

福田汽车 (600166)

证券研究报告

2017年05月07日

4月宝沃销量维稳 商用车表现继续亮眼

事件

公司发布2017年4月产销快报:单月汽车销量5.6万辆,同比+13.1%。其中,乘用车SUV单月销量4,827辆(宝沃销量约为4,600辆);商用车欧曼产品单月销量1.1万辆,同比+35.7%。福田康明斯单月销量2.3万台,同比+28.9%。17年1-4月汽车累计销量20.8万辆,同比+25.8%。

点评

宝沃4月销量维稳,车展加大宣传夯实德国品牌形象。单月SUV销量自3月开始维持在5千辆左右(环比+0.7%,17年1/2月销量分别为3,209/2,393辆),其中,宝沃销量开始稳定在4,500-4,600辆左右(其中,预计BX7销量仍占据多数,BX5 1.8T版本3月底上市,目前处于爬坡阶段)。宝沃4月销量数据维稳,未来的看点在于:1)4月产量3,312辆(销量4,827辆),产销差值约为1,500辆,终端库存压力减小,也为BX5 1.4T版本后续上市铺垫产能做准备;2)品牌加大推广力度,继3月在各大媒体渠道及商场展厅利用广告和赞助的形式宣传后,4月继续在上海车展大放光彩,展厅位置毗邻宝马,意在夯实大众对德国品牌形象的印象;3)销售渠道扩建按规划进行,有条不紊,预计17年底全国范围内拥有200家4S店以及200家左右二级经销商门店(下沉至3、4线城市)。期待在上海车展的大力宣传下,BX7 5月销量重回5千辆水平,BX5 1.8T稳扎稳打逐步爬坡。

BX5上市规划深谋远虑,3Q17推出1.4T版本冲量。3月24日推出的BX5为1.8T版本,定价14.98-21.68万元,自动挡最低售价15.98万元,略高于市场预期。而我们则认为:1)1.8T版本继续夯实宝沃德国品牌形象,1.4T版本为重头戏,预计后续在3Q17(具体为7/8月)登陆冲量;2)上市时点选择深谋远虑,以往车市在Q2面临淡季,在7/8月上走量车型(1.4T版本)配合营销策略、渠道下沉以及车市黄金期“金九银十”,算上爬坡期,BX5有望在3Q17复刻甚至于超过BX7在16年同期销量爬坡的辉煌;3)主攻全市场份额最大的紧凑型SUV领域,一旦抢夺一席之地,为公司乘用车业务提供巨大业绩增量弹性。

欧曼连续两月销量破万,康明斯发动机继续放量。1)欧曼重卡销量连续四月呈上升趋势(17年1-4月销量分别为7/9/11/11千辆),车桥供应不足的问题逐步缓解;2)康明斯发动机定位高端市场,目前订单水平稳定在2万辆以上(单月销量突破2.3万辆),为福田奥铃及欧马可供货外,对外绑定优质客户(江淮等),产品认可度高,预计17年为公司贡献可观利润。

投资建议

公司乘用车业务看好宝沃,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,为未来关注重点;品牌已依靠BX7站稳脚跟,正在发展壮大,为乘用车业务提供业绩高弹性,边际改善明显。商用车方面,福田康明斯发动机放量利润提升明显,福田戴姆勒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 10/6X,维持“买入”评级,6个月目标价5.68元。

风险提示:宝沃销量不及预期;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)	48.25	34.60	9.80	6.37	5.52
市净率(P/B)	1.06	1.04	0.96	0.87	0.78
市销率(P/S)	0.58	0.42	0.28	0.24	0.21
EV/EBITDA	44.67	19.67	2.83	3.18	(0.07)

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	2.94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)	19,610.19
流通A股市值(百万元)	19,610.19
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	67.09
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	
娄周鑫	联系人
louzhouxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源:贝格数据

相关报告

- 《福田汽车-季报点评:1Q17卡车业务发力 商用车龙头体现集中度优势》 2017-05-01
- 《福田汽车-年报点评报告:16年扣非大幅减亏 17年商乘双升有望扭亏为盈》 2017-04-16
- 《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

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	48.25	34.60	9.80	6.37	5.52
市净率	1.06	1.04	0.96	0.87	0.78
EV/EBITDA	44.67	19.67	2.83	3.18	-0.07
EV/EBIT	-19.61	-30.31	10.00	6.79	-0.14

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