

## 福田汽车 (600166)

### 增持/ 维持评级

股价: RMB17.49

#### 分析师

姚宏光

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

黄未樵

+755-82366964 huangwq@lhqz.com

#### 相关研究

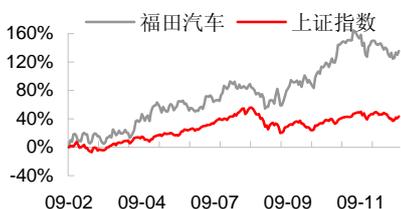
# 从“跑马圈地”走向“内涵提升”

- 当规模增长空间正逐步减小,需从追求规模向追求效益转变之际,公司继续发展的动力将来自于提升研发能力、拓展产业链等带来的“内涵提升”。
- 从追求规模向追求效益的转变,公司能够做出的最直接的改变即产品定价策略的改变。但产品定价策略的改变能否被市场接受,产品价格与市场份额的博弈结果,仍需持续跟踪。
- 研发能力的提升是福田提升产品档次、实现国际化的前提。福田目前的研发更多地将通过整合技术来实现,能够发挥其资源整合能力强的优点。合资公司成立后,公司依靠引进吸收海外最先进技术有望加速实现这一目标。
- 福田较短产业链的模式在过去帮助公司在市场竞争中取得了领先,但也造成了整体毛利率偏低,盈利能力受上游成本变动影响较大。为实现向追求效益的转变,拓展产业链深度,进入关键零部件领域成为了必然的选择,两家合资公司的成立无疑是迈出了成功的第一步。由于福田的商用车体系完备且均具备相当实力,关键零部件能够实现共享将能够全面提升福田商用车的整体实力。
- 福田欧 V 客车有望进入加速增长期,从而使得福田形成轻卡、重卡、大中客三项主要业务的盈利结构,商用车体系更为全面完善。由于客车行业波动性相对较小,公司盈利稳定性也有望有所提高。
- 依靠人力资源、产品资源、经验等各种资源的全方位准备,我们认为福田的出口业务可能将进入高速增长期,从而实现国内外两个市场的双驱动。
- 福田从“跑马圈地”向“提升内涵”的转变是全方位的,若能够完全实现,福田将能够由大变强,或将成为国内真正意义上的第一大商用车集团,但存在较高的不确定性或变数,我们将持续跟踪公司变化。
- 预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.46 元,对应 PE 分别为 15.9 倍和 12.0 倍,估值提供了较好的安全边际,由于我们对公司的长期发展趋势持乐观预期,因此维持“增持”评级。

#### 基础数据

总股本(百万股)	916
流通 A 股(百万股)	603
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	10543

#### 与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

#### 经营预测与估值

	2008A	20091-3Q	2009E	2010E
营业收入(百万元)	30069.8	32113.8	47845.5	57989.5
(+/-%)	7.9	26.4	59.1	21.2
归属母公司净利润(百万元)	345.9	698.1	1008.6	1336.4
(+/-%)	-10.9	83.6	191.6	32.5
EPS(元)	0.38	0.76	1.1	1.46
P/E(倍)	46.3	23.0	15.9	12.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

从“跑马圈地”向“提升内涵”转变.....	4
公司简介.....	5
轻卡与轻卡发动机.....	6
整车.....	6
高端轻卡.....	7
中端轻卡.....	8
低端轻卡.....	9
工程车.....	9
皮卡.....	10
微卡.....	11
2010 年预测.....	12
福田康明斯.....	13
重卡.....	15
欧曼重卡立足半挂牵引车.....	15
福田奔驰提升欧曼重卡，瞄准全球市场.....	18
2010 年预测.....	19
OM457 蓄势柴油发动机大排量化，短期内依赖出口市场.....	20
欧 V 客车有望成为新增长点.....	22
盈利预测.....	23

## 图表目录

图 1 福田轻卡销量.....	7
图 2 江铃、庆铃轻卡销量.....	7
图 3 中卡销量.....	8
图 4 中国城市化率.....	10
图 5 微卡销量增速和农村居民收入增速.....	11
图 6 微卡市场主要公司份额.....	11
图 7 国内重卡销量.....	16
图 8 福田重卡销量.....	16
图 9 福田重卡销量.....	17
图 10 25-40 吨半挂牵引车市场份额.....	17
图 11 公路货运周转量与半挂牵引车销量.....	18
图 12 公路货运周转量与半挂牵引车销量.....	18
图 13 福田汽车、中国重汽毛利率.....	19

图 14 10L 以上柴油机目标市场 .....	21
表 1 福田汽车整车产品系列 .....	5
表 2 福田汽车整车生产基地布局 .....	5
表 3 福田汽车核心零部件企业 (2008 年配套占比数据) .....	5
表 4 福田汽车毛利率 .....	6
表 5 福田汽车盈利结构 (毛利占比) .....	6
表 6 主要皮卡厂家销量 (单位: 辆) .....	10
表 7 2010 年轻卡行业销量预测 (单位: 万辆) .....	12
表 8 福田轻微卡 2010 年销量预测 (单位: 万辆) .....	12
表 9 福田轻微卡业务收入及毛利率预测 (单位: 亿元) .....	13
表 10 福田轻卡发动机配套情况 .....	13
表 11 国内 MPV 市场主力车型发动机配套状况 .....	14
表 12 国内轻客市场主力车型发动机配套状况 .....	14
表 13 国内中高端轻卡市场发动机配套状况 .....	14
表 14 福田康明斯国内主要竞争对手 .....	15
表 15 福田康明斯预测表 (单位: 万台) .....	15
表 16 欧曼系列产品列表 .....	16
表 17 福田重卡销量 2010 年预测 .....	20
表 18 福田重卡业务收入及毛利率预测 (单位: 万元) .....	20
表 19 国内 10L 以上柴油机生产厂家及配套厂家 .....	21
表 20 传统大中客销量 (单位: 辆) .....	22
表 21 大客销量拆解 (单位: 辆) .....	22
表 22 福田欧 V 客车数据 (单位: 万元) .....	23
表 23 福田欧 V 大中客业务预测 .....	23
表 24 福田收入毛利率预测 (单位: 万元) .....	24
表 25 财务报表预测 .....	24

## 从“跑马圈地”向“提升内涵”转变

福田从农业车业务起步，迅速成长为国内最大的商用车集团，主要是把握了国内商用车行业的一轮高景气周期，充分发挥营销网络完善和资源整合能力强的优点，一举实现了“跑马圈地”——迅速规模化的目标，这一过程中更多地是依靠市场自身带来的机会。当规模增长空间正逐步减小，需从追求规模向追求效益转变之际，公司继续发展的动力将来自于提升研发能力、拓展产业链等带来的“内涵提升”。

从追求规模向追求效益的转变，公司能够做出的最直接的变化即产品定价策略的改变。在追求规模的过程中，尤其在轻卡市场，福田过多地依靠价格优势，一方面导致了毛利率偏低，另一方面也造成福田产品低价的市场形象。但是产品定价策略的改变能否被市场接受，产品价格与市场份额的博弈结果，仍需持续跟踪。

研发能力的提升是福田提升产品档次、实现国际化的前提。福田研发能力的提升主要依靠三个方面：依靠与国内外供应商的同步开发；依靠加大自身研发投入；依靠引入海外成熟技术。福田目前的研发更多地将通过整合技术来实现，而非开发基础技术，能够发挥其资源整合能力强的优点。特别在成立福田康明斯、福田奔驰合资公司后，公司得到了引进吸收海外最先进技术的机会，有望加速实现这一目标。

福田经营上集中于产品设计、整车组装、销售和售后服务，核心零部件基本采用外购，较短产业链的模式突出了福田资源整合能力强，市场反应迅速的优势，同时凭借价格优势和其强大的营销网络，在市场竞争中取得了领先。但也造成了整体毛利率偏低，盈利能力受上游成本变动影响较大。为实现向追求效益的转变，拓展产业链深度，进入关键零部件领域成为了必然的选择，两家合资公司的成立无疑是迈出了成功的第一步。由于福田的商用车体系完备且均具备相当实力，关键零部件能够实现共享将能够全面提升福田商用车的整体实力。

豪华大客出口业务和新能源客车业务的崛起使得福田欧 V 客车有望进入高速增长期，从而使得福田由以轻卡和重卡为主的盈利结构，逐步转变为轻卡、重卡、大中客三项主要业务的结构，商用车体系更为全面完善。由于客车行业波动性相对较小，公司盈利稳定性也有望有所提高。

在稳固国内商用车销量第一的地位后，福田自然地将目光延伸到了全球市场。为配合出口步伐，单独成立了海外事业部，依靠人力资源（原一汽丰田销售副总董海洋负责海外运作）、产品资源（福田康明斯、福田奔驰合资厂）、经验（海外营销团队，福田目前年出口 2~3 万辆，是出口量最大的商用车企业）等各种资源的全方位准备，我们认为福田的出口业务可能将突破瓶颈，进入高速增长期，从而实现国内外两个市场的双驱动。

福田从“跑马圈地”向“提升内涵”的转变是全方位的，若能够完全实现，福田将能够由大变强，或将成为国内真正意义上的第一大商用车集团，但存在较高的不确定性或变数，我们将持续跟踪公司变化。

预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.46 元，对应 PE 分别为 15.9 倍和 12.0 倍，估值提供了较好的安全边际，由于我们对公司的长期发展趋势持乐观预期，因此维持“增持”评级。

## 公司简介

福田汽车业务范围涵盖 35 吨以下卡车全系列、轻客、大中客、SUV、CDV、MPV，拥有欧曼（中重卡）、欧马可、奥铃、时代（高中低端轻卡）、萨普（皮卡）、欧 V（大中客）、风景（轻客）、传奇（SUV）、蒙派克（MPV）、迷迪（CDV）等品牌。

**表 1 福田汽车整车产品系列**

产品种类	品牌	型号
中重卡	欧曼	9 系、6 系、5 系、3 系、雷沃
	高档轻卡	欧马可
	中高档轻卡	奥铃
轻卡	时代	时代领航、小卡之星、时代驭菱、时代金刚、瑞沃、北京金刚、北京威龙、时代迪卡
	普及型轻卡及微货、工程车	
	皮卡	萨普
大中客	欧 V	新干线、先锋、全景无限
轻客	风景	风景快运、风景快客
MPV	蒙派克	陆地公务机、商务舱、财富快车
CDV	迷迪	1.3L、1.6L
SUV	传奇	柴油机类系、汽油机类

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

目前拥有北京、诸城、长沙、南海四大整车生产基地。

**表 2 福田汽车整车生产基地布局**

地区	工厂	车型
北京	北京欧马可轻型汽车厂	欧马可
	北京欧曼重型汽车厂	欧曼
	北京蒙派克工厂	蒙派克、风景、迷迪
	北京欧 V 客车工厂	欧 V
诸城	诸城汽车厂	时代、奥铃
	诸城奥铃汽车厂	奥铃
长沙	长沙汽车厂	时代
南海	南海汽车厂	萨普、传奇

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

公司目前核心配套供应商中仅有三家参股企业，并且参股比例偏低。福田康明斯、福田奔驰尚未正式配套。

**表 3 福田汽车核心零部件企业（2008 年配套占比数据）**

核心配件	供应商	产品	目前配套占比	股比
发动机	福田环保动力	高端轻卡	100%	18.75%
	天津雷沃动力	中端轻卡	奥铃超越系列	0%
	潍柴动力	重卡	100%	0%
	福田康明斯	轻卡	0%	50%

变速器	福田奔驰*	重卡	0%	50%
	万里扬	轻卡、中重卡	50%	0%
前后桥	众力福田车桥	中重卡后桥	27%	
		中端轻卡后桥	29%	
		高端轻卡前桥	30%	5%
	安凯福田曙光车桥	中端轻卡前桥	20%	
		中重卡后桥	54%	30%
		中重卡前桥	26%	

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

注：福田奔驰公司尚未最后成立

表 4 福田汽车毛利率

	2009H1	2008	2007	2006
中重型卡车	9.25%	7.19%	8.72%	6.52%
轻卡（含皮卡、微卡）	11.23%	7.67%	8.48%	7.87%
轻客（含 MPV、SUV、CDV）	10.76%	5.89%	15.68%	10.40%
大中型客车	13.24%	19.19%	3.64%	9.62%
合计	10.54%	7.78%	8.57%	7.57%

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

从公司盈利结构来看，轻卡、重卡是公司目前利润的双引擎。09 年全年盈利结构轻卡贡献超过 50%，中重卡约 40%，其他合计不到 10%。值得注意的是大中型客自 08 年开始逐步形成规模后渐入佳境，有望形成“三足鼎立”的局面。

表 5 福田汽车盈利结构（毛利占比）

	2009H1	2008	2007	2006
中重型卡车	31.04%	36.57%	41.83%	26.69%
轻卡（含皮卡）	61.03%	53.07%	52.63%	65.50%
轻客（含 MPV、SUV、CDV）	5.47%	2.55%	4.01%	2.51%
大中型客车	2.46%	7.81%	1.53%	5.29%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

在公司年销量规模跨入 55 万辆之际，公司战略重心正逐步从依靠价格竞争迅速扩大规模转至提升产品内涵、提高盈利能力。我们关心的是公司将产业链延伸至核心零部件、通过自主研发和引入成熟技术以提升研发和生产能力、提升产品档次和价格以抵御成本变动的行动能否成功，从而顺利实现公司的战略变革。

## 轻卡与轻卡发动机

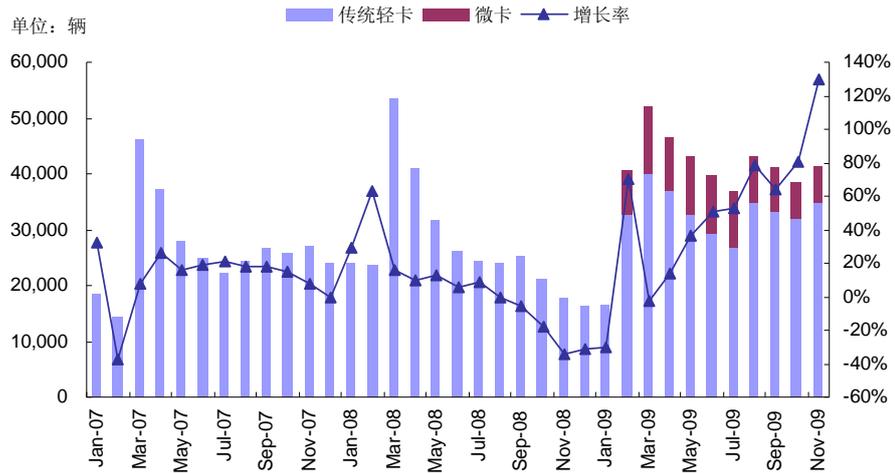
### 整车

公司统计的轻卡主要由高端欧马可、中高端奥铃、低端时代轻卡、时代微卡、瑞沃及金刚工程车、萨普皮卡构成。09 年全年有望实现销售 48 万辆，同比增长约 45.9%。

销量的大幅增长主要源自时代微卡的迅速放量，全年销量有望从 08 年的 525 辆一跃至 9.5 万辆左右。传统轻卡销量约为 38.5 万辆，同比增长 17.0%。

2009 年销量结构来看，高端欧马可销售不到 1 万辆，中高端奥铃约 2.2 万辆，低端时代轻卡 11.5 万辆，瑞沃及金刚工程车 22 万辆，萨普皮卡 1.8 万辆，时代微卡 9.5 万辆。从盈利能力的角度来看，销量占比不到 50%的工程车贡献利润超过 90%。

图 1 福田轻卡销量

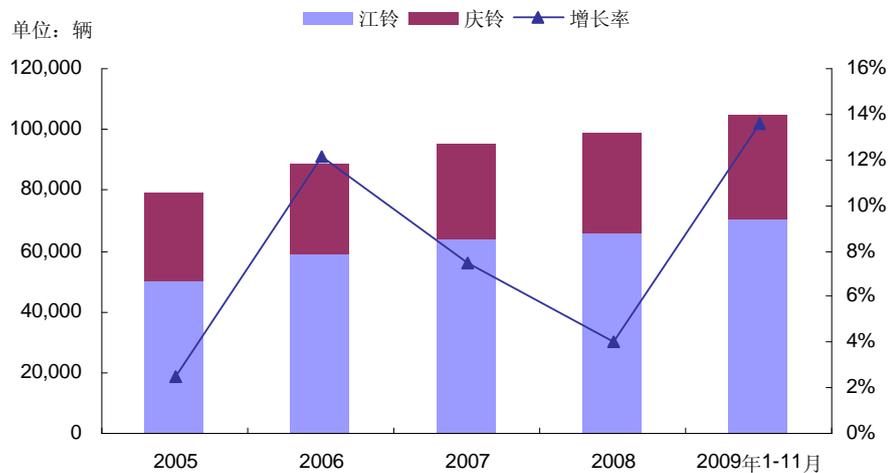


数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

### 高端轻卡

在高端轻卡市场，源自五十铃技术的庆铃、江铃一直以来占据绝对垄断地位。近年来，北汽福田、东风汽车、江淮等企业虽也推出了如福田欧马可、江淮帅铃、东风之星等高端产品，都没有达到占据高端轻卡市场主体地位的目标，最终不得不降低定价和价格同庆铃、江铃区分。

