

福田汽车 (600166.sh)

重卡产能瓶颈解决，市场份额有望提升

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210030006

汤俊 分析师

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

S0260209080527

盈利预测与估值评级

我们预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为 1.82 元、2.09 元、2.33 元。公司二工厂今年投产，解决了公司存在的产能瓶颈问题，但是我们对今年的重卡行业持谨慎态度，因此我们判断公司今年在重卡市场的份额有望提升，但是二工厂新产能的投放会在短期内造成成本的上升，同时，今年的原材料成本存在上涨的预期，公司重卡与轻卡产品均属于成本敏感性较高的产品。我们对公司持谨慎的态度，维持公司“持有”评级。

二工厂投产，解决公司重卡产能瓶颈

2010 年公司销售中重卡 10.43 万辆，同比增长 23.20%；其中重卡 10.30 万辆，同比增长 25.24%，其重卡的市场份额为 10.15%，相对 2009 年下滑了 2.78 个百分点。主要原因是公司欧曼一工厂的产能已经达到了生产极限，由于产能限制，所以欧曼在 2010 年的增长水平明显低于行业。

目前二工厂已经开始试运行，估计到 3 月份生产能力可以提升到 4000 台/月的水平，因此，公司在产能提升的情况下，其重卡的市场份额有望提升，我们预计 2011 年公司中重卡销量有望达到 13 万辆。但是因为新工厂的投产，在今年增加的折旧费用，会影响公司产品的毛利率水平。

轻卡产品结构有望优化，福田康明斯 2011 年难以扭亏

2010 年公司中高端轻卡产品奥铃、欧马可逐步得到市场的认可，我们认为在消费升级的背景下，中高端产品的市场需求将进一步提升，因此公司轻卡的产品结构有望得到优化。目前欧马可匹配福康 2.8L 发动机，奥铃的 3.8L 也开始匹配福康发动机，福田康明斯的产能利用率将逐步提升，但是考虑到福康的总体投资水平，我们认为其 2011 年扭亏的可能性不大。

风险提示

成本上涨超出我们的预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	30,069.83	44,839.62	54264.06	65312.04	74982.23
增长率 (%)	7.91%	49.12%	21.02%	20.36%	14.81%
EBITDA(百万元)	747.85	1,716.43	2809.83	3131.79	3832.42
净利润(百万元)	345.89	1,037.33	1932.72	2202.17	2458.93
增长率 (%)	-10.93%	199.90%	86.32%	13.94%	11.66%
每股收益 (元)	0.377	1.132	1.83	2.09	2.33
市盈率	12.75	16.83	13.25	11.63	10.42
市净率	1.47	4.28	3.10	2.50	2.05
EV/EBITDA	7.72	8.98	7.66	6.13	4.11

数据来源: 北汽福田汽车股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考，并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

持有

当前价格(元) 22.85

目标价格(元) 25.00

前次评级 持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	13.79%	-4.19%	22.42%
沪深 300	6.04%	1.82%	-1.10%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,054.84/602.80

主要股东:

北京汽车集团有限公司

主要股东持股比例 32.76%

财务比率

ROE 25.46%

ROA 9.71%

资产负债率 76.93%

每股净资产(元) 4.45

2009 年报数据

资产负债表

单位：百万元

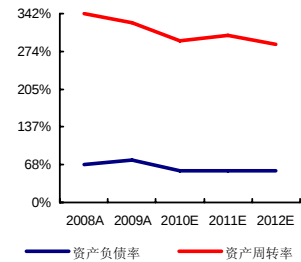
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	4,790	11,183	12,700	16,683	21,382
货币资金	510	4,131	5,951	8,281	11,741
应收及预付	1,524	2,134	2,236	2,881	3,317
存货	2,755	4,895	4,512	5,520	6,323
其他流动资产	0	24	0	0	0
非流动资产	5,044	6,474	6,610	6,997	7,375
长期股权投资	543	597	597	597	597
固定资产	3,180	3,648	3,715	3,729	3,741
在建工程	355	316	380	440	468
无形资产	686	1,468	1,665	1,978	2,316
其他长期资产	279	445	253	253	253
资产总计	9,833	17,657	19,310	23,679	28,757
流动负债	6,632	11,485	9,182	11,561	14,390
短期借款	1,566	80	0	0	0
应付及预收	4,358	11,247	9,182	11,561	14,390
其他流动负债	708	158	0	0	0
非流动负债	191	2,098	1,871	1,871	1,871
长期借款	102	884	884	884	884
应付债券	0	987	987	987	987
其他非流动负债	89	227	0	0	0
负债合计	6,823	13,583	11,053	13,432	16,261
股本	916	916	1,055	1,055	1,055
资本公积	1,308	1,356	3,678	3,678	3,678
留存收益	783	1,802	3,524	5,515	7,763
归属母公司股东权益	3,008	4,074	8,257	10,248	12,496
少数股东权益	3	0	0	0	0
负债和股东权益	9,833	17,657	19,310	23,679	28,757

