

## 受益政策暖风，轻卡与新能源客车加速发力

——福田汽车（600166）调研报告

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvl@cgws.com

### 要点：

- **国内最大的商用车生产企业** 08年公司商用车市场占有率为15.5%，名列首位，可谓国内商用车领域的龙头企业。公司通过与零配件企业之间的“交叉型”持股确保了公司在不需具备较强核心零配件制造能力的前提下，能够快速进入行业相关细分市场，但却造成了产品毛利率一直较低。
- **“汽车下乡”政策最大的受益者** 随着“汽车下乡”政策的逐步推行，我们认为作为低端轻卡行业龙头的福田汽车必将大幅受益于市场的增长，我们保守预计轻卡市场09年新增增量约为22万辆，若公司的市场占有率提升至30%，则“汽车下乡”将会给公司轻卡业务带来6.6万辆的新增增量，若未来几年国家继续推行“汽车下乡”政策，公司有望持续受益政策推动所带来的销量增长。
- **新能源客车正逢时** 此前公司已与北京公交集团签订800辆新能源客车的采购合同，随着近期财政部出台的中央财政对购置节能与新能源汽车给予补贴的对象和标准，企业和个人购买新能源汽车将获得一定的补贴，我们认为这将提高部分地方公交系统购买新能源客车的数量和比例，我们保守预计未来几年公司新能源客车业务将保持年均15%左右的增速。
- **资产评估增值提升业绩** 公司将与戴姆勒公司成立中重卡合资公司，生产达到欧V排放标准的12L OM457发动机。此次福田通过欧曼业务的资产作为出资，资产增值约21.6亿元，按照分期出资进度，将分别增加公司09年利润5.12亿元，2010年利润增加8.76亿元，即2009年贡献非经常性损益0.33元EPS，2010年贡献0.59元EPS。
- **投资评级** 由于09-2010年公司将享受巨额的资产评估增值所带来的非经常性损益，故09-2010年公司的业绩有较大幅度的增长，经过我们综合测算，我们预计公司08-2010年EPS分别为0.3元、0.55元和0.87元，我们认为公司未来看点较多，随着“汽车下乡”政策的逐步实施，公司轻卡销量有望远超于我们的预期，而若国家对新能源客车的推广力度进一步的加大，则公司收入和利润又将得到进一步提高，故综合各种因素考虑，我们给予公司09年20倍PE，合理股价约为11元，给予公司“谨慎推荐”评级。

投资评级：谨慎推荐

### 市场数据

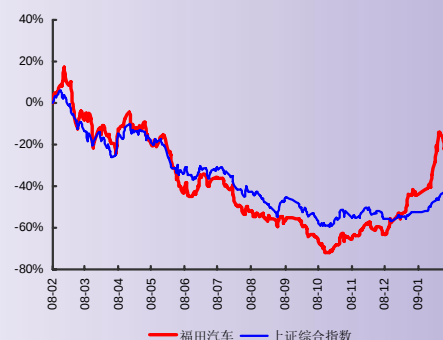
|              |            |
|--------------|------------|
| 总市值（百万元）     | 8788.4     |
| 流通市值（百万元）    | 5253.4     |
| 总股本（万股）      | 91641      |
| 流通股本（万股）     | 54780      |
| 12个月最高/最低（元） | 13.91/3.23 |

### 公司盈利预测

|           | 2007A     | 2008E     | 2009E     |
|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(万元)  | 2,786,524 | 2,960,230 | 1,885,652 |
| (+/-%)    | 40.5%     | 6.2%      | -36.3%    |
| 净利润(万元)   | 38,835    | 27,340    | 50,225    |
| (+/-%)    | 642.9%    | -29.6%    | 83.7%     |
| 摊薄 EPS(元) | 0.42      | 0.30      | 0.55      |
| 市盈率(倍)    | 22.6      | 32.1      | 17.5      |

注：以2月20日收盘价9.59元计算

### 公司股价表现图



### 独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。



## 目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 一、公司介绍——国内商用车龙头企业 .....                 | 4  |
| 1.1 国内商用车龙头企业 .....                     | 4  |
| 1.2 公司股权结构——“交叉型”持股 .....               | 5  |
| 二、受益政策暖风，轻卡与新能源客车业务加速发力 .....           | 6  |
| 2.1 轻卡业务：“汽车下乡”政策的最大受益者 .....           | 6  |
| 2.2 大中客业务：新能源客车正逢时 .....                | 9  |
| 2.3 中重卡业务：合资后有望得到提升 .....               | 10 |
| 2.4 轻客业务：有待完善 .....                     | 11 |
| 三、财务状况——毛利率将略有上升 .....                  | 12 |
| 四、收入盈利预测与投资建议 .....                     | 12 |
| 附录 .....                                | 15 |
| 附录 I 未来三年公司财务预测 .....                   | 15 |
| 附录 II 十米以上城市公交客车示范推广补助标准（单位：万元/辆） ..... | 16 |



## 图表

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1、07 年商用车企业市场占有率 .....        | 4  |
| 图 2、08 年商用车企业市场占有率 .....        | 4  |
| 图 3: 公司业务成长路径 .....             | 4  |
| 图 4: 福田汽车股权结构 .....             | 5  |
| 图 5、公司产品 05-08 年销量 (辆) .....    | 6  |
| 图 6、公司各业务销量比重 .....             | 6  |
| 图 7、轻卡市场前三家市场占有率 .....          | 7  |
| 图 8、08 年轻卡市场各公司占有率 .....        | 7  |
| 图 9、农用车、轻卡、微客等价格区间 (万元) .....   | 7  |
| 图 10、农用车、轻卡、微客等用油情况 .....       | 7  |
| 图 11、低速货车和三轮汽车销量 (万辆) .....     | 8  |
| 图 12、低速货车和三轮汽车占有率变化 .....       | 8  |
| 图 13、公司轻卡产品销量 (辆) .....         | 9  |
| 图 14、公司轻卡产品均价 (万元) .....        | 9  |
| 图 15、各种客车均价 (万元) .....          | 10 |
| 图 16、公司大中客产品均价 (万元) .....       | 10 |
| 图 17、公司大中客销量 (辆) .....          | 10 |
| 图 18、传统客车与新能源客车各自销量 .....       | 10 |
| 图 19、公司轻客销量 (辆) .....           | 11 |
| 图 20、公司轻客产品均价 (万元) .....        | 11 |
| 图 21: 商用车企业毛利率 (%) .....        | 12 |
| 图 22、汽车及相关细分行业毛利率 .....         | 12 |
| 图 23、公司整体毛利率 .....              | 12 |
| 图 24: 公司 09 年销量预测 (辆) .....     | 13 |
| 图 25、公司各项业务收入 (亿元) .....        | 13 |
| 图 26、公司各项业务收入比例 .....           | 13 |
| 图 27、公司各项业务毛利 (百万) .....        | 13 |
| 图 28、公司各项业务毛利比例 .....           | 13 |
| 图 29、公司 08-2010 年 EPS (元) ..... | 14 |
| 图 30、排除合资公司后, 理论 EPS (元) .....  | 14 |



