

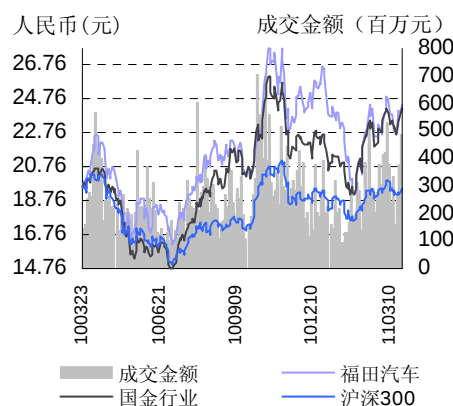
福田汽车 (600166.SH) 货车行业
评级: 买入 维持评级
业绩点评

市价(人民币): 24.44 元

内涵式增长能力明显提高

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	602.80
总市值(百万元)	25,780.19
年内股价最高最低(元)	27.75/16.15
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48


相关报告

1. 《投资者交流会信息点评》，2011.2.23
2. 《与戴姆勒合资项目尘埃落定》，2010.7.18
3. 《领跑中国新能源汽车产业化之路》，2010.5.26

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.132	1.560	1.998	2.372	2.753
每股净资产(元)	4.45	7.64	9.51	10.91	13.54
每股经营性现金流(元)	4.46	1.02	5.98	2.21	3.41
市盈率(倍)	16.83	15.56	12.23	10.30	8.88
行业优化市盈率(倍)	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
净利润增长率(%)	199.90%	58.68%	28.07%	18.71%	16.06%
净资产收益率(%)	25.46%	20.42%	21.01%	21.74%	20.34%
总股本(百万股)	916.41	1,054.84	1,054.84	1,054.84	1,054.84

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 福田汽车 2010 年实现销售收入 534.92 亿元, 同比增长 19.3%; 实现归属母公司净利润 16.46 亿元, 同比增长 58.7%。2010 年全面摊薄后 EPS 为 1.56 元, 基本符合我们预期。

经营分析

- **中重卡业务 10 年受限于产能:** 2010 年欧曼重卡销售 10.3 万辆, 同比增长 25.43%, 低于重卡行业增速, 主要原因是受产能制约影响。经过扩产, 2011 年中重卡产能可以达到 15 万辆左右, 确保今年不会再因为产能不足而丢掉订单。
- **轻卡保持行业领先地位:** 2010 年公司轻卡销售 44.75 万辆, 同比增长 17%, 低于行业整体增速 26%, 尽管如此, 公司轻卡市场占有率仍高达 22.9%, 稳居行业第一。2011 年, 公司将推出时代轻卡的改型产品, 扭转车型老化问题, 同时 2011 年公司也将重点培育欧马可这一高端品牌, 提升产品整体盈利水平。
- **盈利能力稳步提高。** 2010 年公司整体毛利率为 11.92%, 较 09 年提高 0.75 个百分点, 净利率为 3.08%, 较 09 年提高 0.77 个百分点, 这也反映了公司近年一直强调的“内涵提升”的成果。
- **拟 10 送 10 派 2.8 元。** 年报中, 公司披露了极为优厚的 2010 年分配方案, 公司拟每 10 股送 10 股并派发现金红利 2.8 元。

盈利调整

- 暂不考虑送股摊薄, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.00、2.37、2.75 元, 当前股价对应 PE 分别为 12、10、9 倍。

投资建议

- 公司为商用车行业龙头, 随着产能瓶颈的解决, 2011 年业绩仍将实现较快增长, 且公司推出了 10 送 10 的高送配方案, 我们维持其“买入”评级。

吴文利 分析师 SAC 执业编号: s0630511010003
(8621)61038231
wuww@gjzq.com.cn

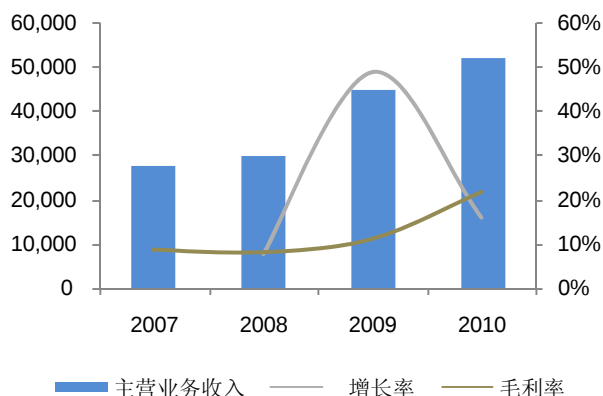
稳定成长的商用车龙头

业绩点评

- 福田汽车 2011 年 3 月 24 日公布年报，公司 2010 年实现销售收入 534.92 亿元，同比增长 19.3%；实现归属母公司净利润 16.46 亿元，同比增长 58.7%。

