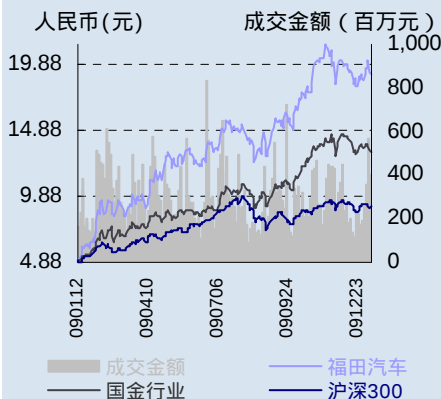


2010 年 01 月 11 日

 市价(人民币): 19.07元
 目标(人民币): 30.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 602.80
 总市值(百万元) 17,475.91
 年内股价最高最低(元) 21.37/5.00
 沪深 300 指数 3480.13
 上证指数 3196.00

相关报告

- 《商用车首选,价值被严重低估》, 2009.8.27
- 《商用车全面回暖可期》, 2009.6.11

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn
 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

福田汽车 (600166.SH)

——卡车股的机会来了!

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.059	0.479	0.377	1.185	1.596	1.898
净利润增长率	-116.05%	715.48%	-10.93%	213.94%	34.68%	18.93%
先前预期每股收益(元)				1.074	1.201	1.408
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.056	1.203	1.274
市盈率(倍)	58.61	27.41	12.74	16.09	11.95	10.05
行业优化市盈率(倍)	22.07	32.49	10.54	32.00	32.00	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	N/A	0.76%	4.16%	1.57%	1.57%	1.57%
PE/G(倍)	N/A	0.04	N/A	0.08	0.34	0.53
净资产收益率	3.18%	20.28%	11.50%	28.44%	29.21%	26.88%
每股净资产(元)	1.85	2.36	3.28	4.17	5.46	7.06
市净率(倍)	1.86	5.56	1.47	4.58	3.49	2.70
每股经营性现金流(元)	0.29	0.69	-0.46	0.69	2.33	2.50
已上市流通A股(百万股)	360.36	520.84	547.80	547.80	547.80	547.80
总股本(百万股)	811.41	811.41	916.41	916.41	916.41	916.41

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 近期我们在终端市场的调研中发现,重卡行业的订单从 09 年 12 月下旬开始出现激增的局面,2010 年首月重卡行业极有可能出现“跳空高开”的走势,在行业传统淡季出现旺盛的需求,预示着今年卡车行业超预期增长的概率逐渐上升,近期需求上升的原因我们归纳为以下两点:
 - ◆ 由于天气骤降,电煤供应出现紧张局面,导致运煤物流重卡需求突然上升,而每年的年初又是建设工程车的采购旺季,因此今年将出现物流与基建销售高峰叠加的可能;
 - ◆ 主流重卡企业在销售旺季的月度产能从 08 年开始出现瓶颈,相当一部分经销商为了避免今年高峰期无法交货而出现提前备货的局面,这在重卡行业中是从来没有的情况;
 - ◆ 根据目前各家企业的订单情况,我们预计 2010 年 1 季度重卡行业销量至少增长 40%以上;
- 此外,汽车下乡政策成为 2010 年产业振兴规划中唯一没有改变的政策措施,轻卡、微卡与重卡拥有同样的行业属性,因此我们认为,卡车行业成为 2010 年汽车行业中率先显露投资机会的细分市场;
- 福田汽车是我国规模最大的卡车生产企业,其中轻、微型卡车市场排名第一,中重卡市场排名第四,卡车景气度上升对公司的影响最大;

- 除去行业因素外，市场还忽略了福田汽车 09 年 3 季度毛利率的变化：
 - ◆ 由于重卡复苏，其单季度销量达到 16 万辆，公司 3 季度的毛利率达到 14.8%，较 2 季度上升 4.23 个百分点。
 - ◆ 如果 2010 年公司的毛利率维持在 13%以上，那么即使销量不增长，公司的业绩也将达到 2.0 元以上，毫无疑问，福田汽车的业绩弹性是全行业中排名第一的；
 - ◆ 根据我们的测算，福田汽车 2010 年的毛利率维持 13%意味着其可以忍受的钢价上涨幅度是 20%，这还不考虑其向上游供应商转嫁的因素，因此我们认为，2010 年福田汽车的业绩弹性同样具有足够的吸引力，而且未引起市场的足够重视；
- 我们上调公司 09-11 年 EPS 至 1.185、1.596 和 1.898 元，上调幅度分别为 10%、33%和 35%，利润率提升将成为公司 2010 年业绩增长的驱动力，我们上调公司未来 6-12 个月的目标价至 30 元，对应 09-11 年动态 PE 分别为 25、19 和 16 倍，我们看好公司长期发展趋势，继续维持“买入”建议；
- 风险提示：公司面临卡车行业景气度低于我们预期和成本上升超过我们预期的风险；

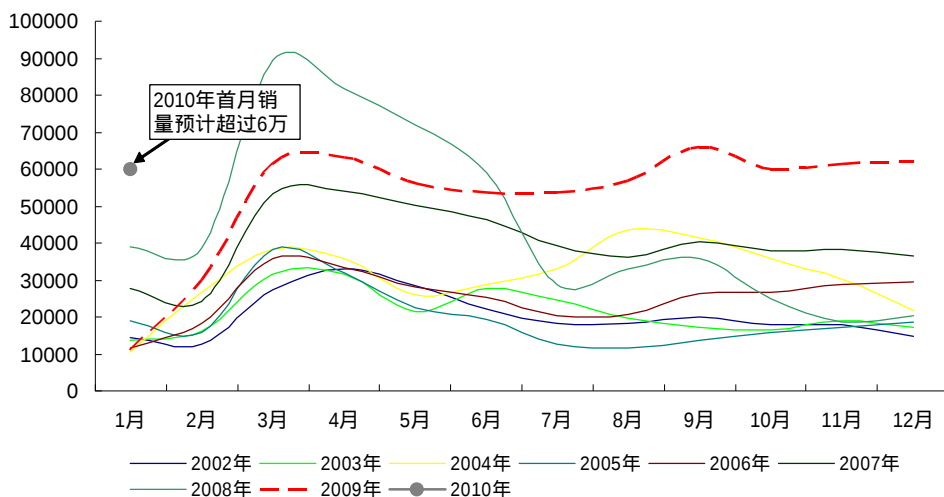
2010 年不同寻常的开局

1 月份重卡销量将“跳空高开”

- 根据我们近期对各厂家销售环节的调研情况反映，自 2009 年 12 月下旬开始，重卡订单开始出现激增的情况。从目前各主流企业手订单的情况统计，我们判断 2010 年 1 月份重卡行业销量至少在 6-7 万辆之间，在行业的传统淡季出现这样大幅增长的局面，预示着 2010 年重卡行业的增长极有可能大幅超过市场预期；

