



Research and
Development Center

产能扩张、业务结构升级及其背后的战略性机会

—— 福田汽车（600166.sz）深度报告

2012年08月20日

邢海芝

汽车行业分析师

证券研究报告

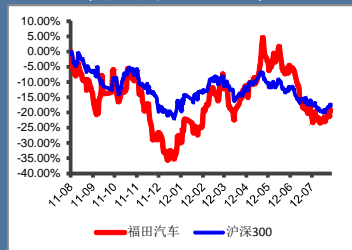
公司研究——投资价值报告

福田汽车 (600166.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持 2012.3.2.

福田汽车相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012-8-17)

收盘价 (元)	6.45
52 周内股价波动区间(元)	8.53-6.45
最近一月涨跌幅 (%)	-3.44
总股本(亿股)	28.0967
流通 A 股比例 (%)	48.82
总市值(亿元)	181.22

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编: 100031

邢海芝 行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com

相关研究

《利润下行压力依存》2012.3.2

《利润下降预期或带来布局性机会》

2011.2.10 (行业年度报告)

《预计未来业绩进一步下降》2011.8.30

《产能扩张背景下, 盈利能力下降风险较大》2011.3.24

产能扩张、业务结构升级及其背后的战略性机会

福田汽车深度报告

2012 年 08 月 20 日

目标价区间: 10-14 元

本期内容提要:

行业背景支撑公司买入评级: 在经历了两年的调整周期后, 13 年行业需求有所恢复, 产销量增长达到 20% 以上的概率较大。

公司具备较好投资价值的特征: 汽车板块龙头公司, 利润增长和估值的弹性较大, 能够充分受益于行业的恢复和增长; 未来两到三年具有较大利润释放潜力; 完成阶段性融资需求以及各类战略合作布局后, 我们认为公司具备了中长期发展的重要资源支撑以及业绩释放的动力。

外延式扩张向内涵式增长的战略转变: 相对于业绩增长带来的估值提升预期, 其背后是公司战略转变下业务结构升级和加速扩张带来的战略性机会。

整车产能达产以及工程机械业务是公司业务增长的主要动力: 其中预计整车 12 年、13 年实现各类销售 65 万辆和 82 万辆, 工程机械业务包括泵送机械和起重机械 12 年、13 年总计实现销售 0.90 万台和 1.65 万台。

盈利预测: 预期公司 2012-2014 年实现营业收入分别约 325.11 亿元、470.21 亿元和 635.20 亿元, 实现归属于母公司净利润分别约 29.15 亿元、29.91 亿元和 30.31 亿元。相应的 EPS 分别约 1.04 元、1.06 元和 1.08 元。

估值及投资评级: 基于公司净现金流的绝对估值约为 9.69 元, 基于可比公司的相对估值也约为 7.97 元。将公司评级由“增持”上调至“买入”。

风险因素: 宏观经济风险; 关联交易风险; 产能未达产风险。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	53,492.05	51,645.73	32,511.42	47,020.73	63,520.40
增长率 YoY %	19.30	-3.45	-37.05	44.63	35.09
净利润(百万元)	1,646.01	1,152.44	2,915.07	2,991.41	3,030.55
增长率 YoY%	58.68	-29.99	152.95	2.62	1.31
毛利率%	11.83	9.09	10.51	11.46	11.92
净资产收益率 ROE%	27.13	13.63	24.08	18.67	17.48
每股收益 EPS(元)	0.78	0.55	1.04	1.06	1.08
市盈率 P/E(倍)	11	16	6	6	6
市净率 P/B(倍)	1.8	1.6	1.2	1.1	1.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 8 月 17 日收盘价。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

目录

投资聚焦	2
主要内容	2
投资逻辑	2
有别于大众的认识	3
股价催化剂	3
关键假设、盈利预测与投资评级	3
主要风险	3
投资评级	4
综合投资评级：买入	4
风险因素	4
盈利预测与估值	5
基本假设与收入预测	5
公司估值	7
公司投资价值特点	10
公司是国内汽车行业上市公司龙头之一	10
公司利润增长和估值的弹性较大	12
公司未来具有较大的利润释放潜力	13
公司已经完成阶段性融资需求，中短期来看，内生性增长的能力增强	16
公司战略阶段分析	17
公司增长模式已由外延式扩张转为内涵式成长	17
2015 战略目标——商用车世界第一，乘用车跨越式发展	18
按全球市场布局，分阶段推进全球化战略	19
公司业务发展分析	20
产能扩张推动整车业务快速增长	20
工程机械，公司未来新的利润增长点	29
行业发展分析	31
长期依然具有较强成长性，中短期须关注业绩的周期波动性	31
2012 年行业依然处于调整期，增速约 10% 甚至以下	33
2013 年行业预期进入周期性恢复阶段	34

图目录

图 1: 同类可比公司期间费用率情况 (%)	7
图 2: 福田汽车近年品牌价值增长情况 (亿元)	9
图 3: 福田汽车主营产品型谱	10
图 4: 2012 年中期前十家商用车生产企业销量排名 (万辆)	11
图 5: 2011 年前十家汽车类上市公司营收排名 (亿元)	11
图 6: 同类可比公司利润率及变动 (%)	12
图 7: 同类可比公司市销比 (倍)	12
图 8: 同类可比公司净利润增长及变动 (%)	13
图 9: 同类可比公司 ROE 及变动 (%)	13
图 10: 同类可比公司毛利率情况 (%)	15
图 11: 福田汽车整车业务收入结构情况 (%)	15
图 12: 福田汽车各整车业务营收占比及预期 (%)	16
图 13: 福田汽车综合毛利率及预期 (%)	16
图 14: 福田汽车近年权益性融资情况	17
图 15: 福田汽车战略发展变化示意图	18
图 16: 轻卡行业主要企业市场份额 (%)	23
图 17: 福田汽车轻卡业务结构及预期 (万辆)	23
图 18: MPV 行业近年销量及增长 (辆, %)	25
图 19: MPV 行业主要企业市场份额 (%)	25
图 20: 轻客行业近年销量及增长 (辆, %)	26
图 21: 轻客行业主要企业市场份额 (%)	26
图 22: 大中客行业近年销量及增长 (辆, %)	28
图 23: 大客行业主要企业市场份额 (%)	28
图 24: 福田汽车重型机械竞争优势图	29
图 25: 主要地区千人汽车保有量 (辆)	31
图 26: 2010 年中国汽车保有量结构图	31
图 27: 汽车行业近年销量及其增速 (万辆, %)	33

表目录

表 1: 福田汽车近年及未来三年主营业务经营汇总 (预期)	5
表 2: 福田汽车近年及未来四年投资收益 (预期)	6
表 3: 福田汽车评估增值损益未来三年对利润贡献情况 (万元)	6
表 4: 福田汽车 FCFE 估值法参数与估值结果	7
表 5: 福田汽车 FCFE 估值敏感性分析 (1)	8
表 6: 福田汽车 FCFE 估值敏感性分析 (2)	8
表 7: 同类公司相对估值比较	9
表 8: 福田汽车近年主要在建产能扩充项目	13
表 9: 福田汽车近年主要在建项目投资额情况	16
表 10: 福田汽车“十二五”期间五大产业规划情况	19
表 11: 福田汽车“十三五”末期 (2020) 发展目标	19

表 12: 重卡行业近三年销量及其集中度情况 (辆, %)	20
表 13: 福田汽车近年及未来三年中重卡业务经营情况 (预期)	21
表 14: 福田汽车近年及未来三年轻卡业务经营情况 (预期)	23
表 15: 福田汽车近年及未来三年 MPV (乘用车) 业务经营情况 (预期)	25
表 16: 福田汽车近年及未来三年轻客业务经营情况 (预期)	27
表 17: 福田汽车近年及未来三年大中客业务经营情况 (预期)	28
表 18: 福田汽车近年及未来三年工程机械业务经营情况 (预期)	30
表 19: 主要工程机械公司盈利能力情况 (%)	31
表 20: 日本、韩国汽车普及期增速情况	32
表 21: 中国汽车保有量普及进度情况 (预测) (万辆)	32
表 22: 汽车及细分行业近年销量增速 (%)	34

投资聚焦

主要内容

我们对福田汽车的价值进行了分析，结论是：公司价值当前被显著低估，其中基于公司净现金流的绝对估值约为 272 亿元，基于可比公司的相对估值也约为 224 亿元，同时我们注意到，公司当前品牌价值已经达到 388 亿元，而当前公司总市值只有 181 亿元左右。如果行业未来两年恢复景气周期，且公司释放出合理和潜在的利润，那么其股价的预期涨幅应在 50% 以上。

我们也分析了公司内在的投资价值特点，即公司是汽车板块的龙头公司，同时公司业务特点决定了其利润增长和估值的弹性都较大，这些决定了其能够充分受益于行业的恢复和增长；其次，我们认为公司未来两到三年具有较大的利润释放潜力，包括其产能 13 年将在 11 年基础上将近翻倍达到 140 万辆，同时，其各业务线目前都在进行的产品结构升级将显著提升其业务的毛利润率水平；另外，公司已经完成了阶段性融资需求以及各类战略合作布局，为业务升级和包括乘用车在内的未来战略性业务跨越提供了重要保障，即公司具备了中长期发展的重要资源支撑以及业绩释放的动力。

我们另结合公司业务发展和公司“2020 规划”分析了其近年的战略转变及其带来的投资机会，我们认为，相对于业绩增长带来的估值提升预期，其背后重要的是公司战略转变下业务结构升级和加速扩张带来的战略性机会。公司近年的战略转变主要是目前到 2015 年将实现外延式扩张向内涵式增长转变，即提升业务的盈利能力；二是乘用车实现跨越式发展、工程机械业务成为新的利润增长点；三是全球化业务进一步推进。

关于公司具体业务方面，我们认为整车产能达产是推动公司业务增长的最主要动力，其中预计 12 年、13 年实现各类整车销售 65 万辆和 82 万辆，工程机械业务包括泵送机械和起重机械 12 年、13 年总计实现销售 0.90 万台和 1.65 万台。同时，各个业务基于产品结构升级的预期相应的利润率都会有所提升。但是我们也认为，随着公司未来新产品开发、管理的国际化以及工程机械业务比重的提升，管理费用和销售费用等比率也会相应有所提高。

行业背景方面，我们认为汽车行业未来 10 年依然有 13% 左右的复合增长预期，同时短期的周期性轮动依然明显。在经历了 2011 年、2012 年两年的调整周期后，2013 年行业需求有所恢复，产销量增长达到 20% 以上的概率较大。同时，我们通过对主要企业的产能投放规模和进度以及新产品储备情况的跟踪来看，也能够说明行业 2013 年将有较大的产能释放压力和新产品投放能力，从而支撑我们基于需求方面得出的前述结论。

投资逻辑

基于行业景气周期恢复背景下，龙头类、具有较大营收规模增长预期，且利润弹性也大的公司显然更应得到关注。他们能够充分受益于行业的增长，潜在估值提升空间也较大。基于此，我们寻找并挖掘了福田汽车作为 13 年行业重新被市场认可下首推类投资机会。

但是也应强调，在行业景气恢复尚需观察和等待，以及整体汽车板块 2012 年业绩下降预期背景下，关注被投资公司的潜在价格安全边际，对于我们提高对被投资对象的盈利空间和降低时间成本也具有重要意义。因此，中长期投资逻辑下，我们对短期的投资时点会保持更进一步的跟踪和调整。

有别于大众的认识

依据现有数据来类推行业未来一到两年的增长是不合理的，也很难挖掘出并理解超预期的行业机会。我们的观点是，行业中长期依然可以维持在 13%左右的复合增长，这提供了福田等企业未来业务规模和利润大幅增长的空间和预期。其次，我们也认为行业中短期依然有较大的周期性特征，即公司业绩增长存在短期大幅向上的供给和需求双方面的支撑。

关于公司，我们认为尽管商用车行业短期受压，但结构性演化带来的增长空间以及国际化等都将能够支撑有实力企业的继续增长。其次，公司乘用车业务是其未来价值的主要看点，但同时也是短期重要的不确定性因素。如果公司乘用车业务不发生大的亏损，公司价值就将有有力的支撑；另外，工程机械业务有望成为另一个重要的利润增长点。

我们强调除了以上这些，更要看到作为规模化的制造型企业，公司有约 1000 亿元的营收和潜在的利润率提升预期，同时对应 388 亿元的品牌价值，而市场仅给予其 181 亿元的估值显然是短视的。我们应当以寻找世界级企业的逻辑和标准来看待类似企业的投资价值。

股价催化剂

行业景气恢复预期逐步明确；公司产能释放超预期；整体市场估值的修复。

关键假设、盈利预测与投资评级

我们预期福田汽车 2012-2014 年实现营业收入分别约 325.11 亿元、470.21 亿元和 635.20 亿元，实现归属于母公司净利润分别约 29.15 亿元、29.91 亿元和 30.31 亿元。相应的 EPS 分别约 1.04 元、1.06 元和 1.08 元，净资产收益率分别约 24.08%、18.67%和 17.48%。上调公司评级至“买入”。

