

福田汽車 (600166.SH)

A/H 股投資評等及目標價

A 股	買進
	600166.SH 目標價：31.2 RMB
H 股	:

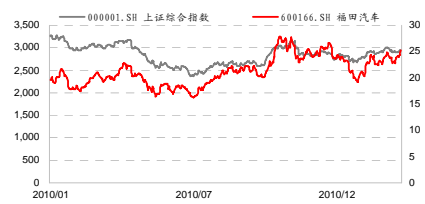
基本資料

股票信息	H股	A股
目前股價		25.17
股票代碼		600166.SH
日成交量		48.9百萬股
52周最高價/最低價		29.09/15.54
發行股數(百萬股)		1054.84
其中：流通股(百萬股)		602.8
第一大股東	北京汽車集團有限公司	

最近估值走勢	1-w	1-m	3-m	YTD
600166.SH	10%	11%	1%	3%
000001.SH	2%	2%	4%	5%

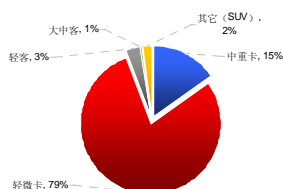
資料來源：元富上海

股價相對大盤表現



資料來源：元富上海

產品主結構



資料來源：元富上海、公司公告

元富上海代表處

分析師：顏笠贊 Stanley Yan
電郵：helloween.sh@masterlink-cn.com

漲價轉嫁成本壓力，重卡緩解產能瓶頸

- 公司2010年度實現淨利潤同比增長**58.68%**，合每股收益**1.56元**。公司2010年度實現營業收入534.92億元，YoY+19.30%；實現歸屬於母公司所有者淨利潤16.46億元，YoY+58.68%；合每股收益1.56元。公司2010年度分紅方案為：擬每10股送10股派2.8元（含稅）。
- 公司中重卡業務比重上升，重卡新增產能達產緩解產能瓶頸。公司2010年銷量為68.29萬輛，YoY+13.43%，中重卡銷量同比增長23.37%，優於其他產品。中重卡銷量比重上升至15.3%，營收比重上升至42.85%。2011年重卡二期工廠將釋放8萬輛新增產能，有望避免2010年由於產能瓶頸而流失訂單的情況，且存在超預期增長的可能。預計2011年公司銷量為71.85萬輛，YoY+5.21%，中重卡銷量同比增長11.08%。
- 公司通過漲價轉嫁成本壓力，且毛利率水準持續提升。2010年公司產品均價上漲5.17%，從而完全覆蓋了原材料漲價帶來的成本壓力，拉動毛利率同比提升0.65個百分點。預計公司2011年產品均價將上漲6%，在此基礎上，結合中重卡產品比重上升，預計毛利率同比提升0.55個百分點。
- 評價及投資建議：我們預計公司2011年、2012年每股收益預期為1.95元、2.36元，對應動態市盈率為13倍、11倍，估值處於汽車行業較低水準。鑒於公司重卡新增產能釋放後銷量存在超預期增長的可能，輕卡有望與行業保持同步增長，並且預計公司產品均價將進一步上漲6%，從而將完全覆蓋原材料漲價壓力，我們初評給予公司“買進”評級，目標價位31.2元。

主要財務分析

	百萬元				
	2008	2009	2010	2011(F)	2012(F)
主營業務收入	30,069.83	44,839.62	53,492.05	59,631.35	68,730.00
年增率 (%)	7.91%	49.12%	19.30%	11.48%	15.26%
主營業務利潤	167.97	1,256.96	1,817.82	2,401.48	2,778.17
年增率 (%)	-59.77%	648.33%	44.62%	32.11%	15.69%
淨利潤	345.89	1,037.33	1,646.01	2,059.48	2,484.17
年增率 (%)	-22.29%	199.90%	58.68%	25.12%	20.62%
每股收益	0.38	1.13	1.56	1.95	2.36
市盈率 (倍)	12.03	16.83	15.56	12.89	10.69
市淨率 (倍)	1.46	4.28	3.24	2.74	2.24
股價/經營現金	52.69	5.63	14.84	19.15	13.33
ROA (%)	3.51%	5.87%	6.68%	7.33%	7.77%
ROE (%)	11.48%	25.46%	20.79%	21.28%	20.94%
現金股利率	8.89%	0.66%	1.18%	0.79%	0.79%

資料來源：元富上海



**公司2010年度實現淨利潤同比增長
58.68%，合每股收益1.56元**

公司 2010 年度業績報告顯示：實現營業收入 534.92 億元，YoY+19.30%；實現歸屬於母公司所有者淨利潤 16.46 億元，YoY+58.68%；合每股收益 1.56 元。其中，公司第四季度單季實現營收 113.59 億元，YoY-10.74%，QoQ-4.80%；實現淨利潤 5728 萬元，YoY-83.11%，QoQ-87.03%；合每股收益 0.05 元。公司 2010 年度分紅方案為：擬每 10 股送 10 股派 2.8 元（含稅）。

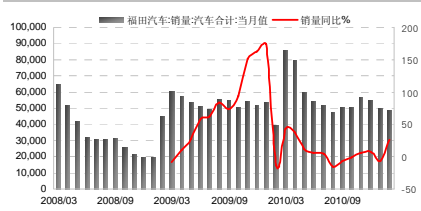
福田汽車業績摘要（單位：億元）

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2010	YoY
營收	138.54	163.47	119.32	113.59	-10.74%	-4.80%	534.92	19.30%
淨利潤	5.19	6.28	4.42	0.57	-83.11%	-87.03%	16.46	58.68%
EPS	0.57 元	0.69 元	0.42 元	0.05 元	-86.49%	-88.10%	1.56 元	38.05%

資料來源：元富上海、公司公告

**公司產品銷量增速全面低於行業整
體水準，中重卡業務比重有所上升**

福田汽車單月銷量



資料來源：元富上海、公司公告

公司 2010 年銷量為 68.29 萬輛，YoY+13.43%，增速低於商用車行業 29.85% 的整體水準。公司中重卡、輕微卡、輕客、大中客銷量增速分別為 23.37%、12.39%、11.44%、-8.20%，均落後於所屬細分行業平均水準。從銷量結構來看，公司中重卡銷量增速在其各項產品中領先，使得中重卡銷量比重上升 1.24 個百分點至 15.3%。從營收結構來看，公司中重卡業務營收增速為 29.06%，高於其營收整體增速，使得中重卡營收比重上升 3.24 個百分點至 42.85%。另外，公司輕客業務營收大幅增長 74.66%，使得輕客營收比重上升 2.25 個百分點至 7.10%。

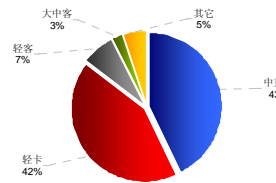
福田汽車單季銷量（單位：萬輛）

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010 年	YoY
中重卡	2.72	3.22	2.17	2.34	10.44	23.37%
輕微卡	13.88	15.04	11.89	12.98	53.78	12.39%
輕客	0.66	0.6	0.55	0.57	2.38	11.44%
大中客	0.12	0.08	0.08	0.08	0.37	-8.20%
其他	0.44	0.36	0.27	0.25	1.32	-2.43%
合計	17.82	19.29	14.96	16.21	68.29	13.43%

