受益行业景气，未来发展更加均衡

——福田汽车09年年报点评

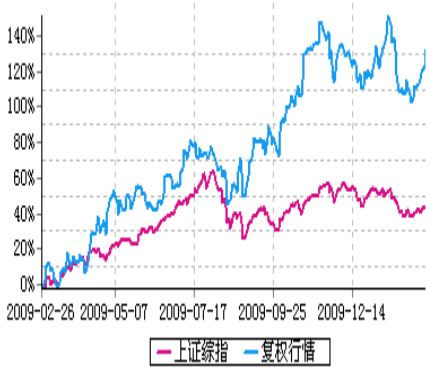
评级：推荐

目标价位：22.68元

2010年3月1日

公司研究/动态报告

行业相对市场表现



公司基本数据（100301）

收盘价（元）	19.97
总股本（百万股）	916.41
无限售条件流通股（百万股）	602.8
流通股比例%	65.7%
流通市值（亿元)	120.22

财务数据（4Q/09）

股东权益（亿元）	40.76
每股净资产（元）	4.45
净资产收益率％	25.46
净利润（亿元）	10.37
每股收益（元）	1.13

民生证券研究所

研究员　呼振翼

电话：(8610)85257648

Email：huzhenyi@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街28号
民生金融中心A座16层 100005

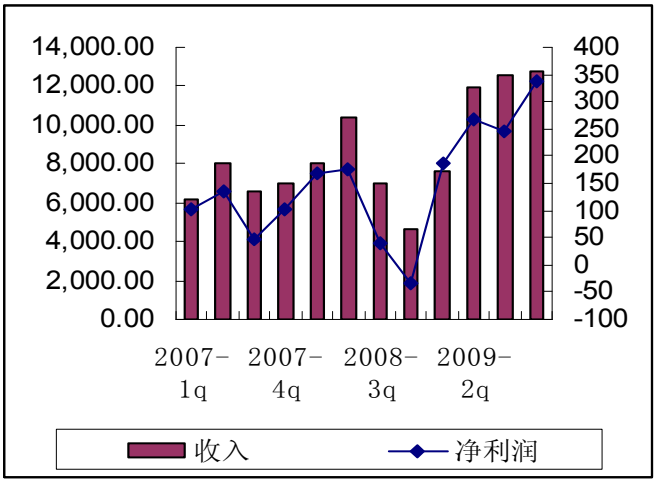
投资要点

- **福田汽车09年年报业绩：**全年产销汽车60 万辆，增速达47%，远高于商用车28%的平均增长速度，超过了平均增速19 个百分点，销售收入448.40 亿元，同比增长49.12%，实现利润12.8 亿元，同比增长310.4%，归属于上市公司净利润达到10.37亿，同比增长199%。
- **盈利能力分析:**公司毛利大幅提升，2009年超过以往的8-9%的季度毛利水平，全年平均达到11.2%，费用比例看，基本和毛利率变化同步，一直保持比较稳定的3-4%的差。
- **主营产品分析：**轻卡由于统计原因，今年不包含微卡，因此同比增幅不高，而中重卡增长41.8%，远超过行业增幅，而中重卡单价较高，贡献了较高的收入和营业利润增量，我们看到在收入占比重，中重卡的收入占比和营业利润占比都远超过轻卡，是公司09年营收好转的主要贡献产品，随着公司增发实施，未来2年重卡产能仍会扩张，公司盈利结构将获得进一步改善。
- **维持“推荐”评级。**我们预计10年/11年收入为526.4亿元/593.84亿元，eps分别为1.26元/1.54元。目前股价对应10年/11年PE分别为15.7倍/13倍PE，目前商用车估值看，2010年预期pe在17-19倍，公司仍处行业较低水平，维持“推荐”评级，给与半年目标价22.68元，相当于18倍2010年pe。