主要风险

1、宏观经济风险；2、关联交易风险；3、产能未达产风险。

投资评级

综合投资评级：买入

公司具有中、长期投资价值

公司的中期投资价值主要是基于行业恢复景气背景下公司业务增长的预期，同时公司轻卡、中重卡结构升级开始显现，福康发动机进入盈利周期，乘用车业务进入实施阶段，工程机械业务有望成为新的增长点。长期来看，我们认为随着公司业务规模的拓展及其市场的全球化，业绩周期性波动带来的投资机会将趋于淡化，而基于成为国际化企业的成长性机会将会被市场逐步认可。

短期安全边际或有进一步增大的可能

由于我们认为汽车行业的景气性恢复预计到13年上半年才能逐步明朗，特别是此轮行业走势变化尚未得到包括大部分机构在内的市场人士的认可，因此即使考虑到市场的先行趋势，目前投资也存在一定的时间成本。而且，就板块和公司估值来看，基于历史的经验，我们认为并未完全到达历史低位（比如估值逼近净资产），且上市公司中期和全年业绩依然处于密集释放利空阶段，加之行业政策依然存在一定不确定性，短期来看确实存在一定不确定性。

综合短、中、长期来看，基于价值投资者的角度，我们将公司评级从“增持”上调至“买入”，原因是潜在盈利空间可以覆盖投资的时间成本。

风险因素

- 1、受国家整体经济环境包括外部经济环境的影响，行业增长当前还存在一定不确定性因素。
- 2、公司业务相对复杂，关联企业、隐形企业较多，因此其对业绩的潜在影响也较大，因此会导致估值也存在一定不确定性。
- 3、公司产能释放进程未达预期，产能利用率特别是乘用车产能利用率的短期偏低将严重拉低公司盈利能力，进而影响短期业绩增长预期，这样将导致对公司投资会丧失较多的时间成本。

盈利预测与估值

基本假设与收入预测

综合正文分析和参考公司 2020 规划，我们对公司未来三年经营预期有如下判断和假定：

- 1、行业方面，2012 年汽车行业依然是调整之年，因此，公司的各个业务线依然是下降或低增长态势，但 2013 年及 2014 年，行业有望实现景气性恢复，增长预计在 20%左右；
- 2、公司 13 年新建产能逐步开始释放，整车销量 12-14 年分别预计实现 65.3 万辆、81.66 万辆和 104.04 万辆，增长分别为 1.72%、25.04%和 27.41%。14 年公司整车产能利用率届时可达到接近 80%，整车业务收入（含中重卡）有望达到 900 亿元以上。另外，工程机械 12-14 年营业收入预计分别实现 45 亿元、84 亿元和 116 亿元；
- 3、公司各主营业务毛利率受益于规模化效应和结构性升级相应会有所提高，我们预计公司整车综合毛利润率在 11 年 8.96%的基础上 12-14 年分别达到 7.72%、8.84%和 10.85%，工程机械的毛利润率预计在 20%左右，公司整体综合毛利润率在 11 年 9.09%的基础上 12-14 年提高到 10.51%、11.46%和 11.92%；
- 4、投资收益方面，福康发动机公司 12 年开始盈利，12-14 年分别实现销量 6 万台、8 万台和 11 万台，贡献投资收益分别为 0.6 亿元、1.2 亿元和 2.2 亿元，单台净利润分别 0.3 万元、0.4 万元和 0.4 万元；中重卡业务 12-14 年分别实现销量 9.56 万辆、11.5 万辆和 14.7 万辆万台，贡献投资收益分别为 3.35 亿元、4.60 亿元和 7.35 亿元，单台净利润分别 0.7 万元、0.8 万元和 1.0 万元；
- 5、费用方面，我们认为公司总体未来会有一个相对上升的特征，其中新产品研发费用以及工程机械业务特点带来的相对费用增加是主要影响因素。预计公司期间费率在 11 年 6.65%的基础上提高到 12-14 年的 7.42%、8.55%和 9.15%。

表 1：福田汽车近年及未来三年主营业务经营汇总（预期）

		07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
整车合计	销量，万辆	39.84	40.96	62.56	72.30	64.20	65.30	81.66	104.04
	(+/-,%)	21.72	2.80	52.74	15.58	-11.21	1.72	25.04	27.41
	收入，亿元	265.26	283.22	421.26	508.72	485.42	479.99	662.14	923.58
	毛利润率，%	9.22	6.71	9.83	12.01	8.96	7.72	8.84	10.85
工程机械合计	销量，万台			0.19	0.42	0.70	0.90	1.65	2.12
	收入，亿元					0.06	45.00	84.00	116.20
	毛利润率，%					20.00	20.00	20.00	20.00
主营业务合计	收入，亿元	278.65	307.41	448.40	535.23	516.45	554.66	780.58	1076.17

(+/-,%)	44.30	10.32	45.86	19.36	-3.51	7.40	40.73	37.87
毛利润率, %	8.68	7.14	11.18	11.88	9.09	9.06	10.28	11.95

资料来源: 信达证券研发中心 注: 整车业务收入含不合并报表的中重卡业务。

表 2: 福田汽车近年及未来四年投资收益 (预期)

	09年	10年	11年	12年 E	13年 E	14年 E	15年 E
康明斯发动机 (万台)		1.90	5.10	6.00	8.00	11.00	12.00
收入 (亿元)		5.19	13.75	16.50	22.40	33.00	36.00
单价 (万元/台)		2.73	2.70	2.75	2.80	3.00	3.00
净利润		-1.72	-0.88	1.20	2.40	4.40	4.80
单台净利润 (万元/台)		-0.90	-0.17	0.20	0.30	0.40	0.40
单台利润率 (%)		-33.12	-6.39	7.27	10.71	13.33	13.33
贡献投资收益 (亿元) *		-0.86	-0.44	0.60	1.20	2.20	2.40
中重卡 (万辆)	8.47	10.44	10.92	9.56	11.50	14.70	16.96
收入 (亿元)	176.54	229.24	254.69	229.56	310.39	440.98	508.66
单价 (万元/辆)	20.84	21.95	23.31	24.00	27.00	30.00	30.00
净利润 (亿元)				6.70	9.20	14.70	20.35
单车净利润 (万元/辆)				0.70	0.80	1.00	1.20
单车利润率 (%)				2.92	2.96	3.33	4.00
贡献投资收益 (亿元) *				3.35	4.60	7.35	10.17
合计				3.95	5.80	9.55	12.57

资料来源: 信达证券研发中心预测 注: 康明斯发动机和中重卡业务公司分别持有其 50% 的股权

根据我们的公司研究模型得出的结果, 福田汽车 2012-2014 年预计实现营业收入分别约 325.11 亿元、470.20 亿元和 635.20 亿元, 同比增长分别为 -37.05%、44.63% 和 35.09% (含中重卡则分别约 554.66 亿元、780.58 亿元和 1076.17 亿元, 同比增长分别为 7.40%、40.73% 和 37.87%); 实现归属于母公司净利润分别约 29.15 亿元、29.91 亿元和 30.31 亿元, 这其中由于中重卡业务评估增值和转让收益等因素分别贡献约 20.82 亿元、15.28 亿元和 8.00 亿元。相应的 EPS 分别约 1.04 元、1.06 元和 1.08 元, 净资产收益率分别约为 24.08%、18.67% 和 17.48%。

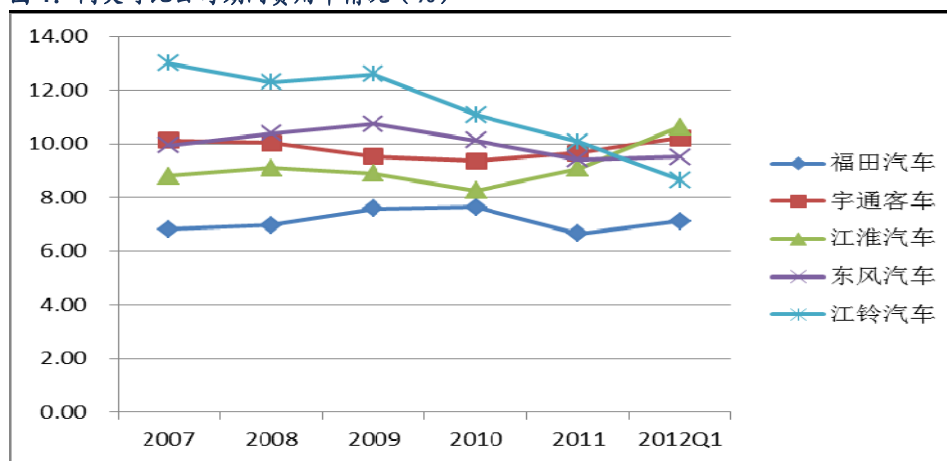
表 3: 福田汽车评估增值损益未来三年对利润贡献情况 (万元)

	总金额	2012E	2013E	2014E
一工厂评估增值	250600	150360	50120	50120

二工厂转让收益		57832	57832	
H4 卡车技术使用费	入门费	73871		73871
	分期使用费	98139		19626
H4 卡车模、检、夹具租赁费	固定租金	57181		5718
	浮动租金	57150		3429
合计		594773	208192	152764
				80036

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 1：同类可比公司期间费用率情况 (%)



资料来源：WIND，信达证券研发中心

公司估值

FCFF 估值

采用企业自由流折现法 (FCFF) 对公司进行估值，计算得出公司价值约 272 亿元，折合每股价值 9.69 元，相对当前股价 (8 月 17 日：6.45 元) 约有 50% 的预期涨幅。但如果不考虑中重卡业务未来几年产生的营业外收入的影响，计算得出公司价值约 286 亿元 (该值相对前者要高主要是税负的影响)，折合每股价值 10.17 元，相对当前股价则约有 57% 的预期涨幅。

在对公司的绝对估值中，永续增长率以及公司未来收入增长率对估值结果的影响是比较大的，综合来看，我们倾向认为基于净现金流的估值来看，公司合理的估值区间约在 7.60 元-11.95 元之间。

表 4：福田汽车 FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	1.0411	研究期经营价值	95.70 亿元
股票 Beta	1.0486	TV	176.69 亿元
无风险利率	3.70%	其它价值	--
市场收益率	10.70%	合计	272.39 亿元
TV 增长率	3%	总股本	28.0967 亿股
Wacc	11.04%	每股价值	9.70 元/股

资料来源：信达证券研发中心

表 5: 福田汽车 FCFE 估值敏感性分析 (1)

永续增长率 g \ WACC	WACC				
	9.00%	10.00%	11.04%	12.00%	13.00%
1.00%	11.31	9.67	8.34	7.36	6.51
2.00%	12.46	10.50	8.95	7.82	6.87
3.00%	13.99	11.56	9.70	8.38	7.29
4.00%	16.14	12.97	10.66	9.08	7.81
5.00%	19.36	14.95	11.94	9.98	8.45

资料来源：信达证券研发中心

表 6: 福田汽车 FCFE 估值敏感性分析 (2)

13 年营收增长率 \ WACC	WACC				
	9.00%	10.00%	11.04%	12.00%	13.00%
20.00%	11.83	9.76	8.18	7.07	6.14
30.00%	12.71	10.49	8.80	7.60	6.61
44.64%	13.99	11.56	9.70	8.13	7.29
50.00%	14.46	11.95	10.02	8.66	7.54
60.00%	15.34	12.68	10.64	9.20	8.00

资料来源：信达证券研发中心 注：永续增长取 3%。

相对估值

我们认为，汽车行业上行周期，PE 估值对公司的预期目标价格有较强的指导意义，而在下行周期 PB 估值则更具合理。目前，同类汽车公司的 PB 约为 1.6 倍，而公司为 1.4 倍，存在一定的低估。如果按行业和公司 15% 的净资产回报水平，我们认

为公司估值至少可以支撑 2.3 倍以上的 PB 估值，即相对当前有 60% 以上的涨幅预期。即使按未来行业进入复苏周期，用 PE 来看，公司基于 2013 年、2014 年的 PE 相对估值也基本合理甚至略有低估。

表 7: 同类公司相对估值比较

代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE			PB
				2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
000625.SZ	长安汽车	5.29	247	0.15	0.22	0.38	34	24	14	1.7
600166.SH	福田汽车	6.80	192	0.55	1.02	1.05	12	7	6	1.4
600418.SH	江淮汽车	4.92	63.41	0.25	0.3	0.36	20	16	14	1.1
000559.SZ	江铃汽车	16.44	141.91	1.86	1.98	2.16	9	8	8	1.8
600066.SH	宇通客车	22.89	161.44	1.4	1.55	1.78	16	15	13	2.7
600006.SH	东风汽车	3.02	60.40	0.14	0.23	0.31	22	13	10	1.0
	均值						20	14	11	1.6

