

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年1月7日

福田汽车 (600166.SH)/5.27元

福田扩展模式-高资产周转率，低产品毛利率

工业·汽车

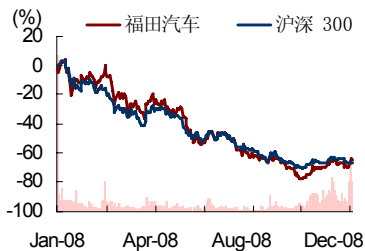
审慎推荐-B(首次)

基础数据

上证综指	1937
总股本(万股)	91641
已上市流通股(万股)	54780
总市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	15.1
资产负债率	70.8%
主要股东	北汽控股有限公司
主要股东持股比例	37.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	-18	-60
相对表现	23	11	5



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》2007/6/25
- 5、《上海汽车(600104) - 最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18
- 6、《一汽轿车(000800) - 自主品牌将成为未来利润增长点》2007/3/2
- 7、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/1/22

我们近期对公司进行了实地调研，对公司经营情况，特别是混合动力客车业务进行了了解。我们认为“福田模式”使公司获得较高资产周转率同时，也在一定程度上削弱了盈利能力，首次给予“审慎推荐-B”投资评级。

- **“福田模式”使公司获得高速增长。**“福田模式”体现在对终端消费市场特性的灵活掌控，产品能较快获得市场认可；但对零部件的控制程度较轻，核心零部件全部外购，使得公司经营呈现出“高资产周转率、低毛利率”特征。
- **混合动力客车产品是“福田模式”的延续。**公司混合动力客车关键零部件电池、控制系统和电机来自伊顿，发动机来自康明斯。《新能源汽车生产准入管理规则》实施提高了混合动力汽车准入门槛，使得福田等12家已进入目录企业获得一定受益，但短期内很难在企业盈利中体现。
- **通过全球化和产品档次升级来实现差异化发展。**公司经营方针为“从战略增长走向能力增长”，未来主要通过全球化和产品档次升级实现与其他竞争对手的差异化发展，其中发展重点表现为两点：

(1) **中重卡业务依靠戴姆勒实现跨越式发展：**合资公司除生产欧曼重卡外，还将生产 OM457 发动机装配新型重卡，产品目标价位 40 万左右。双方还将进一步在中国海外市场的中重卡生产、销售环节展开全面合作，另外合作还有可能延伸到福田客车产品领域。

(2) **与康明斯合作带来轻卡产品档次升级。**福田康明斯规划建成 40 万台 2.8L、3.8L 轻型发动机生产基地，预计 2009 年开始投产，并生产 4 万台发动机装配福田高端轻卡，为福田向高端轻卡市场拓展提供有力支持。预计 2010 年开始为公司贡献利润。

- **首次给予“审慎推荐-B”投资评级：**预计 2009 年受行业影响，公司轻卡和重卡销量增速分别为 3%、-20%，2008、2009 年 EPS 分别为 0.39、0.34 元，对应 PE 分别为 13.5、15.4 倍，略高于行业平均水平，给予“审慎推荐-B”投资评级。

财务数据与估值

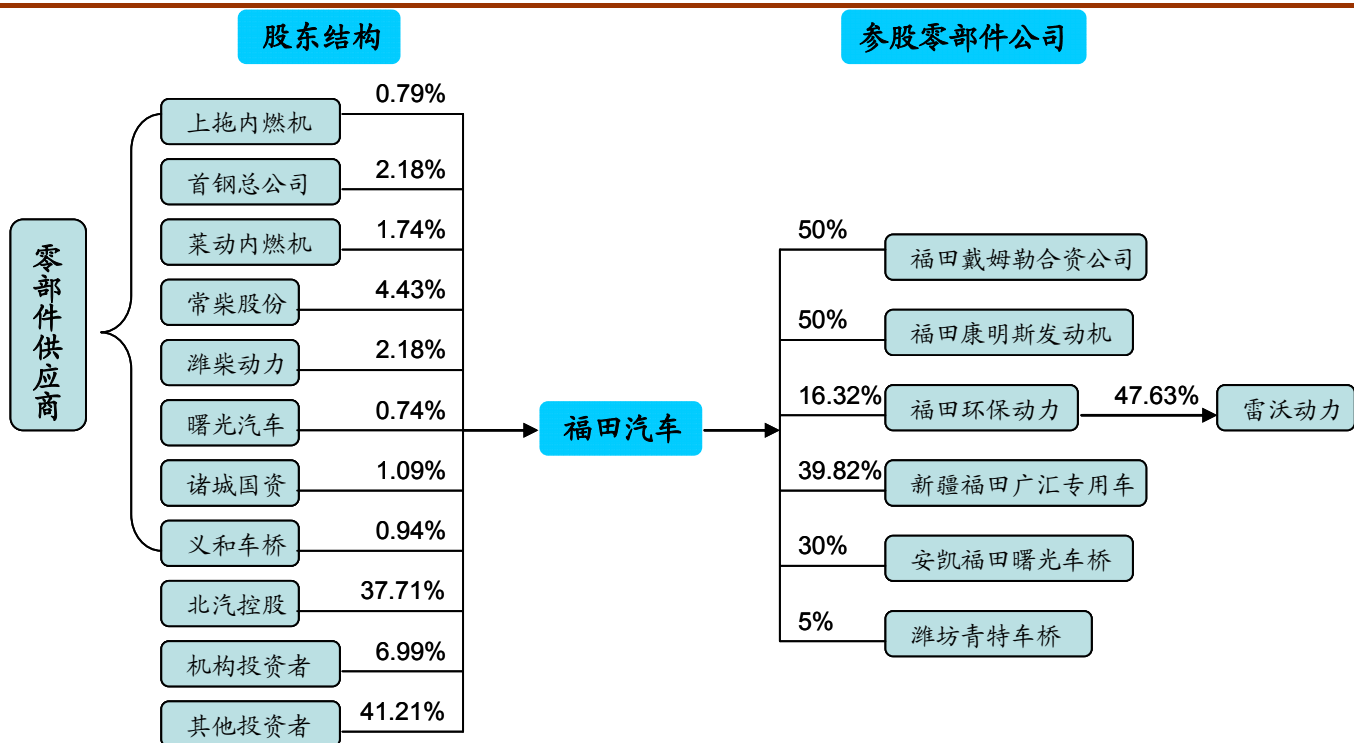
会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	19829	27865	29233	26842	30180
同比增长	35%	41%	5%	-8%	12%
营业利润(百万元)	80	447	394	347	461
同比增长	-126%	461%	-12%	-12%	33%
净利润(百万元)	52	388	357	314	394
同比增长	-116%	643%	-8%	-12%	26%
每股收益(元)	0.06	0.48	0.39	0.34	0.43
PE	81.8	11.0	13.5	15.4	12.3
PB	2.8	2.2	1.8	1.8	1.6

