



600006.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.63

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	29.0	6.2	28.6	(4.3)
相对上证指数	3.6	1.1	4.7	(3.3)

发行股数(百万)	2,000
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	9,260
3个月日均交易额(人民币 百万)	70
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
东风汽车有限公司	60

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年3月29日收市价为标准

相关研究报告

《东风汽车—业绩符合预期, 新能源发展长期看好》 20181030

《东风汽车—业绩翻倍增长, 下半年新能源销量有望回暖》 20180828

《东风汽车—业绩高速增长, 剥离郑日如期迎来拐点》 20180501

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 汽车整车

朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

*魏敏为本报告重要贡献者

东风汽车

业绩符合预期, “163 倍增计划” 推动增长

公司发布 2018 年报, 全年共实现营业收入 144.2 亿元, 同比下降 21.2%; 归属于上市公司股东的净利润 5.5 亿元, 同比增长 176.0%; 每股收益 0.28 元。其中 Q4 实现营业收入 51.8 亿元, 同比下降 2.4%; 归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元, 同比增长 64.1%。公司 2017 年剥离持续亏损的郑州日产, 因此销量及收入大幅下降, 但净利润高速增长, 业绩符合预期。公司制定“163 倍增计划”, 规划到 2023 年完成 30 万辆挑战目标, 市占率有望逐步提升, 推动业绩持续增长。公司新能源汽车品类齐全, 客户较为优质, 发展前景看好。国企改革持续推进, 公司作为汽车行业央企有望获益。考虑到新能源汽车补贴大幅下降, 我们下调了业绩预测, 预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.22 元、0.26 元和 0.32 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 剥离郑日业绩高速增长, Q4 资产减值导致扣非净利润下降。2018 年公司销售汽车 15.4 万辆, 同比下降 18.7%, 扣除郑日后同比增长 8.7%。受剥离亏损郑州日产影响, 2018 年公司收入同比下滑 21.2%, 毛利率小幅提升 0.7 个百分点, 净利润增长 176.0%, 同时销售费用、管理费用、研发费用分别下降 41.5%、6.7%、19.6%。18Q4 公司销售汽车 4.7 万辆, 扣除郑日后同比增长 13.1%。受郑日剥离影响, 收入小幅下滑 2.4%, 但毛利率提升 1.6 个百分点。归母净利润增长 64.1%, 但扣非净利润下降 75.1%, 预计主要受坏账损失增加带来资产减值损失 1.86 亿影响所致。
- 轻卡销量稳步增长, “163 倍增计划” 推动增长。受部分城市皮卡解禁等因素影响, 2018 年国内轻卡销量增长 10.2%。公司轻卡产品线齐全, 竞争力持续改善, 轻卡 (含底盘) 全年销售 10.5 万辆, 同比增长 9.1%。随着国六排放标准的逐步实施, 公司的技术优势有望逐步显现。此外公司制定“163 倍增计划”, 其中“4”代表公司将实现轻型商用车行业质量第一的目标, “6”代表六个突破发展方向, “3”代表到 2023 年完成 30 万销量的目标。随着“163 倍增计划”持续推进, 公司市占率有望逐步提升, 并推动业绩增长。
- 新能源汽车长期前景看好。2018 年公司实现新能源汽车销售 3.2 万辆, 同比增长 9.4%。新能源汽车补贴大幅下降, 短期对物流车等销量及利润率有所影响, 但新能源是长期发展方向, 公司产品布局齐全, 品类涵盖轻卡、客车、乘用车等, 并获得众多优质客户青睐, 长期前景看好。
- 国企改革持续推荐, 公司有望获益。新版《汽车产业投资管理规定》明确提出推动国有汽车企业与其他各类企业强强联合, 组建具有世界一流水平的汽车企业集团。预计随着国企改革企业相继披露与推进改革进程, 未来两年国企改革有望成为汽车板块的一大投资主题。公司作为三大汽车央企之一的控股上市公司, 有望从中获益。

估值

- 我们预计公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.22 元、0.26 元和 0.32 元, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 1) 新能源销量及盈利不及预期; 2) 商用车销量大幅下滑。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	18,301	14,421	15,574	17,132	18,845
变动(%)	14	(21)	8	10	10
净利润(人民币 百万)	201	554	443	522	632
全面摊薄每股收益(人民币)	0.100	0.277	0.221	0.261	0.316
变动(%)	(8.3)	176.0	(20.0)	17.8	21.1
先前预测每股收益(人民币)			0.315	0.377	
调整幅度(%)			(30)	(31)	
全面摊薄市盈率(倍)	46.1	16.7	20.9	17.7	14.7
价格/每股现金流量(倍)	(18.4)	(14.6)	8.6	19.7	28.6
每股现金流量(人民币)	(0.25)	(0.32)	0.54	0.23	0.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(49.8)	181.8	14.8	11.4	8.4
每股股息(人民币)	0.030	0.030	0.066	0.078	0.095
股息率(%)	0.6	0.6	1.4	1.7	2.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



图表 1.2018 年业绩摘要

(人民币, 百万元)	2017Y	2018Y	同比变动(%)
营业收入	18,300.9	14,420.6	(21.2)
营业利润	(89.9)	508.1	(665.1)
净利润	(86.5)	548.9	(735.0)
归属于上市公司股东的净利润	200.7	553.9	176.0
扣非后归属于上市公司股东的净利润	200.8	376.1	87.3
营业成本	16,343.1	12,770.0	(21.9)
毛利润	1,957.8	1,650.6	(15.7)
销售费用	1,018.6	595.9	(41.5)
管理费用	490.1	457.2	(6.7)
研发费用	611.2	491.5	(19.6)
财务费用	(11.4)	(29.0)	154.3
资产减值损失	206.3	244.0	18.2
销售费用率(%)	5.6	4.1	
管理费用率(%)	2.7	3.2	
研发费用率(%)	3.3	3.4	
财务费用率(%)	(0.1)	(0.2)	
毛利率(%)	10.7	11.4	
净利率(%)	(0.5)	3.8	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2.2018Q4 业绩摘要

(人民币, 百万元)	2018Q4	2017Q4	同比变动(%)
营业收入	5,177.8	5,304.5	(2.4)
营业利润	123.3	77.4	59.2
净利润	144.4	85.9	68.2
归属于上市公司股东的净利润	140.1	85.4	64.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	24.7	99.0	(75.1)
营业成本	4,578.0	4,774.4	(4.1)
毛利润	599.8	530.1	13.2
销售费用	178.4	253.2	(29.6)
管理(含研发)费用	302.1	219.3	37.7
财务费用	(9.5)	(3.8)	149.7
资产减值损失	185.6	19.2	868.6
销售费用率(%)	3.4	4.8	
管理(含研发)费用率(%)	5.8	4.1	
财务费用率(%)	(0.2)	(0.1)	
毛利率(%)	11.6	10.0	
净利率(%)	2.8	1.6	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3.2018 年公司汽车销量

车型	18Q4 销量(辆)	Q4 同比(%)	2018 年销量(辆)	累计同比(%)	
乘用车	基本型乘用车	11,118	478.5	19,226	145.5
	多功能乘用车	0	n/a	0	n/a
	运动型多用途乘用车	0	n/a	0	n/a
商用车	客车	5,783	31.6	10,441	(10.7)
	中型客车	1,070	(8.8)	2,018	6.8
	轻型客车	4,713	46.3	8,423	(14.1)
	客车非完整车辆	7,142	0.5	19,528	(25.3)
	货车	13,151	(19.3)	57,729	18.7
	轻型货车	13,151	(19.3)	57,729	18.7
	货车非完整车辆	9,604	(17.6)	47,093	(0.7)
合计	46,798	13.1	154,017	8.7	

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	18,301	14,421	15,574	17,132	18,845
销售成本	(16,565)	(12,831)	(13,783)	(15,144)	(16,621)
经营费用	(1,854)	(1,553)	(1,434)	(1,573)	(1,728)
息税折旧前利润	(118)	37	357	414	495
折旧及摊销	(473)	(236)	(270)	(292)	(313)
经营利润(息税前利润)	(590)	(199)	87	123	183
净利息收入/(费用)	11	29	14	17	20
其他收益/(损失)	416	589	478	528	580
税前利润	(119)	492	579	667	782
所得税	32	57	(87)	(100)	(117)
少数股东权益	287	5	(49)	(45)	(33)
净利润	201	554	443	522	632
核心净利润	201	554	440	518	629
每股收益(人民币)	0.100	0.277	0.221	0.261	0.316
核心每股收益(人民币)	0.100	0.277	0.220	0.259	0.314
每股股息(人民币)	0.030	0.030	0.066	0.078	0.095
收入增长(%)	14	(21)	8	10	10
息税前利润增长(%)	141	(66)	(144)	41	49
息税折旧前利润增长(%)	(156)	(131)	868	16	20
每股收益增长(%)	(8)	176	(20)	18	21
核心每股收益增长(%)	(8)	176	(9)	18	21

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	3,392	2,555	4,082	4,628	5,206
应收帐款	7,857	9,852	8,751	9,845	12,191
库存	1,642	1,834	1,973	1,847	1,825
其他流动资产	938	1,185	1,342	1,160	1,213
流动资产总计	13,828	15,426	16,148	17,481	20,435
固定资产	1,796	1,781	1,746	1,689	1,611
无形资产	410	435	400	366	331
其他长期资产	1,616	1,946	1,950	1,913	1,937
长期资产总计	3,822	4,163	4,096	3,968	3,878
总资产	17,788	19,630	20,285	21,487	24,351
应付帐款	8,788	9,985	9,812	10,477	13,001
短期债务	0	0	100	100	100
其他流动负债	1,526	1,682	1,745	2,114	1,929
流动负债总计	10,314	11,666	11,657	12,691	15,030
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	450	502	839	597	646
股本	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
储备	4,618	5,112	5,422	5,787	6,229
股东权益	6,618	7,112	7,422	7,787	8,229
少数股东权益	325	318	367	413	446
总负债及权益	17,788	19,630	20,285	21,487	24,351
每股帐面价值(人民币)	3.31	3.56	3.71	3.89	4.11
每股有形资产(人民币)	3.10	3.34	3.51	3.71	3.95
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.70)	(1.28)	(1.99)	(2.26)	(2.55)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	(163)	419	579	667	782
折旧与摊销	473	236	270	292	313
净利息费用	(11)	(29)	(14)	(17)	(20)
运营资本变动	191	(707)	542	251	(50)
税金	(210)	125	(87)	(100)	(117)
其他经营现金流	(781)	(676)	(215)	(624)	(584)
经营活动产生的现金流	(503)	(632)	1,076	469	324
购买固定资产净值	(237)	25	200	200	200
投资减少/增加	632	574	500	550	600
其他投资现金流	399	(742)	(400)	(400)	(400)
投资活动产生的现金流	793	(144)	300	350	400
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(10)	0	101	1	1
支付股息	(61)	(61)	(133)	(157)	(189)
其他融资现金流	241	145	184	(117)	42
融资活动产生的现金流	170	84	152	(273)	(146)
现金变动	461	(692)	1,527	546	578
期初现金	3,385	3,392	2,555	4,082	4,628
公司自由现金流	291	(776)	1,376	819	724
权益自由现金流	269	(805)	1,463	803	706

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(0.6)	0.3	2.3	2.4	2.6
息税前利润率(%)	(3.2)	(1.4)	0.6	0.7	1.0
税前利润率(%)	(0.9)	2.9	3.7	3.9	4.2
净利率(%)	0.9	3.3	2.8	3.0	3.4
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	46.1	16.7	20.9	17.7	14.7
核心业务市盈率(倍)	46.1	16.7	21.1	17.9	14.7
市净率(倍)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	(18.4)	(14.6)	8.6	19.7	28.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(49.8)	181.8	14.8	11.4	8.4
周转率					
存货周转天数	38.0	49.4	50.4	46.0	40.3
应收帐款周转天数	152.2	224.1	218.0	198.1	213.4
应付帐款周转天数	183.7	237.6	232.0	216.1	227.4
回报率					
股息支付率(%)	38.8	12.6	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	2.4	7.0	6.1	6.9	7.9
资产收益率(%)	(3.0)	(1.1)	0.4	0.5	0.7
已运用资本收益率(%)	0.7	1.9	1.4	1.6	1.8

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371