



## 福田汽车 (600166):

### 各项业务改善明显 公司迎来黄金发展期

汽车及零部件-汽车零部件

评级: 买入

#### 联系人

王清涛

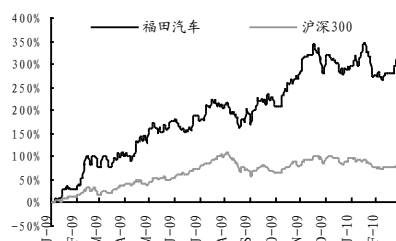
电话: 0755-83704748

邮件: wangqt@ghzq.com.cn

#### 分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

#### 近 12 个月相对沪深 300 表现



#### 市场数据

	2010.02.27
当前价格 (元)	19.97
52周价格区间 (元)	7.76-22.02
总市值 (百万)	18301
流通市值 (百万)	12038
总股本 (万股)	91641
流通股 (万股)	60280
日均成交额 (百万)	268.16
近一月换手 (%)	24.34

#### 财务数据

	2009A
毛利率	11.18%
净利率	2.31%
净资产收益率	29.29%
总资产收益率	9.58%
资产负债率	76.93%
现金分红比率	5.3%
市盈率	12.88
市净率	3.33

#### 事件

2010年2月27日, 公司公布2009年年报。公司2009年实现销售收入448.40亿元, 同比增长49.12%; 利润总额12.80亿元, 同比增长310.40%; 归属于母公司净利润10.37亿元, 同比增长199.90%, 实现每股收益1.13元, 同比增长183%, 业绩远超公司制定的《北汽福田汽车股份有限公司2009年度经营计划》, 符合我们的预期。

#### 点评

##### 全球最大的商用车制造商

公司目前拥有欧曼、欧V、奥铃、传奇、欧马可、风景、萨普、时代、蒙派克九大品牌的产品, 生产的车型涵盖中重型卡车、轻微型卡车、大中型客车、轻型客车、MPV和SUV等五大系列, 是全球最大的商用车制造商。

表1 福田汽车的产品结构及销量

车型	品牌	销量		同比增速
		2009	2008	
中重卡	欧曼	84,641	59,705	41.77%
轻型货车	欧马可/奥铃/萨普/时代	383,797	329,365	16.53%
微型货车	时代迪卡	94,662	525	17930.86%
大客	欧V	1,847	1,687	9.48%
中客		1,312	861	52.38%
轻客	风景	21,365	13,775	55.10%
MPV	蒙派克	6,524	2,549	155.94%
	迷迪	6,024	175	3342.29%
SUV	传奇	1,006	921	9.23%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

2009年，公司实现汽车销售602021辆，增速达47%，远高于商用车28%的平均增长速度，超过平均增速19个百分点。其中，轻卡实现销量383797辆，同比增长16.5%，市场占有率为24.6%，全国第一；中重卡实现销量84641辆（其中重卡销量82234辆），同比增长41.8%，市场占有率9.5%（重卡市场占有率12.9%），全国第四。

图1 轻卡的市场份额

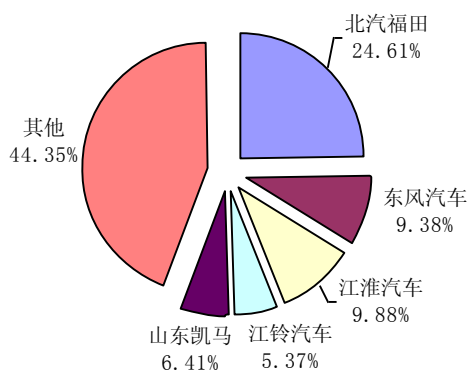
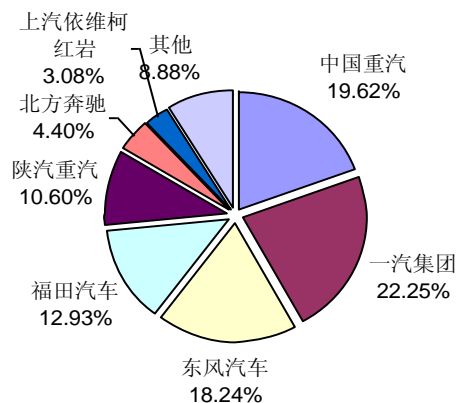


图2 重卡市场份额



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

### 轻卡依然为业绩的主要贡献

2009年，公司实现轻卡销售383797辆，同比增长16.63%，轻卡销量占公司总销量63.75%。轻卡实现销售收入213.94亿，占业务总收入的49.74%；毛利25.41亿，占主营业务利润的52.88%。轻卡依然是公司业绩的主要贡献。

图3 主营业务收入占比（2009）

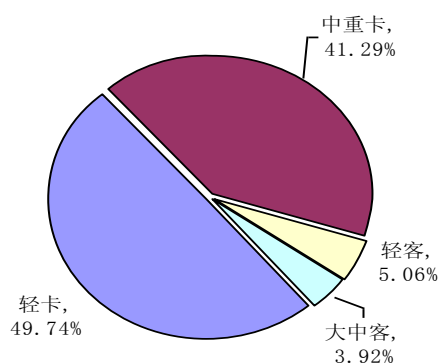
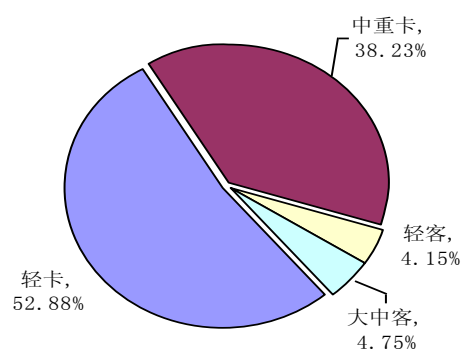


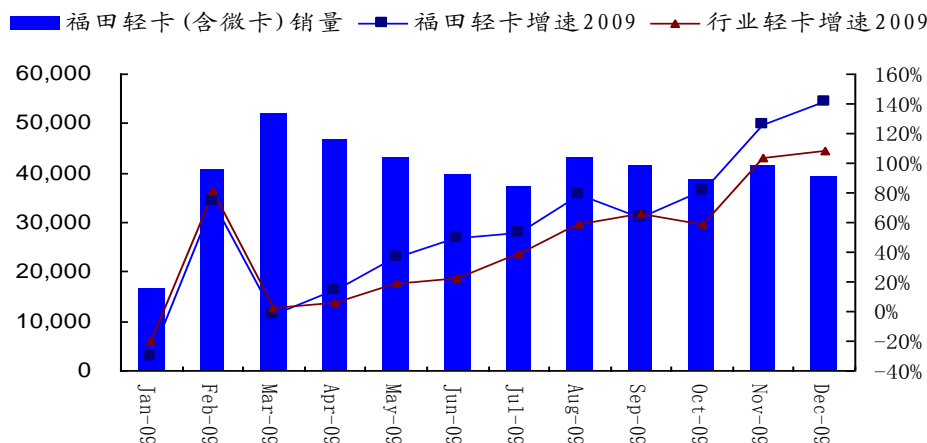
图4 主营业务毛利占比（2009）



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

2009年，轻卡行业实现销量155.96万辆，同比增长29.98%，公司轻卡销量增速低于行业平均水平，公司轻卡市场占有率也从2008年的28%下降到2009年的24.6%。这一现象不仅存在于福田汽车，而是轻卡行业龙头包括东风汽车共同面临的问题。主要原因是轻卡上半年换购补贴实施效果不理想，龙头厂商把精力用在了“要政策”和“铺网络”上。与此同时，一些低端轻卡生产厂商则抓住时机，扩大生产规模抢占市场份额。从下半年开始，公司轻卡销量增速明显快于行业平均增速。

图5 轻卡(含微卡)销量下半年好于行业平均增速



汽车产业的刺激政策在2010年继续延续，同时随着农村消费潜力的释放，公司轻卡销量将延续2009年快速增长的势头。轻卡仍为2010年公司业绩的主要增长点。我们预计福田汽车2010年轻卡销量将达到46万辆，同比增长20%。

2009年，轻卡业务的毛利率为11.88%，较2008年增加4.2个百分点。2009年轻卡毛利率明显改善的原因主要有3点：一是2009年钢材等主要原材料价格维持在低位；二是轻卡价格稳定，没有出现降价轻型（往年价格下降5%左右）；三是销量增长分摊固定支出，规模效应显现。我们认为，11.88%的毛利率水平并不是公司轻卡盈利的顶峰，2010年毛利率可能仍有所提高，即使考虑到原材料价格上涨的风险，毛利率也不会大幅下降。这是因为销量仍将继续增长，规模效应还有继续发挥的余地；福田康明斯发动机2010年正式量产，逐步配套给欧马可等高端轻卡，轻卡的价格中枢上移带动毛利率提升。我们保守预计2010年轻卡的毛利率维持在12%左右。

### 重卡业务贡献逐年提高

2009年，公司实现中重卡销售84641辆（重卡比重超过95%），同比增长41.8%，远远超过行业17.71%的增幅。重卡市场份额提升两个百分点，一举超过陕汽位列第四。

2009年，公司中重卡业务收入177.62亿，占总收入的41.29%，较2008年提高1.68个百分点；中重卡业务毛利18.37亿，占主营业务利润的38.23%，较2008年提高1.48个百分点。中重卡业务毛利率达到10.34%，较2008年提高3.15个百分点。

图6 公司中重卡业务收入比重逐年提高

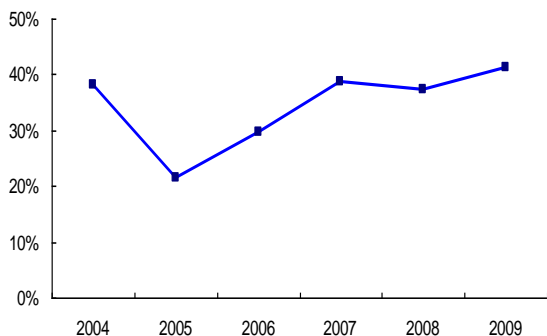
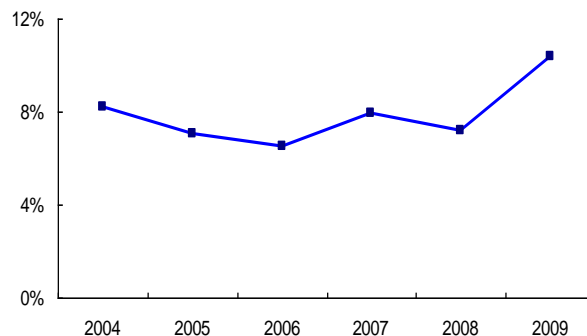


图7 公司中重卡业务毛利率达到历史高点



资料来源：WIND，国海证券研究所

公司中重卡业务在 2010 年仍面临着有利的形势：一，基建投资和物流复苏将继续提升重卡需求。公司中重卡销量在 2010 年 1 月同比增长了 542%，可见需求之旺盛。二，福田戴姆勒的投产及收购福田重机延伸了公司重卡产品的产业链。

我们预计，2010 年公司中重卡销量渴望突破 11 万辆，同比增长 30%。

### 新能源客车有望成为投资亮点

目前公司客车业务在整个业务中占比较低，2009 年大重客业务占比为 3.17%，轻客业务占比 3.37%。但是大中客却是公司中盈利能力最强的产品，毛利率高达 13.54%，2008 年更是接近 20%。公司在新能源客车领域保持国内市场绝对领先低位，在技术先进性、产品可靠性和市场保有量上远远优于竞争对手，全年实现销售近千辆。

2010 年，公司将原南海工厂调整为大中客南方二厂，并投资 5.5 亿元对南海工厂进行大中客技改，成为新能源客车厂，整车年产能 1 万辆。受益于新能源汽车的大发展，大中客业务渴望在 2010 年贡献客观的利润。

### 控制期间费用预留业绩提升空间

2009 年公司各项费用控制良好，期间费用率仅为 7.58%，较 2008 年仅上升 0.6 个百分点。公司在 09 年大幅计提了职工各项奖金（“应付职工薪酬”科目由 08 年低 1.02 亿上升为 09 年的 5.09 亿），10 年再大幅计提的可能不大，因此 10 年管理费用渴望维持一个比较低的比例。公司管理费用相对业绩弹性较大，管理费用的良好控制为 10 年业绩增长留下了空间。

不过，公司目前处于战略转型时期，由做大到做强的转变使公司仍处于资本支出的高峰。欧曼 GTL 建设项目、密云动功能厂建设项目等 5 大重点工程合计所需资金超过 50 亿，目前工程进度才刚刚开始。2009 年公司债务增加了近一倍，预计财务压力在 2010 年将有所加大。

### 估值优势突出 给予“买入”投资评级

我们认为，2010 年中重卡需求将更加火爆、轻微卡受益于农村需求迸发而快速增长、新能源政策带动新能源客车取得突破性进展，可以说 2010 年将是公司各项业务发展的黄金时期。预计公司 2010 年将实现各类商用车销售 75 万辆，同比增长 25%。

我们预计公司在 10、11 和 12 年的 EPS 分别为 1.55、1.83 和 2.27 元，以 2010 年 2 月 25 日收盘价对应的 PE 分别为 13 倍、11 倍和 9 倍，估值优势非常突出，我们给予“买入”的投资评级。

## 附录：盈利预测

资产负债表							利润表						
单位:百万元							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,906.78	4,789.82	11,183.43	13,418.12	16,784.36	21,851.05	一、营业收入	27,865.24	30,069.83	44,839.62	55,601.13	65,609.34	77,419.02
货币资金	410.56	510.31	4,130.60	5,701.41	7,723.28	11,186.19	减：营业成本	25,445.66	27,632.04	39,827.71	49,485.01	58,261.09	68,748.09
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	43.74	86.89	205.61	305.81	367.41	433.55
应收账款	466.05	701.62	739.02	990.16	1,168.39	1,378.69	销售费用	1,064.81	990.52	1,672.59	2,224.05	2,755.59	3,483.86
预付款项	388.62	578.94	1,267.92	1,626.90	1,915.43	2,260.21	管理费用	781.16	973.81	1,672.93	1,923.87	2,212.45	2,876.19
存货	2,520.28	2,755.09	4,894.74	4,948.50	5,826.11	6,874.81	财务费用	54.07	130.91	54.50	101.12	35.10	78.14
其他流动资产	121.27	243.87	151.15	151.15	151.15	151.15	资产减值损失	58.31	87.70	149.33	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3,824.44	5,043.65	6,473.89	6,738.37	7,085.60	6,683.29	加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资及金融资产	349.18	712.92	850.55	850.55	850.55	850.55	投资收益	29.47	-12.17	-37.99	43.72	43.72	894.27
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其中：联营企业收益	4.82	-31.71	-38.91	29.86	29.86	627.03
固定资产	2,900.73	3,179.63	3,647.92	3,667.41	3,969.66	3,621.91	二、营业利润	446.97	155.79	1,218.97	1,605.00	2,021.41	2,693.47
在建工程	199.72	355.40	315.57	560.55	605.54	550.98	加：营业外收入	56.66	198.03	89.02	97.93	107.72	118.49
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：营业外支出	43.54	42.05	28.44	31.29	34.42	37.86
无形资产及递延性资产	366.61	787.79	1,638.59	1,638.59	1,638.59	1,638.59	三、利润总额	460.08	311.78	1,279.55	1,671.64	2,094.71	2,774.10
其他非流动资产	8.20	7.91	21.26	21.26	21.26	21.26	减：所得税费用	72.10	-33.76	242.33	250.75	418.94	693.53
资产总计	7,731.22	9,833.48	17,657.33	20,156.50	23,869.96	28,534.35	四、净利润	387.98	345.54	1,037.22	1,420.89	1,675.77	2,080.58
流动负债	5,424.73	6,632.00	11,484.66	12,462.94	14,400.64	16,884.44	归属母公司净利润	388.35	345.89	1,037.33	1,420.89	1,675.77	2,080.58
短期借款	667.38	1,565.97	80.00	80.00	80.00	80.00	少数股东损益与调整	-0.37	-0.35	-0.11	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,211.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	811.41	916.41	916.41	916.41	916.41	916.41
预收账款	1,389.15	1,238.87	3,375.27	3,808.30	4,493.79	5,302.67	EPS (元)	0.48	0.38	1.13	1.55	1.83	2.27
其他	1,156.46	3,827.15	8,029.39	8,574.64	9,826.85	11,501.77							
长期负债	388.54	191.03	2,098.28	2,198.28	2,298.28	2,398.28	主要财务比率						
长期借款	242.53	101.84	1,870.94	1,970.94	2,070.94	2,170.94	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	成长能力						
