

公司名称 (福田汽车 600166.SH)

汽车行业

[2010.10.27]

福田汽车 (600166) 深度研究报告

——转向内涵式增长的商用车龙头

首次评级:	买入
目标价格:	32.0 ¥
当前价格:	¥ 26.8
2010.10.27	

✍	齐艳莉	✍	冯冲
☎	86-22-2845 1625	☎	86-10-6878 4270
SAC 执业证书编号	S1150207120103		
✉	qyl@bhq.com	✉	fchong2002@gmail.com

● 投资要点

产品系列齐全: 福田汽车是国内产销规模最大的商用车生产商, 产品覆盖重型货车、中型货车、轻型货车、微型货车、大型客车、中型客车、轻型客车, SUV 等细分市场, 产品系列齐全。

产品盈利能力不断增强: 公司 2006 年以来推行内涵式增长的发展战略, 公司毛利率水平稳步提升, 盈利能力大幅改善。

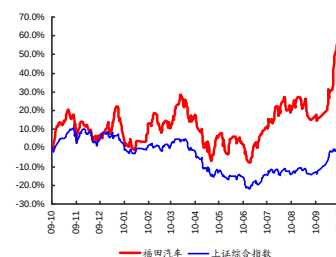
极强的资源整合能力: 公司整合国内外资源, 提升产品技术水平, 开拓新产品, 皆取得了成功, 反映公司整合资源的能力较强。

清晰的发展战略: 公司每一阶段皆制定了明确的发展战略, 并能够按照既定战略去发展。公司十二五发展战略是国内走内涵式增长道路, 同时积极开拓国际市场, 力争成为世界领先的商用车生产企业, 发展前景看好。

● 风险因素

在政策刺激下, 09、10 年我国商用车市场超高速增长, 2011 年整体市场面临回调风险, 福田汽车可能随整体市场调整而调整

福田汽车近一年股价走势图



相关报告

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	30,070	44,840	54,299	51,323	58,604
(+/-)%	8%	49%	21%	-5%	14%
经营利润 (EBIT)	387	1461	2313	1899	2317
(+/-)%	-27%	278%	58%	-18%	22%
净利润	346	1037	1931	1596	1966
(+/-)%	-11%	200%	86%	-17%	23%
每股净收益 (元)	0.377	1.132	2.107	1.742	2.145
每股股利 (元)	0.30	0.30	0.72	1.84	1.52
利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售毛利率 (%)	8.11%	11.18%	11.43%	10.87%	11.12%
ROE (%)	11.49%	25.46%	37.95%	31.96%	35.35%
ROIC (%)	8.77%	19.16%	32.71%	27.51%	30.67%
PE	71.00	23.68	12.72	15.39	12.49
PB	8.16	6.03	4.83	4.92	4.42
EV/EBITDA	37.46	12.20	7.58	8.59	6.75

三大表											
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	510	4131	4344	4834	6269	营业收入	30070	44840	54299	51323	58604
应收票据	95	0	120	114	130	营业成本	27632	39828	48092	45744	52084
应收账款	607	739	912	862	984	营业税金及附加	87	206	142	134	153
预付款项	579	1268	1688	2087	2541	销售费用	991	1673	1974	1866	2131
其他应收款	244	127	238	225	257	管理费用	974	1673	1778	1680	1918
存货	2755	4895	5248	4992	5683	财务费用	131	54	67	36	31
其他流动资产	0	12	12	12	12	资产减值损失	88	149	0	0	0
长期股权投资	543	597	597	597	597	投资收益	-12	-38	-38	-38	-38
固定资产	3180	3648	3929	3918	3974	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	355	316	408	404	495	营业利润	156	1219	2208	1825	2248
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	156	61	0	0	0
无形资产	582	1322	1220	1119	1017	税前利润	312	1280	2208	1825	2248
长期待摊费用	1	13	12	10	9	减：所得税	-34	242	279	230	284
资产总计	9833	17657	18873	19316	22116	净利润	346	1037	1929	1595	1964
短期借款	1566	80	54	0	0	归属于母公司的净利润	346	1037	1931	1596	1966
应付票据	78	979	634	603	687	少数股东损益	0	0	-1	-1	-1
应付账款	2882	4855	4980	4632	5572	基本每股收益	0.38	1.13	2.11	1.74	2.15
预收款项	1239	3375	4431	5429	6569	稀释每股收益	0.38	1.13	2.11	1.74	2.15
应付职工薪酬	102	509	509	509	509	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
应交税费	-416	6	300	300	300	成长性					
其他应付款	469	1519	1519	1519	1519	营收增长率	7.9%	49.1%	21.1%	-5.5%	14.2%
其他流动负债	500	0	67	46	98	EBIT 增长率	-27.0%	277.9%	58.4%	-17.9%	22.0%
长期借款	102	884	884	884	884	净利润增长率	-10.9%	199.9%	86.1%	-17.3%	23.2%
负债合计	6823	13583	13785	14323	16554	盈利性					
股东权益合计	3010	4074	5087	4993	5562	销售毛利率	8.1%	11.2%	11.4%	10.9%	11.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	销售净利率	1.2%	2.3%	3.6%	3.1%	3.4%
净利润	346	1037	1929	1595	1964	ROE	11.5%	25.5%	37.9%	32.0%	35.3%
折旧与摊销	306	385	498	518	543	ROIC	8.77%	19.16%	32.71%	27.51%	30.67%
经营活动现金流	-417	4088	2738	2706	3487	估值倍数					
投资活动现金流	-816	-713	-528	-438	-624	PE	71.0	23.7	12.7	15.4	12.5
融资活动现金流	1315	-277	-1996	-1778	-1427	P/S	0.8	0.5	0.5	0.5	0.4
现金净变动	82	3099	213	490	1436	P/B	8.16	6.03	4.83	4.92	4.42
期初现金余额	411	510	4131	4344	4834	股息收益率	1.1%	1.1%	2.7%	6.9%	5.7%
期末现金余额	492	3609	4344	4834	6269	EV/EBITDA	37.5	12.2	7.6	8.6	6.8

目 录

1. 公司概况.....	5
1.1. 公司历史沿革	5
1.2. 控股股东背景	6
1.3. 主要控股和参股公司	6
1.4. 福田汽车主营产品	7
1.5. 公司主要工厂产能状况.....	8
2. 公司主要财务指标分析	8
2.1. 主营收入分析:	8
2.2. 毛利率分析.....	10
2.3. 费用分析	11
3. 福田汽车市场分析及展望	12
3.1. 发展战略分析	12
3.2. 中重卡产品市场分析及前景展望	13
3.3. 轻微卡产品市场分析及前景展望	16
3.4. 大中客产品市场分析及前景展望	19
3.5. 轻客产品市场分析及前景展望	21
3.6. 乘用车产品分析及前景展望.....	22
4. 盈利预测.....	23
4.1. 主要假设	23
4.2. 具体盈利预测	24
5. 公司估值和投资建议.....	24

图 目 录

图 1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系	6
图 2: 主营业务收入(亿元)及分车型份额	9
图 3: 福田汽车出口收入占比近两年在下降	10
图 4: 福田汽车毛利率偏低,但近几年呈上升趋势	11
图 5: 费用及占营业收入的比例	11
图 6: 各种费用占比变化	12
图 7: 销售费用和管理费用年度变化	12
图 8: 福田汽车战略发展的转变	13
图 9: 福田重卡内销和出口的比例变化	14
图 10: 中重卡市场上福田汽车市场份额连续提升	15
图 11: 福田汽车重中卡销量及增长率	15
图 12: 中重卡内需增长率与经济周期的关系	16
图 13: 时代系列和奥铃系列比例	17
图 14: 轻微卡内销和出口的比例	17
图 15: 福田汽车在轻微卡市场占据龙头地位	18
图 16: 福田汽车轻微卡销量及增长率	18
图 17: 福田客车销量分车型份额	19
图 18: 福田客车出口占比连年提升	19
图 19: 福田汽车大中客销量及增长率	20
图 20: 轻客不同技术流派份额变化	21
图 21: 福田汽车轻客销量及增长率	22
图 22: 福田汽车乘用车销量	23
图 23: 2005-2010 年商用货车平均市盈率	24

表 目 录

表 2: 控股参股公司一览	7
表 1: 福田汽车产品体系	8
表 3: 北汽福田主要车型产能一览	8
表 4: 福田汽车毛利率水平变化	10
表 5: 福田汽车 09 年各车型销售比例	14
表 6: 福田中重卡业务预测	16
表 7: 福田轻微卡业务预测	19
表 8: 福田汽车大中客业务预测	21
表 9: 福田汽车轻客业务预测	22
表 10: 福田汽车乘用车业务预测	23

