

# 福田汽车 (600166)

## 强者助力, 成就福田

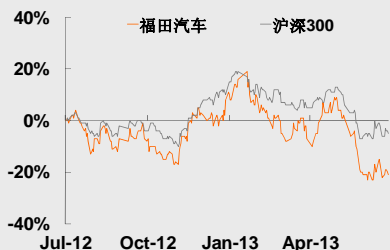
### 推荐 (上调)

现价: 5.26 元

#### 主要数据

行业	平安汽车和汽车零部件
公司网址	www.foton.com.cn
大股东/持股	北京汽车工业控股 /33.40%
实际控制人/持股	北京市国资委/38.68%
总股本(百万股)	2,810
流通 A 股(百万股)	1,800
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	147.79
流通 A 股市值(亿元)	94.68
每股净资产(元)	5.21
资产负债率(%)	53.7

#### 行情走势图



#### 证券分析师

彭勇	投资咨询资格编号 S1060513050002 021-38632725 pengyong060@pingan.com.cn
余兵	投资咨询资格编号 S1060511010004 021-38636729 yubing006@pingan.com.cn
王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 021-38638428 wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- **强强携手, 打造强大竞争力。**福田汽车是国内第一大商用车生产企业, 轻卡销量多年来位居行业首位, 中重卡市场占有率也逐步提升, 1H13 销量已位居行业第四。2009 年公司与全球第一大独立发动机供应商康明斯合资成立福田康明斯, 生产轻型柴油发动机, 随着其出货量继续增加, 有望成为公司新的利润增长点。2010 年公司与世界汽车巨头戴姆勒奔驰合资成立福田戴姆勒, 从事中重卡生产和销售。福田汽车通过与戴姆勒奔驰和康明斯展开合作, 有助于进一步提升产品品质、品牌影响力等核心竞争力。
- **布局海外, 抢占新兴市场份额。**福田汽车正在推行“5+3+1”战略, 实现福田汽车从“中国运营→世界运营”的转变。公司将在巴西、印度、俄罗斯、墨西哥、印尼等新兴国家实现产业化, 目前印度工厂有望明后年建成投产, 巴西和俄罗斯工厂建设计划也在稳步推进。福田汽车还将借助合作伙伴康明斯和戴姆勒的配套、销售和服务网络, 提升产品品质和品牌竞争力, 开拓国际市场。
- **重卡和轻卡销量均已恢复增长, 助公司业绩改善。**经过两年的销量下滑, 重卡 2013 年已恢复增长, 预计全年销量增长 11%左右。基建和房屋建设投资增长改善了工程类重卡需求, 2009-2010 年重卡销量高峰期购置的重卡已进入更新周期, 2014 年重卡销量有望延续增长趋势。前期政策影响基本消除, 从 2012 年开始, 轻卡销量已实现正增长, 未来轻卡销量增速有望恢复到前期两位数的水平。重卡和轻卡销量恢复增长, 有望促进福田汽车业绩大幅改善。
- **盈利预测及投资建议。**考虑到福田戴姆勒盈利改善程度超出我们预期, 我们上调了公司盈利预测, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.60 元、0.69 元 (原预测分别为 0.40 元、0.53 元和 0.66 元)。福田戴姆勒盈利情况已大幅改善, 福田康明斯业绩增长较快, 公司轻卡业务盈利能力有所上升, 加之公司目前估值处于低位 (PB 仅 1 倍), 我们将公司评级由“中性”上调至“推荐”, 目标价 6.9 元。
- **风险提示:** 1) 经济增速低于预期, 致使对卡车的需求不足; 2) 新产品市场开拓不力, 导致前期投入难以收回。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	51,646	40,973	31,677	35,642	39,753
YoY(%)	-3.5	-20.7	-22.7	12.5	11.5
净利润(百万元)	1,152	1,353	1,451	1,678	1,926
YoY(%)	-30.0	17.4	7.2	15.7	14.8
毛利率(%)	9.1	10.7	13.2	13.5	14.1
净利率(%)	2.2	3.3	4.6	4.7	4.8
ROE(%)	13.0	9.2	9.2	9.8	10.4
EPS(摊薄/元)	0.41	0.48	0.52	0.60	0.69
P/E(倍)	12.8	10.9	10.2	8.8	7.7
P/B(倍)	1.7	1.0	0.9	0.9	0.8

## 正文目录

<b>一、国内商用车龙头企业</b>	<b>4</b>
1.1 十七年快速成长	4
1.2 商用车全系列，拓展乘用车和工程机械领域	5
1.3 全国布局，拓展海外	5
1.4 成就中国商用车第一品牌	6
1.5 卡车是福田利润之源	6
<b>二、强强携手，打造强大竞争力</b>	<b>7</b>
2.1 与戴姆勒合作，提升品牌，走向世界	7
2.2 与康明斯合作，获得核心动力	8
<b>三、布局海外，抢占新兴市场份额</b>	<b>10</b>
3.1 引领中国市场	10
3.2 抢占新兴市场	11
3.3 突破发达市场	11
<b>四、金融服务提升竞争力</b>	<b>11</b>
<b>五、重卡行业恢复增长，城镇化促进轻卡需求增长</b>	<b>13</b>
5.1 重卡行业恢复增长	13
5.2 城镇化率提高，推动轻卡需求增长	14
<b>六、福田汽车战略清晰，资源整合能力强</b>	<b>15</b>
6.1 富有远见的战略管理能力	15
6.2 高效的管控模式	16
6.3 资源整合能力一流	16
6.4 自主开发能力强	16
6.5 市场开拓能力突出	16
<b>七、盈利预测及投资建议</b>	<b>16</b>
7.1 轻卡产品升级，提升毛利率及福康出货量	17
7.2 中重卡业务合资，提升品牌定位和盈利水平	18
7.3 福田康明斯将是新的利润增长点	19
7.4 未来三年，营业外收入对业绩仍有影响	19
7.5 估值低位，业绩改善空间大	20
<b>八、风险提示</b>	<b>20</b>
8.1 经济增速低于预期，致使对卡车的需求不足	20
8.2 新产品市场开拓不力，导致前期投入难以收回	20

## 图表目录

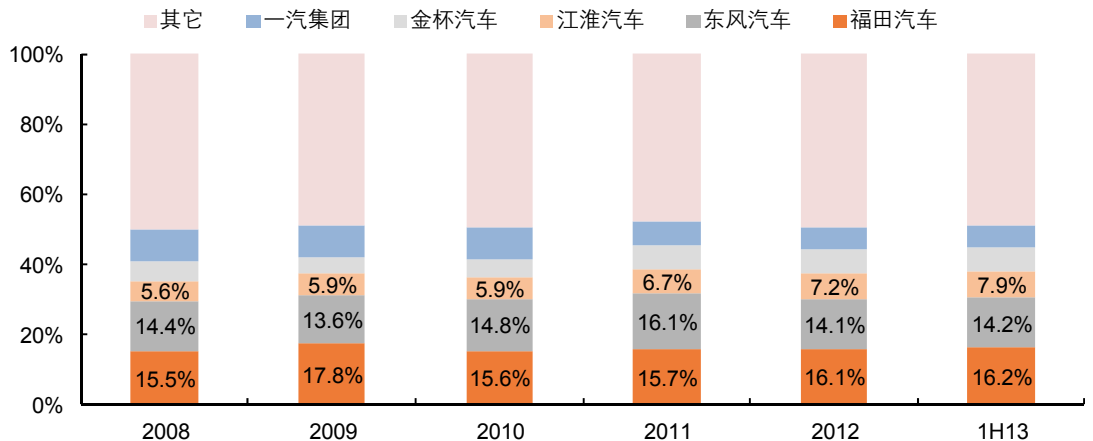
图表 1	商用车行业销量领头羊	4
图表 2	福田汽车三步走发展战略	4
图表 3	福田汽车现有产品及品牌系列	5
图表 4	福田汽车整车和零部件工厂分布	5
图表 5	福田汽车 2000-2012 年销量及收入 单位：万辆、亿元	6
图表 6	福田汽车轻卡行业销量第一 单位：万辆	6
图表 7	福田汽车中重卡市占率稳步提升 单位：万辆	6
图表 8	福田汽车分产品销量及占比 单位：辆	7
图表 9	福田汽车分产品收入占比	7
图表 10	与戴姆勒合作提升品牌形象	7
图表 11	福田汽车借助戴姆勒开拓全球市场	8
图表 12	与康明斯合作获取核心动力	8
图表 13	福田康明斯历年销量及收入 单位：万辆、亿元	9
图表 14	福田康明斯产品与国内其它竞争机型对比	9
图表 15	福田汽车“5+3+1”战略	10
图表 16	福田汽车全球化布局	11
图表 17	福田汽车金融服务版图	12
图表 18	银信达“保信通”业务产品	12
图表 19	中车信融“融信通”业务产品	13
图表 20	重卡季度销量及同比增幅预测 单位：万辆	13
图表 21	基建和房地产投资带来重卡底盘销量变化	14
图表 22	新增中长期贷款变化领先于重卡销量变化	14
图表 23	前期政策影响消除，轻卡（含微卡）销量恢复增长 单位：万辆	14
图表 24	城镇化率逐年提高	15
图表 25	福田汽车主要参控股公司及其业务	17
图表 26	福田汽车主要联营和合营企业收入及净利润 单位：万元	17
图表 27	福田汽车轻卡业务收入及毛利率 单位：亿元	18
图表 28	福田汽车中重卡业务收入及毛利率 单位：亿元	18
图表 29	福田汽车（含福田戴姆勒）中重卡销量及收入 单位：万辆、亿元	19
图表 30	福田汽车营业外收入预测 单位：万元	19

## 一、国内商用车龙头企业

### 1.1 十七年快速成长

福田汽车成立于 1996 年, 产销规模已从当时的 2.6 万辆 (含四轮农用车), 成长为 2012 年的 62 万辆 (其中商用车销量 61.3 万辆), 成为国内商用车第一品牌, 市占率达 16.1%, 超越了东风汽车和江淮汽车等老牌商用车巨头。

图表1 商用车行业销量领头羊



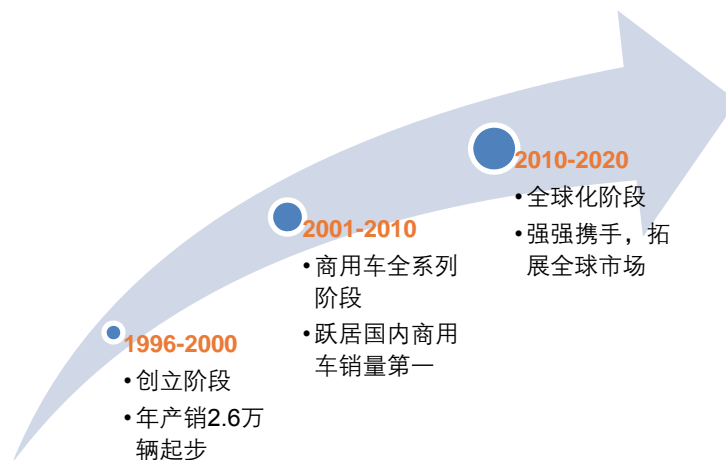
资料来源: 中国汽车工业协会

1996-2000 年是公司的创立阶段, 公司从农用车和轻卡起步, 逐步扩大产销规模。

2001-2010 年是公司商用车全系列阶段: 2001-2003 年, 成功拓展中重卡业务; 2004-2006 年实现商用车全系列发展; 2006-2010 年跃居中国商用车第一位。

2010 年开始, 公司开始进入全球化战略阶段, 与康明斯、戴姆勒等巨头建立合作, 成立合资公司, 共同拓展全球市场。

图表2 福田汽车三步走发展战略

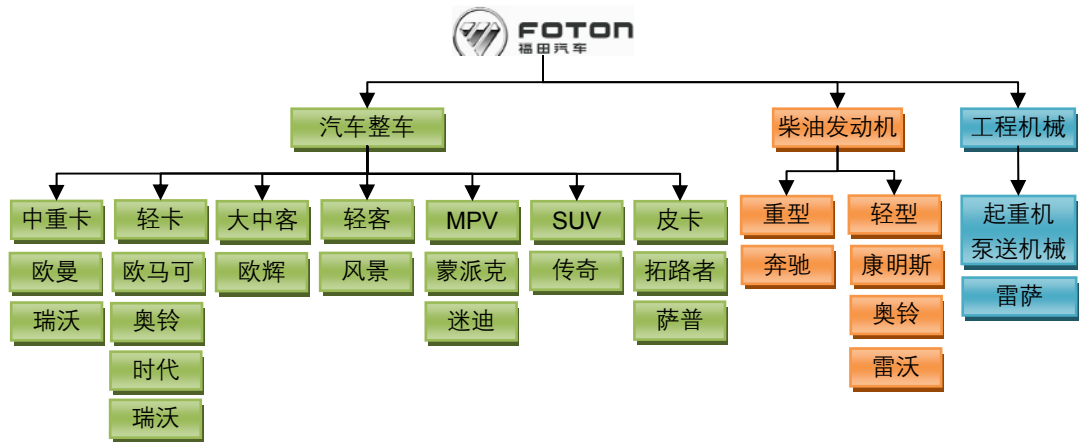


资料来源: 平安证券研究所

## 1.2 商用车全系列，拓展乘用车和工程机械领域

福田汽车旗下拥有欧曼、欧辉、欧马可、奥铃、拓路者、风景等 9 大商用车品牌，产品涵盖全系列商用车，并有蒙派克、迷迪、传奇 3 个乘用车品牌及雷萨工程机械品牌。

图表3 福田汽车现有产品及品牌系列



资料来源：福田汽车公司网站，平安证券研究所

## 1.3 全国布局，拓展海外

福田汽车在京、津、鲁、冀、湘、鄂、辽、粤、新等多省市建有 18 个整车及零部件工厂，拥有奥铃发动机、福田康明斯发动机和雷沃动力三大发动机工厂，公司卡车及发动机产能大多布局在北京、山东诸城两地。

图表4 福田汽车整车和零部件工厂分布

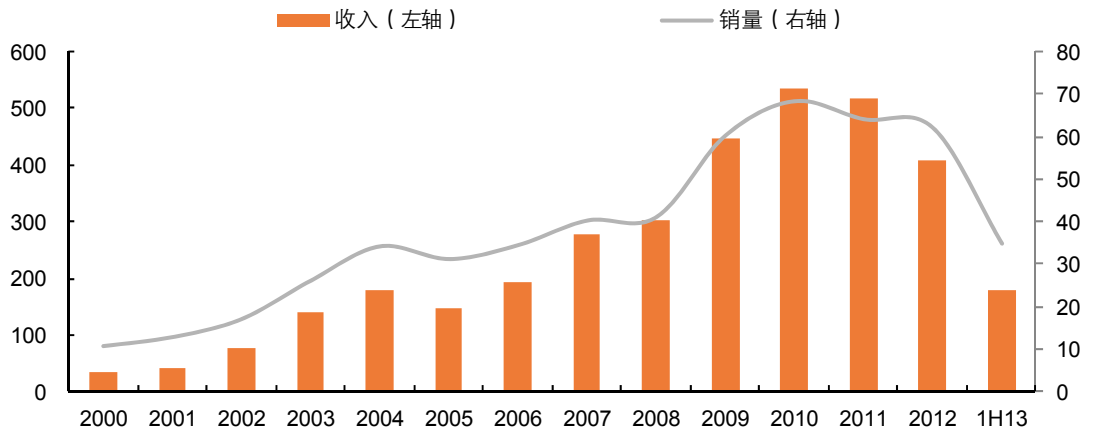
区位	工厂	产品及品牌	年产能（辆、台）
	管理、研发、营销总部（昌平）		
	福田戴姆勒欧曼一工厂（怀柔）	欧曼中重卡	100,000
	福田戴姆勒欧曼二工厂（怀柔）	欧曼中重卡	80,000
	欧马可工厂（怀柔）	欧马可及奥铃轻卡	50,000
北京	欧辉客车事业部（昌平）	欧辉客车	5,000
	蒙派克工厂（昌平）	蒙派克 MPV、风景轻客、迷迪 MPV	40,000
	奥铃发动机事业部（昌平）	奥铃轻型柴油发动机	130,000
	福田康明斯发动机（昌平）	康明斯轻型柴油发动机	400,000
	密云多功能车新工厂（密云）	蒙派克 MPV、欧马可轻卡	225,000
	重型机械工厂（海淀、河北宣化）	汽车起重机、履带起重机等大型机械装备	4,700
	天津	雷沃动力	雷沃发动机
	北方工程车事业部（诸城）	瑞沃工程车、时代金刚工程车	140,000
山东	奥铃工厂（诸城）	奥铃轻卡、时代轻卡、迷迪 MPV	270,000
	山东多功能汽车厂（潍坊）	风景轻客、轻卡及小型 MPV	525,000
湖南	南方工程车事业部（长沙）	瑞沃工程车、时代金刚工程车、时代轻卡	100,000
	长沙新工厂	轻卡、工程车、皮卡、SUV	100,000
	南海萨普工厂（佛山）	萨普皮卡、传奇 SUV	45,000
广东	南海欧辉客车二厂（佛山）	欧辉客车	10,000
	三水工厂（佛山，计划）	皮卡、SUV	240,000
新疆	福田广汇	自卸车、罐车等	

资料来源：卡车之家网站，福田汽车公司网站，平安证券研究所

## 1.4 成就中国商用车第一品牌

福田汽车自成立以来已累计产销汽车超 500 万辆，2004-2012 年产销规模多年位居国内商用车第一，曾连续两年位居世界商用车第一，其轻卡销量多年位居行业第一位，中重卡市场占有率稳步提升。

