

汽车整车

2009 年 9 月 20 日

福田汽车(600166)

当前股价: 14.96

目标价: 19.20

中重卡接力轻卡

投资要点:

- 公司是我国商用车龙头企业之一，主要产品包括轻卡、中重卡、客车等；目前轻卡和中重卡是公司的主要利润来源。
- 公司轻卡以低端为主，多年来销量一直位列行业第一。上半年公司轻卡产品呈现量利齐增局面，销量同比增长 18.7%，毛利率比去年同期提高了 2.06 个百分点。下半年汽车下乡的轻卡直补政策将发力，这将对冲往年轻卡销售的季节效应；我们预计公司下半年轻卡销量将会和上半年持平。
- 公司中重卡上半年销量表现好于行业。下半年公路运输车开始复苏；由于公司重卡中半挂牵引车占比明显高于行业，因此公司将会受益更大。我们预计下半年和明年公司中重卡收入和毛利都将会增长。
- 福田康明斯是公司与康明斯的合资公司，主要产品是 2.8 和 3.8 升轻型柴油发动机；其产品计划是 1/3 给福田轻卡欧马可和部分奥铃配套，1/3 配套国内其他厂商；1/3 出口海外。我们认为福田康明斯不仅能提高公司高端轻卡产品的竞争力，同时具有良好的国际化前景，未来将是公司新的盈利点。
- 我们预计公司 2009、2010 和 2011 年分别可实现每股收益 0.96、0.98 和 1.15 元，对应目前 14.96 元的股价，PE 分别为 15.6、15.2 和 13.0 倍，在业内处于低端。作为商用车龙头企业之一，公司具有很好的国际化前景，我们认为可以给予公司 2009 年每股收益 20 倍市盈率，得到目标价 19.2，给予“推荐”评级。

研究员: 陈亮

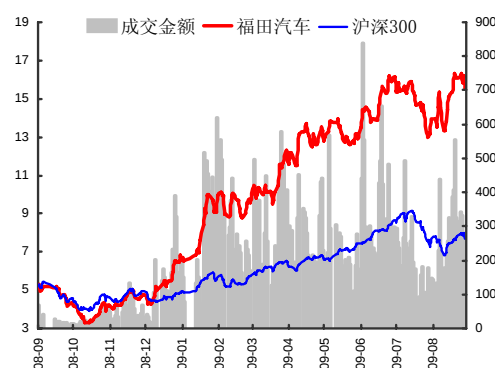
电话: 025-84457777-894

E-mail: pro7973@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	91640.85
流通A股(万)	60279.63
52周内股价区间(元)	3.23-15.8
总市值(亿)	117.76
总资产(亿)	142.22
每股净资产(元)	3.78

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	300.70	396.11	430.79	487.48
+/-%	7.91	31.73	8.76	13.16
净利润(亿)	3.46	9.79	10.01	11.77
+/-%	-10.93	182.93	2.29	17.51
EPS(元)	0.38	0.96	0.98	1.15
P/E	34.05	15.61	15.26	12.98

