

2010年4月30日

# 福田汽车

## 1 季度盈利同比翻倍增长

**A** **买入**  
 600166.SS - 人民币 20.11  
 目标价格: 人民币 28.80

**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

### 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(%)	6	(1)	11	66
相对新华富时	24	10	17	55
A50 指数(%)				

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)	11,481
3个月日均交易额(人民币 百万)	220
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

### 中银国际证券有限责任公司

福田汽车 1 季度录得每股收益 0.57 元, 符合盈利预增公告。1 季度公司销售收入同比增长 81.4% 至 138.5 亿元, 净利润同比大幅增长 179.0% 至 5.2 亿元。我们认为重卡销量的大幅提升改善了销售结构和毛利, 我们预计 2 季度商用车仍将保持良好的销售态势。我们将公司 2010-12 年每股收益调整至 1.75 元、1.98 元和 2.17 元, 维持 28.8 元的目标价格和买入评级。

### 支撑评级的要点

- 公司毛利率随着成功提价及规模效应的体现仍有提升。
- 由于 3-5 月为重卡销量旺季, 预计 2 季度公司中重卡业务销量将继续维持高位。
- 轻卡业务持续受益于优惠政策, 预计 2 季度销量环比仍有增长。

### 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。
- 宏观调控造成的商用车行业需求萎缩。

### 估值

- 我们认为随着 2 季度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, 对上半年的盈利产生推动。我们预计公司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, 盈利得到改善。我们将公司 2010-12 年每股收益调整至 1.75 元、1.98 元和 2.17 元, 维持 28.8 元的目标价格和买入评级。

### 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	54,704	64,551	74,234
变动(%)	8	49	22	18	15
净利润(人民币 百万)	477	1,092	1,604	1,813	1,990
全面摊薄每股收益(人民币)	0.377	1.132	1.750	1.979	2.171
变动(%)	(10.9)	199.9	54.6	13.1	9.7
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)	-	-	1.595	1.873	2.189
调整幅度(%)	-	-	9.7	5.7	(0.8)
全面摊薄市盈率(倍)	53.3	17.8	11.5	10.2	9.3
每股现金流量(人民币)	(0.46)	4.46	1.30	3.45	3.86
价格/每股现金流量(倍)	(44.1)	4.5	15.5	5.8	5.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	8.1	6.6	5.1	4.0
每股股息(人民币)	0.020	0.180	0.278	0.315	0.345
股息率(%)	0.1	0.9	1.4	1.6	1.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, 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

## 1 季度盈利大幅提升

福田汽车 2010 年第 1 季度每股收益 0.57 元，符合之前的盈利预增公告。公司销售收入同比增长 81.4% 至 138.5 亿元，净利润同比大幅增长 179.0% 至 5.2 亿元。公司业绩的大幅提升主要来自卡车销量的大幅度增长，以及毛利的显著提升。1 季度公司的毛利率达到 12.9%，显著高于去年同期的 10.5%，我们认为这主要由于毛利率较高的中重卡销量占比的显著提升，以及规模效应的显现。费用率方面，我们认为 1 季度公司的销售费用率维持正常水平，管理费用率由于计入了研发费用和薪酬增加等，有所提升。

我们认为去年同期公司的中重卡业务仍然受到宏观景气度低迷的影响，未能贡献盈利；轻卡方面，去年 3 月份工程车销量有较大突破，1 季度每股收益录得 0.2 元左右。2010 年 1 季度公司的中重卡和轻卡业务均实现大幅增长，带来的规模效应也有助于公司盈利的翻倍增长。

