

强烈推荐-A (维持)

春风动力 603129.SH

当前股价: 33.17 元

2019年10月25日

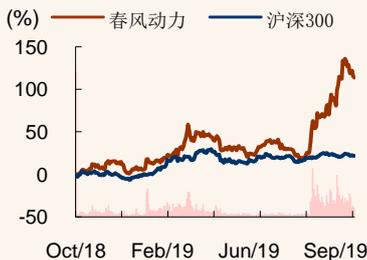
利润超预期, 维持强烈推荐评级

基础数据

上证综指	2941
总股本(万股)	13439
已上市流通股(万股)	6560
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	7.4
ROE(TTM)	16.6
资产负债率	56.5%
主要股东	春风控股集团有限公司
主要股东持股比例	35.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	53	100
相对表现	14	56	78



资料来源: 贝格数据、招商证券

- 1、《春风动力(603129)一进入关税豁免名单, 退税有望提升业绩空间》2019-09-26
- 2、《春风动力(603129)一国内大排量摩托车快速放量, 业绩增长超预期》2019-08-23
- 3、《春风动力(603129)一19Q1 业绩持续高增长, 娱乐消费升级优质标的》2019-04-25

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn
S1090516070002

杨珏

021-68407543
yangjue@cmschina.com.cn
S1090517070003

事件:

公司发布三季报:

Q1-Q3: 收入 23.92 亿元, 同比增 28.29%, 归母净利润 1.41 亿元, 同比增 45.32%, 扣非净利润 1.3 亿元, 同比增 59.46%, 现金流量净额 2.99 亿元, 同比增 217.5%, 为净利润 2 倍多。

Q3: 收入 7.56 亿元, 同比增 13%, 归母净利润 3739 万元, 同比增 48.96%, 现金流量净额 1.24 亿元同比增 63%, 为净利润 3 倍多。毛利率 30.17%, 同比增加 4pt, 环比减少 2.8pt。

评论:

大排量占比稳步抬升, 盈利能力持续优化。Q3 单季度净利润同比增长 48.96%, 较 Q1、Q2 持续抬升, 主要原因为: 1、Q3 毛利率同比增长 4pt, 在 4 项费用率提升 2pt 的情况下, 推动净利率上升 30%+。2、销售收入同比增 13pt。公司消费税导致应交税费大幅上升 140%, 表明大排量产品占比在快速上升。后续公司还将持续优化产品结构, 随着大排量占比持续提升, 未来盈利能力还将持续优化。考虑到目前体量较小, 后续净利润率随着规模效应提升, 空间大。

Q3 营收增速略低预期, 但 Q2 和 Q3 合并则符合预期。国内大排量摩托车销售火爆, 推测是海外市场销售季度波动引起。一般公司海外全地形车新品发布周期为 Q3, 因此 Q3 一般消化之前老产品库存, 同时为下年做准备, 整体较淡。从公司本身来讲, 之前在海外市场, 尤其北美市场量较少, 所以经销商的订货周期相对平稳, 但随着销售逐步上正轨, 影响力扩大则导致经销商对于新品的认知加强, 则订货周期会随着新品发布产生一定的波动性。从经营本身来看, 目前状况良好, 四季度收入会重回高增长轨道。

利润增速在未来一段时间会是逐级上升的过程。1、公司今年 9 月 20 号进入关税豁免名单, 从今年 Q4 起关税影响消除, 则利润增速上台阶, 后续受季节因素影响美国出货量会是逐级上升, 则免关税影响会逐步放大。2、公司国内大排市占率第一, 受行业快速发展(40+增速)以及市占率提升影响, 会享受高增长。3、同时由于排量越大, 则单价与毛利率都越高, 则利润增速会大于收入增速。

长远看天花板较远。1、全地形车北美 80 万辆+, 公司去年 1 万辆+, 品牌已经打造完成, 未来是逐步放量过程。2、国内大排量行业刚刚开始, 行业协会预测 2025 年达到 100 万辆, 为现在的 5 倍。

维持强烈推荐评级。上调 19 年净利润至 1.75 亿元，维持 2020/2021 年 2.8/4.0 亿元的业绩预测。

风险提示：汇率大幅升值，关税政策变动。

PE-PB Band:

图 1: 春风动力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2: 春风动力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1359	1524	2404	2942	3662
现金	480	587	877	1042	1288
交易性投资	0	2	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	142	217	219	273	342
其它应收款	19	0	33	42	52
存货	277	351	501	618	773
其他	440	367	773	966	1207
非流动资产	324	559	119	107	97
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	207	0	0	0	0
无形资产	75	118	106	96	86
其他	41	441	13	12	11
资产总计	1682	2083	2523	3049	3759
流动负债	771	1059	1362	1660	2055
短期借款	0	1	0	0	0
应付账款	274	0	510	629	787
预收账款	50	73	93	115	143
其他	446	985	758	916	1125
长期负债	12	20	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	12	20	12	12	12
负债合计	782	1079	1373	1672	2066
股本	133	135	134	134	134
资本公积金	575	558	558	558	558
留存收益	192	272	419	647	963
少数股东权益	0	39	39	39	39
归属于母公司所有者权益	900	965	1111	1338	1654
负债及权益合计	1682	2083	2523	3049	3759

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	188	213	47	375	482
净利润	97	92	175	280	400
折旧摊销	30	35	17	56	86
财务费用	15	(7)	(32)	(21)	(26)
投资收益	(3)	24	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	49	72	(306)	(85)	(95)
其它	0	(3)	197	149	120
投资活动现金流	(453)	(182)	248	(179)	(179)
资本支出	(85)	(131)	(182)	(182)	(182)
其他投资	(368)	(52)	430	3	3
筹资活动现金流	389	16	(6)	(31)	(58)
借款变动	38	90	(1)	0	0
普通股增加	33	1	(1)	0	0
资本公积增加	382	(17)	0	0	0
股利分配	(50)	(67)	(27)	(52)	(84)
其他	(14)	8	24	21	26
现金净增加额	124	46	290	165	246

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1818	2545	3182	3977	4972
营业成本	1224	1768	2276	2808	3510
营业税金及附加	53	49	89	111	139
营业费用	220	334	344	398	472
管理费用	125	113	153	188	217
研发费用	85	163	183	210	245
财务费用	15	0	(32)	(21)	(26)
资产减值损失	11	16	0	0	0
公允价值变动	0	2	0	0	0
投资收益	3	(24)	3	3	3
营业利润	102	86	186	300	431
营业外收入	4	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	105	89	189	303	434
所得税	8	(1)	14	23	34
净利润	97	90	175	280	400
少数股东损益	0	(1)	0	0	0
归属于母公司净	97	92	175	280	400

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	30%	40%	25%	25%	25%
营业利润	19%	-16%	117%	61%	43%
净利润	10%	-6%	91%	60%	43%
获利能力					
毛利率	32.7%	30.5%	28.5%	29.4%	29.4%
净利率	5.4%	3.6%	5.5%	7.0%	8.0%
ROE	10.8%	9.5%	15.7%	20.9%	24.2%
ROIC	12.0%	7.9%	12.3%	18.7%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	51.8%	54.4%	54.8%	55.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	1.4	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.4	1.1	1.4	1.4	1.4
营运能力					
资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
存货周转率	5.0	5.6	5.3	5.0	5.0
应收帐款周转率	13.5	14.2	14.6	16.2	16.2
应付帐款周转率	5.3	12.9	8.9	4.9	5.0
每股资料 (元)					
EPS	0.73	0.68	1.31	2.10	2.99
每股经营现金	1.41	1.58	0.35	2.81	3.61
每股净资产	6.75	7.17	8.31	10.02	12.38
每股股利	0.50	0.20	0.39	0.63	0.90
估值比率					
PE	45.4	48.8	25.4	15.8	11.1
PB	4.9	4.6	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	26.2	33.0	21.9	11.1	7.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师,在此申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌,本科就读于中国科技大学,博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所,曾在国泰君安研究所,海通证券研究所从事电子行业,中小盘研究。于2016年加盟招商证券研发中心,从事中小盘研究。2013年中小盘新财富最佳分析师第二名,2015年电子行业新财富最佳分析师第五名,2016年中小盘新财富最佳分析师第五名,2017年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

张景财,西南财经大学金融学硕士,于2016年加入招商证券研发中心,从事中小市值行业研究,2016年中小盘行业新财富第五名、2017年中小盘行业新财富第二名及水晶球第二名。

杨珏,上海交通大学数学系硕士,于2015年加入招商证券研发中心,从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。