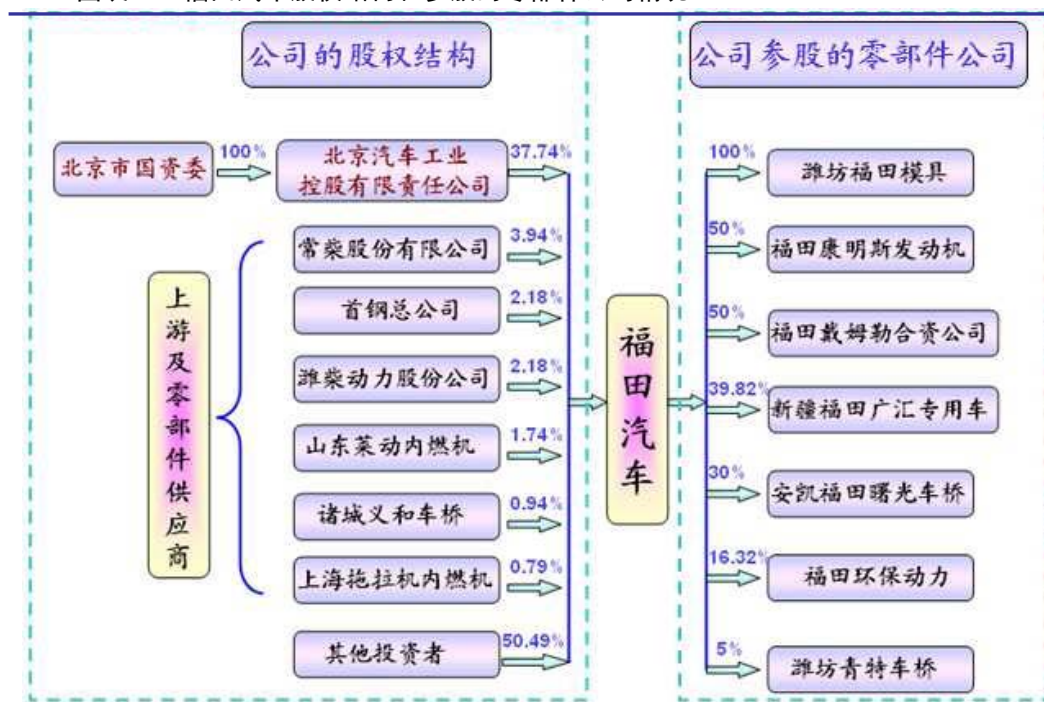
公司是我国商用车龙头企业之一

公司前身是位于山东省的诸城市机动车辆制造厂，主要生产农用机械，1996 年开始进入轻卡领域；1996 年 1 月更名为北汽摩山东分公司。1996 年 8 月，由北京汽车摩托车联合制造公司和常柴集团有限公司、武进柴油机厂等 100 家单位发起设立“北汽福田车辆股份有限公司”。1998 年 6 月，公司在上交所上市。

公司和上游零部件公司互相参股较多；目前公司股东包括潍柴动力、山东莱动内燃机、诸城义和车桥、上海拖内等，公司参股的零部件公司包括潍坊福田模具、安凯福田曙光车桥、潍坊青特车桥以及福田康明斯发动机。

公司目前主要生产基地分布在山东、长沙、北京和广东四省市；山东诸城有奥铃轻卡工厂和北方工程车厂两家工厂；长沙是南方工程车厂，主要生产时代轻卡；公司在北京有 5 个工厂，其中昌平 3 个分别是蒙派克 MPV 工厂、欧 V 客车工厂和福田康明斯发动机工厂，怀柔 2 个分别是是欧曼中重卡工厂和欧马可高端轻卡工厂；广东有萨普皮卡和传奇 SUV 两个工厂。

图表 1 福田汽车股权结构和参股的零部件公司情况



数据来源：公司公告

图表 2 福田汽车产品分类

产品种类	品牌	型号
中重卡	欧曼	9 系、6 系、奇兵
轻卡	高档轻卡	欧马可
	中高档轻卡	奥铃
	普及型轻卡及微货产品、工程车产品	时代
	皮卡	萨普
大中客	欧 V	新干线、先锋、全景无限

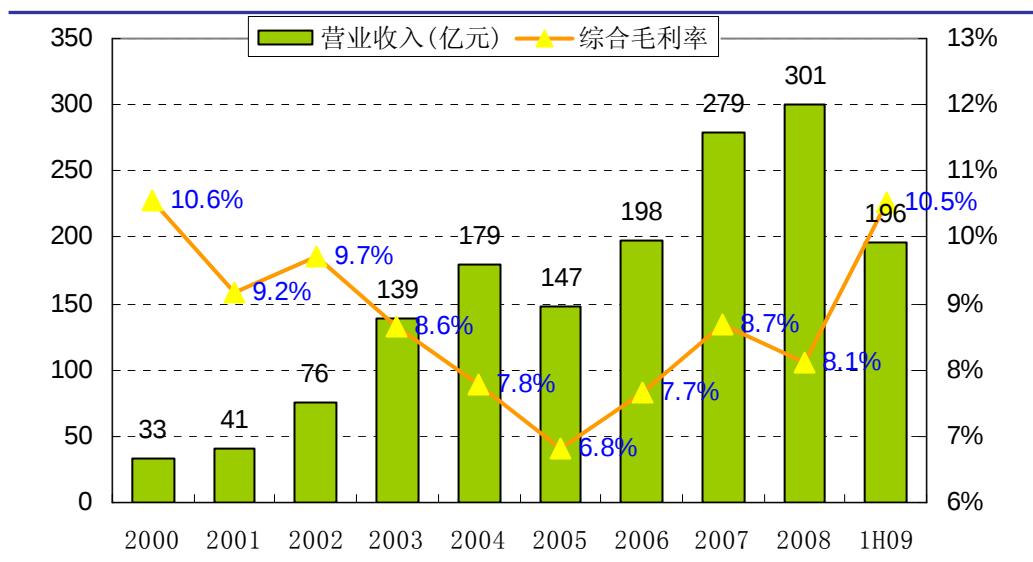
轻客（包括 MPV）	风景	风景快运、风景快客
	蒙派克	陆地公务机、商务舱、财富快车
	迷迪	1.3L、1.6L
	传奇	柴油机类系、汽油机类

