

待下游需求回暖，盈利将向好

投资要点： 2012 年年报

1、事件

公司披露了 2012 年年报，2012 年实现收入 409.7 亿元，同比下降 20.66%，包含福田戴姆勒合资公司后，销售收入为 483.62 亿元。净利润 13.5 亿元，同比增长 17.43%；EPS0.48 元。

2、我们的判断与分析

(1) 公司中重卡业务扩张，盈利能力提升

2012 年中重卡市场整体下滑 27.8%，公司销量 9.6 万辆，同比下滑 12.6%，表现好于市场平均水平。中重卡市场份额提升，由 8.11% 上升至 9.32%。预计 13 年中重卡有望实现 10% 增长，市场地位继续维持第四位。中重卡业务产品改善明显，使得竞争力和盈利能力增强，12 年中重卡毛利率由 6.45% 增至 6.75%。

(2) 公司中高端轻卡占比提升，与城镇化进程加快契合

公司轻卡龙头地位继续保持，12 年共销量 49 万辆，收入同比增长 16.98%，市场份额达 21.8%，同比基本持平。12 年轻卡产品结构上移，低端产品销量下滑，中高端产品占比大幅提升。轻卡毛利率由 10% 提升至 11.21%，随着城镇化进程加快，预计 13 年轻卡同比增长 6% 左右，毛利率将维持增长趋势。

(3) 康明斯发动机占比逐步提升，利润增长可期

2012 年全年发动机销量 15 万辆，实现收入 2.7 亿元，同比增长 85%。其中康明斯发动机销量达 7.5 万辆，同比增长 47.4%。随着公司产品逐步高端化，福田装配福田康明斯发动机占比将明显增长，有利于提升公司的盈利能力。预计 13 年有望达到 10 万辆，利润增长可期。

(4) 毛利率稳步提升，营业和管理费用有所增加

公司综合毛利率 10.74%，同比增加 1.65 个百分点，主要原因是公司产品结构上移，中高端产品占比提高。销售费同比增长 46.85%，主要原因是售后费用增长。管理费用同比增长 39.31%，原因是人力成本提升和投入研发支出大幅增加。公司 12 年净利率 3.3%，同比增加 1.1 个百分点。

3、投资建议

预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.48/0.51/0.59 元，对应目前股价 PE 分别为 13.6/12.27/10.71 倍。公司商用车龙头地位不断巩固，重卡、轻卡盈利能力稳步提升，业绩增长可期。给予“谨慎推荐”评级。

4、风险提示

宏观经济持续低迷，汽车销量低于预期风险。

福田汽车 (600166.SH)

谨慎推荐

维持评级

分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

✉: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

戴卡娜

☎: (8610) 6656 8028

✉: daikana@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512080002

特别鸣谢:

张熙

☎: (8610) 8357 4030

✉: zhangxi_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

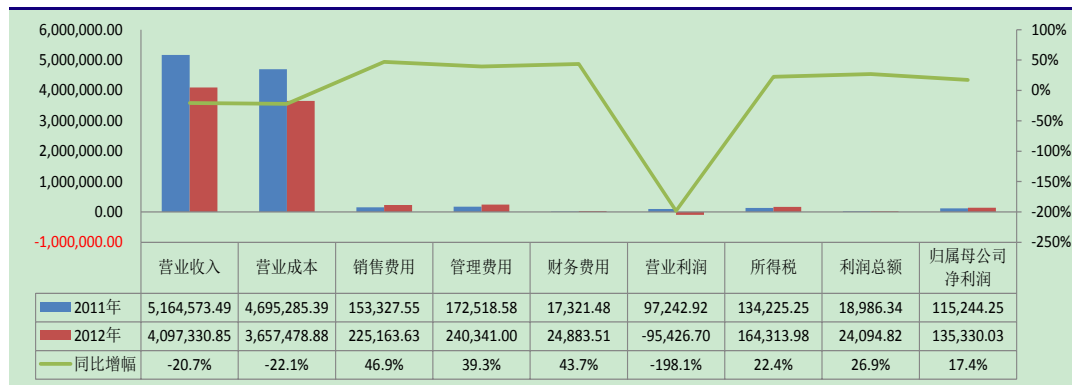
时间 2013.03.29

A 股收盘价(元)	6.2900
A 股一年内最高价(元)	7.9900
A 股一年内最低价(元)	6.2500
上证指数	2236.62
总股本(万股)	280,967.2
实际流通 A 股(万股)	137,170.5

