

中国商用车行业先锋系列报告一：

福田汽车：再聚焦，商用车全能选手归来

太平洋汽车团队

首席分析师：白宇 执业证书编号：S1190518020004

研究助理：赵水平

报告撰写日期：2019年6月2日

目录

- 1 商用车全能选手，不惧过往未来可期
- 2 重卡实力犹存，聚焦再战沙场
- 3 轻卡多元布局，商用车赢在起跑线
- 4 甩掉包袱轻装上阵，量力而行难能可贵
- 5 盈利预测与风险提示

1.商用车全能选手，不惧过往未来可期

- ◆ 历久弥新二十二载，天南海北全面布局
- ◆ 步步为营深耕商用车市场，出售宝沃轻装前行
- ◆ 卡车业务全面升级，产品积极拥抱新能源
- ◆ 商用车仍为主业，国内市场具备提升潜力
- ◆ 氢燃料商用车示范先行，在手订单占尽先机
- ◆ 新能源+智能互联，打造公司未来商用车



历久弥新二十二载，天南海北全面布局

- 北汽福田汽车股份有限公司成立于1996年，是一家跨地区、跨行业的国有控股上市公司，公司总部设于北京，在公司22年的发展历程中，虽有经营低谷，但公司历经考验，时至今日已再次焕发新生；
- 公司拥有像博世，德国马牌等一大批全球优质合作伙伴，公司产业更是覆盖全球110个营销市场，包括国内21个工厂和海外的KD工厂，公司的全球化步伐已经踏入了25个国家/地区。

图表：福田汽车简介



北汽福田汽车股份有限公司：

成立于1996年8月28日，1998年6月在上海证券交易所上市，公司是中国最大的商用车企业，核心产品包括商用车、乘用车和发动机三大板块。



2012年，福田汽车和戴姆勒双方的股比各为50:50，成立了北京福田戴姆勒汽车有限公司，主要生产欧曼重卡；



2008年，北京福田康明斯发动机有限公司成立，由康明斯和丰田以50:50比例合资组建、主要生产柴油发动机。

图表：福田汽车合作伙伴及产业布局

部分合作伙伴：



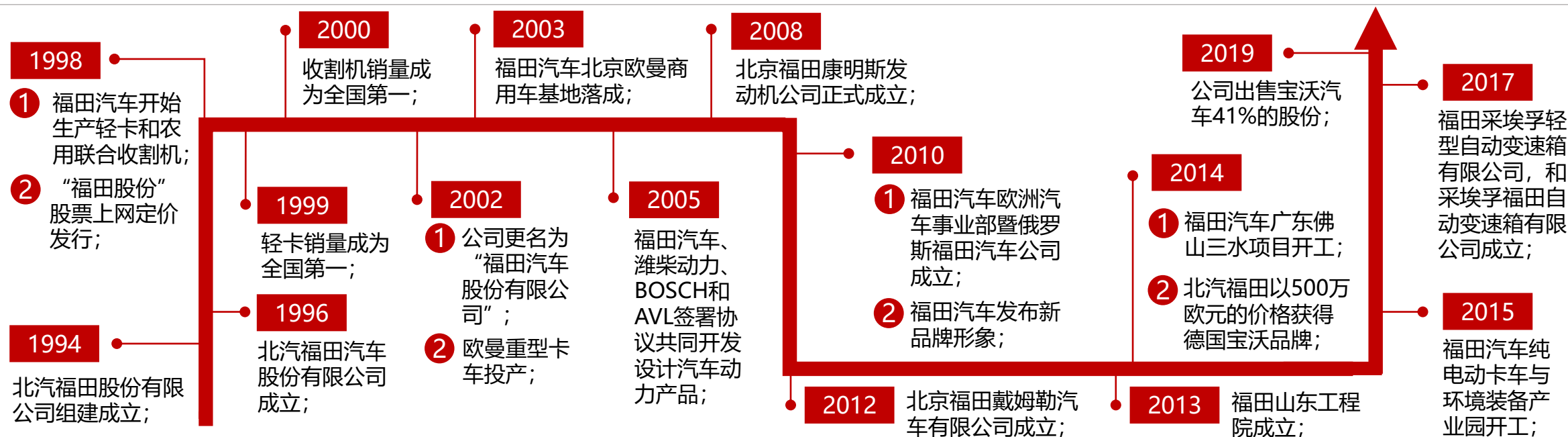
海内外产业布局：



步步为营深耕商用车市场，出售宝沃轻装前行

- 1996年，福田汽车成立；1998年公司股票上网发行；2002年，公司开始生产欧曼重型卡车；2012年，公司与戴姆勒成立合资公司，福田重卡经过双方的通力合作，已成为国内市场的领先品牌；
- 公司在2014年，福田汽车以500万欧元的对价收购宝沃，在乘用车市场布下重要一步，由于品牌推广滞后，加之市场环境的变化，公司于2019年1月出售宝沃67%股权给神州优车，以进一步优化公司结构。

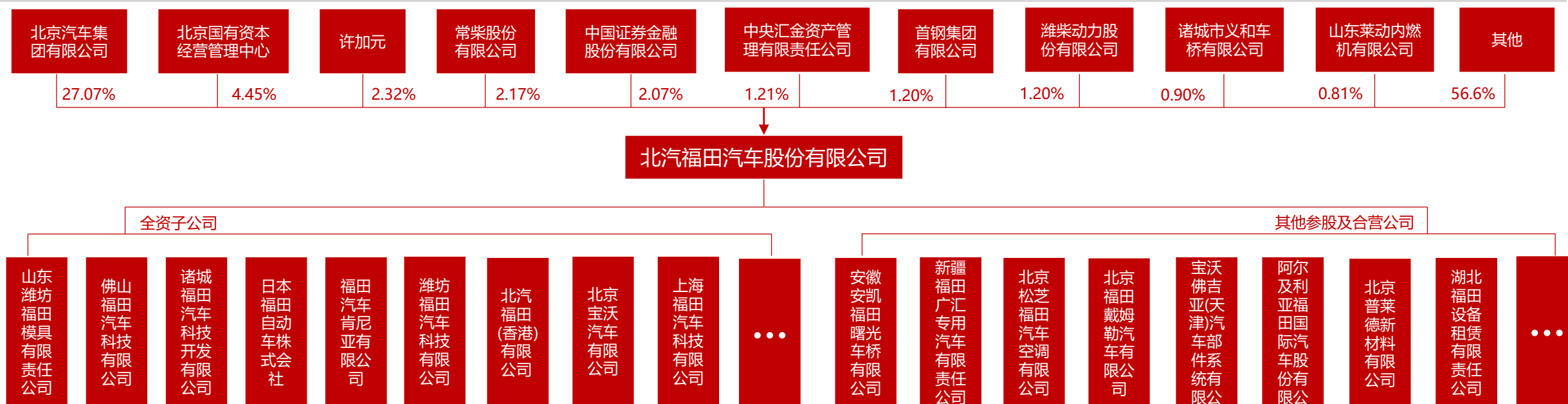
图表：福田汽车历史沿革



北汽集团控股福田，股权良好整体稳定

- 北汽集团拥有福田汽车27.07%的股权，为福田汽车的控股股东，在北汽集团的整体规划下，福田汽车发展稳定，未来的市场规划得到较好的实行，有利于福田汽车的发展；
- 福田汽车旗下子公司众多，整体布局符合福田汽车的规划和发展需求，在公司长期的经营下，旗下子公司发展良好，助力福田在商用车市场上更上一层楼。

