

福田汽车 (600166.SH)
静待下游回暖

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 8-10
 分析师: 白宇 分析师: 刘江啸
 S0740511110001 S0740510120006
 021-20315193 021-20315167
 baiyu@r.qlzq.com.cn liujx@r.qlzq.com.cn
 2013年3月25日

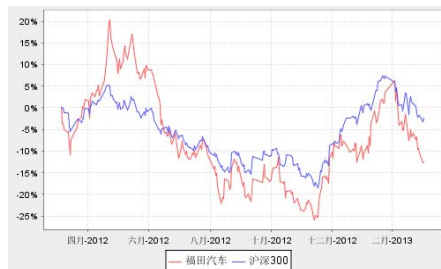
基本状况

总股本(百万股)	2809.67
流通股本(百万股)	1371.71
市价(元)	6.42
市值(百万元)	18038.09
流通市值(百万元)	8806.35

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	53,492.	51,645.	37,586.	27,848.	30,633.
营业收入增速	19.30%	-3.45%	-27.22%	-25.91%	10.00%
净利润增长率	58.68%	-29.99%	49.93%	-17.15%	20.00%
摊薄每股收益(元)	1.56	0.55	0.61	0.51	0.61
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	10.94	13.21	11.01
PEG	0.27	—	0.22	—	0.55
每股净资产(元)	7.64	4.19	5.37	5.87	6.49
每股现金流量	1.02	-0.25	-0.33	0.20	0.38
净资产收益率	20.42%	13.03%	11.46%	8.67%	9.43%
市净率	3.18	1.39	1.25	1.15	1.04
总股本(百万股)	1,054.8	2,109.6	2,809.6	2,809.6	2,809.6

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 福田戴姆勒今年中重卡的销量目标为 11 万台，较去年增长 20%左右，3 月份预计销量接近 1 万辆左右。**福田戴姆勒今年的主要目标除去国内市场的复苏外，重点仍在海外市场，我们预计随着福田海外网络的扩张以及福田戴姆勒的品牌效应，重卡出口有望达到 1 万辆以上。中国商用车未来的市场增长最主要来自海外，目前中国商用车性价比已经较高，依托戴姆勒的品牌及经验，福田重卡的海外竞争力明显，我们预计未来福田戴姆勒出口销量有望占到合资公司的三成以上。
- 福田本部 2013 年轻卡经营目标为 50 万台，相比总量的增长，公司未来轻卡将更注重产品结构，积极推动奥铃、欧马可的市场占有率提升是公司轻卡业务经营的重点。**随着福田康明斯未来的发动机产品系列增加，公司高端产品的投放能力将更加强劲。目前来看公司轻卡业务的盈利能力仍然相对较弱（今年处在亏损状态），未来产品结构及产业链一体化程度的加强将促进公司轻卡业务的盈利提升减少需求波动对公司盈利的影响。
- 2012 年公司的各个经营性业务板块由于规模下滑基本将处于亏损的状态，报表业绩主要来源于资产评估收益等非经常性损益。**我们预计公司 2012 年公司非经常性损益为 27 亿元左右。预计公司 2012、2013、2014 年主营收入分别为：375、278、306 亿元（2012 年仍有 3/4 的重卡业务计入主营收入）；对应 EPS：0.61、0.51、0.61 元。
- 虽然目前复苏迹象并不明显，但是我们仍然坚持今年商用车的弱复苏判断，**预计二季度开始商用车增速降幅将会进一步收窄，下半年转正的几率仍然较大。福田 2013 年业绩拐点较为确定，轻卡、福田戴姆勒、福田康明斯三大业务板块将在维持公司规模增长的同时，逐步提升公司盈利能力，工程机械、大中客在未来也将逐步成熟。我们维持公司的“买入”评级。

内容目录

经营正在逐步走出谷底.....	- 2 -
中重卡业务：戴姆勒提升公司品牌形象，打开出口增长空间	- 2 -
轻卡业务：保证规模的基础上积极优化结构	- 3 -
其他业务：福田康明斯走向成熟，工程机械潜力巨大	- 5 -
盈利预测与投资策略	- 5 -
2012 年 4 季度经营预计仍亏损，报表业绩主要来自营业外收入。	- 5 -
等待商用车复苏的同时重视龙头的价值	- 5 -

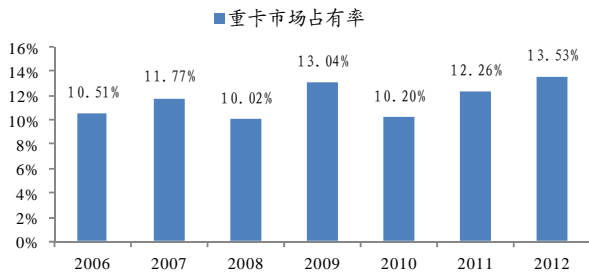
图表目录

图表 1：福田重卡市场占有率走势.....	- 3 -
图表 2：福田中卡市场占有率走势.....	- 3 -
图表 3：福田重卡产品结构	- 3 -
图表 4：福田轻微卡市场占有率	- 4 -
图表 5：轻卡主要企业市场占有率走势对比	- 4 -
图表 6：福田轻卡产品结构	- 4 -
图表 7：福田康明斯近几年销量情况	- 5 -
图表 8：财务报表预测	- 6 -

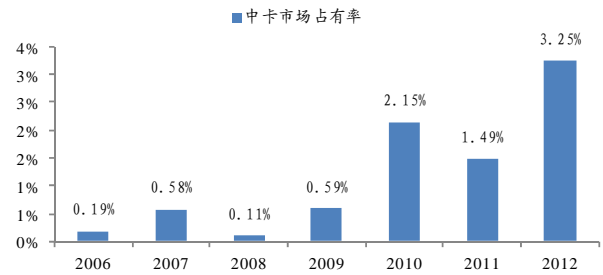
经营正在逐步走出谷底

中重卡业务：戴姆勒提升公司品牌形象，打开出口增长空间

- 公司 1-2 月份重卡累计销量 1.2 万辆，同比下滑 7%，相比较行业 20% 以上的下滑，福田的表现继续优于行业。公司 2012 年重卡市场占有率逆势小幅上扬，达到 13.5% 的新高，稳居第二集团重卡厂商的首位。从产品结构上来看福田近两年加大了中卡市场的产品投放力度，我们认为轻量化产品的需求在市场上越来越受欢迎，传统一汽、东风的中卡产品因自重较轻重新开始受到市场的认可。福田也加大了其重卡产品轻量化的研发及市场投入，对市场需求的变化依然保持了较高的敏感度。

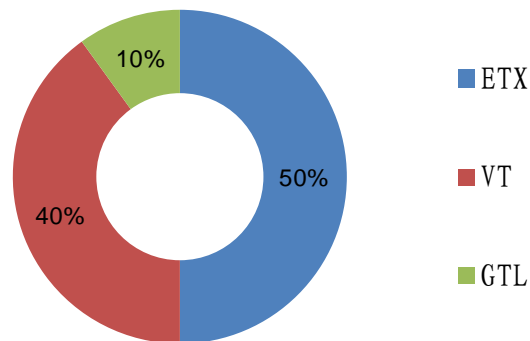
图表 1: 福田重卡市场占有率走势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 福田中卡市场占有率走势


来源: 齐鲁证券研究所

- 重卡销量的低迷使得行业整体结构上行的步伐十分缓慢, 重卡市场上的“老三样”依然是为数不多更新需求的首选。虽然各家重卡厂商在积极储备下一代产品, 并且已经有过度产品逐步推出, 但是从实际情况上来看, 这些价格较高的产品需求并不是明显。以福田全新的 GTL 重卡为例, 其价格平均比 ETX 产品仅仅高 3-4 万元左右 (均价达到 35 万), 但是销量只有总量的不到 10% 左右, 并没有大幅突破。我们对下游客户的调研反映, 对与 30 万以上的重卡, 只有极少有稳定货源的用户才会在更新时予以考虑。

图表 3: 福田重卡产品结构


来源: 齐鲁证券研究所

- 公司今年中重卡的销量目标为 11 万台, 较去年增长 20% 左右, 3 月份预计销量接近 1 万辆左右。公司今年的主要目标除去国内市场的复苏外, 重点仍在海外市场, 我们预计随着福田海外网络的扩张以及福田戴姆勒的品牌效应, 重卡出口有望达到 1 万辆左右。公司与戴姆勒的合作目前来看最直接的效果便是提高了产品在海外的品牌形象。戴姆勒 OM457 系列发动机 2014 年后才能投产, 届时装配此款发动机的产品将进一步延伸公司的产品线。

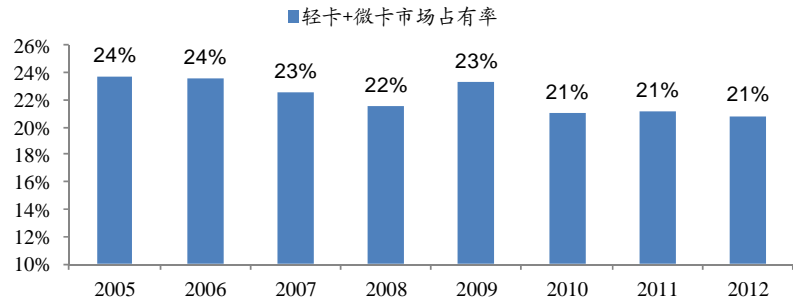
轻卡业务: 保证规模的基础上积极优化结构

- 2012 年公司轻卡销量 38 万台左右、微卡销量 11 万台, 轻卡市场占有率从 2005 年 35% 一路下滑至 22% 左右。我们认为三方面的原因导致了

公司轻卡市场占有率较大幅度的下滑：

- 首先是统计口径上，从 2009 年开始公司微卡数量开始分类统计，这使得从轻卡统计口径上来看福田的市场占有率有所下滑，我们统计了福田轻卡、微卡合计的市场占有率发现福田的下滑并没有很大。

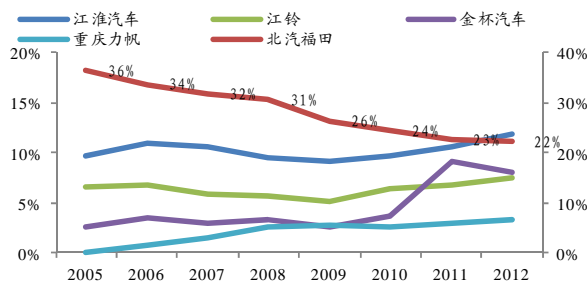
图表 4：福田轻微卡市场占有率



来源：齐鲁证券研究所

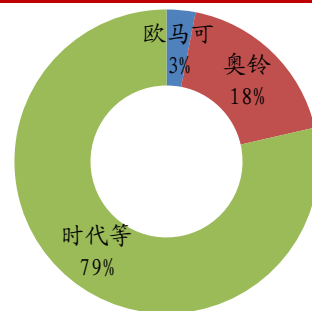
- 其次，轻卡市场的整体竞争度并没有随着增速的减缓而下滑，这一点与微客市场不同。轻卡仍然是很多整车厂商尤其是以商用车为主的企业竞争的主战场，金杯、力帆等企业在轻卡市场的投入力度依然很大，市场占有率提升明显。而福田作为轻卡市场的龙头，在积极推动自身产品结构的优化，在整体产能、配件资源存在紧张的情况下，福田在低端市场上有所收缩。
- 虽然市场竞争在加剧，但轻卡市场的高端化给了很多厂商新的空间，两大竞争对手江淮和江铃在产品结构上明显好于福田自身，在 2009 年轻卡高端化的趋势带动下这两家企业的表现优于福田。福田虽然不断加大自己的高端产品投放力度，但是到目前为止时代轻卡的占比仍然较大。

图表 5：轻卡主要企业市场占有率走势对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：福田轻卡产品结构

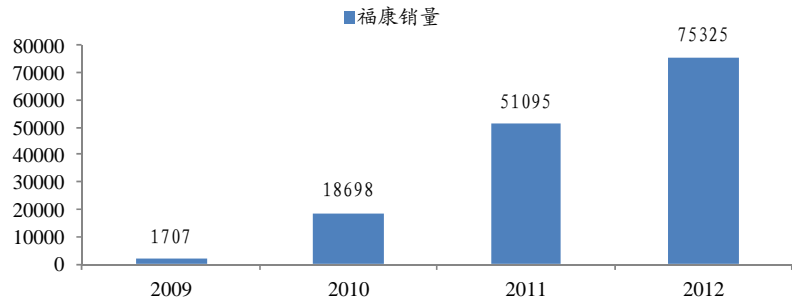


来源：齐鲁证券研究所

- 公司 2013 年轻卡经营目标为 50 万台，相比总量的增长，公司未来轻卡将更注重产品结构，积极推动奥铃、欧马可的市场占有率提升是公司轻卡业务经营的重点。随着福田康明斯未来的产品系列增加，公司高端产品的投放能力将更加提升。目前来看公司轻卡业务的盈利能力仍然相对较弱，未来产品结构及产业链一体化程度的加强将促进公司轻卡业务的盈利提升。

其他业务：福田康明斯走向成熟，工程机械潜力巨大

- 工程机械作为公司近年来着力突破的业务板块，成长蓝图已经逐步开始显现。目前来看，混凝土机械由于继承了公司重卡底盘的优势，成长较为迅速。公司福田雷萨业务板块 2012 年销售工程机械产品 7000 多台，其中混凝土搅拌车 6500 台左右，混凝土泵车 500 台左右，销量已经具备一定的规模。同时由于可以和公司重卡共享部分服务网络，雷萨产品的售后服务将优于竞争对手。
- 大中客方面，公司 2012 年大中客销售 4339 辆同比增长 44%，规模不断提升，基本接近盈亏平衡。除去福田风景、蒙派克外，公司 SUV、MPV 等多功能乘用车主要作为公司的储备项目板块，目前大部分以试卖为主。以迷笛多功能车为例，公司主要提供给密云、延庆等地区的出租车运营。公司主要希望通过这些车型的运作提升自身研发、制造乘用车的能力为未来逐步转向乘用车做出积累。
- 康明斯发动机逐步成为公司卡车业务外的亮点，2012 年公司康明斯发动机销量 7.5 万台，2013 年目标销量为 11 万台，增速接近 4 万台。正如我们上文所述，轻卡行业虽然竞争恶化，但产品升级也在逐步进行当中，各家低端产品制造商也在努力提升自己产品结构，这对像福康这样的高端发动机制造商来说利好明显。同时福康目前的 ISF2.8、3.8 两款发动机在性能、排放上都属于康明斯的一流产品，并且在亚洲只此一家生产。因此凭借产品的优良性能和康明斯的口碑，这两款产品被亚洲各地的乘用车、商用车用户广泛选用，福康未来的增长潜力极大。

图表 7：福田康明斯近几年销量情况


来源：齐鲁证券研究所

盈利预测与投资策略
2012 年 4 季度经营预计仍亏损，报表业绩主要来自营业外收入。

- 2012 年公司的各个经营性业务板块由于规模下滑基本将处于亏损的状态，报表业绩主要来源于资产评估收益等非经常性损益。我们预计公司 2012 年公司非经常性损益为 25 亿元左右。我们预计公司 2012、2013、2014 年主营收入分别为：375、278、306 亿元（2012 年仍有 3/4 的重卡业务归属主营）；对应 EPS：0.61、0.51、0.61 元。

等待商用车复苏的同时重视龙头的价值

- 虽然目前复苏迹象并不明显，但是我们仍然坚持今年商用车的弱复苏判断，预计二季度开始商用车增速降幅将会进一步收窄，下半年转正的几率仍然较大。福田 2013 年业绩拐点较为确定，轻卡、福田戴姆勒、福田康明斯三大业务板块将在维持公司规模增长的同时，逐步提升公司盈利能力，工程机械、大中客在未来也将逐步成熟。我们维持公司的“买入”评级。

