

2020年02月22日

专注消费升级 引领机车文化

春风动力(603129)

分析判断:

深耕动力产业，聚焦全地形车与中大排量摩托车

公司专注于以发动机为核心的全地形车及摩托车（2018年营收占比60%、31%）的研发、生产和销售，其中：1）全地形车：产品全面布局ATV（CForce系列）、UTV（UForce）和SSV（ZForce）3个细分市场，覆盖400~1000cc排量段；公司的全地形车产品以出口为主，2019H1出口市场份额高达75%，在欧洲市场份额领先，行业龙头地位稳固；2）摩托车：产品主打250cc以上中大排量车型，覆盖街车、巡航、摩旅、复古等细分市场，主要满足运动、竞技、休闲需求；2019H1公司250cc以上排量跨骑式摩托车国内市场份额近18%，位居行业前二。

全地形车：出口绝对龙头，市场空间广阔

目前北美和欧洲等发达经济体是全地形车的主要消费地，国内受限于消费水平和交通法规，全地形车消费尚处于萌芽阶段。公司是国内第一、全球第七大全地形车生产商，2019H1出口全地形车28,039辆，出口市场份额高达75%，并在德国、英国、瑞士、俄罗斯等多个欧洲国家市场份额领先；目前已在美国设立销售、财务公司，积极突破第一大市场。公司预计2020年全球全地形车销量将突破160万辆，对应市场空间约1,000亿元，公司目前全球市占率仅2%左右，提升空间广阔。

摩托车：自主研发与合资结合，引领中高端需求

得益于居民消费水平的提升，及禁、限摩政策总体放松，国内摩托车休闲娱乐需求兴起，中大排量摩托车销量快速增长，2019H1 250cc以上跨骑式两轮摩托车销量同比增长27%。公司以中大排量水冷动力为核心技术，摩托车产品定位中高端，主打250cc、400cc和650cc等排量段。2014年，公司自主研发的CF650G成为中国国宾护卫队专用车型，技术水平和市场地位可见一斑。公司与达喀尔拉力赛冠军、奥地利老牌摩托车企KTM关系深厚，2014年以CKD模式引入200DUKE、390DUKE两款车型，2017年成立合资公司春风凯特摩，2018年完成KTM 1.17%股权收购，合资公司产能达产后有望引入KTM的800cc等大排量车型，进一步提升公司在高端摩托车领域的市场地位。

投资建议

公司在全地形车领域国内绝对龙头地位稳固，美国等市场的业务拓展有望持续贡献增量；国内中大排量摩托车需求刚刚

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	54.60
最新收盘价:	47.94
股票代码:	603129
52周最高价/最低价:	51.84/18.07
总市值(亿)	64.42
自由流通市值(亿)	31.45
自由流通股数(百万)	65.60



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

兴起，渗透率与欧美发达经济体相比提升空间广阔，公司将自主研发与合资相结合，持续受益于休闲娱乐摩托车市场的快速成长。

预计公司 2019-21 年的 EPS 为 1.35/1.95/2.70 元，当前股价对应 PE 为 35.4/24.5/17.8x，考虑到公司全线产品聚焦消费升级，成长性高，给予 2020 年 28 倍 PE 估值，对应目标价 54.60 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

禁、限摩政策收紧导致摩托车需求下滑，合资公司春风凯特摩产能建设、车型引入进度低于预期，中美贸易摩擦导致美国全地形车市场拓展不达预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1817.83	2545.46	3291.79	4329.04	5557.18
YoY (%)	29.75	40.03	29.32	31.51	28.37
归母净利润(百万元)	97.41	120.25	182.03	262.58	362.82
YoY (%)	10.35	23.45	51.38	44.25	38.18
毛利率 (%)	32.66	30.54	30.95	31.57	32.20
每股收益 (元)	0.72	0.89	1.35	1.95	2.70
ROE (%)	10.82	12.47	15.49	18.26	20.15
市盈率	66.14	53.58	35.39	24.54	17.76