资料来源：招商证券

“福田模式”——双刃剑

福田竞争优势在于对终端市场灵活把握，但对上游控制不强。福田产品的共同优点是车型美观、能够满足消费者对配置的个性化需求，且服务网点建设较好；对零部件供应商的控制方面，公司采取和零部件公司互相参股的方式，属于“轻度控制”。

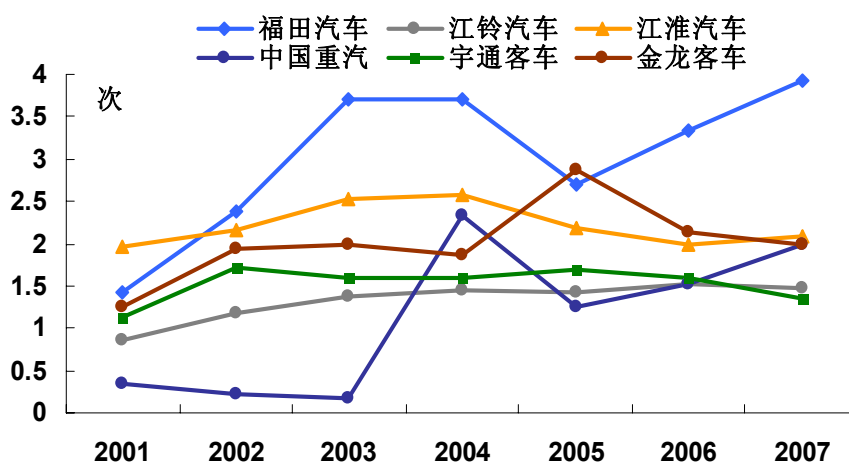
图1：福田汽车与零部件供应商关系



资料来源：招商证券

“轻资产”经营使公司总资产周转率较高。与其他主要竞争对手不同，福田没有进行发动机、变速箱、车桥等关键零部件的大规模资本投资，公司零部件大都采用外购形式，使其获得了远高于同行的总资产周转率。

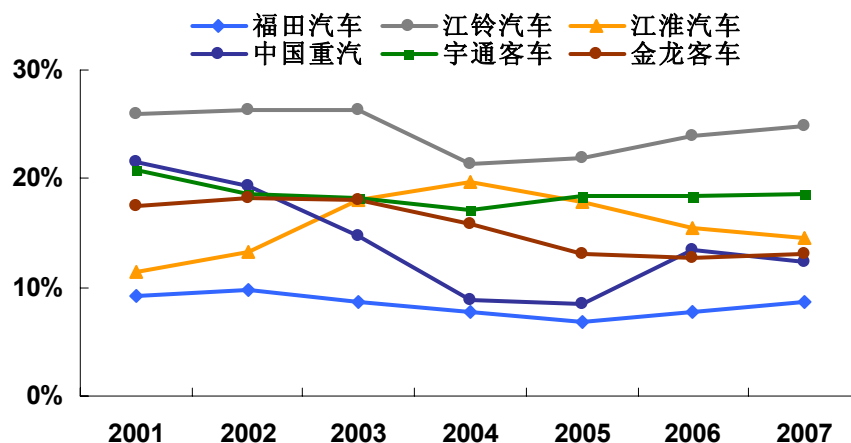
图2：商用车生产企业总资产周转率



资料来源：招商证券

缺乏核心零部件生产环节，使得公司毛利率低于主要竞争对手。公司盈利能力较弱主要有两方面原因：公司产品依靠高性价比获得了市场占有率，但各产品毛利率都低于主要竞争对手，产品档次有待提高；由于关键零部件采取外购的形式，公司产品附加值较低，在获得高资产周转率的同时，削弱了产品盈利能力。

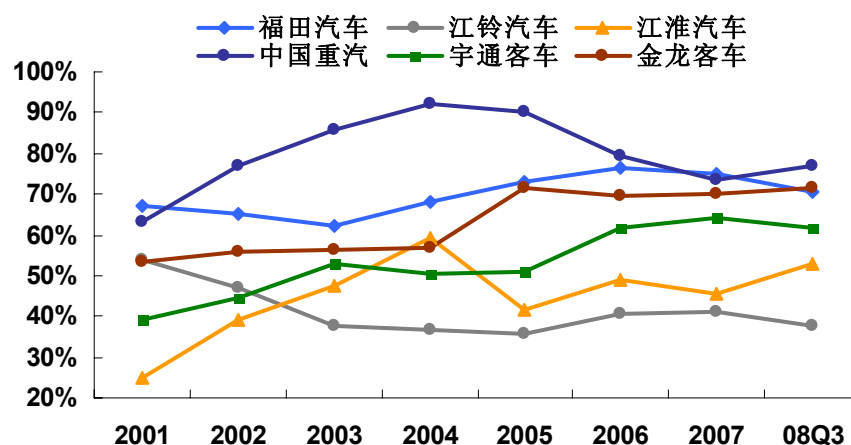
图3：商用车生产企业毛利率



资料来源：招商证券

公司资产负债率较高。2003年以来公司处于高速扩张期，公司经营中财务杠杆较大，但财务风险在可控制范围内。2008年中期，公司通过非公开发行募集资金10.22亿元，使资产负债率下降到三季度末的70.77%，在一定程度上改善了资本结构，但在未来经济景气预期下滑情况下，公司的财务风险可能加剧。

图4：商用车生产企业资产负债率

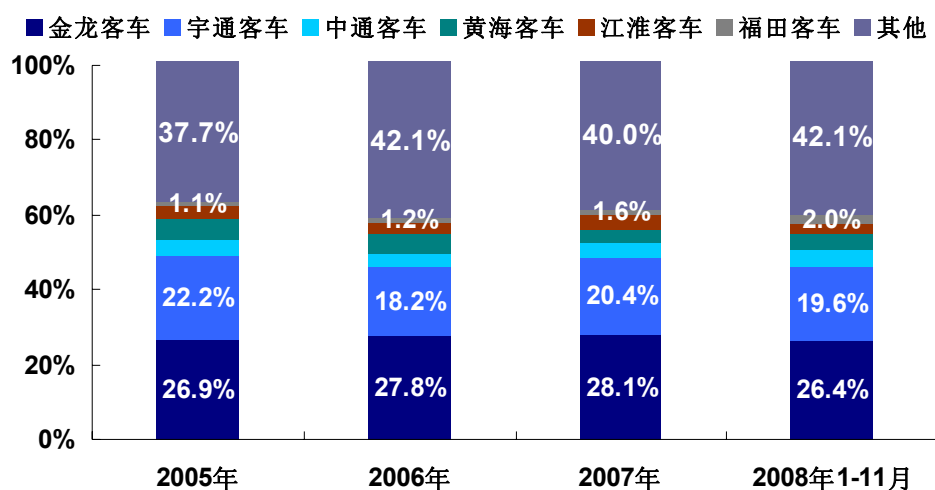


资料来源：招商证券

混合动力客车—先进入者获得一定竞争优势

大中客业务尚处于发展初期。从 2004 年 11 月 24 日，第一辆福田欧 V 客车下线标志着福田正式进军大中客领域，在这 4 年发展过程中，福田大中客的市场占有率不断提高，2008 年 1-11 月份，福田大中客销量为 2185 辆，市场占有率为 2.0%，排名第 15 位；2008 年中期，大中客业务对公司收入和毛利贡献分别为 2.1% 和 4.5%。预计 2009 年大中客业务对公司收入和毛利贡献分别为 12.73 亿元和 2.99 亿元。

图 5：大中客厂商市场份额统计



资料来源：招商证券

福田通过技术整合来加快产品开发速度。福田混合动力客车项目从 2004 年开始规划，并采取技术外购、自我整合的形式，缩短了开发周期，开发出比传统客车节油 25%-30% 的混合动力产品，其中电池（锰酸锂电池）、控制系统和电机来自伊顿，发动机来自康明斯。

主要客车公司大都具备开发混合动力客车的技术能力。众多客车厂商进行了混合动力技术的研发，并且成功实现了试运行，如 2006 年 6 月北京混合动力公交线路开通，宇通、金龙、东风、京华、中通、一汽、五洲龙、安凯、福田等公司产品参与了示范运行，其他运行情况如表 1 所示。

表 1：混合动力客车示范运行情况

公司	运行模式	时间	地点	数量
五洲龙	商业化运营	2008 年 11 月 19 日开始	深圳	首批投放 7 台、总计 25 台
一汽集团	商业化运营	2009 年 1 月开始	大连	首批投放 12 台、总计 100 台
福田汽车	商业化运营	2007 年 12 月开始	广州	30 台
东风汽车	商业化运营	2006 年 9 月开始	武汉	首批 30 台
东风汽车	示范运行	奥运期、残奥会期间	北京	15 台
一汽集团	示范运行	奥运期、残奥会期间	北京	10 台
一汽集团	示范运行	2005-2006 年	长春	2 台
金龙客车	示范运行	2006 年 6 月开始	上海	1 台
安凯客车	示范运行	2007 年 10 月开始	上海	1 台
中通客车	示范运行	2008 年 7 月开始	天津	20 台

资料来源：招商证券

能否真正实现商品化销售决定公司的发展。2007 年 12 月，30 辆福田混合动力客车开始交付广州一汽巴士公司使用，开启了福田混合动力产品的商品化销售之路；2008 年 12 月，北京市政府确定以公司混合动力客车制造基地为依托，成立“北京市新能源汽车产业联盟”，实现官、产、学、研、用的有效链接，同时，公司与北京公交公司签订了 2009 年 800 辆 BJ6123 型混合动力客车（其中整车 450 辆，底盘 350 辆）采购合同。

谁能分得混合动力客车市场一杯羹。相比于其他新能源汽车，政府通过推动混合动力客车来实现节能减排较容易实现，尽管目前国家还没有出台针对使用混合动力客车的相关补贴政策，但各地方政府态度非常积极，混合动力客车市场前景广阔。哪些企业能够受益主要取决于以下两方面：

（1）技术储备。由发改委颁布的《新能源汽车生产准入管理规则》从 2007 年 11 月 1 日开始实施，准入条件中明确规定了生产企业“至少掌握新能源汽车车载能源系统、驱动系统及控制系统三者之一的核心技术”，这无疑提高了准入门槛，使之前进入目录的企业相对受益，如表 2 所示，我们统计了目前已经进入目录的混合动力客车生产企业，包括福田、一汽、东风、长安、金龙、京华、中通、上海电车厂、安源、陕汽、五洲龙、安凯等 12 家。

（2）政府支持力度。由于混合动力公交客车采购在一定程度上是一种政府行为，受到政府支持力度将是获得订单的重要因素。

表2：发改委混合动力汽车目录

批号	发布时间	企业	商标	产品名称	产品型号
第 164 批	2008-4-25	中国第一汽车集团公司	解放牌	混合动力客车底盘	CA6124
		中国第一汽车集团公司	解放牌	液压混合动力客车底盘	CA6113
		一汽客车大连客车厂	解放牌	混合动力城市客车	CA6124
		东风汽车公司	东风牌	三类混合动力客车底盘	EQ6112
		东风汽车公司	东风牌	混合动力电动城市客车	EQ6122
		北汽福田汽车股份有限公司	福田牌	燃料电池混合动力城市客车	BJ6123
		重庆长安汽车股份有限公司	长安牌	混合动力客车	SC6442
		京华客车有限责任公司	京华牌	液压混合动力城市客车	BK6113
第 137 批	2007-2-17	北汽福田汽车股份有限公司	福田牌	混合动力城市客车	BJ6113
		北汽福田汽车股份有限公司	福田牌	混合动力城市客车	BJ6123
		北汽福田汽车股份有限公司	福田牌	混合动力城市客车底盘	BJ6113 BJ6123
		中通客车控股股份有限公司	中通牌	混合动力城市客车	LCK6110
第 133 批	2006-12-13	上海电车厂	浦江牌	混合动力客车底盘	SHC6113
		安源客车制造有限公司	安源牌	混合动力客车底盘	PK6112
第 127 批	2006-9-1	陕西汽车集团有限责任公司	陕汽牌	混合动力客车底盘	SX6112
		深圳市五洲龙汽车有限公司	五洲龙牌	混合动力城市客车	FDG6111 FDG6122
第 123 批	2006-7-14	安徽安凯汽车股份有限公司	安凯牌	混合动力客车底盘	HFF6110
		安徽安凯汽车股份有限公司	安凯牌	混合动力城市客车	HFF6110
第 121 批	2006-5-23	厦门金龙旅行车有限公司	金旅牌	混合动力电动城市客车	XML6112
第 115 批	2006-1-24	中国第一汽车集团公司	解放牌	混合动力客车底盘	CA6110
		东风汽车公司	东风牌	混合动力电动城市客车	EQ6110
		一汽客车无锡汽车厂	解放牌	混合动力客车	CA6113

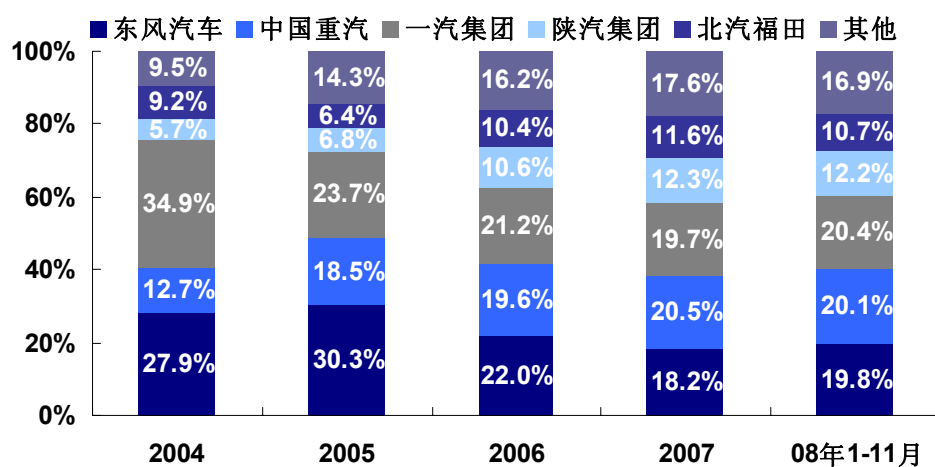
资料来源：发改委公告、招商证券

中重卡—未来发展的重点

中重卡业务现状。在重卡领域,作为后起之秀福田欧曼重卡目前稳居市场占有率第五名,2008年1-11月福田重卡销量为5.5万辆(现有产能为8万辆/年),市场份额为10.7%,2008年中期重卡收入和利润贡献已经超过轻卡;2008年1-11月,福田中卡销量为2502辆,同比下降55%,市场占有率为1.3%,中卡业务对公司收入和利润贡献较小。

福田重卡的优势何在?福田欧曼重卡自上市以来凭借其车身和外形漂亮、全浮式减振结构的驾驶室舒适,性价比高,能够满足用户的个性化需求,获得了市场肯定,市场份额不断提升。

图 6: 重卡厂商市场份额统计



资料来源: 招商证券

关键零部件外购使欧曼重卡毛利率低于主要竞争对手。欧曼重卡的发动机配套商主要有潍柴、玉柴、上柴,变速箱配套商包括法士特、伊顿、大齿和哈齿,车桥配套商众多,主要有安凯车桥、义和车桥、海通车桥、众力车桥、一汽蓬祥等;对上游供应链控制不强使欧曼重卡的毛利率一直低于重汽、陕汽等主要竞争对手,盈利能力还有待提高。

与戴姆勒合资的发展战略。公司和戴姆勒公司将各持有合资公司50%的股权,其中戴姆勒将以现金方式出资,而福田则以欧曼工厂资产出资,合资公司除生产现有和将来的欧曼重卡外,还将引进戴姆勒技术,生产达到欧V排放标准的OM457发动机,规划产能为45000台,装配OM457发动机的重卡产品定位将高于国内主流重卡产品,定价约为40万,填补国内产品25万、国外高端产品80万之间的产品档次,目标客户为国内高端客户和出口市场。

福田中重卡拟借助戴姆勒实现全球化。双方同意将戴姆勒品牌定位于高端产品、将欧曼品牌定位于低端产品,并计划在海外实施中重卡产品的产业化生产,我们认为借助戴姆勒,福田中重卡全球化扩张有望加快。

中重卡业务预期。合资公司将于2009年8月成立,而OM457发动机生产线将于2009年开始建设,并计划于2011年底实现试生产,因此,在未来两年内,福田中重卡业务盈利仍将依赖现有产品,我们预计2009年公司重卡销量为48000辆,同比下降20%,收入和毛分别为112.6亿元和10.5亿元,占比分别为41.9%和35.7%。

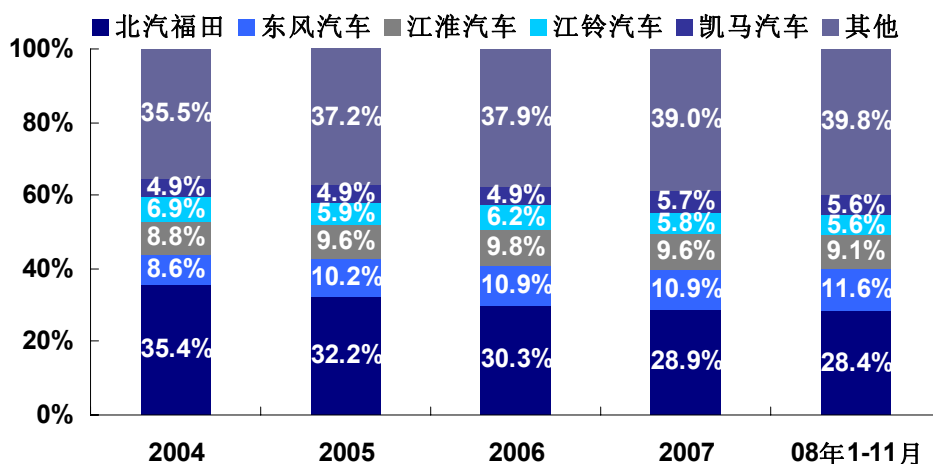
轻卡—巩固现有份额基础上的产品升级

福田汽车在轻卡领域一枝独秀。福田的轻卡产品主要指轻型货车，2008 年 1-11 月销量达到 31.3 万辆，同比增长 5.9%，而同期微型货车销量仅有 512 辆；福田轻型货车产品线齐全，目前包括了欧马可、奥铃、时代轻卡、时代金刚、时代迪卡、萨普（皮卡）和瑞沃（工程车）等 7 大产品，市场占有率一直保持行业第一，2008 年 1-11 月份，市场份额为 28.4%，远远领先于第二名东风汽车的 11.6%。

轻型货车市场竞争日趋激烈。相对于中重卡，轻卡生产的进入壁垒相对较低，市场竞争格局日趋激烈，CR5 占有率从 2004 年的 64.5% 逐年下降，2008 年 1-11 月份为 60.2%，福田轻型货车占有率也从 2004 年的 35.4% 下降到 2008 年 1-11 月份的 28.4%。

巩固低端市场份额的同时向高端领域发起冲击。中国高端轻卡市场一直以来都被采用五十铃技术的江铃汽车和庆铃汽车所占据，福田汽车拟通过推出同样采用五十铃发动机的奥铃和来自欧洲技术的欧马来冲击高端市场。

图 7：轻型货车厂商市场份额



资料来源：招商证券

牵手康明斯解决轻卡发动机瓶颈。福田汽车持股 50% 的福田康明斯发动机有限公司规划产能为 40 万台，主打产品为 3.8L 和 2.8L 发动机，预计将于 2009 年开始投产，2010 年达产，我们预计 2009 年装配康明斯发动机的高端福田轻卡产品销量约为 40000 辆。福田康明斯在完全达产后将成为中国轻型发动机生产基地，对福田轻卡产品提高档次、升级换代有重要意义，除供应福田轻卡外，福田康明斯发动机还将外销，但产品售价将比福田自用产品高。

与康明斯合资对现有产业链的影响。福田轻卡现在装配的发动机有五十铃、全柴、上柴、玉柴等，份额较为分散，与康明斯合资后，势必对目前高端发动机供应商产生冲击，但对数量较大的中低端发动机供应商不会产生直接影响，但能起到一定的牵制作用，有利于消减采购成本。

轻卡业务盈利预期。轻卡主要用于城镇和农村的物流运输，相对而言受宏观经济冲击较小，且受益于大规模农民工返乡所带来的从新就业，我们预计 2009 年福田轻卡产品销量 35 万辆，同比增长 3%，实现销售收入和毛利分别为 122.6 亿元和 10.16 亿元，占比分别为 45.7% 和 45.8%。

投资评级

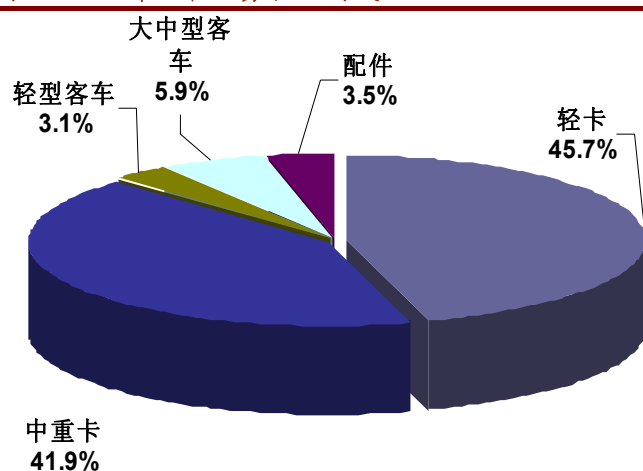
首次给予“审慎推荐-B”投资评级。我们预计 2008 年、2009 年，公司主营业务收入分别为 292.3 亿元和 268.4 亿元，EPS 分别为 0.39 元和 0.34 元，对应 PE 为 13.5 倍和 15.4 倍，首次给予“审慎推荐-B”投资评级。

表 3: 盈利预测表

单位: 亿元	2008E		2009E	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
轻卡	122.4	8.61%	122.6	8.29%
中重卡	144.0	7.92%	112.6	7.04%
轻型客车	9.2	1.19%	8.2	0.90%
大中型客车	7.4	17.72%	15.7	19.02%
配件	9.3	11.00%	9.3	11.00%
合计	292.3	8.34%	268.4	8.26%

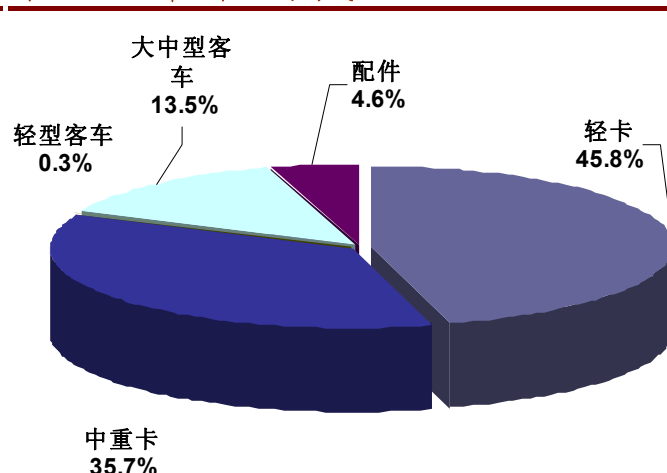
资料来源: 招商证券

图 8: 2009 年主营业务收入构成



资料来源: 公司公告、招商证券

图 9: 2009 年主营毛利构成



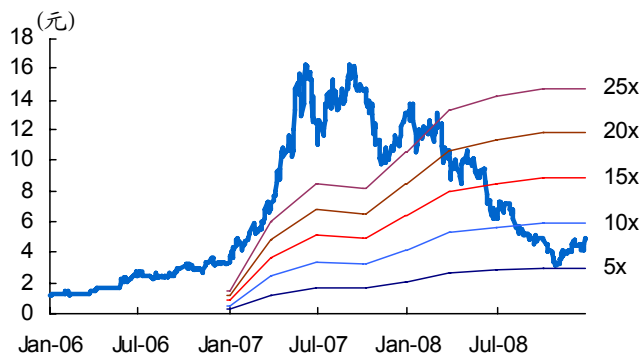
资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 汽车行业估值比较

