

机械、汽车

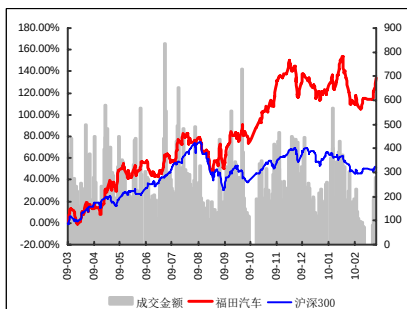
报告原因：半年报点评

2010年2月28日

市场数据：2010年2月26日

收盘价	19.97
流通市值(百万元)	12037.84
52周内高	26.60
52周内低	2.24
总市值(百万元)	18300.68

一年股价走势



执笔人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

分析师

张旭

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@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)

业绩继续攀升，增长更加健康

增持

维持评级

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
2008A	30070	8%	8%	346	-11%	0.38	53
2009A	44840	49%	11%	1037	200%	1.13	18
2010E	53752	20%	11%	1225	18%	1.34	15
2011E	63241	18%	11%	1639	34%	1.79	11

投资要点：

- ◆ **业绩继续攀升、收入结构更加优化。**年报显示，公司四季度EPS达到了0.37元，较三季度继续上升。作为商用车企业一般2季度是业绩高峰，但今年四季度公司业绩随产品销量高涨，凸显经营的高景气度。同时，公司收入结构更加优化，中重卡、大中客、轻客等产品的收入占比进一步提升，继续减小公司对轻卡业务的依赖程度（图1）。
- ◆ **毛利提升迅速，内涵增长可期。**公司09年的销售毛利率为11%，是近五年来的新高（图2）。钢材等原材料的低位运行，产品结构的上行共同造就了公司盈利能力的迅速提升。我们认为10年钢材价格的有望保持温和上升的态势，因此公司的成本仍有可能控制在较低的水平。同时，公司积极向产业链上游扩张，力争提高盈利能力的经营策略也将使得公司未来的毛利率向更好的方向发展。
- ◆ **重卡10年有望继续火爆。**09年公司重卡销量达到8.5万辆，同比增长42%，名列行业第四位，远超过行业17%的平均增长水平。公司物流用重卡半挂牵引车的占比较大（图3），而09年四季度以来重卡半挂牵引车出现了爆发性增长，未来随着宏观经济的进一步增长，我们预计国内物流需求仍将增长，因此10年公司的重卡销量仍将继续维持。公司重卡业务目前的主要问题是产能不足，公司目前有一个重卡生产基地，产能极限有望达到10万台，而我们对公司10年重卡销量的预测为10万台左右。
- ◆ **轻卡稳健，今年前景仍将看好。**09年公司轻卡销量达到47.8万辆，同比增长45%左右。这其中09年开始逐步放量的微卡贡献了较大增长。公司作为轻卡行业的龙头市场占有率高达25%左右。由于规模优势，公司的低端“时代”品牌轻卡在低端轻卡市场有着非常好的性价比。10年，

请务必阅读正文之后的特别声明部分

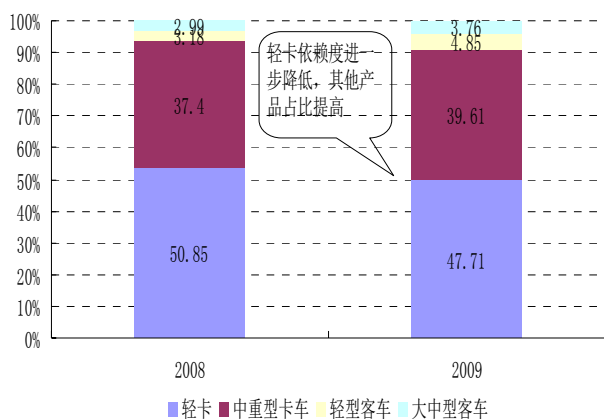


随着国家继续加大对农村经济的扶持力度，我们认为汽车进入农村的过程有望继续加快。而作为重要的生产资料，轻卡将会大大受益于这一过程。同时，我们认为城市物流需求也有望在 10 年增加轻卡销量。在这种背景下，我们预计福田 10 年轻卡销量有望增长 20%。同时，公司在不断提升轻卡的产品结构，欧马可等高端轻卡的销量在 10 年有一定突破，在此带动下公司与康明斯合资的福田康明斯轻卡生产公司将会在 10 年大幅度减亏。

- ◆ **大中客车继续向第一集团进军。**公司进入大中客车领域时间不长，但发展迅速。公司的欧 V 客车是国内为数不多的全承载式大客车，再加上在国内较为领先的新能源动力技术，这使得公司的大中客市场占有率提升很快。09 年公司大中客销量达到了 4000 辆，同比增长 57%，远远高于行业 7% 的增长速度。10 年公司大中客面临的问题同样是产能不足，公司目前只有本部一个大中客车生产基地，产能约为 0.5 万辆左右，新建的 0.55 万辆产能的南海基地将在 2011 年才能投产。
- ◆ **轻客、MPV 等业务对业绩影响仍将较小。**在公司的其他业务当中，09 年公司轻客销量达到 2.1 万辆，同比增长 50% 以上，MPV、SUV 等产品合计销售 1.4 万辆，同比增长 200% 以上。但上述车型由于发动机、变速箱等核心零部件均为外购，因此贡献业绩很小。
- ◆ **与戴姆勒合资的重卡公司将使得公司在新一轮的重卡竞争当中占据先机，而收购福田重机使得公司重卡产业链向下游延伸。**公司以目前的欧曼重卡业务出资与戴姆勒奔驰公司合资成立了新的重卡公司已经进入了最后的阶段，估计 10 年下半年将会正式开始进行运作。此次合资虽然福田出让了未来重卡业务 50% 的收益，但是从世界商用车巨头戴姆勒公司引进了发动机等关键零部件技术，未来依靠着戴姆勒，福田的重卡业务将逐步改变因产业链过短而带来的盈利较低的问题。同时，在 10 年初，公司收购了福田重工的工程机械资产。福田重工在混凝土搅拌车、自卸车等多个工程机械领域有着不小的市场份额，而这些设备对重卡底盘有着天然的需求。未来通过产业链整合，公司在这些工程机械领域有望有较好的发展。
- ◆ **盈利预测及投资策略。**我们预计公司 10 年、11 年收入有望增长 20%、18%，同时我们认为 10 年公司毛利率仅有小幅下降，维持在 11% 左右，对应 EPS 分别为 1.33、1.78 元。（注：2011 年，合资后的重卡业务的收益将只有 50% 并在投资收益中体现，但我们并未在此次预测中

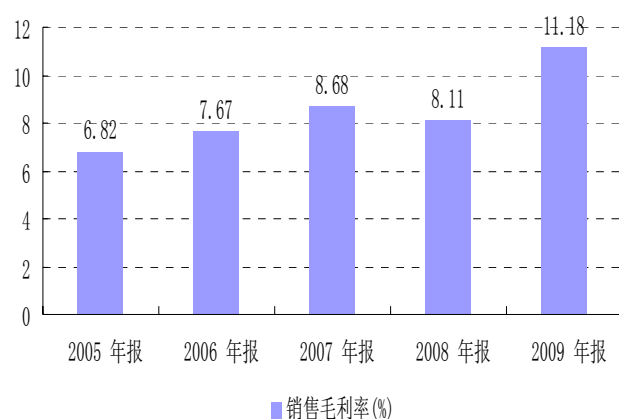
考虑，因此上面预测 11 年业绩略偏高。) 公司目前股价对应的 PE 分别为：15、11 倍，估值仍然具有很大的吸引力，因此我们继续维持对公司的“增持”评级。

图表 1：福田汽车收入占比



资料来源：山西证券研究所

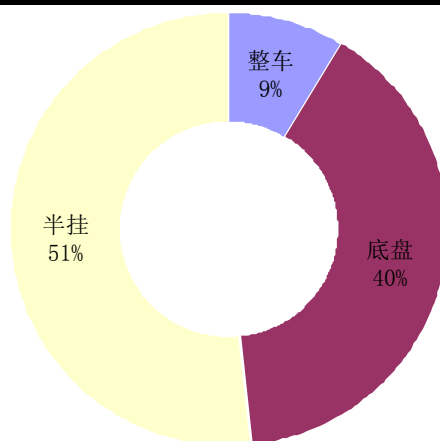
图表 2：福田汽车各个子业务毛利情况



资料来源：山西证券研究所

资

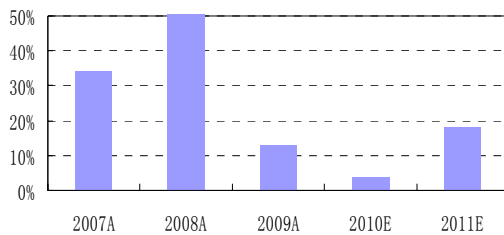
图表 3：福田汽车轻卡销量



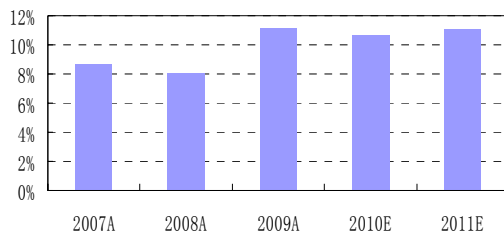
资料来源：山西证券研究所



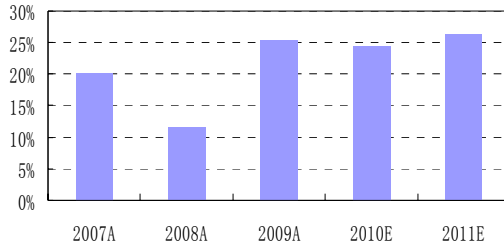
销售收入增长率



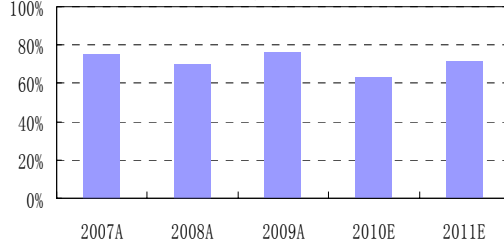
毛利率



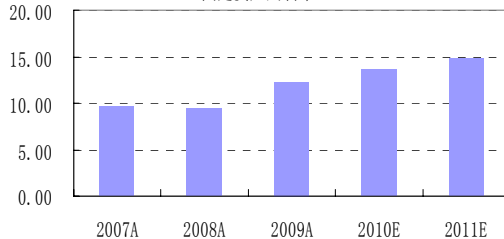
ROE



资产负债率



固定资产周转率



利润表	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	30069.83	44839.62	53751.95	63240.52
减: 营业成本	27632.04	39827.71	48003.54	56228.69
营业税金及附加	86.89	205.61	246.47	289.98
营业费用	990.52	1672.59	1935.07	2339.90
管理费用	973.81	1672.93	2042.57	2529.62
财务费用	130.91	54.50	59.04	41.73
加: 投资收益	-12.17	-37.99	-20.00	100.00
营业利润	155.79	1218.97	1445.25	1910.60
利润总额	311.78	1279.55	1445.25	1910.60
减: 所得税	-33.76	242.33	219.79	271.59
净利润	345.54	1037.22	1225.46	1639.01
减: 少数股东损益	-0.35	-0.11	-0.12	-0.17
归属母公司股东净利润	345.89	1037.33	1225.59	1639.18
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	917.71	3759.68	760.34	5109.83
应收和预付款项	1524.42	2134.05	1924.21	2841.05
存货	2755.09	4894.74	4134.68	6441.88
其他流动资产	0.00	21.48	21.48	21.48
长期股权投资	543.09	597.17	577.17	677.17
固定资产和在建工程	3535.03	3963.49	4331.93	4660.38
无形资产和开发支出	685.55	1454.98	1541.69	1618.40
其他非流动资产	178.51	287.44	281.04	274.64
资产总计	10139.40	17113.02	13572.54	21644.82
短期借款	1565.97	80.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4667.89	10728.19	6332.89	13154.92
长期借款	101.84	1870.94	1870.94	1870.94
其他负债	793.24	359.51	359.51	359.51
负债合计	7128.95	13038.64	8563.34	15385.37
股本	916.41	916.41	916.41	916.41
资本公积	1307.94	1355.63	1355.63	1355.63
留存收益	783.45	1802.35	2737.28	3987.71
归属母公司股东权益	3007.80	4074.39	5009.32	6259.75
少数股东权益	2.64	0.00	-0.12	-0.29
股东权益合计	3010.45	4074.39	5009.19	6259.46
负债和股东权益合计	10139.40	17113.02	13572.54	21644.82
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	-404.07	4106.10	-2069.64	5279.97
投资性现金净流量	-816.34	-712.68	-500.00	-500.00
筹资性现金净流量	1315.44	-277.11	-429.70	-430.47
现金流量净额	97.05	3116.71	-2999.34	4349.49

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。