

**投资评级：买入(维持)**
**春风动力(603129)**
**目标价:54.0元**
**休娱兴起，摩托春风已至**
**市场数据 2019-11-13**

收盘价(元)	39.88
一年内最低/最高(元)	15.13/39.88
市盈率	21.4
市净率	2.76

**基础数据**

净资产收益率(%)	12.90
资产负债率(%)	51.8
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**

- 1 《春风动力(603129):三季报符合预期,盈利能力持续提升》 2019-10-25
- 2 《春风动力(603129):关税排除缓解增长隐忧,休娱摩托迎春风》 2019-09-26
- 3 《春风动力(603129):春风吹,战鼓擂,休娱摩托谁怕谁?》 2019-09-24

**● 事件:**

11月13日,春风动力尾盘涨停,突破前期高点,再创年内新高,收盘价39.88元。

**● 美国业务高速增长无虞,贸易战缓和解除隐忧**

公司三季度收入放缓主要是欧洲法规切换和休假季导致许可证发放延迟,业绩增速回落,美国市场Q3仍然保持高速增长。公司出口业务的收入占比约60%,其中美国市场贡献30%,主要销售的产品是全地形车,受中美贸易战影响,公司去年被加征25%关税,引发市场对其业绩的担忧。9月底,中美贸易战缓和,公司ATV产品(占出口美国产品的80%左右)被排除关税名单,消除业绩隐忧。公司深耕美国市场数年,相比美国市场其他外国品牌的全地形车产品,公司价格与渠道优势明显,市场份额稳步提升,公司美国业务高速增长有望持续。

**● 消费春风已至,大排量休娱摩托崛起**

公司国内销售的摩托车以大排量的两轮休闲摩托为主,“CFMOTO”品牌深得国内摩托爱好者的喜爱。随着居民收入水平提升,国内休娱摩托消费兴起,2019年1-9月我国250cc以上排量摩托车销量同比增长35.2%,国内厂商迎来发展机遇。公司1-9月国内250cc以上的摩托车实现累计销量2.4万辆,同比增长40.2%,好于行业表现。此外,今年公司大排量、高价格车型旺销,产品结构优化,上半年国内两轮摩托车销售均价由2.1万元提升至2.8万元,公司国内业务实现量价齐升。公司深度绑定全球知名摩托制造商KTM,合资建设KTM辐射全球的生产基地(公司持股51%),并共同研发统一生产平台,不断提升公司的产品竞争力。

**● 盈利预测及投资建议**

公司作为国内全地形车龙头、两轮大批量摩托车领先制造商,海外与国内业务双双发力,保障公司业绩持续高速增长,预计公司2019-2021年EPS分别为1.41/1.95/2.70元,对应PE为28.3/20.5/14.8倍,给予公司2021年20倍PE,目标价上调至54.0元,维持“买入”评级

**● 风险提示:中美贸易战不确定风险;市场开拓不及预期。**
**表 1:公司财务及预测数据摘要**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	1818	2545	3309	4368	5897
增长率	29.7%	40.0%	30.0%	32.0%	35.0%
归属母公司股东净利润(百万)	97	120	190	261	363
增长率	10.4%	23.5%	57.7%	37.9%	38.8%
每股收益(元)	0.72	0.89	1.41	1.95	2.70
市盈率(倍)	55.0	44.6	28.3	20.5	14.8

数据来源:贝格数据,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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1818</b>	<b>2545</b>	<b>3309</b>	<b>4368</b>	<b>5897</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1224	1768	2283	2970	3980	营业收入增长率	29.7%	40.0%	30.0%	32.0%	35.0%
营业税费	53	49	93	122	165	营业利润增长率	18.8%	12.0%	76.5%	38.6%	39.4%
销售费用	220	334	397	524	649	净利润增长率	10.4%	23.5%	57.7%	37.9%	38.8%
管理费用	210	113	364	480	708	EBITDA 增长率	32.1%	107.4%	-25.2%	50.4%	41.4%
财务费用	15	-29	-33	-11	3	EBIT 增长率	41.8%	133.6%	-30.2%	59.1%	46.2%
资产减值损失	11	16	5	5	5	NOPLAT 增长率	61.1%	-20.4%	80.5%	59.1%	46.2%
加: 公允价值变动收益	0	2	-1	0	0	投资资本增长率	602.2%	-34.2%	186.0%	-12.0%	15.3%
投资和汇兑收益	3	-24	3	3	3	净资产增长率	132.3%	11.5%	10.8%	23.8%	26.6%
<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>114</b>	<b>202</b>	<b>280</b>	<b>391</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	3	4	4	4	4	毛利率	32.7%	30.5%	31.0%	32.0%	32.5%
<b>利润总额</b>	<b>105</b>	<b>118</b>	<b>206</b>	<b>284</b>	<b>395</b>	营业利润率	5.6%	4.5%	6.1%	6.4%	6.6%
减: 所得税	8	-1	16	23	32	净利润率	5.4%	4.7%	5.7%	6.0%	6.2%
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>120</b>	<b>190</b>	<b>261</b>	<b>363</b>	EBITDA/营业收入	7.3%	10.8%	6.2%	7.1%	7.4%
						EBIT/营业收入	5.7%	9.5%	5.1%	6.2%	6.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	480	587	430	1149	1428	固定资产周转天数	42	29	22	15	11
交易性金融资产	0	2	1	1	1	<b>流动营业资本周转天数</b>	-8	-1	13	26	19
应收帐款	161	217	261	346	440	流动资产周转天数	208	204	195	214	221
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	29	27	26	25	24
预付帐款	29	34	55	60	94	存货周转天数	48	44	48	48	47
存货	277	351	537	618	930	总资产周转天数	266	266	249	251	249
其他流动资产	411	333	773	966	1207	投资资本周转天数	46	48	57	60	45
可供出售金融资产	0	127	0	0	0	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	0	0	0	0	0	ROE	10.8%	12.5%	17.7%	19.6%	21.4%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROA	5.8%	5.7%	7.6%	7.3%	8.0%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	185.4%	21.0%	57.7%	32.1%	53.3%
固定资产	207	209	191	179	174	<b>费用率</b>					
在建工程	31	86	96	106	116	销售费用率	12.1%	13.1%	12.0%	12.0%	11.0%
无形资产	75	118	130	140	132	管理费用率	11.5%	4.4%	11.0%	11.0%	12.0%
其他非流动资产	10	19	22	27	29	财务费用率	0.8%	-1.1%	-1.0%	-0.3%	0.0%
<b>资产总额</b>	<b>1682</b>	<b>2083</b>	<b>2495</b>	<b>3592</b>	<b>4552</b>	三费/营业收入	24.4%	16.5%	22.0%	22.7%	23.0%
短期债务	0	1	112	478	497	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	295	378	535	669	967	资产负债率	46.5%	51.8%	55.4%	61.7%	61.7%
应付票据	363	510	606	879	1155	负债权益比	86.9%	107.5%	124.4%	160.8%	161.0%
其他流动负债	113	170	118	176	177	流动比率	1.76	1.44	1.50	1.43	1.47
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.40	1.11	1.11	1.14	1.13
其他非流动负债	12	20	12	12	12	利息保障倍数	6.96	-8.42	-5.12	-24.09	141.62
<b>负债总额</b>	<b>782</b>	<b>1079</b>	<b>1383</b>	<b>2215</b>	<b>2808</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	0	39	41	45	49	DPS(元)	0.30	0.33	-	-	-
股本	133	135	134	134	134	分红比率	41.1%	36.7%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	774	874	937	1198	1561	股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>900</b>	<b>1003</b>	<b>1112</b>	<b>1377</b>	<b>1744</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.72	0.89	1.41	1.95	2.70
净利润	97	119	190	261	363	BVPS(元)	6.70	7.18	7.97	9.91	12.62
加: 折旧和摊销	30	35	37	41	45	PE(X)	55.0	44.6	28.3	20.5	14.8
资产减值准备	11	16	0	0	0	PB(X)	6.0	5.6	5.0	4.0	3.2
公允价值变动损失	0	-2	-1	0	0	P/FCF	-19.5	20.5	-26.7	7.4	19.3
财务费用	15	-7	-33	-11	3	P/S	2.9	2.1	1.6	1.2	0.9
投资收益	-3	24	-3	-3	-3	EV/EBITDA	36.3	17.0	24.6	15.2	10.1
少数股东损益	0	-1	0	0	0	CAGR(%)	39.0%	45.1%	29.0%	39.0%	45.1%
营运资金的变动	-320	143	-502	97	-109	PEG	1.4	1.0	1.0	0.5	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>188</b>	<b>213</b>	<b>-312</b>	<b>386</b>	<b>299</b>	ROIC/WACC	17.6	2.0	5.5	3.0	5.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-453</b>	<b>-182</b>	<b>92</b>	<b>-47</b>	<b>-39</b>	REP	0.7	8.7	1.2	2.3	1.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>389</b>	<b>16</b>	<b>63</b>	<b>380</b>	<b>20</b>						

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。