

**宗申动力** 股票代码：001696.SZ

# 无人机投资系列报告（八）之宗申动力深度：布局军用无人机发动机，打造中国捕食者

## 独到见解：

公司是国内专业化热动力机械制造龙头，近年来因主业承压积极进行外延式发展，转型无人机、通用航空、汽摩核心零部件、产业链金融、汽车售后服务网络等新兴业务领域，我们重点看好公司增资入股神飞，进入军用无人机发动机制造领域，公司未来有望为中国的捕食者无人机提供动力心脏。

## 投资要点

### 1.公司以传统主业为核心，积极进行外延式发展，构建“产融网”一体化战略布局

- 公司摩托车发动机制造业务营收虽然呈逐年下降趋势，但通过调整产品结构，毛利率有所提升，对公司盈利水平影响有限。
- 受国内外需求增加影响，通用动力机械制造业务增长较快，毛利率也有所回升，成为公司新的盈利增长点。
- 公司通过向产业链金融、“互联网+”汽车后市场以及通航领域进行外延式拓展，构建“产融网”一体化的战略布局。

### 2.增资入股神飞重点转型军用无人机发动机制造领域，打造中国的捕食者无人机

- 公司终止了与宏百川的合作协议，放弃无人机整机研发，将现有的研发资源专注于航空发动机业务领域。
- 公司增资入股神舟航天飞行器。神飞的核心产品是“彩虹”系列无人机，是我国首批实现批量出口且出口数量最大的攻击无人机，彩虹4各项性能均优于捕食者无人机，被誉为中国的捕食者。
- 公司与天津内燃机研究所合作研发的TD0航空发动机装载彩虹3试飞成功，未来有望正式列装彩虹系列无人机，成为国产军用无人机的核心。

### 3.我国正大量列装军用无人机，2024年市场规模可达100亿

- 我国军机在数量和性能上全面落后于美国，通过大量列装军用无人机，可以迅速缩小与美国的差距，目前我国军用无人机数量已居世界首位。
- 2014年我国军用无人机市场空间达27亿，相关机构预计到2024年可达100亿。

目标价：-RMB

当前股价：11.19RMB

## 投资评级推荐

## 评级变动首次评级

### 证券分析师


**证券分析师：李佳**

 执业编号：S0360514110001  
 电话：021-31758488  
 邮箱：lijia@hcyjs.com

**联系人：鲁佩**

 电话：021-31758477  
 邮箱：lupei@hcyjs.com

**联系人：赵志铭**

 电话：  
 邮箱：zhaozhiming@hcyjs.com

**联系人：胡刚**

 电话：  
 邮箱：hugang@hcyjs.com

**联系人：娄湘虹**

 电话：  
 邮箱：louxianghong@hcyjs.com

### 公司基本数据

总股本(万股)	114,503
流通A股/B股(万股)	88,823/-
资产负债率(%)	34.3
每股净资产(元)	3.3
市盈率(倍)	33.79
市净率(倍)	3.51
12个月内最高/最低价	29.0/8.08

### 市场表现对比图(近12个月)

#### 4. 盈利预测

预计公司 16-18 年实现净利润 4.35 亿、4.88 亿、5.21 亿，对应 EPS 为 0.38 元、0.43 元、0.45 元，对应 PE 为 29X、26X、25X，给予推荐评级。

#### 5. 风险提示

➢ 军用无人机发动机业务拓展不及预期。

#### 主要财务指标

	2015E	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万)	4,525	4,928	5,487	6,238
同比增速(%)	2.0%	8.9%	11.3%	13.7%
净利润(百万)	381	435	488	521
同比增速(%)	1.6%	14.2%	12.0%	6.8%
每股盈利(元)	0.33	0.38	0.43	0.45
市盈率(倍)	34	29	26	25

资料来源：公司报表、华创证券



**相关研究报告**

# 目录

一、宗申动力：以摩托车发动机和通用动力为核心，构建“产融网”一体化战略布局 .....	5
（一）公司主营摩托车发动机和通用动力机械，总体营收缓慢上涨 .....	5
（二）调整产品结构稳定主业，通用动力机械增长亮眼 .....	6
1. 摩托车发动机营收下滑、毛利率提升，对公司盈利影响有限 .....	6
2. 通用动力机械成为公司新的营收增长点 .....	7
（三）坚持外延式发展，向新兴领域转型，构建“产融网”一体化布局 .....	8
1. 布局产业链金融，为公司贡献稳定利润收入 .....	8
2. 左师傅成立互联汽车公司，瞄准“互联网+”汽车后市场 .....	8
3. 进入通航机场建设与水上飞机生产运营领域，不断加码通航资源 .....	9
二、重点看好转型军用无人机发动机生产，打造中国的“捕食者”无人机 .....	9
（一）放弃无人机整机研发，押宝军用无人机领域 .....	9
（二）神飞是军用无人机制造领域龙头，彩虹无人机号称中国的“捕食者” .....	10
（三）入股神飞有望推进 TD0 发动机成为国产军用无人机心脏 .....	13
三、军用无人机是未来战争利器，中国将大量列装军用无人机 .....	14
四、盈利预测及估值 .....	15
（一）现主业业绩预测 .....	15
（二）如何看待宗申动力的未来发展 .....	17
五、风险提示 .....	17

# 图表目录

图表 1 宗申动力以传统主业为核心，构建“产融网”一体化战略布局.....	5
图表 2 宗申动力股权结构及重要子公司.....	6
图表 3 2010-2015 公司营收与净利润.....	6
图表 4 公司各业务营收占比.....	6
图表 5 2011-2015 全国摩托车产销量持续下滑.....	7
图表 6 公司摩托车发动机业务营收逐年下滑.....	7
图表 7 宗申动力摩托车发动机业务毛利率稳步上升.....	7
图表 8 通用动力机械营收逐年上升.....	8
图表 9 通用动力机械毛利率不断回升.....	8
图表 10 全国汽车保有量迅速提升.....	9
图表 11 宗申动力放弃无人机整机研发，押宝军用无人机过程.....	10
图表 12 航天神舟飞行器股权结构.....	11
图表 13 彩虹 3 无人机.....	12
图表 14 彩虹 3 可用于地址勘探.....	12
图表 15 彩虹 4 出口至伊拉克.....	12
图表 16 彩虹 5 攻击无人机.....	12
图表 17 无人机参数对比.....	13
图表 18 TD0 发动机.....	14
图表 19 彩虹 3 挂载 TD0 试飞成功.....	14
图表 20 中国、全球军用无人机市场空间（亿元）.....	15
图表 21 宗申动力主业业绩预测.....	16