图表 2. 利润表项目

(人民币 百万)	2009 年 1 季度	2010 年 1 季度	同比变动 (%)	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度	环比变动 (%)
主营业务收入	7,636	13,854	81	12,726	13,854	8.9
主营业务成本	6,834	12,069	77	11,621	12,069	3.9
主营业务税金及附加	41	60	44	52	60	15.1
主营业务利润	760	1,725	127	1,052	1,725	63.9
销售费用	297	497	68	205	497	142.8
管理费用	194	605	213	437	605	38.5
财务费用	26	2	(92)	11	2	(79.4)
资产减值损失	5	14	167	84	14	(83.6)
营业利润	250	606	143	484	606	25.2
投资收益	(13)	(13)	0	(2)	(13)	466.3
营业外收入	17	22	30	39	22	(43.1)
营业外支出	2	5	185	6	5	(23.0)
利润总额	242	611	153	346	611	76.5
所得税	56	92	64	7	92	1,272.0
净利润	186	519	179	339	519	53.0

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 销量情况

1 季度公司销售汽车达 17.8 万台，较去年同期增长 42.9%。其中：轻卡销量 13.9 万台，较去年同期增长 27.1%，中重型卡车实现销量 2.7 万台，较去年同期增长 202.5%；轻客实现销量 6566 辆比去年同期增长 51.0%；大中型客车实现销量 1210 辆，较去年同期增长 329.0%；报告期内出口整车 6692 辆，较去年同期 54.5%。总体而言，由于中重卡的增长幅度更大，对于公司的毛利水平和平均销售单价都有很大提升，公司 1 季度销售收入同比增长显著大于销量增长。

图表 2. 各车型季度销量

	2009年 1季度	2009年 2季度	2009年 3季度	2009年 4季度	2010年 1季度	1季度 环比%	1季度 同比%
中重卡 (含底盘、半挂车)	8,982	22,956	27,102	25,601	27171	6.1	203
轻卡 (含微卡、工程车)	109,163	129,023	121,472	118,809	138729	16.8	27
轻客	4,339	5,964	5,687	5,367	6566	22.3	51
大中客 (含底盘)	282	871	1,172	1,675	1210	-27.8	329
其他 (SUV、蒙派克等)	1,881	3,232	3,936	4,505	4437	-1.5	136
<b>合计</b>	<b>124,647</b>	<b>162,046</b>	<b>159,369</b>	<b>155,957</b>	<b>178113</b>	<b>14.2</b>	<b>43</b>

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，对上半年的盈利产生推动。我们预计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。我们将公司 2010-12 年每股收益调整至 1.75 元、1.98 元和 2.17 元，维持 28.8 元的目标价格和买入评级。

**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	54,704	64,551	74,234
销售成本	(27,719)	(40,033)	(48,742)	(57,612)	(66,402)
经营费用	(1,630)	(2,906)	(3,490)	(3,948)	(4,397)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>721</b>	<b>1,900</b>	<b>2,473</b>	<b>2,991</b>	<b>3,435</b>
折旧及摊销	(422)	(589)	(640)	(926)	1,208
<b>经营利润 (息税前利润)</b>	<b>299</b>	<b>1,311</b>	<b>1,833</b>	<b>2,066</b>	<b>2,227</b>
净利息收入(费用)	0	0	34	38	74
其他收益/(损失)	144	23	21	30	40
<b>税前利润</b>	<b>443</b>	<b>1,334</b>	<b>1,887</b>	<b>2,133</b>	<b>2,341</b>
所得税	34	(242)	(283)	(320)	(351)
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>477</b>	<b>1,092</b>	<b>1,604</b>	<b>1,813</b>	<b>1,990</b>
<b>核心净利润</b>	<b>321</b>	<b>1,042</b>	<b>1,552</b>	<b>1,771</b>	<b>1,947</b>
每股收益(人民币)	0.520	1.191	1.750	1.979	2.171
核心每股收益(人民币)	0.350	1.137	1.694	1.932	2.125
每股股息(人民币)	0.020	0.180	0.278	0.315	0.345
收入增长(%)	8	49	22	18	15
息税前利润增长(%)	(37)	339	40	13	8
息税折旧前利润增长(%)	(8)	164	30	21	15
每股收益增长(%)	23	129	47	13	10
核心每股收益增长(%)	(15)	225	49	14	10

