

福田汽车 (600166)

毛利率继续大幅改善

推荐 (维持)

现价: 5.13 元

主要数据

行业	平安汽车
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)	2,538
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	144.14
流通 A 股市值(亿元)	130.20
每股净资产(元)	5.24
资产负债率(%)	54.15

行情走势图



相关研究报告

1、深度报告: 强者助力, 成就福田 (2013.9.6)

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

事项

福田汽车披露 2013 年三季报: 3Q13 公司实现营业收入 79.2 亿元, 同比增长 13.9%; 净利润 1.13 亿元; 每股收益 0.04 元, 每股净资产 5.24 元。

1-3Q13 公司实现营业收入 258.8 亿元, 同比下降 22.0% (收入下降因去年下半年开始, 公司欧曼中重卡业务注入合资公司); 净利润 5.2 亿元, 同比下滑 66.6%; 每股收益 0.19 元。

平安观点

3Q13 公司净利润 1.13 亿元, 低于我们预期, 主要因投资收益和营业外收入比我们预期的低。

- **轻卡销售结构提升和客车销量增长, 推动收入增长。** 3Q13 公司收入同比增长 13.9%, 我们认为主要是来自客车销量增长和轻卡产品升级。3Q13 公司大中客和轻客销量分别同比增长 19% 和 50%, 我们估计客车为公司贡献了 30% 左右的收入增量。3Q13 公司轻卡销量基本与去年同期持平, 但中高端的奥铃和欧曼可销量表现尚可, 轻卡产品升级带来的销售均价提升, 也在一定程度上推动了公司收入增长。
- **销量规模环比有所下滑, 导致来自福田戴姆勒和福田康明斯投资收益下降。** 3Q13 公司来自合资公司的投资收益仅 1492 万元, 环比下降 84%, 低于我们预期。福田戴姆勒和福田康明斯产能分别为 18 万辆和 40 万台, 两者 3Q13 销量规模环比均有所下滑, 导致两者净利润下滑幅度较大。两者盈利能力的大幅改善, 还需待公司产销规模的增长、新品的投放和毛利率的提升。
- **毛利率继续提升, 三项费用率大幅下降。** 3Q13 公司毛利率延续前两个季度趋势, 同比增加 2.6 个百分点, 收入规模的增长、产品结构升级及原材料成本的下降, 助公司毛利率持续改善。3Q13 公司三项费用率同比大幅减少 3.8 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比减少 1.2 个、1.6 个、1.1 个百分点。

	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	15.6	14.8
毛利率(%)	9.1	10.7	13.1	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)	12.5	10.7	9.9	8.6	7.5
P/B(倍)	1.6	1.0	0.9	0.8	0.8

- **重卡和轻卡销量恢复增长，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 2013 年销量增长 19%。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，有望促进公司和福田戴姆勒业绩大幅改善。此外，福田康明斯产销规模的不断扩大，也为贡献新的利润增长点。
- **盈利预测及投资建议。**考虑到公司尚有出售欧曼重卡业务的营业外收入尚未确认，我们维持公司盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52 元、0.60 元、0.69 元。考虑到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 不足 1 倍），我们维持“推荐”投资评级。
- **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。

图表1 福田汽车2013年分产品销量及同比增幅（含福田戴姆勒） 单位：辆

产品	3Q13		1-3Q13		
	销量	同比增幅	销量	同比增幅	
汽车产品	中重卡	28,150	43.5%	93,158	33.1%
	轻卡（含微卡）	106,522	-0.3%	368,690	-1.0%
	轻客	6,461	50.2%	21,147	44.7%
	大中客	1,429	19.4%	3,166	0.3%
	其他（SUV、蒙派克、迷迪）	2,251	69.2%	6,228	16.1%
	合计	144,813	8.6%	492,389	5.8%
发动机产品	奥铃发动机	18,915	8.5%	61,933	14.3%
	福田康明斯发动机	25,245	48.3%	76,771	40.6%
	合计	44,160	28.2%	138,704	27.5%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 福田汽车单季度业绩 单位：亿元

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	同比增长	环比增长
营业收入	135.4	127.1	69.6	77.7	84.0	95.6	79.2	13.9%	-17.1%
营业外净收入	11.9	9.0	2.1	4.2	1.4	0.8	1.5	-31.1%	86.7%
投资收益	0.0	0.4	-0.6	-0.7	0.2	0.9	0.1	124.3%	-84.1%
净利润	14.2	4.1	-2.8	-2.0	1.9	2.2	1.1	140.8%	-47.8%
EPS（元）	0.51	0.15	-0.10	-0.07	0.07	0.08	0.04	140.8%	-47.8%
								同比增加 百分点	环比增加 百分点
毛利率	11.2%	9.6%	11.7%	10.9%	13.0%	13.4%	14.3%	2.6	0.9
销售费用率	3.8%	5.0%	8.1%	7.0%	5.7%	5.3%	6.9%	-1.2	1.6
管理费用率	2.9%	5.4%	8.5%	9.4%	6.1%	5.3%	6.9%	-1.6	1.6
财务费用率	0.5%	0.7%	0.8%	0.5%	-0.1%	0.1%	-0.2%	-1.1	-0.3
三项费用率	7.1%	11.1%	17.4%	16.9%	11.7%	10.7%	13.6%	-3.8	2.9
净利率	10.5%	3.3%	-4.0%	-2.6%	2.3%	2.3%	1.4%	5.4	-0.8

资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	17089	20608	17449	18030	营业收入	40973	31677	35642	39753
现金	6232	6777	5784	5709	营业成本	36575	27527	30836	34128
应收账款	2415	1520	1838	2004	营业税金及附加	196	200	214	199
其他应收款	2781	1163	1495	1767	营业费用	2252	1806	2032	2186
预付账款	733	684	711	790	管理费用	2403	1901	1960	2186
存货	4021	5980	3650	3367	财务费用	249	-23	45	61
其他流动资产	905	4484	3971	4393	资产减值损失	152	185	100	100
非流动资产	15960	15032	15594	15727	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1319	1061	1126	1137	投资净收益	-101	211	439	664
固定资产	6948	10386	9927	9787	营业利润	-954	293	893	1557
无形资产	3186	3664	4148	4577	营业外收入	2727	1550	1200	780
其他非流动资产	4508	-81	392	225	营业外支出	129	80	80	40
资产总计	33049	35640	33043	33756	利润总额	1643	1763	2013	2297
流动负债	13895	15792	12105	12249	所得税	241	258	295	337
短期借款	2014	2379	2959	3292	净利润	1402	1504	1718	1960
应付账款	5872	6882	4070	4266	少数股东损益	49	53	40	34
其他流动负债	6010	6531	5076	4691	归属母公司净利润	1353	1451	1678	1926
非流动负债	4128	3710	3483	2602	EBITDA	71	1078	1904	2619
长期借款	1396	1096	896	996	EPS (元)	0.48	0.52	0.60	0.69
其他非流动负债	2732	2615	2587	1606					
负债合计	18023	19502	15588	14851	主要财务比率				
少数股东权益	295	347	388	422	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	2810	2810	2810	2810	成长能力				
资本公积	7792	7792	7792	7792	营业收入(%)	-20.7	-22.7	12.5	11.5
留存收益	4186	5188	6465	7881	营业利润(%)	-198.1	-69.3	205.2	74.3
归属母公司股东权益	14731	15790	17067	18483	归属于母公司净利润	17.4	7.2	15.6	14.8
负债和股东权益	33049	35640	33043	33756	获利能力				
					毛利率(%)	10.7	13.1	13.5	14.1
					净利率(%)	3.3	4.6	4.7	4.8
					ROE(%)	9.2	9.2	9.8	10.4
					ROIC(%)	-3.1	1.1	3.7	6.1
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.5	54.7	47.2	44.0
					净负债比率(%)	19.7	18.9	26.0	30.2
					流动比率	1.23	1.30	1.44	1.47
					速动比率	0.94	0.92	1.14	1.19
					营运能力				
					总资产周转率	1.3	0.9	1.0	1.2
					应收账款周转率	20.8	15.5	20.4	19.9
					应付账款周转率	6.0	4.3	5.6	8.2
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.48	0.52	0.60	0.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.28	0.43	0.04	0.54
					每股净资产(最新摊薄)	5.24	5.62	6.07	6.58
					估值比率				
					P/E	10.7	9.9	8.6	7.5
					P/B	1.0	0.9	0.8	0.8
					EV/EBITDA	159.0	10.4	5.9	4.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	-799	1200	101	1515
净利润	1402	1504	1718	1960
折旧摊销	776	808	965	1001
财务费用	249	-23	45	61
投资损失	101	-211	-439	-664
营运资金变动	-89	-1405	-2090	-825
其他经营现金流	-3238	526	-98	-18
投资活动现金流	-180	-366	-1016	-457
资本支出	2312	495	630	450
长期投资	-3	-235	59	10
其他投资现金流	2128	-106	-328	3
筹资活动现金流	2455	-289	-78	-1133
短期借款	-1097	366	579	334
长期借款	-446	-300	-200	100
普通股增加	700	0	0	0
资本公积增加	4107	0	0	0
其他筹资现金流	-809	-355	-458	-1567
现金净增加额	1479	545	-993	-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 $\pm 10\%$ 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：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（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