图表：福田汽车股权结构与分子公司情况

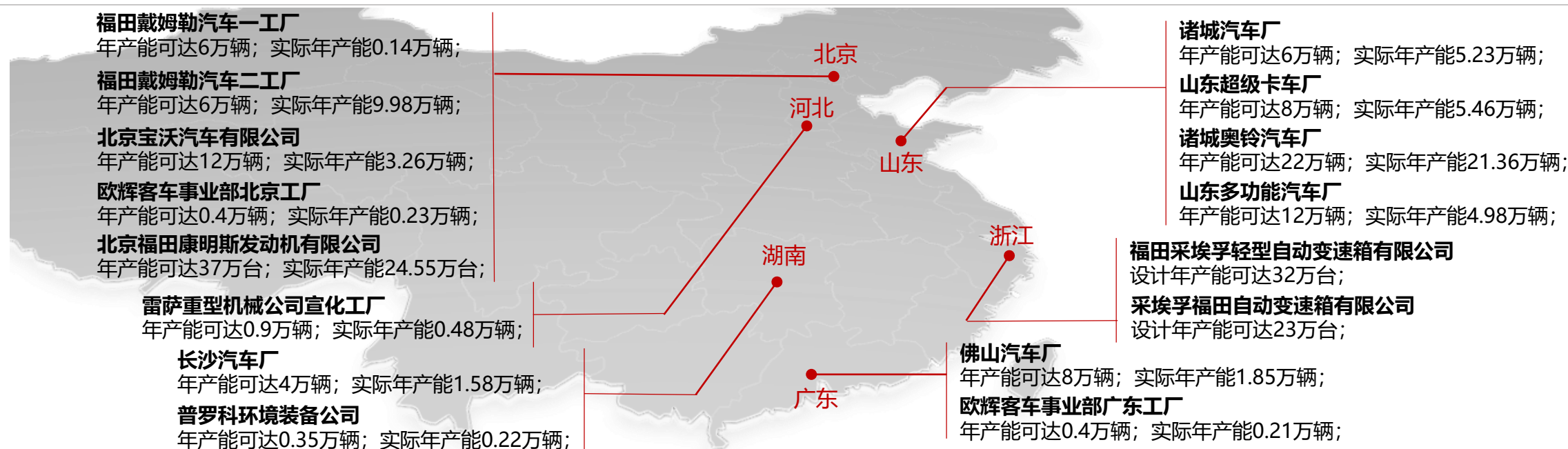


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

工厂布局广阔市场，产能潜力有望继续提高

- 公司整车工厂主要布局在北京和山东，另在河北、浙江、湖南和广东建有制造工厂，在保障物流供应链的同时，也基本靠近主要区域的消费市场，截止2018年末，公司整车年产能可达86万辆，发动机年产能可达60万台；
- 公司依旧有较大的产能潜力，其中福田戴姆勒工厂主要产能集中在二工厂，而公司计划建设的福田采埃孚公司，和采埃孚福田公司在2019年投产，预计将会更好地保障公司自动变速箱产品的供货。

图表：2018年福田汽车产能情况



卡车业务全面升级，公司产品积极拥抱新能源

- 福田汽车长期聚焦商用车，其中公司的卡车板块为公司重要的商用车业务，公司近年来大力布局高端重卡，既是满足高端重卡日益增长的市场需求，也是提升公司卡车业务；
- 随着汽车行业发展到了新能源的路口，公司也积极在该领域寻求突破，凭借自2006年就开始的氢燃料电池开发，公司在包括氢燃料在内的新能源技术已有较好积累，公司在2016年全年新能源客车销售6千多辆，新能源客车成功打入商用车市场。

图表：福田汽车车型及业务板块梳理

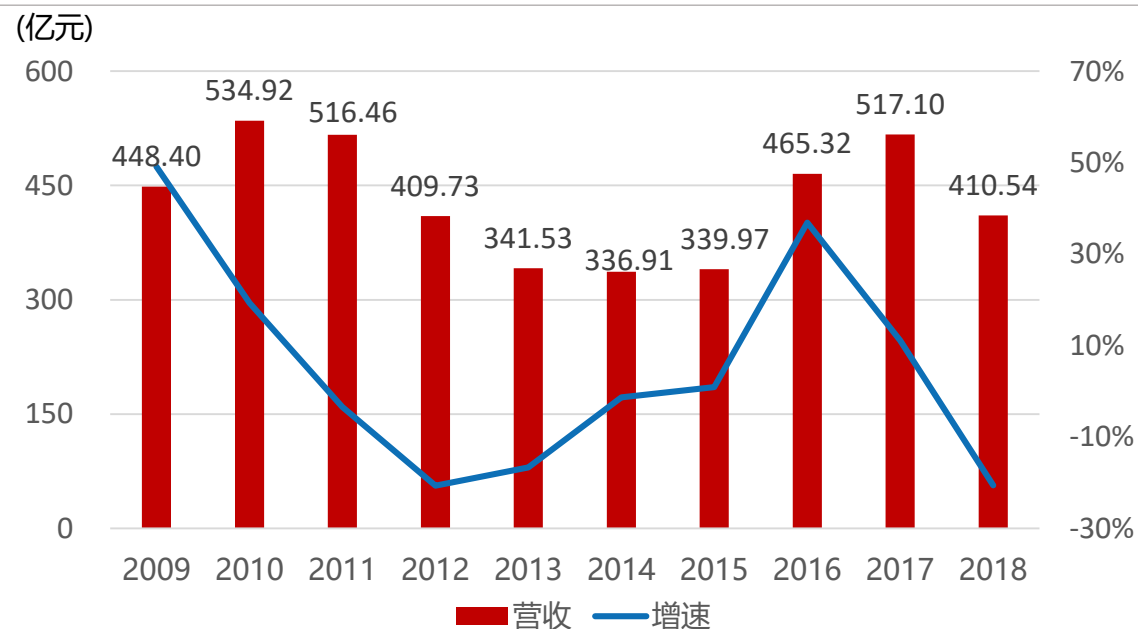
重卡：	中轻卡：	商用汽车：	多功能汽车：	客车及环境装备：	工程机械：	智能新能源：
欧曼；	欧马可、 奥铃、瑞沃、 时代汽车、祥菱；	图雅诺、 福田风景、 蒙派克；	拓路者、 伽途、 萨瓦纳；	欧辉客车、 普罗科环境装备；	雷萨；	欧马可智蓝；

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

营收及利润跟随商用车行业呈现周期性波动

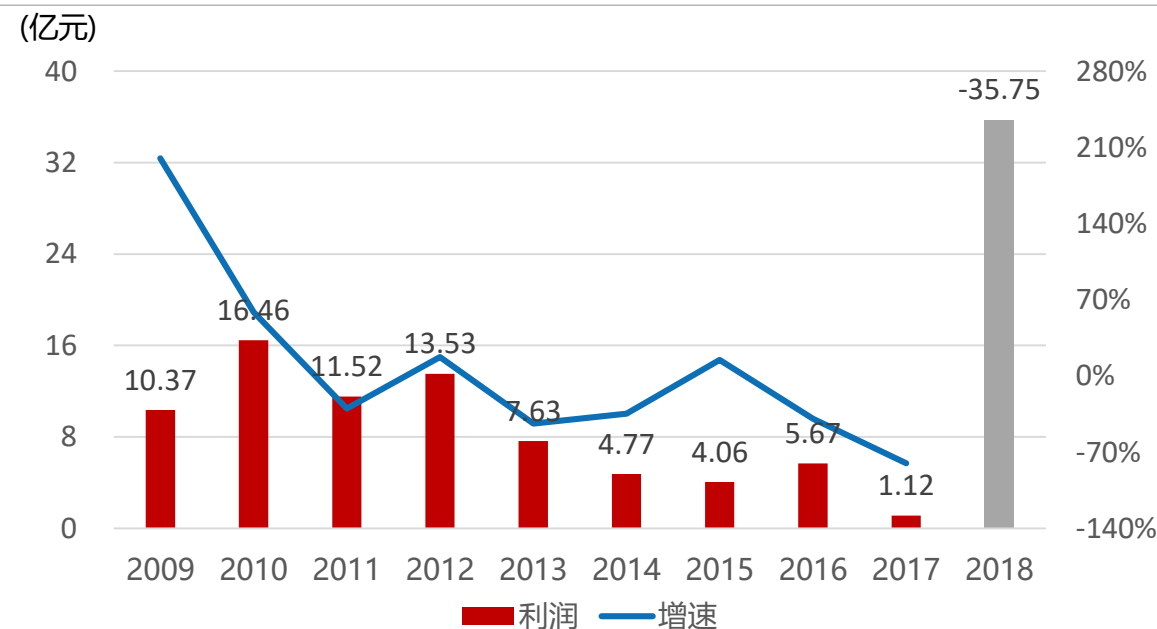
- 公司营收受商用车周期性影响有所波动，分别在2010-2011年以及2016-2017两轮重卡强周期达到阶段性顶部；2018年受乘用车板块拖累下滑明显，多元化经营分散精力使公司原有的商用车优势有所削弱。
- 利润基本与利润同周期性波动，但2017年由于宝沃板块研发及营销投入过大而导致净利润跌幅较大；由于车市低迷与宝沃大幅亏损，公司于2018利润也已经触底并进行战略调整，同时对宝沃板块进行出售，重新聚焦商用车。预计2019年公司有望扭亏为盈，重新步入聚焦商用车主业发展轨道中。

图表：福田汽车营收及增速情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：福田汽车归母净利润及增速情况