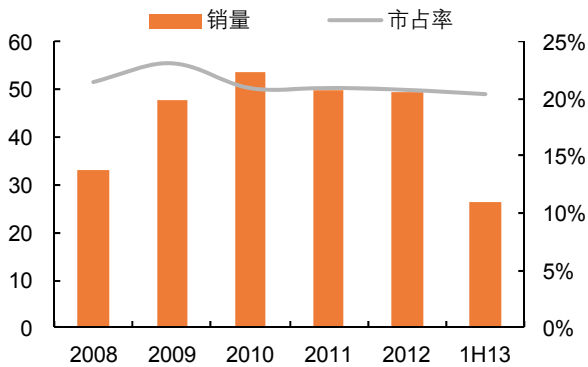
图表5 福田汽车2000-2012年销量及收入 单位：万辆、亿元



资料来源：福田公司公告

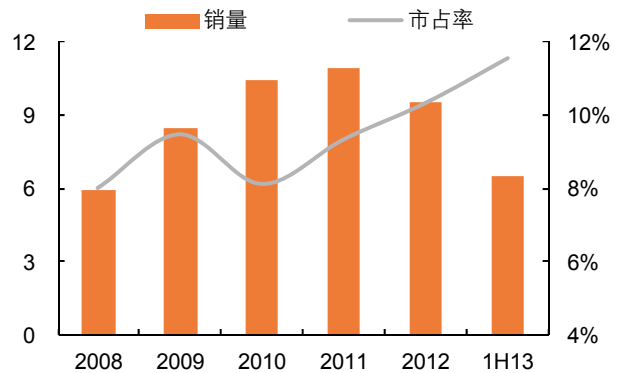
注：2012 年开始，公司欧曼中重卡业务已转入合资公司福田戴姆勒，导致收入下降较大。

图表6 福田汽车轻卡行业销量第一 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

图表7 福田汽车中重卡市占率稳步提升 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

## 1.5 卡车是福田利润之源

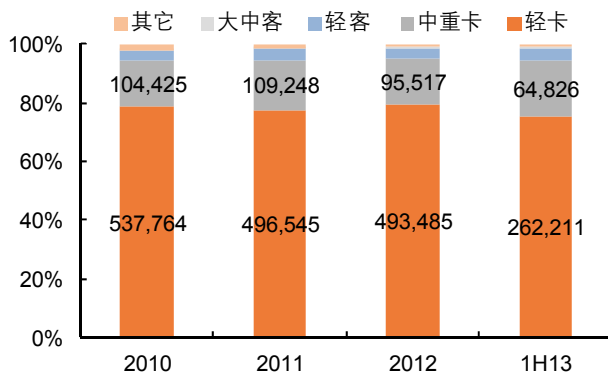
福田汽车是从农用四轮车起家，逐渐延伸到轻卡、中重卡、客车等领域，其中轻卡和中重卡是公司主要的利润来源，卡车销量已占其总销量的 95% 以上，来自卡车的收入占其总收入的 80% 以上。

公司中重卡品牌有欧曼和瑞沃，其中欧曼品牌已植入合资公司福田戴姆勒，瑞沃主要是中型卡车及工程车。

公司轻卡品牌有欧马可、奥铃、时代和瑞沃，其中欧马可定位高端，主要装配康明斯和奥铃发动机，竞争对手为合资品牌产品和进口产品；奥铃定位中高端，装配有康明斯、奥铃、雷沃及外购发动机；时代定位于经济型，主要满足农村以及城乡结合部的中短途运输需求，也是公司产量最大的产品；瑞沃是轻型工程车，用于农村和城郊小型工程施工。



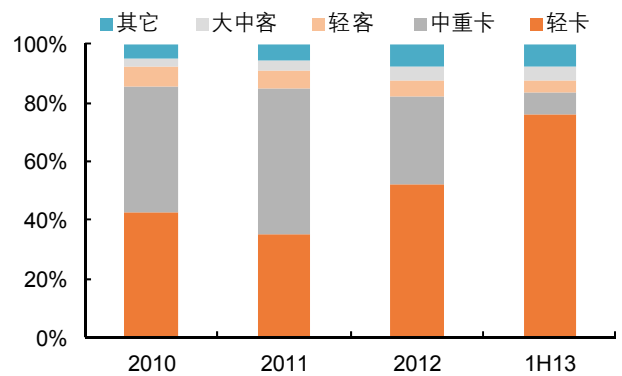
图表8 福田汽车分产品销量及占比 单位：辆



资料来源：福田汽车公告

注：中重卡销量含合资公司福田戴姆勒。

图表9 福田汽车分产品收入占比



资料来源：福田汽车公告

注：2012年欧曼重卡业务已置入合资公司福田戴姆勒。

## 二、强强携手，打造强大竞争力

经过 17 年的发展，福田汽车已打造出了自身的核心竞争力，为了进一步提升产品品质和品牌价值，公司先后与世界汽车巨头戴姆勒奔驰和发动机领军企业康明斯展开合作，共同耕耘中国及海外市场。

### 2.1 与戴姆勒合作，提升品牌，走向世界

2010 年 7 月福田汽车与德国戴姆勒奔驰签订了《合资经营合同》，组建福田戴姆勒汽车（福田持股 50%），开发、设计、装配、制造中型卡车和重型卡车及发动机，与戴姆勒合资的直接效果是将推动欧曼中重卡的竞争力和盈利能力跃升，间接效果是提升福田品牌价值，有助于福田开拓海外市场。

图表10与戴姆勒合作提升品牌形象



资料来源：平安证券研究所

#### 提升技术和管理水平，获取重型发动机技术

与戴姆勒奔驰的合作，福田戴姆勒将充分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，有利于提升欧曼中重卡整车产品品质，提升生产效率，降低生产成本。

福田戴姆勒汽车，将引进戴姆勒 OM457 重型柴油发动机，该发动机已达到欧 V 排放标准，技术水平明显领先于国内其它产品，配装该款发动机将提升福田戴姆勒重卡的产品竞争力。

### ■ 提升欧曼品牌影响力

福田戴姆勒将以“欧曼”品牌向国内及海外市场销售中重卡，并且“福田”和“欧曼”两个品牌是绑定使用。在戴姆勒品牌的背书下，“福田”和“欧曼”品牌价值和影响力将得到有效提升。

### ■ 利用戴姆勒经销网络，开拓海外市场

福田和戴姆勒双方将在全球形成战略协同，共同推进福田汽车与戴姆勒在印度、俄罗斯、墨西哥、巴西等全球的产业化合作，将双方竞争优势结合，共同开拓全球中低端商用车市场，着重进行中重卡合作。

图表11 福田汽车借助戴姆勒开拓全球市场

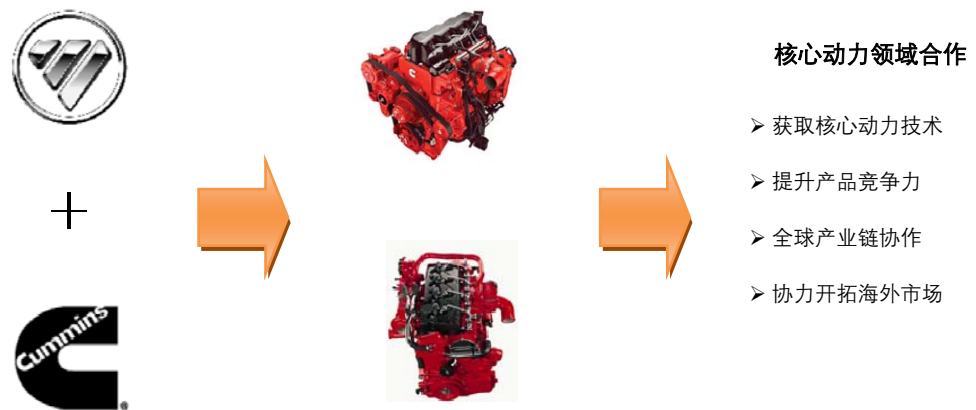


资料来源：福田汽车公司网站，平安证券研究所

## 2.2 与康明斯合作，获得核心动力

2009年福田汽车与美国康明斯公司建立合作关系，成立了福田康明斯发动机（福田持股50%），生产轻型柴油发动机。

图表12 与康明斯合作获取核心动力

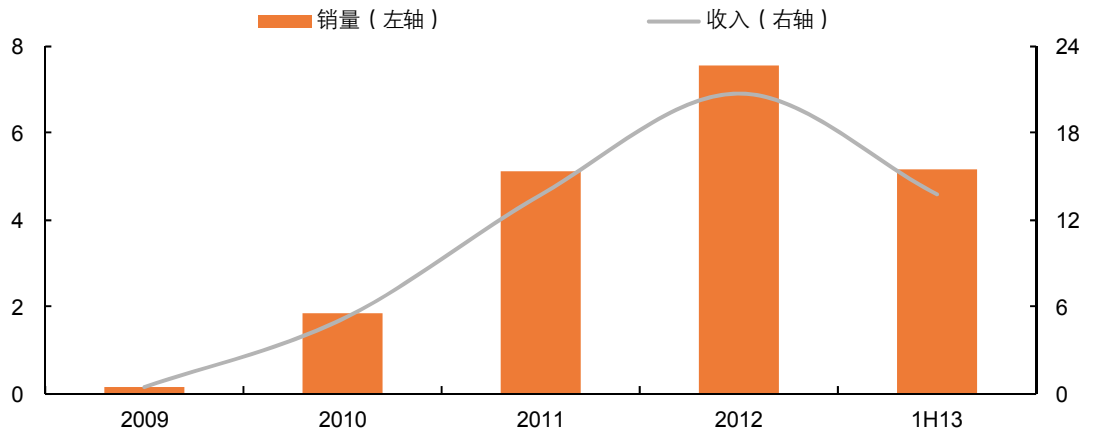


资料来源：平安证券研究所



福田康明斯产销规模已从 2009 年 1594 台, 增长到 2012 年的 7.5 万辆, 其中 69.0% 的产品出口海外, 并已于 2012 年扭亏为盈, 盈利达 6829 万元。

