始人、董事长左宗申及左宗申、袁德秀夫妇 100% 控股的重庆宗申高速艇开发有限公司合计持有上市公司 22.74% 的股权；公司第二大股东为西藏国龙实业，持股比例 18.11%。

图2 公司最新股权结构（2020 一季报）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1. 传统产品转型升级 海外市场寻求增量

摩托车发动机制造业务：提升技术水平，开拓海外增量市场。公司自 1992 年开始生产摩托车发动机，目前产品配套两轮车、三轮车、越野车、全地形车（ATV）等全线产品。在国内摩托车产销规模总体萎缩的大背景下，公司一方面顺应产业变革趋势，加大产品结构调整力度，另一方面加强了对增量市场的开拓：

- 1) **技术层面：**近 30 年的发展历程中坚持自主研发投入，2004 年与欧洲最大的摩托车企业、踏板摩托车鼻祖意大利比亚乔集团展开全方位合资合作，引进比亚乔动力产品。目前公司摩托车发动机产品覆盖 35~850cc 排量段，130 多个品种，其中中大排量摩托车发动机销量占比提升趋势明显。
- 2) **市场层面：**积极拓展南美、中东、东南亚、南亚和非洲等海外增量市场，摩托车发动机产品销往 100 多个国家和地区。

摩托车发动机产品市占率上升趋势明显。过去 10 年，公司摩托车发动机产品国内市占率上升趋势明确，由 2010 年的 13.12% 提升到 2019 年的 16.32%，行业龙头地位不断强化。

通用机械制造业务：从通机动力到终端产品，产品品类逐步丰富，公司自 2000 年开始经营通机业务，2007 年将通机公司注入上市公司，目前通机产品主要包括通用汽油机、小型发电机组、高压清洗机、水泵和舷外机等。过去几年公司通机产品品类逐步丰富：2011 年顺应农业机械化率提升趋势，大力推广农机配套产品；2015 年

投入电动终端、园林机器人等新产品研发；2018 年收购重庆大江动力，加强对“采购、研发、制造、市场营销”等环节的资源整合和协同，通机动力与终端产品优势资源整合，公司成长为国内通机领域龙头企业。

通机业务以出口美国为根基，积极拓展其他区域新客户。公司与美国园林机械供应商 MTD 建立了 10 余年长期合作关系（2016 年对 MTD 的营收占比高达 70%），同时积极拓展其他海外客户，产品已远销欧美、中东、东南亚、非洲等 70 多个国家和地区，出口年销量突破 200 万台。

1.2. 深耕动力领域 业务版图不断扩张

以摩发公司和通机公司为核心，业务版图逐步扩张。公司传统主业以重庆宗申发动机制造有限公司（简称“摩发公司”）、重庆宗申通用动力机械有限公司（简称“通机公司”）两大主体为核心。2014 年以来公司新业务布局加速，先后设立了重庆宗申新能源发展有限公司（2014 年设立，简称“新能源公司”）、宗申航空发动机制造有限公司（2016 年设立，简称“航发公司”）；2018 年 3 月收购重庆大江动力设备制造有限公司（简称“大江动力”），通机公司与大江动力在“采购、研发、制造、市场营销”等环节形成有效协同，通用动力与终端产品优势互补，业务规模和市场地位显著提升。

表 1 重要子公司业务概况

子公司	业务概况
摩发公司	成立于 1992 年，主要产品为两轮车、三轮车、越野车、全地形车（ATV）等全系列摩托车发动机
通机公司	成立于 2000 年，专业研发生产和销售通用汽油机、小型发电机组、高压清洗机、水泵和舷外机等
大江动力	2018 年 3 月完成收购，通机公司的通用动力产品和大江动力的终端产品优势结合，“采购、研发、制造、市场营销”等多环节资源整合
新能源公司	全面布局电机、电控、电池、增程器、无线充电、核心零部件材料等
航发公司	为旋翼、固定翼通航飞机和无人机提供动力装备，计划在 3~5 年内涵盖 2~400HP 航空动力系列

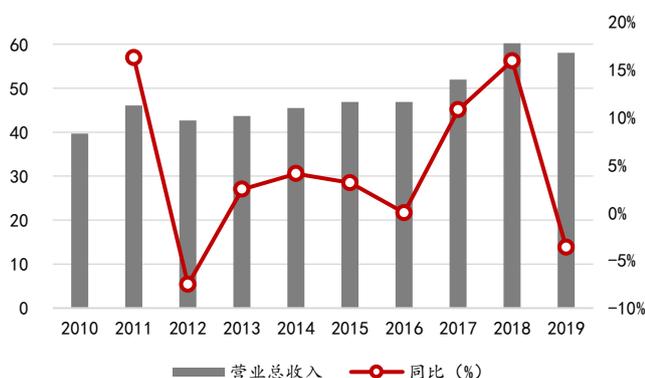
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 新老业务双轮驱动 财务表现维持稳健

营收维持稳健增长，传统主业与新业务齐头并进。过去 10 年，公司营收总体维持稳健增长，由 2010 年的 39.65 亿元提升至 2019 年的 55.94 亿元，10 年 CAGR 3.5%。2012 年因摩托车出口新规实施及国内通路车市场竞争加剧影响公司的营收出现小幅下滑；2013-18 年公司积极拓展海外市场，同时摩托车发动机、通机产品结构持续优化，营收规模稳步提升；2019 年公司实现营收 58.07 亿元，同比小幅下滑 3.63%，主要是因为中美贸易摩擦反复及 GDP 增速放缓导致行业整体下行。

