

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

重卡行业景气波动影响业绩表现

——福田汽车（600166）2011 年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 2 日

报告关键要素:

受商用车行业销量下降影响,公司业务规模和盈利能力均出现下滑。中重卡业务受折旧成本加大和市场竞争加剧双重影响,毛利率大幅下滑。未来公司业绩提升还依赖重卡行业景气回升。

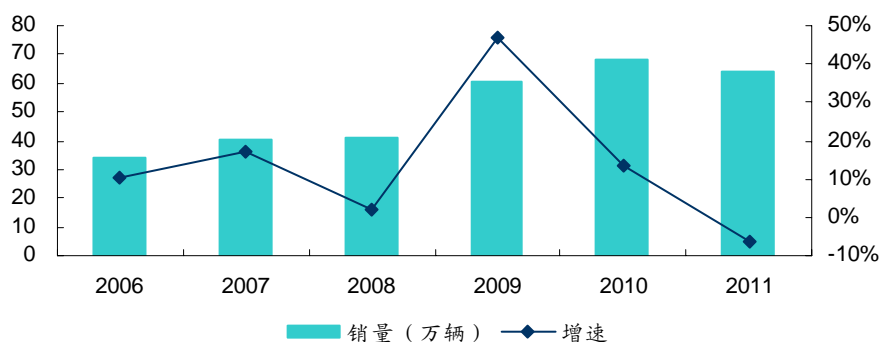
事件:

- **福田汽车（600166）发布2011年年报。**2011年公司实现营业收入516.45亿元,同比下降3.45%;净利润11.52亿元,同比下降29.99%;EPS为0.55元。

点评:

- **销量下滑幅度略小于商用车行业整体。**2011年公司销售整车64.04万辆,同比下降6.22%,降幅略小于商用车行业的6.31%,未能完成计划的72万辆,导致营收规模出现下降。四季度公司销售收入达到101.40亿元,环比三季度略降,盈利能力有恢复迹象,虽然毛利率环比下滑,但毛利率与销售费用率差值却回升0.94个百分点。

图 1: 公司整车销量与增速



资料来源: 公司资料, 中原证券

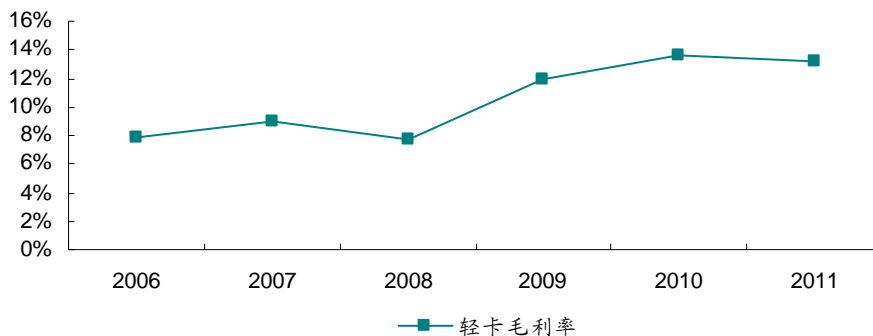
表 1: 公司各季度业绩表现

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
收入 (亿元)	146.88	160.88	107.3	101.40
净利润 (亿元)	4.37	2.69	1.81	2.65
毛利率	9.10%	9.58%	9.40%	7.94%
销售费用率	2.73%	3.56%	3.85%	1.45%
毛利率-销售费用率	6.37%	6.02%	5.55%	6.49%
管理费用率	2.51%	3.59%	2.91%	4.60%
财务费用率	0.17%	0.24%	0.64%	0.39%

资料来源: 公司资料, 中原证券

- **轻卡表现稳定，结构优化。**虽然轻卡总销量为49.65万辆，同比下滑7.7%，但产品结构得到优化，中高端销量有较大幅度提升，其中萨普皮卡销量3.14万辆，同比上升6.5%；奥铃销量6.93万辆，同比上升13.0%；欧马可销量1.40万辆，同比上升9.1%。受益于中高端产品比例的提升，轻卡业务毛利率为13.18%，略降0.41个百分点，表现较稳定。

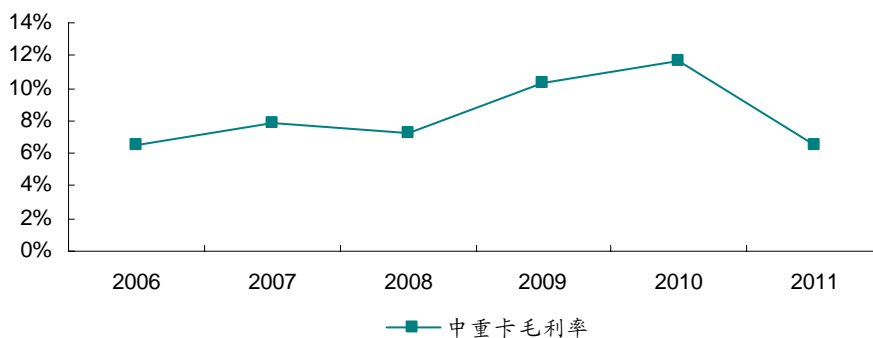
图 2：轻卡业务毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

