



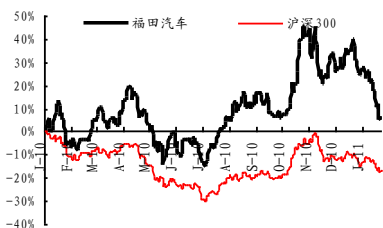
福田汽车 (600166): 深度调研报告

重卡、轻卡和新能源客车集体给力 2011

汽车及零部件-汽车整车

评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
福田汽车	-24.8	-23.8	-0.30
沪深 300	-10.4	-6.48	12.14

市场数据 2011.1.26

当前价格 (元)	19.24
52 周价格区间 (元)	29.09-12.29
总市值 (百万)	20,295
流通市值 (百万)	11,598
总股本 (万股)	105,484
流通股 (万股)	60,280
日均成交额 (百万)	238.64
近一月换手 (%)	25.94

相关报告

《福田汽车 2009 年年报点评: 各项业务改善明显 公司迎来黄金发展期》

2010.2.27

分析师

王清涛

电话: 0755-83704748

邮件: wangqt@ghzq.com.cn

证书编号: S0350210090009

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是
 ☐ 否

投资要点

- 福田汽车连续 7 年蝉联商用车行业销量第一, 是中国商用车第一品牌。目前拥有欧曼、欧 V、奥铃、传奇、欧马可、风景、萨普、时代、蒙派克、迷迪十大品牌的产品。生产车型涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车以及大中型客车等全系列商用车。中重卡和轻微卡是业绩主要贡献, 预计 2010 年超过 90%。
- 受益保障房建设、十二五开局之年基建投资高峰及排放标准由国 III 切换到国 IV 等因素影响, 2011 年中重卡销量仍将继续上行, 增长 15% 左右。怀柔二工厂在 2011 年将会建成投产, 福田重卡产能有望得到有效释放, 达到 13-14 万辆, 较 2010 年增长 30% 左右。
- 农村新增及更新替代需求旺盛, 轻卡仍处于景气周期, 我们预计 2011 年增长 15% 左右。随着农村收入水平提高、环保意识增强, 轻卡重心向中高端上移趋势明显。江铃及长城等中高端品牌在 2010 年超过 40% 的增幅便是例证。福田康明斯发动机建成投产, 将有效解决福田轻卡升级中面临的瓶颈。2011 年, 福田轻卡无论是在销量还是在品质上都会有很大程度的提升。
- 新能源汽车客车先行, 我们预计 2011 年将至少有 4000 辆新能源客车投入使用。福田汽车作为较早进入新能源客车领域的龙头, 凭借与各地政府与公交公司、新能源汽车技术领先的高校、新能源汽车上游电池界及电机电控厂商等各方面的良好合作关系, 将攫取 30% 的新能源客车市场份额。我们预计 2011 年福田将至少销售 1200 辆新能源客车, 客车总销量也将达到 6000 辆。客车业务将逐渐成长为重要的利润增长极。
- 我们预计 2010-2012 年公司 EPS 达到 1.72、2.20 和 2.64 元, 当前股价对应 11 年 PE 仅 9 倍, 给予买入评级。如果给予公司 15 倍的综合 PE 水平, 我们给出的目标价为 33 元。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	44,840	54,695	68,451	78,233
营业利润 (百万元)	1,219	2,063	2,756	3,400
净利润 (百万元)	1,037	1,810	2,320	2,784
摊薄每股收益 (元)	1.13	1.72	2.20	2.64
摊薄每股净资产 (元)	4.45	5.58	7.78	10.42
加权平均 ROE (%)	25.46	30.76	28.27	25.34

近日，我们对福田汽车进行了实地调研，就行业动态、公司日常生产经营情况和未来发展前景等问题与公司管理层进行了详细的沟通。

公司概况 全球最大的商用车制造商

北汽福田汽车股份有限公司（福田汽车 600166）是一家跨地区、跨行业和跨所有制的国有控股上市公司，生产车型涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车以及大中型客车等全系列商用车。目前拥有欧曼、欧V、奥铃、传奇、欧马可、风景、萨普、时代、蒙派克、迷迪十大品牌的产品。

2010 年，公司实现商用车销售 66.97 万辆，市场份额 15.56%，连续 7 年蝉联商用车行业销量第一，成为中国商用车第一品牌。

表 1 2010 年前十大汽车商用车生产厂商

企业名称	2010销量	2010商用车份额	2010增长率	主打商用车产品	主打商用车品牌
北汽福田	669,664	15.56%	13.80%	各类卡车、客车	欧曼、欧马可、奥铃、时代、欧V、风景
东风汽车	637,746	14.82%	41.76%	各类卡车、客车	东风系列
第一汽车集团	394,322	9.16%	29.62%	各类卡车、客车	解放系列、一汽丰田客车
江淮汽车	254,498	5.91%	30.24%	轻卡、客车底盘	帅铃系列、江淮铃系列、好运系列、格尔发
金杯汽车	228,956	5.32%	45.13%	轻客	金杯海狮、领骐、金骐、领驰
中国重汽	218,800	5.08%	40.52%	中重卡	HOWO、斯太尔王、斯太尔、黄河少帅
长安汽车	177,031	4.11%	10.96%	微卡	星光4500、长安之星（2和S460）、金牛星
江铃汽车	174,688	4.06%	57.04%	轻卡、轻客	江铃系列、全顺系列
陕汽	118,242	2.75%	46.80%	中重卡	德龙、奥龙、欧舒特
南京汽车	110,099	2.56%	26.41%	轻卡	跃进

资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

2010 年，公司轻卡销售 44.75 万辆，以 22.91% 的市场份额遥遥领先其他厂商；微卡销售 9.04 万辆，位列行业第 3；重卡销售 10.31 万辆，位列行业第 5；轻客销售 2.38 万辆，位列行业第 6。

