

证券研究报告

平安汽车

推荐 (维持)

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。

福田汽车 (600166)

扩大与康明斯合资，提升竞争力

事项：

福田汽车发布公告：公司持有 50% 股权的合资公司北京福田康明斯发动机有限公司与美国康明斯有限公司签署了《欧六发动机开发合同》，联合开发满足欧六排放标准的载重汽车用 11 升及 12 升发动机。该款发动机不仅匹配高端重型载重牵引车，而且还将匹配全驱车、泵车、矿用自卸车、大吨位轮式起重机等系列产品。

平安观点：

- **与康明斯合作进一步扩大，完善公司供应链。**公司目前的重卡发动机均从外采购，导致公司重卡产品与市场竞品同质化程度高，产品盈利能力较差。公司扩大与康明斯的合作，生产 11L 和 12L 重型发动机，将有助于公司完善供应链，提升重卡产品差异化和市场竞争力。康明斯是全球最大的发动机供应商，是北美领先的重型发动机供应商，产品应用于北美多个重卡品牌。我们预计未来公司与康明斯的合作将会扩展到海外，福田品牌有望借助康明斯的网络拓展海外市场。
- **在福康基础上，投资重型发动机更具经济性和效率。**公司与康明斯合资的福田康明斯目前主要生产轻型柴油机，年产销规模已超过 10 万台，为公司轻卡高端化提供强劲动力。福田康明斯已运行 4 年多，已有完善的生产管理流程和供应体系，在其基础上投资重型柴油发动机效率更高，可以较快时间达产，抢占市场先机，并且使用福康的人员、设备和体系生产重型发动机，无需大量投资和体系磨合，也更具经济性。
- **福田与康明斯合作扩大是“一举两得”。**本次合作扩大不仅提升福田康明斯的产销和利润规模，也有利于福田欧曼重卡的发展。1H13 福田康明斯收入和净利润分别为 13.8 亿元和 0.6 亿元，假设福康重型发动机年产销规模达 10 万台左右，我们估算每年可为福康贡献 60-70 亿元的收入和 6 亿元的利润。同时，康明斯重型发动机在福田欧曼重卡上的应用，也将提升欧曼重卡产品品质、市场竞争力和盈利能力。1H13 福田戴姆勒（福田持股 50%，生产欧曼系列重卡）收入规模约为 123 亿元，净利率仅 1.4%，我们认为装备福田康明斯重型发动机后，福田戴姆勒的盈利能力有望提升，并将大幅提升福田汽车的利润规模。
- **盈利预测及投资建议。**随着福田康明斯重型发动机产销规模上升，也将对福田汽车业绩产生影响。考虑到产能爬坡过程，我们预计 2014-2015 年福田康明斯重型发动机的出货量分别为 2.0 万台和 5.0 万台。我们略微上调了福田汽车 2015 年盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.52 元（其中 0.40 元为非经常性损益）、0.60 元、0.71 元（原预测为 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 仅 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，致使对商用车需求不足；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2014-2015年收入及盈利预测

	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	1,688	1,991
YoY(%)	-30.0	17.4	7.2	16.3	17.9
毛利率(%)	9.1	10.7	13.1	13.5	14.1
净利率(%)	2.2	3.3	4.6	4.7	5.0
ROE(%)	13.0	9.2	9.2	9.9	10.7
EPS(摊薄/元)	0.41	0.48	0.52	0.60	0.71
P/E(倍)	13.4	11.4	10.6	9.2	7.8
P/B(倍)	1.7	1.0	1.0	0.9	0.8

资料来源：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	58
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	451	739
固定资产	6948	10386	9927	9787	营业利润	-954	293	906	1635
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	2026	2375
流动负债	13895	15792	12095	12175	所得税	241	258	297	348
短期借款	2014	2379	2948	3218	净利润	1402	1504	1729	2027
应付账款	5872	6882	4070	4266	少数股东损益	49	53	41	36
其他流动负债	6010	6531	5076	4691	归属母公司净利润	1353	1451	1688	1991
非流动负债	4128	3710	3483	2602	EBITDA	71	1078	1916	2694
长期借款	1396	1096	896	996	EPS (元)	0.48	0.52	0.60	0.71
其他非流动负债	2732	2615	2587	1606					
负债合计	18023	19502	15577	14777					
少数股东权益	295	347	388	424	主要财务比率				
股本	2810	2810	2810	2810	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
资本公积	7792	7792	7792	7792	成长能力				
留存收益	4186	5188	6475	7953	营业收入(%)	-20.7	-22.7	12.5	11.5
归属母公司股东权益	14731	15790	17078	18555	营业利润(%)	-198.1	-69.3	209.4	80.5
负债和股东权益	33049	35640	33043	33756	归属于母公司净利润(%)	17.4	7.2	16.3	17.9
					获利能力				
					毛利率(%)	10.7	13.1	13.5	14.1
					净利率(%)	3.3	4.6	4.7	5.0
					ROE(%)	9.2	9.2	9.9	10.7
					ROIC(%)	-3.1	1.1	3.7	6.3
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.5	54.7	47.1	43.8
					净负债比率(%)	19.67	18.90	25.96	29.82
					流动比率	1.23	1.30	1.44	1.48
					速动比率	0.94	0.92	1.14	1.20
					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	0.71
					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	6.08	6.60
					估值比率				
					P/E	11.4	10.6	9.2	7.8
					P/B	1.0	1.0	0.9	0.8
					EV/EBITDA	173.7	11.4	6.4	4.6

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	100	1504
净利润	1402	1504	1729	2027
折旧摊销	776	808	965	1001
财务费用	249	-23	45	58
投资损失	101	-211	-451	-739
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	-1004	-382
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	-316	78
筹资活动现金流	2455	-289	-89	-1197
短期借款	-1097	366	569	270
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	-457	-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 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

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