



福田汽车：产品结构持续改善

投资要点：

- 公司产品结构持续改善，盈利水平不断提升；
- 重卡合资不影响公司利润，二工厂明年贡献利润。

报告摘要：

- **产品结构持续改善，盈利水平不断提升。**公司轻卡业务从低端的时代轻卡逐步扩展到中高端的奥铃、高端的欧马可，工程车则从轻型的金刚延伸到中重型的瑞沃。重卡方面，公司不断提升高附加值产品的比重，使单车价格逐步提升。
- **重卡合资不影响公司利润，二工厂明年发力。**二工厂将于今年底投产，今年上半年有2万多辆的重卡订单因为产能不足而无法接单，二工厂的投产将使这种情况不复存在。而且，公司加强了与西安康明斯、东风康明斯、玉柴的合作，以保证未来有充足的发动机供应。因此，一工厂注入合资公司，短期内不影响公司的利润水平，长期来看，将有利于公司重卡业务的发展。
- **中重型工程车瑞沃具备较好的发展前景。**公司目前的工程车有金刚、瑞沃，其中瑞沃属于中重型工程车。2009年瑞沃销售将近3万辆，今年预计为5万辆，单价约为10万元。
- **福田康明斯持续好转，明年或将扭亏。**福田康明斯（福康）产能为20万台，盈亏平衡点为6-7万台。配备福康发动机的欧马可C上半年销量为6、7千台；今年4、5月份，奥铃完成福康发动机的匹配，下半年将加强市场推广。随着配备福康发动机的车型增加，以及出口业务的逐步开展，预计福康明年将大幅减亏乃至扭亏为盈。
- **合理估值。**预计公司2010-2012年的每股收益为2.12、2.27、2.59元，对应2010-2012年的PE为9.42、8.82、7.71倍，给予增持评级。
- **风险因素：**宏观经济风险、原材料价格波动、汽车销量不如预期。

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	30,070	44,840	54,947	63,273	71,349
同比增长率	8%	49%	23%	15%	13%
净利润(百万)	346	1,037	1,945	2,077	2,376
同比增长率	-11%	200%	88%	7%	14%
每股收益(元)	0.40	1.13	2.12	2.27	2.59

分析师

分析师 宏源汽车组

联系人：陈盛军/于军华

电话：010-88085967

Email: chenshengjun@hysec.com

市场表现



公司数据

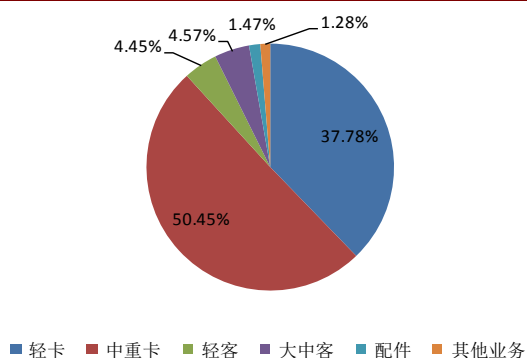
总股本(百万股)	916.41
流通股本(百万股)	602.80
控股股东	北京汽车工业控股有限公司
控股股东持股比例	34.22%

相关研究

一、公司概况

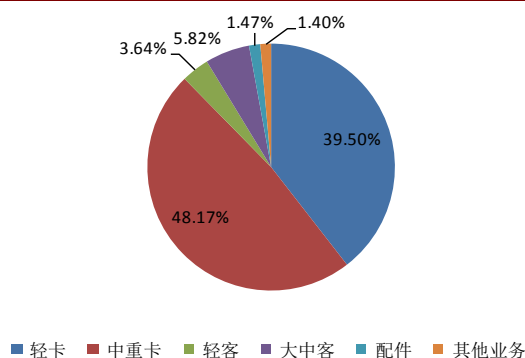
公司是国内最大的商用车企业，其主要收入和利润来源是轻卡、中重卡。近年来，大中客业务成长很快，特别是新能源客车。公司已经成为国内最大的新能源客车企业，2009年销售 925 辆新能源客车，销售收入 10 亿元。

图 1：公司营业收入构成



资料来源：公司公告，宏源证券

图 2：公司营业利润构成

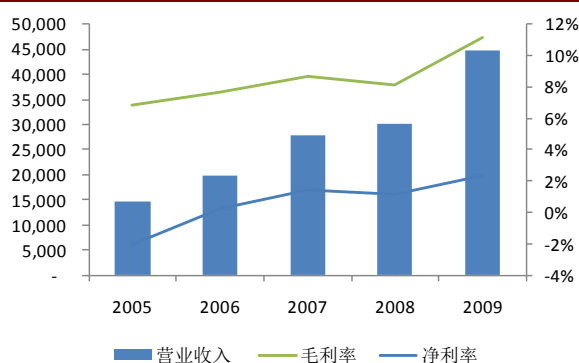


资料来源：公司公告，宏源证券

二、盈利能力不断提升

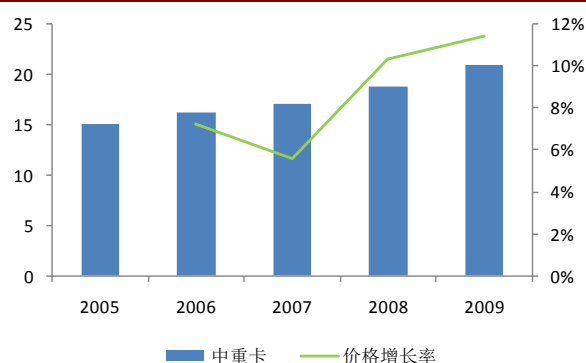
近年来，公司的销售收入增长迅速，从 2005 年的 147 亿提升到 2009 年的 448 亿。而公司的盈利能力逐年提升，毛利率从 2005 年的 6.8% 提高到 2009 年的 11.2%，净利率从 2006 年的 0.26% 提升到 2009 年的 2.31%。

图 3：公司销售收入（百万元）、毛利率、净利率



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：公司中重卡价格（万元）



资料来源：公司公告，宏源证券

公司盈利能力的提升，固然有规模提升所带来的规模效应，更重要的则在于公司不断加强成本控制、改进产品结构。公司的轻卡从低端的时代轻卡起步，逐步扩到中高端的奥铃、高端的欧马可，工程车则从轻型的金刚延伸到中重型的瑞沃。重卡方面，公司不断提升高附加值产品的比重，使单车价格逐步提升，特别是在今年上半年产能紧张时期，公司更多地接受高附加值的订单。

二、重卡合资对公司利润的影响有限

目前，公司的重卡在一工厂生产，产能为 10 万辆，最大单月产能为 9 千辆。一工厂将注入合资公司，因此一工厂的利润贡献短期内将下降。

二工厂将于今年底投产，届时正好迎来重卡的销售旺季，二工厂将迅速满足重卡的需求。2010 年上半年有 2-3 万辆的重卡订单因为产能不足无法接单，二工厂的投产将使这种情况不复存在。

公司加强了与西安康明斯、东风康明斯、玉柴等发动机厂商的合作，以保证未来有充足的发动机供应。

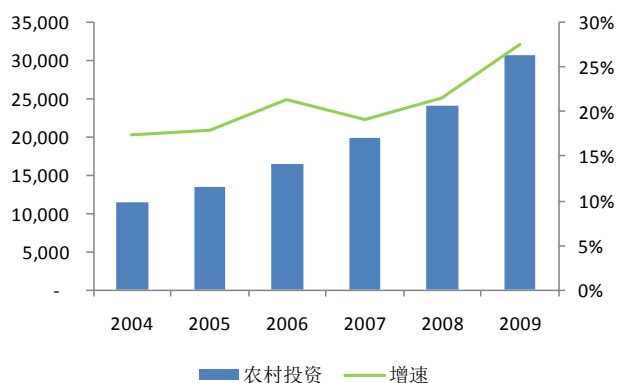
再者，一工厂注入合资公司，有 21.6 亿元的资产评估增值收益将分摊到合资后的各个年份。因此，一工厂注入合资公司，短期内不影响公司的利润水平，长期来看，将有利于公司重卡业务的发展。

三、瑞沃中重型工程车前景明朗

公司目前的工程车有金刚、瑞沃，其中瑞沃属于中重型工程车。瑞沃主要用于各类工程物料、工矿运输、部分农产品的运输，满足国内中等以下城市、城镇和农村工程物流运输需要。瑞沃售价 10 万元，而金刚售价 4-5 万元。此外，相对于欧曼而言，瑞沃属于低配。

随着新农村建设的持续推进、城镇化的逐步提高、中小城市的基建加强，中重型工程车有较好的发展前景。公司 2008 年开始生产瑞沃，2009 年瑞沃销售将近 3 万辆，今年预计销售 5 万辆。

图 5：农村投资（亿元）



资料来源：国家统计局，宏源证券

四、福田康明斯短期仍将亏损

福田康明斯（福康）目前产能为 20 万台，盈亏平衡点为 6-7 万台，今年计划销售 3.1 万台。配备福康发动机的欧马可 C 上半年销量为 6、7 千台。今年上半年，奥铃完成了和福康发动机的匹配，下半年将主推该车型。预计福康今年能完成销售目标。

随着配套车型的增加，2011 年福康将大幅减亏。如果 2011 年实施欧 IV 标准，则高端轻卡和中低端轻卡的价格差距将缩小，从而拉动高端轻卡的需求，预计福康将扭亏为盈。

五、新能源客车销量稳步增长

公司新能源客车今年预计销售 1200-1300 辆，去年为 925 辆。公司新能源客车目前的主要客户为北京公交，杭州、广州、长沙、昆明等城市的订单都较小，属于试验性订单，待这些城市稍后会确定主要的新能源客车供货商。

公司混合动力客车的关键部件大多进口。而纯电动客车方面，公司加强了与国内相关配套厂商的合作，这有利于降低电动客车的成本，提高公司纯电动客车的竞争力。纯电动客车的电池提供商有比克、力神、中信国安盟固利，电机的提供商则有大洋电机、南车新时代。

七、改善产品结构、逐步进入高端零部件

公司的战略是，不断改善产品结构，逐步进入高端零部件制造领域（如福田康明斯、OM457 发动机），而中低端零部件则仍然外购。如此一来，一方面，有利于提供公司高端产品的竞争力，更好地开拓国内外的高端市场；另一方面，可以凭借规模优势采购低价优质的中低端零部件，维持公司中低端产品的价格优势。

八、盈利预测及合理估值

预计公司 2010-2012 年的每股收益为 2.12、2.27、2.59 元，对应 2010-2012 年的 PE 为 9.42、8.82、7.71 倍，给予增持评级。

风险因素：宏观经济风险、原材料价格波动、汽车销量不如预期。

附：盈利预测

表 1：盈利预测（百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,070	44,840	54,947	63,273	71,349
减:营业成本	27,632	39,828	48,112	55,618	62,714
营业税金及附加	87	206	253	291	328
销售费用	991	1,673	2,033	2,341	2,640
管理费用	974	1,673	2,033	2,341	2,640
财务费用	131	54	38	63	71
资产减值损失	88	149	150	155	160
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-12	-38	-40	-20	-
营业利润	156	1,219	2,288	2,444	2,795
加:营业外净收支	156	61	-	-	-
利润总额	312	1,280	2,288	2,444	2,795
减:所得税	-34	242	343	367	419
净利润	346	1,037	1,945	2,077	2,376
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
归属于母公司所有者净利润	346	1,037	1,945	2,077	2,376
每股收益	0.40	1.13	2.12	2.27	2.59

资料来源：宏源证券

机构销售团队
华北区域
李晔

010-88085756

liye@hysec.com

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域
曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

华南区域
雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。