

# 历史毛利率较低 业绩弹性大

## 福田汽车中报点评

### 报告关键点:

- 轻卡盈利能力显著提升, 由于轻型商用车有中高端化趋势, 轻卡未来可以继续保持较好的盈利能力
- 重卡成为公司的半边天, 但未来重卡盈利可能出现波动
- 公司净利润增长306.0%

### 报告摘要:

- 公司净利润增长306.0%。**2010年上半年公司实现营业收入302.00亿元, 同比增长54.2%; 营业利润13.13亿元, 同比增长134.9%; 实现归属于母公司净利润11.47亿元, 同比增长153.2%; 全面摊薄后每股收益1.25元。公司盈利大幅增长的原因主要是产品毛利有较大提升, 上半年公司综合毛利率为12.2%, 较2009年同期提升1.7个百分点, 较2009年全年提升1个百分点。
- 公司轻卡盈利能力显著提升。**由于随着城乡道路的不断完善, 轻卡的使用范围逐渐扩大, 轻卡运输行业的价值逐步体现出来, 而且燃油税实施使用户采购时产品更倾向于综合考虑购买成本和使用成本, 轻型商用车呈现中高端化趋势。公司上半年轻卡产品均价4.57万元, 比2009年提高1019元, 其中搭载福田康明斯发动机高端欧马可产品销量约在3600辆左右。产品结构的提升使轻卡毛利率提高到12.7%, 比2009年提升0.77个百分点, 相对2008年公司低点提升了4.98个百分点。上半年公司轻卡业务占收入和毛利的比重分别为43.8%、45.3%, 轻卡盈利的改善对公司业绩增长有很大的贡献。由于轻型商用车中高端化趋势较为明确, 而且中高端产品可以搭载福田康明斯发动机, 预计公司轻卡未来会继续保持较好的盈利能力。
- 重卡成为公司的半边天。**由于重卡行业高度景气, 上半年公司重卡销量增长85.8%, 重卡业务占收入和毛利的比重提升到44.1%、44.3%, 成为与轻卡业务一样举足轻重的业务版块合力下, 重卡毛利率提高到12.3%, 比2009年提升1.93个百分点, 相对2008年公司低点提升了5.08个百分点, 重卡的盈利状况大幅改善。由于重卡行业销量可能会有较大的波动, 目前公司重卡关键总成基本外购, 未来重卡业务盈利可能出现波动。
- 给予公司增持-A评级。**预计公司2010-2012年EPS 分别为2.25、2.57、3.00元, 对应PE 10、8、7倍, 估值偏低, 给予公司增持-A评级, 6个月目标价23.00元。提醒注意重卡行业销量大幅波动的风险。

### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,069.8	44,839.6	56,309.5	65,169.4	75,461.6
Growth(%)	7.9%	49.1%	25.6%	15.7%	15.8%
净利润	345.9	1,037.3	2,061.0	2,351.1	2,749.9
Growth(%)	-10.9%	199.9%	98.7%	14.1%	17.0%
毛利率(%)	8.1%	11.2%	12.1%	12.0%	12.0%
净利润率(%)	1.2%	2.3%	3.7%	3.6%	3.6%
每股收益(元)	0.38	1.13	2.25	2.57	3.00
每股净资产(元)	3.29	4.45	6.49	8.83	11.56
市盈率	56.8	18.9	9.5	8.4	7.1
市净率	6.5	4.8	3.3	2.4	1.9
净资产收益率(%)	11.5%	25.5%	35.0%	29.4%	26.2%
ROIC(%)	19.5%	25.8%	118.5%	59.5%	104.9%
EV/EBITDA	39.0	11.1	5.6	4.0	2.6
股息收益率	1.3%	0.1%	1.0%	1.2%	1.4%

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **23.00 元**

期限: 6个月 上次预测:

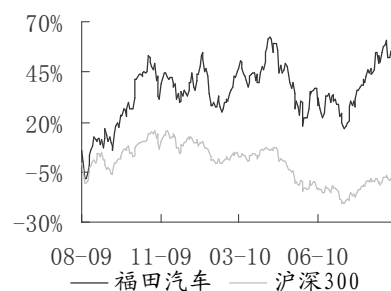
现价: 21.43元

报告日期: **2010-08-26**

### 市场数据

总市值(百万元)	19,638.63
流通市值(百万元)	12,917.92
总股本(百万股)	916.41
流通股本(百万股)	602.80
12个月最高/最低	12.55/23.09元
十大流通股东(%)	38.64%
股东户数	

### 12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.17	13.37	64.74
绝对收益	9.56	14.65	54.58

### 研究员

谈际佳

行业分析师

tanjj@essence.com.cn  
S1450210050006

证书编号

### 前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-8-26
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>30,069.8</b>	<b>44,839.6</b>	<b>56,309.5</b>	<b>65,169.4</b>	<b>75,461.6</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	27,632.0	39,827.7	49,477.1	57,344.8	66,417.1	营业收入增长率	7.9%	49.1%	25.6%	15.7%	15.8%
营业税费	86.9	205.6	253.4	293.3	339.6	营业利润增长率	-65.1%	682.4%	109.1%	13.9%	16.8%
销售费用	990.5	1,672.6	2,027.1	2,346.1	2,716.6	净利润增长率	-10.9%	199.9%	98.7%	14.1%	17.0%
管理费用	973.8	1,672.9	2,027.1	2,346.1	2,716.6	EBITDA 增长率	-25.2%	191.5%	102.8%	10.8%	12.9%
财务费用	130.9	54.5	-23.6	-64.4	-120.3	EBIT 增长率	-42.8%	344.2%	98.3%	12.5%	15.2%
资产减值损失	87.7	149.3	-	-	-	NOPLAT 增长率	13.2%	120.4%	90.7%	12.6%	15.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.8%	-58.5%	124.1%	-34.6%	-61.5%
投资和汇兑收益	-12.2	-38.0	-	-	-	净资产增长率	57.0%	35.3%	46.0%	36.0%	30.9%
<b>营业利润</b>	<b>155.8</b>	<b>1,219.0</b>	<b>2,548.4</b>	<b>2,903.6</b>	<b>3,391.9</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	156.0	60.6	-25.0	-25.0	-25.0	毛利率	8.1%	11.2%	12.1%	12.0%	12.0%
<b>利润总额</b>	<b>311.8</b>	<b>1,279.6</b>	<b>2,523.4</b>	<b>2,878.6</b>	<b>3,366.9</b>	营业利润率	0.5%	2.7%	4.5%	4.5%	4.5%
减: 所得税	-33.8	242.3	441.6	503.7	589.2	净利润率	1.2%	2.3%	3.7%	3.6%	3.6%
<b>净利润</b>	<b>345.9</b>	<b>1,037.3</b>	<b>2,061.0</b>	<b>2,351.1</b>	<b>2,749.9</b>	EBITDA/营业收入	1.8%	3.5%	5.6%	5.4%	5.2%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	1.0%	2.8%	4.5%	4.4%	4.3%
货币资金	510.3	4,130.6	6,555.1	9,376.5	13,846.4	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	36	27	23	20	16
应收帐款	850.9	865.9	1,157.0	1,339.1	1,550.6	流动营业资本周转天数	-10	-19	-19	-13	-16
应收票据	94.6	0.2	308.5	357.1	413.5	流动资产周转天数	52	64	87	102	116
预付帐款	578.9	1,267.9	2,010.1	2,870.2	3,866.5	应收帐款周转天数	6	5	5	6	6
存货	2,755.1	4,894.7	6,038.9	6,999.2	8,106.5	存货周转天数	32	31	35	36	36
其他流动资产	-	24.0	14.4	14.4	14.4	总资产周转天数	105	110	128	137	145
可供出售金融资产	46.8	117.8	117.8	117.8	117.8	投资资本周转天数	40	24	18	18	8
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	543.1	597.2	655.1	720.6	792.7	ROE	11.5%	25.5%	35.0%	29.4%	26.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	3.5%	5.9%	9.2%	8.7%	8.2%
固定资产	3,179.6	3,647.9	3,663.3	3,464.5	3,158.3	ROIC	19.5%	25.8%	118.5%	59.5%	104.9%
在建工程	355.3	315.6	199.8	130.9	89.9	<b>费用率</b>					
无形资产	582.2	1,322.1	1,190.0	1,071.1	964.1	销售费用率	3.3%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	233.3	340.4	459.4	566.8	690.4	管理费用率	3.2%	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%
<b>资产总额</b>	<b>9,833.5</b>	<b>17,657.3</b>	<b>22,515.7</b>	<b>27,188.9</b>	<b>33,787.8</b>	财务费用率	0.4%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.2%
短期债务	1,566.0	80.0	58.8	24.0	10.0	三费/营业收入	7.0%	7.6%	7.2%	7.1%	7.0%
应付帐款	3,351.0	6,373.9	7,862.1	9,112.3	10,554.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	78.0	979.0	1,084.4	1,256.9	1,455.7	资产负债率	69.4%	76.9%	73.6%	70.2%	68.6%
其他流动负债	924.4	3,890.2	5,634.4	7,617.4	9,910.7	负债权益比	226.6%	333.4%	278.4%	236.1%	219.0%
长期借款	101.8	884.3	884.3	884.3	884.3	流动比率	0.72	0.97	1.12	1.18	1.28
其他非流动负债	89.2	1,214.0	1,328.4	430.4	533.3	速动比率	0.30	0.54	0.70	0.78	0.90
<b>负债总额</b>	<b>6,823.0</b>	<b>13,582.9</b>	<b>16,565.5</b>	<b>19,099.0</b>	<b>23,195.2</b>	利息保障倍数	2.19	23.37	-106.91	-44.11	-27.20
<b>少数股东权益</b>	<b>2.6</b>	<b>-</b>	<b>20.8</b>	<b>44.6</b>	<b>72.3</b>	<b>分红指标</b>					
股本	916.4	916.4	916.4	916.4	916.4	DPS(元)	0.27	0.02	0.22	0.26	0.30
留存收益	2,091.4	3,158.1	5,013.0	7,129.0	9,603.9	分红比率	71.1%	1.8%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>3,010.4</b>	<b>4,074.4</b>	<b>5,950.2</b>	<b>8,089.9</b>	<b>10,592.7</b>	股息收益率	1.3%	0.1%	1.0%	1.2%	1.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	345.5	1,037.2	2,061.0	2,351.1	2,749.9	EPS(元)	0.38	1.13	2.25	2.57	3.00
加: 折旧和摊销	305.5	385.4	630.8	657.8	676.8	BVPS(元)	3.29	4.45	6.49	8.83	11.56
资产减值准备	87.7	149.3	-	-	-	PE(X)	56.8	18.9	9.5	8.4	7.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	4.8	3.3	2.4	1.9
财务费用	55.5	130.9	54.5	-23.6	-64.4	P/FCF	-32.1	5.3	-173.0	7.3	4.6
投资收益	12.2	38.0	-	-	-	P/S	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
少数股东损益	-0.4	-0.1	20.8	23.7	27.8	EV/EBITDA	39.0	11.1	5.6	4.0	2.6
营运资金的变动	-1,418.3	2,006.3	933.4	1,414.8	1,633.3	CAGR(%)	90.1%	38.9%	16.0%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-417.5</b>	<b>4,088.4</b>	<b>3,622.5</b>	<b>4,383.0</b>	<b>4,967.6</b>	PEG	0.6	0.5	0.6	-0.1	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-816.3</b>	<b>-712.7</b>	<b>-372.5</b>	<b>-338.3</b>	<b>-295.2</b>	ROIC/WACC	1.6	2.1	9.6	4.8	8.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,315.4</b>	<b>-277.1</b>	<b>-197.1</b>	<b>-1,192.1</b>	<b>-168.7</b>	REP	3.2	4.8	0.5	1.2	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

谈际佳，安信证券研究中心汽车与零部件行业分析师，车辆工程学士，数量经济学硕士。3年汽车与零部件行业研究经验，曾先后任职于天相投资顾问有限公司和太平洋证券股份有限公司。2010年5月加入安信证券，从事证券研究之前，有多家汽车制造厂实习或工作经历。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
邮编：518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
邮编：200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
邮编：100034