

高端装备制造与新材料研究中心

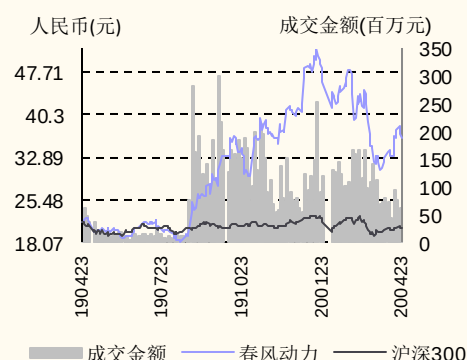
春风动力 (603129.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 36.09 元
 目标价格 (人民币): 45.00-45.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.34
已上市流通 A 股(亿股)	.66
总市值(亿元)	48.50
年内股价最高最低(元)	38.24/30.85
沪深 300 指数	3830
上证指数	2838



相关报告

1. 《顺应欧美消费升级, 春风动力“春风得意”-春风动力》, 2020.3.12

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002
 wanghuajun@gjzq.com.cn

丁健 分析师 SAC 执业编号: S1130519060005
 ding_jian@gjzq.com.cn

关税退回增厚业绩; 国内业务将对冲外需压力

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.893	1.350	1.848	2.177	2.797
每股净资产(元)	7.17	7.74	8.17	8.35	8.57
每股经营性现金流(元)	1.58	3.05	3.94	4.52	4.48
市盈率(倍)	17.89	26.74	19.00	16.00	13.00
净利润增长率(%)	23.45%	50.84%	36.92%	17.77%	28.50%
净资产收益率(%)	12.47%	17.44%	7.12%	7.70%	8.47%
总股本(百万股)	134.60	134.39	134.38	134.38	134.38

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件:

- 公司发布公告, 2019 年实现收入 32.4 亿元, 同比增长 27%, 实现净利润 1.8 亿元, 同比增长 50%; 2020 年第一季度, 公司实现收入 6.2 亿元, 同比增长 3%; 实现净利润为 5782 万元, 同比增长 170%。

简评:

- **Q1 关税退回增厚业绩, 国内疫情影响初步显现。**(1) 根据年报, 2019 年, 分产品看, 四轮车销量 56041 台, 同比增长 17%, 二轮车销量 49581 台, 同比增长 32%; 四轮车单价 3.26 万元/台, 同比增长 1%, 二轮车单价 2.32 万元/台, 同比增长 10%。分区域看, 北美/欧洲/国内收入分别为 7.93/9.2/11.6 亿元, 同比增长 14%/31%/30%, 毛利率分别为 47.7% (+1.7pct)、28.6% (+4.6pct) 和 30% (+1pct)。(2) 2020 年一季度公司收入与去年基本持平, 疫情影响国内 2 月份生产和物流。毛利率 32.56%, 同比去年提升 3.9pct, 期间费用率 19.4%, 同比去年下降 3.7pct; 其中销售费用 3541 万元, 同比下滑 45%, 系 CFP 收到加征关税退回冲减销售费用所致 (Q1 累计收到退税 745 万美元, 约 5215 万元人民币)。
- **海外市场占比较高, 海外疫情影响欧美四轮车订单预计有所延迟。**2019 年海外收入占比 62%, 其中欧洲占 28%, 北美占 24%; 海外毛利占比 68%, 其中欧洲占比 25%, 北美占比 36%。公司出口业务以四轮车为主, 由于四轮车的商业模式需要依托终端门店销售的商业模式, 而且依赖于消费者体验后进行购买的行为特征, 疫情期间终端门店被迫关闭影响终端需求释放。
- **中长期看好公司品牌影响力提升, 带动北美四轮车份额提升和国内大排量摩托车销量增长。**(1) 北美地区是四轮车的主要战场, 公司北美地区四轮车毛利率高达 48%, 目前销量份额在 3%~4% 左右, 我们认为未来有望提升至 10%~20%, 得益于品牌力提升; (2) 疫情期间国内业务将形成支撑对冲外需压力, 主要得益于 250SR 新车推出和 KTM 新产能投放。

投资建议及盈利预测

- 考虑关税返还及疫情影响, 预计公司 2020-2022 年净利润为 2.48、2.92、3.76 亿元, 同比增长 37%、18%、29%, 业绩下调幅度分别为 8%、22%; EPS 为 1.9/2.2/2.8 元; 对应 PE 为 19/16/13 倍。给予公司 2020 年 25 倍 PE 估值, 6-12 月目标价 45 元, 目标市值 62 亿元; 维持“买入”评级。

风险提示

- 海外新冠疫情发展超预期影响四轮车业务订单恢复; 国内业务不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,818	2,545	3,242	3,221	4,194	5,329
增长率		40.0%	27.4%	-0.6%	30.2%	27.0%
主营业务成本	-1,224	-1,768	-2,197	-2,233	-2,831	-3,577
%销售收入	67.3%	69.5%	67.8%	69.3%	67.5%	67.1%
毛利	594	777	1,045	988	1,363	1,752
%销售收入	32.7%	30.5%	32.2%	30.7%	32.5%	32.9%
营业税金及附加	-53	-49	-77	-77	-101	-128
%销售收入	2.9%	1.9%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
营业费用	-220	-334	-457	-354	-545	-693
%销售收入	12.1%	13.1%	14.1%	11.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-210	-276	-346	-341	-445	-559
%销售收入	11.5%	10.8%	10.7%	10.6%	10.6%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	111	118	166	215	272	372
%销售收入	6.1%	4.6%	5.1%	6.7%	6.5%	7.0%
财务费用	-15	29	13	22	15	-6
%销售收入	0.8%	-1.1%	-0.4%	-0.7%	-0.4%	0.1%
资产减值损失	-11	-16	-14	3	-7	-12
公允价值变动收益	0	2	-11	-3	-3	-3
投资收益	3	-24	-1	5	5	10
%税前利润	3.2%	n.a	n.a	2.0%	1.7%	2.6%
营业利润	102	114	175	248	293	376
营业利润率	5.6%	4.5%	5.4%	7.7%	7.0%	7.1%
营业外收支	3	4	2	3	3	3
税前利润	105	118	178	251	296	379
利润率	5.8%	4.6%	5.5%	7.8%	7.1%	7.1%
所得税	-8	1	-3	-6	-7	-8
所得税率	7.6%	-0.5%	1.9%	2.5%	2.5%	2.0%
净利润	97	119	174	244	288	372
少数股东损益	0	-1	-7	-4	-4	-4
归属于母公司的净利润	97	120	181	248	292	376
净利率	5.4%	4.7%	5.6%	7.7%	7.0%	7.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	97	119	174	244	288	372
少数股东损益	0	-1	-7	-4	-4	-4
非现金支出	41	51	53	40	56	68
非经营收益	12	15	-10	0	-6	-11
营运资金变动	38	28	194	323	269	173
经营活动现金净流	188	213	410	607	608	602
资本开支	-85	-127	-167	-207	-152	-227
投资	0	-144	-187	-3	-3	-3
其他	-368	89	171	5	5	10
投资活动现金净流	-453	-182	-183	-205	-150	-220
股权募资	408	55	0	77	0	0
债权募资	-18	1	-1	192	-189	28
其他	-7	-37	-111	-166	-152	-139
筹资活动现金净流	383	19	-112	103	-341	-111
现金净流量	117	49	116	505	117	272

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	480	587	727	752	768	801
应收款项	161	231	291	312	410	524
存货	277	351	429	440	566	725
其他流动资产	440	355	376	448	466	628
流动资产	1,359	1,524	1,823	1,953	2,210	2,678
%总资产	80.8%	73.2%	71.9%	67.5%	68.2%	68.3%
长期投资	0	127	122	130	150	160
固定资产	238	295	419	609	666	850
%总资产	14.2%	14.2%	16.5%	21.1%	20.6%	21.7%
无形资产	77	124	150	155	166	180
非流动资产	324	559	714	938	1,031	1,244
%总资产	19.2%	26.8%	28.1%	32.5%	31.8%	31.7%
资产总计	1,682	2,083	2,537	2,891	3,241	3,922
短期借款	0	1	0	85	86	94
应付款项	708	991	1,308	1,349	1,835	2,419
其他流动负债	63	67	90	78	104	135
流动负债	771	1,059	1,397	1,512	2,025	2,647
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	20	68	253	69	103
负债	782	1,079	1,465	1,765	2,094	2,750
普通股股东权益	900	965	1,040	1,098	1,123	1,152
少数股东权益	0	39	32	28	24	20
负债股东权益合计	1,682	2,083	2,537	2,891	3,241	3,922

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.731	0.893	1.350	1.848	2.177	2.797
每股净资产	6.750	7.166	7.741	8.168	8.354	8.570
每股经营现金净流	1.407	1.579	3.051	3.944	4.523	4.483
每股股利	0.000	0.300	0.330	0.330	0.330	0.330
回报率						
净资产收益率	10.82%	12.47%	17.44%	7.12%	7.70%	8.47%
总资产收益率	5.79%	5.77%	7.15%	6.62%	7.10%	7.73%
投入资本收益率	11.40%	11.84%	15.16%	7.09%	8.21%	9.47%
增长率						
主营业务收入增长率	29.75%	40.03%	27.37%	-0.65%	30.21%	27.04%
EBIT增长率	38.75%	6.62%	40.07%	29.76%	26.64%	36.44%
净利润增长率	10.35%	23.45%	50.84%	36.92%	17.77%	28.50%
总资产增长率	66.83%	23.79%	21.84%	13.96%	12.09%	21.04%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.0	25.8	28.6	34.0	35.0	36.0
存货周转天数	72.4	64.9	64.8	72.0	73.0	74.0
应付账款周转天数	68.4	67.3	83.1	110.0	120.0	125.0
固定资产周转天数	41.6	30.0	29.3	36.3	25.9	23.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-53.31%	-58.60%	-86.82%	-77.37%	-77.26%	-77.74%
EBIT利息保障倍数	7.5	-4.1	-12.4	-381.2	13.7	8.8
资产负债率	46.50%	51.82%	57.75%	61.07%	64.62%	70.13%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	6
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-12	买入	44.63	60.70~60.70

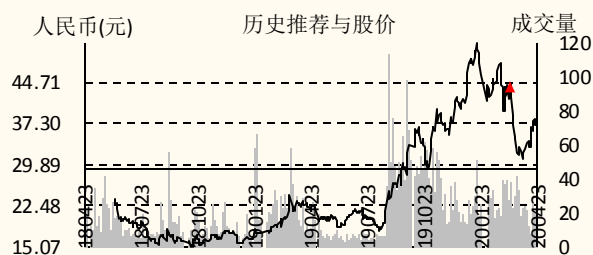
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH