CMS 招商证券

审慎推荐-A（维持）

当前股价：3.36 元
2017 年 04 月 16 日

福田汽车600166.SH

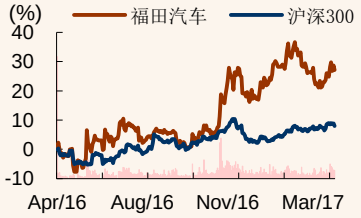
业绩符合预期，宝沃品牌增势强劲

基础数据

上证综指	3241
总股本（万股）	67108
已上市流通股（万股）	67084
总市值（亿元）	102
流通市值（亿元）	102
每股净资产（MRQ）	7.29
ROE（TTM）	8.85
资产负债率	73.2%
主要股东	中国重汽（香港）有限
主要股东持股比例	63.78%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	42	55
相对表现	6	36	59



资料来源：贝格数据、招商证券

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠
S1090511080002

彭琪
S1090514080003

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

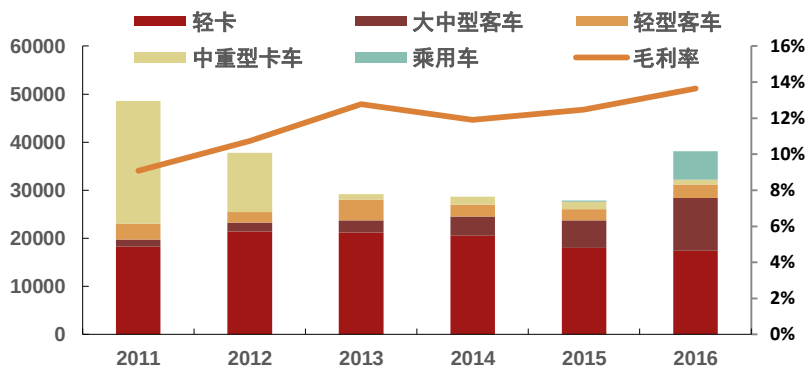
事件：公司公布 16 年年报，实现营收 465 亿（+37%），归母净利润 5.7 亿（+39%），EPS 0.08 元，基本符合此前预期。伴随重卡、轻卡回暖行情持续，商用车业务稳中有进，乘用车方面，随着宝沃 BX7 3 月销量回暖和 BX5 新车上市，未来看好宝沃车型持续爬坡带来新的业绩增长点，维持“审慎推荐-A”投资评级。

评论：

1、业绩增长符合预期，宝沃 SUV 高毛利率提升盈利能力

公司 16 年实现营收 465 亿，同比增速 37%，营收增加主要源于大中型客车（贡献 110 亿，同比+91%）和宝沃乘用车（贡献 43 亿）。三费中，销售费用占比 6%左右基本不变，管理费用从 15 年 7.5%降为 7.0%，财务费用为负，在 16 年宝沃乘用车新售卖的前提下做到三费占比降低，充分彰显公司的成本控制能力。同时，公司毛利率 13.65%，较 15 年增加超过 1%，主要源于乘用车高毛利率（20.85%）拉动。