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	PB	评级
福田汽车	5.3	0.42	0.39	0.34	14	15	1.8	审慎推荐 B
一汽轿车	8.1	0.34	0.66	0.87	12	9	2.1	强烈推荐 A
一汽富维	6.5	0.23	0.68	0.98	10	7	1.1	审慎推荐 A
一汽夏利	4.4	0.15	0.15	0.17	29	26	2.1	中性-B
上海汽车	5.9	0.71	0.39	0.41	15	14	1.1	审慎推荐 A
宇通客车	9.5	0.94	0.81	0.61	12	16	3.1	审慎推荐 A
江铃汽车	9.0	0.88	0.79	0.71	11	13	2.0	审慎推荐 A
中国重汽	14.5	2.22	1.38	1.05	11	14	2.4	审慎推荐 A
潍柴动力	20.4	2.2	1.85	2.2	11	9	2.1	审慎推荐 A
福耀玻璃	4.4	0.92	0.11	0.14	40	32	2.4	中性 A
威孚高科	5.5	0.41	0.4	0.45	14	12	1.2	中性 A

资料来源: 招商证券

图 10: 福田汽车历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 11: 福田汽车历史 PB Band



资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业，公司综合实力决定未来。
- 2、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 业内最早挖掘一汽轿车（000800）投资价值的开篇报告。
- 3、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18 深度揭示上海汽车（600104）的投资价值，定位为优秀的国际化本土企业。
- 4、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 5、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 6、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析

附表 1: 新能源汽车生产准入条件及考核要求

一 生产能力和条件	
1	企业应当有必要的生产场地、存储场地或设施及适宜、整洁的生产环境。
2*	生产设备的加工精度和能力应当与产品特性要求相适合。
二 设计开发能力	
3	企业应当建立产品研究开发机构, 统一负责新能源汽车产品设计开发过程中的工作。应当配备与设计开发工作相适应的专业技术人员, 能够及时跟踪国内外新能源汽车技术的最新发展情况; 能够对国家和行业技术标准、法规进行跟踪、评价和转化; 能够完成系统开发、整车匹配等工作。
4	建立适于本企业的产品设计开发工作流程和指导具体设计工作的设计规范及作业指导书, 内容至少应当覆盖自主知识产权产品及整车设计全过程、技术文件管理、标准化等内容, 且在实际工作中得以应用。
5*	至少掌握新能源汽车车载能源系统、驱动系统及控制系统三者之一的核心技术。
6*	应当具备与所生产的新能源汽车整车、系统及关键总成相适应的试制能力。
7	产品和制造过程设计开发的输入应当充分适宜; 产品和制造过程设计开发的输出应当以能针对设计输入进行验证的方式提出, 应当对其进行评审、验证和确认, 并保存相应记录。
8	在实施产品和制造过程的设计更改(包括由供方引起的更改)前, 应当重新进行评审(包括评审设计更改对产品组成部分和已交付产品的影响)、验证和批准, 适当时应当征得顾客同意, 并满足生产一致性要求和产品追溯性要求。
三 生产一致性保证能力	
9	与产品质量有关的人员应当具备相应的能力, 严格按程序文件、作业指导书或相关工艺文件操作。应当建立和落实人员能力评价和考核制度, 并保持适当的记录。
10	应当为重要的进货检验、过程检验、最终检验编制检验规程或检验作业指导书, 并按规定的项目、方法、频次和限值进行检验和验证, 对安全、环保、节能等法规符合性、顾客特殊要求、新能源汽车专项检测项目要求应当特别关注。对关键工序和特殊过程, 应当编制作业指导书, 明确工艺要求和控制方法, 规范操作, 并实施过程监视和测量。
11	应当建立从关键零部件总成供方至整车出厂的完整的产品追溯性体系。当产品质量、安全、环保、节能等方面发生重大共性问题时, 应能迅速查明原因, 确定召回范围; 当顾客需要维修备件时, 应当能迅速确定所需备件的技术状态。
12*	产品(整车及零部件总成)应当满足国家强制性标准和经过确认的技术规范的要求; 进入正式生产阶段的产品还应当满足生产一致性要求。当企业的生产一致性保证能力(包括人员能力、生产/检验设备、采购的原材料和零部件总成及其供方、生产工艺、工作环境、管理体系等)发生重大变化时, 必须有充分的证据表明产品仍能满足原要求。
四 产品销售及售后服务	
13	应当建立完整的文件化的销售和售后服务管理体系, 包括人员培训(企业内部人员、特约销售和维修人员、顾客或使用单位的人员)、销售和售后服务网络建设、维修服务提供、备件提供、索赔处理、信息反馈、整车产品召回、整车和零部件(如电池)回收、客户管理等内容, 并有能力实施。其中, 销售和售后服务网络建设的要求仅适用于成熟期产品。
14	维修服务、备件供应应当满足所有客户要求, 能保证在产品的使用寿命期限内、在企业承诺的限定服务时间内向顾客提供可靠的备件、维修和咨询服务。对起步期和发展期产品, 售后服务承诺内容应当充分适宜, 明确传达给有关方面, 并严格履行。
15	应当建立质量信息及时反馈机制。对起步期和发展期产品, 企业应当为每一辆车建立档案, 并对车辆使用情况进行跟踪、对车辆质量信息进行管理。

资料来源: 发改委

注: 1. 表中生产条件要求分为否决项和一般项两类, 标注“*”的条款为否决项。

2. 判定原则:

(1) 现场考核全部否决项均符合要求, 一般项不符合的比例不超过20%, 考核结论为通过;

(2) 当现场考核结果未达到本注中第(1)条要求时, 申请企业可在2个月内针对不符合项进行整改, 经验证后达到本注中第(1)条要求的, 考核结论为通过; 验证未达到第(1)条要求的, 结论为不通过, 申请企业6个月后方可重新提出申请。整改验证只能进行一次。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3378	3907	4524	4294	4931
现金	358	411	890	954	1181
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	114	146	134	151
应收款项	355	352	327	300	337
其它应收款	51	112	117	107	121
存货	2102	2520	2642	2428	2726
其他	479	398	402	369	415
非流动资产	3083	3824	3784	3803	3820
长期股权投资	127	215	215	215	215
固定资产	2435	2901	3132	3177	3218
无形资产	279	291	262	235	212
其他	241	418	175	175	175
资产总计	6461	7731	8309	8096	8751
流动负债	4344	5425	5128	4822	5248
短期借款	920	667	800	800	800
应付账款	2092	2022	2117	1945	2184
预收账款	672	1389	1474	1354	1521
其他	659	1346	738	722	744
长期负债	608	389	543	543	543
长期借款	528	243	243	243	243
其他	80	146	300	300	300
负债合计	4952	5813	5671	5365	5791
股本	811	811	916	916	916
资本公积金	399	420	1319	1319	1319
留存收益	295	684	399	493	722
少数股东权益	4	3	3	3	3
母公司所有者权益	1506	1915	2635	2729	2958
负债及权益合计	6461	7731	8309	8096	8751

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	233	558	531	637	722
净利润			357	314	394
折旧摊销			272	281	282
财务费用			56	51	50
投资收益			19	2	(20)
营运资金变动			(326)	(4)	5
其它			153	(7)	11
投资活动现金流	(313)	(496)	(197)	(300)	(300)
资本支出			(300)	(300)	(300)
其他投资			103	0	0
筹资活动现金流	99	53	145	(273)	(195)
借款变动			(107)	0	0
普通股增加			105	0	0
资本公积增加			899	0	0
股利分配			(641)	(220)	(165)
其他			(110)	(53)	(30)
现金净增加额	18	115	480	64	227

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	19829	27865	29233	26842	30180
营业成本	18307	25446	26794	24625	27647
营业税金及附加	28	44	58	54	60
营业费用	733	1065	1052	966	1086
管理费用	659	781	819	752	845
财务费用	4	54	56	51	50
资产减值损失	26	58	40	45	50
公允价值变动收益	0	0	(17)	0	0
投资收益	7	29	(2)	(2)	20
营业利润	80	447	394	347	461
营业外收入	13	57	100	90	80
营业外支出	21	44	30	30	30
利润总额	72	460	464	407	511
所得税	19	72	107	94	118
净利润	53	388	357	314	394
少数股东损益	1	(0)	0	0	0
母公司所有者净利润	52	388	357	314	394
EPS (元)	0.06	0.48	0.39	0.34	0.43

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	35%	41%	5%	-8%	12%
营业利润	-126%	461%	-12%	-12%	33%
净利润	-116%	643%	-8%	-12%	26%
获利能力					
毛利率	7.7%	8.7%	8.3%	8.3%	8.4%
净利率	0.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.3%
ROE	3.5%	20.3%	13.6%	11.5%	13.3%
ROIC	2.0%	13.8%	9.4%	8.1%	9.8%
偿债能力					
资产负债率	76.6%	75.2%	68.2%	66.3%	66.2%
净负债比率	23.5%	14.9%	12.5%	12.9%	11.9%
流动比率	0.8	0.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
营运能力					
资产周转率	3.1	3.6	3.5	3.3	3.4
存货周转率	10.0	11.0	10.4	9.7	10.7
应收帐款周转率	64.4	78.8	86.2	85.6	94.7
应付帐款周转率	10.0	12.4	12.9	12.1	13.4
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.48	0.39	0.34	0.43
每股经营现金	0.29	0.69	0.58	0.69	0.79
每股净资产	1.86	2.36	2.88	2.98	3.23
每股股利	0.18	0.14	0.70	0.24	0.18
估值比率					
PE	81.8	11.0	13.5	15.4	12.3
PB	2.8	2.2	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	26.2	9.2	9.1	9.7	8.3

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究3年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。