

東風集團股份 (489 HK)

上半年業績表現優異，估值處於吸引區間

東風集團股份發佈上半年業績公告。2021年上半年公司實現營業收入699億元人民幣，同比增長38%。公司上半年歸母淨利潤達到86億元，同比增長137%，符合此前盈喜預告（同比超過130%）。公司同時宣佈派發特別股息每股0.4元人民幣，對應40%派息率。我們認為公司經營狀況顯著改善，同時估值處於吸引區間，具備較強配置價值。因此我們重申公司買入評級，上調目標價至18.5港元。

- **上半年業績表現優異。**公司上半年銷售汽車142萬輛，同比增長25%。其中乘用車108萬輛，同比增長22%，而商用車35萬輛，同比增長33%。公司上半年費用率同比降低0.9個百分點至8%，經營效率改善。公司上半年核心利潤實現46億元人民幣，同比增長38%，自主品牌盈利能力恢復。投資收益實現71億元人民幣，同比增長70%，合營公司貢獻利潤進一步增長。其中東風有限利潤同比增加4.15億元，東風本田同比增加13.47億元，神龍汽車虧損同比收窄1.99億元。公司上半年歸母淨利潤達到86億元，同比增長137%。
- **嵐圖首款車型 Free 將在3季度實現交付。**8月初公司公佈嵐圖 Free 訂單情況，上市43天收穫大定訂單3,689輛。嵐圖 Free 具備增程式及純電兩種動力系統車型，其中增程式版本有望複製競品理想 ONE 的成功，解決目前純電消費者的續航里程焦慮擔憂。作為中大型 SUV，嵐圖 Free 定價31-36萬元人民幣，與傳統豪華 SUV 相比具有較強性價比。我們認為嵐圖品牌將使得東風集團成功打入高端新能源市場。
- **公司上海車展發佈“東風風起”品牌轉型計畫，部分核心技術逐步落地。**公司計畫到2025年東風商用車、自主乘用車和新能源汽車銷量分別達到100萬，東風自主品牌規模進入行業前三。公司上半年新能源車銷售表現搶眼，銷量達4.50萬輛，同比增長289%。自動駕駛領域，公司L4級5G自動駕駛汽車 Sharing-VAN、L4級自動駕駛計程車 Robotaxi、5G港口無人駕駛集裝箱卡車已經實現不同場景的運營。7月公司旗下智新半導體第六代 IGBT 功率半導體產品正式下線。8月公司全功率燃料電池項目完成評審，東風氫舟計畫於三季度開始示範運營。我們認為公司技術儲備將逐步得到市場認可。
- **估值處於吸引區間。**我們測算2021年公司分紅將達到0.85元人民幣，對應目前股價的股息率達到13%。同時公司目前股價對應0.4x 2021E市帳率，顯著偏離合理估值水準。考慮到上半年業績超預期，我們相應上調公司2021年盈利預測36%至18,397百萬元人民幣，預計下半年淨利潤有望同比增長37%。我們預計公司股價將伴隨1)銷量及業績持續增長；2)嵐圖 Free 車型量產交付；3)創業板上市進展情況更新等利好因素迎來重估。因此我們給予公司2021年7.2x 市盈率（此前目標價基於2021年7.0x 市盈率），上調目標價至18.5港元，潛在升幅128.1%。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業額(百萬元人民幣)	101,087	107,964	134,309	155,162	168,547
同比增長(%)	-3.31%	6.80%	24.40%	15.53%	8.63%
淨利潤(百萬元人民幣)	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918
每股收益(人民幣)	1.49	1.25	2.14	2.35	2.54
每股收益變動(%)	-1%	-16%	70%	10%	8%
市場每股盈利預測(人民幣)	NA	1.09	1.42	1.51	1.53
市盈率(x)	4.52	5.38	3.16	2.87	2.65
市帳率(x)	0.45	0.43	0.40	0.37	0.34
股息率(%)	5.19%	5.19%	12.67%	13.95%	15.10%
權益收益率(%)	10.45%	8.19%	13.07%	13.35%	13.36%
負債比率(x)	11%	8%	8%	0%	2%

