

福田汽车 (600166.SH) 货车行业

评级：买入 维持评级

公司点评

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

董亚光
分析师 SAC 执业编号：S1130206110212

与戴姆勒合资项目尘埃落定

事件

2010年7月16日，北汽福田汽车股份有限公司（以下简称“福田汽车”）与戴姆勒股份公司、戴姆勒东北亚投资有限公司在人民大会堂签订了《合资经营合同》，温家宝总理与德国总理默克尔等领导人出席了签字仪式。

合资各方将在中国北京共同设立一家中重卡合资公司，合资公司的投资总额为人民币63.5亿元，注册资本为人民币56亿元，其中福田汽车以与欧曼业务相关的资产进行实物出资，为28亿元人民币，占注册资本50%；戴姆勒股份公司以现金方式出资22.4亿元，占注册资本40%；戴姆勒东北亚投资有限公司以现金方式出资5.6亿元，占注册资本10%。

合资公司生产的产品包括：福田汽车现有“欧曼”中重卡产品；装配OM457发动机的“欧曼”中重卡混合车型产品；排放标准可达欧V的戴姆勒OM457重型柴油发动机。

评论

事件对福田汽车长期价值是一个利好：此前市场对于福田汽车与戴姆勒公司的合作项目一直存在疑虑（如合作能否最终成功、合作的具体方式等），此次协议签署后，双方成立合资公司的基本框架得以确定；福田汽车成为继中国重汽后，另一家同国际商用车巨头展开深度合作国内重卡厂商，对公司长期价值的提升具有深远意义。

“欧曼”中重卡品牌得以保留：此前市场担心福田在与戴姆勒成立合资公司的过程中需放弃“欧曼”中重卡品牌，事实证明这种担心是多余的，“欧曼”品牌得以保留，对于公司品牌价值的积累、产业链地位的提升具有重要意义；此外，协议中规定“在合资公司经营范围内向位于中国境外进行的任何产品销售，会在戴姆勒的支持下由福田汽车主导”，不仅有利于福田欧曼中重卡出口市场的拓展，也为“福田”发展成为世界级商用车品牌打开了大门；

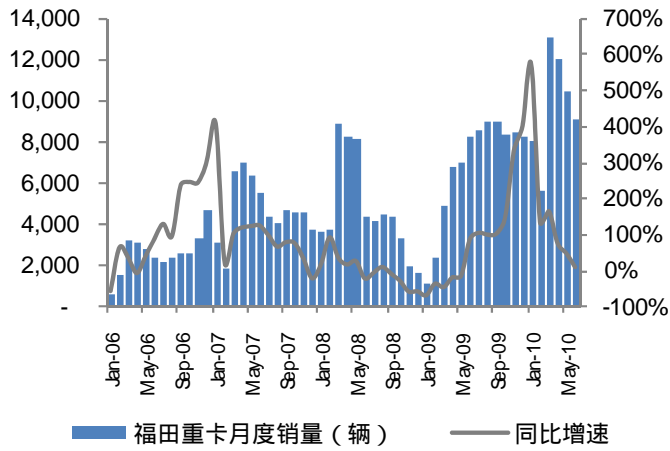
引进OM457发动机将使福田在未来重卡行业竞争中占得先机：OM457发动机性能明显领先于国内同类产品：具备欧V排放水准，大修里程是国内重卡发动机平均水平的近10倍；在排放标准日益严格、运输条件不断改善的情况下，以OM457为代表的高性能、大马力重卡发动机的优势将逐步体现。目前OM457发动机的主要劣势在于价格（直接进口价格是国内同类产品的3-4倍），但随着引进后零部件国产化率的提高（预计2015年达到62%），OM457发动机成本上的差距将逐步缩小。

但是，成立合资公司有可能对公司的短期业绩产生一定影响：此前欧曼中重卡为福田汽车独资所有，此次合资最终完成后，戴姆勒将（直接和间接）持有欧曼50%的股份，也将分享欧曼50%的利润，目前欧曼中重卡贡献福田汽车总利润的约40%，所以在合资公司成立初期，将可能对福田汽车的短期业绩产生一定影响；但是我们认为，如果同戴姆勒的合资合作得以成功，欧曼中重卡的销量和盈利有望获得几何倍数的增长，因而对福田汽车的长期业绩和价值也将是有利的。

投资建议

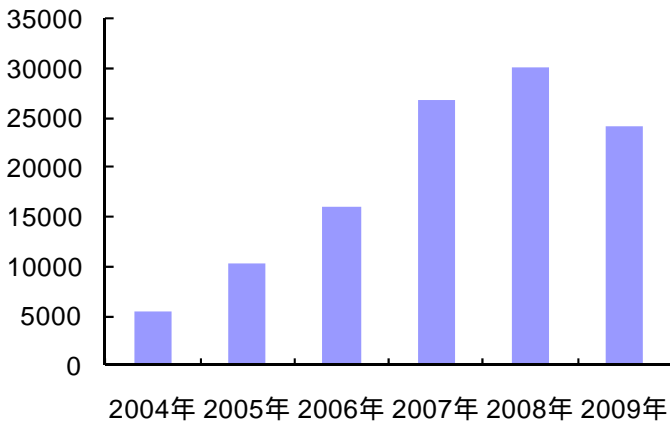
我们维持对公司10-12年EPS1.824、2.286和2.814元的预测，维持“买入”评级。此外，我们预计公司2010年中期业绩将有望同比大幅增长（我们预计有望接近100%），建议投资者对公司予以积极关注。

图表1：福田汽车重卡月度销量变化



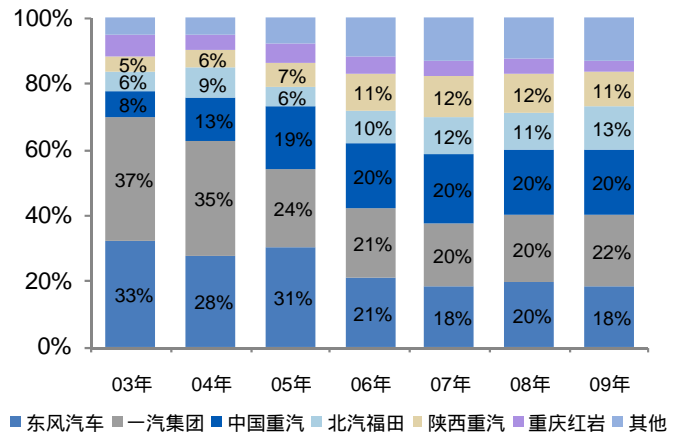
来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

图表3：福田汽车商用车出口销量变化 单位：辆

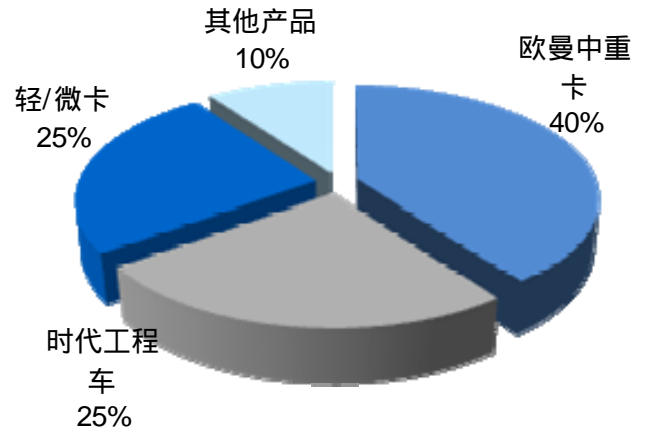


来源：中汽协，公司公告，国金证券研究所

图表2：国内重卡市场份额变化



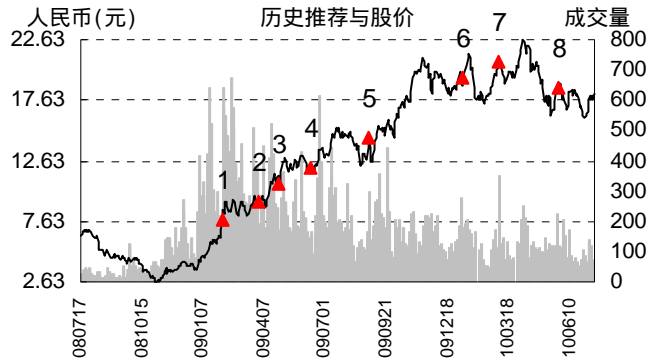
图表4：福田汽车09年利润来源结构



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
8	2010-05-26	买入	18.69	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所



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，国金证券不作出任何担保。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	北京	深圳
电话：(8621)-61038311	电话：(8610)-66215599-8832	电话：(86755)-82805115
传真：(8621)-61038200	传真：(8610)-61038200	传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：200011	邮编：100032	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室