



买入

76% ↑

目标价格:人民币 6.00

600166.CH

价格:人民币 3.41

目标价格基础:分部估值法

板块评级:增持

福田汽车

春节扰动致宝沃BX7销量下滑,后续表现仍可期

公司公布 2017 年 1 月产销快报:1 月汽车销量 41,217 辆,同比增长 20.9%, 总体表现强势。其中 SUV 销售 3,209 辆,同比增长 2,294.8%, 预计宝沃 BX7 的贡献约 3,100 辆,环比有所下滑,预计主要受春节因素与车市趋冷扰动,从终端销售情况来看仍较为稳定。即将上市的宝沃紧凑型 SUV BX5 有望依托 BX7 打造的良好品牌形象与逐步搭建起来的经销商网络打开市场,达到 8,000-10,000 辆的稳定月销量规模,2017 年宝沃品牌有望销售 16-18 万辆,带动公司业绩大幅增长。重卡市场持续火爆与国五实施带来轻卡行业复苏,公司 2017 年中重卡、轻卡、配套的福田康明斯业务将全面回暖,业绩有望改善。我们维持对公司的盈利预测,预计 2016-2018 年全面摊薄每股收益分别为 0.05 元、0.37 元和 0.52 元。考虑到公司商用车业务盈利改善,宝沃打开高速增长 SUV 市场,以及布局无人驾驶超级卡车等新兴领域,维持目标价 6.00 元与买入评级。

支撑评级的要点

- 受春节因素与车市趋冷扰动,宝沃 BX7 销量环比有所下滑。公司 1 月 SUV 销售 3,209 辆,我们估计福田萨瓦纳销量约占 100 辆左右,约 3,100 辆为宝沃 BX7 贡献。销量环比有所下滑,预计主要是春节因素及市场相对平淡,从我们终端草根调研情况来看,宝沃 BX7 销售较为稳定。公司已经开始其紧凑型 SUV BX5 的生产,对 BX7 的生产销售也略有影响, BX5 有望在 3 月份到达终端试乘试驾,4 月份上市。宝沃 BX7 主打的性价比优势得到消费者认可,成功切入 SUV 市场并奠定品牌基础, BX5 上市后月销量有望达 8,000-10,000 辆大幅提升公司 SUV 产销规模,并实现盈利。宝沃经销商网络也在逐渐搭建,2017 年底有望达到 200 家,推动销量上升至新台阶。随后宝沃品牌还将推出多款 SUV 产品,乘用车业务有望成为公司业绩爆发点,宝沃品牌也有望成为国内乘用车市场重要参与者。
- 传统商用车业务迎来复苏,有望提振业绩。GB1589-2016 的实施与多部门联合严格治理超限超载推动大量更新和新增购车需求,重卡终端需求持续旺盛,公司重卡销量也出现多月的较高增长,目前已突破前期产能瓶颈,1 月中重卡销售 7,461 辆,同比大增 39.8%,预计 2017 年将会有较好增长,福田戴姆勒公司有望扭亏为盈。公司 1 月轻卡销售 18,241 辆,同比下滑 4.7%,预计主要受春节因素影响。轻卡行业经历三年下滑,国五标准 2018 年将全面实施导致产品涨价,轻卡 2017 年或有提前购买潮,行业有望实现 10% 的增长,排放升级也将带来行业集中度提升。公司是轻卡龙头,拥有国内最好的轻型发动机资源及最大的销售网络,且其结构持续优化,有望显著受益。为之配套的福田康明斯(重卡及轻卡发动机)1 月销售 18,490 台,同比增长 10.2%,重卡市场的火爆与轻卡行业复苏将带动其 2017 年盈利继续实现大幅增长,持续为公司贡献较大的投资收益。

评级面临的主要风险

- 1) 宝沃汽车销量不及预期; 2) 固定成本及费用增加超预期; 3) 与北汽股份同业竞争。

估值

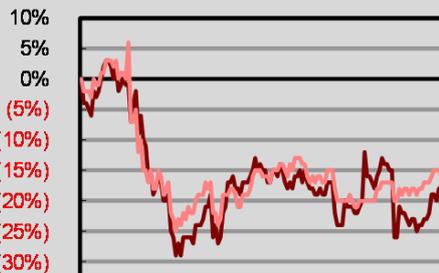
- 我们维持对公司的盈利预测,预计 2016-2018 年全面摊薄每股收益分别为 0.05 元、0.37 元和 0.52 元。采取分部估值法,给予公司商用车业务 1 倍市净率,以宝沃汽车 2017 年业绩为基础,给予其乘用车业务 15 倍动态市盈率,维持目标价 6.00 元与买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币百万)	33,691	33,997	36,934	59,412	79,002
变动(%)	(1)	1	9	61	33
净利润(人民币百万)	477	406	331	2,490	3,485
全面摊薄每股收益(人民币)	0.072	0.061	0.050	0.373	0.522
变动(%)	(37.5)	(14.8)	(18.6)	652.7	39.9
全面摊薄市盈率(倍)	47.7	56.0	68.7	9.1	6.5
价格/每股现金流量(倍)	20.6	46.4	(14.3)	7.4	4.0
每股现金流量(人民币)	0.17	0.07	(0.24)	0.46	0.85
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.5	70.6	60.2	8.1	4.3
每股股息(人民币)	0.022	0.018	0.016	0.115	0.157
股息率(%)	0.6	0.5	0.5	3.4	4.6