一、年报数据解读

2012 年实现收入 409.7 亿元，同比下降 20.66%；净利润 13.5 亿元，同比增长 17.43%。包含福田戴姆勒合资公司后，销售收入为 483.62 亿元。其中，四季度收入 77.7 亿元，同比下降 23.4%；净利润-2.04 亿元。

图 1：福田汽车年报主要数据对比



资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

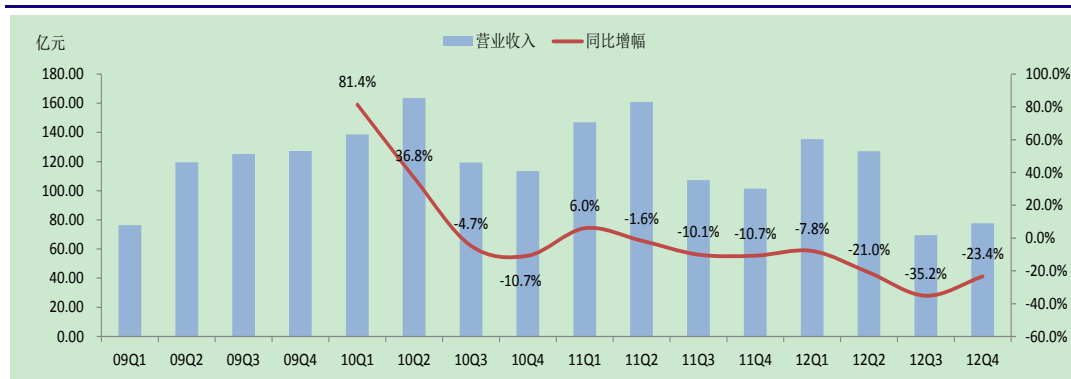
公司综合毛利率 10.74%，同比增加 1.65 个百分点，主要原因是公司产品结构上移，中高端产品占比提高。销售费同比增长 46.85%，主要原因是售后费用增长。管理费用同比增长 39.31%，原因是人力成本提升和投入研发支出大幅增加。此外，公司向福田戴姆勒公司转让欧曼业务和欧曼二工厂款项导致其他应收款期末余额达 28.3 亿元，库存减少至 40.9 亿元。欧曼业务自 2012 年下半年不计入合并报表范围，其收益按合资比例 50% 计入投资收益。投资收益本期发生额-10,050.27 万元，较上期减少 184.91%。

图 2：福田汽车季度数据对比

财务指标 (亿元)	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	环比增幅	同比增幅
营业收入	146.88	160.88	107.30	101.40	135.36	127.07	69.57	77.72	11.7%	-23.4%
营业成本	133.51	145.47	97.21	93.35	120.14	114.93	61.43	69.25	12.7%	-25.8%
销售费用	4.01	5.73	4.13	1.47	5.10	6.32	5.63	5.47	-2.9%	271.8%
管理费用	3.68	5.78	3.12	4.67	3.90	6.92	5.89	7.32	24.3%	56.9%
财务费用	0.25	0.39	0.69	0.40	0.64	0.90	0.57	0.38	-34.6%	-6.3%
营业利润	4.93	2.94	1.58	0.27	4.88	-2.20	-5.23	-6.99	-33.8%	-2657.1%
利润总额	5.16	3.24	2.11	2.92	16.73	5.03	-3.18	-2.14	32.5%	-173.5%
所得税	0.79	0.54	0.29	0.27	2.51	0.89	-0.40	-0.60	-52.4%	-325.8%
归属于母公司所有者的净利润	4.37	2.69	1.81	2.65	14.21	4.14	-2.78	-2.04	26.5%	-176.9%
每股收益	0.414	0.128	0.086	0.126	0.674	0.147	-0.099	-0.073	26.5%	-157.8%
毛利率	9.1%	9.6%	9.4%	7.9%	11.2%	9.6%	11.7%	10.9%	-6.8%	37.3%
营业费用率	2.7%	3.6%	3.8%	1.5%	3.8%	5.0%	8.1%	7.0%	-13.1%	385.1%
管理费用率	2.5%	3.6%	2.9%	4.6%	2.9%	5.4%	8.5%	9.4%	11.3%	104.7%
营业利润率	3.4%	1.8%	1.5%	0.3%	3.6%	-1.7%	-7.5%	-9.0%	-19.7%	-3436.4%