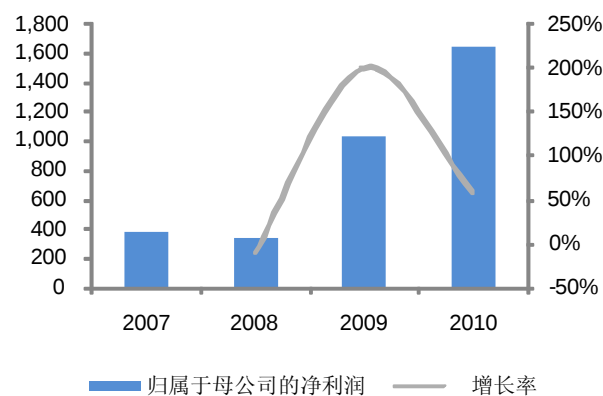
图表1：公司主营业务收入

单位：百万元



图表2：公司净利润

单位：百万元



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2010 年公司毛利率为 11.8%，净利率 3.08%，盈利能力较 2009 年有小幅提升。
- 2010 年公司共销售汽车 68.3 万辆，同比增长 13.4%，增幅小于商用车整体的 29.8%和汽车整体的 32.5%，增长幅度小于行业平均水平的主要原因是受到产能制约的影响。

图表3：公司 2010 年各车型销量情况

单位：辆

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计	累计同比
中重卡	8192	5778	13201	12195	10632	9334	8210	6224	7258	8115	8771	6364	104274	23.20%
轻卡	32884	25740	56211	52582	38909	35548	35209	30112	32940	32743	38512	36063	447453	16.58%
轻客	2019	1515	3032	2060	2122	1803	1710	1764	2063	1938	1931	1853	23810	11.44%
大中客	582	259	369	224	220	359	278	318	231	219	198	417	3674	-8.20%
微卡	8100	4362	11432	10432	6900	6045	5385	7822	7422	6583	6348	9703	90534	-4.33%
其它	1606	1238	1593	1610	939	1052	877	892	920	766	1056	675	13224	-2.43%
合计	53383	38892	85838	79103	59722	54141	51669	47132	50834	50364	56816	55075	682969	13.45%

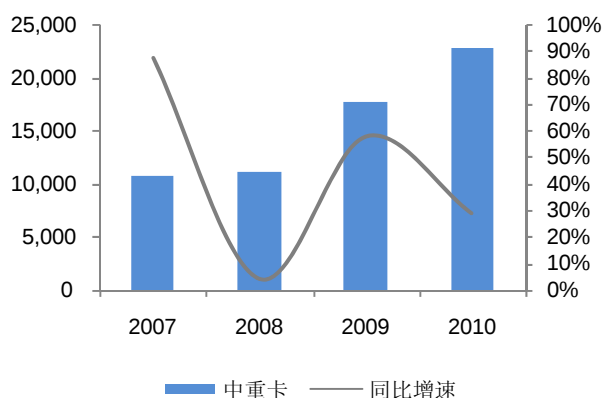
来源：公司公告，国金证券研究所

中重卡业务：10 年受限于产能，11 年仍能实现较快增长

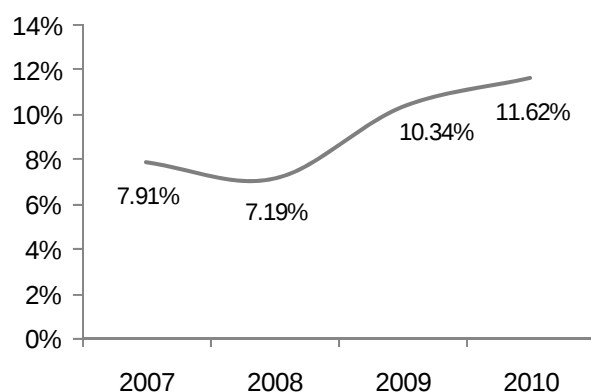
- 2010 年中重卡业务收入 229.23 亿元，同比增长 29.06%。重卡产品毛利率为 11.62%，较 2009 年上升 1.28 个百分点，也达到同期最高水平。
- 中重卡业务占主营业务收入和毛利比例均稳步提升，2010 年中重卡收入及毛利占比分别为 44%和 42.91%，较 2009 年分别上升 3.65 和 5.55 个百分点。

图表3：中重卡业务收入

单位：百万元



图表4：中重卡业务毛利率

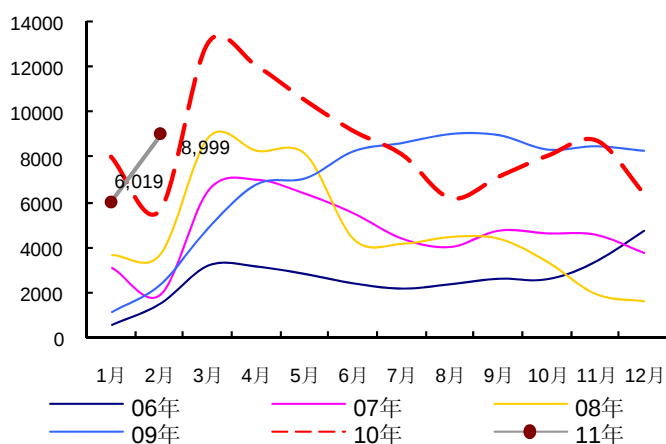


来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司欧曼品牌中重卡 2010 年共销售 10.43 万辆，同比增长 23.2%；其中重卡 10.3 万辆，同比增长 25.43%，低于重卡行业增速。公司重卡市场占有率约为 10%，比 2009 年下降 2.8 个百分点，占有率下降主要原因是受产能制约的影响。

图表6：公司重卡月度销量

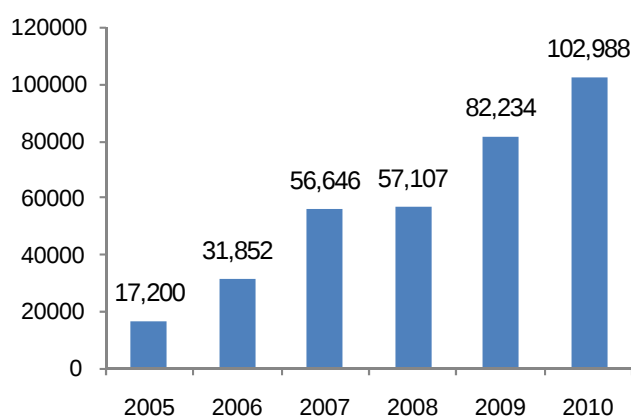
单位：辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表7：公司重卡年度销量

单位：辆



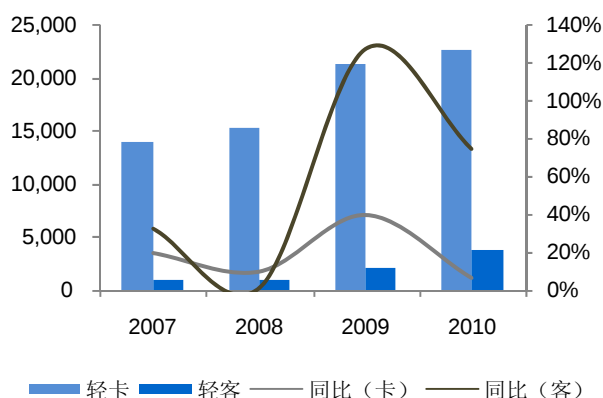
- 公司 2010 年中重卡产能约为 10 万辆，产能不足使公司损失大量订单；随着怀柔二工厂今年年初的投产，2011 年中重卡产能可以达到 15 万辆左右，确保今年不会再因为产能不足而丢掉订单。
- 公司 2011 年中重卡销售目标为 14-15 万辆，同比增长 33%到 43%。我们认为该目标略偏激进，但公司中重卡销量全年实现 15%到 20%的增长是大概率事件。
 - 欧曼重卡 11 年将推出低端产品。传统欧曼品牌定位于中高端，售价远高于重汽、陕汽等对手，市场更大的低端业务以前一直没有开发。2011 年公司将开发低端产品并投放市场，成为新的业绩增长点。

轻型商用车业务：

- 2010 年公司轻卡业务实现收入 227.25 亿元，同比增长 6.22%。毛利率 13.59%，同比增长 1.72 个百分点。毛利率上升的主要原因是产品销售结构的上移。轻客业务实现收入 37.98 亿元，同比增长 74.66%。

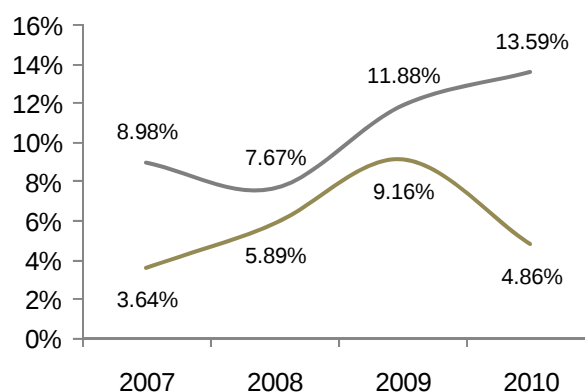
图表5：公司轻卡、轻客收入

单位：百万元



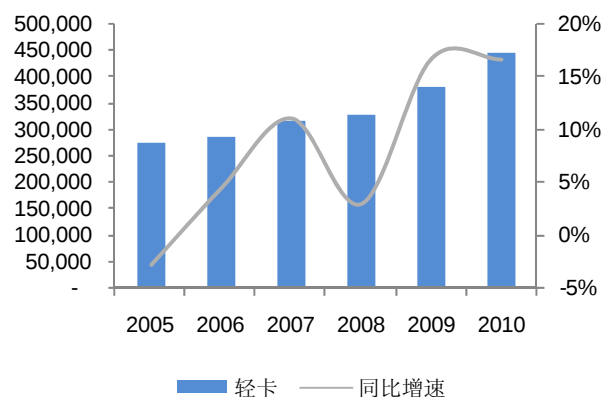
来源：公司公告，国金证券研究所

图表6：公司轻卡、轻客毛利率



图表7：公司轻卡销量

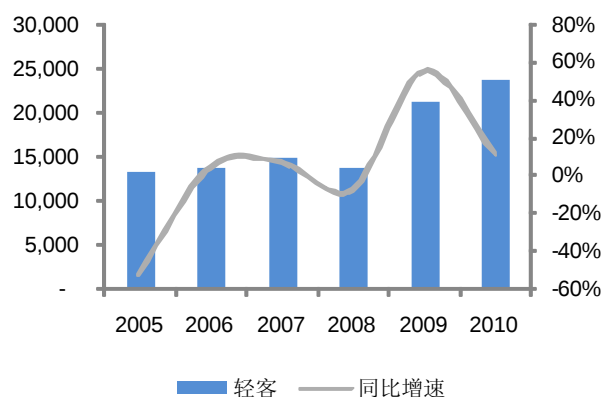
单位：辆



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：公司轻客销量

单位：辆



- 公司 2010 年轻卡产品销售 44.75 万辆，同比增长 17%；轻客销售 23810 辆，同比增长 11.4%。公司 2010 年轻卡市场占有率约为 22.9%，较 2009 年下降了 1.9 个百分点。
- 2010 年整个轻型商用车市场需求结构发生明显变化，需求增速最快是平板车、其次是皮卡，而自卸车出现负增长。从福田汽车的市场占有率来看，最高的恰恰是自卸车，占有率达到 40% 以上，平板车占有率 24%，皮卡占有率最小，只有 10%。
- 2010 年轻卡市场高端产品受到青睐，而公司“时代”轻卡产品老化严重，竞争力弱化；欧马可高端品牌还处于市场培育期，市场占有率低。
- 公司今年将重点培育其欧马可高端轻卡品牌，同时开拓欧马可专用车、改装车业务，低端时代轻卡也将会有新产品推出提高竞争力，整体有望实现 12% 左右的小幅增长。

盈利预测

- 我们预计 2011 至 2013 年公司实现归属母公司净利润分别为 21.08、25.02、29.04 亿元，对应 EPS 分别为 2.00、2.37、2.75 元，当前股价对应 PE 分别为 12、10、9 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济紧缩过度，汽车行业销量增速下滑过快。
- 高通胀失控，原材料成本大幅上升导致公司盈利能力大幅下滑。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室