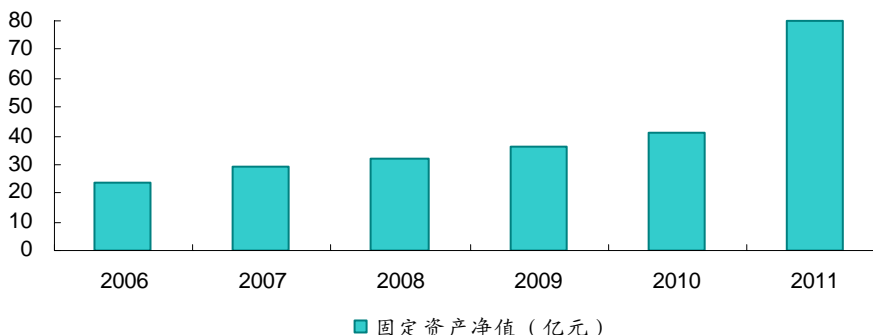
- **中重卡毛利率大幅下滑。**虽然中重卡销量上升4.6%，但毛利率由2010年的11.62%大幅下降至2011年的6.45%。我们判断主要原因有两方面，一是行业整体销量下滑，竞争加剧，公司产品定价调整影响毛利率表现；另一方面，2011年内欧曼新工厂投产，固定资产大幅增加，导致折旧等成本较大。如果未来重卡行业景气回升，前一因素会有明显改善，后一因素也会因为产销量提升减弱影响。

图 3：中重卡业务毛利率



资料来源：公司资料，中原证券

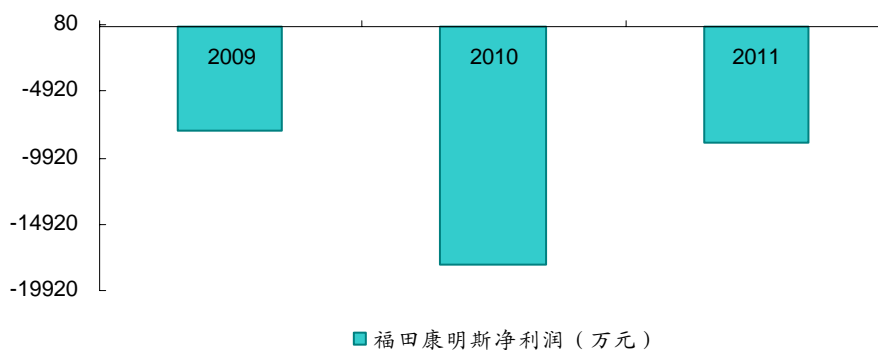
图 4：公司固定资产净值变化



资料来源：公司资料，中原证券

- **福田康明斯大幅减亏。**2011年，福田康明斯发动机销量由2010年的1.9万台增至5.1万台，增幅达到174.7%，海外市场拓展是主因，销量占比达到60%以上。受销量增长影响，2011年福田康明斯大幅减亏，亏损额为8791万元。康明斯ISF2.8L/3.8L发动机性能良好，能够满足未来排放和油耗标准的提高。随着销量的提升预计未来几年内有望扭亏为盈。

图 5：福田康明斯净利润



资料来源：公司资料，中原证券

- **中重卡业务将进入福田戴姆勒公司运作。**2011年福田戴姆勒公司成立，根据计划，未来欧曼工厂将进入合资公司，并由合资公司来生产相关中重卡产品。短期内相关产品和销售体系不会改变；长期来看，随着排放标准提高，戴姆勒投入的相关技术和产品将发挥作用。中重卡业务进入合资企业运作，将对上市公司未来的报表结构和盈利分布产生重大影响。
- **盈利预测与投资建议。**重卡行业景气度有望在2012年上半年见底回升。预计公司2012-2013年EPS分别为0.70元和0.91元，对应3月1日收盘价7.42元的市盈率分别为10.61倍和8.15倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**下游配套乘用车销量增速波动风险；客户相对集中风险。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入(亿元)	534.92	516.46	567.10	622.18
增长比率(%)	19.30%	-3.45%	9.81%	9.71%
净利润(亿元)	16.46	11.52	14.83	19.19
增长比率(%)	58.68%	-29.99%	28.71%	29.37%
每股收益(元)	0.78	0.55	0.70	0.91
市盈率(倍)	9.51	13.58	10.55	8.16

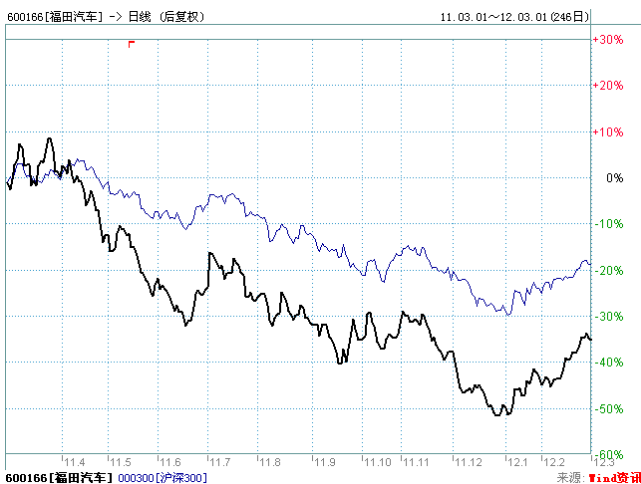
市场数据 (2012年3月1日)

收盘价(元)	7.42
一年内最高最低(元)	12.77/5.54
沪深300	2633.35
市净率(倍)	1.77
流通市值(亿元)	101.72

基础数据 (2011年12月31日)

每股净资产(元)	4.19
每股经营现金流(元)	-0.25
毛利率(%)	9.09
净资产收益率(%)	13.63
资产负债率(%)	67.67
总股本/流通股(亿股)	21.09/13.71
B股/H股(万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。