## 一、宗申动力：以摩托车发动机和通用动力为核心，构建“产融网”一体化战略布局

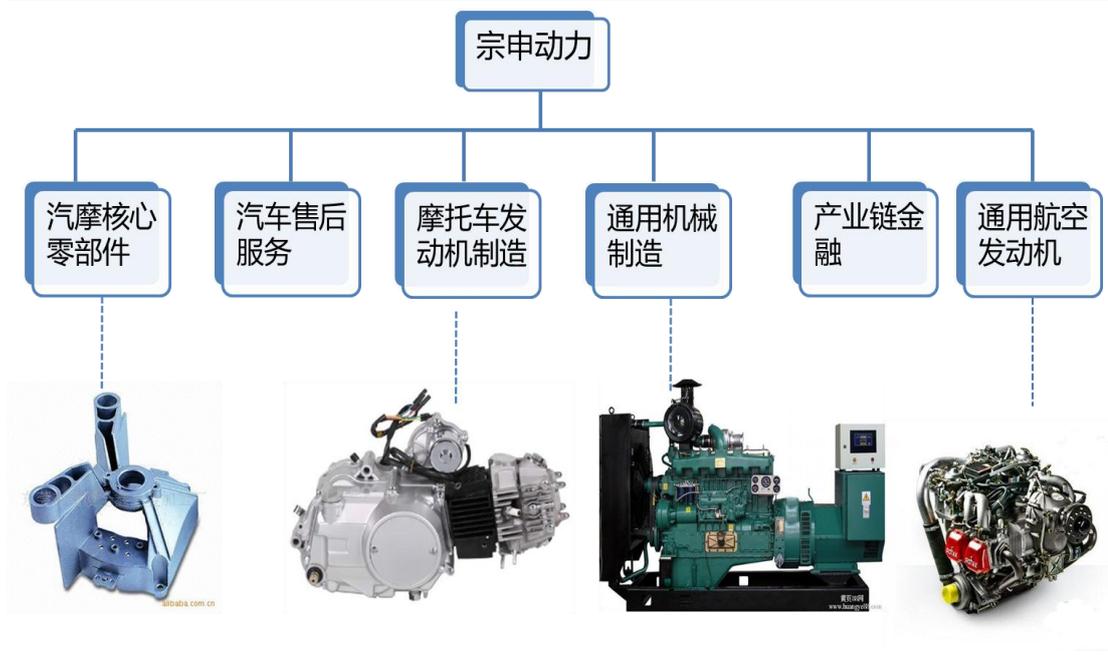
### （一）公司主营摩托车发动机和通用动力机械，总体营收缓慢上涨

宗申动力是宗申产业集团的核心子公司，专业研发、生产和销售摩托车发动机、通用汽油机、柴油机及各类农林机械，是国内规模最大品种最齐全的专业化热动力机械产品制造基地之一。宗申动力产品销售覆盖全国各地，并出口到欧美、中东、东南亚和非洲等多个国家和地区。

公司的传统主业是摩托车发动机制造业务和通用机械制造业务，主要产品包括摩托车发动机、通用机械产品、农机产品和园林机器人。

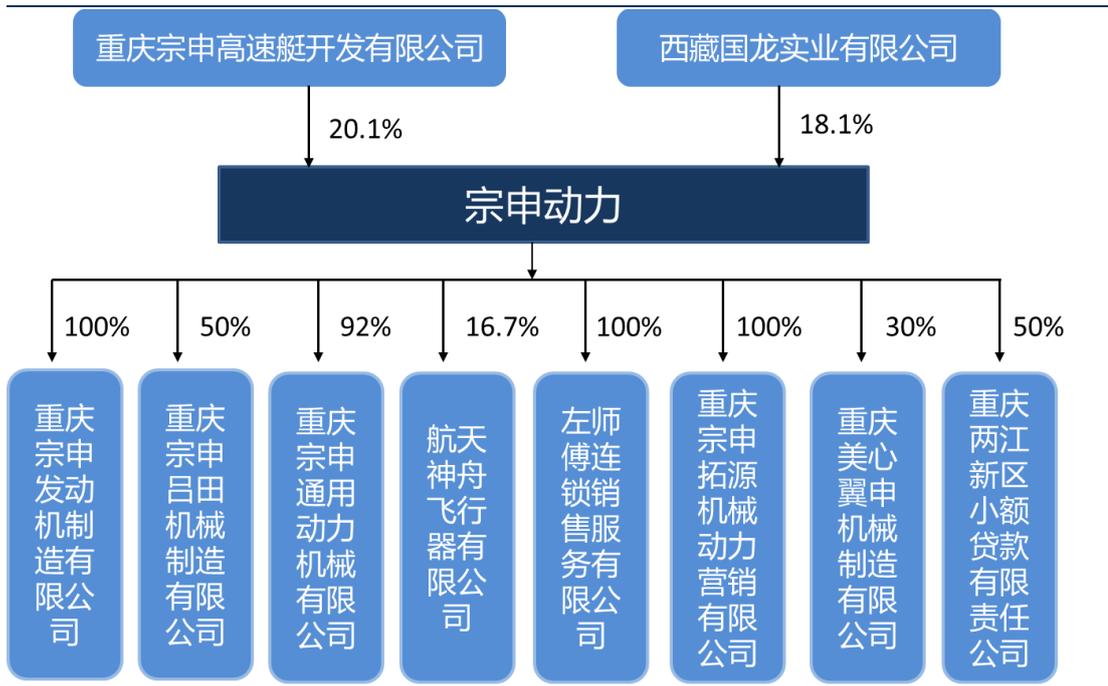
近三年来，公司坚持外延式发展战略，积极向无人机、通用航空、汽摩核心零部件、产业链金融、汽车售后服务网络等新兴业务领域转型和拓展，现已基本形成了以“摩托车发动机和通用动力”为核心，覆盖“无人机、通用航空发动机、汽摩核心零部件、产业链金融、汽车售后服务网络”等新兴业务领域，持续构建“产融网”一体化的战略发展布局。

图表 1 宗申动力以传统主业为核心，构建“产融网”一体化战略布局



资料来源：公司官网，华创证券

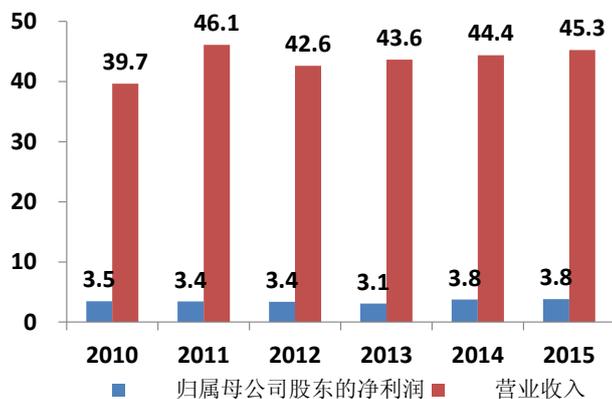
图表 2 宗申动力股权结构及重要子公司



资料来源: wind, 华创证券

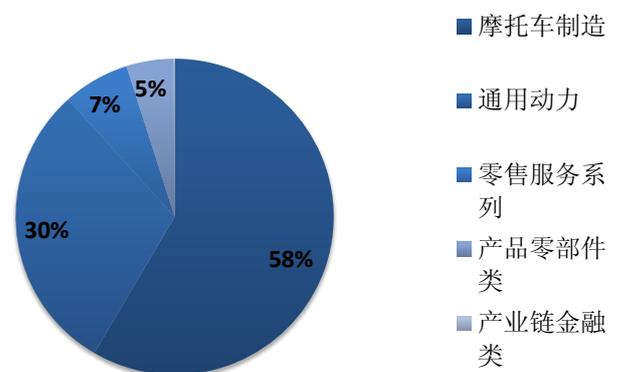
公司营收状况良好，近五年营收与归母净利润保持缓慢上涨态势，各业务中，摩托车发动机制造与通用机械制造所占营收比例最大，分别达到 58%与 30%