图表1：重卡月度销量走势

单位：辆

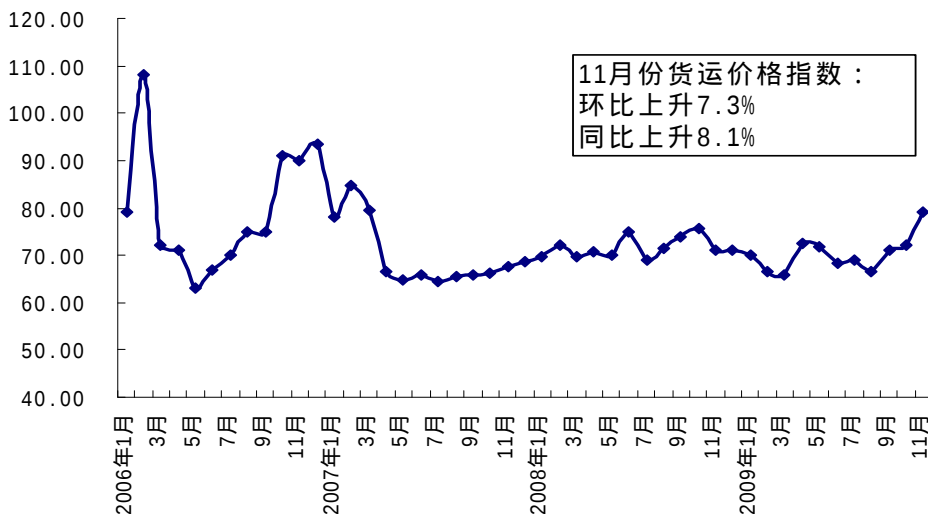


来源：汽协，国金证券研究所

需求激增的原因初步归为两点：

- 1) 因气温骤降导致电煤需求上升，从而带动煤炭运输环节的设备投入：
 - ◆ 我们注意到 11 月份公路物流货运价格指数出现异动，其单月的运费平均涨幅达到 7%，同比也增长 8%，其单月的变化幅度只有在 06 年治理超载时曾经出现过，有分析指出天气和油价是导致运费大幅增长的主要原因，

图表2：公路货运价格指数走势

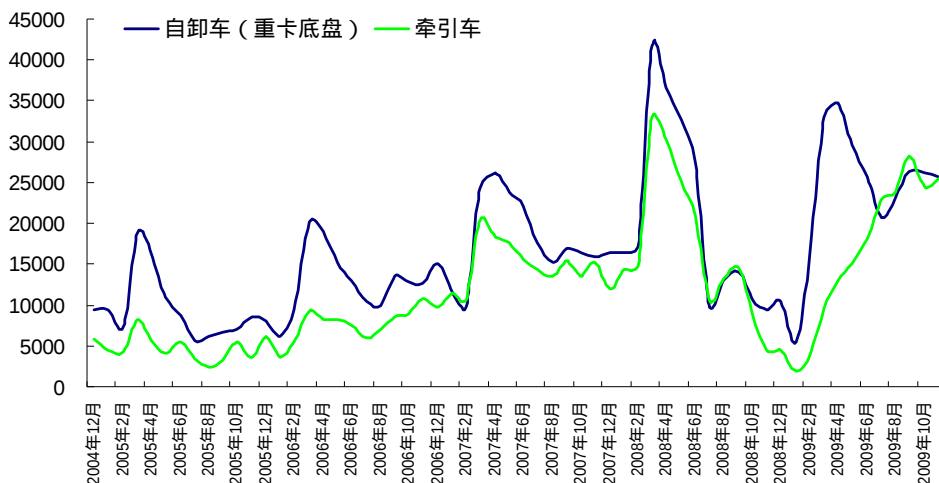


来源：中国物流与采购网，国金证券研究所

- ◆ 近期由于气温骤降，导致各地电煤供应告急，运价和运量的增加导致下游物流业对运煤类重卡的需求快速上升；
- ◆ 而 1 季度通常又是基建投资类重卡工程车的采购高峰，所以我们判断 2010 年有可能再次出现物流与基建两大市场出现销售高峰叠加的局面；

图表3：自卸车与牵引车的销售高峰可能再次同步出现

单位：辆

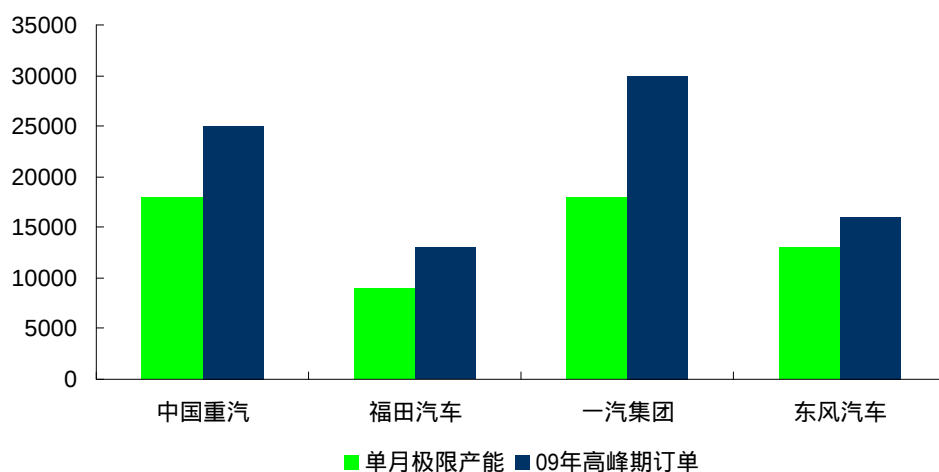


来源：汽协，国金证券研究所

- 2) 主流重卡企业单月产能有限，经销商为即将来临的销售大月做产品储备：
 - ◆ 重卡行业具有极其明显的季节性变化规律，通常上半年为旺季，尤其 3 月份是全年最高点，近两年随着行业需求的不断增长，尽管行业的年化产能仍然供大于求，但销售高峰期却时常出现订单远超产能的情况；
 - ◆ 以 09 年为例，销售高峰来临时，通常用户下订单到交付的周期可能长达 3 个月，而淡季的周期仅为 15 天；
 - ◆ 因此 2010 年的开局，为了避免销售高峰无法交货，经销商有可能提前储备，从而造成 1 月份的订单大幅上升；

