福田汽车(600166.SH)

需求回暖可期，业绩确定反弹

评级：买入　前次：增持

目标价（元）：9-11

分析师 白宇 S0740511110001 021-20315193 baiyu@r.qlzq.com.cn

分析师 刘江啸 S0740510120006 021-20315167 liujx@r.qlzq.com.cn

2012 年 4 月 26 日

基本状况

总股本(百万股)	2109.67
流通股本(百万股)	1371.71
市价(元)	7.66
市值(百万元)	16160.08
流通市值(百万元)	10507.26

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	53,492.	51,645.	27,904.	31,542.	34,511.
营业收入增速	19.30%	-3.45%	-45.97%	13.03%	9.42%
净利润增长率	58.68%	-29.99%	137.32	-16.09%	9.00%
摊薄每股收益（元）	1.56	0.55	1.30	1.09	1.19
前次预测每股收益（元）					
市场预测每股收益（元）					
偏差率（本次-市场/市场）					
市盈率（倍）	15.56	10.64	5.97	7.12	6.53
PEG	0.27	—	0.04	—	0.73
每股净资产（元）	7.64	4.19	5.37	6.46	7.64
每股现金流量	1.02	-0.25	0.47	1.07	1.16
净资产收益率	20.42%	13.03%	24.14%	16.84%	15.51%
市净率	3.18	1.39	1.44	1.20	1.01
总股本（百万股）	1,054.8	2,109.6	2,109.6	2,109.6	2,109.6

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 进入 4 月份以来，伴随着经济数据的继续下滑，市场对政策放松的预期越来越强，虽然制造业固定资产投资仍将处于下滑阶段，但是政府对铁路基建等占比较大的固定资产投资项目再次放行态度的明确，预计基建投资增速下滑的时间和幅度将会缩小。基建、房地产两大固定资产投资项目见底回升将迅速带动商用车需求的恢复，而福田汽车的主要利润贡献业务重卡、轻卡也将在需求回暖的带动下度过业绩低谷重回增长，公司自上到下的投资机会显现。

- 从公司本身来看，优秀的管理能力使得福田过去十年当中飞速发展，成为商用车龙头企业。过往成功并没有改变管理层加速发展的意愿。引进合作者、延长产业链长度、多元化下游业务等多种大战略的出台将催生行业内又一个千亿级别的集团。

  - 重卡业务方面，公司与奔驰的合资公司今年终于落地。除了引进重型发动机外，我们认为奔驰在管理技术上对合资公司的支持将打开公司未来五年的成长空间。

  - 轻卡行业低端轻卡替代农用车、高端轻卡替代低端产品的行业大趋势使得整个行业产品结构上行明显，而作为行业内产品线最为丰富的企业，福田轻卡业务量、利都将稳定增长。

  - 大中客、多功能商用车虽然短期无法贡献较大的业绩，但确是公司新能源汽车、乘用车大战略的希望所在。此外，依托在商用车领域积累的优势，公司工程机械业务也有望成为 2015 年后公司强有力的增长点。

- 考虑重卡业务拆分变为投资收益，我们预计公司 2012-2013 年经营性 EPS 分别为：0.69、0.88、0.97 元，计入非经常性损益后的 EPS 为：1.3、1.09、1.19 元。我们上调公司的投资评级至“买入”。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

内容目录

需求回暖可期，业绩度过低谷重回上行 ..... - 3 -
政策放松带动商用车需求回暖预期渐强，公司自上而下的投资机会显现 ... - 3 -
原材料成本回落带来商用车企业业绩弹性 ..... - 3 -
重卡业务：落实与奔驰合作，打开未来五年发展空间 ..... - 4 -
轻卡业务：紧随行业产品结构上行趋势，盈利能力有望进一步提高 ..... - 5 -
大中客业务：新能源客车领先行业 ..... - 6 -
多功能商用车业务：储备实力备战乘用车 ..... - 6 -
投资策略 ..... - 7 -