图表 3 2010-2015 公司营收与净利润



资料来源: wind, 华创证券

图表 4 公司各业务营收占比



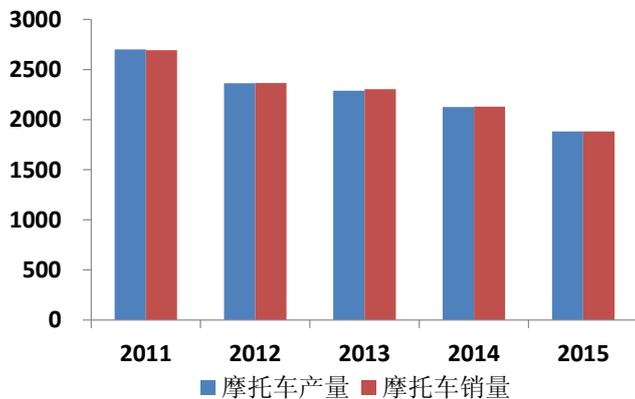
资料来源: wind, 华创证券

## (二) 调整产品结构稳定主业，通用动力机械增长亮眼

### 1. 摩托车发动机营收下滑、毛利率提升，对公司盈利影响有限

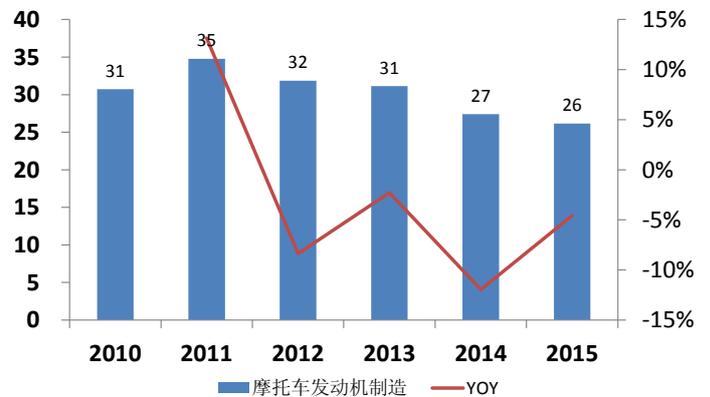
近几年来国内摩托车市场呈现持续下滑态势，摩托车产销量不断下滑，2015 年全国共生产摩托车 1883 万辆，销售 1882 万辆，比 2014 年分别下降了 11%和 12%。宗申动力作为最大的摩托车发动机生产商，受市场需求不断下滑的影响，公司的摩托车发动机制造业务规模也在不断缩小，2015 年摩托车发动机业务贡献营业收入 26.16 亿元，比 2014 年下滑 4.56%。

图表 5 2011-2015 全国摩托车产销量持续下滑



资料来源：中国汽车工业协会，wind，华创证券

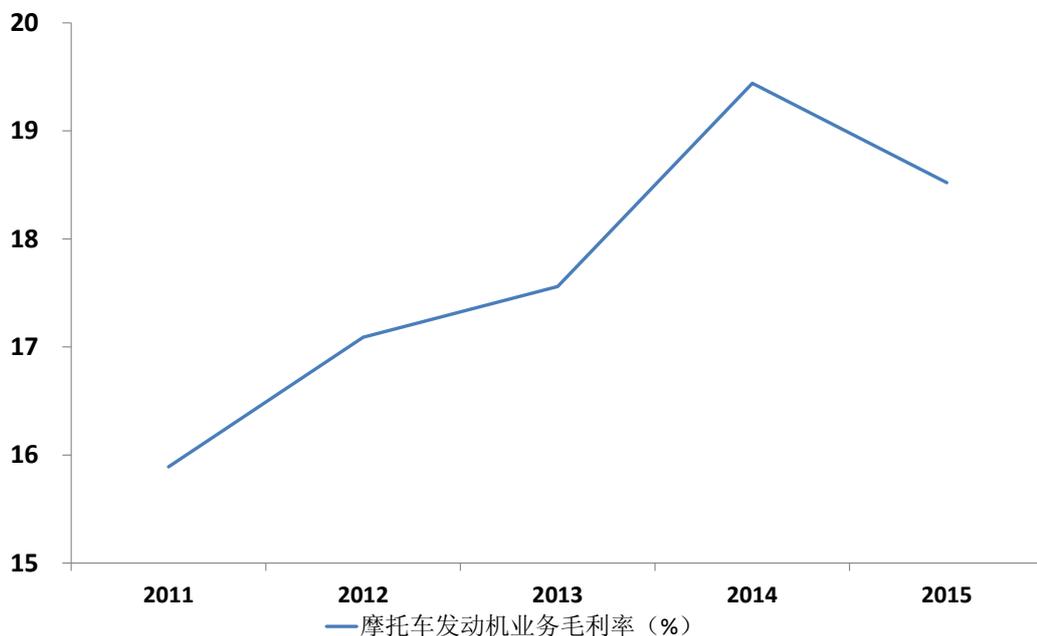
图表 6 公司摩托车发动机业务营收逐年下滑



资料来源：wind，华创证券

虽然摩托车行业总体呈现下滑趋势，但中大排量、电动动力、三轮车等细分产品销量持续维持增长，针对市场格局和消费结构的快速变化，公司加快了产品技术升级力度，持续提高大排量燃油动力、电动动力产品的销售比例，巩固了公司在市场的领先竞争优势和市场地位，摩托车发动机业务的毛利率也稳步上升。受毛利率上升影响，公司摩托车发动机业务虽营收呈下滑趋势，但对公司盈利水平影响有限。

图表 7 宗申动力摩托车发动机业务毛利率稳步上升



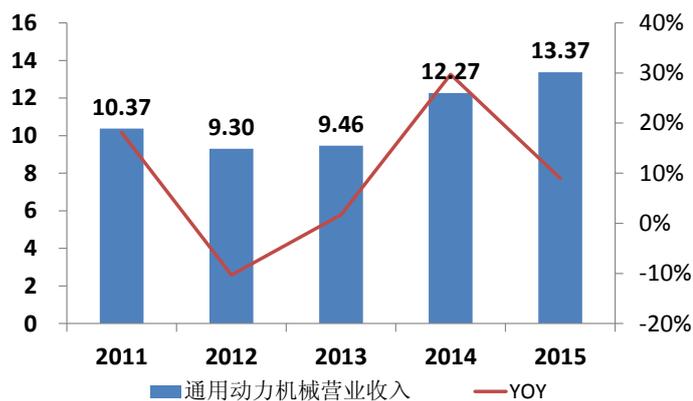
资料来源：wind,华创证券

## 2.通用动力机械成为公司新的营收增长点

公司的通用动力机械主要产品包括汽油机、发电机组、水泵、高压清洗机械等通用机械，以及耕作机、割草机等农用机械。公司是全球最大通机产品制造商 MTD 公司的战略合作伙伴，每年向美洲和欧洲发达国家出口超过百万台的通机产品。2015 年，随着国内农业机械化水平的不断提升和欧美经济的持续复苏，公司的通用动力机械产品营收再