利润表

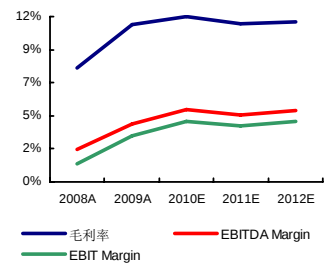
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30070	44840	54264	65312	74982
营业成本	27632	39828	47872	57956	66430
营业税金及附加	87	206	260	313	360
销售费用	991	1673	1899	2221	2474
管理费用	974	1673	1899	2221	2474
财务费用	131	54	45	52	48
资产减值损失	88	149	33	25	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-12	-38	-45	-5	27
营业利润	156	1219	2211	2519	3196
营业外收入	198	89	119	131	150
营业外支出	42	28	49	59	67
利润总额	312	1280	2282	2591	3279
所得税	-34	242	349	389	820
净利润	346	1037	1933	2202	2459
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	346	1037	1933	2202	2459
EBITDA	692	1846	2810	3132	3832
EPS (元)	0.38	1.13	1.83	2.09	2.33

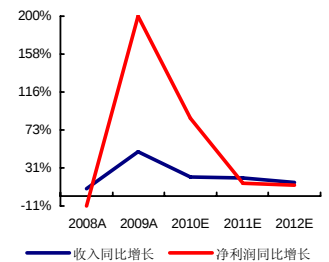
资产负债率趋势



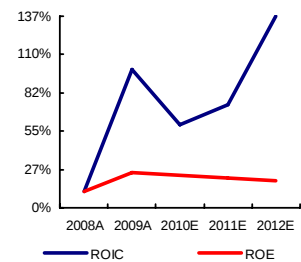
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

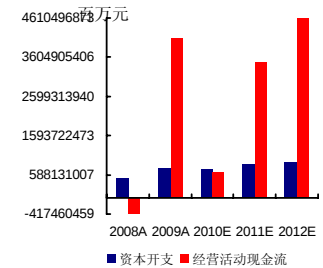
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-417	4,088	641	3,471	4,610
净利润	346	1,037	1,933	2,202	2,459
折旧摊销	306	385	477	531	589
营运资金变动	-1,239	2,477	-1,994	723	1,589
其它	170	188	226	16	-26
投资活动现金流	-816	-713	-778	-873	-882
资本支出	-492	-754	-733	-868	-909
投资变动	-340	-136	-45	-5	27
其他	16	177	0	0	0
筹资活动现金流	1,317	-277	1,958	-268	-268
银行借款	3,324	2,606	-80	0	0
债券融资	-2,636	-2,759	-360	0	0
股权融资	1,022	0	2,460	0	0
其他	-393	-124	-63	-268	-268
现金净增加额	84	3,099	1,821	2,330	3,460
期初现金余额	411	510	4,131	5,951	8,281
期末现金余额	494	3,609	5,951	8,281	11,741

主要财务比率

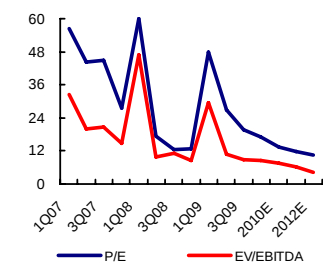
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	7.9%	49.1%	21.0%	20.4%	14.8%
营业利润	-65.1%	682.4%	81.4%	13.9%	26.9%
归属于母公司净利润	-10.9%	199.9%	86.3%	13.9%	11.7%
获利能力					
毛利率	8.1%	11.2%	11.8%	11.3%	11.4%
净利率	1.1%	2.3%	3.6%	3.4%	3.3%
ROE	11.5%	25.5%	23.4%	21.5%	19.7%
ROIC	11.7%	98.8%	59.4%	74.0%	137.1%
偿债能力					
资产负债率	69.4%	76.9%	57.2%	56.7%	56.5%
净负债比率	45.3%	-50.0%	-49.4%	-62.6%	-79.0%
流动比率	0.72	0.97	1.38	1.44	1.49
速动比率	0.22	0.44	0.77	0.84	0.92
营运能力					
总资产周转率	3.42	3.26	2.94	3.04	2.86
应收账款周转率	62.73	66.64	68.80	65.96	67.11
存货周转率	10.48	10.41	10.61	10.50	10.51
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	1.13	1.83	2.09	2.33
每股经营现金流	-0.46	4.46	0.61	3.29	4.37
每股净资产	3.28	4.45	7.83	9.72	11.85
估值比率					
P/E	12.7	16.8	13.3	11.6	10.4
P/B	1.5	4.3	3.1	2.5	2.0
EV/EBITDA	8.3	8.4	7.7	6.1	4.1

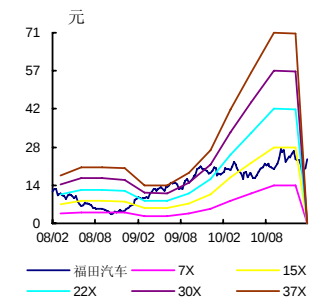
资本支出与经营活动现金流



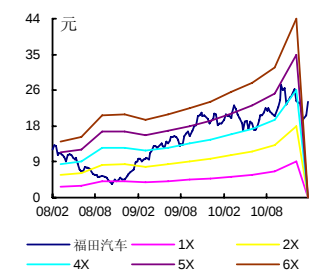
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

福田汽车(600166.sh)_公司调研简报	汤俊	2009-04-26
福田汽车(600166.sh)_年报点评	汤俊	2009-03-31
福田汽车(600166.sh)_中报点评	汤俊	2008-08-25

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。