

# 福田汽车（600166）调研报告

## ——业绩增长确定，定向增发助力重卡业务

市场数据		2010年10月18日
当前价格(元)		23.01
52周价格区间(元)		15.54-23.26
总股本(万股)		105,483.58
流通股(万股)		60,279.63
近一月换手率		20.76%
第一大股东		北汽控股
持股比例		32.76%
公司网址		http://www.futian.com.cn

### ■ 投资要点:

财务数据摘要				
单位: 百万	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,840	55,874	64,255	71,965
同比(%)	49%	25%	15%	12%
归属母公司净利润	1,037	2,203	2,519	2,744
同比(%)	200%	112%	14%	9%
毛利率(%)	11.2%	12.2%	12.3%	12.4%
ROE(%)	25.5%	25.7%	23.4%	20.7%
每股收益(元)	0.98	2.09	2.39	2.60
P/E	23.40	11.02	9.64	8.85
P/B	5.96	2.83	2.25	1.83
EV/EBITDA	13	7	6	6

- 2010年前三季度，福田汽车产销分别完成50.577万辆和52.075万辆，同比分别增长10%和16.7%。三季度是商用车的传统淡季，四季度公司总销量会略有上升，受益于宏观经济复苏，卡车的需求量会逐步上升，公司产销规模处于较高水平，预计全年销量有望达到70万辆，同比增长16.28%。
- 公司定向增发募集资金，提升现有业务。9月，公司定向增发募集资金25亿元，主要用于欧曼二工厂的建设，位于北京市怀柔区的欧曼二工厂设计产能是6-8万辆，最大产能10万辆，项目完成后可以减小目前现仅有6万辆的产能压力，提高公司关键零部件的自给率，高端产品占比将提升至40%左右，从而进一步提升公司在重卡市场的竞争力和产销规模。
- 盈利预测及评级：预计公司2010年-2012年的EPS为2.09、2.39、2.60元，对应PE为11.02、9.64、8.85倍。考虑到公司的行业地位和公司在重卡、多功能车业务的提升空间及产业链将趋于完善，我们给予公司“审慎推荐”的评级。

### 华龙证券研究中心

研究员：王晓娟

执业证书编号：S0230110040003

高级研究员：王璇

执业证书编号：S0530209060076

010-64401189

Xiaojuan.wang6@gmail.com

## 目 录

一、福田汽车概况.....	2	
二、公司股权结构清晰.....	2	
三、公司是国内汽车品种最齐全、产销量最大的商用车制造企业.....	3	
四、定向增发项目提升公司重卡业务竞争力.....	4	
五、轻型载货汽车是公司的核心业务.....	4	
六、新能源客车是公司客车业务发展的亮点.....	5	
七、盈利预测及评级.....	6	
图 1: 股权结构图 .....	2	
图 2: 公司月度销量走势 (单位: 万辆) .....	3	
图 3: 2009 年公司分类销量占比	图 4: 2009 年公司分类收入占比.....	3
图 5: 公司中重卡月度销量走势 (单位: 万辆).....	4	
图 6: 公司轻卡 (含微卡) 月度销量走势 (单位: 万辆) .....	5	
图 7: 公司客车月度销量走势 (单位: 辆) .....	5	
表格 1: 分业务收入预测.....	7	
表格 2: 利润表预测.....	7	

## 一、福田汽车概况

北汽福田汽车股份有限公司（简称福田汽车）成立于1996年8月28日，是一家跨地区、跨行业、跨所有制的国有控股上市公司。总部位于北京市昌平区，现有资产170多亿元，员工超过2.8万人，是一个以北京为管理中心，在京、津、鲁、冀、湘、鄂、辽、粤、新等9个省市拥有整车和零部件事业部，研发分支机构分布在中国、日本、德国、台湾等国家和地区的大型企业集团。2008年，福田汽车品牌价值达268.37亿元，在中国汽车行业排名第三，商用车领域排名第一；2009年，福田汽车销售量超过60万辆，居全球商用车第一位。