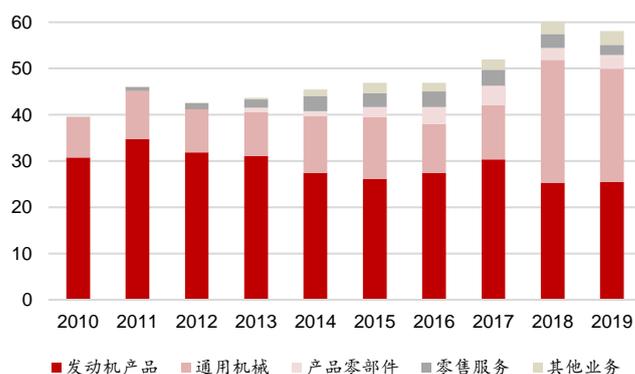
传统业务目前仍是主要支撑，新业务发展势头向好。分产品来看，公司传统业务表现总体优于行业整体水平。2019 年摩托车发动机制造业务与通用机械制造业务分别实现营收 25.52 亿、24.41 亿元，营收占比分别达 43.95%、42.04%，目前仍是公司主要的收入来源；2018 年公司收购大江动力，通用动力与终端产品业务融合，营收实现跨越式增长。2014 年以来公司新业务布局加速，目前航空动力、新能源和高端零部件等新兴业务均实现稳步增长。2019 年航发产品实现批量生产，当年营收突破 2,000 万元。新业务板块有望成为新的业务增长点。

图 3 公司营业收入及同比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

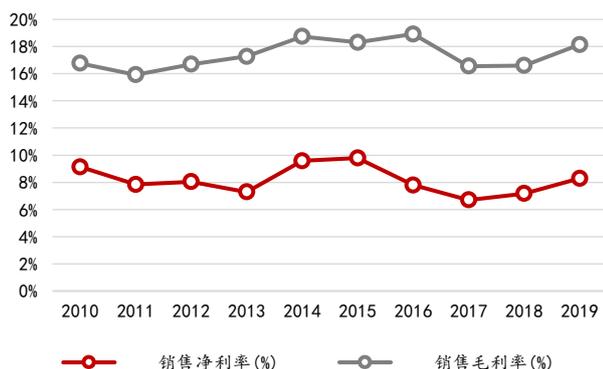
图 4 公司分产品营业收入组成（亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

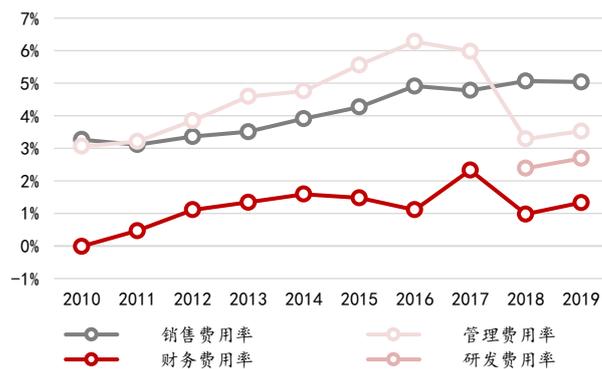
利润率总体维持稳健，产品结构优化推动盈利水平环比改善。过去 10 年，公司利润率水平总体维持稳健，2019 年毛利率 18.14%、净利率 8.29%，略好于历史中枢水平。2018 年以来，在中美贸易摩擦反复及 GDP 增速总体放缓的大背景下，公司积极推动摩托车电动动力、中大排量燃油动力、通机终端产品、航空动力、新能源三电系统的研发与商业化，产品结构持续优化，利润率实现逆势增长。

图 5 公司毛利率及净利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

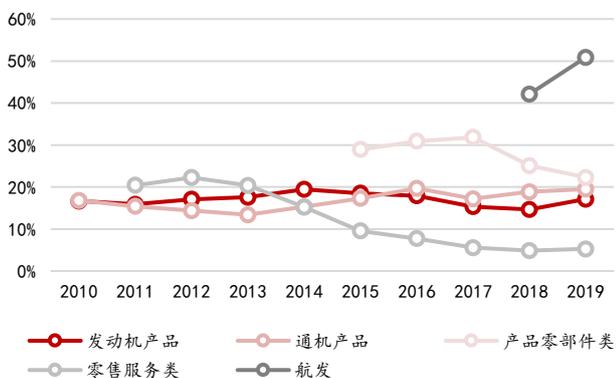
图 6 公司期间费用率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

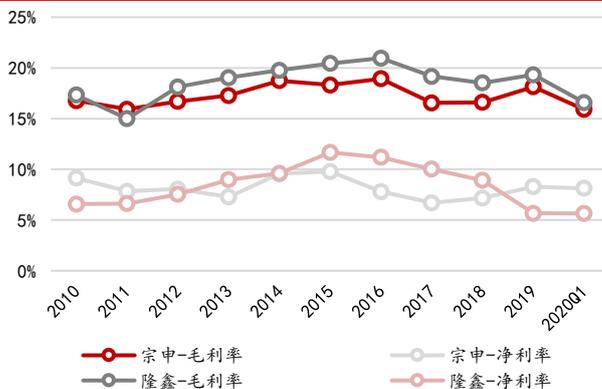
传统业务毛利率较为稳定，老业务产品结构调整、新业务放量有望带动盈利能力提升。过去 10 年，公司核心产品摩托车发动机与通机产品毛利率保持相对稳定，近两年随产品结构改善环比有所提升，但非核心业务零售服务类和产品零部件类有所下滑。考虑到摩托车发动机中中大排量产品的销量占比持续提升，出口带动通机业务产能利用率提升，公司传统业务盈利能力仍有提升空间；公司新业务毛利率明显高于传统业务，2019 年航发产品毛利率高达 50.87%，我们预计未来 5 年是航发产品快速放量期，新业务收入占比提升有望带动公司整体盈利水平提升。