资料来源：公司公告

公司目前主要利润来源是轻卡和中重卡产品

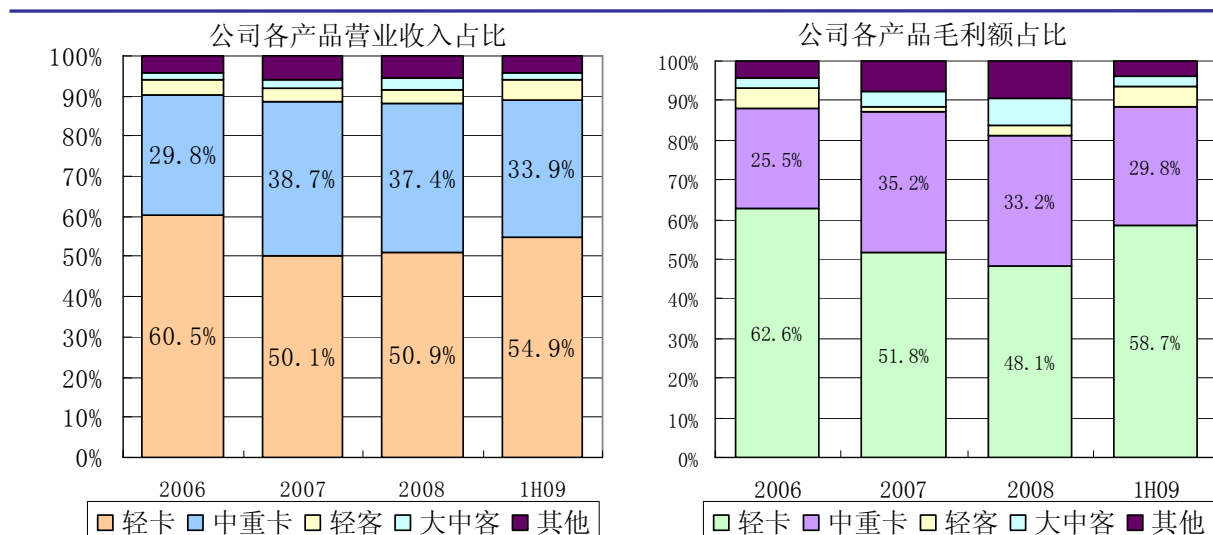
受益于我国经济和汽车产业的快速发展，公司上市后营业收入快速增长；2008 年公司营业收入是 1999 年的 9.7 倍，是 2003 年的 2.2 倍。公司商用车整车产品主要有轻卡（包括工程车）、中重卡、轻客、大中客、皮卡、SUV 等；目前公司的主要利润来源是轻卡和中重卡产品，2008 年轻卡和中重卡占公司营业收入和毛利额的比重分别为 88.3 和 81.3%，2009 年上半年轻卡和中重卡占公司营业收入和毛利额的比重分别为 88.8%和 88.5%。

图表 3 公司 2000 年来营业收入和毛利率情况



数据来源：公司公告

图表 4 公司近年来各产品营业收入和毛利额占比



数据来源：公司公告

上半年公司轻卡量利齐增

公司是我国轻卡龙头企业，多年来轻卡销量一直位列行业第一。目前公司轻卡产品已经实现了高中低档全覆盖，但销量结构来看还是以低端品牌时代轻卡为主，时代品牌占公司轻卡销量比重达 90%。

图表 5 福田汽车轻卡产品分类

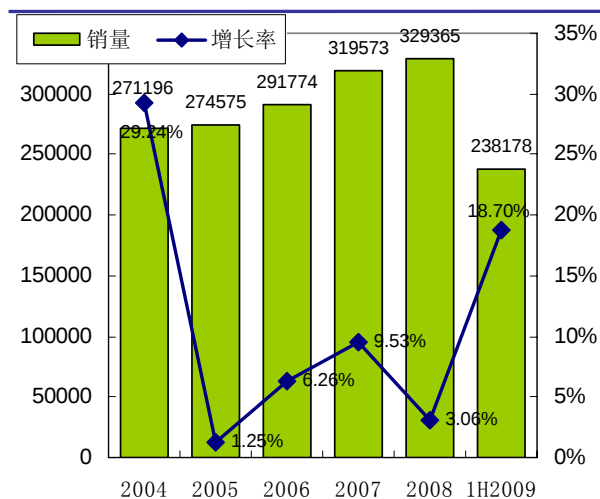
档次	品牌	销量占比	价格区间	客户群
低端	时代	90%	一般 3~4 万元，工程车 7~8 万元	二、三线城市、小城镇、农村
中端	奥铃	7~8%	5 万元左右	城市、城乡结合带
高端	欧马可	2%~3%	8~10 万元	城市

资料来源：公司公告、公司网站、华泰证券研究所

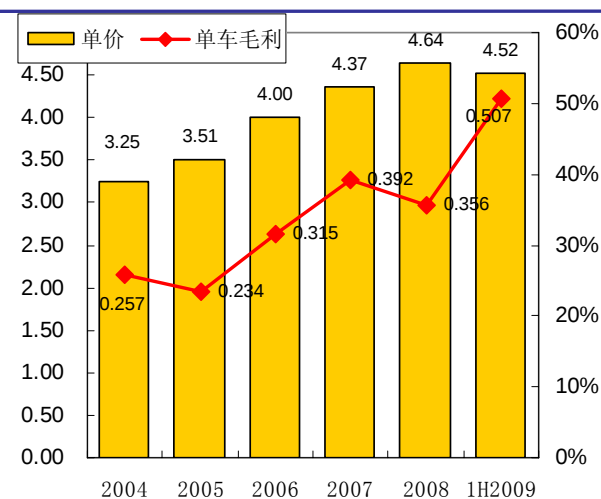
2009 年上半年，我国轻卡销售 74.48 万辆，同比增长 6%；我国微卡销售 25.77 万辆，同比增长 46%。可以看出，上半年我国微卡销量突增；这主要是因为上半年汽车下乡换购政策使得微卡对三轮汽车和低速货车的替代加速导致的。

公司 2009 年上半年轻卡销售 18.8 万辆，微卡销售 5 万辆，二者合计 23.8 万辆，同比增长 18.7%；公司在轻卡行业中销量继续排名第一，市场占有率达 25%；在微卡行业销量排名跃至第二，市场占有率 19%。同时，受益于原材料成本的回落和销量规模上升，公司上半年轻卡（含微卡）毛利率达 11.23%，比去年同期上升了 2.06 个百分点；这使得公司轻卡（含微卡）上半年单车毛利达到了 0.507 万元，为历史最高水平。

