

福田汽车 (600166.SH) 货车行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

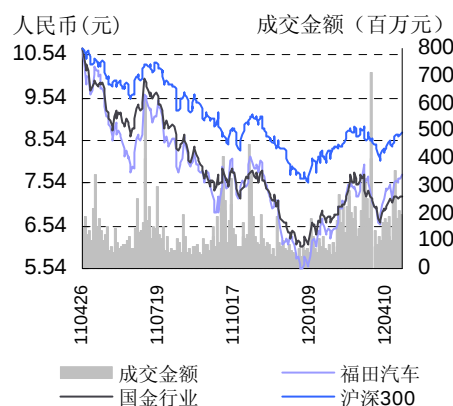
市价(人民币): 7.74 元

经营业绩稳健, 营业外收入大幅增长

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,371.71
总市值(百万元)	16,328.86
年内股价最高最低(元)	10.33/5.54
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	1.560	0.546	0.707	0.798	0.902
每股净资产(元)	7.64	4.19	5.36	5.42	5.97
每股经营性现金流(元)	1.02	-0.25	0.83	0.98	1.09
市盈率(倍)	15.56	15.03	11.61	10.29	9.10
行业优化市盈率(倍)	32.11	21.57	21.57	21.57	21.57
净利润增长率(%)	58.68%	-29.99%	29.49%	12.82%	13.09%
净资产收益率(%)	20.42%	13.03%	9.92%	11.06%	11.36%
总股本(百万股)	1,054.84	2,109.67	2,109.67	2,109.67	2,109.67

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司一季度营收 135.36 亿元, 同比下滑 7.8%; 营业利润为 4.87 亿元, 同比下滑 1.21%, 贡献 EPS 为 0.20 元; 因与戴姆勒的合资事项, 公司营业外收入达 11.86 亿元, 同比大幅增长, 贡献 EPS 为 0.48 元。

经营分析

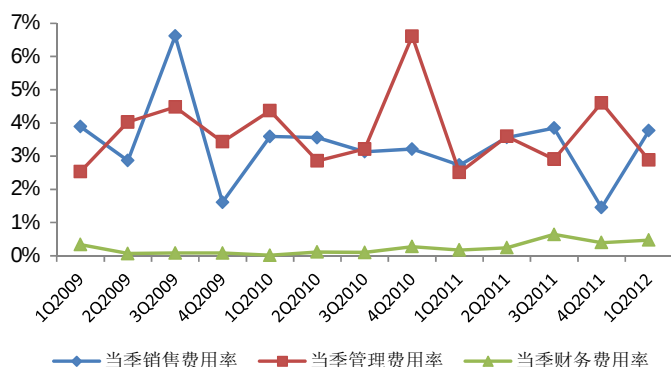
- **合资公司使非经常性损益大幅增加:** 福田与戴姆勒的合资公司在 2011 年 9 月成立, 福田计划陆续将欧曼两个工厂、H4 生产技术等转至合资公司, 之后中重卡业务将不再合并报表。据公司公告, 因欧曼的资产重估、转让溢价等, 上市公司非经常性损益总额将超过 53.7 亿元, 预计 2012-2014 年分别可确认 28.9、10.3、10.4 亿元, 对应 EPS 分别为 1.35、0.49 与 0.49 元, 可有效平滑因转让中重卡业务带来的报表业绩下滑。一季度, 公司确认非经常性损益 11.86 亿元, 税后贡献 EPS 0.48 元。
- **经营业绩与去年同期持平:** 一季度, 公司营收同比下滑 7.8%, 但因毛利率同比明显提升, 公司首季度毛利同比增长 13.8%; 一季度, 公司营业利润为 4.87 亿元, 同比下滑 1.21%, 按 15% 的税率测算, 贡献 EPS 为 0.20 元, 主营业务表现较为稳健。
- **重卡市场份额继续提升:** 一季度, 公司重卡销量为 24,978 辆, 同比下滑 21.0%, 略好于行业 30.1% 的下滑幅度, 市场份额从去年同期的 10.9% 上升至 12.3%, 与 2011 年全年 12.4% 基本持平。随着欧曼二工厂的投产, 福田中重卡产能已达 18 万辆; 与戴姆勒的合作, 在提升公司重卡整体性能的同时, 亦有望帮助福田开拓海外市场, 合资公司的市场前景较为明朗。
- **轻(微)卡龙头地位稳固, 产品结构正在提升:** 一季度, 公司轻卡销量为 111,480 辆, 同比下滑 1.7%, 好于行业 6.6% 的降幅, 市场份额从去年同期的 21.5% 提升至 22.6%; 微卡销量为 32,144 辆, 同比增长 8.5%, 亦好于行业整体表现 (-0.8%)。尤为重要的是, 去年以来公司轻卡类产品结构调整取得显著进展, 中高端销量有明显提升, 2011 年萨普皮卡销量 31435 辆, 同比增长 6.5%; 奥铃销量 69286 辆, 同比增长 13.0%; 欧马可销量 13964 辆, 同比 9.1%, 增速均明显高于轻卡合计下滑 7.7% 的整体增速, 公司盈利能力将有望借此获得一定提升。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwx@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

