

业绩符合预期，维持推荐

推荐 (维持)

福田汽车 (600166) 09 年年报点评

2010 年 3 月 2 日

投资要点:

- ◇ **09年净利润同比增长199.90%，符合我们预期。**2009年，公司实现营业收入448.40亿元，同比增长49.12%；归属于母公司所有者的净利润10.37亿元，同比增长199.90%，EPS为1.13元，符合我们预期。4季度，公司实现营业收入127.26亿元，同比增长173.14%，环比上升1.61%；归属于母公司所有者的净利润3.39亿元，环比增长38.44%，EPS为0.37元。
- ◇ **轻卡和重卡业务表现出色，出口业务份额提升。**2009年公司销售轻卡38.4万辆，同比增长16.5%，快于行业平均水平，公司轻卡市场占有率为24.6%，龙头地位稳固。重卡业务行业地位明显提升，毛利率提升至10.3%。2009年，公司重卡销售82,234辆，同比大幅增长44%，市场占有率提升2.3个百分点至12.9%。
- ◇ **轻卡和重卡10年需求仍处于高位。**随着宏观经济的回暖，物流行业将趋于全面复苏，这将促进以城市内部为主要运行区域的轻卡需求上升，也将促进以城市间物流和长途物流为主的半挂牵引车需求上升。受益于基建和房地产项目陆续开工以及经济回暖带来物流需求持续恢复，我们认为10年公司将迎来销售旺季，重卡和轻卡销量均将维持高位。
- ◇ **维持公司“推荐”投资评级。**公司在商用车领域市场地位稳固，产销规模稳步提升，业绩稳健增长。预计公司10、11年的每股收益分别为1.44元和1.72元，对应市盈率分别为13.9倍和11.6倍，估值优势明显，综合考虑到公司重卡业务的增长潜力、产业链进一步完善的空间以及较大的业绩弹性，我们维持公司“推荐”投资评级。
- ◇ **风险提示。**原材料价格波动对毛利率的影响。

公司主要财务指标预测表

(亿元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	300.70	448.40	560.50	672.59
同比%	7.91%	49.12%	25.00%	20.00%
归属母公司净利润	3.46	10.37	13.24	15.79
同比%	-10.93%	199.90%	27.59%	19.26%
毛利率%	8.11%	11.18%	11.00%	11.00%
ROE%	11.50%	25.50%	24.40%	22.60%
每股收益(元)	2.30	5.04	7.38	10.27
每股净资产(元)	20.00	19.76	30.25	45.44
市净率(倍)	1.00	1.01	0.66	0.44
市盈率(倍)	52.96	17.66	13.84	11.61

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

莫景成

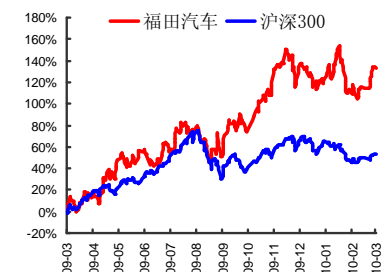
电话：0769-22119441

邮箱：mjc@dgzq.com.cn

主要数据 2010 年 3 月 1 日

收盘价(元)	19.99
总股本(万股)	91640
流通 A 股股本(万股)	60279
12 月最高价(元)	22
12 月最低价(元)	4.5

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

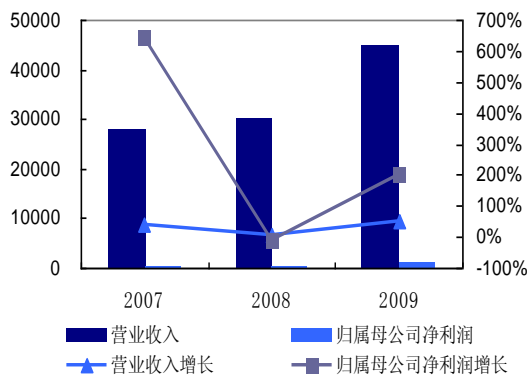
1. 2009 年业绩回顾

1.1 09 年净利润同比增长 199.90%，符合我们预期

2009年年报显示，2009年，公司实现营业收入448.40亿元，同比增长49.12%；归属于母公司所有者的净利润10.37亿元，同比增长199.90%，EPS为1.13元，符合我们预期。4季度，公司实现营业收入127.26亿元，同比增长173.14%，环比上升1.61%；归属于母公司所有者的净利润3.39亿元，环比增长38.44%，EPS为0.37元。

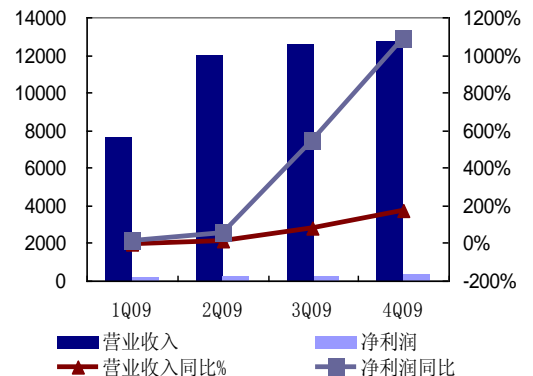
公司业绩增长的主要原因是受国家加大投资、汽车下乡直接补贴、养路费取消等政策的刺激，轻卡、重卡产品需求快速增长。由于公司的轻卡产品在中低端市场具备领先优势，重卡产品在公路货运行业具备竞争力，09年公司的轻卡业务和重卡业务营业收入分别同比增长39.9%、58%。

图 1：近三年公司的营业状况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 2：09 年分季度营业状况



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

表 1：主营业务构成情况表

	营业收入 (万元)	同比增减	营业成本 (万元)	同比增减	毛利率 (%)	同比增减
轻卡	2,139,430.45	39.93%	1,885,325.87	33.55%	11.88	4.21
中重卡	1,776,236.07	57.95%	1,592,537.48	52.58%	10.34	3.16
轻客	217,487.39	127.12%	197,554.81	119.21%	9.16	3.28
大中客	168,415.31	87.28%	145,611.89	100.37%	13.54	-5.65

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

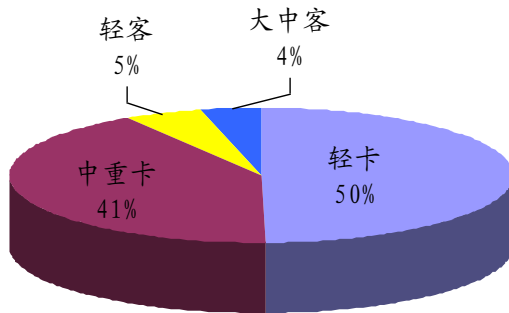
1.2 轻卡和重卡业务表现出色，出口业务份额提升

重卡业务行业地位明显提升，毛利率提升至10.3%。2009年，公司重卡销售82,234辆，同比大幅增长44%，市场占有率提升2.3个百分点至12.9%；销量提升推动其毛利率同比增加3.2个百分点至10.3%。

轻卡业务维持行业龙头地位。2009年公司销售轻卡38.4万辆，同比增长16.5%，增速相对较低的原因在于2009年公司将微卡销量单独统计，同口径比较公司轻卡销量增速达45%，快于行业平均水平。公司轻卡市场占有率为24.6%，龙头地位稳固。

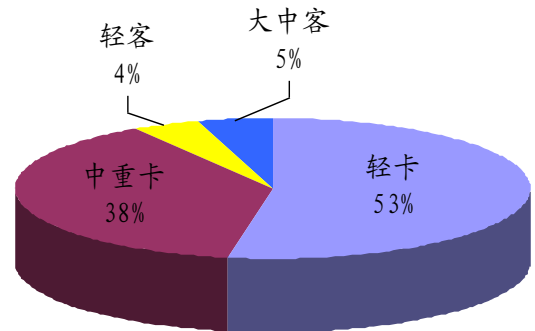
出口情况：2009年，公司出口汽车24443辆，虽同比下降15.3%（国内汽车行业出口同比下降46.2%），但目标业务市场份额增长了3%，出口数量在中国出口汽车企业总排名第四，市场占有率为11.9%，商用车出口排名第二。

图 3：公司收入产品构成



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 4：公司利润产品构成



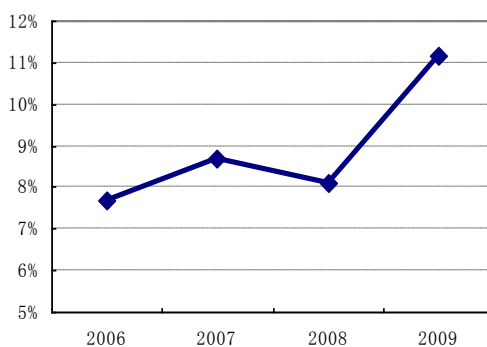
资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

1.2 4 季度综合毛利率环比下降 6.08 个百分点

09年公司的综合毛利率由08年的8.11%大幅提高至09年的11.18%，主要原因我们认为，除了原材料价格的显著下降以外，售价较高的高端产品的比重的提高也是公司毛利水平大幅度提高的非常重要的驱动因素。公司毛利水平的显著提高是公司09年盈利水平大幅度提高的最重要的驱动因素。

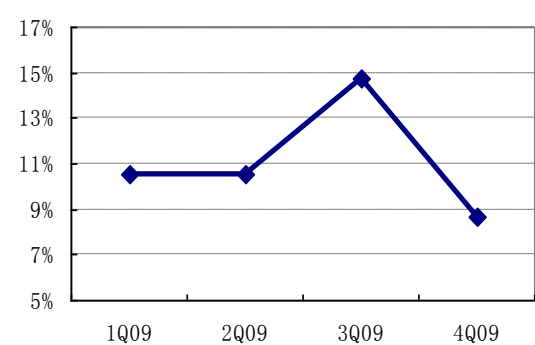
但公司4季度的产品毛利率仅为为8.68%，同比上升3.10个百分点，环比下降6.08个百分点，主要原因我们认为原材料成本的上升开始对公司盈利空间的出现侵蚀。

图 5：06-09 年毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

图 6：09 年单季度毛利率走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

09年公司的期间费用率为7.58%，较08年上升0.61个百分点；其中，销售费用和管理费用分别比上年增加了6.82亿元和6.99亿元，是期间费用上升的主要原因。

其中公司4季度的期间费用率为5.13%，同比下降4.99个百分点，环比下降6.05个百分点；同比下降的主要原因是管理费用率下降2.97个百分点；环比下降的主要原因是销售费用率下降5.01个百分点，上述期间费用率的变化属于季节性变化

表 2：公司主要财务指标

	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31
盈利能力与收益质量				
销售费用（万元）	73,313.09	106,481.39	99,051.79	167,259.22
销售费用率（%）	3.70	3.82	3.29	3.73
管理费用（万元）	65,869.93	78,115.61	97,381.31	167,293.15
管理费用率（%）	3.32	2.80	3.24	3.73
财务费用（万元）	412.53	5,406.73	13,090.54	5,449.56
财务费用率（%）	0.02	0.19	0.44	0.12
销售毛利率（%）	7.67	8.68	8.11	11.18
资本结构与偿债能力				
短期借款（万元）	92,000.00	66,738.44	156,597.30	8,000.00
长期借款（万元）	52,831.30	24,253.11	10,184.21	88,431.59
资产负债率（%）	76.64	75.19	69.39	76.93
流动比率	0.78	0.72	0.72	0.97
速动比率	0.29	0.26	0.31	0.55
营运能力				
存货周转率（次）	10.01	11.01	10.48	10.41
应收账款周转率（次）	64.38	78.84	62.73	66.64
总资产周转率（次）	3.34	3.93	3.42	3.26
现金流量				
经营现金流量净额(万元)	23296.28	55821.42	-41746.05	408841.05
同比增长率（%）	381.02	139.62	-174.79	1,079.35
成长能力				
营业收入增长率（%）	130.00	461.48	-65.14	682.43
利润总额增长率（%）	125.85	538.17	-32.23	310.40
净利润增长率（%）	117.61	642.88	-10.93	199.90

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

2. 2010 年业绩展望

2.1 轻卡和重卡 10 年需求仍处于高位

随着宏观经济的回暖，物流行业将趋于全面复苏，这将促进以城市内部为主要运行区域的轻卡需求上升，也将促进以城市间物流和长途物流为主的半挂牵引车需求上升。另一方面，汽车下乡、以旧换新政策的继续实施也将促进微卡消费需求的上升。受益于基建和房地产项目陆续开工以及经济回暖带来物流需求持续恢复，10年上半年公司将迎来销售旺季，重卡和轻卡销量均将维持高位。

2.2 产品结构改善提升竞争力

公司轻卡业务和重卡业务的单车净销售均价都有所增长，这为公司毛利水平的增长做出了重要的贡献。我们认为，公司产品销售均价的增长，表明高端产品的销量比重在不断提高。随着高端产品销量比重的提高，公司的盈利水平对原材料价格的敏感度将有所下降，公司的盈利增长模式将从单纯依靠销量增长向依靠产品附加值的提高过渡。特别是公司和戴姆勒集团组建合资公司，合资公司将获得戴姆勒奔驰的发动机技术和整车技术支持，公司的重卡产品技术有望获得质的提升，为公司成为第一流的商用车公司奠定坚实的基础。

2.3 维持公司“推荐”推荐评级

公司在商用车领域市场地位稳固，产销规模稳步提升，业绩稳健增长。预计公司 10、11 年的每股收益分别为 1.44 元和 1.72 元，对应市盈率分别为 13.9 倍和 11.6 倍，估值优势明显，综合考虑到公司重卡业务的增长潜力、产业链进一步完善的空间以及较大的业绩弹性，我们维持公司“推荐”投资评级。

3. 风险提示

原材料价格波动对毛利率的影响。

表 3：公司盈利预测

科目(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入	30,069.83	44,839.62	56,049.53	67,259.43
营业总成本	29,901.86	43,582.67	54,344.89	65,214.87
营业成本	27,632.04	39,827.71	49,884.08	59,860.90
营业税金及附加	86.89	205.61	168.15	201.78
销售费用	990.52	1,672.59	2,073.83	2,488.60
管理费用	973.81	1,672.93	2,073.83	2,488.60
财务费用	130.91	54.50	60.00	80.00
资产减值损失	87.70	149.33	85.00	95.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-12.17	-37.99	0.00	0.00
其中 对联营和合营投资	-31.71	-38.91	0.00	0.00
营业利润	155.79	1,218.97	1,704.63	2,044.56
加 营业外收入	198.03	89.02	95.00	105.00
减 营业外支出	42.05	28.44	35.00	45.00
利润总额	311.78	1,279.55	1,764.63	2,104.56
减 所得税	-33.76	242.33	441.16	526.14
实际所得税率	-10.83%	18.94%	25.00%	25.00%
净利润	345.54	1,037.22	1,323.48	1,578.42
减 少数股东损益	-0.35	-0.11	-0.10	-0.10
归母公司所有者的净利润	345.89	1,037.33	1,323.58	1,578.52
最新总股本(万股)	91,641	91,641	91,641	91,641
基本每股收益(元)	0.38	1.13	1.44	1.72
市盈率(倍)	52.96	17.66	13.84	11.61

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

分析师承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。在所知情的范围内，本人与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，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接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明出处为东莞证券研究发展中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119450

传真：(0769) 22119453

网址：www.dgzq.com.cn