



福田汽车（600166）调研报告

——首都新能源客车的标杆

报告日期：2010年12月28日

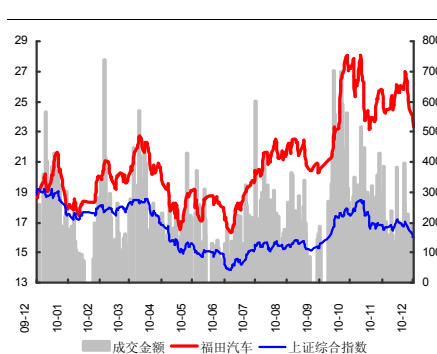
基础数据

总股本（百万股）	916
流通A股（百万股）	603
流通B股（百万股）	0
流通A股市值（百万元）	14411

公司评级

所属行业	汽车行业
公司股价	23.90元
投资评级	增持

公司市场表现



相关报告

汽车行业研究员：王梁
 执业编号：S0990210100001
 电话：010-84013759
 E-mail: wangliang@vsun.com

报告概要：

- ◇ 公司新能源客车是首都的标杆，技术成熟只待政策和订单。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，但较为稳定，基本在13-14%之间。公司依托新能源产业基地联盟，在纯电动车的研发上已经取得实质性的突破，公司在纯电动车的底盘技术和电力驱动系统技术上已经成熟，只待国家新能源汽车产业政策的进一步落实。
- ◇ 轻微卡业务构成和销售稳定，城镇化将助推销售增长，康明斯发动机将引领城市物流改革。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，配备合资发动机的高端轻卡将成为新的利润增长点。
- ◇ 与戴姆勒公司合资成立重卡公司将成为公司日后重卡业务发展的强力剂。在未来几年，我们不排除随着国家对新能源汽车产业的大力扶持，和新能源汽车相关的基础设施建设会带动公司重卡业务的又一个腾飞。随着和戴姆勒的合资公司成立，公司在重卡方面的品牌和技术提升将会为今后可能的招标增添了又一个重要的砝码。
- ◇ 我们认为，公司目前正通过提升研发能力、拓展产业链等方式以期实现转变，期间存在不确定性，与康明斯和戴姆勒公司的合作不仅从质量而且从品牌知名度上使公司产品有了跨级别的提升。随着北京“治堵”新政的实施，公共交通将迎来快速发展，而作为北京本地的传统客车和新能源客车龙头的福田公司将会随着政府扶持政策进一步保持快速稳定的增长，旗下的新能源客车也将会迎来更多的订单。
- ◇ 预计公司2010-2012年EPS 分别为1.58元、1.85元和2.24元，对应PE 分别为11.49倍、9.83倍和8.07倍，给予“增持”评级。
- ◇ 风险提示：1、国家和北京市新能源产业发展政策落实进度及公司可接受订单数量。2、钢材价格波动将会对公司利润产生较大影响。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30069.83	44839.62	53628.19	61028.88	72807.45
增长率(%)	7.91%	49.12%	19.60%	13.80%	19.30%
归属母公司股东净利润	345.89	1037.33	1447.55	1691.23	2060.23
增长率(%)	-10.93%	199.90%	39.55%	16.83%	21.82%
每股收益(EPS)	0.377	1.132	1.580	1.846	2.248
每股股利(DPS)	0.269	0.020	0.384	0.449	0.546
净资产收益率(ROE)	11.50%	25.46%	28.00%	26.22%	25.72%
市盈率(P/E)	48.09	16.03	11.49	9.83	8.07
市净率(P/B)	8.69	5.53	4.08	3.22	2.58

一、公司新能源客车是首都的标杆，技术成熟只待政策和订单

2008年底我国首个新能源汽车基地以福田汽车为依托成立；2009年3月，由北汽控股、北京公交集团、北京理工大学等共同发起的我国首家新能源汽车产业联盟成立。

与国内多数企业还处于概念阶段所不同的是，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盈利。

公司的欧V客车主要车型为8-13.7米的城市客车和7.9-12米的城间客车。不同于其他客车企业，公司客车今后均为全承载车型，具备更良好的燃油经济性和安全性，顺应客车发展潮流，有望在未来得到进一步市场份额提升。新能源客车方面，10年至今已收到420台订单，其中北京300台，杭州45台，并正在逐步进入如昆明、南昌等其他对外开放的客车市场。公司具备新能源客车完善的三条路线，即混合动力、纯电动和燃料电池。目前混合动力最为成熟，纯电动今年将在北京公交上率先试用。

2009年，公司共销售福田欧V新能源混合动力客车925辆，收入超过10亿元，成为国内新能源汽车领域收入最高的企业，客车订单稳定增长。目前在北京、广州、济南等地已有数千辆福田混合动力欧V客车投入公交运营。此外，福田还不断接到来自台湾、杭州、长沙、昆明等地新能源客车订单，美国、英国、泰国、波兰等国也纷纷采购福田的混合动力客车进行试运行。福田汽车开发的欧V纯电动大巴，北京公交集团在2009年已订购了50台，预计其2010年的后续订单也将达到100台以上，同时，在昆明、合肥等地也已经开始了纯电动客车的示范运行。

2010年初，公司新能源汽车新接订单已超过400辆，随着今年新能源客车在全国示范城市的全面铺开，福田汽车在该领域将继续保持先发优势。据专业人士介绍，新能源车目前售价在100万-120万元/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，但较为稳定，基本在13-14%之间。今年新能源试点城市由2009年的13个增加到20个，公司产品有望扩大市场份额。

此外，公司还以北京市政府电动环卫车示范应用项目为依托，通过纯电动环卫汽车及底盘产品的研发，在环卫领域率先开展了电动汽车技术的应用推广和产业化，目前已有24台纯电动环卫车辆交付试运行。值得关注的是，公司将以新能源汽车发展为契机，建立电液、电控系统核心技术能力，突破乘用车业务，实现乘用车业务发展。

从前两年新能源汽车在国内的推广可以看到，公交领域对于新能源汽车的接纳度最好，也占据了最重要的市场份额，虽然在核心零部件依赖外购的基础上，组装环节并不能获得可观的实际收益。但由于订单很多市政府采购或者补贴，公司基本的毛利率都可维持在13-14%之间，随着示范城市增至20个，未来市场需求将更为乐观。另外，公司依托新能源产业基地联盟，在纯电动车的研发上已经取得实质性的突破，公司在纯电动车的底盘技术和电力驱动系统技术上已经成熟，只待国家新能源汽车产业政策的进一步落实。我们认为，虽然国家新

能源产业政策落实还需要一定时间，并且由于政府采购关系，公司新能源客车的毛利率会基本维持在**13-14%**左右，但由于新能源汽车是全国乃至全球汽车尤其是大中型客车的发展趋势，我们预计在未来**3-5**年，公司将会接到更多混合动力和纯电动客车的新订单。新能源客车将会成为公司除重卡和轻卡以外的另一大支柱。

二、轻微卡业务构成和销售稳定，城镇化将助推销售增长，康明斯发动机将引领城市物流改革

轻卡是福田汽车的传统优势。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%。预计未来每年基本增长率可保持在8-10%之间。公司轻卡业务的毛利率为11.88%，较2008年增长4.2个百分点。2010年分车型销量目标为53.2万辆。

轻卡业务中平板车及工程车分别占销量的60%和40%，其中平板车作为城镇物流的主力与我国的城镇化速度关联度较高，预计今年维持**10%**的增长，而工程车大部分作为中低端自卸车用途，与房地产、基础设施建设等强相关，预计今年增长**8%**。随着城镇化建设的加快，汽车下乡政策的实施，农村不断淘汰落后的农机车，我们认为，公司轻卡业务，尤其是平板车有望保持稳定增长态势，未来盈利有望进一步得到提升。

公司优势产品轻卡，在逐渐配备福田康明斯发动机的“芯”后，不仅在巩固中低端市场的同时，还将提升高端市场份额。这将为公司在参与城镇化建设中的物流产业的大发展提供了契机。

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。在高端轻卡市场，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。

福田康明斯3.8L发动机目前已形成25万台产能，2.8L发动机目前已完成小批量样机，有望于今年六月底达产。09年福康发动机销售300台，主要配备欧马可高端轻卡。10年销售目标3.1万台，其中福田内销目标2.9万台，康明斯海外销售目标2000台。福康发动机10年的市场开拓仍然主要依赖公司内部消化，其中欧马可预计配备1万台，奥铃配备1万台，蒙派克配备1000台，8000台向墨西哥、澳洲等地进行出口，同时利用欧曼培育的营销网络进行3.8L发动机的分销尝试。今后合资公司生产的康明斯发动机将会有**1/3**内销，按照康明斯发动机盈亏平衡点约为**10**万台来算，公司在今后预计将会有**3**万多台轻卡装备有先进的发动机。

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；多数企业柴油机产品欧3技术不过关，并且不具备欧4排放升级的潜力。我们认为，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的要求和城镇物流产业不断发展的前提下，配备合资发动机的高端轻卡将成为新的利润增长点。

三、与戴姆勒公司合资成立重卡公司将成为公司日后重卡业务发展的强心剂

中重卡业务是福田公司的业绩支柱，但波动幅度较大。预计2010年以调整为主。公司2009年中重型卡车实现销量84641辆，其中国内销售约8.3万辆，出口约0.2万辆，较去年同期增长41.8%，销售名列全国第四位，市场占有率14%。但下半年在通货膨胀、紧缩银根、房地产和基建拉动效应降低的预期下，中重卡需求可能会受到较大冲击。

但在7月16日，历经7年长跑的北汽福田汽车股份有限公司与德国戴姆勒汽车合资项目终于“修成正果”。在中德两国总理的见证下，两公司正式签订了“合资经营合同”，双方将按照50：50的股权比例成立中重型卡车合资公司，预计总投资为63.5亿元。

该合资公司注册资本为56亿元人民币，其中，福田汽车以现有的欧曼业务可拆分资产经评估后的28亿元人民币出资，戴姆勒以等值现金出资，合资年限为50年。合资公司将生产福田汽车现有“欧曼”品牌中重型卡车，以及戴姆勒许可的排放标准 and 动力分别达到欧V和490匹马力的OM457重卡发动机，投产后，整车生产能力为10万辆/年。

合同约定，合资公司整车产品上绑定使用“福田”“欧曼”商标，其中，在配装OM457的重型发动机的整车产品上标注“梅赛德斯-奔驰动力”；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。

北汽福田通过吸纳戴姆勒的先进技术，完成产品线布局，戴姆勒通过合资的捷径切入中国。北汽福田将保留欧曼中重卡产品专有技术、专利、品牌等无形资产的海外市场的使用权和所有权，戴姆勒将提供技术和专家支持。合资公司的产品将不限于中国市场，出口将会在戴姆勒的支持下，由福田汽车来主导。在全球经济形势发生剧烈变化的情况下，中国的市场对戴姆勒的重要性得到进一步提高。

在未来几年，我们不排除随着国家对新能源汽车产业的大力扶持，和新能源汽车相关的基础设施建设会带动公司重卡业务的又一个腾飞。公司也坦承这主要取决于政府政策和订单，但公司目前已经具备了已经较为成熟的技术和产能。随着和戴姆勒的合资公司成立，欧曼品牌得以保留，对于福田汽车品牌价

值的积累、产业链地位的提升具有重要意义。而**OM457**发动机的性能明显领先于国内同类产品，具有较强竞争力。公司在重卡方面的品牌和技术提升将会为今后可能的招标增添了又一个重要的砝码。而随着北京“治堵”新政的实施，公共交通将迎来快速发展，而作为北京本地的传统客车和新能源客车龙头的福田公司将会随着政府扶持政策进一步保持快速稳定的增长，旗下的新能源客车也将会迎来更多的订单。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27865.24	30069.83	44839.62	53628.19	61028.88	72807.45
增长率(%)	40.53%	7.91%	49.12%	19.60%	13.80%	19.30%
归属母公司股东净利润	388.35	345.89	1037.33	1447.55	1691.23	2060.23
增长率(%)	642.88%	-10.93%	199.90%	39.55%	16.83%	21.82%
每股收益(EPS)	0.424	0.377	1.132	1.580	1.846	2.248
每股股利(DPS)	0.000	0.269	0.020	0.384	0.449	0.546
每股经营现金流	0.668	-0.441	4.481	-1.321	6.500	-0.680
销售毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%
销售净利率	1.39%	1.15%	2.31%	2.70%	2.77%	2.83%
净资产收益率(ROE)	20.28%	11.50%	25.46%	28.00%	26.22%	25.72%
投入资本回报率(ROIC)	18.18%	24.34%	28.63%	204.75%	31.38%	169.00%
市盈率(P/E)	42.83	48.09	16.03	11.49	9.83	8.07
市净率(P/B)	8.69	5.53	4.08	3.22	2.58	2.08
股息率(分红/股价)	0.000	0.015	0.001	0.021	0.025	0.030

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27865.24	30069.83	44839.62	53628.19	61028.88	72807.45
减: 营业成本	25445.66	27632.04	39827.71	47633.94	54207.42	64669.46
营业税金及附加	43.74	86.89	205.61	245.91	279.84	333.85
营业费用	1064.81	990.52	1672.59	2000.42	2276.48	2715.84
管理费用	781.16	973.81	1672.93	2000.83	2276.94	2716.39
财务费用	54.07	130.91	54.50	44.27	-1.29	-51.63
资产减值损失	58.31	87.70	149.33	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	29.47	-12.17	-37.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	446.97	155.79	1218.97	1702.83	1989.49	2423.55
加: 其他非经营损益	13.12	155.99	60.58	0.00	0.00	0.00
利润总额	460.08	311.78	1279.55	1702.83	1989.49	2423.55
减: 所得税	72.10	-33.76	242.33	255.42	298.42	363.53
净利润	387.98	345.54	1037.22	1447.40	1691.06	2060.02
减: 少数股东损益	-0.37	-0.35	-0.11	-0.15	-0.17	-0.21
归属母公司股东净利润	388.35	345.89	1037.33	1447.55	1691.23	2060.23

财务分析和估值指标汇总						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.18%	11.18%	11.18%

三费/销售收入	6.82%	6.97%	7.58%	7.54%	7.46%	7.39%
EBIT/销售收入	1.65%	1.43%	2.94%	3.26%	3.26%	3.26%
EBITDA/销售收入	2.53%	2.44%	3.80%	4.60%	4.43%	4.23%
销售净利率	1.39%	1.15%	2.31%	2.70%	2.77%	2.83%
资产获利率						
ROE	20.28%	11.50%	25.46%	28.00%	26.22%	25.72%
ROA	5.90%	4.23%	7.69%	12.80%	9.32%	12.13%
ROIC	18.18%	24.34%	28.63%	204.75%	31.38%	169.00%
增长率						
销售收入增长率	40.53%	7.91%	49.12%	19.60%	13.80%	19.30%
EBIT 增长率	260.19%	-6.69%	206.63%	32.72%	13.80%	19.30%
EBITDA 增长率	105.01%	4.30%	131.59%	44.84%	9.78%	13.94%
净利润增长率	634.44%	-10.94%	200.18%	39.55%	16.83%	21.82%
总资产增长率	21.15%	29.99%	68.78%	-20.23%	56.28%	-8.35%
股东权益增长率	27.17%	57.07%	35.46%	26.89%	24.76%	24.18%
经营营运资本增长率	-454.97%	26.00%	-325.51%	103.99%	-2582.38%	103.59%
资本结构						
资产负债率	75.41%	70.31%	76.19%	62.13%	69.76%	59.03%
投资资本/总资产	29.01%	38.59%	4.24%	39.46%	5.59%	20.16%
带息债务/总负债	11.35%	21.97%	0.61%	22.06%	12.57%	16.21%
流动比率	0.73	0.75	0.99	1.26	1.29	1.63
速动比率	0.27	0.35	0.54	0.62	0.81	0.99
股利支付率	0.00%	71.15%	1.77%	24.30%	24.30%	24.30%
收益留存率	100.00%	28.85%	98.23%	75.70%	75.70%	75.70%
资产管理效率						
总资产周转率	3.57	2.97	2.62	3.93	2.86	3.72
固定资产周转率	9.61	9.46	12.29	15.68	21.22	31.22
应收账款周转率	59.79	42.86	60.67	50.70	61.83	50.13
存货周转率	10.10	10.03	8.14	11.72	8.84	10.72
业绩和估值指标						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	460.08	429.30	1316.36	1747.10	1988.20	2371.92
EBITDA	704.52	734.81	1701.76	2464.78	2705.88	3083.20
NOPLAT	379.19	316.69	1017.02	1485.03	1689.97	2016.13
净利润	388.35	345.89	1037.33	1447.55	1691.23	2060.23
EPS	0.424	0.377	1.132	1.580	1.846	2.248
BPS	2.090	3.282	4.446	5.642	7.039	8.740
PE	42.83	48.09	16.03	11.49	9.83	8.07
PEG	0.78	0.69	0.62	N/A	N/A	N/A
PB	8.69	5.53	4.08	3.22	2.58	2.08
PS	0.60	0.55	0.37	0.31	0.27	0.23
PCF	27.17	-41.16	4.05	-13.74	2.79	-26.69
EV/EBIT	32.76	40.85	10.09	9.64	5.72	5.30
EV/EBITDA	21.40	23.87	7.81	6.84	4.20	4.08
EV/NOPLAT	39.75	55.38	13.06	11.35	6.73	6.23
EV/IC	6.66	4.48	18.32	3.13	9.54	3.19
ROIC-WACC	18.18%	24.34%	28.63%	204.17%	29.38%	159.97%
股息率	0.000	0.015	0.001	0.021	0.025	0.030

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，英大证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经英大证券有限责任公司同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分复制、复印或拷贝；或向其它人分发。

行业评级

强于大市	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢沪深300指数
同步大市	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数将跟随沪深300指数
弱于大市	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输沪深300指数

公司评级

买入	预计未来6个月内，股价涨幅为15%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨幅为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，股价跌幅为10%以上

评级说明：

1. 投资建议的比较标准

- ◇ 投资评级分为股票评级和行业评级。
- ◇ 以报告发布后的 6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

- ◇ 报告发布日后的 6个月内的公司股价（或者行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准