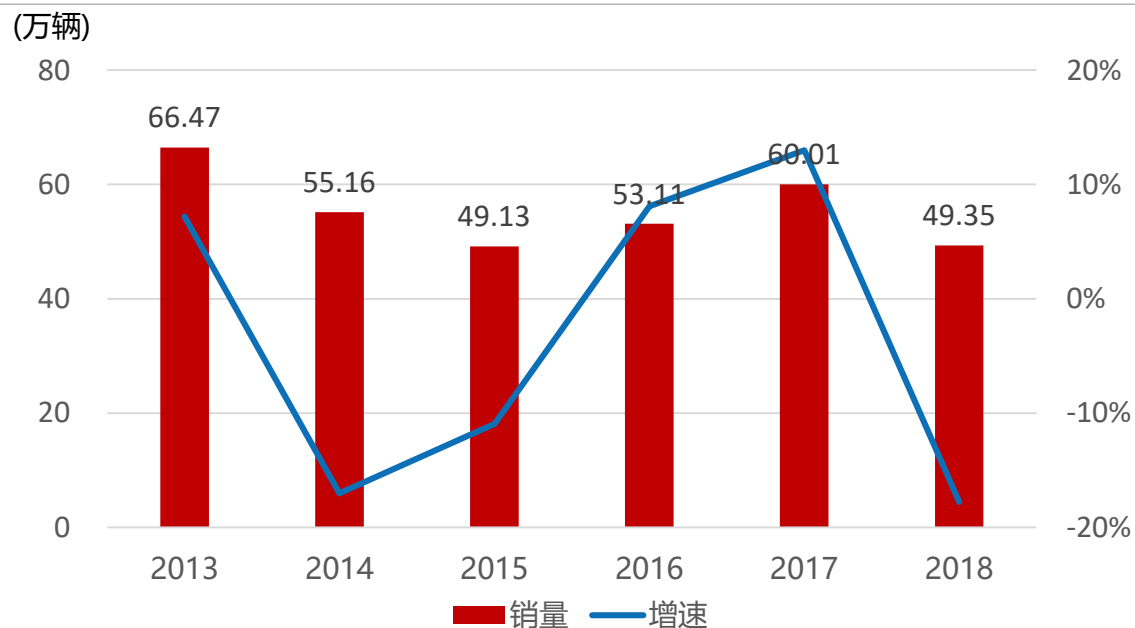


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

商用车市场增长潜力依旧，聚焦再出发有望提升份额

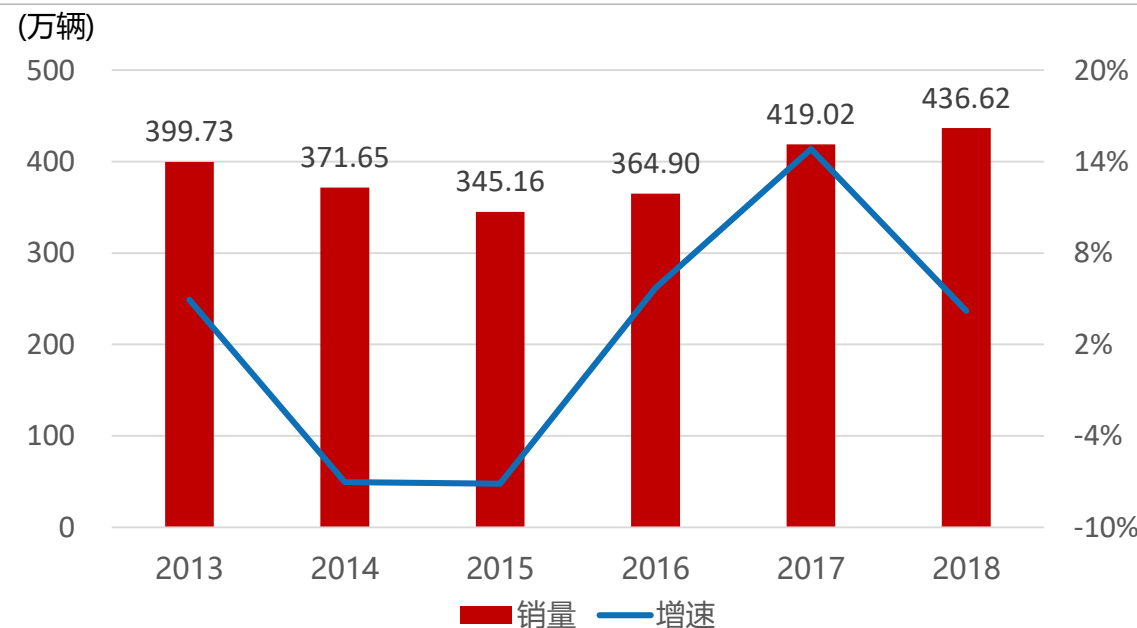
- 公司以商用车为主业，历史汽车销量增速变化趋势与商用车整体保持一致。2016年起着力布局乘用车，2018年受乘用车市场低迷拖累以及其他多方因素，销量出现一定下滑。经过公司战略调整，未来销量表现将有所改善。
- 受国三车的替换以及基建投资预期等因素影响，目前国内商用车市场依旧具有增长潜力，市场的高景气度也有望进一步延续。公司重新聚焦商用车后轻卡的龙头王者地位有望进一步加强，福特戴姆勒重卡实力仍存，随着康明斯发动机进一步适应国内市场，此外采埃孚变速箱国产化后将助力公司重卡竞争力进一步提升。

图表：福田汽车销量及增速情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：国内商用车销量及增速情况

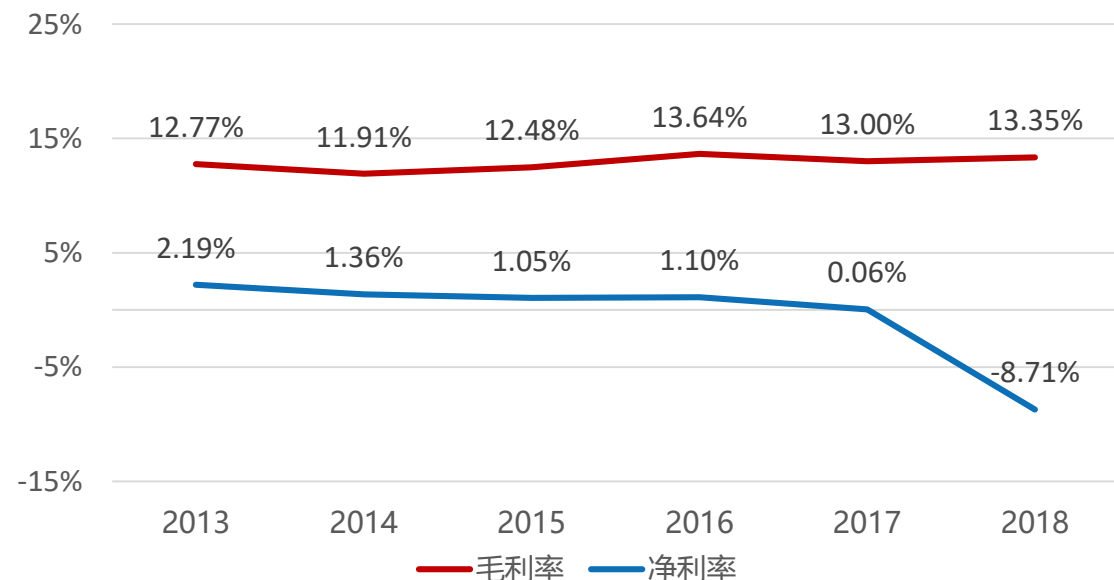


资料来源：第一商用车网、太平洋证券研究院整理

毛利率保持稳定，销售费用率有待改善

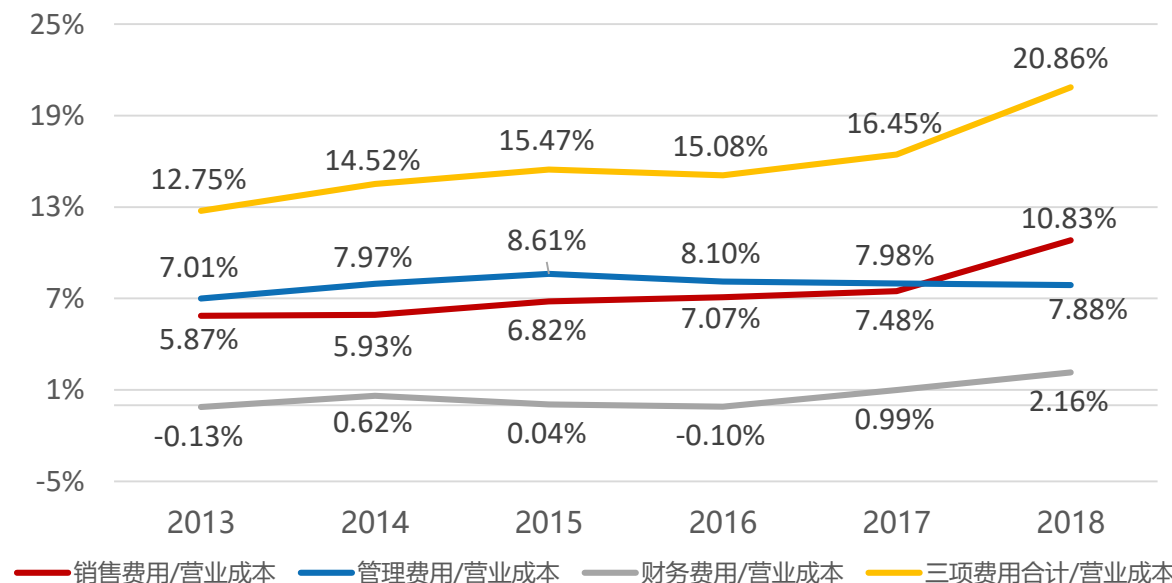
- 公司毛利率基本维持在12%-13%较为稳定的水平，近两年受乘用车板块影响净利率下滑明显，甚至在2018年出现大幅亏损。但考虑到公司经营战略调整以及宝沃转让，未来净利率有望回归常态。
- 乘用车板块营销需求大幅上涨，导致近几年销售费用花销较大，整体拉高了三项费用的支出。而随着宝沃板块的转让，公司的销售费用率以及管理费用率均有望实现优化与改善，整体提升费用管理水平。

图表：福田汽车毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表：福田汽车销售和管理费用占营业成本情况



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

新能源+智能互联，打造公司未来商用车

- 2018年，福田汽车成立了新能源汽车事业部和子公司福田智蓝新能源，负责除欧辉客车之外的新能源商用车业务，在新能源和车联网智能化方向迈出了坚实一步；
- 公司在2016年就开始无人驾驶卡车的研究，时至今日，在车联网，大数据的加持下，公司在自动驾驶方面已有丰硕成果，而公司打造的iTink云平台，则是未来实现公司、产品与客户，进行智能互联的重要网络。

图表：福田汽车新能源及前瞻领域布局情况



2018年7月，福田汽车成立了全资子公司：北京福田智蓝新能源汽车科技有限公司，注册资本1亿元，为公司开发和运营新能源商用车(欧辉客车除外)业务；



2018年9月，福田汽车与天津力神合作，将在商丘市开发区成立“河南福田智蓝新能源汽车有限公司”生产新能源汽车和厢式货车；



2018年12月，福田汽车发布“智蓝新能源”战略，以福田汽车22年造车经验为基底，结合智能驾驶和车联网的技术浪潮，打造绿色智慧物流体系。

氢能规划10年200倍成长潜力，长三角“氢走廊”规划率先发力

- 氢燃料作为驱动新能源汽车的动力来源之一，国家对未来10年的氢燃料电池发展规划中，销量从2020年的5000辆到2030年的100万辆，具备10年200倍的发展潜力，是未来汽车行业新能源的一大蓝海市场。
- 在2019年5月浦江创新论坛上，受长三角区域合作办公室、上海市科委、南通市人民政府、如皋市人民政府支持，中国汽车工程学会发布了《长三角氢走廊建设发展规划》，计划到2021年建成4条氢高速示范线路；

图表：“氢走廊”规划发展计划



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：中国氢燃料电池及加氢设施发展规划



资料来源：太平洋证券研究院整理

氢燃料发展序幕已开启，12年技术积累未来可期

- 2006年，公司清华大学、北京亿华通联合承接“863计划”中氢燃料电池客车的研发项目，到“十二五”氢燃料汽车的规划与研究，再到“十三五”氢燃料汽车产业化，公司氢燃料已有大量经验和技術积累；
- 公司在2016年与有车(北京)新能源汽车租赁公司签订了100辆氢能源汽车的交付协议，并且这批氢燃料电池客车的单车成本以及下降到了100多万元，电堆使用寿命达到了1万多小时，各项指标名列行业前茅，公司氢能源燃料电池技术已经成为了我国该领域掌握核心科技的企业之一。

图表：福田汽车氢燃料的商业化发展事件



2008年，公司氢燃料客车服务北京奥运会；



2016年，公司签订100辆氢燃料客车的交付订单；



2018年，公司氢燃料客车陆续与张家口公交、广东租车协会开展包括签订购车在内商务合作；



2019年4月，福田、丰田、北京亿华通展开合作，将为2022年的“北京-张家口冬奥会”合力打造氢燃料电池客车；

氢燃料商用车市场大门开启，在手订单占尽先机

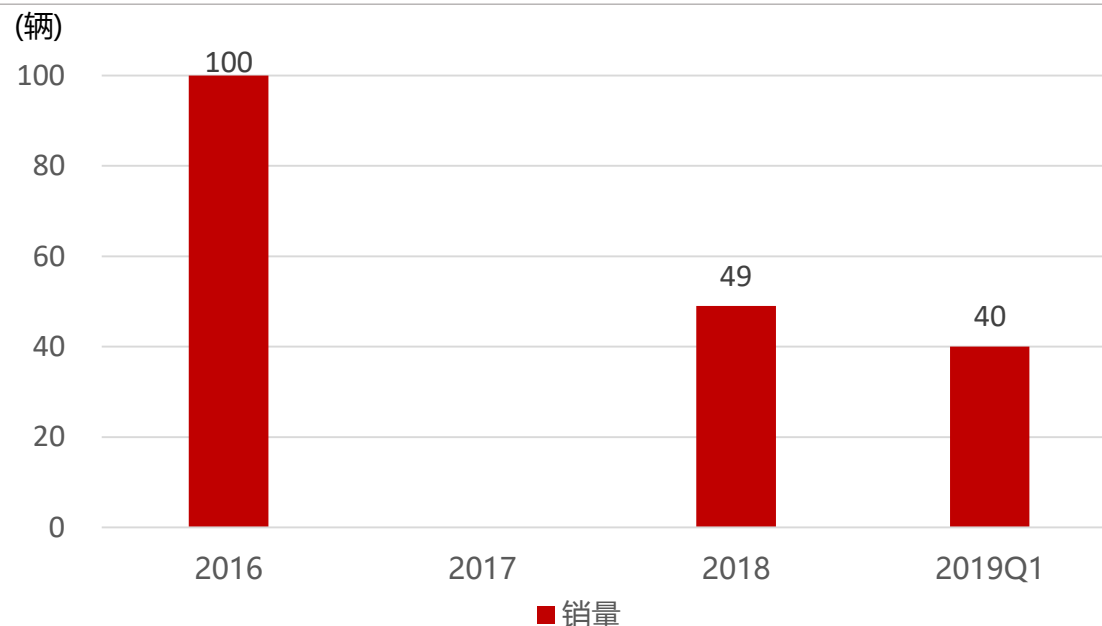
- 2019年4月，福田汽车与丰田汽车、北京亿华通达成合作意向，将为2022年的“北京-张家口冬奥会”合力打造氢燃料电池客车，氢燃料商用车应用场景不断拓展，产品市场化程度正在不断提高；
- 公司在2019Q1，拿到了49辆氢燃料客车的订单，另有100辆氢燃料物流车订单，并且随着氢燃料汽车技术在国内的发展愈加成熟、安全和储运条件的改善，以及相关配套设施的建设和完善，氢燃料汽车技术开始愈加受到消费者和大众的认可。

图表：欧辉氢燃料电池客车



资料来源：太平洋证券研究院整理

图表：截止2019Q1，公司氢燃料客车订单数



资料来源：太平洋证券研究院整理

2.重卡实力犹存，聚焦再战沙场

- ◆ 戴姆勒技术加持、国际品质彰显卓越竞争力
- ◆ 福田竞争力依旧强劲，行业景气度有望维持
- ◆ 产品实力不输对手，群雄共舞各有所长
- ◆ 接轨世界标准，打造行业第一品牌



戴姆勒技术加持、国际品质彰显卓越竞争力

- 公司2002年成立欧曼汽车厂，用于生产欧曼系列重卡，2012年，公司与戴姆勒成立合资公司，引入欧洲卡车标准用于深耕中国重卡市场，在戴姆勒的技术和标准的加持下，公司重卡产品发展迅速，目前已经涵盖欧曼ETX、欧曼GTL、欧曼EST、欧曼EST-A四个系列，已经拥有包括牵引车、载货车等200多种车型；
- 公司在重卡车型布局较为全面，当前主要是推出高端的重卡车型以满足市场需求，同时也是助力福田品牌未来在重卡市场的长远发展。

