

2010年03月15日

福田汽车 (600166)

09年完美收官,10年新能源最为期待

评级：增持（维持）

投资要点：

■ **09年完美谢幕**：2009年，公司累计销售整车60.20万辆，同比增长47%，成为去年全球最大的商用车生产企业。2010年公司提出的销售目标为70万辆，增速约16%。

■ **轻卡及微卡业务最为稳定**：2009年度轻型卡车实现销售383797辆，较去年同期增长16.5%，市场占有率为24.6%，位列全国第一。2010年在物流需求继续稳步复苏以及固定资产投资继续稳定增长的背景之下，轻卡销量增速将趋于稳定。

■ **中重卡面临产能瓶颈**：公司中重卡实现销量8.46万辆，同比增长41.77%，市场占有率为9.5%，位列全国第四。目前订单饱满，生产线满负荷运转。2010年公司中重卡10.65万辆的销售目标是根据每月9000辆左右的排产上限来计算的。

■ **新能源汽车值得期待**：公司新能源汽车项目绝不是仅仅停留在客车领域，据悉今年公司将推出相关的纯电动汽车，主要针对城市计程车、洒水车以及环卫车等。公司一旦在这些公共服务领域有所突破，福田汽车将成为新能源汽车领域新的风向标。

■ **盈利预测及投资评级**：按照70万辆的销售目标，预计公司主营收入将达到535亿元，净利润约15.77亿元，折合每股收益为1.72元，对应目前股价的动态市盈率仅为11.44倍，估值具有绝对的吸引力。我们维持公司“增持”的投资评级。

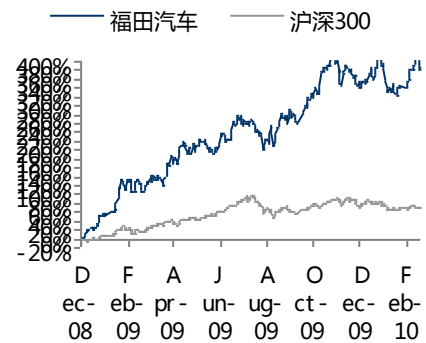
	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	44839.62	53463.78	66055.10	79266.12
同比(%)	49.12%	19.23%	23.55%	20.00%
净利润(百万元)	1037.33	1577.25	2074.64	2502.08
同比(%)	199.90%	52.05%	31.54%	20.60%
毛利率(%)	11.18%	10.78%	10.98%	10.88%
ROE(%)	25.46%	29.92%	30.30%	28.61%
每股收益(元)	1.13	1.72	2.26	2.73
P/E	17.40	11.45	8.70	7.22
P/B	4.43	3.42	2.64	2.06

李寅康

0512-62938653

liyk@gsjq.com.cn

福田汽车与沪深300指数走势比较图



市场数据 2010年03月15日

总股本(万股)	91640.85
流通A股(万股)	60279.63
收盘价(元)	19.70
6个月换手率(%)	264.67

财务数据 2009年

主营收入(亿元)	321.14
净利润(亿元)	6.98
摊薄每股收益(元)	1.13
每股净资产(元)	4.45

1. 2009 年完美谢幕

公司已于 3 月初发布了 2009 年年报，根据年报显示，2009 年，公司累计销售整车 60.20 万辆，同比增长 47%，成为去年全球最大的商用车生产企业。销量的增长带动了公司主营收入的大幅提升，2009 年全年公司共实现主营收入 448.40 亿元，同比增长 49.12%，实现归属母公司净利润 10.37 亿元，同比增长 200.18%，折合每股收益为 1.13 元。2010 年公司提出的销售目标为 70 万辆，增速约 16%。

2. 轻卡及微卡业务最为稳定

公司 2009 年度轻型卡车实现销 383797 辆 较去年同期增长 16.5%，市场占有率为 24.6%，位列全国第一。微卡由于统计口径的变更，2009 年销量由 2008 年的 525 辆提升至 9.5 万辆。从使用用途来看，轻卡主要分为平板和自卸车两种，销量占比分别为 65%和 35%。平板车需求主要与城市物流相关，每年均可保持 10%的稳定增长，而自卸车则主要来自于房地产及基础设施建设的需求，需求增速略有波动。2010 年公司平板车型结构将逐渐向中高端化转变，两款中高端车型欧马可以及奥铃将借助福田康明斯发动机的优势来提升其市场竞争力。两款车型预计在 2010 年的销量增速将分别达到 85%和 50%。时代轻卡（平板车）和时代金刚（自卸车）是公司轻卡中的主力车型，2009 年的销量分别达到 22.8 万辆和 17 万辆，市场占有率也较高，2010 年在物流需求继续稳步复苏以及固定资产投资继续稳定增长的背景之下，两车型的销量增速预计在 15%左右。