内容目录

图表 1：房地产投资走势 ..... - 3 -
图表 2：房地产新开工走势 ..... - 3 -
图表 3：福田汽车分布业绩近两年变化 ..... - 3 -
图表 4：钢材价格走势 ..... - 4 -
图表 5：铝材价格走势 ..... - 4 -
图表 6：不同类型整车制造毛利率 ..... - 4 -
图表 7：欧曼重卡销量预测 ..... - 5 -
图表 8：农用车销量走势 ..... - 5 -
图表 9：轻卡销量走势 ..... - 5 -
图表 10：主要轻卡产品分析 ..... - 5 -
图表 11：福田汽车轻卡销量预测 ..... - 6 -
图表 12：各大客车企业新能源车型储备情况 ..... - 6 -
图表 13：福田汽车近期新能源订单 ..... - 6 -
图表 14：键入图表的标题 ..... - 7 -
图表 15：财务报表预测 ..... - 8 -

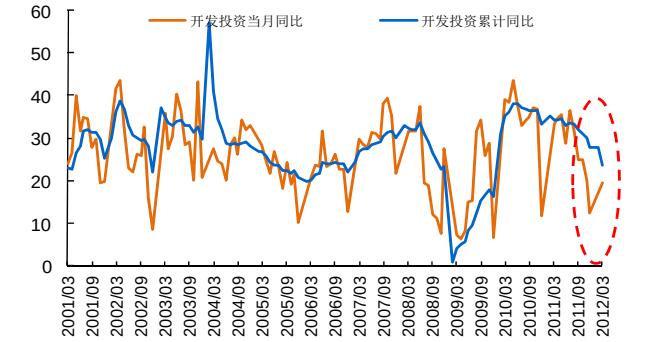
此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

需求回暖可期，业绩度过低谷重回上行

政策放松带动商用车需求回暖预期渐强，公司自上而下的投资机会显现

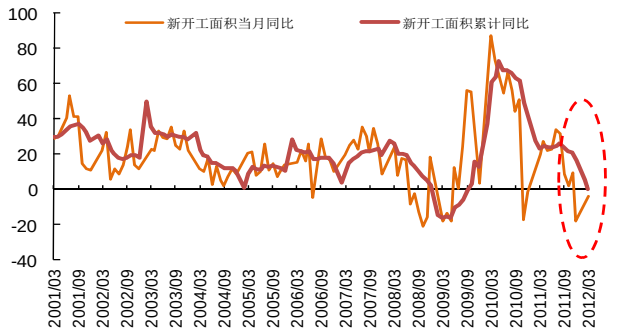
- 进入 4 月份以来，伴随着经济数据的继续下滑，市场对政策放松的预期越来越强，虽然制造业固定资产投资仍将处于下滑阶段，但是政府对铁路基建等占比较大的固定资产投资项目再次放行态度的明确，预计基建投资增速下滑的时间和幅度将会缩小。
- 房地产投资方面，3 月份当月无论是新开工还是整体房地产投资都出现了回升的趋势，同时银行整体信贷以及购房信贷都有明显的松动，随着楼市价跌量升的局面维持，地产商库存的去化将加快，房地产投资继续复苏的概率较大。

图表 1：房地产投资走势



来源：齐鲁证券研究所

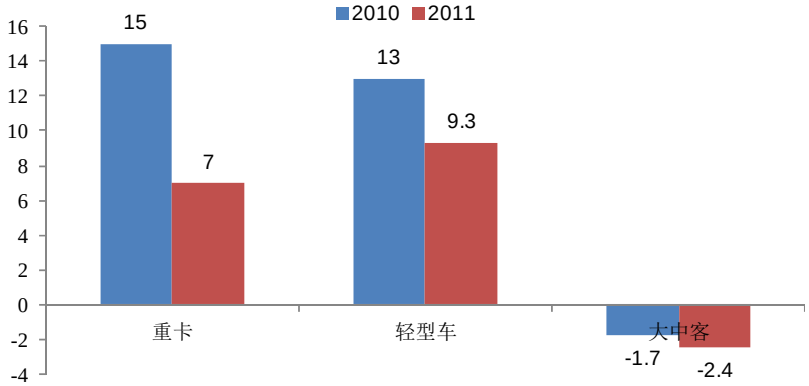
图表 2：房地产新开工走势



来源：齐鲁证券研究所

- 基建、房地产两大固定资产投资项目见底回升将迅速带动商用车尤其是重卡需求的恢复，而福田汽车的主要利润贡献业务重卡、轻卡也将在需求回暖的带动下度过业绩低谷重回增长。