创新高，达 13.37 亿元。其中通用机械产品共实现销量 207.41 万台，增长 16.17%，出口量达 176.31 万台，增长 17.97%，共贡献销售收入 13.18 亿元。公司的微耕机、手扶式拖拉机、灌割机等农业机械的销售量则达 3.93 万台，增长 46.9%。在销量增长的同时，通用动力机械业务的毛利率也在不断回升，2015 年毛利率水平为 17.31%，比 2014 年提高 2 个百分点，同样是历史最高水平。

此外，公司正通过与重庆大学等高校和科研机构的合作，积极致力于智能化、轻量化高新技术的研发，以及电动终端产品和园林机器人等新产品的研发试制，将尽快实现通用动力机械系列产品的升级换代。

**图表 8 通用动力机械营收逐年上升**


资料来源: wind, 华创证券

**图表 9 通用动力机械毛利率不断回升**


资料来源: wind, 华创证券

### (三) 坚持外延式发展，向新兴领域转型，构建“产融网”一体化布局

#### 1. 布局产业链金融，为公司贡献稳定利润收入

2013 年 11 月，公司结合重庆市经济金融发展情况，经过多次对小额贷款公司的可行性及市场前景进行调研和充分论证研究后，公司作为主发起人，出资 2.55 亿元注册成立了宗申小额贷款有限责任公司，作为产业链金融业务的试点平台。小额贷款公司注册总额为 5.1 亿元，公司占比 50%，是控股股东。

经过两年多的运营，公司如今已经逐步积累了较为成熟的运作经验和人才储备，并陆续成立了宗申商业保理公司、投资收购了重庆外滩摩配交易所，完善了公司的金融业务功能和创新模式。如今公司的产业链金融服务已成为公司稳定的利润贡献来源，且产业链内金融业务比例已达 60% 以上，系统性风险得到有效控制。2015 年公司子公司宗申小额贷款公司和宗申保理公司共计实现营收 1.65 亿元、净利润 9264 万元，较 2014 年同期增长 50.27% 和 35.84%。

#### 2. 左师傅成立互联汽车公司，瞄准“互联网+”汽车后市场

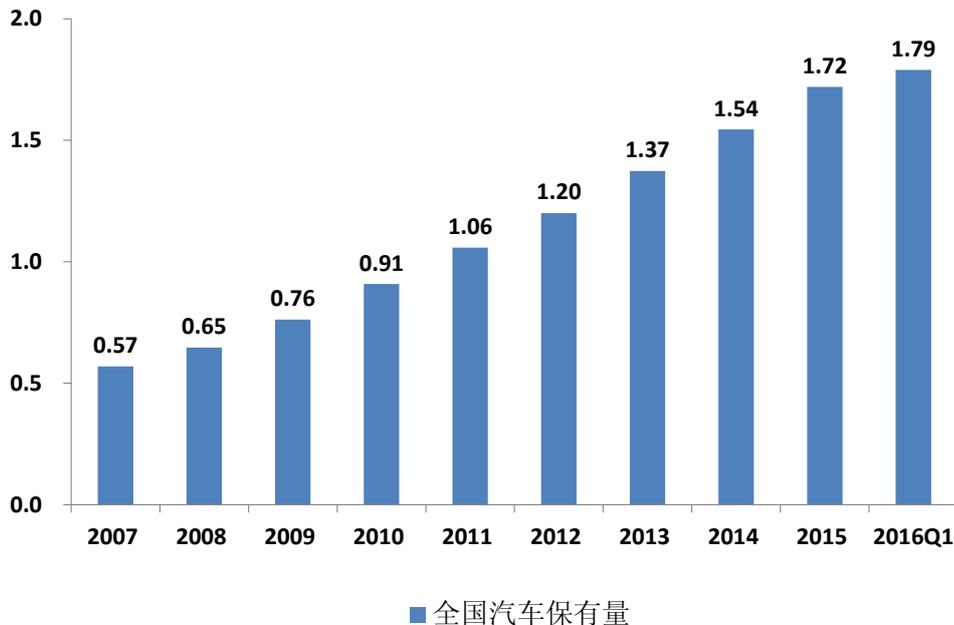
左师傅连锁销售服务有限公司是宗申动力于 2010 年投资组建的第三方专业销售服务公司。2012 年公司通过非公开发行方式获得募集资金 4 亿元，用于左师傅销售服务连锁网络建设。2013 年左师傅公司取得了连锁资质证书，是国内唯一具备连锁资质的摩托车维修企业。

公司采用“直营+合资+加盟连锁”模式，将左师傅打造为贴近消费者的专业服务公司，专业从事摩托车发动机、配件以及通机、农机产品、汽车机油的销售与服务。自 2010 年成立以来，左师傅以及在重点区域重庆、贵州、云南、四川共建设直营店 18 家，全国加盟店数量超过 600 家。

2015 年 3 月，左师傅互联汽车公司已 5.1 亿元的资金注册成立，这是一家基于互联网 O2O 思维下，为客户提供互联网+汽车后市场服务的专业公司，主要经营项目包括汽车快速保养，汽车维修，汽车精洗，汽车美容，轮胎更换，

钣金喷漆, 车险代买等服务。左师傅互联汽车拟在中国境内建设汽车后市场服务网络, 预计于 2017 年年底在四川、重庆建设完成 374 余家门店, 旨在打造国内规模最大的汽车服务实体网络, 并通过搭建互联网服务平台, 构建“产业+网络”的一体化运营模式。截至 2016 年 3 月, 全国汽车保有量达 1.79 亿元, 根据前瞻产业研究院的分析报告, 2015~2020 年我国汽车后市场发展增速将保持在 10%~15%, 预计到 2020 年, 汽车后市场的规模将达到 1.435 万亿。

图表 10 全国汽车保有量迅速提升



资料来源: wind, 华创证券

### 3. 进入通航机场建设与水上飞机生产运营领域, 不断加码通航资源

宗申动力于 2013 年注册成立了重庆宗申天辰通用航空投资发展有限公司, 主要经营通用航空产业、交通运输业、机场建设与管理项目、新能源项目、通用航空器材 (不含发动机) 及其零部件的研发、制造、销售及技术咨询等。目前宗申天辰已与重庆、广西、内蒙、四川、甘肃等省市在小型通航机场网络建设领域达成各类合作意向, 并于 2015 年正式收购加拿大港湾航空 49% 股份, 成为这家全球最大水上飞机运营公司的第一大股东, 未来有望开通多条国内、国际水上飞机运营线路, 并实现水上飞机的国内合资生产。

