

东风集团股份 (489 HK)

上半年业绩表现优异，估值处于吸引区间

东风集团股份发布上半年业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入699亿元人民币，同比增长38%。公司上半年归母净利润达到86亿元，同比增长137%，符合此前盈喜预告（同比超过130%）。公司同时宣布派发特别股息每股0.4元人民币，对应40%派息率。我们认为公司经营状况显著改善，同时估值处于吸引区间，具备较强配置价值。因此我们重申公司买入评级，上调目标价至18.5港元。

- **上半年业绩表现优异。**公司上半年销售汽车142万辆，同比增长25%。其中乘用车108万辆，同比增长22%，而商用车35万辆，同比增长33%。公司上半年费用率同比降低0.9个百分点至8%，经营效率改善。公司上半年核心利润实现46亿元人民币，同比增长38%，自主品牌盈利能力恢复。投资收益实现71亿元人民币，同比增长70%，合营公司贡献利润进一步增长。其中东风有限利润同比增加4.15亿元，东风本田同比增加13.47亿元，神龙汽车亏损同比收窄1.99亿元。公司上半年归母净利润达到86亿元，同比增长137%。
- **岚图首款车型 Free 将在3季度实现交付。**8月初公司公布岚图 Free 订单情况，上市43天收获大定订单3,689辆。岚图 Free 具备增程式及纯电两种动力系统车型，其中增程式版本有望复制竞品理想 ONE 的成功，解决目前纯电消费者的续航里程焦虑担忧。作为中大型 SUV，岚图 Free 定价31-36万元人民币，与传统豪华 SUV 相比具有较强性价比。我们认为岚图品牌将使得东风集团成功打入高端新能源市场。
- **公司上海车展发布“东风风起”品牌转型计划，部分核心技术逐步落地。**公司计划到2025年东风商用车、自主乘用车和新能源汽车销量分别达到100万，东风自主品牌规模进入行业前三。公司上半年新能源车销售表现抢眼，销量达4.50万辆，同比增长289%。自动驾驶领域，公司L4级5G自动驾驶汽车 Sharing-VAN、L4级自动驾驶出租车 Robotaxi、5G港口无人驾驶集装箱卡车已经实现不同场景的运营。7月公司旗下智新半导体第六代 IGBT 功率半导体产品正式下线。8月公司全功率燃料电池项目完成评审，东风氢舟计划于三季度开始示范运营。我们认为公司技术储备将逐步得到市场认可。
- **估值处于吸引区间。**我们测算2021年公司分红将达到0.85元人民币，对应目前股价的股息率达到13%。同时公司目前股价对应0.4x 2021E市帐率，显著偏离合理估值水平。考虑到上半年业绩超预期，我们相应上调公司2021年盈利预测36%至18,397百万元人民币，预计下半年净利润有望同比增长37%。我们预计公司股价将伴随1)销量及业绩持续增长；2)岚图 Free 车型量产交付；3)创业板上市进展情况更新等利好因素迎来重估。因此我们给予公司2021年7.2x 市盈率（此前目标价基于2021年7.0x 市盈率），上调目标价至18.5港元，潜在升幅128.1%。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业额(百万人民币)	101,087	107,964	134,309	155,162	168,547
同比增长(%)	-3.31%	6.80%	24.40%	15.53%	8.63%
净利润(百万人民币)	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918
每股收益(人民币)	1.49	1.25	2.14	2.35	2.54
每股收益变动(%)	-1%	-16%	70%	10%	8%
市场每股盈利预测(人民币)	NA	1.09	1.42	1.51	1.53
市盈率(x)	4.52	5.38	3.16	2.87	2.65
市帐率(x)	0.45	0.43	0.40	0.37	0.34
股息率(%)	5.19%	5.19%	12.67%	13.95%	15.10%
权益收益率(%)	10.45%	8.19%	13.07%	13.35%	13.36%
负债比率(x)	11%	8%	8%	0%	2%

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

买入(维持)

目标价	HK\$18.5
(此前目标价)	HK\$12.0)
潜在升幅	+128.1%
当前股价	HK\$8.1

中国汽车行业

白毅阳, CFA

(852) 3900 0835

jackbai@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	69,963
3月平均流通量(百万人民币)	97.26
52周内股价高/低(人民币)	10.1/4.63
总股本(百万)	8,616

资料来源：彭博

股东结构

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

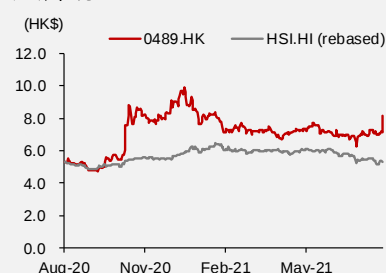
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	25.9%	24.3%
3-月	12.5%	28.9%
6-月	13.7%	29.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：普华永道中天

盈利预测

图 1: 盈利预测

人民币 (百万)	新预测		原预测		变化 (%)	
	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%
净利润	18,397	20,252	13,258	14,463	39%	40%
每股盈利 (人民币)	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
净利率	13.70%	13.05%	10.74%	10.53%	3.0 ppt	2.5 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 2: 招银国际与市场预测

人民币 (百万)	招银国际预测		市场预测		差异 (%)	
	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%
净利润	18,397	20,252	12,253	12,998	50%	56%
每股盈利 (人民币)	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
净利率	13.70%	13.05%	10.48%	10.66%	3.2 ppt	2.4 ppt

资料来源: 公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	101,087	107,964	134,309	155,162	168,547
乘用车	26,738	16,540	20,317	21,205	21,467
商用车	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)
销售成本	(87,596)	(92,304)	(115,506)	(133,129)	(144,614)
毛利	13,491	15,660	18,803	22,033	23,934
销售费用	(4,349)	(4,940)	(6,124)	(7,075)	(7,686)
管理费用	(5,076)	(4,513)	(5,574)	(6,393)	(6,910)
减值损失	(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)
财务费用	(575)	(1,174)	(879)	(947)	(984)
合营公司收益	11,633	9,495	13,134	14,301	15,457
联营公司收益	3,913	2,960	3,256	3,647	4,084
利润总额	14,605	12,218	20,530	22,600	24,459
所得税费用	(1,759)	(1,618)	(2,423)	(2,667)	(2,886)
净利润	12,846	10,600	18,108	19,933	21,573
少数股东损益	(12)	(192)	(290)	(319)	(345)
归母净利润	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
归母净利润	12,858	10,792	18,397	20,252	21,918
折旧和摊销	2,677	2,910	3,378	3,585	3,981
营运资金变动	(13,794)	(49,895)	1,367	(37,618)	(21,929)
其它	(13,296)	54,413	(7,043)	43,793	14,118
经营活动所得现金流	(11,555)	18,220	16,099	30,011	18,089
资本开支	(5,078)	(7,596)	(4,618)	(5,502)	(5,974)
联营公司	(7,142)	(3,950)	(4,316)	(4,964)	(5,708)
其它	13,692	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	1,472	(11,546)	(8,934)	(10,466)	(11,682)
股份发行	-	-	-	-	-
净借贷	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)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	11,241	14,344	(11,525)	(3,592)	(6,312)
现金增加净额	1,158	21,018	(4,360)	15,953	95
年初现金及现金等价物	30,904	30,085	51,103	46,743	62,696
其他	(1,977)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	30,085	51,103	46,743	62,696	62,791
受限现金	3,317	3,463	3,463	3,463	3,463

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	133,007	144,438	171,383	190,386	208,528
固定资产	17,309	20,071	20,400	21,449	22,557
无形资产和商誉	5,076	5,061	5,174	5,321	5,469
合资及联营公司投资	65,251	68,370	71,485	76,154	80,766
其它非流动资产	45,371	50,936	74,324	87,462	99,735
流动资产	138,993	172,083	167,718	189,529	197,235
现金及现金等价物	30,085	51,103	46,743	62,696	62,791
应收账款	12,129	11,415	14,086	16,040	17,423
存货	12,191	12,524	16,042	17,751	19,282
其它流动资产	84,588	97,041	90,847	93,042	97,738
流动负债	104,182	142,066	145,983	176,074	184,921
银行贷款	19,413	38,414	47,867	63,818	61,146
应付账款	46,589	57,897	54,911	66,302	76,254
其他应付款	37,172	44,446	41,702	44,365	45,646
其它流动负债	1,008	1,309	1,504	1,588	1,875
非流动负债	33,850	33,329	40,371	38,741	42,193
银行贷款	25,998	24,357	30,473	27,573	29,972
或有负债	750	805	900	1,040	1,129
递延所得税负债	2,275	2,692	3,372	3,737	4,149
其它非流动负债	4,827	5,475	5,626	6,391	6,942
所有者权益	127,781	135,808	145,751	157,538	170,466
少数股东权益	6,187	5,318	6,996	7,562	8,182
归母所有者权益	133,968	141,126	152,747	165,100	178,649

主要比率

年结:12月31日(百万人民币)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合(%)					
乘用车	26%	15%	15%	14%	13%
商用车	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%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率					
毛利率	13%	15%	14%	14%	14%
税前利率	14%	11%	15%	15%	15%
净利润率	13%	10%	14%	13%	13%
有效税率	12%	13%	12%	12%	12%
资产负债比率					
流动比率(X)	1.33	1.21	1.15	1.08	1.07
速动比率(X)	0.49	0.50	0.47	0.49	0.48
现金比率(X)	0.29	0.36	0.32	0.36	0.34
库存周转天数	44	39	45	44	44
平均应付款周转天数	194	229	174	182	192
平均应收款周转天数	34%	44%	51%	55%	51%
债务/股本比率(%)	11%	8%	8%	0%	2%
净负债/股东权益比率(%)					
回报率(%)					
资本回报率	10%	8%	13%	13%	13%
资产回报率	6%	5%	7%	7%	6%
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	1.49	1.25	2.14	2.35	2.54
每股股息(人民币)	0.35	0.35	0.85	0.94	1.02
每股净资产(人民币)	14.83	15.76	16.92	18.28	19.78

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入：股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有：股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出：股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析员不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。