1. 公司概况

1.1. 公司历史沿革

北汽福田汽车股份有限公司（简称福田汽车.600166）的前身主体是诸城市机动车辆制造厂，始建于1989年，是山东省诸城市市属企业，原机械工业部定点生产轻型柴油汽车、四轮农用运输车的专业生产厂家。

1994年1月，诸城市人民政府、北京市人民政府批准北汽摩以吸收合并方式，将诸城市机动车辆制造厂并入北汽摩，并将其更名为北汽摩公司诸城车辆厂，成为北汽摩设在山东的农用运输车的专业生产厂。

1996年8月13日，由北汽摩作为主要发起人，与常柴集团有限公司、武进柴油机厂等100家单位发起设立北汽福田车辆股份有限公司。

1998年3月23日北京市人民政府同意本公司增资扩股，并由发起设立转为募集设立，公司4500万可流通股于98年6月2日在上交所上市交易，上市初，公司总股本19412万股。

2000年，北京拖拉机厂资产重组后，进入福田汽车配套体系，更名为北京福田环保动力股份有限公司，主要生产中小马力发动机。

2001年，北京怀柔冲压件厂，资产重组后并入福田汽车，现为福田汽车北京欧曼重型汽车厂，主要生产欧曼中重型卡车。

2004年，北京第一通用机械厂资产重组后并入福田汽车，现为福田汽车大中客生产厂，主要生产欧V大中型客车。

2006年，福田与美国康明斯发动机公司合资，国内生产康明斯2.8L、3.8L中轻型商用车发动机。

2010年福田和戴姆勒公司合资生产排量为12L的OM457重型卡车发动机，主要用于欧曼重卡的匹配。

经过一系列的资产整合、兼并重组之后，福田汽车目前已经成为商用货车全覆盖，商用客车仅缺少微客产品的一线商用车制造商，并开始开拓MPV、SUV乘用车市场。

公司总部位于北京市昌平区，2010年半年报显示公司总资产达210.7亿元，员工超过2.8万人，是一个以北京为管理中心，在京、津、鲁、冀、湘、鄂、辽、粤、新等9个省市拥有整车和零部件事业部，研发分支机构分布在中国、日本、德国、台湾等国家和地区的大型企业集团。

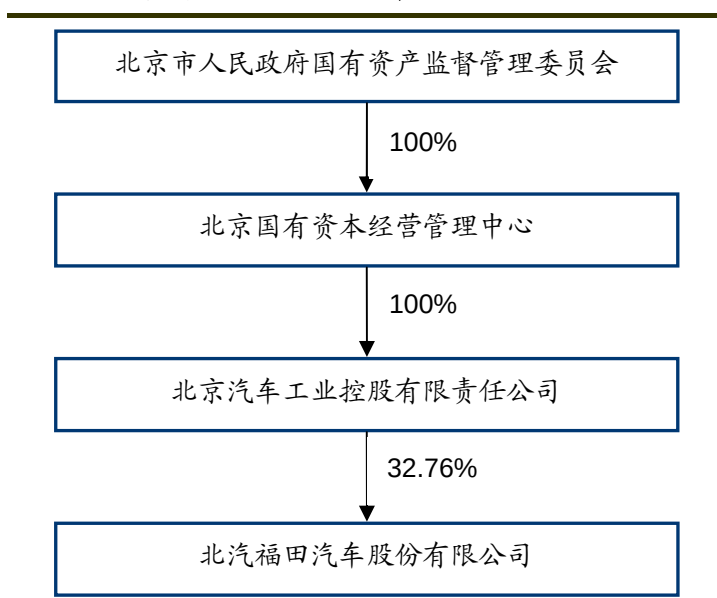
通过内部股上市、增发、转增股、总转股等，截止 2010 年 9 月 14 日，福田汽车总股份为 105483.58 万股。

1.2. 控股股东背景

福田汽车的控股股东和实际控制人为北京汽车工业控股有限公司，该公司隶属于北京市国资委下属的国有资本经营管理中心。截止 2009 年底，北京汽车工业控股有限公司持股 37.71%，其余股东持股比例皆在 5%以下。

北京汽车控股有限公司，业内称为北汽集团，是隶属北京市国资委的国有独资大型企业，整车制造企业除了控股北汽福田之外，还控股北京现代、北京奔驰、北京汽车制造厂，是北京市重点发展的工业企业之一。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司年报，渤海证券研究所

1.3. 主要控股和参股公司

公司控股参股公司较多，但多是加工制造以及代理销售的企业为主，其关键零部件配套产品如发动机、变速箱、车桥的生产企业参股和控股少。

北汽福田康明斯和福田奔驰正在建设阶段，还没有参与配套，这两个公司建成投产后将扩大福田汽车的产业链，改善产品品质，有利于公司利润率的提高。

表 1：控股参股公司一览

被投资的公司名称	主要经营活动	股权比例（%）	参控关系	是否合并报表
北京福田国际贸易有限公司	货物进出口、技术进出口、代理进出口	100	子公司	是
长沙福田汽车科技有限公司	汽车研究、开发；汽车(不含小轿车)及零部件的销售；技术咨询	100	子公司	是
诸城福田汽车销售有限公司	销售、进出口汽车(不含小轿车)及零部件、技术咨询服务	100	子公司	是
山东潍坊福田模具有限责任公司	加工、销售模具及冲压件	100	子公司	是
佛山南海福田汽车销售有限公司	销售：国产汽车（不含小轿车）及零配件；提供技术咨询	100	子公司	是
日本福田自动车株式会社	汽车、建筑用机械、农业用机械、内燃机等产品的研发、试制、试验；汽车、建筑用机械、农上用机械、内燃机等产品及零部件的生产、采购、销售	100	子公司	是
俄罗斯福田汽车有限公司	汽车、工程机械、内燃机等产品及零部件的采购、销售	100	子公司	是
北京福田康明斯发动机有限公司	生产柴油发动机及其零部件；销售自产产品	50	合营企业	否
新疆福田广汇专用车有限责任公司	各类载货汽车及底盘、专用汽车及底盘	39.82	联营企业	否
安徽安凯福田曙光车桥有限公司	汽车车桥等汽车配件	30	联营企业	否
北京福田环保动力股份有限公司	机械电器设备、内燃机	18.72	联营企业	否

资料来源：公司 09 年年报，渤海证券研究所

1.4. 福田汽车主营产品

福田汽车以农用车起家，在发展的过程中整合内外部资源不断扩充其产品线。发展到现在，福田汽车产品线已经较全，商用车板块中重型货车、中型货车、轻型货车、微型、大型客车、中型客车、轻型客车的细分市场皆有产品参与竞争。具体各细分市场分布产品如表 1。

福田汽车在轻微型货车市场排名第一，形成霸主地位；在重型货车市场近几年竞争力也不断增强，09 年销量超越陕汽重汽，排名第 4 位，仅次于一汽、东风、中国重汽传统三强；轻客市场经过吸收部分原中顺汽车经销渠道，也在该细分市场站稳脚跟；在大中客市场、乘用车市场当前竞争力不足，份额偏小。

表 2: 福田汽车产品体系

车型	细分车型	份额	品牌及图片	
乘用车	MPV	2.8%	蒙派克 MP-X	迷笛 Midi
	SUV	—	传奇 SAGA	
福田产品体系	重中卡	8.2%	欧曼 9 系/6 系	
			牵引车	自卸车
			普通载货车	普通载货车
			普通载货车	普通载货车
			普通载货车	雷沃专用车
			各种型式改装车	
	轻微卡	21.6%	时代轻卡	时代金刚
			时代迪卡	瑞沃
			奥铃	欧马可
			萨普皮卡	
	大中客	2.8%	欧 V 新干线	欧 V 先锋
			公路客车	欧 V 全景无限
			旅游客车	
	轻客	8.7%	风景 VIEW	风景改装邮政车
			风景改装救护车	

资料来源：乘联会、CAAM，渤海证券研究所

注：份额为 2010 年 1-7 月各细分市场份

1.5. 公司主要工厂产能状况

福田汽车产能扩张较快，目前投产的产能已达 70 万辆，从市场销售状况来看，10 年中重卡产能紧张，不能按时提车，已经在建的福田欧曼二厂在 2011 年将投产。轻微卡产能完全能够满足市场需求，综合考虑来看，未来两年，福田产能基本能够满足市场需求。