图表 6 公司近年来轻卡销量和增长率

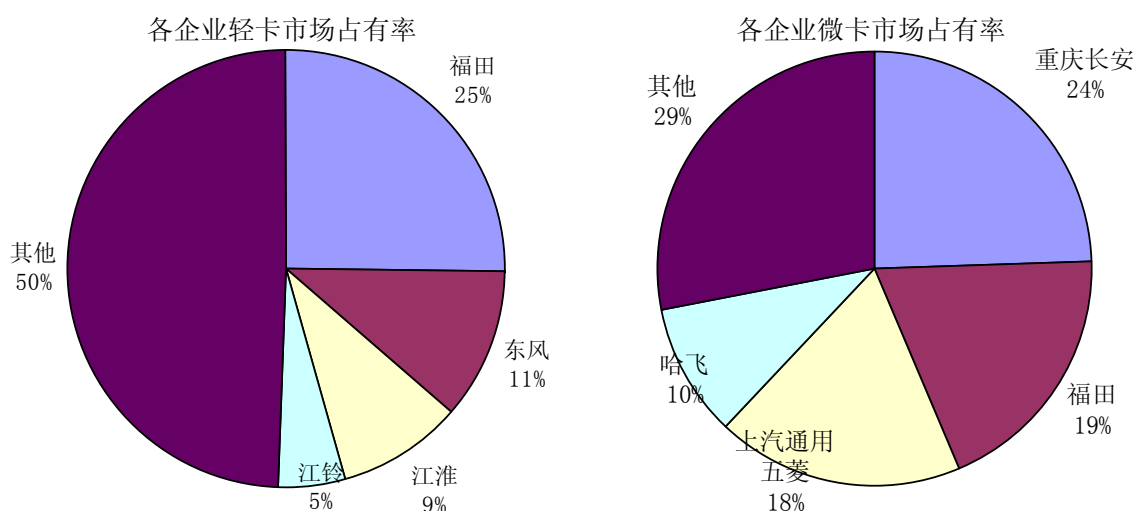


图表 7 公司近年来轻卡单价和单车毛利



数据来源：公司公告

图表 8 2009 年上半年我国轻卡和微卡行业各企业市场占有率

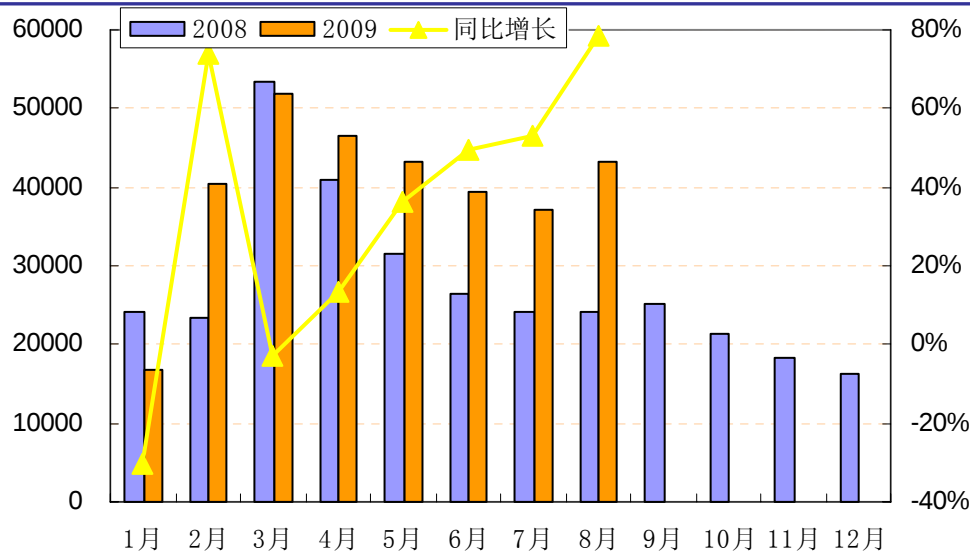


数据来源：CAAM

轻卡下乡直补政策下半年发力

公司低端的时代轻卡中实际包含了一部分工程用车，一般来说工程用车在每年春节后一两个月是旺季；因此公司往年轻卡销量一般上半年3月份是高点，后续几个月逐渐回落。2009年1—8月来看，3月份仍然是轻卡月度高点，但后续几个月销量下降幅度较小，且8月份公司轻卡销量环比上升了16.3%。

图表 9 公司 2008—2009 年 8 月轻卡月度销量情况



数据来源：公司公告

今年6月份，国家将3月份制定的汽车下乡轻卡换购方案变为直补，这一变更使得政策吸引力明显加强。从各省份反馈的信息来看，直补政策到7月份在开始在部分省份实施，8月份开始大部分省份补贴资金已经到位。目前本次下乡直补的政策截至日期是2010年3月底，我们看好这一期间轻卡行业的销量表现；福田作为低端轻卡龙头将是这一政策的最大受益者。我们预计公司下半年轻卡销量将会和上半年基本持平，预计公司2009年全年销量可达47.5万辆，同比增长44%。

公司重卡上半年表现好于行业

公司上半年中重卡销售 31938 辆，较去年同期下降 16.8%，行业排名继续保持第五，市场占有率达到 7.9%。公司上半年中重卡销量中，重型货车占 54%，半挂牵引车占 42%，中型货车占 4%。细分来看，公司重型货车和半挂牵引车销量表现均好于行业，其中重型货车在行业销量下降 12% 的情况下，公司销量仍增长 10.6%；公司中型货车上半年销量表现略逊于行业。公司中重卡优势领域主要在半挂牵引车，上半年市场占有率达 21.7%。

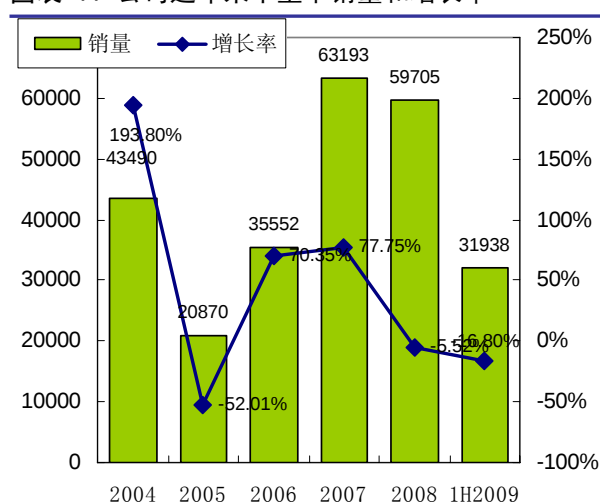
图表 10 公司上半年中重卡细分销量情况

	公司销量	同比	市场占有率	行业销量	同比
重型货车	17225	10.6%	8.1%	212103	-12.3%
半挂牵引车	13384	-37.7%	21.7%	61578	-55.5%
中型货车	1329	1.2%	1.0%	133162	5.1%

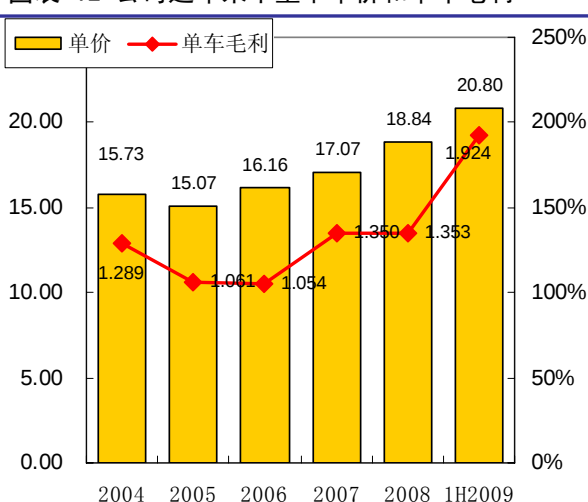
数据来源：公司公告、CAAM

由于重型货车中的自卸车价格比半挂牵引车高，受 4 万亿投资拉动公司上半年自卸车占比上升，这使得公司上半年中重卡平均售价增长至 20.80 万元。虽然上半年中重卡整体销量规模下降，但受益于原材料成本的回落，公司上半年中重卡销售毛利率提高了 1.64 个百分点，至 9.25%。平均售价的提高和毛利率增加使得公司上半年中重卡单车毛利提升至 1.924 万元，比 2008 年的 1.35 万元增加了 0.574 万元。

