

证券研究报告

汽车

推荐 (维持)

证券分析师

王德安

投资咨询资格编号 S1060511010006  
021-33830392  
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

投资咨询资格编号 S1060511010004  
021-33830530  
yubing006@pingan.com.cn

研究助理

彭勇

一般证券从业资格编号 S1060111070097  
021-33830523  
pengyong060@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

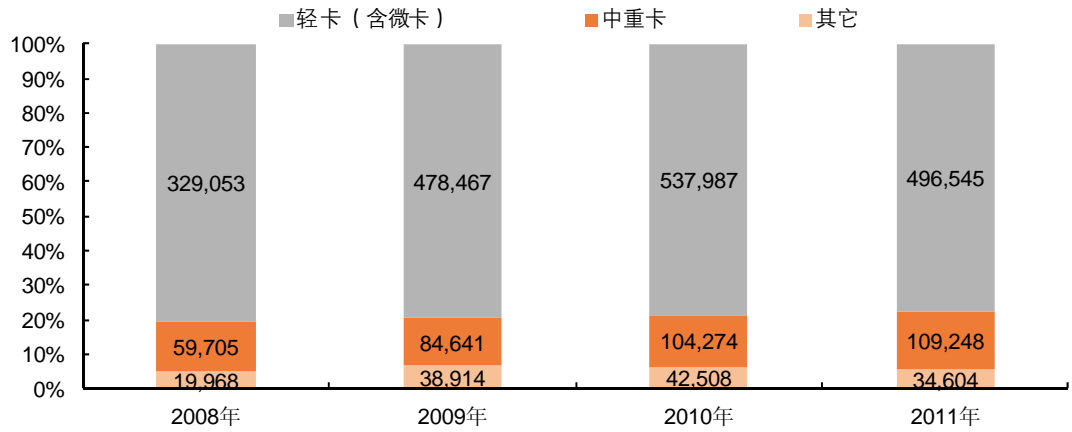
## 福田汽车 (600166)

### 2012 年面临挑战，业绩改善还待重卡和轻卡行业回暖

- **重卡和轻卡是公司利润基石，其它业务对业绩影响较小。**我们估算公司 2011 年约 90%的收入和利润来自重卡和轻卡，其中重卡和轻卡贡献的利润各占一半，两者仍是公司利润基石。公司工程机械、客车、轻客、MPV、福田康明斯等业务规模尚小，对公司业绩影响较小，公司业绩改善还需依靠重卡和轻卡业务的改善。
- **公司 2012 年销售目标较高，完成目标颇具挑战性。**公司 2011 年销售各类汽车 64 万辆，2012 年设定的销售目标为 87 万辆（增长 36%），其中重卡 13 万辆（增长 31%），轻卡 42 万辆（增长 4.4%）。在目前重卡和轻卡行业尚无回暖迹象的情况下，公司要实现 2012 年销售目标颇具挑战性。
- **福田康明斯发动机业务和公司高端轻卡业务值得期待。**福田康明斯 ISF 系列轻型柴油机与国内同排量的机型相比，在功率、扭矩、重量、尺寸、燃油经济性、噪音等方面均具有优势，极具市场竞争力，是未来高端轻卡和轻客优选机型之一。公司欧马可轻客即装备福田康明斯 ISF 系列轻型柴油机，是国内目前高端轻卡代表车型之一。福田康明斯发动机业务和公司高端轻客业务的增长有助于公司提高盈利水平。
- **与戴姆勒合资公司产品和经营管理以福田现有产品和管理班子为基础，奔驰 OM 发动机国产尚需时日。**公司与戴姆勒合资公司已挂牌，合资公司以欧曼二工厂为基地，首款产品为福田自主开发的 GTL 系列重卡，并使用福田品牌进行销售。合资公司前三年由福田现有管理班子进行管理，产品为欧曼中重卡和奔驰 OM 系列发动机。由于国内还未实施柴油机国 IV 排放标准，达到欧 V 排放标准（相当于国 V 排放标准）的 OM 系列发动机的国产尚需时日。
- **公司计划十二五末海外 5 工厂全部启动，跻身国际知名厂商之列。**公司计划在印度、俄罗斯、墨西哥、巴西和印尼 5 国各设立一个工厂，其中印度工厂将在 2013 年底投产，俄罗斯工厂正在等待中俄双方政府的审批，预计到十二五末公司 5 个海外工厂将全部启动，公司将跻身国际知名汽车厂商之列。
- **盈利预测与投资建议。**考虑公司下游情况仍未改善，我们维持公司盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53 元、0.78 元、0.96 元，其中 2012 年业绩考虑了出售欧曼二工厂的收益。考虑公司稳固的行业地位以及经营管理能力，随着经济形势的好转，预计公司业绩提升空间较大。维持“推荐”评级。

- **风险提示:** 1) 重卡行业持续低迷; 2) 市场竞争加剧, 影响公司收入和业绩增长; 3) 原材料和人工成本上涨。

**图表1 福田汽车各车型销量及占比 单位: 辆**



资料来源: 公司公告

**图表2 福田康明斯ISF系列发动机与国内同类机型对比**

	福康 ISF2.8	扬柴 VM 系列	南汽 sofim 系列	福康 ISF3.8	扬柴 YZ4DB1-40	东风朝柴 CY4102BQ
排量 (L)	2.776	2.97	2.798	3.76	4.09	3.856
压缩比	16.5:1	18:01	18.5:1	17.2:1	17.5:1	17.5:1
额定功率 (kW)	96-110	50-70	93-107	105-125	95	70.6
最大扭矩 (N*m)	310-360	250-420	290-320	450-600	400	245
最低燃油消耗率 (g/kW*h)	205	235-238	215	195	195	216
噪音 (dB)	94	-	-	92	-	113
净质量 (kg)	214		245	335	350	330
长*宽*高	606*641*632	720*508*736	718*647*844	810*695*806	810*650*750	921*651*751

资料来源: 公司网站

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	11183	15655	24334	19352	22131	<b>营业收入</b>	44840	53492	50862	54164	69982
现金	4131	5374	4959	5097	5051	营业成本	39828	47166	45682	48568	61962
应收账款	739	982	898	968	1247	营业税金及附加	206	245	178	217	322
其他应收款	127	292	255	260	349	营业费用	1673	1817	1678	1950	2589
预付账款	1268	1971	1599	1784	2292	管理费用	1673	2207	1933	2058	2659
存货	4895	6651	9973	5782	6148	财务费用	54	64	164	143	141
其他流动资产	24	385	6651	5460	7044	资产减值损失	149	175	4	12	30
<b>非流动资产</b>	6474	8987	9245	9560	9617	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	597	538	570	568	564	投资净收益	-38	-70	-21	-18	-12
固定资产	3648	4093	7704	7356	7339	<b>营业利润</b>	1219	1748	1201	1198	2267
无形资产	1322	1527	1830	2121	2384	营业外收入	89	225	150	760	140
其他非流动资产	907	2829	-859	-486	-670	营业外支出	28	58	46	47	48
<b>资产总计</b>	17657	24641	33579	28912	31747	<b>利润总额</b>	1280	1915	1305	1911	2358
<b>流动负债</b>	11485	13124	21824	15808	17823	所得税	242	269	183	268	331
短期借款	80	200	817	1718	1958	<b>净利润</b>	1037	1646	1122	1643	2027
应付账款	4855	6059	11421	6411	7745	少数股东损益	-0	0	0	0	0
其他流动负债	6550	6866	9586	7679	8120	<b>归属母公司净利润</b>	1037	1646	1122	1643	2027
<b>非流动负债</b>	2098	3456	2867	2763	1842	EBITDA	1659	2271	1938	2080	3182
长期借款	884	1382	1082	882	982	EPS (元)	1.13	1.56	0.53	0.78	0.96
其他非流动负债	1214	2074	1785	1881	861						
<b>负债合计</b>	13583	16580	24691	18571	19665	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	916	1055	2110	2110	2110	<b>成长能力</b>					
资本公积	1356	3723	3723	3723	3723	营业收入	49.1%	19.3%	-4.9%	6.5%	29.2%
留存收益	1802	3284	3055	4508	6249	营业利润	682.4%	43.4%	-31.3%	-0.2%	89.2%
归属母公司股东权益	4074	8061	8888	10341	12082	归属于母公司净利润	199.9%	58.7%	-31.8%	46.4%	23.4%
<b>负债和股东权益</b>	17657	24641	33579	28912	31747	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	11.2%	11.8%	10.2%	10.3%	11.5%
						净利率(%)	2.3%	3.1%	2.2%	3.0%	2.9%
						ROE(%)	25.5%	20.4%	12.6%	15.9%	16.8%
						ROIC(%)	17.1%	14.6%	10.0%	8.3%	13.8%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	76.9%	67.3%	73.5%	64.2%	61.9%
						净负债比率(%)	8.2%	11.2%	8.6%	15.2%	16.1%
						流动比率	0.97	1.19	1.12	1.22	1.24
						速动比率	0.54	0.68	0.65	0.86	0.89
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	3.3	2.5	1.7	1.7	2.3
						应收账款周转率	62.4	59.0	51.4	55.0	59.9
						应付账款周转率	10.3	8.6	5.2	5.4	8.8
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.49	0.78	0.53	0.78	0.96
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.94	0.51	0.29	0.39	0.88
						每股净资产(最新摊薄)	1.93	3.82	4.21	4.90	5.73
						<b>估值比率</b>					
						P/E	15.5	9.7	14.3	9.8	7.9
						P/B	3.9	2.0	1.8	1.6	1.3
						EV/EBITDA	7.7	5.6	6.6	6.1	4.0

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	4088	1076	601	832	1857
净利润	1037	1646	1122	1643	2027
折旧摊销	385	459	573	739	775
财务费用	54	64	164	143	141
投资损失	38	70	21	18	12
营运资金变动	2477	-1273	-1043	-1774	-1083
其他经营现金流	96	109	-236	64	-15
<b>投资活动现金流</b>	-713	-2241	-816	-1069	-832
资本支出	759	3090	495	630	450
长期投资	-135	-16	-11	9	-3
其他投资现金流	-88	833	-332	-430	-385
<b>筹资活动现金流</b>	-277	2892	-200	374	-1071
短期借款	-1486	120	617	900	240
长期借款	782	497	-300	-200	100
普通股增加	0	138	1055	0	0
资本公积增加	48	2368	0	0	0
其他筹资现金流	379	-232	-1572	-326	-1410
<b>现金净增加额</b>	3099	1726	-414	138	-46

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257