图表13福田康明斯历年销量及收入 单位: 万辆、亿元



资料来源: 福田汽车公告

#### ■ 获取核心动力技术, 提升产品竞争力

福田汽车在轻型商用车的竞争对手, 尤其是轻卡领域的竞争对手均已与国际汽车巨头结盟, (拟) 引进了先进的轻型柴油发动机, 如江铃汽车引进福特的 Puma 系列轻型柴油机, 江淮汽车引进纳威司达的轻型柴油机, 庆铃汽车引进五十铃的轻型发动机。

福田康明斯引进生产了美国康明斯 2.8L 和 3.8L 两个型号的轻型柴油发动机, 配套福田汽车轻型商用车, 如欧马可轻卡、奥铃轻卡等。

福田康明斯这两款发动机在动力性能、燃油经济性和可靠性等方面, 明显优于国内同排量的产品, 甚至优于更大排量的产品, 提升了福田轻卡等轻型商用车的竞争力。

福田康明斯还有望引进康明斯更多的产品平台, 推出更多系列产品, 满足福田商用车发展需求。

图表14福田康明斯产品与国内其它竞争机型对比

	福康 ISF2.8	扬柴 VM 系列	南汽 sofim 系列	福康 ISF3.8	扬柴 YZ4DB1-40	东风朝柴 CY4102BQ
排量 (L)	2.8	3.0	2.8	3.8	4.1	3.9
压缩比	16.5:1	18:01	18.5:1	17.2:1	17.5:1	17.5:1
额定功率 (kW)	96-110	50-70	93-107	105-125	95	70.6
最大扭矩 (N·m)	310-360	250-420	290-320	450-600	400	245
全负荷时最低燃油消耗率 (g/kW·h)	205	235-238	215	195	195	216
噪音 (dB)	94			92		113
净质量 (kg)	214		245	335	350	330
长*宽*高	606*641*632	720*508*736	718*647*844	810*695*806	810*650*750	921*651*751

资料来源: 公司网站

### ■ 全球产业链合作，协力开拓海外市场

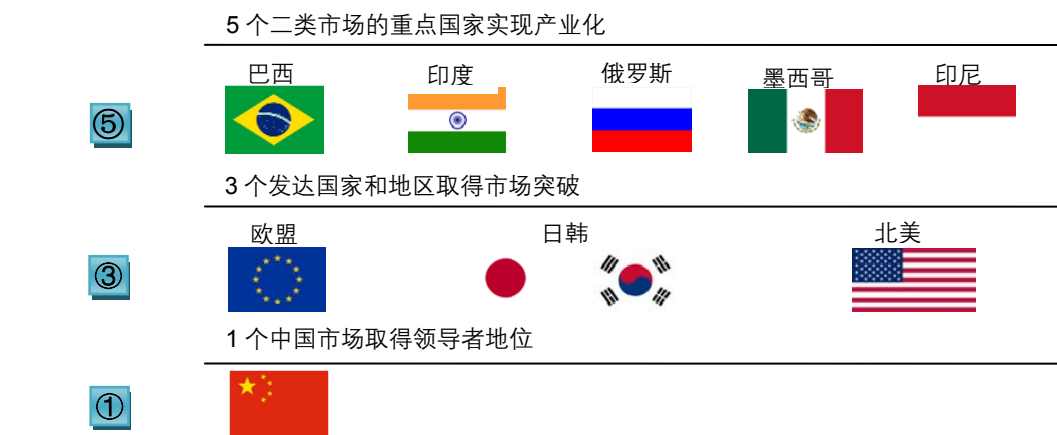
福田汽车拥有先进的商用车制造经验，有较强的成本控制能力和市场开拓能力；美国康明斯在全球范围内享有产品质量美誉、拥有庞大经销及售后服务网络及较高的品牌影响力。福田汽车和美国康明斯联手将在产品、服务、市场三方面占据明显优势，并大大缩短产品市场培育期，迅速拓展新兴市场。2013年6月福田与美国康明斯签约，康明斯向巴西市场销售的欧曼重卡提供发动机，展开海外协作。

## 三、 布局海外，抢占新兴市场份额

2010年开始福田汽车开始推行“5+3+1”战略，实现从“中国运营→世界运营”的转变：

- 1) “5” 在全球五个重点新兴国家实现产业化；
- 2) “3” 在日欧美三个发达体市场取得市场突破；
- 3) “1” 在中国市场取得领导者地位。

**图表15 福田汽车“5+3+1”战略**



资料来源：平安证券研究所，福田汽车公司网站

### 3.1 引领中国市场

福田汽车连续多年是国内轻卡（含微卡）市占率第一的企业，已遥遥领先于第二名。福田汽车的时代轻卡长期占据经济型轻卡市场领头羊位置，奥铃、欧马可轻卡及萨普皮卡销量占比的提升，将有效提升公司轻卡业务的盈利能力。

公司2002年介入中重卡领域，中重卡年产销规模已达10万台级别，仅次于东风、一汽和中国重汽，位列行业第四位。

在康明斯和戴姆勒的支持下，公司有望保持国内市场的领先地位，并继续提高市场份额。

### 3.2 抢占新兴市场

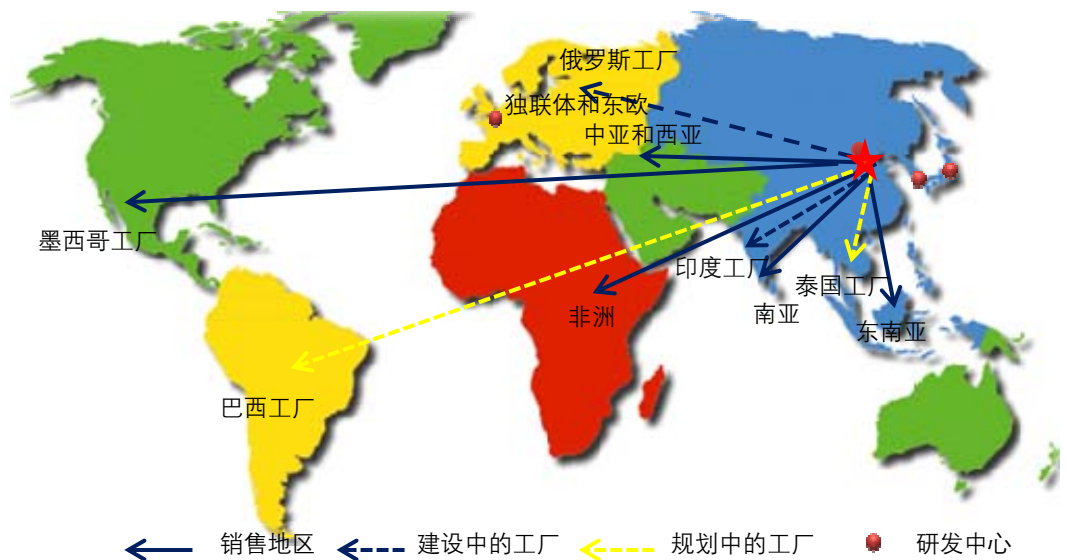
福田汽车计划在印度、俄罗斯、巴西、墨西哥和印尼等 5 大新兴市场各建立年产 10 万辆商用车生产基地，首先推进印度、俄罗斯产业化，并已在两地开建生产基地，预计这两个生产基地将在 2014 年前后投产。

目前福田汽车产品已销往中亚、西亚、东南亚、南亚、非洲以及独联体和东欧等国家和地区，并且已经建立起销售网络和服务网点。公司海外拓展已经遍布了全球近 80 个国家和地区，在海外公司拥有七个 KD 合作伙伴，分布在伊朗、巴基斯坦、越南、印度尼西亚、乌克兰和土耳其。