图表4：2009 年主流重卡企业产能与订单对比

单位：辆

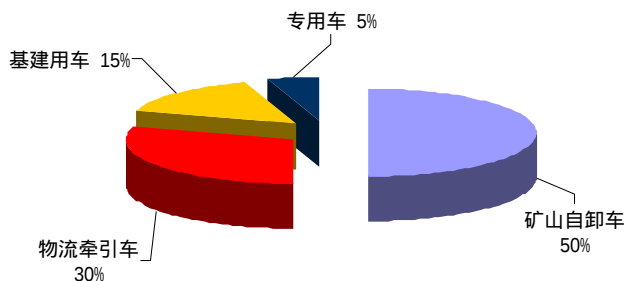


来源：国金证券研究所

首季度重卡销量有望增长 30%，市场容量仍有空间

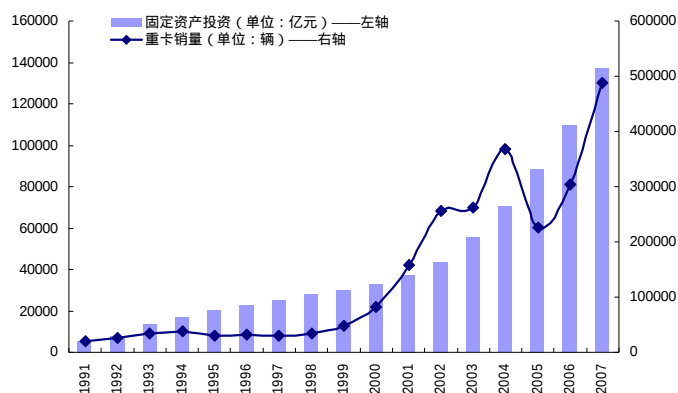
- 根据目前各企业的订单情况判断，我们预计重卡行业 2010 年 1 季度的销量增长有望超过 40%；
- 行业的长期增长与宏观经济指标的总量对应，市场容量仍有发展空间：
 - ◆ 2008 年年底，在我们的年度报告中曾经提出，根据我们对重卡销量与各种宏观经济指标的相关性分析，我们曾经得出一个连自己都不敢相信的结论：2009 年由于国家 4 万亿投资，重卡销量将达到 61 万辆，增幅为 10%。
 - ◆ 然而到 2009 年 11 月底，重卡累计销售 57 万辆，全年销量有望达到 62 万辆，这说明在我们量化分析模型中所推导出的投资与重卡的关系是正确的，固定资产投资每增加 1 亿元，重卡的需求增量为 3.6 辆，如果 2010 年的经济结构不发生大的改变，那么重卡的需求弹性系数也不会改变；

图表5：重卡的需求结构



来源：统计局，汽协，国金证券研究所

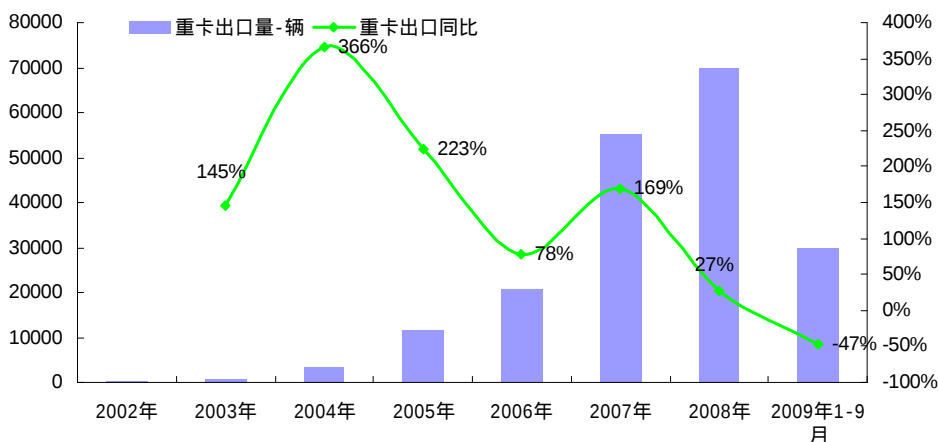
图表6：重卡销量与固定资产投资



- ◆ 此外，2009 年重卡出口经历大幅下滑，2010 年的出口向上复苏的概率远大于向下继续探底；
- ◆ 我们预测 2010 年重卡销量有望增长 15%，出口和物流需求将是行业增长的主要驱动力；

图表7：重卡历年的出口情况

单位：辆



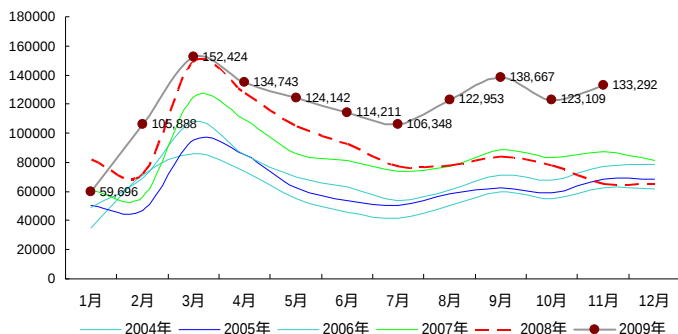
来源：中国海关，国金证券研究所

2010 年汽车下乡政策有望继续拉动农村消费

- 在 2010 年汽车产业振兴规划中，汽车下乡是唯一没有改变的政策措施。国家正在通过减免农民各种税收、医改和提高社保等多个方面促使农民扩大消费；
- 我国农村约有 2.3 亿户家庭，每年对各种机动车辆的需求超过 200 万辆，只要有十分之一的家庭购买汽车，其面临的市场也是非常庞大的，我们对于看好 2010 年农村市场的观点已经多次提示，在此不再赘述；
- 汽车下乡所涉及的汽车产品主要报告微型客车、轻型卡车和微型卡车；