表 3: 北汽福田主要车型产能一览

分车型	状态	产能	09 年销量	10E 销量
中重卡	已投产	8	8.46	10.23
	在建，11 年上半年投产	8		
轻微卡	已投产	60	47.8	55.5
大中客	已投产	0.5	0.4	0.44
	在建，11 年下半年投产	0.5		

数据来源：渤海证券研究所

2. 公司主要财务指标分析

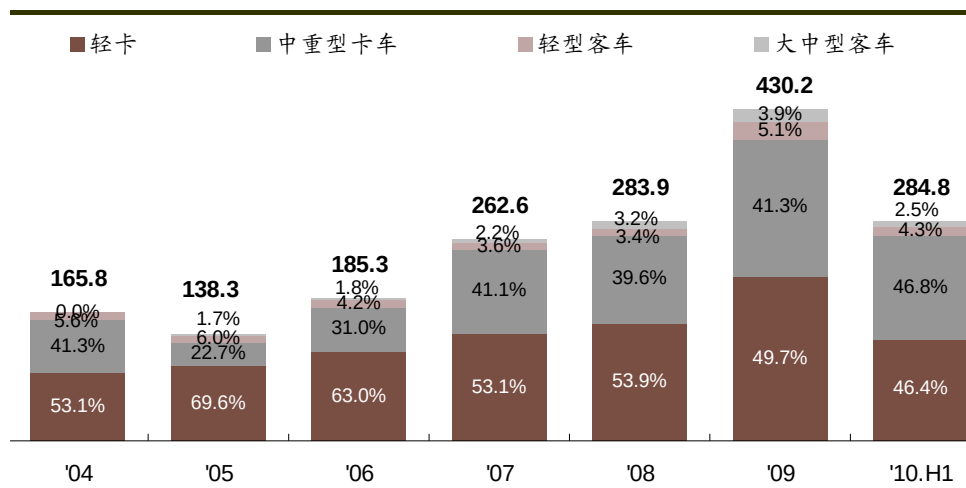
2.1. 主营收入分析：

福田汽车主营业务收入 05 年以来连续增长，05-09 年复合增长率高达 32.8%，其

销量复合增长率为 18%，05-08 年的复合增长率 27.1%，销量复合增长率为 9.6%，销售收入的增长速度远远高于销量的增长速度。

分结构来看，05 年以来重中卡业务的收入快速增涨，05 年占营业收入比重为 22.7%，09 年占比已经提高到 41.3%，与轻卡业务一起成为公司两大支柱性业务，10 年上半年重卡销售又是火爆增长，预计全年重卡业务收入占比 47% 左右。

图 2：主营业务收入（亿元）及分车型份额

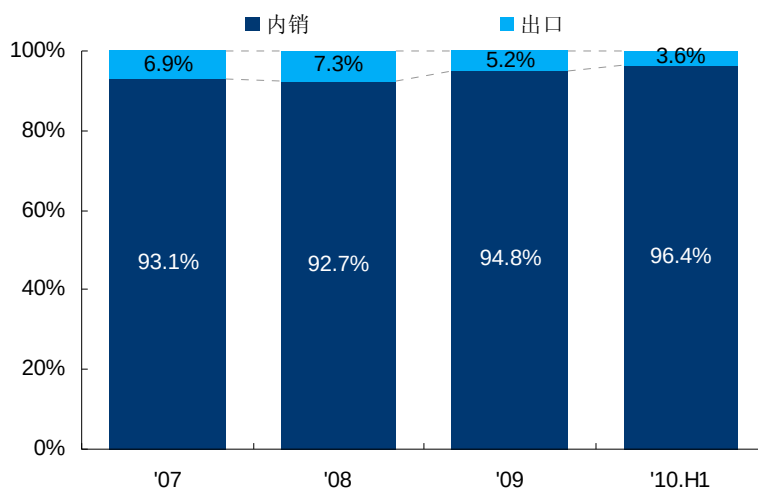


数据来源：wind，公司半年报，渤海证券研究所

注：其 MPV 和 SUV 的销售收入并入轻客中

从出口和内销收入比来看，07、08 年占比 7% 左右，09 年以来由于国内市场快速增长，主要满足内需，出口放缓，收入占比下滑，未来福田出口收入占比将快速回升。

图 3: 福田汽车出口收入占比近两年在下降



数据来源: CAAM, 渤海证券研究所

2.2. 毛利率分析

福田汽车近几年毛利率相对比较稳定, 04-08 年基本稳定在 8% 左右, 09 年汽车市场火爆, 毛利率大幅提升到 11.2%。

分车型来看, 轻微卡和重中卡的毛利率比较稳定, 大中客和轻客波动较大。

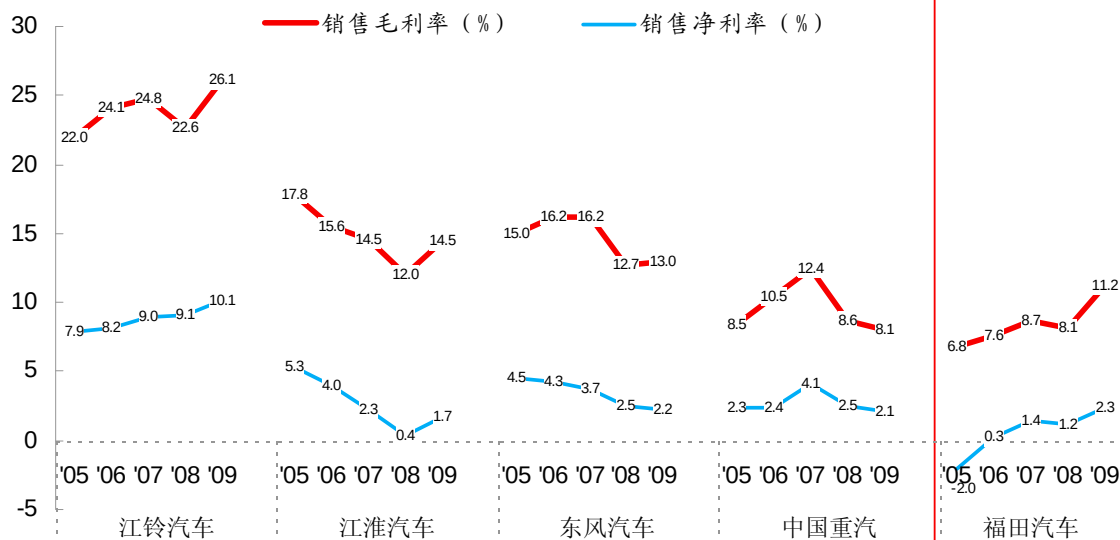
表 4: 福田汽车毛利率水平变化

分车型	'04	'05	'06	'07	'08	'09	'10.H1
轻卡	7.9%	6.7%	7.9%	9.0%	7.7%	11.9%	12.6%
中重型卡车	8.2%	7.0%	6.5%	7.9%	7.2%	10.3%	12.3%
轻型客车 (含MPV、SUV)	4.4%	6.2%	9.6%	3.6%	5.9%	9.2%	9.7%
大中型客车	-33.1%	-2.7%	10.0%	15.7%	19.2%	13.5%	11.3%
总体毛利率	7.8%	6.6%	7.6%	8.5%	7.8%	11.2%	12.3%

数据来源: 公司数据, 渤海证券研究所

与其他商用车公司的毛利率和净利率对比看, 福田汽车的毛利率和净利率水平偏低, 在 5 家商用货车公司中, 05-08 年毛利率水平排名倒数第一, 09 年排名倒数第二。但从动态角度来看, 福田汽车的毛利率水平上升趋势明显。

图 4：福田汽车毛利率偏低，但近几年呈上升趋势

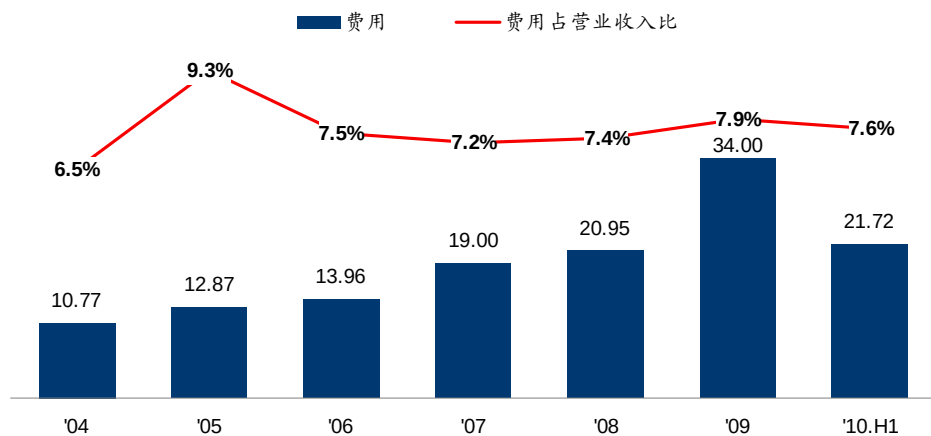


数据来源：wind，渤海证券研究所

2.3. 费用分析

福田汽车总费用，随着公司业务的发展也呈现增长趋势，但从占业务收入比例情况来看，06年以来占比较稳定，公司费用的增长是业务增长的需要。

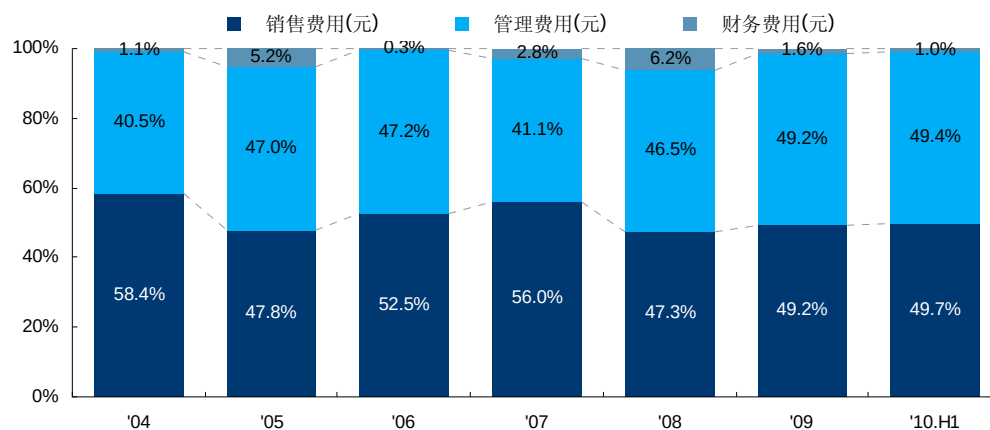
图 5：费用及占营业收入的比例



数据来源：公司数据，渤海证券研究所

09 年销售费用和管理费用占比基本持平，从年度变化来看，管理费用的占比呈现小幅增长态势。08 年由于汽车市场形势不好，公司现金流紧张，短期融资成本增加，使财务费用增加。

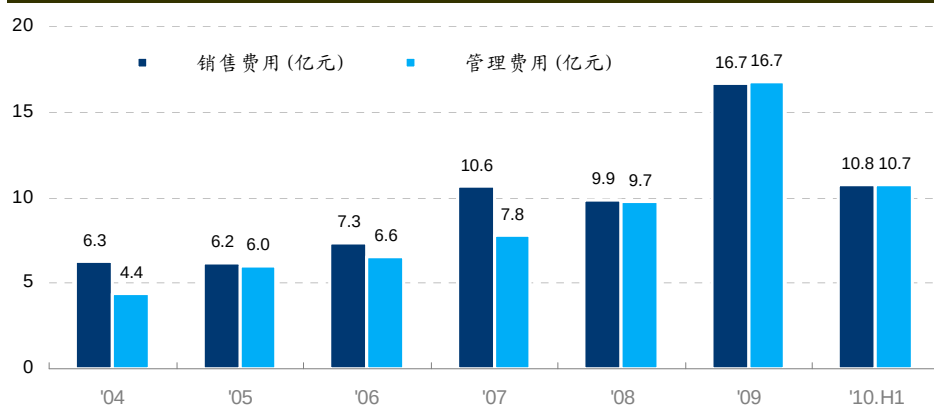
图 6：各种费用占比变化



数据来源：公司数据，渤海证券研究所

从管理费用细分项看，其职工平均工资近两年增长较快，主要是业绩较好，公司奖金支出增加。

图 7：销售费用和管理费用年度变化



数据来源：公司数据，渤海证券研究所

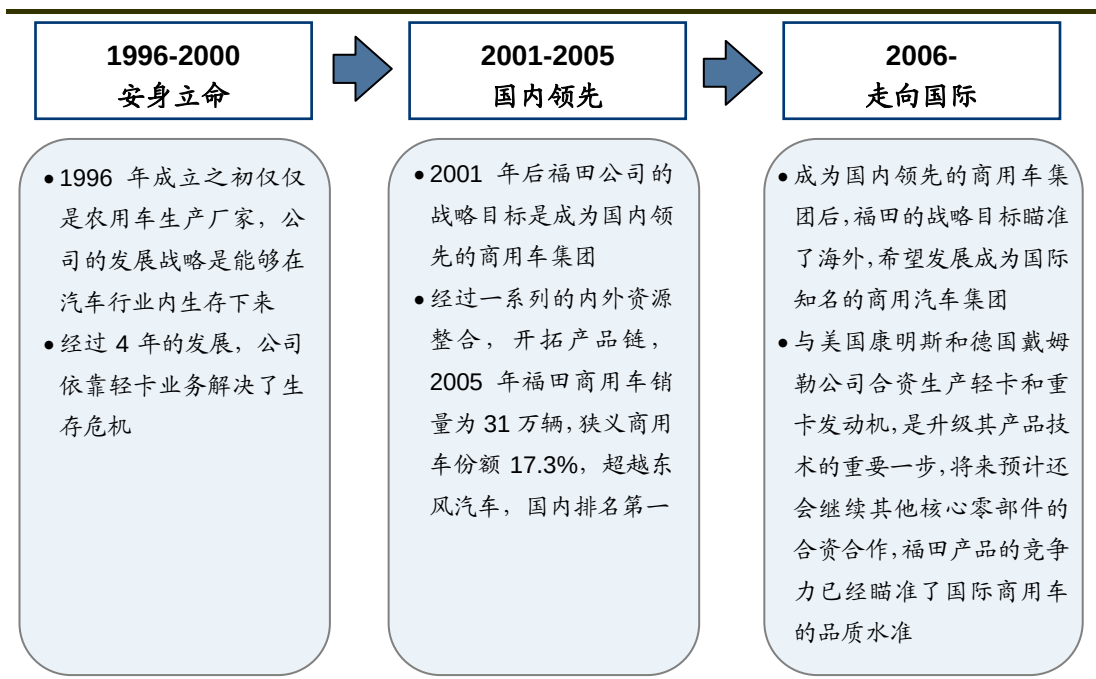
3.福田汽车市场分析及展望

3.1. 发展战略分析

福田汽车 1996 年成立之初的战略目标是在汽车行业生存，通过整合资源，尤其是 98 年成功上市，获得了发展的良机，在国内商用车领域站稳脚跟，实现了初期的战略目标；2001 年后公司提出了要成为国内领先的商用车集团的战略目标，为此整合了一系列北京周边零部件制造厂，开拓其商用车产品链，加大中高端轻卡车型的开发，到 2005 年销量已经是狭义商用车排名第一的厂家，实现第二阶段的战略目标；2006 年以后公司的战略目标是走向国际，成为国际知名的商用车公司，成立了专门的海外事业部，坚持“内涵增长，结构调整，全球化”的战略思想和经营方针，通过乘用车业务拓展、大型装备制造业、投行与金融服务业拓展、全球化经营和现有业务国内、国际市场竞争力的培育提升，持续做强商用车，推进全球化，

稳步推进乘用车，走以内涵增长为基础的业务扩张道路。

图 8：福田汽车战略发展的转变



资料来源：渤海证券研究所整理

十二五目标：商用车率先实现全球化，确立商用车领域的国际领导者地位；借助新能源汽车发展契机，实现轿车业务跨越式发展。到 2015 年，计划产销量达到 150 万辆，争取 180 万辆，业务收入 1600 亿元以上，其中，海外销量超过 50 万辆，占总销量 30%。

为保证公司“十二五”计划的顺利实现，公司还专门制定了“5+3+1”战略，即实现全球 5 个重点发展中国家产业化，美洲是巴西和墨西哥，亚洲是印度、泰国或印度尼西亚，欧洲是独联体国家，重点是俄罗斯；实现 3 个发达国家和地区市场重大突破，包括欧盟、北美和日本，欧盟进行产业化研究，北美和日本以其他方式进入；“1”为实现轿车业务中国国内市场重大突破。

3.2. 中重卡产品市场分析及前景展望

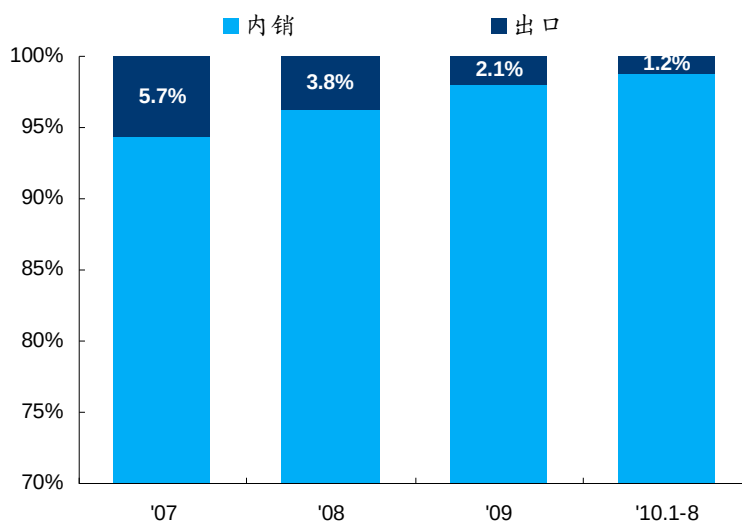
福田汽车在中重卡市场属第二阵营厂家，其产品综合竞争力属中等偏上水平，由于在网络、营销以及资源整合方面能力突出，中重卡市场份额不断提升，已在该市场站稳脚跟，并开始提升其产品的综合技术水平，与戴姆勒合资生产重卡发动机是其提升核心竞争力的关键一步，随着产能的扩张和出口的开拓，未来 2 年在该细分市场份额将进一步扩大。

福田汽车 2002 年开始涉足重中卡市场，以 CKD 组装起家，除驾驶室外，发动机、变速箱、车桥均外购，发动机以潍柴动力的为主，变速箱来自陕西法士特，车桥以斯太尔和法士特为主。整合内外部资源谋发展一直是福田汽车的强项，在重卡上表

现的更明显一些。

从国内和国际市场看，近几年出口的比例持续下降，08 年主要受国际金融危机的影响，09、10 年下降是因为内需旺盛，产品主要供给国内市场所致。未来两年国内市场回调时，出口将快速增长。

图 9：福田重卡内销和出口的比例变化



数据来源：CAAM，中国海关，渤海证券研究所整理

福田半挂牵引车中 6*2 的是主销产品，载货车 4*2 是主销产品，自卸车 6*4 和 8*4 相差不大。

福田公路物流运输车竞争力较强。09 年福田重中卡产品中，半挂牵引车比例 54%，普通载货车和自卸车比例各在 20%左右，半挂牵引车和普通载货车皆是公路物流运输车，两者叠加福田产品中公路物流运输车的比例 75-80%之间，工程自卸车 20%左右。

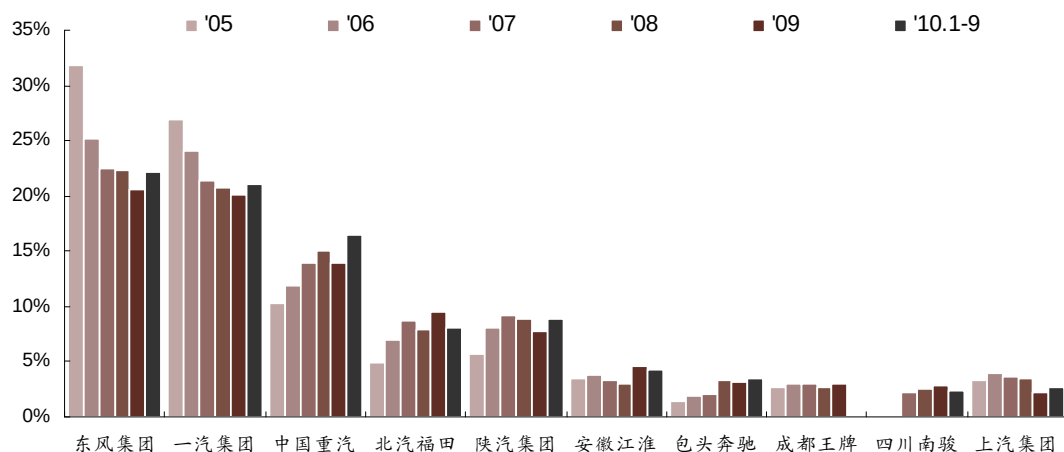
表 5：福田汽车 09 年各车型销售比例

车型	比例
半挂牵引车	54.0%
4×2	1.8%
6×2	35.8%
6×4	16.4%
载货车	24.8%
4×2	11.2%
6×2	2.3%
6×4	7.3%
8×4	4.0%
自卸车	21.2%
4×2	0.1%
6×4	11.8%
8×4	9.3%

数据来源：渤海证券研究所

竞争格局：在中重卡市场，东风、一汽、中国重汽是第一阵营的厂家，福田汽车和陕汽重汽是第二阵营，安徽江淮、包头北奔、成都王牌、四川南骏、上汽依维柯红岩属第三阵营。09 年福田汽车中重卡排名超过陕汽集团排名行业第四位，10 年上半年受产能不足影响，又被陕汽超越，排行第 5 总体来看，福田汽车第二阵营位置稳固，第三阵营与其差距还比较大。

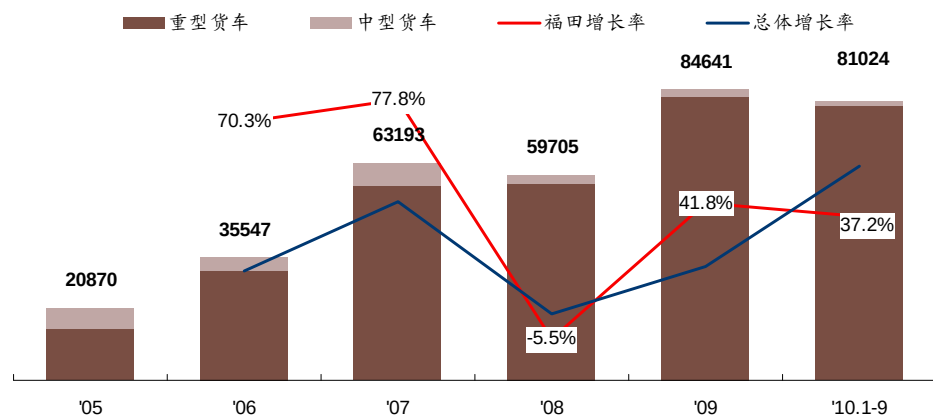
图 10：中重卡市场上福田汽车市场份额持续提升



数据来源：CAAM，渤海证券研究所

增长状况：福田中重卡销量增长快于整体市场。从 05 年以来的增长状况来看，福田增速快于整体市场增速，10 年以来受制于产能不足，市场表现没有整体市场增长的快。

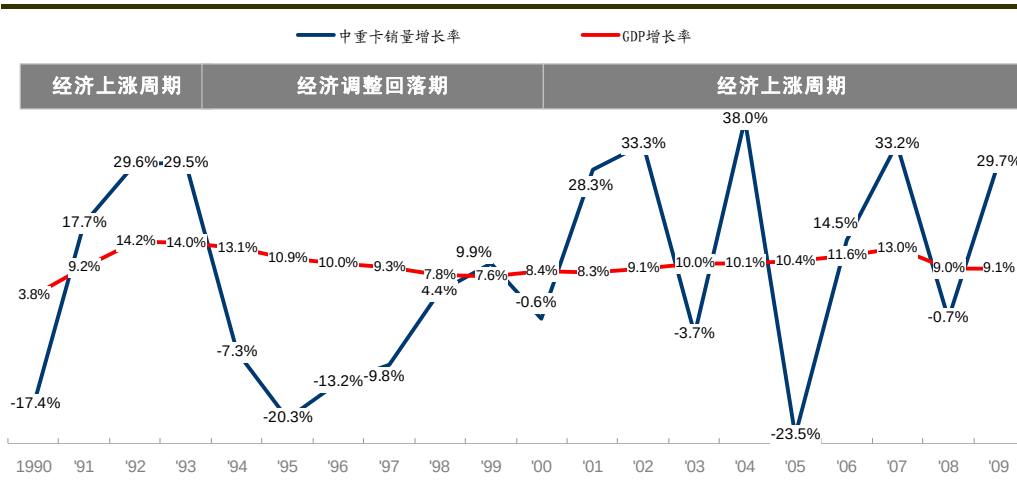
图 11：福田汽车重中卡销量及增长率



数据来源：CAAM，渤海证券研究所

周期性。除了宏观经济影响市场销售之外，行业政策对中重卡的短期市场表现也有较大影响，比如 08 年 7 月 1 日国 III 标准实施，使上半年大幅增长，下半年大幅下滑；国家 05 年以来各地陆续施行的计重收费政策，导致重型卡车的热销；09 年养路费取消，也对重卡，尤其是牵引车的刺激作用比较大。

图 12：中重卡内需增长率与经济周期的关系



数据来源：CAAM，渤海证券研究所

未来 2 年预测：整体市场 2011 年将出现调整，2012 年回升。主要原因有二，首先市场本身有内在调整的需求。从 05 年计重收费实施以来，牵引车快速替换准重卡，牵引车市场销售火爆，尤其是 07-10 年上半年市场绝对销量过高，运输市场运力快速增加，运输市场上新车、次新车较多，更新需求将明显减少，而目前中重卡市场更新需求在 50%左右；其次宏观经济的影响。基础建设投资增幅变小，房地产建设变缓等等，对自卸车的需求也将减弱。**福田汽车将随大势回调，但总体表现仍将好于整体市场。**具体预测数据如下：

表 6：福田中重卡业务预测

	中重卡	销售收入	毛利率
'06	35547	57.45	6.52%
'07	63193	107.85	7.91%
'08	59705	112.46	7.19%
'09	84641	177.62	10.34%
'10E	102315	229.63	10.8%
'11E	94408	212.42	10.5%
'12E	106783	245.60	10.5%

数据来源：渤海证券研究所

3.3. 轻微卡产品市场分析及前景展望

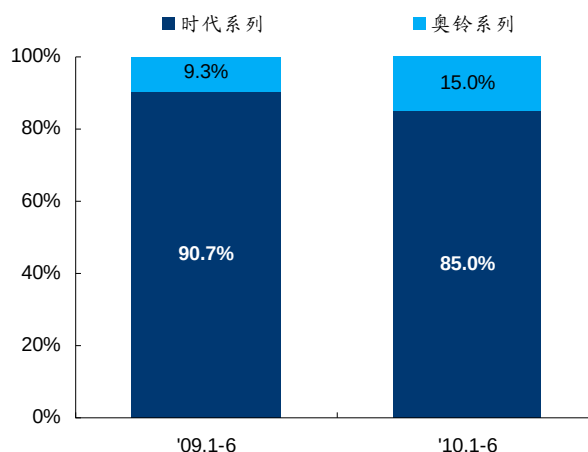
福田汽车在轻微卡市场龙头地位稳固，由于当前销售基数较大，份额也比较高，进一步提升规模难度加大，而且边际效益下降，所以福田汽车在轻微卡市场的战略是稳固低端市场，提升中高端产品的竞争实力，与美国康明斯合资生产轻型车

发动机是提升其中高端产品竞争力的重要举措，走内涵式增长道路，同时放眼国际市场。

轻卡从用途上划分主要有四类车型，一是运输类轻卡，即传统轻卡，占比 75%左右，二是工程卸类轻卡，占比 10%左右，三是皮卡，占比 10%左右，第四类是专用类占比 5%左右。福田轻微卡产品系列丰富，从吨位上看，涵盖了所有吨位的轻微型卡车，车型上看，四类车型皆有，具体品牌见表 1。客户可以根据自己需要选择适合的产品。

福田分品牌销售数据看，低端产品时代系列占主流，中高端产品奥铃系列（含欧马可）份额 10 年上半年比 09 年上半年提高了近 6 个百分点。出口比例 09、10 年偏低，与重卡一样，国内热销，优先供应内需市场所致。

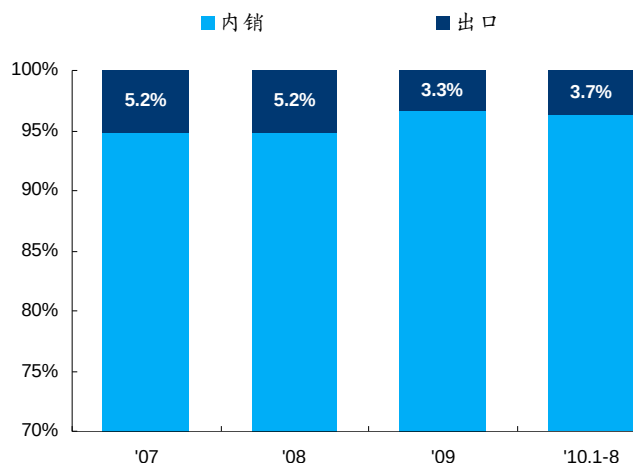
图 13：时代系列和奥铃系列比例



数据来源：渤海证券研究所

注：奥铃系列含欧马可、超越、捷运三个品牌

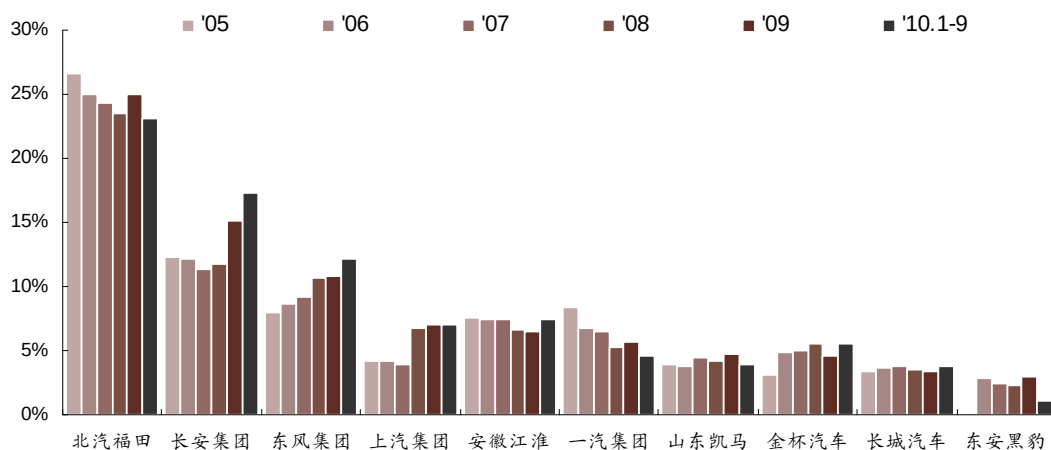
图 14：轻微卡内销和出口的比例



数据来源：渤海证券研究所

竞争格局：福田在轻微卡市场上是销量最大的厂家，市场份额 25%左右，占领头羊位置。长安汽车近 2 年，通过整合昌河、哈飞、东安黑豹等微车生产厂家，份额快速提升，与福田的差距大幅缩小。

图 15: 福田汽车在轻微卡市场占据龙头地位

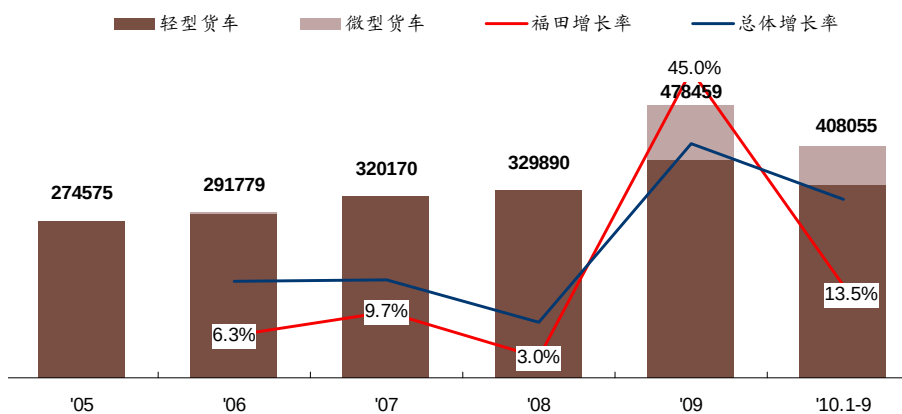


数据来源: CAAM, 渤海证券研究所

从市场表现来看,近几年福田轻微卡市场增长率低于整体市场增长率,只有09年汽车下乡政策刺激,低端轻卡热销,其增长率才高于总体市场增幅。主要原因在于福田轻卡的绝对销量已经比较大,市场份额进一步开拓难度加大。

轻卡市场江铃和庆铃占据高端轻卡市场,江淮、东风、福田奥铃系列占据中端市场,福田时代、金杯、东安黑豹、唐骏欧铃占据低端市场。福田汽车在低端市场具备绝对的竞争优势,在中端市场也能够分的一杯羹,但在高端市场竞争力略不足,在与康明斯合资后,发动机技术得到提升,有望解决高端轻卡的竞争力低的问题。

图 16: 福田汽车轻微卡销量及增长率



数据来源: CAAM, 渤海证券研究所

未来2年预测:轻微卡市场近几年市场增长稳定,与GDP弹性的维持在1-2倍之间,2009年和10年上半年受汽车下乡政策直补的刺激,弹性增大到3倍以上,我们认为是透支了未来1-2年的需求,所以2010年底政策退出之后,2011年将进入调整期,2012年触底回升。福田汽车由于走内涵式增长路径,因此销量增长率预计低于整体市场,但单车的价格和盈利能力有望继续提升。具体预测数据如下:

表 7：福田轻微卡业务预测

	轻微卡	销售收入	毛利率
'06	291779	116.75	7.87%
'07	320170	139.52	8.98%
'08	329890	152.90	7.67%
'09	478459	213.94	11.88%
'10E	554850	253.76	12.0%
'11E	502138	230.98	10.75%
'12E	560043	260.42	11.00%

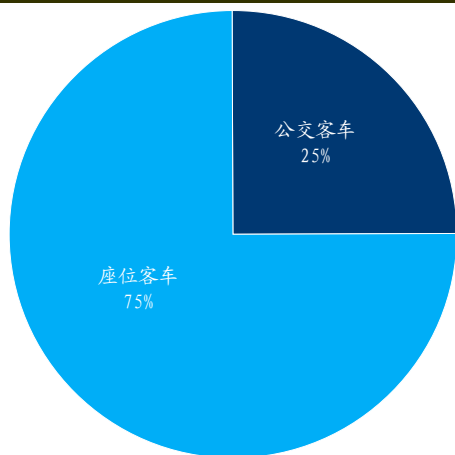
数据来源：渤海证券研究所

3.4. 大中客产品市场分析及前景展望

福田大中客产品在客车市场竞争力属中等水平，但在新能源客车项目上进展顺利，在客车行业属领先水平。大中客国内市场主要在北京，出口占比 30%左右，未来 2 年国内和国际双动力驱动有望同步加速，同时新能源客车销量也将持续增长，其中大中客业务的收入对主营业务收入的贡献将进一步提升。

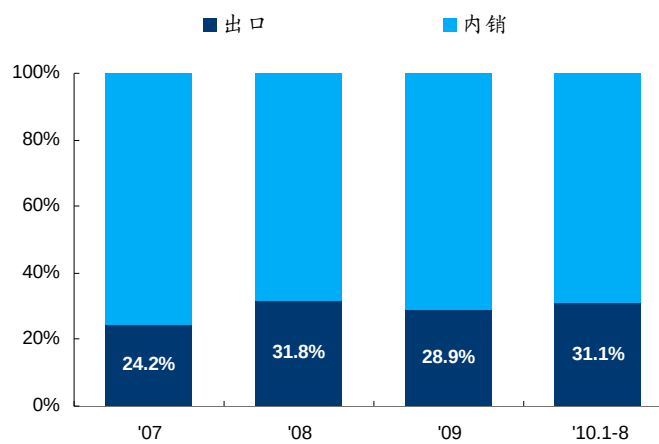
福田大中客产品涵盖公交客车、旅游客车、公路客车，销售比例上看年度差异较大，05-09 年累积看公交客车占比 35%左右，公路客车和旅游客车累积占 65%左右。从国内和国际两个市场来看，大中客出口份额稳步提升，销量增长由过去国内单一驱动变为国内和国外双动力驱动。

图 17：福田客车销量分车型份额



数据来源：渤海证券研究所根据客车信息网 05-09 年数据整理

图 18：福田客车出口占比连年提升

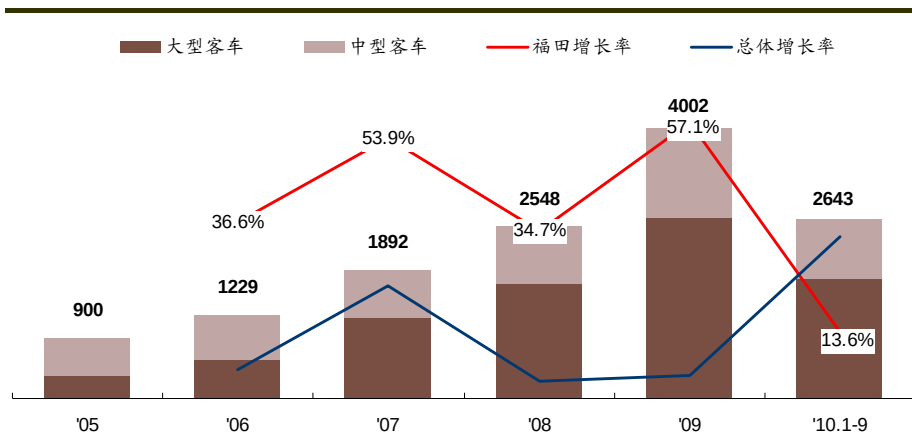


数据来源：渤海证券研究所根据海关数据整理

竞争格局：福田客车绝对量偏小，在行业排名第 16 位，仍然属于客车市场的小企业。大中客行业金龙集团和宇通客车的份额不断提升，已经形成面向全国市场的客车企业，传统市场留给北汽福田发展的空间已经不大，福田客车有望在新能源客车领域获得较好的发展。

福田客车的增长幅度远远高于整体市场，高增长主要来自于北京市场和国外出口双动力的拉动。大中客市场上地方公交企业和客运企业历来有优先采购本地客车厂客车的传统，得益于北京公交车近几年新增和更新的量都比较大，福田汽车的公交客车业务发展较快，2006 年以来福田国际市场战略的实施，出口也成为拉动销量增长的新动力。

图 19：福田汽车大中客销量及增长率



数据来源：CAAM，渤海证券研究所

福田客车新能源客车发展较快，从公开资料来看 2009 年销售 925 量新能源客车，实现销售收入超过 10 亿元。鉴于福田汽车在新能源研发以及市场推广上的成就，2008 年福田汽车被国家科技部和北京市政府授予北京新能源汽车设计制造产业基地称号，这是我国第一个新能源汽车产业基地。

北京市公交车保有量超过 2 万辆，位居国内所有城市之首，根据 10 年更新周期计算，每年更新量就将达到 2000 辆以上，北京市对环保标准要求较高，新能源客车在采购的比例中将逐年上升，立足北京市场的福田汽车，其新能源客车无疑将是受益者之一。

未来 2 年预测：受高铁陆续开通影响，大中客公路客车市场增长受到一定抑制，但公交客车的需求量持续稳定增长，同时出口市场的增长也将较快。具体预测数据如下：

表 8: 福田汽车大中客业务预测

	大中客	销售收入	毛利率
'06	1229	3.38	9.95%
'07	1892	5.75	15.68%
'08	2548	8.99	19.19%
'09	4002	16.84	13.54%
'10E	4426	15.84	14.00%
'11E	5500	22.00	14.00%
'12E	6943	27.77	14.00%

数据来源：渤海证券研究所

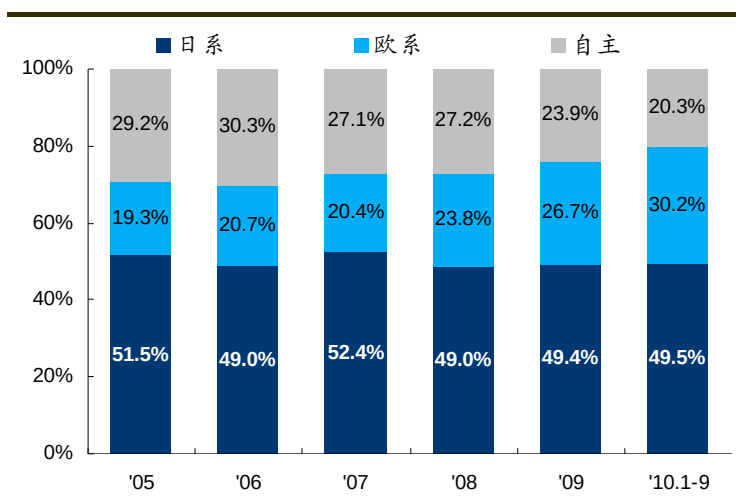
3.5. 轻客产品市场分析及前景展望

福田轻客源自日系技术，是增加其产品系列，拓展车型链的产品，盈利能力较低，未来该产品国内发展前景不看好，开拓东南亚市场或许能够打开新的增长空间。

福田风景，源自日本丰田海狮技术，属日系技术产品，在国内市场上的价格 6-9 万之间，主要客户群体为小业主、企业、快递公司等用作城市物流，面对的竞争车型主要微客、轻卡。

国内轻客产品根据技术来源的不同可以分为三类，第一类是以华晨金杯为主的日系类，包括福田风景、东南得利卡、原沈阳中顺、厦门金旅海狮等等，还有其他客车厂家仿海狮的产品；第二类是江铃全顺和南京依维柯的欧系类，目前国内就这两家公司生产；第三类是自主品牌厂家在轻型车底盘上生产的农村客运类轻客，主要厂家东风、江淮、少林等，东风、江淮以提供底盘为主。近几年的变化来看占据中高端市场的欧系轻客份额快速提升，日系轻客份额逐渐下降。

图 20: 轻客不同技术流派份额变化



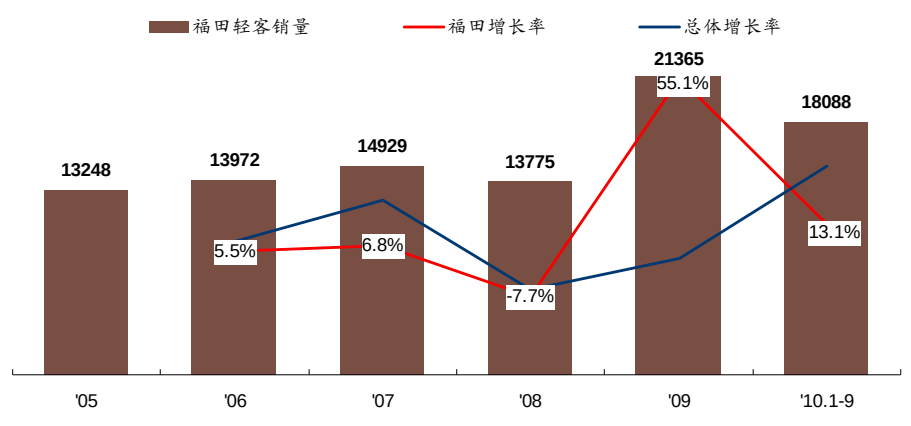
数据来源：CAAM，渤海证券研究所

福田轻客隶属日系轻客，是竞争最激烈的细分市场，由于引进的技术被大大小小的

厂家模仿，市场上该产品众多，恶性竞争，价格不断走低，利润率低。或许海外市场，尤其是东南亚市场的开拓，有望能为其拼杀出一条发展的路径。

从其近几年的销量增长情况看，基本都低于整体市场增幅，只有 09 年中顺破产之后，福田整合了其销售网络，市场增幅才得到大幅提升。

图 21：福田汽车轻客销量及增长率



数据来源：CAAM，渤海证券研究所

未来两年需求预测：

表 9：福田汽车轻客业务预测

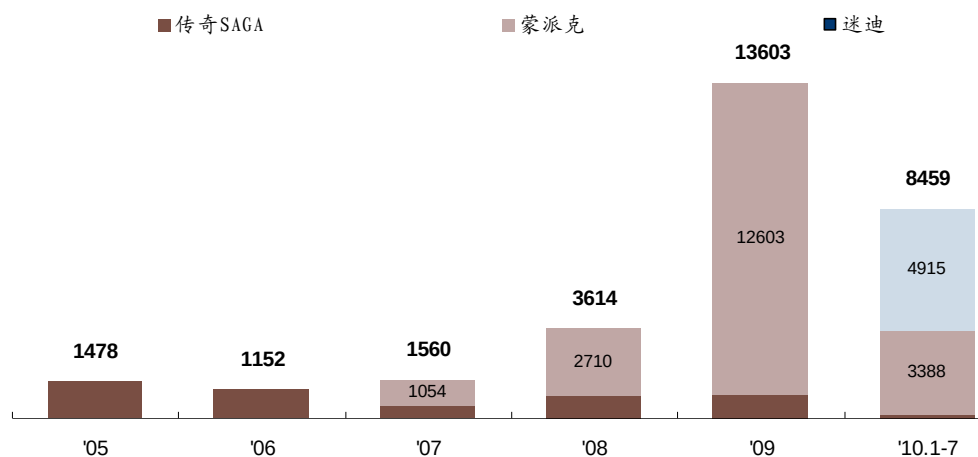
	轻客	销售收入	毛利率
'06	13972	7.41	7.0%
'07	14929	8.06	7.5%
'08	13775	7.30	6.8%
'09	21365	11.54	7.4%
'10E	24300	13.37	7.5%
'11E	26100	14.36	8.5%
'12E	28495	15.96	9.0%

数据来源：渤海证券研究所

3.6. 乘用车产品分析及前景展望

福田汽车乘用车产品匮乏，目前仅有三款产品，市场竞争力偏弱，未来福田汽车将陆续开发其乘用车产品，争取在该细分市场也站稳脚跟。福田对其乘用车产品市场的发展规划属于中长期，短期内难以获得突破。

图 22: 福田汽车乘用车销量



数据来源: 公司数据, 渤海证券研究所

未来两年预测:

表 10: 福田汽车乘用车业务预测

	MPV+SUV	销售收入	毛利率
'08	3614	2.28	3.0%
'09	13603	10.21	11.2%
'10E	15000	11.40	11.0%
'11E	17500	13.48	12.0%
'12E	19600	15.29	12.5%

数据来源: 渤海证券研究所

4. 盈利预测

4.1. 主要假设

我们对福田汽车 2011-2012 年业绩进行预测的主要假设如下:

1. 中重卡: 2011 年总体市场销量下滑 11.1%, 2012 年增长 11.4%; 福田汽车中重卡销售随大势回调, 2011 年下滑 7.7%, 2012 年增长 13.1%
2. 轻微卡: 2011 年总体市场销量下滑 8.6%, 2012 年增长 11.7%; 福田汽车 2011 年下滑 9.5%, 下滑幅度略大于整体市场, 2012 年增长 11.5%, 与整体市场相当
3. 大中客: 2011 年总体市场销量增长 2.7%, 2012 年增长 7.8%; 福田汽车 2011 年和 2012 年仍将增长 25% 左右
4. 轻客: 2011-2012 年仍将保持 9% 左右的增速, 福田汽车与整体增速相当
5. 乘用车: 福田汽车销量较少, 仍在开拓阶段, 给予 15% 左右的增长
6. 公司采用成本加成定价法, 毛利率水平稳中有升

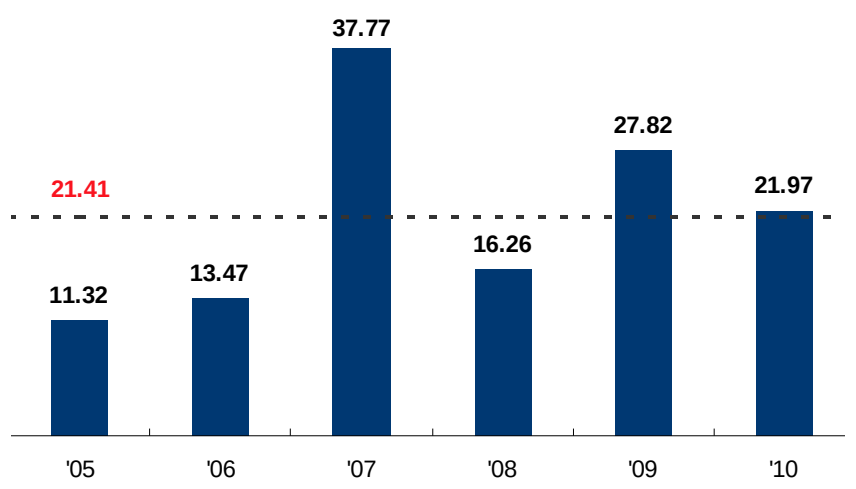
4.2. 具体盈利预测

在这些主要假设的基础上,我们对福田汽车 2010-2012 年的 EPS 预测分别为 2.11、1.74、2.15 元。

5.公司估值和投资建议

最近几年商用货车板块主要上市公司的平均市盈率波动不大,在 11-37 倍之间,平均倍数为 21 倍。

图 23: 2005-2010 年商用货车平均市盈率



数据来源: wind, 渤海证券研究所

福田汽车由于业绩波动较大,市盈率波动较大,但由于 07 年以来业绩逐渐走向稳定,市盈率开始趋向行业平均市盈率,综合考虑板块市盈率水平,我们给予福田汽车 15-20 倍的市盈率。

公司 2010、2011、2012 年对应的 PE 分别为 12.5 倍、18.6 倍、13.6 倍,综合考虑近几年商用货车的平均市盈率、同类商用货车股市盈率以及福田汽车本身市盈率状况,2010 年给予 15 倍市盈率,股价将达到 32 元,给予推荐评级。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn