

## 业绩确定回暖, 积极关注政策利好

——福田汽车(600166)调研简报

### 核心观点

#### 事件:

我于上周五调研了福田汽车, 与公司总经理助理等管理人员进行了交流。

#### 主要观点:

**1、中重卡仍下滑, 6、7月份可能是周期底部, 8月份之后有望回升。**公司中重卡产品销量较行业表现要好, 2011年, 行业整体下滑9%, 公司增长5.1%, 市场份额提升至9.3%。随着宏观经济趋势性下滑, 国家放松房地产调控和加大基建投资的预期逐渐增强, 利率三年来首次下滑增强市场信心, 但2009年“4万亿”对经济造成巨大损伤, 导致发改委在项目审批上亦步亦趋, 我们认为刺激政策放在下半年的可能性较大, 下游房地产和基建投资增速有望逐渐回升。另外, 2009年和2010年销售的中重卡逐渐进入换车周期, 预计6、7月份中重卡行业见底, 8月份之后迎来新一轮增长周期。

**2、中重卡毛利率显著回升。**受原材料成本大幅提高和产能利用率降低拖累, 2011年公司中重卡毛利率下滑5.2个百分点至6.5%。去年下半年开始原材料价格开始回落, 公司中重卡毛利率显著回升, 带动一季度公司综合毛利率回升至11.2%, 已经回到2010年的水平。

**3、轻卡注重优化结构, 高低两头都受益。**城市物流和排放升级将促使中高端轻卡替代低端产品, 而随着农作方式改变和消费升级, 低端轻卡将向下替代农用三轮车, 公司作为轻卡龙头, 口碑好, 产品线完备, 高低两头都受益。1-5月, 公司轻卡下滑3.8%, 好于行业的-6.1%, 份额仍在提升。

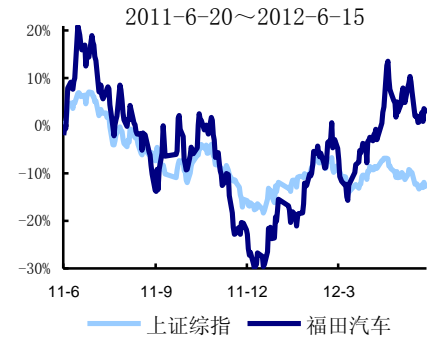
**4、上下游资源整合能力强, 毛利率将持续提升。**公司底盘自配率接近100%。中高端轻卡全部配备自产发动机, 其中欧马可配备康明斯发动机, 奥铃配备康明斯或奥铃发动机, 时代属于低端产品, 目前发动机基本外购。康明斯尚处于扩产过程中, 年底产能能达到10万台, 2015年将达到40万台, 完全可以满足公司未来中高端轻卡产品的成长。与戴姆勒的合资公司将生产OM457发动机, 设计产能5万台, 预计2014年初投产, OM457主要配备高端重卡和工程机械以及出口产品。

**5、资产转让溢价收益可有效平滑转让中重卡业务造成的报表业绩下滑。**公司和戴姆勒成立的合资公司已经开始运营, 7月1日起中重卡业务不再并表。公司陆续将欧曼两个工厂和H4技术转至合资公司, 由此形成

### 财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	51646	52274	58774	66348
同比增速(%)	-3.45%	1.22%	12.43%	12.89%
净利润(百万)	1152	1831	2327	2626
同比增速(%)	-29.99%	58.90%	27.07%	12.85%
EPS(元)	0.55	0.87	1.10	1.24
P/E	14.66	9.23	7.26	6.44

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	210967.16
流通A股(万股)	137170.53
52周内股价区间(元)	5.54-9.67
总市值(亿元)	168.77
总资产(亿元)	281.21
每股净资产(元)	4.19
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-福田汽车(600166):布局高端核心零部件生产提升产品结构》 2010-10-31

### 研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

### 联系人: 丰亮

电话: 010-84183271

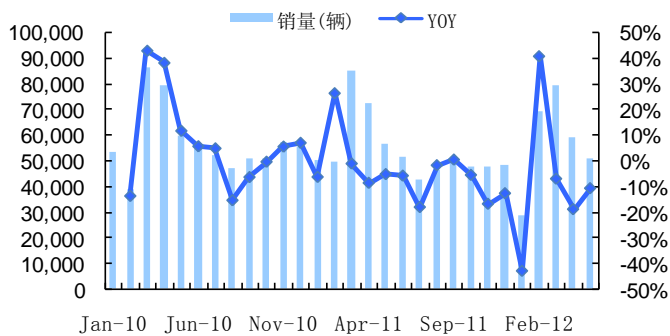
Email: fengliang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