图 1 轻卡的市场份额（2010）

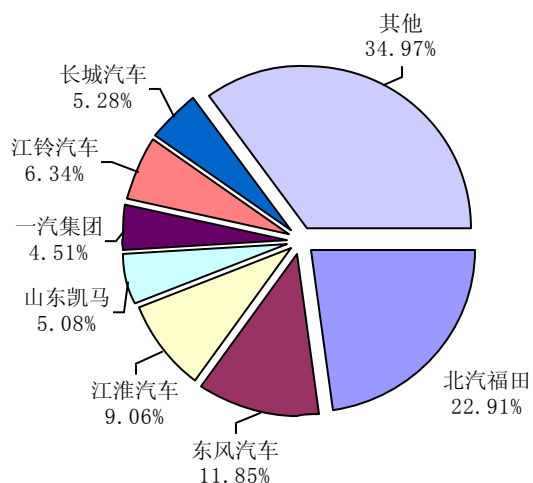


图 2 重卡市场份额（2010）

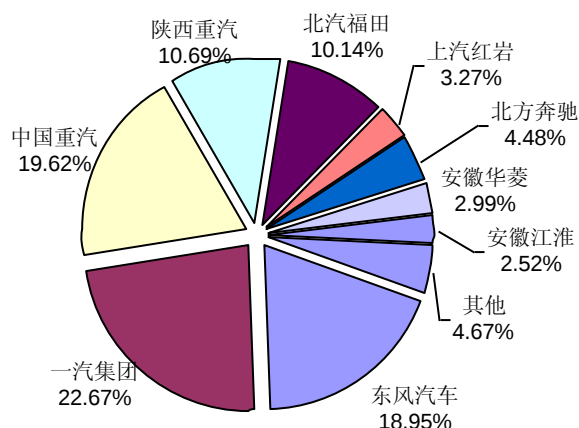


图 3 微卡的市场份额（2010）

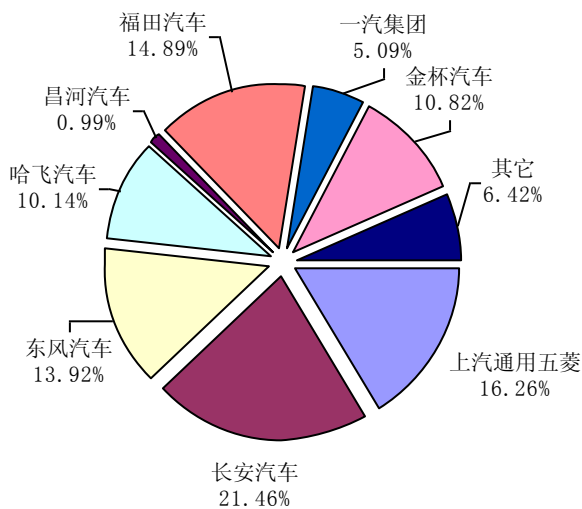
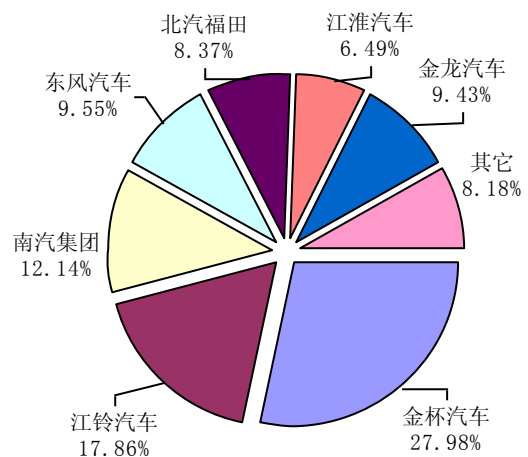


图 4 轻客市场份额（2010）



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

从销量、单价及毛利率情况分析，中重卡和轻微卡在 2010 年仍是公司收入和业绩的主要贡献。我们按照前 3 季度销售收入、单价和毛利率水平推算，公司中重卡、轻微卡收入占比预计达到 44%和 47%；毛利占比预计达到 45%和 49%，合计超过 90%。

图 5 福田各项业务收入占比（2010E）

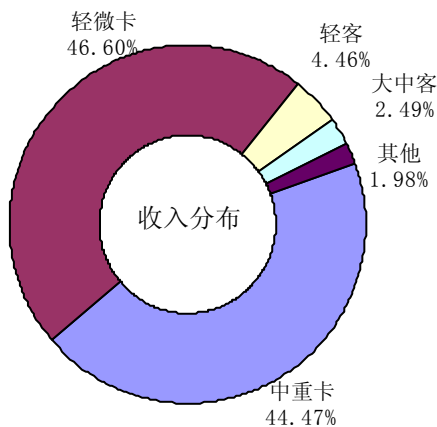
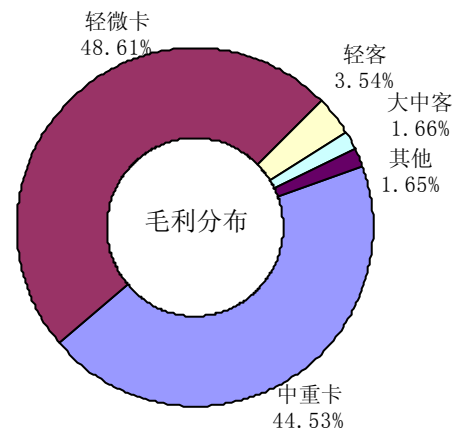


图 6 福田各项业务毛利占比（2010E）



资料来源：国海证券研究所

重卡仍将保持景气高点 公司重卡产能将有效释放

重卡是重要的生产资料，产品广泛运用于物流、基建施工、房地产开发、矿区作业等，与固定资产投资和公路货运量有很强的相关关系。重卡因此也形式多样，按照中汽协标准，重卡分为重卡整车、非完整车辆和半挂牵引三种。其中，重卡整车主要用于货物运输、基建施工和矿区作业等各种用途；非完整车辆多见于水泥搅拌车、自卸车、工程用车、专用车等改装用；半挂牵引车多用于公路货物运输。

2011 年，重卡（含非完整和半挂）销售 101.74 万辆，同比增长 59.93%。其中非完整车辆占比 41%，半挂占比 35%，整车占比 24%。

图 7 重卡构成及占比（2010）

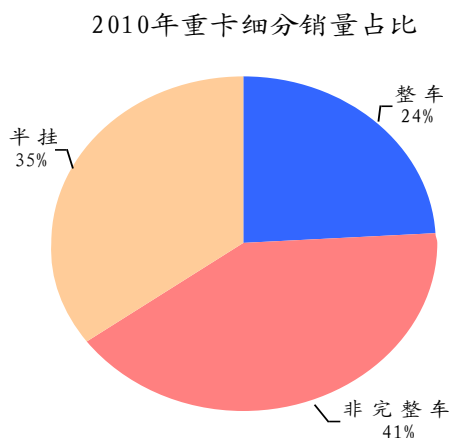
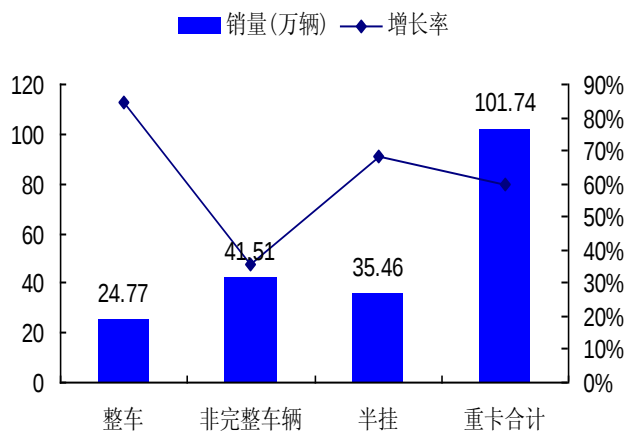