公司目前主要从事轻型载货汽车、中重型载货汽车、轻型客车、大中型客车、模具和冲压件的制造和销售业务，旗下拥有欧曼、欧V、欧马可、蒙派克、迷迪、风景、传奇、奥铃、萨普、时代等十大产品品牌。

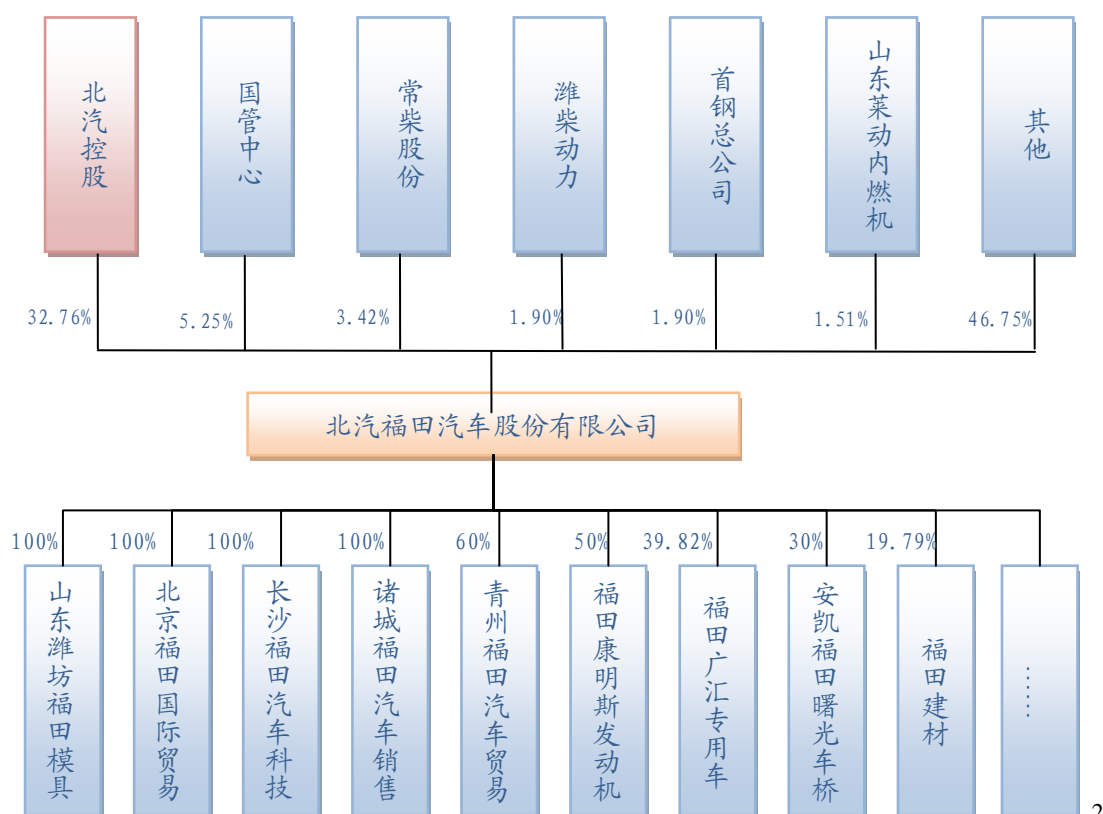
公司目前有7大建设项目，包括建设欧曼GTL新型节能重卡工厂（北京怀柔）、北京多功能汽车厂（北京密云）、广东新能源客车项目（广东南海）、全球业务总部（北京）、潍坊汽车厂（山东潍坊）、重型机械工厂（北京昌平）和汽油发动机厂（北京昌平）。

公司力争“十二五”期间，商用车率先实现全球化，确立商用车领域的国际领导者地位；借助新能源汽车发展契机，实现轿车业务跨越式发展。到2015年，计划产销量达到150万辆，争取180万辆，业务收入1600亿元以上，其中，海外销量超过50万辆，占总销量30%。

## 二、公司股权结构清晰

公司实际控制人为北京汽车工业控股有限责任公司，持有比例32.76%。

图 1：股权结构图



资料来源：公司公告、华龙证券研究中心

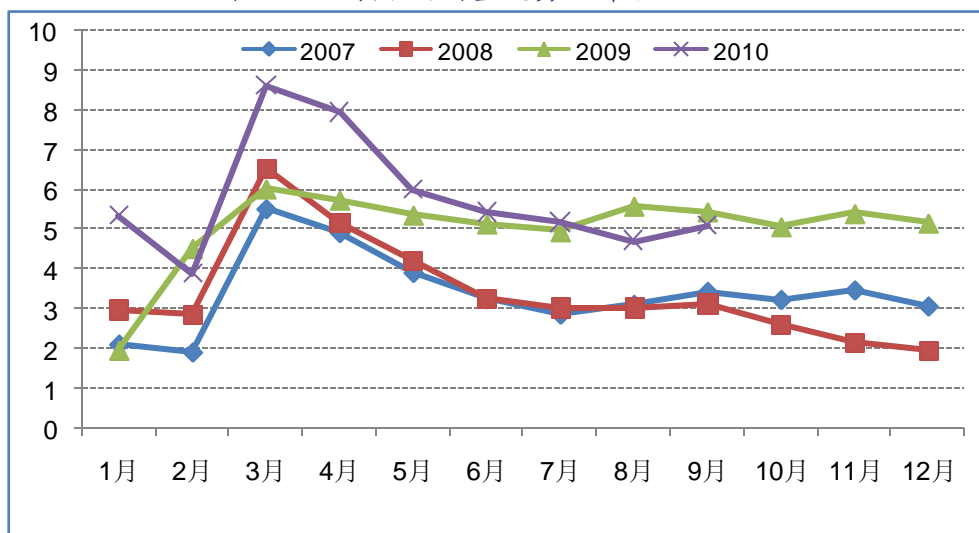
### 三、公司是国内汽车品种最齐全、产销量最大的商用车制造企业

公司产品涵盖商用车中 35 吨级以下的卡车全系列产品和大中型客车、轻型客车产品，是我国汽车品种最齐全、产销量最大的商用车制造企业。公司累计产销汽车超过 270 万辆，具有自主知识产权、自主品牌，连续 3 年载货汽车销量排名第一名。在出口业务方面，公司已在东欧、西亚、北非、南亚等区域 60 多个国家实现出口，并建立了相应的分销服务网络。

2010 年，公司前三季度产销分别完成 50.577 万辆和 52.075 万辆，同比分别增长 10%和 16.7%，产销量增长受产能限制。三季度是商用车的传统淡季，四季度公司总销量会略有上升，受益于宏观经济复苏，卡车的需求量会逐步上升，公司产销规模处于较高水平，预计全年销量有望达到 70 万辆，同比增长 16.28%。

随着 2013 年欧 IV 排放标准的推行，公司的高端商用车业务优势将得到更大发挥，市场份额有望逐步提高。

图 2：公司月度销量走势（单位：万辆）



数据来源：公司公告、华龙证券研究中心

图 3：2009 年公司分类销量占比

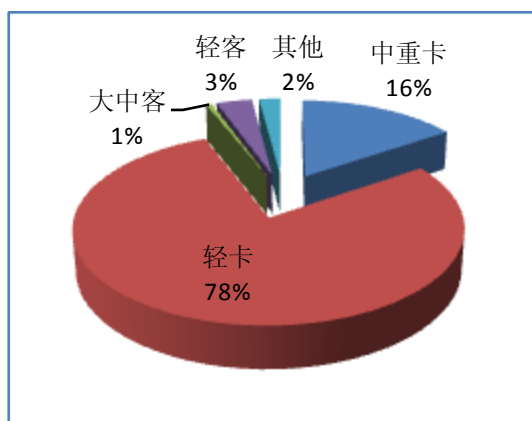
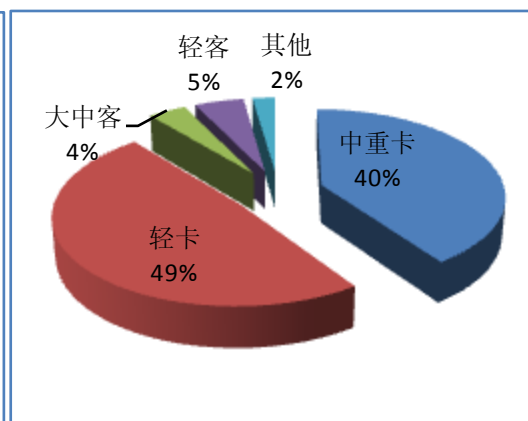


图 4：2009 年公司分类收入占比

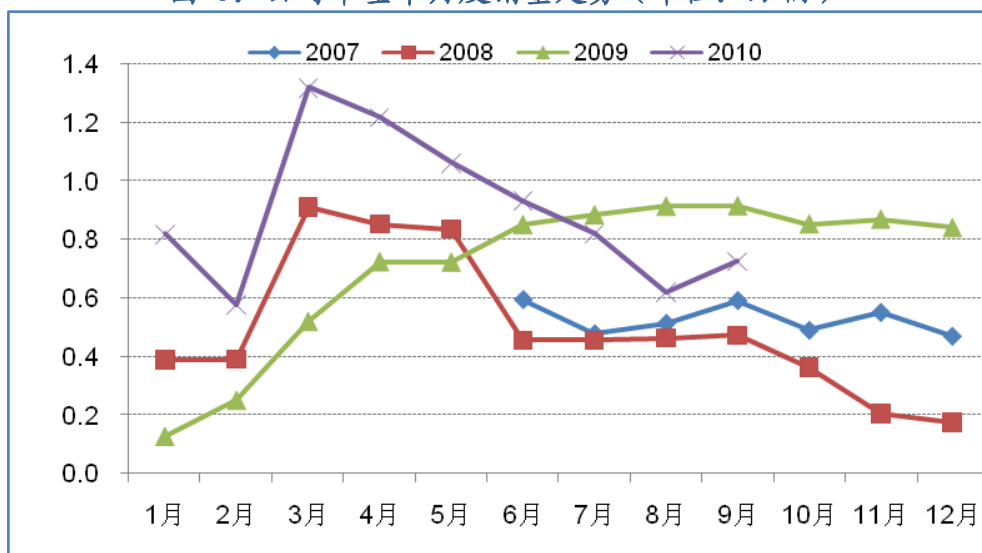


数据来源：公司公告、华龙证券研究中心

#### 四、定向增发项目提升公司重卡业务竞争力

由公司收入占比来看，中重卡是公司的重要利润来源。2009年，公司实现中重卡销售84641辆(重卡比重超过95%)，同比增长41.8%，远远超过行业17.71%的增幅，重卡市场份额13%，一举超过陕汽位列第四。

图 5: 公司中重卡月度销量走势(单位: 万辆)



数据来源: 公司公告、华龙证券研究中心

9月，公司以现金认购方式向国管中心等8名投资者定向增发股票1.28亿股，发行价格18.06元/股，募集资金25亿元用于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(欧曼二工厂的建设)。

从定向增发项目的运行来看，增发过程非常顺利，增发从过会到发行仅仅用了一周的时间。为了公司在资本市场的长期发展，公司在路演时反复强调，希望机构投资者不要报价过高，每股价格稳定在17.6元左右，但是投资者的热情大多都比较高，不少机构依旧报出了20元以上的高价，力争能拿到公司增发的股票，最终公司采取折中的价格，以18.06元/股的价格定向增发。由此可以看出，机构投资者还是非常认可公司未来的发展前景，争相入股。

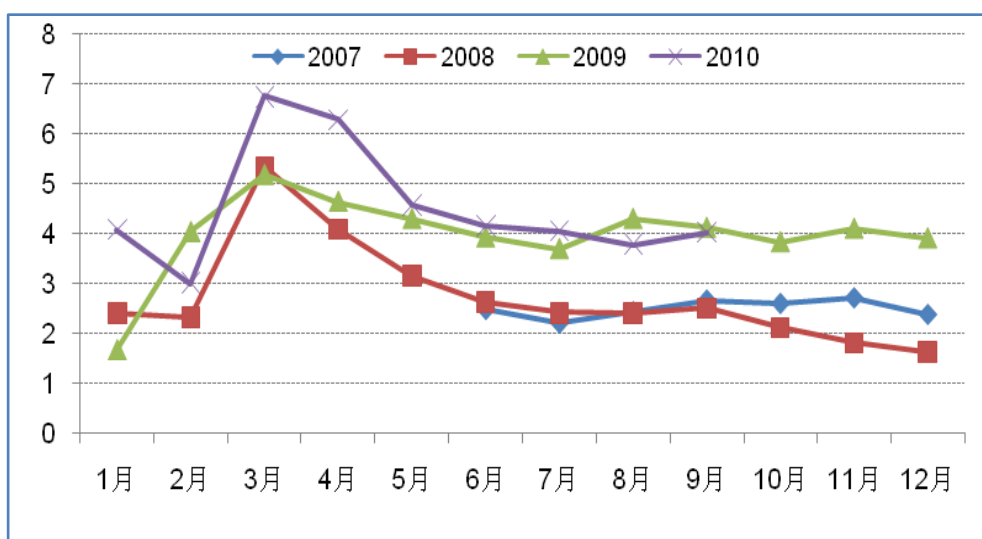
位于北京市怀柔区的欧曼二工厂设计产能是6-8万辆，最大产能10万辆，公司将加大GTL节能型重卡的开发和生产，逐步实现ETX重卡和H2重卡的升级换代，项目完成后可以减小目前现仅有6万辆的产能压力，提高公司关键零部件的自给率，高端产品占比将提升至40%左右，从而进一步提升公司在重卡市场的竞争力和产销规模。项目建设期约为2年，自2009年11月开工建设，预测项目达产后年均销售收入有望达到192亿元，年均实现利润总额7.6亿元，净利润6.9亿元。项目总投资208,000万元，其中建设投资160,780万元，流动资金47,220万元。该项目拟使用募集资金208,000万元。

#### 五、轻型载货汽车是公司的核心业务

公司已经连续多年稳居轻卡业务龙头地位，2009年公司轻型卡车实现销量383797辆，同比增长16.5%，销售名列全国第一位，市场占有率为24.6%。2009年公司轻卡销量占整体销量的78%，轻卡收入占整体收入的49%。



图 6: 公司轻卡 (含微卡) 月度销量走势 (单位: 万辆)



数据来源: 公司公告、华龙证券研究中心

按功能分类,轻卡主要分为平板车与自卸车,分别用于消费物流和建筑物流,主要使用于城镇和农村市场,随着我国城市化进程的加快,农村道路条件的逐步改善,农村居民实际收入水平的不断提高,我们认为未来的3-5年内,公司的轻卡业务将依旧保持增长态势。

公司平板车在中低端市场占有率较高,但在高端轻卡市场,欧马可约欧马可约占17%的市场份额,与江铃(51%)、庆铃(31%)相差较大。公司希望借助于福田康明斯发动机的优势来提升欧马可和奥铃的竞争优势,增加中高端市场份额。

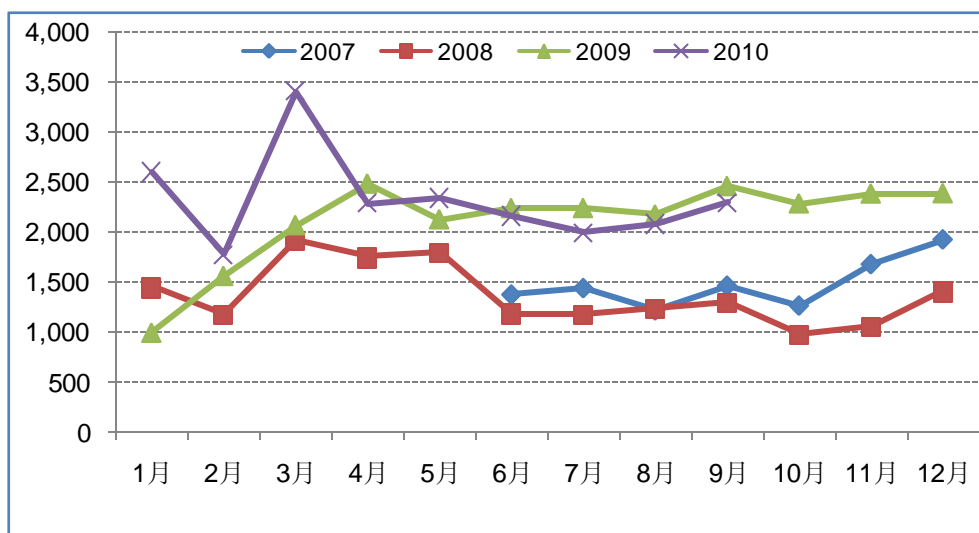
公司轻卡拟所倚重的福田康明斯发动机项目是公司全球最大的独立发动机厂康明斯按50%:50%比例合资组建而成,主要生产ISF系列2.8升和3.8升轻型直列四缸高压直喷式柴油发动机。项目共投资18.3亿元,已投入17亿元,总产能40万台/年。2010年,福田康明斯发动机计划销售3.1万台,其中内销给福田2.8万台,外销0.3万台。内销给福田的发动机主要配备在轻卡欧马可、奥铃上,以增强其中高端轻卡市场的竞争力。奥铃和欧马可从动力性能等方面讲是真正意义上的高端轻卡,在配装康明斯动力后,该两大产品的竞争力得到大幅提升,完全可以满足高端轻卡用户对于动力的需求。

在节能减排的背景下,具备高性能、低排放特点的福田康明斯发动机发展前景看好,在汽车环保排放标准升级到国4的要求下,公司与康明斯的合资发动机项目将成为新的利润增长点。

## 六、新能源客车是公司客车业务发展的亮点

目前客车在公司的盈利中贡献并不大,09年客车销量仅占公司总销量的4%,客车收入占总收入的9%,但作为我国首个新能源汽车产业基地及产业联盟的主要参与者,公司的新能源业务或将成为我国新能源领域的风向标。

图 7: 公司客车月度销量走势 (单位: 辆)



数据来源: 公司公告、华龙证券研究中心

今年9月,公司在新能源汽车领域再次迈出新步伐,北京新能源汽车制造工程中心正式在福田汽车挂牌成立,该制造中心将与此前成立的北京新能源汽车设计工程中心一并,共同构成北京新能源汽车设计制造产业基地的两大运营中心。至此,福田汽车已经基本完成对基地内的新能源汽车设计和制造两大功能的整合,新能源汽车整车及核心零部件的研发设计能力和生产制造能力日益完备。

2009年,公司共销售福田欧V新能源客车925辆,收入超过10亿元,是国内新能源汽车收入额最高的企业,成为中国新能源领域的领头羊,我们预计其新能源客车2010年销量有望达到1000辆。

在新能源客车领域,福田作为目前国内领先的新能源整车生产企业,同时北京由于是国内发展新能源客车最积极的地区,在10月13日举行的城市可持续发展背景论坛上,北京政府力争两年内增加新能源公交车5000辆,福田新能源客车能够凭借立足北京,从而逐步向全国延伸,09年已成功打入山东、广东市场。公司在新能源汽车方面的合作主要分为以下几个主要部分:总成与美国伊顿合作、变速箱与美国艾里逊合作,电机电控与国内南车集团和大洋电机合作、锂电池与北大先行和中信国安合作。

为了加快新能源客车的进程,4月底,福田汽车长沙20万辆新基地建设项目战略合作框架协议签字仪式在长沙经济技术开发区举行。该项目计划投资32亿元,重点支持福田汽车长沙基地调整产品结构、发展新能源汽车,实现在现有基础上年产汽车增加20万辆产能。

新能源客车毛利率略高于普通大客车。公司新能源车目前售价在100-120万元/台,但由于电池、电机等主要零部件外购,因此毛利率只是略高于普通大中客车,预计在15%左右。今年“十城千辆”的新能源试点城市将已增加到25个,公司产品凭借良好的性价比,有望在新能源汽车市场取得更多份额。

