

2020年08月11日

宗申航发再获增资 分拆上市稳步推进

宗申动力(001696)

事件概述

公司控股子公司重庆宗申航空发动机制造有限公司(简称“宗申航发”)拟引入陕西空天云海创业投资基金合伙企业(有限合伙)等6家战略投资者增资1.25亿元,增资完成后,公司对宗申航发的持股比例由97.67%降至78.07%。

分析判断:

► 航发业务再获资金支持 市场竞争力进一步提升

宗申航发本轮增资价格为1.66元/股,增资完成后宗申航发总股本增至3.75亿股,对应投后估值6.23亿元,较上轮增资完成后提升107.7%。航发业务是公司战略转型升级的重要方向,宗申航发符合科创板政策定位,根据公司产品规划,宗申航发力争在2021年达到分拆上市的申报条件;根据本轮增资补充协议,若宗申航发未能在2022年底前递交上市申报材料且被受理,或未能在2023年底前上市,本轮投资者有权要求公司回购股权。如果本轮增资顺利完成,意味着宗申航发在新品研发、市场开拓及科研实验等方面再获资金支持,有利于航发业务分拆上市稳步推进。

► 航空动力产品实现量产 中长期成长空间打开

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,其中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。

► 摩发转型中大排量 通机深耕海外核心客户

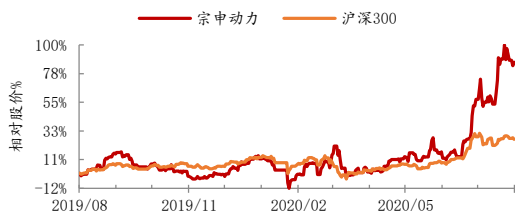
得益于外部客户的不断开拓、以及中大排量发动机销量的提升,公司摩托车发动机销量表现相对稳健,市占率整体呈上升趋势。近年来公司加大了中大排量摩托车发动机业务的拓展,一方面在宗申体系内部配套宗申赛科龙、宗申比亚乔,另一方面积极开拓外部客户,带动摩托车发动机产品平均单价和盈利水平同步向上。我们判断我国中大排量摩托车销量还有十倍提升空间,公司摩托车发动机业务有望持续受益于消费升级大趋势。

公司以通用动力切入通机领域,2018年完成对通机终端产

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价格: 17.25
最新收盘价: 9.60

股票代码: 001696
52周最高价/最低价: 10.3/4.77
总市值(亿) 109.92
自由流通市值(亿) 85.55
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

相关研究

1. 宗申动力(001696)研究报告: 传统业务升级
航空动力启航

2020.07.27

品制造商大江动力的收购，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。公司通用动力产品第一大客户美国园林机械供应商 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，成为重要的业绩增量来源。

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带动产品均价和盈利向上。通用动力第一大客户 MTD 有望提升公司配套比例，为通机业务贡献核心增量。航发业务兼备成长性和高盈利，分拆上市稳步推进，为公司打开长期成长空间。

维持盈利预测不变，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 17.0/13.9/10.8 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，维持目标价 17.25 元，维持“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	29.39	26.05	16.95	13.88	10.79

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		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	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	26.05	16.95	13.88	10.79
非流动负债合计	949	949	949	949	PB	1.56	2.46	2.33	2.18
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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。