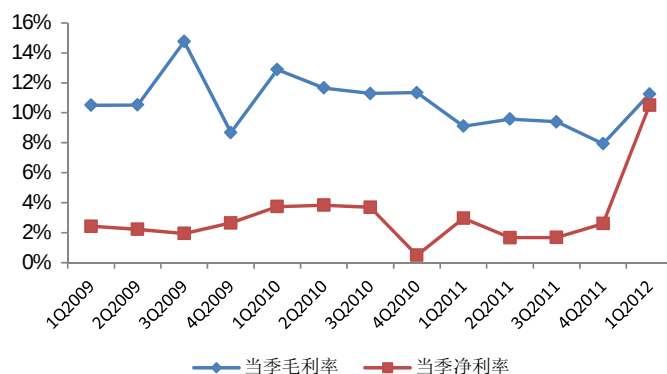
- **盈利能力较为稳健：**一季度，钢材价格同比下滑约 10%，橡胶价格同比下滑约 7%，原材料价格的下滑带动公司毛利率回升；公司一季度毛利率为 11.25%，同比与环比分别提升 2.1 与 3.3 个百分点。但因行业景气度下滑，公司加大销售力度，一季度销售费率同比提升 1 个百分点，管理费率与财务费率亦有所提升。一季度，公司营业利润率为 3.60%，同比提升 0.24 个百分点，环比大幅提升 3.3 个百分点。综合考虑毛利率与费率等因素，我们认为公司一季度盈利能力较为稳健。

图表1：公司当季毛利率与净利率



来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：公司当季度三费比率



盈利预测

- 如不考虑重卡业务转为合资带来的非经常性损益影响，预计公司 2012-2014 年经营性 EPS 分别为 0.71、0.80 与 0.90，分别增长 29.5%、12.8% 与 13.1%；若考虑非经常性损益，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 2.08、1.29、1.39 元。

投资建议

- 因非经常性损益的发生不可持续，我们在估值时暂不考虑该因素；公司当前股价对应 2012 年 EPS 为 10.9 倍 PE（不考虑非经常性损益），我们维持公司“买入”评级。

图表3：与合资公司相关的非经常性损益汇总

类别	细分	总值(万元)	说明	2012年	2013年	2014年
欧曼一工厂入股	评估增值	250,571	按资产折旧进程确认	125,286	62,643	62,643
欧曼二工厂转让	转让收益	57,832	一次性确认	57,832	-	-
H4技术转让	入门费	73,871	首批交付时支付	73,800	-	-
	分期费用	98,130	分5年付清	19,626	19,626	19,626
H4设备租赁	固定费用	57,181	分10年付清	5,718	5,718	5,718
	浮动费用	n/a	单车1,143元, 50万辆封顶	6,858	14,859	16,002
非经常性损益合计		537,585		289,120	102,846	103,989
EPS贡献(元)		2.55		1.37	0.49	0.49