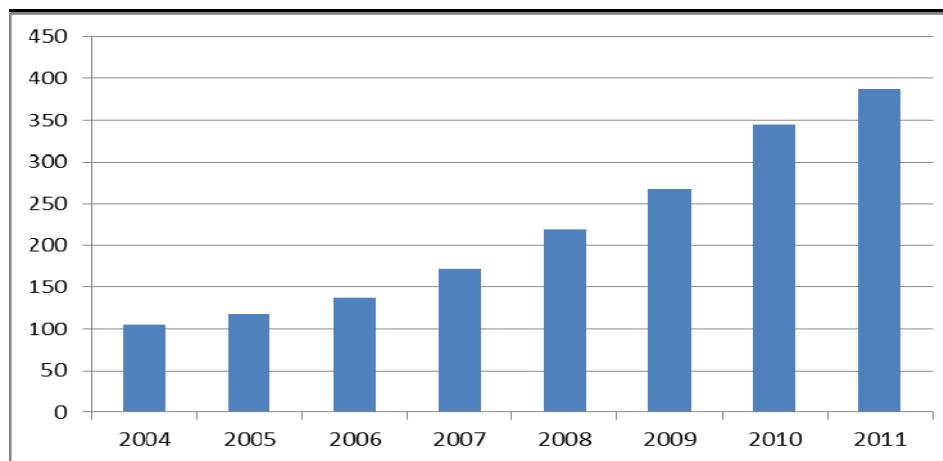
资料来源: 信达证券研发中心 股价日期: 2012 年 8 月 13 日

其它估值参考因素

品牌价值反映的是公司潜在盈利能力下的价值，具有同样的资产属性和让渡价值，公司历史上也多次以品牌出资作为被投资公司的投入资产。我们认为，公司品牌价值一定程度上可以作为公司估值的参考和标准。

根据世界品牌实验室(World Brand Lab)发布的《中国 500 最具价值品牌排行榜》，福田汽车品牌价值由 2004 年的 106.05 亿元提升至 2011 年的 388.72 亿元，年均复合增长率 20.39%，并连续八年保持排行榜内中国商用车第一品牌的业绩。基于于这样一个品牌价值，我们认为目前公司约 190 亿元的估值明显被低估。

图 2: 福田汽车近年品牌价值增长情况 (亿元)



资料来源：信达证券研发中心

公司投资价值特点

公司是国内汽车行业上市公司龙头之一

公司产品涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车以及大中型客车等全系列商用车，是我国品种最齐全产品结构最丰富产销量最大的商用车制造企业之一。另外，公司还有MPV等乘用车业务，近年也正以此为基础向乘用车业务扩展。同时，公司近年把工程机械作为一个重要的业务和利润增长点加以投入和发展，并围绕汽车及新能源汽车业务，公司还确立了新能源电池、金融服务以及现代物流与物联网等总计五大业务。

图3：福田汽车主营产品型谱

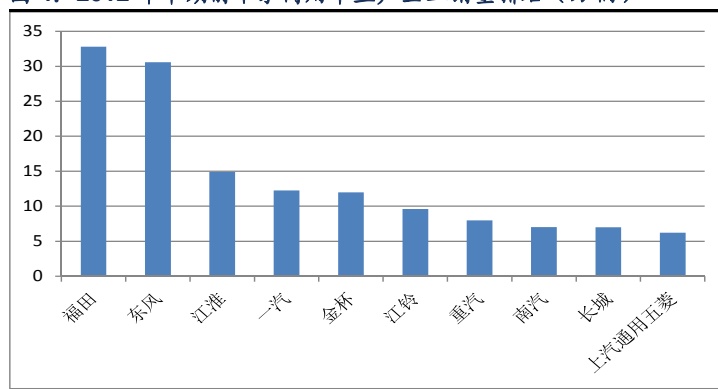


汽车与新能源汽车					起重机械	
卡车		VAN	皮卡/SUV	大中客车	泵送机械	起重机械
轻卡	重卡	大VAN	皮卡	大客	泵车	汽车起重机
微卡	中卡	中小VAN	SUV	中客	搅拌车	履带起重机

资料来源：信达证券研发中心

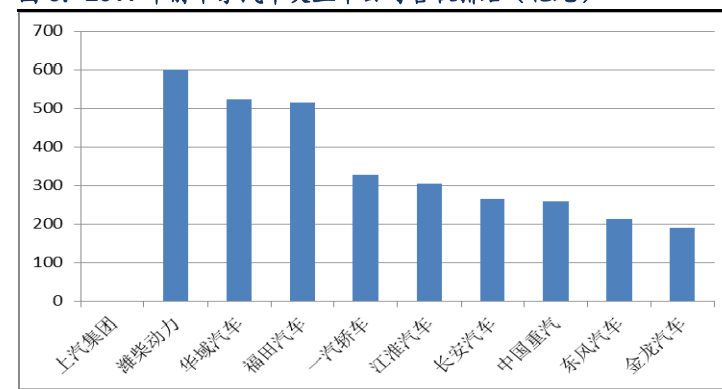
公司汽车销量在国内商用车领域名列前茅，2004至2010年连续七年蝉联国内商用车制造企业销量榜首，2011年排名下到第二后。今年上半年又恢复到第一的位置。公司营收规模11年为516.5亿元，在汽车类上市公司中仅次于上汽集团、潍柴动力和华域汽车，位列第四。

图 4：2012 年中期前十家商用车生产企业销量排名（万辆）



资料来源：CAAM, 信达证券研发中心

图 5：2011 年前十家汽车类上市公司营收排名（亿元）



资料来源：WIND, 信达证券研发中心 注：上汽集团为 4330 亿元

之所以强调公司的行业龙头地位，主要是因为我们认为汽车行业整体性特征较强，行业增长也基本是依赖产能推动-产品销售来带动，不存在因原材料和产品价格大幅变化、盈利模式变动等导致个别公司价值大幅波动的因素，因此行业内也较少有“黑马型”公司。而同时，就行业的周期性轮动来看，往往是龙头公司能够充分受益于行业的增长，且业绩的周期性波动特征更大且趋势上具有可预测性。这些决定了对汽车板块的投资特别是行业复苏前期往往更应关注龙头。

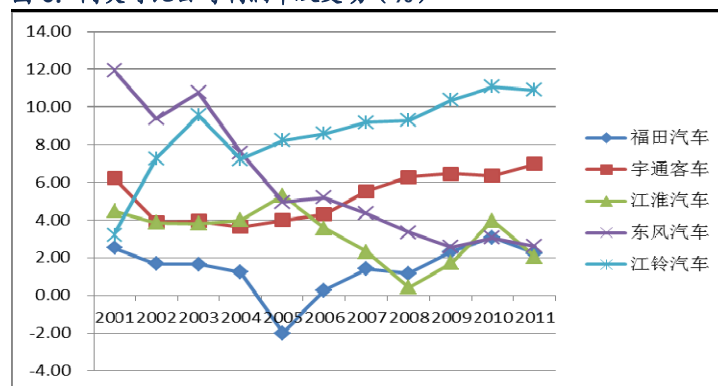
公司利润增长和估值的弹性较大

汽车行业作为规模化制造业，其利润的来源一方面是业务的增长，同时短期内行业及公司利润率（包括毛利润率、期间费用率）的变化也是重要影响因素。利润率的变化主要与产能利用率、产品的附加值改变、费用的控制（投入的节奏和时点）等有关。相对于公司 516 亿元的营业收入，如果毛利润率或费用率每变化一个百分点，那么其利润的改变就约为 5 亿元左右，可以再提高当期利润的 50% 左右。而如果按我们预计的公司 14 年 1000 亿元的营业收入算，如果其毛利润率和期间费用率综合使得其销售利润率提高 1 个百分点的话，那么其扣除业务增长之外“额外”带来的利润就达 10 亿元。因此这也决定了我们对汽车类公司的关注一方面关注其业务增长，另一方面也要关注其盈利能力的阶段性变化。

除了利润率较低以外，公司的业绩弹性还体现在其利润率的波动较大，包括与其相关的净资产收益率、净利润增长率等波动都较大。原因主要是公司的业务增长不同于一般的内生性增长公司，其增长主要是靠规模化扩张推动所致。销量的波动带来的单位总成本的变化相对较大，这导致了公司的盈利能力往往呈现波动性变化的情况。

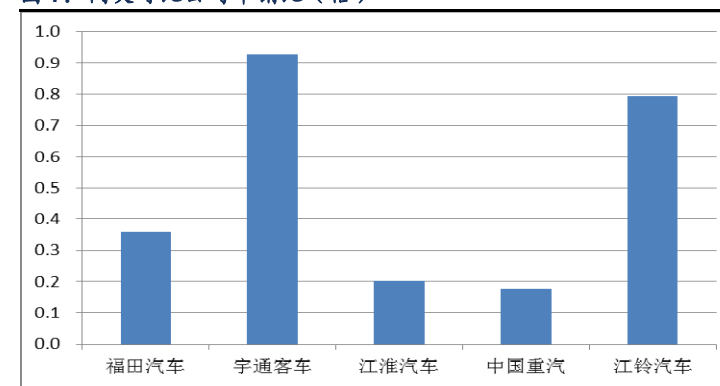
公司 11 年营收为 516 亿元，从历史情况看，尽管 06 年以来其利润率从 0.27% 一直提高到 11 年的 2.23%，但其与同类可比公司的比较来看也明显偏低。未来，尽管我们预期其费用包括销售和管理费用率都会增加，但我们也认为，其产品结构升级带来的毛利润率增加足以抵消这一影响，即公司未来销售利润率低于 11 年水平的概率不大。因此，未来随着公司营收规模的增加，其利润率只要有轻微的提高，其带来的业绩增量就是可观的。

图 6: 同类可比公司利润率及变动 (%)



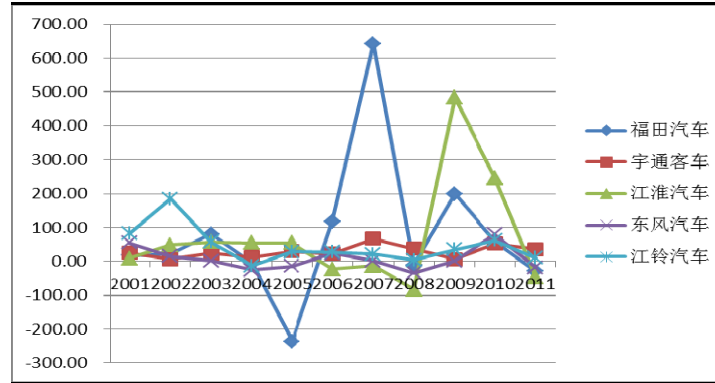
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 7: 同类可比公司市销比 (倍)



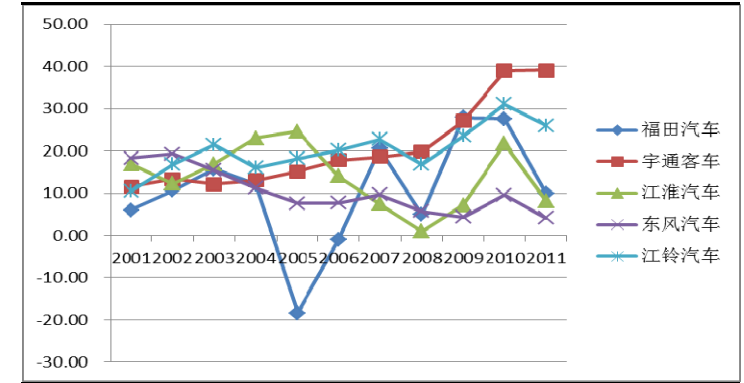
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 8: 同类可比公司净利润增长及变动 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 9: 同类可比公司 ROE 及变动 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司未来具有较大的利润释放潜力

产能规模扩张带来的量的增加

截止到 11 年, 公司的实际有效产能约为 70 万辆左右, 相对于其 64 万辆的销售规模, 综合产能利用率约在 90%左右, 这一比例已制约了公司中长期的增长。也因此, 自 10 年以来, 公司即开始新一轮的产能扩张步伐, 而且是迄今为止最大的一轮扩张, 到 13 年上半年基本新建产能投产后, 其总产能将达到 140 万辆, 最高可达到 160 万辆左右, 扩张一倍左右。这一轮产能扩张中, 主要包括轻卡在目前 50 万辆基础上, 增加 40 万辆 (分别在潍坊、长沙各 20 万辆); 中重卡在原来 8 万辆产能基础上再增加 8 万辆 (截止到 11 年底已完成); 多功能车新基地新建 18 万辆; 大中客车在原有 5000 辆基础上二工厂再增加 5000 辆。

另外, 除了传统汽车企业, 公司在工程机械业务上也大幅投入, 包括收购福田重机泵送业务, 同时在怀柔再投入约 21 亿元 (其中 8 亿元为借款) 新建起重机械业务。完成后 13-14 年将分别贡献公司约 84 亿元和 116 亿元营业收入。

