

2019年03月20日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

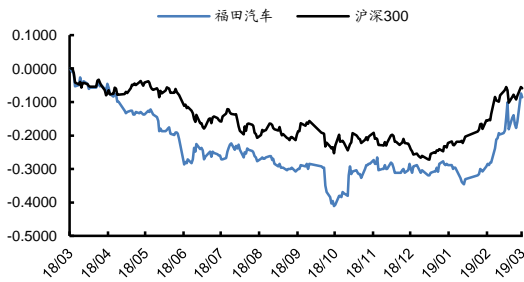
研究所

证券分析师：周绍倩 S0350516070001
021-60338122 zhousq01@ghzq.com.cn
联系人：王炎太 S0350118050031
021-60338173 wangyt01@ghzq.com.cn

亏损业务剥离，静待盈利释放

——福田汽车（600166）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
福田汽车	29.2	27.8	-9.2
沪深300	11.5	24.0	-5.9

市场数据	2019-03-20
当前价格（元）	2.42
52周价格区间（元）	1.49 - 2.61
总市值（百万）	15941.61
流通市值（百万）	15941.61
总股本（万股）	667013.13
流通股（万股）	667013.13
日均成交额（百万）	75.98
近一月换手（%）	36.19

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

神州优车发布公告称，拟受让长盛兴业（厦门）企业管理咨询有限公司所持有的北京宝沃汽车有限公司67%股权，股权转让价格为41亿元。交易完成后，公司将取得宝沃汽车的控股权。

投资要点：

- 剥离亏损的乘用车业务** 公司从2016年开始投入新业务乘用车宝沃汽车，此后造成2017-2018年的连续亏损，导致市场形象恶化，股价持续破净。宝沃在2018年的亏损预计超过20亿，大幅拖累上市公司业绩。2019年1月，公司以39.73亿元完成宝沃汽车67%股权转让，现由神州优车最终承接，亏损业务的剥离将使得公司在2019年轻装上阵，业绩拐点明确。
- 商用车行业景气周期背景下，静待公司盈利能力释放** 经历了2011-2015年的产业调整之后，在未来总量需求稳定，排放升级的背景下，商用车行业将呈现弱周期波动的特征，行业格局稳定将释放强劲的盈利能力。因此行业的矛盾并不在于总量是否具备增速，而是在于盈利能力是否可以维持。福田汽车是我国最大的商用车企业，2018年汽车销售55万辆，其中商用车49万辆，市场份额居全国第一，其中商用车产品包括轻卡、中重卡、客车、及发动机。重卡福田戴姆勒的长期盈利能力对标中国重汽，发动机福田康明斯的长期盈利能力对标潍柴动力。
- 回购股份+董监高增持+股权激励+员工持股彰显信心** 公司近日公告将以集中竞价交易方式回购股份，拟回购金额在2.5亿元-5亿元，拟回购价格不超过人民币2.55元/股（相当于1倍PB）。实际回购股份总数的70%将用于注销并减少注册资本、20%将用于股权激励计划、10%将用于员工持股计划。截至2019年3月13日，董监高及部分员工通过上集中竞价方式合计增持公司股票8,007,000股，占公司总股本的0.1200%。管理层与核心员工利益与公司进一步绑定，长期经营效率改善可期。
- 盈利预测和投资评级：** 预估公司2018/2019/2020年归母净利润分别为-32.6/1.6/6.5亿元，对应当前股价PE分别为亏损/100/24倍，经营拐点，长期经营效率大幅改善可期，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 宏观经济增速低于预期的风险; 商用车市场景气下滑的风险; 公司盈利能力与对标公司并不具有完全可比性, 相关资料仅供参考。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	51710	40220	43173	44731
增长率(%)	11%	-22%	7%	4%
净利润(百万元)	112	(3258)	159	653
增长率(%)	-80%	-3011%	-	312%
摊薄每股收益(元)	0.02	-0.49	0.02	0.10
ROE(%)	0.59%	-20.64%	1.00%	3.94%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 福田汽车盈利预测表

证券代码:	600166.SH				股价:	2.39	投资评级:	买入		日期:	2019-03-19
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值	2017	2018E	2019E	2020E		
盈利能力					每股指标						
ROE	1%	-21%	1%	4%	EPS	0.02	-0.49	0.02	0.10		
毛利率	13%	8%	12%	14%	BVPS	2.84	2.35	2.38	2.48		
期间费率	16%	16%	14%	13%	估值						
销售净利率	0%	-8%	0%	1%	P/E	142.43	-4.89	100.45	24.41		
成长能力					P/B	0.84	1.02	1.01	0.97		
收入增长率	11%	-22%	7%	4%	P/S	0.31	0.40	0.37	0.36		
利润增长率	-80%	-3011%	-	312%							
营运能力					利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
总资产周转率	0.83	0.83	0.88	0.89	营业收入	51710	40220	43173	44731		
应收账款周转率	3.74	3.74	3.74	3.74	营业成本	44987	37204	37820	38648		
存货周转率	10.53	10.53	10.53	10.53	营业税金及附加	729	567	609	630		
偿债能力					销售费用	3365	2614	2720	2684		
资产负债率	69%	68%	68%	67%	管理费用	3589	2775	2159	2237		
流动比	0.74	0.86	0.93	1.01	财务费用	446	518	490	449		
速动比	0.63	0.74	0.81	0.88	其他费用/(-收入)	1003	100	750	750		
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润	5	(3358)	127	833		
现金及现金等价物	3217	8361	9722	11635	营业外净收支	42	100	100	100		
应收款项	13820	10749	11539	11955	利润总额	47	(3258)	227	933		
存货净额	4273	3587	3650	3731	所得税费用	18	0	68	280		
其他流动资产	6974	6379	6532	6613	净利润	29	(3258)	159	653		
流动资产合计	28284	24781	27146	29637	少数股东损益	(83)	0	0	0		
固定资产	13002	11701	10531	9478	归属于母公司净利润	112	(3258)	159	653		
在建工程	2316	2316	2316	2316	现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E		
无形资产及其他	6917	6225	5603	5043	经营活动现金流	(2616)	(7271)	1360	1914		
长期股权投资	3000	3000	3000	3000	净利润	29	(3258)	159	653		
资产总计	62419	48625	49197	50075	少数股东权益	(83)	0	0	0		
短期借款	9447	10447	10447	10447	折旧摊销	1963	1992	1793	1613		
应付款项	18513	15543	15813	16163	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	2502	1946	2089	2164	营运资金变动	(4525)	(6005)	(591)	(353)		
其他流动负债	7630	800	800	600	投资活动现金流	(6337)	9600	1170	1053		
流动负债合计	38092	28736	29150	29375	资本支出	(1371)	1300	1170	1053		
长期借款及应付债券	3823	3823	3823	3823	长期投资	(535)	0	0	0		
其他长期负债	1461	280	280	280	其他	(4431)	8300	0	0		
长期负债合计	5284	4103	4103	4103	筹资活动现金流	8256	1000	0	0		
负债合计	43376	32840	33253	33478	债务融资	6677	1000	0	0		
股本	6670	6670	6670	6670	权益融资	15	0	0	0		
股东权益	19043	15785	15944	16597	其它	1563	0	0	0		
负债和股东权益总计	62419	48625	49197	50075	现金净增加额	(746)	3329	2530	2967		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【汽车组介绍】

周绍倩，毕业于同济大学，四年实业，四年证券行业研究经验，2016 年加入国海证券研究所，现负责汽车及家电行业研究组

王炎太，上海交通大学金融学学士，美国福特汉姆大学数量金融硕士，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

周绍倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。