来源：公司资料、国金证券研究所

注：欧曼一工厂的各期确认数与 H4 设备租赁的浮动费用为我们的预测数，其余均为公司公告

图表4：福田汽车收入分拆及预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
轻卡						
平均售价 (万元/辆)	4.47	4.23	3.67	3.60	3.60	3.60
增长率 (YOY)	-3.52%	-5.49%	-13.23%	-1.82%	0.00%	0.00%
销售数量 (辆)	478,459	537,764	498,541	513,497	534,037	555,399
增长率 (YOY)	45.04%	12.40%	-7.29%	3.00%	4.00%	4.00%
销售收入 (百万元)	21,394	22,725	18,280	18,486	19,225	19,994
增长率 (YOY)	39.93%	6.22%	-19.56%	1.13%	4.00%	4.00%
毛利率	11.88%	13.59%	13.18%	13.50%	13.50%	13.50%
中重卡						
平均售价 (元/件)	20.99	21.95	23.25	23.20	24.00	24.50
增长率 (YOY)	11.42%	4.61%	5.91%	-0.22%	3.45%	2.08%
销售数量 (千件)	84,641	104,425	109,542	120,496	133,751	148,463
增长率 (YOY)	41.77%	23.37%	4.90%	10.00%	11.00%	11.00%
销售收入 (百万元)	17,762	22,924	25,469	27,955	32,100	36,374
增长率 (YOY)	57.95%	29.06%	11.10%	9.76%	14.83%	13.31%
毛利率	10.34%	11.62%	6.45%	7.50%	8.00%	8.30%
轻客						
平均售价 (元/件)	10.18	15.95	14.37	14.00	14.00	14.00
增长率 (YOY)	46.43%	56.72%	-9.90%	-2.61%	0.00%	0.00%
销售数量 (千件)	21,365	23,810	23,306	24,471	25,940	27,496
增长率 (YOY)	55.10%	11.44%	-2.12%	5.00%	6.00%	6.00%
销售收入 (百万元)	2,175	3,799	3,350	3,426	3,632	3,849
增长率 (YOY)	127.12%	74.66%	-11.80%	2.26%	6.00%	6.00%
毛利率	9.16%	4.86%	7.56%	8.00%	8.00%	8.00%
大中客						
平均售价 (元/件)	42.08	37.96	47.79	42.50	43.00	43.00
增长率 (YOY)	19.24%	-9.80%	25.90%	-11.07%	1.18%	0.00%
销售数量 (千件)	4,002	3,672	3,020	3,322	3,654	4,020
增长率 (YOY)	57.06%	-8.25%	-17.76%	10.00%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	1,684	1,394	1,443	1,412	1,571	1,728
增长率 (YOY)	87.28%	-17.24%	3.54%	-2.17%	11.29%	10.00%
毛利率	13.54%	10.12%	3.16%	5.00%	6.00%	6.00%
其他整车						
平均售价 (元/件)	6.46	11.40	21.17	21.00	21.00	21.00
增长率 (YOY)	-70.87%	76.32%	85.73%	-0.80%	0.00%	0.00%
销售数量 (千件)	13,554	13,224	7,879	8,352	9,020	9,741
增长率 (YOY)	271.85%	-2.43%	-40.42%	6.00%	8.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	876	1,507	1,668	1,754	1,894	2,046
增长率 (YOY)	8.31%	72.02%	10.66%	5.15%	8.00%	8.00%
毛利率	12.36%	8.30%	9.13%	9.00%	9.00%	9.00%
销售总收入 (百万元)	44,840	53,492	51,646	54,678	60,312	66,161
销售总成本 (百万元)	39,828	47,166	46,953	49,261	54,267	59,474
毛利 (百万元)	5,012	6,326	4,693	5,417	6,045	6,687
平均毛利率	11.18%	11.83%	9.09%	9.91%	10.02%	10.11%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	44,840	53,492	51,646	54,678	60,312	66,161
增长率		19.3%	-3.5%	5.9%	10.3%	9.7%
主营业务成本	-39,828	-47,166	-46,953	-49,261	-54,267	-59,474
% 销售收入	88.8%	88.2%	90.9%	90.1%	90.0%	89.9%
毛利	5,012	6,326	4,693	5,417	6,045	6,687
% 销售收入	11.2%	11.8%	9.1%	9.9%	10.0%	10.1%
营业税金及附加	-206	-245	-185	-208	-229	-251
% 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	-1,640	-1,809	-1,985
% 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	-1,804	-1,990	-2,183
% 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	1,764	2,017	2,268
% 销售收入	3.3%	3.8%	2.4%	3.2%	3.3%	3.4%
财务费用	-54	-64	-173	-237	-284	-300
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-149	-175	-68	-46	-42	-33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-38	-70	-35	-25	-10	5
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	0.2%
营业利润	1,219	1,748	972	1,456	1,681	1,940
营业利润率	2.7%	3.3%	1.9%	2.7%	2.8%	2.9%
营业外收支	61	167	370	300	300	300
税前利润	1,280	1,915	1,342	1,756	1,981	2,240
利润率	2.9%	3.6%	2.6%	3.2%	3.3%	3.4%
所得税	-242	-269	-190	-263	-297	-336
所得税率	18.9%	14.0%	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,037	1,646	1,152	1,492	1,684	1,904
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	1,492	1,684	1,904
净利率	2.3%	3.1%	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%

