

Q1 蓄势待发 期待 QJMOTOR 新品发力

钱江摩托(000913)

事件概述

公司发布 2020 年业绩快报及 2021Q1 业绩预告：2020 年实现营收 36.12 亿元，同比降低 4.6%，归母净利 2.40 亿元，同比增长 5.1%；预计 2021Q1 实现归母净利 0.40-0.60 亿元，同比增长 156.0%至 284.0%。

分析判断：

► 20Q4 营收同比小幅提升 季节性因素影响环比回落

公司 2020 年全年实现营收 36.12 亿元，同比-4.6%，我们判断主要系受小排量摩托车市场整体萎缩及疫情影响，公司通路车板块营收下滑。据中汽协数据，2020 年公司 110cc-125cc（含）、125cc-150cc（含）排量段分别实现销量 3.99、10.95 万辆，同比分别-29.0%、-5.9%。其中 20Q4 实现收入 9.52 亿元，同比+9.1%，环比-5.1%，我们判断同比上升主要源于中大排量摩托车销量增长，环比下滑主要受季节性因素影响。

2020 年公司全年实现归母净利 2.40 亿元，同比增长 5.1%，其中 20Q4 实现归母净利-0.20 亿元，同比+71.7%，环比-115.0%，我们判断利润环比大幅下滑主要系受两方面因素影响：1) 美元大幅贬值，人民币对美元汇率由四季度初 6.85 一路走低至 6.52；2) 信用及资产大额计提减值。

► 21Q1 中大排量高速增长 锂电重整对冲投资损益

受益行业快速扩容及 QJMOTOR 新品牌发力，2021 年公司中大排量摩托车销量高速增长，据中汽协数据，2021 年 1-2 月，公司 250cc 以上摩托车实现销量 0.61 万台，累计同比+123.3%。

21Q1 公司预计实现归母净利 0.40-0.60 亿元，同比增长 156.0%至 284.0%，扣除非经常损益后，我们预计区间同归母净利基本一致。非经方面：1) 2021 年 1 月公司子公司钱江锂电被法院裁定重整，公司丧失控制权而不再纳入合并范围，产生非经常损益约 0.25 亿元；2) 金融资产公允价值变动损失预计 0.20-0.25 亿元区间，其中所持康隆达股票 21Q1 大幅回撤，而公司通过子公司浙江满博投资管理持有 296.3 万股，单笔投资损益-0.17 亿元。

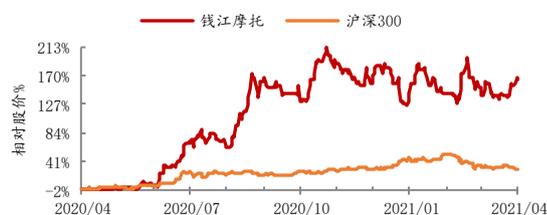
► 新品牌 QJMOTOR 蓄势待发 产品大周期开启

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

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：38.00
最新收盘价：26.37

股票代码：000913
52 周最高价/最低价：32.1/9.88
总市值(亿)：119.60
自由流通市值(亿)：119.60
自由流通股数(百万)：453.54



分析师：崔琰

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

联系人：王旭冉

邮箱：wangxr3@hx168.com.cn

相关研究

1. 钱江摩托(000913) 季报点评：业绩加速兑现 新品周期开启

2020.10.29

2. 春风动力(603129) 2020 季报点评：供给创造需求 销量驱动业绩增长

2020.10.23

3. 春风动力(603129) 2020 中报点评：摩托车放量 业绩加速兑现

2020.08.27

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，爆款潜质充分。2021 年 QJMOTOR 预计还将有 6-7 款新车上市，包括赛 350 等仿赛车型，新一轮产品大周期开启。

