

福田汽车 600166.SS

盈利创历史最好水平

公司近日公布 09 年年报。报告期内，公司实现销售收入 448.40 亿元，同比增长 49.1%；归属于母公司的净利润 10.37 亿元，同比增长 199.9%。每股净收益 1.13 元，盈利创历史最好水平。

研究结论

- **主营业务收入快速增长。**报告期内，受国家加大投资、汽车下乡直接补贴、养路费取消等政策的刺激，轻卡、重卡产品需求快速增长，由于公司的轻卡产品在中低端市场具备领先优势，重卡产品在公路货运行业具备竞争力，09 年公司的轻卡业务和重卡业务营业收入分别同比增长 39.9%、58%。主营业务收入的快速增长是公司盈利水平快速增长的重要驱动因素之一。
- **主营业务毛利水平大幅度提升。**公司的综合毛利率由 08 年的 8.1%，大幅度提高到 09 年的 11.2%，其中，轻卡产品的毛利率由 08 年的 7.7%，大幅度提高到 09 年的 11.9%；重卡产品毛利率由 08 年的 7.2%，大幅度提高到 09 年的 10.3%；轻卡产品单车净销售收入由 08 年的 4.64 万，增加到 09 年的 5.57 万，同比增长 20.1%；重卡产品单车净销售收入由 08 年的 19.69 万，增加到 09 年的 21.60 万，同比增长 9.7%。我们认为，除了原材料价格的显著下降以外，售价较高的高端产品的比重的提高也是公司毛利水平大幅度提高的非常重要的驱动因素。公司毛利水平的显著提高是公司 09 年盈利水平大幅度提高的最重要的驱动因素。
- **09 年公司的盈利水平具有较高的质量。**08 年公司的净利润为 3.45 亿元，经营性现金余额为 -4.17 亿元；09 年公司的净利润为 10.37 亿元，经营性现金余额为 40.88 亿元。09 年公司的盈利水平具备较高的质量。
- **公司有望完成增长模式的转变。**我们留意到报告期内，公司的主要利润来源：轻卡业务和重卡业务的单车净销售均价都有所增长，这为公司毛利水平的增长做出了重要的贡献。我们认为，公司产品销售均价的增长，表明高端产品的销量比重在不断提高。随着高端产品销量比重的提高，公司的盈利水平对原材料价格的敏感度将有所下降，公司的盈利增长模式将从单纯依靠销量增长向依靠产品附加值的提高过渡。特别是公司和戴姆勒集团组建合资公司，合资公司将获得戴姆勒奔驰的发动机技术和整车技术支持，公司的重卡产品技术有望获得质的提升，为公司成为第一流的商用车公司奠定坚实的基础。
- **投资评级。**预计公司 10 年、11 年分别实现每股收益 1.50 元、1.66 元，对应 10 年、11 年 PE 分别为 13.31 倍、12.05 倍；10 年、11 年 PB 分别为 3.46 倍、2.80 倍。继续维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**1) 钢材价格年内上涨幅度过大；2) 投资增速显著下降，商用车产品需求增速显著放缓。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 x 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

王 轶

汽车行业分析师
8621-63325888 x 6129
wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 2 月 27 日)	19.97 元
目标价格 (6 个月)	30.00 元
总股本/A 股 (万股)	91641/91641
A 股市值 (百万元)	18301
国家/地区	中国
行业	汽车
报告日期	2010 年 2 月 27 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	1.73	16.28	132.02
相对表现 (%)	7.44	14.98	78.65

资料来源: WIND

财务预测

(百万元人民币)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	44,840	51,392	59,210	62,986
税前利润	242.33	242.65	267.98	257.03
归属母公司净利润	1,037	1,375	1,519	1,457
EBITDA	1,744	2,397	2,664	2,732
每股收益 (元)	1.13	1.50	1.66	1.59
净资产收益率	29.29%	29.38%	25.71%	20.50%
每股经营现金 (元)	4.46	0.17	0.87	3.38
市盈率 (X)	17.64	13.31	12.05	12.56
EV/EBITDA	9.33	7.27	6.74	5.92