一、收入规模扩大是利润增长的主要原因

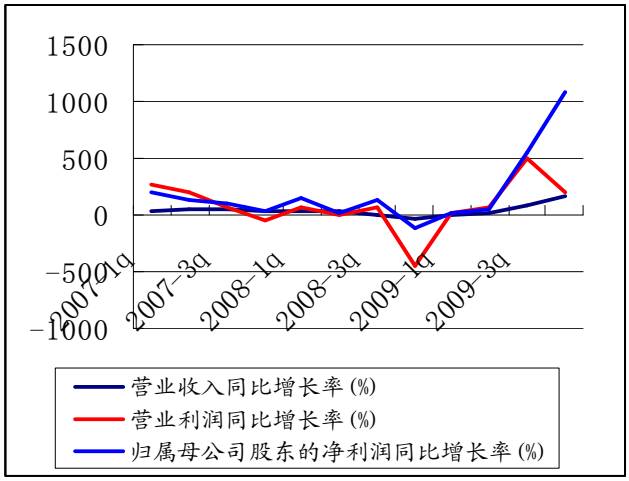
福田汽车全年产销汽车60 万辆，增速达47%，远高于商用车28%的平均增长速度，超过了平均增速19 个百分点，销售收入448.40 亿元，同比增长49.12%，实现利润12.8 亿元，同比增长310.4%，归属于上市公司净利润达到10.37亿，同比增长199%。

图表1 公司季度营收好转



数据来源 wind 民生证券研究所

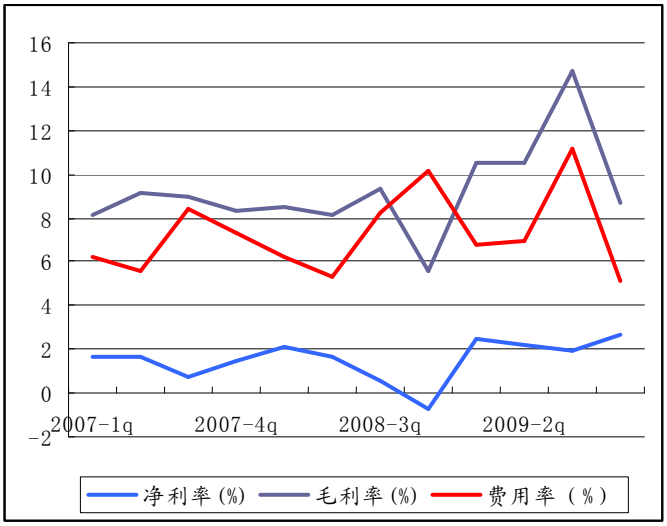
图表2 利润同比增幅远超收入



数据来源 wind 民生证券研究所

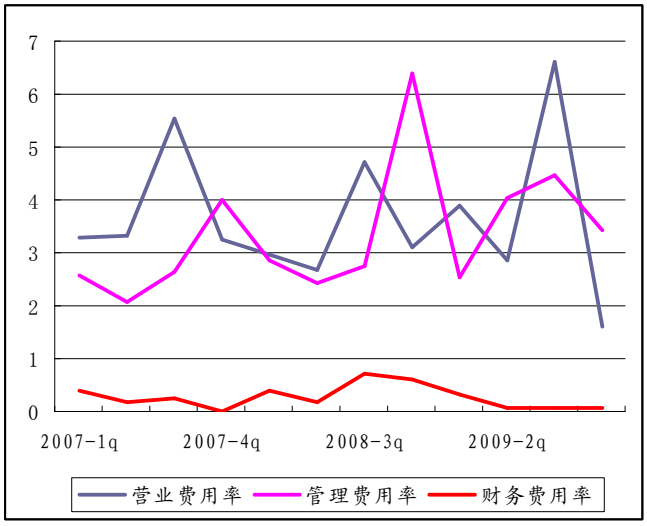
在收入规模扩大同时，公司毛利大幅提升，2009年超过以往的8-9%的稳定水平，四季度单季毛利率回落到历史平均水平，而去年四季度单季度毛利还未能覆盖费用；而费用比例看，基本和毛利率变化同步，一直保持比较稳定的3-4%的差，具体费用看，营业费用每年3季度都是季度高点，净利率看，随着收入规模扩大，在稳步提高。

