



汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

新能源客车业务和合资公司有望发力

基本数据 (08Q4)

报告日股价 (元)	9.68
12mth A 股价格区间 (元)	3.05/11.00
总股本 (百万股)	916.41
无限售 A 股/总股本	59.78%
流通市值 (百万元)	5302.67
每股净资产 (元)	3.28
PBR (X)	2.95
DPS (Y08, 元)	10 派 0.2

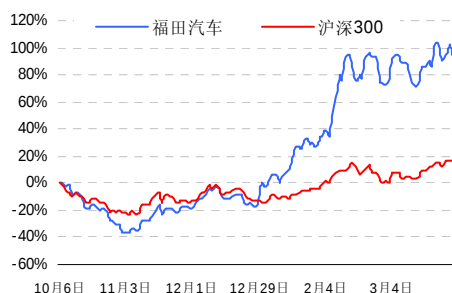
主要股东 (08Q4)

北汽汽车工业控股有限公司	37.74%
常柴股份有限公司	4.43%

收入结构 (08Q4)

汽车业	94.42%
-----	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-CT03

相关报告:

公司调研-钢价下降保证短期业绩, 合资公司
提升长期潜力-跑赢大市-20081111

■ 报告目的

福田汽车公布 08 年度报告, 公司 08 年实现营业收入 300.7 亿元, 同比增长 7.9%; 实现营业利润 1.6 亿元, 同比下降 65.1%; 实现归属于母公司净利润 3.5 亿元, 同比下降 11.0%; 每股收益为 0.40 元, 略微低于我们之前预期; 公司分配方案为每 10 股派送 0.2 元。

■ 主要观点

09 年收入增速低位徘徊

公司 08 年收入增速下降较快主要因为销量增速大幅下滑和高价产品重卡销售比例下降。公司 09 年轻卡业务受汽车下乡政策促进预计将增长较多, 但重卡仍将负增长, 因此 09 年销售收入增速仍将处于低谷。

09 年公司毛利率有望适度改善

08 年公司毛利率下滑, 主要原因是原材料价格较高引起, 同时四季度收入下降较多导致产能利用率较低。09 年公司季度收入增速将较为稳定, 同时原材料价格处于低位, 公司毛利率有望适度提高。

新能源客车业务和合资公司有望发力

公司在新能源客车方面处于国内领先地位, 其 800 辆混合动力客车订单有望给公司 09 年贡献业绩 4000 万元。公司与康明斯合资的发动机公司今年将正式投产, 与奔驰公司合作的重卡项目也即将开始, 这都将提升公司长期潜力。

■ 投资建议

未来 6 个月内, 维持评级为“跑赢大市”:

目标价为 11.4-12.9 元。公司发展潜力仍较大, 但从我们首次推荐以来五个月内股价涨幅已经超出沪深 300 指数 130%, 不再作为年度重点推荐公司。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	27,865.24	30,069.83	31,635.24	35,693.53
增长率	40.53%	7.91%	5.21%	12.83%
归属于母公司所有者的净利润	388.35	345.89	403.67	590.01
增长率	642.88%	-10.93%	16.70%	46.16%
每股收益 (元)	0.42	0.40	0.44	0.64

每股收益按最新股本 916.41 百万股摊薄计

1、政府扶持资金减缓 08 年利润下滑

公司 08 年净利润为 3.5 亿元，同比下降 11.0%，而营业利润同比下降 65.1%。主要是因为公司 08 年营业外收入同比增加 1.5 亿元，其中 863 专项和新能源汽车基地等政府一次性补助同比增加 1.45 亿元。政府补助资金增加减缓了公司 08 年净利润下降幅度，公司 09 年将继续建设北京新能源汽车基地，预计政府仍将对其进行一定补助，但额度将大幅减少。

2、经营性现金流大幅下滑

08 年公司经营活动现金流为-4.2 亿元，折合每股-0.46 元，同比下降 175%。公司公告主要原因为公司销售收到的经销商回款银行承兑较多，而银行承兑不在现金流量里体现。公司 08 年销售商品和提供劳务收到的现金为 138.2 亿，较 07 年 168.2 亿下降 17.9%。

银行承兑的增加将不会给公司账款回收带来额外风险，但部分显示了公司经销商在宏观经济下滑时期现金流紧张的状况。实际上，公司应收账款周期从 07 年的 4.6 天上升至 5.7 天，上升超过 20%，也反映了公司下游经销商经营状况的下滑。

09 年公司轻卡和轻客销售情况受政策推动明显转好，经销商经营状态期待好转，公司应收账款周期将有所改善，公司经营性现金流将逐步转好。

3、09 年收入增速低位徘徊

公司 08 年整车销量为 41.0 万辆，同比增长 1.9%，增速低于行业平均增速 6.7%，也大幅低于公司 07 年整车销量同比增速 16.9%。其中，轻型卡车销量为 32.9 万辆，较去年同期增长 3.1%，中重型卡车销量为 6.0 万辆，较去年同期下降 5.5%，轻型客车销量为 1.4 万辆，较去年同期增长 7.7%，大中型客车销量为 2548 辆，较去年同期增长 34.7%，此外共销售蒙派克、传奇等乘用车约 4 千辆。

08 年公司收入增速仅为 7.9%，较公司 07 年收入增速 40.5%的水平下降较多，尤其是 08 年四季度受宏观经济影响收入更是同比下滑 33.8%。公司收入增速下滑较多的最重要原因是上述整车销量增速的大幅下滑。此外，价格较高的中重卡 08 年销售比例下降是另一

个重要原因，08 年中重卡占公司销量比例为 14.6%，较 07 年比例 15.7%下降超过一个百分点。

公司轻卡性价比高，在农村市场受到较大欢迎，09 年将受到汽车下乡政策推动较多，预计销量增速在 15-20%之间。但公司重卡主要采用高压共轨发动机，相对 EGR 发动机性价比较低，09 年销量增速可能低于重卡市场平均增速，预计为-15%左右。而其他业务收入占比仍较小，因此**预计公司 09 年收入增速约为 5%左右，保持相对低位**。实际上，今年 1-2 月份公司轻卡和轻客销量同比增速均超过 36%，虽然重卡销售仍然低迷，公司 1-2 月销量增速仍接近 30%，我们由此判断公司 09 年收入存在一定超预期空间。

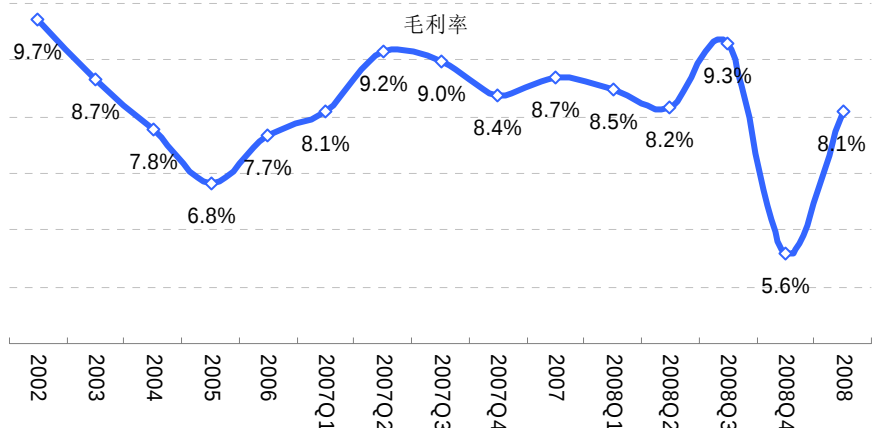
4、09 年公司毛利率有望适度改善

公司 08 年毛利率为 8.1%，较 07 年下降 0.6 个百分点，尤其是在 08 年四季度毛利率大幅下滑，仅为 5.6%，较前三季度累计毛利率下滑约 3 个百分点。

公司毛利率下滑的原因之一是 08 年上半年钢材、橡胶和汽车用工程塑料等原材料价格升高较快，虽然在 6-7 月份达到阶段高点之后下滑，但因为原材料价格传导的时滞效应，同时公司提前储存了部分低价原材料，公司在第三季度之前的毛利率都未有较大变化，而在四季度毛利率受影响而大幅下降。

公司毛利率下滑的原因之一是因为公司去年四季度受宏观经济影响，销量极度低迷，销售收入下降 33.8%，同比增速较前三季度收入同比增速 22.2%下降超过 50 个百分点，产能利用率大幅下降。

图 1 公司 08 年四季度毛利率大幅下滑



数据来源：公司公告 上海证券研究所

09 年以来公司销售收入受到政策大力推动，季度销量增速将较为稳定，同时钢材等原材料价格有望保持低位，我们判断公司毛利率将从一季度开始回升，09 年毛利率预计在 8.5%左右。

5、新能源客车和合资公司有望发力

去年年底，北京市政府确定以公司的新能源制造基地为依托，成立“北京市新能源汽车产业联盟”，产学研的结合将大幅提高公司新能源汽车技术实力，保持公司在全国新能源客车方面的领先地位。公司同时与北京市公交公司签订 800 辆混合动力客车订单，按照每辆利润 5 万元估算，则将在 09 年给公司贡献营业利润 4000 万元。我们仍然维持之前观点，**公司在国内新能源客车方面具有先发优势和技术领先地位，其在新能源客车领域的发展将相对更好。**

公司与康明斯的合资发动机公司预计将在今年年中开始试生产，第一期产能为 12 万辆。如试生产顺利，我们判断合资公司将在 8 月份投入正式生产，今年产销规模达到 4 万辆，基本实现盈亏平衡，10 年开始实现盈利。保守按照康明斯全球 6%左右的销售净利率估算，每年 12 万台发动机的销量将实现净利润 1.1 亿元，每年给福田汽车贡献投资收益 0.55 亿元。且随着合资公司产销规模的扩大，将会进一步改造生产线，提升产能达到每年 40 万台发动机，届时康明斯合资公司将贡献更多投资收益。

此外，公司今年将与戴姆勒合资组建重卡公司，现有欧曼重卡资产和相关厂房设施作为对合资公司的出资，占合资公司 50%的股份。如进展顺利，重卡业务收入将在 09 年底开始不再计入公司收入。重卡合资公司的组建将长期提升公司重卡业务实力，是公司未来发展的另外一个看点。

6、盈利预测与投资评级

我们对公司 09 年和 10 年业绩进行了估算，因为与奔驰合作组建公司的不确定性，我们暂时不考虑 09 年和 10 年组建重卡合资公司的影响。实际上，组建重卡合资公司虽然将减少 50%的重卡业务收益，但中期内将给公司带来资产评估增值收益，09 年和 10 年增加税前收益分别超过 5 亿元和 8 亿元，从而进一步增厚公司业绩。

预计公司 09 和 10 年每股收益分别为 0.44 和 0.64 元，按照 3 月 30 日收盘价 9.68 元计算，08、09 和 10 年市盈率分别为 24.2 倍、

22.1 倍和 15.0 倍，估值水平在汽车行业相对较高。但如果考虑重卡合资公司 09 年成立带来的业绩增加，09 年和 10 年每股收益或高达 0.66 元和 1.05 元，09 年和 10 年市盈率则分别为 14.7 和 9.2 倍。

公司轻卡业务受汽车下乡政策推动较多，钢材等原材料价格下降导致公司未来毛利率提高的确定性较高，新能源客车技术在国内处于领先地位，与康明斯和奔驰的合资公司将提升长期潜力。我们在去年 11 月首次给予公司“跑赢大市”评级，并将其作为 09 年年度推荐公司，其股价在 5 个月内跑赢沪深 300 指数超过 130%，鉴于其基本面仍然较好，继续维持“跑赢大市”评级，但不再作为 09 年年度推荐公司。

给予六个月目标价 11.4-12.9 元，此目标价按照相对估值给出，相当于 09 年市盈率 26 倍，10 年市盈率 20 倍，09 年目标市盈率较沪深 300 目标市盈率溢价 30%。

附表 1 福田汽车盈利简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	19,829.11	27,865.24	30,069.83	31635.24	35693.53
营业总成本	19,756.87	27,447.75	29,901.86	31208.16	35068.89
营业成本	18,307.37	25,445.66	27,632.04	28946.24	32623.88
营业税金及附加	27.80	43.74	86.89	63.27	71.39
销售费用	733.13	1,064.81	990.52	1043.96	1142.19
管理费用	658.70	781.16	973.81	1012.33	1106.50
财务费用	4.13	54.07	130.91	94.91	71.39
资产减值损失	25.74	58.31	87.70	47.45	53.54
投资净收益	7.37	29.47	-12.17	15.82	53.54
营业外收入	13.35	56.66	198.03	63.27	35.69
营业外支出	20.86	43.54	42.05	47.45	35.69
利润总额	72.09	460.08	311.78	458.71	678.18
所得税	19.27	72.10	-33.76	55.05	88.16
净利润	52.83	387.98	345.54	403.67	590.01
归属于母公司所有者的净利润	52.28	388.35	345.89	403.67	590.01
每股收益（元）	0.06	0.42	0.40	0.44	0.64

数据来源：公司公告 上海证券研究所；每股收益按最新股本 916.41 百万股摊薄计

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。