

公司研究

汽车整车行业

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

xinghaizhi@cindasc.com

联系人：

梅妙

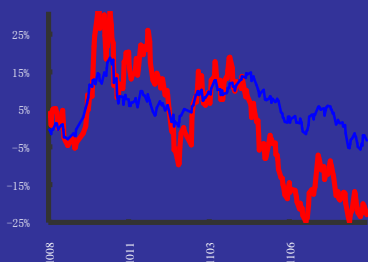
meimiao@cindasc.com

最新价： 7.98 元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	7.50-29.09
最近一月涨跌幅(%)	-4.89
总股本(亿股)	21.10
流通 A 股比例(%)	0.57
总市值(亿元)	168.35
每股净资产	4.02
总资产(亿元)	259.09
十大流通股东(%)	51.20

最近一年市场表现



— 福田汽车 — 上证综指

福田汽车(600166)：预计未来业绩进一步下降

公司研究点评报告

2011 年 08 月 30 日

投资要点：

- **上半年公司销量同比下降 3.5%**。受新产能建设未完成以及新产品尚未推出等影响，公司上半年各类汽车销量同比下降 3.5%，完成 35.80 万辆，其中中重卡由于产能释放因素，是唯一实现同比增长的业务。
- **实现净利润同比下降 38.45%**。上半年，公司实现营业收入 307.76 亿元，同比增长 1.90%，实现归属于母公司净利润为 7.06 亿元，同比下降 38.45%。盈利水平的下降一方面是原材料成本的同期上涨，同时公司新产能逐步释放过程中的折旧摊销较大也是重要方面。
- **未来资本性支出压力持续**。公司近两年基本以产能扩建为主，未来两年内产能将在目前 70 万辆基础上增加到 130-150 万辆，因此资本性支出预期较大，今年上半年投资性现金支出完成约为 24.77 亿元。
- **未来再融资可能性存在**。行业景气性下行加之产能扩建使得公司现金及资本约束压力再次开始显现，未来通过公开增发进行再融资的可能性存在。
- **除中重卡外，产能释放预计在 12 年开始**。公司 11 年增长的动力主要来自于中重卡产能释放带来的机会；同时轻卡中高端系列随着动力等性能的提升会有所增长，但总体轻微卡的市场份额预计会进一步下降；MPV、皮卡、轻客等负增长可能性较大；新能源订单尚无超预期的可能。
- **风险提示：11 年预计净利润同比下降 26.34%**。预计公司 11 年 12 年可实现营业收入分别为 589 亿元和 731 亿元，预计可实现归属于母公司净利润分别约 12 亿元和 17 亿元。由于原材料成本上涨以及产能扩建带来的折旧摊销压力短期内会继续降低公司的盈利能力。

财务摘要（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	53492.05	58954.48	73075.19	93502.78
(+/-)	19.30%	10.21%	23.95%	27.95%
净利润	1646.01	1212.41	1759.25	2768.64
(+/-)	58.68%	-26.34%	45.10%	57.38%
每股收益(元)	1.56	0.57	0.83	1.31
PE	0.00	14.86	10.24	6.51

受新产能建设未完成以及新产品尚未推出等影响，公司上半年各类汽车销量同比下降 3.5%，完成 35.80 万辆，其中中重卡由于产能释放因素，是唯一实现同比增长的业务。

上半年，公司共销售各类汽车 35.80 万辆，同比下降 3.5%，其中中重卡实现销量 6.64 万辆，同比增长 11.7%，而同期所属行业是下降 5.13%，这主要是新增的 8 万辆产能释放以及“新 5 系”欧曼重卡推出带来的销量贡献所致。中重卡也是公司上半年唯一实现正增长的一块业务。