图 1：公司分业务营收&毛利率情况（单位：百万元）



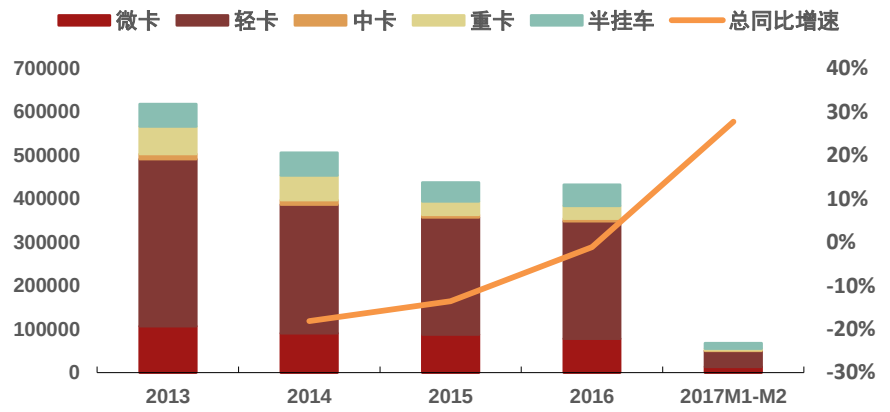
资料来源：招商证券

公司 16 年克服了经济增速放缓和商用车市场低迷的双重影响，实现汽车总销量 53 万辆，保持国内商用车第一品牌地位。商用车总体稳中有进，中重卡受“1589”政策影响销量维稳，轻卡继续保持国内细分行业第一，大中型客车积极抓住新能源汽车增长机会，同比增速 20.8%高于行业平均水平，成为商用车板块亮点；乘用车方面，公司在 16 年下半年推出宝沃 BX7，定位中型 SUV，月销量 5000 台，成为业绩增长点，随着宝沃品牌持续爬坡，乘用车业务占比逐渐增大，将进一步提高公司盈利能力。

2、重卡行业明显回暖，超级卡车布局未来

公司是我国最大的商用车企业，16 年公司商用车以 12.5%的市场占有率继续保持中国商用车第一品牌的市场地位。受益 16 下半年开始重卡行业复苏，公司重卡销量明显提升，17 年第一季度公司中重卡销量 2.95 万辆，同比增速 58.37%，未来在治理超载新政、更新换代等利好催动下，重卡有望持续增长。公司作为轻卡龙头，市场份额稳定在 18%，而随着国四排放标准升级等因素，未来或有国四抢装行情出现，助推轻卡销量提升。除此之外，公司还积极布局智能汽车领域，融合戴姆勒、康明斯等顶尖技术,剑指长途高附加值物流运输，打造绿色环保、高效节能、安全智能互联网超级卡车，带来新的市场看点。

图 2 公司商用车销量一览



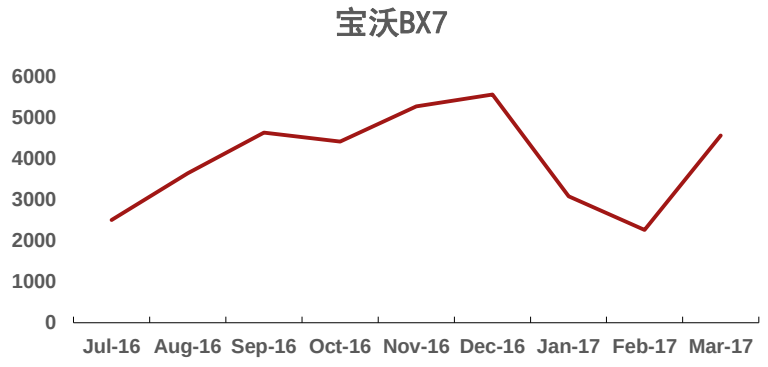
资料来源：招商证券

3、宝沃开启新产品周期，未来或强势崛起

宝沃 2016 年宣布回归以后的目标是 2020 年完成年销量 50 万。宝沃品牌拥有德国品牌所具有的工艺品质和豪华配置，同时在中国市场主打高性价比，吸引消费者，宝沃 BX7 自 16 年 7 月上市以来月均销量保持 5000 辆左右，在经历了 17 年前两个月销量低迷后，17 年 3 月销量 4556 台，在中型 SUV 细分市场排名 12，证明宝沃已站稳脚跟。同时 17 年 3 月宝沃 BX5 上市，定位增速最快的紧凑型 SUV，凭借积累的品牌和口碑效应，销量或有亮眼表现，有望助力宝沃扭亏为盈。

未来规划方面，宝沃计划 2020 年以前推出 12 款新车型，除 BX7 和 BX5 以外，还将推出 BX3 定位小型 SUV，BX9/11 定位大型 SUV，未来还将布局轿车、MPV、新能源汽车等，逐步完善产品布局。产能方面，目前宝沃产线在北京密云，一期 16 万年产能已经投产，全部用于生产 SUV，二期设计 36 万年产能，包括轿车等其他车型。同时，公司还在德国设立布莱梅工厂，将于 18 年投产，主要生产新能源车型。随着宝沃品牌逐渐站稳脚跟，随着销量爬坡，未来有望成为公司业绩爆发点。