資料來源：元富上海、公司公告

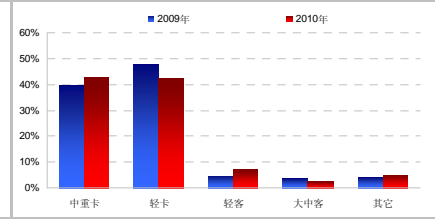


福田汽車營收結構



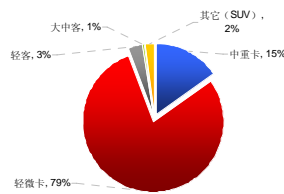
資料來源：元富上海、公司公告

福田汽車營收比重變化



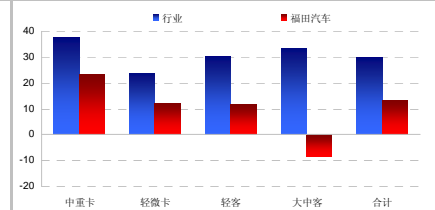
資料來源：元富上海

福田汽車銷量結構



資料來源：元富上海、公司公告

2010年公司在行業銷量增速對比

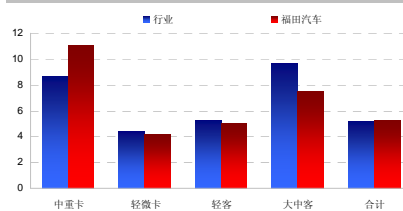


資料來源：元富上海

公司重卡新增產能達產，銷量存在超預期可能，預計公司 2011 年中重卡銷量將同比增長 11.08%

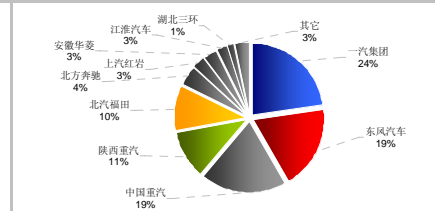
2011 年前兩個月公司累計銷量為 9.39 萬輛，YoY+1.65%，仍然落後於商用車行業 7.84% 的整體水準。其中，中重卡銷量為 1.56 萬輛，YoY+11.65%，仍然在各項產品中領跑。受到產能瓶頸的制約，公司重卡產品的市場佔有率同比下滑 2.8 個百分點至 10%。我們認為，2011 年隨著歐曼二期工廠實現全面投產，將為公司帶來 8 萬輛的新增年產能，其中重卡合計產能將達到 15 萬輛，從而可以避免 2010 年受產能所限而被迫放棄部分訂單的情況，並且能夠進一步完善產品譜系，在保持原有牽引車優勢的基礎上，還將向自卸車、採礦運輸車延伸，從而鞏固其在重卡行業 10% 左右的市場佔有率。考慮到重卡行業前景相對樂觀，公司重卡新增產能釋放後銷量存在超預期的可能，我們預計公司中重卡 2011 年銷量為 11.6 萬輛，YoY+11.08%。公司輕卡市場佔有率接近 23%，居行業首位。考慮到輕卡行業市場結構與競爭格局相對穩定，我們預計公司輕微卡 2011 年銷量為 56 萬輛，YoY+4.14%。總體來看，我們預計公司 2011 年銷量為 71.85 萬輛，YoY+5.21%，增速基本與商用車行業整體持平。

2011 年公司與行業銷量增速預測



資料來源：元富上海

重卡行業市場結構



資料來源：元富上海



福田汽車銷量統計 (單位: 萬輛)

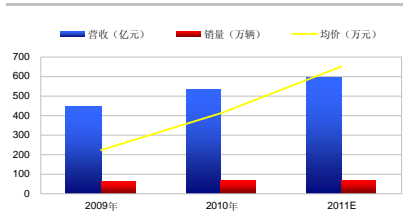
	2010年	YoY	2011/1-2	YoY	2011E	YoY
中重卡	10.44	23.37%	1.56	11.65%	11.6	11.08%
輕微卡	53.78	12.39%	7.22	1.47%	56	4.14%
輕客	2.38	11.44%	0.37	3.79%	2.5	5.00%
大中客	0.37	-8.20%	0.04	-48.99%	0.4	7.51%
其他	1.32	-2.43%	0.2	-30.59%	1.35	2.09%
合計	68.29	13.43%	9.39	1.65%	71.85	5.21%

資料來源: 元富上海、公司公告

公司通過漲價轉嫁成本壓力，預計
2011年產品均價上漲6%

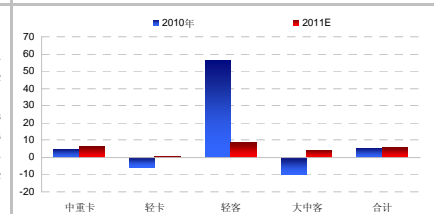
公司 2010 年主營業務成本同比增長 17.37%，超過銷量增速接近 4 個百分點，面臨一定的原材料價格上漲的壓力，不過公司主營業務收入仍然實現了 19.30% 的同比增長，表明公司通過漲價向下游客戶轉嫁成本上升壓力的能力較強。2010 年公司產品單價平均上漲 5.17%，其中中重卡產品均價上漲 4.61%，輕客產品均價上漲 56.73%。我們認為 2011 年原材料價格仍有上漲可能，公司仍將沿用漲價手段轉嫁成本壓力，預計 2011 年公司產品均價將上漲 6%。

福田汽車產品均價上漲



資料來源: 元富上海

福田汽車產品均價體系



資料來源: 元富上海、巨靈財經

公司 2010 年毛利率同比提升 0.65
個百分點，預計 2011 年將進一步提
升 0.55 個百分點

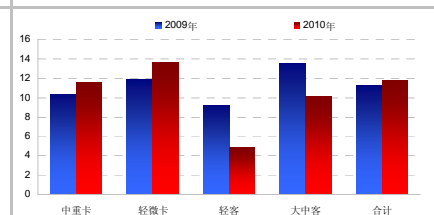
由於毛利率較高的中重卡產品比重上升，以及以漲價覆蓋原材料價格上漲，公司 2010 年毛利率與上一年度相比提升 0.65 個百分點至 11.83%，其中重卡與輕卡產品毛利率分別同比提升 1.28 與 1.71 個百分點。我們認為，在公司產品單價持續上漲的預期之下，公司毛利率水準還將持續上升，預計公司 2011 年毛利率為 12.38%，與上一年度相比提升 0.55 個百分點。

福田汽車單季毛利率



資料來源: 元富上海、公司公告

福田汽車產品毛利率變動

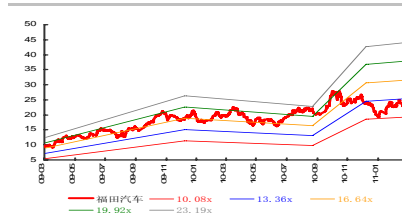


資料來源: 元富上海、巨靈財經

我們預計公司 2011 年、2012 年每股收益分別為 1.95 元、2.36 元，初評給予“買進”評級，建議目標價位 31.2 元

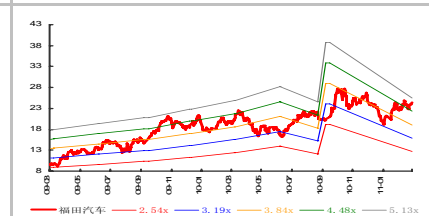
儘管公司主要產品銷量增速均低於所屬細分行業平均水準，不過隨著重卡二期工廠投產帶來的 8 萬輛新增產能，公司中重卡合計產能將達到 15 萬輛，基本能夠避免因為產能瓶頸而被迫丟失部分訂單的現象。我們預計公司 2011 年中重卡銷量將同比增長 11.08%，高於其他產品銷量增速。中重卡營收比重的進一步上升將帶動公司業績持續改善。公司輕微卡業務市場佔有率達到 23%，居行業首位，由於輕卡市場相對穩定，預計公司輕微卡銷量增速將與行業保持同步。我們預計公司 2011 年銷量為 71.85 萬輛，YoY+5.21%。此外，公司收購的福田重機 2010 年貢獻淨利潤 3400 萬元，儘管淨利潤占比僅有 2.1%，不過為公司打開了進入工程機械領域的空間，未來有望成為公司新的業績增長點。我們對公司 2011 年、2012 年業績預期如下：1) 預計分別實現營收 596.31 億元、687.3 億元，分別同比增長 11.48%、15.26%；2) 預計分別實現淨利潤 20.59 億元、24.84 億元，分別同比增長 25.12%、20.62%；3) 預計分別實現每股收益 1.95 元、2.36 元，對應動態市盈率分別為 12.91 倍、10.67 倍，估值處於汽車行業較低水準。鑒於公司重卡新增產能釋放後銷量存在超預期增長的可能，輕卡有望與行業保持同步增長，並且預計公司產品均價將進一步上漲 6%，從而將完全覆蓋原材料漲價壓力，我們建議給予公司 16 倍市盈率，對應目標價位 31.2 元，初評給予“買進”評級。

福田汽車市盈率



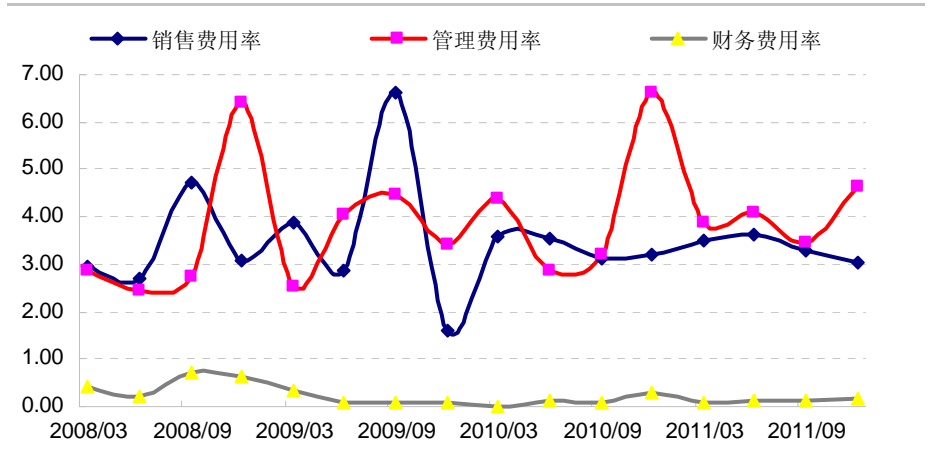
資料來源：元富上海、Wind

福田汽車市淨率



資料來源：元富上海、Wind

福田汽車單季營業費用率



資料來源：元富上海



損益表

百萬元

	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2009	2010	2011(F)	2012(F)
營業收入	13,854	16,347	11,932	11,359	13,944	20,750	12,450	12,487	44,840	53,492	59,631	68,730
營業成本	12,069	14,442	10,585	10,071	12,200	18,050	11,000	11,000	39,828	47,166	52,250	60,250
營業毛利	1,785	1,905	1,347	1,289	1,744	2,700	1,450	1,487	5,012	6,326	7,381	8,480
營業費用	1,178	1,177	822	1,331	1,139	1,762	956	1,123	3,755	4,508	4,980	5,702
營業利潤	606	728	525	-42	605	938	494	364	1,257	1,818	2,401	2,778
營業外收入	9	25	16	105	40	26	18	13	51	155	97	160
營業外支出	5	14	16	23	30	26	28	15	28	58	99	69
利潤總額	611	739	525	40	615	938	484	362	1,280	1,915	2,399	2,869
所得稅	92	111	84	-18	90	130	70	50	242	269	340	385
少數股東損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
歸屬母公司淨利潤	519	628	442	57	525	808	414	312	1,037	1,646	2,059	2,484
每股收益	0.57	0.69	0.42	0.05	0.50	0.77	0.39	0.30	1.13	1.56	1.95	2.36
QoQ/YoY(%)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2009	2010	2011(F)	2012(F)
營業收入	8.86	18.00	(27.01)	(4.80)	9.57	48.81	(40.00)	0.30	49.12	19.30	11.48	15.26
營業利潤	92.09	20.13	(27.87)	(108.04)	91.69	55.03	(47.33)	(26.23)	648.33	44.62	32.11	15.69
利潤總額	76.49	21.05	(28.91)	(92.46)	77.79	52.51	(48.40)	(25.12)	310.40	49.63	25.32	19.57
歸屬母公司淨利潤	52.96	21.04	(29.67)	(87.03)	54.76	53.89	(48.76)	(24.53)	199.90	58.68	25.12	20.62
各項比率	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11(F)	2Q11(F)	3Q11(F)	4Q11(F)	2009	2010	2011(F)	2012(F)
毛利率	12.88	11.65	11.29	11.34	12.51	13.01	11.65	11.91	11.18	11.83	12.38	12.34
營業利潤率	4.38	4.46	4.40	(0.37)	4.34	4.52	3.97	2.92	2.80	3.40	4.03	4.04
總利潤率	4.41	4.52	4.40	0.35	4.41	4.52	3.89	2.90	2.85	3.58	4.02	4.17
歸屬母公司淨利率	3.75	3.84	3.70	0.50	3.77	3.89	3.33	2.50	2.31	3.08	3.45	3.61

