

携手哈雷成立合资公司 战略合作加速兑现

钱江摩托(000913)

事件概述

公司拟与 Harley-Davidson Motor Company Group, LLC (以下简称“哈雷”) 合资设立浙江华美机车有限公司, 注册资本 250 万美元, 公司与哈雷出资比例分别 80%、20%, 加速目标摩托车 (338CC 排量、500CC 排量及双方一致书面约定的摩托车) 量产落地。

分析判断:

▶ 同哈雷成立合资公司 加速目标摩托车量产落地

合资公司注册资本 250 万美元, 钱江与哈雷出资比例分别 80%、20%, 注册地址为浙江省温岭市, 主要从事内燃发动机摩托车制造、组装和销售以及提供配套服务, 主要目的为: 1) 生产和组装拟在中国市场销售的目标摩托车 (系指双方合作的 338CC 排量、500CC 排量摩托车及双方一致书面约定的摩托车); 2) 以合资公司的名义申请摩托车生产销售所需必要中国认证 (包括但不限于工信部批准); 3) 向钱江或其关联方销售目标摩托车, 且这些目标摩托车应进一步独家销售给哈雷在中国的指定子公司。

2019 年 6 月、2020 年 9 月, 公司先后两次同哈雷签署独家战略合作协议, 约定共同开发两种不同的哈雷品牌摩托车 (分别 338CC 和 500CC), 以抓住中国市场的特定机会以及亚洲其他市场可能存在的特定机会。我们认为本次合资公司的设立是双方合作的进一步加深, 有助于加速目标摩托车量产落地。浅层次来看, 同国际头部摩托车企业哈雷合作有助提升公司业绩, 但我们认为更重要的是对公司品牌力、营销水平、生产制造以及渠道管理能力的提升 (钱江将被标识为目标摩托车制造商; 钱江优质销售点可被哈雷选定为零售分销点), 从而助力公司做大做强主业。

▶ 新品牌 QJMOTOR 蓄势待发 产品大周期开启

中大排量摩托车销量和业绩贡献的快速增长是公司当前核心看点, 2020 年 5 月, 公司顺应国潮推出新品牌 QJMOTOR, 凭借收购贝纳利 15 年以来在动力总成、车型设计方面积累, QJMOTOR 品牌快速投放追、逸、闪、赛、骁 5 大车系、8 款车型, 其中四缸仿赛车型赛 600 售价仅 5 万, 同级别几无竞品。2021 年 QJMOTOR 开启新一轮产品周期, 预计将有 7-8 款新车上市, 仿赛车系赛 350 与赛 250 在相近中排量车型中性能优越、外观突出, 爆款潜质充分。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	27.60
最新收盘价:	14.59
股票代码:	000913
52 周最高价/最低价:	32.1/13.0
总市值(亿)	66.17
自由流通市值(亿)	66.17
自由流通股数(百万)	453.54



分析师: 崔琰

邮箱: cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006

相关研究

- 【华西汽车】钱江摩托(000913)2021半年报
点评: Q2 业绩符合预期 QJMOTOR 产品周期开启
2021.08.30
- 【华西汽车】钱江摩托(000913)深度研究报告
报告: 厚积薄发 国潮机车实力派 20210530
2021.05.31
- 【华西汽车】钱江摩托(000913)2020&2021Q1
点评: 新品周期开启 期待 QJMOTOR 发力
2021.04.29

考虑到行业目前正处于快速扩充红利期，投放大量与贝纳利品牌成熟车型同平台的新车型，有助于公司抢占更多市场份额，巩固市场地位。同时，贝纳利与 QJMOTOR 品牌将形成高低搭配：1) 贝纳利品牌高度进一步提升，中长期回归欧系一线；2) QJMOTOR 品牌顺应国潮，价格下探，直面 CFMOTO、无极 VOGUE 竞争。

► 治理结构持续改善 聚焦摩托主业拖累因素消除

2016 年温岭国资将 30%股权转让给吉利，公司完成从国企到民企转变，吉利方面现逐步加强管控。2020 年以来公司加大对渠道端改革力度：1) 贝纳利渠道多家合资公司变更为办事处，由公司直管并切换为直供模式；2) QJMOTOR 渠道重新招商，2021 年全国范围内一级经销商有望增加至 100 家以上，充分挖掘潜在市场。

吉利接手后要求公司聚焦摩托车主业：1) 锂电业务：现已停产，2021 年一季度被法院裁定重整而不再纳入并表范围，应收款还原约 1.01 亿元，未来将视重整进度进行计提，但拖累程度有限，未来将逐步消除；2) 房地产：2019 年竣工，销售完成后终止；3) 半导体封装、电控不再投入资源。

投资建议

维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收 47.30/59.81/74.27 亿元，归母净利润 4.01/6.27/8.23 亿元，EPS 0.89/1.38/1.82 元，对应 2021 年 9 月 14 日 14.59 元/股收盘价，PE 分别为 16/11/8 倍。鉴于国内中大排量摩托车市场快速扩容，给予 2022 年 20x PE，目标价维持 27.60 元，维持“买入”评级。

风险提示

禁、限摩政策收紧导致国内摩托车需求下滑；外资品牌新车型大量引入导致市场竞争加剧；QJMOTOR 新品牌市场拓展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,785	3,612	4,730	5,981	7,427
YoY (%)	22.5%	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
归母净利润(百万元)	228	240	401	627	823
YoY (%)	259.8%	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%
毛利率 (%)	23.0%	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
每股收益(元)	0.50	0.53	0.89	1.38	1.82
ROE	8.4%	8.7%	12.4%	16.9%	19.0%
市盈率	29.03	27.63	16.48	10.56	8.04

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)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,612	4,730	5,981	7,427	净利润	197	319	614	807
YoY(%)	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%	折旧和摊销	94	80	79	79
营业成本	2,597	3,491	4,280	5,299	营运资金变动	167	-37	183	12
营业税金及附加	179	224	281	342	经营活动现金流	503	337	859	874
销售费用	116	151	173	208	资本开支	-102	-126	-126	-126
管理费用	181	218	269	327	投资	148	0	0	0
财务费用	41	-39	-52	-68	投资活动现金流	65	89	-97	-89
资产减值损失	-92	-192	-15	-15	股权募资	5	0	0	0
投资收益	-19	234	30	37	债务募资	100	0	0	0
营业利润	302	409	817	1,074	筹资活动现金流	-545	-130	-200	-260
营业外收支	-23	2	2	2	现金净流量	-22	296	562	524
利润总额	279	411	819	1,076	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	82	93	205	269	成长能力 (%)				
净利润	197	319	614	807	营业收入增长率	-4.5%	30.9%	26.4%	24.2%
归属于母公司净利润	240	401	627	823	净利润增长率	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%
YoY(%)	5.1%	67.6%	56.1%	31.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.53	0.89	1.38	1.82	毛利率	28.1%	26.2%	28.4%	28.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	5.4%	6.7%	10.3%	10.9%
货币资金	1,145	1,441	2,003	2,527	总资产收益率 ROA	5.2%	7.2%	9.5%	10.5%
预付款项	115	155	190	235	净资产收益率 ROE	8.7%	12.4%	16.9%	19.0%
存货	927	1,246	1,527	1,891	偿债能力 (%)				
其他流动资产	914	1,158	1,164	1,395	流动比率	1.72	1.68	1.68	1.69
流动资产合计	3,101	4,000	4,884	6,049	速动比率	1.14	1.09	1.09	1.10
长期股权投资	289	289	289	289	现金比率	0.64	0.60	0.69	0.71
固定资产	741	704	682	674	资产负债率	41.9%	45.0%	46.1%	47.2%
无形资产	123	167	208	248	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,522	1,607	1,705	1,815	总资产周转率	0.78	0.84	0.91	0.94
资产合计	4,623	5,607	6,589	7,864	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.53	0.89	1.38	1.82
应付账款及票据	1,271	1,708	2,094	2,593	每股净资产	6.05	7.12	8.17	9.55
其他流动负债	530	674	808	977	每股经营现金流	1.11	0.74	1.89	1.93
流动负债合计	1,801	2,383	2,902	3,570	每股股利	0.00	0.29	0.44	0.57
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	138	138	138	138	PE	27.63	16.48	10.56	8.04
非流动负债合计	138	138	138	138	PB	4.23	2.05	1.79	1.53
负债合计	1,939	2,521	3,040	3,708					
股本	454	454	454	454					
少数股东权益	-62	-145	-157	-173					
股东权益合计	2,684	3,086	3,549	4,156					
负债和股东权益合计	4,623	5,607	6,589	7,864					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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。