图 3 宝沃 BX7 销量



资料来源：招商证券

表 1：宝沃未来车型规划

车型	定位	上市时间
BX7	中型 SUV	2016.7
BX5	紧凑型 SUV	2017.3
BX6	紧凑型 SUV	2017
BX3	小型 SUV	2017
BX9	大型 SUV	2018-2020
BX11	大型 SUV	2018-2020
BG 系列	三款轿车	2018-2020
MPV 系列	暂无	2018-2020

资料来源：中国汽车报网，招商证券

4、盈利预测与评级

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为：0.20 元、0.36 元、0.53 元，对应 2017 年 PE、PB 分别为：12.6、0.9 倍。目前宝沃品牌已经站稳脚跟，未来随着持续推出新车型，销量持续爬坡，看好乘用车业务带来新的业绩增长点，维持“审慎推荐-A”投资评级。

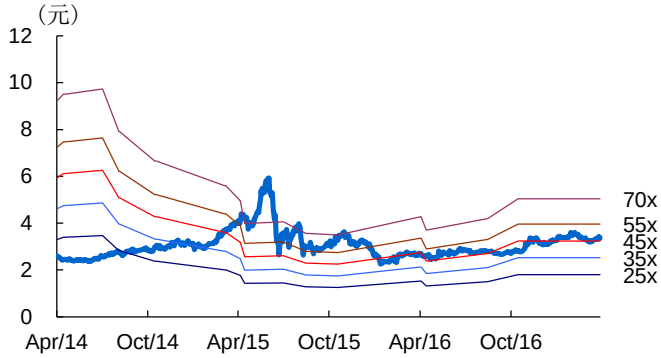
风险提示：汽车行业下滑，新车型销量不及预期。

表 2：简式盈利预测模型

会计年度		2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)		33997	41120	57842	70846	77851
	同比增长	1%	21%	41%	22%	10%
营业利润(百万元)		(851)	(156)	732	1717	2204
	同比增长	35%	-82%	-570%	135%	28%
净利润(百万元)		406	608	1759	2917	3539
	同比增长	-15%	50%	189%	66%	21%
每股收益(元)		0.12	0.09	0.26	0.44	0.53
P/E(倍)		27.2	36.4	12.6	7.6	6.3
P/B(倍)		0.6	1.0	0.9	0.9	0.8