## 七、盈利预测及评级

预计公司2010年-2012年的EPS为2.09、2.39、2.60元,对应PE为11.02、9.64、8.85倍。考虑到公司的行业地位和公司在重卡、多功能车业务的提升空间及产业链将趋于完善,我们给予公司“审慎推荐”的评级。

表格 1: 分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010E
总销量 (辆)	396,818	408,726	602,021	704,000
销量增长率	15.46%	3.00%	47.29%	16.94%
整车收入合计 (万元)	2,625,620	2,839,213	4,301,568	5,407,380
收入增长率	41.69%	8.13%	51.51%	25.71%
成本合计 (万元)	2,402,567	2,618,188	3,821,016	4,745,840
毛利率	8.50%	7.78%	11.17%	12.23%
中重卡销量 (辆)	63,193	59,705	84,641	110,000
销量增长率	77.75%	-5.52%	41.77%	29.96%
中重卡收入 (万元)	1,078,486	1,124,550	1,776,236	2,475,000
收入增长率	87.73%	4.27%	57.95%	39.34%
中重卡成本 (万元)	993,178	1,043,695	1,592,573	2,178,000
中重卡毛利率	7.91%	7.19%	10.34%	12.00%
轻卡(含微卡)销量 (辆)	315,089	329,053	478,459	550,000
销量增长率	7.99%	4.43%	45.40%	14.95%
轻卡(含微卡)收入 (万元)	1,395,231	1,528,974	2,139,430	2,475,000
收入增长率	19.50%	9.59%	39.93%	15.69%
轻卡(含微卡)成本 (万元)	1,269,939	1,411,702	1,885,266	2,167,000
轻卡(含微卡)毛利率	8.98%	7.67%	11.88%	12.44%
轻客销量 (辆)	16,646	17,420	34,919	39,600
销量增长率	10.06%	4.65%	100.45%	13.41%
轻客收入 (万元)	94,397	95,760	217,487	259,380
收入增长率	22.29%	1.44%	127.12%	19.26%
轻客成本 (万元)	90,961	90,120	197,565	233,640
轻客毛利率	3.64%	5.89%	9.16%	9.92%
大中客销量 (辆)	1,890	2,548	4,002	4,400
销量增长率	53.78%	34.81%	57.06%	9.95%
大中客收入 (万元)	57,506	89,929	168,415	198,000
收入增长率	69.93%	56.38%	87.28%	17.57%
大中客成本 (万元)	48489.06	72671.62	145611.61	167,200
大中客毛利率	15.68%	19.19%	13.54%	11.25%
其他收入 (模具、冲压件等)	160,880	167,787	182,432	182,432
营业收入 (万元)	2,786,500	3,007,000	4,484,000	5,589,812

表格 2: 利润表预测

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	44,840	55,874	64,255	71,965
营业成本	39,828	49,038	56,352	63,078
营业税金及附加	206	168	225	266
销售费用	1,673	2,020	2,279	2,613



管理费用	1,673	1,820	2,190	2,494
财务费用	54	50	50	50
资产减值损失	149	98	112	120
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	(38)	(38)	(38)	(38)
营业利润	1,219	2,641	3,010	3,307
营业外收入	89	115	134	112
营业外支出	28	38	36	34
利润总额	1,280	2,717	3,107	3,385
所得税	242	515	588	641
净利润	1,037	2,203	2,519	2,744
少数股东损益	(0.11)	(0.28)	(0.24)	(0.21)
归属于母公司净利润	1,037	2,203	2,519	2,744
EBITDA	1,659	3,051	3,486	3,841
EPS (元)	1	2	2	3

## 投资评级说明:

### 华龙证券公司投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐:预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性:预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

### 华龙证券行业投资评级说明:

推 荐:预期未来 6 个月内行业指数上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中 性:预期未来 6 个月内行业指数变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-10%;

回 避:预期未来 6 个月内行业指数下跌幅度超过大盘在 10%以上;

本报告是华龙证券研究中心的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券研究中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and China-dragon Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.