资料来源:公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.6	6.6	22.2	28.9
相对上证指数	7.0	6.6	21.6	14.8

发行股数(百万)	6,670
流通股(%)	100
流通股市值(人民币百万)	22,745
3个月日均交易额(人民币百万)	309
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
北京汽车集团有限公司	27

资料来源:公司数据,聚源及中银证券
以 2017 年 2 月 7 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车:汽车整车

彭勇*

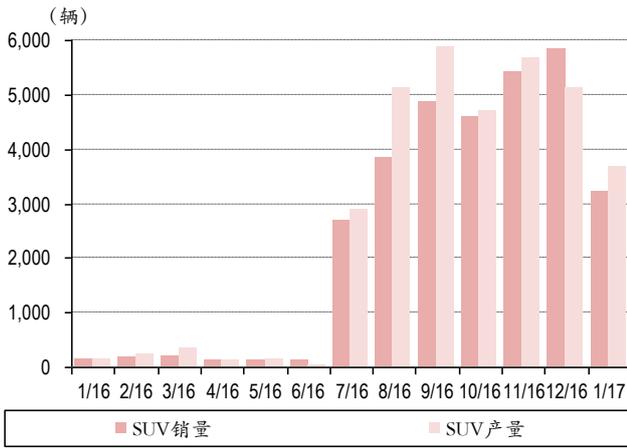
(8621)20328596

yong.peng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514060001

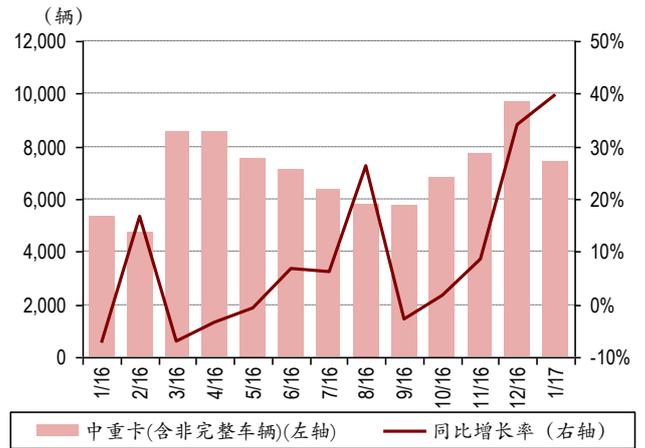
*魏敏、朱朋为本报告重要贡献者

图表 1. 公司 SUV 月产销量



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 公司中重卡月销量



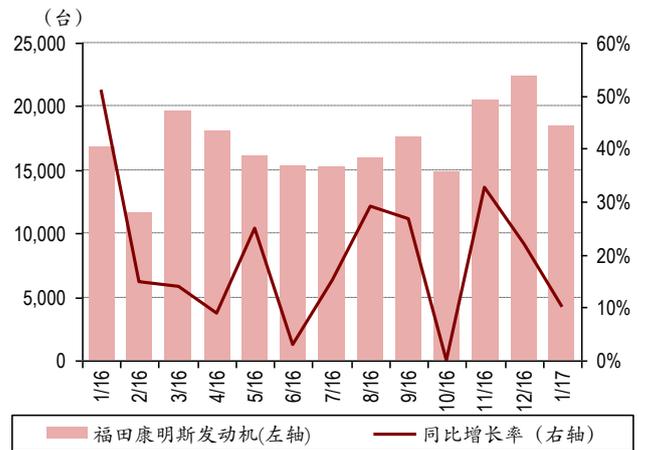
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 公司轻卡月销量



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 4. 公司康明斯发动机月销量



资料来源: 公司公告, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	33,691	33,997	36,934	59,412	79,002
销售成本	(29,904)	(30,005)	(31,837)	(50,496)	(66,563)
经营费用	(3,430)	(3,698)	(4,750)	(6,383)	(8,431)
息税折旧前利润	357	295	346	2,533	4,008
折旧及摊销	(1,002)	(1,208)	(1,312)	(1,423)	(1,637)
经营利润(息税前利润)	(645)	(913)	(966)	1,109	2,371
净利息收入/(费用)	(184)	(12)	(53)	(83)	(49)
其他收益/(损失)	1,289	1,326	1,328	1,686	1,540
税前利润	460	401	310	2,712	3,862
所得税	(1)	(45)	(43)	(280)	(391)
少数股东权益	(18)	(50)	(12)	25	35
净利润	477	406	331	2,490	3,485
核心净利润	442	447	398	2,576	3,610
每股收益(人民币)	0.072	0.061	0.050	0.373	0.522
核心每股收益(人民币)	0.066	0.067	0.060	0.386	0.541
每股股息(人民币)	0.022	0.018	0.016	0.115	0.157
收入增长(%)	(1)	1	9	61	33
息税前利润增长(%)	(573)	42	6	(215)	114
息税折旧前利润增长(%)	(63)	(17)	18	631	58
每股收益增长(%)	(37)	(15)	(19)	653	40
核心每股收益增长(%)	(43)	1	(11)	547	40