图 2 江铃、庆铃轻卡销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

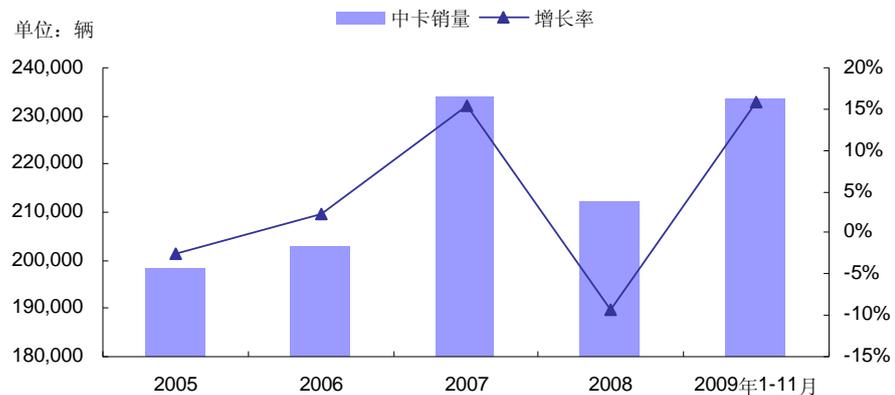
过去每年高端轻卡在标准轻卡销量中的占比约在 1/10 左右，年销量在 7 万辆左右，增长比较平缓。但我们预计 2010 年开始高端轻卡可能迎来一轮高增长。

高端轻卡可能出现高增长的一个主要原因是由于 2010 年可能将正式执行本应于 09 年 7 月开始的轻卡国 III 标准，因此中端轻卡的产品价格由于国 III 升级后发动机造价的提升将有明显上涨，而高端轻卡 09 年又适度降价，造成中高端轻卡价格差距收窄。另一方面随着环保要求的提升，城市对轻卡进程限制愈发严格。因此，我们判断城市物流用车的高端轻卡需求可能在国 III 实施后有明显上升。

高端轻卡需求的另一个催化剂则是 09 年以北京为代表的一大批城市推出了清理黄标车的鼓励政策，而在城市黄标车中的商用车多以政府用车为主，而且多为专用车，底盘一般采用高端产品。因此，或可预期未来 2~3 年内该类需求的一轮集中释放。

另外，在中卡市场面临逐渐萎缩的情况下，趋向宽驾驶室长车身、大动力高时速和加强型底盘的高端轻卡开始抢占准中卡市场。

图 3 中卡销量



数据来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

因此，我们判断未来数年内高端轻卡可能将迎来一轮高增长。而 09 年内中端轻卡的主力生产商均纷纷集中推出高端轻卡产品，包括郑州日产的凯普斯达、福田的欧马可 C，以及未来即将上市的江淮 N721、一汽通用轻型商用汽车的 L601、南京依维柯的欧卡升级版等，也反映了厂家对未来数年入高端轻卡市场前景的乐观判断。

尽管面对可能的市场机会，各个轻卡厂家纷纷发力，而庆铃、江铃的五十铃技术在国内已有 20 年略显陈旧，但据此判断可短期内打破庆铃、江铃的垄断格局仍为时尚早。但搭载了福田康明斯 ISF3.8L 发动机的欧马可 C 是目前国内最先进的国 IV 轻卡，相信仍可获得一定的市场空间，值得继续跟踪观察。

### 中端轻卡

中端轻卡市场主要集中了江淮、福田、东风等厂家，08 年江铃通过顺达系列也下探至该市场级别。福田的奥铃品牌推出伊始瞄准的是江铃、庆铃的高端轻卡市场，但搭载帕金斯发动机的高端超越系列未能取得成功，反而搭载朝柴、杨柴等国内发动机的相对低端的捷运系列在中端轻卡市场大获成功。

受城市及城际物流发展迅猛带动，之前数年中端轻卡是增长最快的细分市场，09

年销量预计为 15 万辆。但是随着国 III 标准的即将全面实施，使得原本主流 5~6 万的中端轻卡面临涨价至 7~8 万，这使得中端轻卡客户可能出现向高端轻卡分流。并且，目前例如江淮“城市穿梭”的，针对城市物流市场的低端 MPV 价格已下降至 10 万元以内，未来有进一步下降趋势的情况下，中端轻卡在轻型城市物流市场将面临新的竞争。因此，我们预计尽管城市及城际物流市场的进一步增长仍可带动中端轻卡销量继续上扬，但其增长率可能将出现下滑。

### 低端轻卡

低端轻卡主要用于城乡结合部和农村的物流市场，价格较低，多集中于 2.5~4 万的区间，但销量约占标准轻卡（不含皮卡及工程车）的 70%，预计 09 年销量在 50 万辆左右。

随着农村居民实际可支配收入的快速增长，以及农村商品经济的快速发展和提高生产效率的需要，特别在国家汽车下乡政策中轻卡直补政策的催化下，农村轻卡需求有望持续增长。而一旦国 III 标准开始实施，由于采用 EGR 技术的低端国三轻卡涨价幅度有限，预计一方面城乡轻卡需求将进一步分化，农村市场将更趋于低端轻卡，另一方面农用载货车的冲击也将相对有限。因此，我们判断低端轻卡未来数年的需求增长将较为乐观。

低端轻卡目前最主要的代表是福田时代系列轻卡，处垄断地位，此外凯马、唐骏欧铃、一汽红塔等企业也在占有一定市场份额。由于低端轻卡产品技术水平相对较低，行业进入门槛低，客户的价格敏感性高，因此价格成为主要竞争手段。由于目前低端轻卡的主要竞争企业都采用外部采购、组装整车的策略，但福田的规模效应远较其他几家显著，因此其成本和价格均更具竞争力，短期内难以被撼动。

由于低端轻卡毛利率对成本敏感性极高，在原材料成本大幅下降的条件下，09 年毛利率上升至 10%，2010 年原材料价格有较大可能出现一定程度的上升，其毛利率有可能出现明显回落。为实现公司维持毛利率水平稳定的战略考虑，在低端轻卡公司可能出现价格和市场份额的博弈，有提价从而保证毛利率的可能。一旦价格优势缩小，市场份额可能有所下降，增速或将低于行业平均水平。

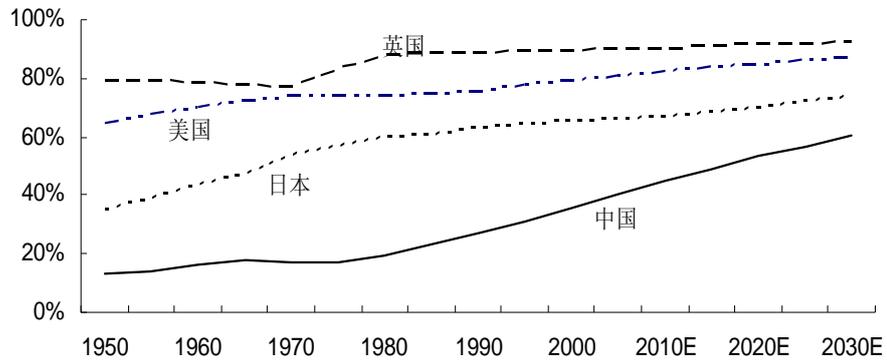
### 工程车

轻卡工程车，主要用于城乡结合部、农村的基础设施建设，以及采石场或矿区作业，满足城镇及农村工程物流运输需要。随着农村经济水平不断提高和农村城市化的进程逐渐加快，轻卡工程车销量逐年增长，09 年销量预计为 60 万辆。随着国家加大对农村和农民的政策扶持和倾斜力度，加快西部开发，我们预计轻卡工程车增长速度将稳中有升。

公司专用车分为南方工程车和北方工程车，车型中时代金刚轻型车和瑞沃（自卸车）占有率达到了比较高的水平，但是瑞沃 II（平板车）和瑞沃 I 占有率水平较低，仍处市场突破阶段。

在轻卡工程车市场，福田金刚系列产品线从小型单缸机延伸到 6 缸机，从平头到长头，产品系列是目前国内工程车自卸车厂家中最全的，并且在推出高端瑞沃系列后，形成了与金刚高低搭配的产品组合。目前福田在北方轻卡工程车市场占据了 40% 的份额，在南方市场份额为 25%。南方工程车在产品价格竞争力及品牌方面具有优势，主要面临南骏汽车竞争；北方工程车则面临东风、解放、江淮等传统汽车企业竞争。

图 4 中国城市化率



数据来源：联合国，华泰联合证券研究所

从轻卡工程车市场区域来看，北方和东部发达地区增速将保持平稳，未来主要增长重心将移向西部地区，特别是以四川为中心的西南地区。目前西南地区轻卡生产厂商仅有一汽红塔和重庆力帆，都无法与福田相比。目前仍处计划中的德阳工厂若能建成投产，福田借助当地人力资源、材料、土地及物流等的成本优势结合自身优势，有望占据该区域的较大份额，从而提升南方市场份额。

### 皮卡

目前皮卡市场基本为长城、中兴、郑州日产、江铃、福田、庆铃垄断，占据了 80% 以上的市场份额，且市场格局较为稳定。

表 6 主要皮卡厂家销量 (单位: 辆)

公司	2006 年		2007 年		2008 年 1-11 月		2009 年 1-8 月	
	销量	份额	销量	份额	销量	份额	销量	份额
长城	46,000	31.54%	54,185	29.15%	51,380	28.32%	42,981	27.90%
江铃	24,900	17.07%	23,716	12.76%	24,392	13.45%	23,191	15.05%
中兴	22,600	15.50%	27,862	14.99%	22,626	12.47%	19,958	12.96%
郑州日产	22,300	15.29%	26,867	14.45%	28,899	15.93%	15,394	9.99%
福田	12,500	8.57%	12,906	6.94%	12,546	6.92%	12,891	8.37%
庆铃					11,776	6.49%	11,727	7.61%
其他	17,536	12.02%	40,375	21.72%	29,796	16.42%	27,910	18.12%
行业	145,836	100.00%	185,911	100.00%	181,415	100.00%	154,052	100.00%