图表 11 公司近年来中重卡销量和增长率



图表 12 公司近年来中重卡单价和单车毛利



数据来源：公司公告

公司中重卡下半年将受益于公路运输车复苏

从行业来看，上半年公路运输车表现不佳，其中半挂牵引车同比下降达 55.5%；这一方面是由于去年 7 月 1 日国 III 排放标准实施导致半挂牵引车消费集中在去年上半年，从而今年同比基数较高；另一方面也是因为经济不景气、大宗商品价格处于低位使得货运需求下降。相比之下，同属于重卡的重型货车则受益于 4 万亿投资拉动，上半年自卸车在 2-4

月销售较高。下半年来看，自卸车的销售旺季已经过去，下半年将不如上半年；半挂牵引车则受益于宏观经济的复苏环比逐渐改善，同比则由于去年下半年基数低而大幅增长。实际上，2009 年以来，我国半挂牵引车月度销量环比一直在增长；8 月份我国半挂牵引车销售 23827 辆，环比增长 12%，同比增长 68%。

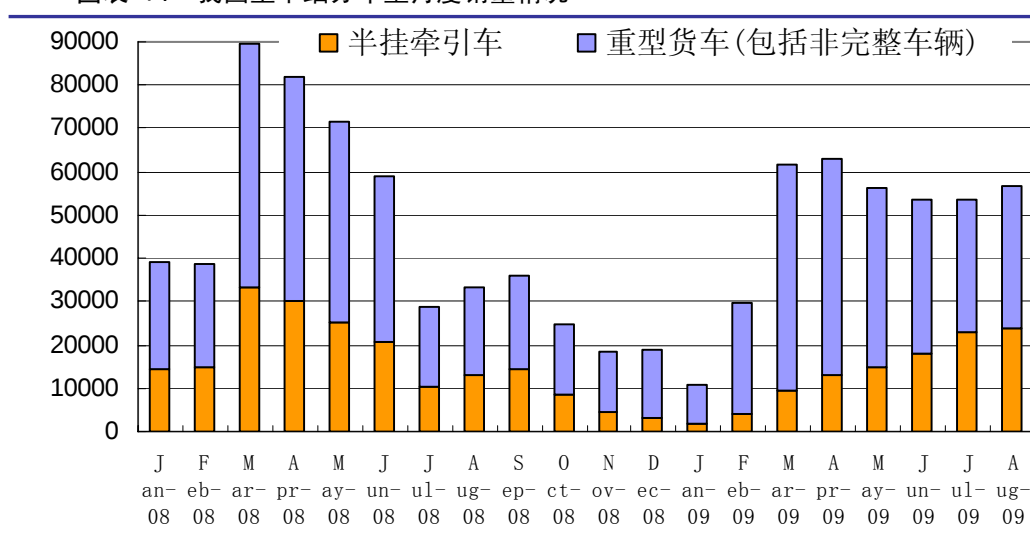
公司重卡中半挂牵引车占比明显高于行业。2008 年我国重卡行业销量中半挂牵引车占比为 36%，而公司重卡中半挂牵引车占比高达 57%。半挂牵引车占比高使得公司能更大程度的受益于公路运输车复苏。公司今年前 8 个月半挂牵引车销量节节攀升也证明了这一点。

图表 13 公司与行业的重卡销量结构比较

		重型货车	半挂牵引车	半挂牵引车占比
2008 年	福田汽车	24698	32409	56.8%
	重卡行业	346293	194155	35.9%
2009 年上半年	福田汽车	17225	13384	43.7%
	重卡行业	212103	61578	22.5%

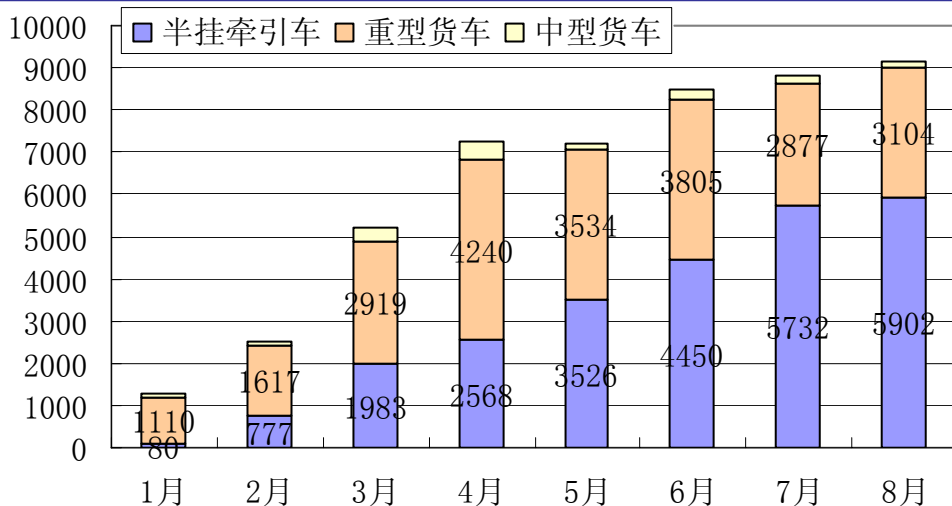
数据来源：CAAM、公司公告

图表 14 我国重卡细分车型月度销量情况



数据来源：CAAM

图表 15 公司中重卡细分车型 2009 年月度销量情况



数据来源: CAAM

福田康明斯将是公司未来新的盈利点

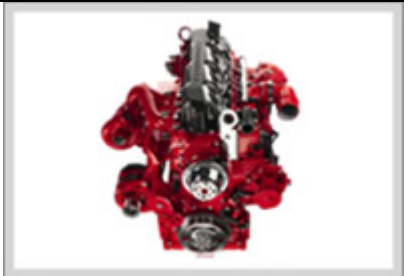
福田康明斯是 2006 年福田和康明斯各以 50:50 比例在北京共同合资组建的柴油发动机制造企业,其净利润进入福田汽车利润表的投资收益。合资公司总投资在 25 亿元左右,于今年 6 月投产,主要产品是 2.8L 和 3.8L 的高端轻型柴油发动机,其下游主要是轻卡、皮卡、SUV、MPV 多功能车和小型非公路设备等领域。目前福田康明斯已经具备 20 万台的年产能,未来根据市场需求可增至 40 万台年产能。

福田康明斯的产品计划是 1/3 给福田轻卡欧马可和部分奥铃配套;1/3 配套国内其他厂商;1/3 出口海外。从康明斯在中国的产品布局来看,康明斯全球 15 个产品系列,其中已经有 8 个在中国生产。康明斯目前在中国的发动机制造企业主要是四家合资公司:生产 4~13 升系列中马力和重型柴油机与天然气发动机的东风康明斯、生产 11~50 升系列重型和大马力柴油机的重庆康明斯、生产 11 升重型柴油机的西安康明斯、生产 2.8 和 3.8 升轻型柴油机的福田康明斯。可以看出,福田康明斯和其余三家康明斯合资企业产品上有所划分,不存在冲突;福田康明斯的主要竞争对手是五十铃。福田康明斯作为亚洲最大的轻型柴油发动机生产基地,康明斯将会全力支持其国际市场的拓展;福田康明斯的产品也完全达到了发达国家的排放标准要求,产品出口没有障碍。

对于福田汽车来说,福田康明发动机产品可以弥补公司欧马可高端轻卡在发动机方面的短板,从而打开公司高端轻卡的市场空间,使公司轻卡产品结构上移。我们认为这符合我国经济发展所带来的轻卡产品结构上移趋势,能够进一步增强公司产品竞争力。

由于 6 月才开始投产,康明斯上半年亏损 0.38 亿元;下半年投产后,康明斯固定资产将开始折旧;我们预计福田康明斯 2009 年销量在 1 万台左右,2010 年销量在 5 万台左右;预计福田康明斯 2009 年亏损额在 1.2 亿元左右,2010 年随着销量的增长亏损收窄至 0.5 亿元,2011 年实现盈亏平衡。

图表 16 福田康明斯发动机产品

型号：ISF2.8	型号：ISF3.8
排量：2.8L	排量：3.8L
功率：80-120KW	功率：105-125KW
排放：投产满足欧 4 要求，具备欧 5 潜力	排放：投产满足欧 3 和欧 4 要求，具备欧 5 潜力
EGR (<3.5T) 和 SCR (>3.5T) 技术	SCR 技术（欧 4）
	

资料来源：公司网站

福田戴姆勒合资公司将提升公司中重卡产品竞争力

2008 年 8 月，公司与戴姆勒签订合作意向书，双方同意在中国成立以中重卡为主要产品的合资公司，双方各持有合资公司的 50% 的股权，戴姆勒将以现金作为其资本出资，而福田则将其欧曼相关的全部中重卡业务经过评估后向中国中重卡合资公司出资。合资公司将实行戴姆勒和欧曼双品牌战略，戴姆勒品牌将主要作为高端中重卡产品，定位于一级大众市场和二级小众市场；福田的欧曼品牌作为低端中重卡产品将定位于二级大众市场和一级小众市场。目前合资公司还在审批阶段。

合资公司成立后，福田的中重卡业务将不再进入公司的合并报表范围，其利润体现在公司利润表的投资收益中；公司中重卡业务评估增值 20 多亿元扣除所得税后也将会陆续体现在公司利润表营业外收入中。

合资公司将生产达到欧 V 排放标准的奔驰 OM457 发动机（12 升排量）、匹配高端欧曼产品，并引进戴姆勒的重卡整车技术；因此合资公司将会明显提升公司中重卡产品竞争力，改变多年来公司中重卡产品毛利率偏低的局面。

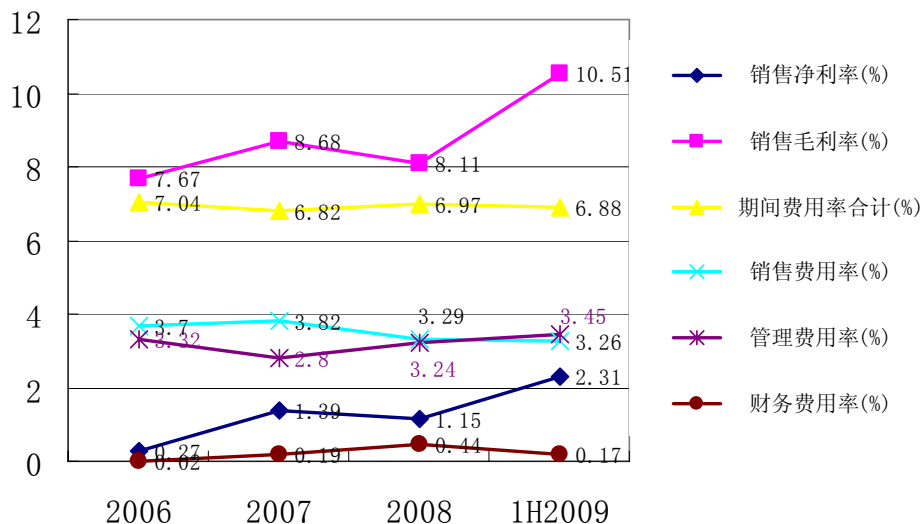
新能源客车影响有限

由于公司地处北京，在获取北京地区的新能源公交客车订单时具有较大优势。目前公司已经获得的订单有北京 800 辆（已经交付 100 辆）、广州 30 辆（11 月底前交付）、山东 20 辆、台湾 75 辆，皆为混合动力客车。公司混合动力客车单价在 100—130 万之间，是普通客车的 2~2.5 倍。虽然目前来看公司在行业内新能源客车起步早，订单数量相对较多；但按照目前公司的新能源客车订单和执行情况测算，公司客车产品占收入和毛利比重也只在 10% 左右，很难有大的突破，因此新能源客车对公司业绩影响有限。实际上，由于公司大中客销量规模较小，上半年处于亏损状态；我们预计下半年随着订单的交付，公司大中板块能够维持盈亏平衡。

公司期间费用率较为稳定

从公司近年来期间费用率来看，销售费用率略呈有下降，管理费用率较为稳定，财务费用率一直处于低位。我们预计未来三年公司的期间费用率维持在 7% 左右。

图表 17 公司近年来毛利率、期间费用率、净利率情况



数据来源：公司公告

给予公司“推荐”评级

综合上述，我们对公司未来经营情况作出如下假设：

- 1) 暂不考虑与戴姆勒的合资对公司的影响；
- 2) 轻卡 2009 年、2010 年和 2011 年销量分别为 47.5、49.5 和 53.4 万辆，平均售价分别为 4.5、4.5、4.7 万元；毛利率分别为 10.7%、10.2%、10%；
- 3) 中重卡 2009 年、2010 年和 2011 年销量分别为 8.3、9.8 和 10.7 万辆，平均售价分别为 20、20、21 万元；毛利率分别为 9%、8.5%、8.5%；
- 4) 2009 年、2010 年和 2011 年期间费用率维持在 7%；
- 5) 福田康明斯 2009 年、2010 年和 2011 年净利润分别为 -1.2、-0.5 和 0 亿元。

在上述假设的前提下，我们预计公司 2009、2010 和 2011 年分别可实现每股收益 0.96、0.98 和 1.15 元，对应目前 14.96 元的股价，PE 分别为 15.6、15.2 和 13.0 倍，在业内处于低端。作为商用车龙头企业之一，公司具有很好的国际化前景，我们认为可以给予公司 2009 年每股收益 20 倍市盈率，得到目标价 19.2，给予“推荐”评级。

图表 18 福田汽车利润表预测

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	30070	39611	43079	48748
营业成本	27632	35666	39043	44210
营业税金及附加	87	87	100	116
营业费用	991	1367	1486	1682

管理费用	974	1386	1508	1706
财务费用	131	47	0	0
资产减值损失	88	78	81	80
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-12	-65	-24	0
营业利润	156	915	888	1060
营业外收入	198	151	167	161
营业外支出	42	43	42	42
利润总额	312	1023	1013	1179
所得税	-34	44	11	2
净利润	346	979	1001	1177
少数股东损益	-0	0	-0	-0
归属母公司净利润	346	979	1001	1177
EBITDA	592	1184	1069	1190
EPS（元）	0.38	0.96	0.98	1.15

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。