图表 3：福田汽车分布业绩近两年变化



来源：齐鲁证券研究所

原材料成本回落带来商用车企业业绩弹性

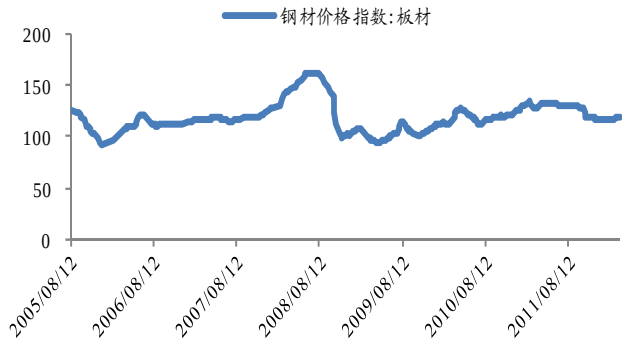
- 对汽车企业来说，2012 年 2 季度的成本面情况仍然维持比较好的情况：钢铁、铝材基本没有上行动力，天然橡胶也已经从 2011 年初的高位大幅回落；成本面上唯一有上行趋势的是原油链上的塑料聚乙烯等价格，

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

但目前来看其上升幅度也有限。

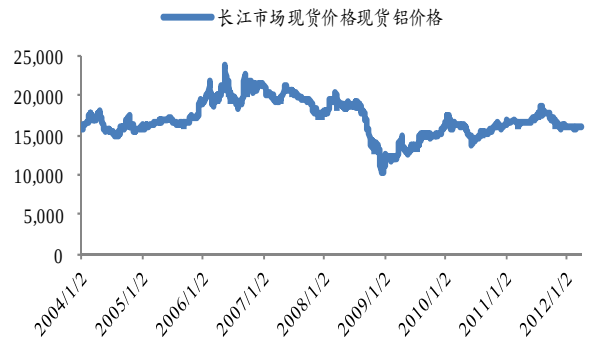
- 商用车成本当中原材料占比较大，而相比较来说制造成本和人工成本都比较低。因此原材料价格的下降对商用车的成本下降有着非常重要的影响，商用车企业盈利能力会随成本下降快速提升。

图表 4：钢材价格走势



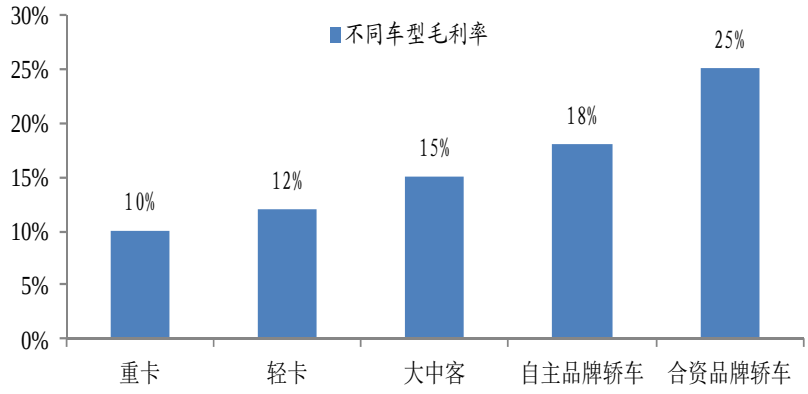
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：铝材价格走势



