

福田汽车 (600166)

2009 年 1 月 14 日

重卡合资后，轻卡成为上市公司业务支柱

投资评级：无评级

投资要点

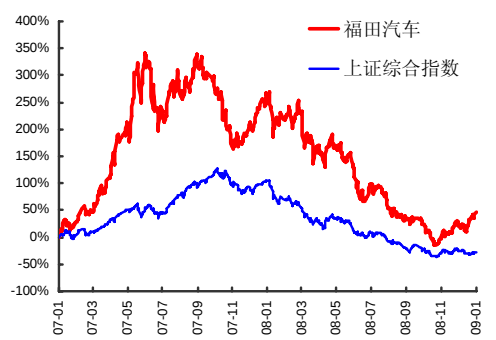
所属行业：

汽车制造业

基础数据：

总股本 (亿股):	9.16
实际流通 A 股 (亿股):	5.48
总市值 (亿元):	47.9
市场数据:	
股价 (元):	5.47
PE (倍):	13.3
PB (倍):	1.56

最近走势：



分析师：彭 昊

电 话：010-68083520

邮 箱：pengh@xsdzq.cn

分析师：刘 强

电 话：010-68083531

邮 箱：liuqiang@xsdzq.cn

- 公司已与北京公交集团达成意向，将向其销售混合动力客车整车和底盘总计 800 辆，公司的新能源客车业务又前进了一步。但是，新能源客车价格比较高，财政支持依附性强，很难进入到公交以外的其他大中型客车市场，短期内市场容量有限。
- 公司与戴姆勒合资后，合资公司不纳入合并报表范围，公司营业收入规模会大幅减少，但欧曼重卡资产评估增值短期内能大幅增加利润，抵消合资带来的业绩下滑；戴姆勒在中国的有两次不成功的经历，这次能否达到预期也有待检验。
- 福田康明斯发动机项目今年可以投产，40%产品将配给福田本部商务车，30%用于出口，30%销往国内其他客户。由于 09 年商务车市场不容乐观，该项目也存在一定的不确定性。
- 2007 年轻卡业务贡献了总收入的 53%、总利润的 56%，当重卡业务转出后，轻卡对公司变得更加重要。但由于经济环境的恶化，轻卡行业在 11 月份同比下滑了 24%，公司轻卡业务也有 14% 的下滑。如果 09 年的市场继续下滑，会对公司 09 年经营业绩造成很大影响。
- 轻客、MPV 等业务毛利率低，尚处于亏损状态，但这部分业务销售比重低于 7%，对公司业绩影响不大。大中客业务毛利率比较高，但由于量比较小，只占到公司业务 2% 左右，对公司利润贡献较小。

基本财务数据	2007A	2008E	2009E	2010E
每股收益 EPS(元)	0.48	0.41	0.54	0.87
每股净资产(元)	2.09	3.57	3.97	4.78
ROE	22.9%	11.5%	13.6%	18.2%
主营收入(百万元)	27,865	29,614	24,478	21,516
净利润(百万元)	388	373	496	802
毛利率	8.68%	8.70%	8.91%	9.81%
PE (倍)	11.4	13.4	10.1	6.3
PB (倍)	2.6	1.5	1.4	1.1

混合动力客车市场容量有限

混合动力客车有比较明显的环保优势，又有一定的节能效果，具有较好的应用前景。福田汽车在 2008 年初曾向广州公交集团销售 30 台混合动力车，经过一年的营运基本达到了客户要求；目前公司已与北京公交集团达成意向，将于 2009 年度分批向北京公交集团销售 450 辆混合动力客车整车及 350 辆混合动力客车底盘，向混合动力客车的产业化又迈进了一步。

由于具体价格和采购细节还没有公布，这笔订单能带来多少收益尚不能准确计量。若按照每台混合动力客车平均销售 100 万、销售净利率 10%来计算的话，这 800 辆的销售将会给公司带来 8000 万的净利润，每股收益增加 0.087 元。

混合动力客车相对昂贵，只有获得财政支持才会产生相应的购买意愿，所以混合动力客车目前主要针对少数特大城市公交市场，并且其市场规模与政府的支持力度有很大关系。而且，公交车以外的客运、旅游车市场占到了整个大中型客车市场的 70%左右，成熟产品的价格在 20 万-70 万元之间，这部分市场更关注的是客车产品的性价比以及买入客车能够带来多少收益，而且客运旅游车购买用户很难获得政府的财政支持，短期来看，性价比相对较低的混合动力客车还不能打入这个市场，市场空间有限。

与戴姆勒和康明斯的合资

公司将与戴姆勒合资成立北京福田戴姆勒汽车有限公司，生产中重型载货汽车及发动机。该项目总投资为 63.5 亿，其中 56 亿注册资本金由戴姆勒现金出资 28 亿，公司欧曼资产评估后实物出资 28 亿。2007 年公司中重卡业务占到公司总收入的 39%，由于合资公司不纳入合并报表范围，再加上 OM457 发动机工厂的开办费，合资后公司营业收入和经营利润短期内会大幅减少。

整个重卡行业在下半年大幅萎缩，公司重卡业务 09 年存在很大不确定性，当重卡业务转移到合资公司后，这部分业务的不确定也转移到了合资公司，可以降低公司主体业务的不确定性。根据公告，按照合资的进度，2009 年、2010 年资产评估增值将增加福田汽车税前利润 5.12 亿元、8.76 亿元，短期内这部分收益将足够抵消公司重卡业务转出带来的业绩下滑。

戴姆勒的强项在于技术和服务，昂贵的价格是其重卡产品迟迟不能打开中国市场的主要原因。此次合作之前，戴姆勒在中国商用车方面曾经有两次不成功的合作，主要是由于它的高端市场定位不能迎合中国市场的广泛需求，而且合资双方的经营理念、经营目标存在很大差异。在此次合资中，戴姆勒将提供技术和专家对福田欧曼中重卡产品进行升级，合资整车

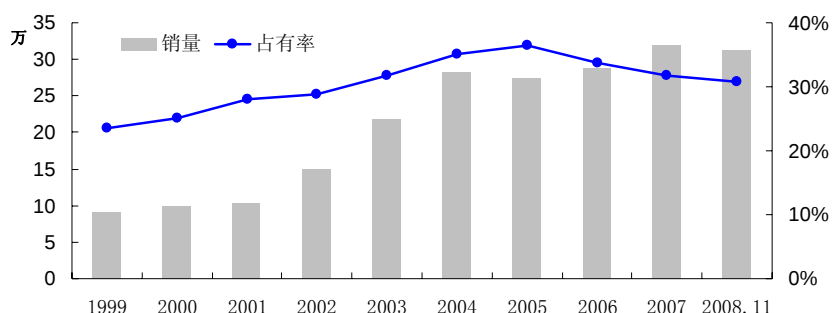
产品仅使用“福田欧曼”商标，从这点上看是有所进步的。福田是一家管理风格非常鲜明的企业，能否与戴姆勒在未来的合作中很好的融合，是决定合资成败的重要因素。

北京福田康明斯发动机有限公司在 2008 年 3 月正式成立，由公司与康明斯按 50: 50 的对等比例投资组建，主要生产 2.8L 和 3.8L 的发动机，完全达产后产能为 40 万台，一期产能 12 万台，今年就可以正式投产。福田康明斯投产后，预计 40% 产品将配给福田本部中高端商务车，30% 用于出口，30% 用于销往国内其他用户。由于整个经济环境的趋冷，发动机的市场也会随之萎缩，福田康明斯发动机的销售情况存在一定的不确定性。另外，福田货车装备康明斯发动机后，整车价格会增加几千元，已经习惯于低价格的用户最终是否接受也有待市场检验。

轻卡是公司业务的支柱

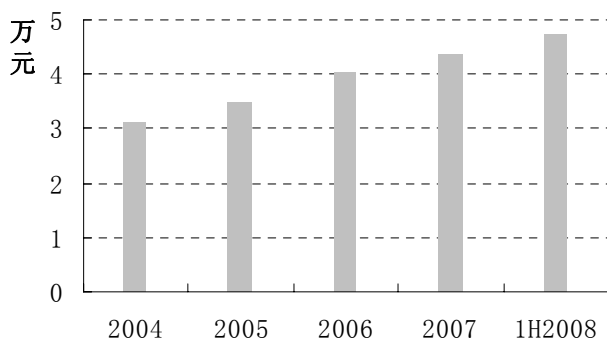
公司已经连续多年稳居轻卡业务龙头地位，2007 年贡献了总收入的 53%，贡献了 56% 的利润。2008 年前 11 个月累计销售轻卡 31.3 万辆，比排在第二位的企业多销售 21.3 万辆，市场占有率达 30%。由于公司产量大、市场占有率高，轻卡业务的增长也就很难超越整个轻卡行业，事实上从 2005 年开始，虽然产量逐渐增加，但公司市场占有率是略有下降的。

图 1: 公司轻客销量及市场占有率



资料来源: 汽车工业信息网

图 2: 公司轻卡历年平均单价



资料来源: 新时代证券整理

目前公司轻卡销售的主要是低端品牌时代轻卡，而中高端产品奥铃和欧马可的销售占比很低。近几年公司轻卡的平均售价呈现逐渐上升的趋势，说明售价相对较高的中高端轻卡比例是在逐渐提高，但是由于低端时代轻卡占了公司轻卡产品总数的将近 9 成，所以产品结构向高端的移动不会有立竿见影的效果。

09 年公司将在德阳经济开发区投资建设轻卡生产基地，但必须看到的是，受经济环境的影响，整个轻卡行业销量在 11 月份同比下滑了 24%，公司轻卡业务也有 14% 的下滑，09 年的市场不容乐观。当重卡业务转出后，轻卡业务成为公司利润的唯一支柱，它的销售情况将直接决定公司的经营状况。如果 09 年轻卡业务继续下滑，会对公司经营业绩造成很大的影响。

轻客、大中客等业务有待加强

公司目前业务仍然以货车为主，2008 年中报显示公司轻客、大中客及 MPV 等业务只贡献了营业收入的 10%，对公司业绩还不能构成太大影响。其中，轻客、MPV 等业务约占中报总收入的 7%，但是它的毛利率只有 1.09%，虽然产量的提高会逐渐降低成本、提升毛利率，但短期来看这部分业务还不能为公司贡献利润。

大中客受经济影响相对较小，整个行业仍然保持了较好的增长态势。公司 2008 年前 11 个月累计销量到了 2256 辆，同比增速 46.6%。公司这部分业务的毛利率比较高，08 年中报达到了 17.38%，随着产量的提高和原材料价格的下跌，公司大中客业务的毛利率能够进一步提高。不过，大中客的业务只占到公司业务量的 2% 左右，短期内还不能成为公司的业务支柱。

财务对比

公司的毛利率和净利率低，08 年中报净利率只有 1.86%，盈利能力相对较弱；其资产负债率高，有息负债比例大，债务负担比较重。本文选取与福田汽车具有类似业务的 A 股上市公司进行了比较，如下表：

表一：盈利能力比较

公司名称	毛利率			净利率			ROE		
	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006
福田汽车	8.30	8.68	7.67	1.86	1.39	0.27	13.44	22.71	3.53
中国重汽	9.91	12.38	13.47	4.36	5.36	4.56	19.82	43.25	28.63
江淮汽车	12.70	14.54	15.40	1.82	2.31	3.56	4.09	9.21	12.97
江铃汽车	24.58	24.79	23.93	11.72	9.17	8.57	14.51	23.16	21.31
金龙汽车	10.42	13.06	12.77	4.10	4.12	3.27	13.36	24.49	21.12



宇通客车	14.62	18.50	18.37	9.30	5.53	4.30	18.18	18.90	17.34
------	-------	-------	-------	------	------	------	-------	-------	-------

数据来源: Wind

表二: 营运能力比较

公司名称	存货周转率			应收账款周转率			总资产周转率		
	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006
福田汽车	5.54	11.01	10.01	35.14	78.84	64.38	1.94	3.93	3.34
中国重汽	4.49	6.95	5.69	11.97	50.60	40.03	1.17	1.99	1.51
江淮汽车	9.81	14.88	12.37	18.55	48.13	47.81	1.12	2.09	1.98
江铃汽车	3.56	8.70	9.53	17.66	34.66	44.43	0.72	1.48	1.53
金龙汽车	4.09	8.36	7.46	4.38	13.90	20.63	0.91	1.98	2.13
宇通客车	3.32	5.34	5.31	4.89	11.60	16.67	0.67	1.35	1.60

数据来源: Wind

表三: 偿债能力比较

公司名称	流动比率			速动比率			资产负债率		
	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006
福田汽车	0.92	0.72	0.78	0.45	0.26	0.29	71.73	75.19	76.64
中国重汽	1.22	1.26	1.06	0.94	0.82	0.80	75.37	73.49	79.20
江淮汽车	0.70	0.75	0.80	0.51	0.48	0.50	52.52	45.69	49.16
江铃汽车	1.51	1.56	1.63	1.10	1.18	1.33	41.73	40.97	40.59
金龙汽车	1.13	1.12	1.11	0.82	0.84	0.78	70.11	70.28	69.56
宇通客车	0.86	0.98	1.10	0.62	0.64	0.71	63.77	64.18	61.67

数据来源: Wind

表四: 偿债压力比较

公司名称	财务费用 (万元)			经营利润 (万元)			财务费用/经营利润		
	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006	1H2008	2007	2006
福田汽车	5,234	5,407	413	39,033	44,697	7,960	13.4%	12.1%	5.2%
中国重汽	2,023	12,815	12,187	73,921	118,294	66,861	2.7%	10.8%	18.2%
江淮汽车	1,389	1,196	1,274	19,139	38,719	45,266	7.3%	3.1%	2.8%
江铃汽车	-2,662	-5,534	-4,348	46,095	85,722	75,098			
金龙汽车	-1,006	-430	719	23,605	54,041	36,647			2.0%
宇通客车	958	1,802	-710	50,032	59,011	31,774	1.9%	3.1%	

数据来源: Wind

估值比较分析

表五：公司估值比较

公司名称	股价	市值 (亿)	EPS			PE			PB
			2007A	2008 E	2009E	2007	2008	2009	
福田汽车	5.47	50.13	0.48	0.41	0.54	11.42	13.34	10.13	1.56
中国重汽	14.59	61.19	2.22	1.56	1.61	6.57	9.34	9.07	2.44
江淮汽车	3.18	40.98	0.27	0.22	0.23	11.78	14.78	13.65	0.98
江铃汽车	8.92	77.00	0.88	0.91	0.87	10.14	9.80	10.20	1.97
金龙汽车	5.48	24.25	0.92	0.61	0.61	5.96	8.98	8.98	1.76
宇通客车	9.96	51.78	0.94	0.90	0.78	10.60	11.06	12.69	3.25

数据来源：新时代证券

由于 2009 年、2010 年资产评估增值会分别为公司带来 3 亿、5.36 亿的税后利润，抵消了重卡业务转出对公司业绩的影响，如果扣除这部分非经常性收入后，2009 年和 2010 年公司的每股收益预计为 0.21 元和 0.30 元。公司新能源汽车业务刚刚起步，市场拓展有待观察，与戴姆勒的合资项目存在一定的不确定性，再加上整个卡车行业 09 年市场前景不乐观，我们对于福田汽车的估值持相对谨慎的态度，暂不对其做出评级，将会持续关注公司的发展情况。

财务报表预测

损益表（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	27,865.2	29,614.2	24,478.1	21,516.2
营业成本	25,445.7	27,036.5	22,298.2	19,405.0
营业税金及附加	43.7	47.4	39.2	34.4
销售费用	1,064.8	1,036.5	966.9	796.1
管理费用	781.2	829.2	783.3	861.6
财务费用	54.1	127.3	97.9	86.1
资产减值损失	58.3	59.2	49.0	43.0
其他经营收益	29.5	4.4	0.5	65.7
营业利润	447.0	482.5	244.1	355.5
营业外收支	13.1	14.8	524.8	887.1
利润总额	460.1	497.3	768.9	1,242.7
所得税	72.1	124.3	273.0	441.2
净利润	388.0	373.0	495.9	801.5
少数股东损益	-0.4	-0.4	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	388.4	373.4	495.9	801.5
每股收益	0.48	0.41	0.54	0.87



资产负债表（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	410.6	444.2	367.2	322.7
存货	2,520.3	3,405.6	1,346.3	1,183.4
流动资产	351.8	740.4	183.6	161.4
长期投资	624.2	1,480.7	318.2	279.7
固定资产	3,824.4	4,886.3	5,874.7	6,403.5
无形资产和其他资产	667.4	1,628.8	734.3	645.5
短期借款	2,021.8	3,109.5	1,970.5	1,732.1
一年内到期的长期负债	2,735.5	2,517.2	1,517.6	1,334.0
流动负债	388.5	427.4	233.1	256.4
长期负债	3.0	2.8	3.0	3.1
少数股东权益	1,915.0	3,271.5	3,631.4	4,379.6
股东权益	1,917.9	3,274.4	3,634.4	4,382.7
总资产	7,731.2	10,957.3	8,090.0	8,350.7

现金流量表（百万元）	2007A	2008E	2009E	2010E
经营活动产生的现金流量净额	352.7	410.6	444.2	367.2
投资活动产生的现金流量净额	558.2	88.8	318.2	279.7
筹资活动产生的现金流量净额	-496.1	-1,051.9	-444.2	-367.2
现金期末余额	53.4	1,141.7	49.0	43.0
现金期初余额	410.6	444.2	367.2	322.7
现金净增加额	352.7	410.6	444.2	367.2

股票投资评级标准说明

推荐：股票价格在未来6~12个月内超越大盘15%以上；

谨慎推荐：股票价格在未来6~12个月内超越大盘幅度为5% ~ 15%；

中性：股票价格在未来6~12个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%；

减持：股票价格在未来6~12个月内相对大盘下跌5%以上。

行业投资评级标准说明

强于大市：行业股票指数在未来6~12个月内超越大盘；

中性：行业股票指数在未来6~12个月内基本与大盘持平

弱于大市：行业股票指数在未来6~12个月内明显弱于大盘。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新时代证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新时代证券研究所

地址：北京市西城区月坛北街月坛大厦7楼C7

邮政编码：100045

联系人：戴婧雅

电话：010-68083526