3. 中重卡面临产能瓶颈

受益于 2009 年下半年物流需求的超预期复苏，公司中重卡实现销量 8.46 万辆，同比增长 41.77%，市场占有率为 9.5%，位列全国第四。目前中重卡只有欧曼一厂在生产，设计产能上限为 8 万辆，2009 年下半年的中重卡订单异常饱满，以至于只能通过加班加点来完成。从 2010 年的排产情况看，在 5 月之前，生产线都将满负荷运转。2010 年公司中重卡的销售目标 10.65 万辆就是根据每月 9000 辆左右的排产上限来计算的。

公司当前最重要的工作就是尽快落实中重卡产能的扩建工程。目前，

公司欧曼二厂已在建设之中,设计产能同样为 8 万辆,预计 2011 年可达产,此外在俄罗斯、印度及巴西三地均有中重卡的新建产能计划,共计约 5 万辆左右,预计在 2012 年年底前达产。因此公司中重卡的产能瓶颈将在未来 3 年中逐渐得到缓解。

4. 新能源汽车最值得期待

公司 2009 年共销售欧 V 客车 4002 辆,其中 925 辆为新能源客车。公司在新能源客车领域可谓是标志性企业之一,2009 年欧 V 新能源客车为其贡献了 10 亿左右的主营收入,目前市场占有率第一。至今年 3 月,公司欧 V 新能源客车订单已接近 500 辆左右,预计全年 1000 辆新能源客车的销售目标不会有太大的问题。但是公司新能源汽车项目绝不是仅仅停留在客车领域,据悉今年公司将推出相关的纯电动汽车,主要针对城市计程车、洒水车以及环卫车等。公司一旦在这些公共服务领域有所突破,福田汽车将成为新能源汽车领域新的风向标。新能源汽车目前的毛利率水平并不高,欧 V 新能源客车的毛利率与传统动力客车的毛利率接近,大约在 12%-13%左右,但是由于单车售价较高,因此其利润贡献较普通客车要多。

5. 福田康明斯发动机项目预计仍然亏损

福田康明斯 3.8L 发动机已形成 25 万台的产能,而 2.8L 发动机也将在 2010 年 6 月达产。公司预计 2010 年销售 3.1 万台,其中内销 2.8 万台,主要是配置在中高端轻卡欧马可及奥铃上,外销约 3000 台。由于该项目的盈亏平衡点大约在 8 万台左右,因此,2010 年仍将面临亏损(2009 年亏损约 3971 万)。未来公司将借助康明斯在海外的销售网络,在出口上谋求突破。

6. 盈利预测及投资建议

按照公司计划,2010 年将完成 70 万辆的销售目标,在此销量目标之下,我们预计公司主营收入将达到 535 亿元,净利润约 15.77 亿元(包含欧曼相关的中重卡资产经评估后增值所带来的非经常性损益约 2.12 亿元),折合每股收益为 1.72 元,对应目前股价的动态市盈率仅为 11.44 倍,考虑未来增发带来的股本增加,摊薄后的每股收益为 1.49 元,对应的动态市盈率为 13.22 倍,估值具有绝对的吸引力。我们维持公司“增

持”的投资评级。

表 1：相对估值表

公司代码	公司简称	股价	EPS (元/股)			PE		
			2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
000951	中国重汽	26.81	1.13	1.12	1.82	23.73	23.94	14.73
000800	一汽轿车	20.98	0.67	0.80	1.20	31.31	26.23	17.48
600104	上海汽车	19.99	0.10	1.02	1.40	199.90	19.60	14.28
600418	江淮汽车	9.70	0.04	0.38	0.68	242.50	25.53	14.26
600166	福田汽车	17.67	0.40	1.13	1.72	44.18	15.64	10.27
000550	江铃汽车	20.04	0.91	1.22	1.48	22.02	16.43	13.54
000625	长安汽车	11.57	0.01	0.46	0.60	1157.00	25.15	19.28
600066	宇通客车	17.17	1.02	1.07	1.23	16.83	16.05	13.95
000338	潍柴动力	61.20	2.32	4.05	4.55	26.38	15.11	13.45
000887	中鼎股份	13.34	0.31	0.48	0.61	42.52	27.79	21.87
002048	宁波华翔	11.42	0.29	0.83	0.55	39.16	13.76	20.76
600742	一汽富维	24.88	0.90	1.65	2.00	27.77	15.08	12.44
600660	福耀玻璃	11.97	0.12	0.56	0.80	97.48	21.38	14.96
600741	华域汽车	8.96	-0.01	0.54	0.70	-640.00	16.59	12.80
002213	特尔佳	12.78	0.24	0.37	0.42	53.10	34.16	30.68
600178	东安动力	15.32	0.35	0.68	0.75	44.19	22.53	20.43
600686	金龙汽车	8.90	0.44	0.32	0.48	20.23	27.81	18.54
行业平均						130.52	21.34	16.69