資料來源：元富上海

資產負債表

百萬元

現金流量表

百萬元

Year-end Dec. 31	2009	2010	2011(F)	2012(F)	Year-end Dec. 31	2009	2010	2011(F)	2012(F)
貨幣資產	4,131	5,374	6,760	8,751	淨利潤	1,053	1,672	2,059	2,484
短期投資	0	0	0	0	折舊與攤銷	385	459	500	600
應收帳款	739	1,304	1,387	1,462	投資收入	38	70	64	54
存貨	4,895	6,651	6,967	7,259	營運資金變化	2,532	(1,209)	(54)	429
其他流動資產	1,409	2,274	2,311	1,811	其他	80	83	157	165
流動資產	11,174	15,603	17,424	19,283	來自營運之現金流量	4,088	1,076	2,726	3,732
長期投資	597	538	638	738	資本支出	759	3,090	2,000	2,500
固定資產	3,648	4,093	5,593	7,493	長投增減	0	0	0	0
其他資產	2,238	4,408	4,459	4,459	其他	47	849	(5)	395
總資產	17,657	24,641	28,114	31,974	來自投資之現金流量	(713)	(2,241)	(2,005)	(2,105)
短期借款	80	200	600	1,200	自由現金流量	3,376	(1,165)	721	1,626
應付帳款	5,834	6,100	6,372	7,088	借款增(減)	(153)	3,212	1,000	700
其他流動負債	5,571	6,825	7,884	8,143	現金股利支出	116	303	300	300
流動負債	11,485	13,124	14,856	16,431	其他	8	18	33	33
長期負債	884	1,382	1,082	482	來自融資之現金流量	(277)	2,892	667	367
其他長期負債	1,214	2,074	2,500	3,200	匯率調整	0	(0)	(2)	(2)
總負債	13,583	16,580	18,438	20,113	本期產生之現金流量	3,099	1,726	1,386	1,991
普通股股本	916	1,055	1,055	1,055	Ratio Analysis				
資本公積金	1,356	3,814	3,814	3,814	Year-end Dec. 31	2009	2010	2011(F)	2012(F)
累計留存收益	1,705	3,048	4,808	6,992	ROA(%)	5.87%	6.68%	7.33%	7.77%
少數股權	0	0	0	0	ROE(%)	25.46%	20.79%	21.28%	20.94%
股東權益	4,074	7,917	9,677	11,861	ROCE(%)	57.60%	67.55%	96.39%	161.67%

資料來源：元富上海

公司評級	定義	產業評級	定義	免責宣言
強力買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅大於 50%	正向	行業將超越行業指數表現 20%以上	本報告僅供元富投顧內部同仁及客戶參考，所載資料乃秉持誠信原則所提供，並取自相信為可靠及準確之資料來源。未經元富證券(香港)上海代表處事先書面明文批准，不得更改或以任何方式傳送、複印或派發此報告的材料、內容或其複印本予任何其他人。本公司已力求本刊內容之正確，惟純屬研究僅供參考，本公司不負任何法律責任；使用本資訊，投資人宜審慎考量投資風險。
買進	預計公司股價在未來六個月內漲幅達 15-50%	中性	行業符合行業指數	
持有	預計公司股價在未來六個月內漲幅正負 15%內	負向	行業將低於行業指數表現達 20%以上	
賣出	預計公司股價在未來六個月內跌幅大於 15%			