

2010年4月8日

福田汽车

预计1季度业绩翻倍增长

我们认为公司的主营产品重卡和轻卡3月份都已进入旺销期，随着季度末的结算，预计3月销量创单月历史新高。我们预计1季度中重卡销量同比增长200%，轻卡销量同比增长超20%，1季度业绩同比翻倍增长；2季度仍处于旺季，预计上半年业绩无忧。考虑下半年商用车需求正常回落因素在内，我们预计2010年每股收益1.60元，将目标价格上调至28.80元。

A
买入

600166.SS - 人民币 22.62

目标价格: 人民币 28.80 (↑26.00)

王玉笙

(8621) 6860 4866 分机 8523

yusheng.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208010260

支撑评级的要点

- 预计1季度中重卡销量超去年4季度，同比增长翻一番。预计2季度仍将维持旺势。
- 轻卡业务持续受益于优惠政策，预计1季度销量环比增长超过10%，同比增长超20%。
- 预计1季度各项费用率处于低位。

评级面临的主要风险

- 上半年物流用车的高需求对下半年购车的透支。
- 钢材等原材料成本上升负面影响毛利。

估值

- 我们预计公司1季度销量实现同比大幅增长，由于公司2月已提价，且1季度各项费率通常较低，预计1季度每股收益0.45-0.50元，我们将公司2010年盈利预测调整至1.60元，将目标价格从26.00元上调至28.80元，维持**买入**评级。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	19	7	17	132
相对新华富时A50指数(%)	27	4	22	107

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	916
流通股(%)	62
流通股市值(人民币 百万)	12,914
3个月日均交易额(人民币 百万)	229
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
北汽控股	38

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	30,070	44,840	54,256	64,022	73,625
变动(%)	8	49	21	18	15
净利润(人民币 百万)	477	1,092	1,461	1,716	2,006
全面摊薄每股收益(人民币)	0.377	1.132	1.595	1.873	2.189
变动(%)	(10.9)	199.9	40.9	17.4	16.9
市场预期每股收益(人民币)	-	0.975	1.110	1.304	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.302	1.516	1.771
调整幅度(%)	-	-	22.4	23.5	23.6
全面摊薄市盈率(倍)	59.9	20.0	14.2	12.1	10.3
每股现金流量(人民币)	(0.46)	4.46	1.13	3.34	3.86
价格/每股现金流量(倍)	(49.7)	5.1	20.0	6.8	5.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.7	9.3	8.1	6.1	4.6
每股股息(人民币)	0.269	0.020	0.060	0.159	0.187
股息率(%)	1.2	0.1	0.3	0.7	0.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

预计 1 季度业绩强劲

我们认为福田倚重的重卡和轻卡 1-2 季度适逢销量增长的契机。公司轻卡业务持续受益于汽车下乡和以旧换新政策的实施；而中重卡业务 1-2 月受益于物流用车需求的增加，3-5 月随着基建开工，销售又迎来旺季。

我们认为公司 1-3 月订单饱满，3 月由于是季度末大多数的销售将得到确认。由于我们认为 2 月公司销量低于订单，故 3 月份销量存在超预期的可能。从 07-09 年 1 季度的销量情况来看，3 月销量历年平均占 1 季度总销量的 52%，据此，预计公司 3 月销量将在 8 万台左右。

图表 2.各车型季度销量及预测

	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季度	季度环比%(E)	季度同比%(E)
中重卡 (含底盘、半挂车)	8,982	22,956	27,102	25,601	26,970	5.3	200
轻卡 (含微卡、工程车)	109,163	129,023	121,472	118,809	134,086	12.9	23
轻客	4,339	5,964	5,687	5,367	5,534	3.1	28
大中客 (含底盘)	282	871	1,172	1,675	1,341	(19.9)	376
其他 (SUV、蒙派克等)	1,881	3,232	3,936	4,505	4,344	(3.6)	131
合计	124,647	162,046	159,369	155,957	172,275	10.5	38

资料来源：公司数据

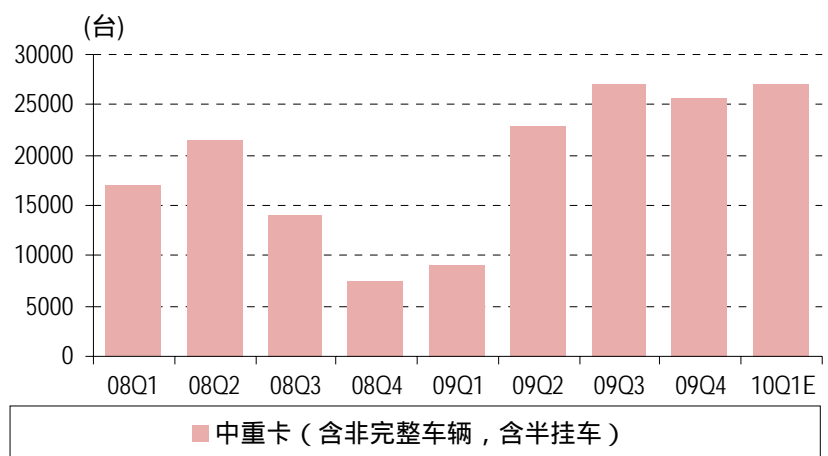
我们预计公司 1 季度销量同比将实现大幅增长，其中重卡销量同比增长约 200%，轻卡同比增长超过 20%。预计中重卡和轻卡季度环比增长将分别超过 5%和 10%。我们认为公司 1 季度销量和结构与 09 年 3-4 季度的销量和结构存在很大可比性；而费用方面，1 季度费用水平在全年中通常处于低位；毛利率方面，2 月份的产品提价提振了毛利，缓解了原材料成本上升的负面影响；所得税方面，税率也由去年同期的 25% 降低至今年的 15%。我们预计 1 季度销售收入同比增长 100% 左右，结合 1 季度相对较低的费率水平，预计公司 1 季度每股收益将达到 0.45-0.50 元。