表 2：三大表预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2009	2010	2011	2012	会计年度	2009	2010	2011	2012
流动资产	11183.4	12537.5	17859.6	23973.8	营业收入	44839.6	53463.8	66055.1	79266.1
现金	4130.6	4077.9	7144.3	10762.2	营业成本	39827.7	47700.6	58803.3	70642.8
应收账款	738.8	980.1	1210.9	1453.1	营业税金及附加	205.6	199.8	246.9	296.3
其它应收款	127.1	151.6	187.3	224.7	营业费用	1672.6	1877.7	2319.9	2783.9
预付账款	1267.9	1844.8	2555.9	3410.2	管理费用	1672.9	1863.1	2301.8	2762.2
存货	4894.7	5383.8	6636.9	7973.2	财务费用	54.5	-6.4	-33.5	-95.2
其他	24.3	99.5	124.4	150.5	资产减值损失	149.3	65.1	40.0	42.3
非流动资产	6590.7	5500.0	4764.3	3968.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	715.0	570.1	583.6	576.9	投资净收益	-38.0	-25.1	-31.5	0.0
固定资产	4080.3	3463.1	2826.9	2181.2	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0

无形资产	1322.1	1189.9	1057.7	925.5
其他	473.3	277.0	296.1	284.6
资产总计	17774.2	18037.6	22623.9	27942.0
流动负债	11484.7	12004.7	15099.4	18613.5
短期借款	80.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	4854.5	5321.1	6559.6	7880.4
其他	6550.1	6683.5	8539.8	10733.1
非流动负债	2098.3	884.3	884.3	884.3
长期借款	884.3	884.3	884.3	884.3
其他	1214.0	0.0	0.0	0.0
负债合计	13582.9	12889.0	15983.8	19497.8
少数股东权益	0.0	194.9	451.4	760.6
股本	916.4	916.4	916.4	916.4
资本公积	1355.6	1355.6	1355.6	1355.6
留存收益	1802.5	2804.7	4123.0	5712.8
归属母公司股东权	4074.4	5076.7	6395.0	7984.9
负债和股东权益	17657.3	18160.6	22830.1	28243.2

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流	4088.4	1437.8	3849.7	4420.5
投资活动现金流	-712.7	132.0	-45.1	6.8
筹资活动现金流	-277.1	-1622.6	-738.2	-809.3
现金净增加额	3098.6	-52.7	3066.4	3617.9

营业利润	1219.0	1738.8	2345.2	2833.8
营业外收入	89.0	143.5	116.3	129.9
营业外支出	28.4	35.2	31.8	33.5
利润总额	1279.6	1847.1	2429.6	2930.2
所得税	242.3	74.9	98.5	118.8
净利润	1037.2	1772.2	2331.1	2811.3
少数股东损益	-0.1	194.9	256.4	309.2
归属母公司净利	1037.3	1577.2	2074.6	2502.1
EBITDA	1516.6	2481.8	3080.0	3516.5
EPS (元)	1.13	1.72	2.26	2.73

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010	2011	2012
营业收入	44839.6	53463.8	66055.1	79266.1
同比(%)	49.1%	19.2%	23.6%	20.0%
归属母公司净利润	1037.3	1577.2	2074.6	2502.1
同比(%)	199.9%	52.0%	31.5%	20.6%
毛利率(%)	11.2%	10.8%	11.0%	10.9%
ROE(%)	25.5%	29.9%	30.3%	28.6%
净利率(%)	2.3%	3.0%	3.1%	3.2%
资产负债率(%)	76.9%	71.0%	70.0%	69.0%
每股收益(元)	1.13	1.72	2.26	2.73
P/E	17.4	11.4	8.7	7.2
P/B	4.43	3.42	2.64	2.06

来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司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，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>