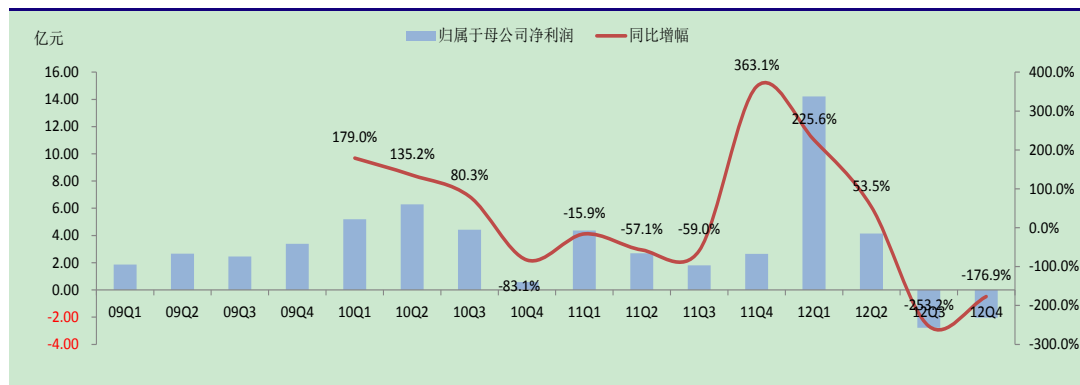
资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

图 3：主营业务收入及同比增幅



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

图 4：归属于母公司净利润及同比增幅



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

二、重卡业务需求回升可期

（一）投资政策收紧，2012 年重卡行业需求低迷

受 GDP 增速放缓，固定资产投资增速放缓影响，以及 2010 年重卡行业的爆发式增长投资需求，2012 年重卡需求增速放缓。2012 年国产重卡销量 63.6 万辆，同比下滑 27.8%。13 年前两个月重卡行业周期低点不明朗，重卡需求低迷，行业库存处于低位，厂商排产保持谨慎，仍处于观望期。原因是：（1）实体经济未见明显好转；（2）春节后固投资项目开工不足；（3）大宗商品价格下降；（4）公路货车流量增长缓慢；（5）1 月、2 月义乌运价指数均出现下跌现象；（6）房地产调控导致投资增长不确定性增强。

（二）投资在启动，工程类重卡需求领先物流类重卡

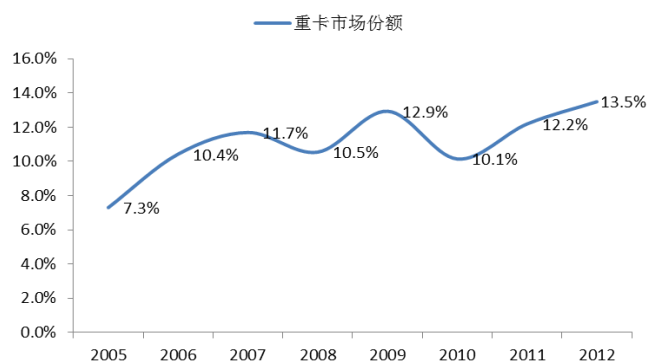
两会后新政府交接完毕，经济有望企稳，基建需求有望温和增长。根据我们对主要重卡企业的调研，预计 2013 年 3 月份重卡销量环比+60%以上，同比-5%，自卸车需求突然释放，部分地区有开工启动迹象。2 月份重卡销量 3.96 万，节后观望情绪浓厚，同时开工运价表现一般；但 3 月份重卡市场有所启动，预计 8 万辆左右，主要是自卸车市场的爆发。年经销商开始进入旺季，但总体订单低于经销商和车企预期，部分热点区域 3 月份工程重卡需求有所释放，

部分经销商3月销量接近1-2月总量；天然气重卡订单成为目前需求的重要补充，部分经销商企业反映2013年一季度实现了2012年全年的销量。

（三）公司中重卡业务扩张，盈利能力提升

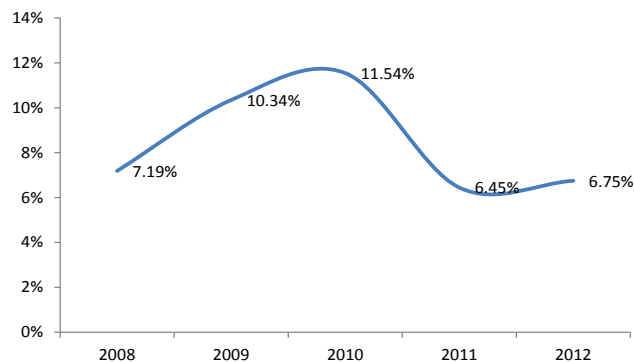
2012年中重卡市场整体下滑27.8%，公司销量9.6万辆，同比下滑12.6%，表现好于市场平均水平。中重卡市场份额提升，由8.11%上升至9.32%。预计13年中重卡有望实现10%增长，市场地位继续维持第四位。中重卡业务产品改善明显，使得竞争力和盈利能力增强，12年中重卡毛利率由6.45%增至6.75%。

图 5：公司重卡市场占有率稳步提升



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 6：重卡毛利率企稳回升



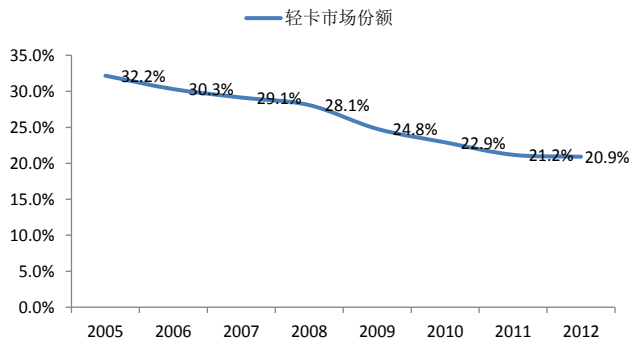
资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

三、轻卡业务稳步增长

（一）公司中高端轻卡占比提升，与城镇化进程加快契合

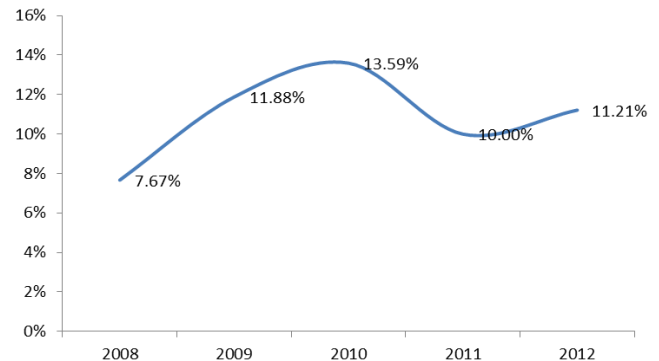
随着城镇化建设的推动，大量消费者将由农用车转为轻卡，刺激新购车需求。广东、江苏、浙江等省份轻卡消费升级趋势将延续。预计换车周期将于2014年开始逐步显现。公司作为轻卡业务的龙头企业，2012年轻卡产品结构上移，公司低端产品销量下滑，导致整体轻卡市场份额下滑，中高端产品占比大幅提升，导致毛利率提升。13年轻卡销售目标是实现6%左右增长，预计公司将维持市场份额第一，并保持合理盈利能力。

图 7：轻卡市场份额逐步下滑源于结构调整



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 8：轻卡毛利率处上升通道



资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

（二）国 IV 标准实施，康明斯占市场先机

商用车排放标准的实施，将导致柴油发动机及相关零部件的技术和产品的升级换代，主要涉及到电控柴油喷射系统和后处理系统的升级。多数自主品牌目前主要依赖引入进口和合资品牌产品来满足国 IV 标准。福田在与康明斯合作时就已做好了欧 VI 排放标准的技术准备，公司现有实力完全可以设计生产满足国 IV 标准的发动机。

2012 年全年发动机销量 15 万辆，实现收入 2.7 亿元，同比增长 85%。其中康明斯发动机销量达 7.5 万辆，同比增长 47.4%。随着公司产品逐步高端化，福田装配福田康明斯发动机占比将明显增长，有利于提升公司的盈利能力。预计 13 年有望达到 10 万辆，利润增长可期。