## 二、重点看好转型军用无人机发动机生产, 打造中国的“捕食者”无人机

### (一) 放弃无人机整机研发, 押宝军用无人机领域

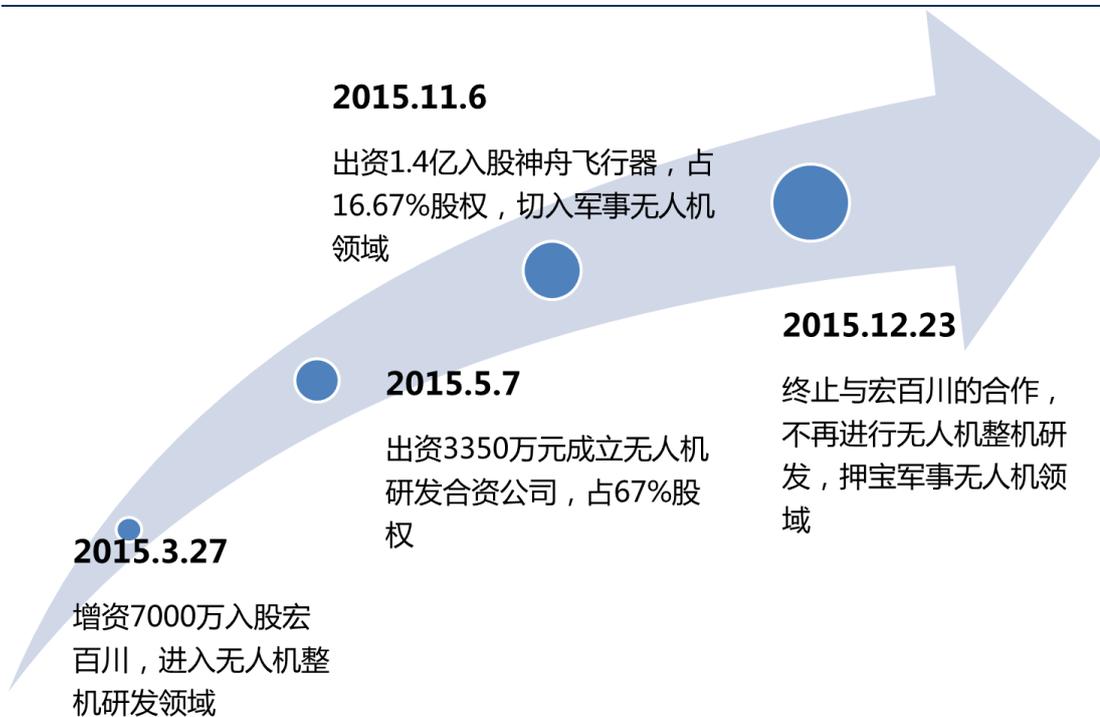
**增资入股宏百川, 进入无人机整机研发领域:** 2015 年 3 月 27 日, 宗申动力发布公告, 以自有资金向青岛宏百川金属精密制品有限公司 (简称宏百川) 增资 7000 万元人民币, 增资价格为 9.883 元/股, 增资完成后将持有宏百川公司 708.30 万股, 占增资后宏百川公司 28% 股权, 成为宏百川公司第二大股东。宏百川是中国无人机行业技术标准制定的参与企业之一, 其中小型无人机技术水平已处于国内领先地位, 其产品可广泛应用于农林植保、航拍摄影、灾害监视等民用领域, 以及核辐射探测、反恐系统、海洋监测等军用领域, 相关产品已处于小批量试产阶段。公司拟通过向宏百川公司增资扩股、设立合资公司等方式, 合作开展高端无人机整机的制造和研发, 通过优势互补快速实现产业链的延伸和拓展。

**共同出资成立无人机整机研发企业：**2015年5月7日，公司发布公告，将与宏百川共同出资5000万元人民币设立重庆宗申天翼航空科技有限公司，其中公司出资3350万元人民币占67%股权、青岛宏百川公司出资1650万元人民币占33%股权。合资公司的经营范围将是无人驾驶航空器及零部件、相关设备和系统的研发、生产、销售。

**入股神飞，切入军用无人机领域：**2015年11月6日，公司和航天神舟飞行器有限公司及其股东达成增资协议，公司以自有资金向神舟飞行器公司增资1.4亿元人民币，占增资后神舟飞行器公司16.67%股权。神飞是我国军用无人机领域龙头，核心产品“彩虹”系列无人机性能优越，是我国首批实现批量出口且出口数量最大的攻击性无人机。

**终止整机研发，押宝军用无人机：**然而公司在2015年12月23日宣布，由宏百川公司原股东出资7000万元回购公司持有的宏百川公司28%股权；同时，公司将出资1,650万元收购宏百川公司持有的天翼公司33%股权，并相应变更天翼公司营业范围，确保天翼公司不再从事无人机整机业务。公司将终止与宏百川公司正在合作进行的无人机整体制造业务，将公司现有的研发资源专注于航空发动机业务领域。这标志着公司放弃无人机的整机研发，将宝押在了军用无人机发动机制造领域。

