

2010-07-28

汽车制造

福田汽车 600166.SH

首次

买入

当前价格	19.56 元
目标价格	25.68 元
目标期限	6 个月

分析师:

于特(执业证书编号: S0930210060004)

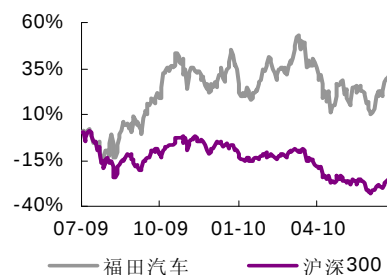
021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	916
总市值(百万元)	17,925
流通比例(%)	65.78%
12 个月最高/最低(元)	23.09/12.29
近 3 月日均成交量(百万股)	9.79
主要股东	北汽集团 北汽控股有限 责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.25	5.12	57.03
绝对收益	8.42	-4.94	31.71

相关报告:

业绩增长确定 估值偏低

◇ 事件: 公司公布上半年预增公告

◆上半年汽车销量大幅增长, 业绩快速释放

公司发布业绩预增公告: 预计 2010 年上半年归属于母公司所有者净利润同比增长超过 150%, 上年同期 EPS 为 0.494 元, 据此测算 2010 年上半年 EPS 将超过 1.24 元。2010 年第一季度公司实现 EPS0.57 元。

公司业绩大幅增长主要得益于公司产品销量的增长, 2010 年 1-6 月公司销售汽车 37.11 万辆, 同比增长 29.4%, 其中重卡 5.93 万辆, 同比增长 85.8%; 轻卡 28.9 万辆, 同比增长 21.4%; 轻客 1.26 万辆, 同比增长 21.7%; 大中客车 2013 辆, 同比增长 74.3%。

◆受益于重卡物流的增长, 公司重卡已经达到产能上限

公司重卡中货车和半挂牵引车占比较高, 这两类车型主要用于物流运输。而重卡相关的物流运输具有一定后经济周期性, 2009 年下半年以来的宏观保持了较快的增长, 有力的支撑了物流运输增长及重卡产品的需求。

公司位于怀柔的欧曼重卡厂产能为 10 万辆, 2010 年 3 月、4 月、5 月公司重卡产销连续超过 1 万辆, 已经达到产能上限。正在怀柔建设的重卡二厂设计产能为 8 万辆, 投产后公司重卡产能压力将缓解。

◆中重卡与戴姆勒合资, 有助于增强公司核心竞争力

发动机是重卡最为核心的零部件, 为长远发展和保持竞争能力, 重卡的主要生产企业中国重汽、一汽、东风、陕汽都拥有重卡发动机生产厂。公司与戴姆勒成立合资公司, 生产欧曼卡车的同时生产戴姆勒 OM457 发动机, 有利于增强公司产品竞争力。国内中低端重卡发动机生产企业有潍柴、玉柴等, 由于生产时间长, 产销规模大, 因此成本比较低。公司再投入这一领域, 获得竞争优势的可能性不大。而 OM457 在国内属于中高端, 相对来讲竞争压力不大, 同时也是国内未来发展方向。

◆盈利预测与投资评级:

不考虑中重卡合资公司的影响, 公司 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 2.14 元、230 元、258 元, 对应 PE 为 9/9/8 倍, 估值低于汽车行业龙头品种。考虑到公司盈利受原材料影响比较大, 而目前主要原材料价格下滑趋势比较明显, 我们认为公司的盈利水平有望保持, 因此给予公司“买入”评级, 目标价 25.68 元。

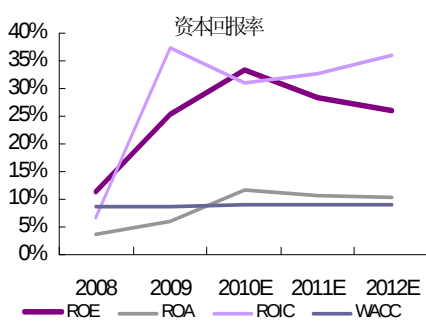
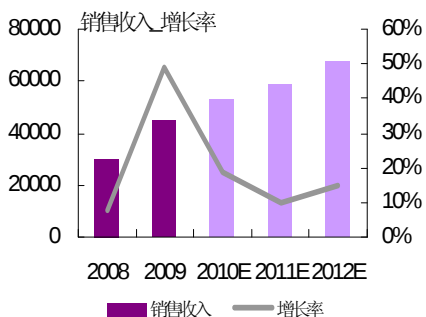
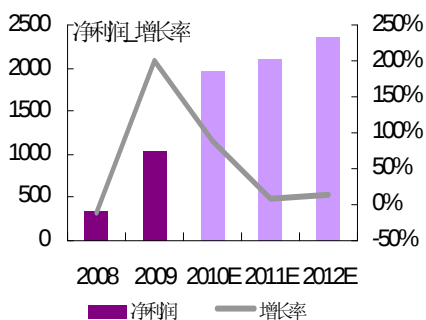
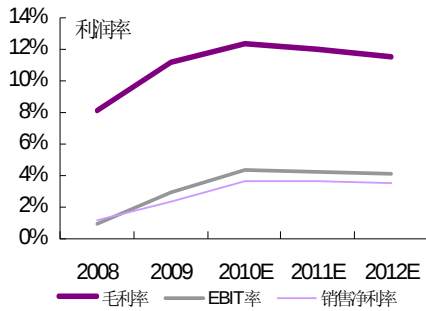
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	30,070	44,840	53,134	58,534	67,194
营业收入增长率	7.91%	49.12%	18.50%	10.16%	14.80%
净利润(百万元)	346	1,037	1,958	2,103	2,368
净利润增长率	-10.93%	199.90%	88.79%	7.40%	12.57%
EPS(元)	0.38	1.13	2.14	2.30	2.58
ROE(归属母公司) (摊薄)	11.50%	25.46%	33.37%	28.49%	25.96%
P/E	52	17	9	9	8
P/B	6	4	3	2	2
EV/EBITDA	36	11	7	6	5

光大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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,070	44,840	53,134	58,534	67,194
营业成本	27,632	39,828	46,545	51,510	59,467
折旧和摊销	270	337	424	442	460
营业税费	87	206	244	269	309
销售费用	991	1,673	1,966	1,990	2,150
管理费用	974	1,673	2,178	2,283	2,486
财务费用	131	54	29	32	17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-12	-38	0	0	0
营业利润	156	1,219	2,273	2,443	2,755
利润总额	312	1,280	2,304	2,474	2,786
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	345.89	1,037.33	1,958.32	2,103.27	2,367.69

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	9,833	17,657	17,011	19,489	22,953
流动资产	4,790	11,183	10,397	12,770	16,117
货币资金	510	4,131	1,860	3,321	5,255
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	607	739	975	1,074	1,232
应收票据	95	0	159	176	202
其他应收款	244	127	161	177	155
存货	2,755	4,895	5,725	6,340	7,324
可供出售投资	47	118	118	118	118
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	543	597	597	597	597
固定资产	3,180	3,648	3,885	3,984	4,060
无形资产	582	1,322	1,256	1,193	1,134
总负债	6,823	13,583	11,143	12,106	13,833
无息负债	4,950	11,489	9,988	11,078	12,805
有息负债	1,873	2,094	1,155	1,028	1,028
股东权益	3,010	4,074	5,868	7,384	9,120
股本	916	916	916	916	916
公积金	1,740	1,864	2,157	2,473	2,828
未分配利润	351	1,294	2,794	3,994	5,376
少数股东权益	3	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-417	4,088	-836	2,662	3,007
净利润	346	1,037	1,958	2,103	2,368
折旧摊销	270	337	424	442	460
净营运资金增加	517	-3,110	3,347	58	65
其他	-1,550	5,824	-6,566	58	115
投资活动产生现金流	-816	-713	-375	-500	-500
净资本支出	-686	-1,455	367	500	500
长期投资变化	543	597	0	0	0
其他资产变化	-674	145	-742	-1,000	-1,000
融资活动现金流	1,315	-277	-1,061	-700	-573
股本变化	105	0	0	0	0
债务净变化	723	222	-939	-128	0
无息负债变化	287	6,538	-1,501	1,090	1,727
净现金流	82	3,099	-2,271	1,461	1,934

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	7.91%	49.12%	18.50%	10.16%	14.80%
净利润增长率	-10.93%	199.90%	88.79%	7.40%	12.57%
EBITDA 增长率	-29.17%	189.63%	65.42%	7.03%	10.77%
EBIT 增长率	-36.62%	338.80%	75.52%	7.55%	11.97%
估值指标					
PE	52	17	9	9	8
PB	6	4	3	2	2
EV/EBITDA	36	11	7	6	5
EV/EBIT	68	13	8	7	6
EV/NOPLAT	64	16	10	8	7
EV/Sales	1	0	0	0	0
EV/IC	4	6	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	8.11%	11.18%	12.40%	12.00%	11.50%
EBITDA 率	1.89%	3.68%	5.13%	4.98%	4.81%
EBIT 率	0.99%	2.92%	4.33%	4.23%	4.13%
税前净利润率	1.04%	2.85%	4.34%	4.23%	4.15%
税后净利润率 (归属母公司)	1.15%	2.31%	3.69%	3.59%	3.52%
ROA	3.51%	5.87%	11.51%	10.79%	10.32%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.50%	25.46%	33.37%	28.49%	25.96%
经营性 ROIC	6.56%	37.24%	31.08%	32.83%	36.12%
偿债能力					
流动比率	0.72	0.97	1.04	1.17	1.29
速动比率	30.68%	54.76%	46.90%	59.13%	70.20%
归属母公司权益/有息债务	1.61	1.95	5.08	7.18	8.87
有形资产/有息债务	4.83	7.65	13.48	17.62	21.05
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.38	1.13	2.14	2.30	2.58
每股红利	0.02	0.18	0.64	0.69	0.78
每股经营现金流	-0.46	4.46	-0.91	2.90	3.28
每股自由现金流(FCFF)	0.73	6.46	-1.56	2.18	2.47
每股净资产	3.28	4.45	6.40	8.06	9.95
每股销售收入	32.81	48.93	57.98	63.87	73.32

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，金融学硕士，3 年汽车行业研究经验，3 年行业上市公司工作经验。

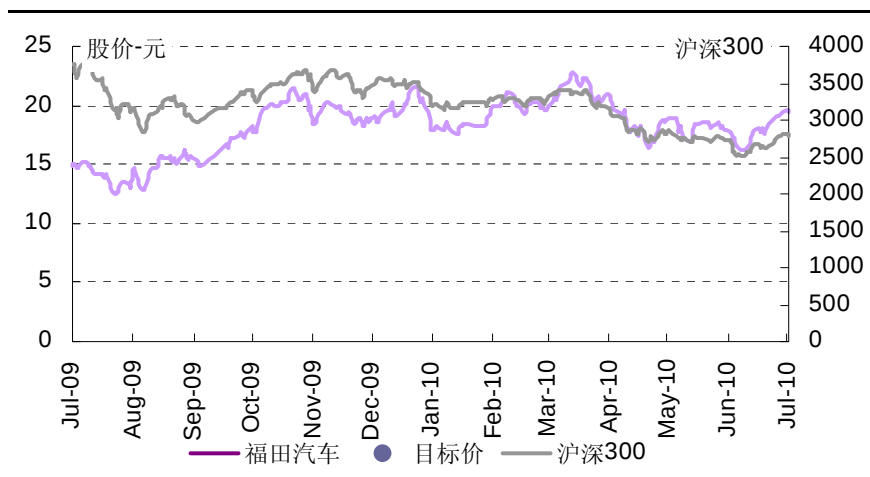
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

福田汽车（600166）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
买入	增持	中性	
减持	卖出		

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写,以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础,但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息,但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发,供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下,本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议,光大证券股份有限公司及其附属机构(包括研究所)不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员,交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。