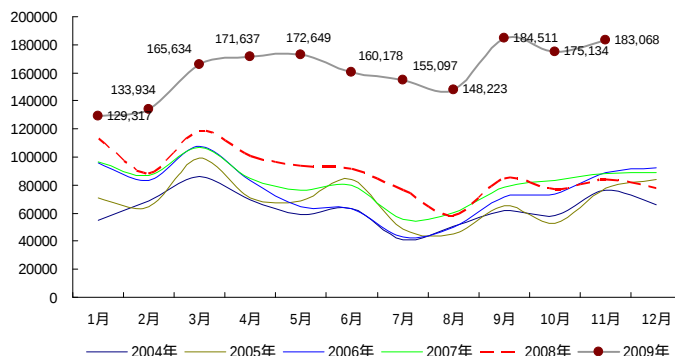
图表8：轻卡月度销量走势

单位：辆



图表9：微客月度销量走势

单位：辆



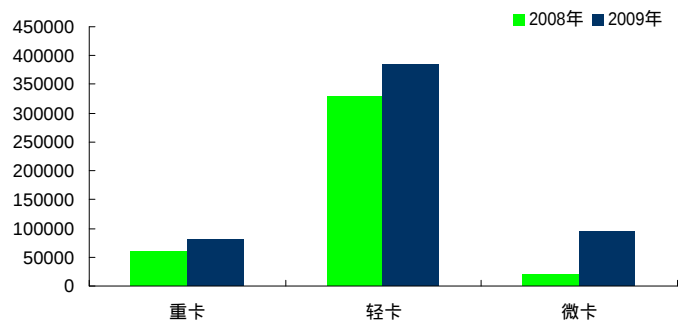
来源：汽协，国金证券研究所

福田汽车：全系列卡车产品成为最大的受益者

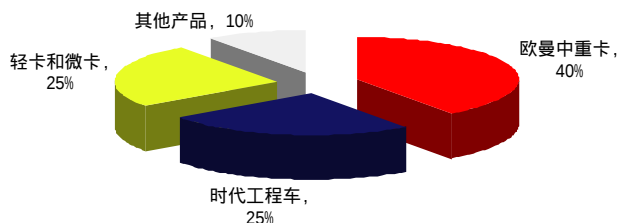
- 福田汽车的卡车产品涵盖 0.5 吨-32 吨的微、轻、中、重四个级别全系列卡车，2009 年公司就是商用车复苏的最大受益者：
 - ◆ 目前福田汽车的业务结构中，利润占比贡献由欧曼中重卡、时代工程车、轻卡和微卡业务三部分组成，三大业务利润占比合计为 90%，全部是卡车相关业务；
 - ◆ 由于汽车下乡的影响，09 年公司轻卡销量同比增长 19%，微卡销量同比增长 347%，尤其是 0.5-0.75 吨的卡车，成为农村市场短途运输的主要产品，目前福田汽车已成为我国第一大轻型和微型卡车的生产企业；
 - ◆ 欧曼中重卡在中国物流牵引车和自卸车领域分别排名第二和第四，是我国第四大重卡生产企业；

图表10：福田 09 年各类卡车销量变化

单位：辆

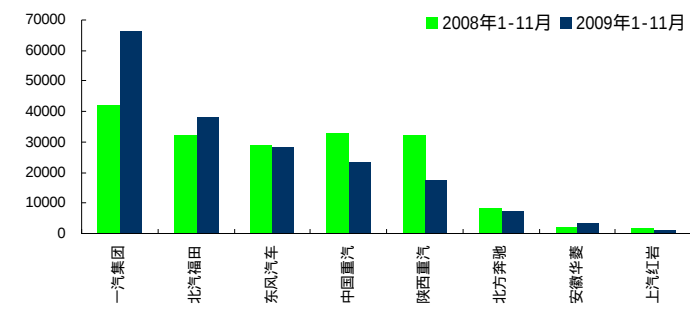


图表11：福田汽车各项业务的利润占比情况



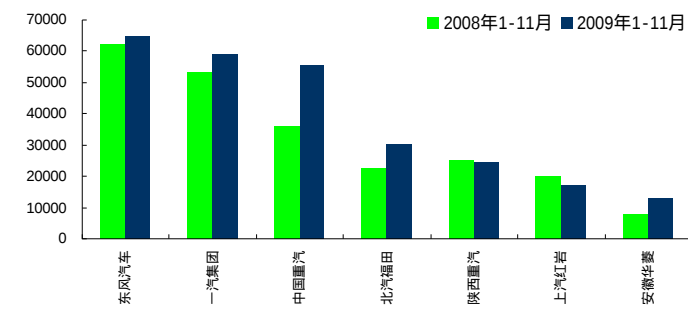
来源：汽协，国金证券研究所

图表12：福田欧曼牵引车的行业排名 单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

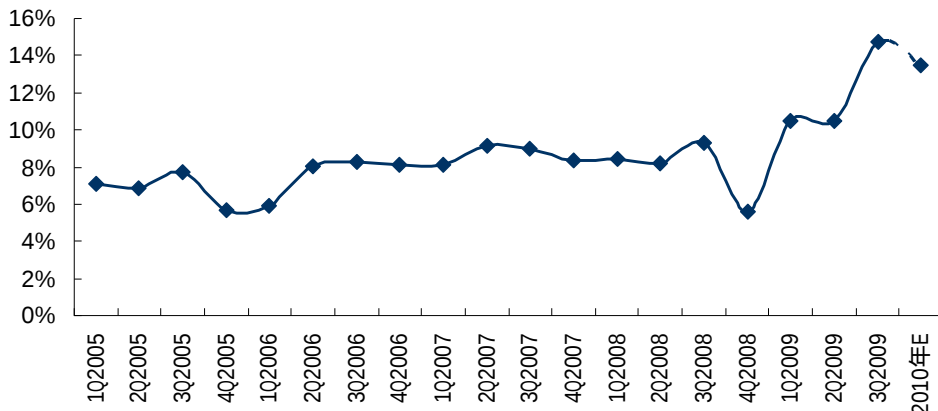
图表13：福田欧曼工程车的行业排名 单位：辆



2010 年业绩增长的关键：利润率

- 我们在 2010 年的年度报告中提出，今年汽车行业利润率的提高将成为企业利润增长的更重要因素，福田汽车就是符合我们这一选股思路的标的：
 - ◆ 福田汽车 09 年 3 季度单季的毛利率达到 14.8%，达到历史最高水平；
 - ◆ 按照 3 季度公司 16 万辆销量计算，公司单车毛利为 1.16 万元，我们认为在景气度不发生变化的情况下，3 季度的盈利才是公司的最好水平；
 - ◆ 市场目前的主要担心是福田汽车受钢价成本影响过于敏感，我们以福田 3 季度的数据为依据，假设 2010 年钢材价格上涨 20%，对福田毛利的影响为 0.1 万元/辆，那么其毛利率将回落至 13.5%（还不考虑公司向上游供应商转嫁成本的因素）；
 - ◆ 而如果按照 13.5%的毛利率去预测福田的业绩，即使销量不增长，其 EPS 也将超过 2.0 元；

图表14：公司分季度毛利率走势



来源：公司公告，国金证券研究所

- 因此我们认为，2010 年福田汽车的产销量只要维持在 65 万辆以上，同时上游原材料的成本不出现大幅的上涨（例如 08 年的情形），那么公司的业绩就具备足够的弹性；

2011 年还有亮点：环保排放升级为福田康明斯带来大发展

- 我国将于 2011 年开始升级汽车环保排放标准到国 4，由于国内多数本土发动机企业不具备升级国 4 的技术实力，因此公司与康明斯的合资发动机项目届时将成为公司新的利润增长点；

康明斯发动机项目介绍：4 升以下柴油机的“蓝海”，拥有绝对的竞争优势

- 08 年 3 月，福田汽车与康明斯公司按照 50：50 的比例合资成立国内最大的发动机生产企业——北京福田康明斯发动机有限公司：
 - ◆ 合资公司总投资超过 27 亿元，引进康明斯公司新一代 2.8 升和 3.8 升直列四缸高压直喷式轻型柴油机，该发动机适用于轻卡、皮卡、SUV、MPV、小型工程机械、非公路设备和电力系统等领域；
 - ◆ 厂房建设于 2008 年年内竣工，3.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年上半年，2.8L 产品批量投产时间预计在 2009 年下半年；
 - ◆ 项目拟分三期建设，一期计划建设 6 万台，二期达到 24 万台，三期达到 40 万台；

图表15：福田康明斯发动机项目的排产计划及盈利能力

单位：台

	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	合计销量	合计收入	单台均价	单台净利润	净利率
ISF 3.8L	11.4	15.4	18.1	21.0	22.1	23.2	122.5	(亿元)	(元/台)	(元/台)	%
ISF 2.8L	8.2	10.7	11.7	12.7	13.2	13.5	72.3				
合计	19.6	26.1	29.8	33.7	35.3	36.7	194.8	581.3	29840.3	2203.2	7.4%

来源：公司公告，国金证券研究所

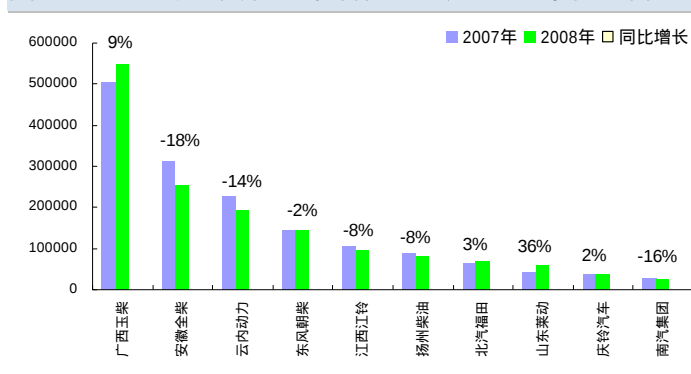
- 目前我国轻型柴油机生产企业主要包括云内、全柴、扬柴、东风朝柴、广西玉柴、江铃汽车等等，多数企业产品技术落后，从各家企业发动机技术参数看出可以，在 4 升以下的轻型柴油机领域，福田康明斯即将投产的新一代柴油机动力性能明显超越竞争对手：
 - ◆ 同等排量情况，康明斯柴油机功率高出竞争对手 60%以上；
 - ◆ 同等功率情况下，康明斯柴油机排量低于竞争对手 30%以上；
 - ◆ 多数企业柴油机产品欧 3 技术不过关，并且不具备欧 4 排放升级的潜力；
 - ◆ 康明斯发动机在国内卡车行业具有极强的品牌影响力，昔日中重卡行业销量第一的东风“八平柴”就是搭载东风康明斯公司的柴油机；

图表16：各企业轻型柴油机技术参数比较

	排量(L)	功率(KW)	升功率(KW/L)	排放
福田康明斯	2.8	80-120	29-43	欧3/欧4
	3.2	105-125	33-39	欧3/欧4
云内动力	2.7	60	22	欧2
	3.8	85	22	欧2
江铃汽车	2.8	85	30	欧2/欧3
	2.4	103	43	欧3/欧4
全柴动力	2.6	68	26	欧3
广西玉柴	2.7	66-85	24-31	欧2/欧3
	4.2	90-103	21-25	欧2
东风汽车	3.3	70	21	欧2
常州柴油机	2.8	72	26	欧2

来源：汽协，国金证券研究所

图表17：08 年主要轻型柴油机企业产量 单位：台



- 该项目总设计产能为 40 万台，是康明斯公司全球唯一生产该款发动机的基地，预计 09 年投产后，配套福田汽车的比例为 20%和 25%，2010 年开始外销。我们认为该项目将提高福田汽车产业链的完整性、提高福田汽车整车产品的竞争力、同时也将为公司带来丰厚的投资收益；

■ 东风康明斯合资的成功案例：

- ◆ 1996 年东风与康明斯公司合资成立东风康明斯发动机公司，公司主要生产康明斯 B、C、L 系列柴油发动机，发动机排量为 3.9L、4.5L、5.9L、6.7L、8.3L、8.9L、13L，功率覆盖范围为 125-545 马力；
- ◆ 目前东风康明斯发动机年产销规模在 10 万台左右，单台均价为 4 万元，历年净利率都维持在 10%以上，2007 年实现净利润 692 百万元。东风康明斯在 8 升左右的中重卡市场拥有良好的口碑，其大马力、节油、性能稳定等优势明显；

图表18：东风康明斯发动机历年销量及盈利情况

	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年
销量-万台	9.63	12.21	8.60	9.63	13.70
收入-万元	326,603	482,924	359,912	371,111	562,693
主营业务利润-万元	88,631	98,671	76,619	66,000	126,630
净利润-万元	43,351	74,217	54,660	36,730	69,196
单台均价-元/台	33,911	39,556	41,870	38,537	41,072
单台净利润-元/台	4,501	6,079	6,359	3,814	5,051
主营业务利润率	27.14%	20.43%	21.29%	17.78%	22.50%
净利率	13.27%	15.37%	15.19%	9.90%	12.30%

来源：公司公告，国金证券研究所

上调盈利预测和目标价

- 我们上调公司 09-11 年 EPS 至 1.185、1.596 和 1.898 元，上调幅度分别为 10%、33%和 35%，关键假设如下：
 - ◆ 预测 10、11 年汽车销量分别为 69.5 万辆和 75.5 万辆，同比增长 15.5%和 8.7%；
 - ◆ 预测公司 10、11 年综合毛利率分别为 13%和 13%；

图表19：汽车行业相对估值水平

股票名称	收盘价	08EPS	EPS	09EPS	EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB
	(元)	(元)	09%08	(元)	10%09	(元)					
中国重汽	27.96	1.127	2.84%	1.159	34.94%	1.564	24.81	24.12	17.88	4.71	4.14
福田汽车	19.07	0.400	196.25%	1.185	34.68%	1.596	47.68	16.09	11.95	5.81	4.26
江铃汽车	21.25	0.909	36.19%	1.238	23.10%	1.524	23.38	17.16	13.94	4.53	3.72
潍柴动力	68.88	2.320	82.84%	4.242	11.83%	4.744	29.69	16.24	14.52	7.18	4.97
华域汽车	10.70			0.514	12.65%	0.579		20.82	18.48	1.56	2.02
中鼎股份	14.30	0.424	48.56%	0.466	16.74%	0.544	33.70	30.69	26.29	10.57	7.49
宇通客车	19.09	1.021	-7.15%	0.948	16.03%	1.100	18.70	20.14	17.35	5.91	5.20
上海汽车	22.92	0.100	860.00%	0.960	47.19%	1.413	229.20	23.88	16.22	4.33	3.55
一汽夏利	10.62	0.063	95.24%	0.123	339.84%	0.541	168.57	86.34	19.63	5.16	4.85
长安汽车	13.57	0.010	5340.00%	0.544	70.40%	0.927	1357.00	24.94	14.64	4.18	3.65
金龙汽车	10.18	0.440	-37.27%	0.276	10.87%	0.306	23.14	36.88	33.27	3.19	3.19
一汽轿车	22.95	0.668	18.68%	0.793	31.40%	1.042	34.35	28.94	22.02	5.69	4.78
威孚高科	17.80	0.341	76.54%	0.602	37.38%	0.827	52.20	29.57	21.52	4.03	3.55
东安动力	16.79	0.347	72.48%	0.598	32.94%	0.795	48.43	28.08	21.12	4.06	3.56
云内动力	13.27	0.360	13.89%	0.410	24.39%	0.510	36.86	32.37	26.02	2.04	1.99
江淮汽车	9.96	0.040	752.50%	0.341	43.99%	0.491	249.00	29.21	20.29	3.20	3.10
成飞集成	16.82	0.320	-32.19%	0.217	29.03%	0.280	52.56	77.51	60.07	3.56	3.56
威海广泰	23.35	0.450	13.33%	0.510	31.37%	0.670	51.89	45.78	34.85	8.58	7.73
曙光股份	13.45	0.300	100.00%	0.600	-40.00%	0.360	44.83	22.42	37.36	2.35	2.23
万丰奥威	12.20	0.080	200.00%	0.240	25.00%	0.300	152.50	50.83	40.67	4.27	3.99
福耀玻璃	13.47	0.120	325.00%	0.510	62.75%	0.830	112.25	26.41	16.23	3.52	2.63
海马股份	6.88	0.060	20.00%	0.072	122.22%	0.160	114.67	95.56	43.00	2.36	2.29
宁波华翔	13.59	0.292	54.11%	0.450	35.56%	0.610	46.54	30.20	22.28	6.09	5.23
一汽富维	25.28	0.900	37.78%	1.240	14.52%	1.420	28.09	20.39	17.80	4.03	3.57
算术平均值							129.57	34.77	24.48	4.62	3.97
加权平均值							62.75	25.17	18.04	4.26	3.79
整车							73.34	24.73	16.76	4.45	3.78
零部件							49.04	26.07	21.17	3.92	3.80

来源：国金证券研究所

- 目前汽车行业 09、10 年动态 PE 分别为 25 和 18 倍，我们上调公司未来 6-12 个月目标价至 30 元，对应 09-11 年 PE 分别为 25、19 和 16 倍，维持“买入”建议；

图表20：公司销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
汽车合计						
平均售价（万元/辆）	5.39	6.55	6.93	6.64	6.69	6.81
增长率（YOY）	27.79%	21.44%	5.87%	-4.24%	0.80%	1.81%
销售数量（辆）	343,679	401,901	409,563	601,374	694,578	754,730
增长率（YOY）	41.86%	16.94%	1.91%	46.83%	15.50%	8.66%
销售收入（百万元）	18,530.69	26,316.18	28,392.13	39,922.85	46,479.81	51,416.72
增长率（YOY）	81.29%	42.01%	7.89%	40.61%	16.42%	10.62%
毛利率	7.57%	8.78%	7.78%	12.95%	13.12%	13.10%
销售成本（百万元）	17,127.26	24,006.88	26,182.61	34,753.58	40,382.28	44,679.19
增长率（YOY）	83.08%	40.17%	9.06%	32.74%	16.20%	10.64%
毛利（百万元）	1,403.43	2,309.30	2,209.52	5,169.27	6,097.52	6,737.53
增长率（YOY）	61.95%	64.55%	-4.32%	133.95%	17.96%	10.50%
占总销售额比重	95.96%	94.44%	94.42%	96.35%	96.79%	97.04%
占主营业务利润比重	95.62%	95.44%	90.64%	96.79%	97.88%	98.03%
配件						
销售收入（百万元）	717.49	861.73	901.43	891.45	918.20	945.74
增长率（YOY）	147.77%	20.10%	4.61%	-1.11%	-5.00%	3.00%
毛利率	7.35%	8.01%	15.78%	11.00%	11.00%	11.00%
销售成本（百万元）	664.78	792.68	759.20	793.39	817.20	841.71
增长率（YOY）	154.60%	19.24%	-4.22%	4.50%	3.00%	3.00%
毛利（百万元）	52.71	69.05	142.22	98.06	101.00	104.03
增长率（YOY）	85.12%	31.00%	105.97%	-31.05%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	3.72%	3.09%	3.00%	2.15%	1.91%	1.78%
占主营业务利润比重	3.59%	2.85%	5.83%	1.84%	1.62%	1.51%
其他						
销售收入（百万元）	63.28	687.33	776.27	621.02	621.02	621.02
增长率（YOY）	-98.13%	986.14%	12.94%	-20.00%	0.00%	0.00%
毛利率	18.24%	6.00%	11.09%	11.85%	5.00%	5.00%
销售成本（百万元）	51.74	646.10	690.22	547.43	589.97	589.97
增长率（YOY）	-98.32%	1148.78%	6.83%	-20.69%	7.77%	0.00%
毛利（百万元）	11.54	41.23	86.05	73.59	31.05	31.05
增长率（YOY）	-96.23%	257.16%	108.73%	-14.49%	-57.80%	0.00%
占总销售额比重	0.33%	2.47%	2.58%	1.50%	1.29%	1.17%
占主营业务利润比重	0.79%	1.70%	3.53%	1.38%	0.50%	0.45%
销售总收入（百万元）	19311.46	27865.24	30069.83	41435.32	48019.02	52983.48
销售总成本（百万元）	17843.78	25445.66	27632.04	36094.41	41789.45	46110.87
毛利（百万元）	1467.68	2419.58	2437.80	5340.92	6229.58	6872.61
平均毛利率	7.60%	8.68%	8.11%	12.89%	12.97%	12.97%

来源：国金证券研究所

图表21：福田汽车主要工厂及相关产品情况

省市	工厂	代表产品	备注
北京	管理/研发/营销总部		北京为决策/管理/研发/营销中心，主要生产欧曼/欧马可/蒙派克/风景/欧V等中高端卡车、客车、乘用车产品，同时规划了合资公司产品。
	蒙派克工厂	蒙派克/风景	
	欧曼工厂	欧曼	
	欧马可工厂	欧马可/奥铃	
	奥铃发动机事业部	奥铃中小发动机	
	欧V客车事业部	欧V大中型客车/底盘	
	福田康明斯	2.8L、3.8L排量发动机	
天津	雷沃动力事业部	雷沃发动机	发动机研发、生产、制造、销售
山东	北方工程车事业部	工程车	山东主要生产时代、奥铃、工程车等中低端汽车产品。
	奥铃工厂	奥铃/时代/轻型底盘	
	模具工厂	模具/冲压件	
河北	福田雷沃重机	专用车	专用车生产基地
湖南	南方工程车事业部	工程车/时代	工程车生产基地
湖北	湖北福田	车架/专用车	专用车生产基地
广东	萨普工厂	萨普/传奇/MINI VAN	建立了面向东南亚的生产基地。
辽宁	铸造工厂	铸件	铸件生产基地

来源：国金证券研究所

图表22：2009年公司分品牌销量变化

单位：辆

	欧曼中重卡	欧V客车	风景MPV	蒙派克MPV	传奇MPV	迷迪MPV	欧马可轻卡	奥铃轻卡	萨普皮卡	时代轻卡	合计
2009年1-11月	76,244	3,263	19,712	6,012	830	5,211	7,480	36,861	17,642	377,263	550,518
2008年1-11月	57,966	2,256	12,668	2,428	901	104	6,314	32,082	12,930	261,444	389,093
同比	31.5%	44.6%	55.6%	147.6%	-7.9%	4910.6%	18.5%	14.9%	36.4%	44.3%	41.5%

来源：国金证券研究所

图表23：分季度损益表数据摘要

单位：百万元

会计年度截止日：12/31	1Q2007	2Q2007	3Q2007	4Q2007	1Q2008	2Q2008	3Q2008	4Q2008	1Q2009	2Q2009	3Q2009
营业收入	6,226.19	8,026.01	6,572.23	7,040.82	8,042.92	10,407.72	6,960.06	4,659.13	7,635.80	11,953.38	12,524.64
增长率 (YOY)	35.01%	54.86%	61.79%	29.07%	29.18%	29.67%	5.90%	-33.83%	-5.06%	14.85%	79.95%
营业成本	5,722.03	7,289.92	5,981.45	6,452.27	7,361.58	9,557.64	6,313.47	4,399.35	6,833.87	10,695.78	10,676.69
% 营业收入	91.9%	90.8%	91.0%	91.6%	91.5%	91.8%	90.7%	94.4%	89.5%	89.5%	85.2%
增长率 (YOY)	31.85%	52.91%	60.57%	28.76%	28.65%	31.11%	5.55%	-31.82%	-7.17%	11.91%	69.11%
毛利	504.16	736.09	590.79	588.55	681.34	850.08	646.59	259.78	801.93	1,257.60	1,847.95
% 营业收入	8.1%	9.2%	9.0%	8.4%	8.5%	8.2%	9.3%	5.6%	10.5%	10.5%	14.8%
增长率 (YOY)	85.43%	77.28%	75.37%	32.64%	35.15%	15.49%	9.45%	-55.86%	17.70%	47.94%	185.80%
销售费用	204.28	267.47	363.02	230.05	238.06	279.97	328.30	144.19	296.81	342.50	828.48
% 营业收入	3.3%	3.3%	5.5%	3.3%	3.0%	2.7%	4.7%	3.1%	3.9%	2.9%	6.6%
增长率 (YOY)	-1.03%	54.67%	137.77%	14.39%	16.54%	4.67%	-9.56%	-37.32%	24.68%	22.33%	152.35%
管理费用	159.07	166.04	174.03	282.02	229.12	254.50	192.02	298.17	193.53	481.68	560.81
% 营业收入	2.6%	2.1%	2.6%	4.0%	2.8%	2.4%	2.8%	6.4%	2.5%	4.0%	4.5%
增长率 (YOY)	18.38%	6.97%	6.10%	31.53%	44.04%	53.28%	10.34%	5.73%	-15.53%	89.26%	192.06%
EBIT	136.15	286.42	43.64	63.66	205.67	279.02	108.21	-206.33	270.11	379.31	400.69
% 营业收入	2.2%	3.6%	0.7%	0.9%	2.6%	2.7%	1.6%	-4.4%	3.5%	3.2%	3.2%
增长率 (YOY)	-295.88%	254.53%	21.98%	39.28%	51.06%	-2.58%	147.96%	-424.10%	31.33%	35.94%	270.30%
财务费用	24.22	12.96	16.51	0.38	32.48	19.85	49.59	28.98	25.81	7.87	10.18
% 营业收入	0.4%	0.2%	0.3%	0.0%	0.4%	0.2%	0.7%	0.6%	0.3%	0.1%	0.1%
增长率 (YOY)	52.50%	49.23%	-374.77%	-102.62%	34.10%	53.17%	200.47%	7571.03%	-20.55%	-60.35%	-79.47%
投资收益 (损失以“-”号填列)	1.32	17.79	3.33	7.03	18.25	-4.96	-10.07	-15.39	-12.93	-5.56	-17.20
% 税前利润	0.9%	8.1%	4.2%	37.4%	7.9%	-2.1%	-19.4%	7.6%	-5.4%	-1.7%	-4.8%
增长率 (YOY)	76.79%	-1312.17%	-210.39%	-232.53%	1282.03%	-127.91%	-402.88%	-318.91%	-170.84%	12.08%	70.72%
营业利润 (亏损以“-”号填列)	143.02	210.68	66.15	27.12	183.66	206.66	58.63	-293.17	226.17	329.81	349.65
% 营业收入	2.3%	2.6%	1.0%	0.4%	2.3%	2.0%	0.8%	-6.3%	3.0%	2.8%	2.8%
增长率 (YOY)	-268.97%	198.26%	70.62%	-50.55%	28.42%	-1.90%	-11.37%	-1181.00%	23.14%	59.59%	496.34%
利润总额 (亏损总额以“-”号填列)	142.60	219.19	79.50	18.79	230.44	230.98	51.84	-201.48	241.58	332.88	359.15
% 营业收入	2.3%	2.7%	1.2%	0.3%	2.9%	2.2%	0.7%	-4.3%	3.2%	2.8%	2.9%
增长率 (YOY)	-266.04%	222.43%	138.71%	-66.86%	61.60%	5.38%	-34.79%	-1172.36%	4.83%	44.12%	592.77%
减：所得税费用	40.75	83.67	32.14	-84.46	63.16	56.00	14.16	-167.07	55.73	65.82	114.09
% 税前利润	28.6%	38.2%	40.4%	-449.5%	27.4%	24.2%	27.3%	82.9%	23.1%	19.8%	31.8%
增长率 (YOY)	145.52%	634.96%	291.26%	588.00%	54.98%	-33.07%	-55.95%	97.81%	-11.76%	17.53%	706.02%
合并报表的净利润	101.85	135.52	47.36	103.25	167.28	174.98	37.69	-34.40	185.84	267.07	245.05
% 营业收入	1.6%	1.7%	0.7%	1.5%	2.1%	1.7%	0.5%	-0.7%	2.4%	2.2%	2.0%
增长率 (YOY)	-199.38%	139.45%	88.77%	49.70%	64.24%	29.11%	-20.43%	-133.32%	11.10%	52.63%	550.23%
净利润 (归属于母公司所有者的)	102.01	135.46	47.72	103.17	167.34	175.02	37.89	-34.36	185.98	267.04	245.05
增长率 (YOY)	-199.53%	139.44%	90.24%	50.72%	64.05%	29.21%	-20.59%	-133.31%	11.14%	52.57%	546.69%
分季度销量 (辆)	95,994	114,816	93,720	97,371	123,414	127,022	91,874	67,253	124,650	162,045	159,369
单车净利润 (万元/辆)	0.11	0.12	0.05	0.11	0.14	0.14	0.04	-0.05	0.15	0.16	0.15

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	19,311	27,865	30,070	41,435	48,019	52,983
增长率		44.3%	7.9%	37.8%	15.9%	10.3%
主营业务成本	-17,844	-25,446	-27,632	-36,094	-41,789	-46,111
% 销售收入	92.4%	91.3%	91.9%	87.1%	87.0%	87.0%
毛利	1,468	2,420	2,438	5,341	6,230	6,873
% 销售收入	7.6%	8.7%	8.1%	12.9%	13.0%	13.0%
营业税金及附加	-28	-44	-87	-203	-235	-260
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-733	-1,065	-991	-1,894	-2,170	-2,395
% 销售收入	3.8%	3.8%	3.3%	4.6%	4.5%	4.5%
管理费用	-668	-781	-974	-1,554	-1,801	-1,987
% 销售收入	3.5%	2.8%	3.2%	3.8%	3.8%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	39	530	387	1,690	2,023	2,231
% 销售收入	0.2%	1.9%	1.3%	4.1%	4.2%	4.2%
财务费用	-4	-54	-131	-76	-80	-75
% 销售收入	0.0%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	0	-58	-88	-82	-10	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-9	29	-12	-105	-3	165
% 税前利润	n.a	6.4%	n.a	n.a	n.a	7.1%
营业利润	26	447	156	1,428	1,930	2,319
营业利润率	0.1%	1.6%	0.5%	3.4%	4.0%	4.4%
营业外收支	47	13	156	20	20	0
税前利润	72	460	312	1,448	1,950	2,319
利润率	0.4%	1.7%	1.0%	3.5%	4.1%	4.4%
所得税	-24	-72	34	-362	-487	-580
所得税率	33.2%	15.7%	-10.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	48	388	346	1,086	1,462	1,739
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	48	388	346	1,086	1,462	1,739
净利率	0.2%	1.4%	1.2%	2.6%	3.0%	3.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	48	388	346	1,086	1,462	1,739
少数股东损益	1	0	0	0	0	0
非现金支出	225	303	393	457	420	434
非经营收益	24	99	82	288	125	-110
营运资金变动	-64	-232	-1,239	-1,203	131	227
经营活动现金净流	233	558	-417	629	2,139	2,290
资本开支	-336	-552	-492	-1,076	-580	-600
投资	0	-22	35	-306	-109	-104
其他	23	78	16	-105	-3	165
投资活动现金净流	-313	-496	-441	-1,487	-693	-539
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	164	132	688	1,195	-1,226	-1,421
其他	2	-77	-393	-151	-417	-330
筹资活动现金净流	167	55	295	1,044	-1,643	-1,751
现金净流量	86	117	-564	185	-196	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	358	411	510	696	500	500
应收款项	423	578	945	1,735	1,987	2,021
存货	2,102	2,520	2,755	4,450	5,038	5,432
其他流动资产	494	398	579	624	720	748
流动资产	3,378	3,907	4,790	7,504	8,245	8,701
% 总资产	52.7%	50.5%	48.7%	55.5%	56.6%	56.9%
长期投资	187	349	713	1,019	1,129	1,232
固定资产	2,572	3,100	3,535	3,866	4,073	4,255
% 总资产	40.1%	40.1%	35.9%	28.6%	28.0%	27.8%
无形资产	275	337	686	1,083	1,066	1,052
非流动资产	3,034	3,824	5,044	6,012	6,312	6,584
% 总资产	47.3%	49.5%	51.3%	44.5%	43.4%	43.1%
资产总计	6,412	7,731	9,833	13,516	14,556	15,284
短期借款	990	907	1,771	2,966	1,740	319
应付款项	3,348	4,097	4,668	6,307	7,345	7,979
其他流动负债	6	421	193	232	271	323
流动负债	4,344	5,425	6,632	9,505	9,357	8,621
长期贷款	528	243	102	102	102	102
其他长期负债	39	146	89	88	88	88
负债	4,911	5,813	6,823	9,695	9,547	8,811
普通股股东权益	1,497	1,915	3,008	3,819	5,006	6,471
少数股东权益	4	3	3	3	3	3
负债股东权益合计	6,412	7,731	9,833	13,516	14,556	15,284

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.104	0.479	0.377	1.185	1.596	1.898
每股净资产	1.845	2.360	3.282	4.167	5.463	7.061
每股经营现金净流	0.287	0.688	-0.456	0.686	2.335	2.499
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	3.18%	20.28%	11.50%	28.44%	29.21%	26.88%
总资产收益率	0.74%	5.02%	3.52%	8.03%	10.05%	11.38%
投入资本收益率	2.05%	14.51%	8.77%	18.40%	22.15%	24.27%
增长率						
主营业务收入增长率	31.14%	44.29%	7.91%	37.80%	15.89%	10.34%
EBIT增长率	N/A	471.18%	-27.04%	337.30%	19.68%	10.29%
净利润增长率	N/A	715.48%	-10.93%	213.94%	34.68%	18.93%
总资产增长率	18.09%	20.58%	27.19%	37.45%	7.69%	5.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	5.8	4.6	5.8	7.2	7.0	6.5
存货周转天数	37.4	33.2	34.8	45.0	44.0	43.0
应付账款周转天数	37.6	29.5	32.4	37.3	37.3	36.3
固定资产周转天数	46.3	38.0	38.6	29.2	26.0	24.1
偿债能力						
净负债/股东权益	77.31%	38.55%	45.26%	62.08%	26.80%	-1.22%
EBIT利息保障倍数	22.5	9.8	3.0	22.4	25.4	29.9
资产负债率	76.60%	75.19%	69.39%	71.73%	65.59%	57.65%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	3	18
买入	1	3	7	11	85
持有	0	0	0	0	52
减持	0	0	0	0	4
卖出	0	0	0	0	3
评分	2.00	1.80	1.85	1.81	2.24

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-09	买入	7.90	10.50 ~ 10.50
2 2009-03-30	买入	9.55	N/A
3 2009-04-27	买入	11.01	15.00 ~ 15.00
4 2009-06-11	买入	12.34	17.60 ~ 17.60
5 2009-08-27	买入	14.74	21.50 ~ 21.50

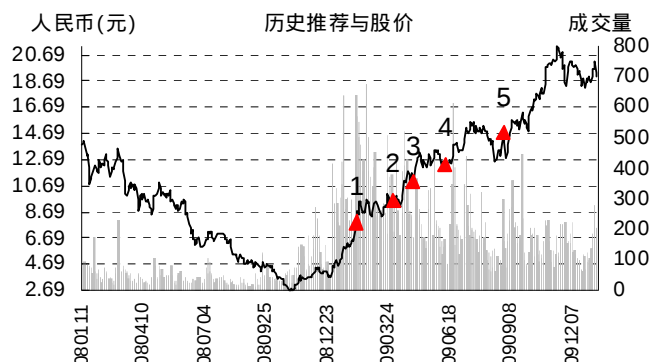
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。