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：不同类型整车制造毛利率



来源：齐鲁证券研究所

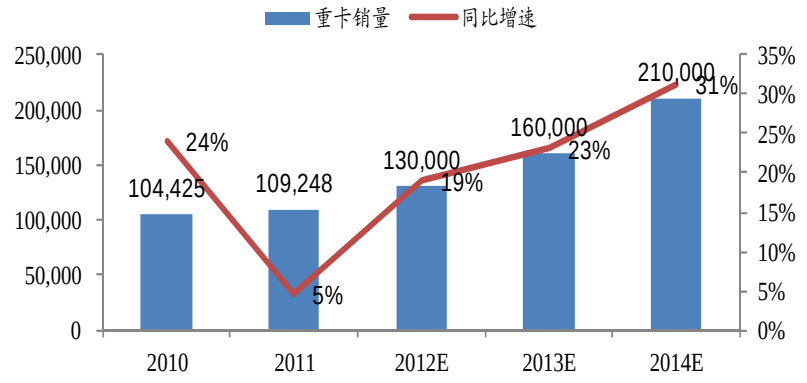
重卡业务：落实与奔驰合作，打开未来五年发展空间

- 公司与奔驰合资重卡公司将于今年 3 月份开始正式挂牌运作，我们认为短期来看合资公司的资产评估溢价将弥补重卡业务分出一半利润带给公司的业绩下滑。
- 中长期来看合资公司将打开公司重卡业务的成长空间。首先，奔驰 OM457 在合资公司的量产将使公司在核心零部件自给方面更进一步。我们预计合资公司的发动机生产线 2013 年投产，前期规模将在 5 万台左右，主要装配欧曼高端重卡，装配这款发动机的重卡目标市场高端工程机械市场，而目前这块市场主要是进口重卡占据。其次，合资公司在管理与研发上将受到奔驰的大力支持，这或许将是未来福田重卡业务继续超越行业发展的主要动力。
- 我们预计公司重卡 2012-2014 年销量分别为：13、16、21 万台，同比增长 19%、23%、30%。按照合资公司 2012 年 2%净利润率估计，我们认为其将贡献给福田汽车 3 亿元左右的投资收益。2013 年后，随着合

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

资公司管理能力的提升，净利润率有望小幅上行至 2.5%、3%，贡献投资收益：4.9、5 亿元。

图表 7：欧曼重卡销量预测

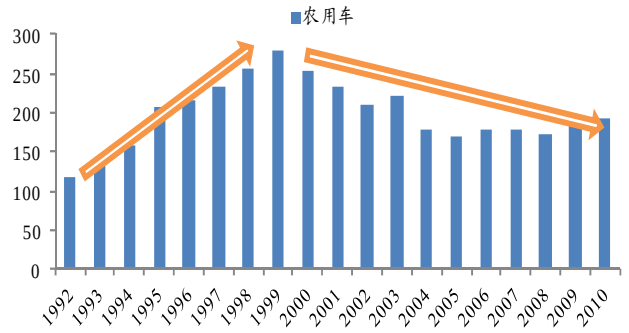


来源：齐鲁证券研究所

轻卡业务：紧随行业产品结构上行趋势，盈利能力有望进一步提高

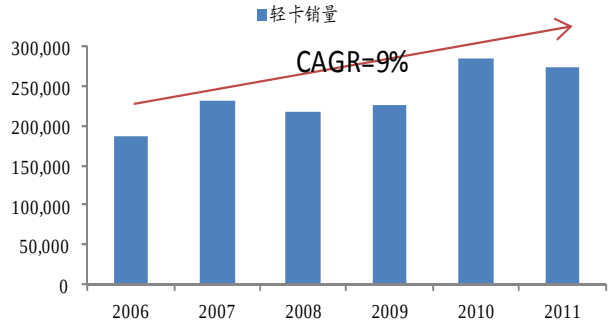
- 轻卡行业 2011 年同比下滑 4%，2012 年前三月累计下滑 7%，但是月度数据来看轻卡行业复苏的趋势要好于重卡。我们认为未来三年内轻卡行业产品结构升级趋势将更加明显，低端轻卡替代农用车、高端轻卡替代低端轻卡这一过程使得无论是以低端产品为主的福田汽车还是高端产品为主的江铃汽车都将面临盈利能力提升的过程。