图表：福田重卡板块业务及车型介绍

FOTONDAIMLER
AUTOMOTIVE
福田戴姆勒汽车

北汽福田欧曼汽车厂成立于2002年，2012年，福田与戴姆勒达成协议，成立合资公司。

目前，欧曼重卡已形成欧曼CTX、欧曼ETX、专用车全系列产品。

牵引车



欧曼EST-A



欧曼GTL



欧曼EST



欧曼GTX

载货车



欧曼EST



欧曼GTL



欧曼ETX

载货车



欧曼GTL



欧曼ETX

专用车



建设车



环卫车

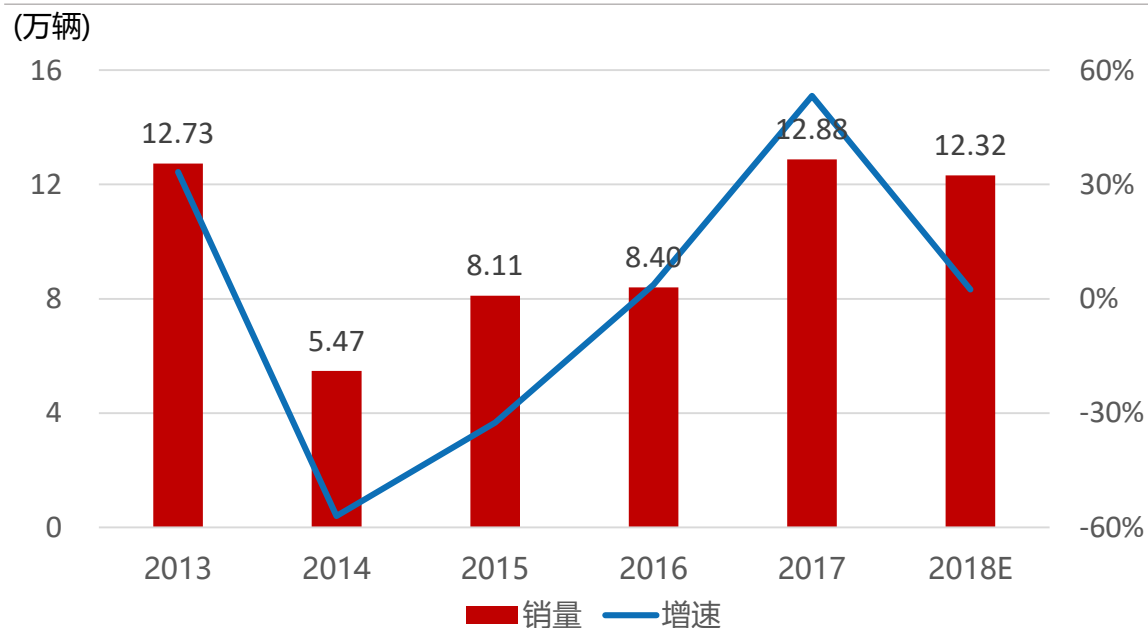


物流车

福田重卡竞争力依旧强劲，行业景气度有望维持

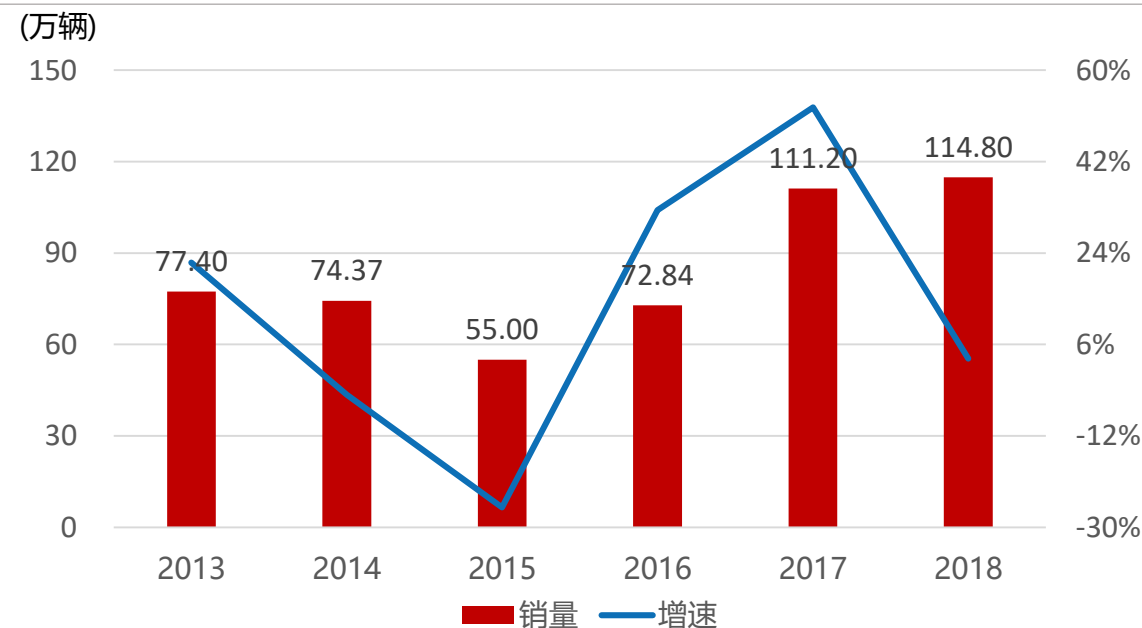
- 2018年，中国重卡市场的前五位依次是：一汽(约23%)、东风(约19%)、重汽(约17%)、陕汽(约15%)和福田(约10%)，整体来看，公司重卡依旧具有较强的市场竞争力；
- 国内重卡市场受换车需求和政策影响较大，当前保有量已经超过500万辆，重卡的更新周期通常是6-8年，上一轮产销高峰是在2010-2011年，目前已逐步进入旧车更换期，替换需求将长期与新增需求并存，同时目前重卡行业国三标准车的淘汰替换需求真实存在，且目前基建的预期依然较强，我们认为重卡景气度仍有望维持。

图表：福田中重卡销量及增速情况



资料来源：公司官网，太平洋证券研究院整理

图表：国内中重卡销量及增速情况

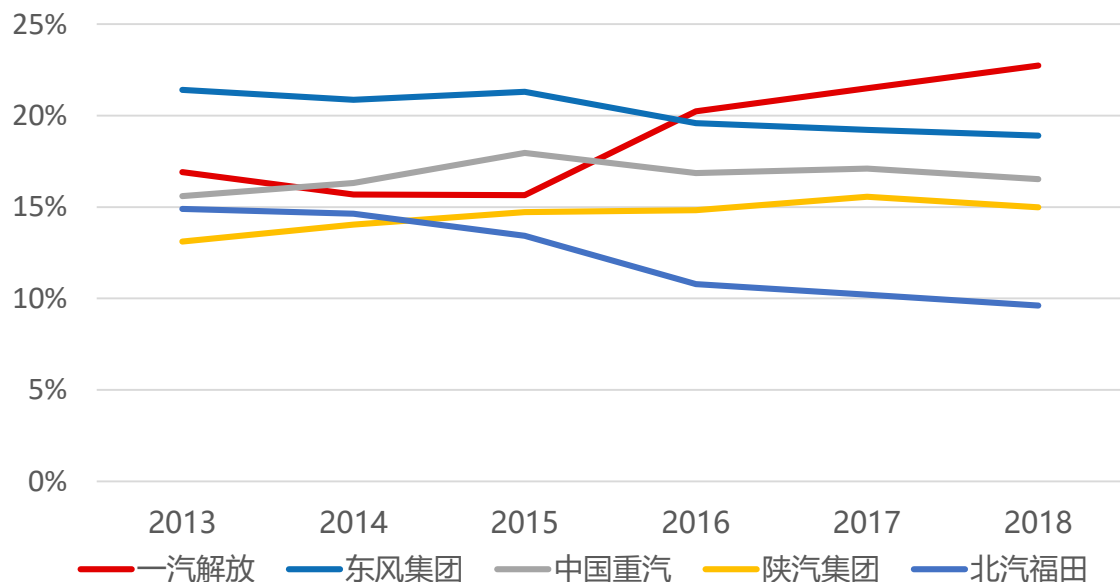


资料来源：第一商用车，太平洋证券研究院整理

福田重卡市占率略有下滑，长期积累不减英雄本色

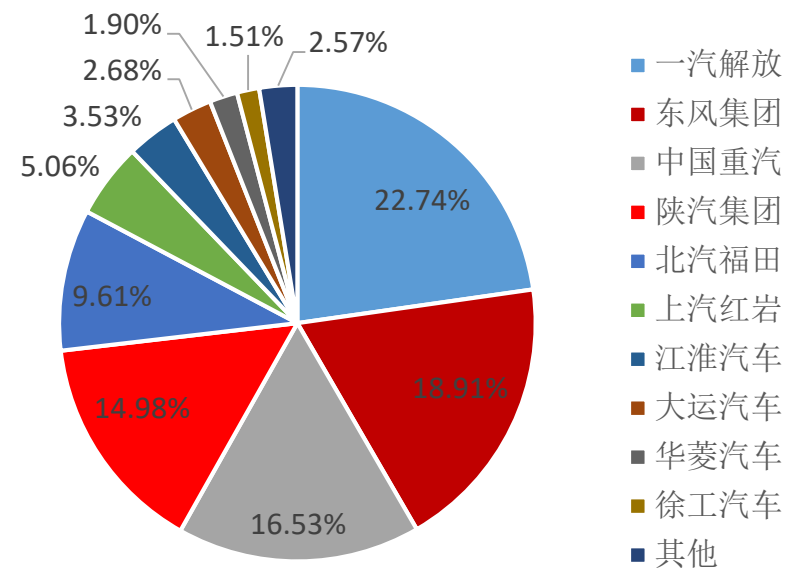
- 国内重卡市场的前5位，以一汽解放表现最为抢眼，重卡市场占有率从2013年的17%一直上升到23%，而北汽福田则从15%降至10%，除了重卡市场竞争激烈和不景气等因素，主要也于公司在包括市场推广在内等多项服务滞后等，造成的不利因素，但公司目前正处于战略调整，未来表现依旧值得期待；
- 2018年，国内约2/3的重卡市场集中在前5名的重卡企业手中，这主要也是由于该系列车型最求性能稳定可靠，驾驶条件一般比较恶劣，而造成了较高的市场准入门槛，而公司22年商用车制造经验已然成为公司的重要资产。

图表：中国重卡主要品牌市占率情况



资料来源：第一商用车网、太平洋证券研究院整理

图表：2018年重卡前十销量企业及份额



资料来源：第一商用车网、中汽协、太平洋证券研究院整理

产品实力不输对手，群雄共舞各有所长


- 福田在重卡领域主要有欧曼和瑞沃两种车系，发动机主要以福田自身的康明斯发动机为主，兼用玉柴、潍柴等类型。变速箱主要应用法士特、采埃孚、伊顿等，同时福田与采埃孚合资公司未来将实现采埃孚变速箱的国产化。
- 福田欧曼重卡拥有戴姆勒品牌加持，产品实力不输国内主流竞争对手，且在价格上也有一定优势。未来随着福田汽车战略与精力上重新聚焦商用车，其重卡产品也有望取得更好的市场份额。

图表：福田重卡和重汽重卡主要车型


福田/欧曼、瑞沃等
发动机：康明斯、潍柴、福田康明斯上柴、玉柴、雷沃动力
变速箱：采埃孚、法士特、伊顿
优势：戴姆勒品牌加持、制造成本及价格优势




解放/J6、J7等
发动机：锡柴、潍柴、大柴
变速箱：法士特、一汽解放、采埃孚、伊顿等
优势：牵引车口碑好、品牌优势强




东风/天龙
发动机：锡柴、玉柴、东风康明斯、潍柴
变速箱：东风、法士特等
优势：实力均衡



重汽/豪沃、豪瀚等
发动机：中国重汽、潍柴
变速箱：中国重汽、采埃孚、法士特等
优势：工程重卡口碑好



陕汽重卡/德龙等
发动机：玉柴、潍柴、康明斯
变速箱：法士特、采埃孚等
优势：潍柴体系重卡产业链优势



接轨世界标准，打造行业第一品牌

- 在燃油发动机领域，福田汽车率先获得国六发动机认证，实现整车全系列匹配升级。同时与全球知名供应商合作，布局完成全球顶级黄金价值链，为用户提供产品全生命周期利益最大化的保障。
- 福田汽车率先获得国内商用车首张路测牌照，并在重庆社会道路上进行了实际道路测试，以及在北京顺义奥林匹克水上公园启动初次商业化示范运营。
- 福田汽车将全新的车联网系统植入到产品中，目前日在线运营车辆超81万辆，车辆运营里程超300亿公里，互联网技术已成为福田打造商用车运营的核心支点。

图表：欧曼GTL 6系重卡 牵引车



3. 轻卡多元布局，商用车赢在起跑线

- ◆ 轻卡品类丰富，引领国内市场
- ◆ 轻卡销量呈周期性变化，趋势与行业同步
- ◆ 改革创新，稳居轻卡市场第一宝座
- ◆ 从技术到营销，轻卡不断扩大市场版图



轻卡品类丰富，引领国内市场

- 福田轻卡共包括福田奥铃、福田欧马可、福田瑞沃和福田时代四大系列，车型涵盖自卸车、载货车和混凝土搅拌车。根据配置和发动机等的差别，每个系列又包含的上百款车。近年来，福田汽车始终致力于产品研发与技术升级，不断推出满足客户需求的优质产品，逐步实现产品中高端化，以满足市场升级需求。
- 福田奥铃，是国内轻卡市场的主力军，也是福田汽车集团旗下的战略业务品牌之一。从2005年诞生至今，福田奥铃累计销售已接近80万辆，称得上是国内中高端轻卡销量冠军。

图表：福田轻卡车型介绍

车系	自卸车	载货车	混凝土搅拌车
福田奥铃	奥铃CTX、奥铃TX	奥铃CTX、奥铃TX、奥铃捷运、奥铃CTS、奥铃TS、奥铃新捷运、奥铃速运	
福田欧马可		欧马可1系、欧马可3系、欧马可S3、欧马可S1	
福田瑞沃	瑞沃ES3、瑞沃E3	瑞沃ES3、瑞沃E3	瑞沃E3
福田时代	时代H、福田时代M3、时代金刚、时代骁运	小卡之星5、小卡之星、时代H、时代K、福田时代M3	

资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

图表：福田奥铃性能



操控性能：全新开发离合总泵系统并匹配真空助力器，是离合踏板力降低为非助力的1/4，减轻驾驶员的劳动强度。数字化样车设计，使整车更安全 全面采用CAE设计手段，更加严谨精密。

安全性能：达到欧洲安全法规ECE R29合格标准，整车经历了160万公里耐久性试验和“三高”极限验证，真正解决了物流企业在选择运输工具时，关于安全、耐用的难题。

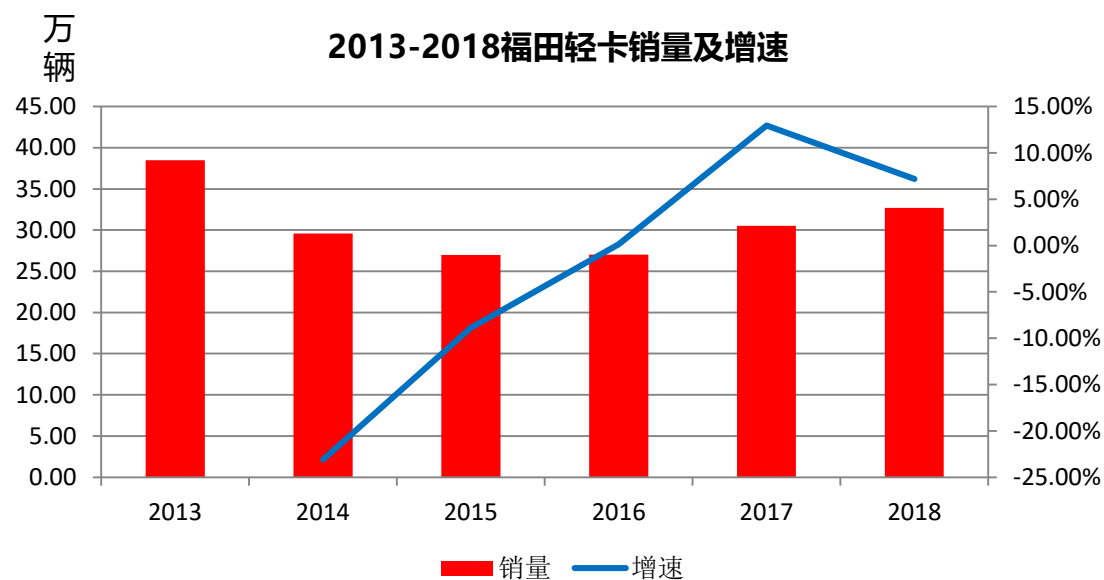
节能性能：与其他品牌轻卡相比，奥铃轻卡能够实现节油8%以上，以此推算，每年至少能为用户省出近万元的油费支出，将用户大幅度降低物流货运成本成为现实。

