

福田汽车 (600166) \ 汽车

——宝沃前途似海，欧曼、欧辉来日方长

投资建议: **推荐**
 首次覆盖

当前价格: 3.09元
 目标价格: 3.78元

投资要点:

我国商用车价值第一品牌，战略布局乘用车

公司产品涵盖轻型、中重型卡车、轻型客车、大中型客车、乘用车以及核心零部件发动机，旗下拥有欧曼、欧辉、瑞沃、欧马可、奥铃以及宝沃等知名品牌，在我国商用车领域，公司品牌价值位列第一。目前公司正实施“战略布局乘用车，商用车高端化”的战略：乘用车品牌宝沃正逐步被市场认可，商用车中高端产品已由2014年的47%提升至2016年的64%。

宝沃：冉冉兴起的乘用车新星

2014年，公司收购“宝沃”品牌，随后在2016年发布旗下首款车型BX7，定位于“入门级豪华车型”，BX7上市后即以其优异的设计、动力操控而获得市场较高的评价。2017年紧凑型SUV——BX5上市，其与同级别自主、合资车型相比，均有着非常高的性价比优势，有望获得热销。

与成长初期的广汽传祺类似，宝沃汽车将中高端车型定位为起步车型，且从上市后的市场反馈来看，宝沃比广汽传祺初期车型的市场认可度要高很多，我们认为，宝沃在国际化资源的整合能力、产品开发能力以及营销能力都远优于起步初期的广汽传祺，预计随着后续宝沃更具竞争力车型的推出，宝沃有望再现传祺的成功之路，甚至在更短的时间里实现跨越式发展。

商用车高端化战略成效显著

在排放升级、环保标准趋严、安全配置升级以及专业化需求的背景下，未来货车向高端化方向发展的趋势非常明确，福田从2013年开始就进行卡车的高端化战略，目前轻卡市场份额第一，重卡市场份额第五，且高端重卡欧曼、高端轻卡欧马可销量表现均非常优秀。

客车方面，大中客市场进入稳定期，公司提前布局氢燃料电池客车，16年已获100辆订单，领先行业。作为传统日系轻客生产商，公司在推出高端欧系轻客品牌图雅诺后，即获得优异成绩：17年1-8月，销量位列欧系轻客行业第四名，我们认为，图雅诺有望带动公司轻客市场份额不断提升。

首次覆盖，给予“推荐”评级

我们认为宝沃在后续有望获得超出市场预期的表现，预计公司17-19年EPS分别为0.06、0.03以及0.05元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：乘用车新品失败；重卡销量下滑；原材料价格大幅上涨

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	6,670/6,670
流通A股市值 (百万元)	19,210
每股净资产 (元)	2.85
资产负债率 (%)	67.09
一年内最高/最低 (元)	3.61/2.61

一年内股价相对走势



马松 分析师
 执业证书编号: S0590515090002
 电话: 0510-85613713
 邮箱: mas@glsc.com.cn

徐慧雄 研究助理
 电话: 0510-85607670
 邮箱: xuhx@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	33,997.49	46,532.07	52,472.66	59,404.71	63,805.78
增长率 (%)	0.91%	36.87%	12.77%	13.21%	7.41%
EBITDA (百万元)	1,759.73	2,266.29	2,168.25	2,052.74	2,211.31
净利润 (百万元)	406.41	566.83	378.19	191.94	344.01
增长率 (%)	-14.82%	39.47%	-33.28%	-49.25%	79.23%
EPS (元/股)	0.06	0.08	0.06	0.03	0.05
市盈率 (P/E)	50.71	36.36	54.50	107.38	59.91
市净率 (P/B)	1.11	1.09	1.07	1.06	1.05
EV/EBITDA	7.44	11.93	13.13	13.43	12.21

数据来源：公司公告，国联证券研究所

正文目录

1.	商用车巨头，乘用车新星.....	4
2.	宝沃：前途似海，来日方长.....	7
2.1.	经典德系品牌走上复兴之路.....	7
2.2.	宝沃 BX7：红日初升，其道大光.....	8
2.3.	宝沃未来：前途似海，来日方长.....	11
3.	轻卡与重卡：行业向上升级，公司主动调结构.....	18
3.1.	轻卡行业：需求平稳，高端化趋势明确.....	18
3.2.	公司主动调整产品结构，轻卡高端化进展顺利.....	20
3.3.	重卡：未来几年需求稳定、高端需求增加.....	22
3.4.	福田欧曼：超级重卡引领行业.....	25
4.	客车业务布局全面，市场份额有望持续提升.....	27
4.1.	大中型客车进入稳定期，新能源占比将提升.....	27
4.2.	福田欧辉技术先进，立足京津冀，潜力巨大.....	28
4.3.	轻客市场式微，欧系将成主流.....	30
4.4.	市场应变能力强，福田轻客实现逆市增长.....	33
5.	盈利预测与估值.....	35

图表目录

图表 1：公司现有产能布局（国内）.....	4
图表 2：乘用车与轻型客车.....	4
图表 3：中大型客车与货车品牌.....	5
图表 4：公司历年营收结构单位：亿元.....	6
图表 5：公司历年毛利结构单位：亿元.....	6
图表 6：公司各类货车销量与市场份额.....	6
图表 7：公司客车、乘用车销量与市场份额.....	6
图表 8：公司股权结构.....	7
图表 9：宝沃 BX7 和 BX5 分别于 2016 年、2017 年上市.....	8
图表 10：宝沃 BX7.....	9
图表 11：宝沃 BX7 车主评价.....	10
图表 12：宝沃 BX7 与竞品动力操控评分.....	10
图表 13：宝沃 BX7 与同级别合资 SUV 对比.....	10
图表 14：宝沃 BX7 与同级别自主 SUV 对比.....	11
图表 15：宝沃上市后销量情况.....	11
图表 16：BX7 消费群体.....	12
图表 17：BX7 “德国”、“设计”以及“动力”最受喜爱.....	12
图表 18：宝沃 BX5 与同级别合资车型对比.....	13
图表 19：宝沃 BX6.....	13
图表 20：宝沃 BXi7 与同类车型对比.....	14
图表 21：公司产能布局规划.....	15
图表 22：广汽乘用车历年销量.....	15
图表 23：BX7 车主用车感受.....	17
图表 24：BX5 车主用车感受.....	17
图表 25：广汽传祺与宝沃汽车对比.....	17
图表 26：轻卡运输物品以消费物资为主.....	18
图表 27：消费将成为经济的主要推动力.....	18

图表 28: 轻卡运距及使用区域分布.....	19
图表 29: 我国城市化进程将继续推进.....	19
图表 30: 我国轻卡销量预测单位: 万辆.....	19
图表 31: 福田轻卡业务三大品牌.....	21
图表 32: 轻卡行业前三名销量与市场份额单位: 万辆.....	21
图表 33: 2017Q1 福田中高端轻卡销量单位: 辆.....	22
图表 34: 重卡销量结构单位: 万辆.....	23
图表 35: 历年重卡销量及预测单位: 万辆.....	23
图表 36: 2017 年 1-8 月各主要重卡企业市场份额.....	24
图表 37: 欧曼 EST A	25
图表 38: 2013-2017H1 大中客销量单位: 万辆.....	27
图表 39: 2013-2017H1 按用途分大中客占比变化.....	27
图表 40: 各地 2017—2019 年新增及更换新能源公交车比重.....	27
图表 41: 我国新能源客车销量及增速单位: 万辆.....	28
图表 42: 主要客车企业大中型客车销量单位: 辆.....	28
图表 43: 福田欧辉 8.5 米氢燃料电池客车.....	29
图表 44: 福田欧辉新能源客车《推荐目录》数量.....	30
图表 45: 日系轻客典型代表——金杯海狮.....	31
图表 46: 欧系轻客典型代表——依维柯.....	31
图表 47: 2013-2017H1 我国轻客总销量单位: 万辆.....	31
图表 48: 453 号文件对用户选择车型的影响.....	32
图表 49: 以往轻客主要承担了城市物流任务.....	32
图表 50: 日系&欧系轻客发展趋势.....	33
图表 51: 轻客销量变化预测单位: 万辆.....	33
图表 52: 公司轻客销量及市场份额.....	34
图表 53: 2017 年 1-8 月欧系各品牌轻客销量排行.....	34
图表 54: 公司主营拆分.....	35
图表 55: 福田汽车 PB-band.....	36
图表 56: 行业可比公司 PB 估值对比.....	36
图表 57: 行业可比公司 PE 估值对比.....	36
图表 58: 财务预测摘要.....	37

1. 商用车巨头，乘用车新星

福田汽车是我国品种最全、规模最大的商用车企业，近年公司战略转型拓展乘用车业务。公司产品涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车、大中型客车、乘用车以及核心零部件发动机，旗下拥有欧曼、欧辉、瑞沃、欧马可、奥铃以及宝沃(BORGWARD)等知名品牌。公司第一大股东是北汽集团，实际控制人是北京市国资委。

公司采用“产业控股公司+业务集团”管理模式，初步形成了福田汽车基于科技创新驱动的三大业务集团——商用车业务集团、乘用车业务集团、金融业务集团，形成了商乘并举的战略发展格局。

公司在全国多个城市拥有生产基地，在北京、潍坊、佛山以及长沙等地有 11 个工厂，约 105 万辆的汽车产能。

图表 1：公司现有产能布局（国内）

主要工厂名称	产品	设计产能： 万辆	2016 年产能： 万辆	产能利用率 (%)
欧曼一工厂	欧曼重卡	6	6	44.33
欧曼二工厂	欧曼重卡	6	6	83.33
北京宝沃汽车有限公司	宝沃	18	13.5	77.38
诸城汽车厂	时代	10	14	23.71
诸城奥铃汽车厂	奥铃	20	22	96.91
山东多功能汽车厂	轻客	10	12	30.08
长沙汽车厂	轻卡、中重卡	5	4	67.25
佛山汽车厂	皮卡	24	3	17.33
欧辉客车事业部北京工厂	欧辉	0.4	0.4	102.5
欧辉客车事业部广东工厂	欧辉	1	0.4	115
雷萨重型机械公司宣化工厂	雷萨	0.8	0.9	21.11
欧辉环境装备事业部	欧辉	1	0.35	51.43

来源：公司公告、国联证券研究所¹

公司车型全面，乘用车产品中包括了 SUV、MPV 以及交叉型乘用车（微面）等车型。商用车产品包括了皮卡、微卡、轻卡、中重卡以及轻客、中大客等车型。

图表 2：乘用车与轻型客车

车型	具体车型	动力参数	发动机供应商
MPV	伽途 ix7	1.5L 116Ps	东安动力
	伽途 ix5		东安动力
SUV	萨瓦纳	2.8T 163Ps	福田康明斯
		2.0T 201Ps	福田
	宝沃 BX5	1.8T 190Ps	宝沃
	宝沃 BX7	2.0T 224Ps	宝沃

¹ “设计产能”为工厂项目报批产能，“报告期内产能”为各工厂报告期内达到的产能，“产能利用率”为各工厂在报告期内实际产量与“报告期内产能”的比率。

交叉型乘用车（微面）	风景 V3	1.0L 68Ps	五菱柳机
		1.2L 86Ps	福田
轻客	风景 V5	1.2L 86Ps	福田
		1.5L 116Ps	福田
	风景		福田
	风景 G7	2.0L 129Ps	福田
		2.8T 95Ps 柴油	福田
	风景 G9	2.4L 136Ps	沈阳航天三菱
		2.8L 110Ps	
		2.8T 131Ps 柴油	福田康明斯
		2.0L 122Ps	福田
	蒙派克 E	2.0L 129Ps	沈阳航天三菱
		2.4L 136Ps	沈阳航天三菱
	图雅诺 S	2.5T 88Ps 柴油	福田
	2.5T 110Ps	福田	
	2.8T 130Ps	福田	
	2.8T 150Ps	福田康明斯	

来源：卡车之家、国联证券研究所

图表 3：中大型客车与货车品牌

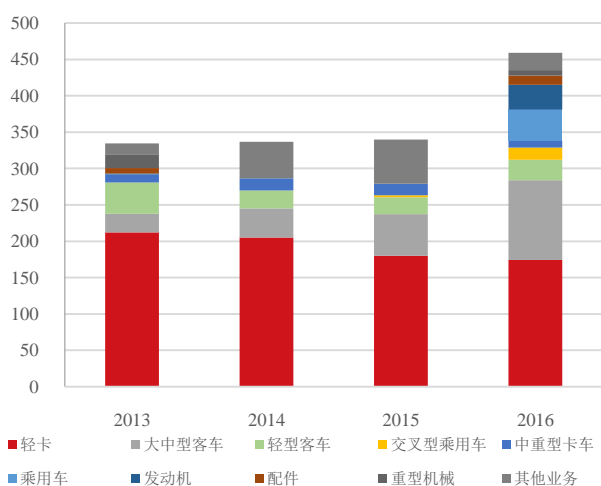
车型	主要品牌	发动机供应商	
中大型客车	福田欧辉 (城间客车、城市客车、校车)	柴油	共 29 款车，装配玉柴发动机 16 款，康明斯 10 款，潍柴 8 款
		天然气	共 28 款车，装配玉柴发动机 17 款，康明斯 3 款，潍柴 14 款，菲亚特动力 3 款
		混合动力	共 4 款车，装配玉柴发动机 2 款，潍柴 2 款，上柴 1 款
		纯电动	共 9 款车，装配普莱德电动机 1 款，福田 3 款，南车时代 1 款，北京国能 1 款
微型货车	伽途 T3	五菱柳机	
	时代驭菱	绰丰柳机/五菱柳机/山东华源莱动/安徽全柴/福田	
	拓路者皮卡	福田康明斯/福田环保动力/沈阳航天三菱	
	萨普	福田/福田环保动力/东安	
	欧马可 1 系/3 系	福田康明斯	
	奥铃 CTX	福田康明斯	
	奥铃 TX	福田康明斯/福田环保动力/雷沃动力	
	奥铃捷运	全柴/云内动力/大柴/扬柴	
	时代康瑞 H 系轻卡	福田/福田康明斯/全柴/云内动力/大柴/扬柴	
	骁运	锐展/全柴/福田康明斯/福田环保动力/云内动力	
轻型货车	金刚轻卡	玉柴/云内动力/扬柴/福田康明斯/全柴	
	欧曼 ETX 中卡	雷沃动力/东风康明斯	
	欧马可 5 系	福田康明斯	
	瑞沃中卡	福田康明斯/玉柴/潍柴	

	欧曼 GTL	福田康明斯/潍柴/东风康明斯
重型货车	欧曼 ETX	上柴/东风康明斯/潍柴/雷沃动力/福田康明斯/玉柴
	欧曼 EST	福田康明斯/奔驰
重型半挂	欧曼 GTL	福田康明斯/奔驰/潍柴/西安康明斯
牵引车	欧曼 ETX	福田康明斯/玉柴/潍柴
	欧曼 EST	福田康明斯/奔驰

来源：公司公告、国联证券研究所

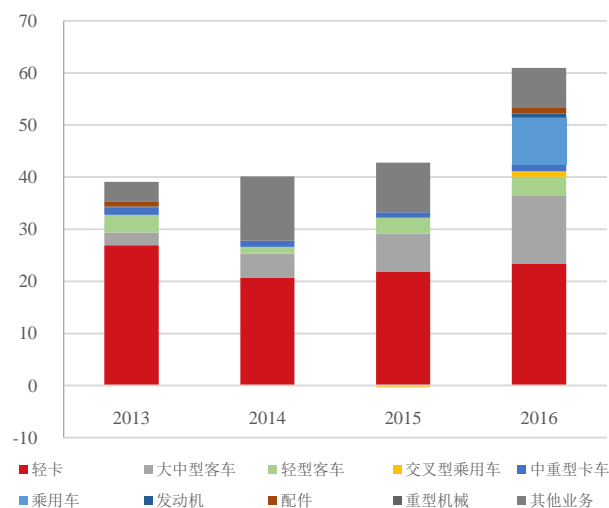
2016年，公司营业收入中，轻卡与大中型客车占比最高，分别是37.4%、23.6%，其他方面，公司重卡业务营收规模比轻卡略大，但2013年之后，因与戴姆勒合资的，其营收不再并入上市公司。由于宝沃新车上市，16年乘用车业务营收占比迅速提升至9.2%。

图表4：公司历年营收结构单位：亿元



来源：公司公告、国联证券研究所

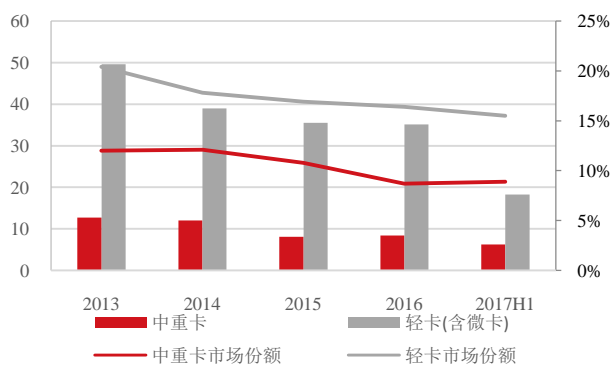
图表5：公司历年毛利结构单位：亿元



来源：公司公告、国联证券研究所

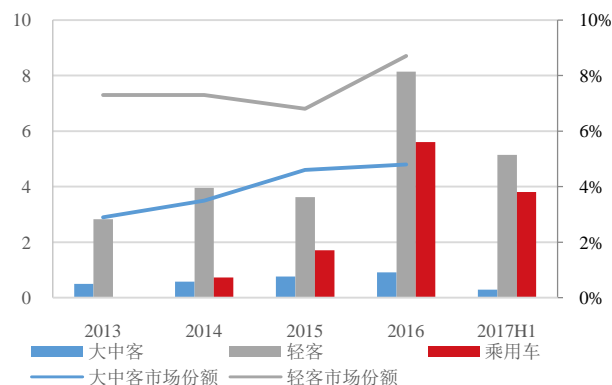
商用车是公司传统优势领域，公司轻卡业务市场份额国内第一，重卡市场份额第五（仅次于一汽、东风、重汽以及陕汽），新能源客车市场份额前十名。

图表6：公司各类货车销量与市场份额



来源：公司公告、国联证券研究所

图表7：公司客车、乘用车销量与市场份额



来源：公司公告、国联证券研究所注：轻客含轻型客车、MPV、SUV

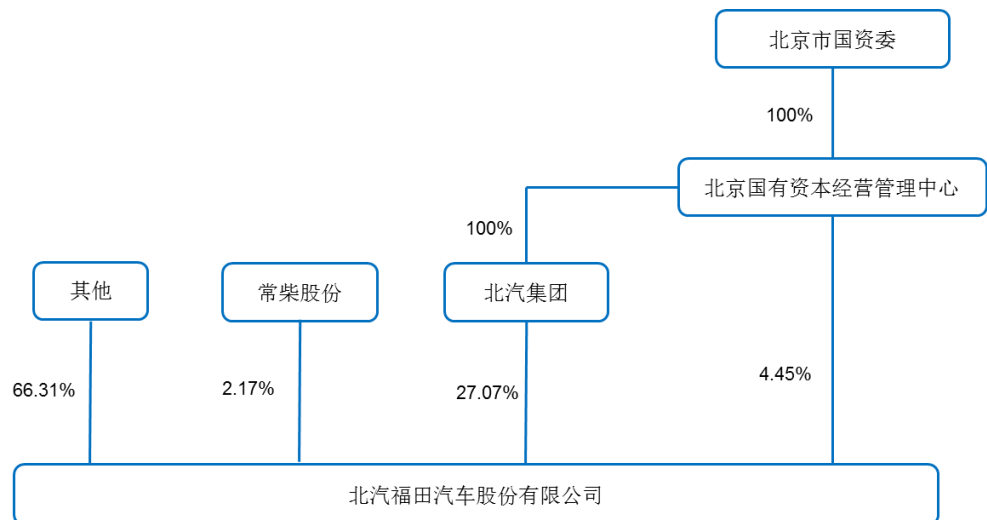
公司战略布局的乘用车品牌——宝沃，宝沃BX7自16年4月份上市后即以其靓丽的外观、优异的操控与动力性能受到市场认可，并取得不俗销量，16年全年累计

销量 5.6 万辆（数据来自公司公告，含少量的福田品牌 SUV 车型）。对于一个在新兴品牌的乘用车来说，这是一个相当优秀的成绩。

➤ 公司实际控制人是北京市国资委

公司第一大股东是北汽集团，实际控制人是北京市国资委。

图表 8：公司股权结构



来源：公司公告、国联证券研究所

2. 宝沃：前途似海，来日方长

2.1. 经典德系品牌走上复兴之路

➤ 历史成就：德系四强

1919 年，卡尔·宝沃（Carl F.W. Borgward）在德国不莱梅创建了宝沃汽车。宝沃汽车成立后，率先把眼光放在奔驰、宝马所忽视的出口业务上，宝沃快速拓宽产品谱系以发展对外贸易。这一极具前瞻性的商业判断使得这家名不见经传的小公司快速成为德国出口量第一的汽车品牌。在其后的几十年里，宝沃取得了骄人的成绩。

销售之王。1961 年，德国宝沃汽车第 100 万辆车下线，领先同时期的梅赛德斯·奔驰与宝马，率先进入百万俱乐部，成为德国豪华品牌中名副其实的汽车销量之王！

比肩奔驰。宝沃汽车品牌最为成功的车型是 Isabella，既是同级别内卖得最畅销的车，也被誉为最漂亮的车，直接比肩奔驰的 180。并以卓越的品质、合理的价格和时尚的造型在与奔驰、宝马等汽车品牌的竞争中赢得更多消费者的厚爱。

出口冠军。在最辉煌的时期，宝沃风靡全球！作为德国最大的汽车出口商，出口量超过德国总出口量的 63.5%，销售版图遍布欧洲、北美洲、南美洲、非洲和亚洲。

最全谱系。宝沃构建了当时世界上最丰富的产品线，包括中型轿车、小型轿车、越野车、重卡、轻卡、消防车、流动银行车、坦克、甚至飞机。为汽车工业发展提供了技术探索和实践案例，开辟了汽车制造的更多可能。

赛道双雄。宝沃先后 51 次打破世界纪录。1950 年，宝沃参加法国蒙特尔赫里赛道大奖赛，打破了 12 项世界纪录，与保时捷并称“赛道双雄”。在法国利纳斯—蒙丽瑞赛道上，分别于 1951 年和 1954 年，创造两次团队纪录与 19 项摩托车纪录和 18 项赛车纪录。

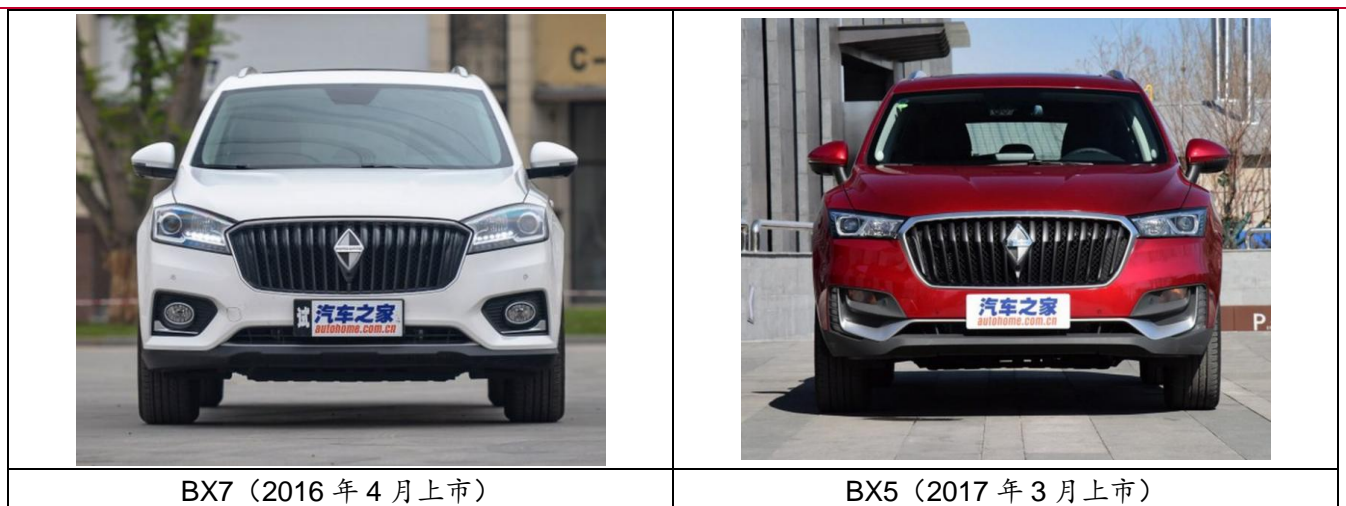
德系四强。从 1919 年开启汽车帝国之路，到历经半个世纪的征程，终成德国第三大汽车制造商，宝沃与大众、欧宝、梅赛德斯·奔驰并称德系四强。

➤ 走上复兴之路

2014 年 1 月 1 日，福田汽车以 500 万欧元的对价收购宝沃，并于当年 12 月完成宝沃品牌在中国商标局的注册。当年，公司子公司福田德国汽车科技工程有限责任公司与 BORGWARD（宝沃）股份有限公司达成战略合作协议，由 BORGWARD（宝沃）公司在德国独立开发、设计 BORGWARD（宝沃）品牌乘用车，并独立制定全球发展战略、负责未来全球制造、销售与售后业务。

2015 年 3 月日内瓦车展上，宝沃正式宣布复活。2016 年 4 月 25 日，宝沃复活后首款 SUV BX7 在北京车展上市。宝沃第二款车型 BX5 于 2017 年上市。

图表 9：宝沃 BX7 和 BX5 分别于 2016 年、2017 年上市



来源：汽车之家、国联证券研究所

2.2. 宝沃 BX7：红日初升，其道大光

宝沃 BX7 上市后不久便取得了月销 5000 辆的水平，超出公司与市场的预期，我们认为，除了当时行业背景较好之外，主要的原因在于宝沃有着非常优异的产品力。

➤ 优秀的外观设计

宝沃整体外形设计大气、美观，德系味道浓重，完美融合了家族化设计语言和现代设计元素。

图表 10: 宝沃 BX7



来源：汽车之家、国联证券研究所

2016 年，宝沃 BX7 荣获被誉为“国际工业设计奥斯卡”的红点设计大奖的“年度产品设计奖”。这表明宝沃汽车杰出的设计团队和一流的设计创作获得国际认可，也是宝沃汽车在设计上的一大里程碑事件。

► 卓越的动力操控性能

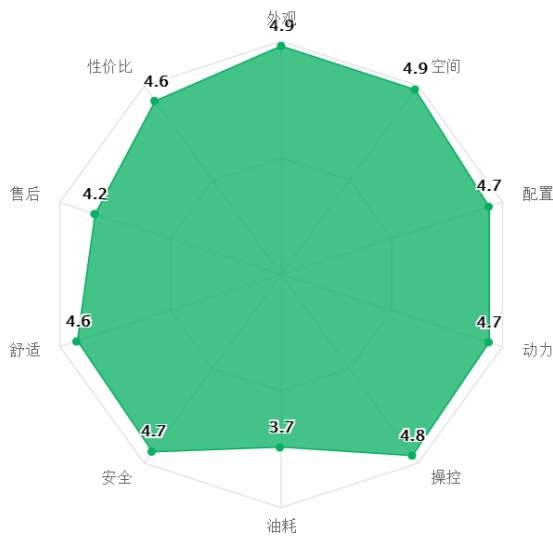
动力方面，BX7 搭载了和世界三大权威机构之一——德国 FEV 合作研发全新的 2.0T 发动机，可输出 224 马力，最大扭矩 300 牛米，发动机还带有进排气连续可变正时、可变流量机油泵、双平衡轴等技术，配合爱信 6AT 变速器，底盘由 Mira 调校。

宝沃 BX7 与 BX5 起步有力、加速线性、换挡平顺，极限表现也较优异，总体而言，动力、操控均比较好，在所有自主品牌车型中，表现卓越。宝沃的优秀动力表现来源于其独到的德系技术。

