

产品为王，福田终将实现乘用车梦想

2017年3月28日

强烈推荐

	李如娟 (分析师)	刘伟浩 (研究助理)
电话:	020-88832354	020-88832824
邮箱:	lirj@gzgzhs.com.cn	liuweihao@gzgzhs.com.cn
执业编号:	A1310515100001	

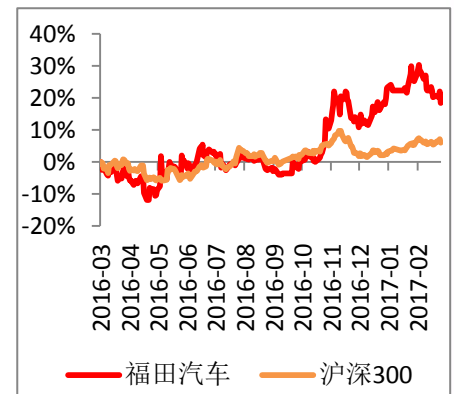
现价:	3.21
目标价:	4.02
股价空间:	25.2%

汽车行业

投资要点

- 核心观点:** (1) 乘用车业务提供成长股逻辑，公司 100%控股的宝沃汽车产品力强，性价比高，品类增加和渠道扩张将推动销售放量。(2) 商用车业务提供业绩反转逻辑：重卡复苏持续，轻卡结构优化，福田康明斯规模效应显现，均带动业绩改善。(3) 当前位置收益大于风险，宝沃销量打开上涨空间，商用车业务提供安全边际。
- 宝沃汽车成功三要素：团队+战略+产品，是宝沃走向成功的三要素。**我们认为宝沃的乘用车业务战略正确，将会在中国市场取得成功，主要有以下三方面的理由：1) 宝沃的管理团队，是一支国际化和本土化相结合的团队，对中国的乘用车市场拥有丰富的经验；2) 宝沃管理团队选择 SUV 作为市场的切入点，首款车型 BX7 打响头炮，第二款车型 BX5 有望再接再厉；3) 宝沃错位竞争，率先打入合资品牌和自主品牌之间的空白地带。宝沃的产品定位是“触手可及的豪华”，一方面是德国品牌所具有的工艺品质和豪华配置，另一方面是低于中高端合资品牌、略高于自主品牌的价格，对于部分消费者具有极大的吸引力。
- 宝沃汽车业务高速增长：厚积薄发，宝沃产品迎来强势的产品周期；招商顺利，宝沃渠道迎来快速扩张阶段。**1) 得益于正确的品牌定位和业务战略，宝沃去年推出的 BX7 半年累计销售 3 万辆，月销最高超过 5000 辆；2) 第二款 SUV BX5 已于 3 月 24 日上市 1.8T 动力版本，包括 9 款车型，售价 14.98-21.68 万。1.4T 动力版本将于 7 月份上市，预计价格区间 12-15 万，起步价 12-13 万。预计 BX5 上市后 9 个月内实现 6 万辆销售，四季度实现月销 8000 辆的水平。17 年宝沃有望实现 200 亿销售收入；3) 宝沃已签约 200 个一级网点，已落成可售车的 105 个，今年底计划扩展到 200 个。伴随终端网点扩充，18 年 BX7 和 BX5 的销量有望将进一步提升。
- 商用车业务业绩反转：16 年大概率是业绩谷底，后续企稳向上。**1) 轻卡业务在经历几年的下滑之后，触底回升。公司积极推动轻卡产品的结构升级，中高端轻卡占比持续提升。2) 重卡行业 16 年整体复苏，17 年行业预计维持小幅增长。3) 国五排放标准即将全面实施，技术领先的康明斯发动机受益。福田康明斯规模效应显现，收入和盈利能力持续提升，预计 17 年保持双位数成长。
- 盈利预测与估值：**预计 16/17/18 年，归母净利润分别为 5.97、14.84、22.77 亿元，EPS 分别为 0.09、0.22、0.34 元，对应目前股价的 PE 分别为 35.71、14.38、9.37 倍。分部估值法，2017 年：宝沃 (0.07 * 25 倍=1.71 元) + 传统业务 (0.15 * 15 倍=2.31 元)，合并估值每股 4.02 元。2018 年：宝沃 (0.18 * 15 倍=2.71 元) + 传统业务 (0.16 * 15 倍=2.41 元)，合并估值每股 5.12 元。鉴于宝沃汽车处于快速增长期，17 年给与相对较高估值。**2017 年目标价 4.02 元，2018 年目标价 5.12 元，强烈推荐。**
- 风险提示：**宝沃车型销售低于预期；研发支出和管理费用支出超预期等。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
福田汽车	-9.58%	3.55%	20.68%
汽车整车	-1.76%	5.63%	4.72%
沪深 300	-0.12%	5.09%	6.95%

基本资料

总市值 (亿元)	214.111
总股本 (亿股)	66.701
流通股比例	100%
资产负债率	60%
大股东	北京汽车集团有限公司
大股东持股比例	27%

主要财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	33997.49	40813.01	57430.82	71199.86
同比(%)	0.91%	20.05%	40.72%	23.98%
归母净利润(百万元)	406.41	597.71	1484.20	2277.83
同比(%)	-14.82%	47.07%	148.31%	53.47%
毛利率(%)	12.48%	14.25%	14.95%	15.87%
ROE(%)	2.37%	3.15%	7.50%	10.71%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.22	0.34
P/E	26.26	35.71	14.38	9.37
P/B	0.57	1.12	1.06	0.96
EV/EBITDA	9.63	11.73	7.00	4.77

目录

1. 总体情况	4
1.1 股权结构.....	4
1.2 产品图谱.....	4
2. 宝沃汽车：品牌回归，开启未来	5
2.1 宝沃汽车的前世今生.....	5
2.2 宝沃汽车的管理团队.....	7
2.3 宝沃汽车的整体规划.....	8
2.4 宝沃汽车的产品竞争力.....	10
2.5 宝沃汽车的渠道和售后服务.....	16
2.6 宝沃汽车的销量预测.....	18
3. 商用车业务：业绩谷底，企稳回升	19
3.1 商用车业务概述.....	19
3.2 轻卡业务.....	21
3.3 中重卡业务（福田戴姆勒）.....	22
3.4 发动机业务（福田康明斯）.....	23
4. 盈利预测及估值	26
5. 风险提示	30

图表目录

图表 1 北汽福田的股权结构.....	4
图表 2 福田汽车以及宝沃汽车产品图谱.....	5
图表 3 宝沃品牌历史.....	6
图表 4 宝沃品牌回归进程.....	6
图表 5 宝沃汽车管理团队.....	7
图表 6 福田汽车研发投入.....	8
图表 7 宝沃汽车的车型规划.....	8
图表 8 宝沃汽车的动力规划.....	9
图表 9 宝沃汽车的产能规划.....	10
图表 10 乘用车品牌阵营划分.....	10
图表 11 宝沃汽车的技术合作伙伴.....	11
图表 12 宝沃汽车车型图谱.....	11
图表 13 宝沃 BX7: 宽体智能 SUV.....	12
图表 14 宝沃 BX7 与竞品车型对比.....	13
图表 15 宝沃 BX5 与竞品车型对比.....	13
图表 16 宝沃与合资品牌 SUV 价格对比.....	14
图表 17 宝沃与自主品牌 SUV 价格对比.....	14
图表 18 宝沃 Telematics 功能与德系三大品牌对比.....	15
图表 19 宝沃 Telematics 功能与美系、日韩系对比.....	15
图表 20 宝沃 4S 店展示.....	17
图表 21 车企超长保修政策一览.....	17
图表 22 宝沃 BX7 月度销量.....	18
图表 23 宝沃年度销量预测.....	18
图表 24 福田汽车营收变化.....	19
图表 25 福田汽车净利润变化.....	19
图表 26 福田汽车产品销量变化.....	20
图表 27 各项业务营收占比.....	20
图表 28 福田汽车三项费用率变化.....	20
图表 29 各项业务毛利率.....	20
图表 30 轻卡行业历年销量.....	21
图表 31 2016 年轻卡市场份额.....	21
图表 32 轻卡行业竞争格局.....	21
图表 33 重卡行业历年销量.....	22
图表 34 2016 年重卡市场份额.....	22
图表 35 重卡行业竞争格局.....	22
图表 36 超级卡车分阶段实施计划.....	23
图表 37 福田康明斯产品系列.....	23
图表 38 福田康明斯发动机销量.....	24
图表 39 奥铃发动机销量.....	24
图表 40 汽车用柴油发动机历年销量.....	24
图表 41 2016 年柴油发动机市场份额.....	24
图表 42 汽车用柴油发动机竞争格局.....	25
图表 43 盈利预测及估值.....	26
图表 44 宝沃汽车收入与盈利预测.....	26



图表 45 整体业务收入预测.....	27
图表 46 分部估值法.....	27

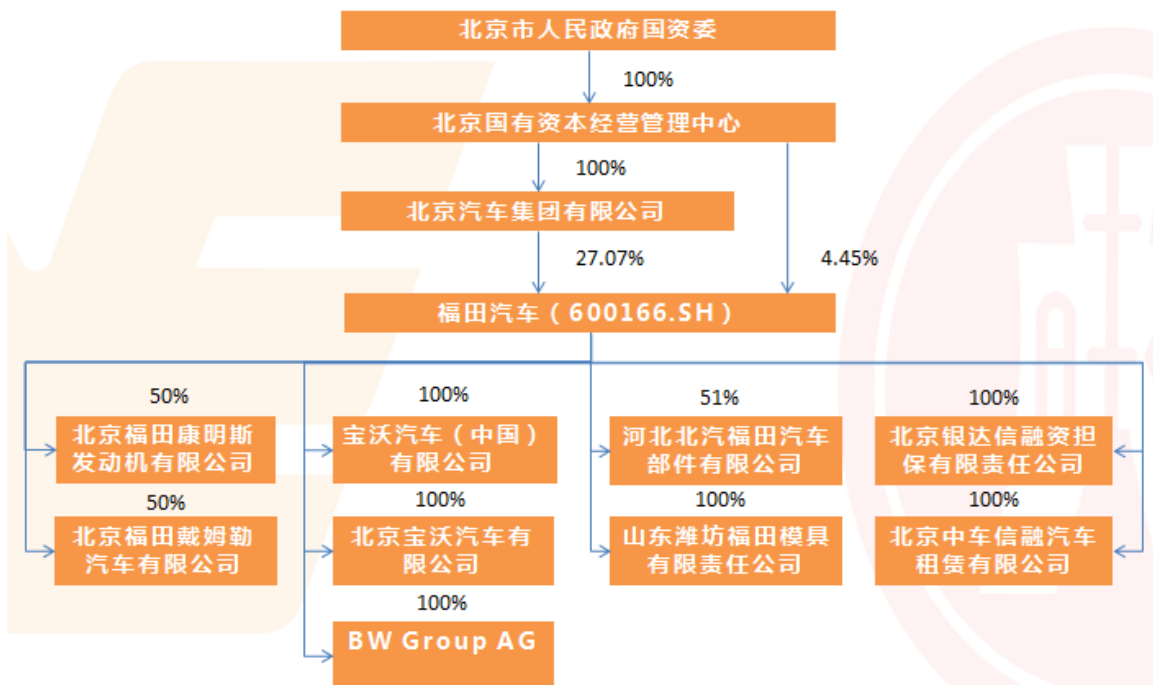
1. 总体情况

1.1 股权结构

福田汽车的大股东是北京汽车集团有限公司(以下简称“北汽集团”)。北汽集团旗下有福田汽车(600166.SH)和北京汽车(1958.HK)两家上市公司。北汽集团持有福田汽车27.07%的股份,持有北京汽车44.98%的股份。

福田汽车的控股和参股公司较多,大致可以划分为以下四类:1)合营公司:福田康明斯和福田戴姆勒,各持股50%,合营公司贡献投资收益,收入不并表;2)宝沃业务板块:宝沃汽车(中国)、北京宝沃汽车、BW Group AG(德国宝沃),100%控股;3)零部件板块:河北北汽福田汽车部件、山东潍坊福田模具等子公司;4)汽车服务板块:北京银达信融资担保、北京中车信融汽车租赁等子公司。

图表 1 北汽福田的股权结构



资料来源:公司公告,广证恒生

1.2 产品图谱

福田汽车旗下有整车业务和发动机业务。整车业务包括有福田品牌商用车、福田品牌乘用车、宝沃品牌乘用车。发动机业务包括有奥铃发动机和康明斯发动机。

商用车板块,公司是商用车领域的龙头企业,轻卡销量市场份额排行第一,微卡销量市场份额排行第二,重卡销量市场份额排行第五。轻卡有高端轻卡品牌欧马可,中端轻卡品牌奥铃,低端轻卡品牌时代汽车。重卡有福田欧曼品牌,归属于合营公司福田戴姆勒,中卡有瑞沃品牌。大中客有福田欧辉品牌,轻客有福田风景和图雅诺。

自2010年以来轻卡和重卡市场需求下滑,公司整体营收下降。在商用车进入下滑通道的背景下,经过前期周密的调研筹备,公司审慎地提出了拓展乘用车业务。乘用车板块,公司先后推出了自主车型蒙派克、伽途、萨瓦纳,但市场反应平平。

2014年，福田通过全资子公司收购 BW Group AG (德国宝沃)，并且实施宝沃品牌复兴计划。宝沃品牌规划了完整的产品线，包括 SUV、轿车、MPV 三个车系。2016年4月公司推出了首款 SUV 宝沃 BX7，取得了不俗的销量，半年累计销售 3 万辆。公司于 2017 年 3 月 24 日推出第二款 SUV 宝沃 BX5，1.8T 动力版本共 9 款车型。BX5 的上市对于宝沃品牌的复兴具有重大的意义。

图表 2 福田汽车以及宝沃汽车产品图谱

车型类别	车型	车型	品牌	价格区间
福田商用车	中重卡	重卡	欧曼	12.6-45 万
		中卡	瑞沃	4-20 万
	轻卡微卡	高端轻卡	欧马可	8.5-17.5 万
		中端轻卡	奥铃	5.6-19.5 万
		低端轻卡	时代汽车	4.1-14.6 万
		皮卡	拓陆者	8.08-16.76 万
	大中客	皮卡	萨普	5.98-9.98 万
		大中客	欧辉	30-60 万
	轻客	轻客	福田风景	5.63-9.52 万
		轻客	图雅诺	10.98-18.98 万
福田乘用车	乘用车	交叉型乘用车	蒙派克	7.80-10.98 万
		多功能乘用车	伽途	3.16-5.89 万元
		SUV	萨瓦纳	12.88-21.08 万
宝沃乘用车	SUV	中型 SUV	宝沃 BX7	16.98-23.48 万
		跨界 SUV	宝沃 BX6	
		紧凑型 SUV	宝沃 BX5	14.98-21.68 万
		小型 SUV	宝沃 BX3	
	轿车	中大型轿车	宝沃 BG9	
		中型轿车	宝沃 BG7	
		紧凑型轿车	宝沃 BG5	
MPV	MPV	未知		

资料来源：公开资料，广证恒生

2. 宝沃汽车：品牌回归，开启未来

2.1 宝沃汽车的前世今生

德国的血统，辉煌过去。宝沃曾经是德国一个非常著名的汽车品牌，1919年由创始人 Carl Borgward 创立，诞生于德国不莱梅。20世纪40-50年代，宝沃产品线多样，包括乘用车、卡车、巴士以及三轮车等，它率先引入

空气悬架和 3 挡自动变速箱，并在海外建厂。20 世纪 50 年代后期是宝沃的鼎盛期，年销量一举突破 100 万台，仅次于当时的大众和欧宝，不过好景不长，由于种种原因，宝沃于 1961 年破产。

作为 BORGWARD（宝沃）家族传人，Christian Borgward 先生在接受媒体采访时表示，虽然复活家族品牌一直是他的梦想，但是直到他拥有了雄厚的资金支持，很好的合作伙伴，以及清晰的发展战略才做出了复活品牌的决定。

图表 3 宝沃品牌历史

年份	事件
1919 年	Carl Borgward 在德国不莱梅创建了宝沃汽车品牌
1949-1959 年	宝沃推出第一款缸内直喷技术车型 Goliath GP700；第一款提供自动挡豪华车 Hansa 2400；外销王 Borgward Isabella；第一款装备空气弹簧轿车 Borgward P100。
1959 年	宝沃全球经销商和维修站数量达到 2200 家，遍及世界各大洲，是德国最大的汽车出口商，出口份额超过 60%。
1961 年	Borgward 宣布破产

资料来源：公开资料，广证恒生

福田全资收购，宝沃品牌回归之路值得期待。自 2010 年以来，福田汽车经过前期周密的调研统筹，汲取大量的海内外历史经验，依托多年自主创新 and 战略联盟的累积经验，审慎的提出了拓展乘用车业务。2014 年 1 月，公司通过全资子公司德国汽车科技工程有限责任公司以 500 万欧元收购 Borgward AG（宝沃股份公司）100% 的股权。以宝沃品牌为依托，公司在德国设立了宝沃设计研发中心，并招募了一批富有经验的设计和研发人才。经过多年的筹备，2015 年 3 月在日内瓦车展发布宝沃品牌 logo，宣布宝沃品牌回归；同年 9 月在法兰克福车展发布首款车型宝沃 BX7。2016 年 4 月宣布宝沃 BX7 正式上市。

图表 4 宝沃品牌回归进程

年份	事件
2010 年 9 月	福田汽车出资 500 万欧元(约 4260 万人民币)成立福田德国汽车科技工程有限责任公司，注册地址为德国斯图加特市。
2012 年 6 月	福田汽车计划对位于北京密云县的多功能汽车厂进行乘用车生产线进行改造，以便在 2015 年以内实现狭义乘用车的生产。
2014 年 1 月	全资子公司福田德国汽车科技工程有限责任公司以 500 万欧元收购 Borgward AG（宝沃股份公司）100% 的股权
2015 年 3 月	日内瓦车展，Borgward 发布品牌 logo，宣布回归
2015 年 9 月	法兰克福车展，宝沃 BX7 正式亮相，在德国本土宣布宝沃的真正归来。
2015 年 11 月	福田汽车公告在北京密云投资设立北京福田多功能汽车有限公司（北京宝沃汽车有限公司）
2016 年 3 月	国家发改委批复同意设立北京宝沃汽车有限公司生产轿车。
2016 年 3 月	日内瓦车展，宝沃 BX5、BX6 TS 亮相
2016 年 4 月	北京车展，宝沃 BX7 正式上市
2016 年 5 月	工信部发布公告，北京宝沃汽车有限公司取得乘用车生产资质。

资料来源：公司公告，广证恒生

2.2 宝沃汽车的管理团队

(1) 管理团队

宝沃汽车构建了一支国际化和本土化结合的管理团队。德国宝沃的高管团队，主要来自欧美汽车企业，CEO 华立新先生，曾任戴姆勒东北亚及大中华区董事长兼 CEO。宝沃中国的高管团队，主要来自中国合资品牌或一线自主品牌，例如来自上汽集团的魏燕钦先生，来自凯迪拉克的陈威旭先生，来自长城汽车的贾亚权先生，具有丰富的中国市场经验。

除了高管团队之外，宝沃的设计、研发、制造、销售等各团队主要成员，大多来自外资或合资企业。设计和研发团队，自五年前开始筹建。团队成员曾参与过宝马、奔驰、奥迪等车型的设计工作，对德系设计语言有精准的把握，深得德国工业设计的精髓。

图表 5 宝沃汽车管理团队

姓名	职务	履历
华立新 Ulrich Walker	德国宝沃 CEO/宝沃中国董事长	原奔驰董事，曾任戴姆勒东北亚及大中华区董事长兼 CEO
魏燕钦	宝沃中国副董事长	于 1987 年进入上汽集团工作 23 年，先后任职集团技术中心技术园、泛亚技术中心执行副总经理、上汽研究院副院长等职位。在上汽任职期间，曾负责上汽自主品牌荣威的研发和设计工作。
陈威旭	宝沃中国执行副总裁	曾先后在福特六合、台湾通用等多家台湾知名车企任职营销高管，直至 2001 年加盟上海通用。随后于 2008 年 1 月，陈威旭担任凯迪拉克品牌营销部部长一职，负责品牌推广、市场营销以及售后服务的工作。
魏林和	宝沃中国总经理	原福田汽车副总裁
贾亚权	宝沃中国副总裁兼营销公司总经理	原长城汽车股份有限公司副总裁、销售公司国内部总经理
Christian Borgward	宝沃中国监事	Borgward 家族传人
Ander Warming	德国宝沃董事，总设计师	宝马 mini 首席设计师
Roland Sternmann	宝沃全球执行设计总监	保时捷 924GT 主设计师，马自达欧洲设计中心首席设计师，美国大众/奥迪执行设计总监
Marco Dalan	德国宝沃全球公关事务负责人	前德国大众金融新闻发言人
Thomas Anliker	德国宝沃欧洲市场销售副总裁	曾任通用汽车任职凯迪拉克欧洲执行总裁、雪佛兰欧洲有限公司董事长，通用汽车瑞士公司董事长兼执行总裁等。

资料来源：公开资料，广证恒生

目前为止，我们认为宝沃的管理团队实施了正确的战略，主要有以下几点：

A)、选择 SUV 细分市场作为市场的突破口。SUV 现在是中国增长最快的细分市场，也是全球增长最快的一个细分市场，2016 年增速超过 40%。在这种市场环境下，宝沃推出的首款车型为宝沃 BX7，并定位于一款主打宽体智联的中型 SUV，树立了品牌的形象，取得了开门红。

B)、抓住消费者的心理，主打德国品质。从品牌的宣传，产品的设计，到生产制造的工艺标准，完全按照德国车的标准来执行。宝沃 BX7 和 BX5 的设计，具有浓厚的德系设计风格，产品做工，达到了德国大众同等的工艺品质。中国的消费者对德国品牌有很高的忠诚度和喜好度，宝沃抓住这个来开发产品，主打德国品牌与德国品质，是明智之举。

C)、差异化的竞争策略。宝沃的定位是“触手可及的豪华”，宝沃的目标消费者是中产阶级，对于中产阶级消费人群，一款定价并不昂贵并能够做到触手可及的豪华产品将是不错的选择。通过差异化的竞争策略，豪华的

车型，大众可接受的价格，宝沃能够从竞争激烈的市场中获得一部分消费者的青睐。

(2) 研发投入

为支持宝沃汽车的发展，福田汽车投入了很多的资源，从人力到资金。公司整体的研发投入，2012 年之前都在 9 亿元以内，从 2012 年开始，攀升到 16.8 亿，2015 年更是达到 22.37 亿水平。我们认为，公司大幅增加的研费用，有很大比例是投入到宝沃汽车的前期研发当中，估计每年在 5-8 亿之间的规模。

图表 6 福田汽车研发投入

单位：百万元	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	1H2016
费用化研发投入	512	540	343	683	386	622	955	462
资本化研发投入	151	138	531	997	1,227	1,273	1,282	621
研发投入合计	663	678	874	1,680	1,613	1,895	2,237	1,083
研发投入总额占营收比例	1.48%	1.27%	1.69%	4.10%	4.72%	5.62%	6.58%	5.56%

资料来源：公司公告，广证恒生

2.3 宝沃汽车的整体规划

(1) 宝沃汽车的车型规划

根据宝沃汽车向媒体发布的信息，宝沃将打造两大平台，三大车系。未来推出的 SUV、MPV 和轿车都将由旗下 BSP-T（中型平台）、BSP-S（小型平台）两大模块化平台打造。两大平台将实现动力系统多样化，可以应用多种排量的汽油、柴油发动机以及插电混动系统和纯电动系统。

除了 SUV 车型，宝沃未来还将进入 MPV 与轿车领域。根据规划，德国宝沃汽车未来将以每年投放 2 款新车的节奏布局市场，2016 年投放的是 BX7，2017 年将投放 BX5 和跨界 SUV BX6，2018 年将投放一款全新 SUV 产品。到 2018 年、2019 年，宝沃在进一步完善 SUV 车型布局的同时，将进入 MPV 领域。而从 2020 年起，宝沃还将推出轿车，形成三大产品系列，覆盖更多车型细分市场。

图表 7 宝沃汽车的车型规划



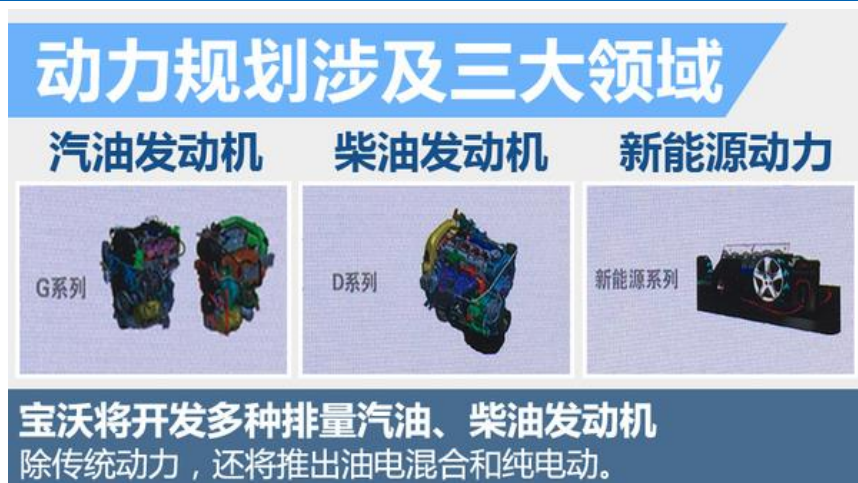


资料来源：公开资料，广证恒生

(2) 宝沃汽车的动力规划

动力部分，德国宝沃也已经做出了明确规划。宝沃旗下产品将搭载三大动力系统，分别为 G 系列汽油发动机，D 系列柴油发动机以及新能源动力系统。其中汽油发动机根据排量大小分为 1.0T、1.4T、1.8T、2.0T 低功率以及 2.0T 高功率发动机，柴油发动机分为 1.5T 与 2.0T 两种版本，而新能源动力系统则将推出 PHEV 插电混动系统和 EV 纯电动系统。

图表 8 宝沃汽车的动力规划



资料来源：公开资料，广证恒生

(3) 宝沃汽车的产能规划

德国宝沃 BX7 先期将在位于北京密云经济开发区的北汽福田汽车股份有限公司北京宝沃汽车厂进行整车投产。工厂一期年产能最高可达到 18 万辆整车，二期产能最高每年 36 万辆。北京工厂使用的设备完全是源于德国的设备，生产标准也是遵循德国的标准。

根据计划，宝沃不莱梅汽车工厂将于 2017 年奠基，预计占地面积 20,000 平方米，计划 2018 年中期正式投产。在初始阶段，工厂最大年产能 10,000 辆，主要生产宝沃电动版车型。

图表 9 宝沃汽车的产能规划


资料来源：公开资料，广证恒生

2.4 宝沃汽车的产品竞争力

(1) 当前面临的竞争格局

中国乘用车市场，主流的消费集中在三个档次：豪华品牌、中高端品牌、一线自主品牌。

豪华品牌的价格区间在 30 万以上。豪华品牌主要有九大品牌，德系的奔驰宝马奥迪，简称 BBA，日系的雷克萨斯、讴歌、英菲尼迪；以及通用旗下的凯迪拉克，印度塔塔集团旗下的捷豹路虎，吉利集团旗下的沃尔沃。

中高端品牌的价格区间在 15-30 万之间。中高端品牌主要有德系的大众，日系的丰田、本田、日产，美系的通用、福特，韩系的现代、起亚，以及法系的标致、雪铁龙。目前在这个细分市场，合资品牌占据了主要的市场份额，其中以德系和日系份额最高。随着自主品牌向上突破，长城推出 WEY 品牌，吉利推出 Lynk&Co 品牌，自主品牌和合资品牌将在同一细分市场展开正面的交锋。

一线自主品牌的价格区间在 8-20 万之间。民营企业里面，以长城、吉利、比亚迪做得最为成功，国企里面，以长安、广汽传祺、上汽荣威做得最为成功。近年来长城、广汽传祺等自主品牌推出中大尺寸 SUV，价格也突破了 15 万的界限，进入了 15-20 万区间的细分市场。

图表 10 乘用车品牌阵营划分

类别	德系			日系			其他		
豪华品牌	奔驰	宝马	奥迪	雷克萨斯	讴歌	英菲尼迪	捷豹路虎	凯迪拉克	沃尔沃
类别	德系		日系		美系		韩系		法系
中高端品牌	大众	丰田	本田	日产	通用	福特	现代	起亚	标致雪铁龙
类别	中国（民企）			中国（国企）					
一线自主品牌	长城哈弗	吉利	比亚迪	长安	广汽传祺	上汽荣威			

资料来源：广证恒生

(2) 宝沃的产品定位和竞争优势

产品定位：触手可及的豪华。品牌源自德国，设计和技术研发团队在德国，生产制造在中国北京。

我们认为：对于宝沃这样一个全新导入中国市场的品牌，采取错位竞争的策略是明智的。豪华配置，大众可接受的价格，错位竞争合资品牌。

宝沃汽车在以下四个方面具有竞争优势：

A)、动力性能：1.4T/1.8T/2.0T 涡轮增压发动机，德国 FEV 协助研发，涡轮增压器 IHI 提供；i-AWD 第五代智能全时四驱系统；天合第五代 ESC 车身稳定系统；EPS 电动随速转向动力系统。

B)、外观内饰：外观设计大气、时尚、动感；内饰精致，浓厚的德系风格；宽体车身，空间超越同级车型；做工与大众合资品牌相当，超过大多数自主品牌。

C)、科技配置：全系全景天窗，全景影像，并线辅助等；B-Link 智能互联系统。

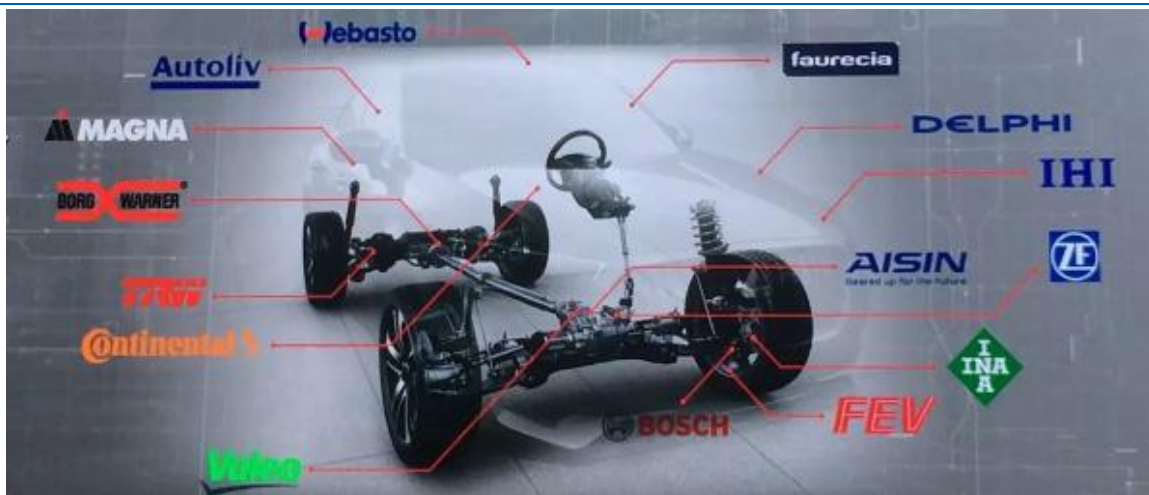
D)、价格亲民：价格比合资品牌同类车型低 2-4 万；比自主品牌同类车型高 2-4 万。

然而，宝沃汽车也有一些竞争劣势：

A)、品牌知名度：中间断层 50 多年了，在中国没有被广泛认知。需要时间重新宣传推广。

B)、渠道网点：渠道偏少，顾客购车和保修不方便。

图表 11 宝沃汽车的技术合作伙伴



资料来源：公开资料，广证恒生

图表 12 宝沃汽车车型图谱

车型	细分市场	上市时间	车身尺寸	轴距	动力总成	(预计)价格	备注
BX7	中型 SUV	2016 年 4 月	4715×1910×1690mm	2760mm	2.0T+6AT, 两驱/四驱	16.98-23.48 万	尺寸与昂科威、途观 L 同级，价格低于昂科威、途观 L，略高于哈弗 H7、传祺 GS8
BX5	紧凑型 SUV	2017 年 3 月 24 日	4490×1877×1675mm	2685mm	1.8T+6AT, 两驱/四驱	14.98-21.68 万	尺寸与途观、翼虎、哈弗 H6 同级，价格低于途观、翼虎，略高于哈弗 H6、传祺 GS4
BX5	同上	预计 2017 年 7 月	同上	同上	1.4T+6AT	12-15 万	同上
BX6	跨界 SUV	预计 2017 年下半年	未知	未知	2.0T+6AT, 两驱/四驱		BX7 掀背版

BX3	小型 SUV	2018 年	未知	未知	1.4T+6AT, 两驱	8-15 万	尺寸与本田缤智、哈弗 H2 同级, 价格低于缤智, 略高于哈弗 H2
-----	--------	--------	----	----	--------------	--------	------------------------------------

资料来源: 广证恒生

(3) 宝沃 BX7 和 BX5 的亮点: 宽体、智联、动力强劲

宝沃 BX7 具有以下亮点:

A)、宝沃 BX7 为中型 SUV, 车身宽度达到 1911mm。提供 5 座和 7 座版本, 满足二胎家庭需求。

B)、首发七款车型, 搭载 2.0T 汽油发动机, 最大功率为 224 马力, 峰值扭矩达到 300 牛·米。在传动系统方面, 新车匹配 6 速手自一体变速箱, 并提供前驱和适时四驱车型供消费者选择。

C)、BX7 搭载 12 寸中控液晶屏; BX5 搭载的 B-Link 智能互联系统功能相当强大, CarPlay、语音控制、4G 网络、导航等实用的配置一应俱全, 符合当下年轻消费者使用需求。

图表 13 宝沃 BX7: 宽体智能 SUV



资料来源: 汽车之家, 广证恒生

宝沃 BX5 具有以下亮点:

A)、宝沃 BX5 定位为紧凑型 SUV, 车身宽度达到 1877mm, 超越同级车型。

B)、宝沃 BX5 提供 1.8T/1.4T 等多种车型供消费者选择。3 月 24 日首发 9 款车型, 搭载 1.8T 汽油发动机, 最大功率为 190 马力, 峰值扭矩达到 280 牛·米。在传动系统方面, 新车匹配 6 速手自一体变速箱, 并提供前驱和适时四驱车型供消费者选择。

C)、后续车型搭载 1.4T 汽油发动机, 配 6 速手自一体变速箱, 预计 2017 年 7 月上市, 起步价将进一步降低。

D)、BX5 搭载 8 寸中控液晶屏; BX5 搭载的 B-Link 智能互联系统功能相当强大, CarPlay、语音控制、4G 网络、导航等实用的配置一应俱全, 符合当下年轻消费者使用需求。

(4) 宝沃 BX7、BX5 与竞品车型对比

我们将宝沃 BX7 与同级的上汽大众途观 L、通用昂科威对比, 数据显示宝沃 BX7 在车身宽度上更宽, 随之带来更大的车内空间。2.0T 的汽油发动机提供了比对手更加强劲的最大马力和最大扭矩。而在价格方面, BX7 的价格比对手低 3-5 万。