**图表 11 宗申动力放弃无人机整机研发，押宝军用无人机过程**

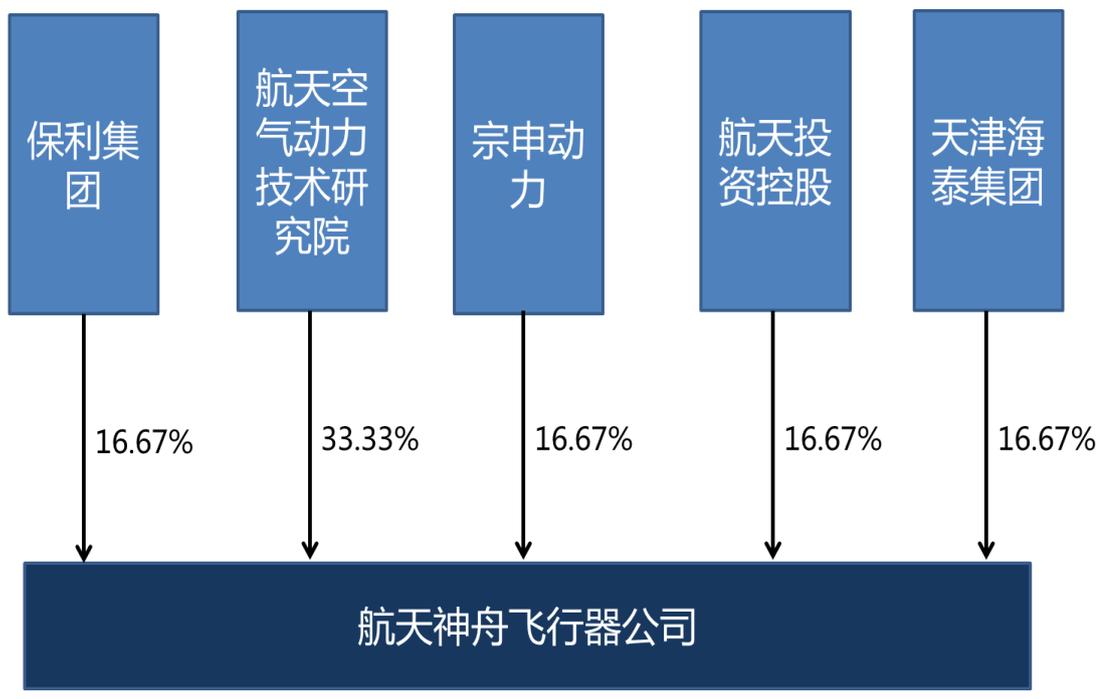


资料来源：华创证券

## （二）神飞是军用无人机制造领域龙头，彩虹无人机号称中国的“捕食者”

**神飞负责制造航天十一院的核心产品“彩虹”无人机：**航天神舟飞行器公司由中国航天空气动力技术研究院、航天投资控股有限公司、保利集团、天津海泰集团4家机构于2009年7月共同投资组建，从事航空无人机及其相关产品的设计、制造、销售。中国航天空气动力技术研究院（航天十一院）是神飞的控股单位，主要从事飞行器空气动力综合技术研究，具备强大的研发能力。其研发的特种飞行器产业现已形成了小型、中近程及大型高端无人机研制体系，具备了总体设计和系统集成能力，其中彩虹系列无人机是最具代表性的核心产品，由神飞负责制造。

图表 12 航天神舟飞行器股权结构



资料来源: wind, 华创证券

彩虹系列无人机有多个型号系列，除去已经停产的彩虹 1、2 以外，如今有彩虹 3、4、5 以及彩虹 802 系列。

彩虹 3 无人机由中国航天科技集团公司自主研发，由无线电遥控设备或自身程序控制装置进行操控，整套彩虹 3 中程无人机系统的主要装备构成包括无人机、地面车载遥测遥控站和地面保障设备。彩虹 3 无人机起飞重量达 640 公斤，有效载荷 60 公斤，采用活塞发动机，最远航程能达到 2400 公里，巡航时间可达 12 小时，其间无须加油。彩虹 3 装备有侦察攻击一体化系统，可挂载光电侦察载荷进行侦查，也可携带 2 枚空地导弹或挂装 GPS 精确制导炸弹对地攻击，攻击精度小于 1.5 米，适用于侦察和对地面固定和移动目标进行精确打击。

**彩虹 3 是我国首批出口且数量最大的军用无人机：**2008 年以来，彩虹 3 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，得到了包括世界权威军事杂志《汉和防务评论》、美国著名杂志《防务周刊》、《航空周刊》等在内的国内外媒体的广泛关注。同时彩虹 3 还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，已经出口多国并参加实战，打破了西方传统军事强国的技术封锁，建立了中国军用无人机的国际品牌，打响了国际知名度。

**彩虹 3 无人机系统还开发出了民用版本，主要用于地质勘探：**2015 年 10 月 21 日，我国自主研发的彩虹 3 中型无人机航空地球物理综合测量系统通过 2015 中国国际矿业大会中国地质调查局场外平台首次进行国际公开展示。彩虹 3 无人机航空地球物理综合测量系统是世界第一个针对地质调查矿产勘查开发的系统，集成了先进的航空磁场和放射性测量方法，具有安全系数高、测量质量高、工作效率高、智能化程度高的四大优势，技术处于世界领先水平，将主要应用于基础地质调查，金属矿产和放射性矿产勘查等领域。

图表 13 彩虹 3 无人机



资料来源：互联网，华创证券

图表 14 彩虹 3 可用于地址勘探



资料来源：互联网，华创证券

**彩虹 4 性能得到大幅提升，出口多国参与实战：**彩虹 4 属于中空长航时无人机，最大起飞重量 1330 公斤，最大载重 345 公斤，最大续航时间 38 小时，最大航程 3500 公里，相比彩虹 3 在性能上有了巨大的提升。彩虹四号可执行侦察、监视、目标定位、情报搜集，甚至电子战任务，适合执行边境巡逻、海岛守护、反恐作战等多项任务，能在千里之外遥控侦察与实施导弹攻击，对目标定位和打击的精度都很高。彩虹 4 在国际军火市场上也很受青睐，伊拉克、沙特、阿联酋都购买了彩虹 4 无人机，沙特甚至引进了整条生产线。2015 年伊拉克国防部发言人证实伊拉克士兵使用彩虹 4 摧毁了“伊斯兰国”组织的一个据点，使中国的军用无人机再次受到广泛关注。

**彩虹 5 是彩虹无人机系列的最新、最先进型号**，与彩虹 4 相比外型上变化不大，机体尺寸的增加也不多，但是在载重能力和机载设备上有很大的提升，彩虹 5 的载重能力达一吨，比彩虹 4 提高了 2.5 倍，可以搭载更多的武器弹药和设备，如搭载透视雷达，在反恐作战中探查屋内是否有恐怖分子，既提高作战效率又避免了不必要的伤亡。彩虹五号 5 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。

图表 15 彩虹 4 出口至伊拉克



资料来源：互联网，华创证券

图表 16 彩虹 5 攻击无人机



资料来源：互联网，华创证券

**彩虹 4 被誉为中国的捕食者无人机**，在各项指标上均力压美国的捕食者，彩虹 5 与美国最先进的死神无人机相比差距也并不大，展现了我国研发制造攻击无人机的强大实力。目前彩虹系列无人机已在国内外军用和民用领域锋芒毕露，覆盖 9 个国家的 17 个最终用户，年交付国内外用户无人机 200 余架，完成科研和交付飞行试验 1000 架次。

图表 17 无人机参数对比

	彩虹 3	彩虹 4	彩虹 5	捕食者	死神无人机
翼展 (米)	8	18	20	15	20
最大载荷 (千克)	100	345	900	204	1360
起飞重量 (千克)	640	1260	3000	1020	4760
最大巡航高度 (米)	5000	8000	10000	7000	15000
巡航速度 (千米/时)	200	180	260	165	313
最大飞行速度 (千米/时)	256	235	320	240	482
最大航程 (千米)	2400	3500	6000	3700	1150
滞空时间 (小时)	12	38	40	60	28

资料来源：互联网，华创证券

### （三）入股神飞有望推进 TD0 发动机成为国产军用无人机心脏

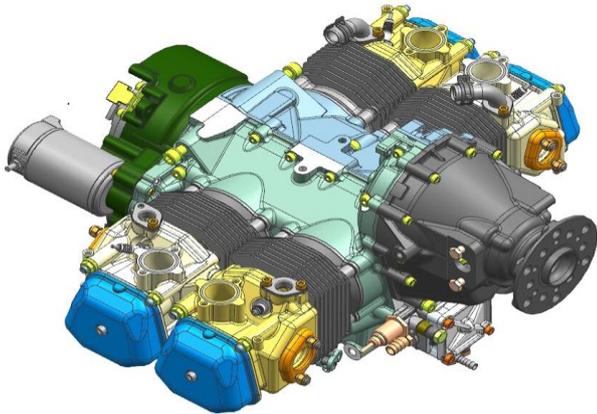
公司在摩托车发动机研发制造领域有着充分的技术和人才积累，通过与天津内燃机研究所的合作，公司得以切入无人机航空发动机领域。