根据小熊油耗的车主真实数据，在操控与动力方面，车主对宝沃 BX7 的评价较好，其得分分别为 4.8 与 4.7 分，好于其他主要自主与合资同级别车型。

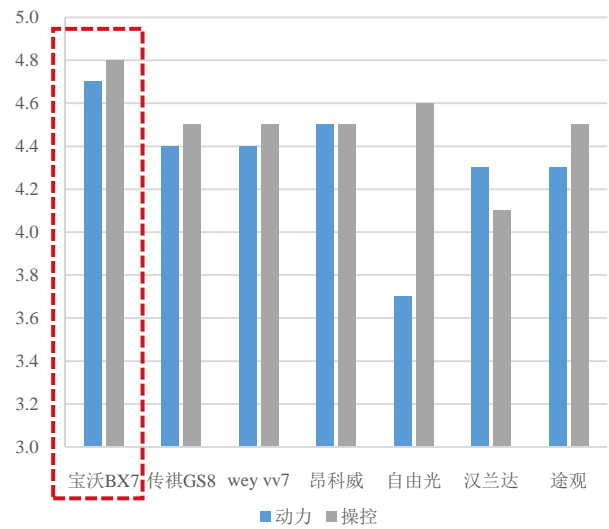
操控与动力性能是车企三大核心件制造能力的集中体现，我们认为，优秀的操控与动力性能已成为宝沃汽车的核心产品竞争力之一，可为其后续更优秀车型的推出打下良好基础。

图表 11: 宝沃 BX7 车主评价



来源: 小熊油耗、国联证券研究所

图表 12: 宝沃 BX7 与竞品动力操控评分



来源: 小熊油耗、国联证券研究所

➤ 较高的性价比优势

虽然宝沃在营销上主打德系品质、豪华品牌，但是我们认为，在面对一个全新品牌的汽车时，消费者往往更看重其产品能力与性价比，宝沃除了拥有浓厚德味的外观、优秀的动力表现外，也有着较高的性价比优势。

与同级别合资 SUV 相比，BX7 的平均价格少 3-5 万元，且有着更丰富的配置。

图表 13: 宝沃 BX7 与同级别合资 SUV 对比

	宝沃 BX7	途观 L	昂科威	自由光	汉兰达
售价区间 (万元)	16.98—23.48	22.38—35.98	20.99—34.99	20.98—31.58	23.98—42.28
经销商参考价 (万元)	16.98—23.48	22.38—35.98	17.10—29.99	19.98—30.08	23.98—42.28
发动机	2.0T	1.8T/2.0T	1.5T/2.0T	2.0L/2.4L	2.0T/3.5L
最大扭矩 (N·M)	300	300/350	250/353	190/228	350/337
最大马力 (ps)	224	180/220	169/260	155/175	220/273
变速箱	6AT	7DCT	7DCT/6AT	9AT	6AT
长宽高 (mm)	4715*1911*1690	4712*1839*1673	4667×1839×1660	4649*1859*1695	4855*1925*1720
轴距 (mm)	2760	2791	2750	2705	2790
驱动形式	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱
座椅个数	五座/六座/七座	五座	五座	五座	五座/七座

来源: 汽车之家、国联证券研究所

与同级别自主 SUV 相比，BX7 有着相当的价格水平，但在动力、操控性能上，领先于竞争对手。

图表 14: 宝沃 BX7 与同级别自主 SUV 对比

	宝沃 BX7	传祺 GS8	哈弗 H7
售价区间 (万元)	16.98—23.48	16.38—25.98	14.98—18.58
发动机	2.0T	2.0T	2.0T
最大扭矩 (n·m)	300	320	355
最大马力 (ps)	224	201	231
变速箱	爱信 6AT	爱信 6AT	6DCT
长宽高 (mm)	4715*1911*1690	4810*1910*1770	4700*1925*1718
轴距 (mm)	2760	2800	2850
座椅个数	五座/六座/七座	五座/七座	五座/七座

来源: 汽车之家、国联证券研究所

➤ 终身质保服务

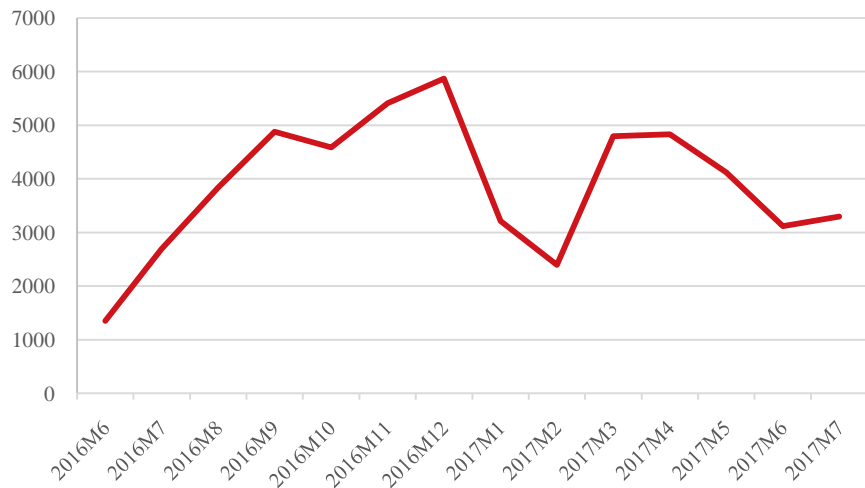
宝沃承诺, 所有 BX7 首任车主将享受终身免费保修的政策, 这对于车主来说非常具有吸引力。它可以给车主释放两个信号: 一方面提升了车主对于产品可靠性的信心; 另一方面, 在后续遇到问题需要修理时, 用户可以节省一大部分费用支出。

2.3. 宝沃未来: 前途似海, 来日方长

2.3.1 BX7 与 BX5 上市后取得了不俗的表现

宝沃首款车型 BX7 上市后, 月销量从 1300 辆爬坡至近 6000 辆, 到 2017 年, 在乘用车市场不景气的背景下, 月销量跌至 3000 辆左右, 而在 BX5 1.8T 上市后, 对 BX7 销量有所挤压, BX7 销量进一步萎缩至 2000 辆左右。目前两款车型合计月销量稳定在 3000 辆以上。我们认为, 对于一个新生的品牌来说, 在 20 万附近的价格区间里, 取得该成绩已属不易。

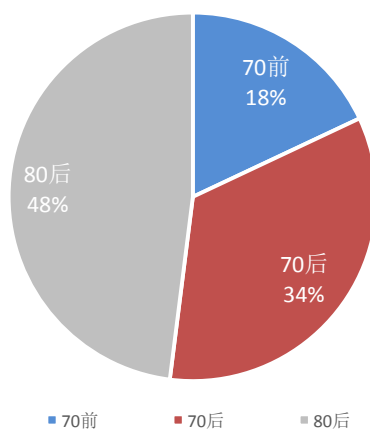
图表 15: 宝沃上市后销量情况



来源：公司公告、国联证券研究所。注：该销量包括了极少量（200 辆左右）的福田其他 SUV 车型

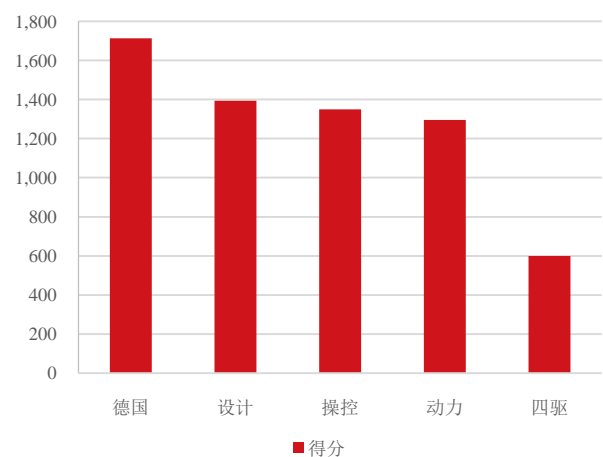
BX7 上市后总体口碑较好，终端调研数据显示，“80 后”占车主占 BX7 全部消费人群的一半左右。宝沃最受消费者看中的特点则是“德国品牌”、“设计”以及“操控性”。

图表 16: BX7 消费群体



来源：调研数据、国联证券研究所

图表 17: BX7 “德国”、“设计”以及“动力”最受喜爱



来源：调研数据、国联证券研究所

另据终端数据，超过 50% 的宝沃 BX7 消费人群是第二次购车，而二次购车的人通常有着更理性的购车行为，并且对车的品质、性能有着更高的要求。这表明，BX7 的品质实实在在得到了消费者的认同。

2.3.2 潜在热销车型值得期待

➤ BX5 1.4T 在成都车展上市

原先推出的 BX5 车型仅有 1.8T 版本，1.4T 版本已于 8 月 25 日成都车展上市。相比于 1.8T 版本（14.98-21.68 万元），**1.4T 版起步价下降了 2 万元**，而自动挡车型起步价下降了 3 万元，**与同级别车相比，性价比优势非常突出。**

BX5 动力充沛，其配备的 1.4T/1.8T 发动机最大马力和最大扭矩不输于大部分同

级别合资车。尺寸、空间以及舒适配置等指标均能够与同级别的合资车型对标。BX5的外观内饰设计同样采取了德系风格的设计语言，融入了年轻化的设计，针对年轻消费群体。尤其是1.4T车型，即使与自主品牌车型相比，也极具性价比优势，且性能在自主品牌中遥遥领先，我们预计仅1.4T车型，销量爬坡后，可以为宝沃贡献3000辆左右的月销量。

图表 18：宝沃 BX5 与同级别合资车型对比

	宝沃 BX5	福特翼虎	雷诺科雷傲	丰田 RAV4	起亚 KX5	现代 ix35
售价区间 (万元)	12.38—21.68	18.48—24.58	17.98—26.98	17.98—26.98	16.18—23.18	16.38—22.28
发动机	1.4T/1.8T	1.5T/2.0T	2.0L/2.5L	2.0L/2.5L	1.6T/2.0L	2.0L/2.4L
最大扭矩 (N·M)	250/280	240/350	200/233	192/234	203/265	194/220
最大马力 (ps)	150/190	181/245	150/186	151/180	177/165	160/170
变速箱	6AT	6AT	CVT	CVT/6AT	7DCT/6AT	6AT
长宽高 (mm)	4490*1877*1675	4524*1838*1701	4672*1843*1678	4600*1845*1690	4480*1855*1655	4420*1820*1660
轴距 (mm)	2685mm	2690	2705	2660	2670	2640
驱动形式	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱	两驱/四驱

来源：汽车之家、国联证券研究所

➤ BX6 预计于年底上市

宝沃 BX6 定位于一款紧凑型轿跑 SUV，其定位介于 BX5 与 BX7 之间，新车将搭载来自于 BX7 的 2.0T 发动机。

轿跑 SUV，属于 Coupe+SUV 的跨界衍生车型。其具备传统 SUV 的高通过性和安全性，且融合了 Coupe 流线型时尚外观和操控性，可以同时满足用户多重交叉需求。在年轻一代购车群体逐渐成为购车主力的背景下，轿跑 SUV 迎合了这一趋势。而具有代表性的轿跑 SUV 车型——马自达 CX-4 上市后的热销则较好的印证了这一趋势。

通过 BX5 与 BX7 的价格对比，我们猜测 BX6 上市后价格有望在 15 万元左右，若如此，那么 BX6 将延续宝沃“豪华入门高性价比”车型的风格，有望获得热销。

图表 19：宝沃 BX6



来源：公司官网、国联证券研究所

➤ 纯电车型 **BXi7** 预计于明年初上市

BXi7 基于宝沃全新的新能源 e-Propulsion EV 平台打造，其身上有着众多的闪光点。

- 总输出功率达 200kW，总扭矩为 400Nm，续航里程达 500km；
- eAWD 四驱系统：等长设计驱动半轴；
- 搭载了电机冷却系统，高效率电机依靠独立水冷系统保证最佳工作温度，从而减少热管理系统的能耗；
- 5 种驾驶模式：Comfort、ECO、AWD、Sport、Sport+；
- 在直流快充模式下，仅 30 分钟即可充至总电量的 80%，在家使用交流充电模式，只需 8 小时就能完全充满。

图表 20：宝沃 BXi7 与同类车型对比

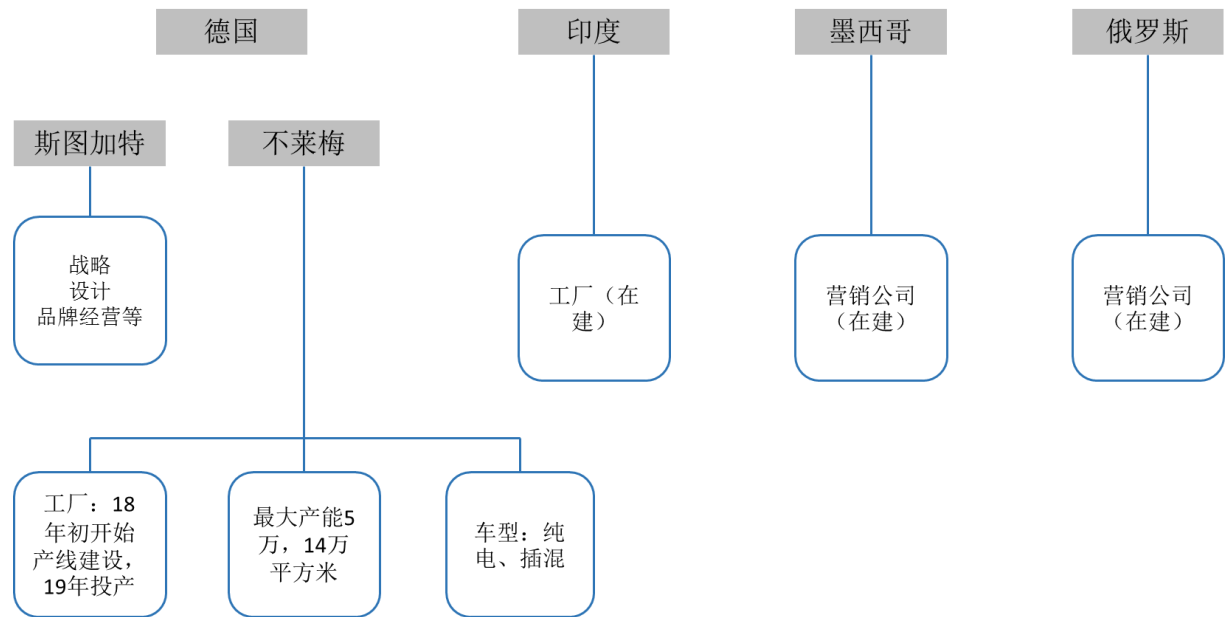
	宝沃 BXi7	荣威 ERX5	比亚迪 宋 EV
售价区间 (万元)		27.18-29.68	26.59-27.59
带电量			
最大扭矩 (n·m)	400	255	310
续航里程 (km)	500	320	300
最高车速 (km/h)		135	140
长宽高 (mm)		4554×1855×1716	4565×1870×1720
轴距 (mm)		2700	2660
座椅个数	5	5	5

来源：汽车之家、国联证券研究所

2.3.3 未来将在全球布局

目前公司在北京密云区拥有 18 万辆的乘用车产能，另外，公司在德国不莱梅的工厂正在建设中，预计将于 2019 年投产，建成后主要生产插电式混合动力以及纯电动乘用车，最大产能可达 5 万辆/年。

图表 21：公司产能布局规划



来源：调研数据、国联证券研究所

2.3.4 宝沃之路：虽曲折，但通向远方

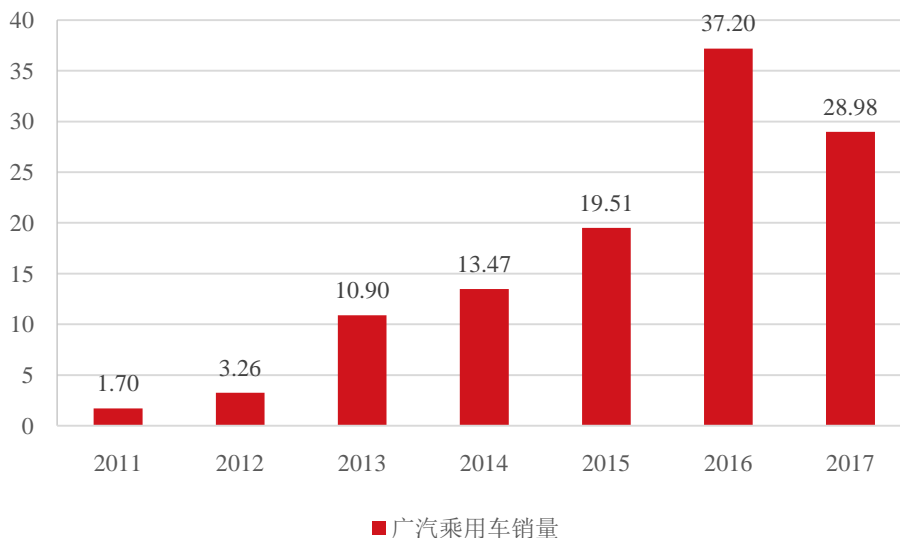
对比发现，宝沃与成长初期的广汽传祺非常类似，且宝沃的起点高于传祺，我们认为，通过充分发挥自身的竞争优势，宝沃有望再现传祺的成功之路，甚至在更短的时间里实现跨越式发展。

➤ 高起点、重研发、优秀供应链管理能力和共同成就传祺成功之路

在经过 4 年的技术积累后，2011 年广汽集团推出其第一款自主乘用车车型：传祺 GA5，其定位于中级轿车，其售价为 10.58—14.98 万元，这样的价格定位，对于当时的自主车企来说，是难以想象的。虽然 GA5 并未取得令人满意的销量成绩，但却为广汽传祺树立了良好的品牌形象，也为日后的高端化之路打下了非常坚实的基础。

2012-2015，广汽传祺陆续推出了 GS5、GA6、GS4、GA8、GS8 等车型，不断挑战着自主品牌的价格天花板。其中紧凑型 SUV GS4（2015 年 4 月上市）和中级 SUV GS8（2016 年 10 月上市）都取得了骄人的销量成绩，这是广汽自主品牌厚积薄发的生动体现。

图表 22：广汽乘用车历年销量



来源：wind、国联证券研究所

总结广汽传祺曲折的成功之路，其核心的要素主要是：高起点、持续的研发积淀以及优秀的供应链管理能力和等。

- **高起点。**广汽传祺发展初期即以中级车为起点，是国内为数不多的从较高级别切入的自主品牌企业。在引进阿尔法罗密欧的底盘平台技术、菲亚特发动机技术的基础上，公司进行了 500 项以上的技术创新。“高起点”的市场策略即对自身提出了高要求，也有主力为市场树立良好的品牌形象。
- **持续的研发积淀。**在最初的引进技术、消化吸收并进行再创新的基础上，广汽便开始打造一个国内领先的正向研发体系，且每年进行持续的研发投入（销售收入的 6% 左右）。经过不断积累，广汽传祺已经拥有每年 5 款新车的研发能力，新车平均研发时间仅为 30 个月，而丰田、大众、通用等汽车主机厂研发一款全新整车的时间是 48 个月。
- **优秀的供应链管理能力和。**广汽传祺与全球前十的零部件供应商进行深度合作，并建立起“国际视野、高品质、低成本”的全球供应链体系，这都使得传祺车型国际化程度非常高。全部汽车零部件中，40% 来自欧美企业，20% 来自日韩企业，剩余的 40% 来自国内顶尖的零部件供应商。优秀的零部件供应链管理体系充分保证了广汽传祺的整车产品质量。2016 年，广汽传祺供应商零件不良率为 22ppm，远低于国内主流自主品牌供应商零件不良率，甚至超越了许多主流合资品牌。

➤ 对比传祺，宝沃有望走出一条康庄大道

宝沃在上市后的几个月内即取得了不错的销售成绩，这既是宝沃在品牌营销上的成功，更是宝沃汽车卓越研发能力与高效的全球资源整合能力的体现。

图表 23: BX7 车主用车感受

↓	感受	↑	日期	↑
1	高性价比 车主: *注定		2017-09-03	
2	性价比还未发现没有哪一款车可以比拟的。自己总得用车心得是比较满意的。 车主: *O理想		2017-09-01	
3	喜欢 车主: *南京		2017-08-29	
4	油耗有点高啊 车主: *天浩		2017-08-29	
5	推背感很强! 车主: *仲王		2017-08-27	
6	性价比非常高! 2.0t的车子, 油耗与q5差不多, 其实是个不错的表现! 开高速非常省! 内饰精美, 外观大气, 值得拥有! 车主: *威		2017-08-27	
7	真不错! 吐槽的确实很多, 但我用起来的感觉就是不错啊! 噪音的问题也解决了, 今年春节, 我从成都到泸州270公里高速上, 跑出过5.4升 / 100公里的油耗。 车主: *就是缘		2017-08-20	
8	不错 车主: *洋洋		2017-08-14	
9	动力满意, 空间可以。 车主: *尘		2017-08-14	
10	颜值高, 动力充沛, 操控不错, 指哪儿打哪儿, 唯一遗憾油耗稍微高了一点 车主: *钊		2017-08-09	

来源: 小熊油耗、国联证券研究所

图表 24: BX5 车主用车感受

↓	感受	↑	日期	↑
1	舒服, 空间可以, 外观美观, 静音效果可以 车主: *子_@		2017-08-31	
2	舒适, 有质感, 值得拥有 车主: *之雨		2017-08-29	
3	车是好车, 四驱系统强大, 舒适性同级比较强的, 动力也充足, 都很满意除了油耗高啊。 车主: * 🍌 🍌 Tc		2017-08-29	
4	为其产品力点赞, 就看长期使用的质量稳定性如何了。 车主: *熊		2017-08-26	
5	外观可以, 空间勉强, 动力还行, 油耗有点高, 变速箱顿挫感强, 配置一般, 车头灯搭配不合理, APP功能不强大, 互联车载系统不够人性化 车主: *ndaj		2017-08-14	
6	外观以及整备质量都是符合自己选择的, 购车后唯一感觉不舒服的就是油耗、我本人油耗要高出很多、以我询问以及软件查看、我的油耗要高出平均很多、百公里14.6个油(T__T) 车主: *~~		2017-08-13	
7	动力足 给力 刚买, 油耗11个油左右 车主: *待		2017-08-12	
8	不错的选择! 车主: *边云		2017-07-12	
9	性价比高! 车主: *墨		2017-06-30	

来源: 小熊油耗、国联证券研究所

17年后, 虽销量数据有所下滑, 这其中有着公司对产品定价出现一些失误、工程经验积累不足的问题存在, 但我们认为这些问题都是可以通过不断改进来解决的, 宝沃的销量变化也是正常的波动, 而公司强劲的产品开发能力没有发生变化, 处于自主品牌绝对第一梯队的领先水平, 随着公司在工程工艺方面能力的逐步积累, 宝沃推出高品质的爆款车型非常值得期待。

与广汽传祺类似, 宝沃汽车同样将中高端车型定位为起步车型, 且发展初期以引进技术为主, 但从目前的市场反馈来看, 宝沃比广汽传祺初期车型的市场认可度要高很多, 我们认为, 宝沃在国际化资源的整合能力、产品开发能力以及营销能力都远优于起步初期的广汽传祺, 预计随着后续宝沃更具竞争力车型的推出, 宝沃有望再现传祺的成功之路, 甚至在更短的时间里实现跨越式发展。

图表 25: 广汽传祺与宝沃汽车对比

	传祺	宝沃
起点	以中高端车型为起点； 引进阿尔法罗密欧的底盘平台技术、菲亚特的发动机技术。	以中高端车型为起点； 利用 FEV、博世公司的动力技术。
研发	在引进技术、消化吸收并进行再创新的基础上，建立自己的正向研发体系	全球顶级研发人员所组成的团队。
供应链	与全球前十的零部件供应商进行深度合作，并建立起“国际视野、高品质、低成本”的全球供应链体系	合作伙伴均是全球领先的技术和服务供应商
初期消费者口碑	首款车型 GA5 上市后面临多种发动机问题，例如发动机忽然熄火、无法启动、漏油等等，其危害足以威胁到车主的性命安全；GA3 推出后同样陷入了严重的质量困局，变速箱、传动系统和发动机异响过大等问题被多次投诉，后续还出现了多地车主集体维权的情形。	BX7 发动机异响严重，后经加装质量块而解决； 油耗较高：车主实测平均油耗百公里 11.7L (wey vv7 平均 12.75L)； 动力、操控、外观、配置、空间评价很高。

来源：网络资料、国联证券研究所

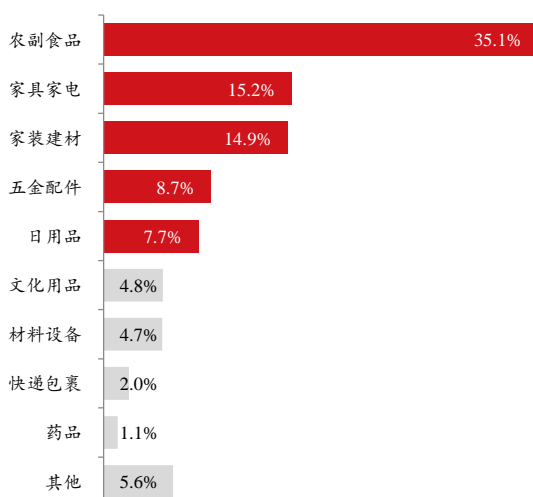
3. 轻卡与重卡：行业向上升级，公司主动调结构

3.1. 轻卡行业：需求平稳，高端化趋势明确

3.1.1 预计未来几年轻卡需求平稳

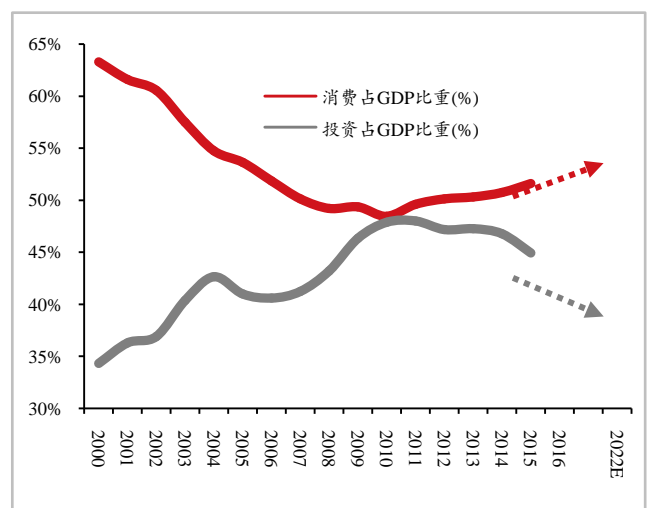
轻卡运输物品以家具家装、农副食品以及日用品等消费物资为主，与消费水平息息相关。预计未来五年，消费将成为我国经济的主要推动力，消费运输需求将稳步增长。

图表 26：轻卡运输物品以消费物资为主



来源：产业调研、国联证券研究所

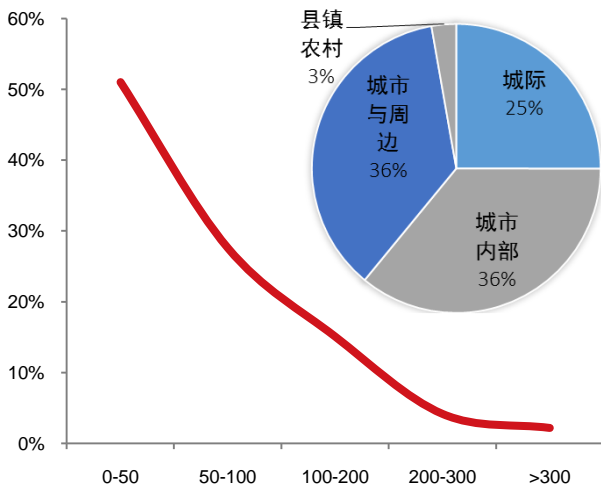
图表 27：消费将成为经济的主要推动力



来源：wind、国联证券研究所

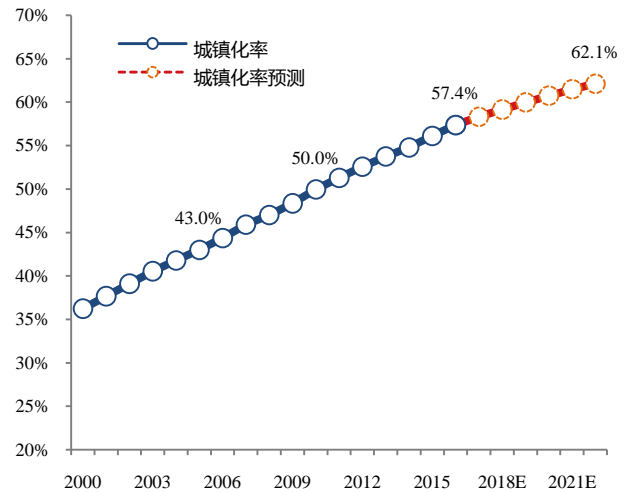
轻卡使用主要集中在城市及其周边，以城市物流配送为主，而城镇化是拉动城市物流配送的长期根本性因素。未来五年，我国城镇化将继续推进，有利于轻卡需求增加。

图表 28：轻卡运距及使用区域分布



来源：产业调研、国联证券研究所

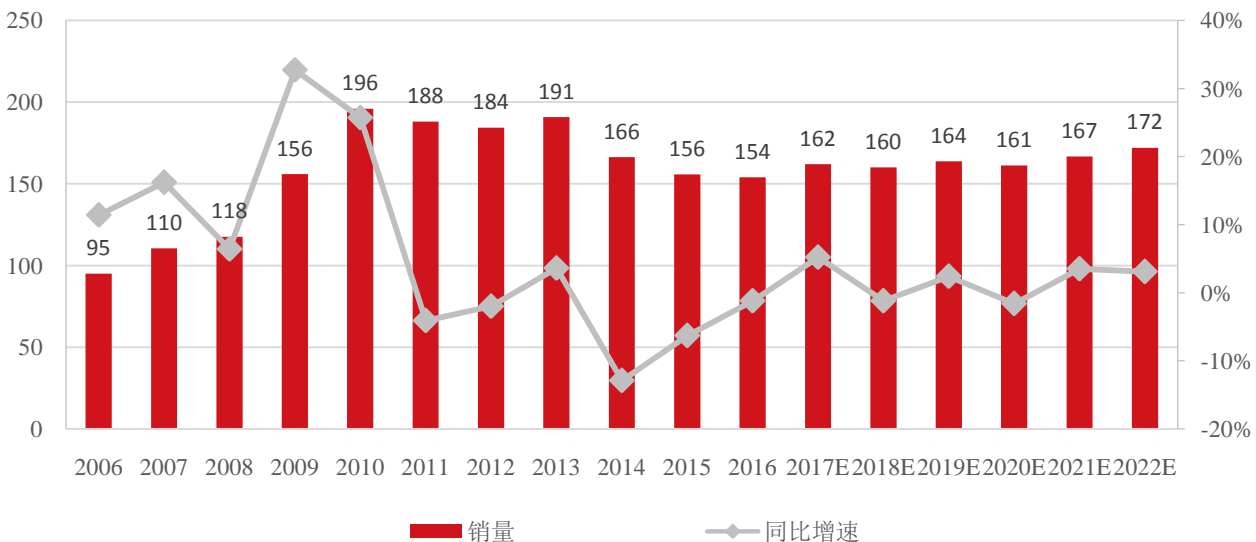
图表 29：我国城市化进程将继续推进



来源：wind、国联证券研究所

我们预计未来几年轻卡销量将是小幅波动，总体保持稳定的情形。预计 2017 年轻卡销量 162 万辆，同比增长 52%。

图表 30：我国轻卡销量预测单位：万辆



来源：wind、国联证券研究所

3.1.1 轻卡高端化趋势明确

我们认为，在排放升级、环保标准趋严、安全配置升级以及专业化需求的背景下，未来轻卡向高端化方向发展的趋势非常明确。

➤ 排放升级

2016年1月15日，国家环保部和工信部共同发布了《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，要求东部11省市从2016年4月1日起开始实施机动车国五排放标准。

- **东部11省市自2016年4月1日起**，所有进口、销售和注册登记的**轻型汽油车、轻型柴油客车、重型柴油车（仅公交、环卫、邮政用途）**，**须符合国五标准要求。**
- **全国自2017年1月1日起**，所有制造、进口、销售和注册登记的**轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）**，**须符合国五标准要求。**
- **全国自2018年1月1日起**，所有制造、进口、销售和注册登记的**轻型柴油车**，**须符合国五标准要求。**

自2018年起，所有新生产轻卡都将满足国五标准。相比于国四发动机，国五发动机的后处理采用了全新的技术路线（SCR，国四主要是EGR），从单价来看，发动机单价将提升0.6-1万元。目前，广州、深圳、北京以及天津等地国五柴油车必须加装DPF才能上牌。由于排放升级，发动机不断趋向高级化，车辆生产成本与售价亦将随之提升，进而促进了轻卡向高端化升级。

➤ 燃料消耗限值

新版《轻型商用车燃料消耗量限值》强制性国家标准将于2018年1月1日正式实施。新修订的标准分别对以汽油、柴油为燃料的不同类型的轻型商用车按整车整备质量设定了64个燃料消耗量限值。其中，**N1类（轻型货车）**汽油车型燃料消耗量限值最低为5.5L/100km、**柴油车型燃料消耗量限值最低为5.0L/100km**；M2类（轻型客车）汽油车型燃料消耗量限值最低为5.0L/100km、柴油车型燃料消耗量限值最低为4.7L/100km，**比2007年首次发布的国家标准分别加严了23%、27%、18%、18%的技术标准。**

燃料消耗量是衡量轻卡整车性能的一项综合性指标，其与发动机效率、汽车排放以及整车结构的设计均有较高的相关性，降低燃料消耗量，有助于促进轻卡综合性能的提升，以及促进整个轻卡行业的产品结构升级。

➤ 专业化需求

物流向高端化、数字化发展是必然趋势，这势必要求运输工具也要与之相匹配。作为生产资料的轻卡必须具有较高的出勤率和承载力。低端轻卡虽然具有价格上的优势，但是其维护成本和性能配置已不能契合目前用户对车辆高使用率和高品质的需求。高端轻卡可靠性好，出勤率高，虽然初次投入较高，但运营成本低，运营寿命更长，在长期的使用过程中不仅能把成本收回，还能创造更多的盈利。

3.2. 公司主动调整产品结构，轻卡高端化进展顺利

公司的轻卡主要有欧马可、奥铃以及时代三大系列子品牌，其中欧马可定位高端品牌，奥铃定位中端，而时代系列则主要是中低端产品。

图表 31：福田轻卡业务三大品牌



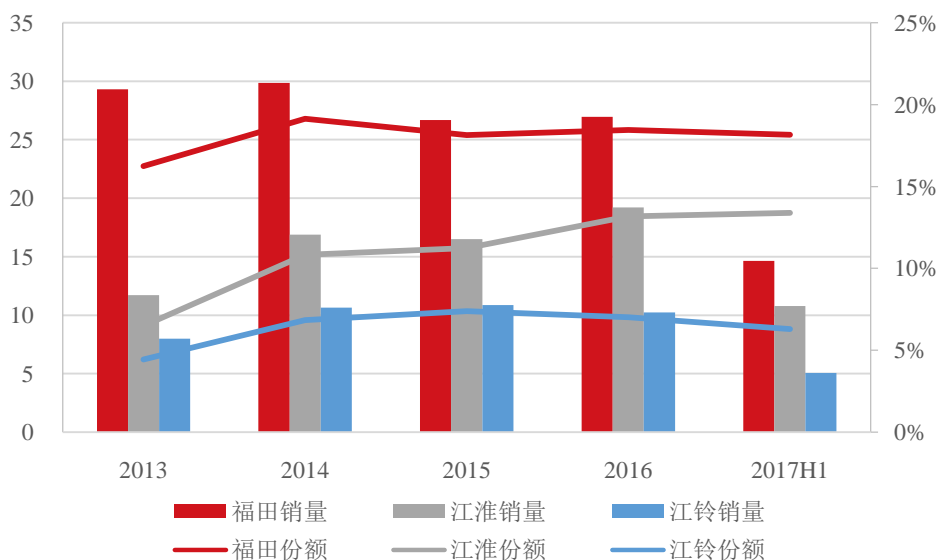
时代轻卡奥铃 CTX

欧马可 S1

来源：公司网站、卡车之家、国联证券研究所

福田三大品牌轻卡总销量连续多年位居行业第一，市场份额持续保持在 18%左右，比第二名江淮汽车高出约 5 个百分点。

图表 32：轻卡行业前三名销量与市场份额单位：万辆



来源：公司公告、国联证券研究所

➤ 调整结构，做强高端产品

公司最早在 2013 年即开始提出“商用车由低端向高端转型”的战略，随后一直坚定执行该战略。为实现“高端化”的战略，公司采取了众多有效的措施。

- 2013 年 9 月，福田工程车事业部推出时代金刚“8 系”A 舒适版系列新产品，该产品定位于轻型车中高端市场，引领轻型工程车行业需求。
- 2014 年 2 月 15 日，公司开发了福田汽车首款匹配自动变速器轻卡车型，填补了公司自动变速器轻卡车型的历史空白。

- 2014年3月14日，福田欧马可匹配安全气囊车型进入试销阶段，这标志着福田轻卡首次配装安全气囊车型开发取得成功。该项研发成果对卡车技术发展具有开拓性意义，大大提高了轻卡车型的被动安全性。
- 2014年福田高端轻卡欧马可以整车动力定制化、产品定制化、服务定制化为出发点，推出“欧马可3系高效订制体验之旅”活动。欧马可关注用户车辆全生命周期成本和不同用户的用车需求，实施重点行业突破，旨在为用户提供专业物流解决方案，全面实现用户价值。
- 2015年福田轻卡完成ESC+AEBS标定，大幅度提高了福田轻卡产品驾驶的稳定性及安全性，提前满足了欧盟法规2016年对制动系统的要求。
- 2016年1月，公司发布欧曼EST互联网超级卡车、奥铃EST超级卡车、欧马可EST超级卡车等超级卡车，将通过在“油耗、效率、环保、智能”四个方面的九大技术优化，逐步达到降低油耗和提升货运效率的目标。
- 2016年1月，福田奥铃TX科技版气刹新品上市。
- 2016年8月，公司第一代超级卡车城市物流4.0超级轻卡奥铃CTS上市，依托欧洲技术优化底盘，智能化电子电器系统的应用使得CTS运营效率大幅提升，实现了运营成本的突破。
- 2017年9月，福田与德国采埃孚成立的福田采埃孚轻型自动变速箱（嘉兴）有限公司正式开建，一期将于**2019年1月1日正式投产，年产16万台轻型商用车变速箱**，二期将于2020年1月1日建成投产，年产32万台轻型商用车变速箱。

➤ 高端化战略成效显著

公司在推行一系列的高端化举措之后，也收到了比较显著的成效，2017年上半年，公司高端轻卡品牌欧马可销量为2.28万辆，同比增长30.8%。

图表 33：2017Q1 福田中高端轻卡销量单位：辆

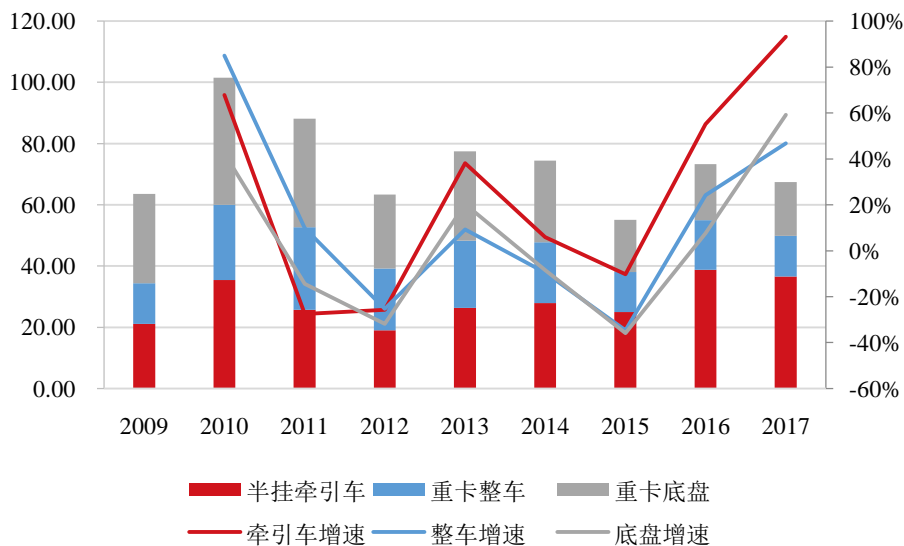
高端	6月销量	同比增长	1-6月累计销量	同比增长
欧马可	3930	23%	22802	30.80%
庆铃	5600	30.78%	26556	-2.24%
中高端	6月销量	同比增长	1-6月累计销量	同比增长
欧马可+奥铃	10790	-6.92%	77609	7.20%
江铃	8294	8.79%	50664	0.85%

来源：公司公告、调研数据、国联证券研究所

3.3. 重卡：未来几年需求稳定、高端需求增加

重卡可分为两大类，一类是物流车，包括半挂牵引车以及重卡整车，另一类是工程车，主要是自卸。物流车的需求主要来自于道路交通运输，而工程车的需求主要来自于房地产建设、基础设施建设。除此以外，政策也是影响重卡销量的重要因素之一。

图表 34：重卡销量结构单位：万辆

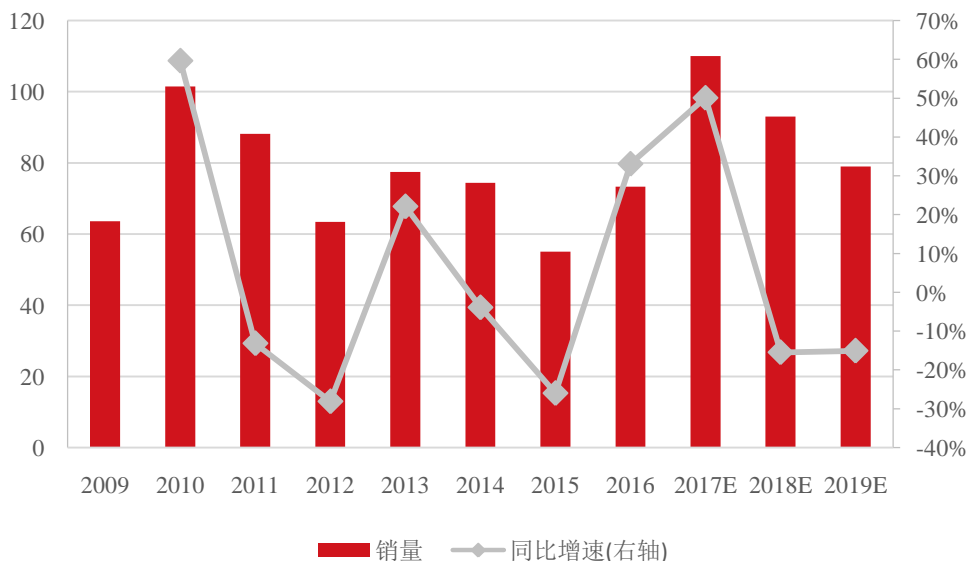


来源：wind、国联证券研究所。注：2017年是1-7月的数据

➤ 重卡迎来更新换代周期

重卡的更新周期通常是8-10年，上一轮重卡产销量的高峰在2010-2011年，因而在2018-2020年将迎来更新换代的高峰。在此背景下，重卡销量有望在18-19年维持在一个较高的销量水平上。