四、新能源技术有望推动客车业务整体增长

大中客实现销量 4339 辆，同比增长 43.7%，市场份额稳步提升；轻客实现销量 19808 辆，同比下滑 15.6%，市场份额降至 7.1%。公司新能源汽车技术领先、研发能力强，拥有纯电动汽车整车控制器的自主知识产权，2012 年销售混合动力客车 3000 辆，未来新能源汽车有望推动客车业务整体增长。

附表 1：公司财务报表预测（万元）

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	421,446	623,225	681,359	763,276	营业收入	5,164,573	4,097,331	4,479,526	5,018,075
应收票据	59,584	34,971	38,233	42,830	营业成本	4,695,285	3,657,479	3,995,362	4,442,925
应收账款	136,499	241,545	264,076	295,824	营业税金及附加	18,527	19,591	21,419	23,994
预付款项	110,794	73,330	80,105	89,078	销售费用	153,328	225,164	246,167	275,762
其他应收款	40,428	278,137	304,082	340,640	管理费用	172,519	240,341	262,760	294,350
存货	587,891	402,107	439,255	488,460	财务费用	17,321	24,884	13,439	15,054
长期股权投资	93,732	131,863	121,813	111,763	资产减值损失	6,823	15,249	15,249	15,249
固定资产净额	798,394	694,799	26,086	27,232	投资收益	(3,528)	(10,050)	(10,050)	(10,050)
在建工程	138,411	144,032	14,517	11,455	营业利润	97,243	(95,427)	(84,919)	(59,310)
无形资产净值	279,283	318,571	6,213	6,020	营业外净收入	36,982	259,741	259,741	259,741
递延所得税资产	24,092	74,509	74,509	74,509	税前利润	134,225	164,314	174,822	200,431
资产总计	2,712,328	3,101,336	2,129,521	2,329,033	所得税	18,986	24,095	25,636	29,391
短期借款	311,095	201,351	91,608	(18,136)	净利润	115,239	140,219	149,186	171,040
应付票据	17,226	133,628	133,628	133,628	归属母公司净利润	115,244	135,330	143,984	165,076
应付账款	625,817	587,171	641,415	713,266	少数股东损益	(5)	4,889	5,202	5,964
预收款项	213,710	167,734	183,230	203,756	基本每股收益	0.55	0.48	0.51	0.59
应付职工薪酬	38,701	53,963	58,948	65,552	摊薄每股收益	0.55	0.48	0.51	0.59
应交税费	(35,502)	17,694	18,825	21,583	财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
其他应付款	214,689	210,845	230,323	256,124	成长性				
一年内到期的非					营业收入增长率	-3.5%	-20.7%	9.3%	12.0%
流动负债	29,040	13,640	14,900	16,569	EBIT 增长率	-39.3%	-136.2%	2.1%	-59.0%
长期借款	184,224	139,590	94,956	50,321	净利润增长率	-30.0%	17.4%	6.4%	14.6%
长期应付款	23,958	19,576	21,384	23,780	盈利能力	2012A	2013E	2014E	2015E
专项应付款	0	0	0	0	毛利率	9.1%	10.7%	10.8%	11.5%
负债合计	1,902,933	1,802,309	1,794,094	1,822,566	净利率率	2.2%	3.3%	3.2%	3.3%
所有者权益合计	909,212	1,502,591	1,651,777	1,822,818	EBITDA/营业收入	2.5%	-1.0%	-1.0%	-0.3%
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	ROE	13.0%	9.2%	8.9%	9.3%
净利润	115,239	140,219	149,186	171,040	ROIC	7.0%	-2.0%	-2.0%	-0.8%
折旧与摊销	2,769	3,045	3,264	3,436	估值指标	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	(52,497)	(79,934)	191,776	217,462	PE	11.5	13.1	12.3	10.7
投资活动现金流	(379,331)	(18,033)	(493)	0	P/S	0.3	0.4	0.4	0.4
融资活动现金流	308,466	245,499	(166,840)	(201,453)	P/B	1.5	1.2	1.1	1.0
净现金流	147,532	24,443	16,009	0	EV/EBITDA	11.2	(34.7)	(30.3)	(71.3)
期初现金余额	537,351	421,446	623,225	681,359	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
期末现金余额	421,446	623,225	681,359	763,276					

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，戴卡娜，汽车行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn