

# 福田汽车：2015年净利润增长40%

福田汽车  
(600166.SH)

## 投资要点：

- 行业回暖，龙头发力。**今年受到宏观经济下行压力，固定资产投资减慢，卡车行业整体负增长。加之国家国四升级对轻卡影响较大，发动机供应不足，市场对价格又较为敏感，商用车整体销售形势不良。但我们预计明年基建、铁路等建设加快，卡车市场将回暖，同时轻卡经过今年下半年国三库存的消耗和生产线更新换代完成，国四车辆供求端将明显改善。从需求端来看，在明年国四强制推行的条件下，持币待购的观望者需求将得到逐步释放，因此卡车行业明年将逐步回暖。福田为卡车行业龙头，在行业带动下销量会回升。
- 借政策东风，奠定新能源领域地位。**福田汽车在此领域成绩颇多：(1)在新能源汽车两批推广目录中，福田一共进入9个车型；(2)成立了规模较大的新能源研发中心，不仅包含对整车的研发，同时也包含了对电池、充电设施的研发。电池成本占到整车成本的三分之一，为电动车关键零部件，提高整车利润的核心因素为电池成本的控制。(3)利用南北两大基地，两面夹攻新能源市场。在北部基地新能源客车已经进入北京公交系统采购名单，并积极开拓京津冀领域；在南部领域，福田汽车已经渗入广东、深圳等市场。(4)积极开发改装车领域公共市场。已经出售纯电动洒水车、环卫车300台，预计明年交付北京市纯电动物流轻卡8台样车，开创轻卡公共领域先河。(5)欧辉客车竞争力强，进入北京市公交系统采购领域。约占据北京新能源公交系统的半壁江山。(6)清洁能源市场业绩显著。
- 产品结构调整，增加高端产品比例，提高盈利能力。**在重卡上，通过增加出口来增加GTL产品的比重，轻卡国四实施有利于增加欧码可和奥铃产品的比重。而在轻客领域，则开始研发中高端车型V1进入毛利率较高的轻客市场。
- 启动关键零部件开发，降低成本兼具创收。**随着自配份额的逐步扩大，可以有效降低成本，同时也可以具备与上游供应商的议价能力。预计今年重卡自配发动机为10%，明年预计上升到30%。
- 强强联合，打造核心竞争力。**福田康明斯发动机占据着国内高端轻型柴油机的领军地位，随着明年严格执行国四后，高端柴油机具备发展空间。同时，康明斯发动机也已开发出了12L、13L排放的中重卡发动机，具备更广阔的发展空间。福田戴姆勒合资后，福田借助戴姆勒销售渠道积极开拓海外市场，而一直被业内关注的戴姆勒发动机迟迟未能生产，现在看来福田已经用康明斯发动机来替代其位置。而鉴于中国重卡市场目前发展情况，高端卡车想要在中国市场淘金还需时机，那么戴姆勒想在中国市场攫取更多利润必然会调整其战略，在与福田目前的合资关系上有可能会更近一步。
- 总体来看，福田汽车业绩不佳，但基础尚好，布局比较充分，发展需要外部机遇的配合。**预计2014-2016年EPS0.12、0.17、0.1元。
- 风险提示：**1、产品线过长，市场风险大；2、公司产品开发投资回收期长，影响其利润水平。

分析师：曹鹤

执业证书编号：S0050510120002

Tel：010-59355901

Email：caoh@chinans.com.cn

联系人：李虹

Tel：010-59355727

Email：lihong@chinans.com.cn

联系人：吴帆

Tel：010-59355546

Email：wufan@chinans.com.cn

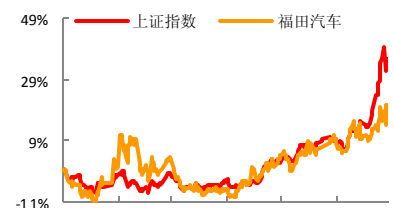
## 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	8.01

## 市场数据

市价(元)	6.48
上市的流通A股(亿股)	25.38
总股本(亿股)	28.1
52周股价最高最低(元)	6.6-4.78
上证指数/深证成指	2938.17/ 10462.31
2013年股息率	0%

## 52周相对市场改变



## 相关研究

**公司财务数据及预测**

项目	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	34152.54	33469.49	36749.50	29399.6
增长率(%)	-16.65	-1.1	9.8	-20
归属于母公司所有者的 净利润(百万元)	763.06	534.14	747.80	448.68
增长率(%)	-43.62	-30	40	-40
毛利率%	12.77	13.12	13.50	12.88
EPS(元)	0.27	0.12	0.17	0.1
P/E(倍)	23.86	53.69	38.35	63.91

数据来源：民族证券

## 正文目录

一、投资要素 .....	5
1、行业回暖，龙头发力 .....	5
2、借政策东风，奠定新能源领域地位 .....	6
3、产品结构调整，增加高端产品比例，提高盈利能力 .....	7
4、启动关键零部件开发，降低成本兼具创收 .....	7
5、强强联合，打造核心竞争力 .....	8
二、公司经营情况 .....	错误!未定义书签。
1、营收情况 .....	8
2、产销情况 .....	8
3、行业发展环境 .....	错误!未定义书签。
4、竞争情况 .....	10
三、财务分析 .....	11
1、现金流分析 .....	11
2、盈利能力分析 .....	12
3、成长能力分析 .....	12
4、营运能力分析 .....	13
四、估值 .....	14
五、投资建议 .....	14
六、风险提示 .....	错误!未定义书签。

## 图表目录

图 1: 图 2014 年 1-10 月份微卡销量前五 .....	4
图 2: 2014 年 1-10 月份微卡销量前五市场份额 .....	4
图 3: 2014 年 1-10 月份轻卡销量前五 .....	5
图 4: 2014 年 1-10 月份轻卡销量前五市场份额 .....	5
图 5: 2014 年 1-10 月份重卡销量前五 .....	5
图 6: 重卡销量前五市场份额 .....	5
图 7: 福田汽车产品型谱 .....	4
表 1: 福田产品销售结构 .....	4
表 2: 重卡发动机的匹配结构 .....	4
表 3: 福田汽车 2014 年 10 月产销 .....	4
表 4: 福田汽车关联交易内容 .....	4
表 5: 轻卡产品市场分类 .....	4
表 6: 轻卡发动机配套厂家 .....	4
表 7: 福田汽车现金流分析 .....	4
表 8: 福田汽车成长能力分析 .....	4
表 9: 福田汽车 10 月产销情况 .....	4
表 10: 行业内成长能力比较 .....	4
表 11: 福田汽车盈利能力分析 .....	4
表 12: 行业内盈利能力比较 .....	4
表 13: 福田汽车营运能力分析 .....	4
表 14: 行业内营运能力比较 .....	4

## 一、 投资要素

### 1、 行业回暖，龙头发力

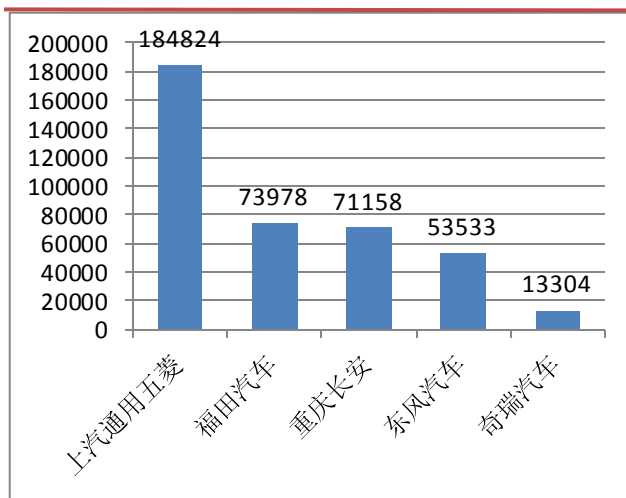
福田汽车是中国品种最全，规模最大的商用车企业。目前福田汽车旗下拥有欧曼、欧辉、欧马可、奥铃、拓陆者、蒙派克、迷迪、萨普、风景等汽车产品品牌。

今年 1-10 月份，福田商用车销售共 45.89 万辆，居行业首位。其中载货车销售 42.65 万辆，客车销售 3.24 万辆。其卡车保持商用车龙头地位，其中轻卡销售总量一直保持行业第一的优势地位，微卡位居行业第二，重卡销量位居行业第四。客车借助其清洁能源与新产品竞争力逐步提升，大中客车 1-10 月累计比去年增长了 31.55%，轻客累计增长 17.96%，均高于行业水平。

今年受到宏观经济下行压力，固定资产投资减慢，卡车行业整体负增长。加之国家国四升级对轻卡影响较大，发动机供应不足，市场对价格又较为敏感，商用车整体销售形势不良。但我们预计明年基建、铁路等建设加快，卡车市场将回暖，同时轻卡经过今年下半年国三库存的消耗和生产线更新换代完成，国四车辆供求端将明显改善。从需求端来看，在明年国四强制推行的条件下，持币待购的观望者需求将得到逐步释放，因此卡车行业明年将逐步回暖。

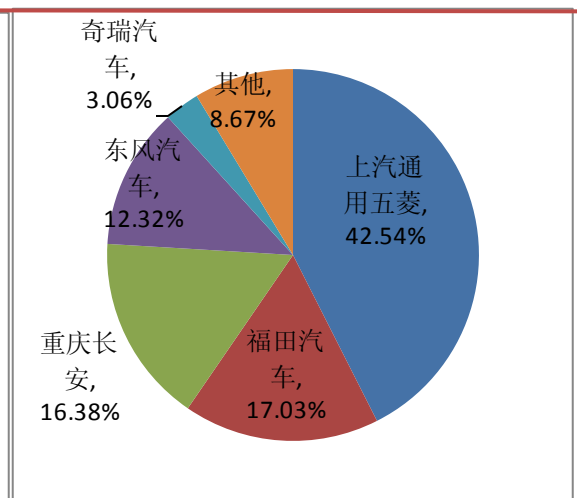
从福田汽车公司层面来看，第一：福田汽车产品组合包含了微卡、轻卡、中卡、重卡，定位也从低端到高端较为完整，利于其推广；第二：福田汽车行业处于龙头地位，经销商网络布局完整，拥有良好的客户开发能力。第三、其匹配康明斯发动机提高其品牌地位。

图 1：2014 年 1-10 月份微卡销量前五：



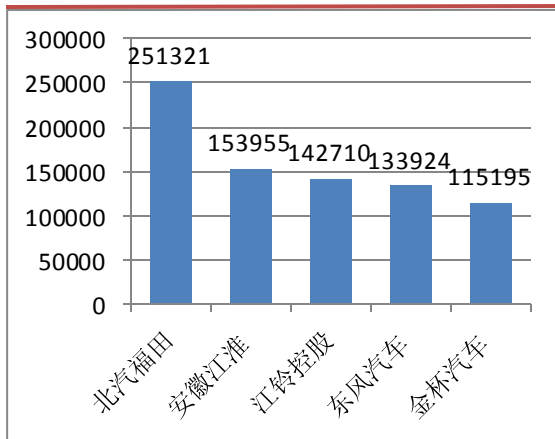
资料来源：民族证券

图 2：2014 年 1-10 月份微卡销量前五市场份额：



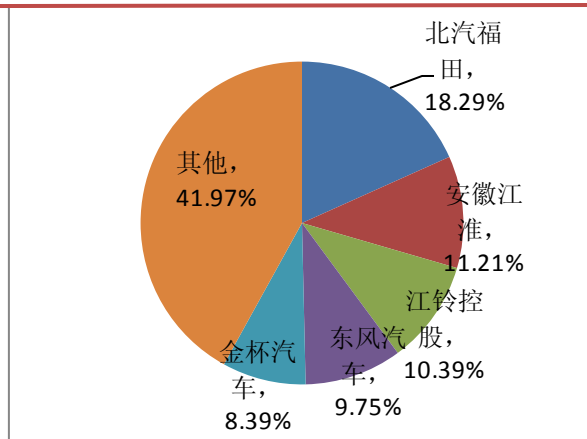
资料来源：民族证券

图 3：2014 年 1-10 月份轻卡销量前五：



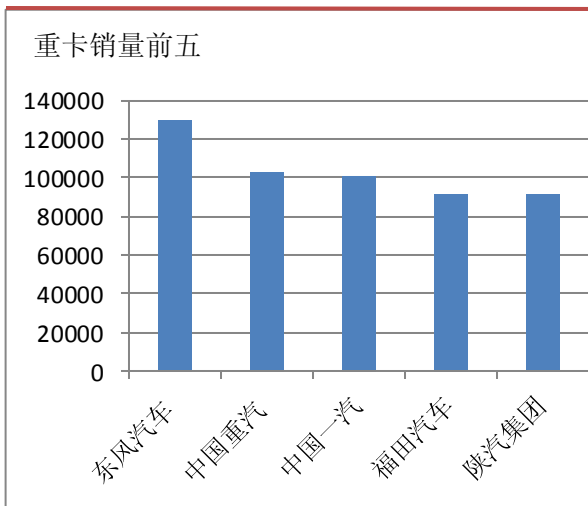
资料来源：民族证券

图 4：2014 年 1-10 月份轻卡销量前五市场份额：



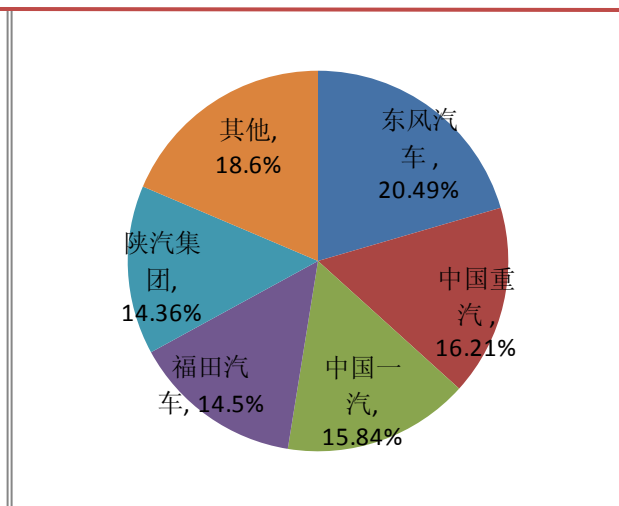
资料来源：民族证券

图 5：2014 年 1-10 月份重卡销量前五：



资料来源：民族证券

图 6：重卡销量前五市场份额：



资料来源：民族证券

## 2、借政策东风，奠定新能源领域地位

自新能源汽车推广以来，国家对新能源汽车推广政策利好不断。2013 年福田一共销售新能源(含 LNG)共 6896 辆。LNG 中重卡推广达到 3000 辆，预计今年可实现 6000 辆，明年可达到 10000 辆的推广数量。特别是在公共交通领域的推广上，福田汽车在此领域成绩颇多。(1) 在新能源汽车两批推广目录中，福田一共进入 9 个车型；(2) 成立了规模较大的新能源研发中心，不仅包含对整车的研发，同时也包含了对电池、充电设施的研发。电池成本占到整车成本的三分之一，为电动车关键零部件，提高整车利润的核心因素为电池成本的控制。福田汽车在研发电动整车的同时启动电池研发，显然是等待机遇，自配关键件来取得成本优势；(3) 利用南北两大基地，两面夹攻新能源市场。在北部基地新能源客车已经进入北京公交系统采购名单，并积极开拓京津冀领域；在南部领域，福田汽车已经渗入广东、深圳等市场。

(4) 积极开发改装车领域公共市场。已经出售纯电动洒水车、环卫车 300 台，预计明年交付北京市纯电动物流轻卡 8 台样车，开创轻卡公共领域先河。(5) 欧辉客车竞争力强，进入北京市公交系统采购领域。约占据北京新能源公交系统的半壁江山。(6) 清洁能源市场业绩显著。

### 3、 产品结构调整，增加高端产品比例，提高盈利能力

福田汽车整体销量虽然占据行业首位，但低端产品确实销量的主力，因此整体利润水平不高。改善其产品销售结构，提高毛利率高的高端产品比例，对改善其业绩有很大帮助。

在重卡上，通过增加出口来增加 GTL 产品的比重，轻卡国四实施有利于增加欧马可和奥铃产品的比重。而在轻客领域，则开始研发中高端车型 V1 进入毛利率较高的轻客市场。

表 1：福田产品销售结构：

		定位	2014 年销售比例	2015 年销售比例
重卡	欧曼其他产品	中低端	90%	70%
	GTL	中高端	10%	30%
轻卡	欧马可、奥铃	中高端	30%	40%
	时代	中低端	70%	60%
轻客	日系风景	中低端	以日系风景为主	新增欧系 V1 轻客
	欧系	中高端		

资料来源：民族证券

### 4、 启动关键零部件开发，降低成本兼具创收

#### (1) 传统领域

动力系统和传动系统是汽车上技术及匹配要求高，成本高，开发周期长且难以简单复制的零部件，整车厂对此话语权较弱，常常受制于关键零部件厂。特别是对福田重卡来说，一直依靠潍柴发动机，毛利率比较低，今年以来开始匹配康明斯 11L、12L 的发动机。随着自配份额的逐步扩大，可以有效降低成本，同时也可以具备与上游供应商的议价能力。预计今年重卡自配发动机为 10%，明年预计上升到 30%。

在外销方面，康明斯发动机具备品牌优势和价格优势，有良好的推广条件。继 2012 年首次实现盈利后，2013 年销售发动机 10.12 万台，同比增长 34.43%，实现销售收入 27.40 亿元。今年产能预计达到 13 万台，明年达到 17 万台，增长达到 30%。另外，受益于福田康明斯发动机的优势，福田公司相关装配产品的销售（尤其是海外销售）增速明显。

表 2：重卡发动机的匹配结构：

发动机类型	2014 年	2015 年
康明斯	10%	30%
潍柴	75%	70%
玉柴	10%	
其他	5%	

资料来源：民族证券

发动机的自配仅仅是传统领域零部件研发的开端，后续福田不排除进行变速箱、车桥等关键零部件开发的可能。我们认为对自主品牌来讲，核心零部件技术缺失是限制其发展的重要因素，自行开发路途艰难，但却是成长壮大的必由之路。关注其后续开发策略和进展。

从 2014 年 1-10 月的柴油机产量来看：玉柴、潍柴、中国一汽、全柴、江铃控股、云内动力、东风汽车、北汽福田、山东华源莱动、中国重汽柴油机名列柴油机累计生产前十位，上述十家企业共生产 2270833 台，占柴油机累计生产总量的 84.57%。2014 年 1-10 月，柴油机生产前十家企业累计产量与上年同期累计比较，有四家企业均处于增长趋势，六家企业产量同比下降。处于增长趋势的企业情况：北汽福田柴油机产量累计增幅依旧最大，为 29.55%，增加 1.98 个百分点；其他三家企业增幅在 10% 以下。从 2014 年 1-10 月的柴油机销量来看：玉柴、潍柴、中国一汽、全柴、江铃控股、东风汽车、云内动力、北汽福田、山东华源莱动、中国重汽柴油机分别位居累计销量的前十位，上述十家企业共销售柴油机 2308714 台，占柴油机累计销售总量的 85.02%。2014 年 1-10 月，柴油机销售前十家企业累计销量与上年同期累计比较，同样是四家企业增长，六家企业下降。处于增长趋势的企业情况：北汽福田累计增幅保持最大，为 23.39%。发动机会成为福田汽车的一个利润增长点。

## (2) 新兴领域:

福田汽车成立的新能源分公司，不但包含新能源整车的研发，同时开展汽车电池管理系统、电控管理系统、电机、充电站、充电桩等的技术研发及生产。新能源是未来的发展趋势已经非常明确，福田吸取在传统市场的经验，及早考虑核心零部件及配套的自行生产和成本问题方向是正确的。一旦有技术突破可以及时跟进并加以应用转化为生产力。

## 5、 强强联合，打造核心竞争力

福田汽车两大合资公司福田康明斯和福田戴姆勒是福田汽车进行品牌打造的优势资源。

福田康明斯发动机占据着国内高端轻型柴油机的领军地位，这两款发动机能够满足欧 III、欧 IV 及欧 V 排放，并能轻松升级，适用于轻卡、中卡、轻客、中客、皮卡、MPV、SUV 等汽车领域以及小型工程机械和小型发电机组等非公路设备。随着明年严格执行国四后，高端柴油机具备发展空间。同时，康明斯发动机也已开发出了 12L、13L 排放的中重卡发动机，具备更广阔的发展空间。

福田戴姆勒合资后，福田借助戴姆勒销售渠道积极开拓海外市场，而一直被业内关注的戴姆勒发动机迟迟未能生产，现在看来福田已经用康明斯发动机来替代其位置。而鉴于中国重卡市场目前发展情况，高端卡车想要在中国市场淘金还需时机，那么戴姆勒想在中国市场攫取更多利润必然会调整其战略，在与福田目前的合资关系上有可能更近一步。

## 二、 公司经营情况:

### 1、 营收情况

福田汽车 2014 年前三季度实现营收 255.91 亿元，同比下降 1.13%，归属净利润 3.01 亿元，同比下降 42.17%，扣非后归属净利润为负值，-1.80 亿元，同比下降-183.58%。前三季度每股收益 0.11 元。福田汽车今年业绩的大幅下滑一方面受到行业的影响，另一方面研发投入费用过高，2013 年全年研发投入为具了解今年研发投入高达 20 亿元，在行业内处于高水平，投资收益一般三年后才可显现。

从营收情况来看，福田今年业绩无好转希望。但根据基本面情况看，已进行了全方位的布局，后期有很大的成长潜力。

### 2、 产销情况

从产销情况分析，福田汽车卡车今年受整体销售影响，下滑严重。客车市场增长高于行业增长水平。值得注意的是康明斯内配发动机增量大幅度提高。由于宏观经济持续不景气影响，明年中重卡在基



建和铁路建设的带动下，会开始回暖。轻卡国四严格实施后，会出现洗牌，福田准备充分，会有增长机会。在大中客车上，福田明年主要依靠新能源客车优势仍然会有 30%左右的增长幅度。而轻客方面，借助于中高端新品的开发，预计增幅会加大。在发动机上，康明斯发动机明年仍会有 30%的增长。

综合分析，明年商用车销售整体仍然不会太好，福田汽车在新能源客车领域，康明斯发动机上会是亮点，整车上轻客会有新的增长，轻卡会维持行业水平上。

**表 3：福田汽车 2014 年 10 月产销：**

福田产品销量		本年累计	去年累计	累计同比增减 (%)
中重卡 (含非完整车辆)		101,162	103,940	-2.67%
轻卡 (含微卡)		325,299	409,605	-20.58%
轻客		27,465	23,284	17.96%
大中客 (含非完整车辆)		4,958	3,769	31.55%
其他		6,242	6,751	-7.54%
合计		465,126	547,349	-15.02%
奥铃发动机		83,769	69,397	20.71%
福田康明斯发动机	外销出口	55,663	54,942	1.31%
	内配	51,080	28,676	78.13%
合计		190,512	153,015	24.51%

资料来源：wind 民族证券

### 3、 行业发展环境

(1)、商用车环境明年回暖。商用车为生产资料，受宏观经济和固定投资的影响大。今年汽车行业乘用车和商用车的剪刀差一直存在。1-10 月份，商用车产销 312.62 万辆和 312.37 万辆，同比下降 6.30%和 7.08%。正如我们前面所说，国家在经济下行压力下更加凸显问增长的意图，基建和铁路项目批复增加，因此预计明年整体环境会比今年有所回暖。

(2)、经济全球化趋势加强。经济全球化的趋势下，在国内经济下行压力下，出口是带动销量增长的一个重要渠道。今年以来很多商用车企业都积极开辟了新的出口渠道，甚至在海外完成了厂区建设。明年出口会维持一个正常的增长。

(3)、新能源继续受政策支持。新能源汽车仍是明年政策推动的重点，除了近期出台的燃油消费税和新能源完成激励政策，明年还会有更多政策对新能源汽车进行支持。

(4)、轻卡在排放引导下向上突围是趋势。欧美发达国家卡车多以中高端为主，在发展中国家及不发达国家，卡车需求仍然集中在中低端。虽然卡车高端化是必然趋势，但在相当长的时间内，受到经济发展水平，购买主体收入水平和消费观念限制，中低端卡车仍然是消费的主体，对价格敏感程度较高。这就决定了卡车的毛利率无法依靠市场价格来得到大的改善。

(5)、大中客车传统市场逐渐缩小。高铁对长途客运的替代作用已经很明显，而且会逐渐加强。大中客车转型寻找新的市场是生存的必然之路。转型新能源公交或者是短途旅游或机场接驳大巴以及其他用途仍然是客车企业的努力方向。

(6)、轻客市场竞争更加激烈。轻客市场已经由寡头竞争的蓝海市场渐渐过渡到完全自由竞争的市场。越来越多的汽车厂家注意到轻客这个利润相对较高且市场容量不断扩大的领域，并加紧布局积极进入。

特别是在互联网带动下物流市场发展后，中高端轻客的需求量在增大，除了上汽、江铃、东风、江淮等已经开发中高端轻客的厂家外，金龙、福田也都开发了类似的车型。

#### 4、 公司竞争能力分析

**(1) 在高行业壁垒下完成全系列车型开发：**汽车行业为技术性和规模性行业，生产工序复杂，需要大量人才投入和资金投入，进入壁垒高。在行业内部来说，无论是商用车扩展轿车业务还是轿车扩展商用车业务，都需要大量的资金投入和高端人才招聘。因此采用直接收购或兼并重组方式是众多汽车公司扩展业务的途径。福田汽车目前已经形成了重卡、轻卡、大中客车、轻客、MPV、皮卡以及迷笛轿车全系列的车型。而且在卡车领域地位已经巩固，在客车领域又维持了较快的增长。在后期商乘并举是其重要的战略部署。目前在行业内部的上市公司中，具备如此全面的产品系列的也有上汽集团、江淮汽车。

全系列车型型谱给公司带来的优势是可以扩大其销售规模，全面打开市场。在市场细分领域增长不平衡时可以规避市场风险。但是值得注意的是，能使每个模块都保持盈利难度很大，即使是上汽集团，其卡车领域以及自主品牌轿车领域都处于亏损状态。其他模块需要有足够的盈利来支撑其度过亏损甚至需要继续投入来扭亏为盈。福田汽车在卡车领域利润薄弱，整体亏损的情况下一直采取扩张的战略，因此影响公司业绩。但是考虑到公司整体经营水平和背景良好，每个板块都有其相应的发展策略，在渡过蛰伏期后，有望迎来高速增长。

图 7：福田汽车产品型谱：



资料来源：福田官网 民族证券

**(2) 公司上下游情况：**福田汽车组建时的发起股东均是公司的供应商和销售商，与上下游企业发生的关联交易较多，合作关系比较稳定。另一方面，与关联方企业进行交易，相对比其他供应商交易可以节约成本，价格也较为稳定。同时稳定的供应商也有利于产品一致性和避免质量问题发生。

公司客户以个人客户占比 60%，公司客户占比 40%。自 2013 年以来，福田汽车开始重视在大客户方面的开发，设立专门部门负责进行市场开拓。相对于个人客户来说，大客户采购量大，对中高端产品需求量大，同时对价格敏感度低，而且一旦建立长期合作关系，可以节约后期的销售费用。在海外市场的开发中，福田汽车是国内第三家获得出口免验产品资质的汽车企业，并且是获得免验车型最多的企业。福田今年还是有不错的成绩。产品除了打入亚非拉等中低端市场，也步入了澳大利亚等发达国家。并且借助于戴姆勒的销售渠道

总体来看，继续通过改善上游关系来提高毛利率难度较大，因此福田汽车通过发动机自配来降低成

本成为主要手段。而在下游客户端，通过销售策略提高中高端产品比例是福田主要的努力方向。

**表 4：福田汽车关联交易内容：**

关联交易方	关联关系	关联交易类型	关联交易内容
北京福田戴姆勒汽车有限公司	本公司之合营公司	采购商品	采购整车
潍柴动力股份有限公司	本公司董事为其董事长		采购原材料
诸城市义和车桥有限公司	本公司监事为其董事长		采购原材料
安徽全柴动力股份有限公司	本公司副总经理为其董事		采购原材料
北京福田康明斯发动机有限公司	本公司之合营公司		采购原材料
陕西法士特齿轮有限责任公司	本公司关联公司的控股子公司		采购原材料
北京首钢冷轧薄板有限公司	本公司董事为其董事长		采购原材料
长沙义和车桥有限公司	本公司监事为其董事长		采购原材料
北京海纳川恒隆汽车转向系统有限公司	本公司董事为其董事长		采购原材料
北京福田戴姆勒汽车有限公司	本公司之合营公司	销售	销售冲压件

资料来源：福田汽车年报 民族证券

**(3) 主要竞品：**

从财务数据看，轻卡占到公司营收的 60%，轻卡仍然是福田几个平台中最稳定的利润来源。

轻卡竞品：江淮汽车、江铃汽车。与轻卡其他竞品相比，其优势在于具备自配发动机的优势，并且康明斯发动机的品牌影响力和质量都具备优势。但与江铃相比，其低端产品是主销产品，因此虽然销量稳居第一但是毛利率却远不如江铃汽车。后期公司希望通过调整销售结构来改变其毛利率情况，随着国四的推行，销售结构有望转变。

**表 5：轻卡产品市场分类：**

市场定位	目标用户	价格范围	主要厂家	市场占比
中高端市场	大城市物流配送	7-11 万	江淮帅铃、福田奥铃、欧马可、江铃凯锐、庆铃	20%
中低端市场	中小城市物流客户	5-7 万	江淮好运、福田时代	80%

资料来源：民族证券

**表 6：轻卡发动机配套厂家：**

上市公司	发动机配套
福田汽车	康明斯、全柴、云内等
江淮汽车	云内、全柴、锡柴、潍柴及自产柴油机
江铃汽车	五十铃发动机

资料来源：民族证券

重卡产品：东风汽车、中国重汽、一汽。近年来竞品的销量差呈逐渐缩小的趋势，福田重卡的优势在于与戴姆勒合作的海外销售渠道，但是戴姆勒发动机的优势仍然不能体现，未来寄希望于康明斯发动机上马后倒逼戴姆勒提供先进的技术进行合作。

## 三、 财务分析

### 1、 现金流分析

**表 7：福田汽车现金流分析**

时间	2014-09-30	2013-09-30	2012-09-30
经营活动产生的现金流量净额	-6.59	4.70	-2.45

投资活动产生的现金流量净额	-10.66	1.30	-19.20
筹资活动产生的现金流量净额	18.69	-24.41	38.50

资料来源: wind 民族证券

与 2013 年相比, 2014 年福田汽车经营活动产生的净现金流降幅明显, 主要是 2014 年行业整体下滑导致销售形势不乐观, 从而主营业务收入降低。筹资活动的净现金流增幅较 2013 年较大, 主要因其借款增幅较大。

## 2、成长能力分析

福田汽车 2014 年整车销量负增长, 因此导致其营收及利润都为负增长。其主要产品轻卡 1-10 月累计增长-20.58%, 中重卡-2.67%, 严重拖累了其业绩。其轻客和大中客车增速虽然明显, 但基数小, 尚不能支撑其业绩, 大中客中新能源汽车占多数, 处于依靠政府补贴阶段, 盈利能力低。康明斯发动机今年内配销量提高明显, 对提高毛利率有所贡献。行业中比较, 江淮汽车和福田汽车同样受到轻卡的影响业绩下滑严重, 仅江铃汽车掌握先机一枝独秀。

明年卡车行业会略回暖, 福田汽车卡车产品销量会有所上升。同时康明斯发动机内配外销会成为其业绩增长的一个亮点。但总体来讲, 明年仍然是一个缓慢的爬坡阶段。

**表 8: 福田汽车成长能力分析**

年份 (1-9 月)	营业收入同比增长率 (%)	营业利润同比增长率 (%)	净利润同比增长率	基本每股收益同比增长率 (%)
2012 年	-20.01	-127	75.54	57.96
2013 年	-22.04	203.58	-66.55	-72.18
2014 年	-1.13	-213.25	-42.17	-42.16

资料来源: wind 民族证券

**表 9: 福田汽车产销情况**

年份	1-10 月份生产量	生产量较去年同比增长	1-10 月份销售量	销售量较去年同比增长
2012	496631	-3.79%	514250	-5.83%
2013	535033	7.73%	547349	6.44%
2014	464803	-13.13%	465126	-15.02%

资

料来源: wind 民族证券

**表 10: 行业内成长能力比较**

2014 年 1-9 月	营业收入同比增长率 (%)	营业利润同比增长率 (%)	净利润同比增长率	基本每股收益同比增长率 (%)
行业均值	-48.91	3.14	-40.17	10.59
福田汽车	-1.13	-213.25	-42.17	-42.16
江淮汽车	-1.21	-67.06	-43.62	-43.10
江铃汽车	22.31	-0.62	21.59	21.23

资料来源: wind 民族证券

## 3、盈利能力分析

福田汽车 2013 和 2014 年的毛利率都上升明显, 受益于发动机的内配后降低采购成本, 但净利率反而下降很多, 说明其三费率支出较大, 研发投入大, 导致管理费率上升较大。2012 年三季度管理费率仅为 5.03, 但 2014 年三季度为 6.86。

**表 11: 福田汽车盈利能力分析**

1-9 月	销售毛利率	销售净利率	总资产净利率	净资产收益率	每股收益
2014 年	13.08	1.02	0.76	2.01	0.11
2013 年	13.53	1.99	1.56	3.54	0.19
2012 年	10.70	4.69	5.03	13.09	0.67

资料来源: wind 民族证券

横向比较: 福田整体利率水平仍然低于行业水平, 盈利能力较差。需要改善产品毛利率水平同时也提高经营水平来提高其盈利能力。

**表 12: 行业内盈利能力比较**

2014 年 1-9 月	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率	每股收益
行业均值	19.16	6.44	9.14	0.47
福田汽车	13.08	1.02	2.01	0.11
江淮汽车	14.76	1.69	6.11	0.33
江铃汽车	24.87	8.46	15.95	1.77