图 7 公司分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司与隆鑫通用毛利率、净利率对比 (%)



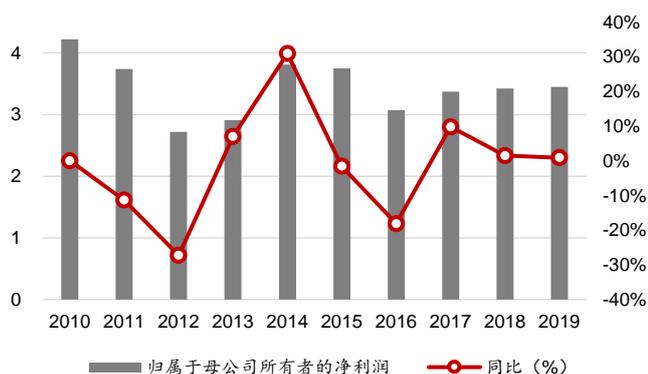
资料来源：公司公告，华西证券研究所

归母净利润整体维持稳定。过去 10 年，公司归母净利润大致稳定在 3~4 亿元之间，考虑到我国摩托车产销规模总体萎缩，公司业绩表现较为稳健。2011~12 年公司归母净利润一度出现较大幅度下滑，主要是因为受国际经济持续低迷、国内机械制造业盈利能力下滑等因素影响，摩托车行业产销量创新低，对公司经营造成较大冲击。

2016 年公司归母净利润下滑主要是因为国内摩托车行业下行趋势加剧及公司通机业务第一大客户美国 MTD 公司受天气因素影响采购金额减少等。

加强金融贷款业务风控力度，经营活动现金流环比改善明显。过去 5 年，公司经营活动现金流波动较大，主要受金融贷款业务影响：2017 年大幅下滑与金融贷款业务规模增加有关；2018 年以来公司加强了对金融贷款业务的风控力度，放款规模有所减少，同时收回贷款金额同比增加，经营活动现金流情况明显好转。

图 9 公司归母净利润及同比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 经营活动现金流及归母净利润占比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

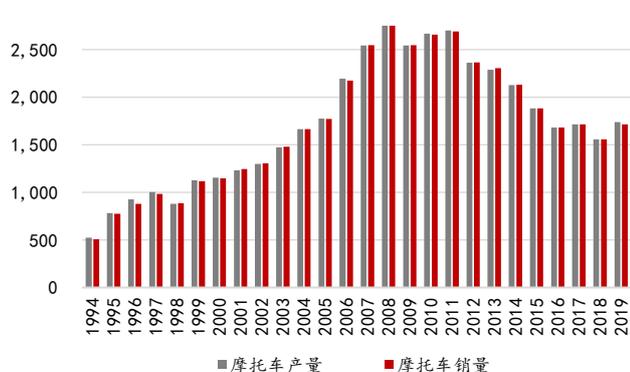
3. 传统业务稳健发展 新兴业务快速成长

3.1. 摩发龙头地位稳固 产品结构持续优化

我国摩托车产销规模总体萎缩。我国摩托车产销量在 2008 年见顶后总体呈萎缩态势，2018 年销量 1,557 万辆，较 2008 年高点下滑 43%；受电动自行车新国标实施、摩托车排放标准切换国四等因素影响，2019 年摩托车销量有所恢复，达到 1,713 万辆，同比增长 10.0%。

公司发动机销量表现相对稳健，市占率总体趋势向上。得益于外部客户的不断开拓，以及大排量发动机销量的提升，公司摩托车发动机销量表现相对稳健，近两年略有下降，但总体好于行业平均水平，市占率由 2010 年的 13.12% 提升到 2019 年的 16.32%，行业龙头地位不断强化。

图 11 中国摩托车年产销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业年鉴，华西证券研究所

图 12 宗申动力摩托车发动机销量及市占率（万台；%）

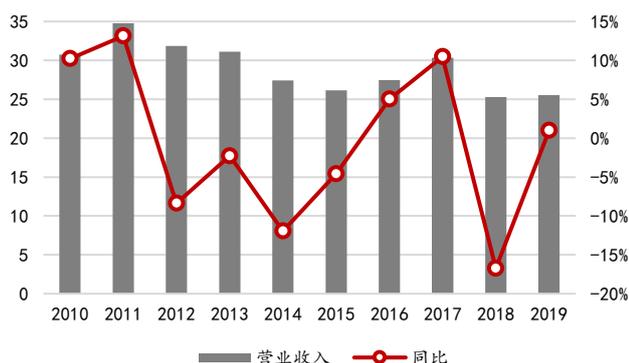


资料来源：公司公告，华西证券研究所

摩托车发动机业务营收相对稳定。公司摩托车发动机业务的营收大致在 30 亿元左右波动，近两年随行业景气度下行回落至 25 亿元左右。2019 年摩托车发动机业务实现营收 25.52 亿元，同比增长 0.98%，相比 2010 年下滑 16.95%，优于我国摩托车行业总体表现。

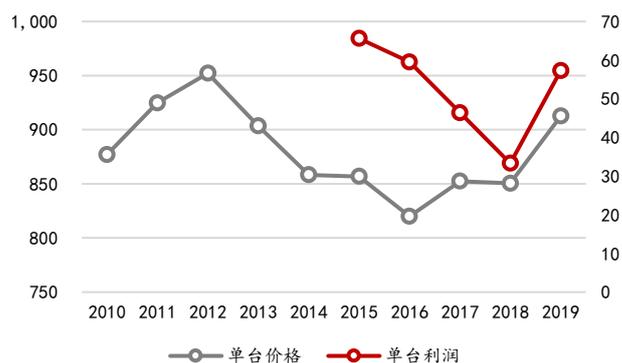
产品单价一度持续下滑，产品结构优化带动平均单价环比回升。随着下游通路车销量萎缩，行业竞争不断加剧，公司摩托车发动机产品平均单价一度持续下滑，2016 年下降至 820 元；2017 年以来随着大排量发动机放量，平均单价环比显著回升，2019 年达 913 元。

图 13 摩托车发动机业务营收及同比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

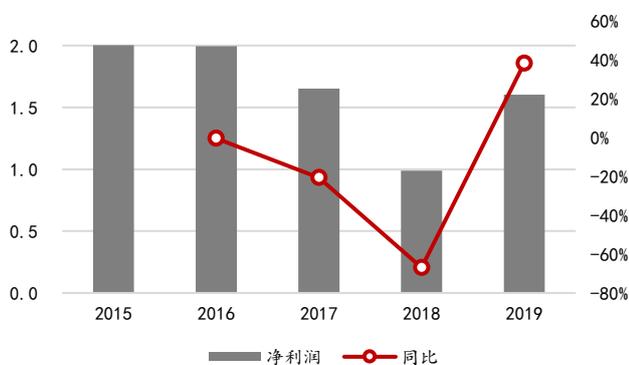
图 14 摩托车发动机均价及单台利润（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

摩托车发动机业务利润率和利润贡献触底回升。2015~16 年公司摩托车发动机产品的净利率一度达到 7~8%，净利润贡献在 2 亿元左右；2017~18 年摩托车发动机业务盈利能力明显变差，净利润贡献持续下滑，预计与摩托车行业持续不景气及公司中大排量摩托车发动机产品上市初期盈利水平较差有关；2019 年摩托车发动机业务盈利能力大幅改善，预计与中大排量摩托车发动机放量有关，净利率恢复至 6.28%，净利润恢复至 1.60 亿元。

图 15 发动机业务净利润及同比（亿元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 16 发动机净利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

积极推动产品结构调整，中大排量摩托车发动机销量占比提升带动摩托车发动机业务经营改善。在我国摩托车产销规模萎缩，小排量通路车发动机单价和盈利双双下行的大背景下，公司积极开拓中大排量摩托车发动机产品，一方面强化与比亚乔等海外头部摩托车企业合作，另一方面坚持自主研发投入，目前主要产品已涵盖 Nexus 250/300 (244cc/278cc)，TC380R (378cc)，S400 海啸 (400cc)，TM450S (446cc) 及 ZC650 (650cc) 等，覆盖 250~650cc 主流排量段。我国中大排量摩托车

消费正快速兴起，假设中长期我国 250cc 以上（不含）中大排量摩托车年人均消费量提升到 10 辆/万人，对应的年销量将达到 140 万辆，相比 2019 年的销量还有十倍提升空间，公司作为积极转型的摩托车发动机龙头将持续受益于消费升级大趋势。

图 17 ZS650-650cc 双缸跨骑摩托车发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 18 Nexus300-278cc 运动踏板车发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 19 ATV500-495cc 全地形车发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 20 公司工业 4.0 智能总装流水线



资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司中大排量摩托车发动机业务与集团整车业务有效协同，内部配套+外部推广加速业务发展。2016 年，集团旗下宗申机车推出高端摩托车品牌“赛科龙”，专注于 250cc 及以上中大排量摩托车，发动机均由宗申动力配套。得益于出色的整车设计、过硬的产品素质、领先的发动机技术，探险车赛科龙 RX3、复古街车赛科龙 RE3 等车型销量在细分领域处于领先水平，赛科龙品牌跻身自主一线。2018 年，集团旗下合资企业宗申比亚乔推出高端大尺寸踏板车 SR Max 系列，所搭载的 Nexus 系列发动机也由宗申动力提供。公司中大排量摩托车发动机业务与集团整车业务形成有效协同，一方面宗申机车、宗申比亚乔成为公司发动机重要的销售渠道，同时内部反馈也有助

于公司提升技术水平和产品竞争力，为外部推广奠定基础，加速中大排量摩托车发动机业务发展。

图 21 宗申赛科龙 RX3S 探险车



资料来源：宗申机车官网，华西证券研究所

图 22 宗申赛科龙 RE3 复古街车



资料来源：宗申机车官网，华西证券研究所

图 23 宗申比亚乔摩托车产品



资料来源：宗申比亚乔官网，华西证券研究所

加大智能化生产线投入，推进传统生产工艺与数字化相结合，为摩托车发动机产品结构持续优化奠定基础。顺应摩托车发动机产品结构升级的大趋势，为保障产

线先进性，过去 20 年中公司持续投入产线升级改造。2003 年，先后建立了国内一流的自动化涂装生产线、自动化发动机装配流水线；2017~18 年，建造摩托车发动机行业首条工业 4.0 智能总装流水线，摩托车发动机产品一致性大幅提升；2019 年，摩托车发动机产线智能化改造，产品质量一次测试合格率从 96% 提升至 99%，人均产出效率提升 2.2 倍。加大智能化生产线投入，推进传统生产工艺与数字化相结合，为摩托车发动机产品结构的持续优化升级奠定了基础。

3.2. 拓展通机终端产品业务 深耕核心客户挖掘增量

公司通机业务产品类型广泛，通用动力出口是通机业务主要销售途径。公司的通用机械制造业务所覆盖的产品主要分为通用动力、通机终端产品和小型农机三大类。通用动力产品主要向美国园林机械供应商 MTD 等欧美大型通机终端产品制造企业配套，根据公司 2016 年年报，公司对 MTD 的营收一度占到通机业务总营收的 70% 以上；通机终端产品（如发电机、水泵等）和小型农机（如微耕机、拖拉机等）主要在国内销售。

图 24 XP200A 发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 25 PB6000B 发电机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 26 XG10 水泵



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 27 双轴微耕机产品



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2018 年收购大江动力，产品与资源优势互补，提升通机业务综合实力。2018 年公司完成对重庆大江动力制造有限公司（简称“大江动力”）100%股权的收购，大江动力自 2018 年 3 月 1 日起纳入公司合并报表范围。通机公司与大江动力业务整合，有利于公司加强对“采购、研发、制造、市场营销”等环节的资源整合和协同，通机动力与终端产品优势资源互补，巩固公司在技术储备、新品研发、规模效应等方面的综合实力，并进一步加强自身在通机业务领域的行业领先地位。

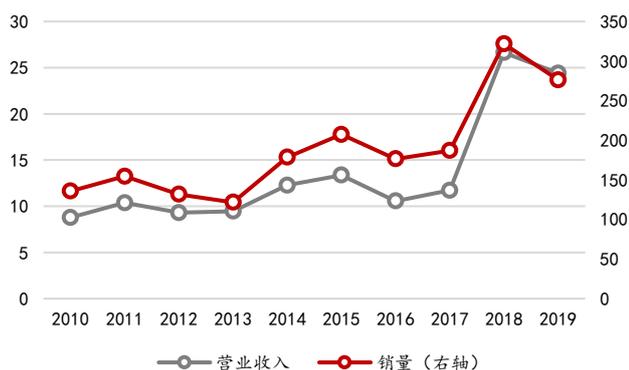
并购大江动力带动业务规模和产品单价同步向上。并购大江动力是公司通机业务重要的转折点，此前公司通机业务营收震荡上行，产品品类以通用动力为主，产品均价大致在 600~650 元。并购大江动力带动通机业务规模和产品单价同步向上：

1) 大江动力自 2018 年 3 月 1 日纳入合并报表范围，2018 年公司通机业务实现营收 26.63 亿元，较 2017 年大幅提升 127.23%；

2) 得益于通机终端产品业务的拓展，公司通机产品的均价也从 2017 年 627 元/台大幅提升到了 2019 年的 884 元/台。

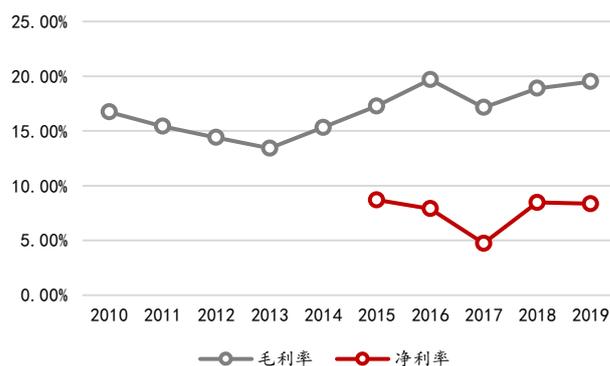
近两年通机业务利润率有所改善，产品平均单价向上带动单台利润大幅提升。并购大江动力以来公司通机业务利润率明显改善，毛利率与净利率从 2017 年的 17.19%、5.25%提升至 2019 年的 19.5%、6.72%。2019 年公司通机产品均价相比 2017 年提升 41%，主要是因为业务由通机动力拓展到终端产品，产品均价大幅向上，同时净利率也有所提升。

图 28 公司通机销量及营收（万台；亿元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

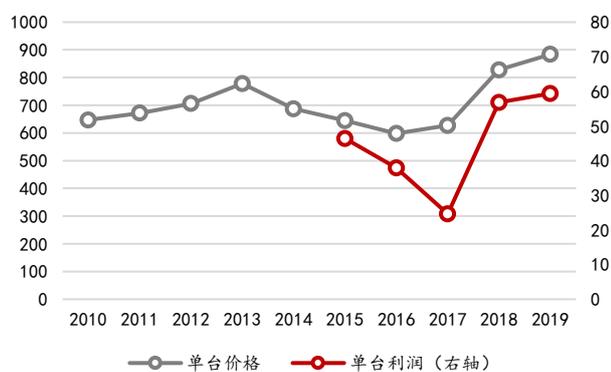
图 29 公司通机业务毛利率及净利率（%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

