

春风动力 (603129)

证券研究报告

2021年03月17日

春风动力定增事件点评：迎接消费级大时代！

事件：春风动力公布 2021 年度非公开发行 A 股股票预案。本次募集资金总额不超过 17.27 亿元，扣除发行费用后将用于动力运动装备扩产及产线智能化改造项目、研发中心升级改造项目和补充流动资金，分别拟投入金额为 8.44 亿、3.65 亿和 5.18 亿元。动力运动装备扩产及产线智能化改造项目建成后将新增整车产能 23 万台。

本次定增目的如下：

1) **突破产能瓶颈。**随着全地形车、消费型摩托车需求的持续增长，近年来公司产能利用率已日趋饱和。面对未来行业的重要发展机遇，本项目将提升公司生产能力，缓解产能瓶颈问题，满足业务发展需求。

2) **提高智能制造水平。**以公司现有生产工艺和技术为依托，通过购置先进的自动化生产设备，实现部分环节的自动化生产，有利于提升公司智能化制造程度，降低公司人工成本，缩短生产周期，提高生产效率和产品质量。

3) **增强资金实力。**2017、2018、2019 和 2020 年 9 月末，公司资产负债率分别为 46.50%、51.82%、57.75%和 61.37%，业务快速拓展期有所上升。此次非公开发行一定程度上有望缓解资金压力，优化资本结构。

顺应行业发展趋势，满足广阔市场需求

1) **全地形车发展前景广阔。**全球全地形车销量从 2011 年 67.1 万辆增至 2020 年 115.50 万辆，Allied Market 预测 2025 年市场规模有望达到 141 亿美元，未来行业仍有较大发展前景。

2) **消费型中大排量摩托车增速明显。**根据中国汽车工业协会数据，2020 年我国排量 250cc 以上摩托车（不含 250cc）销量约为 20.08 万辆，与 2013 年（1.3 万辆）相比增长约 14 倍。协会预计大排量摩托车占国内摩托车市场总量比重有望从现在的 3%提升至 10%，仍有较大发展潜力。

3) **中小排量摩托车电动化趋势加速。**中小排量摩托车电动化成为新趋势，根据中国汽车工业协会数据，2019 年我国电动二轮摩托车总销量约 106.46 万辆，2020 年受新冠疫情影响下仍实现销量约 121.18 万辆，同比+13.83%。新国标实施带来的换购需求及快递、外卖等下游应用场景快速发展带来的新增需求将促使电动摩托车行业快速发展。

盈利预测与估值：本项目税后内部收益率为 18.80%，税后静态投资回收期（含建设期）为 6.26 年，具有良好的经济效益。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 3.6/5.0/6.8 亿，对应 P/E 分别为 52.4/37.3/27.9X。持续重点推荐，维持“买入”评级。

风险提示：海外市场开拓不达预期；国内市场竞争加剧；贸易政策风险等

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,545.46	3,242.23	4,592.64	6,341.68	8,149.18
增长率(%)	40.03	27.37	41.65	38.08	28.50
EBITDA(百万元)	275.52	399.28	394.34	537.24	712.62
净利润(百万元)	120.25	181.06	359.69	504.36	676.05
增长率(%)	23.45	50.57	98.66	40.22	34.04
EPS(元/股)	0.89	1.35	2.68	3.75	5.03
市盈率(P/E)	156.59	104.00	52.35	37.33	27.85
市净率(P/B)	19.52	18.10	12.46	9.34	7.17
市销率(P/S)	7.40	5.81	4.10	2.97	2.31
EV/EBITDA	5.28	11.63	42.13	29.89	21.56

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/其他交运设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	140.13 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	134.38
流通 A 股股本(百万股)	134.07
A 股总市值(百万元)	18,830.42
流通 A 股市值(百万元)	18,786.70
每股净资产(元)	9.80
资产负债率(%)	61.37
一年内最高/最低(元)	195.30/29.89

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

文康 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519040002
wenkang@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuyue@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《春风动力-季报点评:Q3 利润增长超 200%，大排量摩托、全地形车齐发力》 2020-10-27
- 2 《春风动力-半年报点评:H1 超预期，摩托车大卖带动业绩增长》 2020-08-27
- 3 《春风动力-季报点评:产品持续放量，20 年新品值得期待》 2020-04-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	587.48	727.07	2,334.02	2,863.28	3,519.62
应收票据及应收账款	217.18	291.28	448.65	537.83	684.54
预付账款	33.68	30.35	54.72	59.93	84.73
存货	350.82	428.66	592.14	681.73	853.44
其他	334.60	357.85	385.92	412.63	459.33
流动资产合计	1,523.75	1,835.19	3,815.44	4,555.41	5,601.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	209.13	260.15	392.61	396.21	428.32
在建工程	85.87	158.58	31.72	31.72	49.03
无形资产	118.12	140.05	133.05	126.05	119.05
其他	145.69	143.52	56.11	68.27	83.19
非流动资产合计	558.81	702.30	613.49	622.25	679.58
资产总计	2,082.56	2,537.49	4,428.93	5,177.65	6,281.25
短期借款	1.00	0.00	250.00	250.00	250.00
应付票据及应付账款	888.34	1,223.29	2,179.35	2,406.55	2,759.89
其他	170.01	198.10	337.87	362.13	516.20
流动负债合计	1,059.34	1,421.39	2,767.23	3,018.68	3,526.10
长期借款	0.00	0.00	100.00	100.00	100.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	19.80	43.96	25.09	29.62	32.89
非流动负债合计	19.80	43.96	125.09	129.62	132.89
负债合计	1,079.14	1,465.34	2,892.32	3,148.29	3,658.99
少数股东权益	38.92	31.83	25.58	13.97	(4.02)
股本	134.60	134.39	134.38	134.38	134.38
资本公积	601.66	606.24	606.24	606.24	606.24
留存收益	873.54	1,016.96	1,376.66	1,881.02	2,491.91
其他	(645.30)	(717.27)	(606.24)	(606.24)	(606.24)
股东权益合计	1,003.42	1,072.15	1,536.61	2,029.36	2,622.27
负债和股东权益总	2,082.56	2,537.49	4,428.93	5,177.65	6,281.25