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	1,492	1,684	1,904
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	535	634	646	856	1,007	1,102
非经营收益	39	60	260	214	-34	-37
营运资金变动	2,477	-1,273	-2,576	-223	97	101
经营活动现金净流	4,088	1,067	-518	2,340	2,754	3,070
资本开支	-754	-3,087	-4,310	-1,910	-2,099	-100
投资	-136	-16	-442	-1	0	0
其他	178	861	958	-25	-10	5
投资活动现金净流	-713	-2,241	-3,793	-1,936	-2,109	-95
股权募资	0	2,458	245	5,040	-1,141	0
债权募资	-153	754	3,387	-4,425	1,917	-1,542
其他	-124	-321	-585	-233	-621	-633
筹资活动现金净流	-277	2,891	3,047	382	155	-2,175
现金净流量	3,099	1,717	-1,265	786	800	800

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	5,000	5,800	6,600
应收款项	866	1,596	2,365	2,455	2,708	2,971
存货	4,895	6,651	5,879	6,714	7,359	8,041
其他流动资产	1,292	2,034	1,346	1,480	1,630	1,786
流动资产	11,183	15,655	13,805	15,649	17,498	19,398
% 总资产	63.4%	63.6%	49.1%	50.3%	50.8%	54.4%
长期投资	851	775	1,327	1,328	1,327	1,327
固定资产	3,963	6,097	9,368	11,388	12,849	12,205
% 总资产	22.5%	24.8%	33.3%	36.6%	37.3%	34.2%
无形资产	1,468	1,813	3,355	2,765	2,738	2,713
非流动资产	6,461	8,977	14,321	15,482	16,916	16,247
% 总资产	36.6%	36.4%	50.9%	49.7%	49.2%	45.6%
资产总计	17,644	24,632	28,126	31,132	34,413	35,645
短期借款	223	475	3,401	990	2,908	1,365
应付款项	10,728	12,120	10,714	11,425	12,590	13,802
其他流动负债	533	529	52	584	606	629
流动负债	11,485	13,124	14,168	13,000	16,105	15,796
长期贷款	884	1,382	1,842	1,842	1,842	1,843
其他长期负债	1,214	2,074	3,019	992	992	992
负债	13,583	16,580	19,029	15,834	18,939	18,631
普通股股东权益	4,074	8,061	8,847	15,048	15,225	16,764
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	31,127	34,409	35,640

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	1.132	1.560	0.546	0.707	0.798	0.902
每股净资产	4.446	7.642	4.194	5.356	5.419	5.966
每股经营现金净流	4.461	1.020	-0.249	0.833	0.980	1.093
每股股利	0.200	0.180	0.280	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	25.46%	20.42%	13.03%	9.92%	11.06%	11.36%
总资产收益率	5.87%	6.68%	4.10%	4.79%	4.89%	5.34%
投入资本收益率	19.16%	16.18%	6.99%	7.84%	8.08%	9.09%
增长率						
主营业务收入增长率	49.12%	19.30%	-3.45%	5.87%	10.30%	9.70%
EBIT增长率	277.88%	40.79%	-39.26%	41.23%	14.31%	12.45%
净利润增长率	199.90%	58.68%	-29.99%	29.49%	12.82%	13.09%
总资产增长率	79.56%	39.55%	14.12%	10.69%	10.54%	3.58%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.5	5.9	8.3	8.5	8.5	8.5
存货周转天数	35.1	44.7	48.7	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	35.5	42.2	47.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	29.7	27.9	56.4	63.4	64.5	58.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.98%	-31.35%	22.23%	-7.69%	-0.38%	-14.11%
EBIT利息保障倍数	26.8	32.1	7.2	7.4	7.1	7.6
资产负债率	76.93%	67.29%	67.67%	50.87%	55.04%	52.28%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	4
买入	1	3	22	24	30
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.96	1.96	1.93

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-26	买入	9.21	30.00 ~ 30.00
2 2010-07-18	买入	8.94	N/A
3 2011-02-23	买入	11.18	N/A
4 2011-03-24	买入	12.47	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B