数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：庆铃 06、07 年包含在其他厂家内

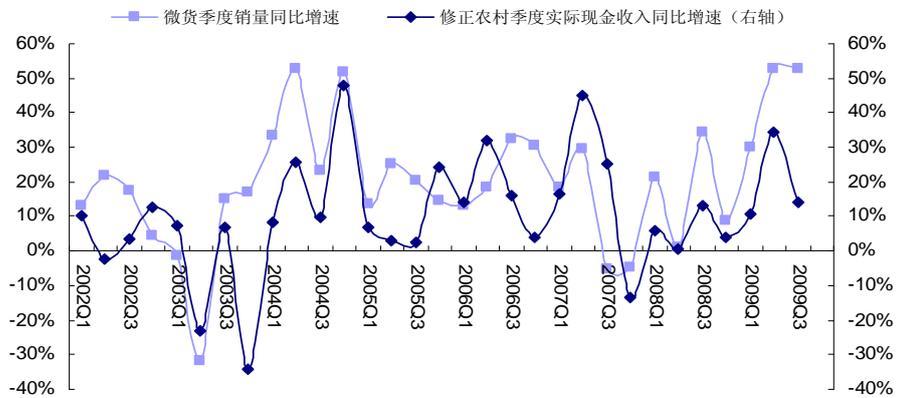
皮卡作为目前汽车产品中最适宜客货两用的车型在国外颇受欢迎，福特 F 系列皮卡连续多年位居美国畅销车第一位。但是在国内，皮卡多年来仍处于小众市场阶段，主要是由于一方面皮卡市场主要针对农村及城郊结合部（美国市场亦如此），而目前中国该地区消费者收入仍未至皮卡成为首选的水平，多选择微客、微卡，另一方面许多城市限制皮卡进城的政策严重限制了其应用。而这两个因素目前来看短期内可能都

难以出现明显改变，因此预计国内皮卡市场仍将延续平稳增长 15%~20% 的态势，2010 年增长率为 18%，福田萨普皮卡增速和行业持平，即市场份额维持不变。未来随着福田康明斯发动机的匹配，其皮卡份额可能会有所上升。

微卡

微卡作为农村重要的运输工具，随着农村居民实际收入水平的不断提高以及汽车消费习惯的逐渐形成，销量增长强劲。当前发展农村经济、提高农民收入已成为国家工作的重点，伴随着提高粮食收入价格、减轻农民税费负担、完善农村社保等一系列举措，未来农民收入有望呈现加速上升的趋势，微卡市场未来有望保持较高的发展速度，2010 年增速有望达到 25%。

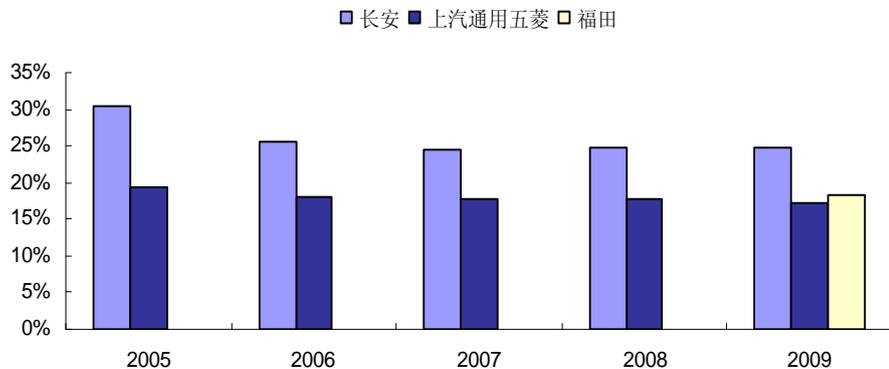
图 5 微卡销量增速和农村居民收入增速



数据来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

微卡市场过去一直为长安、上汽通用五菱两家占据近半份额，2009 年福田首次进入该市场推出时代迪卡后，便实现了市场份额超越通用五菱。我们认为这主要得益于长安、通用五菱主要以微客乘用车为主，福田在轻微型商用车生产和营销上较两家公司有先天优势，预计其市场份额可能会进一步扩大。

图 6 微卡市场主要公司份额



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

## 2010 年预测

综合以上分析，我们对 2010 年轻卡整体市场判断如下：

1. 在宏观经济整体好转、物流市场复苏、及农村需求旺盛的假设基础上，整体轻卡市场销量增速有望达到 19.5%；
2. 在 2010 年轻卡国 III 标准执行或部分执行的假设基础上，高端轻卡增速将有提高，中端轻卡增速将有下降；
3. 在“汽车下乡”政策和国家扶持农村经济政策激活农村汽车市场需求的假设基础上，低端轻卡和工程车增速不会低于行业增速；

**表 7 2010 年轻卡行业销量预测（单位：万辆）**

	2009 年销量 E	占比	2010 年销量 E	增速
高端标准轻卡	7.5	4.84%	9.4	25.00%
中端标准轻卡	12.5	8.06%	14.4	15.00%
低端标准轻卡	52	33.55%	62.4	20.00%
工程车	60	38.71%	72.0	20.00%
皮卡	23	14.84%	27.1	18.00%
轻卡合计	155	100.00%	185.3	19.54%
微卡	51.5		64	25.00%
合计	206.5		250	20.90%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

依据我们之前的分析，预计福田汽车的轻微卡合计销量可增长约 22.5%。

**表 8 福田轻微卡 2010 年销量预测（单位：万辆）**

	2009		2010E		增速
	销量 E	市场占有率	销量 E	市场占有率	
欧马可	0.7	9.33%	0.90	9.60%	28.57%
奥铃	3	24.00%	3.45	24.00%	15.00%
时代轻卡	13	25.00%	14.98	24.00%	15.20%
工程车	20	33.33%	25.20	35.00%	26.00%
皮卡	1.8	7.83%	2.04	7.50%	13.08%
微卡	9.5	18.45%	12.23	19.00%	28.75%
合计	48	23.24%	58.79	23.55%	22.48%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

因此，我们预计 09、10 年福田轻微卡合计销售收入可达 260.60 亿元和 320.87 亿元。由于 09 年下半年，预计轻卡产品毛利率将达到近 14% 的水平，因此 09 年全年毛利率可达 12.50%。2010 年由于原材料成本上升，毛利率会有所回落，但由于公司战略重心从追求市场份额逐步转移至追求盈利，在低端轻卡市场会采取一定的提价措施放弃部分市场份额而维持毛利率，同时毛利率较高的产品占比的提升也有助于维持毛利率，因此预计 2010 年毛利率仍可达 11.50%。

**表 9 福田轻微卡业务收入及毛利率预测 (单位: 亿元)**

	2006	2007	2008	2009H1	2009E	2010E
销售收入	116.75	139.52	152.90	107.59	260.60	320.87
毛利率	7.87%	8.48%	7.67%	11.23%	12.50%	10.50%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

### 福田康明斯

福田尽管作为国内最大的轻卡生产厂商, 但其关键零部件一直采用外购方式, 过短的产业链导致了产品毛利率偏低。

**表 10 福田轻卡发动机配套情况**

车型	类别	配套发动机
奥铃	中端轻卡	超越配帕金斯, 捷运配大柴、朝柴、杨柴、云内
欧马可	高端轻卡	北汽福田环保动力 BJ 系列发动机
时代轻卡	低端轻卡	大柴、玉柴、杨柴、锡柴、朝柴、云内、全柴
时代金刚	工程车	全柴、杨柴、玉柴
瑞沃	工程车	潍柴、锡柴、玉柴、杨柴、云内、环保动力
时代迪卡	微卡	柳州五菱柳州机械厂

数据来源: 华泰联合证券研究所整理

福田康明斯的成立可视作公司进入轻卡关键零部件领域的第一步, 通过延长产业链来提高毛利率, 以抵御成本波动; 并且通过高端发动机提升公司中高端产品竞争力和市场份额, 以抵御行业波动, 有助于提高公司轻卡业务的长期竞争力。

福田康明斯投产的 ISF 系列 2.8 升和 3.8 升轻型直列四缸高压直喷式柴油发动机是康明斯的新一代全电控轻型柴油机, ISF2.8 发动机功率覆盖 80~120 千瓦, 满足国 IV 排放需求, 具备欧 V 潜力; 3.8 升排量的 ISF3.8 发动机功率覆盖 105~125 千瓦, 满足国 III、国 IV 要求, 同样具有升级欧 V 潜力。这两款发动机具有结构紧凑、重量轻、噪音低和低排放等特点, 适用于轻卡、中卡、轻客、皮卡、MPV、SUV 等轻型车辆以及小型工程机械和小型发电机组等非公路设备。

但是在国内, 福田康明斯面临着 MPV、轻客市场仍是汽油机为主, 以及其他主要整厂家均有自配的局面, 而在中高端轻卡市场则面临自配比例高, 同时两款发动机产品定位高短期整体空间不大的局面。

MPV 市场目前仍是汽油机主打, 柴油机仍处于市场开拓阶段, 短期内空间不大。若是未来柴油机比例能够出现明显上升, 由于主要生厂商多数为乘用车厂家, 柴油机外配可能性大, 因此福田康明斯未来在该市场应能有一席之地。

表 11 国内 MPV 市场主力车型发动机配套状况

厂家	车型	发动机
广州本田	奥德赛	本田 ODY2.3
上海通用	GL8	老款搭载通用 VVT V6, 新 GL8 将搭载通用 SIDI V6
安徽江淮	瑞风	江淮自产 HFC4GA
金杯汽车	阁瑞斯	华晨子公司自产的 4RB2、DK4A、V20、V19、4G20D4L, 以及丰田 2TR、1TR
东风汽车	风行	三菱 4G94 发动机, 东风 EQ491
上海大众	途安	大众 2.0L、1.8T
奇瑞汽车	V325、V3	V325 搭载三菱 4G64, V3 搭载奇瑞 ACTECO

数据来源: 华泰联合证券研究所整理

轻客越来越趋向于客货两用, 以全顺、IVECO 为代表, 采用柴油发动机符合高端轻客的发展潮流, 但从全行业来看, 汽油机仍占绝对多数, 约占 70%。由于福田康明斯为全顺、IVECO 配套的可能性较小, 因此短期内福田康明斯在轻客市场能够谋得的发展空间有限。

表 12 国内轻客市场主力车型发动机配套状况

厂家	车型	发动机	汽柴油比例
金杯汽车	海狮	沈阳航天、新光华晨、丰田、三菱	汽油机 90%
东南汽车	得利卡		汽油机 100%
江西江铃	全顺	V348 搭载福特 JX4D24, 老产品为自产的五十铃 4JB1	柴油机 90%
南京汽车	依维柯	自产依维柯发动机	柴油机 100%
厦门金龙	金龙海狮		汽油机 90%
中顺汽车	中顺		汽油机接近 100%
北汽福田	风景		柴油机 50%

数据来源: 华泰联合证券研究所整理

中高端轻卡市场, 主要车型自配发动机为主, 因此至少短期内福田康明斯外供的市场空间将十分有限, 同时其高技术定位和高价格也是一个阻碍。

表 13 国内中高端轻卡市场发动机配套状况

厂家	发动机
北汽福田	
东风汽车	东风发动机厂和东风朝柴, 高端主要为朝柴引进纳威司达的 NGD3.0
安徽江淮	自产的 4DA1-1 发动机
江西江铃	自产仿五十铃 4JB1
长城汽车	自产 GW2.8TC-2
南京汽车	国产索菲姆发动机
一汽集团	一汽道依茨

数据来源: 华泰联合证券研究所整理

福田康明斯此次量产的 ISF 系列 2.8 升和 3.8 升轻型直列四缸高压直喷式柴油发

动机，面临的竞争将来自于五十铃的 4KH1-TC，南京依维柯的国产索菲姆 SOFIM8140.43S3/43N，日产 ZD30DDTi。

**表 14 福田康明斯国内主要竞争对手**

厂家	发动机
福田康明斯	ISF2.8: 2.8L, 功率 80~120Kw; ISF3.8: 3.8L, 功率 105~125Kw
五十铃	4KH1-TC: 2.8L, 最大功率 130Kw
南京依维柯	SOFIM8140.43S3/43N: 2.8L, 功率 93~107Kw
日产	ZD30DDT: 2.5L, 95Kw

数据来源：华泰联合证券研究所整理

因此，福田康明斯国内市场的开拓可能短期内面临的压力较大。但福田康明斯作为美国外康明斯唯一的轻型发动机基地，依靠性价比，其出口前景值得憧憬，进度仍需持续跟踪。

福田康明斯最终将实现 3.8L 25 万台、2.8L 15 万台的产能。截止 2009 年年底，已实现 25 万产能，其中 3.8L 15 万台、2.8L 10 万台，我们预计年折旧将达 1 亿元左右，盈亏平衡点在 6~7 万台。因此，海外市场对福田康明斯盈利显得尤为重要，未来 2~3 年若出口进度未达预期，则福田康明斯可能将持续亏损。

**表 15 福田康明斯预测表（单位：万台）**

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
产能		25.0	25.0	25.0	25.0
盈亏平衡点		7.0	7.0	7.0	7.0
销量		0.0	2.5	6.0	12.0
其中：国内		0.0	0.5	1.0	2.0
出口		0.0	2.0	5.0	10.0
净利润（亿元）	-0.34	-0.60	-0.80	-0.20	1.00

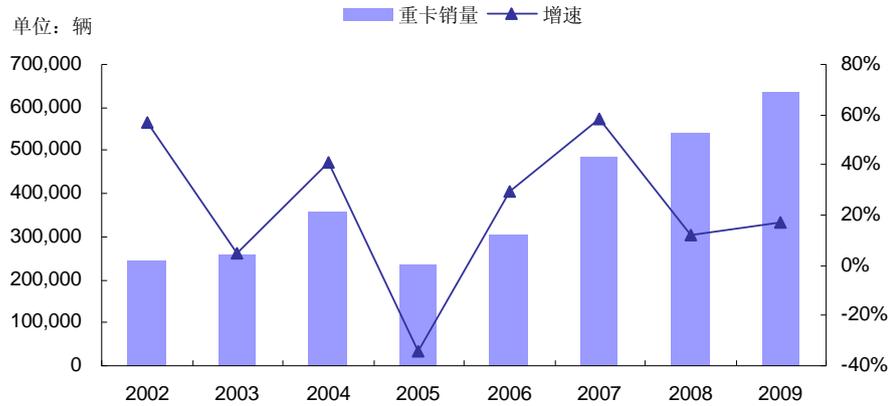
数据来源：华泰联合证券研究所预测

## 重卡

### 欧曼重卡立足半挂牵引车

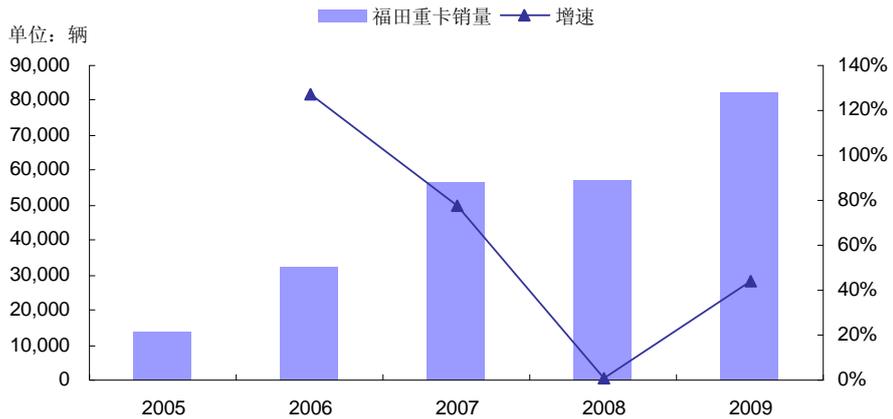
当初进入重卡行业对农用车出身的福田而言难度不言而喻，欧曼重卡借 CKD 起步，采用欧洲重卡技术路线，定位中高端重卡为突破口的产品战略更增加了难度。完善的销售网络成为了福田重卡高速增长的重要依托，另一方面欧曼对驾驶室的革新不仅成为其成功的重要因素，更推进了整个国内重卡驾驶室和外观的升级。自 2002 年正式挂牌成立欧曼重型汽车厂后，在 2006 到 2009 年重卡行业高速增长中取得了跨越式发展，2009 年已超越陕汽成为国内第四大重卡企业。

图 7 国内重卡销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

图 8 福田重卡销量



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

欧曼系列覆盖中重卡，但中卡整体销量十分有限，基本以重卡为主。

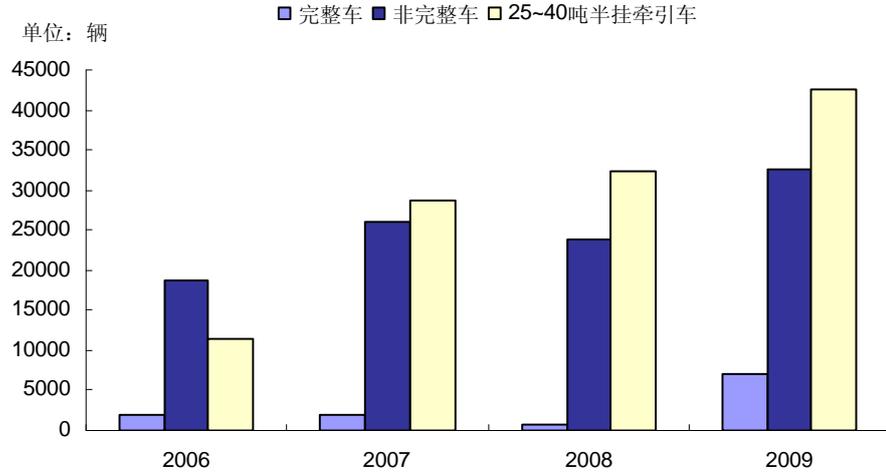
表 16 欧曼系列产品列表

	发动机	重卡
9 系	潍柴	中重卡
6 系	康明斯、欧康	平板车、牵引车
5 系	康明斯、雷沃、玉柴	中卡半挂
3 系	康明斯、雷沃、玉柴、锡柴	
专用车		
雷沃		混凝土专用车

