

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 福田汽车 (600166.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2013.04.01

邢海芝 汽车行业分析师

执业编号: S1500510120007

联系电话: +86 10 63081259

邮箱: xinghaizhi@cindasc.com

#### 相关研究

《费用大幅上升, 首陷经营性亏损》2013.04.01.  
 《1月份销量数据确认全年增长预期》2013.02.19.  
 《管理费用增加侵蚀公司业务利润》2012.10.31.  
 《重卡业务下半年剔除合并》2012.9.3.  
 《产能扩张、业务结构升级及其背后的战略性机会》  
 2012.7.12.  
 《利润下行压力依存》2012.3.2.  
 《业绩下降预期或带来布局性机会》2012.2.1. (行业投资策略报告)

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

## 业务结构改善明显, 盈利能力依然有待释放

2013年09月02日

#### 事件:

公司发布 2013 年中报, 上半年公司实现营业收入 179.60 亿元, 同比增长-31.57%; 实现归属母公司所有者的净利润 4.08 亿元 (扣非后为 2.25 亿元), 同比增长-77.79% (扣非后为 5.23%), 稀释每股收益 0.145 元。

#### 点评:

- **上半年, 公司销售汽车 347,426 辆 (含福田戴姆勒合资公司的销量), 同比增长 4.7%, 其中出口销量 24,344 辆, 同比增长 15.0%。**中重型卡车实现销量 64826 辆, 较去年同期上升 35.6%, 高于行业上升幅度 25.7 个百分点, 市场占有率达到 11.5%, 较去年同期上升 2.2 个百分点, 竞争能力大幅度提升; 轻型卡车 (含微卡) 实现销量 262211 辆, 蝉联轻卡 (含微卡) 首位, 较去年同期下滑 2.1%, 市场占有率为 20.4%, 较去年同期略有下滑。其中, 中高端轻卡形势良好: 奥铃销量同比增长 10.0%, 欧马可销量同比增长 20.3%; 大中型客车实现销量 1737 辆, 较去年同期下滑 11.3%, 市场占有率为 2.2%, 较去年同期略有下滑; 轻型客车实现销量 14675 辆, 较去年同期上升 42.6%, 远高于行业的同比上升幅度 (行业同比上升 16.1%); 发动机产品销售情况较好。其中, 奥铃发动机销量 43018 台, 同比增长 17.1%, 福田康明斯发动机销量为 51526 台, 同比增长 37.2%。
- **上半年营业收入实现 179.60 亿元, 同比下降 31.57%, 扣除口径因素实际增长达 37% 左右, 主要是产品结构改善, 单车销售价格提升所致。**由于公司中重卡业务 2012 年下半年剔除合并报表, 因此, 今年上半年公司营收有大幅下降, 但扣除这一因素, 公司上半年营业收入增长非常可观。这其中, 轻卡由于高端产品增量明显, 营收达到 136.23 亿元, 同比增长也达到了 38.89%; 轻客营收达到 8.22 亿元, 同比增长 42.11%。
- **同样是由于中高端产品比重提升, 以及原材料价格低位等因素, 公司上半年毛利润率达到 13.19%, 相比上年的 10.74% 提高达 2.45 个百分点。**近年来, 由于受益于原材料价格相对下降等影响, 大部分汽车类公司的毛利润率都有所提升, 公司毛利润率也由 2011 年的 9.09% 提高到了 2012 年的 10.74%, 今年上半年更是达到了 13.19%。但实际上, 最近报告期公司毛利润率的提升与公司产品结构改善、中高端产品比重提升有很大关系。这其中, 公司轻卡毛利润率达到 13.33%, 比去年同期提高了 3.43 个百分点; 大中客毛利润率达到 8.64%, 比去年同期提高了 8.43 个百分点。
- **由于新产品投放以及研发等投入, 预计公司 2013 年各项费用占比依然维持高位, 对公司业绩释放起到一定抑制作用。**我

们注意到, 在剔除中重卡业务后, 公司销售、管理等费用占比有明显提升, 分别由 2012 年中期的 4.35%、4.12% 提高到 2012 年的 5.72% 和 6.12%, 今年上半年分别为 5.48%、5.68%。2013 年, 由于公司定位为业务结构升级年, 新产品投入较多, 同时, 公司内部也在基于管理能力包括产品交付能力、商品交付能力等多方面的系统性能力提升, 因此费用占比也一直维持相对历史的较高水平。我们认为, 这也是影响公司近年赢利水平释放的重要因素。

- **尽管康明斯发动机以及中重卡销量提升明显, 但投资收益贡献尚不明显, 但这也是公司未来利润提升重要来源。**公司 2012 年和 2013 年上半年投资收益分别实现 -1.00 亿元和 1.15 亿元, 绝对规模并不大, 原因主要是福田康明斯和福田戴姆勒盈利贡献尚未真正开始。但由于康明斯发动机销量已开始提速, 其贡献的投资收益也开始显现, 其 2012 年贡献约为 0.34 亿元, 而今年上半年就达到了 0.32 亿元; 福田戴姆勒包括发动机公司 2012 年贡献投资收益约 -0.94 亿元, 而今年上半年也达到了约 1.20 亿元。
- **预计公司 2013 年基于中重卡业务合资和资产出售等产生的非经常性损益依然有 15 亿元左右, 将对公司全年利润产生支撑。**2012 年, 公司将中重卡业务合资并出售部分相关资产和技术, 产生的非经常性损益约为 59 亿元, 其中 2012 年计入当期利润约为 21 亿元, 预计 2013 年和 2014 年分别还将计入约 15 亿元和 8 亿元, 我们认为这也将有助于公司近年业务结构调整期间营业利润相对低迷的情况。
- **微调公司盈利预测, 维持“买入”的评级。**我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.65 元、0.84 元和 1.03 元, 较上期报告 (4 月 1 日:《费用大幅上升, 首陷经营性亏损》) 0.58 元、0.65 元和 0.81 元略有增长。我们重申看好公司未来投资价值的主要理由, 即估值相对低估; 产能扩张、业务结构升级及其背后的战略性机会。我们认为行业 2013 年存在周期性恢复的预期, 而公司是汽车板块龙头公司, 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。公司未来两到三年也具有较大利润释放潜力, 在完成阶段性融资需求 (不排除公司未来有再融资的需求) 以及各类战略合作布局后, 公司已具备了中长期发展的重要资源支撑以及业绩释放的动力。
- **风险因素:** 宏观经济风险; 关联交易风险; 产能未达产风险、新业务不确定性风险。

#### 公司报告首页财务数据

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	51,645.73	40,973.31	36,861.33	50,728.56	59,855.46
增长率 YoY %	-3.45%	-20.66%	-10.04%	37.62%	17.99%
归属母公司净利润(百万元)	1,152.44	1,353.30	1,819.70	2,356.32	2,889.47
增长率 YoY%	-29.99%	17.43%	34.46%	29.49%	22.63%
毛利率%	9.09%	10.74%	10.88%	12.78%	13.83%
净资产收益率 ROE%	13.63%	11.48%	12.03%	14.69%	16.81%

每股收益 EPS(元)	0.73	0.55	0.65	0.84	1.03
市场一致预期 EPS(元)			0.43	0.51	0.59
市盈率 P/E(倍)	13	11	8	6	5
市净率 P/B(倍)	1.7	1.0	0.9	0.9	0.8

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为2013年8月30日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	13,804.74	17,088.66	11,926.72	12,032.59	13,216.57
现金	4,214.46	6,232.25	2,066.67	-146.86	-466.23
应收账款	595.84	349.71	369.95	509.12	600.72
其它应收款	1,364.99	2,415.45	1,573.64	2,165.64	2,555.28
预付账款	1,107.94	733.30	716.95	965.59	1,125.60
存货	5,878.91	4,021.07	3,862.65	5,202.24	6,064.33
其他	642.59	3,336.86	3,336.86	3,336.86	3,336.86
非流动资产	14,316.72	15,960.35	18,549.10	21,276.50	23,246.39
长期投资	937.32	1,318.63	1,318.63	1,318.63	1,318.63
固定资产	7,983.94	6,947.99	7,300.61	9,885.74	11,590.01
无形资产	2,792.83	3,185.71	3,859.83	4,686.82	5,371.24
其他	2,602.62	4,508.01	6,070.03	5,385.30	4,966.50
资产总计	28,121.45	33,049.01	30,475.81	33,309.09	36,462.96
流动负债	14,167.74	13,895.32	10,959.24	12,675.16	14,458.86
短期借款	3,110.95	2,013.51	1,013.51	1,013.51	1,013.51
应付账款	6,258.17	5,871.71	4,826.48	6,500.33	7,577.54
其他	4,798.62	6,010.10	5,119.25	5,161.32	5,867.81
非流动负债	4,861.59	4,127.77	3,627.77	3,627.77	3,627.77
长期借款	1,842.24	1,395.90	895.90	895.90	895.90
其他	3,019.35	2,731.87	2,731.87	2,731.87	2,731.87
负债合计	19,029.33	18,023.09	14,587.01	16,302.93	18,086.63
少数股东权益	245.11	294.60	360.34	445.47	549.86
归属母公司股东权益	8,847.01	14,731.32	15,528.46	16,560.69	17,826.47
负债和股东权益	28,121.45	33,049.01	30,475.81	33,309.09	36,462.96

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	51,645.73	40,973.31	36,861.33	50,728.56	59,855.46
同比	-3.45%	-20.66%	-10.04%	37.62%	17.99%
归属母公司净利润	1,152.44	1,353.30	1,819.70	2,356.32	2,889.47
同比	-29.99%	17.43%	34.46%	29.49%	22.63%
毛利率	9.09%	10.74%	10.88%	12.78%	13.83%
ROE	13.63%	11.48%	12.03%	14.69%	16.81%
每股收益(元)	0.73	0.55	0.65	0.84	1.03
P/E	13	11	8	6	5
P/B	1.7	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.2	7.2	5.7	4.6	3.9

利润表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	51,645.73	40,973.31	36,861.33	50,728.56	59,855.46
营业成本	46,952.85	36,574.79	32,852.64	44,246.11	51,578.41
营业税金及附加	185.27	195.91	169.56	233.35	275.34
营业费用	1,533.28	2,251.64	2,266.97	3,226.34	3,363.88
管理费用	1,725.19	2,403.41	2,045.80	2,774.85	3,292.05
财务费用	173.21	248.84	318.00	214.36	183.54
资产减值损失	68.23	152.49	63.07	88.46	119.59
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-35.28	-100.50	338.58	711.53	998.53
营业利润	972.43	-954.27	-516.12	656.62	2,041.18
营业外收入	402.01	2,726.72	2,807.57	2,288.97	1,554.30
营业外支出	32.19	129.32	73.29	73.29	73.29
利润总额	1,342.25	1,643.14	2,218.16	2,872.30	3,522.19
所得税	189.86	240.95	332.72	430.84	528.33
净利润	1,152.39	1,402.19	1,885.44	2,441.45	2,993.86
少数股东损益	-0.05	48.89	65.74	85.13	104.39
归属母公司净利润	1,152.44	1,353.30	1,819.70	2,356.32	2,889.47
EBITDA	2,093.03	2,668.16	3,125.69	3,808.37	4,576.34
EPS (摊薄)	0.41	0.48	0.65	0.84	1.03

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-524.97	-799.34	-554.07	544.25	2,534.19
净利润	1,152.39	1,402.19	1,885.44	2,441.45	2,993.86
折旧摊销	577.57	776.18	688.29	761.83	879.90
财务费用	173.21	248.84	219.25	174.25	174.25
投资损失	35.28	100.50	-338.58	-711.53	-998.53
营运资金变动	-2,576.35	-88.81	-1,002.78	-691.95	160.77
其它	112.93	-3,238.24	-2,005.67	-1,429.80	-676.06
投资活动现金流	-3,793.31	-180.33	-869.72	-1,259.44	-1,055.61
资本支出	-4,309.94	-369.88	-1,208.30	-1,970.96	-2,054.14
长期投资	0.00	0.74	338.58	711.53	998.53
其他	516.62	188.81	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	3,084.66	2,454.99	-2,741.80	-1,498.35	-1,797.94
短期借款	245.00	4,900.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,386.80	-1,742.97	-1,500.00	0.00	0.00
其他	548.48	663.03	1,241.80	1,498.35	1,797.94
现金净增加额	-1271.68	1478.77	-4165.58	-2213.53	-319.36

## 汽车及零配件行业小组简介

**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

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixixin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 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了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。