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

附表：财务报表预测

损益表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	44,840	51,392	59,210	62,986	经营活动现金流	4,088	153	797	3,093
营业成本	39,828	45,770	52,843	56,413	税后利润	1,037	1,375	1,519	1,457
主营业务税金及附加	206	236	272	290	经常性非现金支出	589	741	846	967
销售费用	1,673	1,879	2,165	2,304	非经常性现金支出	(15)	25	10	4
管理费用	1,673	1,804	2,078	2,211	营运资金变动	2,477	(1,988)	(1,578)	666
财务费用	55	86	78	82	少数股东损益	(0)	0	0	0
资产减值损失	149	34	46	40	投资活动现金流	(713)	(1,043)	(937)	(932)
投资收益	(38)	(15)	(0)	7	资本开支	(754)	(1,045)	(940)	(935)
营业利润	1,219	1,568	1,727	1,654	投资与投资收益	(136)	3	3	3
非经常性损益	61	50	60	60	筹资活动现金流	(277)	(771)	(378)	(456)
税前利润	1,280	1,618	1,787	1,714	贷款增加	(153)	(500)	0	(50)
所得税	242	243	268	257	支付股利利息	(116)	(271)	(368)	(395)
净利润	1,037	1,375	1,519	1,457	其他融资	(8)	0	(10)	(10)
少数股东损益	(0)	0	0	0	现金净流量	3,099	(1,660)	(519)	1,706
归属母公司净利润	1,037	1,375	1,519	1,457	现金期初余额	436	3,535	1,875	1,356
EPS (元/股)	1.13	1.50	1.66	1.59	现金期末余额	3,535	1,875	1,356	3,063

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	11183	9321	11476	12026	增长能力				
货币资金	4131	2470	1952	3658	营收增长率(%)	49.12%	14.61%	15.21%	6.38%
应收账款及票据	866	1448	1666	1982	EBITDA 增长率(%)	182.29%	37.45%	11.14%	2.58%
存货	4895	4005	6250	4670	EBIT 增长率(%)	335.09%	32.20%	8.98%	-3.05%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	200.18%	32.57%	10.44%	-4.09%
非流动资产合计	6474	6869	7089	7182	盈利能力				
长期投资	597	580	577	580	毛利率(%)	11.18%	10.94%	10.75%	10.44%
固定资产	3648	4047	4328	4473	净利率(%)	2.31%	2.68%	2.56%	2.31%
在建工程	316	383	367	363	EBITDA 利润率(%)	3.89%	4.66%	4.50%	4.34%
可供出售金融资产	118	118	118	118	ROA(%)	7.55%	8.12%	8.74%	7.71%
无形资产	1322	1263	1194	1115	ROE(%)	29.3%	29.4%	25.7%	20.5%
开发支出	133	163	193	223	ROIC(%)	17.57%	22.91%	21.11%	18.01%
资产总计	17657	16191	18566	19208	偿债能力				
流动负债合计	11,485	9,108	10,339	9,928	资产负债率(%)	76.93%	67.36%	64.84%	60.01%
循环借款	223	23	123	173	流动比率(%)	97.38%	102.34%	111.00%	121.13%
应付账款及票据	5,834	5,492	6,077	6,205	速动比率(%)	54.76%	58.37%	50.55%	74.09%
预收账款	3,375	2,570	2,960	2,519	营运能力				
其他应付款	1,519	778	898	846	总资产周转率	3.26	3.04	3.41	3.33
非流动负债合计	2,098	1,798	1,698	1,598	应收账款周转率	62.25	54.44	47.94	43.82
长期贷款	884	584	484	384	存货周转率	10.41	10.29	10.31	10.33
应付债券	987	987	987	987	应付账款周转率	9.06	8.08	9.13	9.19
负债合计	13,583	10,906	12,037	11,526	价值评估				
股本	916	916	916	916	P/B(倍)	4.49	3.46	2.80	2.38
资本公积	1,356	1,356	1,356	1,356	P/E(倍)	17.64	13.31	12.05	12.56
未分配利润	1,294	2,367	3,459	4,466	EV/收入(倍)	0.36	0.34	0.30	0.26
股东权益合计	4,074	5,285	6,528	7,681	EV/EBITDA(倍)	9.33	7.27	6.74	5.92
负债和股东权益	17,657	16,190	18,565	19,207	EV/EBIT(倍)	11.97	9.70	9.17	8.53

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

王 轶：汽车行业分析师

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

- 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；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，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之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn