

机械、汽车

报告原因：半年报点评

2009 年 8 月 28 日

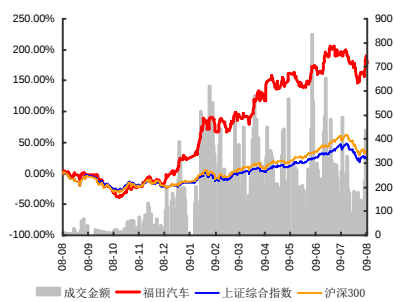
市场数据：2009 年 8 月 27 日

收盘价（元）	14.7
一年内最高/最低（元）	15.8/3.2
市净率	3.77
市盈率	18
流通 A 股市值（百万元）	9515

基础数据：2009 年 8 月 27 日

每股净资产（元）	3.78
资产负债率%	75.6
总股本/流通 A 股（百万）	916/603
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfzb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

福田汽车 (600166)

毛利恢复带动净利大幅增长，业绩超预期

买入

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	27865	40.5%	8.7%	388	634.4%	0.42	35
2008A	30070	7.9%	8.1%	346	-10.9%	0.38	39
2009E	35402	17.7%	10.5%	819	137.1%	0.90	16
2010E	39121	10.5%	10.3%	895	9.2%	0.98	15

投资要点：

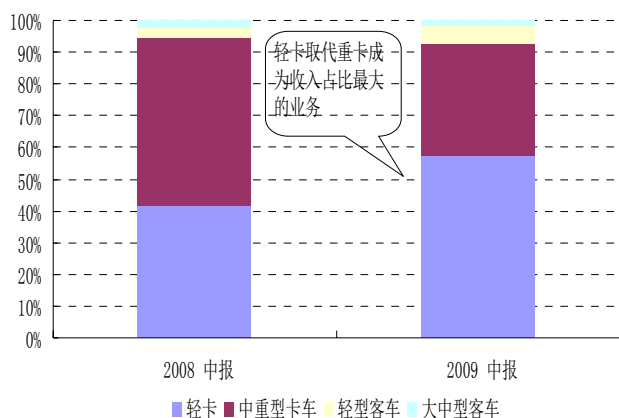
- ◆ 中报业绩交出满意答卷，盈利能力恢复带动净利润同比增长三成。09 年上半年，公司营业收入达到 196 亿元，同比增长 6%，综合毛利达到 10.5%，较同期增长 2.2 个百分点，盈利能恢复带动下公司净利润达到 4.5 亿元，同比大幅增长 32%。收入和利润结构方面，重卡收入、利润均大幅下滑，轻卡成为收入、利润占比最大的子业务。报告期内，公司轻卡业务收入 108 亿，同比增长 47%；中重卡业务收入 66 亿，同比下滑 28%；轻客业务收入达到 10 亿元，同比增长 88%，成为新的亮点；大中客车收入 3.7 亿元，同比下降 4.4%，收入降幅小于行业水平。
- ◆ 上半年销售同比增长 15%，轻卡增长明显、重卡下滑但略优于行业，轻客和新能源客车成为亮点。公司上半年销售轻卡 24 万辆，同比增长 19%（图表 3），好于行业 14% 的增长水平。轻卡中的微卡销量从 4 月份开始月均超过万辆，增长良好，公司进入此领域的战略比较成功。重卡上半年销售 3.9 万辆（图表 4），受行业整体下滑影响同比下滑 17%，但是稍好于行业整体的 20% 的下滑。轻客表现良好，同比增长 30% 远超行业（图表 5），市场占有率上升至 20%，排名第二。大中客车销售 1155 辆同比下降 10%（图表 6），但是公司的新能源混合动力大客车已经于 5 月较早投放市场，在北京和济南获得较大的订单，后续订单或将持续带来惊喜。
- ◆ 子业务毛利提升幅度较大，三项费用率略有上升。报告期内，公司最为重要的改变是除了大客业务外，其他三项子业务的毛利均有很大提升。轻卡业务毛利达到 11%，同比提升 2 个百分点，重卡毛利 9%，同比提升 1.5%。公司轻卡的产销规模为业内首位，利润对毛利提升的敏感度很高，这成为上半年公司净利大幅增长的主要原因。报告期内，公司的期间费用率达到 6.8%，同比上升 1 个百分点，销售费用率、管理费用率均

请务必阅读正文之后的特别声明部分

有一定程度上升。管理费用提升的一个原因是公司报告期内计入损益的研发支出达到 2.14 亿元，同比增加 73%。

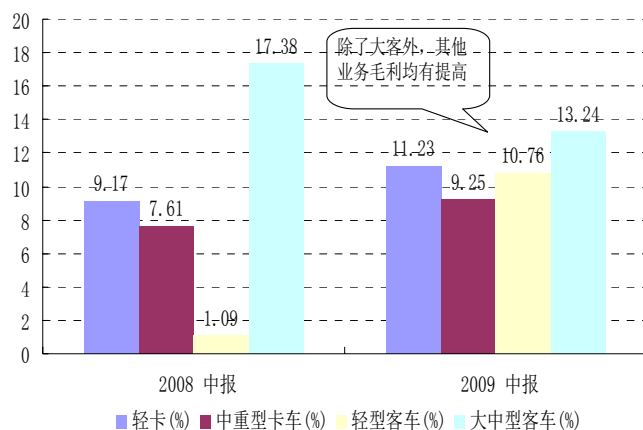
- ◆ **轻卡下半年有望继续受益于“汽车下乡”，重卡行业整体性的回暖也十分明显。**随着换购补贴改为购置补贴等，“汽车下乡”政策有望在下半年更大程度的刺激的轻卡市场。而作为轻卡市场占有率最大的企业，公司在低端轻卡市场上有着绝对的领先优势，有望更大受益政策刺激。同时公司新的欧马可轻卡可以搭配高端的福田康明斯发动机，在高端的轻卡市场上也将有所作为。重卡行业下半年回暖可能性较大，而公司的半挂牵引车已经 6、7 月有了较大的恢复，当月分别同比增长 89%、132%。我们认为公司重卡有望在半挂车恢复的带动下大幅增长。
- ◆ **福田康明斯继续亏损，但减亏明显；与奔驰合资的重卡公司 10 年开始投放产品。**福田康明斯发动机公司 09 年年底即将推出发动机产品，设计产能 12 万台。福田康明斯的发动机产品将使得公司轻卡业务的盈利能力进一步提高，同时将贡献正的投资收益。公司与奔驰合资的重卡公司将于 09 年下半年成立，预计 10 年可能推出铲平。同时，公司与奔驰合资所产生的资产重估增值或将于年底时计入收益。
- ◆ **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 09 年、10 年收入增长 18%、11%，达到 354、391 亿元，同期 EPS 分别为：0.9 元、1.0 元，对应动态 PE：16、15 倍。公司业绩估值安全性较高，我们给予公司“买入”评级。
- ◆ **风险因素。**1) 轻卡受同行价格战竞争增量不增利。2) 原材料上涨带来的盈利下降风险。

图表 1：福田汽车收入占比



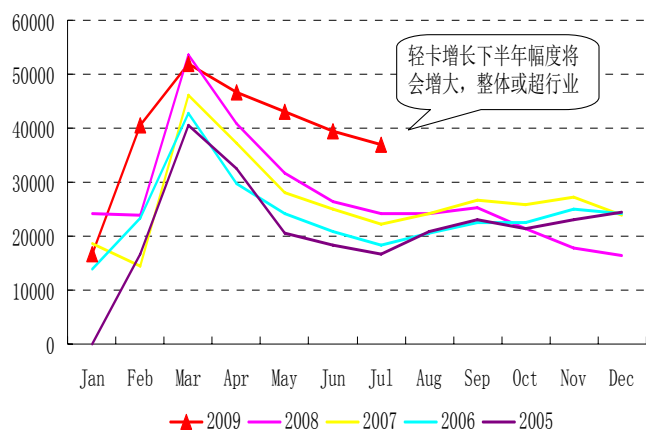
资料来源：山西证券研究所

图表 2：福田汽车各个子业务毛利情况



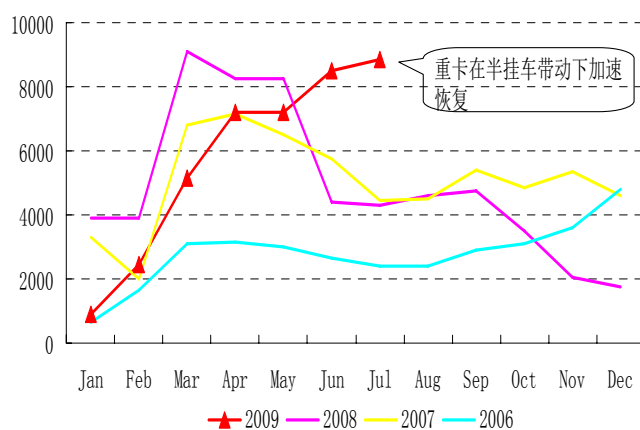
资料来源：山西证券研究所

图表 3：福田汽车轻卡销量



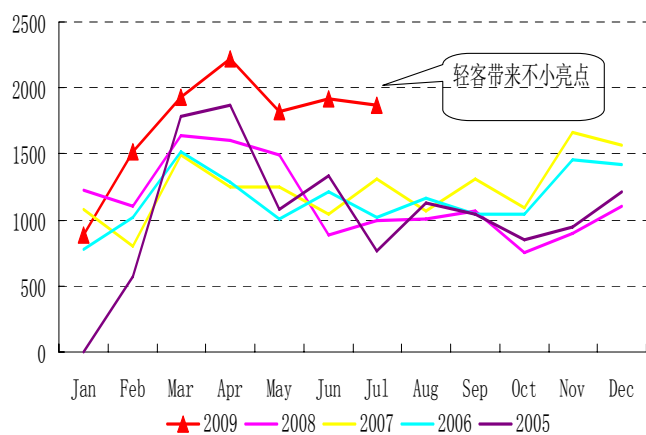
资料来源：山西证券研究所

图表 4：福田汽车重卡销量



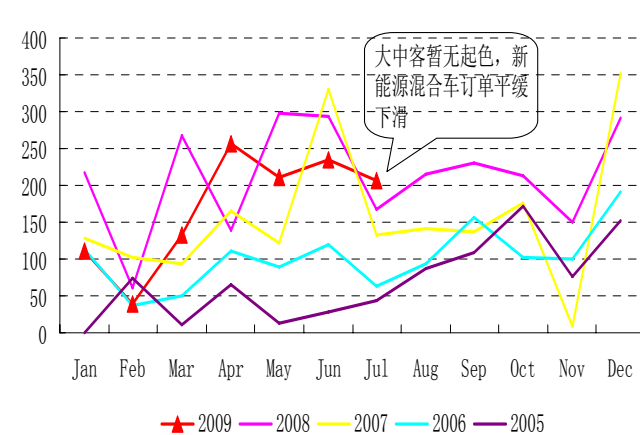
资料来源：山西证券研究所

图表 5：福田汽车轻客销量



资料来源：山西证券研究所

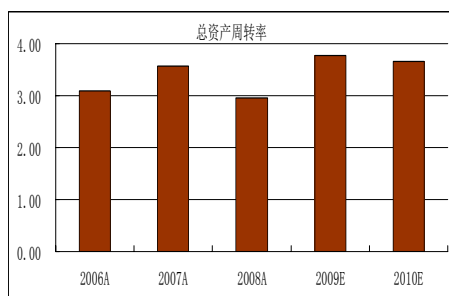
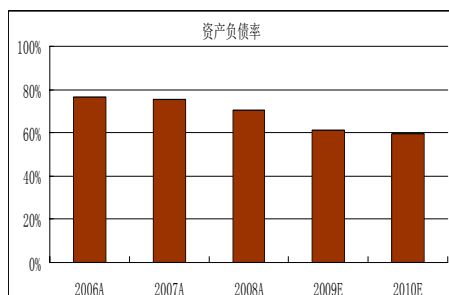
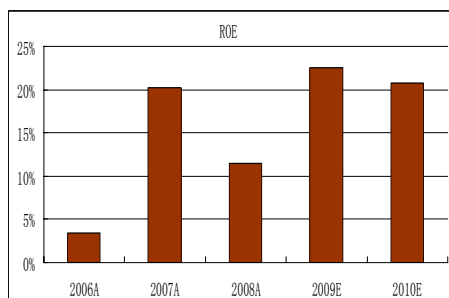
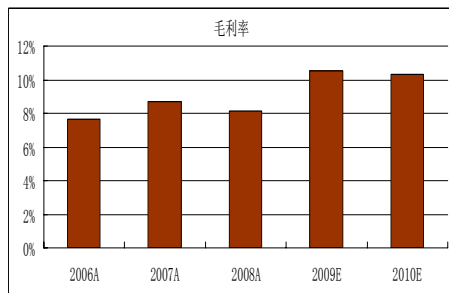
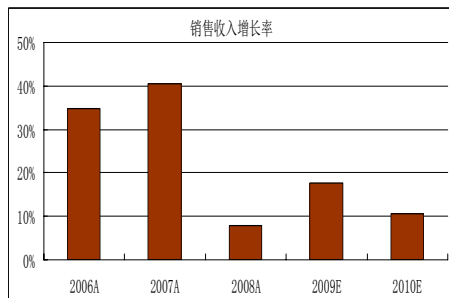
图表 6：福田汽车大中客销量



资料来源：山西证券研究所



财务报表预测



利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	19829.11	27865.24	30069.83	35401.59	39120.65
减: 营业成本	18307.37	25445.66	27632.04	31676.85	35094.86
营业税金及附加	27.80	43.74	86.89	102.30	113.05
营业费用	733.13	1064.81	990.52	1236.95	1366.90
管理费用	658.70	781.16	973.81	1097.45	1212.74
财务费用	4.13	54.07	130.91	27.81	-28.05
资产减值损失	25.74	58.31	87.70	87.70	87.70
加: 投资收益	7.37	29.47	-12.17	-60.00	-60.00
营业利润	79.60	446.97	155.79	1112.53	1213.45
加: 其他非经营损益	-7.51	13.12	155.99	0.00	0.00
利润总额	72.09	460.08	311.78	1112.53	1213.45
减: 所得税	19.27	72.10	-33.76	293.13	318.36
净利润	52.83	387.98	345.54	819.40	895.09
减: 少数股东损益	0.55	-0.37	-0.35	-0.84	-0.91
归母公司股东净利润	52.28	388.35	345.89	820.23	896.00
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	345.16	518.03	917.71	567.06	1925.93
应收和预付款项	917.33	966.77	1524.42	1312.01	1825.62
存货	2102.19	2520.28	2755.09	3278.76	3406.16
长期股权投资	127.00	215.10	543.09	483.09	423.09
固定资产和在建工程	2558.80	3100.45	3535.03	2982.36	2429.68
无形资产和开发支出	279.48	336.82	685.55	604.39	523.24
其他非流动资产	108.27	142.54	178.51	178.13	177.75
资产总计	6438.22	7799.98	10139.40	9405.79	10711.47
短期借款	920.00	667.38	1565.97	0.00	0.00
应付和预收款项	3340.82	4096.84	4667.89	4977.23	5600.32
长期借款	528.31	242.53	101.84	0.00	0.00
其他负债	139.74	875.28	793.24	793.24	793.24
负债合计	4928.87	5882.04	7128.95	5770.47	6393.56
股本	811.41	811.41	916.41	916.41	916.41
资本公积	399.07	419.89	1307.94	1307.94	1307.94
留存收益	295.30	683.66	783.45	1409.16	2092.66
归属母公司股东权益	1505.78	1914.95	3007.80	3633.51	4317.01
少数股东权益	3.57	3.00	2.64	1.81	0.90
股东权益合计	1509.35	1917.95	3010.45	3635.32	4317.91
负债和股东权益合计	6438.22	7799.98	10139.40	9405.79	10711.47
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	181.45	612.28	-404.07	1539.50	1543.33
投资性现金净流量	-313.46	-496.15	-816.34	0.00	0.00
筹资性现金净流量	98.73	53.40	1315.44	-1890.15	-184.45
现金流量净额	-45.37	170.65	97.05	-350.65	1358.88

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。