图表3 毛利和费用差基本稳定，净利提高



数据来源 wind 民生证券研究所

图表4 费用比例在降低



数据来源 wind 民生证券研究所

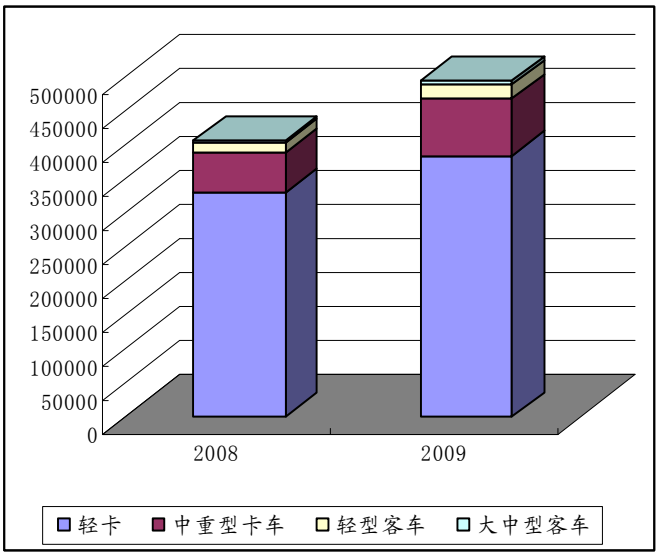
二、产品结构发生积极变化，未来产品向均衡发展

轻卡是目前主力，但中重卡是主要盈利来源

2009 年，公司累计销售整车602021 辆，同比增长47%，其中：轻型卡车实现销量383797 辆，较去年同期增长16.5%，销售名列全国第一位，市场占有率为24.6%；中重型卡车实现销量84641 辆，较去年同期增长41.8%，销售名列全国第四位，市场占有率9.5%；轻型客车实现销量21365 辆（不含蒙派克、传奇SUV、迷迪），较去年同期增长55.1%；大中型客车实现销量4002辆，较去年同期增长57.1%。

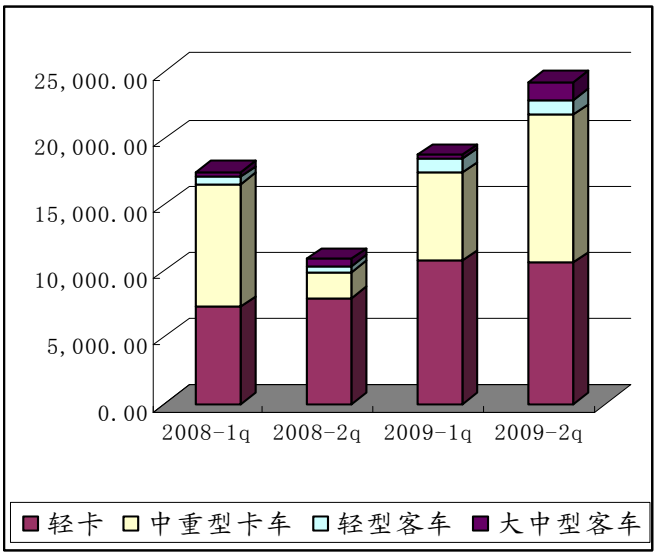
轻卡由于统计原因，今年不包含微卡，因此同比增幅不高，而中重卡增长41.8%，远超过行业增幅，而中重卡单价较高，贡献了较高的收入和营业利润增量，我们看到在收入占比重，中重卡的收入占比和营业利润占比都远超过轻卡，是公司09年营收好转的主要贡献产品，随着公司增发实施，未来重卡产能仍会扩张，公司盈利结构将获得进一步改善。

图表5 主要产品销量大幅增长，轻卡仍是主力



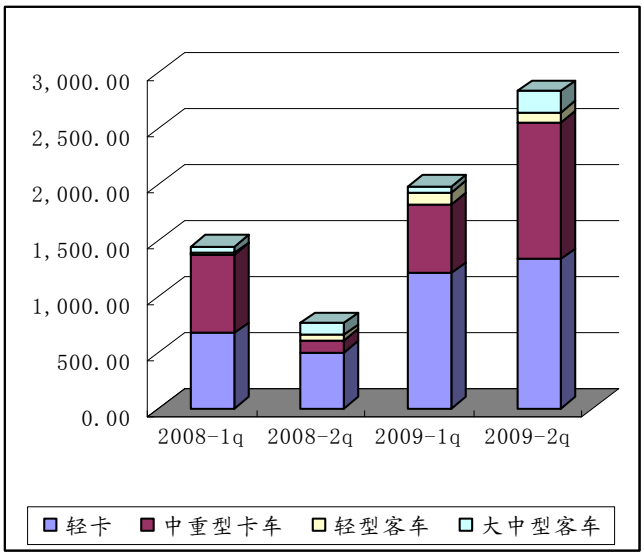
数据来源 wind 民生证券研究所

图表6 中重卡贡献收入增量



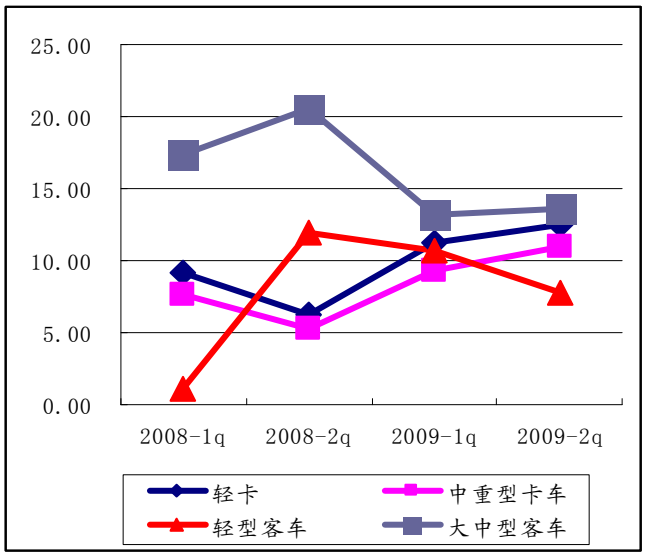
数据来源 wind 民生证券研究所

图表7 中重卡是推升营业利润的主要产品



数据来源 wind 民生证券研究所

图表8 产品毛利稳定



数据来源 wind 民生证券研究所

三、定向增发将完善公司产品结构，利润贡献时间在 2 年后

去年底，公司公告拟定向增发1.6亿股，主要投向用于投入GTL重型载货汽车技术改造项目和重型载货汽车重要零部件提升水平建设项目；随着募集资金投资项目的建成，中重卡业务比重进一步加大，公司盈利能力得到提高。我们注意到募集资金投资项目的利润率高于公司目前2-3%左右的季度净利盈利水平。

预计利润贡献时间在2012年以后，因此近两年会有利润的摊薄。

图表9　公司定向增发项目情况　　单位 万元

项目名称	投资额	建设期	建设目标	年销售收入	利润总额	利润率
GTL重型载货汽车技术改造项目	208,000	项目建设期为2年，项目投产后第4年达纲	新增年产GTL等中重型载货汽车6万辆的生产能力	1,920,000	76,370	3.98%
重型载货汽车重要零部件提升水平建设项目	66,500	项目建设期2年，第3年达纲	对现有产品结构调整，实现产品生产技术升级	1,654,000	105,457	6.38%

数据来源　公司公告 民生证券研究所

四、盈利预测和评级

近两年看，公司业绩增长主要来自于行业增长，公司产能变化余地不大，轻卡业务随着汽车下乡进一步推进，仍有提高空间，我们预计在10-15%，而重卡产能能否进一步提升是主要关键，我们在商用车环节看，是很看好今年的重卡环节的，基于公司产能情况，我们相对谨慎，预计不会超过重卡行业增幅，预计增幅在10%，而客车业务并非公司的传统优势，但新能源客车公司走在了行业前列，客车环节的行业判断我们仍以平稳为主，但新能源客车业务可能会相应提升估值。另外公司合资项目康明斯发动机仍在亏损之中，去年已经投产，今年能否打开国际市场值得关注，我们判断盈亏平衡或者小幅亏损是有可能。

我们预计10年/11年收入为526.4亿元/593.84亿元，eps分别为1.26元/1.54元。目前股价对应10年/11年PE分别为15.7倍/13倍PE，目前估值商用车2010年预期pe在17-19倍，公司仍处行业较低水平，维持“推荐”评级，给与半年目标价22.68元，相当于18倍2010年pe。