图表 8：农用车销量走势



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：轻卡销量走势



来源：齐鲁证券研究所

- 福田是轻卡行业的绝对龙头，市场占有率远远领先其后的东风汽车与江淮汽车。同时，福田汽车产品线相对较为丰富，低端时代、中端奥铃、高端欧马可在各个档次均有实力较强的产品。

图表 10：主要轻卡产品分析

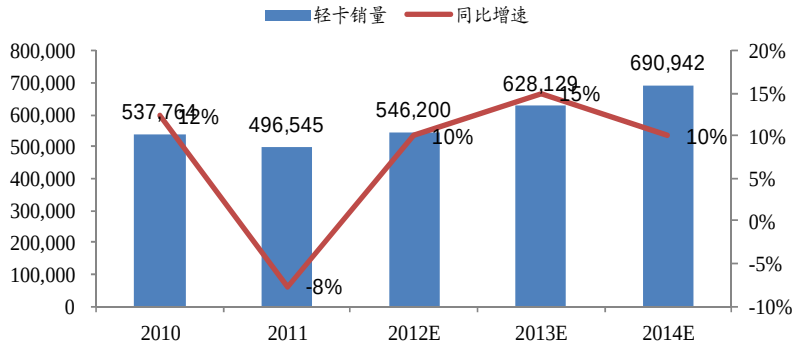
价格	厂商及产品名称	技术路线
9 万以上	东风凯普斯达	日产技术
6-9 万	江铃、庆铃、欧马可	五十铃技术
4-6 万	东风多利卡、江淮帅铃、福田奥铃	五十铃技术
4 万以下	福田时代、江淮好运	农用车技术

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

- 我们预计公司 2012-2014 年轻卡销量分别达到 55 万、63 万、60 万：同比增长：10%、15%、10%。

图表 11：福田汽车轻卡销量预测

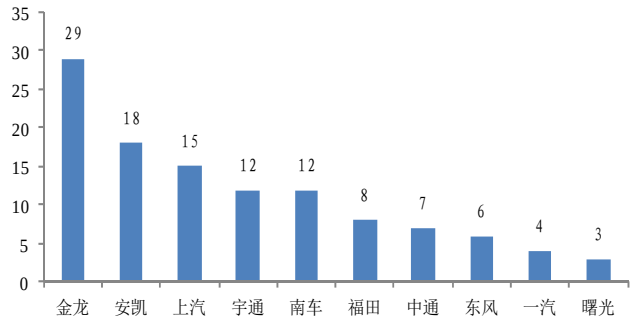


来源：齐鲁证券研究所

大中客业务：新能源客车领先行业

- 2011 年公司大中型客车实现销量 3019 辆，较去年同期下降 17.8%，市场占有率为 1.8%。传统大中客行业竞争格局已经相对稳定，三龙一通、以及安凯、中通等企业的市场份额很难动摇。因此，福田汽车在传统客车领域的突破困难较大。
- 但新能源客车有望成为客车企业竞争的变数。从目前的情况来看，客车是最容易在现有电池技术下实现新能源化的车型：1）客车的动力性要求低，运行速度低，对电池的功率要求较低。2）客车的体积也较大，可以通过装载较大量的电池来弥补其能量密度低的缺陷。3）作为城市基础建设的一部分，公交系统也容易得到政府的补贴，需求空间较大。
- 目前各家客车企业在新能源技术上的储备大致相当，但福田在新能源客车的订单上要超过其他企业，并且在混合动力、纯电动、天然气等各个方面均有订单。新能源是福田的大战略，我们认为新能源客车将成为福田大战略的最先突破口。

图表 12：各大客车企业新能源车型储备情况



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：福田汽车近期新能源订单

时间	车型	数量
2012/4/23	汽电混合	50
2012/4/19	LNG 天然气	50
2011/11/23	LNG 天然气	111
2011/10/20	混合动力（油电）	40
2011/7/15	混合动力（油电）	80
2011/7/9	混合动力（油电）	3
2011/2/17	纯电动	14
2010/12/6	新能源	48
2010/9/13	混合动力（油电）	30

来源：齐鲁证券研究所

多功能商用车业务：储备实力备战乘用车

- 公司最新的增发计划已经获批，增发项目主要涉及多功能商用车生产能

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

力的扩充。目前公司多功能商用车主要涵盖风景轻客、蒙派克 MPV、迷笛多功能车及拓路者皮卡等。虽然量不大，但确是公司商用车多元化的主要一极。

- 我们认为作为商用车龙头集团，虽然各个商用车子行业仍有潜力但竞争也相对激烈，而乘用车市场要远大于商用车。目前中国汽车市场的集中度已经相对有了较大提高，有能力的汽车企业不超过 20 个，但这个数量仍然相对较多。随着汽车产业的成熟，行业内的竞争者将越来越少，而想要成为幸存者，只有通过规模扩张才能保证行业内的地位。而单单依靠商用车这一个市场是无法跻身位居前列的汽车集团之中，虽然多功能商用车业务短期无法贡献利润，但其将成为公司未来介入乘用车领域的桥梁。

图表 14：键入图表的标题

项目	所需资金数量（亿）	募投资金数量（亿）
多功能商用车改造	36.35	26.35
福田康明斯增资	3.4	2.08
长沙基地扩产	12	11.39
补充流动资金	10	10

来源：齐鲁证券研究所

投资策略

- 综上所述，我们认为公司目前的投资价值比较突出：1）从行业的情况来看，固定资产投资增速有望逐步回升，这将带动商用车各个细分车型的需求的释放。2）从公司的角度来看，重卡业务与奔驰的合作将保持继续超越行业增长的动力；轻卡产品结构的上行也将保证公司此项业务盈利的稳定增长。
- 考虑重卡业务拆分变为投资收益，我们预计公司 2012-2013 年经营性 EPS 分别为：0.69、0.88、0.97 元，计入非经常性损益后的 EPS 为：1.3、0.88、0.98 元。我们上调公司的投资评级至“买入”。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 15：财务报表预测

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**44,840**	**53,492**	**51,646**	**27,905**	**31,542**	**34,512**
增长率	49.12%	19.3%	-3.5%	-46.0%	13.0%	9.4%
营业成本	-39,828	-47,166	-46,953	-24,555	-27,718	-30,321
%销售收入	88.8%	88.2%	90.9%	88.0%	87.9%	87.9%
毛利	5,012	6,326	4,693	3,349	3,824	4,191
%销售收入	11.2%	11.8%	9.1%	12.0%	12.1%	12.1%
营业税金及附加	-206	-245	-185	-98	-110	-121
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-1,673	-1,817	-1,533	-826	-934	-1,022
%销售收入	3.7%	3.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-1,673	-2,207	-1,725	-932	-1,054	-1,153
%销售收入	3.7%	4.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润（EBIT）	1,461	2,057	1,249	1,494	1,727	1,896
%销售收入	3.3%	3.8%	2.4%	5.4%	5.5%	5.5%
财务费用	-54	-64	-173	-87	-87	-83
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-149	-175	-68	-51	-7	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-38	-70	-35	330	540	600
%税前利润	—	—	—	10.4%	24.9%	24.9%
营业利润	1,219	1,748	972	1,686	2,173	2,407
营业利润率	2.7%	3.3%	1.9%	6.0%	6.9%	7.0%
营业外收支	61	167	370	1,500	0	0
税前利润	**1,280**	**1,915**	**1,342**	**3,186**	**2,173**	**2,407**
利润率	2.9%	3.6%	2.6%	11.4%	6.9%	7.0%
所得税	-242	-269	-190	-451	-307	-340
所得税率	18.9%	14.0%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	1,037	1,646	1,152	2,735	1,865	2,067
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**1,037**	**1,646**	**1,152**	**2,735**	**1,865**	**2,067**
净利率	2.3%	3.1%	2.2%	9.8%	5.9%	6.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	1,037	1,646	1,152	2,735	1,865	2,067
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	535	634	646	785	785	827
非经营收益	39	69	253	-1,679	-402	-444
营运资金变动	2,477	-1,273	-2,576	-844	71	58
经营活动现金净流	**4,088**	**1,076**	**-525**	**997**	**2,318**	**2,507**
资本开支	754	3,087	4,310	-762	1,300	1,300
投资	-136	-16	-442	0	0	0
其他	178	861	958	330	540	600
投资活动现金净流	**-713**	**-2,241**	**-3,793**	**1,092**	**-760**	**-700**
股权募资	0	2,458	245	0	0	0
债权募资	-153	754	3,387	-2,811	300	300
其他	-124	-321	-585	-155	-391	-156
筹资活动现金净流	**-277**	**2,891**	**3,047**	**-2,966**	**-91**	**144**
现金净流量	**3,099**	**1,726**	**-1,272**	**-876**	**1,468**	**1,951**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	4,131	5,374	4,214	3,338	4,806	6,757
应收款项	866	1,596	2,365	1,144	1,293	1,415
存货	4,895	6,651	5,879	3,276	3,698	4,046
其他流动资产	1,292	2,034	1,346	818	892	954
流动资产	11,183	15,655	13,805	8,576	10,690	13,171
%总资产	63.3%	63.5%	49.1%	37.5%	41.9%	46.2%
长期投资	851	775	1,327	1,327	1,327	1,327
固定资产	3,963	6,097	9,368	9,772	10,139	10,470
%总资产	22.4%	24.7%	33.3%	42.7%	39.7%	36.7%
无形资产	1,468	1,813	3,355	2,955	3,109	3,257
非流动资产	6,474	8,987	14,317	14,320	14,842	15,321
%总资产	36.7%	36.5%	50.9%	62.5%	58.1%	53.8%
资产总计	**17,657**	**24,641**	**28,121**	**22,896**	**25,531**	**28,492**
短期借款	223	475	3,401	290	290	290
应付款项	10,728	12,120	10,714	5,591	6,312	6,906
其他流动负债	533	529	52	280	28	29
流动负债	11,485	13,124	14,168	6,161	6,630	7,225
长期贷款	884	1,382	1,842	2,142	2,442	2,742
其他长期负债	1,214	2,074	3,019	3,019	3,019	3,019
负债	**13,583**	**16,580**	**19,029**	**11,322**	**12,092**	**12,986**
普通股股东权益	4,074	8,061	8,847	11,329	13,194	15,261
少数股东权益	0	0	245	245	245	245
负债股东权益合计	**17,657**	**24,641**	**28,121**	**22,896**	**25,531**	**28,492**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益(元)	1.132	1.560	0.546	1.296	0.884	0.980
每股净资产(元)	4.446	7.642	4.194	5.370	6.254	7.234
每股经营现金净流(元)	4.461	1.020	-0.249	0.472	1.099	1.188
每股股利(元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.46%	20.42%	13.03%	24.14%	14.14%	13.54%
总资产收益率	5.87%	6.68%	4.10%	11.94%	7.31%	7.25%
投入资本收益率	98.78%	37.00%	10.94%	12.39%	13.42%	14.20%
增长率						
营业总收入增长率	49.12%	19.30%	-3.45%	-45.97%	13.03%	9.42%
EBIT增长率	277.88%	40.79%	-39.26%	19.58%	15.61%	9.78%
净利润增长率	199.90%	58.68%	-29.99%	137.32%	-31.79%	10.78%
总资产增长率	79.56%	39.55%	14.12%	-18.58%	11.51%	11.60%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	5.9	8.3	8.3	8.3	8.3
存货周转天数	35.1	44.7	48.7	48.7	48.7	48.7
应付账款周转天数	35.5	42.2	47.9	47.9	47.9	47.9
固定资产周转天数	27.8	26.4	42.7	103.8	90.5	81.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.98%	-31.35%	22.23%	0.75%	-8.04%	-17.62%
EBIT利息保障倍数	26.8	32.1	7.2	17.1	19.7	22.7
资产负债率	76.93%	67.29%	67.67%	49.45%	47.36%	45.58%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

投资评级说明

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读