表 8: 福田汽车近年主要在建产能扩充项目

项目公告时间	项目名称	主要生产产品	增加产能情况	投产/达产时间	(预期) 达产项目年收益
09 年 5 月	潍坊汽车厂项目	轻客、轻卡	一期产能 20 万辆	11 年/13 年	营收 100 亿元, 净利 2 亿元
09 年 12 月	密云多功能车厂 (乘用车基地)	轻客, 各类乘用车	18 万辆	11 年底/14 年	营收 230 亿元, 净利润 9 亿元
10 年 1 月	欧曼 GTL 重卡及	高性能中重卡	新增 8 万辆, 总计 16 万辆	11 年上半年/14	营收 240 亿元, 净利润 9 亿

	重要零部件项目			年	元
10年3月	大中客南海二工厂	大中客车	新增5000辆,与北京总计1万辆	11年下半年/14年	营收20亿元,净利1亿元
10年4月	长沙汽车厂扩产项目(总共三期)	中重卡、轻卡、皮卡以及SUV	一期增产能10万辆达20万辆,总计达30万辆	一期12年上半年/14年-15年	一期营收105亿元,净利2.3亿元,总计增收200亿元
10年4月	福田康明斯增资	欧V、欧VI发动机	加快欧V、欧VI发动机推出进度	15年/16年	净利润5亿元
11年1月	雷萨重型机械分公司	泵送机械和起重机械	产能4000-6000台	13年上半年/14-15年	营收24亿元,净利2.5亿元
总计			增加约70万辆产能,合计达到130-150万辆产能		增加营收约710亿元,净利30亿元

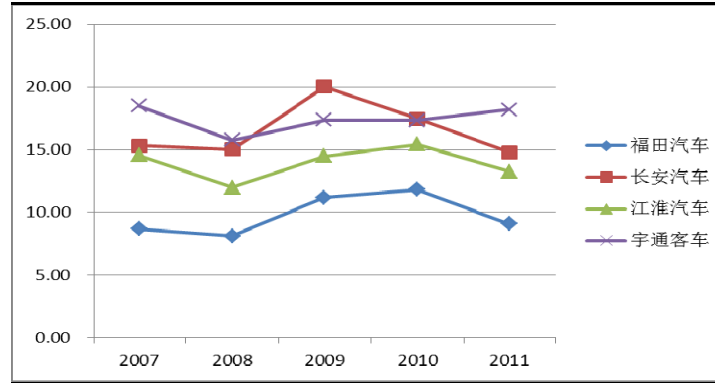
资料来源:公司公告,信达证券研发中心

产品结构升级带来的盈利能力的提升

产品结构升级带来的盈利能力提升主要体现在以下几个方面:

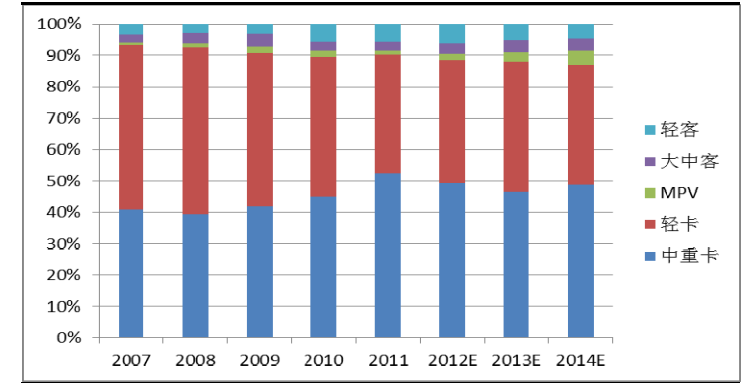
一是公司整车业务由商用车向商用车和乘用车并重发展,其中在乘用车方面按照轻客-MPV-小型MPV(跨界轿车)-轿车的顺序拓展,同时在商用车领域,由传统的轻卡、中重卡向商用车的全系列包括微卡、大中客等延伸。而显然,乘用车的业务利润率要高于传统的商用车,国内企业如江淮、长安等向乘用车转型的企业近五年的平均毛利率分别为16.51%和13.94%,而公司为9.78%,低了5-7个百分点。商用车领域,大中客车的毛利率也相对较高,如宇通、金龙的毛利率2011分别就为18.20%和11.91%,且波动相对较小,而福田2011年各整车业务毛利率最高的为轻卡,也仅为13.18%。

图 10: 同类可比公司毛利率情况 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 11: 福田汽车整车业务收入结构情况 (%)

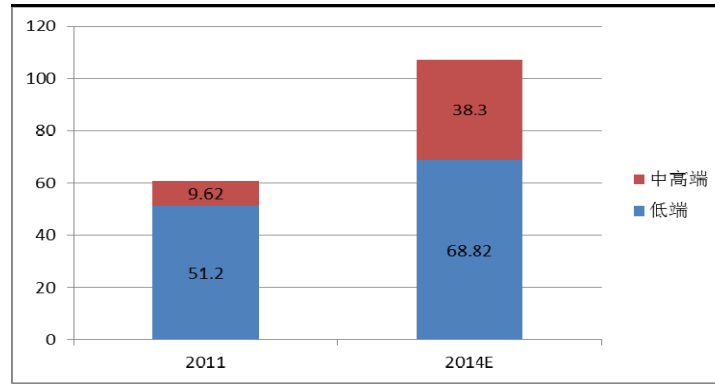


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

二是产品的中高端化, 如在传统的轻卡业务, 公司不断提升中高端产品奥铃、欧马可的绝对数量, 包括为此建立与康明斯合资的福田康明斯发动机公司 (福康公司), 满足公司中高端轻型车的动力需求。而同时, 福康发动机作为高端轻型发动机其本身也是公司产品结构升级的一个重要组成部分, 因为该发动机除了满足福田所用, 还有一部分外销和出口, 进而成为公司有一个利润增长点。11 年, 福康公司发动机销量已达 51095 台, 较 10 年增长 175%, 相应合资公司亏损额预计从 1.7 亿大幅收窄到 6000 万左右。福康公司的盈亏平衡点大约在 9-10 万台, 12 年在出口市场及欧马可、奥铃销量拉动下, 有望迎来盈亏平衡或小幅盈利。13 年后, 预计国内轻型商用车国 IV 标准将逐步实施, 欧马可、奥铃的国际市场开拓显现成效, 发动机公司将步入投资收获期。

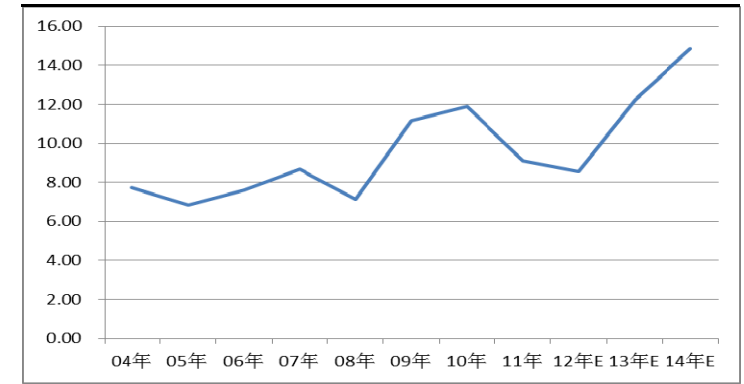
另外一个产品的中高端化就是中重卡业务, 这也是公司近年着力提升的一块业务。公司中重卡的中高端化主要是通过通过与戴姆勒的合资, 从而吸收戴姆勒在整车设计、制造质量控制方面的先进技术和经验, 提高欧曼的技术竞争力和品牌影响力, 进而推动欧曼中重卡的竞争力和盈利能力提升。另外, 合资公司将投产满足欧 V 排放标准的戴姆勒 OM457 发动机, 这将改变目前发动机完全外购带来的资源受制以及盈利能力偏低的状态。因此, 随着公司中重卡业务规模的增长, 其盈利能力将会显著得到提升。11 年 8 月, 公司新一代重卡欧曼 GTL 正式下线, 12 年将开始贡献销量和利润。

图 12: 福田汽车各整车业务营收占比及预期 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 13: 福田汽车综合毛利率及预期 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司已经完成阶段性融资需求, 中短期来看, 内生性增长的能力增强

截至 11 年底, 福田汽车涉及未来两三年的重大投资项目基本都处于在建和待建阶段, 总计涉及投资总额约 150 亿元, 其中已完成投资额约 73 亿元, 尚有约 77 亿元需要后续投资, 这其中约有 50 亿元需要在 12 年、13 年完成投入(个别项目如长沙厂, 重型机械厂、铸造中心等的投资跨度可能较长)。

截至 12 年 1 季度, 公司共有账面现金约 40 亿元, 但主要为运营性资金以及短期应付型负债增加所致, 因此能作为公司资本化投入的资金主要还是依赖于经营性净现金流以及外部融资, 包括权益性融资和债务性融资。幸运的是, 今年 6 月, 公司完成了新一轮也是最大规模的一轮股权融资, 规模为 50 亿元, 其中有 30 亿元作为置换前期先行投入的募投项目, 另外有 10 亿元左右是长沙厂的后续投资, 还有 10 亿元补充流动资金。总体这 50 亿元的融资基本满足了公司未来两到三年的资本性投资需求。且此轮融资完成后, 公司的资产负债率将由目前的 68% 降到 60% 左右, 因此按公司历史平均资产负债结构, 公司潜在带息债务融资能力也在 30 亿元以上, 足以保证未来的投资需求。因此, 三年内公司股本扩张的压力不大, 对业绩的稀释预期 13 年后也将不存在。

表 9: 福田汽车近年主要在建项目投资额情况

项目公告时间	项目名称	投资额	完成投资额	尚需投资额	备注
09 年 5 月	潍坊汽车厂项目	12.2 亿元	6.7 亿元	5.5	
09 年 12 月	密云多功能车厂 (乘用车基地)	36.4 亿元	28.0 亿元	8.4	募集资金使用 26.5 亿元
10 年 1 月	欧曼 GTL 重卡及重要零部件项目	24.6 亿元	24.6 亿元	0	

10年3月	大中客南海二工厂	7.9亿元	8.3亿元	1.6	
10年4月	长沙汽车厂扩产项目(分三期)	32亿元, 一期 19亿元,	1.6亿元	30.4	募集资金使用 11.4亿元
10年4月	福田康明斯增资	3.4亿元	3.4亿元	0	募集资金使用 3.4亿元
11年1月	雷萨重型机械分公司	21亿元	0亿元	21	
11年6月	铸造中心项目	15亿元	0亿元	15亿元	
11年	GDI汽油发动机工厂	--	0	--	
		总计约 150亿元		约 73亿元	约 77亿元

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 部分项目额未含通过借款融资部分, 因此实际投资额应更大一些。

图 14: 福田汽车近年权益性融资情况

	2008年	2010年	2012年
融资类型	定向增发	定向增发	定向增发
发行股本	10500万股	13843万股	70000万股
募集资金	10.37亿元	24.99亿元	49亿元
募投项目	*福康发动机注册资本项目 *客车分公司项目 *轻型客车升级换代项目 *欧马可汽车厂升级换代项目 *汽车工厂研究院二期项目	*GTL 重型车项目 *重载车重要零部件 提升水平建设项目	*蒙派克、迷迪、欧马可 多功能车技术改造项目 *福康发动机增资项目 *长沙厂改扩建项目 *补充流动资金

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

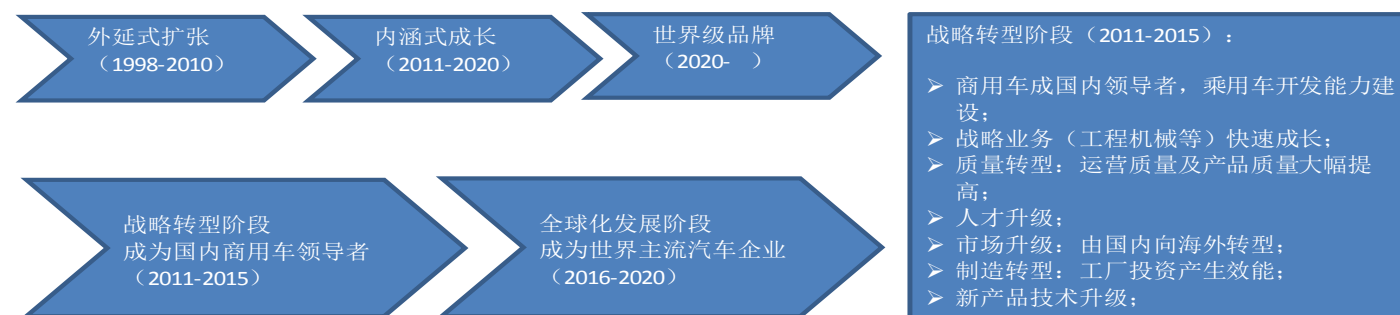
公司战略阶段分析

公司增长模式已由外延式扩张转为内涵式成长

公司 96 年成立, 98 年通过生产轻微卡进入汽车行业, 00 年进入轻客行业, 02 年进入重卡行业, 04 年进入大中客行业, 07 年进入 MPV 行业, 即大约每两年公司业务进行一次重大的外延式扩张, 大约十年左右的时间, 实现了国内商用车销量上第一的位置。但实际上, 大约到 2010 年前后, 公司的增长即进入一定的相对瓶颈期, 即在单纯的国内商用车领域, 尽管细分行业还会有所增长, 但公司的相对增长空间已经不大。比如轻卡业务已占市场份额的 30% 以上, 重卡业务尽管还有一定的提升空间, 但该细分行业本身的波动性较大, 无法支撑公司中长期的发展目标。而大中客车业务本身市场空间已不大, 且国内增长已过高速期。

为此，2011 年公司提出了：坚持以内涵成长为基础，打造全球品牌、“世界级企业”的目标。“福田汽车 2020”战略即是在这种背景下发布的，主要内容是到 2020 年全球销量拟突破 400 万辆，销售收入超过 4000 亿元，实现利润 200 亿元以上。这一战略又分为两步走：第一步为 2011-2015 年的“十二五”阶段，为战略转型阶段，这一阶段要成为国内商用车的领导者，乘用车业务取得跨越式发展，同时拓展相关的总计五大重点产业；第二步为 2016-2020 年，即全球化发展阶段，特别是要突破发达国家市场。

图 15：福田汽车战略发展变化示意图



资料来源：信达证券研发中心

2015 战略目标——商用车世界第一，乘用车跨越式发展

作为内涵式成长的第一阶段，到 2015 年，公司计划各类汽车产销量 160 万辆，业务收入 1700 亿元以上，业务利润 100 亿元。其中，海外销量 44 万辆，占总销量的 28%。

第一步的主要任务是在量的基础上提升品质和增加新的利润增长点。量的方面，首先是公司近期产能将在 2010 年基础上增长一倍，达到 140 万辆的规模；技术升级方面主要是轻卡向中高端升级，并相应建立与康明斯合资的轻型发动机公司，以及重卡与戴姆勒全面合资，依托其提供的技术和动力以及国际化的渠道提升品质和拓展国际市场。另外，在增加新的利润增长点方面，主要是向乘用车业务拓展和升级，公司未来 70 万辆产能增量中约有一半的增量即 30 万辆要靠乘用车产品来带动。

同时，围绕核心汽车产业，公司也规划和确定了“十二五”时期重点发展的相关五大产业，以使得其汽车业务与其他产业之间相互支持、共同增长。这五大产业分别是：一是汽车与新能源汽车，“商用车+乘用车”业务并举，这是公司的主营业务。目前，其规划绿色能源产品已达到 48 款车型，未来 2-3 年内将全面覆盖所有产品，整体排放指标降低 30% 以上，成为国内整车新能源应用的先行者品牌。二为新能源，主要进行新能源动力电池、储能电池、可持续电源以及与智能电网、智能交通有关的系统开发，为公司新能源汽车发展提供支持。第三大产业为汽车物联网，主要发展汽车物联网数据终端设备、汽车

物联网信息服务、汽车物联网应用软件。四为金融服务业，围绕公司汽车业务开展风险投资、私募股权投资、证券投资等投资银行业务和汽车金融服务等业务。第五大产业为重型机械，利用福田汽车品牌和产业资源优势，开发汽车起重机、履带起重机、矿用车、泵车、混凝土机械等产品。

表 10: 福田汽车“十二五”期间五大产业规划情况

汽车与新能源	商用车----十二五期间实现全球化，确立商用车领域的国际领导者地位。
汽车	乘用车----以做强商用车为基础，以新能源技术发展为契机，稳健推进乘用车业务发展。
工程机械	工程机械与现有中重卡业务关联度较高，公司将利用现有中重卡成熟的技术基础，整合相关资源，开发工程机械相关业务。 公司目前正在积极筹备收购重机专用车业务资产、新建重型机械工程，积极拓展重型专用车以及起重机等重型机械设备业务力争将工程机械业务打造成为福田汽车未来新的利润增长点。
新能源电池	公司已涉足新能源电池业务，以支持公司的新能源汽车产品。
金融业务	公司自 04 年起涉足汽车金融业务，在终端客户融资及经销商融资方面拥有较为丰富的经验以及成熟的业务模式。在未来，公司将积极拓展金融业务服务范围，并在实现盈利的同时促进汽车与金融服务业务的共同成长。
现代物流与物联网	公司最早于 02 年涉足物流行业，多年以来取得了长足的发展，尤其是在汽车物流方面有着丰富的经验公司未来也将继续拓展物流业务 11 年，公司联合了国内定位、通讯网络服务商等产业链资源，成立了以中国自主品牌为主的“北京汽车物联网产业联盟”。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

按全球市场布局，分阶段推进全球化战略

公司内涵式成长的第二阶段即“十三五”时期，是全面发展的全球化阶段，最终目标是到 2020 年以后，公司要实现全球化和具有世界级品牌能力的跨国企业。这一目标的核心是“5+3+1”战略，“5”是要在印度、俄罗斯、巴西、墨西哥和印尼五个国家分别建立海外工厂；“3”即通过生产高端整车和发动机，突破北美、欧盟和日韩 3 个全球最高端汽车市场；“1”即指中国是公司全球总部，未来将建设成为全球创新中心、业务管理与运营中心。

其中，2012-2013 年，公司将首先推进在印度和俄罗斯的产业化，十二五期间使其成为公司海外最大的战略增长点，确保十三五期间国内外的均衡发展，2014-2015 年再复制到其它三个产业化国家；2016 年后突破发达国家市场。

表 11: 福田汽车“十三五”末期（2020）发展目标

业务规模	400 万辆、收入 5000 亿、利润 300 亿
业务组合	商用车 252 万辆，乘用车 173 万辆，商：乘=6：4；

	整车业务利润: 非整车业务利润=6: 4; 整车业务收入: 非整车业务收入=8: 2;
市场	国内 270 万辆, 海外 160 万辆, 国内: 海外=6: 4;
品牌	2020 年品牌价值达 3200 亿;
发展能力	世界级的管理能力、产品创造能力、商品制造能力。

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司业务发展分析

产能扩张推动整车业务快速增长

中重卡业务, 产能释放和盈利能力提升推动业绩增长

中重卡行业是一个周期性相对较强的行业, 受宏观经济及相关政策影响较大。其中, 06 年、07 年以及 09 年、10 年分别经历了两次景气高峰, 主要的经济背景除了经济增长、高速公路历程增长之外, 公路治理超载以及四万亿投资的直接拉动也是重要的直接因素。11 年开始, 随着投资增速的下降, 重卡行业再次回到增速低谷阶段。未来, 我们认为国内中重卡行业的增长一是依赖于投资的逐步恢复, 另外, 现有产品的更新换代将是新的拉动行业增长的直接因素。中长期来看, 如果国内重卡行业拓展国际市场顺利, 那么行业新一轮的增长周期将会再次显现。

公司中重卡业务 02 年起步即呈现出较强的竞争优势, 04 年到 11 年 7 年的复合增长率约为 14.21%, 高于行业总体约 3 个百分点, 今年上半年其市场份额已经达到约 12.5%, 在行业排名中占第五位。这其中, 我们注意到 05 年、08 年和 10 年公司的市场份额相对都略有降低, 而这三年恰恰是中重卡行业相对低谷的三个年份, 其它相对行业景气年份, 公司增长都相对突出, 这也反映了公司业务充分借力行业大环境, 规避行业低谷期保增长, 顺势而为, 从而降低业务成长的竞争策略。

公司中重卡业务与戴姆勒今年初正式成立了 50:50 合资公司。与戴姆勒的合作将使公司的中重卡产业链更趋完整, 包括在奔驰 OM457 发动机的基础上逐步提高大马力发动机的自制率, 同时对核心及关键零部件的控制将不再受制于人, 戴姆勒将在底盘方面对福田重卡提供技术支持, 这将显著增强公司产品技术含量和盈利能力, 这也是公司未来盈利能力提升的重要支撑和决定性因素。另外, 合资方也将在中长期发展特别是海外战略的实施方面对中重卡业务提供重要支撑。

表 12: 重卡行业近三年销量及其集中度情况 (辆, %)

	10 年		11 年			12 年 H1		
一汽集团	230671	22.67	东风汽车	185977	21.12	东风汽车	80316	21.61
中国重汽	199635	19.62	一汽集团	158186	17.96	中国重汽	65606	17.65

东风汽车	192770	18.95	中国重汽	142611	16.19	一汽集团	61799	16.63
陕汽集团	108751	10.69	福田汽车	107202	12.17	陕汽集团	50358	13.55
福田汽车	103145	10.14	陕汽集团	104227	11.84	福田汽车	46472	12.51
包头北奔	45575	4.48	包头北奔	40022	4.54	包头北奔	15538	4.18
上汽红岩	33258	3.27	江淮汽车	33883	3.85	江淮汽车	13763	3.70
华菱汽车	30452	2.99	上汽红岩	31500	3.58	上汽红岩	9063	2.44
江淮汽车	25633	2.52	华菱汽车	25695	2.92	安徽华菱	8530	2.30
湖北三环	11893	1.17	成都大运	13604	1.54	成都大运	4716	1.27
合计	981783	96.50		842907	95.72		356161	95.84

资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

关于公司中重卡业务, 我们有如下判断:

- 行业 12 年下降, 13 年进入景气性恢复, 12-14 年增速预计分别为-12.51%、13.65%和 16.43%, 同时, 公司二工厂产能将逐步释放, 到 15 年基本达到满产即 16 万辆的规模;
- 由于配制动力的升级, 加技术和品牌的提升, 中重卡销售单价将逐步提高, 14 年平均可以达到 30 万元/辆;
- 同样上述理由, 产品的毛利润率将由 11 年的 6.45%在未来三年分别提高到 7.00%、8.5%和 12.00%, 与重汽近年的 8-9%的水平相比, 我们认为这一变化趋势较为合理。

表 13: 福田汽车近年及未来三年中重卡业务经营情况 (预期)

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
销量, 万辆	6.31	5.97	8.47	10.44	10.92	9.56	11.50	14.70
(+/-,%)	77.75	-5.39	41.88	23.29	4.62	-12.45	20.19	27.87
份额, %	8.71	7.99	9.46	8.10	9.32	9.32	9.86	10.83
收入, 亿元	107.85	111.94	176.54	229.24	254.69	229.56	310.39	440.98
单价, 万元/辆	17.09	18.75	20.84	21.95	23.31	24.00	27.00	30.00
毛利润率, %	7.91	6.57	10.11	11.63	6.45	7.00	8.50	12.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 中重卡业务 12 年开始不再并表, 而按投资收益形式反映到利润中, 此处仅作分析之用。

轻卡业务, 产能扩张和产品结构升级推动业绩增长

轻微卡行业是仅次于轿车行业的第二大汽车子行业，11 年年产销规模超过 240 万辆，其中微卡 49 万辆，占整个汽车行业比重约为 13%，且年符合增长也在 13%左右。轻卡行业前期的增长主要是受宏观经济发展以及相关政策变化带来的轻卡的结构升级换代的影响，如农村城镇化和城乡间商品流通的快速发展，对中短途运输车辆需求将起到明显的促进作用；另外，用户对车型的款式、性能、驾驶舒适性和质量的要求进一步提高，进而转向购置轻卡，轻卡替代农用车速度加快；还有计重收费以及全国治理超限、超载力度的进一步加强，这都加快了用户需求结构的调整，也为轻卡市场的扩张提供了先决条件。再有，近年轻卡企业加快抢滩海外市场的步伐，这样是一个重要影响因素。

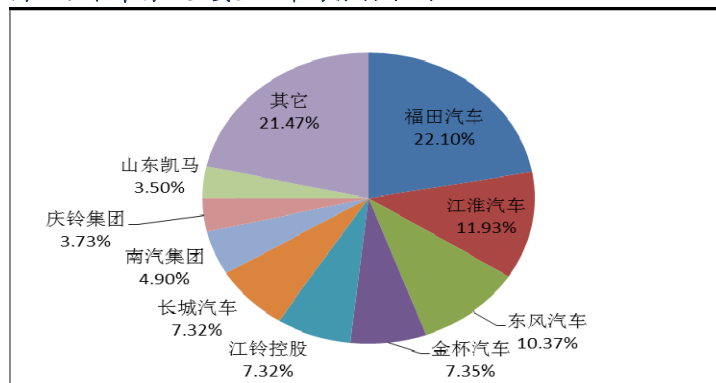
轻微卡行业受宏观经济影响，11 年开始，短期需求也受到抑制，11 年行业增速为-4.07%，今年上半年为-6.53%。我们认为，行业未来增长预期依然可期，随着 13 年整个汽车行业景气性恢复，轻卡行业增速也有望恢复性增长。轻卡行业未来增长的驱动因素一是对农用车、微型车的替代会进一步持续，同时产品的结构性升级即对高端轻卡需求的增长也是更要方面。另外，出口也是国内轻卡未来的重要市场。

福田以轻卡产品起家，也一直保持在该行业的龙头地位和优势，市场份额最高曾达到 32.94%（09 年），但 10 年开始，受产能的制约以及中高端产品推出滞后等影响，公司轻卡增长明显低于行业总体，市场份额也有所降低，11 年为 26.44%。但我们也看到，自 11 年以来公司 70 万辆的产能扩张增量中约有 30-40 万辆是以轻卡为主，包括长沙厂、潍坊厂，因此基于供给的角度，公司未来轻卡的增长潜力不容忽视。

增长的动力我们认为包括两个方面，一是相对份额的增长，目前轻卡行业市场集中度并不高，前五家的集中度也未超过 60%。公司的相对份额未来假设到 14 年提高到 30%，同时考虑届时轻卡行业约 260 万辆的市场规模，其届时的销量预期就有 80 万辆，相比 11 年增加 20 万辆。第二是产品结构升级即中高端产品的增量带动，未来随着康明斯发动机的逐步量产及配装，公司中高端轻卡的竞争力将显著增强，从而可以极大地分享原有江铃、庆铃等的市场空间。我们预计到 14 年，奥铃和欧马可产品将在 11 年约 8.8 万辆的基础上提高到 18 万辆左右，即再贡献 10 万辆增量。

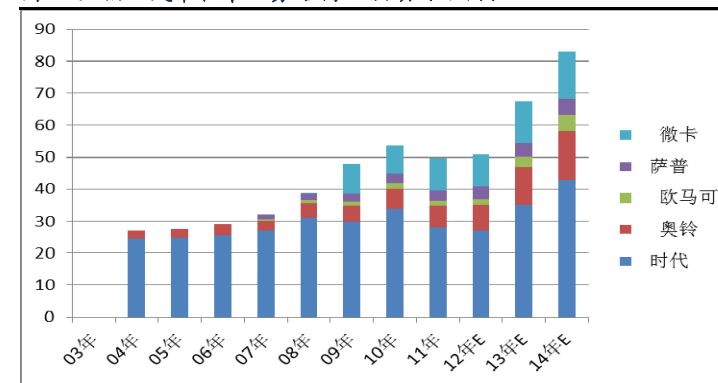
另外，福田轻卡配装康明斯发动机后也将显著提高其业务的盈利能力，其对公司业绩的贡献也将同步提高。

图 16: 轻卡行业主要企业市场份额 (%)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

图 17: 福田汽车轻卡业务结构及预期 (万辆)



资料来源: 信达证券研发中心

关于公司轻卡业务, 我们有如下判断:

- 行业 12 年下降, 13 年进入景气性恢复, 12-14 年增速预计分别为 3%、14%和 18%同时, 公司产能 13 年开始逐步释放, 到 14 年产销规模可达 79 万辆, 产能利用率约为 88%;
- 由于配制动力的升级, 加技术和品牌的提升, 轻卡销售单价也将逐步提高, 12-14 年分别约 3.85 万元/辆、4.20 万元/辆和 4.50 万元/辆;
- 考虑产能利用率短期较低的因素, 预计轻卡产品 12 年的毛利润率将由 11 年的 13.17%下降到 9.00%左右, 但 13-14 年会有所回升, 分别为 9.35%和 9.50%。

表 14: 福田汽车近年及未来三年轻卡业务经营情况 (预期)

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E	
轻卡	销量, 万辆	33.35	32.99	50.35	57.77	49.70	51.70	63.60	79.00
	(+/-,%)	14.29	-1.08	52.62	14.74	-13.97	4.02	23.02	24.21
	份额, %	29.78	27.49	32.28	29.48	26.44	26.70	28.81	30.33
	收入, 亿元	139.52	149.94	205.41	227.25	182.80	199.05	267.12	355.50
	单价, 万元/辆	4.18	4.55	4.08	3.93	3.68	3.85	4.20	4.50
	毛利润率, %	8.98	6.11	9.04	13.59	13.17	9.00	9.35	9.50

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: 轻卡各品牌出厂价分别为: 时代 3 万元/辆; 奥铃 5 万元/辆; 欧马可 7.5 万元。

MPV 业务，公司进入乘用车的战略性业务

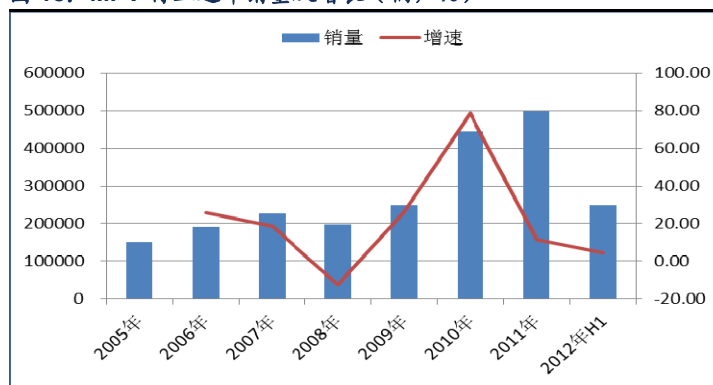
国内 MPV 行业规模目前约为 50 万辆，近五年行业符合增速约为 21%，其中 10 年增长最快，接近 80%，而 08 年增速较低只有 7.67%，11 年为 11.74%，今年上半年只有 4.32%，整体也处于增长低谷阶段。MPV 行业原来的竞争格局相对稳定，主要竞争企业也只有江淮汽车、上海通用等少数企业垄断（东风、一汽主要是专门的底盘厂商），但近年新进入的企业也较多，包括上海大众、广州本田、一汽海马以及福田等，因此，竞争格局趋于分散，08 年前五家的集中度只有 65%，目前，行业前五家企业的集中度重新提升到 75% 左右。

MPV 行业的增长前期主要是对高端轻客的替代，即商务车细分市场的拉动，未来，我们认为这一市场的增长空间依然有，但会以平稳增长为主，而主要的增长空间可能是对部分家用轿车包括高端交叉型乘用车的替代，即向小型化类轿车产品发展，即 S-MPV，以及强调多功能性、休闲性的 CDV 车拓展。S 就是小的意思，S-MPV 不仅有 7~8 人的乘坐空间，而且兼具轿车的舒适性，可以变成小公共汽车、野营汽车、小型货运车等。CDV 概念车也是在欧洲是一款非常成功的车型，它是基于轿车平台的厢式车，是一款强承载、大跨度的，介于 MPV 和家用轿车功能于一体的跨界车。两种车定位基本相同，但风格功能有所差异。如果这一市场的增长空间未来几年能够被打开，那么相关企业的增长就值得期待。

公司介入 MPV 行业实际上较早，07 年销量为 1800 辆，尽管 10 年、11 年分别达到 1.26 万辆和 0.77 万辆，但绝对规模依然偏小，而且 11 年还有下降态势，今年上半年更是下降 29%。公司的蒙派克产品即是一款商务用多功能车，该产品采用的被命名为“x-tec 技术”的第三代底盘技术，研发历时 3 年，引入了欧洲技术，由莲花公司调校，能同步实现安全性、操控性和舒适性，是一款超越现有产品技术平台的 MPV 产品。但由于配装的康明斯发动机进度延迟等因素，该产品的销量上市后并未有太大起色。未来随着福康发动机供应问题解决，其竞争优势有望得以显现。公司另一款 MPV 产品 MIDI 即是一款 CDV 概念车，尽管当前销量尚小，但其目标市场即是上述的跨界细分市场。同时，作为跨界车，以其为平台的新产品也会衍生出很多。

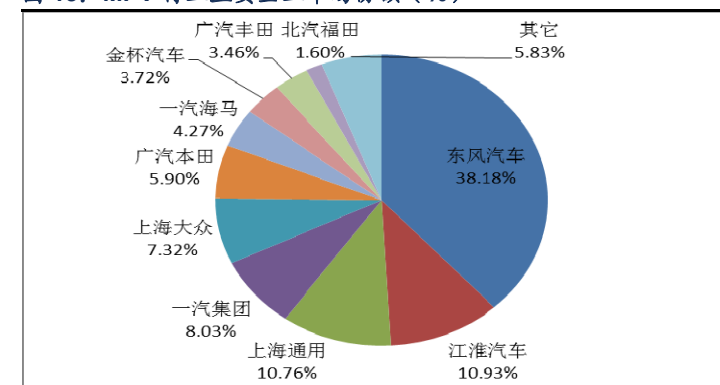
公司的这两款 MPV 产品也是其正式进入乘用车的战略性产品，公司在北京密云 18 万辆的产能基地即是这两款产品的量产以及后续可能的轿车产品提供支撑的。尽管公司在商用车领域已经取得了巨大的成功，但是如何跨过乘用车这道门槛并迅速实现一定规模从而避免过长的亏损期是目前需要拭目以待的。我们认为，如果公司的乘用车业务不产生大的亏损，其对公司价值的影响就是正面的，公司的估值基础也将发生重大变化。

图 18: MPV 行业近年销量及增长 (辆, %)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

图 19: MPV 行业主要企业市场份额 (%)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

关于公司 MPV 业务, 我们有如下判断:

- 行业(包括相关乘用车细分行业)12-14 年增速预计分别为 10%、20%和 30%同时, 公司产能 13 年开始逐步释放, 12-14 年乘用车销量分别约 1 万辆、3 万辆和 6 万辆, 产能利用率只有 30%;
- MPV 销售单价预计未来平均在 8.5 万元/辆左右;
- 受制于产能利用率较低的因素, 产品的毛利润率预计将下降并维持在 13%左右的水平。

表 15: 福田汽车近年及未来三年 MPV (乘用车) 业务经营情况 (预期)

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
销量, 万辆	0.18	0.27	1.25	1.26	0.77	1.00	3.00	6.00
(+/-, %)	0.00	51.33	358.88	1.09	-38.91	29.55	200.00	100.00
份额, %	0.80	1.38	5.02	2.84	1.55	1.83	4.57	7.03
收入, 亿元	2.70	4.09	9.00	9.48	6.18	8.50	25.50	51.00
单价, 万元/辆	15.00	15.01	7.20	7.50	8.00	8.50	8.50	8.50
毛利润率, %	14.81	14.43	16.00	18.00	18.00	13.00	12.00	13.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心 注: MP-X 出厂价约 10-13 万元/辆, MIDI 约为 5.5-6.8 万元/辆。

轻客业务向 VAN 演进, 中长期或可期待

轻客行业近年增长一直相对较缓，近七年的复合增长率只有 8.57%，且波动也较大，最高的年份如 07 年、10 年增长分别达到 23%和 26%，但大部分年份都在个位数和负增长徘徊。实际上，轻客的低增长主要是高端市场逐渐被 MPV 等多功能车替代，低端产品主要被近年快速增长的交叉型乘用车（微客）替代，因为后者在功能上更能满足短途、市区快速物流运输需求。因此，这一行业是在不断被上下端分食的一个行业。

从竞争情况看，早期轻客主要是金杯一家独大，后来南汽、江铃以及福田也都介入进来，但由于上述的原因，各个企业增长预期包括原有的金杯销量都不乐观。只有江铃受益于福特的支持逐步向高端升级取得成效，大部分企业包括福田这一业务实际都处于鸡肋状态。

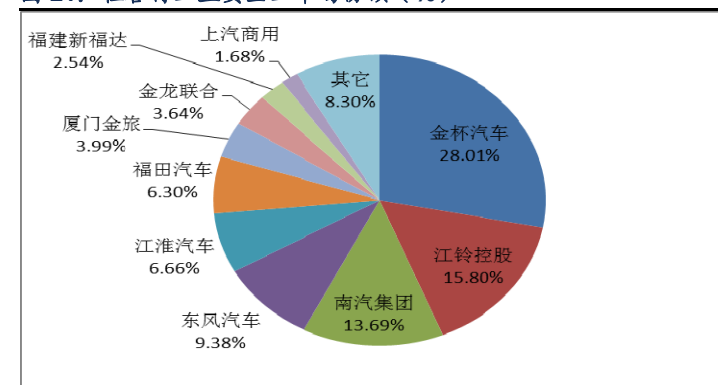
公司未来的轻客产品一方面是继续向高端发展，包括配装新的动力等，寄希望分享一部分大型 MPV 的目标市场，实际上，目前公司的风景轻客与 MPV 产品也是作为一个销售体系来运作的。另外，请客未来一个重要的发展方向是向 VAN 即厢式车（主要为货运）方向发展，包括大 VAN 和中小 VAN，它主要是替代一部分目前城市以轻卡等改装的厢式货车市场，其次也是对传统中低端轻客市场的升级换代。但目前这部分市场尽管预期不错，但数据上尚未看到明显的增长迹象，因此，公司轻客业务短期对公司业绩贡献依然不会太明显，中长期或可期待。

图 20: 轻客行业近年销量及增长 (辆, %)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

图 21: 轻客行业主要企业市场份额 (%)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

关于公司轻客业务，我们有如下判断：

- 行业 12-14 年增速预计分别为 12%、15%和 17%，公司的增长这里暂未考虑可能的新产品的增量贡献，只按传统产品，因此其增长略低于行业，分别为 6%、13%和 17%；
- 轻客销售单价考虑到未来低端比重的相对降低以及动力匹配的升级，预计未来平均在 10 万元/辆左右；
- 产品的毛利润率预计将略有提升，12-14 年分别为 5.5%、6.0%和 6.5%。

表 16: 福田汽车近年及未来三年轻客业务经营情况 (预期)

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
销量, 万辆	1.49	1.38	2.14	2.38	2.35	2.49	2.81	3.29
(+/-,%)	6.85	-7.73	55.10	11.44	-1.40	6.00	13.00	17.00
份额, %	6.47	6.33	9.50	8.37	7.28	6.89	6.77	6.77
收入, 亿元	9.44	8.41	13.46	28.81	27.32	24.88	30.93	32.90
单价, 万元/辆	6.32	6.11	6.30	12.10	11.64	10.00	11.00	10.00
毛利润率, %	3.60	4.76	9.51	1.53	5.20	5.00	6.00	6.50

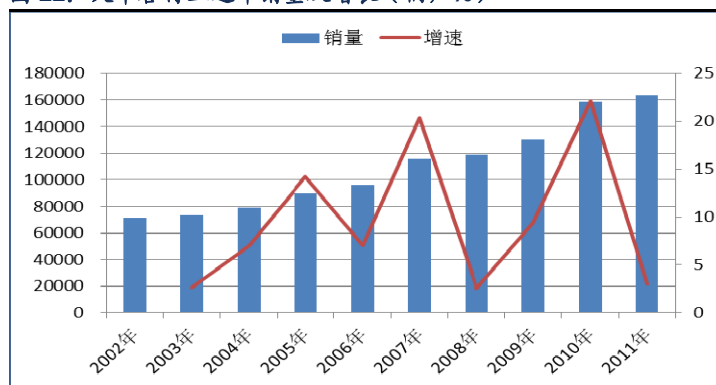
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

大中客业务, 产能提升助推公司销量快速增长

大中客车行业近七年的复合增长在 11%左右, 好于轻客, 与轻卡行业增速相当。更新需求、出口、混合动力是大中客车行业近年增长的主要驱动因素, 其中 09 年、10 年的行业快速增长一方面是混合动力客车的拉动, 另一方面也主要是 04 年、05 年的一轮增长经历换代周期所致。未来, 我们认为, 大中客车行业的增长一是继续出口的拓展, 这也是行业中长期增长的最主要潜在市场, 另一方面即是新能源汽车的贡献。

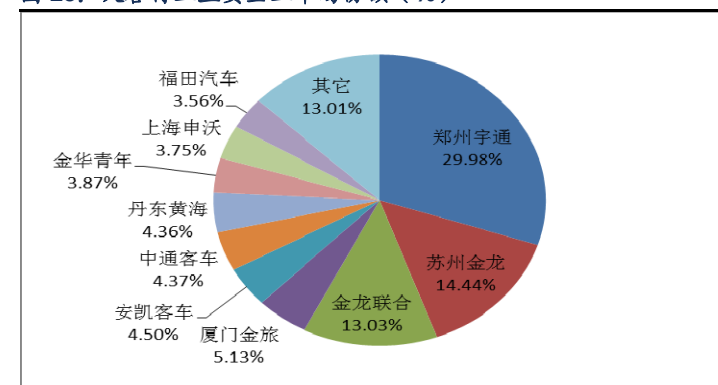
由于公司传统产品相对较少, 其绝对规模依然较小, 09-11 年销量分别只有 3000 辆、3674 万辆和 3019 万辆, 其在行业的排名也在第十位左右。但我们看到, 公司今年开始, 其大中客销量似乎有发力态势, 上半年大、中客销量分别为 1272 辆和 752 辆, 同比增长分别为 30.94%和 103.79%。公司在大中客的出口和新能源方面都走在行业前列, 特别是新能源客车在同行业中属于商业化最早和较为成功的企业之一, 因此具备中长期增长的业务基础和竞争优势。

图 22: 大中客行业近年销量及增长 (辆, %)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

图 23: 大客行业主要企业市场份额 (%)



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

关于公司大中客业务, 我们有如下判断:

- 行业 12-14 年增速预计分别为 3.9%、10%和 12%，公司同期的增长分别是 32.49%、50%和 50%，即销量分别达到 4000 辆、6000 辆和 9000 辆，这里主要考虑了公司南海新建产能的达产预期，需求的因素主要是新能源和出口的拉动；
- 大中客销售单价考虑到新能源比重的提升，销售单价也会有所提高，12-14 年分别为 45 万元/辆、47 万元/辆和 48 万元/辆；
- 产品的毛利润率预计也将略有提升，12-14 年分别为 4.0%、8.0%和 11%。

表 17: 福田汽车近年及未来三年大中客业务经营情况 (预期)

	07 年	08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
销量, 万辆	0.19	0.25	0.30	0.37	0.30	0.40	0.60	0.90
(+/-,%)	53.95	34.67	17.74	22.47	-17.83	32.49	50.00	50.00
份额, %	1.67	2.07	2.32	2.32	1.83	2.33	3.17	4.23
收入, 亿元	5.75	8.84	16.85	13.94	14.43	18.00	28.20	43.20
单价, 万元/辆	30.39	34.69	56.17	37.94	47.80	45.00	47.00	48.00
毛利润率, %	15.65	16.86	13.59	10.11	3.12	4.00	8.00	11.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

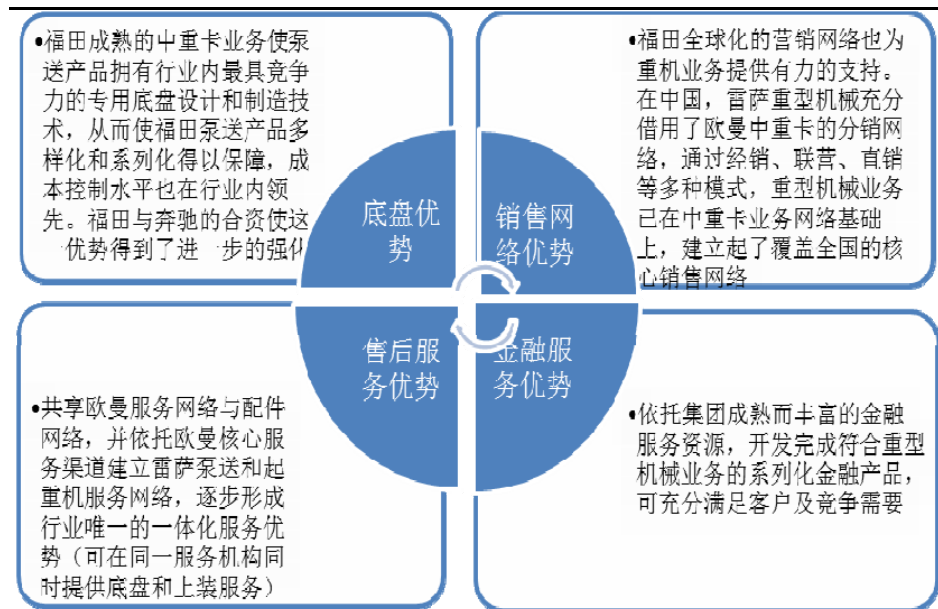
工程机械，公司未来新的利润增长点

工业化、城镇化依然是我国目前工程机械行业发展的背景和大机遇。目前，我国正处于工业化的中期，以制造业为主的第二产业仍然是主导产业，未来十年的工业化进程仍将进一步加快；同时，预期同期城镇化率将由 2009 年的 49.6% 上升到 60% 左右。根据国内工程机械十二五规划，到 2015 年，对工程机械的市场需求就将达到 8370-8510 亿元，其中重型机械约为 1395-1418 亿元。

2010 年 1 月，公司公告收购福田重型机股份有限公司的专业资产成立“北汽福田宣化工厂”。福田重机主要从事混凝土搅拌车、混凝土泵车、汽车起重机等专用车的生产和销售，各类工程机械车辆产品年产能为 2.3 万辆。商混设备和自卸车两类产品销售收入约占其销售总额的 94%，其中商混设备超过 70%，混凝土搅拌车的市场占有率为 8.7%，行业排名第五。收购完成后，目前公司泵送业务已初具规模，其中 2010 年实现销售搅拌车 4107 台，同比增长 124.5%，泵车 136 台，同比增长 172%，销售收入达到 18.7 亿元，已经跃进到行业第二梯队。同时，泵送业务也确立了 2020 年战略发展目标，即成为全球混凝土机械成套设备供应商。依照其规划，2015 年将实现销量 2.45 万辆，销售收入 150 亿元，利润 10 亿元，综合实力行业第三，到 2020 年实现销量 4.50 万辆，销售收入 300 亿元，利润 25 亿元，综合实力行业第二。

除了泵送业务外，公司另一块重点的工程机械业务是起重机械业务。2011 年 9 月，公司公告拟出资 21.3 亿在怀柔建设重型机械工厂，计划 2013 年 1 月建成投产，最终形成 4000 台/年的起重机产能，最大年产能达到 6000 台/年。起重机业务将依托重型机械厂，重点发展汽车起重机、全路面起重机和履带式起重机。据该项目的环评报告，其 2013 年过渡生产期年将生产汽车起重机 3000 台、混凝土泵车 1500 台、履带式起重机 225 台，共计 4725 台。2015 年项目达产后，年产汽车起重机 4500 台、混凝土泵车 1500 台。

图 24: 福田汽车重型机械竞争优势图



资料来源：信达证券研发中心

关于公司工程机械业务，我们有如下判断：

- 公司泵送业务在 11 年 7000 台的基础上，12-14 年分别销售 9000 台、12000 台和 16000 台，这一预测略低于公司自身的预测。据公司在收购报告中预计，2010-2015 年仅福田重机一块业务即可累计销售产品约 93408 台，实现销售收入净额 427 亿元，创造利润总额 56 亿元；
- 起重机械预计 13 年开始达产，13-15 年分别预计实现 4500 台、5200 台和 6000 台，即 15 年达到产能设计目标；
- 工程机械的毛利润率参照同类企业三一重工、徐工机械中较低的徐工机械的水平。（在费用率的假定中，倾向于参考相对较高的三一重工的水平）。

表 18: 福田汽车近年及未来三年工程机械业务经营情况（预期）

		08 年	09 年	10 年	11 年	12 年 E	13 年 E	14 年 E
泵送机械	销量, 台		0.19	0.42	0.70	0.90	1.20	1.60
	收入, 亿元			18.70	31.50	45.00	66.00	92.80
	单价, 万元/台			44.07	45.00	50.00	55.00	58.00
起重机械	销量, 台						0.45	0.52

	收入, 亿元		18.00	23.40
	单价, 万元/台		40.00	45.00
工程机械合计	收入, 亿元	0.06	45.00	84.00
	毛利润率, %	20.00	20.00	20.00

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 19: 主要工程机械公司盈利能力情况 (%)

		2008	2009	2010	2011
三一重工	毛利润率	20.96	32.34	36.85	36.48
	期间费率	16.27	15.40	15.98	15.93
	销售利润率	10.73	14.37	18.15	18.44
徐工机械	毛利润率	7.87	19.36	21.69	20.68
	期间费率	7.63	8.92	7.59	8.08
	销售利润率	3.04	8.27	11.57	10.25

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

行业发展分析

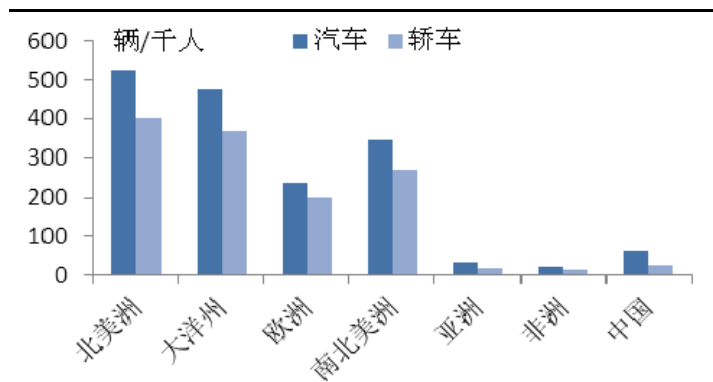
长期依然具有较强成长性, 中短期须关注业绩的周期波动性

实际上, 中国汽车行业发展真正开始于 90 年代初, 特别是 1994 年前后以上海大众在中国的规模化投产为标志, 同时各个自主品牌企业也随后进入起步发展阶段。但一般认为汽车行业真正开始进入成长期应该是在 2002 年(业界有汽车元年之说), 当年产销量突破 300 万辆, 同比增长达到 39%。经过近 10 年的增长, 截止 2010 年, 行业年产销量已经突破 1800 万辆。

我们认为, 国内汽车行业目前依然处于成长阶段, 未来 10 年年复合增长率依然可以保持在 14%左右, 届时保有量水平将达到目前的世界人均保有量水平。(本部分论述可参考我们 2012 年 2 月发布的年度策略报告《业绩下降预期或带来布局性机会》关于行业增长的阐述)

图 25: 主要地区千人汽车保有量 (辆)

图 26: 2010 年中国汽车保有量结构图



资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

2010年	机动车	1.99亿辆
	摩托车	1.14亿辆
	汽车	8500万辆
	低速汽车(农用车)	1500万辆
	一般意义上的汽车	7000万辆

资料来源: CAAM, 信达证券研发中心

表 20: 日本、韩国汽车普及期增速情况

国家	孕育期 (年)	普及期 (年)
日本	1960年-1964年	1965年-1973年
年均增速, %	25.8	22.2
韩国	1981年-1985年	1986年-1997年
孕育期 (年)	5	11
年均增速, %	25	20

资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

表 21: 中国汽车保有量普及进度情况 (预测) (万辆)

中国	孕育期+普及期 (20年)			
	2000年	2010年	2017年	2020年
人均 GDP, 美元	856	4380	9000	12000
保有量, 万辆	1609	7100	20038	29000
新增量, 万辆	207	1806	4391	7000
2000~2010年复合增长率	24.20			
2000~2020年复合增长率, %	18.84			
2010~2020年复合增长率, %	13.70			

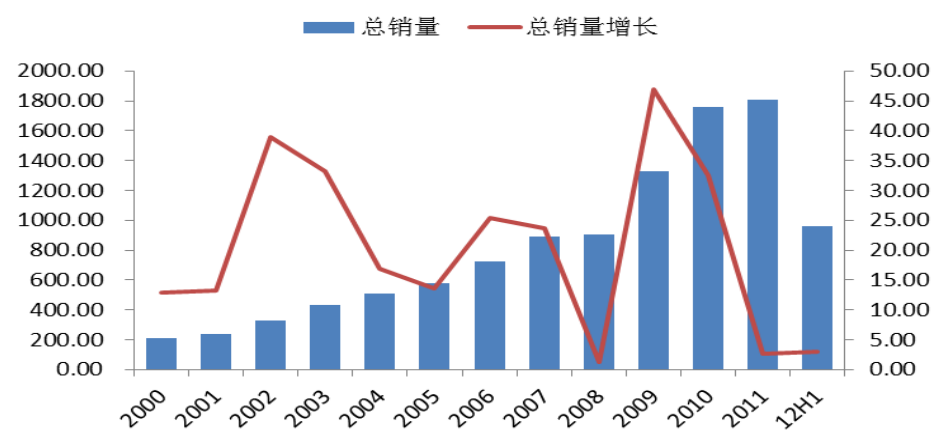
注: 其中保有量=上一年保有量+当年新增量-前八年新增量 (假定为当年更新量) - 当年出口量。

资料来源: WIND, 信达证券研究开发中心

但从短期看, 行业依然具有较强的周期性特征, 这也是由行业的规模化制造业属性所决定的。实际上, 国内汽车行业自 2000

年以来，大约以一个2年高景气期和一个1-2年的低谷期为顺序循环走过了三个这样的景气性循环周期。其中2002年、2003年的同比增长分别达到了39.02%和33.27%，随后进入2004年、2005年两个低谷年份，增长分别只有16.67%和13.75%；2006年、2007年再次进入相对的高增长期，增速分别达到25.34%和21.83%，而2008年在金融危机效应的叠加下，行业增速大幅下滑至只有6.70%；2009年由于各种政策的刺激，使得这一轮调整在经历只有一年后即呈现恢复增长，并最高达到了45.46%的年度增长水平，2010年依然也保持了32.37%的增长。2011年开始的新一轮调整截止目前增速已降为2.56%。

图 27: 汽车行业近年销量及其增速 (万辆,%)



资料来源: CAAM, 信达证券研究开发中心

2012 年行业依然处于调整期，增速约 10%甚至以下

根据目前的行业增长情况以及我们的判断，可以认为 2012 年行业增长依然会延续 2011 年的低速特征，原因主要是：行业至少需要两年左右的调整期才能消化前期快速增长带来的短期需求透支压力。同时行业内企业也需要两年左右消化快速增长带来的供应链体系、产能压力、新产品不足、销售体系、管理体系等方面的矛盾和问题。另外，与汽车消费相关的外部环境如投资、居民可支配收入增长、股市、房市的财富效应等都不足以支撑行业消费的大幅度恢复性增长。

但由于 2011 年，行业增长基本为停滞状态，导致累积的销量基数相对较小，因此，2012 年行业销量增长在数字上或有恢复性特征，全年增长预期在 5-10%，也就是说由于基数的效应，下半年行业增长预期比上半年会有所恢复。总体，此轮的行业调整，至少需要两年的时间才能消化前期快速增长带来的短期透支需求，以及产能等要素资源供给紧张带来的矛盾。因此，2012 年的增长仅是基于基数意义的增长，整体行业依然处于景气低谷阶段。

表 22: 汽车及细分行业近年销量增速 (%)

年份	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	12 年前 6 月
行业总计	1.8	46.92	32.49	2.65	2.93
乘用车	7.16	52.89	33.11	5.58	7.08
基本型	6.63	48.02	27.03	6.83	5.54
MPV	-12.54	26.12	78.91	11.69	4.32
SUV	25.28	47.56	100.15	22.76	32.02
交叉型	7.72	83.18	27.89	-9.36	-0.77
商用车	-11.32	29.29	30.33	-7.80	-10.40
大客	9.01	8.05	48.53	5.82	6.85
中客	-0.78	10.1	7.53	0.81	6.20
轻客	-8.95	6.05	26.69	14.03	1.01
重卡	12.84	17.37	59.69	-13.15	-31.62
中卡	-9.03	19.24	7.65	6.64	-8.83
轻卡	6.82	32.22	26.11	-3.71	-6.53
微卡	10.91	43.66	17.9	-18.47	5.92

资料来源: CAAM, 信达证券研究开发中心

2013 年行业预期进入周期性恢复阶段

实际上, 汽车行业既是一个需求拉动的行业, 又是一个供给推动的行业, 某种程度上或阶段期间内, 供给对行业增长的推动作用相对于需求可能更为直接和明显。

需求方面, 2011 年、2012 年行业增长分别为 2.45% 和 5% (预期, 前 6 月为 2.93%), 基本都处于低增长甚至零增长的特征。而同期, 经济依然连续保持了 8% 以上的增长速度, 因此, 可以认为两年至少累计了约 15-20% 的潜在行业需求增长, 如果再考虑行业与整体经济的系数关系 (R 值), 这一累积的潜在需求增长将在 25-30% 区间。当然, 2010 年行业曾经的高增长确实有透支后续两年需求的因素, 但即使这样, 我们认为其也不足大于上述累积的潜在需求, 何况未来的行业增长也同样会继续透支再未来的潜在需求, 这也符合周期性行业的一般增长规律。

而供给方面来看, 通过 2009 年、2010 年的高增长后, 汽车行业重新进入了一轮产能投资的高峰期, 不仅是自主品牌企业, 合资企业包括通用、大众、丰田、日产、福特、起亚等都在国内建设级别在 20-30 万辆的工厂, 而像长安、福田等的产能建

设规划预期都在未来两年内（以 2011 年为基点）翻一倍左右。这样规模的产能建设正常预期应当在两到三年内即 2013 年开始投产和有释放的动力和预期。

综合来看，如果 2013 年整体宏观经济未有大的波动，我们预期汽车行业潜在需求会有一些释放的预期，同时叠加一部分供给因素的推动，我们认为行业潜在的增长可以恢复到 20%以上，届时上市公司的利润也会有大幅度的提升（相对于 2012 年下降预期后的低基数）。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	15,654.74	13,804.74	11,161.83	11,087.11	12,530.47
现金	5,373.51	4,214.46	4,682.17	2,075.89	631.17
应收账款	321.86	595.84	285.35	412.70	557.52
其它应收款	981.88	1,364.99	728.02	1,052.92	1,422.39
预付账款	1,970.81	1,107.94	951.07	1,361.03	1,829.06
存货	6,651.19	5,878.91	3,872.64	5,541.97	7,447.72
其他	355.48	642.59	642.59	642.59	642.59
非流动资产	8,986.73	14,316.72	19,509.77	23,400.30	26,141.02
长期投资	538.00	937.32	3,414.01	5,166.19	6,399.66
固定资产	4,092.68	7,983.94	8,442.17	11,076.82	12,852.19
无形资产	1,527.28	2,792.83	3,458.19	3,642.30	3,806.62
其他	2,828.77	2,602.62	4,195.39	3,514.98	3,082.55
资产总计	24,641.47	28,121.45	30,671.61	34,487.41	38,671.49
流动负债	13,124.30	14,167.74	10,701.53	13,207.04	16,063.67
短期借款	200.00	3,110.95	2,110.95	2,110.95	2,110.95
应付账款	6,058.50	6,258.17	3,807.34	5,448.53	7,322.15
其他	6,865.80	4,798.62	4,783.24	5,647.56	6,630.57
非流动负债	3,455.79	4,861.59	4,361.59	4,361.59	4,361.59
长期借款	1,381.77	1,842.24	1,342.24	1,342.24	1,342.24
其他	2,074.03	3,019.35	3,019.35	3,019.35	3,019.35
负债合计	16,580.09	19,029.33	15,063.12	17,568.63	20,425.26
少数股东权益	0.00	245.11	244.97	244.83	244.69
归属母公司股东权益	8,061.38	8,847.01	15,363.52	16,673.95	18,001.53
负债和股东权益	24,641.47	28,121.45	30,671.61	34,487.41	38,671.49

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	53,492.05	51,645.73	32,511.42	47,020.73	63,520.40
同比	19.30%	-3.45%	-37.05%	44.63%	35.09%
归属母公司净利润	1,646.01	1,152.44	2,915.07	2,991.41	3,030.55
同比	58.68%	-29.99%	152.95%	2.62%	1.31%
毛利率	11.83%	9.09%	10.51%	11.46%	11.92%
ROE	27.13%	13.63%	24.08%	18.67%	17.48%
每股收益(元)	0.78	0.55	1.04	1.06	1.08
P/E	11	16	6	6	6
P/B	1.7	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.96	9.48	5.12	4.95	4.79

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	53,492.05	51,645.73	32,511.42	47,020.73	63,520.40
营业成本	47,166.40	46,952.85	29,093.01	41,633.84	55,950.72
营业税金及附加	245.00	185.27	149.55	216.30	292.19
营业费用	1,817.34	1,533.28	1,219.18	1,951.36	2,769.49
管理费用	2,206.65	1,725.19	1,089.13	1,918.45	2,839.36
财务费用	64.17	173.21	249.16	200.14	248.61
资产减值损失	174.67	68.23	28.16	40.86	49.23
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-70.16	-35.28	395.30	580.26	955.28
营业利润	1,747.66	972.43	1,078.52	1,640.05	2,326.07
营业外收入	225.34	402.01	2,320.71	1,816.36	1,110.20
营业外支出	58.35	32.19	39.66	39.66	39.66
利润总额	1,914.65	1,342.25	3,359.58	3,416.75	3,396.61
所得税	268.64	189.86	444.64	425.47	366.20
净利润	1,646.01	1,152.39	2,914.93	2,991.27	3,030.41
少数股东损益	0.00	-0.05	-0.13	-0.14	-0.14
归属母公司净利润	1,646.01	1,152.44	2,915.07	2,991.41	3,030.55
EBITDA	2,437.98	2,093.03	4,465.65	4,617.84	4,767.54
EPS (摊薄)	1.67	0.73	1.19	1.06	1.08

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1,075.69	-524.97	2,205.02	2,072.95	2,628.12
净利润	1,646.01	1,152.39	2,914.93	2,991.27	3,030.41
折旧摊销	459.15	577.57	794.37	934.39	1,104.22
财务费用	64.17	173.21	311.70	266.70	266.70
投资损失	70.16	35.28	-395.30	-580.26	-955.28
营运资金变动	-1,272.96	-2,576.35	616.23	-66.90	-80.67
其它	109.15	112.93	-2,036.92	-1,472.26	-737.26
投资活动现金流	-2,241.11	-3,793.31	-3,527.05	-2,731.54	-2,103.16
资本支出	-3,086.61	-4,309.94	-3,527.58	-3,087.26	-2,625.33
长期投资	0.14	0.00	0.53	355.72	522.17
其他	845.35	516.62	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,891.71	3,084.66	1,789.73	-1,947.68	-1,969.67
短期借款	2,458.00	245.00	4,831.40	0.00	0.00
长期借款	754.36	3,386.80	-1,500.00	0.00	0.00
其他	302.87	548.48	1,541.67	1,947.68	1,969.67
现金净增加额	1725.94	-1271.68	467.70	-2606.28	-1444.72

分析师简介

邢海芝，机械学学士，管理学硕士。1999 年毕业于，曾在福田汽车战略发展部从事市场、产业及战略研究。2002 年进入证券行业，先后在江南证券金融研究所、信达证券研发中心担任研究员，从事行业和公司研究。

汽车及零配件行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
江铃汽车	000550	长安汽车	600625	一汽夏利	000927	宇通客车	600066
上汽集团	600104	福田汽车	600166	江淮汽车	600418	潍柴动力	000338
万向钱潮	000559	海马汽车	000572	威孚高科	000981	一汽轿车	000800
中国重汽	000951	金龙汽车	600686	东风汽车	600006	福耀玻璃	600660

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。