图表 35：历年重卡销量及预测单位：万辆



来源：wind、国联证券研究所

➤ 高端重卡需求增长

安全性、可靠性需求的增加。“生命高于一切”，随着物流行业的日益成熟，驾驶员的生命安全成为卡车厂家在设计、研发时的重要考虑因素。一方面，可以通过车身的设计改进、高强度材料使用来提升车身的安全性能。另一方面，可通过增加 ABS（防抱死系统）、EBD（电子制动力分配）、ESP（车身电子稳定系统）、LDW（车道偏离预警）、ACC（自适应巡航）等重要的电子系统来提高整车的安全性。随着高端客户尤其是物流类客户对运输时效性的要求提高，重卡的可靠性要求随之提升，这就需要重卡企业对研发、精密制造进行更多的投入。

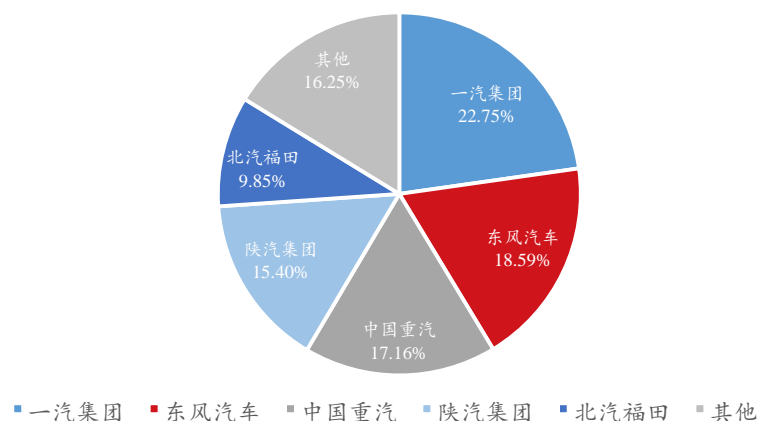
智能化、舒适性的需求。智能化的管理系统，对于卡车行业和物流行业降本增效、提升运输效率具有非常好的辅助作用，例如利用车联网系统可以对车辆进行定位和导航、管理车辆油耗、驾驶员行为等。另外，为减轻司机驾驶疲劳、便利其操作，重卡的自动挡化将是大势所趋。AMT 变速箱将会是重卡自动挡的首选。

节能减排需求。根据工信部、环保部发布的《关于实施第五阶段机动车排放标准的公告》，我国自 2017 年 7 月 1 日起，所有制造、进口、销售和注册登记的重型柴油车，须符合国五标准要求。而预计将于 2020 年实施的“史上最严”国六排放标准中规定，国六 a 汽油车 CO(一氧化碳)排放限值加严 50%，国六 b 汽油车 THC(总碳氢化合物)和 NMHC(非甲烷总烃)排放限值下降 50%，NOx(氮氧化物)排放限值加严 42%。严苛的排放标准将带动重卡技术不断升级，如通过高效内燃机、变速器、底盘技术、轻量化技术和电子控制技术等多重技术提升，来提高整车的节能减排效果。

➤ 市场份额将进一步向龙头企业集中

由于重卡行业有着较高的技术和资金壁垒，因而行业集中度较高，2017 年 1-8 月，重卡行业 CR5 达到 83.75%。未来，高端重卡将成为行业的发展趋势，因而对技术能力的要求亦将不断提高，这有利于市场份额进一步向有较强技术能力的龙头企业集中，如拥有高端发动机、高端变速箱的重卡整车企业。

图表 36：2017 年 1-8 月各主要重卡企业市场份额



来源：中汽协、国联证券研究所

3.4. 福田欧曼：超级重卡引领行业

福田 2013 年左右即开始有针对性的布局高端重卡，自 2014 年发布欧曼 GTL 后，在超级重卡领域，不断突破，取得新的优异成绩。

- 2014 年 4 月 8 日，福田欧曼 GTL 超能版全球发布。欧曼 GTL 是基于欧洲标准设计，针对高端市场定向开发的节能环保高端重卡，排放可达到欧 VI 标准。
- 2015 年 4 月，福田欧曼 GTL 车型在中国汽车工程研究院重庆碰撞实验室成功完成全球最严格的卡车碰撞法规——欧洲《驾驶室强度要求》ECE-R29-03 版。此次试验的成功完成标志着欧曼 GTL 重卡成为国内第一款能够满足此项法规要求的自主品牌产品。
- 2015 年 10 月，福田汽车欧曼 GTL 系列重卡车型开发项目荣获中国汽车工业科学技术奖三等奖。中国汽车工业科学技术奖被誉为中国汽车界的“诺贝尔奖”。
- 2016 年 1 月，公司发布欧曼 EST 互联网超级卡车、奥铃 EST 超级卡车、欧马可 EST 超级卡车等超级卡车，将通过在“油耗、效率、环保、智能”四个方面的九大技术优化，逐步达到降低油耗和提升货运效率的目标。
- 2016 年 6 月，以北京福田互联网超级卡车驱动“一带一路”建设为主题，中国互联网超级卡车全球创新联盟成立暨北京福田欧曼 EST 超级卡车发布仪式在希腊雅典举行。
- 2016 年 11 月，福田汽车在上海举行“福田汽车&福田戴姆勒汽车 2016 中国上海智能网联汽车展览会暨福田自动驾驶超级卡车发布仪式”，正式发布国内首款可实现无人驾驶的卡车。
- 2017 年 4 月，公司与采埃孚合资设立采埃孚福田自动变速箱(嘉兴)有限公司，合资公司注册资本金 26,700 万元，北汽福田占比 49%。合资公司主要生产重型商用车变速箱、缓速器等核心零部件。一期将于 2019 年 1 月 1 日正式投产，年产 11.5 万台自动变速箱和 2 万台缓速器，二期将于 2022 年 1 月 1 日建成投产，年产 19 万台重型变速箱和 4 万台缓速器。

➤ 超级重卡：欧曼 EST A 引领行业

2017 年 4 月 12 日，为全面满足不同行业用户运输状况对高端运输装备的需求特征，福田戴姆勒汽车正式发布了欧曼 EST 超级卡车、欧曼 EST-A 超级卡车。其中，欧曼 EST-A 超级卡车分为智能版、智领版、智享版、智尊版四款产品，价格区间为 35.58 万元-52.78 万元；欧曼 EST 超级卡车分为尊贵版、尊享版、尊荣版三款产品，价格区间为 30.58 万元-40.18 万元。

图表 37：欧曼 EST A



来源：公司网站、国联证券研究所

超级卡车 EST A 可实现油耗降低 5-10%，碳排放减少 10-15%，货运效率提升 30%，B10 寿命达到 150 万公里。

- 超级智能。欧曼 i-Telligent 智能管理系统，集成“发动机管理、智能制动(LWD)、车道辅助、稳定控制、智能换挡、电控空气悬架”7 大系统，整车智能化水平提升,实现智能驾驶超级卡车车联网管理系统，利用手机端、车载段、电脑平台实现信息实时共享，将“人、车、路、货”有效整合，为车队客户提供车队管理、远程在线故障监测、诊断、分析、自动救援、车辆警报、信息提醒、运行情况查询等，提升车队运营效率，降低运营成本超低卡车智能管理系统，将电脑端-手机端-车辆信息实时共享，集成导航、多媒体、行驶记录仪、车队管理等功能，可以使人、车、路、货、互联网信息有效整合。
- 超级安全。有着智能制动控制系统、车道偏离预警系统、盘式制动器、行驶安全进口转向机带油位传感器、大扭矩液力缓速器、欧洲最高安全车身等配置。
- 超级舒适。超级舒适全新内饰，超大空间：无障碍平地板，超宽双卧铺，绝佳的人机工程设计，数字触控自动空调、中控门锁、电动天窗（带纱窗），车载冰箱，独立热源，四级上车踏梯和加长扶手，尊享移动头等舱式的舒适体验。 2、全气囊三级减震系统：ZF 电控空气悬架+车身四点气囊悬置+气囊座椅（带腰托），平顺性和操控性优于曼和沃尔沃，配合气动调节方向盘，驾乘更舒适。 3、智能化和自动化操控：i-Telligent 智能管理系统，基于 ZF 自动变速箱，解放左脚，通过 GPRS 自动控制智能换挡；车道偏离智能预警等辅助驾驶技术应用，大幅降低驾驶劳动强度，长途更轻松。 4、最安静的驾驶空间：领先的 NVH 优化设计，通过欧盟最新 ECE R51-03 噪声法规，怠速噪音低于 58 分贝，独享静谧空间。
- 节能、环保、高效。领先的节油动力系统，传动效率高，创新降阻节油技术，模

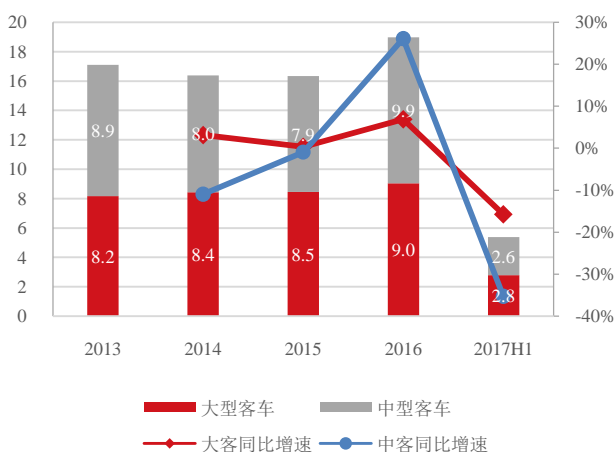
块化轻量化节油。油耗降低 5-10%。满足国 V、国 VI 尾气排放标准，碳排放减少 10%。整车故障率降低 30%，平均首次故障及故障间隔里程达到 5 万公里，货运效率调高 30%。

4. 客车业务布局全面，市场份额有望持续提升

4.1. 大中型客车进入稳定期，新能源占比将提升

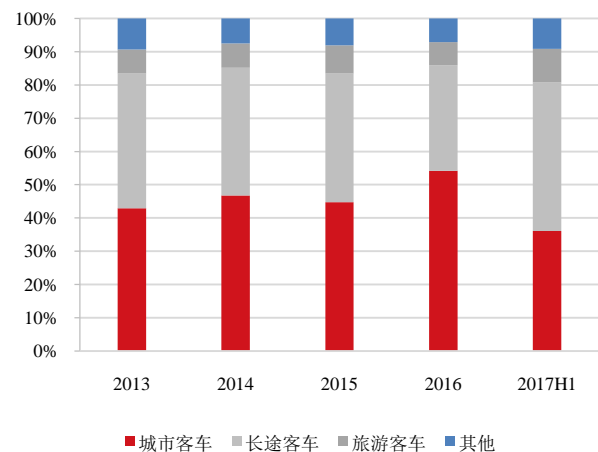
2013-2015，我国大中客销量略有下滑，总体较平稳，2016 年，在新能源客车的带动下，大客、中客销量分别实现 6.91%和 26.1%的增长。以用途划分的结构来看，随着我国高铁里程的逐步增加，长途客车被部分替代，其在大中客中的占比由 2013 年的 40.5%下降到 2016 年的 31.7%。从动力形式来看，新能源客车从 2013 年的 30%左右提升至 2016 年的 56%。

图表 38：2013-2017H1 大中客销量单位：万辆



来源：中汽协、国联证券研究所

图表 39：2013-2017H1 按用途分大中客占比变化



来源：中汽协、国联证券研究所

我国大中客市场已经进入平稳的发展期，未来，在新能源客车成本的不断下降的背景下，其经济性将逐步显现，另外，在“提高新能源公交车比例”的政策驱动下，新能源公交车有望不断替代燃油客车，进而可以拉动大中型客车总体产销量的增长。从结构上看，新能源公交车的增长将使新能源客车在大中客车中的比例得到进一步提升。

图表 40：各地 2017—2019 年新增及更换新能源公交车比重

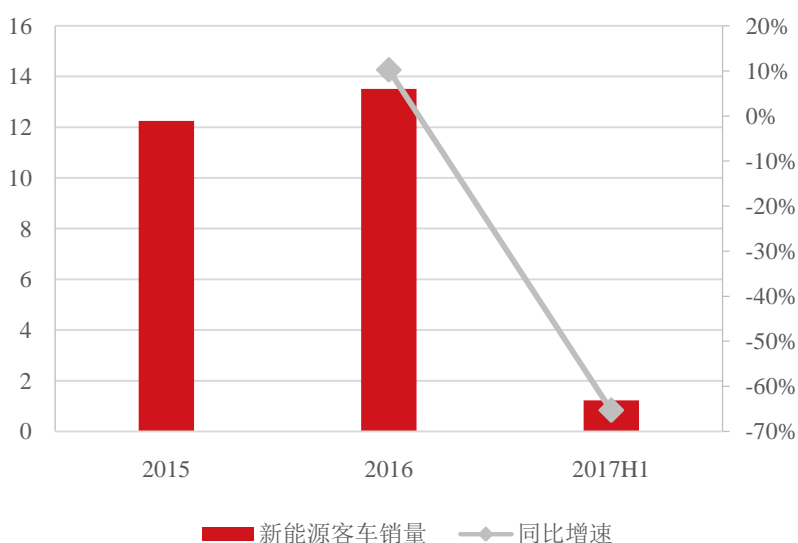
省份年份	2017 年	2018 年	2019 年
京、沪、津、冀、晋、苏、浙、鲁、粤、琼	60%	70%	80%
皖、赣、豫、鄂、湘、闽	45%	55%	65%
其他省（区、市）	20%	25%	30%

来源：盖世汽车、国联证券研究所

➤ 新能源客车：目前边际改善显著，明年增长确定

2017 年上半年，受新能源客车补贴大幅退坡、3 万公里的行驶要求以及补贴目录推倒重来等不利因素影响，新能源客车销量同比下滑 65%，这使总体大中客销量出现较大幅度下滑。但随着目录的常态化发布、公交公司招标的启动以及车企对新补贴标准做出技术调整后，新能源客车已越过年内拐点，边际改善显著。从明年来看，补贴额度相比 17 年不退坡，而电池电机电控等成本将继续下降，因而总体有利于新能源客车的放量。

图表 41：我国新能源客车销量及增速单位：万辆

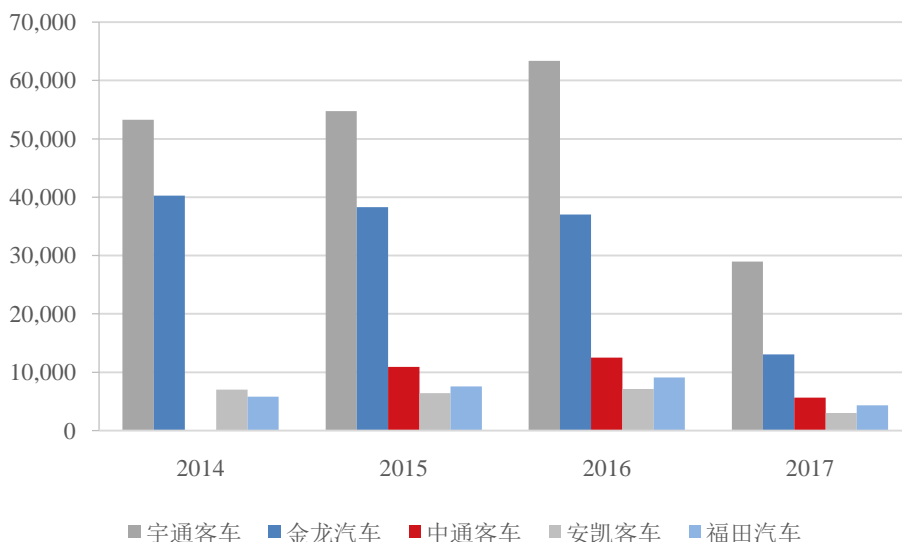


来源：节能与新能源汽车网、国联证券研究所

4.2. 福田欧辉技术先进，立足京津冀，潜力巨大

福田的大中型客车主要是欧辉系列，包括城市客车、公路客车、校车等，涵盖了 5.9—18 米全线客车产品。公司客车品质优秀，2016 年，欧辉品牌获得交通运输部授予“中国运输领袖品牌”称号，欧辉五款车型 BJ6122U8BKB-1、BJ6116BVUA、BJ6590S2CDA、BJ6905CHFVCA、BJ6188EVUA-1 分获最佳公路客车奖、最佳新能源客车奖、最佳校车奖、最佳城乡客车奖、最佳商务车奖。因掌握了先进的客车研制技术，且背靠北京巨大公交市场，公司近年大中客车业务发展迅速，市场份额已由 2013 年的 3.5% 提升至 2016 年的 4.8%，位列行业前五。

图表 42：主要客车企业大中型客车销量单位：辆



来源：上市公司公告、国联证券研究所

公司的大中型客车中，约有 70%是新能源客车。公司是国内最早投入新能源客车研发、最早实现新能源客车商业化运营的企业。近年来，公司陆续推出了混合动力、快充纯电动、快换纯电动、即充纯电动、插电增程式混合动力等新能源客车产品。2016 年全年，公司新能源客车销售 6531 辆，同比增长 62.95%，市场占有率约 5%。

公司在燃料电池客车方面，布局较早，技术先进，2006 年开始，福田汽车与清华大学、亿华通联合承接国家 863 计划节能与新能源汽车重点项目中氢燃料电动客车的研发，清华大学与亿华通共同研发氢燃料电池系统和车载供氢系统，福田汽车提供整车制造技术。2008 年-2009 年，福田与亿华通开发的三辆氢燃料电池电动客车圆满完成了 2008 年北京奥运会服务用车任务和为期一年的示范运行。2016 年 5 月，公司接到了有车（北京）新能源汽车租赁有限公司购买 100 辆欧辉氢燃料电池电动客车的订单。表明公司燃料电池客车已初步得到市场的认可。

图表 43：福田欧辉 8.5 米氢燃料电池客车



来源：网络资料、国联证券研究所

2017 年以来，工信部陆续发布了 8 批新能源车推广车型目录，公司上推荐目录的车型较多，其中燃料电池客车有 3 款，同期仅有 5 款燃料电池客车上目录。

图表 44：福田欧辉新能源客车《推荐目录》数量

新能源客车类型	新能源客车总数	欧辉数量
纯电动	1138	42
插混	369	45
燃料电池	5	3

来源：上市公司公告、国联证券研究所

➤ 立足京津冀，新能源客车潜力大

从长期来看，在大气污染治理和能源短缺的大环境下，新能源客车拥有着巨大的市场需求。尤其是京津冀地区的大气污染范围不断扩大，污染程度也不断增长，为此，国家环保局 3 月底出台的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》明确要求，2017 年京津冀地区做好大气污染防治工作。因而，我们认为，京津冀地区的新能源客车渗透率将不断提升。

公司在新能源商用车上布局全面，技术积累深厚，京津冀地区有着较大的新能源客车市场空间，随着雄安新区的建设，这一需求有望持续增加，公司立足该地区，有望从中受益。

4.3. 轻客市场式微，欧系将成主流

4.3.1 453 号文件发布，轻客销量连续下滑，日系轻客受冲击最大

2014年，工信部发布【2014】453号文件《关于加强小微型面包车、摩托车生产和登记管理工作的通知》(以下简称453号文件)，从2016年7月1日起，实施对小微型面包车(指平头或短头车身结构、单层地板、发动机中置的小型、微型载客汽车)的六条严格安全技术性能要求。

图表 45: 日系轻客典型代表——金杯海狮



来源: 车主之家、国联证券研究所

图表 46: 欧系轻客典型代表——依维柯

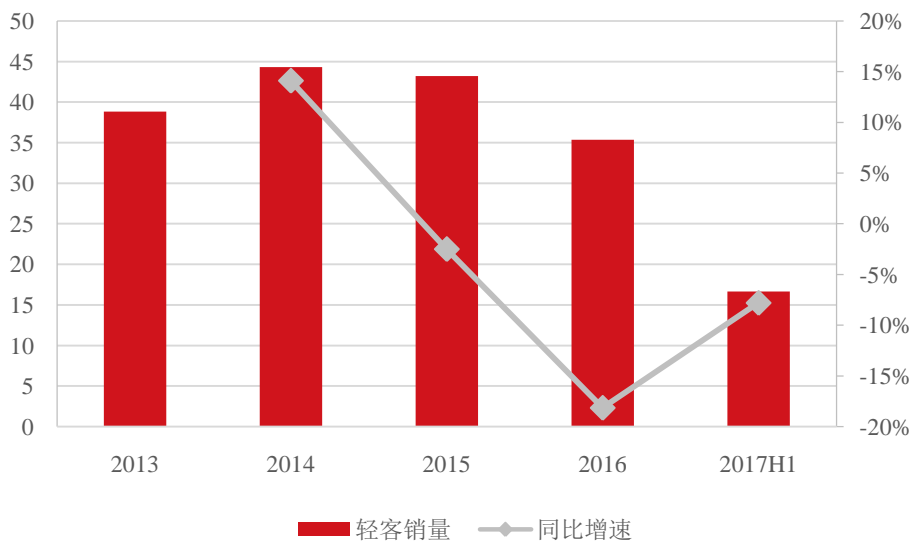


来源: 车主之家、国联证券研究所

要求指出，为保障提高小微型面包车安全技术性能，所有涉及车辆均要提高小微型面包车侧倾稳定性要求、安全装置配置要求、比功率要求，以及轮胎宽度、车型尺寸和车身强度要求。换言之，为进一步规范准M2类面包车的公告管理，法规中所涉及的车辆如未达到标准会面临无牌可上的局面。

453号文件的发布，对传统平头中置发动机微型客车和传统平头日系轻客的冲击巨大。这也引起了2015年、2016年、2017H1我国轻客总体销量的连续下滑。

图表 47: 2013-2017H1 我国轻客总销量单位: 万辆



来源: 中汽协、国联证券研究所

4.3.2 欧系轻客成主流，但行业难再增长

➢ 日系轻客将被欧系轻客替代，轻客有望被新能源轻卡替代

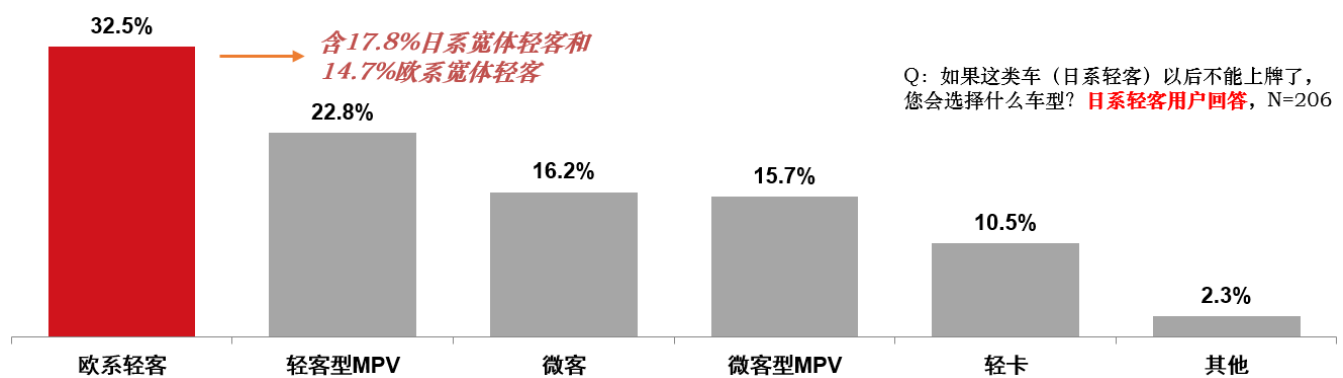
日系轻客在法规压力下面临着被大范围替代的风险，但是欧系轻客的对日系轻客的替代能力比较有限，不利于轻客市场的增长。

“若日系轻客不能上牌，您会怎么选择车型？”，从对轻客用户的调研结果看，若日系轻客被淘汰，用户将会：

- 首选价格略高、载货能力更强的宽体轻客；
- 其次会选择价格上涨幅度小、载货能力相当的轻客型 MPV；
- 再次会选择价格较低，但牺牲部分载货能力的微客类车型。

由此可见，在日系轻客销量大幅下滑的背景下，欧系轻客不能完全弥补其销量缺口。

图表 48：453 号文件对用户选择车型的影响



来源：产业调研、国联证券研究所

另外一方面，由于我国法规对于轻卡进城的限制，大部分轻客实际上承担了城市物流货运的职能。随着物流业的快速发展，货运需求在某种程度上增加了对轻客的需求，但随着纯电动卡车政策友好度的提升，其将使得轻客失去竞争优势，抑制了其需求增加。

图表 49：以往轻客主要承担了城市物流任务

人口向城市集中



来源：国联证券研究所

➤ 预计到 2020 年，轻客销量相比 2016 有所下滑

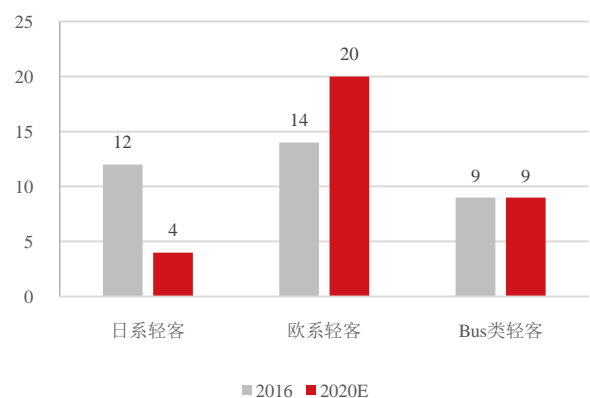
根据测算，预计到 2020 年，客货两用的 M1 类日系轻客基本消失，由政策变化引起的市场震荡将基本结束。届时，轻客销量相比于 2016 年将有所下滑。

图表 50：日系&欧系轻客发展趋势



来源：国联证券研究所

图表 51：轻客销量变化预测单位：万辆



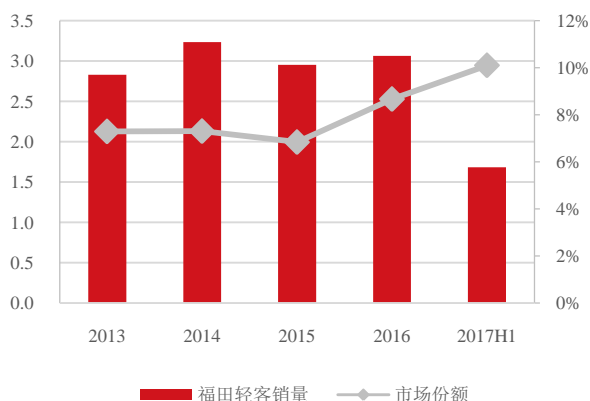
来源：富瑞咨询、国联证券研究所

4.4. 市场应变能力强，福田轻客实现逆市增长

➤ 市场应变能力强，轻客销量逆市增长

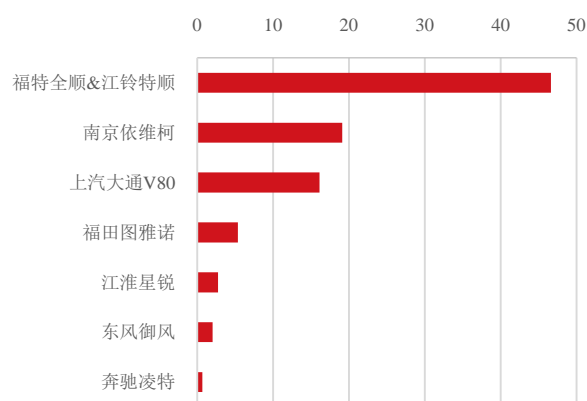
福田轻型客车营业收入约占公司收入的 8%，现有产品包括风景、蒙派克、图雅诺。公司的轻客近几年表现一直非常稳健，根据中汽协数据，2017 年上半年轻客行业总体销量同比下降 7.8%，公司却实现了 12.44% 的同比增长。作为传统日系轻客生产企业，公司在 453 号文件发布之后，反应迅速，在较短的时间内，对产品进行了升级换代，推出了公司的高端欧系轻客产品——图雅诺。图雅诺上市后表现优异，2017 年 1-8 月，累计销量达 5349 量，位列欧系轻客行业第四名。

图表 52：公司轻客销量及市场份额



来源：公司公告、中汽协、国联证券研究所

图表 53：2017 年 1-8 月欧系各品牌轻客销量排行



来源：第一商用车网、国联证券研究所。单位：千辆

➤ 战略性打造图雅诺品牌，福田轻客有望持续高增长

在欧系轻客市场中，月销量能超过 1000 辆的品牌，目前仅有四家可以实现——江铃全顺、上汽南京依维柯、上汽大通与图雅诺，足以可见图雅诺的产品力之强。

图雅诺产品的强大竞争力来自于：

- 整车品质较好：福田图雅诺的承载性能、悬架舒适性等各项整车性能指标均通过了最为严苛的德国 TUV 莱茵认证，整车品质达到德国商务大 VAN 旗舰水准。
- 国五产品布局全面，抓住市场机遇。
- 福田奥铃事业本部和福田商务汽车事业本部合并，福田图雅诺作为战略品牌，平台在零部件采购、研发等方面尽可能共享资源，通过规模优势持续降低福田图雅诺的成本，使其在市场上的性价比更高，竞争力更强。
- 品牌推广力度大。福田汽车集团在传播平台上给予了大力支持，2015 年九三阅兵和 2016 年 G20 峰会图雅诺作为国宾接待用车，快速提升了图雅诺的品牌认知，并建立起欧系国宾车的品牌形象。

2017 年 4 月，图雅诺 EV 纯电动和图雅诺高顶版两款新品出席 2017 第十七届上海国际汽车工业展览会，聚焦新技术、新趋势，带来电动化、智能化、网联化的全新风尚。5 月，福田图雅诺发布了“图雅诺 S 商运版”、“图雅诺 E 商运版”、“图雅诺高顶房车”三款达到国五排放标准的商务车。

下一步，公司将开发图雅诺 E 价值版，并以图雅诺为核心，全力提升图雅诺及风景系列品牌认知，提升市场竞争力。

我们认为，图雅诺强大的产品竞争力有望带动公司轻客业务持续向好，市场份额进一步提升。

5. 盈利预测与估值

核心假设：

- (1) 公司乘用车 2018、2019 平均月销量分别可达 7500、9000 辆/月；
- (2) 公司轻卡、中重卡高端产品市场份额持续提升，且重卡市场不出现大幅下滑；
- (3) 新能源客车销量不因补贴退坡而出现大幅下滑。

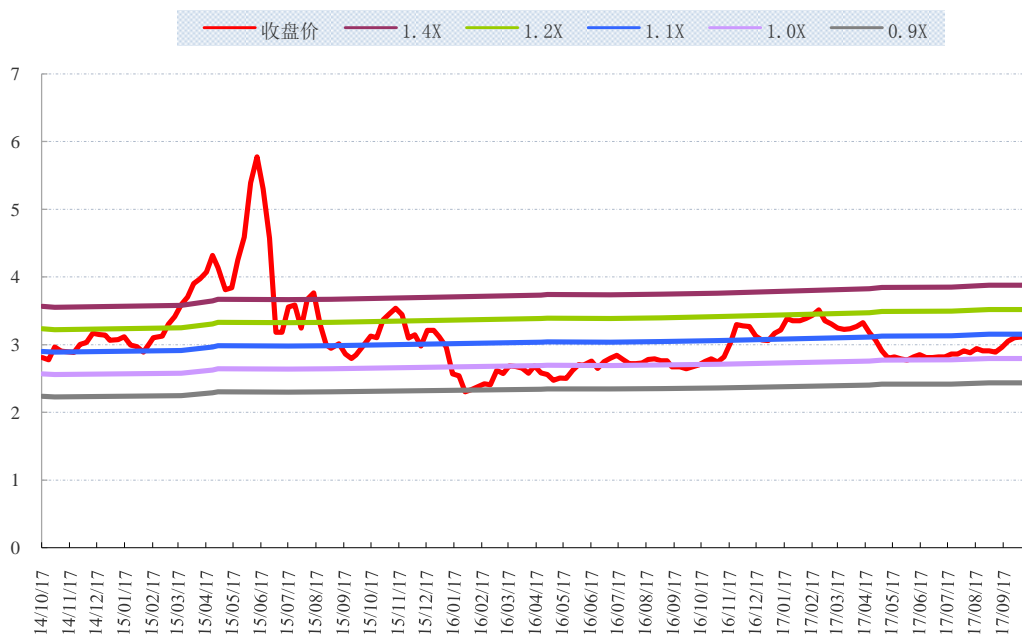
图表 54：公司主营拆分

		2017E	2018E	2019E
大中型客车	收入	120.00	133.00	135.00
	毛利率(%)	12.00	11.00	10.00
轻卡	收入	166.82	165.16	172.59
	毛利率(%)	13.00	13.00	14.00
轻型客车	收入	34.04	36.83	38.67
	毛利率(%)	12.00	12.00	11.00
交叉型乘用车	收入	20.00	21.53	22.61
	毛利率(%)	6.00	6.00	6.00
中重型卡车	收入	20.92	20.63	19.60
	毛利率(%)	14.00	14.00	14.00
重型机械	收入	45.00	36.00	32.40
	毛利率(%)	1.50	1.50	1.50
发动机	收入	22.75	23.40	23.69
	毛利率(%)	2.30	2.30	2.30
乘用车	收入	63.70	126.00	162.00
	毛利率(%)	23.00	22.50	22.50
总营收	收入合计	524.73	594.05	638.06
	毛利合计	70.61	83.39	90.55
	综合毛利率	13.46%	14.04%	14.19%

来源：国联证券研究所

我们认为宝沃在后续有望获得超出市场预期的表现，也看好公司在商用车领域实施的高端化战略能够继续取得显著成效。我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.06、0.03 以及 0.05 元，17-19 年 BPS 分别为 2.88、2.9、2.94 元/股，结合公司历史 PB-band 以及可比公司江淮汽车、上汽集团、江铃汽车（均为综合型汽车集团）的估值，考虑公司有望在乘用车领域取得重大突破，给予公司 18 年 1.3 倍 PB 估值水平，目标价 3.78 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 55: 福田汽车 PB-band



来源: wind、国联证券研究所

图表 56: 行业可比公司 PB 估值对比

	证券代码	股价	BPS			PB		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
江铃汽车	000550.SZ	20.96	15.11	16.4	18.01	1.39	1.28	1.16
上汽集团	600104.SH	32.01	19.04	21.04	23.38	1.68	1.52	1.37
江淮汽车	600418.SH	10.66	8	8.77	9.75	1.33	1.22	1.09
均值						1.47	1.34	1.21
福田汽车	600166.SH	3.12	2.88	2.90	2.94	1.08	1.07	1.06

来源: 国联证券研究所。注: 股价为 2017 年 10 月 16 日收盘价

图表 57: 行业可比公司 PE 估值对比

	证券代码	股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
江铃汽车	000550.SZ	20.96	1.83	2.1	2.39	11.45	9.98	8.77
上汽集团	600104.SH	32.01	3.09	3.41	3.71	10.36	9.39	8.63
江淮汽车	600418.SH	10.66	0.65	0.78	0.94	16.40	13.67	11.34
均值						12.74	11.01	9.58
福田汽车	600166.SH	3.12	0.06	0.03	0.05	55.50	107.38	59.91

来源: 国联证券研究所。注: 股价为 2017 年 10 月 16 日收盘价

图表 58: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,095.04	3,603.82	5,247.27	5,940.47	6,380.58	营业收入	33,997.4	46,532.0	52,472.6	59,404.7	63,805.7
应收账款+票据	7,433.63	13,438.7	13,751.6	15,066.5	16,912.3	营业成本	29,754.7	40,185.1	45,411.6	51,065.7	54,750.5
预付账款	373.54	819.96	926.64	1,037.43	1,109.65	营业税金及附加	250.20	600.67	839.56	891.07	957.09
存货	2,059.39	3,256.01	5,826.32	5,521.63	6,645.15	营业费用	2,028.31	2,841.99	3,830.50	4,098.92	4,402.60
其他	2,223.30	3,513.96	2,000.00	2,000.00	2,000.00	管理费用	2,562.32	3,255.52	3,725.56	4,158.33	4,466.40
流动资产合计	16,184.9	24,632.4	27,751.8	29,566.0	33,047.7	财务费用	11.75	-38.46	323.22	258.66	215.16
长期股权投资	2,306.05	2,465.10	3,815.10	4,615.10	5,515.10	资产减值损失	314.98	552.00	364.00	590.00	620.00
固定资产	10,190.5	12,290.3	11,092.5	11,242.3	10,655.6	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	2,623.47	1,656.51	2,656.51	2,000.00	2,000.00	投资净收益	61.15	267.13	1,350.00	800.00	900.00
无形资产	4,590.93	6,324.85	7,786.85	7,053.03	6,319.20	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5,431.82	4,765.52	3,317.65	3,716.02	3,914.39	营业利润	-863.62	-597.69	-671.81	-858.06	-705.99
非流动资产合计	25,142.8	27,502.3	28,668.6	28,626.5	28,404.3	营业外净收益	1,265.10	1,115.56	1,000.00	1,000.00	1,000.00
资产总计	41,327.7	52,134.8	56,420.5	58,192.5	61,452.0	利润总额	401.48	517.87	328.19	141.94	294.01
短期借款	1,327.24	3,386.63	4,863.20	4,017.81	3,496.36	所得税	44.95	5.74	0.00	0.00	0.00
应付账款+票据	12,735.6	18,386.4	19,456.5	21,396.0	24,229.3	净利润	356.53	512.13	328.19	141.94	294.01
其他	6,154.96	7,914.49	9,401.02	9,975.34	10,697.8	少数股东损益	-49.88	-54.70	-50.00	-50.00	-50.00
流动负债合计	20,217.9	29,687.6	33,720.7	35,389.2	38,423.5	归属于母公司	406.41	566.83	378.19	191.94	344.01
长期带息负债	2,279.97	3,206.63	3,206.63	3,206.63	3,206.63						
长期应付款	72.02	170.99	170.99	170.99	170.99						
其他	6.09	2.89	2.89	2.89	2.89						
非流动负债合计	2,358.09	3,380.50	3,380.50	3,380.50	3,380.50						
负债合计	22,575.9	33,068.1	37,101.2	38,769.7	41,804.0						
少数股东权益	210.23	155.53	105.53	55.53	5.53						
股本	3,335.07	6,670.13	6,670.13	6,670.13	6,670.13						
资本公积	10,174.4	7,839.93	7,839.93	7,839.93	7,839.93						
留存收益	5,031.94	4,401.13	4,703.68	4,857.23	5,132.44						
股东权益合计	18,751.7	19,066.7	19,319.2	19,422.8	19,648.0						
负债和股东权益总	41,327.7	52,134.8	56,420.5	58,192.5	61,452.0						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	34.03	112.67	-2,021.8	-1,658.0	-1,605.9
折旧摊销	1,209.62	1,579.93	1,569.31	1,652.14	1,702.14
财务费用	-2.54	-57.54	270.75	258.66	215.16
存货减少	-123.00	-1,243.8	-2,570.3	304.68	-1,123.5
营运资金变动	-149.14	521.18	3,650.91	1,088.22	1,637.74
其它	-615.79	72.48	-385.59	190.00	420.00
经营活动现金流	353.16	984.84	513.26	1,835.64	1,245.53
资本支出	3,173.77	6,949.90	1,000.00	1,000.00	1,000.00
长期投资	88.00	340.81	0.00	0.00	0.00
其他	1,568.97	2,609.86	1,000.00	1,000.00	1,000.00
投资活动现金流	-1,692.8	-4,680.8	0.00	0.00	0.00
债权融资	279.85	3,517.80	1,476.57	-845.39	-521.46
股权融资	2,941.11	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-461.98	-486.84	-346.39	-297.05	-283.96
筹资活动现金流	2,758.98	3,030.97	1,130.19	-1,142.4	-805.42
现金净增加额	1,486.60	-596.68	1,643.45	693.20	440.11

主要财务比					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.91%	36.87%	12.77%	13.21%	7.41%
EBIT	-10.93%	24.77%	-12.74%	-33.11%	27.10%
EBITDA	8.01%	28.79%	-4.33%	-5.33%	7.72%
归属于母公司	-37.47%	39.47%	-33.28%	-49.25%	79.23%
获利能力					
毛利率	12.48%	13.64%	13.46%	14.04%	14.19%
净利率	1.05%	1.10%	0.63%	0.24%	0.46%
ROE	2.19%	3.00%	1.97%	0.99%	1.75%
ROIC	-3.16%	-1.31%	-1.58%	-2.21%	-1.86%
偿债能力					
资产负债率	54.63%	63.43%	65.76%	66.62%	68.03%
流动比率	0.80	0.83	0.82	0.84	0.86
速动比率	0.59	0.60	0.59	0.62	0.64
营运能力					
应收账款周转	6.34	3.60	3.94	4.15	3.97
存货周转率	14.45	12.34	7.79	9.25	8.24
总资产周转率	0.82	0.89	0.93	1.02	1.04
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.08	0.06	0.03	0.05
每股经营现金	0.05	0.15	0.08	0.28	0.19
每股净资产	2.78	2.84	2.88	2.90	2.94
估值比率					
市盈率	50.71	36.36	54.50	107.38	59.91
市净率	1.11	1.09	1.07	1.06	1.05
EV/EBITDA	7.44	11.93	13.13	13.43	12.21
EV/EBIT	23.81	39.40	47.53	68.83	53.03

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064