图表 8: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	44,840	53,492	51,646	37,587	27,848	30,633	货币资金	4,131	5,374	4,214	1,550	1,108	1,588
增长率	49.12%	19.3%	-3.5%	-27.2%	-25.9%	10.0%	应收账款	866	1,596	2,365	1,541	1,142	1,256
营业成本	-39,828	-47,166	-46,953	-33,247	-24,337	-26,773	存货	4,895	6,651	5,879	4,436	3,247	3,572
% 销售收入	88.8%	88.2%	90.9%	88.5%	87.4%	87.4%	其他流动资产	1,292	2,034	1,346	1,023	813	870
毛利	5,012	6,326	4,693	4,340	3,511	3,861	流动资产	11,183	15,655	13,805	8,550	6,310	7,286
% 销售收入	11.2%	11.8%	9.1%	11.5%	12.6%	12.6%	% 总资产	63.3%	63.5%	49.1%	36.2%	28.5%	30.4%
营业税金及附加	-206	-245	-185	-135	-100	-110	长期投资	851	775	1,327	1,327	1,327	1,327
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	3,963	6,097	9,368	10,668	11,468	12,268
营业费用	-1,673	-1,817	-1,533	-2,368	-1,392	-1,532	% 总资产	22.4%	24.7%	33.3%	45.2%	51.7%	51.2%
% 销售收入	3.7%	3.4%	3.0%	6.3%	5.0%	5.0%	无形资产	1,468	1,813	3,355	2,793	2,793	2,793
管理费用	-1,673	-2,207	-1,725	-2,443	-1,392	-1,532	非流动资产	6,474	8,987	14,317	15,054	15,854	16,654
% 销售收入	3.7%	4.1%	3.3%	6.5%	5.0%	5.0%	% 总资产	36.7%	36.5%	50.9%	63.8%	71.5%	69.6%
息税前利润 (EBIT)	1,461	2,057	1,249	-606	626	687	资产总计	17,657	24,641	28,121	23,604	22,164	23,941
% 销售收入	3.3%	3.8%	2.4%	-1.6%	2.2%	2.2%	短期借款	223	475	3,401	290	290	290
财务费用	-54	-64	-173	-176	-129	-129	应付款项	10,728	12,120	10,714	7,665	5,593	6,153
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%	其他流动负债	533	529	52	543	217	237
资产减值损失	-149	-175	-68	0	0	0	流动负债	11,485	13,124	14,168	8,499	6,100	6,680
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	884	1,382	1,842	1,842	1,842	1,842
投资收益	-38	-70	-35	-40	230	450	其他长期负债	1,214	2,074	3,019	3,019	3,019	3,019
% 税前利润	—	—	—	—	20.4%	32.0%	负债	13,583	16,580	19,029	13,360	10,962	11,542
营业利润	1,219	1,748	972	-821	727	1,008	普通股股东权益	4,074	8,061	8,847	9,999	10,957	12,154
营业利润率	2.7%	3.3%	1.9%	-2.2%	2.6%	3.3%	少数股东权益	0	0	245	245	245	245
营业外收支	61	167	370	2,300	400	400	负债股东权益合计	17,657	24,641	28,121	23,604	22,164	23,941
税前利润	1,280	1,915	1,342	1,479	1,127	1,408	比率分析						
利润率	2.9%	3.6%	2.6%	3.9%	4.0%	4.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-242	-269	-190	-74	-169	-211	每股指标						
所得税率	18.9%	14.0%	14.1%	5.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	1.132	1.560	0.546	0.666	0.454	0.567
净利润	1,037	1,646	1,152	1,405	958	1,197	每股净资产 (元)	4.446	7.642	4.194	4.739	5.194	5.761
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	4.461	1.020	-0.249	-0.425	0.052	0.265
归属于母公司的净利润	1,037	1,646	1,152	1,405	958	1,197	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
净利率	2.3%	3.1%	2.2%	3.7%	3.4%	3.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.46%	20.42%	13.03%	14.05%	8.74%	9.85%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	5.87%	6.68%	4.10%	5.95%	4.32%	5.00%
净利润	1,037	1,646	1,152	1,405	958	1,197	投入资本收益率	98.78%	37.00%	10.94%	-5.48%	4.47%	4.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	535	634	646	0	0	0	营业总收入增长率	49.12%	19.30%	-3.45%	-27.22%	-25.91%	10.00%
非经营收益	39	69	253	-2,084	-501	-721	EBIT 增长率	277.88%	40.79%	-39.26%	-148.48%	203.41%	9.76%
营运资金变动	2,477	-1,273	-2,576	-217	-347	83	净利润增长率	199.90%	58.68%	-29.99%	21.90%	-31.80%	24.94%
经营活动现金净流	4,088	1,076	-525	-897	110	559	总资产增长率	79.56%	39.55%	14.12%	-16.06%	-6.10%	8.02%
资本开支	754	3,087	4,310	-1,562	400	400	资产管理能力						
投资	-136	-16	-442	0	0	0	应收账款周转天数	5.5	5.9	8.3	8.3	8.3	8.3
其他	178	861	958	-40	230	450	存货周转天数	35.1	44.7	48.7	48.7	48.7	48.7
投资活动现金净流	-713	-2,241	-3,793	1,522	-170	50	应付账款周转天数	35.5	42.2	47.9	47.9	47.9	47.9
股权募资	0	2,458	245	0	0	0	固定资产周转天数	27.8	26.4	42.7	77.5	104.6	95.1
债权募资	-153	754	3,387	-3,111	0	0	偿债能力						
其他	-124	-321	-585	-180	-382	-129	净负债/股东权益	-49.98%	-31.35%	22.23%	15.37%	18.00%	12.39%
筹资活动现金净流	-277	2,891	3,047	-3,291	-382	-129	EBIT 利息保障倍数	26.8	32.1	7.2	-3.4	4.9	5.3
现金净流量	3,099	1,726	-1,272	-2,665	-442	480	资产负债率	76.93%	67.29%	67.67%	56.60%	49.46%	48.21%

来源: 齐鲁证券研究所

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

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。