的资产重估和转让溢价收益将超过 50 亿元，其中今年将确认 30 亿左右，短期内可有效平滑转让中重卡业务造成的报表业绩下滑。

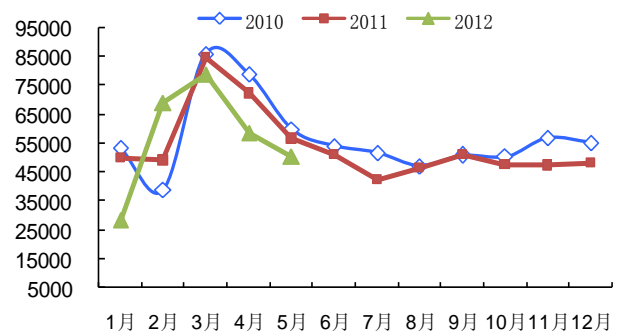
**业绩预测：**考虑去年下半年中重卡和轻卡销量基数走低，以及对相关利好政策的积极预期，我们预计 2012 年公司中重卡增速可缩窄至 -18.1%，轻卡增速回升至 5%，公司全年总收入微增 1.2%至 522.7 亿元。不考虑非经常性损益，我们测算公司 2012，2013，2014 年 EPS 分别为 0.87 元，1.11 元，1.24 元，给予 10 倍 2012 年动态 PE，对应股价为 8.7 元，目前股价已经基本到位，给予公司“中性\_A”的评级。提示宏观经济硬着陆和原材料价格上涨削弱公司盈利能力的风险。

图 1：总销量月度走势



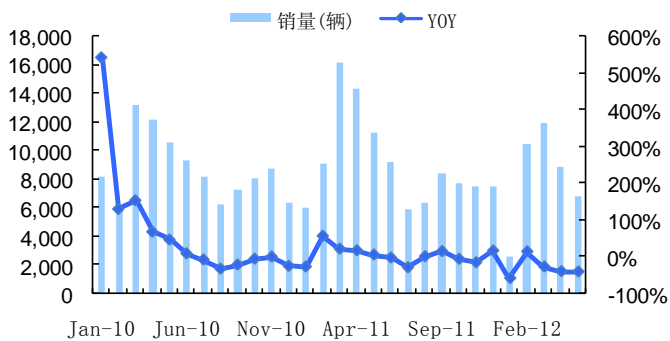
资料来源：公司公告，国都证券

图 2：总销量月度走势



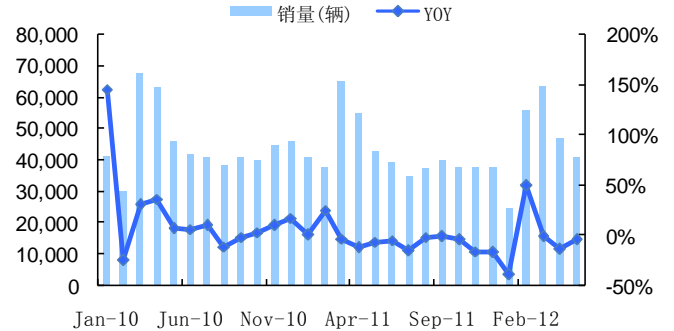
资料来源：公司公告，国都证券

图 3：中重卡销量月度走势



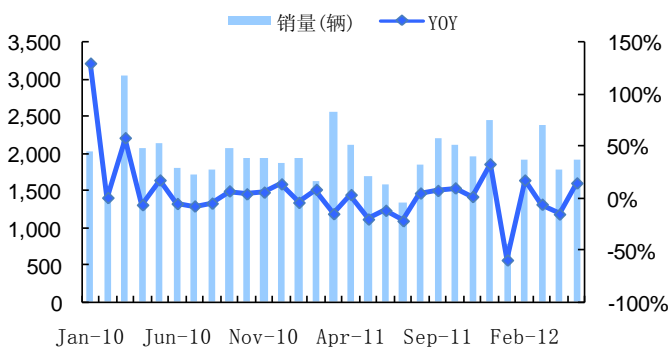
资料来源：公司公告，国都证券

图 4：轻卡销量月度走势



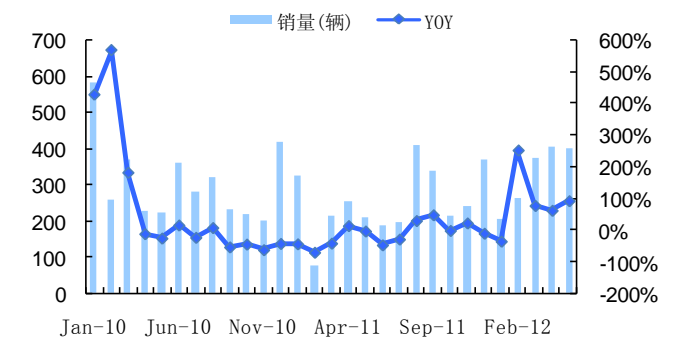
资料来源：公司公告，国都证券

图 5：轻客销量月度走势



资料来源：公司公告，国都证券

图 6：大中客销量月度走势



资料来源：公司公告，国都证券

**表 1: 利润表简表 (分季度, 单位: 百万元)**

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
营业收入	13853.56	16347.37	11931.90	11359.23	14688.48	16087.51	10729.58	10140.17	13536.26
营业成本	12068.81	14442.37	10584.60	10070.62	13350.61	14546.85	9720.57	9334.82	12013.78
销售费用	497.32	581.07	373.86	365.08	400.71	572.96	412.51	147.09	509.64
管理费用	605.15	467.45	383.49	750.56	368.15	578.35	311.91	466.77	390.26
财务费用	2.18	18.61	11.94	31.44	25.27	38.92	68.89	40.14	63.92
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.05	0.09
净利润	518.93	628.09	441.71	57.28	436.50	269.46	181.22	265.27	1421.31
EPS (元)	0.57	0.69	0.42	0.05	0.41	0.13	0.09	0.13	0.67

资料来源: 公司公告, 国都证券

**表 2: 关键财务指标 (分季度)**

项目	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1
毛利率	12.9%	11.7%	11.3%	11.3%	9.1%	9.6%	9.4%	7.9%	11.2%
销售费用率	3.6%	3.6%	3.1%	3.2%	2.7%	3.6%	3.8%	1.5%	3.8%
管理费用率	4.4%	2.9%	3.2%	6.6%	2.5%	3.6%	2.9%	4.6%	2.9%
财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.6%	0.4%	0.5%
费用率合计	8.0%	6.5%	6.4%	10.1%	5.4%	7.4%	7.4%	6.4%	7.1%
税率	15.0%	15.0%	15.9%	-44.6%	15.4%	16.8%	14.0%	9.1%	15.0%
净利率	3.7%	3.8%	3.7%	0.5%	3.0%	1.7%	1.7%	2.6%	10.5%

资料来源: 公司公告, 国都证券

**表 3: 销量预测简表 (辆)**

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
中重卡	84641	104274	109542	89680	96854	104603
增速 (%)	41.77%	23.20%	5.05%	-18.13%	8.00%	8.00%
轻卡	478467	537987	502576	527705	564644	609816
增速 (%)	45.04%	12.44%	-6.58%	5.00%	7.00%	8.00%
轻客	21357	23810	23306	22141	23912	26303
增速 (%)	55.04%	11.49%	-2.12%	-5.00%	8.00%	10.00%
大中客	4000	3674	3020	3926	4515	5057
增速 (%)	56.99%	-8.15%	-17.80%	30.00%	15.00%	12.00%
合计	588465	669745	638444	643452	689925	745778
增速 (%)	44.97%	13.81%	-4.67%	0.78%	7.22%	8.10%

资料来源: 公司公告, 国都证券

**表 4: 福田汽车 (600166) 盈利预测表**

<b>利润表</b>		单位: 百万元				
<b>会计年度</b>		<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
<b>营业收入</b>		53492.05	51645.73	52274.33	58773.76	66347.80
	YOY%	19.30%	-3.45%	1.22%	12.43%	12.89%
<b>营业成本</b>		47166.40	46952.85	46020.80	51550.81	58153.33
<b>营业税金及附加</b>		245.00	185.27	235.23	264.48	298.57
<b>营业费用</b>		1817.34	1533.28	1759.27	1906.56	2118.31
<b>管理费用</b>		2206.65	1725.19	1934.15	2233.40	2587.56
<b>财务费用</b>		64.17	173.21	261.37	187.17	255.18
<b>资产减值损失</b>		174.67	68.23	78.41	119.24	107.26
<b>公允价值变动收益</b>		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>		-70.16	-35.28	-30.00	-20.00	-10.00
<b>营业利润</b>		1747.66	972.43	1955.09	2492.10	2817.59
	YOY%	43.37%	-44.36%	101.05%	27.47%	13.06%
<b>营业外收入</b>		225.34	402.01	238.79	288.72	309.84
<b>营业外支出</b>		58.35	32.19	39.66	43.40	38.42
<b>利润总额</b>		1914.65	1342.25	2154.23	2737.41	3089.01
<b>所得税</b>		268.64	189.86	323.13	410.61	463.35
<b>净利润</b>		1646.01	1152.39	1831.09	2326.80	2625.66
<b>少数股东损益</b>		0.00	-0.05	-0.09	-0.07	-0.11
<b>归属母公司净利润</b>		1646.01	1152.44	1831.18	2326.88	2625.77
	YOY%	58.68%	-29.99%	58.90%	27.07%	12.85%
<b>EBITDA</b>		2373.01	2171.87	2552.42	2922.52	3403.95
<b>EPS (元/股)</b>		1.56	0.55	0.87	1.10	1.24

资料来源: 公司公告, 国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			