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	118.79	173.97	359.69	504.36	676.05
折旧摊销	34.81	38.93	31.40	33.40	37.58
财务费用	(7.00)	(5.21)	(13.70)	(22.13)	(28.88)
投资损失	24.30	1.24	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	126.06	295.83	787.32	38.12	110.85
其它	(84.39)	(81.19)	(10.01)	(6.62)	(12.99)
经营活动现金流	212.57	423.56	1,154.71	547.13	782.61
资本支出	124.57	157.58	48.86	25.48	76.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(307.02)	(340.42)	(71.34)	(65.48)	(166.73)
投资活动现金流	(182.45)	(182.84)	(22.47)	(40.00)	(90.00)
债权融资	1.00	0.00	350.00	350.00	350.00
股权融资	13.43	(49.68)	124.72	22.13	28.88
其他	1.54	(65.19)	(0.00)	(350.00)	(415.16)
筹资活动现金流	15.98	(114.88)	474.72	22.13	(36.28)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	46.10	125.84	1,606.95	529.26	656.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,545.46	3,242.23	4,592.64	6,341.68	8,149.18
营业成本	1,768.06	2,196.87	3,062.38	4,169.00	5,314.05
营业税金及附加	48.86	77.15	91.85	126.83	162.98
营业费用	334.30	456.57	574.08	837.10	1,075.69
管理费用	113.26	163.16	211.26	304.40	383.01
研发费用	143.82	182.71	266.37	380.50	513.40
财务费用	(28.76)	(13.35)	(13.70)	(22.13)	(28.88)
资产减值损失	15.99	(13.74)	20.00	25.00	30.00
公允价值变动收益	1.54	2.23	(3.76)	5.00	5.00
投资净收益	(24.30)	(1.24)	0.00	0.00	0.00
其他	58.20	16.84	7.53	(10.00)	(10.00)
营业利润	114.49	175.04	376.64	525.97	703.92
营业外收入	3.83	4.86	5.00	5.00	5.00
营业外支出	0.11	2.46	1.59	1.14	1.33
利润总额	118.21	177.43	380.05	529.83	707.60
所得税	(0.58)	3.46	26.60	37.09	49.53
净利润	118.79	173.97	353.44	492.74	658.07
少数股东损益	(1.46)	(7.09)	(6.25)	(11.62)	(17.99)
归属于母公司净利润	120.25	181.06	359.69	504.36	676.05
每股收益(元)	0.89	1.35	2.68	3.75	5.03

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	40.03%	27.37%	41.65%	38.08%	28.50%
营业利润	12.00%	52.88%	115.18%	39.65%	33.83%
归属于母公司净利润	23.45%	50.57%	98.66%	40.22%	34.04%
获利能力					
毛利率	30.54%	32.24%	33.32%	34.26%	34.79%
净利率	4.72%	5.58%	7.83%	7.95%	8.30%
ROE	12.47%	17.40%	23.80%	25.03%	25.74%
ROIC	21.00%	58.78%	-15331.72%	-66.60%	-82.91%
偿债能力					
资产负债率	51.82%	57.75%	65.31%	60.81%	58.25%
净负债率	-58.45%	-67.81%	-129.12%	-123.85%	-120.87%
流动比率	1.44	1.29	1.38	1.51	1.59
速动比率	1.11	0.99	1.16	1.28	1.35
营运能力					
应收账款周转率	14.16	12.75	12.41	12.86	13.33
存货周转率	8.10	8.32	9.00	9.96	10.62
总资产周转率	1.35	1.40	1.32	1.32	1.42
每股指标(元)					
每股收益	0.89	1.35	2.68	3.75	5.03
每股经营现金流	1.58	3.15	8.59	4.07	5.82
每股净资产	7.18	7.74	11.24	15.00	19.54
估值比率					
市盈率	156.59	104.00	52.35	37.33	27.85
市净率	19.52	18.10	12.46	9.34	7.17
EV/EBITDA	5.28	11.63	42.13	29.89	21.56
EV/EBIT	6.01	12.78	45.78	31.87	22.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com