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	3,226	4,373	5,900
应收帐款	851	866	1,071	1,264	1,454
库存	2,755	4,895	5,667	6,705	7,733
其他流动资产	674	1,271	503	503	503
<b>流动资产总计</b>	<b>4,790</b>	<b>11,183</b>	<b>10,467</b>	<b>12,845</b>	<b>15,589</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>5,044</b>	<b>6,474</b>	<b>7,836</b>	<b>8,811</b>	<b>9,516</b>
<b>总资产</b>	<b>9,833</b>	<b>17,657</b>	<b>18,303</b>	<b>21,655</b>	<b>25,105</b>
应付帐款	3,885	9,724	9,694	11,458	13,206
短期债务	1,771	223	200	200	200
其他流动负债	976	1,538	925	955	955
<b>流动负债总计</b>	<b>6,632</b>	<b>11,485</b>	<b>10,819</b>	<b>12,613</b>	<b>14,361</b>
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	4,597	6,155	7,856
<b>股东权益</b>	<b>3,008</b>	<b>4,074</b>	<b>5,513</b>	<b>7,072</b>	<b>8,773</b>
少数股东权益	3	0	0	0	0
<b>总负债及权益</b>	<b>9,833</b>	<b>17,657</b>	<b>18,303</b>	<b>21,655</b>	<b>25,105</b>
每股帐面价值(人民币)	3.28	4.45	6.02	7.72	9.57
每股有形资产(人民币)	2.23	2.36	2.85	3.73	5.04
每股净负债(现金)	1.49	(3.30)	(2.34)	(3.59)	(5.25)

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	1,887	2,133	2,341
折旧与摊销	422	589	640	926	1,208
净利息费用	0	0	(34)	(38)	(74)
运营资本变动	(972)	4,607	519	1,559	1,547
税金	(97)	(297)	(283)	(320)	(351)
其他经营现金流	(213)	(2,145)	(1,540)	(1,096)	(1,137)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>(417)</b>	<b>4,088</b>	<b>1,190</b>	<b>3,164</b>	<b>3,534</b>
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
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(816)</b>	<b>(713)</b>	<b>(1,812)</b>	<b>(1,800)</b>	<b>(1,793)</b>
净增权益	1,022	0	0	0	0
净增债务	688	(153)	(23)	0	0
支付股息	(246)	(18)	(165)	(255)	(288)
其他融资现金流	(149)	490	(94)	38	74
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>1,315</b>	<b>318</b>	<b>(282)</b>	<b>(217)</b>	<b>(215)</b>
现金变动	82	3,694	(904)	1,147	1,527
期初现金	429	436	4,131	3,226	4,373
公司自由现金流	(1,234)	3,376	(622)	1,364	1,741
权益自由现金流	(677)	3,168	(612)	1,402	1,815

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	2.4	4.2	4.5	4.6	4.6
息税前利润率(%)	1.0	2.9	3.4	3.2	3.0
税前利润率(%)	1.5	3.0	3.4	3.3	3.2
净利率(%)	1.6	2.4	2.9	2.8	2.7
<b>流动性</b>					
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.	27.9	31.8	34.2
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	0.5
<b>估值(倍)</b>					
市盈率	38.7	16.9	11.5	10.2	9.3
核心业务市盈率	57.4	17.7	11.9	10.4	9.5
目标价对应核心业务市盈率	82.3	25.3	17.0	14.9	13.6
市净率	6.1	4.5	3.3	2.6	2.1
价格/现金流	(44.1)	4.5	15.5	5.8	5.2
企业价值/息税折旧前利润	27.5	8.1	6.6	5.1	4.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	34.7	34.9	39.5	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	64.8	59.8	60.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	3.8	15.1	15.9	15.9	15.9
净资产收益率(%)	19.4	30.8	33.5	28.8	25.1
资产收益率(%)	3.4	7.8	8.7	8.8	8.1
已运用资本收益率(%)	7.5	26.1	32.8	29.4	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 2009 年 9 月 3 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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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(“上市法团”)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 2009 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