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	460	401	310	2,712	3,862
折旧与摊销	1,002	1,208	1,312	1,423	1,637
净利息费用	184	12	53	83	49
运营资本变动	(1,471)	(149)	(2,164)	2,747	2,314
税金	(19)	(95)	9	(197)	(342)
其他经营现金流	948	(887)	(1,109)	(3,695)	(1,863)
经营活动产生的现金流	1,102	490	(1,589)	3,074	5,657
购买固定资产净值	693	1,248	1,494	1,927	1,835
投资减少/增加	(259)	(147)	(25)	210	217
其他投资现金流	(2,726)	(2,794)	(2,799)	(3,913)	(3,694)
投资活动产生的现金流	(2,292)	(1,693)	(1,330)	(1,776)	(1,642)
净增权益	(143)	(123)	(106)	(769)	(1,045)
净增债务	1,101	(612)	2,054	2,305	711
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(242)	3,467	2,548	(25)	(131)
融资活动产生的现金流	716	2,759	4,549	1,615	(244)
现金变动	(474)	1,556	1,630	2,912	3,771
期初现金	2,916	2,191	4,558	6,187	9,100
公司自由现金流	(1,190)	(1,203)	(2,919)	1,297	4,015
权益自由现金流	95	(1,803)	(813)	3,686	4,776

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	3,685	6,783	7,990	10,940	14,827
应收帐款	5,159	7,434	3,795	16,342	11,813
库存	2,051	2,059	3,837	6,706	7,920
其他流动资产	376	374	807	866	1,621
流动资产总计	11,272	16,650	16,430	34,855	36,182
固定资产	11,978	12,814	12,978	13,276	13,280
无形资产	6,373	7,621	7,639	7,844	8,038
其他长期资产	4,740	5,333	5,223	5,727	6,056
长期资产总计	23,091	25,768	25,840	26,847	27,374
总资产	34,697	42,753	42,531	62,013	63,858
应付帐款	7,960	12,736	7,473	16,944	17,795
短期债务	2,222	1,327	941	826	504
其他流动负债	6,663	6,716	6,903	12,536	10,293
流动负债总计	16,845	20,779	15,317	30,305	28,592
长期借款	953	2,280	3,670	6,443	7,591
其他长期负债	1,352	942	1,261	1,185	1,130
股本	2,810	3,335	6,670	6,670	6,670
储备	12,585	15,264	15,414	17,186	19,617
股东权益	15,395	18,599	22,084	23,856	26,287
少数股东权益	260	210	198	223	258
总负债及权益	34,697	42,753	42,531	62,013	63,858
每股帐面价值(人民币)	2.31	2.79	3.31	3.58	3.94
每股有形资产(人民币)	3.21	3.29	2.17	2.40	2.74
每股净负债/(现金)(人民币)	0.35	(0.58)	(0.29)	(0.34)	(0.80)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	1.1	0.9	0.9	4.3	5.1
息税前利润率(%)	(1.9)	(2.7)	(2.6)	1.9	3.0
税前利润率(%)	1.4	1.2	0.8	4.6	4.9
净利率(%)	1.3	0.9	0.7	4.1	4.4
流动性					
流动比率(倍)	0.7	0.8	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	(3.5)	(77.7)	(18.4)	13.4	48.4
净权益负债率(%)	6.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.7	0.8	0.9	1.0
估值					
市盈率(倍)	47.7	56.0	68.7	9.1	6.5
核心业务市盈率(倍)	51.4	50.9	57.2	8.8	6.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)	90.5	89.6	100.6	15.5	11.1
市净率(倍)	1.5	1.2	1.0	1.0	0.9
价格/现金流(倍)	20.6	46.4	(14.3)	7.4	4.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	66.5	70.6	60.2	8.1	4.3
周转率					
存货周转天数	32.5	25.0	33.8	38.1	40.1
应收帐款周转天数	48.7	67.6	55.5	61.9	65.0
应付帐款周转天数	83.4	111.1	99.9	75.0	80.2
回报率					
股息支付率(%)	32.6	40.2	41.9	31.3	29.8
净资产收益率(%)	2.9	1.8	1.2	10.7	14.0
资产收益率(%)	(1.9)	(2.1)	(1.9)	1.9	3.4
已运用资本收益率(%)	0.7	0.5	0.3	2.1	2.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371