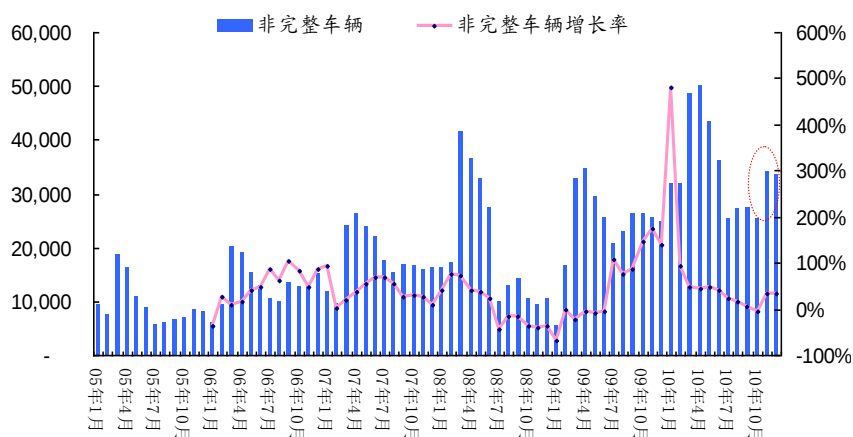
图 8 重卡各品种销量及增长率（2010）



资料来源：国海证券研究所

2011 年是“十二五”开局之年，尽管面临调结构的压力，但是投资仍将是拉动经济增长最强劲的动力。100 万套保障性住房建设、二三线城市升级、西部城市开发等对应的基础建设和房地产开工并不会减少。我们发现，从 11 月开始，重卡非完整车辆的月度销售数据出现 30% 以上的同比大幅度增长，这些非完整车辆改装成混凝土搅拌车等需要 1-2 月的时间周期，很明显是为 2011 年的基建和房地产开工做准备的。

图 9 非完整车辆月度销量及增长率



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

半挂车在整个重卡销量中也占据了 35% 的份额，对于重卡销售有着举足轻重的作用。另外，福田在半挂车上有着尤其突出的竞争优势，因此，我们尤其关注这部分增长。

我们认为，随着经济复苏、高速公路设施完善和出口好转，2011 年整个环境有利于物流的复苏。我们通过考察公路货运价格指数和公路

货运量发现，公路货运价格指数一直保持在 60 左右的水平，比较稳定，且货运量保持了 15% 以上的增长。这就保证了半挂车车主稳定的收入预期，也就保证了半挂车销量的稳定增长。

图 10 公路货运价格指数

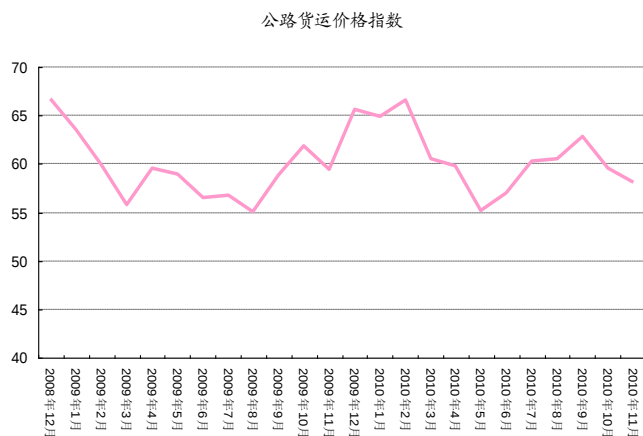
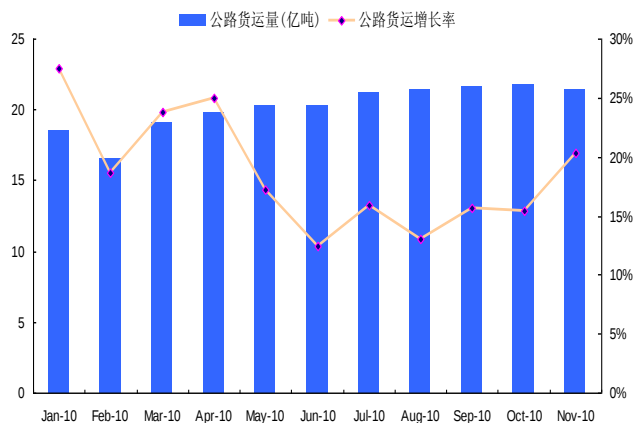


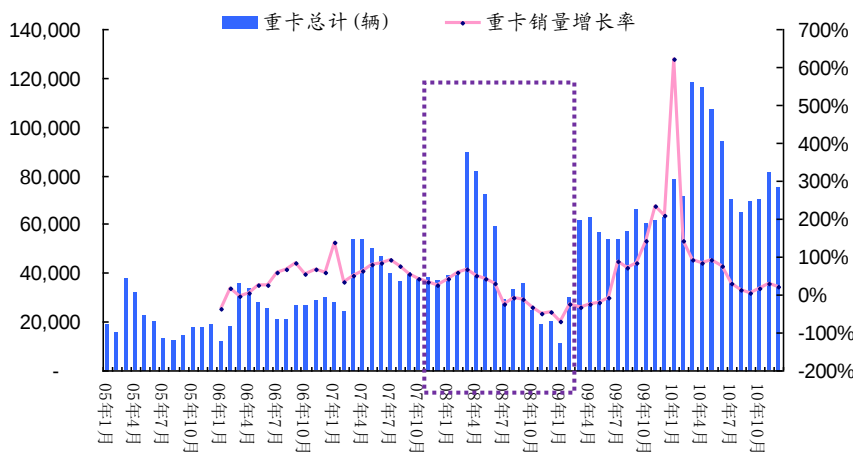
图 11 公路货运量及增长率



资料来源：国海证券研究所

政策对重卡销量的影响也不容忽视。2007 年开始实施计重收费，2008 年 7 月 1 日，重卡排放标准由国 II 切换到国 III，2008 年下半年金融危机的阴影开始笼罩中国，我们可以明显看出 2008 年中国重卡销量切切实实过了一把过山车。

图 12 2008 年重卡销量如过山车



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

2012 年 1 月 1 日起，重卡排放标准将由国 III 切换到国 VI，我们认为 2011 年重卡出现如同 2008 年上半年一样的透支消费情形。我们综合基数效应、基建投资、房地产投资、公路客货运及政策因素判断，2011 年重卡将保持 15%-20% 的增长，而 2012 年有可能回落到 10% 以下。

福田汽车销售收入和利润有一半左右来自重卡，这一比重已由

2005 年的 21%翻了一倍。未来重卡仍是福田最重要的利润来源，尽管 2010 年福田重卡销量仅增长 25.43%，低于行业平均水平，但是这主要是由于产能限制，并不能说明福田市场地位的下降。

2010 年，由于 8 万产能的怀柔二工厂还未达产，福田一工厂 8 万台的产能发挥到了极限。公司在面临 2010 年重卡井喷的大好局面下唯一能做的就是调整产品结构，生产附加值更高的整车产品，而放弃了传统的优势项目半挂和底盘的生产。公司 2010 年尽管重卡销量只增长了 25%，但是重卡的单价和盈利却远远高于 25%，我们测算重卡均价提升了 5000 元，收入增长了 32%，重卡毛利则增长了 53%。

图 13 福田历年产品结构比例

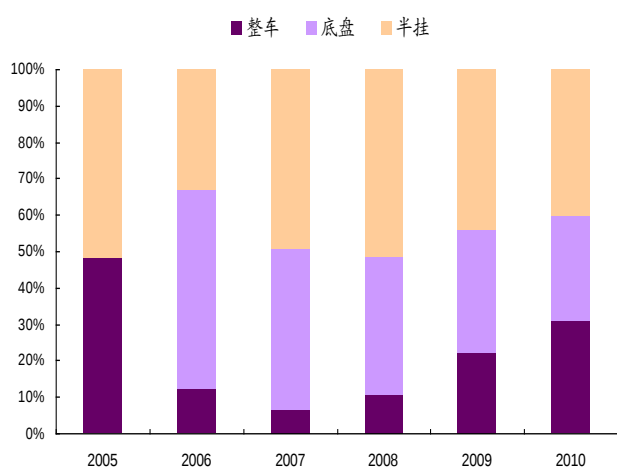
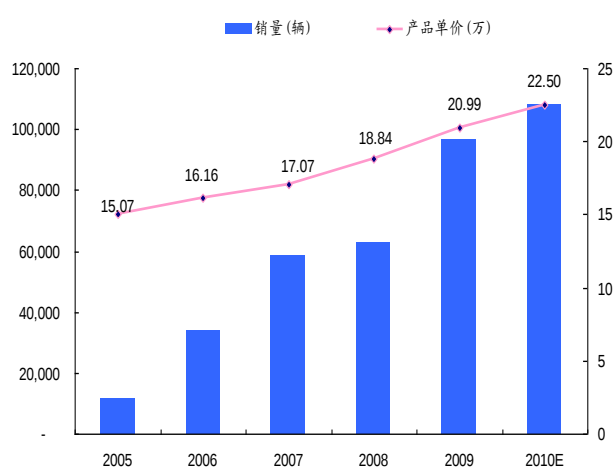


图 14 福田历年重卡销量及单价



资料来源：国海证券研究所

2011 年，福田一工厂将变更为与戴姆勒合资公司（股权比例 50:50），正在等待商务部批文。随之公司将考虑将产品在一、二工厂之间的分配，届时，福田的二工厂的产能将得到有效的释放。据了解，公司在 2010 年的理论产销量在 13 万辆左右，由于产能限制不得不放弃了将近 3 万的订单。2011 年，重卡行业形势仍比较乐观，主要竞争厂商的产能扩张并不明显，因此福田充分利用新增产能实现销量的突破，重拾放弃的订单非常可能，我们预计 2011 年其重卡销量有望增长 30%。

表 2 重卡产能分布

厂商	目前产能(万)	计划新建	预计11产能(万)
中国重汽	15		19
一汽集团	15		20
东风汽车集团	12	8万	20
陕汽	10		13
福田汽车	8	怀柔8万	16
北方奔驰	5.5		5.5
上汽依维柯红岩	4		4
华菱汽车	3		4
江淮汽车	2		4
行业合计	80.5		107.5

资料来源：国海证券研究所

农村市场持续景气 福田轻卡将实现内涵式增长

中国有接近 2.5 亿个家庭，只要每 5 个家庭购买一辆汽车，汽车的需求量将达到 5000 万辆。受到收入的限制，现在广泛存在于农村的是低速货车，保守估计达到 2000 万辆。在环保意识增强、道路状况改善、收入增长等因素的作用下，这些低速货车会迅速淘汰，从而全面过度到交叉型乘用车、轻卡和微卡这些典型的农村适用车上来。这意味着农村的新增需求和更新需求都相当惊人。

自 2008 年汽车下乡以来，轻卡的销量被完全激活，2009 年和 2010 年已连续两年增长超过 25%。微卡也连续 6 年保持了 10% 以上的增长。

图 15 轻卡销量及增长率

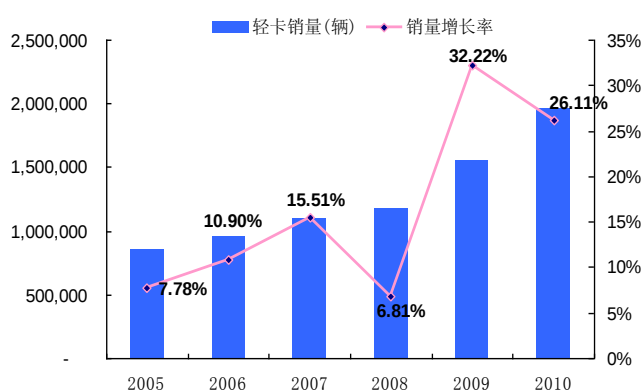
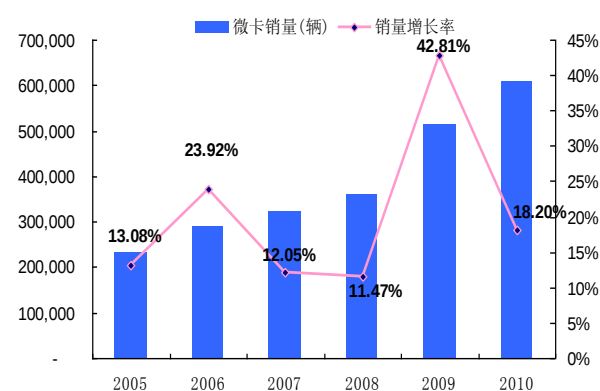


图 16 微卡销量及增长率



资料来源：国海证券研究所

尽管 2011 年汽车下乡政策取消，但是农村庞大的市场消费需求，取决于农村居民收入快速增长及农村道路设施完善等因素，对于政策的依赖不强。事实上，由于换购补贴操作性差、力度不够，汽车下乡政策在实行的 2009 年是相当尴尬的。近几年，农村居民收入改善明显，国家对农村的各项基础设施投入也是加大了力度。

图 17 农村居民人均现金收入及增长

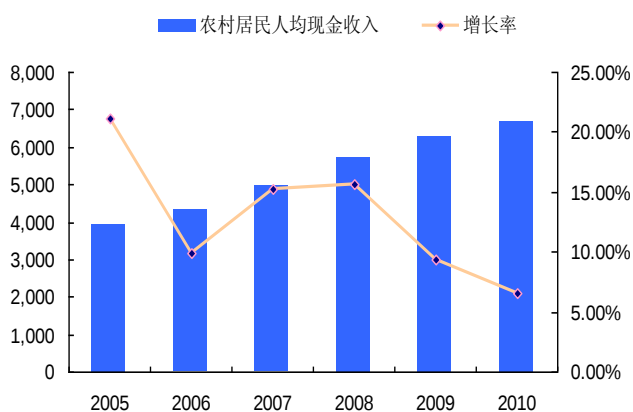
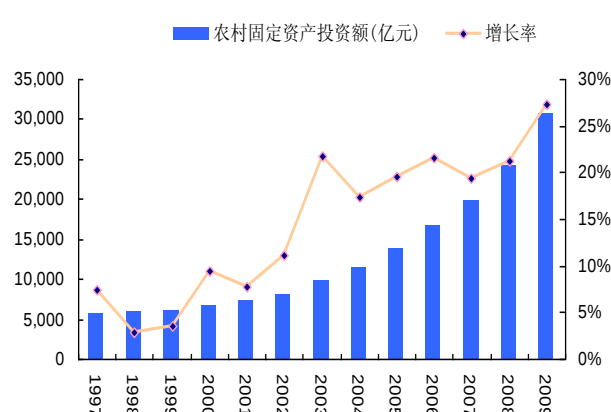


图 18 农村固定资产投资及增长



资料来源：国海证券研究所

2010 年，我们预计农村人均现金收入接近 7000 元，这对于只有 4 万元左右的轻卡而言，R 值仅仅在 6 左右，如果按照家庭计算，R 值已经达到国际惯例的快速增长阶段的临界值。庞大的市场需求、足够的消费能力和完善的基础设施将支撑轻卡（微卡）市场持续景气。

我们综合判断，2011 年，轻卡将保持 15%-20% 的增长。

福田拥有本部、山东诸城、长沙和南海四大生产基地，生产欧马可、奥铃、时代及萨普等全系列的高、中、低端轻卡和皮卡品牌。

图 19 福田产能分布

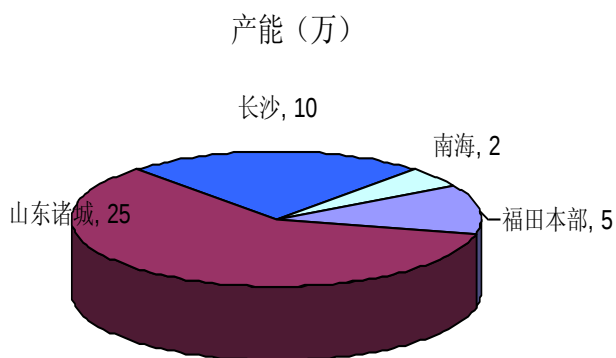
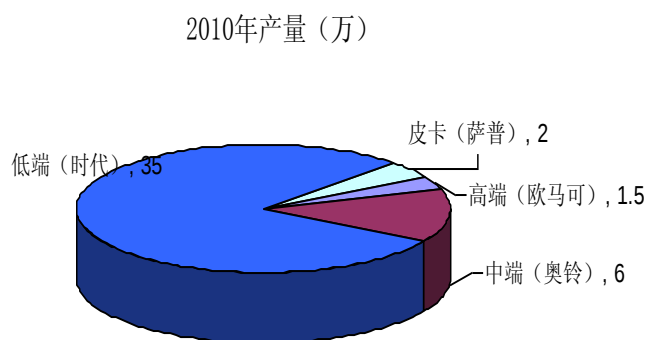


图 20 福田产品分布

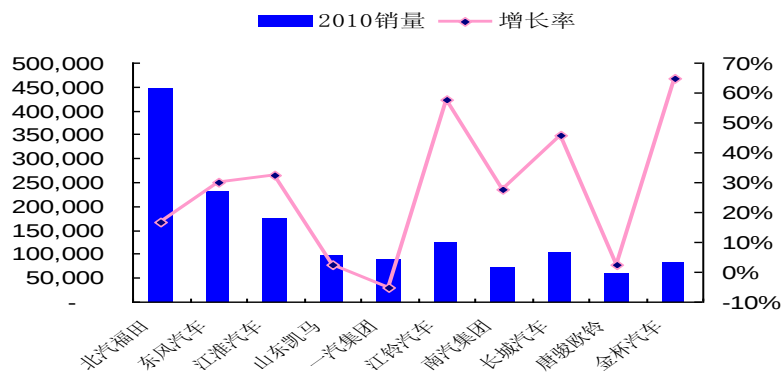


资料来源：国海证券研究所

福田低端时代品牌（瑞沃和金刚）主要用于农村及城乡结合部使用的自卸工程车。它可提供农作物、沙石料、煤、矿石或建材等中短距离运输。公司在该领域具有绝对的竞争优势，2010 年公司时代品牌销售大约 35 万辆，占公司轻卡销量的 80%，市场占有率超过 30%。

2010 年，轻卡市场发生了比较明显的结构变动。生产高、中端品牌的江铃、长城、金杯等厂商增速明显高过行业，东风汽车由于结构升级录得 30% 的增幅。这说明随着农民收入水平提高和城市物流复苏，对中高档轻卡的需求在提升，中高档轻卡是中国未来轻卡的发展方向。

图 21 2010 年轻卡销量及增长率



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

福田汽车 80%的品种集中于中低端，使得其 2010 年轻卡的增长率只有 16.56%，低于行业 26.13%的水平。

但是我们看到福田轻卡也在不断地进行结构升级。2010 年，福田高端轻卡欧马可销售 1.5 万辆，同比增长 100%，中端轻卡奥铃销售 6 万辆，同比增长 50%。福田中高端轻卡的增长率并不落后于竞争对手。

发动机是公司福田轻卡结构升级的主要瓶颈。合资公司福田康明斯计划产能 40 万台，而 2010 年产量仅仅为 2 万台。福田康明斯发动机技术参数要好于市场上其他轻卡发动机厂商，因此福田的中高端轻卡同样将处于行业领先地位。

表 3 发动机厂商参数对比

	排量 (L)	功率(KW)	升功率(KW/L)	排放
福田康明斯	2.8	80-120	29-43	欧3、欧4
	3.2	105-125	33-39	欧3、欧4
云内动力	2.7	60	22	欧2
	3.8	85	22	欧2
江铃汽车	2.8	85	30	欧2、欧3
	2.4	103	43	欧3、欧4
全柴动力	2.6	68	26	欧3
广西玉柴	2.7	66-85	24-31	欧2、欧3
	4.2	90-103	21-25	欧2
东风汽车	3.3	70	21	欧2
常州柴油机	2.8	72	26	欧2

资料来源：国海证券研究所

2011 年，福田康明斯计划生产 5-6 万台，这将大幅提高福田中高端轻卡占比。我们预计 2011 年中高端轻卡销量将突破 10 万辆，同比增长 30%，占福田轻卡的比重从 16%上升到 20%。轻卡结构调整将弱化“量争”，强化“质斗”。福田康明斯发动机的量产，标志着福田轻卡“内涵”增长时代的到来，不考虑钢材等原料价格的波动，轻卡的盈利能力将逐年提升。

2011 年的期待——新能源客车爆发增长

2010 年，福田客车销售也不尽理想。其中，大中型客车销售 3674 辆，同比下降 8.2%，而行业实现了 22.90%的增长。轻客销售 2.38 万辆，同比增长 11.44%，而行业却实现了 26.42%的增长。

对于轻客销量低于行业平均水平的原因，我们从图 23 可以很容易的得到答案。2009 年，福田轻客销售 2.14 万辆，同比增长 55%，而轻客行业在 2009 年还没有摆脱经济危机的阴霾，仅增长 6%。可以说，2010 年是轻客出现恢复性增长的一年，而福田轻客先于行业在 2009 年就已经复苏，过高的基数导致 2010 年销量增幅有所下滑。

我们认为，2011 年在出口复苏、自然灾害频发导致政府应急响应

投入（包括救护车、工程车）增加、交通拥堵导致校车、公共班车等采购增加等因素影响，轻客还会继续维持较高的增长态势。另外，高铁冲击导致客车结构调整，与高铁接驳的短距离、高频率运输将是公路客运的主要形式，这种运输方式也是有利于轻客的。

我们预计福田轻客业务 2011 年将保持 20% 的增长。

图 22 福田大中客历史销量及增长率

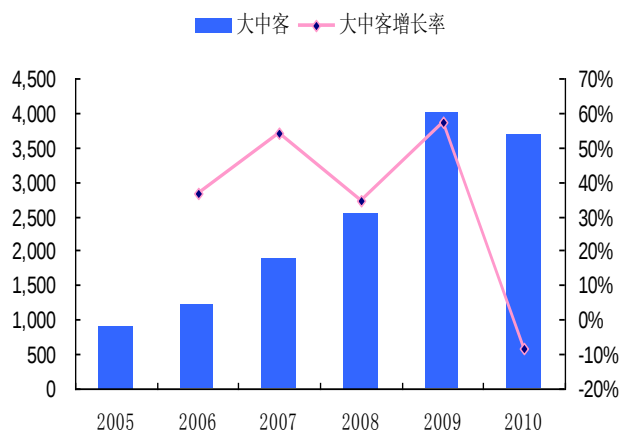
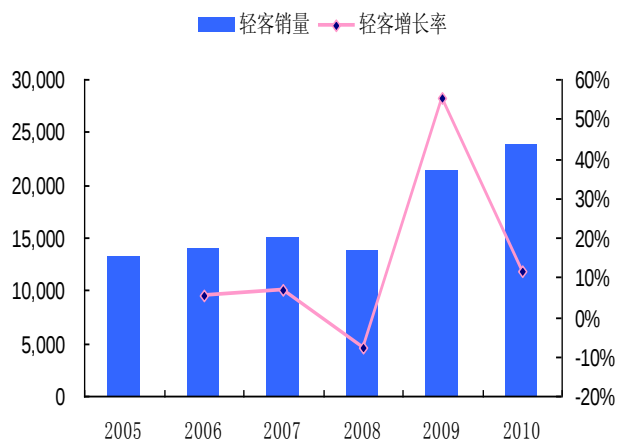


图 23 福田轻客历史销量及增长率



资料来源：国海证券研究所

福田大中客销量的意外下滑，出乎我们的预料。首先，过高的基数是其中一方面原因，福田大中客在起步较晚，2005 年仅销售 900 辆，但是到 2009 年却已达到 4002 辆，市场占有率 1.6%，4 年时间翻了 4.5 倍。不过最主要的原因还是大中客定单的不可预测性。2009 年，福田新能源汽车定单接近 1000 辆，占有所有汽车销量的 25%，其中北京公交一次性 800 辆定单贡献突出。而 2010 年，福田所有新能源汽车定单相加不到 300 辆，与 2009 年相比相去甚远。

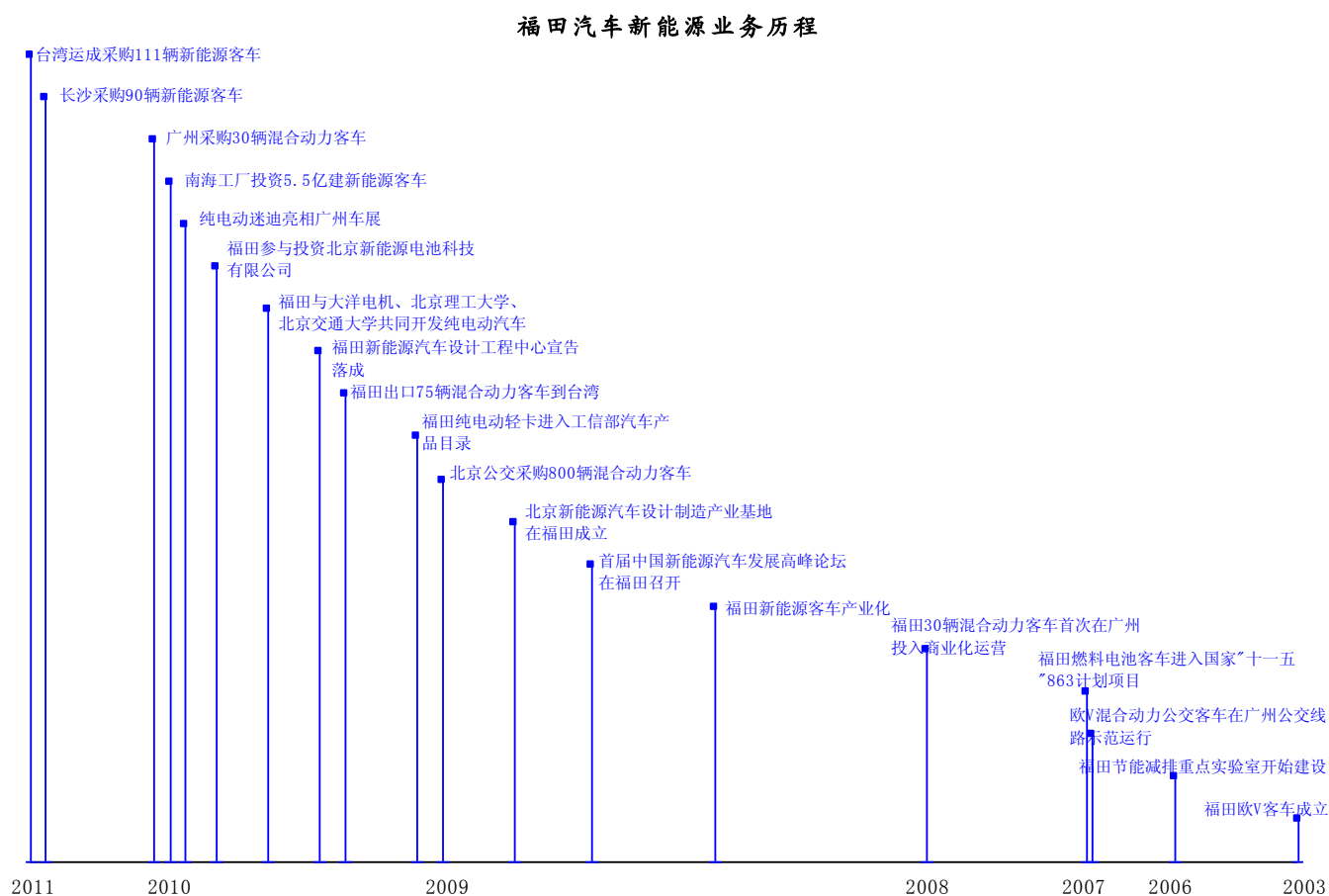
2010 年，新能源汽车的产销量并不象市场宣传的那样爆发式增长，实际上进展非常缓慢。但是，我们坚定，新能源汽车是中国汽车产业的一次革命，是中国汽车产业实现“弯道超车”的唯一可能，也是解决我国能源矛盾、环境问题的重要途径。因此，新能源汽车绝对不会不了了之或夭折。国家必将坚定推进新能源政策，且力度会不断加大，因此新能源汽车具有广阔的市场空间。

不可否认的是，当前新能源汽车技术还不成熟，无论是厂商还是消费者，都处于观望或等待阶段。但是由于我国是客车生产大国，全球几乎有一半的客车源自中国，客车也承载了我国 90% 的客运。因此，客车产业是相当成熟的。另外，客车对于电池比能量、比密度等新能源电池关键指标要求较低，新能源汽车被公认为将首先在客车方面取得突破。2011 年，新能源客车值得期待，实现爆发式增长极有可能。

福田汽车在新能源客车市场上的绝对龙头，正因为如此，在 2009 年曾经作为新能源汽车龙头受到热捧。

福田早在 2003 年成立欧 V 客车厂就开展了新能源客车的研究，可以说福田的大中客业务一开始就是为新能源而生的！2010 年，福田将原南海工厂调整为大中客南海二工厂，并投资 5.5 亿对南海工厂进行大中客技改，成为新能源客车厂，整车年产能 1 万辆。可以发现，福田早已为中国新能源汽车业务做好了准备！

图 24 福田新能源客车发展历程



资料来源：国海证券研究所

国家已将新能源汽车列为 7 大战略性新兴产业，我们预计新能源汽车在 2011 年将有实质性突破。福田不仅较早涉及新能源客车业务，还与各地公交公司、新能源汽车领域研究靠前的部分高校（包括北京理工大学和清华大学）、新能源电池生产厂商（中信国安盟固利）、电机电控生产厂商（大洋电机、北大先行）等形成了密切的合作关系。因此我们可以断定，2011 年福田新能源客车销售将实现爆发式的增长。

新能源汽车示范推广城市已由 2009 年首批的 13 个增加到 25 个，预计未来还将不断增长。我们统计的目前 25 个示范推广城市的总人口超过 1.6 亿，我们按照每万人 5 辆公交车保有量计算，25 个城市预计

公交车保有量将达到 8 万辆。如果 2011 年新能源公交车比重达到 5%，预计 2011 年仅 25 个示范城市新能源公交车需求就在 4000 辆以上。福田汽车的新能源公交车已进入北京、广州、长沙、天津、杭州等城市，我们估计其新能源公交车市场占有率将超过 30%。因此，我们预计 2011 年福田的新能源客车销量将超过 1200 辆。

公司预计 2011 年大中客销售达到 6000 辆，按照我们对传统大中客 15%左右增长率水平计算，2011 年福田传统大中客销售在 4000 辆左右，那么新能源公交车销量将达到 2000 辆，较我们的预期更高。

新能源客车业务实现爆发式增长带动客车业务在其收入和利润中的比重有一个比较明显的上升。我们可以预计，2011 年重卡、轻微卡和客车将共同给力，福田 2011 年业绩的大幅增长值得期待。

盈利预测及估值

我们预测 2010-2012 年公司分别实现销售收入 546.95、684.51、782.33 亿元，同比增长 22%、25%和 14%，对应的 10-12 年 EPS 分别为 1.72、2.20 和 2.64 元。

关键假设如下：

2011-2012 年轻微卡销量增长 15%和 15%，销量增长来源于农村旺盛消费需求的持续释放及中高端轻卡的增长；

2011-2012 年中重卡销量增长 30%和 5%，销量增长来源于重卡产能的有效释放；

2011-2012 年大中客销量增长 60%和 30%，销量增长来源于新能源客车业务的爆发；

2011-2012 年轻客和其他车辆销量增长 20%和 15%；

福田康明斯不贡献收益；

原材料价格不出现明显影响毛利率的变动；

不考虑合资公司导致的重卡业务会计核算方法变更及营业外收益。

按照我们的估值，当前股价（2011 年 1 月 21 日，20.08 元）对应的 2011 年动态 PE 只有 9 倍，我们给予“买入”投资评级。

我们认为福田汽车将充分受益重卡、轻卡行业景气，并有新能源汽车概念及业绩贡献，给予 15 倍的目标 PE，对应股价应是 33 元。

表 4 福田汽车分业务预测简表

		2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
中重卡	销量(辆)	20,870	35,552	63,193	59,705	84,641	104,274	135,556	142,334
	均价(万元)	15.07	16.16	17.07	18.84	20.99	22.44	22.00	23.00
	销售收入(万元)	314,433.91	574,489.95	1,078,486.10	1,124,550.25	1,776,236.07	2,339,908.56	2,982,236.40	3,273,682.23
	毛利(%)	7.04	6.52	7.91	7.19	10.34	11.50	11.50	11.50
轻卡(含微卡)	销量(辆)	274,575	291,774	319,573	329,365	478,467	537,987	618,685	711,488
	均价(万元)	3.51	4.00	4.37	4.64	4.47	4.57	4.70	4.80
	销售收入(万元)	963,173.53	1,167,546.85	1,395,230.91	1,528,974.02	2,139,430.45	2,458,600.59	2,907,819.74	3,415,141.48
	毛利(%)	6.68	7.87	8.98	7.67	11.88	12.00	12.00	12.00
大中客	销量(辆)	900	1,229	1,892	2,548	4,002	3,674	6,000	8,000
	均价(万元)	25.52	27.54	30.39	35.29	42.08	35.79	40.00	40.00
	销售收入(万元)	22,968.73	33,840.58	57,505.71	89,928.78	168,415.31	131,492.46	240,000.00	320,000.00
	毛利(%)	-2.72	9.95	15.68	19.19	13.54	8.00	14.00	16.00
轻客	销量(辆)	13,248	13,972	14,929	13,775	21,365	23,810	28,572	32,858
	均价(万元)	6.22	5.52	6.32	6.95	10.18	9.88	9.68	9.50
	销售收入(万元)	82,356.37	77,191.88	94,397.43	95,760.27	217,487.39	235,242.80	276,576.96	312,149.10
	毛利(%)	6.17	9.62	3.64	5.89	9.16	9.50	9.50	9.50
其他 SUV、蒙派克、迷迪	销量(辆)	0	0	2,314	3,645	13,554	13,224	15,869	18,249
	均价(万元)			7.9	7.9	7.9	7.90	8.00	8.00
	销售收入(万元)			18,280.6	28,795.5	107,076.6	104,469.60	126,950.40	145,992.96
	毛利(%)			5	9	9	10.00	10.00	10.00

资料来源：国海证券研究所

风险提示

- 1、合资公司不能如期成立，重卡销量不如预期，产能不能有效释放；
- 2、钢材、橡胶等原材料价格大幅上涨；
- 3、新能源客车增长低于预期。

福田汽车财务预测简表

资产负债表							利润表						
单位:百万元							单位:百万元						
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,906.78	4,789.82	11,183.43	13,966.72	18,176.70	22,363.98	一、营业收入	27,865.24	30,069.83	44,839.62	54,695.37	68,451.26	78,232.94
货币资金	410.56	510.31	4,130.60	5,211.54	8,103.58	11,652.00	减：营业成本	25,445.66	27,632.04	39,827.71	48,328.83	60,442.46	68,993.63
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	43.74	86.89	205.61	267.39	336.37	388.05
应收账款	466.05	701.62	739.02	974.03	1,219.00	1,393.19	销售费用	1,064.81	990.52	1,672.59	1,914.34	2,464.25	2,816.39
预付款项	388.62	578.94	1,267.92	1,588.89	1,987.15	2,268.28	管理费用	781.16	973.81	1,672.93	2,007.52	2,409.02	2,890.83
存货	2,520.28	2,755.09	4,894.74	6,041.10	6,715.83	6,899.36	财务费用	54.07	130.91	54.50	43.76	41.07	39.12
其他流动资产	121.27	243.87	151.15	151.15	151.15	151.15	资产减值损失	58.31	87.70	149.33	30.00	0.00	0.00
非流动资产	3,824.44	5,043.65	6,473.89	6,778.39	7,439.63	8,116.88	加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资及金融资产	349.18	712.92	850.55	800.55	800.55	800.55	投资收益	29.47	-12.17	-37.99	-40.86	-2.56	294.60
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其中：联营企业收益	4.82	-31.71	-38.91	-54.72	-16.42	27.36
固定资产	2,900.73	3,179.63	3,647.92	4,002.41	4,363.66	4,540.91	二、营业利润	446.97	155.79	1,218.97	2,062.68	2,755.54	3,399.53
在建工程	199.72	355.40	315.57	315.57	615.57	1,115.57	加：营业外收入	56.66	198.03	89.02	97.93	107.72	118.49
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：营业外支出	43.54	42.05	28.44	31.29	34.42	37.86
无形资产及递延性资产	366.61	787.79	1,638.59	1,638.59	1,638.59	1,638.59	三、利润总额	460.08	311.78	1,279.55	2,129.32	2,828.84	3,480.16
其他非流动资产	8.20	7.91	21.26	21.26	21.26	21.26	减：所得税费用	72.10	-33.76	242.33	319.40	509.19	696.03
资产总计	7,731.22	9,833.48	17,657.33	20,745.10	25,616.34	30,480.86	四、净利润	387.98	345.54	1,037.22	1,809.92	2,319.65	2,784.13
流动负债	5,424.73	6,632.00	11,484.66	12,762.52	15,314.11	17,394.50	归属母公司净利润	388.35	345.89	1,037.33	1,809.92	2,319.65	2,784.13
短期借款	667.38	1,565.97	80.00	200.00	150.00	200.00	少数股东损益与调整	-0.37	-0.35	-0.11	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,211.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	811.41	916.41	916.41	1,054.84	1,054.84	1,054.84
预收账款	1,389.15	1,238.87	3,375.27	3,746.26	4,688.44	5,358.42	EPS (元)	0.48	0.38	1.13	1.72	2.20	2.64
其他	1,156.46	3,827.15	8,029.39	8,816.26	10,475.66	11,836.08	主要财务比率						
长期负债	388.54	191.03	2,098.28	2,098.28	2,098.28	2,098.28	会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	242.53	101.84	1,870.94	1,870.94	1,870.94	1,870.94	成长能力						
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00	营业收入	40.53%	7.91%	49.12%	21.98%	25.15%	14.29%
其他	146.01	89.19	227.33	227.33	227.33	226.33	营业毛利	59.00%	0.75%	105.59%	27.03%	25.80%	15.36%
负债合计	5,813.27	6,823.03	13,582.94	14,860.80	17,412.38	19,492.78	EBIT	418.95%	-27.04%	29.70%	2.81%	22.50%	122.50%
少数股东权益	3.00	2.64	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	642.88%	-10.93%	199.90%	74.48%	28.16%	20.02%
股本	811.41	916.41	916.41	1,054.84	1,054.84	1,054.84	获利能力						
资本公积	780.09	1,740.26	1,863.57	1,725.14	1,725.14	1,725.14	毛利率	8.68%	8.11%	11.18%	11.64%	11.70%	11.81%
留存收益	323.45	351.13	1,294.41	3,104.33	5,423.98	8,208.11	EBIT/收入	1.90%	1.29%	3.26%	3.98%	4.09%	4.02%
股东权益合计	1,917.95	3,010.45	4,074.39	5,884.31	8,203.96	10,988.09	净利率	1.39%	1.15%	2.31%	3.31%	3.39%	3.56%
负债和股东权益	7,731.22	9,833.48	17,657.33	20,745.10	25,616.34	30,480.86	ROE	20.28%	11.50%	25.46%	30.76%	28.27%	25.34%
现金流量表							ROIC	13.72%	7.39%	17.21%	22.75%	22.69%	21.32%
单位:百万元							偿债能力						
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	资产负债率	75.19%	69.39%	76.93%	71.64%	67.97%	63.95%
经营活动现金流	558.21	-417.46	4,088.41	1,987.28	3,681.83	3,686.71	利息保障倍数	7.18	2.64	19.03	41.36	56.48	71.18
净利润	387.98	345.54	1,037.22	1,809.92	2,319.65	2,784.13	速动比率	0.23	0.27	0.53	0.61	0.74	0.88
折旧摊销	58.31	87.70	149.33	30.00	0.00	0.00	经营现金净额/当期债务	0.84	-0.27	51.11	9.94	24.55	18.43
财务费用	212.33	247.09	282.75	362.75	338.75	322.75	营运能力						
投资收益	32.10	58.42	102.64	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	3.60	3.06	2.54	2.64	2.67	2.57
营运资金变动	55.46	130.91	54.50	43.76	41.07	39.12	应收账款天数	6.02	8.40	5.93	6.41	6.41	6.41
其它	29.77	12.17	37.99	40.86	2.56	-294.60	存货天数	35.66	35.89	44.24	45.00	40.00	36.00
投资活动现金流	-496.15	-816.34	-712.68	-965.79	-692.53	-196.29	每股指标 (元)						
资本支出	-552.22	-492.48	-754.30	-974.93	-689.97	-490.88	EBIT/股本	0.65	0.42	1.59	2.06	2.65	2.98
长期投资	-22.32	-492.48	-754.30	-974.93	-689.97	-490.88	每股经营现金流	0.69	-0.46	4.46	1.88	3.49	3.50
其他	78.40	16.50	177.55	-40.86	-2.56	294.60	每股净资产	2.36	3.28	4.45	5.58	7.78	10.42
筹资活动现金流	53.40	1,315.44	-277.11	59.44	-97.26	57.99	估值比率						
债务融资	131.81	687.77	-153.07	120.00	-50.00	50.00	P/E	40.20	50.97	17.00	11.21	8.75	7.29
权益融资	0.00	1,022.40	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	8.15	5.86	4.33	3.45	2.47	1.85
其它	-78.41	-394.73	-124.04	-60.56	-47.26	7.99	P/S	0.56	0.59	0.39	0.37	0.30	0.26
汇率变动影响	1.11	2.02	0.40	0.50	0.59	0.70	EV/EBITDA	29.27	42.15	10.74	8.74	6.03	4.38
现金净增加额	116.58	83.66	3,099.02	1,080.94	2,892.04	3,548.42							

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

风险提示

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。