

收入进入高速增长阶段，盈利能力逐步改善

2017年4月17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:	3.30
目标价:	4.02
股价空间:	21.8%

汽车行业

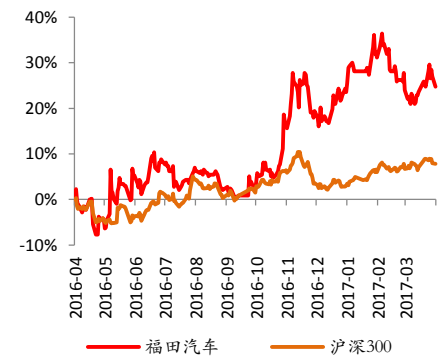
事件:

公司发布 2016 年年报，营业收入 465 亿，同比增长 36.87%，归母净利润 5.67 亿，同比增长 39.47%。基本每股收益 0.08 元。

点评:

- **主要业务分产品情况:** 轻卡销售收入 174 亿 (-3.19%)，毛利率 13.47%；中重卡收入（不含福田欧曼）销售收入 9.5 亿 (-39.43%)，毛利率 13.96%；轻客销售收入 28.3 亿 (+21.82%)，毛利率 12.56%；大中客销售收入 109.7 亿 (+91.3%)，毛利率 11.89%。乘用车销售收入 42.85 亿，毛利率 20.85%；交叉型乘用车 16.6 亿 (+506.35%)，毛利率 6.23%。
- **宝沃进入销售放量阶段:** 乘用车销售收入 42.8 亿，主要是来自宝沃 BX7，毛利率 20.85%。BX7 去年上市以来累计销售 30015 辆，从收入/销量来看，平均批发价约为 14.3 万/辆，批发价偏低，原因是宝沃给经销商的返点费用从销售收入中扣除。BX7 今年前三个月销量分别为：3075，2260，4556 辆。1-2 月销量偏低主要是节后淡季效应，3 月起销量恢复常态。BX5 1.8T 动力版本已于 3 月 24 日上市，1.4T 动力版本将于 7 月份上市。预计 BX5 四季度月销量达到 8000 辆。
- **商用车业务业绩改善:** 1)、轻卡业务触底，产品结构优化。福田风景、图雅诺发展势头良好，带动轻客业务增长 21.8%；福田欧辉新能源客车放量，带动大中客业务销售收入增长 91%；2)、合营公司福田康明斯销售收入 78.7 亿 (+22.8%)，净利润 6.55 亿 (-3.8%)，净利率 8.32%。贡献投资收益 3.28 亿。福田康明斯收入增速较快，但净利润增速低于预期，原因是应审计要求，美国康明斯提高了计提比例，导致福田康明斯多计提 2 亿费用。按同样口径，福田康明斯的净利润约为 8.5 亿，增长 25% 左右。3)、福田戴姆勒销售收入 197.4 亿 (+17.4%)，净利润为 -1.06 亿，贡献投资收益 -0.53 亿。福田戴姆勒从 15 年 -5.25 亿缩窄至 16 年 -1.06 亿，17 年有望扭亏为盈。
- **盈利预测与估值:** 预计 17/18/19 年，归母净利润分别为 14.38、22.77、24.76 亿元，EPS 分别为 0.22、0.34、0.37 元，对应目前股价的 PE 分别为 15.3、9.67、8.89 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	0.61%	0.30%	20.00%
汽车整车	0.58%	4.66%	1.39%
沪深 300	0.99%	4.84%	4.78%

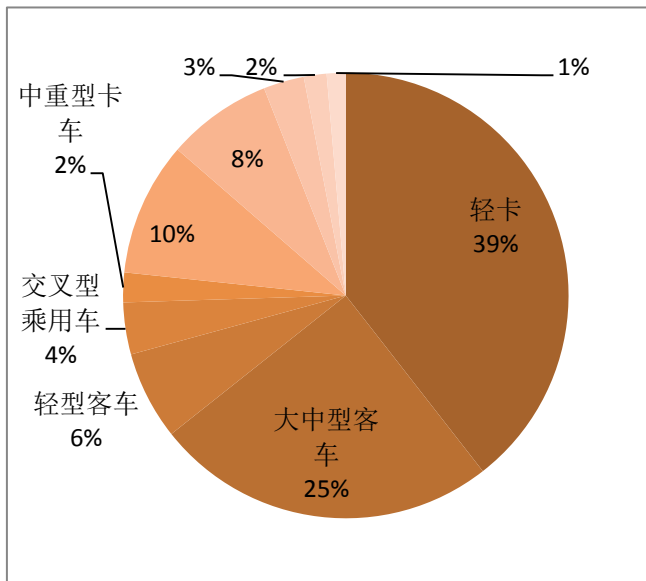
基本资料

总市值 (亿元)	220.114
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%

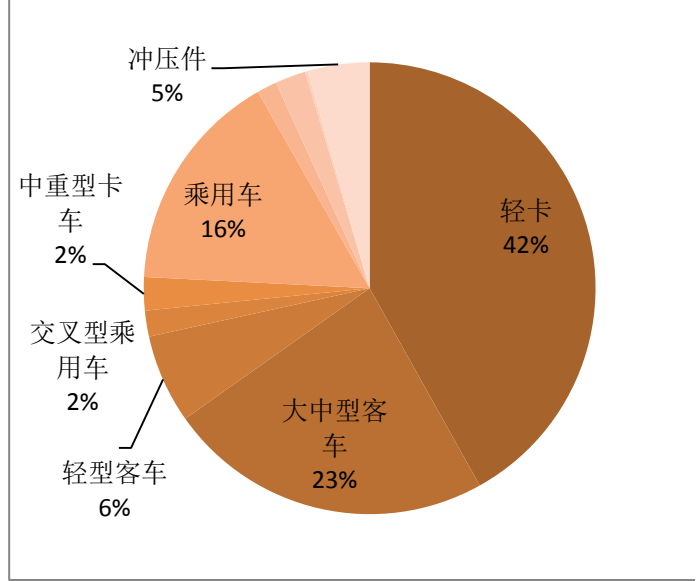
相关报告:

广证恒生-福田汽车(600166)深度报告:产品为王,福田终将实现乘用车梦想-2017.03.28

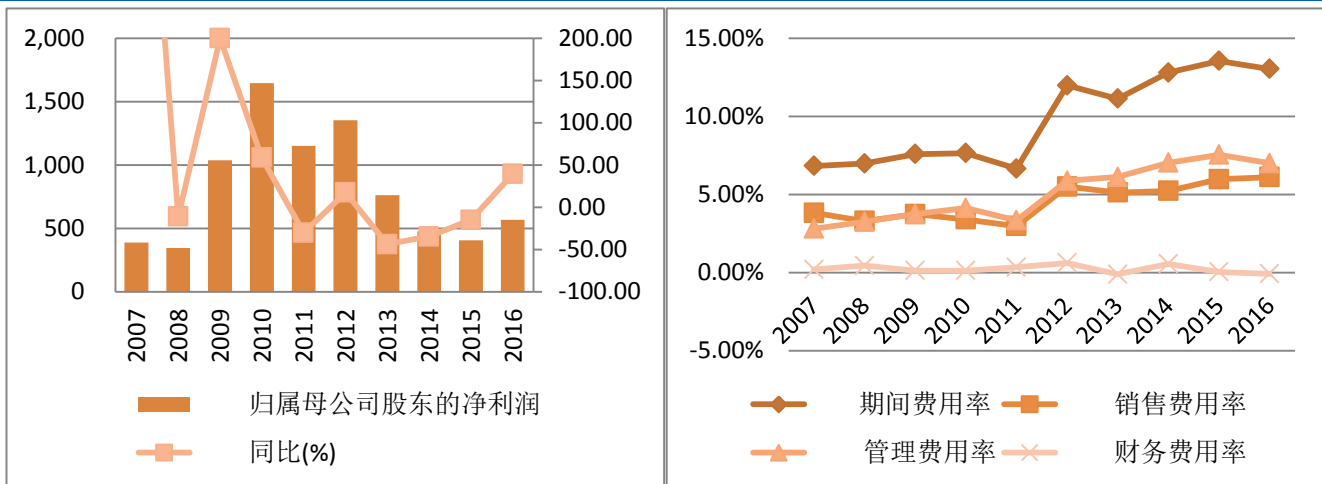
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	46532.07	61608.51	74656.44	81185.26
同比(%)	36.87%	32.40%	21.18%	8.75%
归母净利润(百万元)	566.83	1438.54	2277.21	2476.67
同比(%)	39.47%	153.79%	58.30%	8.76%
毛利率(%)	13.64%	15.17%	16.33%	16.52%
ROE(%)	3.00%	7.29%	10.63%	10.53%
每股收益(元)	0.08	0.22	0.34	0.37
P/E	38.83	15.30	9.67	8.89
P/B	1.16	1.08	0.98	0.89
EV/EBITDA	5.40	7.43	5.19	4.54

图表 1 福田汽车 2016 年收入结构


资料来源: Wind, 广证恒生

图表 2 福田汽车 2016 年毛利结构


资料来源: Wind, 广证恒生

图表 3 福田汽车费用率与净利润变化趋势


资料来源: Wind, 广证恒生

图表 4 合营公司收入与净利润

年度	2012	2013	2014	2015	2016
福田康明斯:					
销量	74,742	101,262	132,340	171,025	204,179
平均售价	27,735	27,059	30,490	37,439	38,535
收入	2,073	2,740	4,035	6,403	7,868
净利润	68	95	179	681	655
净利率	3.28%	3.47%	4.44%	10.64%	8.32%
贡献投资收益	34	48	90	341	328
福田戴姆勒:					
销量			99,699	68,430	77,995
平均售价			248,177	245,638	253,119
收入	7,156	24,189	24,743	16,809	19,742



净利润	-255	40	57	-525	-106
贡献投资收益	-128	20	29	-263	-53
合营公司合计:					
收入	9,229	26,929	28,778	23,212	27,610
净利润	-187	135	236	156	549
贡献投资收益	-94	68	118	78	275

资料来源：公司报表，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	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	25110	18525	22461	26128	
现金	4080	4458	6731	9186	
应收账款	12601	7233	8352	9395	
其它应收款	529	1267	1288	1028	
预付账款	820	523	572	638	
存货	3256	2455	2590	2767	
其他	3825	2589	2927	3114	
非流动资产	28803	29165	29928	30460	
长期投资	2465	2285	2352	2368	
固定资产	12290	13418	13926	14255	
无形资产	6325	6646	7215	7837	
其他	7723	6814	6435	6001	
资产总计	53913	47690	52388	56589	
流动负债	30749	22791	24773	26105	
短期借款	3387	2312	2342	2680	
应付账款	12732	8854	9914	10500	
其他	14631	11625	12517	12925	
非流动负债	4097	4476	5200	5859	
长期借款	2209	2750	3349	4037	
其他	1888	1726	1851	1822	
负债合计	34847	27267	29973	31964	
少数股东权益	156	115	66	18	
股本	6670	6670	6670	6670	
资本公积	7840	7840	7840	7840	
留存收益	4533	5798	7839	10097	
归属母公司股东权益	19043	20308	22349	24607	
负债和股东权益	53913	47690	52388	56589	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	1118	3430	3764	3683	
净利润	512	1439	2277	2477	
折旧摊销	1580	1452	1634	1771	
财务费用	-38	288	265	272	
投资损失	-283	-433	-476	-524	
营运资金变动	-723	193	210	-195	
其它	70	492	-145	-118	
投资活动现金流	-4681	-1323	-1907	-1817	
资本支出	-6950	-1160	-1043	-1112	
长期投资	18	173	-65	-14	
其他	2251	-336	-799	-691	
筹资活动现金流	3031	-1730	416	589	
短期借款	2059	-1075	30	338	
长期借款	926	541	599	688	
普通股增加	3335	0	0	0	
资本公积金增加	-2335	0	0	0	
其他	-955	-1196	-213	-437	
现金净增加额	-532	378	2273	2455	

数据截至2016-04-17

利润表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
营业收入	46532	61609	74656	81185	
营业成本	40185	52260	62466	67771	
营业税金及附加	601	553	728	856	
营业费用	2842	3697	4479	4871	
管理费用	3256	4313	5226	5683	
财务费用	-38	288	265	272	
资产减值损失	552	620	776	875	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	283	433	476	524	
营业利润	-582	311	1192	1381	
营业外收入	1153	1205	1223	1194	
营业外支出	54	57	57	56	
利润总额	518	1458	2358	2519	
所得税	6	61	129	90	
净利润	512	1398	2229	2429	
少数股东损益	-55	-41	-49	-48	
归属母公司净利润	567	1439	2277	2477	
EBITDA	2348	3198	4257	4562	
EPS(摊薄)	0.08	0.22	0.34	0.37	

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	36.9%	32.4%	21.2%	8.7%
营业利润增长率	31.6%	153.4%	283.7%	15.9%
归属于母公司净利润增长率	39.5%	153.8%	58.3%	8.8%
获利能力				
毛利率	17.4%	17.2%	17.8%	18.3%
净利率	3.9%	5.3%	6.4%	1.1%
ROE	3.0%	7.3%	10.6%	10.5%
ROIC	2.9%	6.3%	8.5%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	64.6%	57.2%	57.2%	56.5%
净负债比率	19.56%	21.61%	21.95%	24.08%
流动比率	0.82	0.81	0.91	1.00
速动比率	0.71	0.71	0.80	0.89
营运能力				
总资产周转率	0.96	1.21	1.49	1.49
应收账款周转率	5.22	6.21	9.58	9.15
应付账款周转率	3.85	4.84	6.66	6.64
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.22	0.34	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.51	0.56	0.55
每股净资产(最新摊薄)	2.85	3.04	3.35	3.69
估值比率				
P/E	38.83	15.30	9.67	8.89
P/B	1.16	1.08	0.98	0.89
EV/EBITDA	5.40	7.43	5.19	4.54

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。