TD0 航空发动机是宗申动力和天津内燃机研究所共同研发制造的常规动力航空发动机，以天津内燃机研究所已完成工程设计的“TD0 无人机动力机型”为基础，依托公司的装备制造能力和质量控制能力，双方共投入 400 万元开展工程样机的试制。2015 年 1 月 16 日，公司完成了 3 套 TD0 航空发动机工程样机的组装，并通过天津内燃机研究所的验收评估，填补了国内大排量活塞式航空发动机领域的空白。

**2015 年 4 月 29 日，彩虹 3 挂载 TD0 发动机试飞成功，打破了国外发动机的垄断。**中国航天空气动力技术研究院专家认为 TD0 发动机满足设计要求，达到预期试飞目的。本次试飞完成后，宗申动力将通过构建 TD0 发动机制造平台，快速提升产品批量化制造能力，加快公司向通用航空领域的战略转型。

**TD0 性能突出，陈本低，有望成为国产军用无人机心脏。**TD0 发动机是一款活塞式汽油发动机，综合性能达到了国外同类型无人机发动机水平。针对无人机和轻型航空器发动机适航性所需的轻量化、高可靠性等特点，TD0 发动机通过一系列的工程设计满足了功率从 50 千瓦/时到 150 千瓦/时无人机和通用轻型航空器的需要，采用组合曲轴技术，达到了体积小、重量轻、强度高的目的。随着电控技术和多级增压技术的运用，该发动机及其后续产品可满足无人机高空、长航时的飞行需要。在实现产业化批量生产后，TD0 的市场售价有望控制在国外产品的 2/3 以下，将大大降低无人机和轻型航空器的制造成本。彩虹 3 挂载 TD0 试飞成功与宗申动力入股神飞，都预示着未来 TD0 可能会正式列装彩虹系列无人机，成为国产军用无人机的核心。

图表 18 TD0 发动机



资料来源：互联网，华创证券

图表 19 彩虹 3 挂载 TD0 试飞成功



资料来源：互联网，华创证券

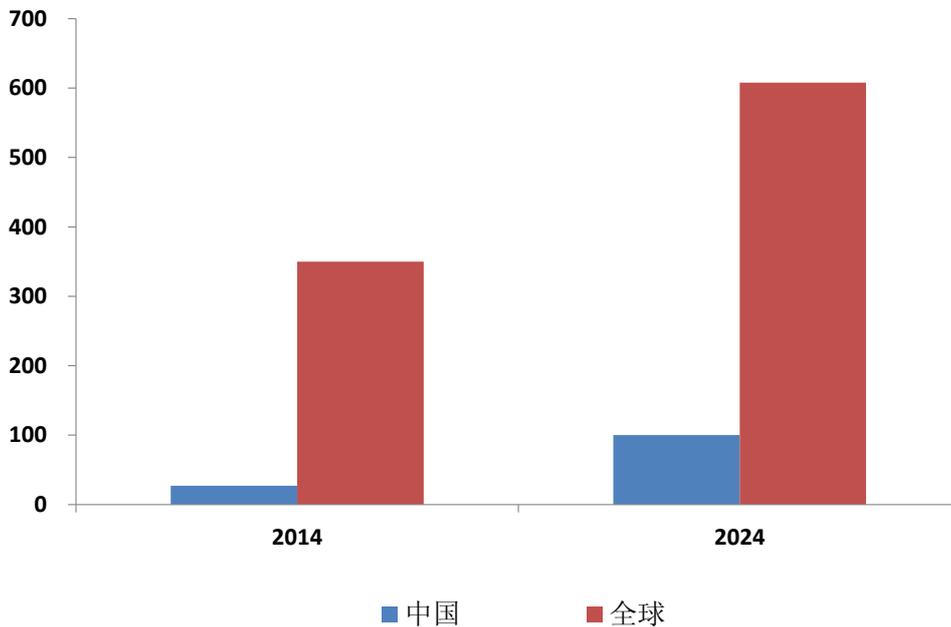
### 三、军用无人机是未来战争利器，中国将大量列装军用无人机

相比于有人驾驶的军用飞机，军用无人机具备成本低，效费比好；无人员伤亡风险；生存能力强，机动性能好，使用方便等特点，在现代战争中的地位 and 作用日渐突出，在近期的历次局部战争中军用无人机都被频繁使用来进行侦查和对特定目标进行打击，可以说军用无人机重塑了 21 世纪的作战模式，未来甚至有望完全替代有人驾驶军用飞机。

2014 年全球军用无人机支出总额达 57 亿美元，是同期民用无人机支出总额的 8 倍，中投顾问预测全球军用无人机支出总额到 2024 年将增至 99 亿美元，合计支出总额将达到 810 亿美元，约占十年无人机支出总额的 89%，十年复合增长率可达 6.33%。

目前我国对于战斗机的更新换代有着强烈的需求，军用无人机是缩小与美国空军力量差距非常好的选择。目前我国正大量列装军用无人机，数量已居世界首位。2014 年我国军用无人机市场空间约 27 亿元，预计到 2024 年将增至 100 亿元，成为全球最大的军用无人机市场。

图表 20 中国、全球军用无人机市场空间（亿元）



资料来源：中投顾问，华创证券

## 四、盈利预测及估值

### （一）现主业业绩预测

关键假设及业务拆分：

- 公司军品业务刚刚起步，且相关数据未公开，暂不考虑。
- 摩托车发动机制造受行业总体下行影响，年增长率为-3%。
- 通用动力机械制造业务持续上升，发展迅速，年增长率为 20%。
- 零售服务与产品零部件是公司重点转型领域之一，汽车后市场空间巨大，给予未来三年 50%、40%、40%的增长水平。
- 产业链金融类体量小，发展快，给予 50%、40%、40%的增长水平。
- 各业务毛利率均略有上升。
- 总体净利润水平同 2015 年。

图表 21 宗申动力主业业绩预测

主业合计			
年份	2016	2017	2018
收入（百万）	4928	5487	6238
YOY	10%	11%	14%
成本（百万）	4029	4468	5060
毛利（百万）	899	1019	1178
毛利率	18.25%	18.58%	18.89%
净利润（百万）	466	519	590
净利率	9.45%	9.45%	9.45%
摩托车发动机制造			
年份	2016	2017	2018
收入（百万）	2538	2461	2388
成本（百万）	2030	1957	1886
毛利（百万）	508	505	501
毛利率	20.00%	20.50%	21.00%
通用动力机械制造			
年份	2016	2017	2018
收入（百万）	1604	1925	2310
成本（百万）	1311	1554	1841
毛利（百万）	294	372	469
毛利率	18.30%	19.30%	20.30%
零售服务与产品零部件			
年份	2016	2017	2018
收入（百万）	779	1090	1526
成本（百万）	685	954	1327
毛利（百万）	93	136	198
毛利率	12.00%	12.50%	13.00%
产业链金融			
年份	2016	2017	2018
收入（百万）	8	11	15
成本（百万）	3	4	5
毛利（百万）	5	7	10
毛利率	65.00%	65.00%	65.00%

资料来源：华创证券

## （二）如何看待宗申动力的未来发展

传统主业方面，摩托车发动机制造随行业下行的趋势不会改变，通用动力机械营收的增长可以在一定程度上弥补传统主业业绩的下滑。零售服务于产品零部件、产业链金融是公司进行外延式发展，构建“产融网”一体化战略布局的重要转型领域，未来可以预期有高投入和高增长，将逐渐成为公司营收和利润增长的主要贡献点。

公司转型军用无人机航空发动机制造是重点看好领域，虽然在短期内不会为公司带来明显的业绩上的提升，但是军品业务有着竞争小、毛利率高的特性，随着公司军品业务的发展以及与神飞的合作的不断深化，可以预见军品业务将在未来显著增厚公司的业绩。

## 五、风险提示

军用无人机发动机业务拓展不及预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,060	1,722	2,099	2,615
应收票据	786	921	833	847
应收账款	530	591	684	752
预付账款	223	259	283	317
存货	380	356	415	479
其他流动资产	1,612	1,049	1,284	1,315
流动资产合计	4,590	4,898	5,598	6,324
其他长期投资	37	27	34	32
长期股权投资	15	25	19	20
固定资产	703	689	656	653
在建工程	144	107	133	128
无形资产	208	212	212	211
其他非流动资产	797	707	777	760
非流动资产合计	1,904	1,766	1,830	1,804
<b>资产合计</b>	<b>6,495</b>	<b>6,664</b>	<b>7,428</b>	<b>8,129</b>
短期借款	488	294	329	370
应付票据	348	260	346	318
应付账款	539	547	616	707
预收款项	21	27	29	32
其他应付款	80	64	67	70
一年内到期的非流动负债	18	12	12	14
其他流动负债	81	71	78	77
流动负债合计	1,574	1,275	1,477	1,589
长期借款	29	21	28	26
应付债券	753	754	753	753
其他非流动负债	40	33	36	36
非流动负债合计	821	808	817	815
<b>负债合计</b>	<b>2,396</b>	<b>2,083</b>	<b>2,294</b>	<b>2,404</b>
归属母公司所有者权益	3,647	4,082	4,569	5,090
少数股东权益	452	499	565	635
<b>所有者权益合计</b>	<b>4,099</b>	<b>4,581</b>	<b>5,134</b>	<b>5,725</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,495</b>	<b>6,664</b>	<b>7,428</b>	<b>8,129</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-21</b>	<b>702</b>	<b>330</b>	<b>408</b>
现金收益	344	436	471	534
存货影响	-63	24	-59	-64
经营性应收影响	93	-241	-39	-123
经营性应付影响	-2	-89	160	70
其他影响	-392	572	-204	-8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-98</b>	<b>95</b>	<b>-107</b>	<b>-10</b>
资本支出	-187	-44	-86	-79
股权投资	58	36	55	50
其他长期资产变化	31	103	-76	19
<b>融资活动现金流</b>	<b>358</b>	<b>-135</b>	<b>155</b>	<b>117</b>
借款增加	290	-207	42	41
财务费用	96	79	110	76
股东融资	-32	0	0	0
其他长期负债变化	4	-7	3	0

资料来源：公司报表、华创证券

**利润表**

单位：百万元	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>4,525</b>	<b>4,928</b>	<b>5,487</b>	<b>6,238</b>
营业成本	3,696	4,028	4,467	5,059
营业税金及附加	30	27	32	38
销售费用	200	196	227	261
管理费用	261	250	287	334
财务费用	-96	-79	-110	-76
资产减值损失	5	9	9	8
公允价值变动收益	0	2	2	1
投资收益	59	46	48	51
<b>营业利润</b>	<b>487</b>	<b>543</b>	<b>624</b>	<b>666</b>
营业外收入	38	26	29	31
营业外支出	7	5	6	6
<b>利润总额</b>	<b>518</b>	<b>564</b>	<b>646</b>	<b>690</b>
所得税	75	82	94	100
<b>净利润</b>	<b>443</b>	<b>482</b>	<b>553</b>	<b>591</b>
少数股东损益	62	47	65	70
<b>归属母公司净利润</b>	<b>381</b>	<b>435</b>	<b>488</b>	<b>521</b>
NOPLAT	288	364	404	467
EPS(摊薄)(元)	0.33	0.38	0.43	0.45

**主要财务比率**

	2015E	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.0%	8.9%	11.3%	13.7%
EBIT 增长率	-18.5%	26.3%	11.1%	15.4%
归母净利润增长率	1.6%	14.2%	12.0%	6.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.3%	18.3%	18.6%	18.9%
净利率	9.8%	9.8%	10.1%	9.5%
ROE	10.5%	10.7%	10.7%	10.2%
ROIC	5.6%	6.6%	6.7%	7.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.9%	31.3%	30.9%	29.6%
债务权益比	32.4%	24.3%	22.6%	21.0%
流动比率	291.6%	384.2%	379.0%	398.1%
速动比率	267.5%	356.2%	350.9%	368.0%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收帐款周转天数	42	43	45	43
应付帐款周转天数	52	49	50	50
存货周转天数	37	32	33	34
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.33	0.38	0.43	0.45
每股经营现金流	-0.02	0.61	0.29	0.36
每股净资产	3.18	3.56	3.99	4.45
<b>估值比率</b>				
P/E	34	29	26	25
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	33	27	25	22

## 机械组分析师介绍

### 华创证券首席分析师：李佳

伯明翰大学经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。2012 年新财富最佳分析师第六名，水晶球卖方分析师第五名，金牛分析师第五名，2013 年新财富最佳分析师第四名，水晶球卖方分析师第三名，金牛分析师第三名。

### 华创证券分析师：鲁佩

伦敦政治经济学院经济学硕士。2014 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：赵志铭

瑞典哥德堡大学交通管理学硕士。2015 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：娄湘虹

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

### 华创证券助理分析师：胡刚

复旦大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	郭赛赛	销售助理	010-63214683	guosaisai@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	高级销售经理	0755-83479862	zhangyujie@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
上海机构销售部	简佳	销售副总监	021-20572586	jianjia@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	杜婵媛	高级销售经理	021-20572583	duchanyuan@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	范婕	销售助理	021-20572587	fanjie@hcyjs.com
非公募业务发展部	石露	副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	陈红宇	销售经理	021-20572593	chenhongyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址:北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编:100033 传真:010-66500801 会议室:010-66500900	地址:深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编:518034 传真:0755-82027731 会议室:0755-82828562	地址:上海浦东银城中路 200 号 3402 室华创证券 邮编:200120 传真:021-50581170 会议室:021-20572500