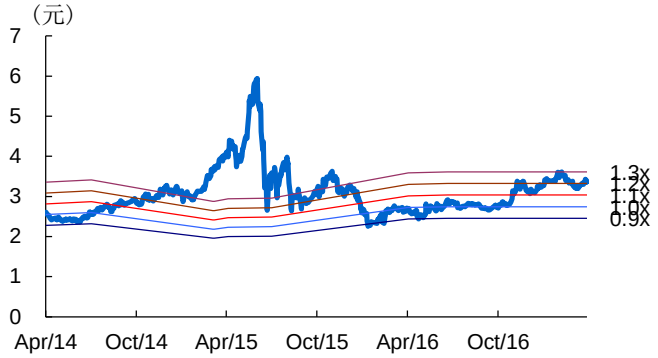
资料来源：公司数据、招商证券

图 4：福田汽车历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 5：福田汽车历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16650	21507	28995	35953	41050
现金	4558	6990	8610	11025	13665
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	142	171	241	295	325
应收款项	5223	6301	8864	10856	11930
其它应收款	2069	2502	3520	4311	4737
存货	2059	2413	3363	4085	4482
其他	2599	3130	4398	5380	5911
非流动资产	26103	26644	26930	27057	27186
长期股权投资	2306	2306	2306	2306	2306
固定资产	10191	11192	11892	12392	12856
无形资产	4591	4132	3719	3347	3012
其他	9016	9014	9013	9012	9011
资产总计	**42753**	**48151**	**55924**	**63009**	**68236**
流动负债	20779	22432	29475	34824	37773
短期借款	1327	1000	1000	1000	1000
应付账款	8157	9585	13360	16227	17807
预收账款	2486	2921	4071	4944	5426
其他	8809	8926	11045	12653	13540
长期负债	3222	3222	3222	3222	3222
长期借款	1283	1283	1283	1283	1283
其他	1939	1939	1939	1939	1939
负债合计	**24001**	**25654**	**32698**	**38046**	**40996**
股本	3335	6670	6670	6670	6670
资本公积金	10117	10117	10117	10117	10117
留存收益	5090	5580	6539	8655	11394
少数股东权益	210	131	(99)	(479)	(941)
归属于母公司所有者权益	18541	22367	23325	25442	28181
负债及权益合计	**42753**	**48151**	**55924**	**63009**	**68236**

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	490	1465	3337	3834	3796
净利润	406	608	1759	2917	3539
折旧摊销	1210	1189	1214	1223	1221
财务费用	(3)	(20)	(20)	(20)	(20)
投资收益	(74)	(400)	(564)	(713)	(974)
营运资金变动	(952)	163	1167	799	487
其它	(97)	(75)	(220)	(373)	(457)
投资活动现金流	(1693)	(1730)	(1500)	(1350)	(1350)
资本支出	(3174)	(1730)	(1500)	(1350)	(1350)
其他投资	1481	0	0	0	0
筹资活动现金流	2759	2697	(217)	(68)	193
借款变动	(657)	(940)	0	0	0
普通股增加	525	3335	0	0	0
资本公积增加	2466	0	0	0	0
股利分配	(225)	(118)	(800)	(800)	(800)
其他	649	420	584	733	994
现金净增加额	1556	2432	1620	2416	2640

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33997	41120	57842	70846	77851
营业成本	29755	34963	48732	59188	64953
营业税金及附加	250	288	405	496	545
营业费用	2028	2673	3586	4251	4671
管理费用	2562	3372	4569	5526	6072
财务费用	12	(20)	(20)	(20)	(20)
资产减值损失	315	400	400	400	400
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	74	400	564	713	974
营业利润	(851)	(156)	732	1717	2204
营业外收入	1313	850	1100	1300	1450
营业外支出	60	33	33	33	33
利润总额	401	661	1799	2984	3621
所得税	45	132	270	448	543
净利润	357	529	1529	2537	3077
少数股东损益	(50)	(79)	(229)	(381)	(462)
归属于母公司净利润	406	608	1759	2917	3539
EPS（元）	0.12	0.09	0.26	0.44	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	1%	21%	41%	22%	10%
营业利润	35%	-82%	-570%	135%	28%
净利润	-14.82%	49.69%	189.09	65.86%	21.32%
获利能力					
毛利率	12.5%	15.0%	15.7%	16.5%	16.6%
净利率	1.2%	1.5%	3.0%	4.1%	4.5%
ROE	2.2%	2.7%	7.5%	11.5%	12.6%
ROIC	-3.4%	-0.6%	2.4%	5.3%	6.3%
偿债能力					
资产负债率	56.1%	53.3%	58.5%	60.4%	60.1%
净负债比率	7.5%	4.7%	4.1%	3.6%	3.3%
流动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	14.5	15.6	16.9	15.9	15.2
应收帐款周转率	7.5	7.1	7.6	7.2	6.8
应付帐款周转率	4.3	3.9	4.2	4.0	3.8
每股资料（元）					
每股收益	0.12	0.09	0.26	0.44	0.53
每股经营现金	0.15	0.22	0.50	0.57	0.57
每股净资产	5.56	3.35	3.50	3.81	4.22
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	27.2	36.4	12.6	7.6	6.3
PB	0.6	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	-328.4	41.0	21.6	14.2	12.2

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998 年毕业于上海同济大学机械系，7 年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究 8 年。2008 年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009 年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014 年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：　公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：　公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。