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

欧曼重卡主要以非完整车和半挂牵引车构成，近年来的快速增长主要源自 25~40 吨半挂牵引车。

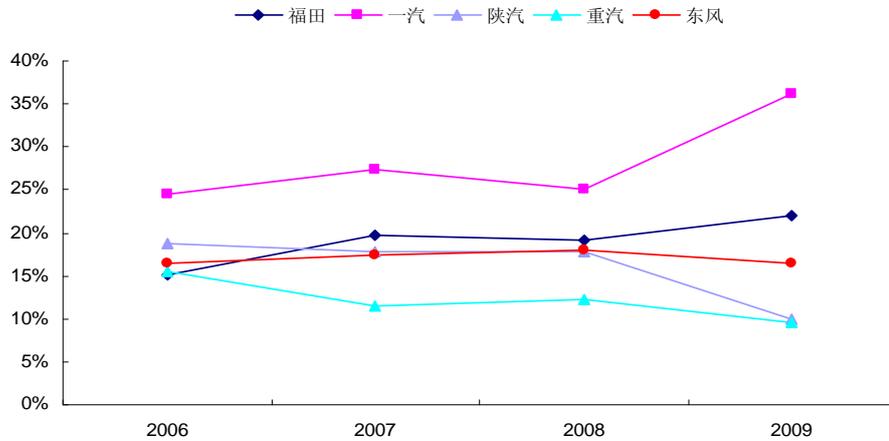
图 9 福田重卡销量



数据来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

国内半挂牵引车 90%为 25~40 吨产品, 福田、一汽市场份额领先, 并有扩大趋势。

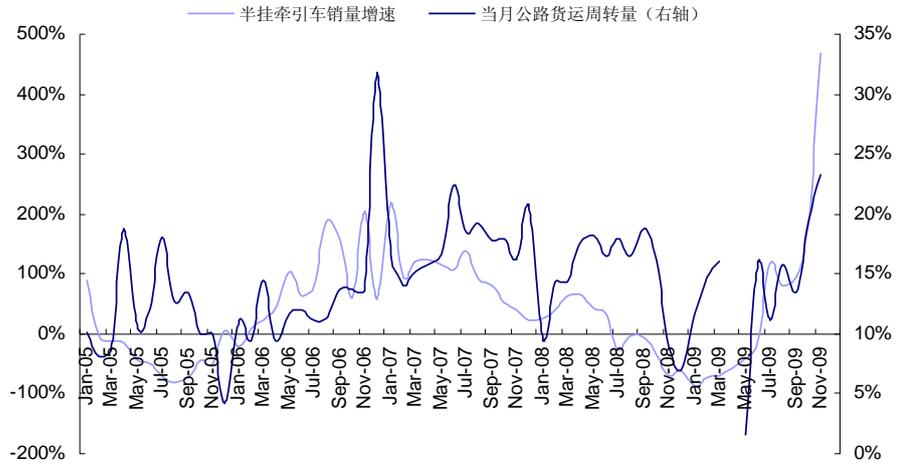
图 10 25-40 吨半挂牵引车市场份额



数据来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

国内公路货运周转量的持续上升是近年来半挂牵引车销量增长的主要因素。

图 11 公路货运周转量与半挂牵引车销量

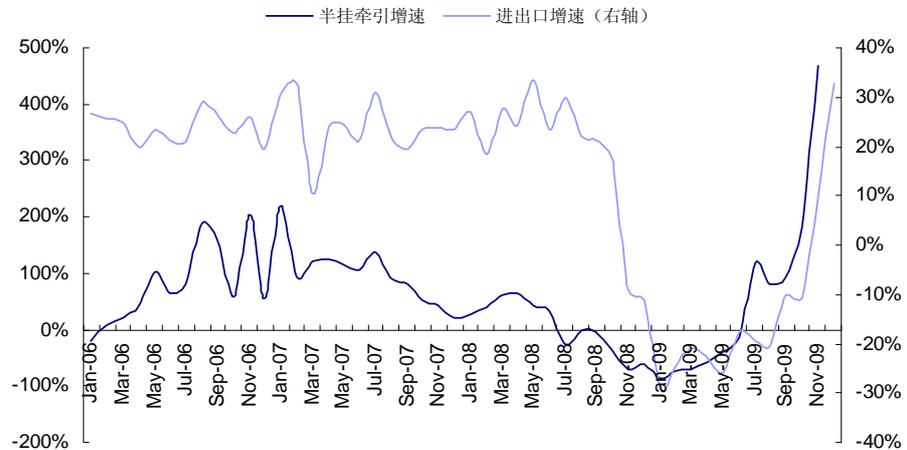


数据来源：国家统计局，CAAM，华泰联合证券研究所

注：09年5月公路货运周转量数据统计口径调整，无可用同比数据

由于半挂牵引车多用于集装箱运输，而集装箱运输又同进出口联系紧密，因此进出口增速对半挂牵引车销量影响较大。

图 12 公路货运周转量与半挂牵引车销量



数据来源：国家统计局，CAAM，华泰联合证券研究所

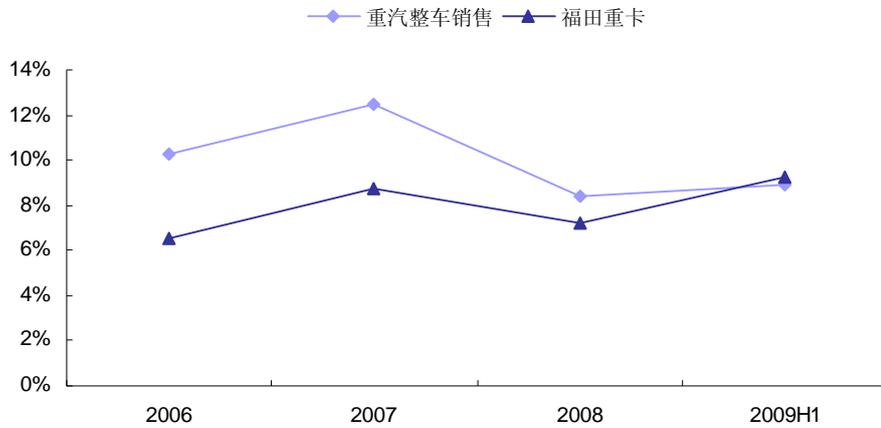
基于进出口以及国内货运量持续恢复的假设，同时考虑到 2009 年上半年基数较低的因素，我们预计半挂牵引车销量在 2010 年仍将有很好的增长。从更长期的角度观察，尽管进出口增速继续长期维持在过去水平的难度逐渐增大，但制造业自沿海地区向中西部地区的转移，以及跨省经济交流更为频繁和通畅将促使国内货运量仍继续上升，从而带动半挂牵引车的销量增长。

福田奔驰提升欧曼重卡，瞄准全球市场

尽管欧曼重卡定位于中高端，但由于福田关键零部件几乎全部依赖外购，过短的产业链使得其同中国重汽等实现全部或绝大部分关键零部件自产的公司相比，产品毛

利率偏低。

图 13 福田汽车、中国重汽毛利率



数据来源: Wind, 华泰联合证券研究所

福田与奔驰合作, 在没有放弃自主品牌的前提下, 通过引进高端技术可以提升自身知名度和竞争力。引入 OM457 12 升柴油机 (计划 2011 年底试生产), 一方面可应对未来趋于严格的排放标准, 另一方面也部分解决了其关键零部件资源缺失的问题。而 2012 年装配 OM457 的欧曼升级产品投产可进一步提升福田重卡的产品档次。

同时, 合资公司中还将建立技术中心, 对整车、底盘及其关键零部件进行全方位的自主开发, 提升对现有产品进行改进研究的能力, 戴姆勒将提供技术支持。这将有望解决福田长期以来面临的研发实力偏弱的困境。

合资公司未来将依次在俄罗斯、印度、南美等建立四个重型卡车合资厂。通过戴姆勒全球运作经验和资源, 为福田实现全球跨越式发展提供生产和营销网络等方面的支持。同时, 通过奔驰戴姆勒品牌和福田欧曼品牌高低搭配的策略, 增进双方中重卡产品的竞争力, 扩大全球市场的共同份额。

欧曼一工厂在进入合资公司后, 将逐步转向生产配套奔驰 OM457 发动机的高端欧曼重卡, 而新开工的欧曼二工厂 (8 万台产能) 未来将主要生产原有欧曼重卡, 从而实现福田重卡高低搭配的产品体系。奔驰将在合资公司内投资建设 OM457 发动机工厂, 年产能达到 4.5 万台。我们在之后将分析到搭载 OM457 的欧曼重卡很可能将是 40 吨以上半挂牵引车, 国内销量较小, 预计将主要依赖出口市场。因此, 未来公司设想的福田 16 万台重卡的布局将会是国内市场 12 万台, 出口搭载 OM457 的高端欧曼重卡 4 万台。

### 2010 年预测

对于 2010 年重卡市场, 尽管国家当前的宏观调控手段对建设投资有所影响, 但由于大量工程实际上在 2010 年才进入施工阶段, 且持续时间较长, 另外考虑到社会投资一定程度上的复苏, 因此预计公司完整和非完整车销量仍可乐观。特别从 09 年 9 月开始福田完整车销量出现快速上升, 稳定在月销量 1500 辆, 我们预计 2010 年其完整车销量应在 1 万辆以上。而考虑到投资收缩带来的对非完整车市场的影响, 我们预计非完整车销量 2010 年小幅增长 5%。出口和公路货运量在 2010 年仍有较大的复

苏空间从而有望带动半挂牵引车销量增长, 预计 2010 年公司半挂牵引车销量增长 18%。

因此, 我们预计福田重卡业务 2010 年销量同比增长 14.8%。目前欧曼一工厂设计产能为 8 万台, 实际上 09 年下半年已出现订单过饱和的状态。但预计 2010 年通过部分技改项目和生产调整, 9.5 万台的生产仍能顺利实现。

**表 17 福田重卡销量 2010 年预测**

	完整车	非完整车	半挂牵引车	合计	增长率
2006	1,893	18,619	11,340	31,852	127.04%
2007	1,892	26,036	28,718	56,646	77.84%
2008	741	23,957	32,409	57,107	0.81%
2009	7,108	32,573	42,553	82,234	44.00%
2010E	10,000	34,202	50,213	94,414	14.81%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

预计 09 年下半年重卡毛利率可达约 13%, 全年重卡毛利率将达 11.63%。考虑到 2010 年原材料成本可能将有一定程度的上升, 预计 2010 年毛利率将较 09 年下半年回落两个百分点至 11%。同时, 由于重卡比例和完整车比例的上升, 预计单价水平有所提高。

**表 18 福田重卡业务收入及毛利率预测 (单位: 万元)**

	收入	增长率	毛利率	单价	重卡比例
2006	574,489.95		6.52%	16.16	89.61%
2007	1,078,486.10	87.73%	8.72%	17.07	89.64%
2008	1,124,550.25	4.27%	7.19%	18.84	95.65%
2009H1	664,368.90		9.25%	20.98	95.91%
2009E	1,802,107.80	60.25%	11.63%	21.30	97.20%
2010E	2,083,655.09	15.62%	10.00%	21.50	97.42%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

### OM457 蓄势柴油发动机大排量化, 短期内依赖出口市场

国内柴油发动机自 2003 年准重型 7L 柴油机密集投放后, 逐步过渡至目前以 9~10L 为主。而 2008 年下半年开始, 各主要厂家纷纷开始推出 10L 以上柴油机, 重卡柴油机将开始进入 10L 以上超重型大排量时期, 以 11L 为主, 并向 12~13L 迈进。

目前国产 11L 以上柴油机市场需求量不大, 根据盖世汽车网监测统计数据, 潍柴国 II 排放标准的 WD12 投产 3 年 (截止 08 年), 在没有竞争对手的情况下销售约 3.4 万台, 其中配套工程机械 1.7 万台, 配套汽车 1.5 万台, 产销量无法与 9~10L 相比。

目前国内几乎所有主流柴油机生产商均已推出或即将推出 10L 以上柴油机。

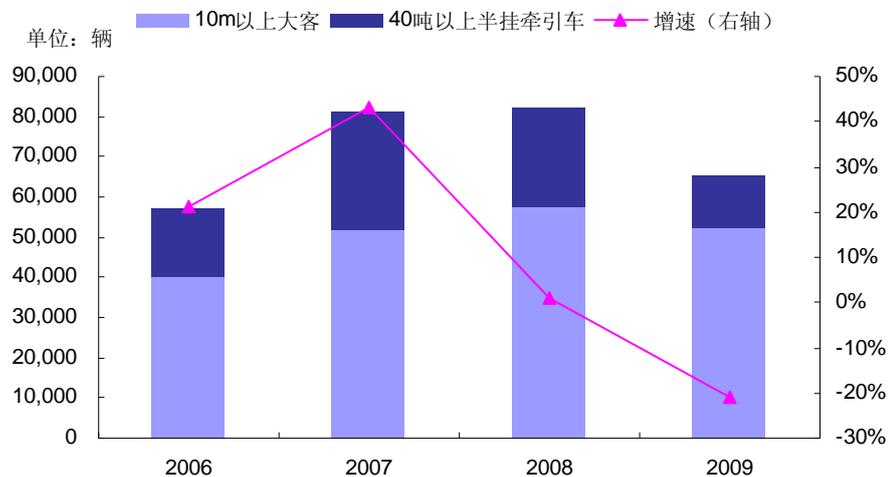
表 19 国内 10L 以上柴油机生产厂家及配套厂家

厂家	发动机	配套厂家
西安康明斯	ISM 11 (10.8L)	陕汽、红岩、福田欧曼、安徽华菱、江淮、金龙、宇通
锡柴	CA6DN(12.5L)、CA6DM(11L)	一汽解放 J6 半挂牵引车
潍柴	WD12(11.6L)、WP12(11.6L)	陕汽、福田欧曼、一汽解放、红岩、北奔、黄海客车
日野	P11C(10.5L)	重汽、福田、陕汽、红岩、华菱、金龙、宇通、汇众
东风商用车	雷诺 DCI 11(11.1L)	东风天龙、东风柳汽
重汽	D12(11.6L)	重汽 HOWO 系列
华柴	道依茨 TCD2015V06(12L)	北奔
玉柴	玉柴 YC6K(13L)	截止 2009 年年底，仍处装车试验阶段
东风康明斯	ISZ(13L)	即将推出，预计主要配套东风天龙
福田奔驰	奔驰 OM457(11.97L)	2001 年底试产，2012 年中投放整车，主要配套高端欧曼
菲亚特红岩	菲亚特 Cursor 系列	目前引入 Cursor9(8.9L)，但根据市场将引入 Cursor10(10.3L)、Cursor13(13L)，预计主要配套红岩

数据来源：华泰联合证券研究所

10L 以上国 III 排放标准（或更高）柴油机的主要市场来自于 40 吨以上半挂牵引车和 10m 以上大客。尽管目前市场销量较小，但各家仍然积极推出各自产品，主要是由于一方面过去该产品主要依赖进口，利润较高；另一方面，40 吨以上半挂牵引车是长期发展趋势，而大排量柴油发动机开发难度大，周期长，若不提前进行储备，未来这部分利润最高的市场将拱手相让。

图 14 10L 以上柴油机目标市场



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

从配套关系看，潍柴、重汽、锡柴、东风商用车发动机、华柴、西安康明斯的 12L 柴油机渠道比较稳定，但即使这样，他们的销量也很有限。而日野、玉柴等大排量柴油机的销量至少在 2-3 年之内不会有很大的起色。

短期而言，预计搭载 OM457 的 40 吨以上欧曼半挂在国内重卡市场短期内难有较大销量，主要依靠配套高端欧曼出口。进一步地，还可想象未来 OM457 为福田欧

V 客车业务配套，从而实现福田和奔驰在整个中重型商用车平台的高低配置和全球发展。

## 欧 V 客车有望成为新增长点

福田在轻卡、重卡业务的发展过程中，由于起步阶段缺乏资金、技术、制造等各方面资源，能够依仗的主要是自身完善的销售网络，因此竞争中对于价格优势的依赖是较为合理的选择。但欧 V 客车业务起步之际，公司已经成为国内最大的商用车集团，在资金、技术、制造资源等都已经跃上新平台，特别是在新能源客车、和奔驰合作后豪华客车技术平台资源领域，其基础都远强于之前轻卡、重卡发展的基础。同时，客车行业的特性在于整车厂均采取外购零部件组装的生产策略，福田资源整合能力强的特点在客车行业将得到充分的发挥。因此我们预计大中客业务能够直接切入高端产品市场，直接同宇通、金龙、安凯等领先者竞争，从而成为公司重要的新增长点。

福田欧 V 客车在过去几年呈现了快速增长的趋势，特别在 2009 年大中客整体销量表现不佳的情况下，依靠约 1000 辆新能源客车实现了逆势增长。若不考虑新能源客车，传统大中客 09 年总体销量有所下滑。

**表 20 传统大中客销量（单位：辆）**

	大中客销量	行业增速	宇通	宇通增速	金龙	金龙增速	福田	福田增速	福田份额
2007	116,568	16.90%	23764	30.89%	32703	18.04%	1920	55.34%	1.65%
2008	120,873	3.69%	23404	-1.51%	31426	-3.90%	2478	29.06%	2.05%
2009	114,286	-5.45%	24705	5.56%	29233	-6.98%	2207	-10.94%	1.93%