其他	146.01	89.19	227.33	227.33	227.33	226.33	营业收入	40.53%	7.91%	49.12%	24.00%	18.00%	18.00%
负债合计	5,813.27	6,823.03	13,582.94	14,661.21	16,698.91	19,282.72	营业毛利	59.00%	0.75%	105.59%	22.03%	20.15%	18.00%
少数股东权益	3.00	2.64	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	418.95%	-27.04%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%
股本	811.41	916.41	916.41	916.41	916.41	916.41	净利润	642.88%	-10.93%	199.90%	36.98%	17.94%	24.16%
资本公积	780.09	1,740.26	1,863.57	1,863.57	1,863.57	1,863.57	获利能力						
留存收益	323.45	351.13	1,294.41	2,715.31	4,391.07	6,471.65	毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.00%	11.20%	11.20%
股东权益合计	1,917.95	3,010.45	4,074.39	5,495.28	7,171.05	9,251.63	EBIT/收入	1.90%	1.29%	3.26%	2.99%	3.07%	2.42%
负债和股东权益	7,731.22	9,833.48	17,657.33	20,156.50	23,869.96	28,534.35	净利率	1.39%	1.15%	2.31%	2.56%	2.55%	2.69%
							ROE	20.28%	11.50%	25.46%	25.86%	23.37%	22.49%
							ROIC	13.72%	7.39%	17.21%	18.83%	17.98%	18.09%
现金流量表							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	偿债能力						
经营活动现金流	558.21	-417.46	4,088.41	2,423.20	2,608.23	3,142.22	资产负债率	75.19%	69.39%	76.93%	72.74%	69.96%	67.58%
净利润	387.98	345.54	1,037.22	1,420.89	1,675.77	2,080.58	利息保障倍数	7.18	2.64	19.03	14.05	47.74	26.63
折旧摊销	58.31	87.70	149.33	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.23	0.27	0.53	0.67	0.75	0.88
财务费用	212.33	247.09	282.75	347.75	347.75	997.75	经营现金净额/当期债务	0.84	-0.27	51.11	30.29	32.60	39.28
投资收益	32.10	58.42	102.64	0.00	0.00	0.00	营运能力						
营运资金变动	55.46	130.91	54.50	101.12	35.10	78.14	总资产周转率	3.60	3.06	2.54	2.76	2.75	2.71
其它	29.77	12.17	37.99	-43.72	-43.72	-894.27	应收账款天数	6.02	8.40	5.93	6.41	6.41	6.41
投资活动现金流	-496.15	-816.34	-712.68	-851.27	-651.27	298.83	存货天数	35.66	35.89	44.24	36.00	36.00	36.00
资本支出	-552.22	-492.48	-754.30	-894.99	-694.99	-595.44	每股指标(元)						
长期投资	-22.32	-492.48	-754.30	-894.99	-694.99	-595.44	EBIT/股本	0.65	0.42	1.59	1.81	2.20	2.05
其他	78.40	16.50	177.55	43.72	43.72	894.27	每股经营现金流	0.69	-0.46	4.46	2.64	2.85	3.43
筹资活动现金流	53.40	1,315.44	-277.11	-1.12	64.90	21.86	每股净资产	2.36	3.28	4.45	6.00	7.83	10.10
债务融资	131.81	687.77	-153.07	100.00	100.00	100.00	估值比率						
权益融资	0.00	1,022.40	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	41.72	52.91	17.64	12.88	10.92	8.80
其它	-78.41	-394.73	-124.04	-101.12	-35.10	-78.14	P/B	8.46	6.08	4.49	3.33	2.55	1.98
汇率变动影响	1.11	2.02	0.40	0.50	0.59	0.70	P/S	0.58	0.61	0.41	0.33	0.28	0.24
现金净增加额	116.58	83.66	3,099.02	1,570.81	2,021.87	3,462.91	EV/EBITDA	30.28	43.56	11.16	10.56	8.03	7.16

## 国海证券投资评级标准

---

### 行业投资评级

---

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

### 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

本报告中的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。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征价。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。本报告版权归国海证券所有。