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2545.46	3291.79	4329.04	5557.18	净利润	118.79	176.49	257.43	359.23
YoY (%)	40.03%	29.32%	31.51%	28.37%	折旧和摊销	34.81	0.00	0.00	0.00
营业成本	1768.06	2272.98	2962.40	3767.75	营运资金变动	28.05	48.79	147.22	171.23
营业税金及附加	48.86	77.36	101.73	130.59	经营活动现金流	212.57	222.58	397.55	523.70
销售费用	334.30	432.32	568.55	729.84	资本开支	-127.41	-0.27	-0.27	-0.27
管理费用	113.26	139.90	183.98	236.18	投资	-144.10	0.00	0.00	0.00
财务费用	-28.76	-8.76	-12.67	-18.77	投资活动现金流	-182.45	9.11	9.11	9.11
资产减值损失	15.99	6.36	1.96	2.30	股权募资	55.42	0.00	0.00	0.00
投资收益	-24.30	9.38	9.38	9.38	债务募资	1.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	114.49	202.24	295.61	413.04	筹资活动现金流	15.98	28.92	-0.05	-0.05
营业外收支	3.72	1.35	1.35	1.35	现金净流量	46.10	260.61	406.61	532.76
利润总额	118.21	203.59	296.96	414.39	主要财务指标				
所得税	-0.58	27.10	39.53	55.15	成长能力 (%)				
净利润	118.79	176.49	257.43	359.23	营业收入增长率	40.03%	29.32%	31.51%	28.37%
归属于母公司净利润	120.25	182.03	262.58	362.82	净利润增长率	23.45%	51.38%	44.25%	38.18%
YoY (%)	23.45%	51.38%	44.25%	38.18%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.89	1.35	1.95	2.70	毛利率	30.54%	30.95%	31.57%	32.20%
资产负债表 (百万元)					净利率	4.67%	5.36%	5.95%	6.46%
货币资金	587.48	848.09	1254.70	1787.46	总资产收益率 ROA	5.77%	7.49%	8.60%	9.45%
预付款项	33.68	43.29	56.43	71.77	净资产收益率 ROE	12.47%	15.49%	18.26%	20.15%
存货	350.82	403.85	526.34	669.42	偿债能力 (%)				
其他流动资产	551.78	575.64	656.11	751.39	流动比率	1.44	1.56	1.59	1.65
流动资产合计	1523.75	1870.88	2493.57	3280.04	速动比率	1.08	1.19	1.22	1.27
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.55	0.71	0.80	0.90
固定资产	209.13	209.13	209.13	209.13	资产负债率	51.82%	50.25%	51.96%	52.45%
无形资产	118.12	118.12	118.12	118.12	经营效率 (%)				
非流动资产合计	558.81	558.81	558.81	558.81	总资产周转率	1.35	1.46	1.58	1.61
资产合计	2082.56	2429.68	3052.38	3838.84	每股指标 (元)				
短期借款	1.00	1.00	1.00	1.00	每股收益	0.89	1.35	1.95	2.70
应付账款及票据	888.34	980.80	1278.29	1625.80	每股净资产	7.18	8.75	10.70	13.40
其他流动负债	170.01	219.20	286.98	366.70	每股经营现金流	1.58	1.66	2.96	3.90
流动负债合计	1059.34	1201.00	1566.27	1993.50	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	19.80	19.80	19.80	19.80	PE	53.58	35.39	24.54	17.76
非流动负债合计	19.80	19.80	19.80	19.80	PB	2.23	4.84	3.95	3.16
负债合计	1079.14	1220.80	1586.07	2013.30					
股本	134.60	134.60	134.60	134.60					
少数股东权益	38.92	33.38	28.23	24.63					
股东权益合计	1003.42	1208.88	1466.31	1825.55					
负债和股东权益合计	2082.56	2429.68	3052.38	3838.84					

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。