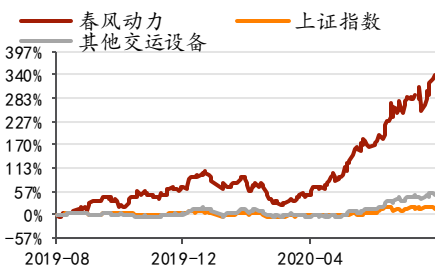


**投资评级：买入(维持)**
**春风动力(603129)**
**爆款新车放量，Q2业绩超预期**
**市场数据 2020-08-26**

收盘价(元)	110.00
一年内最低/最高(元)	23.50/112.60
市盈率	58.8
市净率	12.44

**基础数据**

净资产收益率(%)	18.22
资产负债率(%)	57.7
总股本(亿股)	1.34

**最近12月股价走势**

**联系信息**

<b>彭勇</b>	<b>分析师</b>
SAC证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	
<b>管正月</b>	<b>联系人</b>
gzy@ctsec.com	021-68592396

**相关报告**

- 《春风动力(603129):毛利率提高叠加退税, Q1业绩超预期》 2020-04-24
- 《春风动力(603129):内外销售兴旺, 双轮驱动业绩增长》 2020-04-22
- 《春风动力(603129):250SR发布价格, 产品线进一步完善》 2020-03-02

**● 事件:**

公司公告 2020 年中报, 1-6 月实现营业收入 17.8 亿元, 同比增长 9.0%; 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比增长 67.5%。经营活动产生的现金流量净额 3.4 亿元, 同比增长 93.0%。

**● 爆款新车放量, Q2 业绩好于市场预期**

公司 Q2 实现营业收入 11.6 亿, 同比增长 12.4%; 归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 40.9%。公司收入和业绩双增主要是因为新款车型的放量。2020 年上半年, 海外市场实现收入 9.9 亿元, 同比下滑 4.0%, 销售四轮车 2.4 万辆, 两轮车 0.3 万辆, 海外单车均价约为 3.7 万元, 得益于公司与海外渠道的及时沟通, 海外市场表现好于预期; 国内市场实现收入 7.9 亿元, 同比增长 31.3%, 累计销售两轮车 3.2 万辆, 四轮车 376 辆, 国内单车均价约为 2.5 万元, 主要是新车 250SR 上市后成为爆款, 提振了市场信心。公司大排量车型持续畅销, 2020 年上半年公司 250cc 以上(不含)中大排摩托车市场份额 14.8%, 市场份额较去年底提升 4.1 个百分点, 大排量行业龙头地位明显。

**● 产品结构优化, 盈利能力改善**

公司 Q2 毛利率 33.4%, 同比增加 0.5pct; 净利率 9.8%, 同比增加 2.0pct。公司盈利能力改善, 主要是新车型上量, 产品结构优化。受美国退税影响, 公司费用率下降, 2020 年上半年销售费用率 9.3% (同比-3.3pct), 主要是美国关税退税影响; 管理费用率 4.8% (同比+0.6pct), 研发费用率 5.3% (同比持平), 财务费用率-0.4% (同比-0.1pct)。

**● 盈利预测与投资建议**

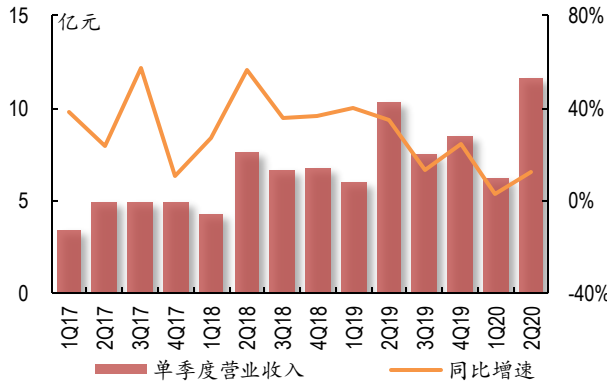
摩托车作为运输工具的时代逐渐远去, 休闲娱乐型产品消费时代已经来临, 春风作为自主中大排休闲娱乐摩托车龙头机会迎来长期成长机会。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.39/3.33/4.66 元, 对应 PE 为 46.1/33.1/23.6 倍, 维持公司“买入”评级。