资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

轻卡销量呈周期性变化，趋势与行业同步

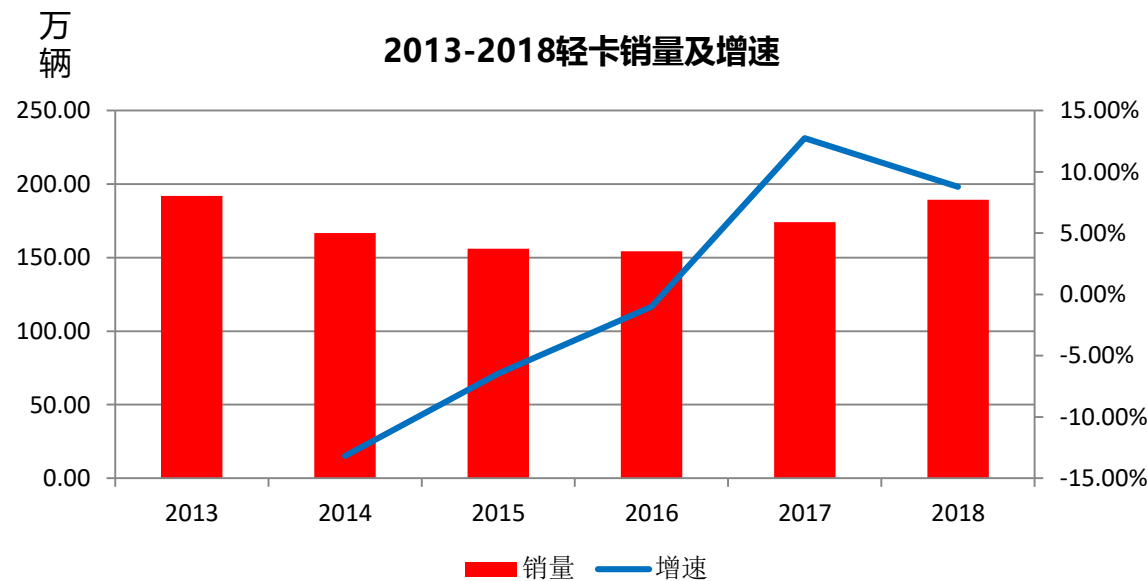
- 2013-2018轻卡市场整体销量呈上升态势，增速逐年攀升直到2017年有所放缓。
- 2013-2018福田轻卡的销量和增速情况基本与轻卡市场总体情况保持一致。2013年福田轻卡销量近40万辆，2014年，由于市场环境及竞争压力增大等原因，销量出现急剧萎缩，增速达-20%。此后四年，福田轻卡销量稳步增长，增速在2017年达到顶峰，2018年增速有所放缓。

图表：2013-2018福田轻卡销量及增速情况



资料来源：公司公告、第一商用车网，太平洋证券研究院整理

图表：2013-2018轻卡销量及增速情况

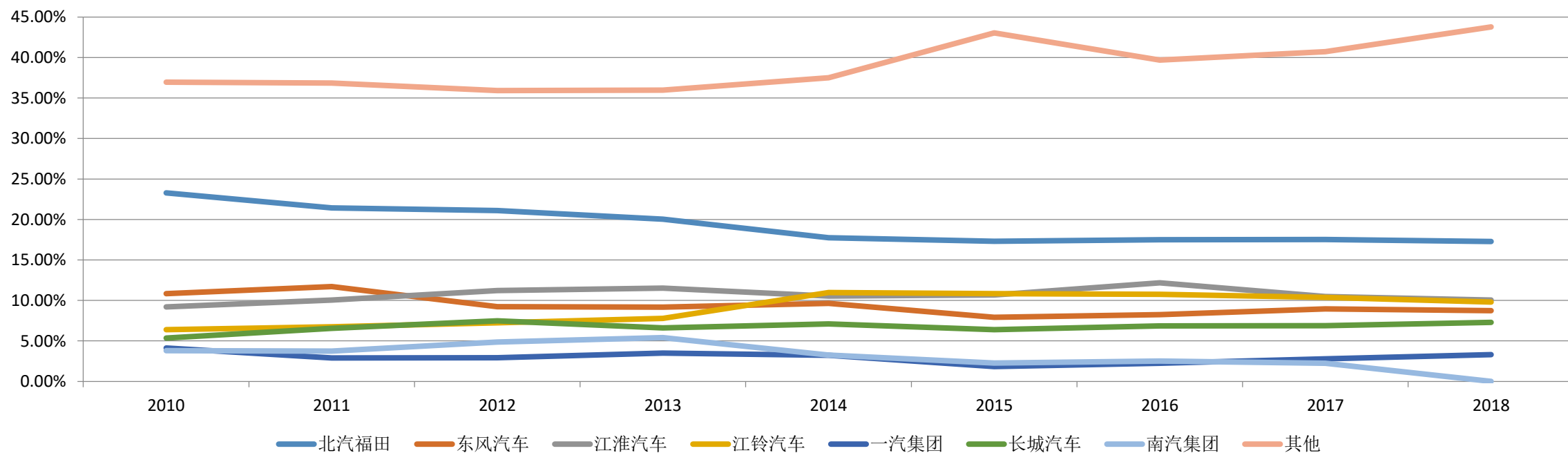


资料来源：公司公告、第一商用车网，太平洋证券研究院整理

改革创新，稳居轻卡市场第一宝座

- 近十年来，北汽福田轻卡的市场份额也远超其他企业，保持在20%左右，稳居第一的宝座。江淮、江铃的市场份额基本稳定在10%左右，由于市场的不断扩大以及新企业的加入，其他品牌的市场份额波动较大。
- 福田依靠福田康明斯的动力加持以及超级卡车项目的推进，欧马可S系列、奥铃CTS系列、瑞沃ES系列等产品全部进行了动力和配置以及生产工艺的升级，竞争力越来越强。未来，福田在轻卡市场的份额仍然难以撼动。

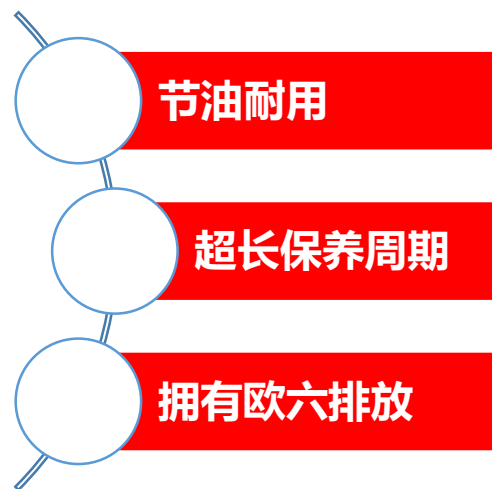
图表：分企业轻卡市场份额变化情况



从技术到营销，轻卡不断扩大市场版图

- 福田康明斯的电子控制系统是其核心的竞争力之一，它采用了新一代处理芯片，处理速度更快，具有一体化发动机及后处理系统控制模块，支持远程标定升级功能。
- 福田汽车通过建立店销+直销+网销的营销新模式，深入推进自有电商平台建设、数字营销、打造“互联网+营销”的汽车生态圈，实现营销转型创新，提升客户体验，以多种营销形式扩大销量，占据更大的市场份额。
- 福田汽车正不断提高自身技术水平，健全轻卡产品，逐步实现产品中高端化，以满足市场升级需求。

图表：福田康明斯发动机



资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

图表：福田产品经验和商品经营管理体系



资料来源：卡车之家、太平洋证券研究院整理

4.甩掉包袱轻装上阵，量力而行难能可贵

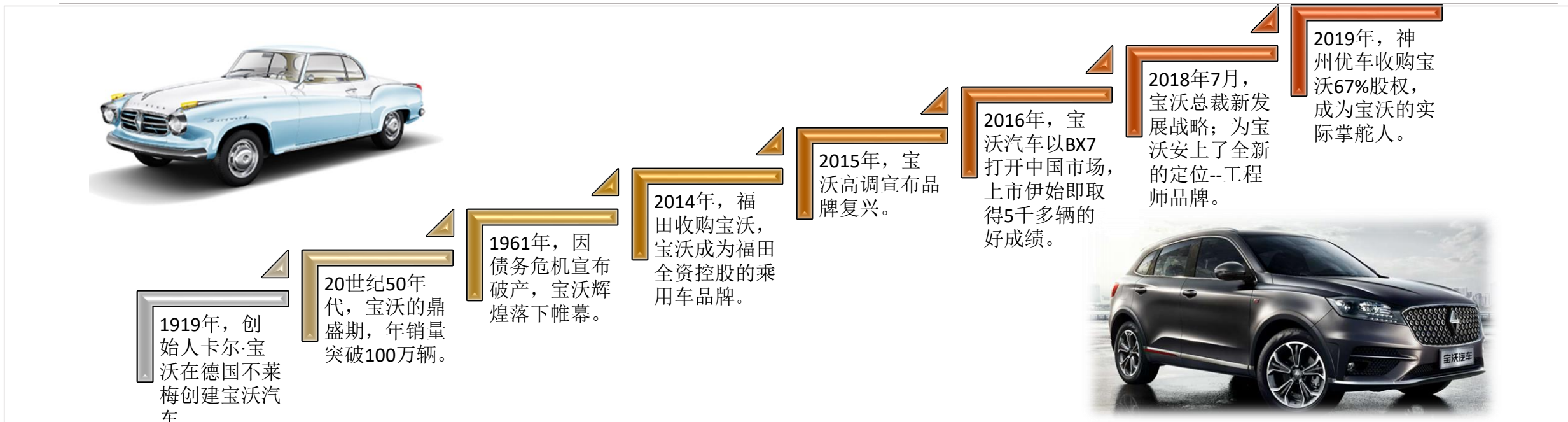
- ◆ 宝沃之路一波三折，两次易主再启创业
- ◆ 宝沃销量未达预期，入不敷出陷入亏损
- ◆ 商乘并举困难重重，量力而行重新聚焦