## 一、公司介绍——国内商用车龙头企业

### 1.1 国内商用车龙头企业

福田汽车（600166）成立于1996年，1998年于上交所上市，公司经过多年的经营发展，目前业务涵盖轻卡、轻客、中重卡、大中客、MPV、SUV及相关零配件领域，形成了欧曼、欧V、欧马可、蒙派克、迷迪、风景、传奇、奥铃、萨普等10大业务品牌。08年公司产品销量约40.96万辆，商用车市场占有率为15.5%，可谓国内商用车领域的龙头企业。

图 1、07 年商用车企业市场占有率

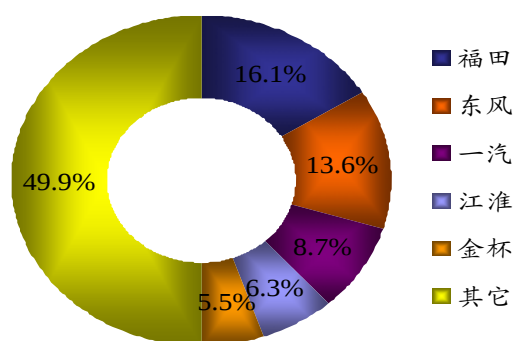
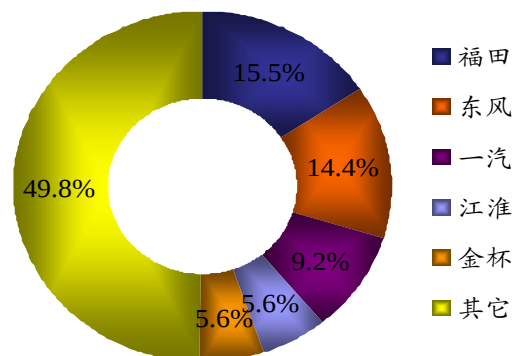


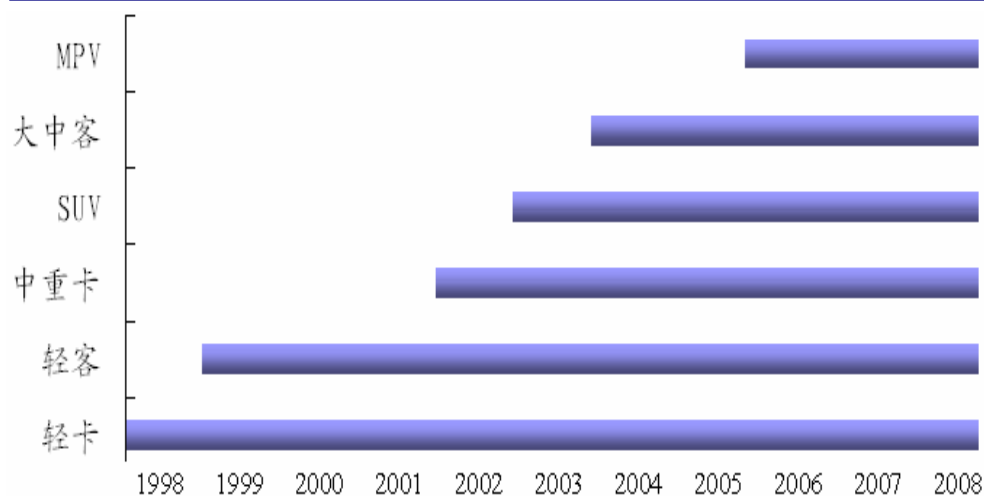
图 2、08 年商用车企业市场占有率



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

回顾公司的发展历程，从最早的山东诸城一家农机生产企业发展到今天国内最大的商用车生产企业，可以说公司抓住了几次关键发展机遇，如 98 年进入轻卡领域、2002 年进入中重卡领域以及 04 年进入大中客制造领域，公司的发展史也变相演绎了中国汽车行业中每一家成功企业的发展历程，从小到大，从单一业务到多项业务齐头并进。

图 3：公司业务成长路径



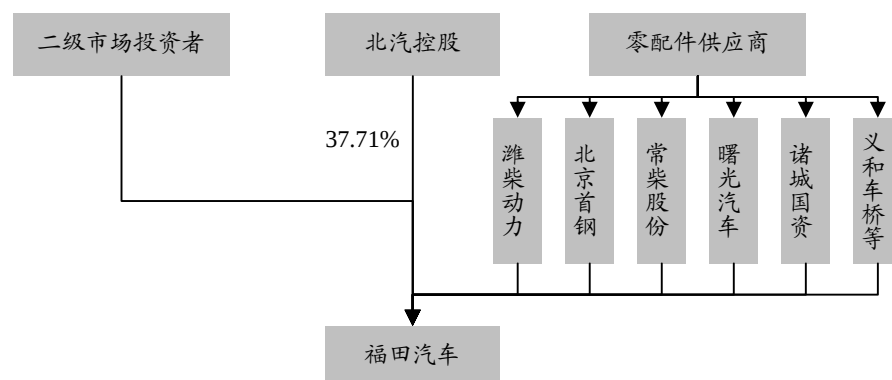
资料来源：长城证券研究所



## 1.2 公司股权结构——“交叉型”持股

公司的控股股东为北京汽车工业控股有限责任公司（即北汽控股），通过一系列的股权转让以及定向增发，目前北汽控股持有公司 37.71% 的股权，公司其它股权被零配件供应商以及二级市场投资者所持有。

图 4：福田汽车股权结构



资料来源：长城证券研究所

由于一定的历史原因，公司在成立之初股权较为分散，主要分配在一百余家汽车企业中，俗称“百家企业造福田”，故公司股权结构形成了较具特色的主机厂与零配件企业交叉持股的形式。我们认为这种“交叉型”的持股结构对公司的初期快速发展极为重要，公司在不需具备较强核心零配件制造能力的前提下，通过与零配件企业的交叉持股，做到利益共享，只需进行组装生产就可进入行业相关细分市场，能够快速“跑马圈地”；同时由于不需要大量的研发费用投入，公司产品在较低的毛利率水平下仍能盈利，故在相应细分市场中公司屡屡扮演“价格杀手”的角色，也就是说公司在初期能够通过较低的产品价格迅速抢占一定的市场份额进而达到盈利。

我们认为“交叉型”持股模式对公司的发展具有特定的历史意义，但随着公司产销规模的扩大以及竞争的加剧，公司的发展战略必定发生相应的变化。我们认为对公司而言，未来其战略转型将主要包括两方面：（1）从做“大”到做“强”的转变。这其中主要包括产品毛利率的提高即对于核心零配件公司将逐渐自主或合资研发，减少外购比例，以及公司产品将逐步从低端向高端的转变；（2）核心业务进一步集中。近几年公司业务扩张较快，虽然业务领域有所扩大，但部分业务盈利能力不甚理想，对此我们预计未来一段时间公司的战略性扩张将有所减少，将逐步专注于核心业务，这对控制风险，提升公司盈利能力具有积极的意义，故上述战略转型也将对公司目前的股权结构产生一定的影响。我们预计未来一段时间，随着核心零配件外购比例的逐步降低，伴随着产品毛利率的提升，公司的股权也将进一步集中。



## 二、受益政策暖风，轻卡与新能源客车业务加速发力

公司业务主要包括轻卡、轻客、中重卡、大中客等，由于 09 年公司的中重卡业务将与戴姆勒合资生产，不再计入合并报表（虽然未来公司或将通过成立销售公司的形式将中重卡业务的销量和收入纳入报表，但我们此处暂不考虑），所以从各业务销量构成中，我们可以发现轻卡业务的销量对公司产品整体销量影响最大。

图 5、公司产品 05-08 年销量（辆）

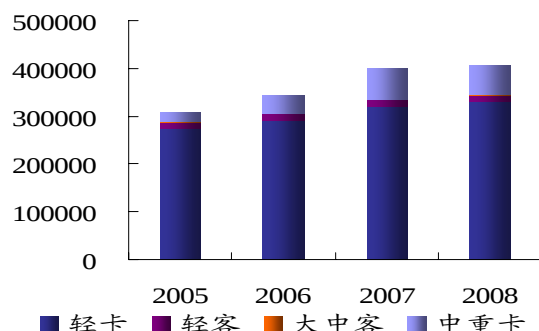
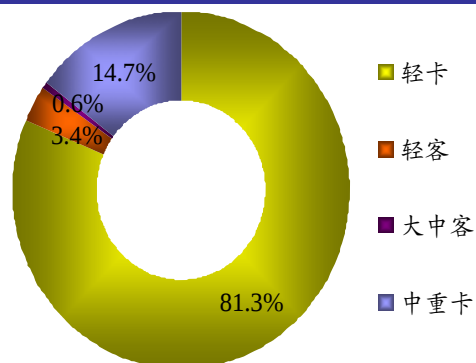


图 6、公司各业务销量比重



资料来源：公司年报，长城证券研究所

而国家在 09 年 1 月份出台的汽车产业振兴规划中指出：从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3L 以下排量的微车，给予一次性财政补贴，即启动“汽车下乡”政策；此外，在继确定了 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作后，2 月份财政部出台了中央财政对购置节能与新能源汽车给予补贴的对象和标准，对使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器等混合动力系统的新能源客车给予 20-60 万元的补助。对此，我们认为公司作为轻卡行业龙头和新能源客车示范企业，未来几年将明显受益于“汽车下乡”和“新能源汽车”推广这两大政策，可谓受益政策暖风，核心业务有望加速发力。

### 2.1 轻卡业务：“汽车下乡”政策的最大受益者

公司靠轻卡业务起家，通过独创的“福田销售模式”，公司产品市场占有率近几年一直位居行业第一，产品主要包括高端的奥铃、中端的欧马可和低端的时代轻卡等，其中主要运用在乡镇和农村地区的低端轻卡占公司轻卡总量的比例较大。但由于近几年市场竞争的加剧和运用于城市物流运输领域轻卡的高端化进程，公司轻卡业务市场占有率有所降低，如 08 年市场占有率已从 04 年 35.4%下滑到了 28%，不过公司也意识到这个问题，开始逐步有意识向高端轻卡市场发力，如公司牵手康明斯成立了福田康明斯发动机有限公司，主要生产 3.8L 和 2.8L 发动机就是为了解决公司高端轻卡发动机短缺的困境。



图 7、轻卡市场前三家市场占有率

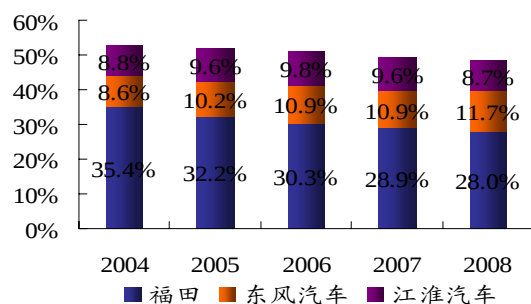
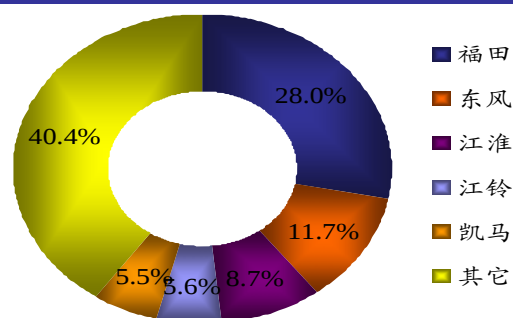


图 8、08 年轻卡市场各公司占有率



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

对于国家推出的“汽车下乡”政策，即：国家对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3L 以下排量的微车，给予一次性财政补贴，我们认为虽然目前补贴细则尚未出台，但根据坊间的猜测不外乎两种可能：（1）按车价的 10% 进行补偿；（2）每台车辆国家补贴 3000-5000 元左右，这将促进农民对三轮汽车和低速货车的升级换代。根据我们的分析，轻卡、微卡、微客市场都将由此受益，但由于微客主要应用于城乡结合部，主要适用于东部经济发达地区的农村，同时轻卡主要使用柴油，而微卡和微客主要使用汽油，考虑到我国农村地区加油站较少以及汽柴油不同的特点，我们认为受益“汽车下乡”政策最大的都将是与传统三轮汽车和低速货车价格接近且用途相似的低端轻卡市场。

图 9、农用车、轻卡、微客等价格区间（万元）

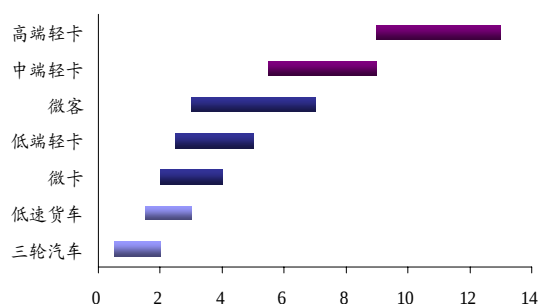
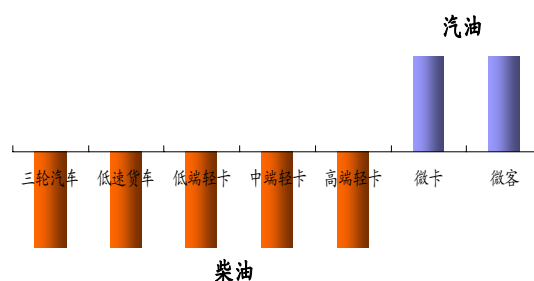


图 10、农用车、轻卡、微客等用油情况



资料来源：长城证券研究所

目前业界对“汽车下乡”政策实施后汽车市场的判断分为两派，即乐观派和悲观派，其中乐观派认为国家总补助 50 亿元，若每辆车国家补助 3000-5000 元，则将带来汽车市场新增增量 100 万-150 万辆左右，对汽车行业是大大利好；而悲观派则认为目前我国农村收入虽然有所上升，但由于经济危机的影响和天气灾害，无论外出务工还是农民种粮收入都将大幅减少，从家电下乡的情况来看也不甚理想，且汽车价格要远远高于家电价格，故即使实施“汽车下乡”政策农民对汽车的购买也将远远低于预期。

对此我们的观点是上述两个观点都有失偏颇，乐观派高估了农民的购买力而悲观派则忽视了“汽车下乡”政策中下乡汽车的生产资料属于以及农用车市场近



几年的变化从而低估了政策实施后对汽车市场的拉动效果。目前我国三轮汽车和农用货车（即四轮汽车）在农村的保有量约在 1700 多万辆，每年总体销量大致稳定，08 年我国农用汽车销售 200 多万辆，其中三轮汽车销售 158 多万辆，四轮货车销售 42 万辆，整个农用汽车市场在低端轻卡、微卡和微客的替代作用下呈现缓慢萎缩的态势。

图 11、低速货车和三轮汽车销量（万辆）

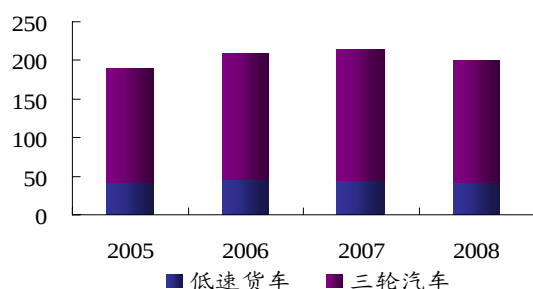
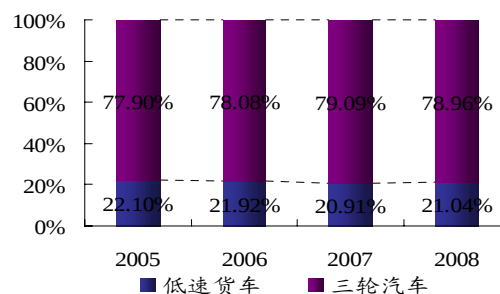


图 12、低速货车和三轮汽车占有率变化



资料来源：汽车工业协会，长城证券研究所

在多重因素的作用下，我们认为 09 年我国低端轻卡市场的销量将出现较大幅度的增长，原因主要有以下几点：（1）每年农民购买农用汽车都在 200 万辆左右，“汽车下乡”政策实施后，农民购买低端轻卡将获得补偿，考虑到补偿后，农民购买轻卡的出资与购买农用汽车的支出差别不大，会使部分原计划购买农用汽车的农民转向购买低端轻卡；（2）低端轻卡、微卡、微客都属于生产资料，这与家电消费品性质不一样，在众多外出务工农民失业找工作的过程中，必定有部分农民选择返乡，而目前农村的土地所能吸纳的种粮农民已接近饱和，返乡农民为了获得收入，必然会有相当一部分人选择“跑运输”这个行业，而这就需要购买生产资料；（3）传统的农用汽车噪音大、舒适度极低、运输量较少但价格便宜，很多农民购买农用车主要是因为我国大部分地区农用汽车不需要缴纳养路费，而 09 年养路费取消后，对农民而言，低端轻卡无论从购买成本还是使用成本都将大大降低，而轻卡的舒适性和运输量要好于农用汽车，这也将引发农民对低端轻卡的购买；（4）低端轻卡对道路条件要求较低且使用柴油，相比使用汽油且对道路条件要求较高的微客，更加适用我国大部分农村地区。

故作为低端轻卡行业龙头的福田汽车必将大幅受益于市场的增长，我们假设 09 年农村市场低速汽车理论购买量为 200 万辆，在“汽车下乡”政策推动下约有 20% 的购买转向低端轻卡、微卡和微客市场，根据我们的推测低端轻卡市场将最为受益，若得到低速汽车市场份额的 11%，则轻卡市场新增增量约为 22 万辆，若公司的市场占有率提升至 30%，则“汽车下乡”将会给公司轻卡业务带来 6.6 万辆的新增增量，公司 09 年轻卡业务增速将达到 20%。由于低端轻卡的热销，公司的轻卡产品的均价将有所降低。我们判断由于 09 年低速汽车市场向轻卡、微客等市场销量的转移，这将在一定程度上提升我们汽车行业 09 年的整体增速，考虑到 50



亿的补贴金额不算过多，我国很可能在未来几年都将继续推行“汽车下乡”政策，公司有望持续受益政策推动所带来的销量增长。

图 13、公司轻卡产品销量（辆）

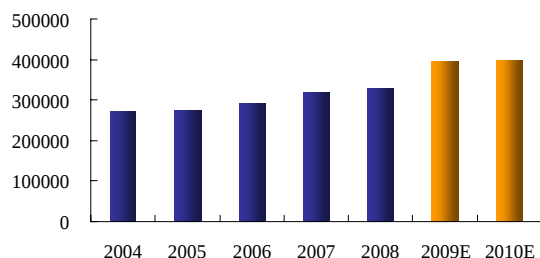
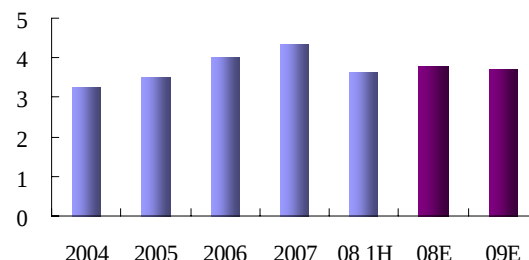


图 14、公司轻卡产品均价（万元）



资料来源：公司年报，长城证券研究所

此外，公司与康明斯合资成立的具有 40 万产能的高端轻卡发动机公司，有望于 09 年投产，2010 年达产，但合资公司短期内难以达到盈亏平衡点，09-2010 年较难为公司贡献收益。

## 2.2 大中客业务：新能源客车正逢时

公司 2004 年才进入大中客领域，但发展却极为迅速，年均增长率一直在 30% 以上。我们认为公司大中客业务之所以增长如何迅速，一是基数较低，二是因为公司客车业务定位准确，从公司大中客产品分类来看，公司主攻两部分市场：出口市场和公交市场，公司在海外市场通过定位高端，能够迅速得到客户认可并获得丰厚的利润；而国内通过公交市场的放量，公司能够快速降低其单车折旧成本。我们认为未来一段时期，公司的普通大中客业务将继续保持快速增长。

而对于新能源汽车，我们的理解是虽然新能源汽车具有非常美好的前景，吸引了全世界的关注，但从实际使用而言，新能源汽车在全世界都是不成熟的，连一个全世界公认的技术标准尚未形成就可见一斑。对于我国而言，现阶段从实用性、稳定性和维护成本而言，客车中的公交车市场最值得推广和使用，首先公交客车只在城市内运行，具备较好的稳定性且利于维护；其次公交客车运行的路况固定，而轿车和卡车运行的路况时常变化，较容易产生故障；再次公交系统属于公共服务项目，政府较易对其进行财政补贴和扶持。公司地处首都北京，由于政策扶持以及北京城市公交系统自身需要，公司发展新能源客车可谓“天时、地利、人和”全部具备。公司曾在 08 年初向广州公交集团销售 30 台混合动力客车，截止日前反映良好；而公司又与北京公交集团达成采购意向，将于 200 年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。虽然我们无法得知公司混合动力客车及底盘的准确价格，但根据目前已知的市场信息，我们预计这批 450 辆整车和 350 辆底盘将至少为公司贡献 6.4 亿以上的收入和 9600 左右的利润，折合 EPS 约 0.105 元，由于新能源客车均价较高，故公司大中客产



品的均价也显著提高。

图 15、各种客车均价（万元）

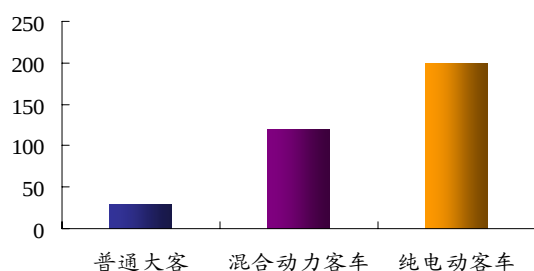
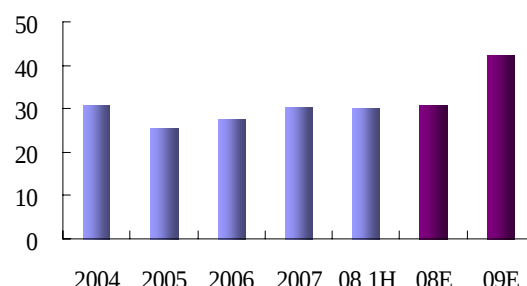


图 16、公司大中客产品均价（万元）



资料来源：长城证券研究所

而随着近期财政部出台了《中央财政对购置节能与新能源汽车给予补贴的对象和标准》后，企业和个人购买新能源汽车将获得一定的补贴，我们认为这将提高部分地方公交系统购买新能源客车的数量和比例，对公司而言意味着潜在购买的增加。我们保守预计未来几年公司新能源客车业务将保持年均 15%左右的增速。

图 17、公司大中客销量（辆）

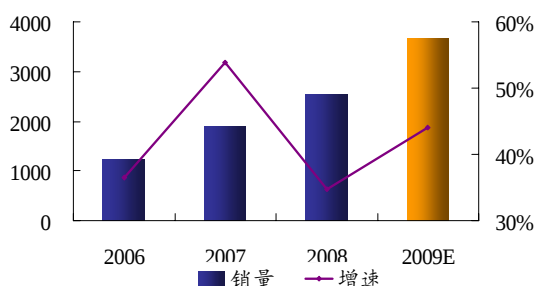
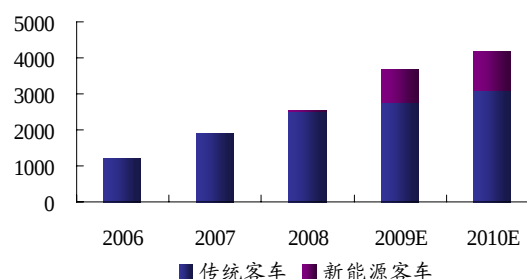


图 18、传统客车与新能源客车各自销量



资料来源：长城证券研究所

需要指出的是由于我国大部分客车制造企业核心技术较为缺失，仅具备匹配组装生产能力，尤其在我国的能源客车领域，我国企业生产制造的能源客车其核心零配件包括电池管理系统、动力总成基本全部外购于国际零配件厂商，故我们认为从产业角度而言，我国政府短时期内不会在全国推行能源客车，只会先定点试行，因此我国能源客车市场不会出现爆发性增长，市场的新增增量将主要来自试点城市公交系统的新增采购。

## 2.3 中重卡业务：合资后有望得到提升

在与戴姆勒合资之前，福田欧曼重卡在整个国内重卡市场占有率稳居第五，其业务收入占总收入的 40%左右，可以说公司重卡业务已进入较为良性的发展轨道，但由于公司重卡产品大部分核心零配件都来源于外购，故公司产品毛利率一直较低，此外考虑到斯太尔平台已引入国内几十年，虽然国内重卡制造企业已在斯太尔平台进行过多次的自主开发升级，但毕竟平台已逐步陈旧，对国内重卡制



造企业而言尽早提升其产品平台就显得尤为重要，对福田而言更是如此。

09 年 1 月公司发布公告称：公司将与戴姆勒公司成立中重卡合资公司，双方各持 50% 的股权，其中戴姆勒以现金方式出资，而公司则以欧曼工厂资产出资，合资公司将引进戴姆勒技术，生产达到欧 V 排放标准的 12L OM457 发动机，未来公司将主要生产福田现有的中重卡产品和配有 OM457 发动机的欧曼重卡升级产品（混合车型），且合资公司整车将仅使用“福田欧曼”商标。通过我们的了解，装配 OM457 发动机的混合车型定位将高于国内主流重卡产品，定价约 40 万元，将填补国内 25 万重卡产品以及国际高端 80 万之间的产品空白，目标客户主要为国内高端以及海外市场。