图表10　公司财务指标和估值简表

财务和估值数据摘要					
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	27865.24	30069.83	44839.62	52640.00	59384.00
增长率(%)	40.53%	7.91%	49.12%	17.40%	12.81%
归属母公司股东净利润	388.35	345.89	1037.33	1160.28	1406.75
增长率(%)	642.88%	-10.93%	199.90%	11.85%	21.24%
每股收益(EPS)	0.424	0.377	1.132	1.266	1.535
每股股利(DPS)	0.000	0.269	0.020	0.308	0.373
每股经营现金流	0.668	-0.441	4.481	-1.535	6.269
销售毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.00%	11.00%
销售净利率	1.39%	1.15%	2.31%	2.20%	2.37%
净资产收益率(ROE)	20.28%	11.50%	25.46%	23.43%	23.38%
投入资本回报率(ROIC)	18.18%	24.34%	28.63%	165.13%	26.66%
市盈率(P/E)	46.89	52.64	17.55	15.69	12.94
市净率(P/B)	9.51	6.05	4.47	3.68	3.03
股息率(分红/股价)	0.000	0.014	0.001	0.015	0.019

数据来源　民生证券研究所

公司财务报表数据汇总:

报表预测					
利润表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**
营业收入	27865.24	30069.83	44839.62	52640.00	59384.00
减: 营业成本	25445.66	27632.04	39827.71	46849.60	52851.76
营业税金及附加	43.74	86.89	205.61	241.37	272.30
营业费用	1064.81	990.52	1672.59	1963.56	2215.12
管理费用	781.16	973.81	1672.93	1963.96	2215.57
财务费用	54.07	130.91	54.50	96.75	66.23
资产减值损失	58.31	87.70	149.33	100.00	80.00
加: 投资收益	29.47	-12.17	-37.99	-10.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	446.97	155.79	1218.97	1414.76	1703.02
加: 其他非经营损益	13.12	155.99	60.58	0.00	0.00
利润总额	460.08	311.78	1279.55	1414.76	1703.02
减: 所得税	72.10	-33.76	242.33	256.46	302.94
净利润	387.98	345.54	1037.22	1158.30	1400.08
减: 少数股东损益	-0.37	-0.35	-0.11	-0.12	-0.14
归属母公司股东净利润	388.35	345.89	1037.33	1158.42	1400.22
资产负债表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**
货币资金	518.03	917.71	3759.68	1744.31	6839.44
应收和预付款项	966.77	1524.42	2134.05	1834.18	2642.44
存货	2520.28	2755.09	4894.74	3917.62	6023.74
其他流动资产	0.00	0.00	21.48	21.48	21.48
长期股权投资	215.10	543.09	597.17	587.17	607.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3100.45	3535.03	3963.49	3519.68	3195.88
无形资产和开发支出	336.82	685.55	1454.98	1287.50	1120.02
其他非流动资产	142.54	178.51	287.44	281.04	274.64
资产总计	7799.98	10139.40	17113.02	13192.99	20724.81
短期借款	667.38	1565.97	80.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4096.84	4667.89	10728.19	6011.40	12483.47
长期借款	242.53	101.84	1870.94	1870.94	1870.94
其他负债	875.28	793.24	359.51	359.51	359.51
负债合计	5882.04	7128.95	13038.64	8241.85	14713.92
股本	811.41	916.41	916.41	916.41	916.41
资本公积	419.89	1307.94	1355.63	1355.63	1355.63
留存收益	683.66	783.45	1802.35	2679.22	3739.12
归属母公司股东权益	1914.95	3007.80	4074.39	4951.26	6011.16
少数股东权益	3.00	2.64	0.00	-0.12	-0.26
股东权益合计	1917.95	3010.45	4074.39	4951.14	6010.90
负债和股东权益合计	7799.98	10139.40	17113.02	13192.99	20724.81
现金流量表	**2007A**	**2008A**	**2009A**	**2010E**	**2011E**
经营性现金净流量	612.28	-404.07	4106.10	-1405.84	5746.65
投资性现金净流量	-496.15	-816.34	-712.68	-200.00	-300.00
筹资性现金净流量	53.40	1315.44	-277.11	-409.52	-351.52
现金流量净额	170.65	97.05	3116.71	-2015.36	5095.13

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；
回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我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，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。