宝沃之路一波三折，两次易主再启创业

- 2015年，宝沃宣布品牌复兴即将品牌定位为高端车系；2016年-2017年先后推出BX7与BX5两款产品，BX7起步良好，但后续销量未能持续，加之2018年车市本身低迷，产品销售雪上加霜，复兴之路一波三折。
- 2018年，提出“2的3次方”发展战略：在未来三年（2019-2021），着力打造两大能源产品线，并将深耕中国和欧洲两大汽车市场。2018年10月福田开始转让宝沃股权，再次面临易主，2019年1月，股权受让，神州入主，宝沃汽车新零售模式：1个支撑，4个变革和3个定义，开启新零售再创业新道路。

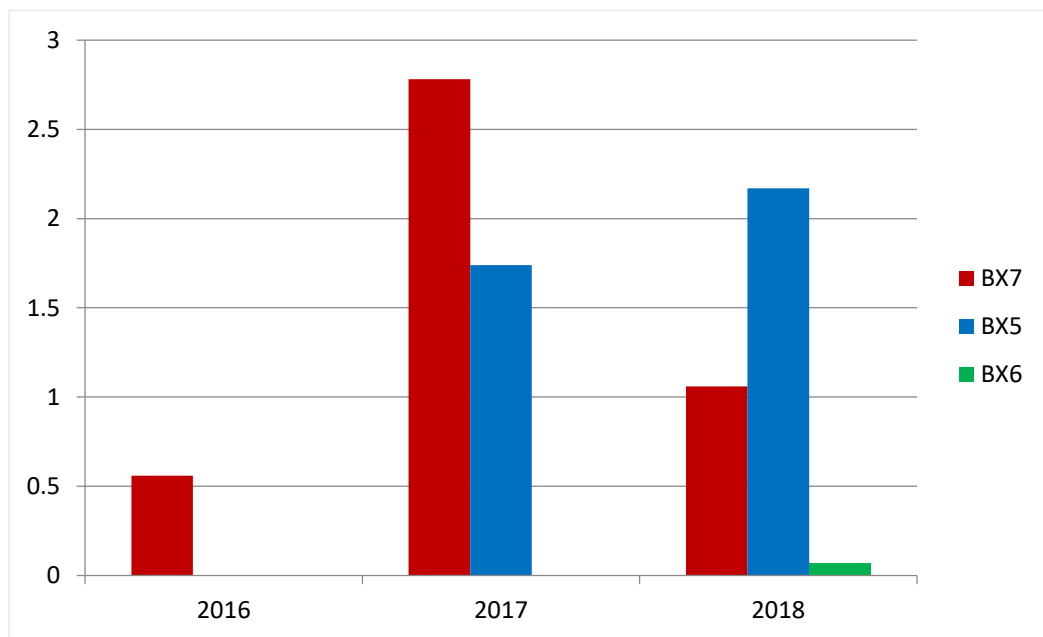
图表：宝沃发展历程



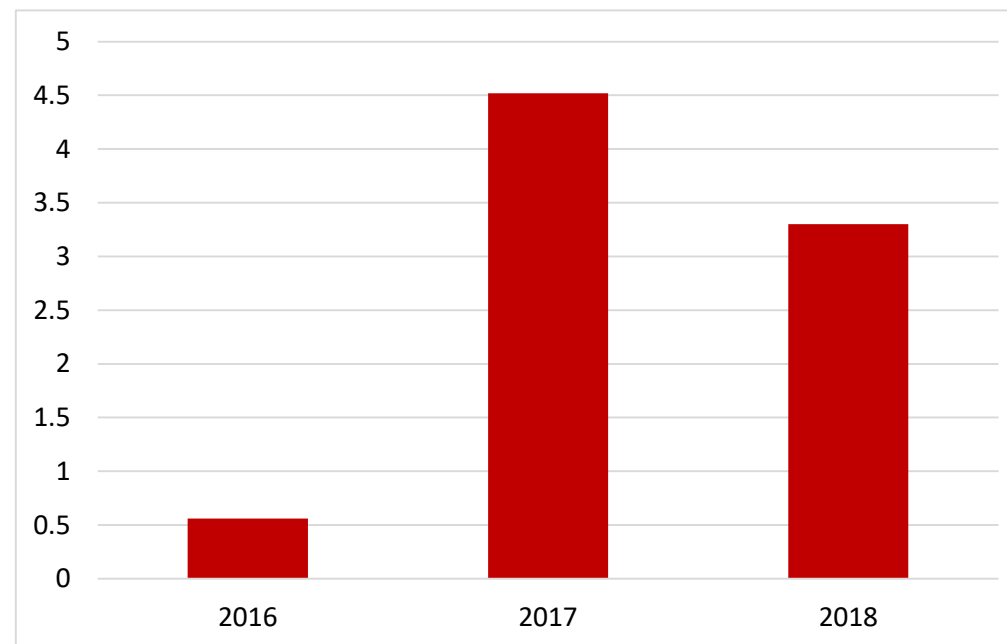
宝沃销量未达预期，入不敷出陷入亏损

- 宝沃汽车旗下拥有三款SUV车型--BX5、BX6、BX7，以及一款新能源车BXi7等，SUV车型贡献最大。其中，销量排名前两位的两款SUV分别是BX5及BX7；
- 2016年，宝沃凭借BX7打开内地市场，销量达到5千多辆，成绩可喜；但进入2017年，宝沃汽车销量下滑；受市场大环境等的影响，2018年SUV车型销量持续下滑，仅3万辆左右。因销量不佳，宝沃汽车业也出现大幅亏损。

图表：宝沃汽车主要车型销量



图表：宝沃汽车总销量



“商乘并举”并非易事，量力而行难能可贵

- 乘用车和商用车是两个差异较大的汽车市场，商用车生产企业在市场上积累的经验无法完全复制到乘用车市场，且乘用车市场竞争更激烈。“隔行如隔山”，企业要实现“商乘并举”并非易事，无论是产品研发及定位、品牌认知度还是销售渠道等多个领域均面临较大的考验。
- 商乘并举对于规模实力雄厚的大型汽车集团来说，有利于其扩张门类与规模，但其商用车与乘用车也分属不同事业部或分子公司运营。对于具体公司本身来说，聚焦自身优势品类或是更好的选择，福田汽车经历了宝沃品牌事件始末的尝试后，最终选择重新聚焦商用车领域，量力而行更为难能可贵。

图表：商乘并举战略的难点与挑战



产品实力	商用车企业生产乘用车缺乏成熟的技术做支撑。
新产品及新技术研发支出	初次涉猎乘用车需要较高的研发投入，持续期长，需要雄厚的资金实力。
品牌知名度	深耕商用车市场的企业在乘用车品牌知名度方面略显乏力。
销售渠道	乘用车销售渠道和模式与商用车相比存在差别，重新布局渠道需要一定的时间和资金。
竞争程度	乘用车市场竞争激烈，整体车市遇冷。

5. 盈利预测与风险提示

- ◆ 投资建议及盈利预测
- ◆ 风险提示



投资建议与盈利预测

- 公司为国内商用车领域优势领先企业，携手戴姆勒打造重卡整车产品，合资康明斯打造重卡发动机，联合采埃孚打造重卡变速箱，产业链布局完善。轻卡销量国内第一、重卡销量国内前五，轻客销量国内前三，商用车品类齐全，福田商用车品牌价值超过1000亿元。公司通过运营宝沃品牌，在对商乘并举战略进行尝试后，决定重新聚焦商用车，发挥自身优势，再造商用车辉煌。
- 我们预计公司2019年、2020年营收分别为429.66亿元、437.47亿元，归母净利润分别为5.04亿元、6.29亿元，公司在2018年业绩触底后具备反转的潜力，当前对应PB估值1.1倍仍在低位，维持“买入”评级。

图表：公司盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	51,710	41,054	42,966	43,747	44,675
同比 (%)	11.13	-20.61	4.66	1.82	2.12
归母净利润 (百万元)	112	-3,575	504	629	701
同比 (%)	-80.25	-3,293.73	-	24.62	11.55
EPS (元)	0.02	-0.54	0.07	0.09	0.10
PE	28	33	35	28	25



风险提示

- 宏观经济或重卡市场景气度低于预期；
- 重新聚焦商用车经营战略执行力度低于预期；
- 与采埃孚合作变速箱国产化进展低于预期。

行业评级

看好 我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上

中性 我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间

看淡 我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

公司评级

买入 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上

增持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间

持有 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间

减持 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

卖出 我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%

太平洋证券研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。