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 VOGE 竞争。

投资建议

公司 2005 年收购贝纳利后开启中大排量摩托车业务，在自主品牌中动力总成、车型谱系最为完善，推出 QJMOTOR 品牌开启一轮新产品大周期。锂电等非摩托车业务逐步收缩，后续将不再拖累，加速业绩释放。我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润由 3.38/5.40/6.71 亿元调整为 2.40/5.07/6.88 亿元，对应 EPS 由 0.75/1.19/1.48 元调整为 0.53/1.12/1.52 元，当前股价对应 PE 为 50/24/17 倍，考虑当前我国中大排量摩托车市场快速扩容，公司将持续受益于行业成长，参考可比公司，给予 2022 年 25 倍 PE 估值，目标价由 37.00 元调整为 38.00 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；海外新冠肺炎疫情二次爆发导致摩托车出口受到冲击。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,089	3,785	3,612	4,772	5,893
YoY (%)	13.7%	22.5%	-4.5%	32.1%	23.5%
归母净利润(百万元)	63	228	240	507	688
YoY (%)	-23.4%	259.8%	5.1%	111.9%	35.6%
毛利率 (%)	21.3%	23.0%	27.5%	28.0%	30.0%
每股收益 (元)	0.14	0.50	0.53	1.12	1.52
ROE	2.6%	8.4%	8.5%	16.1%	19.0%
市盈率	188.76	52.46	49.93	23.57	17.38

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,785	3,612	4,772	5,893	净利润	172	210	445	656
YoY(%)	22.5%	-4.5%	32.1%	23.5%	折旧和摊销	100	87	83	80
营业成本	2,916	2,619	3,435	4,124	营运资金变动	65	-38	248	66
营业税金及附加	141	135	178	220	经营活动现金流	333	282	783	808
销售费用	161	148	200	250	资本开支	-39	-53	-86	-86
管理费用	201	199	262	324	投资	254	0	0	0
财务费用	-12	13	-47	-62	投资活动现金流	236	-50	-81	-80
资产减值损失	-58	-63	-15	-15	股权募资	13	0	0	0
投资收益	77	4	5	6	债务募资	420	-1	0	0
营业利润	259	257	553	816	筹资活动现金流	399	-131	-200	-260
营业外收支	-30	6	3	3	现金净流量	973	101	502	467
利润总额	229	263	556	819	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	58	53	111	164	成长能力 (%)				
净利润	172	210	445	656	营业收入增长率	22.5%	-4.5%	32.1%	23.5%
归属于母公司净利润	228	240	507	688	净利润增长率	259.8%	5.1%	111.9%	35.6%
YoY(%)	259.8%	5.1%	111.9%	35.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.50	0.53	1.12	1.52	毛利率	23.0%	27.5%	28.0%	30.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	4.5%	5.8%	9.3%	11.1%
货币资金	1,226	1,328	1,830	2,297	总资产收益率 ROA	4.8%	5.2%	9.3%	10.9%
预付款项	24	22	28	34	净资产收益率 ROE	8.4%	8.5%	16.1%	19.0%
存货	866	778	1,020	1,225	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,041	921	947	1,115	流动比率	1.65	1.77	1.69	1.72
流动资产合计	3,157	3,048	3,825	4,671	速动比率	1.19	1.30	1.23	1.25
长期股权投资	318	318	318	318	现金比率	0.64	0.77	0.81	0.84
固定资产	807	745	695	657	资产负债率	43.3%	40.0%	44.0%	45.1%
无形资产	122	166	207	247	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,556	1,577	1,609	1,649	总资产周转率	0.80	0.78	0.88	0.93
资产合计	4,713	4,625	5,433	6,320	每股指标 (元)				
短期借款	1	0	0	0	每股收益	0.50	0.53	1.12	1.52
应付账款及票据	1,570	1,410	1,849	2,220	每股净资产	5.95	6.23	6.97	7.98
其他流动负债	340	314	413	502	每股经营现金流	0.73	0.62	1.73	1.78
流动负债合计	1,911	1,724	2,262	2,723	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	128	128	128	128	PE	52.46	49.93	23.57	17.38
非流动负债合计	128	128	128	128	PB	1.85	4.11	3.67	3.21
负债合计	2,039	1,852	2,391	2,851					
股本	454	454	454	454					
少数股东权益	-25	-54	-116	-149					
股东权益合计	2,674	2,773	3,043	3,469					
负债和股东权益合计	4,713	4,625	5,433	6,320					

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。