数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：福田销量剔除新能源客车，由于新能源客车销量数据并不精确，因此传统客车数据并不准确。

09 年大中客销量的下滑主要是由于出口市场的大幅衰退。在 06~08 年上半年出口的快速增长后，由于金融危机的爆发，自 08 年四季度开始，出口市场出现了严重衰退。09 年出口下滑幅度超过 50%，是大客负增长的主要原因。

**表 21 大客销量拆解（单位：辆）**

	国内	国内增长率	出口	出口增长率	出口增长贡献
2005	30,838		3,019		
2006	33,685	9.23%	6,586	118.15%	55.61%
2007	41,657	23.67%	10,001	51.85%	29.99%
2008	45,190	8.48%	12,622	26.21%	42.59%
09 年 1-11 月	38,450	-4.57%	5,649	-52.09%	76.95%

数据来源：中客网，CAAM，华泰联合证券研究所

尽管出口市场目前遭遇的困境较大，但我们看好大中客，特别是高端豪华大中客出口的长期增长趋势。海外高端客车在同样配置下，价格一般在 300~400 万元，而福田欧 V 客车仅需 50~80 万元，因此长期而言，高端客车的出口空间巨大。特别在同奔驰合作后，由于奔驰高端客车处于全球领先水平，但价格制约了其在全球发展，未来可以想象同欧曼重卡类似的实现奔驰和福田在高端客车领域的高低配置。福田届时借助奔驰的技术、品牌、管理资源，发挥福田的成本、运营优势，能够成为全球重

要的高端客车出口基地。

值得注意的是，大客占比提升的同时传统大中客均价却出现了连续下降，目前已低于宇通大中客目前的平均价格（我们预计上半年并未交付新能源客车）。其毛利率水平显示在总量 2500 辆左右已达到近似宇通大中客毛利率水平。

**表 22 福田欧 V 客车数据（单位：万元）**

	收入	销量（辆）	大客占比	产品均价	毛利率
2006	77,191.88	1236	51.38%	62.45	9.62%
2007	94,397.43	1920	64.58%	49.17	3.64%
2008	89,928.78	2478	71.79%	36.29	19.19%
2009H1	36,827.69	1091	66.18%	33.76	13.24%

数据来源：公司资料，CAAM，华泰联合证券研究所

而在新能源客车领域，福田作为目前国内领先的新能源整车生产企业，同时北京由于是国内发展新能源客车最积极的地区，福田新能源客车能够凭借立足北京，从而逐步向全国延伸，09 年已成功打入山东、广东市场。并且依靠组建的新能源联盟，逐步谋求关键零部件的国产化，从而降低产品价格和增强盈利能力。目前新能源客车毛利率水平与传统客车差别不大，主要是由于一方面公交车属政府采购行为，价格上受限，另一方面核心零部件采用采购国外全套设备为主，也影响了其盈利水平。

对于 2010 年的大中客市场，我们预期传统大中客在出口和国内两个市场双重复苏的影响下，10% 的增长是可以预期的。而对 2010 年的新能源客车市场我们持乐观预期，2009 年全年国内新能源客车仅有 1000 余辆，福田占据了绝大多数份额，2010 年我们预计国内总销量有望达到 3000 辆的水平，仍将以混合动力为主，而福田凭借其产品成熟度高、技术水平领先、产品运行时间长的优势将取得较大份额，我们预计其新能源客车 2010 年销量有望达到 1800 辆。

**表 23 福田欧 V 大中客业务预测**

	销量（辆）		单价（万元）		收入（万元）			毛利率
	传统	新能源	传统	新能源	传统	新能源	合计	
2006	1,236	0	62.45		77,191.88	0.00	77,191.88	9.62%
2007	1,920	0	49.17		94,397.43	0.00	94,397.43	3.64%
2008	2,478	0	36.29		89,928.78	0.00	89,928.78	19.19%
2009E	2,207	1,000	33.76	120.00	74,499.28	120,000.00	194,499.28	20.00%
2010E	2,428	1,800	33.50	120.00	81,327.95	216,000.00	297,327.95	19.00%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

## 盈利预测

我们预计 2010 年原材料成本的上升将是大概率事件，但不会出现大幅攀升的情况，在此条件下重卡、轻卡毛利率应出现一定回落。

**表 24 福田收入毛利率预测 (单位: 万元)**

	2008	2009E	2010E
中重型卡车	1,124,550.25	1,802,107.80	2,083,655.09
毛利率	7.19%	11.63%	10.00%
轻卡	1,528,974.02	2,606,000.00	3,208,728.00
毛利率	7.67%	12.50%	10.50%
轻型客车	95,760.27	181,944.51	209,236.19
毛利率	5.89%	11.00%	8.00%
大中型客车	89,928.78	194,499.28	297,327.95
毛利率	19.19%	20.00%	19.00%
综合销售收入	2,839,213.53	4,784,551.94	5,798,947.51
综合毛利率	7.78%	12.42%	10.67%

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

我们预计福田康明斯仍将继续呈现亏损态势, 未考虑重卡业务同奔驰合作从而盈利失去 50% 的情况, 所得税率为 15%。09、10 年 EPS 分别为 1.10 元和 1.46 元, 对应 PE 分别为 16.2 倍和 12.2 倍, 估值提供了较好的安全边际, 同时看好公司的长期发展趋势, 给予“增持”评级。

**表 25 财务报表预测**

资产负债表	单位:百万元			利润表	单位:百万元		
	2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
流动资产	4790	10862	15399	营业收入	30070	47846	57989
现金	510	4503	7570	营业成本	27632	41903	51804
应收账款	607	882	1074	营业税金及附加	87	239	203
其他应收款	244	372	453	营业费用	991	2392	2262
预付账款	579	670	829	管理费用	974	2010	2088
存货	2755	4190	5180	财务费用	131	66	8
其他流动资产	95	244	292	资产减值损失	88	20	25
非流动资产	5044	4957	4567	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	543	597	597	投资净收益	-12	-30	-30
固定资产	3180	3035	2900	营业利润	156	1185	1570
无形资产	582	574	566	营业外收入	198	0	0
其他非流动资产	739	751	503	营业外支出	42	0	0
资产总计	9833	15819	19965	利润总额	312	1185	1570
流动负债	6632	11094	13805	所得税	-34	178	236
短期借款	1566	230	230	净利润	346	1007	1335
应付账款	2882	7752	10361	少数股东损益	-0	-1	-2
其他流动负债	2184	3112	3214	归属母公司净利润	346	1009	1336
非流动负债	191	726	826	EBITDA	592	1803	2198
长期借款	102	602	702	EPS (元)	0.38	1.10	1.46
其他非流动负债	89	124	124				
负债合计	6823	11819	14631	主要财务比率			

	2008	2009E	2010E		2008	2009E	2010E
少数股东权益	3	1	-0				
股本	916	916	916	成长能力			
资本公积	1308	1308	1308	营业收入	7.9%	59.1%	21.2%
留存收益	783	1774	3110	营业利润	-65.1%	660.7%	32.5%
归属母公司股东权益	3008	3998	5334	归属于母公司净利润	-10.9%	191.6%	32.5%
负债和股东权益	9833	15819	19965	获利能力			
				毛利率(%)	8.1%	12.4%	10.7%
现金流量表				净利率(%)	1.2%	2.1%	2.3%
		单位:百万元		ROE(%)	11.5%	25.2%	25.1%
	2008	2009E	2010E	ROIC(%)	6.5%	21.7%	21.4%
经营活动现金流	-417	5456	3322	偿债能力			
净利润	346	1007	1335	资产负债率(%)	69.4%	74.7%	73.3%
折旧摊销	306	552	620	净负债比率(%)	27.45%	7.71%	6.37%
财务费用	131	66	8	流动比率	0.72	0.98	1.12
投资损失	12	30	30	速动比率	0.31	0.60	0.74
营运资金变动	-1239	3790	1318	营运能力			
其他经营现金流	27	11	11	总资产周转率	3.42	3.73	3.24
投资活动现金流	-816	-413	-266	应收账款周转率	58	59	55
资本支出	506	390	230	应付账款周转率	11.27	7.88	5.72
长期投资	-340	90	0	每股指标(元)			
其他投资现金流	-651	67	-36	每股收益(最新摊薄)	0.38	1.10	1.46
筹资活动现金流	1315	-1051	12	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	5.95	3.62
短期借款	899	-1336	0	每股净资产(最新摊薄)	3.28	4.36	5.82
长期借款	-141	500	100	估值比率			
普通股增加	105	0	0	P/E	46.34	15.89	11.99
资本公积增加	888	0	0	P/B	5.33	4.01	3.00
其他筹资现金流	-436	-215	-88	EV/EBITDA	28	9	8
现金净增加额	84	3992	3068				

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

#### 华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上  
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间  
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

#### 华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘  
中 性 行业股票指数基本与大盘持平  
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

#### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com