

2013年主营扭亏

投资收益成为未来业绩主要增长点

福田汽车 (600166)

投资评级: 推荐

㊦ 事件

公司日前公布了 2013 年度业绩报告: 全年实现营业收入: 342 亿元, 同比下降 16.6%; 归属净利润 7.63 亿元, 同比下降 43.6%, 扣非后实现扭亏。

㊦ 欧曼彻底出表导致收入下降

由于与戴姆勒合资, 欧曼业务从 2012 年下半年开始退出合并报表, 导致公司 2012 年下半年和 2013 年上半年的收入下滑幅度较大。从 2013 年下半年起, 公司并表收入恢复增长, 三、四季度收入分别同比增长 13.9% 和 6.4%。

分产品看, 2013 年轻微卡收入微降 0.7%, 轻客增长 95.6%, 大中客增长 35.0%。展望 2014 年, 公司一季度轻微卡销量下降 6.4%, 轻客和大中客则分别增长 24.1% 和 134.9%, 我们认为全年仍会保持轻微卡稳中有降, 轻客和大中客大幅增长的局面, 预计全年收入增长 10% 至 375 亿元。

㊦ 主营业务盈利能力改善

由于盈利能力较差的重卡业务出表, 以及原材料成本下降导致其他所有业务毛利率的改善, 公司整体毛利率从 2012 年的 10.7% 上升至 12.8%。2014 年公司并表业务业绩的增长将继续依赖毛利率的提高和费用的控制。

㊦ 投资收益成为未来业绩主要增长点

公司的两大合资公司福田康明斯和福田戴姆勒 2013 年分别贡献投资收益 4550 万元和 1900 万元, 贡献增量分别为 1350 万元和 1.48 亿元。我们判断这两大合资公司将在未来贡献主要的业绩增量。

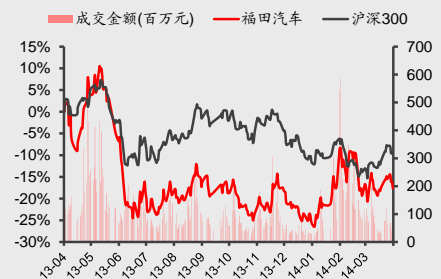
◇ 福田康明斯增加重卡发动机产品

公司近日公告, 合资公司福田康明斯与美国康明斯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。

该系列发动机将在国内的福田康明斯国产。依靠福田、康明斯、戴姆勒的销售体系, 该系列发动机将拥有稳定的客户需求, 从而提高

一年来市场表现

截至 2013/4/18



市场数据

2013/4/18

A股收盘价 (元)	5.34
A股一年内最高价 (元)	7.21
A股一年内最低价 (元)	4.69
上证指数	2,097.75
市净率	1.01
总股本 (万股)	280,967
实际流通A股 (万股)	253,810
限售的流通A股 (万股)	27,157
流通A股市值 (亿元)	136

分析师: 赵宇

执业证书号: S1490513070002

电话: 010-58565124

邮箱: zhaoyu@hrsec.com.cn

福田康明斯的收入规模和盈利能力。我们预计 2014 年福田康明斯贡献的投资收益将上升至 1.8 亿元。

◇ 福田戴姆勒业绩弹性较大

资产评估增值导致福田戴姆勒的盈亏平衡点有所提高。我们认为 2013 年福田戴姆勒 11 万台的销量刚好处于盈利平衡点，此时的业绩弹性较大。根据公司的销量公告，福田戴姆勒 2014 年一季度销量增长在 18% 左右，我们预计全年至少达到 11.6 万台，贡献的投资收益增至 7000 万左右。

除了盈亏平衡点业绩弹性较大外，我们认为福田戴姆勒盈利提升的另一重要原因来自于福田康明斯投产重卡发动机。福田因此也将拥有上游发动机的配套能力，增强对原有供应商的话语权。

⑤ 估值判断

我们预计福田汽车 2014-2016 年分别实现营业收入 376 亿元、420 亿元和 473 亿元，归属净利润 8.22 亿元、9.97 亿元和 10.69 亿元，EPS 分别为 0.29 元/股、0.35 元/股和 0.38 元/股。目前股价对应 2014 年的市盈率为 18.4 倍，市净率不到 1 倍。

净利润增幅有限，主要是非经常性损益的影响。受未来投资收益大幅增长的带动，公司营业利润在未来三年的年均增速有望达到 50%，具有一定吸引力，我们给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

- (1) 商用车市场大幅下滑；
- (2) 新产品销量低于预期；
- (3) 原材料成本大幅上涨。

⑤ 盈利预测

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	40,973	34,153	37,571	42,036	47,318
同比增长(+/-%)	-20.7%	-16.6%	10.0%	11.9%	12.6%
营业利润(百万元)	-954	236	527	847	1,071
同比增长(+/-%)	-198.1%	-124.7%	123.4%	60.6%	26.5%
归属净利润(百万元)	1,353	763	822	997	1,069
同比增长(+/-%)	17.4%	-43.6%	7.7%	21.3%	7.2%
每股收益(元)	0.55	0.27	0.29	0.35	0.38
PE	9.7	19.6	18.3	15.0	14.0
PB	1.02	1.00	0.96	0.92	0.88

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	17,089	12,458	14,103	16,395	18,595
现金	6,232	2,916	3,381	3,783	4,259
应收票据	350	28	253	290	272
应收款项	2,415	3,066	2,532	2,867	3,362
其他应收款	2,781	741	1,204	1,698	1,484
存货	4,021	3,272	3,688	4,012	4,542
其他	1,289	2,435	3,045	3,745	4,676
非流动资产	15,960	19,975	23,194	26,656	30,268
长期股权投资	1,319	1,629	1,880	2,288	2,905
固定资产	6,948	8,502	10,809	12,675	14,392
无形资产	3,186	3,756	3,845	3,915	3,972
其他	4,508	6,088	6,660	7,779	8,999
资产总计	33,049	32,433	37,296	43,052	48,864
流动负债	13,895	15,110	19,315	24,377	29,308
短期负债	2,014	424	7,014	10,527	13,086
应付账款	5,872	6,271	5,171	6,036	7,115
预收账款	1,677	2,430	2,259	2,245	2,669
其他	4,333	5,984	4,872	5,569	6,439
长期负债	4,128	2,077	2,083	2,093	2,235
长期借款	1,396	587	587	442	442
其他	2,732	1,490	1,497	1,651	1,792
负债合计	18,023	17,187	21,399	26,470	31,542
股本	2,810	2,810	2,810	2,810	2,810
资本公积金	7,792	7,790	7,790	7,790	7,790
留存收益	2,963	3,330	3,658	4,057	4,485
少数股东权益	295	279	279	279	279
母公司所有者权益	8,061	8,847	14,731	14,967	15,619
负债及权益合计	33,049	32,433	37,296	43,052	48,864

现金流量表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-952	938	-1,636	1,901	2,822
净利润	1,402	747	822	997	1,069
折旧摊销	776	878	1,005	1,165	1,319
财务费用	249	-38	173	360	484
投资收益	-2,247	-93	-251	-408	-617
营运资金变动	-89	-596	-3,609	-368	614

其他	-1,043	40	225	155	-46
投资活动现金流	-180	-1,809	-4,156	-4,352	-4,234
资本支出	-659	-588	-3,210	-3,229	-3,109
其他投资	479	-1,220	-946	-1,122	-1,124
筹资活动现金流	2,953	-4,205	6,257	2,852	1,887
借款变动	-1,544	-2,398	6,589	3,369	2,559
普通股增加	700	-	-	-	-
资本公积增加	4,107	-2	-	-	-
股利分配	-253	-450	-247	-299	-321
其他	-57	-1,355	-86	-217	-351
现金净流量	1,821	-5,075	465	402	475

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	40,973	34,153	37,571	42,036	47,318
营业成本	36,575	29,791	32,686	36,442	40,956
营业税金及附加	196	223	258	229	280
营业费用	2,252	1,749	1,879	2,060	2,319
管理费用	2,403	2,088	2,254	2,480	2,792
财务费用	249	-38	173	360	484
资产减值损失	152	164	46	25	34
投资收益	-101	62	251	408	617
营业利润	-954	236	527	847	1,071
营业外收入	2,727	646	486	366	226
营业外支出	129	64	47	40	40
利润总额	1,643	818	967	1,173	1,257
所得税	241	71	145	176	189
净利润	1,402	747	822	997	1,069
少数股东权益	49	-16	0	0	0
归属母公司所有者净利润	1,353	763	822	997	1,069
EBITDA	2,668	1,657	2,144	2,698	3,061

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	-20.7%	-16.6%	10.0%	11.9%	12.6%
营业利润	-198.1%	-124.7%	123.4%	60.6%	26.5%
净利润	17.4%	-43.6%	7.7%	21.3%	7.2%
EBITDA	27.5%	-37.9%	29.4%	25.8%	13.4%
盈利能力					

毛利率	10.7%	12.8%	13.0%	13.3%	13.4%
净利率	3.4%	2.2%	2.2%	2.4%	2.3%
ROE	9.2%	5.1%	5.3%	6.1%	6.3%
ROIC	9.7%	4.3%	4.5%	5.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	53.0%	57.4%	61.5%	64.6%
流动比率	1.23	0.82	0.73	0.67	0.63
速动比率	0.90	0.50	0.42	0.39	0.35
现金比率	0.45	0.19	0.18	0.16	0.15
营运能力					
资产周转率	1.24	1.05	1.01	0.98	0.97
存货周转率	9.10	9.11	8.86	9.08	9.02
应收账款周转率	14.82	11.04	13.49	13.31	13.02
每股资料(元)					
每股收益	0.55	0.27	0.29	0.35	0.38
每股经营现金	-0.28	0.39	-0.58	0.68	1.00
每股净资产	5.24	5.33	5.56	5.80	6.07
每股股利	0.16	0.09	0.11	0.11	0.13
估值比率					
PE	9.71	19.63	18.26	15.05	14.04
PB	1.02	1.00	0.96	0.92	0.88
EV/EBITDA	5.62	9.05	7.00	5.56	4.90

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

赵宇，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159 网址：www.hrsec.com.cn