**● 风险提示:新产品销售不及预期; 中美贸易战加剧; 行业竞争加剧风险; 宏观经济下行风险。**
**表 1:公司财务及预测数据摘要**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	2,545	3,242	4,053	5,269	6,586
增长率	40.0%	27.4%	25.0%	30.0%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万)	120	181	321	447	626
增长率	23.5%	50.6%	77.1%	39.4%	40.0%
每股收益(元)	0.89	1.35	2.39	3.33	4.66
市盈率(倍)	122.9	81.6	46.1	33.1	23.6

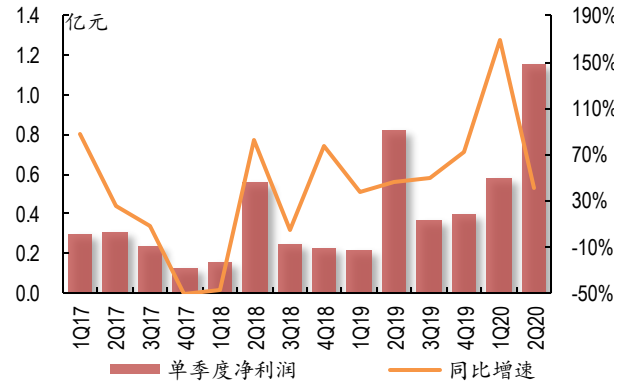
数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

图1：公司单季度营业收入及同比增速



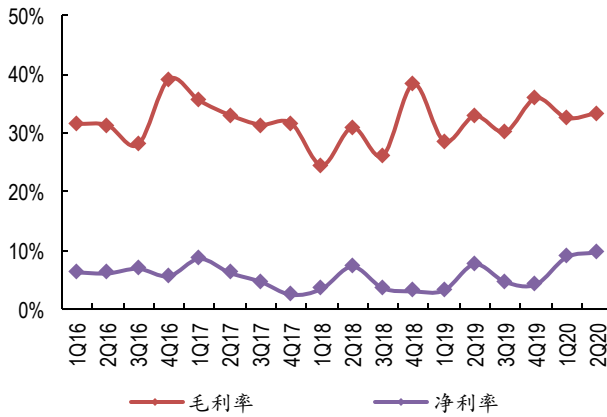
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图2：公司单季度归母净利润及同比增速



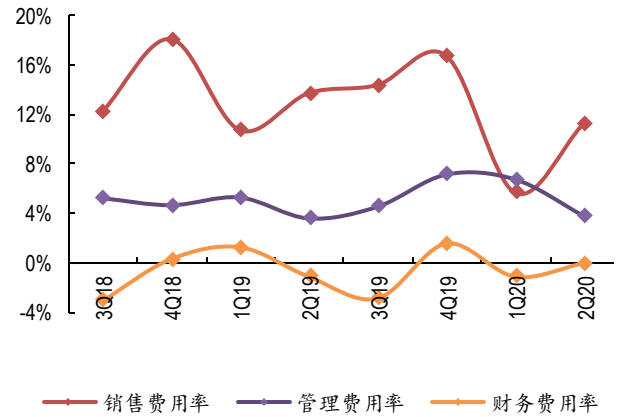
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图3：公司单季度毛利率及净利率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司单季度费用率



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,545</b>	<b>3,242</b>	<b>4,053</b>	<b>5,269</b>	<b>6,586</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,768	2,197	2,715	3,519	4,380	营业收入增长率	40.0%	27.4%	25.0%	30.0%	25.0%
营业税费	49	77	122	184	231	营业利润增长率	12.0%	52.9%	82.0%	39.0%	39.8%
销售费用	334	457	466	817	988	净利润增长率	23.5%	50.6%	77.1%	39.4%	40.0%
管理费用	113	163	223	316	382	EBITDA 增长率	107.4%	44.9%	-6.0%	41.1%	39.3%
财务费用	-29	-13	-12	-16	-18	EBIT 增长率	133.6%	49.9%	-15.5%	39.1%	40.7%
资产减值损失	16	-14	21	10	10	NOPLAT 增长率	-20.4%	84.0%	89.7%	39.1%	40.7%
加: 公允价值变动收益	2	2	-204	-	-	投资资本增长率	-34.2%	-100.8%	4947.2%	-145.9%	192.5%
投资和汇兑收益	-24	-1	5	5	5	净资产增长率	11.5%	6.8%	29.0%	20.6%	24.1%
<b>营业利润</b>	<b>114</b>	<b>175</b>	<b>319</b>	<b>443</b>	<b>619</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	4	2	3	3	3	毛利率	30.5%	32.2%	33.0%	33.2%	33.5%
<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>177</b>	<b>322</b>	<b>446</b>	<b>622</b>	营业利润率	4.5%	5.4%	7.9%	8.4%	9.4%
减: 所得税	-1	3	6	9	12	净利润率	4.7%	5.6%	7.9%	8.5%	9.5%
<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>321</b>	<b>447</b>	<b>626</b>	EBITDA/营业收入	10.8%	12.3%	9.3%	10.1%	11.2%
						EBIT/营业收入	9.5%	11.2%	7.6%	8.1%	9.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	587	727	1,308	1,455	1,702	固定资产周转天数	29	26	29	31	31
交易性金融资产	2	204	-	-	-	流动营业资本周转天数	-1	-36	-63	-67	-62
应收帐款	217	290	160	425	489	流动资产周转天数	204	186	183	177	172
应收票据	-	1	-	-	-	应收帐款周转天数	27	28	20	20	25
预付帐款	34	30	45	53	69	存货周转天数	44	43	40	40	43
存货	351	429	476	697	885	总资产周转天数	266	256	261	259	254
其他流动资产	333	154	299	262	239	投资资本周转天数	48	15	-5	-2	5
可供出售金融资产	127	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	17.4%	23.6%	27.1%	30.2%
长期股权投资	-	-	74	156	252	ROA	5.7%	6.9%	9.4%	10.3%	12.0%
投资性房地产	-	-	30	60	90	ROIC	21.0%	58.8%	-13662.4%	-376.6%	1155.1%
固定资产	209	260	395	520	623	<b>费用率</b>					
在建工程	86	159	214	281	364	销售费用率	13.1%	14.1%	11.5%	15.5%	15.0%
无形资产	118	140	265	378	478	管理费用率	4.4%	5.0%	5.5%	6.0%	5.8%
其他非流动资产	19	144	82	-54	-124	财务费用率	-1.1%	-0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
<b>资产总额</b>	<b>2,083</b>	<b>2,537</b>	<b>3,350</b>	<b>4,233</b>	<b>5,068</b>	三费/营业收入	16.5%	18.7%	16.7%	21.2%	20.5%
短期债务	1	-	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	378	623	765	1,034	1,083	资产负债率	51.8%	57.7%	58.7%	60.6%	59.2%
应付票据	510	600	833	1,025	1,287	负债权益比	107.5%	136.7%	142.2%	153.8%	144.9%
其他流动负债	170	198	291	421	526	流动比率	1.44	1.29	1.21	1.17	1.17
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.11	0.99	0.96	0.89	0.86
其他非流动负债	20	44	78	85	102	利息保障倍数	-8.42	-27.22	-26.50	-27.16	-33.44
<b>负债总额</b>	<b>1,079</b>	<b>1,465</b>	<b>1,967</b>	<b>2,565</b>	<b>2,998</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	39	32	26	16	-1	DPS(元)	0.33	0.40	0.85	1.13	1.55
股本	135	134	134	134	134	分红比率	36.7%	29.7%	35.8%	34.1%	33.2%
留存收益	874	1,017	1,223	1,518	1,936	股息收益率	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%
<b>股东权益</b>	<b>1,003</b>	<b>1,072</b>	<b>1,383</b>	<b>1,668</b>	<b>2,070</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	0.89	1.35	2.39	3.33	4.66
净利润	119	174	321	447	626	BVPS(元)	7.18	7.74	10.10	12.29	15.41
加: 折旧和摊销	35	39	68	103	137	PE(X)	122.9	81.6	46.1	33.1	23.6
资产减值准备	16	27	21	10	10	PB(X)	15.3	14.2	10.9	8.9	7.1
公允价值变动损失	-2	-2	-204	-	-	P/FCF	56.5	32.7	34.4	51.9	28.0
财务费用	-7	-5	-12	-16	-18	P/S	5.8	4.6	3.6	2.8	2.2
投资收益	24	1	-5	-5	-5	EV/EBITDA	51.2	34.4	35.5	24.9	17.4
少数股东损益	-1	-7	-6	-10	-17	CAGR(%)	54.4%	51.9%	47.9%	54.4%	51.9%
营运资金的变动	143	293	412	197	162	PEG	2.3	1.6	1.0	0.6	0.5
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>213</b>	<b>424</b>	<b>596</b>	<b>726</b>	<b>895</b>	ROIC/WACC	2.0	5.6	-1,301.2	-35.9	110.0
投资活动产生现金流量	-182	-183	-23	-442	-458	REP	26.2	-1,114.9	0.1	-7.2	0.8
融资活动产生现金流量	16	-115	8	-137	-190						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。