

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

布局高端核心零部件生产提升产品结构

——福田汽车(600166)调研简报

核心观点

公司是我国产销量最大的商用车企业，产品主要是中重卡、轻卡、轻客、大中客等。其中轻卡的市占率为 21%，行业排名第一；中重卡的市占率为 8%，行业排名第四；轻客市占率 8.9%，行业排名第四。利润来源主要来自轻卡和中重卡业务。

走出淡季，产能偏紧。公司 2010 年 1-9 月份累计销量整车 52 万辆，同比增长 16.7%，三季度是轻卡、重卡的传统淡季，预计四季度销量略有上升，全年有望实现 70 万辆，同比增长 16%。受益于宏观经济复苏，投资和物流需求恢复，随着欧曼二工厂 2011 年投产，产能压力得到缓解，我们对 2011 年公司重卡业务持乐观态度。

与戴姆勒合资生产中重卡和发动机有利于提升重卡产品结构，有利于重卡出口市场突破。预计合资公司明年成立，合资后重卡业务由并表核算改为权益法的投资收益核算。接近 50% 的中重卡业务将不能体现在净利润中，减少利润约占净利润总额的 20%-25%；但同时也会逐步确认合资中欧曼业务评估增值的 25 亿元，将按照资产折旧和摊销的进度在合资公司成立后逐年实现。短期会使中重卡业务贡献的净利减少，但长期来看，将提升中重卡业务核心竞争力，随着产能的扩张和出口开拓，将贡献更大的收益。

轻卡业务增长稳定，与康明斯合资促进产品结构上移。近年来公司在维持低端轻卡龙头地位的同时，依靠奥铃、欧马可开拓中高端轻卡。公司布局中高端发动机，与美国康明斯发动机公司合资，内配奥铃、欧马可，有望解决高端轻卡的竞争力低的问题。

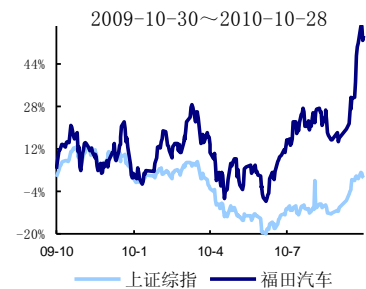
福田康明斯依然亏损。合资公司生产康明斯 2.8L、3.8L 中轻型商用车发动机，主要内配、出口、内销，从 08 年开始投产，目前还没达到 7 万的盈亏平衡点。目前欧美市场正处于发动机匹配阶段，未来销量有望大幅增长。

盈利预测与投资评级。预计 2010、2011、2012 年每股收益分别为 2.11 元、2.28 元、2.73 元，分别对应 PE 为 13、12、10。公司是商用车行业龙头企业，由规模增长转变为“内涵增长、结构调整、全球化”的经营方式，布局生产高端核心零部件，拓宽产业链，提升产品附加值。给予“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	44840	56498	64973	74719
同比增速(%)	49.12%	26.00%	15.00%	15.00%
净利润(百万)	1037	2227	2405	2878
同比增速(%)	200.18%	114.69%	8.00%	19.67%
EPS(元)	0.98	2.11	2.28	2.73
P/E	23.91	12.82	11.87	9.92

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	105483.58
流通A股(万股)	60279.63
52周内股价区间(元)	15.54-29.09
总市值(亿元)	285.54
总资产(亿元)	176.57
每股净资产(元)	4.45
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	11183	14156	20731	25522	营业收入	44840	56498	64973	74719
现金	4131	6037	10377	13527	营业成本	39828	49718	57176	65752
应收账款	739	1010	980	1316	营业税金及附加	206	227	273	310
其它应收款	127	393	183	488	营业费用	1673	2025	2361	2703
预付账款	1268	1955	2812	3772	管理费用	1673	2015	2353	2692
存货	4895	4685	6313	6340	财务费用	54	-1	-19	-60
其他	24	75	64	79	资产减值损失	149	129	136	133
非流动资产	6474	7091	7795	8447	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	597	579	585	583	投资净收益	-38	-29	-32	-31
固定资产	3648	3720	3668	3582	营业利润	1219	2355	2661	3156
无形资产	1322	1827	2377	2912	营业外收入	89	125	113	117
其他	907	965	1165	1370	营业外支出	28	33	31	32
资产总计	17657	21247	28525	33969	利润总额	1280	2448	2743	3242
流动负债	11485	12774	17221	19611	所得税	242	221	338	364
短期借款	80	575	410	465	净利润	1037	2227	2405	2878
应付账款	4855	4509	6370	6098	少数股东损益	-0	-1	-1	-1
其他	6550	7690	10441	13048	归属母公司净利润	1037	2228	2406	2879
非流动负债	2098	2198	2900	3402	EBITDA	1659	2721	3034	3504
长期借款	884	1359	1936	2480	EPS (元)	0.98	2.11	2.28	2.73
其他	1214	839	964	922					
负债合计	13583	14972	20121	23013					
少数股东权益	0	-1	-2	-3	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
股本	916	1055	1055	1055	成长能力				
资本公积金	1356	1356	1356	1356	营业收入	49.1%	26.0%	15.0%	15.0%
留存收益	1802	3865	5996	8549	营业利润	682.4%	93.2%	13.0%	18.6%
归属母公司股东权益	4074	6276	8406	10959	归属母公司净利润	199.9%	114.8%	8.0%	19.7%
负债和股东权益	17657	21247	28525	33969	获利能力				
					毛利率	11.2%	12.0%	12.0%	12.0%
					净利率	2.3%	3.9%	3.7%	3.9%
					ROE	25.5%	35.5%	28.6%	26.3%
					ROIC	83.5%	94.8%	419.8%	515.1%
					偿债能力				
					资产负债率	76.9%	70.5%	70.5%	67.7%
					净负债比率	8.16%	14.01%	12.44%	13.49%
					流动比率	0.97	1.11	1.20	1.30
					速动比率	0.54	0.74	0.83	0.97
					营运能力				
					总资产周转率	3.26	2.90	2.61	2.39
					应收帐款周转率	67	65	65	65
					应付帐款周转率	10.30	10.62	10.51	10.55
					每股指标(元)				
					每股收益	0.98	2.11	2.28	2.73
					每股经营现金	3.88	2.15	4.93	3.73
					每股净资产	3.86	5.95	7.97	10.39
					估值比率				
					P/E	23.91	12.82	11.87	9.92
					P/B	6.09	4.55	3.40	2.61
					EV/EBITDA	15.54	9.48	8.50	7.36

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com
陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			