公司其他系列产品或因产能建设未完成或者刚刚完成而未进行正式生产，同时新产品尚处于开发试验阶段，总体销量下降幅度较大，且都大于所属行业总体的下降幅度。其中，轻微卡实现销量 27.31 万辆，同比下降 5.5%，所属行业为下降 4.97%，这主要是同期以江淮（+6.81%）、江铃（+14.67%）以及长城（+23.38%）（主要是皮卡）为代表的企业呈现逆市增长，而公司主流产品更新换代型较少，只有欧马可上半年处于试销阶段。轻客实现销量 1.16 万辆，同比下降 7.3%，所属行业增长为 17.23%。同轻卡一样，轻客行业中的其他竞争对手江铃（+19.31%）、南汽（+32.31%）、江淮（+18.02%）正处于新产品收获期，增长较为突出。大中客实现销量 0.129 万辆，同比下降 35.9%，下降幅度也大于行业总体，主要是新能源客车进展并未如预期中顺利。MPV 实现销量 0.53 万辆，同比下降 30.9%，主要是公司新产能建设尚未完成，同时新产品处于断档阶段。

图表 1：福田汽车近年产品销量及其与行业对比

	10 年					11 年 H1				
	福田, 万辆	(+/-, %)	行业, 万辆	(+/-, %)	份额, %	福田, 万辆	(+/-, %)	行业, 万辆	(+/-, %)	份额, %
中重卡	10.44	23.23	128.92	44.17	8.10	6.64	11.70	69.69	-5.13	9.53
轻微卡	53.87	12.58	195.98	25.66	27.49	27.31	-5.5	128.69	-4.97	21.22
轻客	2.38	11.40	28.44	26.46	8.37	1.16	-7.3	16.59	17.23	6.99
大中客	0.37	22.47	15.87	22.93	2.32	0.129	-35.9	6.53	-5.60	1.98
MPV	1.26	0.80	44.54	78.95	2.83	0.53	-30.9	23.84	13.89	2.22
合计	68.40	18.70	1806.2	32.37	3.79	35.80	-3.5	932.52	3.35	3.84

来源：汽车工业协会

上半年，公司实现营业收入 307.76 亿元，同比增长 1.90%，实现归属于母公司净利润为 7.06 亿元，同比下降 38.45%。盈利水平的下降一方面是原材料成本的同期上涨，同时公司新产能逐步释放过程中的折旧摊销较大也是重要方面。

10 年，公司实现营业收入总计 307.76 亿元，同比增长 1.90%，相比销量增速略高，这主要是由于公司产品结构中中重卡比重提高所致。

上半年，一方面由于原材料成本上升，另一方面，公司新产能刚刚完成释放，折旧摊销压力较大，同时在建工程较多，也会直接间接地影响到公司的盈利能力。上半年公司毛利润率为 9.35%，而上年同期和上年底分别为 12.22%和 11.83%，毛

利润率的降低直接影响公司营业利润 7.6 亿元。

相对于收入的增长，公司期间费用增速基本持平，甚至还略有下降，三项费用合计为 19.84 亿元，降低 8.66%。其中财务费用同比增长较多，但绝对数不大，销售费用和管理费用同比都分别有所降低。

投资收益方面，10 年为-7091 万元，相对 09 年的-3891 万元有所增大，这主要是由于来自福田康明斯的亏损所致。福田康明斯受整体市场环境的影响，产能投放一直较慢，在 09 年亏损约 8000 万元基础上 10 年进一步增大到约 1.7 亿元。今年上半年，该公司亏损额有所降低，约为-3310 万元，因而影响公司投资收益约-1655 万元，预计 11 年亏损额相比 10 年有大幅降低。

图表 2：福田汽车近年成本费用比变化(%)

	08 年	09 年	10 年	11 年 H1
毛利润率	8.11	11.18	11.83	9.35
销售费用率	3.29	3.73	3.4	3.16
管理费用率	3.24	3.73	4.13	3.08
财务费用率	0.44	0.12	0.12	0.21
三项费用率合计	6.97	7.58	7.65	6.45
资产减值损失率	0.29	0.33	0.33	0.02
销售利润率	1.15	2.31	3.08	2.29
ROE 年化	14.05	29.29	27.13	17.08

来源：公司公告

公司近两年基本以产能扩建为主，产能未来两年内将在目前 70 万辆基础上增加到 130-150 万辆，因此资本性支出预期较大，今年上半年投资性现金支出完成约为 24.77 亿元。

公司在 08 年提出“战略增长向能力增长的转变”后，主要重点放在了提升产品附加价值和产业经营成本效率提升上，注重在软实力方面的加强。08 年的公司定向增发募集资金也着力是这方面的投入。但同时面对经历 09 年 46.15% 的快速增长以及 10 年 32.37% 的增长背景下，公司产能供需矛盾开始凸现出来，这也是公司 10 年销量增速低于行业总体的主要原因。

实际上，早在 09 年，公司即开始新一轮的产能扩张工作，特别是 10 年再次定向增发进一步加快了公司在这方面的投入。10 年，公司在购置固定资产、无形资产和其他长期资产方面支付的现金达到 30.90 亿元，同比增加了 306.92%。其中在建工程净增加 21.01 亿元，相对 09 年的 5.18 亿元显然工程投入明显加快，而这最主要的投入都是在产能扩建方面。11 年，按我们的判断，公司还将处于产能建设和投资支出的高峰期。

目前，公司主要有如下方面的产能扩建工作：一是利用定向增发募集资金 26 亿元投入的欧曼中重卡二工厂项目，这部分项目实际上已在今年年初完成，公司中重卡产能目前已达到 16 万辆；二是密云多功能车厂项目（乘用车厂），总投资

近 30 亿元，预计今年底建成，届时将增加多功能车等乘用车 20 万辆产能；三是潍坊汽车厂项目，总投资 9.75 亿元，主要生产轻型车，新增产能 20 万辆，也预计 11 年底、12 年初建成投产；四是长沙汽车厂扩产项目，总投资 32 亿元，主要生产各类载货车，将新增产能 20 万辆，加上原有产能（正在搬迁改造）总计将达 30 万辆产能。另外，公司 10 年还成立了重型机械分公司，收购了福田重机的相关资产，通过再投入将实现 6000 台套的生产能力。

上述主要投资包括其它小规模投资预期都将在未来一两年内完成，届时，公司总产能将在目前 70 万辆基础上上升到 130-150 万辆。预计未来两年实际投入将会达到 75 亿元左右。截止到今年上半年，公司完成各类固定资产和投资支出约为 24.77 亿元。

图表3: 福田汽车当前主要在建项目情况

项目公告时间	项目名称	投资额	主要生产产品	增加产能情况	预计投产时间
2009 年 2 月	蒙派克工厂项目	1.52 亿元	MPV、轻客	5 万辆	11 年建成
2009 年 5 月	潍坊汽车厂建设项目	总投资约 9.75 亿元	轻客、轻卡	一期产能 20 万辆	预计 11 年建成投产
2009 年 12 月	密云多功能车厂（乘用车基地）	总投资 29.6 亿元	轻客，各类乘用车	20 万辆	09 年底开工，预计 11 年底建成投产
2010 年 1 月	欧曼 GTL 节能技改项目及重要零部件项目（欧曼二工厂）	总投资 25 亿元	高性能中重卡	新增 8 万辆，总计 16 万辆	11 年上半年建成
2010 年 3 月	大中客南海二工厂	5.5 亿元，总投资 12.98 亿元	大中客车	新增 5000 辆，与北京总计达到 1 万辆	11 年下半年
2010 年 4 月	长沙汽车厂扩产项目	总投资 32 亿元	中重卡、轻卡、皮卡以及 SUV	新增产能 20 万辆，总计达 30 万辆产能	10 年底开工 12 年上半年建成投产
2011 年 1 月	雷萨重型机械分公司 北京昌平 GDI 汽油发动机工厂 全球创新中心	4.8 亿元收购收购福田重机相关资产	商混设备和自卸车	产能 6000 台	预计 12 年投放
总计		总计约 75 亿元		增加约 75 万辆产能，合计达到 130-150 万辆产能	

来源：信达证券整理

行业景气性下行加之产能扩建使得公司现金及资本约束压力再次开始显现，未来通过公开增发进行再融资的可能性较大。

经过 10 年的定向增发，公司资产负债率已经由 09 年的 76.93% 下降到 10 年底的 67.29%，截止到今年上半年为 67.31%，从绝对水平上看依然处于高位。

由于公司上半年获得经营性净现金为 -5.57 亿元，相比上年同期的 16.40 亿元下降明显，这主要是由于各类应付科目和应收科目分别减少和增加所致，反映公司在实际运营中扩张性财务政策已进一步收紧。同时，公司报告期内增加了约 13.5 亿元的短期借款，反映了公司实际经营活动中运营资本的趋紧情况。总体，截止上半年公司实际净现金约 33 亿元，相比上年底的约 40 亿元有所降

低。

我们认为，由于公司未来两年投入较大，现有资金支持能力将不得不依赖外部融资给予改善，因此公司采取公开增发的可能性较大。10 年年报，公司 10 年利润分配方案为以总股本 105483 万股为基础，每 10 股送 10 股，并派送现金 2.8 元（含税）。这充分反映了公司意欲扩大股本和做大公司资产规模的意愿，也为二级市场增发提供利好支撑。

公司 11 年增长的动力主要来自于中重卡产能释放带来的机会；同时轻卡中高端系列随着动力等性能的提升会有所增长，但总体轻微卡的市场份额预计会进一步下降；MPV、皮卡、轻客等负增长可能性较大；新能源订单尚无超预期的可能。

11 年，汽车行业增长将明显下滑，预计整体行业增速将在 10-15%之间，个别细分行业包括中重卡预计会出现增速下滑态势。在此背景下，公司中重卡产能释放缺乏大环境的支持，但就公司实际来说，也存在可以预期的地方。一是公司 11 年随着产能的释放预计在中低端重卡方面加大投入，由于性价比的优势，预计会分食一部分原重汽的市场；另外，公司 10 年即加大了重卡的结构调整力度，把重点放到了未来成长空间更大的自卸车市场，而相对放弃半挂车市场，自卸车未来的增长将受益于固定资产投资延续带来的积极影响，预计年增长可达 50%左右。我们预计公司 11 年重卡销售可达 12.6 万辆左右（低于公司预期）。

轻卡未来的增长将会以平稳为主，细分增长主要在中高端市场，即奥铃系列会有所增长，但总体对销量影响不会太大，欧马可系列因配装康明斯发动机亦会有所表现，而且面临江铃、东风的强势进攻，公司主要以市场维持为主，新增产能的释放也需要到 12 及以后。

新能源汽车，主要是大中客车，尽管订单不断增加，市场化推广已取得一定成效，但就盈利能力方面来讲依然不高，整体目前对公司业绩贡献还小。10 年，公司大中客车利润率相比 09 年甚至降低了 3.4 个百分点。先前我们预计 11 年以大中客车为代表的公司新能源汽车依然是稳定增长。目前来看，订单并未如预期良好，预计全年大中客车销售约为 3000 辆。

预计公司 11 年 12 年可实现营业收入分别为 589 亿元和 731 亿元，预计可实现归属于母公司净利润分别约 12 亿元和 17 亿元。由于原材料成本上涨以及产能扩建带来的折旧摊销压力短期内会继续降低公司的盈利能力。

调低我们之前对公司销量及业绩的预测，预计 11 年公司可实现各类汽车销量约 68 万辆，其中增来自于轻卡、轻客等随产能逐步投入后的自然增长低于我们前期预期，另外，中重卡预计增加约 3 万两的销量。

营业收入预计 11 年、12 年分别同比增长 10.24%和 23.95%，其中 12 年快速增长主要来自于产能释放以及行业的逐渐向好预期。

净利润预计 11 年、12 年分别同比增长为 60%和 55%，对应的销售利润率分别约为 2.06%和 2.41%，相对 10 年的 3.08%有所降低，这主要是由于随着原材料成本的上升以及产能建设后带来的折旧摊销压力短期内会降低公司整体盈利能力。

这其中，随着 11 年上半年重卡合资公司的建立，一方面将使得一部分中重卡利润被按 50%股权稀释。（10 年，公司实际中重卡业务我们预计其贡献的净利润约 10 亿元，因此，11 年将相应减少约 5 亿元左右）；另一方面，作为合资的中重卡资产的评估增值大约 20 亿元将年均额外增加净利润约 4-5 亿元，整体大致可以抵消。

附录：财务预测表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	15654.74	11845.61	22422.39	20595.42
现金	5373.51	5911.68	7934.79	8121.47
应收账款	981.88	864.89	1410.91	1538.07
其它应收款	292.19	239.06	370.89	411.89
预付账款	1970.81	489.95	2895.61	1624.45
存货	6651.19	4310.90	9527.75	8713.58
其他	385.15	29.11	282.43	185.97
非流动资产	8986.73	9171.20	10564.35	12574.13
长期投资	538.00	490.82	438.49	381.68
固定资产	4092.68	4699.96	5935.40	7554.69
无形资产	1786.43	1813.40	2096.99	2532.16
其他	2569.62	2167.01	2093.47	2105.60
资产总计	24641.47	21016.80	32986.73	33169.56
流动负债	13124.30	9614.79	20024.26	17717.92
短期借款	200.00	615.32	298.44	371.26
应付账款	6058.50	4486.55	8999.25	8532.89
其他	6865.80	4512.91	10726.57	8813.77
非流动负债	3455.79	2424.03	2383.71	2379.72
长期借款	2370.93	1956.90	1790.60	1664.69
其他	1084.87	467.13	593.11	715.04
负债合计	16580.09	12038.82	22407.98	20097.64
少数股东权益	0.00	-0.45	-0.73	-1.22
归属母公司股东权益合计	8061.38	8978.44	10579.49	13073.13
负债和股东权益	24641.47	21016.80	32986.73	33169.56

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	306.73	2033.90	4487.94	3127.48
净利润	1646.01	1211.96	1758.97	2768.14
折旧摊销	459.15	501.62	656.05	863.45
财务费用	64.17	-15.50	-47.25	-72.19
投资损失	70.16	46.34	51.54	55.99
营运资金变动	-1840.77	208.65	2091.95	-476.52
其它	-92.00	80.83	-23.31	-11.40
投资活动现金流	-2941.79	-822.44	-2074.18	-2916.93
资本支出	1620.69	967.31	1272.14	1936.93
长期投资	59.17	47.18	52.33	56.80
其他	-1261.93	192.05	-749.71	-923.20

筹资活动现金流	3877.68	-673.28	-390.65	-23.86
短期借款	120.00	415.32	-316.88	72.81
长期借款	499.98	-414.03	-166.30	-125.91
其他	3257.70	-674.58	92.53	29.24
现金净增加额	1242.62	538.17	2023.10	186.68

利润表		单位：百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	53492.05	58954.48	73075.19	93502.78	
营业成本	47166.40	53090.85	65201.24	82935.83	
营业税金及附加	245.00	236.90	321.14	404.96	
营业费用	1817.34	2048.00	2582.34	3243.01	
管理费用	2206.65	2180.26	2814.45	3638.77	
财务费用	64.17	-15.50	-47.25	-72.19	
资产减值损失	174.67	186.93	237.90	302.07	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	-70.16	-46.34	-51.54	-55.99	
营业利润	1747.66	1180.69	1913.84	2994.34	
营业外收入	225.34	170.80	161.72	185.96	
营业外支出	58.35	42.95	43.25	48.18	
利润总额	1914.65	1308.54	2032.31	3132.11	
所得税	268.64	96.58	273.35	363.97	
净利润	1646.01	1211.96	1758.97	2768.14	
少数股东损益	0.00	-0.45	-0.28	-0.49	
归属母公司净利润	1646.01	1212.41	1759.25	2768.64	
EBITDA	2366.00	1715.69	2542.07	3797.45	
EPS (元)	1.56	0.57	0.83	1.31	

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102