中重卡业务

如前所述，公司 09 年底到 2010 年初的中重卡销量淡季不淡，月均销量始终维持在 8,000 台以上水平，我们认为原因有三：首先，09 年冬季用煤量等的激增以及物流景气度的复苏导致了用户在淡季也增加了对物流用重卡的采购；第二，养路费的取消和燃油附加费的实施，使得重卡用户持有重卡的成本显著降低；第三，计重收费政策对半挂车的促进作用日趋明显，福田灵活的制造和营销政策凸显了中重卡产品的竞争力。

我们认为 2007-2010 年的中重卡市场需求，深受金融危机、排放标准趋严、养路费取消等因素的影响而形成起落。由于福田同时拥有性价比较高的自卸车和半挂车产品，使得 09 年中重卡购买的季节性因素体现不明显。我们预计 2 季度公司中重卡的月均销量仍将达到 8,000-9,000 台，而预计下半年自卸车产品的销量将正常回落，物流用车的需求存在被透支的风险。但总体而言，我们乐观的认为公司 2010 年下半年中重卡业务销量将能维持 09 年的水平，全年销量增长达 15-20%。

图表 3.福田汽车中重卡(含非完整车辆，含半挂车)销量分季度列示

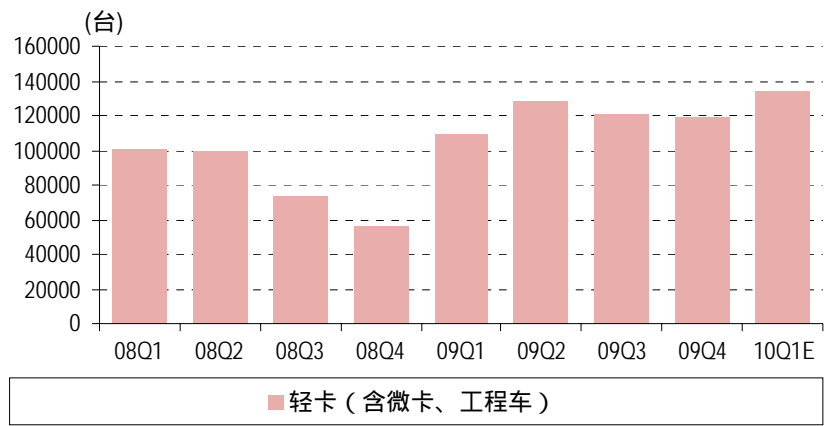


资料来源：公司数据

轻卡预计稳定增长

09 年 1 季度公司每股收益 0.2 元左右，主要来自轻卡业务，重卡销量由于刚接近盈亏平衡点，基本没有贡献盈利。我们认为今年 1 季度重卡的盈利贡献将大幅改观，贡献 40-50%左右的盈利。我们认为公司的轻卡业务 09 年销量基数已非常高，预计今年 3 月达到年内新高 6 万台左右，之后每月销量将回落到 3-4 万台的水平，我们保守预计轻卡下半年较去年下半年实现小幅增长，全年销量增长 13%-15%。

图表 4.福田汽车轻卡(含微卡、工程车)销量分季度列示



资料来源：公司数据

估值

我们认为随着 3-5 月商用车销售旺季的到来，公司的重卡和轻卡销量将达到年内高点，对 1-2 季度的盈利产生推动。我们预计 3 月公司销量将超过 8 万台，1 季度每股收益达到 0.45-0.5 元，全年中重卡和轻卡销量分别实现 20%和 15%左右的增长，随着规模效应的进一步体现，盈利将得到大幅改善。我们将 2010 年每股收益从 1.30 元上调至 1.60 元，将目标价格从 26.00 元上调至 28.80 元，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	30,070	44,840	54,256	64,022	73,625
销售成本	(27,719)	(40,033)	(48,494)	(57,236)	(65,821)
经营费用	(1,630)	(2,906)	(3,457)	(3,909)	(4,352)
息税折旧前利润	721	1,900	2,305	2,878	3,453
折旧及摊销	(422)	(589)	(640)	(925)	1,207
经营利润 (息税前利润)	299	1,311	1,666	1,953	2,246
净利息收入/(费用)	0	0	33	36	74
其他收益/(损失)	144	23	21	30	40
税前利润	443	1,334	1,719	2,019	2,360
所得税	34	(242)	(258)	(303)	(354)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	477	1,092	1,461	1,716	2,006
核心净利润	321	1,042	1,410	1,674	1,963
每股收益(人民币)	0.520	1.191	1.595	1.873	2.189
核心每股收益(人民币)	0.350	1.137	1.538	1.826	2.142
每股股息(人民币)	0.269	0.020	0.060	0.159	0.187
收入增长(%)	8	49	21	18	15
息税前利润增长(%)	(37)	339	27	17	15
息税折旧前利润增长(%)	(8)	164	21	25	20
每股收益增长(%)	23	129	34	17	17
核心每股收益增长(%)	(15)	225	35	19	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	510	4,152	3,182	4,332	5,976
应收帐款	851	866	1,063	1,254	1,442
库存	2,755	4,895	5,638	6,661	7,665
其他流动资产	674	1,271	503	503	503
流动资产总计	4,790	11,183	10,386	12,749	15,586
固定资产	3,535	3,963	4,337	4,564	4,760
无形资产	966	1,913	2,902	3,650	4,158
其他长期资产	543	597	597	597	597
长期资产总计	5,044	6,474	7,836	8,811	9,516
总资产	9,833	17,657	18,221	21,560	25,102
应付帐款	3,885	9,724	9,645	11,383	13,091
短期债务	1,771	223	200	200	200
其他流动负债	976	1,538	925	955	955
流动负债总计	6,632	11,485	10,770	12,538	14,246
长期借款	102	884	884	884	884
其他长期负债	89	1,214	1,087	1,087	1,087
股本	916	916	916	916	916
储备	2,091	3,158	4,564	6,134	7,969
股东权益	3,008	4,074	5,481	7,051	8,885
少数股东权益	3	0	0	0	0
总负债及权益	9,833	17,657	18,221	21,560	25,102
每股帐面价值(人民币)	3.28	4.45	5.98	7.69	9.70
每股有形资产(人民币)	2.23	2.36	2.81	3.71	5.16
每股净负债(现金)	1.49	(3.30)	(2.29)	(3.54)	(5.34)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	443	1,334	1,719	2,019	2,360
折旧与摊销	422	589	640	925	1,207
净利息费用	0	0	(33)	(36)	(74)
运营资本变动	(972)	4,607	480	1,535	1,507
税金	(97)	(297)	(258)	(303)	(354)
其他经营现金流	(213)	(2,145)	(1,512)	(1,081)	(1,112)
经营活动产生的现金流	(417)	4,088	1,036	3,059	3,534
购买固定资产净值	(506)	(759)	(1,782)	(1,785)	(1,785)
投资减少/增加	(375)	(135)	(30)	(15)	(8)
其他投资现金流	64	181	0	0	0
投资活动产生的现金流	(816)	(713)	(1,812)	(1,800)	(1,793)
净增权益	1,022	0	0	0	0
净增债务	688	(153)	(23)	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(395)	472	(149)	(110)	(98)
融资活动产生的现金流	1,315	318	(173)	(110)	(98)
现金变动	82	3,694	(948)	1,150	1,644
期初现金	429	436	4,131	3,182	4,332
公司自由现金流	(1,234)	3,376	(776)	1,259	1,742
权益自由现金流	(677)	3,168	(766)	1,296	1,816

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.4	4.2	4.2	4.5	4.7
息税前利润率(%)	1.0	2.9	3.1	3.1	3.1
税前利润率(%)	1.5	3.0	3.2	3.2	3.2
净利率(%)	1.6	2.4	2.7	2.7	2.7
流动性					
流动比率(倍)	0.7	1.0	1.0	1.0	1.1
利息覆盖倍数(倍)	n.a.	n.a.	25.3	30.0	34.5
净权益负债率(%)	45.3	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.3	0.5	0.4	0.5	0.6
估值(倍)					
市盈率	43.5	19.0	14.2	12.1	10.3
核心业务市盈率	64.6	19.9	14.7	12.4	10.6
目标价对应核心业务市盈率	82.3	25.3	18.7	15.8	13.4
市净率	6.9	5.1	3.8	2.9	2.3
价格/现金流	(49.7)	5.1	20.0	6.8	5.9
企业价值/息税折旧前利润	30.7	9.3	8.1	6.1	4.6
周转率					
存货周转天数	34.7	34.9	39.6	39.2	35.5
应收帐款周转天数	8.0	7.0	6.5	6.6	6.7
应付帐款周转天数	44.9	55.4	65.1	59.9	60.7
回报率					
股息支付率(%)	51.6	1.7	3.8	8.5	8.6
净资产收益率(%)	19.4	30.8	30.6	27.4	25.2
资产收益率(%)	3.4	7.8	7.9	8.3	8.2
已运用资本收益率(%)	7.5	26.1	30.0	27.9	26.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 4 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371