资料来源: wind 民族证券

#### 4、营运能力分析

通过比较, 福田应收账款周转率 2012 年高于同类企业水平, 其资金流动速度快, 信用政策严谨。在 2014 年逐步下降, 但仍然维持行业水平, 说明销售形势严峻下, 公司降低了应收账款的周转率来促进销售。

**表 13: 福田汽车营运能力比较**

1-9 月	存货周转率	应收账款周转率	流动资产周转率	总资产周转率
2014	8.38	27.80	1.74	1.08
2013	8.14	35.46	1.71	1.06
2012	8.14	40.39	1.65	1.08

资料来源: wind 民族证券

**表 14: 行业内营运能力比较**

简称	应收账款周转率 (次)	存货周转率 (次)
平均值	5.36	5.17
福田汽车	27.80	8.38
江淮汽车	28.90	16.28
江铃汽车	27.80	8.38

资料来源: wind 民族证券

## 四、估值

行业回暖，龙头发力。今年受到宏观经济下行压力，固定资产投资减慢，卡车行业整体负增长。加之国家国四升级对轻卡影响较大，发动机供应不足，市场对价格又较为敏感，商用车整体销售形势不良。但我们预计明年基建、铁路等建设加快，卡车市场将回暖，同时轻卡经过今年下半年国三库存的消耗和生产线更新换代完成，国四车辆供求端将明显改善。从需求端来看，在明年国四强制推行的条件下，持币待购的观望者需求将得到逐步释放，因此卡车行业明年将逐步回暖。福田为卡车行业龙头，在行业带动下销量会回升。

借政策东风，奠定新能源领域地位。福田汽车在此领域成绩颇多：(1)在新能源汽车两批推广目录中，福田一共进入9个车型；(2)成立了规模较大的新能源研发中心，不仅包含对整车的研发，同时也包含了对电池、充电设施的研发。电池成本占到整车成本的三分之一，为电动车关键零部件，提高整车利润的核心因素为电池成本的控制。(3)利用南北两大基地，两面夹攻新能源市场。在北部基地新能源客车已经进入北京公交系统采购名单，并积极开拓京津冀领域；在南部领域，福田汽车已经渗入广东、深圳等市场。(4)积极开发改装车领域公共市场。已经出售纯电动洒水车、环卫车300台，预计明年交付北京市纯电动物流轻卡8台样车，开创轻卡公共领域先河。(5)欧辉客车竞争力强，进入北京市公交系统采购领域。约占据北京新能源公交系统的半壁江山。(6)清洁能源市场业绩显著。

产品结构调整，增加高端产品比例，提高盈利能力。在重卡上，通过增加出口来增加GTL产品的比重，轻卡国四实施有利于增加欧码可和奥铃产品的比重。而在轻客领域，则开始研发中高端车型V1进入毛利率较高的轻客市场。

启动关键零部件开发，降低成本兼具创收。随着自配份额的逐步扩大，可以有效降低成本，同时也可以具备与上游供应商的议价能力。预计今年重卡自配发动机为10%，明年预计上升到30%。

强强联合，打造核心竞争力。福田康明斯发动机占据着国内高端轻型柴油机的领军地位，随着明年严格执行国四后，高端柴油机具备发展空间。同时，康明斯发动机也已开发出了12L、13L排放的中重卡发动机，具备更广阔的发展空间。福田戴姆勒合资后，福田借助戴姆勒销售渠道积极开拓海外市场，而一直被业内关注的戴姆勒发动机迟迟未能生产，现在看来福田已经用康明斯发动机来替代其位置。而鉴于中国重卡市场目前发展情况，高端卡车想要在中国市场淘金还需时机，那么戴姆勒想在中国市场攫取更多利润必然会调整其战略，在与福田目前的合资关系上有可能更近一步。

总体来看，福田汽车布局比较充分，发展需要外部机遇的配合。预计2014-2016年EPS0.12、0.17、0.1元。

## 五、投资建议

福田汽车目前业绩不佳，但其基础尚好，待外部机遇成熟可迎来发展，可适时买入。

## 六、风险提示

- (1) 产品线过长，市场风险大。
- (2) 在多方政策下，新能源推广仍然不及预期。
- (3) 公司在研发上投入继续加大，投资回收周期长。

## 分析师简介

曹鹤，曹鹤:首席汽车行业分析师。中国汽车工业协会财经金融工作委员会副主任，中华全国工商联汽车经销商商会汽车金融委员会（筹）副主任。1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心、研究所。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇，20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

## 联系人简介

李虹，李虹，汽车工程本科，南京大学工商管理硕士，汽车工程师。在汽车行业工作九年，从事汽车研发、项目管理、产品研究等工作，具备丰富的行业经验。

吴帆，材料科学与工程本科，机械工程硕士学位，现于民族证券研究所从事行业与公司研究。拥有多年研究开发经历，成果发表于国际权威期刊。

## 分析师承诺

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、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其

它方式使用。

### 特别说明

福田汽车（600166）为方正证券持有单一权益类证券达到相关上市公司已发行股份超过 1%的个股。

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)