### 3.3 突破发达市场

借助在国内市场及新兴市场的成功经验，提升产品性能及加强海外运营经验，福田汽车有望在 2016 年前后突破欧美日韩等发达市场，成为国内商用车自主品牌第一家。

**图表16 福田汽车全球化布局**

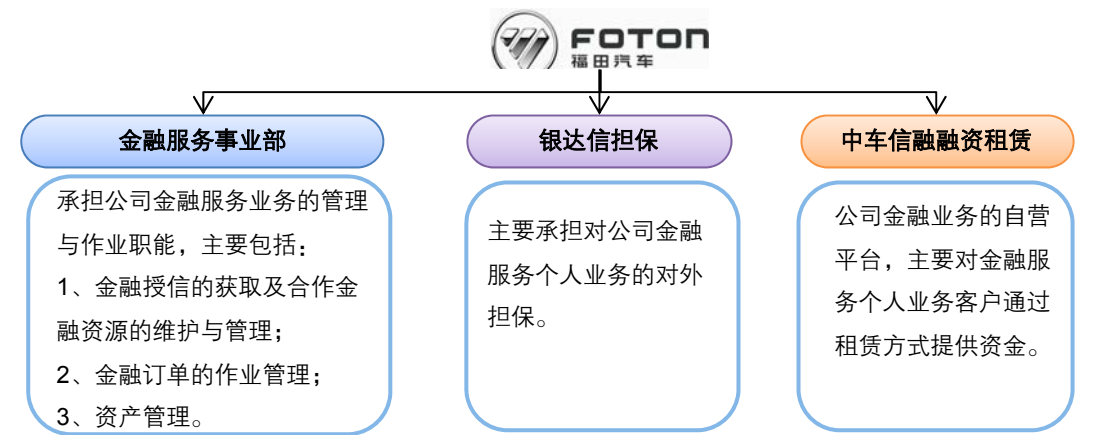


资料来源：福田汽车公司网站，平安证券研究所

## 四、 金融服务提升竞争力

为了满足客户需求及提升市场竞争力，福田汽车成立了金融服务事业部、银达信担保公司、中车信融融资租赁公司，开展汽车金融服务业务。

图表17福田汽车金融服务版图



资料来源：福田汽车公司网站，平安证券研究所

金融服务事业部承担对公司金融服务业务的管理与作业职能，主要包括：

- 1) 金融授信的获取及合作金融资源的维护与管理；
- 2) 金融订单的作业管理；
- 3) 资产管理。

银信达担保主要承担对公司金融服务个人业务的对外担保。

银信达开展的“保信通”业务有：按揭贷、租赁费、小微贷、信用贷、分期贷、保理和二手车。

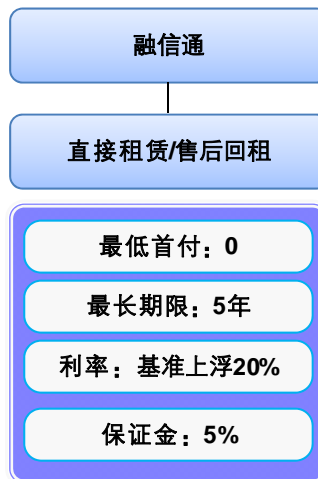
图表18银信达“保信通”业务产品

保信通				
按揭贷	租赁贷	分期贷	小微贷	信用贷
最低首付：20%	最低首付：10%	最低首付：10%-40%	最低首付：10%	最低首付：0
最长期限：3年	最长期限：5年	最长期限：2-3年	最长期限：5年	最长期限：2年
利率：基准上浮20%-30%	利率：基准上浮+1	利率：基准上浮0-30%	利率：基准上浮20%	银行手续费：6.5%-12%
保证金：5%-10%	保证金：5%	保证金：0-6%	保证金：5%	保证金：10%-15%

资料来源：福田汽车公司网站

中车信融融资租赁是金融业务的自营平台，主要对公司金融服务个人业务客户通过租赁方式提供资金，主要业务有直接租赁和售后回租，截至 2013 年 6 月 30 日，向承租人融资余额已达为 30.7 亿元。

图表19中车信融“融信通”业务产品



资料来源：福田汽车公司网站

福田汽车是国内商用车企业中汽车金融服务推进最为迅速和有力的企业，公司金融平台的建立及相关业务推进，提升了公司竞争力，将有助于促进公司中重卡销售，提升市场占有率，同时金融业务的推进，也有助于提升公司盈利规模。

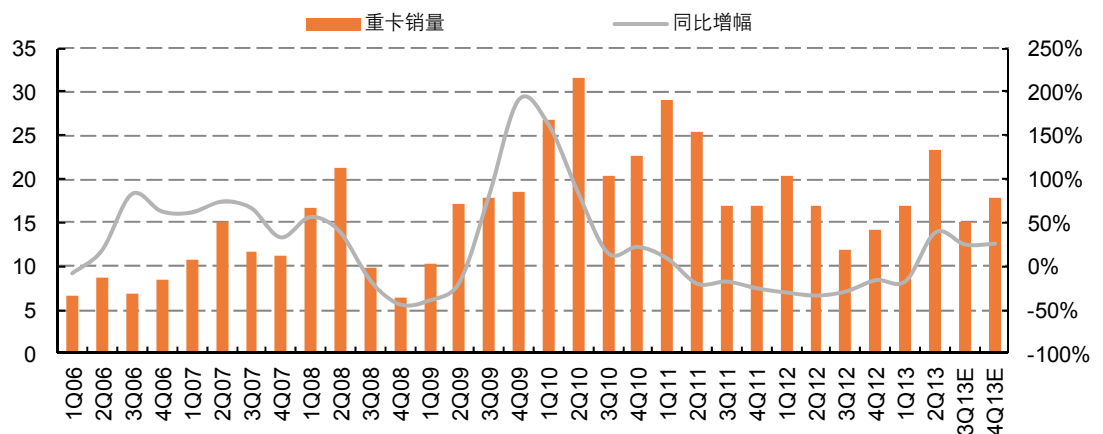
## 五、重卡行业恢复增长，城镇化促进轻卡需求增长

### 5.1 重卡行业恢复增长

重卡销量在 2010 年达到 101 万辆的历史最高纪录后，2011 年销量调整至 88 万辆，进而在 2012 年销量又降至 63.6 万辆。

在连续两年的销量下滑后，重卡 2013 年已恢复增长，预计全年销量增长 11% 左右。2013 年 1-7 月已累计销售重卡 48.9 万辆，同比增长 10.0%，其中从 2Q13 开始季度销量同比转正，预计后续两个季度销量同比增速将保持在 20% 以上水平。

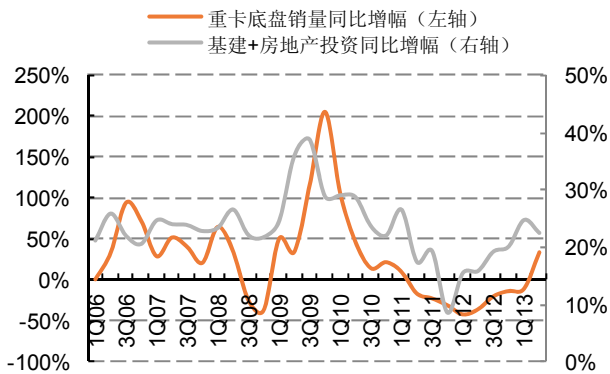
图表20重卡季度销量及同比增幅预测 单位：万辆



资料来源：平安证券研究所，中国汽车工业协会

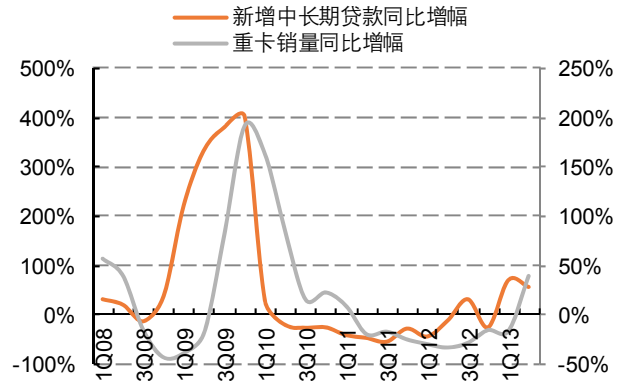
我们认为 2013 年重卡行业销量增长的动力主要来自以下三个方面：1) 房地产和基础设施建设投资增速有所恢复, 带来重卡底盘等工程类重卡需求的增长; 2) 2009-2010 年重卡销售高峰期购置的车辆已进入更新周期; 3) 国IV实施预期, 促使部分重卡用户提前购买低价的国III产品。

图表21 基建和房地产投资带来重卡底盘销量变化



资料来源: 国家统计局, 中国汽车工业协会

图表22 新增中长期贷款变化领先于重卡销量变化



资料来源: 中国人民银行, 中国汽车工业协会

我们认为以上三个因素仍有望促进 2014 年重卡销量增长: 1) 十八大三中全会以后, 新型城镇化建设有望提速, 2014 年基础设施和房屋建设投资仍有望保持较快增长; 2) 2009-2010 年购置的重卡仍有较大的更新需求; 3) 2014 年停止销售国III重卡是大概率事件, 预计将促使部分需求提前释放。

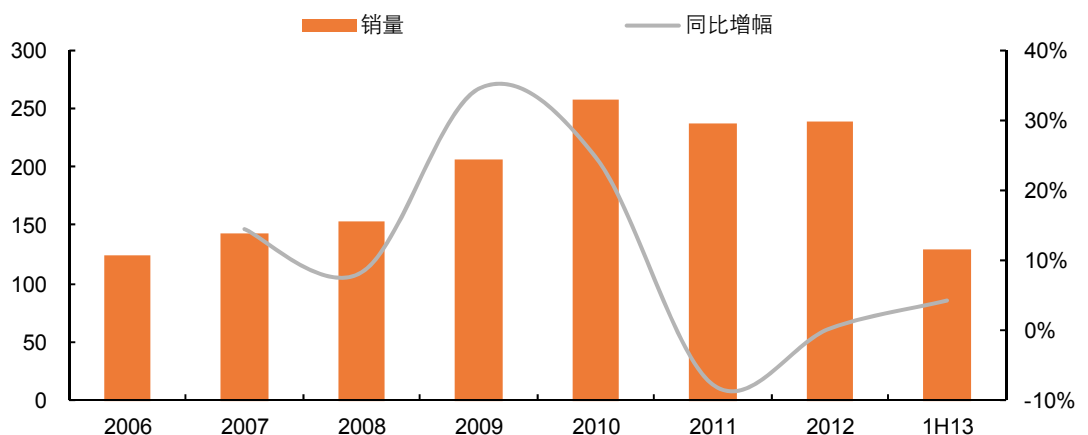
## 5.2 城镇化率提高, 推动轻卡需求增长

轻卡是卡车产品中产销量和保有量最大的子类别, 在国民经济生活中具有广泛用途, 可用于城市、乡镇、农村物流运输或乡镇农村的交通工具, 还可用于小型工程作业。此外, 在国外具有广泛用途和较大产销规模的皮卡 (PICKUP) 在我国被纳入轻卡统计范围内。从运输距离看, 轻卡主要用于半径 300 公里以内的短距离运输。

2009-2010 年四万亿投资及汽车行业刺激政策推出, 原先稳定增长的轻卡销量突然放量, 2009 年和 2010 年销量分别增长 34.3%和 24.6%, 远超前期销量增速。

前期刺激政策影响已基本消除, 2012 年轻卡销量恢复增长, 1H13 轻卡销量同比增长 4.2%, 预计 2014 年销量增速将高于 2013 年。

图表23 前期政策影响消除, 轻卡 (含微卡) 销量恢复增长 单位: 万辆

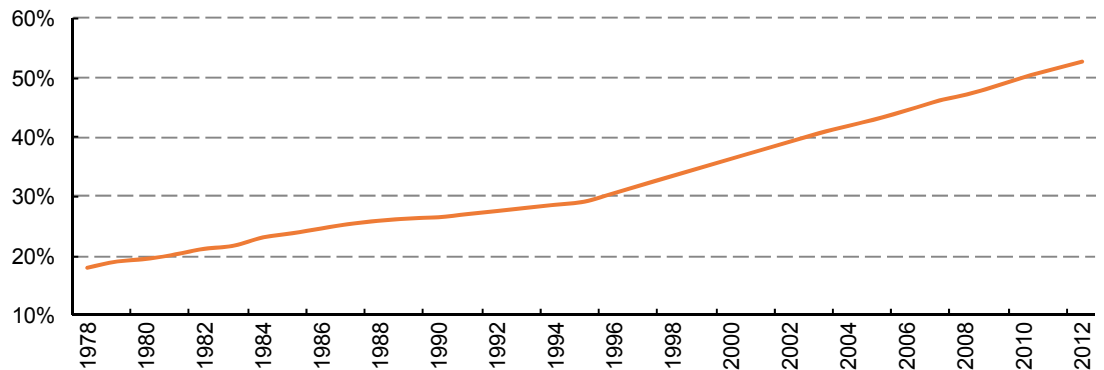


资料来源: 中国汽车工业协会



轻卡作为短途运输工具, 主要受益于城镇化率的提升、农村及城镇居民收入提升、路网扩张。

**图表24城镇化率逐年提高**



资料来源: 国家统计局

**城镇化率提升带来的轻型工程车和物流车需求增长:** 目前国内城镇化率还处在较低水平, 仍具有较大的发展空间, 新型城镇化的推动, 对于轻型工程车和城镇内及城镇间轻型物流车需求将加大。

随着电商发展, 城市物流需求有望持续增长, 符合现代物流需求和标准的运输工具有巨大的市场空间。这一市场主要以中高端轻卡, 约占轻卡总销量的 20%, 具有较高的利润空间。

**农用车替代需求大:** 随着农用车被纳入与汽车同样的管理轨道, 尤其是国家对农用车实行强制报废, 农用车向轻卡升级的趋势明显。农用车将逐渐被中低端轻卡所取代, 农村这一拥有巨大潜力的中低端轻卡市场成长潜力巨大, 中低端轻卡将是未来轻型载货汽车在农村市场的主要增长点。

**轻卡出口市场广阔:** 未来我国轻卡有望在东南亚、中东、非洲、南美等国家和地区进一步拓展市场份额。我国轻卡以突出的性价比优势在出口领域高速增长。目前与国际先进卡车技术水平相近的轻卡, 价格在 10 万元左右, 为国外同等水平轻卡价格的 60%左右。如庆铃轻卡, 国内售价为 10-13 万元, 但在国际上, 同类产品价格折人民币超过 20 万元。

## 六、福田汽车战略清晰, 资源整合能力强

自成立以来, 福田汽车坚持走技术创新、市场创新、机制创新和管理创新之路, 实现了快速发展, 并成长为国内商用车龙头企业, 其战略清晰, 执行力强; 管控模式高效; 社会资源整合一流; 自主开发能力强; 市场开拓能力突出。

### 6.1 富有远见的战略管理能力

福田汽车企业战略从产业转型→商用车全系列→做强商用车→突破乘用车→实现全球化战略, 每个阶段战略清晰, 实现了企业有预见性的、可受控的发展, 强大的战略管理能力使福田汽车在发展中有效避免经营风险。

福田汽车从农用车业务起步, 在意识到农用车市场的局限性和汽车市场广阔的发展空间之后, 公司于 1998 年果断进入汽车领域, 以轻卡为切入点, 顺利实现从农用车向轻卡的转型。2001 年公司又一次踏准市场节拍, 进入中重卡领域, 跟随中国重卡行业实现快速发展。公司不仅有超前合理的发展战略, 并且有坚定的执行力, 将战略规划准确、完整地付诸实施。

## 6.2 高效的管控模式

福田汽车保持了民营企业决策高效、经营灵活、成本费用控制能力强的优势。在发展过程中，为应对公司不断扩大的业务领域，福田汽车在研究了国内外成熟汽车企业的管理模式后，公司管控模式已从工厂管理→运营公司管理→SBU 管理发展到现在的集团+SBU。不同的发展阶段，采取适宜的管控模式，强化了公司的执行力，提升了运营效率。公司卓有成效的管理使得其经营效率较高，生产成本控制得力，盈利水平逐步提高。

## 6.3 资源整合能力一流

福田汽车采用“部分自制+协作采购”的产业链运营管理模式。公司低成本整合了社会有效资源，并通过大量的外部采购运作模式，能够很快形成业务运营的整个价值链，对市场变化做出快速反应，并且实现供应商、经销商、服务商“多方”共赢的经营模式。

在全球资源整合上，福田汽车先后与美国康明斯和德国戴姆勒成立合资公司，借用全球资源提升公司产品技术水平、管理水平和品牌价值；在技术合作方面，公司与美国德尔福、伟世通、伊顿、德国博世、奥地利 AVL 公司、英国莲花公司等全球汽车技术领先企业展开合作，吸收外智为己所用。

## 6.4 自主开发能力强

福田汽车已搭建了全球开发体系，形成了由海归专家、学术带头人领衔的能够适应全球开发要求的 2000 多人研发团队，研发的产品创新能力和技术创新能力进一步增强。2012 年公司研发投入共计 16.8 亿元，占公司销售收入的 4.1%。公司坚持走产品技术自主创新之路，拥有较强的自主开发能力，并已形成了福田汽车最具特色的产品技术创新管理体系。

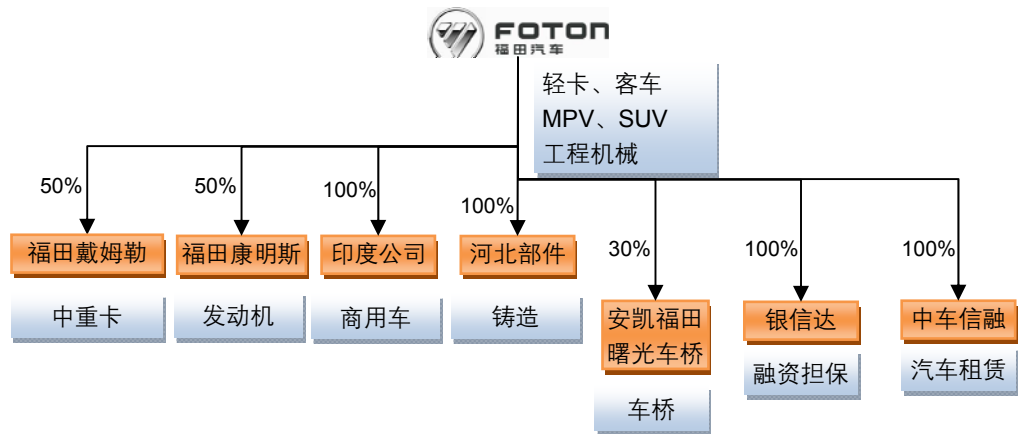
## 6.5 市场开拓能力突出

福田汽车强大的市场营销力量是战略目标实现的重要保障，也是战略执行的基本能力，从轻卡业务实现行业第一到重卡市场份额持续提升，均体现了公司突出的市场开拓能力。目前公司采用经销与直销相结合的模式，根据差异化采用分网销售模式，品牌销售网络一级销售网点近三千家，覆盖全国 31 个省市地区，终端网点已建成 750 家形象店，4S 店数量近 450 家，并已在澳大利亚、印尼、南非等 80 多个国家设立网点。

# 七、 盈利预测及投资建议

福田汽车虽然业务广泛，但是目前对公司盈利影响较大的是本部轻卡业务、福田戴姆勒中重卡业务以及福田康明斯柴油发动机业务，未来印度公司及汽车金融业务有望成为新的增长点。

图表25 福田汽车主要参控股公司及其业务



资料来源：平安证券研究所

公司并表业务主要利润来源是本部轻卡，客车、MPV、SUV及工程机械的贡献有限。除了本部轻卡以外，福田戴姆勒的中重卡业务和福田康明斯的发动机业务将是公司未来几年主要的利润来源。

图表26 福田汽车主要联营和合营企业收入及净利润 单位：万元

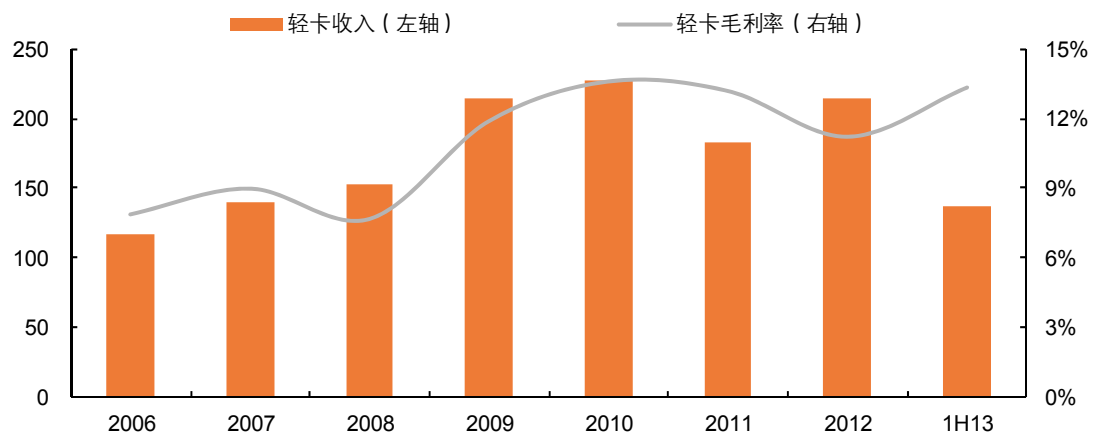
公司名称	持股比例	2012		1H13	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
福田康明斯发动机	50.0%	207,290	6,829	137,883	6,399
福田戴姆勒汽车	50.0%	715,599	-25,539	1,230,505	17,031
安凯福田曙光车桥	30.0%	116,566	5	97,144	1,019
青海福田装备制造	47.5%	20,829	-1,261	14,957	-1,364
新疆福田广汇专用车	39.8%	54,586	109	36,331	-5
四川腾中福田专用车	25.0%	272	-810	5,473	-436
中油福田石油销售	39.0%	2,332	-18	280	-37

资料来源：福田汽车公告

## 7.1 轻卡产品升级，提升毛利率及福康出货量

2013年上半年福田汽车的轻卡（含微卡）销量达26.2万辆，同比下滑2.1%，但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%。中高端轻卡销量占比的提升，将提升公司轻卡业务的盈利能力，尤其是配备自产的奥铃或康明斯发动机的轻卡销量增长，还将有助于提升公司发动机业务及福田康明斯出货量及盈利规模。

图表27福田汽车轻卡业务收入及毛利率 单位：亿元



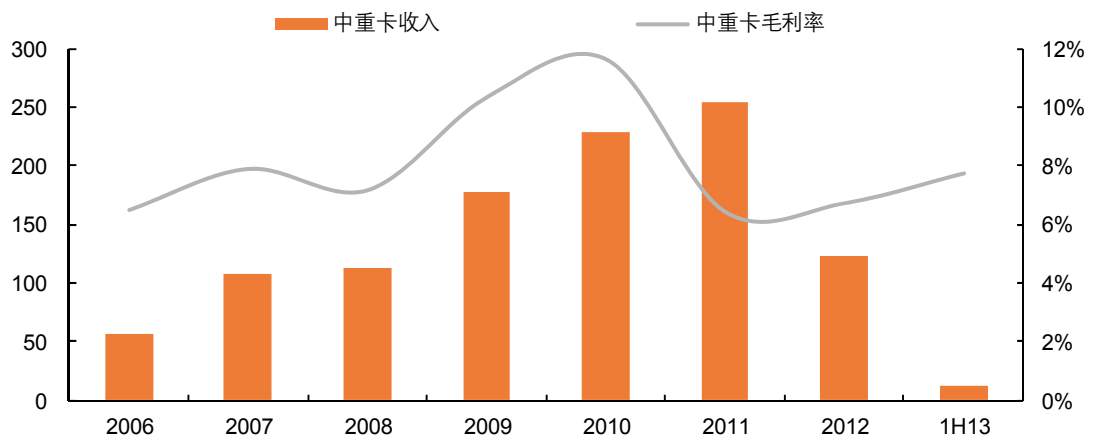
资料来源：福田汽车公告

## 7.2 中重卡业务合资，提升品牌定位和盈利水平

福田汽车原有的欧曼中重卡业务已转入合资公司福田戴姆勒，现有中重卡业务基本是公司的瑞沃系列中卡及部分专用车，1H13 公司合并报表的中重卡业务收入仅 13.2 亿元，未来公司中重卡业务的收入占比将一直维持在低位，不再是主营业务的主要利润来源。

随着中重卡行业复苏，加之福田戴姆勒已正常运营，2013 年上半年福田戴姆勒实现销售收入 123 亿元，净利润 1.7 亿元，净利率达 1.38%。1H13 公司中重卡（含福田戴姆勒欧曼中重业务和合并报表中重卡业务）实现销量 6.5 万辆，同比增长 35.6%，高于行业平均增幅 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。

图表28福田汽车中重卡业务收入及毛利率 单位：亿元

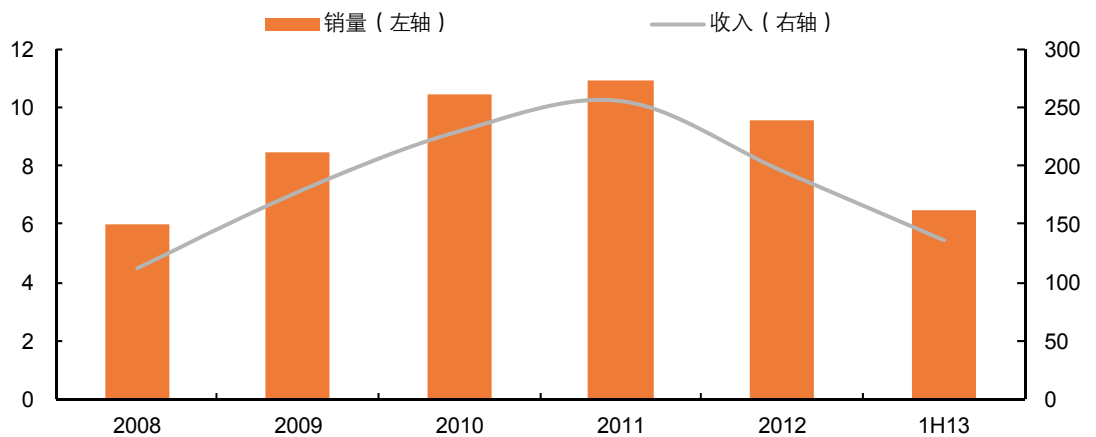


资料来源：福田汽车公告

注：2012 年公司中重卡业务转入合资公司福田戴姆勒，该年部分收入转入合资公司。

福田与戴姆勒的合资将提升欧曼中重卡产品竞争力，欧曼中重卡市占率和产品盈利能力均有望持续提升，将是福田汽车未来主要利润来源之一。

图表29 福田汽车（含福田戴姆勒）中重卡销量及收入 单位：万辆、亿元



资料来源：福田汽车公告，平安证券研究所

### 7.3 福田康明斯将是新的利润增长点

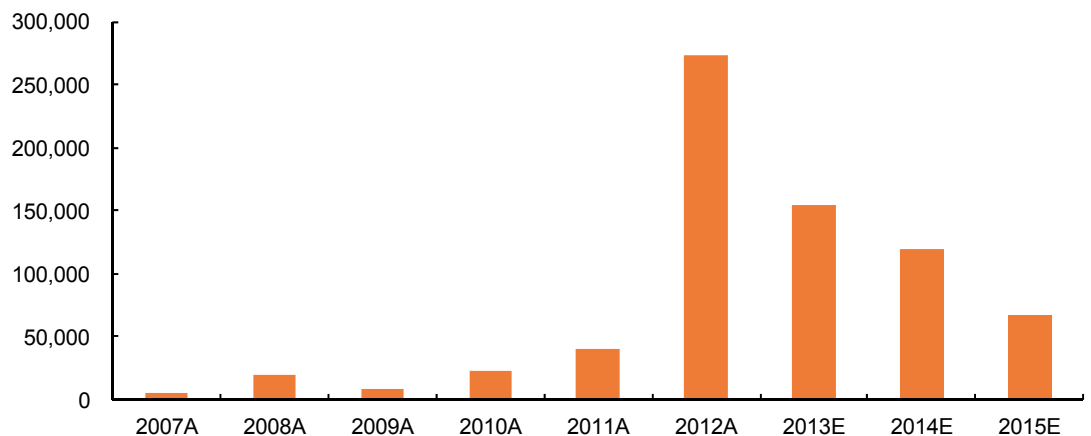
1H13 福田康明斯销售轻型柴油发动机 5.2 万辆，实现销售收入 13.8 亿元，净利润 6399 万元，净利率达 4.64%。目前福田康明斯轻型发动机以出口为主，未来随着国内高端轻型柴油发动机需求增长，其凭借优异的产品性能和实惠的价格，有望成为国内轻型柴油发动机龙头企业，产销规模和盈利能力将继续提升。

排放标准提高及车辆升级需求增长，福田康明斯的轻型柴油机竞争优势将逐渐显现，目前已有江淮汽车的高端轻卡采用其生产的发动机。

### 7.4 未来三年，营业外收入对业绩仍有影响

福田汽车将欧曼中重卡业务转让给合资公司，未来几年将逐步收到欧曼一工厂评估增值、H4 卡车技术使用费、H4 卡车模具夹具等租赁费，加上公司近几年扩产投资较多，也会收到政府相关补贴，我们预计 2013-2015 年公司营业外收入分别为 15.5 亿元、12.0 亿元和 7.8 亿元，将会对公司业绩产生一定的影响。

图表30 福田汽车营业外收入预测 单位：万元



资料来源：平安证券研究所，福田汽车公告

## 7.5 估值低位，业绩改善空间大

考虑到福田戴姆勒盈利情况大幅改善，我们上调了公司盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.60 元、0.69 元（原预测分别为 0.40 元、0.53 元、0.66 元），对应最新股价动态 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍，PB 仅 1 倍，处于低位。

重卡和轻卡销量恢复增长，将促进福田戴姆勒和公司本部轻卡业务收入增长，改善其盈利水平。目前公司及其合资公司产品毛利率尚处于较低水平，随着未来产品升级和市占率提升，毛利率改善空间较大。

考虑到福田戴姆勒盈利大幅改善，福田康明斯业绩增长较快，加之公司轻卡业务盈利能力有所上升，我们将评级由“中性”上调至“推荐”，合理目标股价 6.9 元。

## 八、风险提示

### 8.1 经济增速低于预期，致使对卡车的需求不足

公司轻卡及合资公司中重卡业务均与经济形势相关度高，若经济增速低于预期，或影响公司轻卡及中重卡销量，导致公司轻卡业务和合资公司福田戴姆勒中重卡业务盈利下滑。

### 8.2 新产品市场开拓不力，导致前期投入难以收回

公司近几年在多功能车、SUV 及皮卡上投入较大，若相关车型销量不达预期，前期投入难以收回。



资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	13805	17089	20596	17449	18030	<b>营业收入</b>	51646	40973	31677	35642	39753
现金	4214	6232	6774	5784	5709	营业成本	46953	36575	27493	30836	34128
应收账款	1365	2415	1520	1838	2004	营业税金及附加	185	196	200	214	199
其他应收款	404	2781	1163	1495	1767	营业费用	1533	2252	1806	2032	2186
预付账款	1108	733	683	711	790	管理费用	1725	2403	1806	1960	2186
存货	5879	4021	5972	3650	3367	财务费用	173	249	-13	45	61
其他流动资产	834	905	4484	3971	4393	资产减值损失	68	152	185	100	100
<b>非流动资产</b>	14317	15960	15032	15594	15727	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	937	1319	1061	1126	1137	投资净收益	-35	-101	211	439	664
固定资产	7984	6948	10386	9927	9787	<b>营业利润</b>	972	-954	412	893	1557
无形资产	2793	3186	3664	4148	4577	营业外收入	402	2727	1550	1200	780
其他非流动资产	2603	4508	-81	392	225	营业外支出	32	129	200	80	40
<b>资产总计</b>	28121	33049	35628	33043	33756	<b>利润总额</b>	1342	1643	1762	2013	2297
<b>流动负债</b>	14168	13895	15781	12106	12250	所得税	190	241	258	295	337
短期借款	3111	2014	2379	2959	3293	<b>净利润</b>	1152	1402	1504	1718	1960
应付账款	6258	5872	6873	4070	4266	少数股东损益	-0	49	53	40	34
其他流动负债	4799	6010	6528	5076	4691	<b>归属母公司净利润</b>	1152	1353	1451	1678	1926
<b>非流动负债</b>	4862	4128	3710	3483	2602	EBITDA	1723	71	1208	1904	2619
长期借款	1842	1396	1096	896	996	EPS (元)	0.55	0.48	0.52	0.60	0.69
其他非流动负债	3019	2732	2615	2587	1606						
<b>负债合计</b>	19029	18023	19491	15588	14852	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	245	295	347	388	422	<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	2110	2810	2810	2810	2810	<b>成长能力</b>					
资本公积	3685	7792	7792	7792	7792	营业收入(%)	-3.5	-20.7	-22.7	12.5	11.5
留存收益	3086	4186	5187	6465	7880	营业利润(%)	-44.4	-198.1	-56.8	116.9	74.3
归属母公司股东权益	8847	14731	15789	17067	18482	归属于母公司净利润(%)	-30.0	17.4	7.2	15.7	14.8
<b>负债和股东权益</b>	28121	33049	35628	33043	33756	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	9.1	10.7	13.2	13.5	14.1
<b>现金流量表</b>						净利率(%)	2.2	3.3	4.6	4.7	4.8
						ROE(%)	13.0	9.2	9.2	9.8	10.4
<b>会计年度</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	ROIC(%)	6.6	-3.1	1.7	3.7	6.1
<b>经营活动现金流</b>	-525	-799	1207	104	1515	<b>偿债能力</b>					
净利润	1152	1402	1504	1718	1960	资产负债率(%)	67.7	54.5	54.7	47.2	44.0
折旧摊销	578	776	808	965	1001	净负债比率(%)	27.6	19.7	18.9	26.0	30.2
财务费用	173	249	-13	45	61	流动比率	0.97	1.23	1.31	1.44	1.47
投资损失	35	101	-211	-439	-664	速动比率	0.56	0.94	0.92	1.14	1.19
营运资金变动	-2576	-89	-1408	-2088	-825	<b>营运能力</b>					
其他经营现金流	113	-3238	526	-98	-18	总资产周转率	2.0	1.3	0.9	1.0	1.2
<b>投资活动现金流</b>	-3793	-180	-366	-1016	-457	应收账款周转率	42.0	20.8	15.5	20.4	19.9
资本支出	4319	2312	495	630	450	应付账款周转率	7.6	6.0	4.3	5.6	8.2
长期投资	-442	-3	-235	59	10	<b>每股指标(元)</b>					
其他投资现金流	84	2128	-106	-328	3	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.48	0.52	0.60	0.69
<b>筹资活动现金流</b>	3085	2455	-299	-78	-1133	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.19	-0.28	0.43	0.04	0.54
短期借款	2911	-1097	366	580	334	每股净资产(最新摊薄)	3.15	5.24	5.62	6.07	6.58
长期借款	460	-446	-300	-200	100	<b>估值比率</b>					
普通股增加	1055	700	0	0	0	P/E	12.8	10.9	10.2	8.8	7.7
资本公积增加	-38	4107	0	0	0	P/B	1.7	1.0	0.9	0.9	0.8
其他筹资现金流	-1303	-809	-365	-457	-1567	EV/EBITDA	6.7	164.2	9.6	6.1	4.4
<b>现金净增加额</b>	-1272	1479	541	-990	-75						

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257