

福田汽车 (600166.SH) 货车行业

评级：买入 维持评级

公司研究

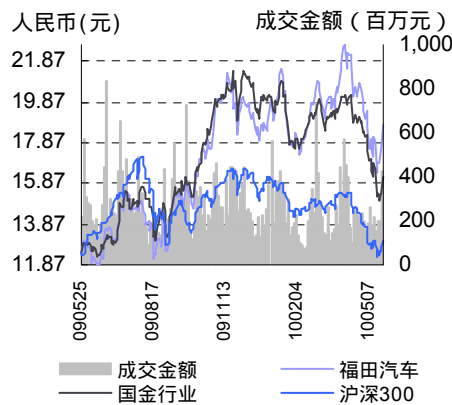
市价(人民币)：18.51元
目标(人民币)：30.00元

领跑中国新能源汽车产业化之路

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	602.80
总市值(百万元)	16,962.72
年内股价最高最低(元)	22.67/11.87
沪深300指数	2813.94
上证指数	2622.63



相关报告

1. 《质变的开始》，2010.3.6
2. 《卡车股的机会来了！》，2010.1.11
3. 《商用车首选,价值被严重低估》，2009.8.27

张锦 联系人
(8621)61038231
zhangjin@gjzq.com.cn

李孟滔 分析师 SAC 执业编号：S1130209030279
(8621)61038309
limengtao@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.377	1.132	1.824	2.286	2.814
每股净资产(元)	3.28	4.45	6.17	8.36	11.07
每股经营性现金流(元)	-0.46	4.46	3.37	3.91	3.68
市盈率(倍)	12.74	16.83	9.72	7.76	6.30
行业优化市盈率(倍)	10.54	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	-10.93%	199.90%	61.17%	25.28%	23.12%
净资产收益率(%)	11.50%	25.46%	29.57%	27.35%	25.42%
总股本(百万股)	916.41	916.41	916.41	916.41	916.41

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 2009年福田汽车曾经作为新能源汽车概念的龙头被市场追捧，一年之后重新审视公司的新能源业务，我们发现公司正在发生质的改变：
 - 1) 当90%的新能源汽车类公司都还处于概念阶段时，福田已经率先盈利，我们预计2010年新能源客车有望给公司带来1.5亿元以上的利润贡献，增长幅度达到200%；
 - 2) 2010年福田新能源汽车的订单来源已经从北京扩散至全国和海外，我们预计公司将占据全国新能源客车30%的市场份额；
 - 3) 与09年完全采购美国伊顿全套动力系统不同的是，2010年福田新能源客车的动力总成国产化率大幅提升，意味着公司在该领域的竞争力逐步浮出水面，北京新能源汽车产业联盟的协同效应开始显现；
- 毫无疑问，福田汽车的新能源业务已经远远领先于竞争对手，而这一点在公司的股价中并未充分反应出来，这是公司的机会所在；
- 公司内涵式增长的进程刚刚开始，未来值得期待：传统商用车领域，公司的成长方式已由过去追求规模的外延式转变为追求盈利质量的内涵式增长，康明斯、戴姆勒等合作项目也有望在未来2年内开始逐步贡献利润；
- 保障性住房政策出台为公司股价带来反弹机会：我们预计该政策将带来年均250万套的新开工增量，拉动重卡需求2%-3%，充分弥补房地产调控的消极影响和悲观预期，为福田汽车等重卡股带来反弹的机会；

投资建议

- 我们认为市场没有充分认识到福田新能源汽车产业的价值，而夸大了宏观经济风险对公司未来1-2年业绩的消极影响；福田汽车仍然是未来3年国内最值得期待的商用车企业之一，我们建议投资者予以重点关注；

估值

- 我们预测公司10-12年EPS分别为1.824、2.286和2.814元；我们认为对公司股票估值时应充分考虑到其新能源汽车的价值，分别给予福田欧V客车、轻卡、及重卡40X、16X和12X的2010年PE，给予公司30元的目标价，建议“买入”；

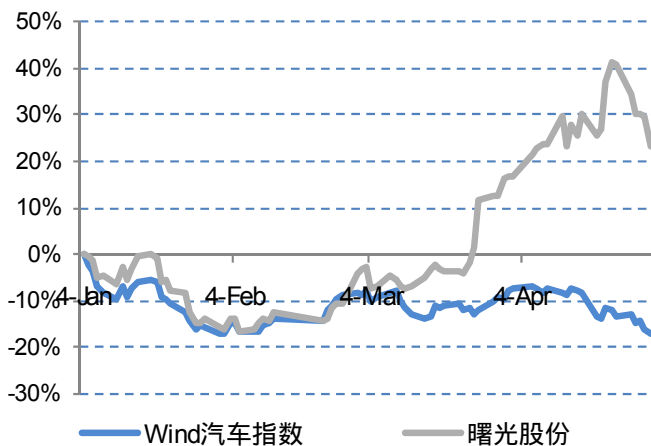
风险

- 公司面临的风险主要仍是来自于宏观经济和汽车市场的系统性风险，但我们认为公司未来的内涵式增长有助于其逐步提升应对风险的能力；

福田新能源汽车价值再认识：莫为浮云遮望眼

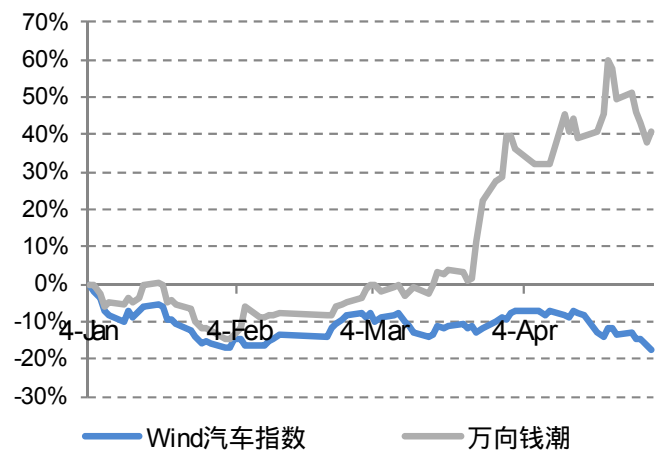
- 2009 年年初，福田汽车曾经作为新能源汽车的龙头被市场热捧；
- 一年之后，再次审视公司的新能源汽车业务，我们发现福田汽车已经领先同业竞争对手不止一步；
- 新能源汽车前景毋庸置疑，但蛋糕毕竟是有限的，我们认为，谁能在产业演进的道路上占得先机，率先将“概念”转化为“业绩”，谁就能获得市场持续的认可，新能源汽车产业正在由“概念炒作”逐步转换为“预期验证”阶段！

图1：2010 年初以来曙光股份与汽车指数走势对比



来源：Wind，国金证券研究所

图2：2010 年初以来万向钱潮与汽车指数走势对比



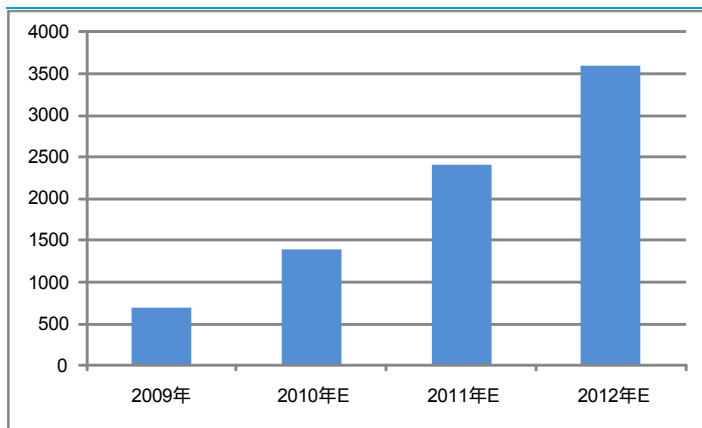
目前新能源汽车相关上市公司 90%以上都没有产生利润，仍处于概念阶段；

而福田的新能源汽车业务 2009 年为公司贡献利润超过 5000 万元，我们预计 2010 年将超过 1.5 亿元！

亮点之一：率先盈利，并且进入快速增长期

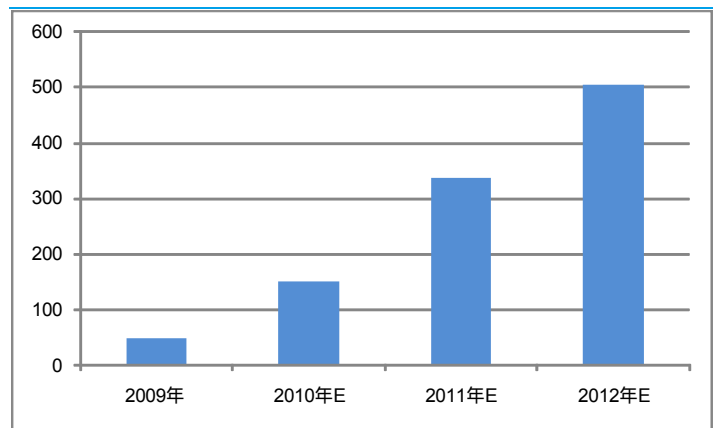
- 与国内多数企业还处于概念阶段不同，福田汽车的新能源汽车业务已经率先具备规模效应，并且开始为公司贡献利润；2009 年公司新能源客车销量超过 700 辆，收入超过 10 亿元，贡献净利润超过 5,000 万元，占公司净利润比重超过 5%；
- 根据目前公司的订单情况，我们预计 2010 年福田汽车新能源客车销量将达到 1,400 辆，同比增长 100%，净利润将达到 1.5 亿元，同比增长 200%，公司的新能源汽车业务将率先进入快速增长期；
- 反观国内多数新能源汽车相关的上市公司中，真正有明确订单、实现盈利的公司却寥寥无几，都处于炒概念阶段，从这一点分析，福田已经远远领先于竞争对手；
- 展望未来 2 年，我们认为福田新能源客车的销量还有 2-3 倍的增长空间：
 - 按照国务院规划，节能与新能源汽车示范推广的城市今年将由 13 个扩展到 20 个；根据我们对各试点城市示范运行规划的统计和估算，示范推广计划中新能源客车的总需求将达到 1.6 万-2 万辆（其中约 6,000 辆已于 09-10 年消化），考虑到部分来自非试点城市的需求，预计未来 2 年中，国内新能源客车的总销量将达 1.2 万-1.5 万辆；
 - 根据福田欧 V 新能源客车目前的技术水平和市场地位，我们认为福田未来 2 年中将获得 4,000 辆以上来自国内的新能源汽车订单，再考虑到来自台湾（潜在约 600 辆以上）和海外地区的需求，预计 2011-2012 年福田欧 V 新能源客车的总销量有望达到 6,000 辆；

图表3：福田新能源客车销量预测 单位：辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：福田新能源客车净利润预测 单位：百万元



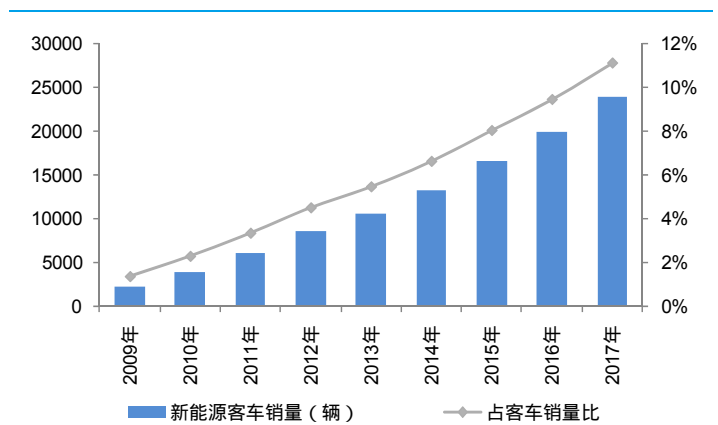
- 客车（尤其是公交客车）是现阶段新能源汽车最适于广泛应用的领域，而国家大力发展新能源汽车也必然将首先以此作为突破口；当前我国客车市场规模约为 16.5 万辆/年，即使其中只有 15%应用新能源技术，年均需求也将达到 2.5 万辆；而福田欧 V 新能源客车作为该领域的先行者，将充分从这一广阔的市场中受益；

图表5：新能源客车补贴额度 单位：万元

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的混合动力系统	使用镍氢/锂电池或超级电容器的混合动力系统	
			最大电功率比20%-50%	最大电功率比50%以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	--
	20%-30%	7	25	30
	30%-40%	8	30	36
	40%以上	--	35	42
纯电动汽车	100%	--	--	50
燃料电池汽车	100%	--	--	60

来源：财政部，科技部，中客网，国金证券研究所

图表6：国内新能源客车销量预测



亮点之二：从北京走向全国，从国内走向国外

- 2009 年，福田汽车的新能源订单几乎全部来自于北京；
- 2010 年，我们预计公司将接到来自于北京、广东、山东、湖南、湖北、云南、台湾等多个地方的订单；
- 我们预计 2010 年全国新能源客车的订单总量约为 4,000 辆左右，其中福田汽车占据 30%的市场份额，是当之无愧的龙头企业；

图表7：“十城千辆”计划城市示范运行情况及新能源客车采购情况一览

示范城市	新能源汽车示范运行情况或计划	新能源客车采购情况
北京	2009年用于纯电动汽车、混合动力汽车的市场财政经费达5.5亿元，交付使用1000辆新能源汽车；2010年，北京将新增1050辆新能源汽车示范运行；种类包括公交客车及环卫、邮政等专用汽车。	2009年，采购安凯客车20辆纯电动车客车。 2009年3月，采购大金龙20辆混合动力公交。 2009年，采购福田汽车800辆混合动力客车（欧V）。 2010年，将继续采购福田欧V混动客车，目前已订购350辆。
上海	新能源公交线达30多条，上海以2010年世博会为契机，围绕“世博园区零排放，周边低排放”的目标，推广使用新能源汽车；2009年，上海已进入商业化运营的新能源汽车公交线路有30多条；2010年，上海新能源汽车示范运行规模将超过1000辆；种类包括公交客车、乘用车（的士）、园区游览车等。	2006年开始，厦门金旅混合动力客车在92路公交示范运行。 2006年开始，上汽集团20辆超级电容公交在11路示范运行。 2008年，上海瑞华采购安凯客车20辆纯电动旅游客车。 2009年，采购安凯客车10辆纯电动（电池电容）公交车。 2010年2月，采购安凯宝斯通20辆纯电动客车服务世博。 2009-2010，先后采购上海申沃300余辆新能源公交车，包括纯电动、混合动力、超级电容、燃料电池。
重庆	计划在2011年底前推广示范1150辆，具体包括公务车推广300辆，出租车推广700辆，示范运行公交线路2条，示范推广公交车50辆，推广私家车100辆。	2009年底，采购重庆恒通50辆（天然）气电混合动力公交客车；此前已多次采购恒通天然气公交客车。
长春	在2010年初，长春有100辆气电混合动力公交车投放在人民大街6路公交线上。2012年以前，长春市将有1000辆新能源公交车上线运营。	2009年，采购一汽客车（大连）100辆解放牌混合动力客车，将于2010年逐步投入运营。 此外，还有若干辆一汽客车产纯电动客车示范运行。
大连	2009年，大连市已投入使用62辆混合动力公交车和15辆纯电动客车；到2012年，大连将实现超过2400辆。	2008年，采购一汽客车12辆混合动力公交客车。 2009年，采购安凯客车10辆纯电动客车。 2009年，采购一汽客车50辆纯电动旅游客车、150辆混合动力公交客车、80辆天然气公交客车。
杭州	2009年，杭州上路运营的新能源汽车近300辆；根据规划，2010年新能源汽车的采购数量不会低于2009年，到2012年将达到3000辆以上的新能源汽车应用规模。	2008-2009年，先后采购厦门金旅200辆混合动力公交客车。 2009年，采购50辆福田欧V混合动力公交客车。 2009年，采购宇通客车60辆混合动力公交客车。
昆明	2009年度已落实中央财政补助专项资金3000多万元，并于采购近100辆新能源公交客车。	2010年采购98辆混合动力公交车，其中一汽客车20辆、丹东黄海20辆、厦门金旅20辆，其他中标厂商包括福田欧V、宇通客车、深圳五洲龙等。
深圳	2009年，深圳已经投入使用101辆混合动力公交车；到2012年，深圳公交、公务、私家车三个领域，将累计示范推广新能源汽车2.4万辆；深圳市政府将投入20亿元以上，并将家用车辆纳入示范推广方案，每辆补贴5万元。	2009年采购101辆五洲龙混合动力公交车，2010年还将投入使用299辆五洲龙混合动力公交车。
济南	2009至2012年，将推广电动/混动公交车370辆，出租车400辆，其他车辆840辆；至2015年，推广各类电动汽车1万辆。	2009-2010年先后采购中通客车混合动力/纯电动客车180辆。 2009全运会采购福田欧V混合动力客车20辆。
武汉	2009年底，武汉有400辆混合动力公交车上路运营；到2011年，武汉力争将1000辆混合动力公交车推上线路。	400辆混合动力公交车全部为东风电动车公司的EQ6110HEV。
长株潭	2009-12年，在湖南长沙、株洲、湘潭三市公交、出租、及其他公共服务领域，将推广混动公交车2000辆，混合动力出租车1200辆，专用车辆和旅游观光车辆800辆。	2009年8月前，先后从南车时代电动车采购混动公交车100辆。 2009年11月，三城市集中向南车时代采购混动公交车505辆。 2010年，采购50辆福田欧V混合动力公交客车。
合肥	2010年，已有30辆纯电动公交车投入运营；同时合肥市电动汽车充电站已初步建成，设置20个充电台位，可实现对20辆电动公交车同时充电。	30辆纯电动公交车全部于2009年采购自安凯客车。
南昌	2012年前南昌市将投入使用电动公交车210辆、电动出租车400辆、电动公务用车290辆、电动环卫车40辆、电动邮政车40辆、电动七城会服务车20辆。	2009年，采购安源客车20辆混合动力公交车。 另外，福田、安凯、黄海等厂商也有混合动力或纯电动公交车在南昌公交试运营。

来源：各地政府及各厂商网站，新闻报导，国金证券研究所

- 福田汽车之所以能够在新能源汽车产业化之路上处于行业领先水平，我们认为基于以下原因：
 - 1、在新能源领域及早布局，大力投入：福田汽车是国内最早展开新能源汽车研究的汽车厂商之一，特别是福田欧V客车公司，在成立之初即将混合动力节能客车定为主要发展方向之一；

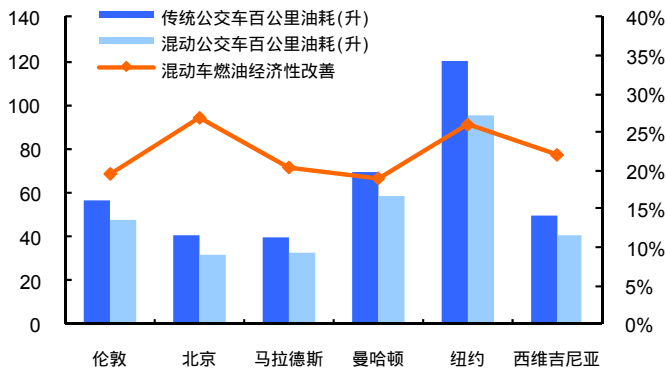
图表8：福田新能源汽车发展历程中部分重要事件

2003年9月	福田欧V客车公司成立，在成立之初即以节能与新能源技术作为发展目标之一，并开始研究混合动力客车与动力电池技术。
2006年	福田汽车节能减排重点实验室开工建设，并于2007年8月建成；该实验室致力于商用车节能减排技术研究，处于国内领先水平。
2007年4月	福田汽车联合广州一汽巴士公司，在广州公交线路上进行了欧V混合动力公交客车样车的示范运行。
2007年	福田汽车燃料电池客车进入国家“十一五”863计划项目，由福田与清华大学联合研发，处国内领先，并于2008年4月推出样车。
2008年1月	广州第一巴士公司一次性采购了30辆福田混合动力客车投入正式运营，这是国内混合动力客车首次批量投入商业化运营。
2008年7月	福田欧V燃料电池客车开始在北京奥运示范运行。
2008年8月	福田欧V新能源客车二期工程竣工并投产，福田新能源正式实现产业化；同时，首届中国绿色能源汽车发展高峰论坛也在福田召开。
2008年12月	北京新能源汽车设计制造产业基地（占地1000亩，投资50亿元，具有年产替代能源汽车5000辆、高效节能发动机40万台的能力）在福田成立，北京市公交与福田汽车签订了800辆混合动力公交车的采购协议；同时北京新能源汽车产业联盟宣告成立。
2009年	福田开始研发纯电动轻卡与重卡，其中纯电动轻卡已于2009年5月进入工信部汽车产品目录。
2009年6月	福田与台湾成云公司签订采购75台欧V混合动力客车的购买意向合同，这是国内新能源汽车产品首次出口海外。
2009年8月	北京新能源汽车设计工程中心在福田汽车总部宣告落成，该中心占地约2万5千平方米，总投资额逾1.44亿元。
2009年10月	福田与大洋电机、北京理工大学、北京交通大学四方近日共同签署技术开发合作合同，合同项目为福田纯电动汽车研发及产业化。
2009年10月	福田汽车公告，公司拟投资1000万元参股设立北京汽车新能源电池科技有限公司，占其注册资本的10%，其他合资方包括北汽控股、北大先行、东莞新能德。
2009年11月	全球首辆电动CDV福田迷迪纯电动车在广州车展上正式发布，采用高效能锂电池组，充电一次可行驶150公里至200公里。
2010年	福田汽车将原南海工厂调整为大中客南方二厂，并投资5.5亿元对南海工厂进行大中客技改，成为新能源客车厂，整车年产能1万辆。

来源：国金证券研究所

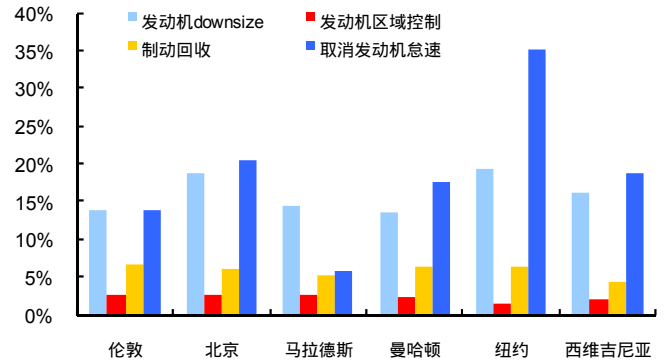
- 2、步步为营，首先选择切实可行的细分市场和技术路线作为切入点：**选择首先发展产业化最为可行的混合动力技术，特别是混合动力公交客车；而在技术来源的选择上，则首先利用国外成熟动力总成（伊顿），但同时也坚持自主技术的开发；

图表9：混合动力客车在城市中具有较好节油效应



来源：国金证券研究所

图表10：混合动力客车节油效应来源



- 3、积极整合各方面有利资源：通过 2009 年成立的北京新能源汽车产业联盟，福田汽车与政府部门及部分高校、企业在新能源汽车领域形成了密切的合作关系，其中不乏各相关领域中的国内外领先者；这使得福田在新能源汽车的研发和产业化之路上拥有更多的优质资源可以利用；

图表11：福田在新能源汽车领域部分合作伙伴情况

合作伙伴	行业地位及与福田合作领域
国际企业	
美国伊顿	全球领先的工业产品制造商之一，其混合动力总成产品较为成熟，国内有多家客车厂商采用，包括福田汽车、宇通客车、大金龙、重庆恒通等。
美国艾里逊	全球领先的汽车变速箱供应商，福田与其在混合动力技术领域展开合作并引进其混合动力变速箱，以减少对伊顿系统的依赖。
国内企业	
南车集团	国内高压驱动电机及控制系统的领先者，福田部分混动/电动汽车的驱动系统由其旗下株洲南车时代提供。
大洋电机	国内微特电机与中小功率龙头，目前正与北京理工大学及福田汽车积极开展合作研发电动汽车驱动电机及控制系统。
北大先行	依托北京大学科研力量，在锂离子电池正负极材料方面在国内处于领先地位；未来将为福田提供磷酸铁锂动力电池。
中信国安盟固利	国内动力锂电池（尤其是锰酸锂）领域的领先者，拥有较完整的动力锂电池产业链；未来将为福田提供锰酸锂动力电池。
北京公交集团	全国最大的公交运营企业，累计采购福田欧V新能源（混合动力，纯电动）公交客车超过1000辆。
其他合作伙伴	
北京理工大学	在新能源汽车开发领域处于国内高校领先水平，承担多项“十一五”863计划课题；2008年北京理工与京华客车联合研制50辆锂电池纯电动客车参与北京奥运示范运行。
清华大学	国内工科顶级高校，汽车（包括新能源汽车）研究水平国内领先；福田与其联合承担“十一五”863计划中燃料电池客车开发的课题。

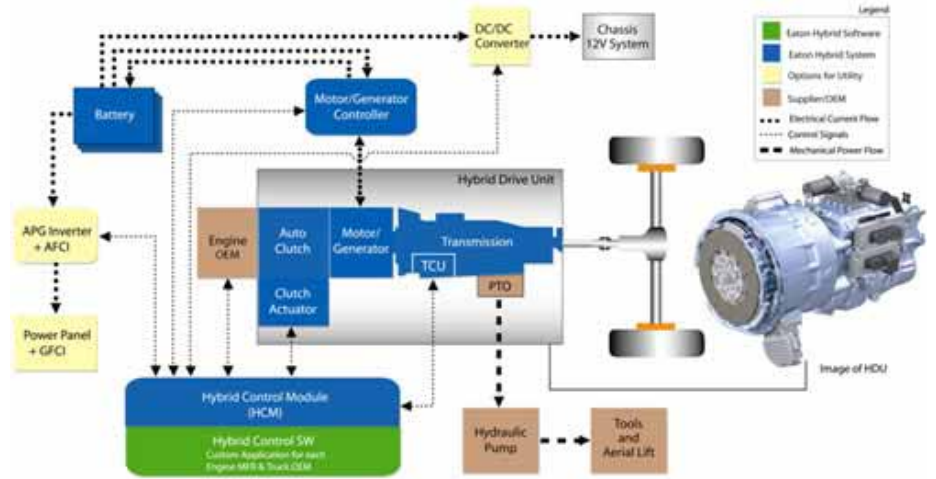
来源：国金证券研究所

亮点之三：从“打洋工”回归“中国芯”——国产化率明显提升

- 福田欧 V 新能源客车在过去曾遭到质疑的一个原因，是其首批混合动力客车采用的是美国伊顿公司的整套混合动力总成（包括整套电机、电池及控制系统）；但目前这一情况正在得到改变，福田欧 V 混动客车以开始逐步采用国内自主动力总成和核心零部件；
- 混合动力汽车产业链中，主要附加值产生在电池、电机电控、混合动力耦合等关键部件和动力总成研制环节，因此业内有质疑者将福田整体采购国外动力总成的行为是“给洋人打工”；

- 对于这一问题，我们的认识是：在目前国内混合动力技术刚刚起步，产品性能同国外尚有差距的情况下，暂时使用成熟的国外技术也不失为一种良好的过渡策略；福田欧 V 混动客车良好的市场表现和稳定的运行状况就证明了这一点；

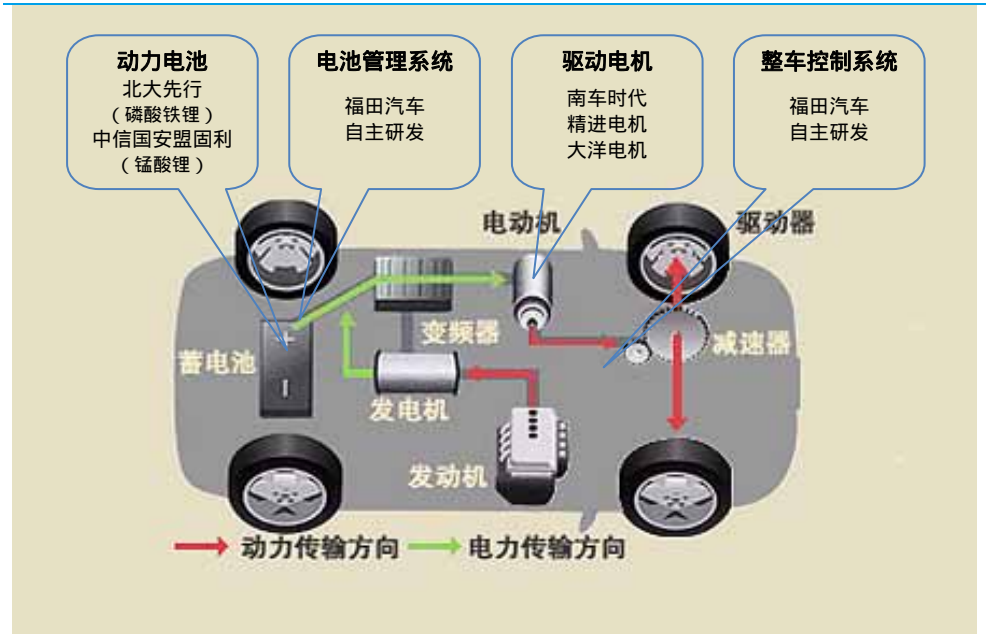
图表12：美国伊顿公司油电混合动力系统



来源：美国伊顿，国金证券研究所

- 目前，公司已开始在混动客车的电池、电机及控制系统等核心部件上逐渐以国内自主产品替代进口动力总成（合作伙伴包括中信国安盟固利、北大先行、南车时代、大洋电机等国内在电池、电机领域的领先者，控制系统则有望采用公司自主研发产品）；这对于公司新能源汽车提升产业链地位和盈利水平具有积极意义；

图表13：福田混合动力汽车核心部件已逐步开始国产化



来源：国金证券研究所

亮点之四：新能源乘用车同样值得期待

- 在确立国内新能源客车产业化领先者地位的基础上，福田汽车开始积极涉足新能源乘用车领域；

- 2009 年 11 月，福田汽车在广州车展发布全球首辆电动 CDV：福田纯电动迷迪；

图表14：福田迷迪纯电动 CDV



来源：国金证券研究所

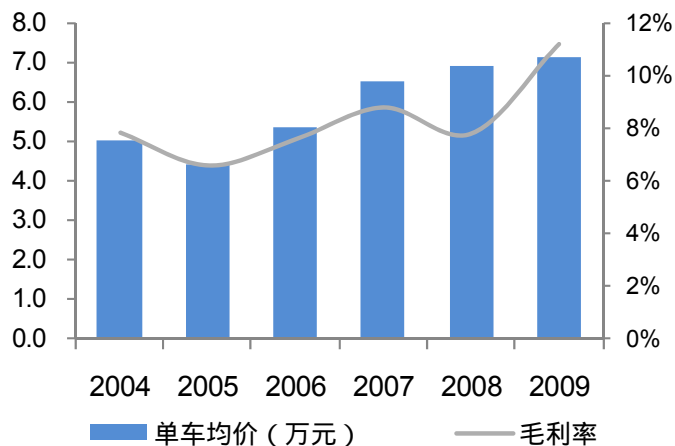
- 纯电动迷迪采用高效能磷酸铁锂电池组，可在普通家用插座上充电，8 个小时即可充满（充电站快速充电仅需半小时），每充电一次可行驶 150 公里至 200 公里；
- 纯电动迷迪价格预计将定在 10 万元级别，这一价位将显著低于国内其他主流车厂的新能源乘用车；相对于国内其他类似产品，纯电动迷迪有望获得较快的市场推广速度；
- 2010 年将有 500 辆纯电动迷迪投入北京市的出租车运营，北京有关部门也正在为其建设配套充电站；
- 纯电动迷迪是福田汽车在欧 V 混合动力客车之后的又一款重量级新能源汽车产品，我们期待其为福田新能源汽车的产业化之路带来新一轮跨越；

商用车主业：内涵式增长，仅仅是个开始

产品结构 with 赢利水平已进入上升通道

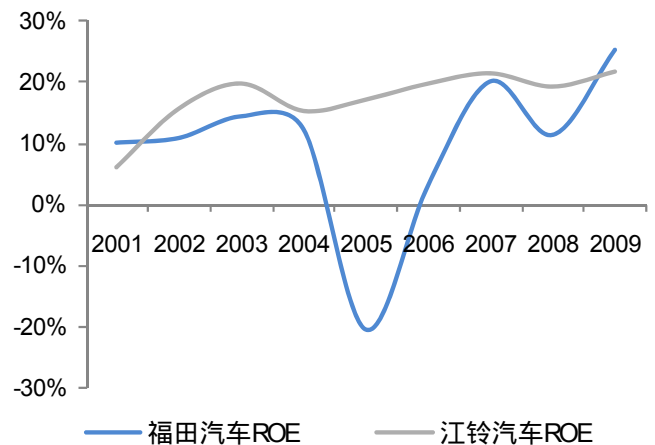
- 在过去一年我们对福田汽车的多次推荐中，我们一再重申我们看好福田汽车的理由：公司已经开始由外延式扩张向内涵式增长转变，由产业链延伸和产品结构优化带来的利润率提升将成为福田汽车未来成长的主要动力；而现实也正逐步正是我们的判断；
- 2009 年公司业绩交出完美答卷，公司盈利能力创历史新高，产品销售价格持续增长，在下一个 5 年计划中，福田汽车也明确将内涵式增长作为主要的发展战略，其全新品牌口号“科技&未来之美”体现出公司逐步提高产品竞争力的发展思路；我们认为福田汽车此前业绩大幅波动的历史难再发生，稳健发展已成为必然趋势；

图表15：福田汽车单车价格及毛利率不断提高



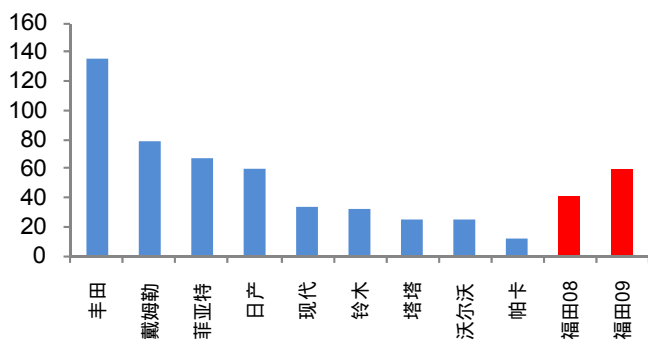
来源：公司公告，国金证券研究所

图表16：福田汽车与江铃汽车盈利水平对比



- 我们认为，福田在内涵式成长进程仅仅是一个“开始”，公司业绩未来仍具备极为广阔的增长潜力：
 - 公司 2009 年汽车销量超过 60 万辆，销售收入接近 450 亿，位列全球商用车公司前列（08 年商用车产销规模居全球第五，考虑到 09 年欧美商用车市场遭遇近 40% 的下滑，预计福田 09 年商用车产销规模已位居全球第二），这一规模决定了公司具有巨大的业绩向上弹性；

图表17：福田商用车产销量居全球前列（万辆）



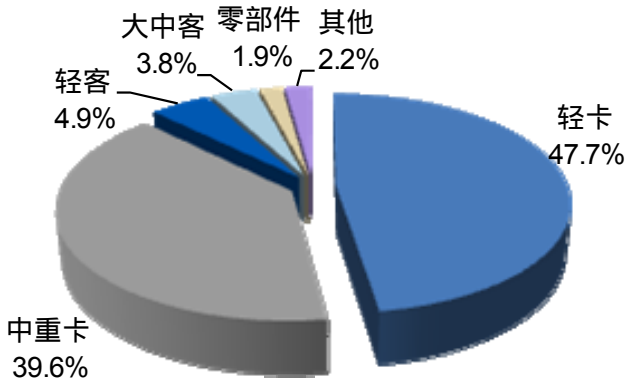
来源：国金证券研究所

图表18：福田与国际商用车企业财务指标对比

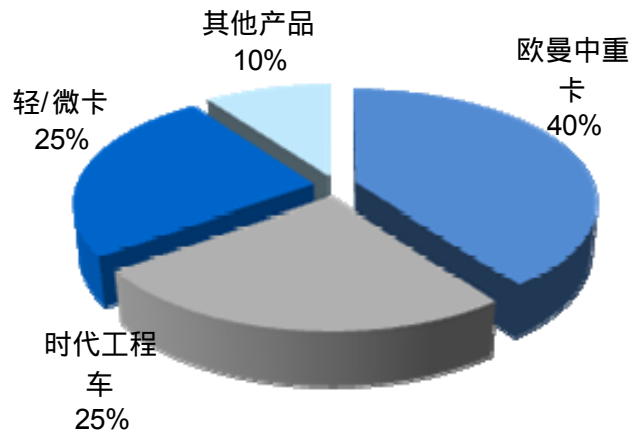
	福田汽车	MAN AG	SCANIA	VOLVO	PACCAR
主营业务	全系列商用车	重卡/大中客	重卡/大中客	中重卡/大中客	全系列卡车
销量 (辆)	401,901	100,609	75,878	219,531	133,900
收入 (\$mn)	3,932	16,368	14,037	33,976	14,030
毛利 (\$mn)	341	3,520	3,767	N/A	2,113
EBIT (\$mn)	75	1,869	2,021	2,563	1,385
毛利率	8.68%	21.51%	26.84%	N/A	15.06%
EBIT Margin	1.90%	11.42%	14.40%	7.54%	9.87%

- 公司拥有全系列、各档次的商用车产品，这一产品系列不仅使公司能够抓住各细分市场的机会，而且使公司的产品结构具备进一步优化的空间；

图表19：福田汽车收入来源结构



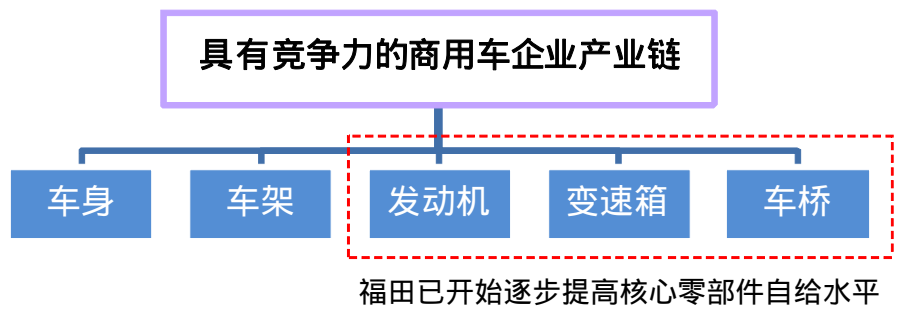
图表20：福田汽车利润来源结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司延伸产业链，提高核心零部件自给率的进程也刚刚起步，尤其是与康明斯、戴姆勒在动力总成领域的合作仍处于投入阶段，未来有望为公司业绩带来较大贡献；

图表21：福田汽车已开始逐步完善商用车产业链



来源：国金证券研究所

福田康明斯未来 2 年内有望开始逐步贡献利润

- 2008 年 3 月，福田汽车与康明斯公司按照 50 : 50 的比例合资成立国内最大的发动机生产企业——北京福田康明斯发动机有限公司：
 - 合资公司总投资超过 27 亿元，引进康明斯公司新一代 2.8 升和 3.8 升直列四缸高压直喷式轻型柴油机，该发动机适用于轻卡、皮卡、SUV、MPV、小型工程机械、非公路设备和电力系统等领域；
 - 厂房建设于 2008 年年内竣工，3.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年上半年，2.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年下半年；
 - 项目拟分三期建设，一期计划建设 6 万台，二期达到 24 万台，三期达到 40 万台；

图表22：福田康明斯发动机排产计划预测

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	合计销量	合计收入	单台均价	单台净利	净利率
ISF 3.8L	11.4	15.4	18.1	21.0	22.1	23.2	122.5	(亿元)	(元/台)	(元/台)	%
ISF 2.8L	8.2	10.7	11.7	12.7	13.2	13.5	72.3				
合计	19.6	26.1	29.8	33.7	35.3	36.7	194.8	581.3	29840.3	2203.2	7.4%

来源：国金证券研究所

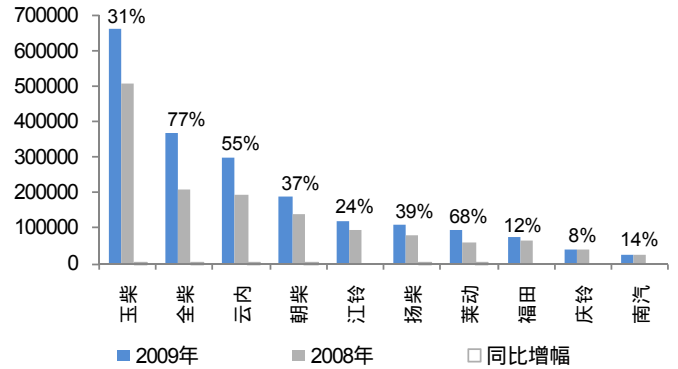
- 目前我国轻型柴油机生产企业主要包括云内、全柴、扬柴、东风朝柴、广西玉柴、江铃汽车等等，多数企业产品技术落后，从各家企业发动机技术参数看出可以，在 4 升级以下的轻型柴油机领域，福田康明斯即将投产的新一代柴油机动力性能明显超越竞争对手：
 - 同等排量情况，康明斯柴油机功率高出竞争对手 60%以上；
 - 同等功率情况下，康明斯柴油机排量低于竞争对手 30%以上；
 - 康明斯发动机在国内卡车行业具有极强的品牌影响力，昔日中重卡行业销量第一的东风“八平柴”就是搭载东风康明斯公司的柴油机；

图表23：国内主要轻型柴油机厂商产品对比

	排量(L)	功率(KW)	升功率(KW/L)	排放
福田康明斯	2.8	80-120	29-43	欧3/欧4
	3.2	105-125	33-39	欧3/欧4
云内动力	2.7	60	22	欧2
	3.8	85	22	欧2
江铃汽车	2.8	85	30	欧2/欧3
	2.4	103	43	欧3/欧4
全柴动力	2.6	68	26	欧3
广西玉柴	2.7	66-85	24-31	欧2/欧3
	4.2	90-103	21-25	欧2
东风汽车	3.3	70	21	欧2
常州柴油机	2.8	72	26	欧2

来源：中汽协，国金证券研究所

图表24：国内主要轻型柴油机厂商产量对比（台）



- 该项目总设计产能为 40 万台，是康明斯公司全球唯一生产该款发动机的基地，预计 09 年投产后，配套福田汽车的比例为 20%和 25%，2010 年开始外销。我们认为该项目将提高福田汽车产业链的完整性、提高福田汽车整车产品的竞争力、同时也将为公司带来丰厚的投资收益；
- 轻型商用车排放标准实施力度不足是 2009 年福田康明斯发动机产销低于预期的主要原因，但排放标准走向严格是必然趋势，而作为康明斯该产品的全球唯一生产基地，出口销量也值得期待；我们认为从 2011 年起福田康明斯将开始逐步贡献利润，按照产品均价 2.5 万元，净利率 10%以上计算，未来如能达到 90%的产能利用率，该项目将为福田汽车贡献超过 0.50 元的 EPS；

戴姆勒合作项目为公司长期发展带来想象空间

- 08 年 12 月，公司宣布按照 50：50 的比例与戴姆勒成立北京福田戴姆勒汽车有限公司，项目总投资 63.5 亿元，福田汽车以欧曼中重卡业务的实物资产入资，而外方则以现金入资，合资公司将于 09 年 8 月成立，2011 年底试生产 OM457 发动机，2012 年中期搭载 OM457 发动机的整车投产：
 - 合资公司的整车产品仅使用“福田欧曼”商标，戴姆勒将提供专家和技术支持协助欧曼中重卡产品进行技术升级；
 - 未来欧曼将有部分升级产品搭载 OM457 发动机，即欧曼混合车型；
 - OM457 发动机，国产化生产的零部件包括：缸体、曲轴、凸轮轴、连杆等，计划到 2015 年，OM457 系列柴油机国产化率将达到 62%；

图表25：戴姆勒合作项目发动机排产计划预测

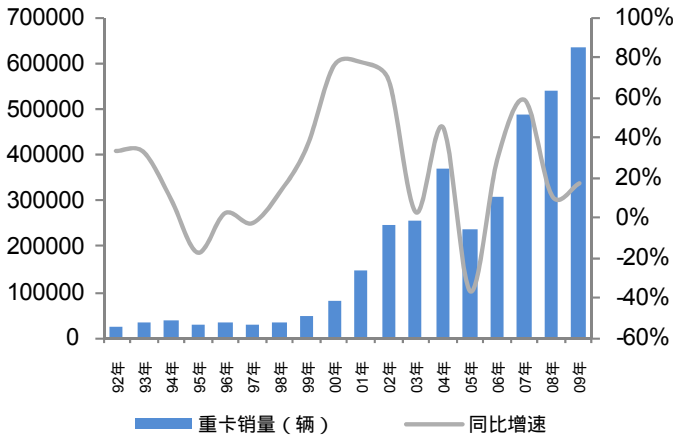
产品		2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
欧曼中重卡	中重型卡车合计	83,000	95,000	100,000	100,000	100,000	100,000
	其中：混合车型	6,000	20,000	29,000	35,000	40,000	
OM457 发动机	产量	200	6,200	20,300	30,500	38,000	45,000
	其中：外销	200	300	1,500	3,000	5,000	

来源：国金证券研究所

■ 为何到 2011 年才投产？OM457 柴油机在国 4 阶段将发挥巨大优势

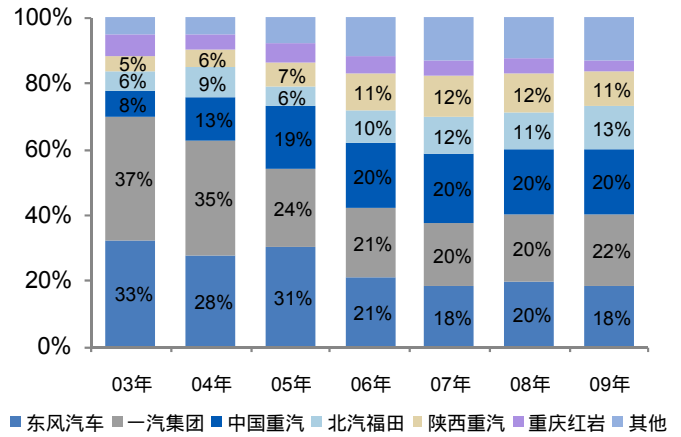
- OM457 发动机对中国用户来说并不陌生，生产中高档客车的安凯客车就有部分产品搭载 OM457 发动机，其直接进口价格高达 20 万元，与国内潍柴等重卡发动机每台 5-6 万元的售价相比，OM457 显然不具有成本优势；
- 我国在 2010 年将实施国 4 排放标准，无论是“EGR+DPF”还是“SCR”的技术升级路线，因降低废气排放造成的发动机成本都将继续大幅提高，这将缩小合资公司与本土发动机企业的发动机成本差距，随着该发动机的国产化和 2010 年的排放升级，OM457 发动机的价格劣势将逐渐减小；
- OM457 发动机大修里程可达 100 万公里，而国内重卡大修里程最高也只能达到 50 万公里，平均在 10 万公里左右，该发动机功率和扭矩大、燃油耗率低、排放低等优势明显；
- 产品升级是中重卡业务可持续发展的关键：
 - 2009 年我国重卡销量达到 63.6 万辆，同比增长 17.4%，早已成为全球最大的重卡生产和消费国，行业格局也趋于稳定；尽管未来需求还有显著的增长空间，但对于厂商来说销量取得爆发性扩张的概率已经不大，行业内竞争将更对体现在产品品质和技术水平上；

图表26：国内历年重卡产销量（辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

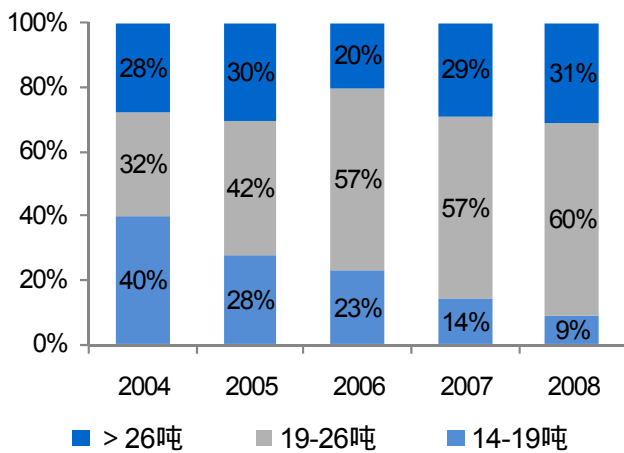
图表27：国内重卡市场份额变化



- 中国重卡的产品档次与国际市场还存在巨大差距，国内销售价格通常在 20-30 万元之间，发动机排量约为 10-12 升，功率一般在 280-320 马力之间，而欧美发达国家重卡售价都在 150 万元以上，发动机排量在 14-16 升，功率至少在 450 马力；
- 随着我国高速路网进一步完善（包括路况的改善），吨位大、马力足、效率高、品质好的中高档重卡将更受到用户的认可；
- 福田汽车与戴姆勒公司的合作显然也是旨在长远，单纯销量的继续增长空间有限，中重卡业务的可持续增长来自于产业链的延伸和产品档次的提升；

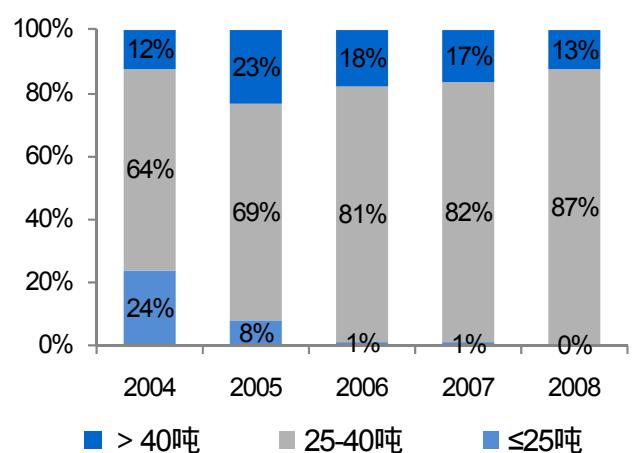
- 凭借奔驰发动机的品牌优势，福田重卡的出口前景广阔，双方下一步的合作将涉及到俄罗斯、印度等新兴市场的开拓；

图表28：重卡整车及底盘吨位结构变化

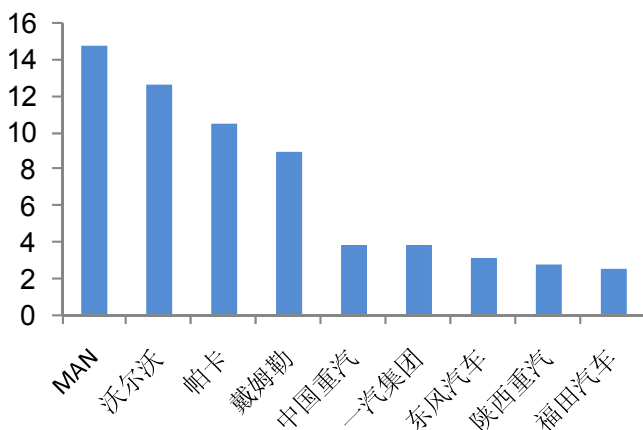


来源：中汽协，国金证券研究所

图表29：半挂牵引车吨位结构变化

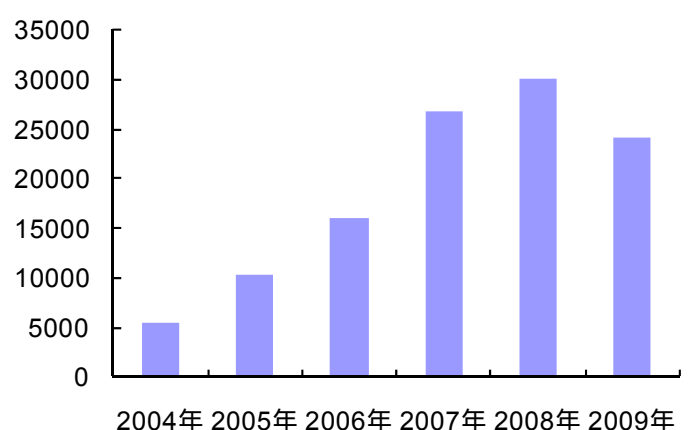


图表30：国内厂商重卡均价远低于国外厂商（万美元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表31：福田历年商用车出口量（辆）



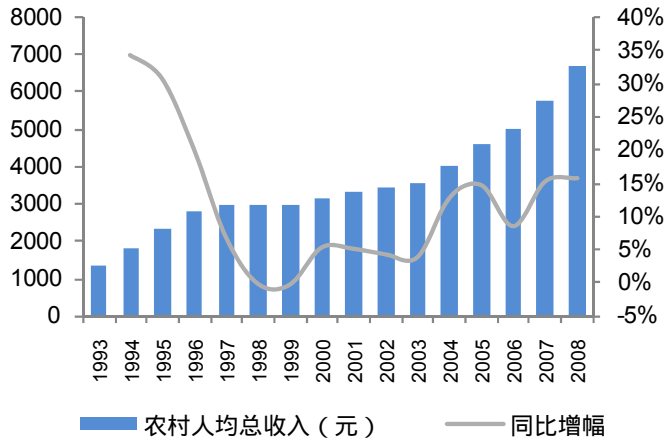
轻卡：总量性与结构性机会并存

政策得以延续，2010年轻卡市场仍有超预期机会

- 我们在过去的报告中曾多次提示对2010年农村汽车市场的看好，核心观点包括：
 - 2009年农村汽车市场的增长并非简单的由政策刺激引起的一次性机会，农民人均收入的提升、道路条件的改善、生产生活方式的改变才是农村地区汽车需求增长的内在原因；农村汽车市场的增长具有可持续性；
 - 我国目前农村家庭约有2.3亿户，其中超过在经济上具备购车能力的家庭已经超过1600万户，其中的市场空间十分巨大；

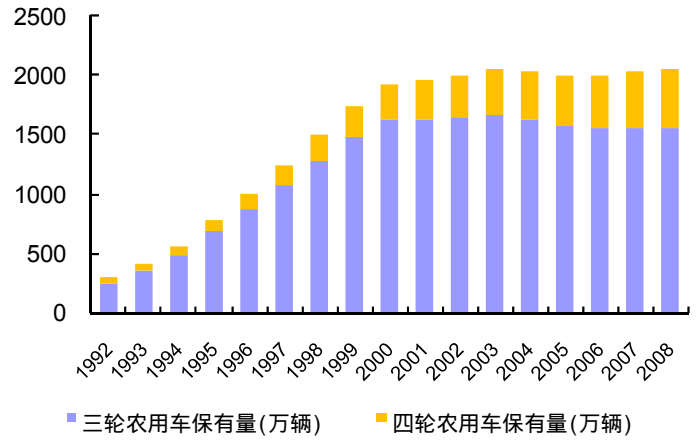
- 我国目前三轮/四轮农用车（低速汽车）总保有量接近 2000 万辆，对农用车的替换将成为未来 3-5 年中农村地区新增汽车需求的重要组成部分；

图表32：农村人均收入水平快速提高（元）



来源：Wind，中汽协，国金证券研究所

图表33：国内农用车保有量接近 2000 万辆



- 值得注意的是：在 2010 年的汽车产业振兴规划中，汽车下乡是唯一没有改变的政策；而新的汽车“以旧换新”实施方案则将相关车型补贴额度进一步提高；政策的延续和加强无疑将为 2010 年农村地区市场的增长锦上添花；

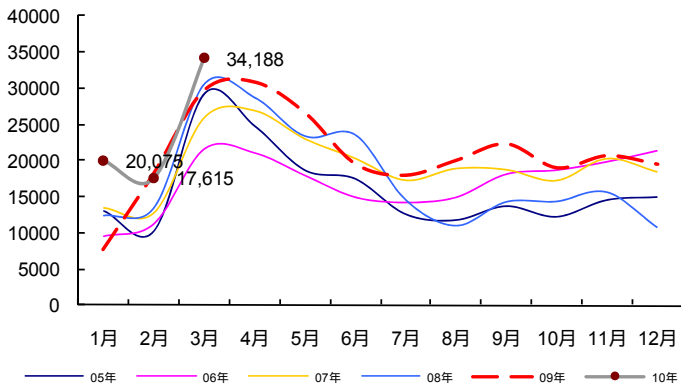
图表34：2010 年“以旧换新”政策补贴额度调整

	2009年	2010年	
		报废老旧汽车	报废“黄标车”
重型载货车			18000元
中型载货车	6000元	13000元	13000元
轻型载货车	5000元	9000元	9000元
微型载货车		6000元	6000元
大型载客车	4000元		18000元
中型载客车	5000元	11000元	11000元
轻型载客车	4000元		7000元
微型载客车	3000元		5000元
轿车			
1.35L			18000元
1.0-1.35L	6000元		10000元
1.0L			6000元

来源：国金证券研究所

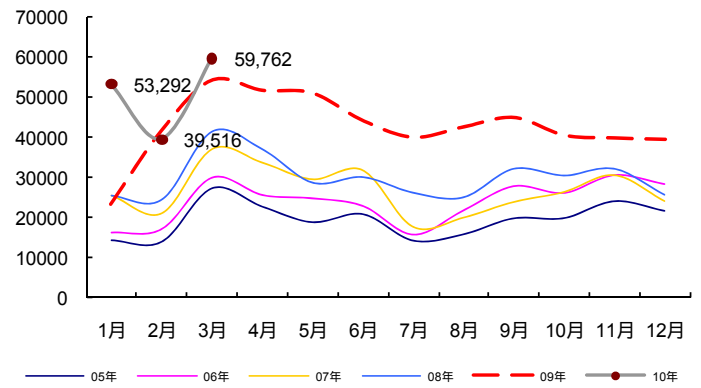
- 汽车下乡和以旧换新政策所惠及的汽车种类主要报告交叉型乘用车（微客）、微客、轻卡；我们预计 2010 年轻/微卡市场增速为 15%，但是以一季度销量来看，这一数字仍具有超预期的可能；福田作为国内轻/微卡行业龙头，将显著从中受益；

图表35：轻型卡车月度销量变化（辆）

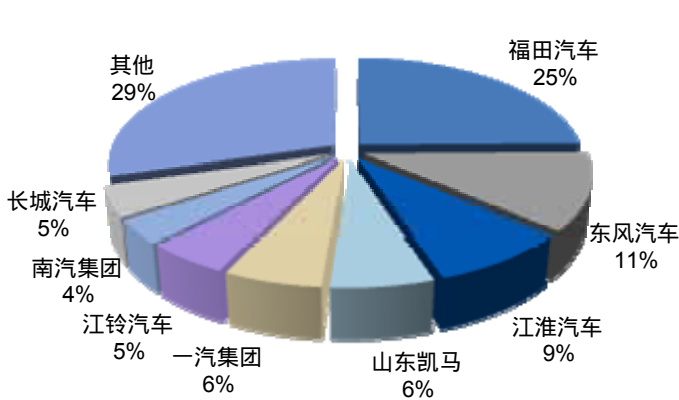


来源：中汽协，国金证券研究所

图表36：微型卡车月度销量变化（辆）

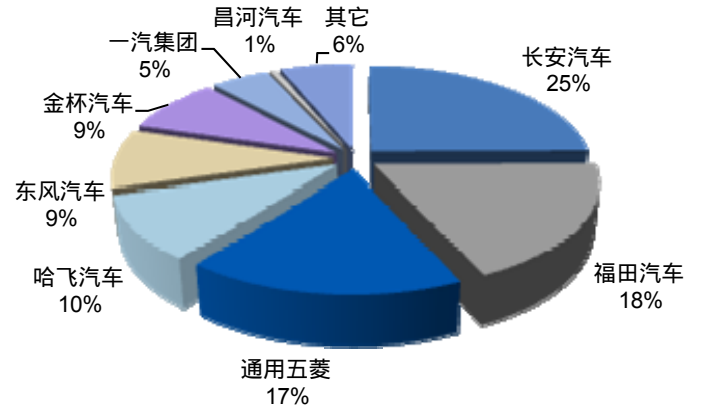


图表37：国内轻卡行业市场份额分布



来源：中汽协，国金证券研究所

图表38：国内微卡行业市场份额分布



公司轻卡产品结构仍具提升空间，期待高端品牌发力

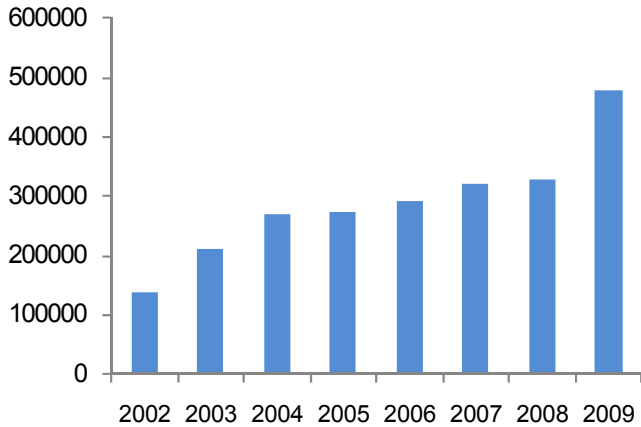
- 除总量性的增长机会外，轻卡产品结构提升的空间也同样值得注意：
 - 与农村市场不同，城镇轻卡需求在数量上的已开始趋于饱和，而对产品性能、品质的要求则逐渐提升；
 - 城镇短途物流专业化和排放标准日益严格的趋势使得大马力、高效能、高可靠性的中高档轻卡产品受到更多青睐，箱式取代栏板、专用车比重上升等也成为必然方向；
- 福田汽车在轻型卡车领域拥有低端的时代轻卡、中端的奥铃轻卡、高端的欧马可轻卡三大品牌，全面的产品序列有利于公司抓住不同细分市场的机会，并为产品结构升级提供了空间；

图表39：公司轻卡产品品牌结构

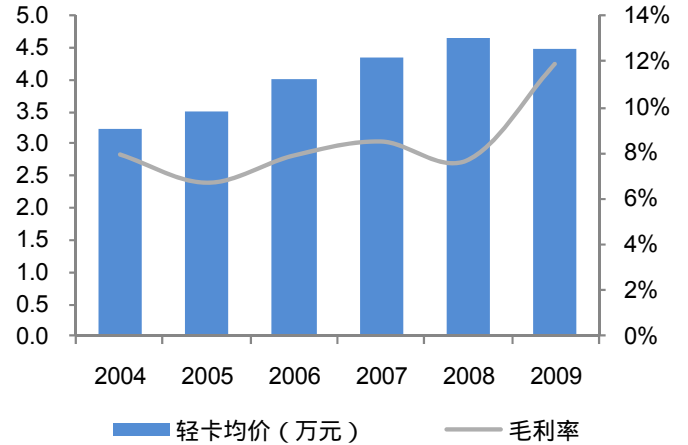
轻卡品牌	目标定位	价格	载重量	发动机
欧马可	高端市场	8-12万	1.5-2.0T	福田自产BJ491/493系列发动机 (70-85kw)
奥铃	中端市场	7-13万	1.5-4.0T	东风朝柴CY4102/一汽大柴CA4DC2/雷沃动力Phaser135Ti (73-101kw)
时代轻卡	低端市场	2.5-9万	1.0-4.0T	全柴、玉柴、大柴、扬动、朝柴、云内、柳机等厂商发动机
时代金刚	轻型自卸车	6-7万	2.0-4.0T	全柴485/490系列、扬柴YZ4102系列
瑞沃III	中轻型自卸车	10-13万	2.5-3.0T	扬柴YZ4102系列、玉柴YC4D系列

来源：公司网站，国金证券研究所

图表40：公司历年轻卡销量（辆）



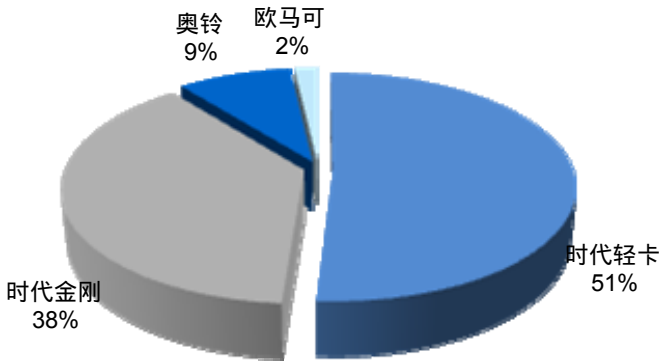
图表41：公司轻卡均价与毛利率呈上升趋势



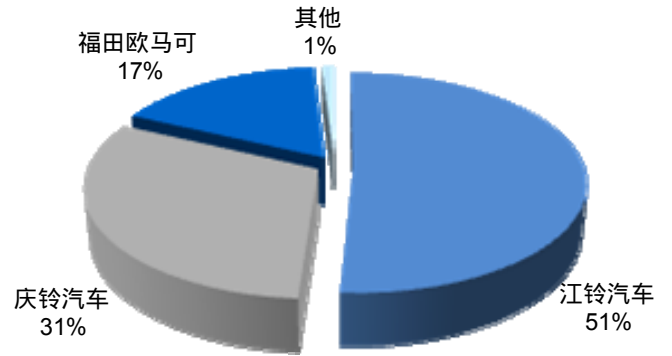
来源：公司公告，国金证券研究所

- 虽然福田汽车是国内轻/微型卡车行业龙头，但其高端品牌欧马可在细分市场中的占有率却并不高，具有巨大的提升空间；
 - 高端轻卡市场一直是有由江铃和庆铃占据头两把交椅，主要原因在于其技术直接来源于日本五十铃，发动机采用国内领先的4JB1系列；
 - 事实上，福田在整车制造技术、销售渠道等方面并不逊色于江铃、庆铃，发动机技术一直是其短板所在；福田康明斯 ISF 发动机投产后，将首先批量装配奥铃、欧马可系列产品，福田在中高端轻卡市场如虎添翼，未来表现值得期待；

图表42：公司轻卡产品销量结构



图表43：国内高端轻卡市场份额分布



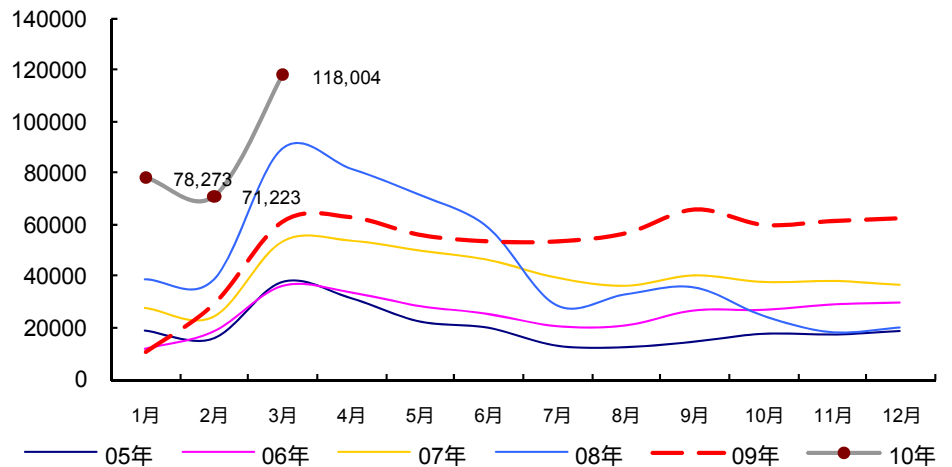
来源：公司公告，中汽协，国金证券研究所

重卡：预期是否过于悲观？

宏观背景差异大，08年一幕难以重演

- 由于季节性因素，重卡销量“前高后低”已成为每年的常态；

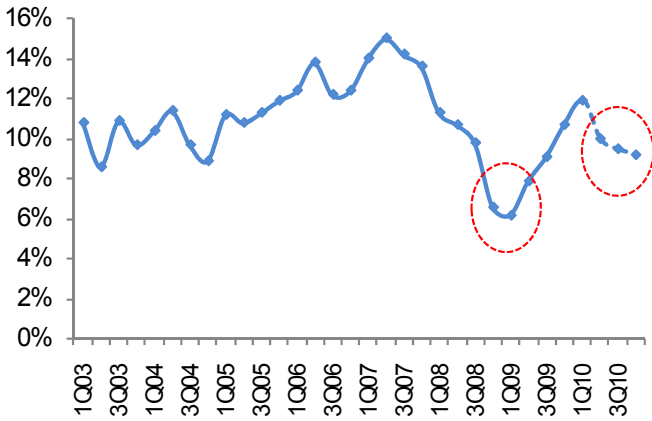
图表44：重卡月度销量变化（辆）



来源：中汽协，国金证券研究所

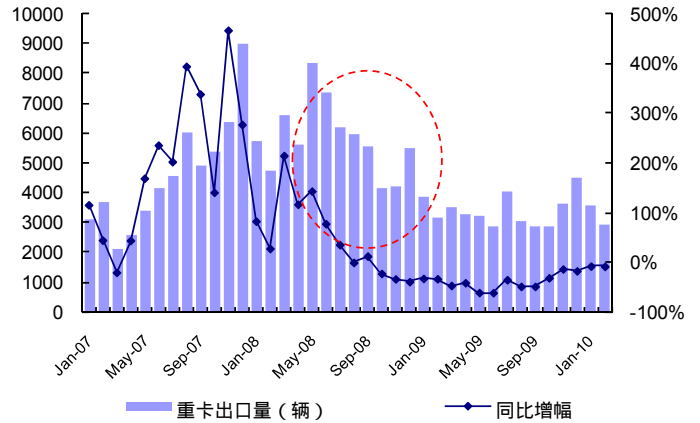
- 市场始终担心 2010 年重卡市场重蹈 2008 年下半年大幅下滑的覆辙，但我们认为 10 年重卡市场所处的宏观环境与 08 年有较大差别，重现 08 年一幕的概率不大：
 - 1、08 年下半年大型商用车国 3 标准强制执行，导致上半年部分需求透支性释放，而 10 年并不存在这一情况；
 - 2、08 年下半年宏观经济进入下行通道，而 10 年宏观经济处于稳步回升阶段；
 - 3、08 年下半年重卡出口急速下滑，而目前重卡出口量已处于谷底，向上反弹的概率远大于继续下行；

图表45：国内分季度 GDP 同比增幅变化



来源：Wind，中汽协，国金证券研究所

图表46：国内月度重卡出口量变化

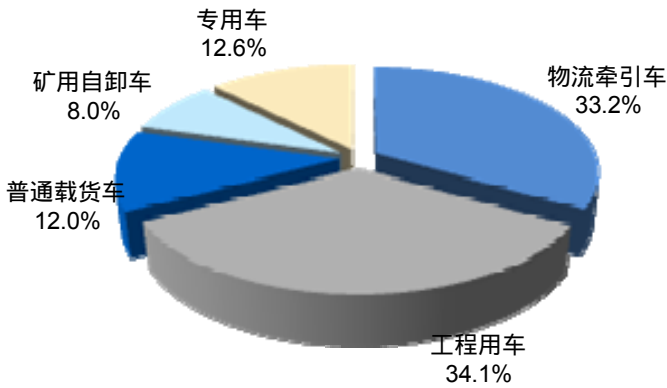


- 即使 10 年后三季度销量重卡销量仅与去年同期持平，全年销量也可达到 80 万辆，较去年同期 26%；我们认为 2010 年重卡市场同比增长 20% 以上难度不大；

市场夸大了宏观调控对重卡需求的消极作用

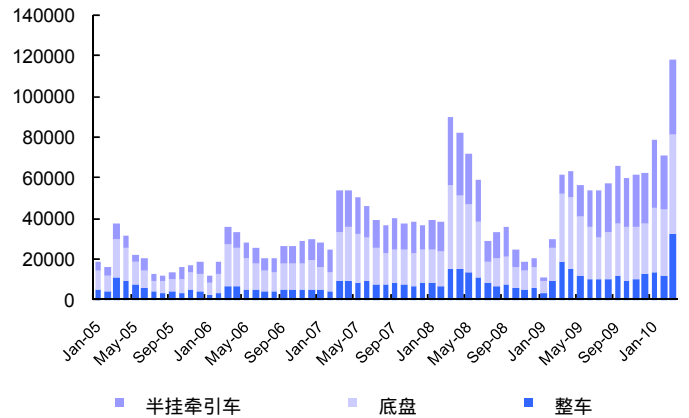
- 市场对于 10 年下半年重卡需求的担忧，原因之一来自于下半年国家对宏观经济调控的预期；尤其是房地产调控政策推出后，市场反应尤其明显；
- 我们不否认宏观经济风险的客观存在，也不否认房地产调控的消极作用，但是我们认为在基建、物流、矿用等几大下游市场仍将大体保持平稳的，重卡需求不会出现大幅下滑；

图表47：重卡下游需求结构



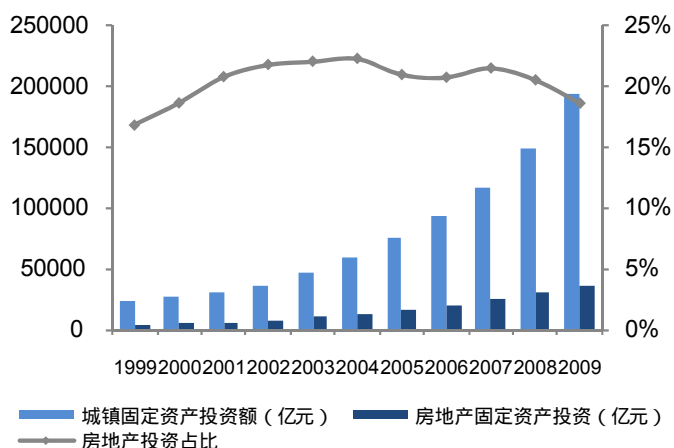
来源：中汽协，国金证券研究所

图表48：三类重卡月度销量变化（辆）



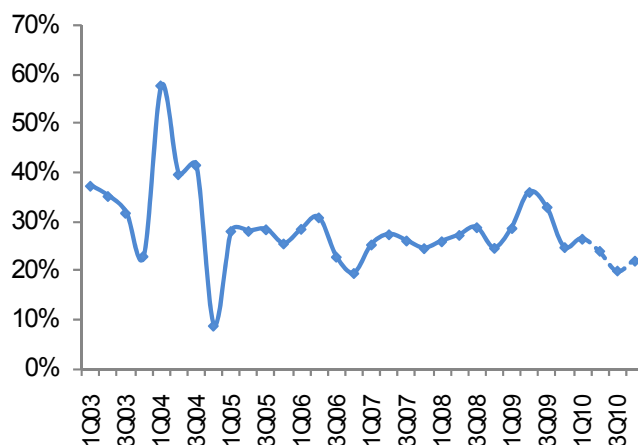
- 首先，房地产占城镇固定资产投资额比仅为 20% 左右，在宏观经济和流动性充裕不发生重大转变的情况下，工业、基建等领域带来的投资额预计仍将保持平稳；国金证券宏观经济分析师认为 2010 全年城镇固定资产投资完成额增速将达 22.5%，其中 2-4 季度分别为 24%、20%、22%；

图表49：房地产占城镇固定资产投资约20%



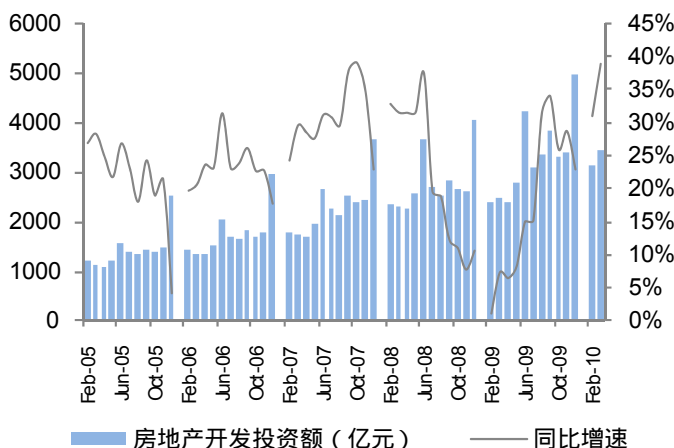
来源：Wind，国金证券研究所

图表50：城镇固定资产投资额同比增幅月度变化



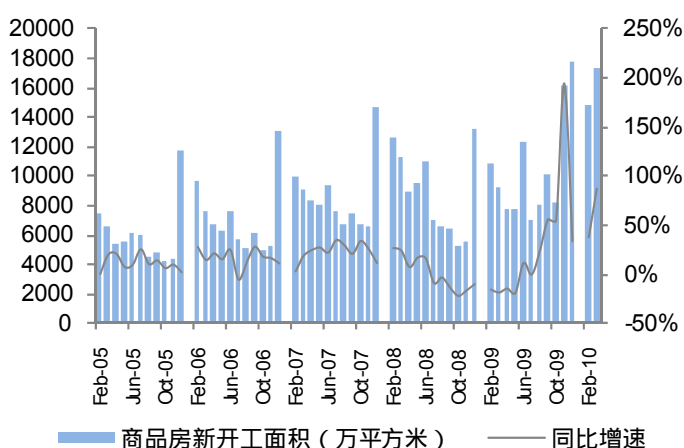
- 第二，就以房地产投资而言，政府清查囤地的行为有望将较高的新开工量延续至 2、3 季度；此外，如各地大力建设保障房、经济适用房的政策得以贯彻，将有望部分填补商品房投资下滑的缺口；

图表51：房地产开发投资额月度变化



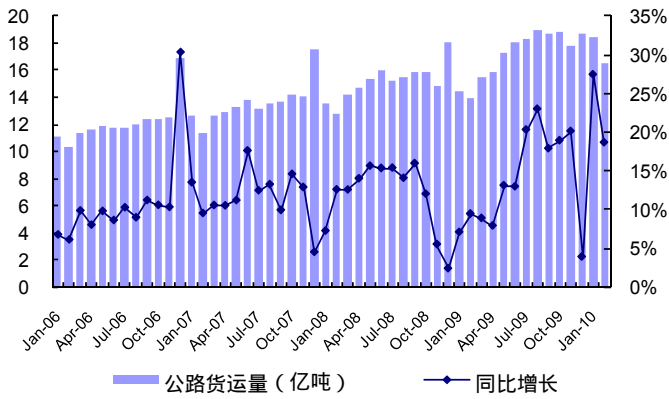
来源：Wind，国金证券研究所

图表52：商品房新开工面积月度变化



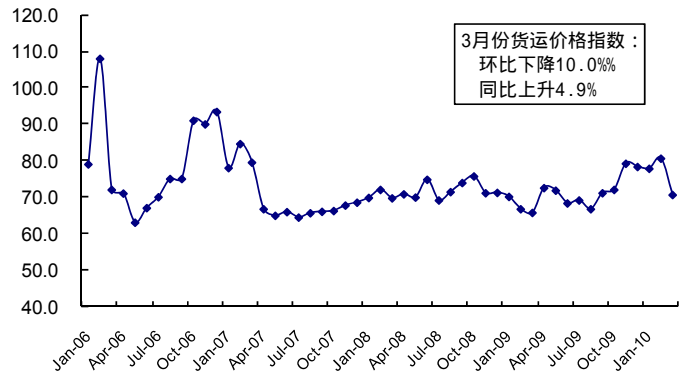
- 第三，在国内外经济复苏的情况下，下半年公路物流量增长几成定局；而资源品产销量的稳定上升也将使矿用重卡需求保持平稳；

图表53：公路货运量呈稳定增长态势

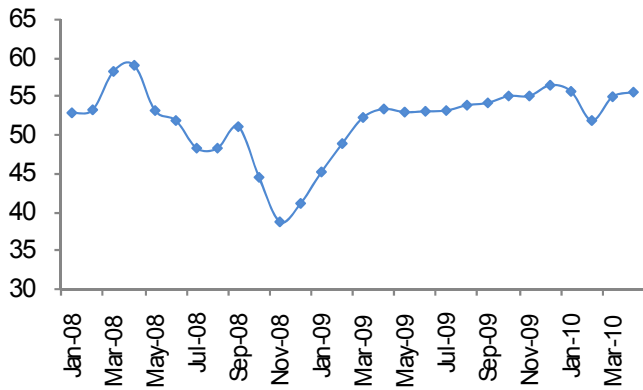


来源：Wind、中国物流与采购协会，国金证券研究所

图表54：公路货运价格指数月度变化

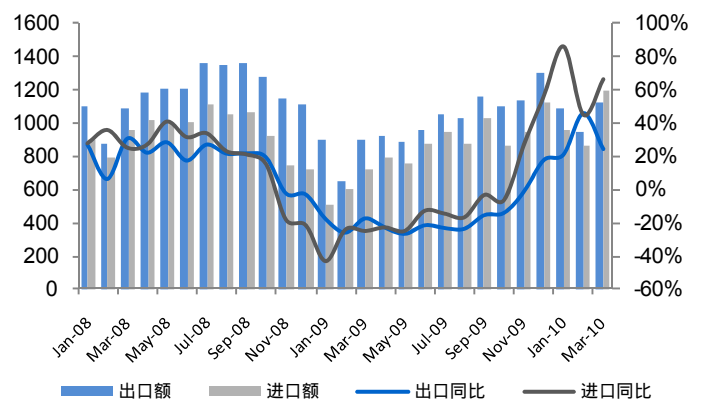


图表55：国内PMI指数月度变化



来源：Wind，国金证券研究所

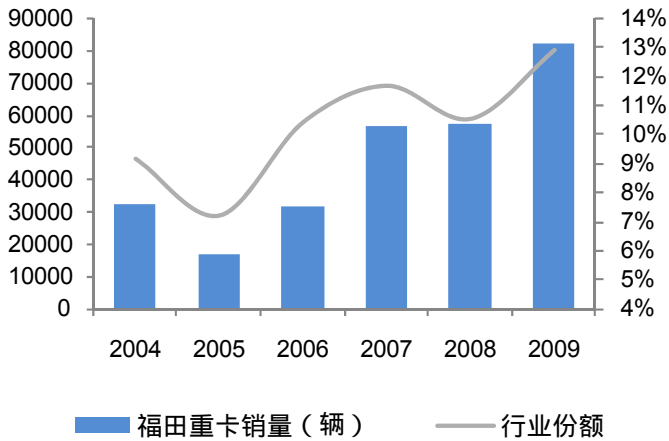
图表56：我国进出口贸易额月度变化（亿美元）



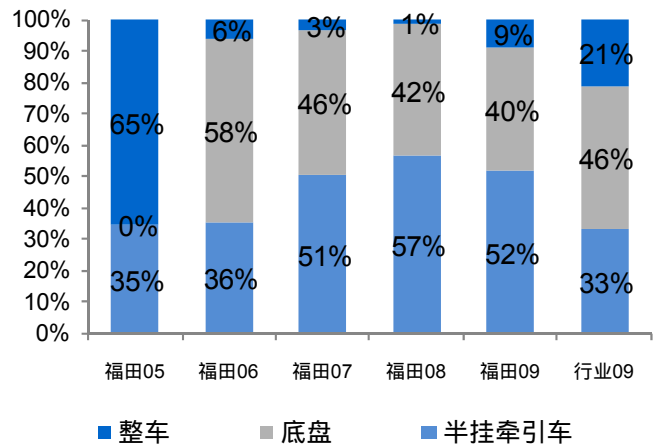
福田汽车重卡业务未来2年仍有看点

- 福田汽车作为重卡行业的后起之秀，近年来市场份额一直处于上升趋势中，未来随着公司产能继续扩大、产品技术升级、产业链进一步完善，这一趋势仍有望持续；
- 福田重卡产品结构中，物流用半挂牵引车占比较高，使得公司所面临宏观调控、投资建设工程类需求减少的风险要低于行业平均水平；

图表57：福田汽车重卡市场份额呈上升趋势



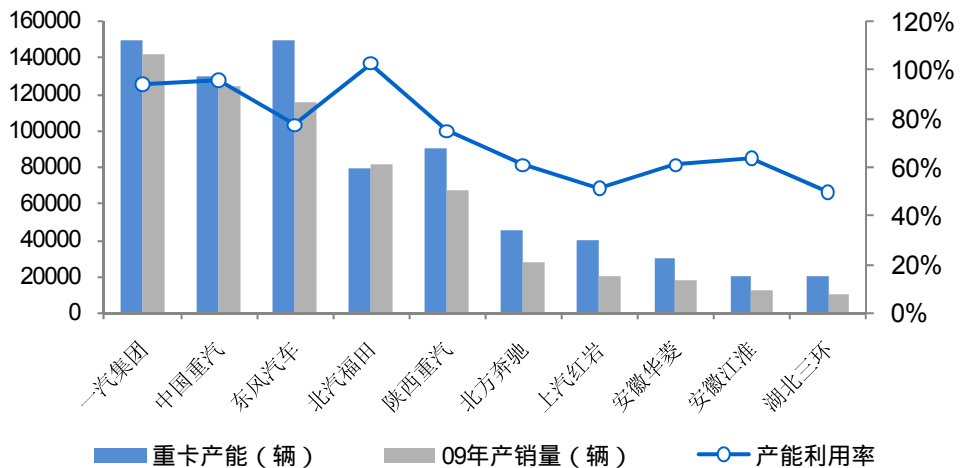
图表58：福田重卡物流牵引车占比高于行业总体



来源：中汽协，国金证券研究所

- 由于面临一定的产能瓶颈，我们预计公司 2010 年重卡销量增速难以显著超过行业总体水平，但仍有有望达到 10 万辆以上；此外，产能的限制也将使 2010 年公司重卡产品结构进一步向高端车型倾斜，有利于盈利水平的提高；

图表59：福田汽车 09 年产能利用率居国内重卡厂商首位

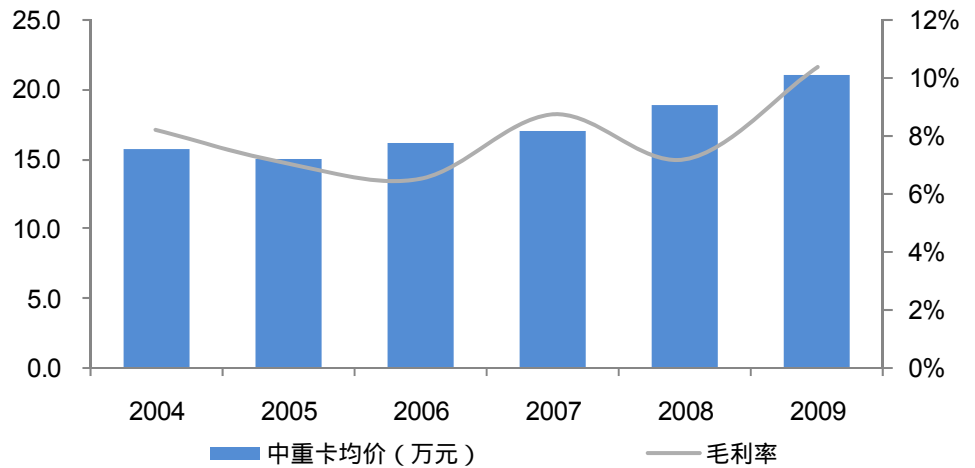


来源：中汽协，国金证券研究所

- 欧曼怀柔二工厂有望于 2010 年底开始投产，届时欧曼重卡的产能将扩大一倍，同时新一代欧曼 GTL 重卡也将投入量产，这是公司重卡业务未来 2 年中最大的看点：
 - 福田欧曼重卡目前全部由怀柔一工厂生产，设计年产能为 8 万辆；怀柔二工厂技术改造完成后，产能扩大 8 万辆，达到 16 万辆；预计项目将于 2010 年底建成；
 - 欧曼 GTL 是福田定位于出口欧美标准的新一代重卡，应用了基于康明斯技术的全新 ISZ 重型发动机，能够达到欧 4、欧 5 排放要求，拥有废气再利用节能技术（节油 5.5%）、混合动力、天然气合成油技术等环保节能技术，并在安全性、智能化、舒适性等方面领先于国内同类产品；

- 根据福田的目标，欧曼 GTL 重卡未来将有 70%出口海外；该产品投产后，不仅将有利于扩大福田出口市场份额，也将进一步促进福田中重卡领域产品结构和盈利水平的提升；

图表60：公司中重卡均价与毛利率呈上升趋势



来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测、股票估值及投资建议

盈利预测及关键假设

- 我们预测 2010-2012 年公司分别实现销售收入 52,938、61,145、68,861 百万元，同比增长 18.1%、15.5%和 12.6%，实现归属母公司净利润 1,672、2,094 和 2,579 百万元，对应 10-12 年 EPS 分别为 1.824、2.286 和 2.814 元；
- 关键假设如下：
 - 2010-2012 年公司轻卡销量增幅分别为 18%、12%和 10%；
 - 2010-2012 年公司中重卡销量增幅分别为 18%、15%和 10%；
 - 2010-2012 年公司大中客销量增幅分别为 30%、19%和 10%，主要受益于新能源客车销量的增长；
 - 其他汽车 2010-2012 年年均增速为 30%，主要受益于乘用车和轻型车销量的增长；
 - 2010 年原材料均价同比上涨 15%以内；
 - 2010 年福田康明斯发动机项目暂未贡献利润；

图表61：公司销售收入分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
汽车合计						
平均售价(万元/辆)	6.55	6.93	7.15	7.21	7.38	7.52
增长率(YOY)	21.44%	5.87%	3.07%	0.94%	2.28%	1.91%
销售数量(辆)	401,901	409,563	602,021	710,556	805,638	892,823
增长率(YOY)	16.94%	1.91%	46.99%	18.03%	13.38%	10.82%
销售收入(百万元)	26,316.18	28,392.13	43,015.69	51,246.45	59,426.86	67,115.07
增长率(YOY)	42.01%	7.89%	51.51%	19.13%	15.96%	12.94%
毛利率	8.78%	7.78%	11.17%	11.40%	11.39%	11.53%
销售成本(百万元)	24,006.88	26,182.61	38,210.30	45,404.19	52,658.26	59,378.70
增长率(YOY)	40.17%	9.06%	45.94%	18.83%	15.98%	12.76%
毛利(百万元)	2,309.30	2,209.52	4,805.39	5,842.26	6,768.60	7,736.38
增长率(YOY)	64.55%	-4.32%	117.49%	21.58%	15.86%	14.30%
占总销售额比重	94.44%	94.42%	95.93%	96.80%	97.19%	97.46%
占主营业务利润比重	95.44%	90.64%	95.88%	96.96%	97.33%	97.63%
配件						
销售收入(百万元)	861.73	901.43	836.97	891.45	918.20	945.74
增长率(YOY)	20.10%	4.61%	-7.15%	6.51%	-5.00%	3.00%
毛利率	8.01%	15.78%	8.08%	8.00%	8.00%	8.00%
销售成本(百万元)	792.68	759.20	769.31	820.14	844.74	870.08
增长率(YOY)	19.24%	-4.22%	1.33%	6.61%	3.00%	3.00%
毛利(百万元)	69.05	142.22	67.66	71.32	73.46	75.66
增长率(YOY)	31.00%	105.97%	-52.43%	5.41%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	3.09%	3.00%	1.87%	1.68%	1.50%	1.37%
占主营业务利润比重	2.85%	5.83%	1.35%	1.18%	1.06%	0.95%
其他						
销售收入(百万元)	687.33	776.27	986.96	800.00	800.00	800.00
增长率(YOY)	986.14%	12.94%	27.14%	-18.94%	0.00%	0.00%
毛利率	6.00%	11.09%	14.07%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本(百万元)	646.10	690.22	848.09	688.00	688.00	688.00
增长率(YOY)	1148.78%	6.83%	22.87%	-18.88%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	41.23	86.05	138.86	112.00	112.00	112.00
增长率(YOY)	257.16%	108.73%	61.37%	-19.35%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	2.47%	2.58%	2.20%	1.51%	1.31%	1.16%
占主营业务利润比重	1.70%	3.53%	2.77%	1.86%	1.61%	1.41%
销售总收入(百万元)	27865.24	30069.83	44839.62	52937.90	61145.06	68860.82
销售总成本(百万元)	25445.66	27632.04	39827.71	46912.32	54191.00	60936.78
毛利(百万元)	2419.58	2437.80	5011.91	6025.58	6954.06	7924.03
平均毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.38%	11.37%	11.51%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表62：公司汽车业务销售收入按车型分拆预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
汽车业务分拆						
轻卡（不含微车）						
平均售价（万元/辆）	4.37	4.64	4.47	4.47	4.52	4.57
增长率（YOY）	9.11%	6.33%	-3.68%	0.00%	1.12%	1.11%
销售数量（辆）	319,573	329,365	478,459	564,582	632,331	695,565
增长率（YOY）	9.53%	3.06%	45.27%	18.00%	12.00%	10.00%
销售收入（百万元）	13,952.31	15,289.74	21,394.30	25,245.28	28,590.88	31,797.75
增长率（YOY）	19.50%	9.59%	39.93%	18.00%	13.25%	11.22%
毛利率	8.48%	7.67%	11.88%	12.00%	12.00%	12.00%
销售成本（百万元）	12,768.52	14,117.21	18,853.26	22,215.85	25,159.97	27,982.02
增长率（YOY）	18.71%	10.56%	33.55%	17.84%	13.25%	11.22%
毛利（百万元）	1,183.79	1,172.53	2,541.05	3,029.43	3,430.91	3,815.73
增长率（YOY）	28.77%	-0.95%	116.71%	19.22%	13.25%	11.22%
占汽车收入比重	53.02%	53.85%	49.74%	49.26%	48.11%	47.38%
占汽车毛利比重	51.26%	53.07%	52.88%	51.85%	50.69%	49.32%
中重卡						
平均售价（万元/辆）	17.07	18.84	20.99	20.99	21.24	21.74
增长率（YOY）	5.62%	10.36%	11.42%	0.00%	1.19%	2.35%
销售数量（辆）	63,193	59,705	84,641	100,000	115,000	126,500
增长率（YOY）	77.75%	-5.52%	41.77%	18.15%	15.00%	10.00%
销售收入（百万元）	10,784.86	11,245.50	17,762.36	20,985.53	24,420.86	27,495.44
增长率（YOY）	87.73%	4.27%	57.95%	18.15%	16.37%	12.59%
毛利率	8.72%	7.19%	10.34%	10.60%	10.60%	11.00%
销售成本（百万元）	9,843.89	10,437.45	15,925.37	18,761.06	21,832.25	24,470.94
增长率（YOY）	83.30%	6.03%	52.58%	17.81%	16.37%	12.09%
毛利（百万元）	940.97	808.05	1,836.99	2,224.47	2,588.61	3,024.50
增长率（YOY）	151.17%	-14.13%	127.33%	21.09%	16.37%	16.84%
占汽车收入比重	40.98%	39.61%	41.29%	40.95%	41.09%	40.97%
占汽车毛利比重	40.75%	36.57%	38.23%	38.08%	38.24%	39.09%
大中客						
平均售价（万元/辆）	30.39	35.29	42.08	42.08	44.19	44.63
增长率（YOY）	10.38%	16.12%	19.24%	0.00%	5.00%	1.00%
销售数量（辆）	1,892	2,548	4,002	5,200	6,200	6,820
增长率（YOY）	53.95%	34.67%	57.06%	29.94%	19.23%	10.00%
销售收入（百万元）	575.06	899.29	1,684.15	2,188.30	2,739.59	3,043.68
增长率（YOY）	69.93%	56.38%	87.28%	29.94%	25.19%	11.10%
毛利率	15.68%	19.19%	13.54%	15.00%	15.00%	15.00%
销售成本（百万元）	484.89	726.73	1,456.12	1,860.06	2,328.65	2,587.13
增长率（YOY）	59.93%	49.88%	100.37%	27.74%	25.19%	11.10%
毛利（百万元）	90.17	172.56	228.03	328.25	410.94	456.55
增长率（YOY）	156.08%	91.37%	32.15%	43.95%	25.19%	11.10%
占汽车收入比重	2.19%	3.17%	3.92%	4.27%	4.61%	4.54%
占汽车毛利比重	3.90%	7.81%	4.75%	5.62%	6.07%	5.90%
其他汽车						
平均售价（万元/辆）	6.32	6.95	10.18	10.18	10.18	10.18
增长率（YOY）	14.45%	9.94%	46.43%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量（辆）	14,929	13,775	21,365	27,775	36,107	46,939
增长率（YOY）	6.85%	-7.73%	55.10%	30.00%	30.00%	30.00%
销售收入（百万元）	943.97	957.60	2,174.87	2,827.34	3,675.54	4,778.20
增长率（YOY）	22.29%	1.44%	127.12%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	3.64%	5.89%	9.16%	9.20%	9.20%	9.20%
销售成本（百万元）	909.58	901.23	1,975.55	2,567.22	3,337.39	4,338.60
增长率（YOY）	30.38%	-0.92%	119.21%	29.95%	27.148%	30.00%
毛利（百万元）	34.40	56.38	199.33	260.11	338.15	439.59
增长率（YOY）	-53.70%	63.90%	253.56%	30.50%	212.15%	30.00%
占汽车收入比重	3.59%	3.37%	5.06%	5.52%	6.18%	7.12%
占汽车毛利比重	1.49%	2.55%	4.15%	4.45%	5.00%	5.68%

来源：公司公告，国金证券研究所

股票估值：新能源汽车业务应获得高溢价

- 在对公司股票估值时，我们认为需充分考虑到公司新能源汽车业务所应该获得的溢价；
- 2010年公司1.824元的EPS中，我们预计欧V客车、轻卡、欧曼重卡和其他业务分别贡献6%、52%、38%、4%
 - 福田欧V客车为国内新能源汽车产业化的绝对领先者，未来发展空间十分广阔，参考国内其他新能源汽车概念股的估值水平，我们认为给予其40倍的10年PE并不过分，估算其价值为6.55元；

图表63：A股新能源汽车相关股票相对估值水平对比

新能源汽车相关股票			最新价	EPS				09BPS	PE				09PB	
				2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E		
整车	安凯客车	000868.SZ	11.23	0.079	0.168	0.212	0.212	2.148	142.2	66.8	53.0	53.0	5.23	
	中通客车	000957.SZ	9.10	0.086	0.131	0.247	0.247	2.286	105.8	69.5	36.8	36.8	3.98	
	曙光股份	600303.SH	18.07	0.723	0.743	0.997	1.486	6.316	25.0	24.3	18.1	12.2	2.86	
零部件	万向钱潮	000559.SZ	11.18	0.217	0.376	0.497	0.650	1.336	51.5	29.7	22.5	17.2	8.37	
	宗申动力	001696.SZ	10.73	0.371	0.480	0.604	0.656	1.675	28.9	22.4	17.8	16.4	6.41	
	大洋电机	002249.SZ	43.45	0.778	1.174	1.676	2.222	4.984	55.8	37.0	25.9	19.6	8.72	
动力电池	中信国安	000839.SZ	12.08	0.390	0.319	0.419	0.748	3.672	31.0	37.9	28.8	16.1	3.29	
	江苏国泰	002091.SZ	28.56	0.492	0.602	0.751	0.946	2.598	58.0	47.4	38.0	30.2	10.99	
	科力远	600478.SH	15.95	0.068	0.179	0.428	0.428	2.226	234.6	89.1	37.3	37.3	7.17	
	中炬高新	600872.SH	9.58	0.095	0.218	0.425	0.862	2.242	100.8	43.9	22.5	11.1	4.27	
平均			--	--	--	--	--	--	83.4	46.8	30.1	25.0	6.13	
福田汽车			600166.SH	18.51	1.132	1.824	2.286	2.814	4.446	16.4	10.1	8.1	6.6	4.16

来源：Wind，朝阳永续，国金证券研究所

- 轻卡业务未来预计稳定增长，考虑到公司轻卡行业龙头地位，以及未来延伸产业链提高盈利能力的潜力，我们给予其 16 倍的 10 年 PE，估算其价值为 15.18 元；
- 欧曼重卡业务面临一定的宏观经济风险，但我们认为市场预期仍过于悲观，我们给予其 12 倍的 10 年 PE，估算其价值为 8.32 元；
- 综合以上 3 部分价值，再考虑到康明斯、戴姆勒等合作项目在未来良好的盈利增长前景，我们给予公司未来 6-12 个月 30 元的目标价位，对应 10-12 年动态 PE 分别为 16、13 和 11 倍，建议“买入”；

图表64：A股汽车行业相对估值水平

股票名称	收盘价 (元)	09EPS (元)	EPS 10%09 (元)	10EPS (元)	EPS 11%10 (元)	11EPS (元)	EPS 12%11 (元)	12EPS (元)	09PE	10PE	11PE	12PE	09PB	10PB
中国重汽	19.52	1.020	124.12%	2.286	18.24%	2.703	12.13%	3.031	19.14	8.54	7.22	6.44	2.87	2.32
福田汽车	18.51	1.132	61.13%	1.824	25.33%	2.286	23.10%	2.814	16.35	10.15	8.10	6.58	4.16	4.26
江铃汽车	18.96	1.223	48.16%	1.812	28.48%	2.328	17.83%	2.743	15.50	10.46	8.14	6.91	3.38	2.63
潍柴动力	59.66	4.242	53.47%	6.510	17.22%	7.631	7.46%	8.200	14.06	9.16	7.82	7.28	6.21	4.30
华域汽车	8.28	0.593	47.55%	0.875	12.69%	0.986	13.89%	1.123	13.96	9.46	8.40	7.37	1.21	1.10
中鼎股份	17.57	0.480	48.56%	0.740	20.27%	0.890	15.73%	1.030	36.60	23.74	19.74	17.06	8.92	6.48
宇通客车	15.64	1.084	19.10%	1.291	15.10%	1.486	14.60%	1.703	14.43	12.11	10.52	9.18	3.75	3.29
上海汽车	17.46	1.006	62.13%	1.631	11.65%	1.821	10.38%	2.010	17.36	10.71	9.59	8.69	2.69	2.16
一汽夏利	8.35	0.110	390.93%	0.541	10.91%	0.600	1.67%	0.610	75.77	15.43	13.92	13.69	3.87	3.09
长安汽车	10.13	0.460	101.52%	0.927	12.08%	1.039	11.55%	1.159	22.02	10.93	9.75	8.74	2.69	2.16
一汽轿车	17.42	1.001	45.45%	1.456	16.62%	1.698	15.72%	1.965	17.40	11.96	10.26	8.87	3.71	2.96
威孚高科	14.68	0.790	43.04%	1.130	18.58%	1.340	23.88%	1.660	18.58	12.99	10.96	8.84	2.91	2.39
东安动力	12.18	0.507	56.93%	0.795	15.35%	0.917	22.25%	1.121	24.04	15.32	13.28	10.87	2.63	2.28
凌云股份	12.58	0.608	28.62%	0.782	23.40%	0.965	24.15%	1.198	20.69	16.09	13.04	10.50	4.57	3.65
金龙汽车	7.59	0.276	10.87%	0.306	17.65%	0.360	11.11%	0.400	27.50	24.80	21.08	18.98	2.27	2.14
亚太股份	45.60	0.946	28.96%	1.220	18.85%	1.450	18.83%	1.723	48.20	37.38	31.45	26.47	4.99	4.45
云内动力	11.55	0.449	20.27%	0.540	37.41%	0.742	9.43%	0.812	25.72	21.39	15.57	14.22	1.70	1.58
江淮汽车	7.14	0.260	204.23%	0.791	15.17%	0.911	13.61%	1.035	27.46	9.03	7.84	6.90	2.13	1.76
成飞集成	9.86	0.321	18.38%	0.380	15.79%	0.440	18.18%	0.520	30.72	25.95	22.41	18.96	2.40	2.20
威海广泰	16.89	0.350	62.86%	0.570	31.58%	0.750	28.00%	0.960	48.26	29.63	22.52	17.59	5.78	4.84
曙光股份	18.07	0.720	-6.94%	0.670	13.43%	0.760	9.21%	0.830	25.10	26.97	23.78	21.77	2.86	2.58
万丰奥威	8.51	0.240	52.08%	0.365	12.88%	0.412	12.86%	0.465	35.46	23.32	20.66	18.30	2.89	2.78
福耀玻璃	9.81	0.560	48.21%	0.830	15.66%	0.960	26.04%	1.210	17.52	11.82	10.22	8.11	3.52	2.63
海马股份	5.62	(0.250)	-164.00%	0.160	25.00%	0.200	25.00%	0.250	(22.48)	35.13	28.10	22.48	2.07	1.87
宁波华翔	12.33	0.720	-15.28%	0.610	27.87%	0.780	0.00%	0.780	17.13	20.21	15.81	15.81	4.28	3.58
一汽富维	18.50	1.680	21.43%	2.040	11.27%	2.270	11.01%	2.520	11.01	9.07	8.15	7.34	2.37	2.06
算术平均值									23.75	17.38	14.55	12.61	3.49	2.91
加权平均值									19.71	12.09	10.43	8.64	2.99	2.46
整车									19.25	11.09	9.64	8.54	2.92	2.35
零部件									20.55	14.31	12.15	8.83	3.10	2.68

来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	27,865	30,070	44,840	52,938	61,145	68,861	货币资金	411	510	4,131	7,594	9,996	12,287
增长率	7.9%	49.1%	18.1%	15.5%	12.6%		应收款项	578	945	866	903	1,043	1,354
主营业务成本	-25,446	-27,632	-39,828	-46,912	-54,191	-60,937	存货	2,520	2,755	4,895	4,627	5,345	6,010
% 销售收入	91.3%	91.9%	88.6%	88.6%	88.6%	88.5%	其他流动资产	398	579	1,292	1,511	1,744	1,960
毛利	2,420	2,438	5,012	6,026	6,954	7,924	流动资产	3,907	4,790	11,183	14,635	18,128	21,611
% 销售收入	8.7%	8.1%	11.2%	11.4%	11.4%	11.5%	% 总资产	50.5%	48.7%	63.3%	68.3%	71.5%	73.9%
营业税金及附加	-44	-87	-206	-244	-281	-317	长期投资	349	713	851	894	984	1,075
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	3,100	3,535	3,963	4,339	4,678	4,980
营业费用	-1,065	-991	-1,673	-1,879	-2,149	-2,396	% 总资产	40.1%	35.9%	22.4%	20.3%	18.4%	17.0%
% 销售收入	3.8%	3.3%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	无形资产	337	686	1,468	1,500	1,522	1,544
管理费用	-781	-974	-1,673	-1,895	-2,167	-2,416	非流动资产	3,824	5,044	6,474	6,777	7,228	7,643
% 销售收入	2.8%	3.2%	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	% 总资产	49.5%	51.3%	36.7%	31.7%	28.5%	26.1%
息税前利润 (EBIT)	530	387	1,461	2,008	2,357	2,795	资产总计	7,731	9,833	17,657	21,412	25,356	29,254
% 销售收入	1.9%	1.3%	3.3%	3.8%	3.9%	4.1%	短期借款	907	1,771	223	1,480	1,280	1,080
财务费用	-54	-131	-54	-57	-28	29	应付款项	4,097	4,668	10,728	11,480	13,526	15,049
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	421	193	533	711	805	893
资产减值损失	-58	-88	-149	-40	-6	-15	流动负债	5,425	6,632	11,485	13,670	15,611	17,022
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	243	102	884	884	884	884
投资收益	29	-12	-38	0	85	164	其他长期负债	146	89	1,214	216	216	216
% 税前利润	6.4%	n.a	n.a	0.0%	3.5%	5.4%	负债	5,813	6,823	13,583	14,771	16,712	18,123
营业利润	447	156	1,219	1,911	2,408	2,973	普通股股东权益	1,915	3,008	4,074	5,655	7,658	10,145
营业利润率	1.6%	0.5%	2.7%	3.6%	3.9%	4.3%	少数股东权益	3	3	0	987	987	987
营业外收支	13	156	61	56	56	61	负债股东权益合计	7,731	9,833	17,657	21,412	25,356	29,254
税前利润	460	312	1,280	1,967	2,464	3,034							
利润率	1.7%	1.0%	2.9%	3.7%	4.0%	4.4%							
所得税	-72	34	-242	-295	-370	-455							
所得税率	15.7%	-10.8%	18.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	388	346	1,037	1,672	2,094	2,579							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	388	346	1,037	1,672	2,094	2,579							
净利率	1.4%	1.2%	2.3%	3.2%	3.4%	3.7%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	388	346	1,037	1,672	2,094	2,579	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.479	0.377	1.132	1.824	2.286	2.814
非现金支出	303	393	535	438	445	491	每股净资产	2.360	3.282	4.446	6.171	8.356	11.070
非经营收益	99	82	39	162	-3	-99	每股经营现金净流	0.688	-0.456	4.461	3.366	3.908	3.682
营运资金变动	-232	-1,239	2,477	813	1,044	404	每股股利	0.000	0.100	0.200	0.100	0.100	0.100
经营活动现金净流	558	-417	4,088	3,085	3,581	3,375	回报率						
资本开支	-552	-492	-754	-728	-744	-739	净资产收益率	20.28%	11.50%	25.46%	29.57%	27.35%	25.42%
投资	-22	-340	-136	-44	-90	-91	总资产收益率	5.02%	3.52%	5.87%	7.81%	8.26%	8.82%
其他	78	16	178	0	85	164	投入资本收益率	14.51%	8.77%	19.16%	18.95%	18.53%	18.14%
投资活动现金净流	-496	-816	-713	-772	-748	-666	增长率						
股权募资	0	1,022	0	0	0	0	主营业务收入增长率	44.29%	7.91%	49.12%	18.06%	15.50%	12.62%
债权募资	132	688	-153	1,257	-200	-200	EBIT增长率	471.18%	-27.04%	277.88%	37.43%	17.39%	18.60%
其他	-77	-393	-124	-107	-230	-217	净利润增长率	715.48%	-10.93%	199.90%	61.17%	25.28%	23.12%
筹资活动现金净流	55	1,317	-277	1,150	-430	-417	总资产增长率	20.58%	27.19%	79.56%	21.26%	18.42%	15.37%
现金净流量	117	84	3,099	3,463	2,402	2,291	资产管理能力						
							应收账款周转天数	4.6	5.8	5.5	5.5	5.5	6.5
							存货周转天数	33.2	34.8	35.1	36.0	36.0	36.0
							应付账款周转天数	29.5	32.4	35.5	35.5	37.3	36.3
							固定资产周转天数	38.0	38.6	30.6	27.9	25.5	23.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	38.55%	45.26%	-49.98%	-78.74%	-90.60%	-92.74%
							EBIT利息保障倍数	9.8	3.0	26.8	35.1	84.7	-95.7
							资产负债率	75.19%	69.39%	76.93%	68.98%	65.91%	61.95%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	5	11	14
买入	0	2	6	13	24
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.40	1.50	1.53	1.58

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-09	买入	7.71	10.50 ~ 10.50
2 2009-03-30	买入	9.32	N/A
3 2009-04-27	买入	10.75	15.00 ~ 15.00
4 2009-06-11	买入	12.04	17.60 ~ 17.60
5 2009-08-27	买入	14.50	21.50 ~ 21.50
6 2010-01-11	买入	19.48	30.00 ~ 30.00
7 2010-03-06	买入	20.93	30.00 ~ 30.00

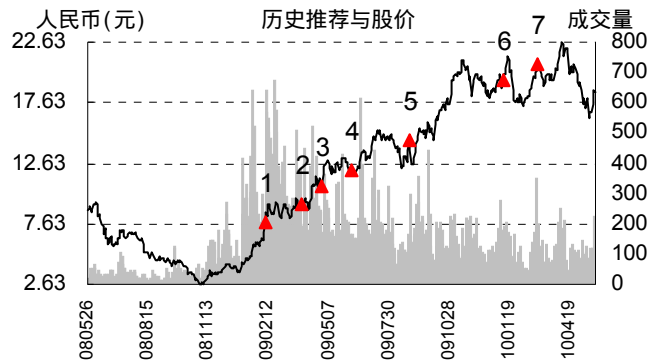
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室