

强烈推荐-A (维持)

春风动力 603129.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 128.5 元  
 2020年09月08日

中报利润超预期, Q3预计收入利润同比大幅向好

基础数据

上证综指	3293
总股本(万股)	13438
已上市流通股(万股)	13407
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	172
每股净资产(MRQ)	8.8
ROE(TTM)	21.1
资产负债率	56.6%
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	31	201	395
相对表现	32	189	377



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《春风动力(603129)一疫情是危也是机》2020-04-24
- 2、《春风动力(603129)一消费升级与出口替代进行时,业绩快速增长》2019-12-31
- 3、《春风动力(603129)一利润超预期,维持强烈推荐评级》2019-10-25

董瑞斌

021-68407847  
 dongruibin@cmschina.com.cn  
 S1090516030002

张景财

zhangjingcai@cmschina.com.cn  
 S1090516070002

1.20H1 收入 17.82 亿元, 增 8.98%; 净利润 1.74 亿元, 同比增 67.51%; 毛利率 33.07% 同比增 1.77pt; 销售费用率 9.33%, 同比减 3.27pt; 管理费用率 4.79%, 同比增 0.6pt; 财务费用率-0.43%, 同比减 0.16pt。2.北美子公司 CFP 净利润 6525 万元, 同比增 87.6%。3.单 Q2 收入 11.59 亿元, 同比增 12.36%; 净利润 1.16 亿元, 同比增 40.94%; 毛利率 33.35%, 同比增 0.48pt; 销售费用率 11.28%, 同比减 2.41%; 管理费用率 3.75%, 增 0.19pt; 研发费用率 3.78%, 减 1.13pt;

压力测试已过, Q3 进入爆发期。受海外疫情影响, Q2 全地形车出口下滑约 18%, 进入 Q3 全地形车 7 月出口同比增 47%, 海外情况已经开始显著反弹。2 轮车方面, 根据协会数据前 6 个月累计增长 47.7%, Q2 单季度出货量在 2.3 万台左右, 比去年同期增速大于 80%, 7 月份单月出货量增速为 127%, Q3 进入爆发阶段。

关税对公司利润影响较为显著, 市占率提升逻辑继续。子公司 CFP 净利润同比高增, 考虑到海外出货量同比下滑 18%, 则关税贡献量较大, 大致计算结果为 3000 万左右。目前北美市占率约 2%, 后续有望扩张到双位数, 还有很大空间。

国内大排量摩托车空间广阔, 公司竞争优势明显。行业协会预测未来 5 年行业会有 5 倍增长, 目前国内形成春风、钱江、隆鑫三叉戟, 公司基因优良, 继 250NK 成为大爆款后, 250SR、700CLX 都将延续火爆趋势, 后续公司竞争优势将延续, 可享受行业高增。

毛利率显著超预期。19 年四轮车毛利率为 36%, 二轮车为 28%, Q2 毛利率上升 1.77pt, 考虑到国内占比的快速提升, 可以看出公司二轮车毛利率在显著提升, 推测与规模效应以及产品结构优化有关。随着大单品持续爆发以及销售量快速增长, 预计毛利率还将维持增长态势。

海外与国内均超预期, 上调 20/21/22 年净利润至 3.38/4.62/6.52 亿元, 维持强烈推荐-A 评级。赛道清晰, 竞争壁垒清晰, 看好公司未来发展。

风险提示: 1.关税豁免不能延续。2.疫情发展超预期。3.中美贸易摩擦加剧。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2545	3242	4139	6434	8410
同比增长	40%	27%	28%	55%	31%
营业利润(百万元)	114	175	329	552	829
同比增长	-7%	53%	88%	68%	50%
净利润(百万元)	120	181	338	462	652
同比增长	1%	51%	87%	37%	41%
每股收益(元)	0.89	1.35	2.52	3.44	4.85
PE	143.8	95.4	51.0	37.4	26.5
PB	17.9	16.6	13.0	10.1	7.7

资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1524	1835	2407	3662	4990
现金	587	727	1093	1763	2604
交易性投资	2	204	204	204	204
应收票据	0	1	1	2	3
应收款项	217	290	347	539	705
其它应收款	14	12	16	25	32
存货	351	429	527	791	1003
其他	352	172	219	338	440
<b>非流动资产</b>	559	702	732	759	783
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	209	260	306	347	384
无形资产	118	140	126	113	102
其他	232	302	300	299	297
<b>资产总计</b>	<b>2083</b>	<b>2537</b>	<b>3138</b>	<b>4421</b>	<b>5773</b>
<b>流动负债</b>	1059	1421	1751	2573	3231
短期借款	1	0	0	0	0
应付账款	888	1223	1532	2301	2916
预收账款	73	84	106	159	201
其他	97	114	114	114	114
<b>长期负债</b>	20	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	44	44	44	44
<b>负债合计</b>	<b>1079</b>	<b>1465</b>	<b>1795</b>	<b>2617</b>	<b>3275</b>
股本	135	134	134	134	134
资本公积金	587	529	529	529	529
留存收益	243	377	662	1040	1571
少数股东权益	39	32	19	100	263
归属于母公司所有者权益	965	1040	1325	1704	2234
<b>负债及权益合计</b>	<b>2083</b>	<b>2537</b>	<b>3138</b>	<b>4421</b>	<b>5773</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	213	424	463	796	1005
净利润	120	181	338	462	652
折旧摊销	35	39	44	47	49
财务费用	(7)	(5)	(10)	(10)	(10)
投资收益	24	1	(23)	(23)	(23)
营运资金变动	43	219	119	218	156
其它	(3)	(12)	(5)	102	181
<b>投资活动现金流</b>	(182)	(183)	(53)	(53)	(53)
资本支出	(131)	(169)	(76)	(76)	(76)
其他投资	(52)	(13)	23	23	23
<b>筹资活动现金流</b>	16	(115)	(44)	(73)	(111)
借款变动	12	(50)	0	0	0
普通股增加	1	(0)	0	0	0
资本公积增加	5	(58)	0	0	0
股利分配	(40)	(44)	(54)	(83)	(121)
其他	37	38	10	10	10
<b>现金净增加额</b>	<b>46</b>	<b>126</b>	<b>366</b>	<b>670</b>	<b>841</b>

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2545	3242	4139	6434	8410
营业成本	1768	2197	2751	4132	5237
营业税金及附加	49	77	98	153	200
营业费用	334	457	476	869	1135
管理费用	113	163	208	324	423
研发费用	163	183	290	418	589
财务费用	(29)	(13)	(10)	(10)	(10)
资产减值损失	(16)	(27)	(20)	(20)	(30)
公允价值变动收益	2	2	2	2	2
其他收益	7	22	22	22	22
<b>投资收益</b>	(25)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	114	175	329	552	829
营业外收入	4	5	5	5	5
<b>营业外支出</b>	0	2	2	2	2
利润总额	118	177	332	554	831
所得税	(1)	3	6	11	16
少数股东损益	(1)	(7)	(13)	82	163
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>338</b>	<b>462</b>	<b>652</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	40%	27%	28%	55%	31%
营业利润	-7%	53%	88%	68%	50%
净利润	1%	51%	87%	37%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.5%	32.2%	33.5%	35.8%	37.7%
净利率	4.7%	5.6%	8.2%	7.2%	7.8%
ROE	12.5%	17.4%	25.5%	27.1%	29.2%
ROIC	8.6%	14.8%	23.3%	29.5%	32.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	51.8%	57.7%	57.2%	59.2%	56.7%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.4	1.5
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.2	1.3	1.3	1.5	1.5
存货周转率	5.6	5.6	5.8	6.3	5.8
应收帐款周转率	14.2	12.8	12.9	14.5	13.5
应付帐款周转率	2.3	2.1	2.0	2.2	2.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.89	1.35	2.52	3.44	4.85
每股经营现金	1.58	3.15	3.44	5.92	7.48
每股净资产	7.17	7.74	9.86	12.68	16.63
每股股利	0.33	0.40	0.62	0.90	1.34
<b>估值比率</b>					
PE	143.8	95.4	51.0	37.4	26.5
PB	17.9	16.6	13.0	10.1	7.7
EV/EBITDA	158.8	96.2	49.5	30.5	20.7

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

## 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。

**张景财**，西南财经大学金融学硕士，于 2016 年加入招商证券研究发展中心，中小盘团队核心成员，获得 2016 年中小盘新财富最佳分析师第 5 名，2017 年第 2 名。

## 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，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见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，任何机构和个人均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。