此次与戴姆勒成立合资公司，福田通过欧曼业务的资产作为出资，资产增长约 21.6 亿元，根据公司公告，按照分期出资进度，资产评估增值将分别增加公司 09 年利润 5.12 亿元，2010 年利润增加 8.76 亿元，2011-2018 年每年利润增加 3631 万元，即 2009 年贡献非经常性损益 0.33 元 EPS，2010 年贡献 0.59 元 EPS，2011-2018 年贡献 0.05 元。

从长期而言，福田汽车此次与戴姆勒成立合资公司对公司中重卡业务的发展极为有利，只要两者利益分配彼此协调，都将从此次合作中受益。对福田而言通过借助戴姆勒的品牌，从此以后公司重卡产品海外出口市场将得到更多保证，但不可忽略的是短期内虽然合资公司原有的福田中重卡产品仍然能够盈利，但合资所产生的巨额开办费用将带来 09-2010 年较大幅度的亏损。

## 2.4 轻客业务：有待完善

公司轻客销量近几年一直较为稳定，保持在年均 13000 余辆，但由于在主营收入中比重过低，约占 3% 左右，故不会对公司的收入和利润造成较大影响。由于公司将 SUV 和 MPV 产品的销量、收入、利润合并轻客业务中进行统计，故公司轻客业务毛利率较低，08 年中期仅为 1.09%，我们认为未来几年公司轻客业务将基本保持稳定。

图 19、公司轻客销量（辆）

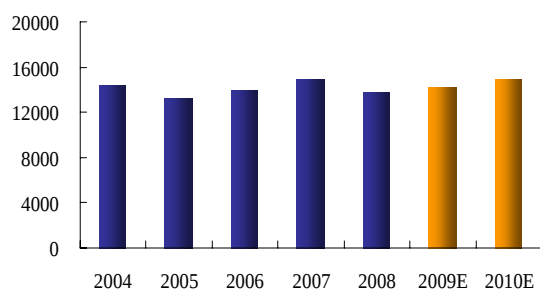
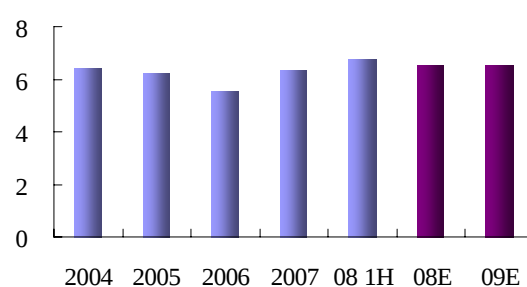


图 20、公司轻客产品均价（万元）



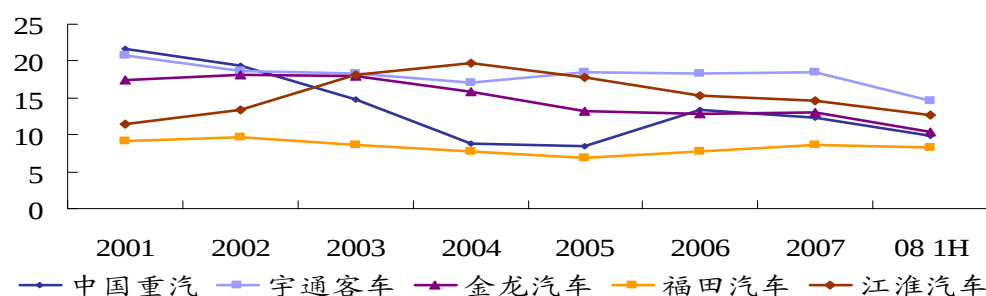
资料来源：公司年报，长城证券研究所



### 三、财务状况——毛利率将略有上升

公司独特的“交叉型”股权结构，虽然保证了公司能够得到零配件企业稳定的配件供应，但从另一方面而言，公司由于缺失核心零配件，产品附加值较低，仅能得到组装层次的利润；此外公司依靠低价策略获得了较高的市场占有率，但又造成了毛利率的进一步下降，故与其它商用车制造企业相比，公司产品毛利率明显偏低。

图 21：商用车企业毛利率（%）



资料来源：WIND，长城证券研究所

随着公司 09 年高毛利率的新能源客车业务的快速发展以及不再将中重卡业务纳入合并报表，未来公司整体毛利率有望略有上升。

图 22、汽车及相关细分行业毛利率

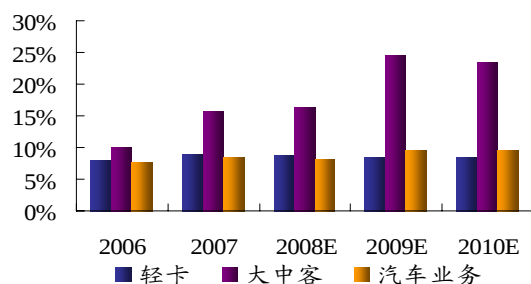
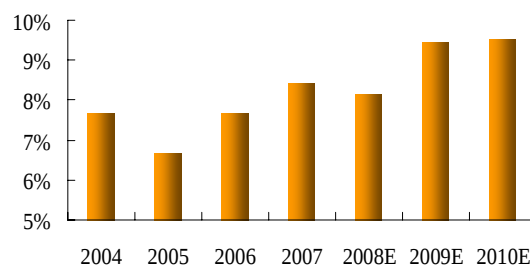


图 23、公司整体毛利率



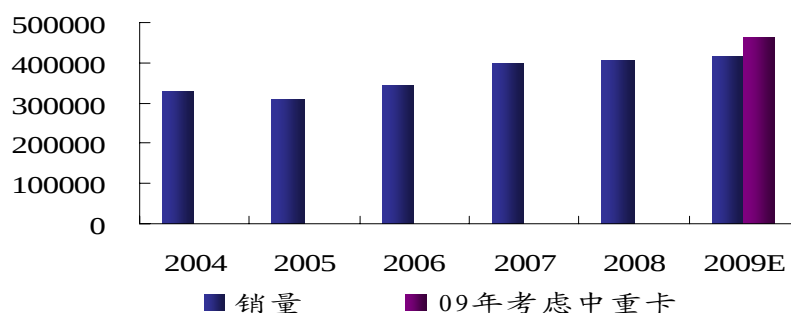
资料来源：长城证券研究所

### 四、收入盈利预测与投资建议

07 年公司实现营业收入 278.6 亿元，08 年受全球金融危机、国内需求下滑以及汽车行业整体步入下行通道的影响，预计 08 年公司全年收入将有小幅增长，实现收入约 296 亿元。虽然 09 年受“汽车下乡”政策、新能源汽车补贴政策的正面影响，公司轻卡和大中客销量将有较大比例的增长，但由于 09 年公司的中重卡业务将不再纳入合并报表（未来公司或将通过成立销售公司的形式将中重卡业务的销量和收入纳入报表，此处暂不考虑），公司 09 年销量和收入增速将略低于以往。



图 24: 公司 09 年销量预测 (辆)



资料来源: WIND, 长城证券研究所

以往公司轻卡、中重卡、大中客、轻客四项业务中轻卡和中重卡对公司收入和毛利的贡献较大,在 09 年排除中重卡后,我们发现轻卡业务对公司收入和毛利的贡献更为加大,而由于新能源客车的影响,公司大中客业务从 09 年开始也逐步成为公司收入和毛利的主要来源。

图 25、公司各项业务收入 (亿元)

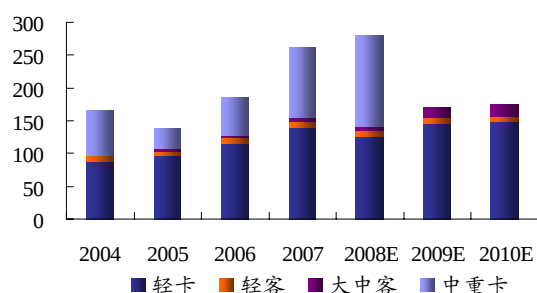


图 26、公司各项业务收入比例

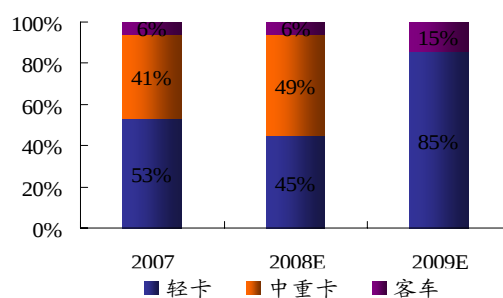


图 27、公司各项业务毛利 (百万)

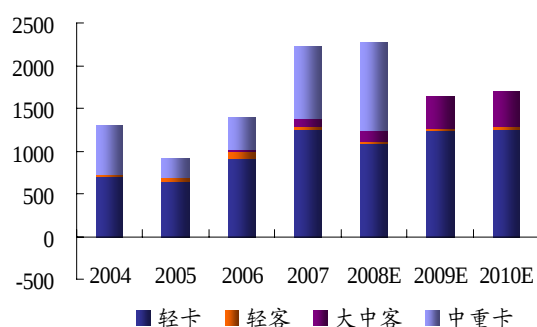
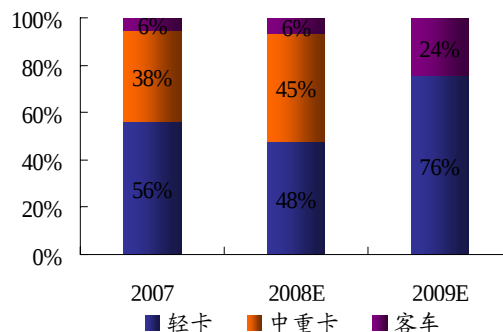


图 28、公司各项业务毛利比例



资料来源: 长城证券研究所

经过我们综合测算,我们预计公司 08-2010 年 EPS 分别为 0.3 元、0.55 元和 0.87 元,但需要着重指出的是,由于 09-2010 年公司将享受巨额的资产评估增值所带来的非经常性损益,故 09-2010 年公司的业绩有较大幅度的增长。若我们不考虑由于建立合资公司所带来的短期资产评估增值引发的非经常性收益以及巨额开办费所引发的投资性亏损,考虑中重卡业务后,则公司 08-2010 年的 EPS 理论



值应为 0.3 元、0.44 元和 0.47 元。对于公司的估值，我们认为公司未来看点较多，随着“汽车下乡”政策的逐步实施，公司轻卡销量有望远超出我们的预期，而若国家对新能源客车的推广力度进一步的加大，则公司收入和利润又将得到进一步提高，故综合各种因素考虑，我们给予公司 09 年 20 倍 PE，合理股价约为 11 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

图 29、公司 08-2010 年 EPS (元)

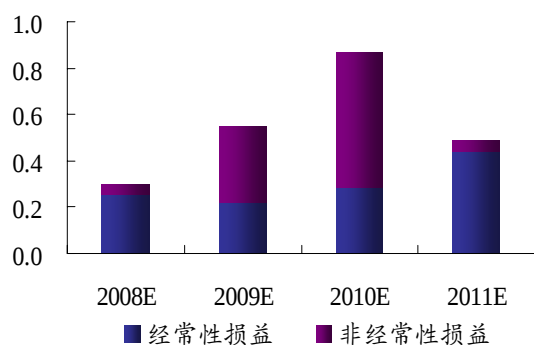
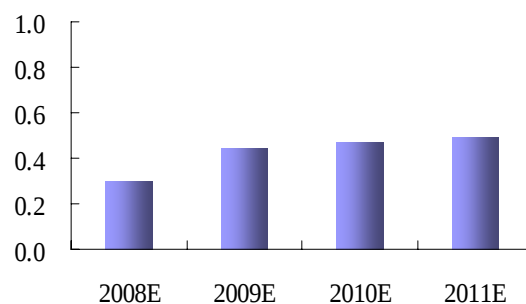


图 30、排除合资公司后，理论 EPS (元)



资料来源：长城证券研究所

#### 风险提示：

- 1、“汽车下乡”政策实施后，公司轻卡销量低于预期；
- 2、2010 年以后新能源客车订单低于预期；
- 3、福田康明斯发动机公司以及福田戴姆勒合资公司 09-2010 年计提巨额亏损

## 附录

### 附录 I 未来三年公司财务预测

| 利润表 (万元)   | 2007A     | 2008E     | 2009E     | 2010E     | 主要财务指标     | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E   |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入       | 2,786,524 | 2,960,230 | 1,885,652 | 1,945,215 | 成长性        |        |        |        |         |
| 营业成本       | 2,544,566 | 2,719,015 | 1,706,667 | 1,759,524 | 营业收入增长     | 40.5%  | 6.2%   | -36.3% | 3.2%    |
| 销售费用       | 106,481   | 113,119   | 72,056    | 74,332    | 营业成本增长     | 39.0%  | 6.9%   | -37.2% | 3.1%    |
| 管理费用       | 78,116    | 82,985    | 52,861    | 54,531    | 利润总额增长     | 538.2% | -20.7% | 83.7%  | 58.1%   |
| 财务费用       | 5,407     | 5,662     | 6,806     | 6,897     | 净利润增长      | 642.9% | -29.6% | 83.7%  | 58.1%   |
| 投资净收益      | 2,947     | 100       | -25,000   | -25,000   | 盈利能力       |        |        |        |         |
| 营业利润       | 44,697    | 29,490    | 13,834    | 16,374    | 毛利率        | 8.7%   | 8.1%   | 9.5%   | 9.5%    |
| 营业外收支      | 1,312     | 7,000     | 53,200    | 89,600    | 销售净利率      | 1.4%   | 0.9%   | 2.7%   | 4.1%    |
| 利润总额       | 46,008    | 36,490    | 67,034    | 105,974   | ROE        | 20.2%  | 8.5%   | 13.5%  | 17.6%   |
| 所得税        | 7,210     | 9,123     | 16,758    | 26,493    | ROIC       | 18.2%  | 10.7%  | 11.6%  | 11.5%   |
| 少数股东损益     | -37       | 27        | 50        | 79        | 营运效率       |        |        |        |         |
| 净利润        | 38,835    | 27,340    | 50,225    | 79,401    | 销售费用/收入    | 3.8%   | 3.8%   | 3.8%   | 3.8%    |
| 资产负债表 (万元) |           |           |           |           | 管理费用/收入    | 6.5%   | 2.8%   | 2.8%   | 2.8%    |
| 货币资金       | 41,056    | 85,233    | 58,325    | 96,050    | 投资收益/利润    | 6.6%   | 0.3%   | -181%  | -152.7% |
| 应收帐款       | 35,175    | 74,006    | 37,713    | 38,904    | 所得税/利润总额   | 15.7%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%   |
| 应收票据       | 11,430    | 59,205    | 37,713    | 38,904    | 应收帐款周转率    | 78.84  | 54.23  | 33.76  | 50.78   |
| 存货         | 252,028   | 326,282   | 204,800   | 211,143   | 存货周转率      | 11.01  | 9.40   | 6.43   | 8.46    |
| 流动资产合计     | 390,678   | 611,988   | 377,477   | 425,138   | 流动资产周转率    | 7.65   | 5.90   | 3.81   | 4.85    |
| 固定资产       | 310,045   | 351,412   | 363,008   | 371,306   | 总资产周转率     | 3.93   | 3.18   | 1.86   | 1.99    |
| 资产总计       | 773,122   | 1,088,668 | 942,249   | 1,009,559 | 偿债能力       |        |        |        |         |
| 短期借款       | 66,738    | 116,738   | 111,738   | 121,738   | 资产负债率      | 75.2%  | 70.5%  | 60.6%  | 55.3%   |
| 应付款项       | 221,174   | 339,877   | 247,467   | 219,941   | 流动比率       | 0.72   | 0.84   | 0.71   | 0.82    |
| 流动负债合计     | 542,473   | 726,982   | 530,288   | 518,118   | 速动比率       | 0.26   | 0.39   | 0.33   | 0.41    |
| 长期借款       | 24,253    | 26,253    | 26,253    | 26,253    | 每股指标 (元)   |        |        |        |         |
| 负债合计       | 581,327   | 767,236   | 570,541   | 558,371   | EPS        | 0.424  | 0.298  | 0.548  | 0.866   |
| 股本         | 91,641    | 91,641    | 91,641    | 91,641    | 每股净资产      | 2.09   | 3.51   | 4.06   | 4.92    |
| 留存收益       | 110,354   | 229,465   | 279,690   | 359,090   | 每股经营现金流    | 0.61   | 0.19   | 1.15   | 1.04    |
| 少数股东权益     | 300       | 327       | 377       | 457       | 每股经营现金/EPS | 1.4    | 0.6    | 2.1    | 1.2     |
| 权益合计       | 191,795   | 321,433   | 371,708   | 451,188   | 估值         | 2007A  | 2008E  | 2009E  | 2010E   |
| 负债和股东权益总计  | 773,122   | 1,088,668 | 942,249   | 1,009,559 | PE         | 22.6   | 32.1   | 17.5   | 11.1    |
| 现金流量表 (万元) |           |           |           |           | PEG        | 1.65   | 0.38   | 0.30   | —       |
| 经营活动现金流    | 55,821    | 17,557    | 105,592   | 95,725    | PB         | 4.6    | 2.7    | 2.4    | 1.9     |
| 其中营运资本减少   | 85,697    | -42,623   | 15,908    | -32,106   | EV/EBITDA  | 12.71  | 14.02  | 11.39  | 10.19   |
| 投资活动现金流    | -49,615   | -127,650  | -127,500  | -68,000   | EV/SALES   | 0.35   | 0.35   | 0.55   | 0.54    |
| 其中资本支出     | -56,468   | -70,000   | -45,000   | -50,000   | EV/IC      | 4.19   | 3.11   | 3.12   | 2.80    |
| 融资活动现金流    | 5,340     | 154,270   | -5,000    | 10,000    | ROIC/WACC  | 1.85   | 1.09   | 1.17   | 1.17    |
| 净现金总变化     | 11,658    | 44,177    | -26,908   | 37,725    | REP        | 2.26   | 2.86   | 2.66   | 2.40    |

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润



## 附录 II 十米以上城市公交客车示范推广补助标准（单位：万元/辆）

| 节能与新能源汽车类型 | 节油率     | 使用铅酸电池的混合动力系统 | 使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器的混合动力系统 |                 |
|------------|---------|---------------|---------------------------|-----------------|
|            |         |               | 最大电功率比<br>20%-50%         | 最大电功率比<br>50%以上 |
| 混合动力汽车     | 10%-20% | 5             | 20                        | ——              |
|            | 20%-30% | 7             | 25                        | 30              |
|            | 30%-40% | 8             | 30                        | 36              |
|            | 40%以上   | ——            | 35                        | 42              |
| 纯电动汽车      | 100%    | ——            | ——                        | 50              |
| 燃料电池汽车     | 100%    | ——            | ——                        | 60              |

注：最大电功率比 50%以上混合动力汽车补助标准均含 plug-in。

## 研究员介绍:

**吕磊:** 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

## 研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利

| 公司评级 | 评级   | 说明                             |
|------|------|--------------------------------|
|      | 推荐   | 预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;           |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;      |
|      | 中性   | 预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;     |
| 行业评级 | 回避   | 预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;           |
|      | 推荐   | 预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;         |
|      | 谨慎推荐 | 预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;     |
|      | 中性   | 预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间; |
| 行业评级 | 回避   | 预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;          |
|      |      |                                |

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制、如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。