我们将宝沃 BX7 与一线自主品牌的哈弗 H7、传祺 H8 对比, 在车身尺寸方面非常接近, 动力参数方面也很

接近。而在价格方面，BX7 的价格比对手高 2-3 万。因此，相比一线自主品牌，宝沃有一定的品牌和工艺上的优势，但是没有价格上的优势。

图表 14 宝沃 BX7 与竞品车型对比

厂商	宝沃汽车	上汽大众	上汽通用别克	长城汽车	广汽乘用车
车型信息	宝沃 BX7	途观 L	昂科威	哈弗 H7	传祺 GS8
发动机	2.0T 224 马力 L4	1.8T 180 马力 L4	1.5T 169 马力 L4	2.0T 231 马力 L4	2.0T 201 马力 L4
变速箱	6 挡手自一体	7 挡双离合	7 挡双离合	6 挡双离合	6 挡手自一体
长*宽*高(mm)	4715*1911*1690	4712*1839*1673	4667*1839*1694	4715*1925*1718	4810*1910*1770
轴距(mm)	2760	2791	2750	2850	2800
最大马力(Ps)	224	180	169	231	201
最大功率(kW)	165	132	124	170	148
最大扭矩(N·m)	300	300	250	355	320
价格区间	16.98-23.48 万	22.38-35.98 万	20.99-34.99 万	14.98-19.38 万	16.38-25.98 万
主打版本	2016 款 28T 两驱豪华版	2017 款 330TSI 自动两驱豪华版	2017 款 20T 两驱豪华型	2017 款 红标 H7 2.0T 自动豪华型	2017 款 320T 两驱豪华智联版
主打版本售价	20.18 万	25.98 万	24.59 万	17.38 万	18.28 万

资料来源：汽车之家，广证恒生

我们将宝沃 BX5 与同级的上汽大众途观、福特翼虎对比，数据显示宝沃 BX5 在车身宽度上更宽，随之带来更大的车内空间。1.8T 的汽油发动机提供了比对手更加强劲的马力和扭矩。而在价格方面，BX5 的价格比对手低 3-5 万。

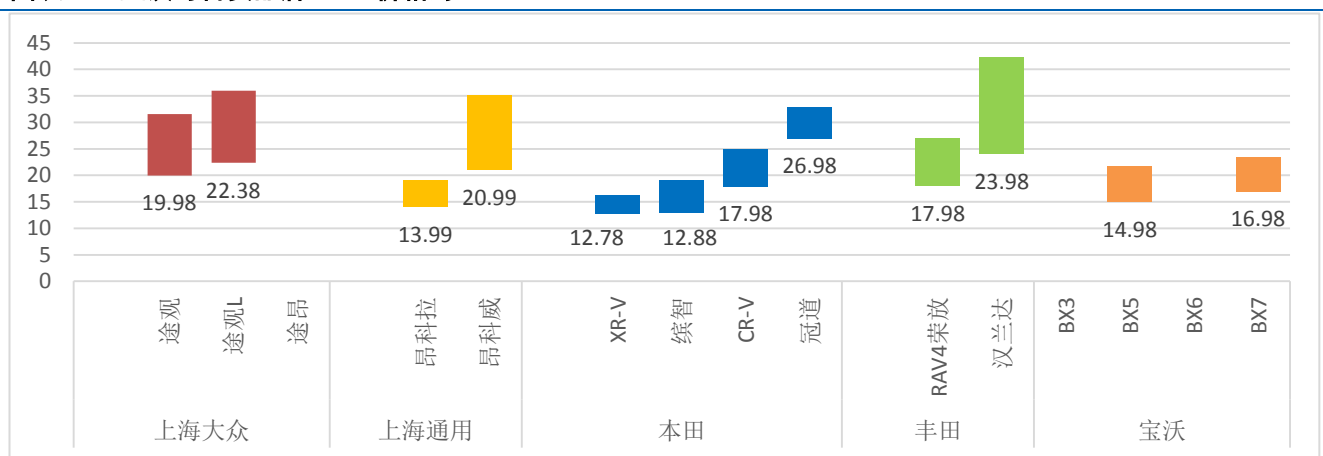
我们将宝沃 BX5 与一线自主品牌的哈弗 H6、传祺 H6 对比，在车身尺寸方面非常接近。在动力参数方面，BX5 凭借 1.8T 的发动机提供了比哈弗 H6、传祺 GS4 更加强劲的马力和扭矩。而在价格方面，BX7 1.8T 版本的价格比对手高 4-6 万。由于动力性能有明显差异，宝沃 BX5 1.8T 和哈弗 H6、传祺 GS4 的价格差距也比较明显。根据工信部企业车型申报信息，宝沃 BX5 1.4T 动力版本已经申报。我们预计 1.4T 动力版本将于 2017 年 7 月推出，价格区间在 12-15 万区间，起步价格将下探至 12-13 万区间，BX5 将吸引更为广泛的消费者。

图表 15 宝沃 BX5 与竞品车型对比

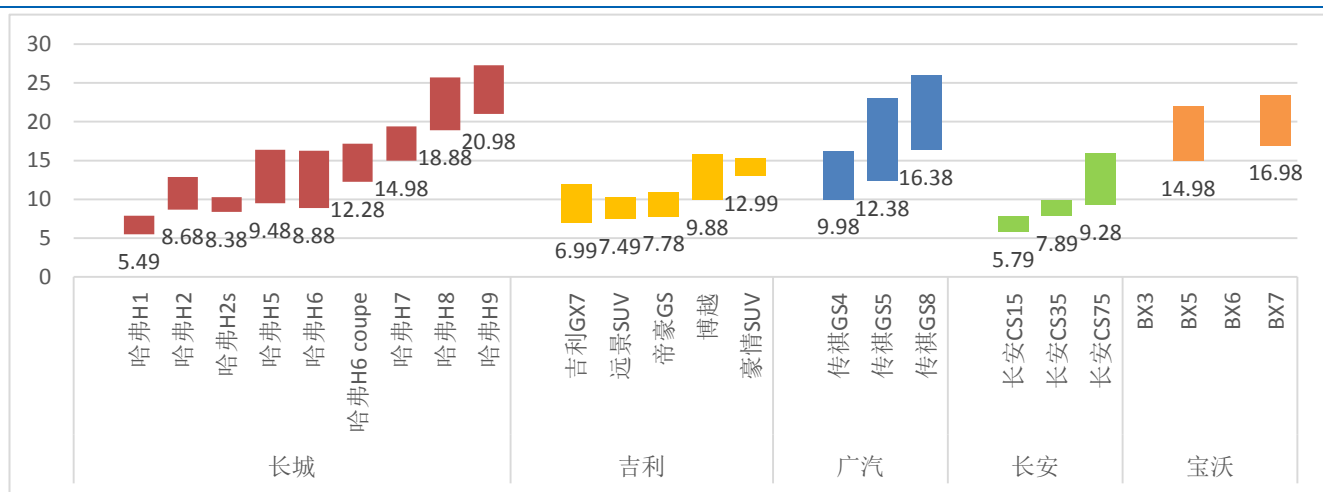
车型	宝沃 BX5	途观	翼虎	哈弗 H6	传祺 GS4
厂商	宝沃汽车	上汽大众	长安福特	长城汽车	广汽乘用车
发动机	1.8T 190 马力 L4	1.8T 160 马力 L4	1.5T 181 马力 L4	1.5T 150 马力 L4	1.5T 152 马力 L4
变速箱	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体	6 挡手自一体
长*宽*高(mm)	4490*1877*1675	4506*1809*1685	4524*1838*1701	4649*1852*1710	4510*1852*1708
轴距(mm)	2685	2684	2690	2680	2650
最大马力(Ps)	190	160	181	150	152
最大功率(kW)	140	118	133	110	112

最大扭矩(N·m)	280	250	240	210	235
价格区间	14.98-21.68 万	19.98-31.58 万	19.38-27.58 万	8.88-14.08 万	9.98-16.18 万
主打版本	2017 款 25T GDI 自动两驱风尚版/锋锐型	2016 款 300TSI 自动两驱豪华版	2017 款 EcoBoost 180 两驱豪翼型	2017 款 红标 运动版 1.5T 自动两驱豪华型	2017 款 235T 自动两驱豪华智联版
主打版本售价	16.98 / 17.98 万	25.98 万	22.98 万	11.98 万	14.38 万

资料来源：汽车之家，广证恒生

图表 16 宝沃与合资品牌 SUV 价格对比


资料来源：汽车之家，广证恒生

图表 17 宝沃与自主品牌 SUV 价格对比


资料来源：汽车之家，广证恒生

除了空间尺寸、动力性能、价格等方面，我们还整理了宝沃的互联网和智能要素，包括信息娱乐、控制、安防、数据获取等四大类别的服务。通过与德系、美系、日韩系的产品对比，我们看到宝沃提供了更为齐全的服务，在某些服务上，宝沃甚至是独家提供的。在汽车消费需求升级的背景下，汽车智能化的趋势势不可挡。年轻人成为未来一代的消费主体，互联网和智能产品的渗透率将会快速提升。

宝沃打造以宽体、智联为特色的产品，不是停留在口号上，而是落实到具体的功能和服务上。通过差异化的服务，提供了更高的附加值，牢牢地抓住了潜在消费者。

图表 18 宝沃 Telematics 功能与德系三大品牌对比

服务类型	服务名	宝沃	奔驰	宝马	奥迪
信息娱乐类(娱乐主机和第三方应用共同完成)	智能手机互联 (车机本地功能)	√	√	√	√
	语音云识别 (车机本地功能)	√	√	√	×
	天气预报、在线新闻、在线音乐	√	√	√	√
	一键导航 (车机本地功能)	√	×	×	×
	Wifi 热点 (车机本地功能)	√	√	√	√
	实时路况 (车机本地功能)	√	√	√	√
	导航发送到车	√	√	√	×
控制类 (T-BOX+整车各 ECU 共同完成)	远程车门上锁/解锁	√	√	√	×
	远程发动机启动/熄火	√	×	×	×
	远程空调开/关	√	×	√	×
	远程开窗/关窗	√	×	√	×
	远程座椅加热开/关	√	×	√	×
安防类 (T-BOX+整车各 ECU 共同完成)	SOS	√	√	√	√
	碰撞自动报警	√	√	√	√
	车门入侵报警	√	√	×	×
	被盗追踪和电子围栏	√	被盗车辆定位	×	被盗车辆定位
	被盗车辆限制	×	×	×	×
数据获取类 (T-BOX+整车各 ECU 共同完成)	1、心跳数据 (位置, 速度, 油耗, 电池电压等); 2、上传 DTC, 上传车况信息; 3、按需上传各 ECU 信息	√	×	获取车辆信息 (里程, 车窗, 车门状态)	获取车辆信息 (油量, 里程, 车门状态)

注: 部分功能需高配车型才有

资料来源: 广证恒生

图表 19 宝沃 Telematics 功能与美系、日韩系对比

服务类型	服务名	宝沃	通用	丰田	现代
娱乐应用 (娱乐主机和第三方应用共同完成)	智能手机互联 (车机本地功能)	√	√	√	√
	语音云识别 (车机本地功能)	√	√	√	√
	天气预报、在线新闻、在线音乐	√	√	√	√
	一键导航 (车机本地功能)	√	×	√	×
	Wifi 热点 (车机本地功能)	√	√	×	×
	实时路况 (车机本地功能)	√	√	√	√

	导航发送到车	√	√	×	×
控制类应用 (T-BOX+整车各ECU共同完成)	远程车门上锁/解锁	√	√	×	√
	远程发动机启动/熄火	√	√	×	√
	远程空调开/关	√	×	×	√
	远程开窗/关窗	√	×	×	×
	远程座椅加热开/关	√	×	×	×
安防类应用 (T-BOX+整车各ECU共同完成)	SOS	√	√	√	√
	碰撞自动报警	√	√	√	√
	车门入侵报警	√	×	×	×
	被盗追踪和电子围栏	√	√	被盗车辆定位	被盗车辆定位
	被盗车辆限制	×	被盗车辆启动限制、远程减速	×	×
数据获取类 (T-BOX+整车各ECU共同完成)	1、心跳数据(位置,速度,油耗,电池电压等);2、上传DTC,上传车况信息;3、按需上传各ECU信息	√	获取车辆信息(油量,里程,车门状态)	获取车辆信息(油量,里程,车门状态)	获取车辆信息(油量,里程,车门状态)

