

福田汽车 (600166)

证券研究报告

2017年04月16日

16年扣非大幅减亏 17年商乘双升有望扭亏为盈

事件概述

公司发布 2016 年年报：全年营业收入约 465.3 亿元，同比增长约 36.9%；实现归母净利润约 5.7 亿元，同比增长约 39.5%；基本每股收益约 0.08 元，同比增长约 33.3%；扣非归母净利润约-3.8 亿元，亏损同比减少 43.9%。

事件点评

商用车领头羊业绩逐步兑现，戴姆勒欧曼产品大幅减亏，康明斯成为新利润增长点，16Q4 整体业绩环比提升明显。16 全年/16Q4 扣非净利-3.8/-0.5 亿元，大幅减亏（15 年同期为-6.7/-3.6 亿元），并且卫冕中国商用车第一品牌地位（品牌价值突破千亿，全年实现销售 53 万辆，同比+8.37%），主要受益于：1）福田康明斯自配率大幅提升，形成盈利规模效应，全年销售 20.6 万台（同比+20%），为母公司贡献利润 3.3 亿元；2）戴姆勒欧曼产品需求随重卡行业好转，全年销售 7.8 万辆（同比+3%），净亏损从 5.8 亿元减至 1.1 亿元，一/二工厂产能利用率 44%/83%，储备充足、上升空间大；3）合营企业中重卡及发动机业务已进入产品释放周期，享受研发红利；4）轻卡销量小幅下滑（全年 35 万辆，同比-1%），但仍牢牢占据老大地位，产品结构调整趋于高端化（提前实现国 V 标准），业务毛利率改善 0.78pp；5）欧辉大中客放量，实现销售 0.9 万辆（同比+21%），营收 110 亿元（同比+91%），增幅源于新能源汽车补贴，且新能源客车订单稳定（绑定地方政府合同）。预计未来中重卡仍有看点，16 年销量增速（4%）远低于行业的 28%主要是受限于车桥供应紧缺问题，17 年逐步改善（欧曼产品 17 年 1/2/3 月销量为 0.7/1.0/1.2 万辆），业务销量增长显著，17 年“戴姆勒+康明斯”有望为整体盈利能力提升作较大贡献。

乘用车为未来战略转型重点，德国品牌宝沃强势登陆。16 年销售乘用车 5.6 万辆（同比+229%），其中宝沃 BX7 自 16 年 7 月上市以来爬坡顺利，16Q4 月销成功突破 5,000 辆，17 年新车型 BX5（1.8T/1.4T）、纯电动 BX7 以及 BX6 先后面市，提供巨大业绩增量弹性：1）BX5 1.4T 版本为冲量重点车型，预计 17 年 7/8 月上市，再配合营销策略、车市“金九银十”等因素，有望复制甚至超越 BX7 的成功；2）我们预计宝沃 17 年有望达盈亏平衡，研发费用在车型发布之前采用资本化计入，上市后分多年计提完成摊销，17-18 年开始销售/管理（包括研发）逐步合理化，利润率有望提升；3）产能规划周密，北京密云厂目前产能 18 万辆，计划加大至 36 万辆。

投资建议

看好宝沃，BX7 随宝沃渠道扩建销量有进一步提升空间，BX5 1.8T 版重点在二三线城市渠道布局形成增量，后续重点上量版本为 1.4T 版，为未来宝沃关注重点；品牌已依靠 BX7 站稳脚跟，正在发展壮大，为福田乘用车业务提供业绩高弹性，边际改善明显。福田商用车康明斯发动机利润继续提升，重卡 17 年有望实现扭亏。“商乘双升”，预计 17-18 年 EPS 为 0.30/0.46 元，对应 PE 11/7X，继续维持“买入”评级，6 个月目标价 5.68 元。

风险提示： BX5、BX7 销量不及预期；商用车市场整体下行。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	33,997.49	46,532.07	69,207.62	82,086.67	94,596.68
增长率(%)	0.91	36.87	48.73	18.61	15.24
EBITDA(百万元)	368.35	955.44	2,341.93	3,544.35	4,273.29
净利润(百万元)	406.41	566.83	2,000.67	3,080.17	3,555.28
增长率(%)	(14.82)	39.47	252.96	53.96	15.42
EPS(元/股)	0.06	0.08	0.30	0.46	0.53
市盈率(P/E)	55.14	39.54	11.20	7.28	6.30
市净率(P/B)	1.21	1.19	1.10	0.99	0.89
市销率(P/S)	0.66	0.48	0.32	0.27	0.24
EV/EBITDA	44.67	19.67	4.02	3.97	0.58

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	汽车/汽车整车
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.36 元
目标价格	5.68 元
上次目标价	5.68 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,670.13
流通 A 股股本(百万股)	6,670.13
A 股总市值(百万元)	22,411.64
流通 A 股市值(百万元)	22,411.64
每股净资产(元)	2.84
资产负债率(%)	64.63
一年内最高/最低(元)	5.92/2.63

作者

崔琰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100005	
cuiyan@tfzq.com	
周沐	联系人
zhoumu@tfzq.com	
张程航	联系人
zhangchenghang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《福田汽车-公司点评:3 月宝沃 BX7 销量回暖力证站稳脚跟 BX5 上市规划深谋远虑》 2017-04-11
- 《福田汽车-公司深度研究:宝沃复兴之路——让福田再次强大起来》 2016-12-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,557.84	4,079.94	9,857.10	9,850.40	15,438.24
应收账款	7,291.86	13,129.53	17,629.41	18,853.55	23,189.41
预付账款	373.54	819.96	988.64	987.73	1,374.51
存货	2,059.39	3,256.01	4,550.61	4,664.99	5,929.84
其他	2,367.00	3,825.03	4,250.33	4,692.15	4,974.88
流动资产合计	16,649.63	25,110.48	37,276.09	39,048.82	50,906.89
长期股权投资	2,306.05	2,465.10	2,585.10	2,705.10	2,825.10
固定资产	10,190.53	12,290.39	13,133.57	13,880.82	14,528.66
在建工程	2,623.47	1,656.51	1,725.21	1,780.17	1,824.13
无形资产	7,620.55	8,520.67	8,628.94	8,643.54	8,564.48
其他	3,362.74	3,870.31	4,099.74	4,364.33	4,457.81
非流动资产合计	26,103.33	28,802.99	30,172.56	31,373.97	32,200.19
资产总计	42,752.96	53,913.46	67,448.65	70,422.79	83,107.07
短期借款	1,327.24	3,386.63	300.00	4,763.10	300.00
应付账款	11,181.77	16,460.76	25,160.29	23,970.79	32,116.86
其他	8,270.10	10,902.02	19,020.11	16,014.81	23,806.71
流动负债合计	20,779.11	30,749.41	44,480.40	44,748.70	56,223.57
长期借款	1,283.07	2,209.06	500.00	1,443.74	500.00
应付债券	996.90	997.57	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	942.16	890.70	1,061.59	964.82	972.37
非流动负债合计	3,222.14	4,097.33	2,561.59	3,408.56	2,472.37
负债合计	24,001.24	34,846.74	47,042.00	48,157.26	58,695.94
少数股东权益	210.23	155.53	(37.54)	(334.78)	(677.88)
股本	3,335.07	6,670.13	6,670.13	6,670.13	6,670.13
资本公积	10,174.48	7,839.93	7,840.92	7,840.92	7,840.92
留存收益	15,264.24	12,372.60	13,774.06	15,930.18	18,418.88
其他	(10,232.30)	(7,971.48)	(7,840.92)	(7,840.92)	(7,840.92)
股东权益合计	18,751.72	19,066.73	20,406.65	22,265.53	24,411.13
负债和股东权益总	42,752.96	53,913.46	67,448.65	70,422.79	83,107.07

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	356.53	512.13	2,000.67	3,080.17	3,555.28
折旧摊销	1,209.62	1,579.93	1,679.85	1,883.19	2,087.25
财务费用	(2.54)	(57.54)	(53.72)	(101.68)	(167.55)
投资损失	(73.81)	(283.18)	(424.77)	(509.73)	(586.19)
营运资金变动	(1,372.84)	(1,390.40)	10,314.46	(6,386.48)	9,499.84
其它	373.08	830.85	(193.07)	(297.24)	(343.09)
经营活动现金流	490.04	1,191.78	13,323.43	(2,331.77)	14,045.55
资本支出	3,921.44	3,833.73	2,529.11	2,796.77	2,692.45
长期投资	220.80	159.05	120.00	120.00	120.00
其他	(5,835.04)	(8,673.64)	(5,110.18)	(5,310.39)	(5,038.10)
投资活动现金流	(1,692.80)	(4,680.85)	(2,461.07)	(2,393.62)	(2,225.65)
债权融资	4,220.31	7,813.45	3,142.21	8,683.27	3,350.25
股权融资	2,979.96	965.26	186.24	101.68	167.55
其他	(4,441.29)	(5,747.74)	(8,413.65)	(4,066.26)	(9,749.86)
筹资活动现金流	2,758.98	3,030.97	(5,085.20)	4,718.69	(6,232.06)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,556.23	(458.10)	5,777.16	(6.70)	5,587.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	33,997.49	46,532.07	69,207.62	82,086.67	94,596.68
营业成本	29,754.70	40,185.18	58,549.65	69,116.97	79,461.21
营业税金及附加	250.20	600.67	899.70	1,067.13	1,229.76
营业费用	2,028.31	2,841.99	4,083.25	4,719.98	5,392.01
管理费用	2,562.32	3,255.52	4,775.33	5,335.63	6,148.78
财务费用	11.75	(38.46)	(53.72)	(101.68)	(167.55)
资产减值损失	314.98	552.00	662.39	695.51	765.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	73.81	283.18	424.77	509.73	586.19
其他	(147.62)	(566.37)	(849.55)	(1,019.46)	(1,172.38)
营业利润	(850.96)	(581.64)	715.79	1,762.84	2,353.59
营业外收入	1,312.58	1,153.07	1,204.62	1,223.42	1,193.70
营业外支出	60.14	53.56	56.91	56.87	55.78
利润总额	401.48	517.87	1,863.51	2,929.40	3,491.51
所得税	44.95	5.74	55.91	146.47	279.32
净利润	356.53	512.13	1,807.60	2,782.93	3,212.19
少数股东损益	(49.88)	(54.70)	(193.07)	(297.24)	(343.09)
归属于母公司净利润	406.41	566.83	2,000.67	3,080.17	3,555.28
每股收益(元)	0.06	0.08	0.30	0.46	0.53

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.91%	36.87%	48.73%	18.61%	15.24%
营业利润	34.72%	-31.65%	-223.07%	146.28%	33.51%
归属于母公司净利润	-14.82%	39.47%	252.96%	53.96%	15.42%
获利能力					
毛利率	12.48%	13.64%	15.40%	15.80%	16.00%
净利率	1.20%	1.22%	2.89%	3.75%	3.76%
ROE	2.19%	3.00%	9.79%	13.63%	14.17%
ROIC	-5.63%	-4.42%	3.76%	21.17%	14.09%
偿债能力					
资产负债率	56.14%	64.63%	69.74%	68.38%	70.63%
净负债率	69.99%	79.84%	112.48%	152.89%	121.35%
流动比率	0.80	0.82	0.84	0.87	0.91
速动比率	0.70	0.71	0.74	0.77	0.80
营运能力					
应收账款周转率	5.50	4.56	4.50	4.50	4.50
存货周转率	16.54	17.51	17.73	17.81	17.86
总资产周转率	0.88	0.96	1.14	1.19	1.23
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.08	0.30	0.46	0.53
每股经营现金流	0.07	0.18	2.00	-0.35	2.11
每股净资产	2.78	2.84	3.07	3.39	3.76
估值比率					
市盈率	55.14	39.54	11.20	7.28	6.30
市净率	1.21	1.19	1.10	0.99	0.89
EV/EBITDA	44.67	19.67	4.02	3.97	0.58
EV/EBIT	-19.61	-30.31	14.23	8.48	1.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com