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入(維持)

目標價	HK\$18.5
(此前目標價)	HK\$12.0)
潛在升幅	+128.1%
當前股價	HK\$8.1

中國汽車行業

白毅陽, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元人民幣)	69,963
3月平均流通量(百萬元人民幣)	97.26
52周內股價高/低(人民幣)	10.1/4.63
總股本(百萬)	8,616

資料來源：彭博

股東結構

Reynolds Margaret (Meg)	8.89%
Citigroup Inc.	7.01%
Brown Brothers	6.99%
Harriman&Co.	

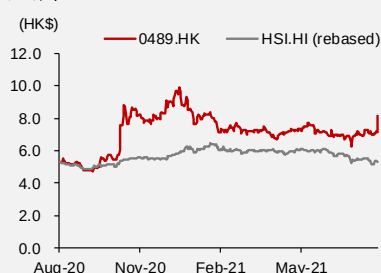
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	25.9%	24.3%
3-月	12.5%	28.9%
6-月	13.7%	29.7%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：普華永道中天

盈利預測

圖 1: 盈利預測

人民幣 (百萬)	新預測		原預測		變化 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	134,309	155,162	123,443	137,287	9%	13%
毛利	18,803	22,033	16,788	19,083	12%	15%
淨利潤	18,397	20,252	13,258	14,463	39%	40%
每股盈利 (人民幣)	2.14	2.35	1.54	1.68	39%	40%
毛利率	14.00%	14.20%	13.60%	13.90%	0.4 ppt	0.3 ppt
淨利潤率	13.70%	13.05%	10.74%	10.53%	3.0 ppt	2.5 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 2: 招銀國際與市場預測

人民幣 (百萬)	招銀國際預測		市場預測		差異 (%)	
	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
收入	134,309	155,162	116,948	121,930	15%	27%
毛利	18,803	22,033	16,412	17,154	15%	28%
淨利潤	18,397	20,252	12,253	12,998	50%	56%
每股盈利 (人民幣)	2.14	2.35	1.42	1.51	51%	56%
毛利率	14.00%	14.20%	14.03%	14.07%	0.0 ppt	0.1 ppt
淨利潤率	13.70%	13.05%	10.48%	10.66%	3.2 ppt	2.4 ppt

資料來源：公司及招銀國際證券預測

財務分析

利潤表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	101,087	107,964	134,309	155,162	168,547
乘用車	26,738	16,540	20,317	21,205	21,467
商用車	68,893	83,552	104,152	122,279	133,840
金融收入	5,387	7,620	9,525	11,430	13,145
公司及其他	565	778	973	1,070	1,123
分部件抵消	(496)	(526)	(658)	(822)	(1,027)
銷售成本	(87,596)	(92,304)	(115,506)	(133,129)	(144,614)
毛利	13,491	15,660	18,803	22,033	23,934
銷售費用	(4,349)	(4,940)	(6,124)	(7,075)	(7,686)
管理費用	(5,076)	(4,513)	(5,574)	(6,393)	(6,910)
減值損失	(1,163)	(1,356)	(1,414)	(1,414)	(1,414)
其他收入	2,231	4,765	6,044	6,362	6,742
其他支出	(5,500)	(8,679)	(6,715)	(7,913)	(8,764)
財務費用	(575)	(1,174)	(879)	(947)	(984)
合營公司收益	11,633	9,495	13,134	14,301	15,457
聯營公司收益	3,913	2,960	3,256	3,647	4,084
利潤總額	14,605	12,218	20,530	22,600	24,459
所得稅費用	(1,759)	(1,618)	(2,423)	(2,667)	(2,886)
淨利潤	12,846	10,600	18,108	19,933	21,573
少數股東損益	(12)	(192)	(290)	(319)	(345)
歸母淨利潤	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
歸母淨利潤	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918
折舊和攤銷	2,677	2,910	3,378	3,585	3,981
營運資金變動	(13,794)	(49,895)	1,367	(37,618)	(21,929)
其它	(13,296)	54,413	(7,043)	43,793	14,118
經營活動所得現金流	(11,555)	18,220	16,099	30,011	18,089
資本開支	(5,078)	(7,596)	(4,618)	(5,502)	(5,974)
聯營公司	(7,142)	(3,950)	(4,316)	(4,964)	(5,708)
其它	13,692	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	1,472	(11,546)	(8,934)	(10,466)	(11,682)
股份發行	-	-	-	-	-
淨借貸	19,258	17,360	(4,166)	4,509	2,455
支付股息	(3,016)	(3,016)	(7,359)	(8,101)	(8,767)
其它	(5,001)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	11,241	14,344	(11,525)	(3,592)	(6,312)
現金增加淨額	1,158	21,018	(4,360)	15,953	95
年初現金及現金等價物	30,904	30,085	51,103	46,743	62,696
其他	(1,977)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	30,085	51,103	46,743	62,696	62,791
受限現金	3,317	3,463	3,463	3,463	3,463

資產負債表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	133,007	144,438	171,383	190,386	208,528
固定資產	17,309	20,071	20,400	21,449	22,557
無形資產和商譽	5,076	5,061	5,174	5,321	5,469
合資及聯營公司投資	65,251	68,370	71,485	76,154	80,766
其它非流動資產	45,371	50,936	74,324	87,462	99,735
流動資產	138,993	172,083	167,718	189,529	197,235
現金及現金等價物	30,085	51,103	46,743	62,696	62,791
應收賬款	12,129	11,415	14,086	16,040	17,423
存貨	12,191	12,524	16,042	17,751	19,282
其它流動資產	84,588	97,041	90,847	93,042	97,738
流動負債	104,182	142,066	145,983	176,074	184,921
銀行貸款	19,413	38,414	47,867	63,818	61,146
應付帳款	46,589	57,897	54,911	66,302	76,254
其他應付款	37,172	44,446	41,702	44,365	45,646
其它流動負債	1,008	1,309	1,504	1,588	1,875
非流動負債	33,850	33,329	40,371	38,741	42,193
銀行貸款	25,998	24,357	30,473	27,573	29,972
或有負債	750	805	900	1,040	1,129
遞延所得稅負債	2,275	2,692	3,372	3,737	4,149
其它非流動負債	4,827	5,475	5,626	6,391	6,942
所有者權益	127,781	135,808	145,751	157,538	170,466
少數股東權益	6,187	5,318	6,996	7,562	8,182
歸母所有者權益	133,968	141,126	152,747	165,100	178,649

主要比率

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合(%)					
乘用車	26%	15%	15%	14%	13%
商用車	68%	77%	78%	79%	79%
金融收入	5%	7%	7%	7%	8%
公司及其他	1%	1%	1%	1%	1%
分部件抵消	0%	0%	0%	-1%	-1%
合計	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	13%	15%	14%	14%	14%
稅前利率	14%	11%	15%	15%	15%
淨利潤率	13%	10%	14%	13%	13%
有效稅率	12%	13%	12%	12%	12%
資產負債比率					
流動比率(X)	1.33	1.21	1.15	1.08	1.07
速動比率(X)	0.49	0.50	0.47	0.49	0.48
現金比率(X)	0.29	0.36	0.32	0.36	0.34
庫存周轉天數	44	39	45	44	44
平均應付款周轉天數	194	229	174	182	192
平均應收款周轉天數	34%	44%	51%	55%	51%
債務/股本比率(%)	11%	8%	8%	0%	2%
淨負債/股東權益比率(%)					
回報率(%)					
資本回報率	10%	8%	13%	13%	13%
資產回報率	6%	5%	7%	7%	6%
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	1.49	1.25	2.14	2.35	2.54
每股股息(人民幣)	0.35	0.35	0.85	0.94	1.02
每股金資產(人民幣)	14.83	15.76	16.92	18.28	19.78

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。