注:部分功能需高配车型才有

资料来源:广证恒生

2.5 宝沃汽车的渠道和售后服务

(1)、销售渠道与拓展空间

宝沃先后在全球和中国区召开了一次和两次招商大会,招商会的结果比较顺利,国内多家经销商集团与公司签约。截至2017年2月,已签约150家一级经销商网络,105家已落成,45家在建;2017年底,预计完成200家一级经销商网络。

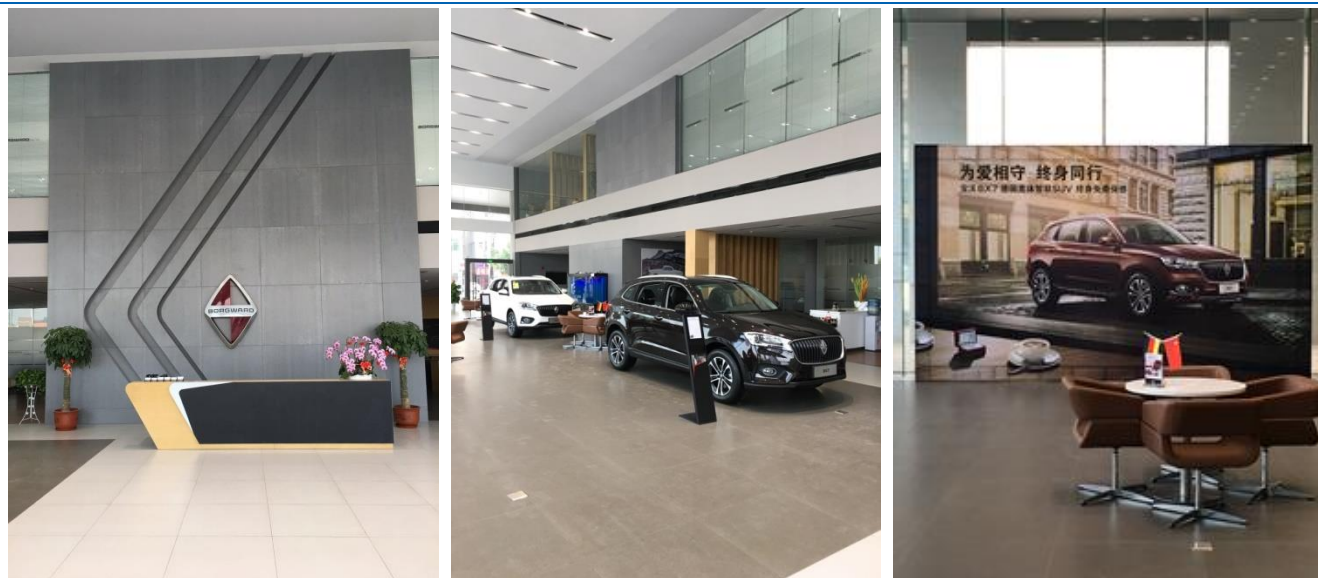
除此之外,在主要城市还将开设卫星店等二级网络,一级网络和二级网络的数量配比将达到1:2或1:3的比例。预计到2018年,宝沃旗下的一级和二级网络将达到300-400个网点。

我们实地调研了宝沃在华南地区的4S店,有以下几点印象:

A)、华南地区的主要一、二线城市,基本上达到一个城市一个网点的水平。虽主要城市开设了4S店,但数量较少,而且离中心城区有些距离。随着产品线的丰富,未来渠道有很大的扩充空间。

B)、4S店的装修展示体现了宝沃独有的视觉标识,功能齐全,环境舒适,与品牌定位“触手可及的豪华”相匹配。值得一提的是,4S店内设置了品牌历史与产品视频展区,提升了顾客对品牌的好感。

C)、销售服务人员标准规范,店长(经理)具有专业的水准,有多年合资品牌4S店管理经验。

图表 20 宝沃 4S 店展示


资料来源：广证恒生

我们统计了主流合资品牌和一线自主品牌的网点数量。合资品牌里面，上海大众的网点最多，约 1000 个，紧随其后，一汽大众、北京现代、上汽通用别克等品牌的网点数量在 750-850 个之间。一线自主品牌，长城哈弗、吉利、长安、比亚迪的网点数量，在 550-750 个之间。广汽传祺的网点数量有 400 个左右。

与上述品牌相比，宝沃的网点数量还比较少。随着产品线的丰富，签约网点的推进，未来宝沃的网点有望进一步增加，实现更多城市和人群的覆盖。

(2)、售后保修政策

我们在前文提到，宝沃也存在一些竞争劣势，比如品牌回归时间短，网点覆盖数量少等。显然，宝沃的市场和销售团队也认识到这个问题。有鉴于此，宝沃推出了超长保修政策。

2016 年 4 月北京国际车展期间，宝沃推出“前一万名宝沃 BX7 车主实行终身保修 0 付费”的政策。同年 11 月 29 日，宝沃汽车正式对外发布了“宝沃 BX7 终身免费保修”政策，而且车主还能享有“3 年不限里程免费道路救援”的服务。今年 3 月 24 日上市的宝沃 BX5，同样提供“宝沃 BX5 终身免费保修”服务。

我们认为，虽然超长保修政策表面上看，未来是要多花钱的。然而对于这么一个全新回归的品牌来说，当下最需要的是品牌营销，建立消费者信任度。通过迅速建立起经销商渠道，实打实地把销量做上去，尽早进入良性循环。这才是宝沃推出此项政策最大的初衷。

图表 21 车企超长保修政策一览

时间	车企及车型	保修政策
多年前-至今	雷克萨斯，美国市场	汽油车型“4 年或 10 万公里”免费保养；混合动力车型“6 年或 15 万公里”免费保养
2011 年起	现代汽车索纳塔，美国市场	“5 年或 10 万公里”的超长质保
2012 年起	雷克萨斯，中国市场	汽车车型，“4 年或 10 万公里”超长质保；混合动力车型：电池全部享受 10 年/25 万公里质保政策
2012 年起	比亚迪	“4 年或 10 万公里”超长质保
2015 年起	哈弗 H8, H9	“6 年或 20 万公里”超长质保

2016年4月	宝沃 BX7	前一万名宝沃 BX7 车主终身“车联网 4G 网络零付费”以及“售后终身保修零费用”
2016年11月	宝沃 BX7	“售后终身保修零费用”
2017年3月	宝沃 BX5	“售后终身保修零费用”

资料来源：公开资料，广证恒生

2.6 宝沃汽车的销量预测

宝沃 BX7 自 2016 年上市以来，7-12 月份累计销售 30015 辆，月度销量在 4000-5500 辆之间。1 月份批发销量 3075 辆，零售销售在 4000 辆左右。春节后由于淡季效应，2 月销量有所回落。预计淡季的效应持续到 3 月，4-5 月将会恢复月度平均水平。

基于目前宝沃的渠道网点只有 105 个，以月均 4000-5000 辆来测算，平摊到每个网点的销量有 40-50 辆。我们同样对哈弗 H7 和传祺 GS8 进行了测算，平摊到每个网点的销量约 20-30 辆。随着宝沃的网点拓展，整体销量有继续提升的空间。

图表 22 宝沃 BX7 月度销量

	2016/4	2016/5	2016/6	2016/7	2016/8	2016/9	2016/10	2016/11	2016/12	2017/1	2017/2
宝沃 BX7				4,079	5,027	5,133	5,188	5,032	5,556	3,075	2,260
哈弗 H7	1,290	3,175	3,594	4,079	4,482	5,192	6,134	10,105	10,852	7,005	4,106
传祺 GS8							238	2,507	6,260	9,418	7,005
途观	18,970	18,328	16,145	14,051	19,433	22,510	21,623	26,155	24,960	23,538	7,226
昂科威	20,319	19,150	19,888	16,026	22,050	26,448	32,296	31,130	31,749	30,658	14,490
翼虎	7,144	3,186	7,297	4,956	8,720	14,382	10,403	13,328	7,094	7,890	4,308

资料来源：乘联会，广证恒生

图表 23 宝沃年度销量预测

年度	2016	2017E	2018E
BX7	30,015	60,000	72,000
BX5	0	60,000	96,000
BX6	0	3,000	12,000
BX3			30,000
销量合计	30,015	123,000	210,000
同比增速		309.80%	70.73%

资料来源：广证恒生

3. 商用车业务：业绩谷底，企稳回升

3.1 商用车业务概述

(1) 商用车业务处于业绩底部，业绩反转趋势明显

过去十年，公司传统的业务以商用车为主。伴随宏观的周期变化，公司的营业收入和利润也同步周期变化。

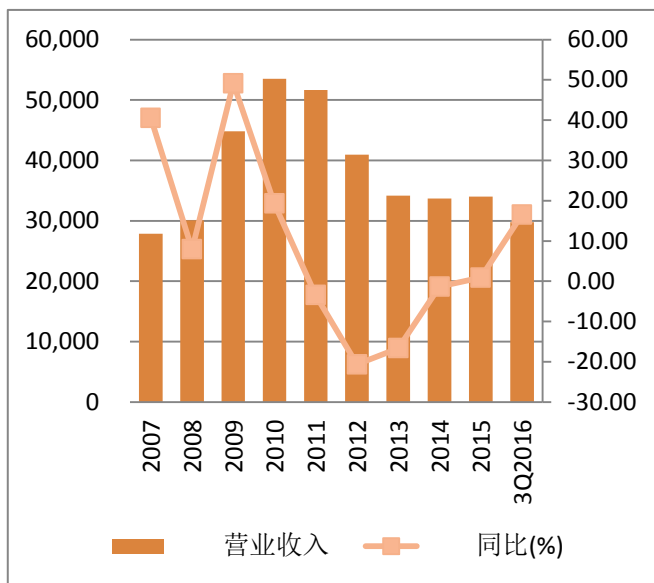
第一个阶段是2007-2010年，公司的营收呈快速增长态势，由于4万亿财政刺激政策的出台，基建投资加码，带动商用车热销，公司的营业收入和净利润在2010年达到巅峰。

第二个阶段是2010-2012年，商用车市场保持平稳，公司营业收入变动不大。2011到2012年，公司表面上收入减少了100多亿，主要是因为报表合并范围发生变化。2012年下半年开始，不再合并福田欧曼（福田戴姆勒）销售收入。同口径对比，2012年收入小幅度下降，但幅度在8%以内。

第三个阶段是2013-2015年，商用车市场需求不景气，竞争加剧，毛利率承压，期间费用率上升，公司净利润下滑较为明显。

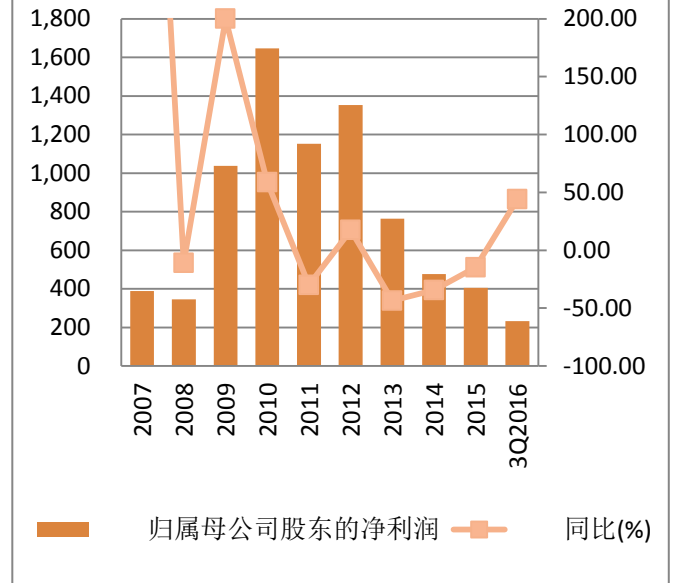
2016年以来，公司的各项业务处于触底回升，同比改善的趋势明显。从2016年前三季度来看，公司的营业收入298亿，同比增长16%，净利润2.3亿，同比增长44%。

图表 24 福田汽车营收变化



资料来源：Wind，广证恒生

图表 25 福田汽车净利润变化

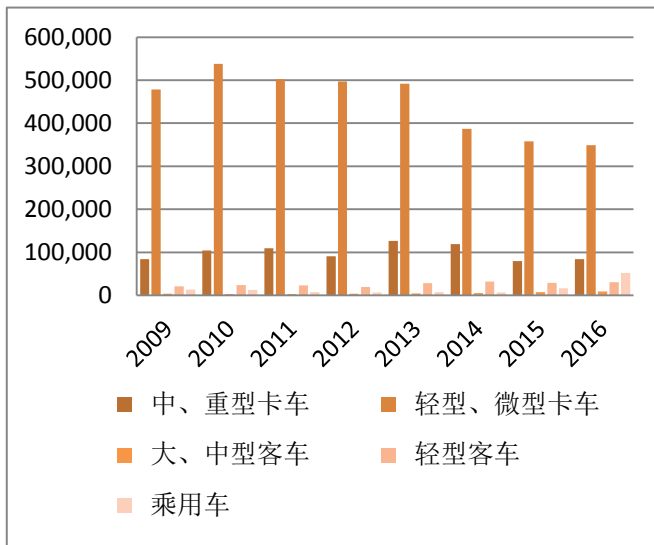


资料来源：Wind，广证恒生

公司的业务包括整车和发动机两大部分。整车部分包括中重卡、轻卡微卡、大中客、轻客和小部分的乘用车。其中，中重卡业务主要在合营公司福田戴姆勒，收入不并表，贡献投资收益。发动机业务包括福田康明斯发动机、奥铃发动机。其中康明斯发动机业务在合营公司福田康明斯。收入不并表，贡献投资收益。

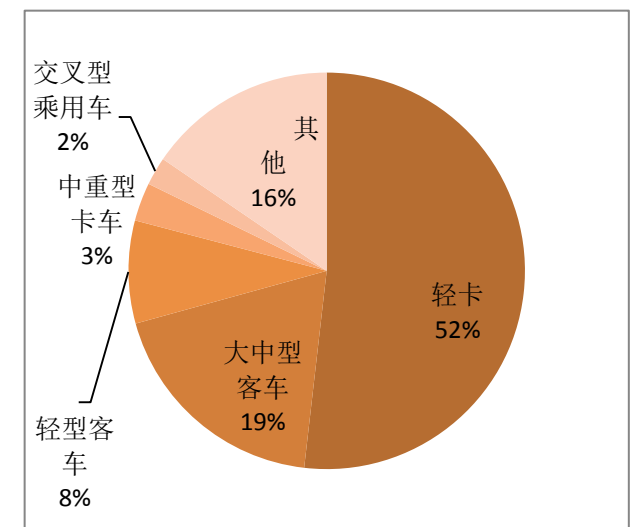
从2016年上半年的收入结构来看，合并利润表的收入为195亿。其中，轻卡业务收入101亿，占并表收入的52%，大中客收入37亿，占并表收入的19%。此外，福田康明斯上半年收入37亿，福田戴姆勒上半年收入99亿。这四块业务是对公司传统业务影响最大的四个部分。

图表 26 福田汽车产品销量变化



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 27 各项业务营收占比



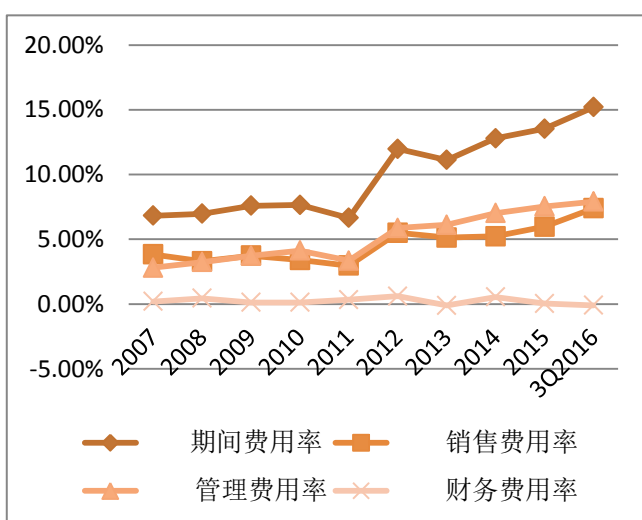
资料来源: Wind, 广证恒生

(2) 商用车业务盈利能力欠佳, 有改善空间

公司过去三年的盈利能力欠佳。2014年、2015年、2016年前三季度的归母净利润分别为4.8亿、4.1亿、2.3亿, 扣非后的归母净利润分别为-5.6亿、-6.7亿、-3.2亿。其中非经常性损益项目主要为财政补助, 2014年、2015年、2016年前三季度公司获得财政补助为7.3亿、9亿、4.8亿。

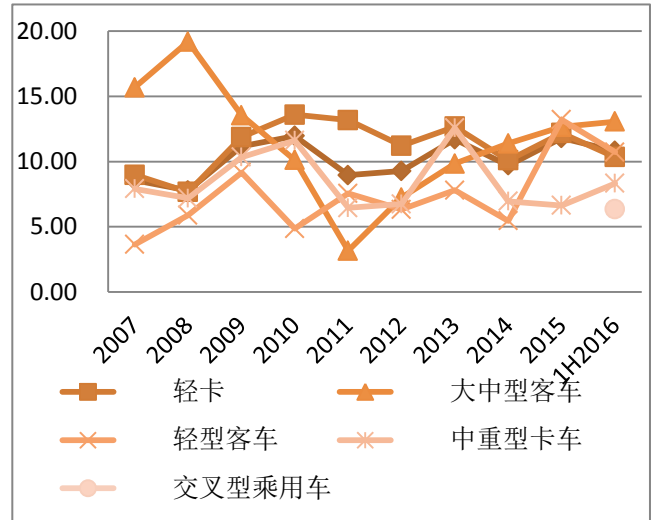
公司过去三年的整车业务毛利率在11-13%之间, 而期间费用率超过13%, 所以造成营业利润率为负。期间费用率较高的原因, 主要是销售费用和管理费用较高。正如前文所述, 公司投入资金培育宝沃业务, 使得研发费用增长较快。

图表 28 福田汽车三项费用率变化



资料来源: Wind, 广证恒生

图表 29 各项业务毛利率

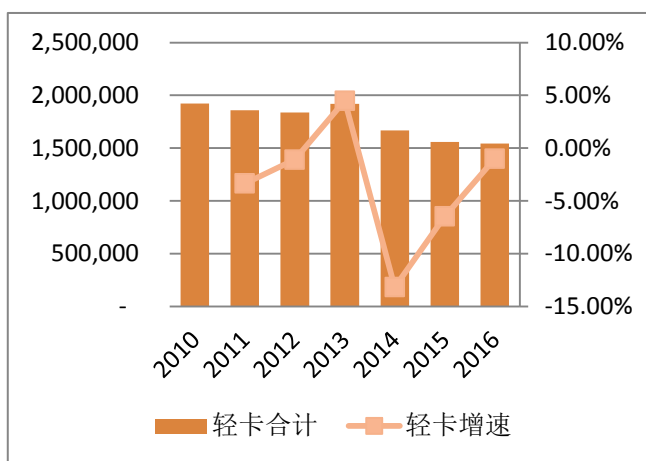


资料来源: Wind, 广证恒生

3.2 轻卡业务

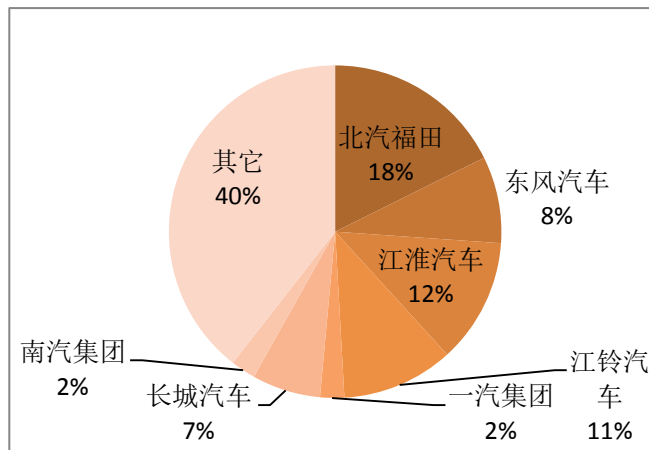
轻卡业务处于周期底部，未来企稳回升。2010年~2016年，我国轻卡市场总销量徘徊于155万辆~196万辆之间。2010年在国家出台“汽车下乡”政策的推动之下，我国轻卡年销量高达195万辆以上，创近7年最高水平。2011-2013年保持平稳。2014年以后，经济增长进入新常态，环保升级，中小企业倒闭，多重因素叠加，致使轻卡销量每况愈下，2016年销量跌至155万辆水平，比高峰期的2010年减少40万辆。随着经济逐步企稳，2017年轻卡预计底部盘整，销量与2016年相比预计有低个位数增长。

图表 30 轻卡行业历年销量



资料来源：中汽协，广证恒生

图表 31 2016 年轻卡市场份额



资料来源：中汽协，广证恒生

市场份额方面，福田汽车连续7年坚守行业第一，但市场份额较高峰期有所下滑。安徽江淮和江铃控股分列行业第二、第三位。

产品结构方面，由于我国汽车排放标准全面升级，以及物流运输业的发展，经济型低端轻卡市场份额萎缩，中端和高端轻卡市场份额扩大。目前高端：中端：低端轻卡的比例约为：22%：38%：40%。

公司积极调整产品结构，推动产品升级初见成效。高端轻卡欧马可与中端轻卡奥铃取得了快速增长，实现了产品结构的转型升级。2016年公司轻卡销量27万辆，其中欧马可约3.5万辆，奥铃约9万辆。

图表 32 轻卡行业竞争格局

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
北汽福田	21.77%	20.13%	20.34%	18.78%	16.27%	15.91%	16.36%
东风汽车	10.13%	10.76%	8.69%	8.65%	9.05%	7.31%	7.81%
江淮汽车	8.38%	9.24%	10.76%	10.72%	9.51%	9.76%	11.23%
江铃汽车	5.93%	6.19%	6.89%	7.35%	10.43%	9.91%	10.07%
一汽集团	3.74%	2.81%	2.84%	3.33%	3.12%	1.85%	2.18%
长城汽车	5.05%	5.96%	7.10%	5.98%	6.43%	5.73%	6.18%
南汽集团	3.44%	3.54%	4.60%	4.90%	3.02%	2.07%	2.24%
其它	33.93%	33.58%	33.65%	33.14%	33.86%	39.82%	36.54%

资料来源：中汽协，广证恒生

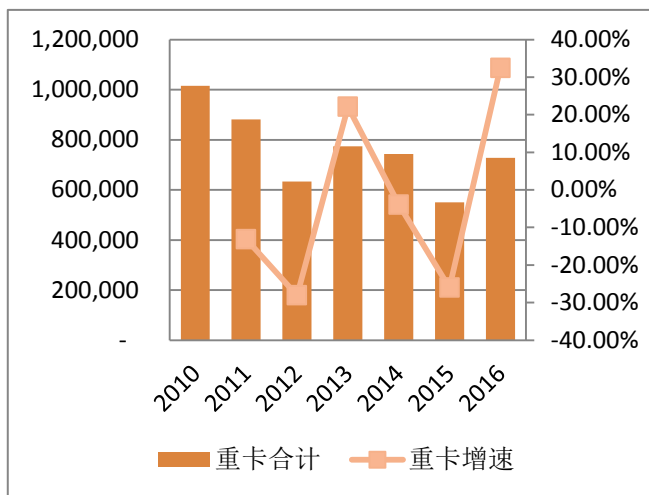
3.3 中重卡业务（福田戴姆勒）

（1）市场竞争格局

16年商用车行业整体复苏明显，重卡表现抢眼。16年1-12月，商用车货车销量311万辆(+8.82%)，为近3年来首次实现同比增长，14年销量290.14万辆(-8.92%)，15年销量285.59万辆(-10.32%)。其中，重卡品种复苏最明显。1-12月，重卡销量65.76万辆(+31.31%)，12月销量9.18万辆(+96.67%)。

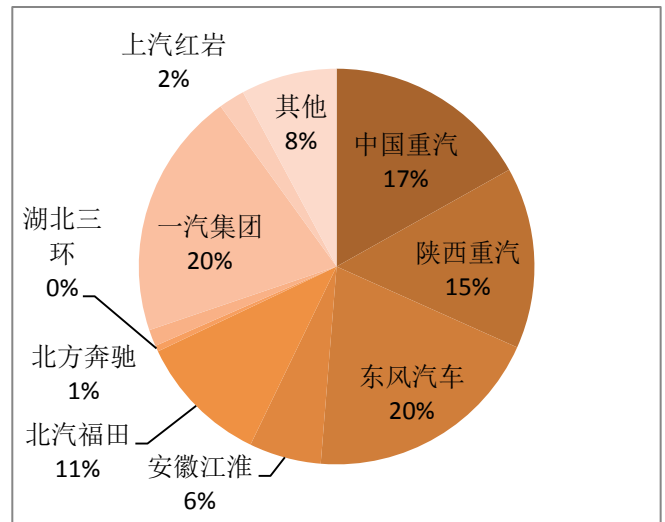
多因素共振刺激重卡业务回升。重卡市场16年的快速增长，是多因素合力的结果。16年9月份起，交通运输部与公安部展开专项整治行动，统一超限超载执法新标准，重卡的承载重量上限有所减少(6×2牵引车总重从55吨下降到46吨)，使得物流车的有效运力降低，刺激了新车购置需求。另外，煤炭等大宗商品补库存带来的运输量的集中释放、PPP基建项目带来运输需求增加、重卡行业内生的替换需求等因素，均推升了新车购置需求。多因素共振下，预计17年重卡仍可维持高单位数增速。

图表 33 重卡行业历年销量



资料来源：中汽协，广证恒生

图表 34 2016年重卡市场份额



资料来源：中汽协，广证恒生

行业竞争格局：形成了相对稳定而集中的竞争格局。2016年，行业前三名（一汽、东风、中国重汽）的集中度是57%。行业前五名（前三名加上陕西重汽、福田汽车）的集中度是82%。

重卡企业根据市场份额排名划分为三个梯队：第一梯队是一汽、东风、中国重汽；第二梯队是陕西重汽、福田；第三梯队是上汽依维柯红岩、安徽江淮等。重卡企业选择了共通的发展路径：垂直一体化，掌握核心动力总成。例如，中国重汽与德国曼合作，陕西重汽与潍柴整合，福田与康明斯、戴姆勒合作。

自福田先后与康明斯、戴姆勒合作后，推出了技术领先的发动机产品，同时加大了发动机内部配套，减少对第三方依赖，技术实力有明显提升。目前福田欧曼重卡30%装配潍柴发动机，70%装配康明斯发动机。

福田的重卡销量2016年增速低于行业平均增速，主要是受车桥供应不足所限。重卡车桥由安徽安凯、青岛青特供应，变速箱由法士特供应。安凯的产能同时供应江淮，青特的产能同时供应一汽。由于车桥供应不足，所以福田2016年的销量没有跟上。随着零部件厂商扩大产能将逐渐满足市场需求，供应问题将有效解决。

图表 35 重卡行业竞争格局

年度	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
中国重汽	19.49%	16.18%	17.07%	15.60%	16.31%	17.97%	16.87%
陕西重汽	10.72%	11.82%	13.23%	13.12%	14.04%	14.72%	14.83%

东风汽车	18.99%	21.10%	20.64%	21.42%	20.86%	21.30%	19.58%
安徽江淮	2.53%	3.84%	4.11%	4.24%	5.36%	5.44%	5.89%
北汽福田	10.15%	12.20%	13.49%	14.90%	14.63%	13.43%	10.78%
湖北三环	1.18%	0.82%	0.92%	0.72%	0.97%	0.80%	0.49%
北方奔驰	4.49%	4.54%	3.83%	2.35%	1.56%	1.74%	1.36%
一汽集团	22.73%	17.94%	16.65%	16.90%	15.68%	15.66%	20.23%
上汽红岩	3.29%	3.65%	2.68%	3.62%	3.36%	1.58%	2.13%
其他	5.98%	7.90%	7.37%	7.14%	7.23%	7.35%	7.85%

资料来源：中汽协，广证恒生

(2) 福田超级卡车

福田公司受美国投资超级卡车计划成功获利的影响，将在中国复制超级卡车计划。福田超级卡车计划将以美国超级卡车成功的案例为蓝本，福田汽车为母品牌，EST 为技术品牌，携手美国康明斯与德国戴姆勒等全球顶尖供应商。通过智能卡车和智能物流两大途径，推出绿色、节能、高效、安全、智能的物流解决方案。其最终目的是实现油耗降低 30%，碳排放减少 30%，货运效率提升 70% 的目标。

首款亮相的福田欧曼 EST 超级卡车采用了德国戴姆勒平台打造而成，其搭载了康明斯 ISG 发动机，搭配采埃孚手动/自动挡变速箱，可选装液力缓速器，整车 B10 寿命可达 150 万公里。并配备了 ABS 制动防抱死系统、ESP 车身电子稳定系统、ASR 牵引力控制系统等技术。

福田超级卡车计划的实施将是一个长久的发展项目，其涵盖了轻、中、重卡，这次亮相的欧曼 EST 超级卡车只是其中之一，全部项目完成还需要通过三大阶段来实现。

图表 36 超级卡车分阶段实施计划



资料来源：公开资料，广证恒生

3.4 发动机业务（福田康明斯）

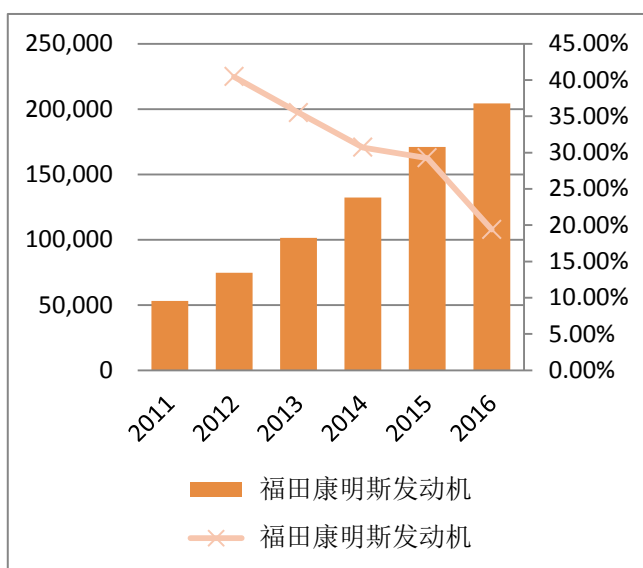
北京福田康明斯成立于 2008 年，总投资逾 49 亿元人民币。福田康明斯生产轻型和重型柴油发动机，年产能可达 52 万台，产品包括康明斯 ISF/QSF（公路/非公路）系列 2.8L 和 3.8L 轻型、ISF 系列 4.5L 中型以及 ISG 系列 10.5L、11.8L 重型柴油发动机。

图表 37 福田康明斯产品系列

产品系列	性能指标	最高排放标准
ISG 12 发动机 (11.8L) ISGe4 380/400/ 430/460/490	功率: 380-490 马力, 峰值扭矩: 2000-2300N•m	欧四/国四标准
ISG 11 发动机 (10.5L) ISGe4 310/330/ 350	功率: 310-350 马力, 峰值扭矩: 1400-1800N•m	欧四/国四标准
ISF 4.5L 发动机	功率: 150-210 马力, 峰值扭矩: 760N•m	欧六/国五标准
ISF3.8L 发动机	功率: 141-168 马力, 峰值扭矩: 450-600N•m	欧五/国五标准
ISF2.8L 发动机	功率: 129-161 马力, 峰值扭矩: 280-360N•m	欧五/国五标准

资料来源: 公开资料, 广证恒生

图表 38 福田康明斯发动机销量

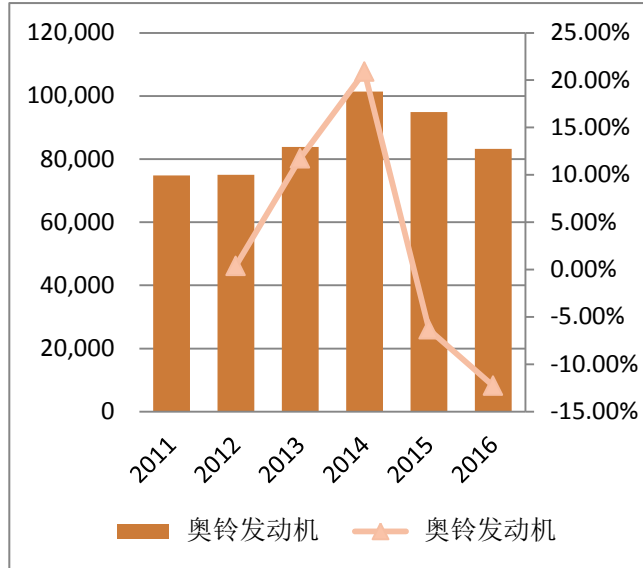


资料来源: 公司公告, 广证恒生

福田康明斯发动机主要包括重型和轻型发动机, 重型发动机主要供福田欧曼使用。轻卡发动机 50% 自用, 25% 出口, 25% 销给国内客户。欧马可全部配康明斯发动机, 奥铃高端的一部分配康明斯发动机。

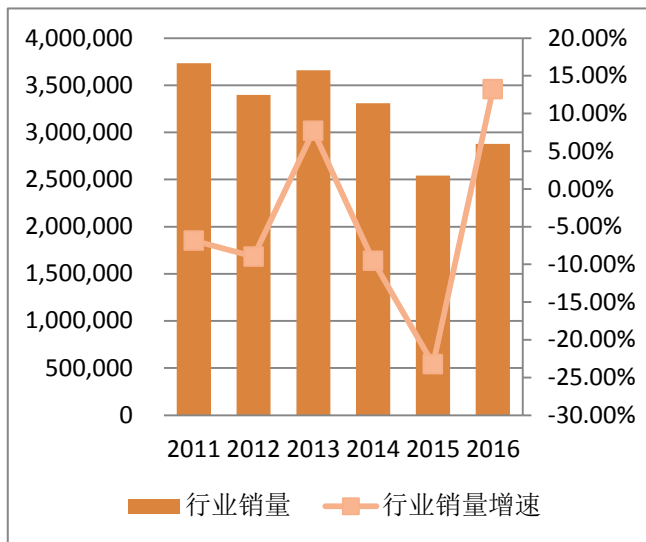
图表 40 汽车用柴油发动机历年销量

图表 39 奥铃发动机销量

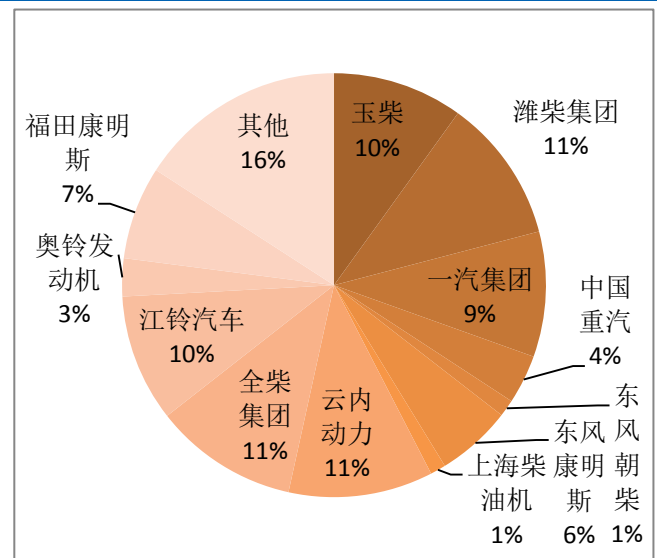


资料来源: 公司公告, 广证恒生

图表 41 2016 年柴油发动机市场份额



资料来源：中汽协，广证恒生



资料来源：中汽协，广证恒生

根据工信部国五排放标准实施时间表，2017年7月起，重型柴油车将全面实施国五排放标准，2018年1月起，轻型柴油车将全面实施国五排放标准。受益于排放标准实施，福田康明斯将会受益。

福田康明斯发动机产品技术性能在国内处于领先水平，销量不断攀升，市场份额持续提升。目前康明斯轻卡发动机接近一半产品对外销售和出口，重卡发动机也将加大外销和出口力度，并有望贡献较大业绩。

我们预计，福田康明斯2017年至少有双位数的增长。

图表 42 汽车用柴油发动机竞争格局

年度	2011	2012	2013	2014	2015	2016
玉柴	18.75%	18.93%	17.36%	15.90%	10.54%	9.94%
潍柴集团	9.64%	8.26%	14.10%	13.99%	9.03%	10.98%
一汽集团	12.24%	11.55%	12.04%	11.99%	11.21%	9.55%
中国重汽	3.22%	2.39%	2.51%	2.91%	3.41%	3.74%
东风朝柴	5.04%	4.15%	3.61%	2.36%	1.60%	1.29%
东风康明斯	6.03%	4.35%	4.95%	5.60%	6.05%	5.74%
上海柴油机	0.96%	0.89%	0.68%	0.84%	1.08%	1.19%
云内动力	6.12%	6.63%	6.35%	6.51%	8.58%	11.02%
全柴集团	10.11%	12.61%	13.01%	10.45%	12.10%	10.98%
江铃汽车	4.83%	6.06%	6.54%	8.19%	9.97%	9.72%
奥铃发动机	2.00%	2.21%	2.29%	3.06%	3.74%	2.89%
福田康明斯	1.42%	2.20%	2.77%	4.00%	6.73%	7.10%
其他	19.63%	19.77%	13.80%	14.20%	15.98%	15.86%

资料来源：中汽协，广证恒生

4. 盈利预测及估值

预计 2016-2018 年，归母净利润分别为 5.97、14.84、22.77 亿元，EPS 分别为 0.09、0.22、0.34 元，对应目前股价的 PE 分别为 35.71、14.38、9.37 倍。

分部估值法，2017 年：宝沃 (0.07 *25 倍=1.71 元) + 传统业务 (0.15 *15 倍=2.31 元)，合并估值每股 4.02 元。2018 年：宝沃 (0.18 *15 倍=2.71 元) + 传统业务 (0.16 *15 倍=2.41 元)，合并估值每股 5.12 元。鉴于宝沃汽车处于快速增长期，17 年给与相对较高估值。

2017 年目标价 4.02 元，2018 年目标价 5.12 元，强烈推荐。

图表 43 盈利预测及估值

主要财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	33997.49	40813.01	57430.82	71199.86
同比(%)	0.91%	20.05%	40.72%	23.98%
归母净利(百万元)	406.41	597.71	1484.20	2277.83
同比(%)	-14.82%	47.07%	148.31%	53.47%
毛利率(%)	12.48%	14.25%	14.95%	15.87%
ROE(%)	2.37%	3.15%	7.50%	10.71%
每股收益(元)	0.06	0.09	0.22	0.34
P/E	26.26	35.71	14.38	9.37
P/B	0.57	1.12	1.06	0.96
EV/EBITDA	9.63	11.73	7.00	4.77

资料来源：广证恒生

具体的盈利假设及结果：

图表 44 宝沃汽车收入与盈利预测

	2016	2017E	2018E	2019E
年度销量：				
BX7	30,015	60,000	72,000	72,000
BX5	0	60,000	96,000	96,000
BX6	0	3,000	12,000	12,000
BX3		0	30,000	72,000
销量合计	30,015	123,000	210,000	252,000
同比增速		309.80%	70.73%	20.00%
平均售价(万)：				
BX7	18	18	18	18
BX5	15	15	15	15
BX6		15	15	15
BX3			10	10
销售收入(百万元)：				
BX7	5,403	10,800	12,960	12,960
BX5	0	9,000	14,400	14,400
BX6	0	450	1,800	1,800
BX3		0	3,000	7,200
收入合计	5,403	20,250	32,160	36,360

同比增速		274.81%	58.81%	13.06%
毛利	810	3,645	6,110	7,272
同比增速		349.78%	67.64%	19.01%
净利润	-270	456	1,206	1,636
同比增速			164.69%	35.67%

资料来源：广证恒生

图表 45 整体业务收入预测

单位(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入预测				
大中客	5737	6884	7229	7590
增长率		20.00%	5.00%	5.00%
乘用车*	274	5403	20250	32160
增长率		1872.52%	274.81%	58.81%
轻卡	17985	17985	18885	19829
增长率		0.00%	5.00%	5.00%
轻客	2325	2441	2563	2691
增长率		5.00%	5.00%	5.00%
中重卡	1570	1687	1772	1860
增长率		7.50%	5.00%	5.00%
其他业务(补充)	6107	6412	6733	7070
增长率		5.00%	5.00%	5.00%
收入合计	33997	40813	57431	71200
增长率		20.05%	40.72%	23.98%

*注：宝沃汽车收入计入乘用车类别

资料来源：广证恒生

图表 46 分部估值法

	2015	2016E	2017E	2018E
宝沃业务:				
收入		5,403	20,250	32,160
净利润		-270	456	1,206
EPS		(0.04)	0.07	0.18
PE			25	15
股价			1.71	2.71
传统业务:				
收入	33,997	35,814	37,586	39,448
净利润	406	868	1,029	1,072
EPS		0.13	0.15	0.16
PE			15	15
股价			2.31	2.41
合并估值:				
股价			4.02	5.12

资料来源：广证恒生



附录：可比公司估值

序号	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
					TTM	16E	17E	
	600166.SH	福田汽车	21,344.42	21,344.42	44.71	36.30	14.00	1.15
	沪深(10)							
	最高值	最高值	291,736.03	291,736.03	45.52	50.87	35.49	6.07
	中位值	中位值	69,835.24	54,328.85	15.56	11.55	11.94	2.26
1	600104.SH	上汽集团	291,736.03	291,736.03	9.23	9.11	8.04	1.58
2	601238.SH	广汽集团	134,237.93	109,672.56	23.36	24.56	17.13	3.87
3	002594.SZ	比亚迪	125,512.63	89,659.91	26.75	26.64	20.97	2.67
4	601633.SH	长城汽车	99,082.65	74,984.95	10.77	11.43	9.53	2.59
5	200625.SZ	长安B	69,835.24	9,651.25	4.16	4.14	3.80	1.13
6	000625.SZ	长安汽车	69,835.24	61,279.41	6.89	6.86	6.29	1.93
7	600066.SH	宇通客车	47,378.30	47,378.30	12.01	11.67	10.91	4.01
8	601127.SH	小康股份	23,374.58	23,374.58	45.52	--	35.49	6.07
9	600418.SH	江淮汽车	22,208.55	22,208.55	19.11	--	15.92	1.61

资料来源：Wind，广证恒生

附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
流动资产	16650	14079	15274	17574	
现金	4558	3841	4804	6640	
应收账款	5223	4054	4384	4554	
其它应收款	2069	1338	1537	1648	
预付账款	374	498	416	429	
存货	2059	2461	2190	2237	
其他	2367	1887	1943	2066	
非流动资产	26103	25594	26532	26945	
长期投资	2306	2007	2133	2148	
固定资产	10191	12027	12981	13442	
无形资产	4591	4686	4714	4890	
其他	9016	6873	6704	6464	
资产总计	42753	39673	41806	44519	
流动负债	20779	17578	18401	18919	
短期借款	1327	1324	1624	1425	
应付账款	8157	6700	6844	7234	
其他	11295	9553	9933	10260	
非流动负债	3222	2839	3093	3356	
长期借款	1283	1245	1465	1635	
其他	1939	1594	1628	1720	
负债合计	24001	20417	21494	22275	
少数股东权益	210	182	150	113	
股本	3335	6670	6670	6670	
资本公积	10174	7840	7840	7840	
留存收益	5090	4564	5652	7620	
归属母公司股东权益	18599	19074	20162	22130	
负债和股东权益	42753	39673	41806	44519	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
经营活动现金流	541	446	2632	3323	
净利润	357	598	1484	2278	
折旧摊销	1210	1146	1316	1444	
财务费用	12	109	120	112	
投资损失	-74	-400	-568	-647	
营运资金变动	-272	-1302	429	183	
其它	-691	295	-150	-46	
投资活动现金流	-1693	-589	-1543	-1223	
资本支出	-3174	-1475	-1274	-1195	
长期投资	-2	374	-176	-7	
其他	1483	512	-94	-21	
筹资活动现金流	2759	-573	-126	-264	
短期借款	-894	-3	300	-199	
长期借款	330	-38	220	171	
普通股增加	525	3335	0	0	
资本公积金增加	2416	-2335	0	0	
其他	383	-1533	-645	-235	
现金净增加额	1607	-717	962	1837	

数据截至 2016-03-24

利润表		单位:百万元			
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	
营业收入	33997	40813	57431	71200	
营业成本	29755	34997	48845	59902	
营业税金及附加	250	280	400	503	
营业费用	2028	2775	3446	4272	
管理费用	2562	3102	4250	5126	
财务费用	12	109	120	112	
资产减值损失	315	315	499	609	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	74	400	568	647	
营业利润	-851	-365	439	1324	
营业外收入	1313	1036	1165	1171	
营业外支出	60	60	59	60	
利润总额	401	610	1545	2435	
所得税	45	41	93	194	
净利润	357	570	1452	2241	
少数股东损益	-50	-28	-32	-37	
归属母公司净利润	406	598	1484	2278	
EBITDA	1685	1865	2982	3990	
EPS (摊薄)	0.06	0.09	0.22	0.34	

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入增长率	0.9%	20.0%	40.7%	24.0%
营业利润增长率	-34.7%	57.1%	220.3%	201.6%
归属于母公司净利润增长率	-14.8%	47.1%	148.3%	53.5%
获利能力				
毛利率	17.4%	17.2%	17.8%	18.3%
净利率	3.9%	5.3%	6.4%	1.0%
ROE	2.4%	3.1%	7.5%	10.7%
ROIC	1.9%	2.9%	6.4%	8.9%
偿债能力				
资产负债率	56.1%	51.5%	51.4%	50.0%
净负债比率	13.43%	17.48%	17.90%	17.29%
流动比率	0.80	0.80	0.83	0.93
速动比率	0.70	0.66	0.71	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.99	1.41	1.65
应收账款周转率	7.47	8.80	13.61	15.93
应付账款周转率	4.30	4.71	7.21	8.51
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.09	0.22	0.34
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.07	0.39	0.50
每股净资产(最新摊薄)	5.58	2.86	3.02	3.32
估值比率				
P/E	26.26	35.71	14.38	9.37
P/B	0.57	1.12	1.06	0.96
EV/EBITDA	9.63	11.73	7.00	4.77

5. 风险提示

风险提示：宝沃汽车市场策略不当，宝沃车型销售低于预期；研发支出和管理费用支出超预期等。

研究员简介

李如娟 广证恒生汽车行业研究负责人，中山大学硕士，工学与金融学专业复合背景。3年证券从业经历；其中，1年宏观策略研究经历；目前负责汽车行业研究，主要方向：智能汽车和节能汽车等。

刘伟浩 广证恒生汽车行业研究员，中山大学工商管理硕士，浙江大学工业设计、计算机双学士。具有A股和港股跨市场的研究经验，8年买方投研经验，其中5年港股投研经验。2016年加入广证恒生。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	李婉秋	(86)18611153323	liwq@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86)13632368942	liaomh@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。