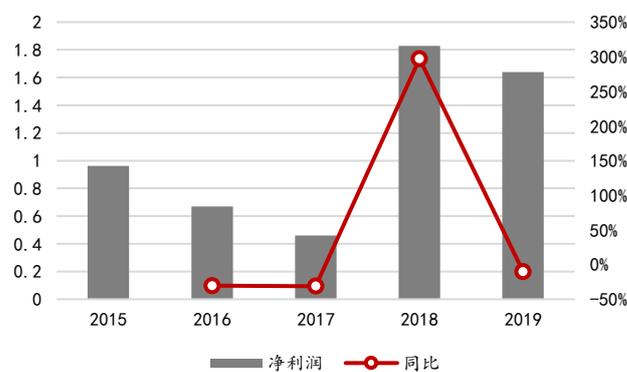
短期贸易战及汇率波动因素对通机出口造成扰动，但中长期看，欧美市场需求将维持稳健，非洲、中亚和国内市场贡献增量。受 2018 年中美贸易战以及汇率大幅波动等因素影响，部分客户选择把 2019 年的订单提前至 2018Q4 交付，导致 2019 年公司通机业务营收同比下降 8.33% 至 24.42 亿元。欧美发达国家对割草机、小型发电机组、扫雪机、高压清洗机等产品的消费需求将长期存在，市场规模将继续保持稳健增长；此外，随着居民购买力提升，非洲、中亚和国内市场对通机产品的市场需求也正在逐步释放，农业应用、应急设备、园林设备等细分市场发展潜力巨大，将是公司通机业务重要的突破口。

图 30 公司通机均价及单台利润（元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 31 公司通机业务净利润及同比（亿元；%）

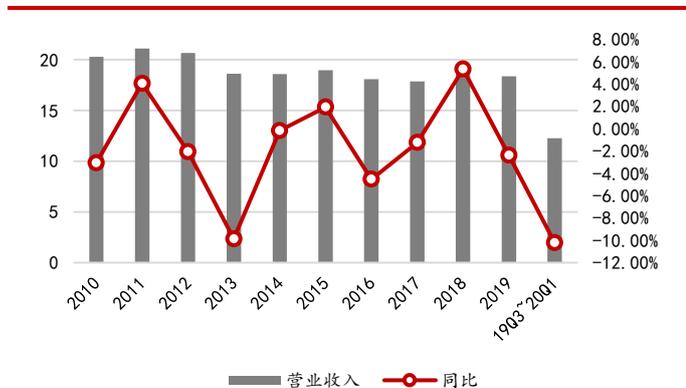


资料来源：公司公告，华西证券研究所

美国最大客户海外供应商经营陷入困境，公司通用动力出口业务规模有望进一步扩大。公司通用动力产品第一大客户是美国园林机械供应商 MTD 公司，2016 年对 MTD 的销售收入占到公司通机业务营收的 70% 以上。2018 年以来，MTD 的另一通用动力核心供应商百力通 (BGG) 受排放标准升级及生产管理问题经营陷入困境，2020 三

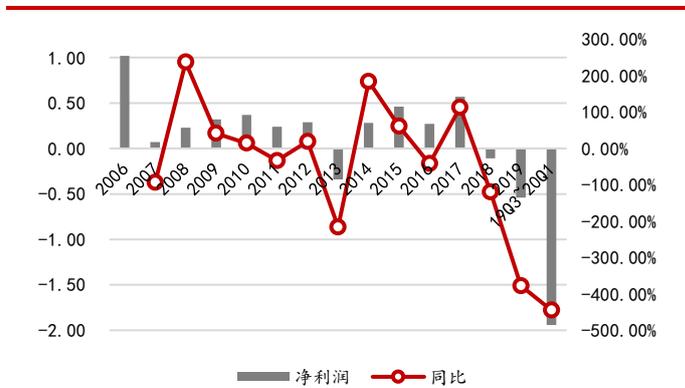
季报（2019Q3~2020Q1）亏损幅度扩大至-1.94 亿美元。考虑到百力通的业务已很难维持正常运转，我们预计 MTD 有望将大部分订单转至宗申动力，带动公司通用动力出口业务规模进一步扩大。

图 32 百力通营收及同比（亿美元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 33 百力通净利润及同比（亿美元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 航发产品实现量产 成为重要业绩增长点

加大新业务开拓力度，航发业务成为重要的突破口。公司传统主业摩托车发动机业务下游需求持续萎缩，为保持业务长期成长性，公司加大了对新兴业务的扩展力度，力争产业结构升级转型。公司自 2014 年开始布局航空领域；2016 年，公司与中国航空气动力技术研究院达成战略合作，并于同年成立宗申航空发动机制造有限公司（简称“航发公司”）；2017 年，航发公司利用“军民融合”的战略发展机遇，取得军工保密资质，开始加速推进军工产品联合研发。2019 年，航发公司多款产品实现批量生产，航空变距螺旋桨通过了承制资格扩项审查并实现小批生产，目前正全力开拓国内外无人机和通航市场。

提供一体化配套服务，有望成为通航、无人机领域优质供应商。航发公司致力于航空发动机设计研发、生产制造、销售、售后服务等一体化业务，计划 3-5 年内覆盖 2-400HP 的航空动力系列，致力于成为无人机和通航飞机动力系统优质服务供应商。目前航发公司已量产的产品系列包括：

- 1) C20-F 航空发动机，配套：农保植保机、三角翼动力伞、动力伞；
- 2) C145 航空发动机，配套：无人机、轻型固定翼飞机、直升机；
- 3) C330 航空发动机，配套：无人机、轻型固定翼飞机；
- 4) 螺旋桨发动机，配套：超轻型飞机、无人机。

图 34 C20-F 航空发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 35 C145 航空发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 36 C330 航空发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

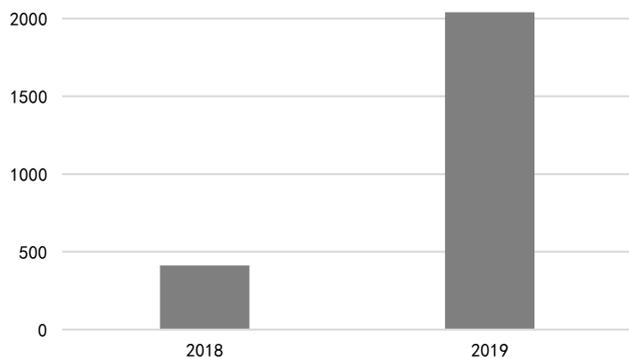
图 37 螺旋桨发动机



资料来源：公司官网，华西证券研究所

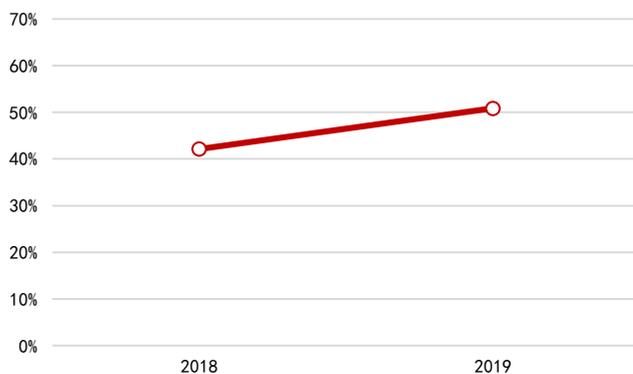
2018 年产品量产后业务规模快速扩大，航发业务有望成为公司重要的业绩增长点。2018 年产品量产后航发公司业务规模快速增长，2019 年实现营收 2040.17 万元，同比增长 395%。2019 年航发公司毛利率 50.87%，较 2018 年提升 8.75 pct，航发业务毛利率远高于公司 32.73% 的平均毛利率；2019 年实现毛利润 1037.86 万元，同比增长 498%；2019H1 实现净利润 69.33 万元，同比扭亏。航发公司在手订单充裕，航发业务成长性好、毛利率水平高，随着业务规模快速扩大，有望成为公司重要的业绩增长点。

图 38 航发公司营业收入（万元）



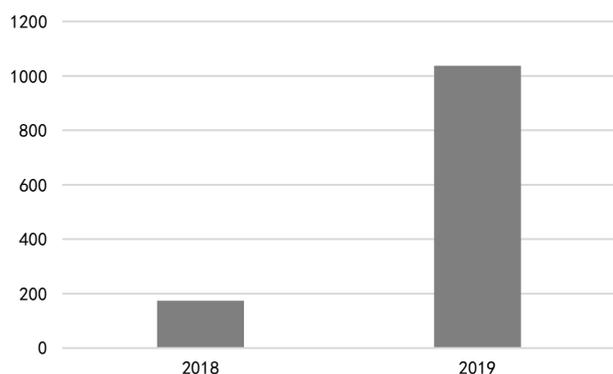
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 航发公司毛利率（%）



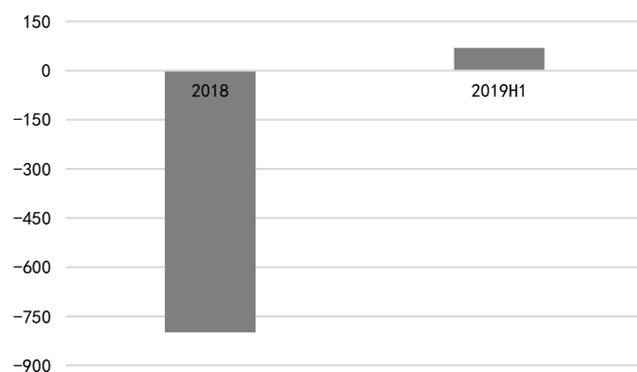
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 40 航发公司毛利润（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 41 航发公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2019 年完成 2.3 亿元增资，维持航发公司市场竞争力。目前航发公司业务正处于快速扩张期，为了快速提升航发业务的经营规模和市场竞争力，2019 年上市公司与宗航合伙企业（航发公司员工持股平台）对航发公司实施增资扩股，双方合计出资 2.3 亿元，增资后注册资本扩充至 3 亿元，上市公司持股比例下降至 97.67%。

航发公司拟于 2021 年科创板分拆上市，为业务做大做强注入新活力。基于国内外诸多因素和产业背景，自主可控的国产动力将成为航空发动机产业长期趋势，航发公司符合科创板政策定位，科创板上市也符合国家政策导向和公司新兴业务战略发展方向，上市公司拟在 2021 年力争航发公司达到科创板分拆上市的申报条件。

4. 投资建议

公司摩托车发动机市占率总体向上，龙头地位不断强化，中大排量摩托车发动机销量占比提升有效对冲通路车需求萎缩，带动产品均价和盈利向上。2018 年收购大江动力后，通用动力与通机终端产品业务形成有效协同，产品均价和盈利全面改善；通用动力第一大客户 MTD 有望提升公司配套比例，为通机业务带来增量。近年来公司加速转型新业务，航发业务兼备成长性和高盈利，为公司打开长期成长空间。

预计公司 2020-22 年的归母净利润为 6.48/7.92/10.19 亿元，对应的 EPS 为 0.57/0.69/0.89 元，当前股价对应 PE 为 13.99/11.45/8.90 倍，参考公司历史估值区间，同时考虑到航发业务的成长性，给予公司 2021 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 17.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2 公司分业务营收预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计					
营收 (亿元)	60.263	58.068	74.515	87.414	100.221
YOY (%)	15.95%	-3.64%	28.32%	17.31%	14.65%
毛利 (亿元)	10.004	10.534	15.506	18.799	23.135
毛利率 (%)	16.60%	18.14%	20.81%	21.51%	23.08%
分业务营收 (亿元)					
摩托车发动机	25.273	25.521	27.601	29.282	30.462
通机	26.629	24.407	39.126	48.262	55.306
产品零部件类	2.502	2.956	2.986	3.015	3.046
零售服务系列	3.087	2.248	2.270	2.293	2.316
航发	0.041	0.204	0.510	1.530	5.049
其他业务	2.339	1.925	2.021	3.032	4.042

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 风险提示

- 1) 我国摩托车产销量规模进一步萎缩；
- 2) 新冠肺炎疫情冲击海外需求，导致公司摩托车发动机出口低于预期；
- 3) 集团旗下宗申机车、宗申比亚乔中大排量摩托车销量低于预期，或外部客户拓展低于预期，导致公司中大排量摩托车发动机销量低于预期；
- 4) MTD 等海外客户增量订单低于预期，导致公司通机产品出口低于预期；
- 5) 航发产品新客户开拓进度低于预期。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,807	7,451	8,741	10,022	净利润	464	713	870	1,120
YoY (%)	-3.6%	28.3%	17.3%	14.7%	折旧和摊销	117	63	68	75
营业成本	4,579	5,901	6,862	7,709	营运资金变动	124	-88	-92	-124
营业税金及附加	32	41	48	60	经营活动现金流	788	725	890	1,122
销售费用	292	298	350	401	资本开支	-173	-82	-124	-124
管理费用	205	250	293	336	投资	-30	0	0	0
财务费用	77	21	19	16	投资活动现金流	-216	-74	-116	-116
资产减值损失	-2	-3	-9	-17	股权募资	7	0	0	0
投资收益	6	8	8	8	债务募资	1,522	0	0	0
营业利润	537	821	1,002	1,289	筹资活动现金流	-585	-493	-593	-743
营业外收支	-3	0	0	0	现金净流量	-37	158	180	263
利润总额	534	821	1,002	1,289	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	70	108	132	169	成长能力 (%)				
净利润	464	713	870	1,120	营业收入增长率	-3.6%	28.3%	17.3%	14.7%
归属于母公司净利润	422	648	792	1,019	净利润增长率	12.8%	53.7%	22.1%	28.7%
YoY (%)	12.8%	53.7%	22.1%	28.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.37	0.57	0.69	0.89	毛利率	21.1%	20.8%	21.5%	23.1%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	8.0%	9.6%	10.0%	11.2%
货币资金	1,463	1,621	1,802	2,064	总资产收益率 ROA	5.0%	7.0%	8.0%	9.5%
预付款项	99	127	148	166	净资产收益率 ROE	9.9%	14.5%	16.8%	20.2%
存货	552	711	827	929	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2,158	2,579	2,908	3,235	流动比率	1.56	1.55	1.56	1.61
流动资产合计	4,272	5,038	5,684	6,395	速动比率	1.32	1.29	1.29	1.33
长期股权投资	317	317	317	317	现金比率	0.53	0.50	0.49	0.52
固定资产	797	852	903	951	资产负债率	43.8%	45.7%	46.3%	46.2%
无形资产	179	178	175	172	经营效率 (%)				
非流动资产合计	4,137	4,163	4,227	4,286	总资产周转率	0.69	0.81	0.88	0.94
资产合计	8,409	9,201	9,912	10,681	每股指标 (元)				
短期借款	448	448	448	448	每股收益	0.37	0.57	0.69	0.89
应付账款及票据	1,320	1,701	1,977	2,222	每股净资产	3.72	3.90	4.12	4.41
其他流动负债	968	1,110	1,216	1,312	每股经营现金流	0.69	0.63	0.78	0.98
流动负债合计	2,735	3,258	3,640	3,981	每股股利	0.00	0.39	0.48	0.61
长期借款	690	690	690	690	估值分析				
其他长期负债	259	259	259	259	PE	21.49	13.99	11.45	8.90
非流动负债合计	949	949	949	949	PB	1.56	2.03	1.92	1.80
负债合计	3,684	4,207	4,589	4,930					
股本	1,145	1,145	1,145	1,145					
少数股东权益	463	527	606	707					
股东权益合计	4,726	4,994	5,322	5,751					
负债和股东权益合计	8,409	9,201	9,912	10,681					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。