



运输设备业/可选消费品

福田汽车 (600166)

重卡产能提升、轻卡结构优化

——福田汽车 2010 年年报点评

陈锡伟
021-38676385
chenxiwei@gtjas.com
S0880511010026

本报告导读:

公司 10 年实现完全摊薄后 EPS1.56 元, 低于预期。11 年看点是重卡产能提升和轻卡产品结构优化, 结合估值因素和重卡行业的不确定, 下调至谨慎增持, 目标价 28 元。
投资要点:

- **业绩低于预期:** 公司 2010 年实现营业收入 535 亿元, 同比增长 19.3%; 实现净利润 16.5 亿元, 同比增长 58.7%; 基本 EPS1.73 元, 完全摊薄后 EPS 为 1.56 元, 业绩低于预期。分配方案为: 每 10 股送 10 股派 2.8 元。
- **第四季度 EPS 仅 0.05 元:** 2010 年 4Q 实现收入 113.6 亿元, EPS 仅为 0.05 元。主要是: 1) 管理费用大幅增长至 7.5 亿元 (主要是计提工资所致); 2) 资产减值损失 1.4 亿 (主要是固定资产减值)。
- **重卡产能扩张、合资提升技术:** 公司 2010 年销售重卡 10.4 万辆, 同比增长 23.4%, 远低于重卡行业 60% 的增速, 主要原因为产能受限。2011 年重卡二厂将投产, 新增产能 5 万辆, 产能压力减轻。与戴勒姆合资获得优势发动机资源和重卡平台, 完善产业链, 将有利于产品竞争力的提升, 并扩大公司在重卡市场的份额、加强中高端产品竞争力并打开出口空间。
- **轻卡产品结构优化:** 公司将推出时代品牌新产品、加强奥铃品牌开拓、搭载福田康明斯 2.8 L 发动机的欧马可 C280 轻卡高端品牌, 提升中高端品牌销售占比, 增强轻卡业务盈利能力, 稳固公司在轻卡行业的龙头地位。
- **新能源汽车战略稳步推进:** 产品涵盖混合动力客车、纯电动客车、纯电动环卫车、纯电动出租车等, 新能源汽车产销规模第一。公司加大核心零部件的开发自制, 有助于核心竞争力加强。受益于十城千辆规划、北京新能源环卫、邮政车辆的采购需求, 公司新能源汽车销量持续增长。
- **下调至谨慎增持评级:** 公司 2011 年看点就是重卡产能的提升以及轻卡产品结构优化, 我们预计 2011-2013 年 EPS2.06、2.38、2.71 元, 考虑到估值因素以及重卡行业的不确定性, 下调至谨慎增持评级, 目标价 28 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	44,840	53,492	61,726	69,207	77,690
(+/-)%	49%	19%	15%	12%	12%
经营利润 (EBIT)	1,461	2,057	2,322	2,717	3,099
(+/-)%	278%	41%	13%	17%	14%
净利润	1,037	1,646	2,168	2,512	2,855
(+/-)%	200%	59%	32%	16%	14%
每股净收益 (元)	1.13	1.56	2.06	2.38	2.71
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	3.3%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
净资产收益率 (%)	25.5%	20.4%	21.6%	20.4%	19.1%
投入资本回报率 (%)	98.8%	37.0%	31.3%	26.7%	27.6%
EV/EBITDA	11.0	9.2	8.4	7.3	5.9
市盈率	21.6	15.7	11.9	10.3	9.0
股息率 (%)	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 增持

目标价格: 28.00

上次预测: 21.72

当前价格: 24.44

2011.03.24

交易数据

52 周内股价区间 (元)	15.54-29.09
总市值 (百万元)	25,780
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,055/603
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	57%
日均成交量 (百万股)	10
日均成交额 (百万元)	241

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,061
每股净资产	7.64
市净率	3.2
净负债率	35%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.49	0.54
Q2	0.60	0.62
Q3	0.42	0.48
Q4	0.05	0.42
全年	1.56	2.06

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	-5%	22%
相对指数	5%	-7%	26%

相关报告

《中重卡业务盈利能力进一步提升》	2010.08.27
《从规模到效益的转变》	2010.03.08
《商用车龙头地位进一步巩固》	2010.03.01
《轻型汽车龙头 业绩充分释放》	2009.08.27
《补贴收入对业绩影响巨大》	2009.03.31

模型更新时间: 2011.03.24

股票研究

 可选消费品
 运输设备业

福田汽车 (600166)
评级: **谨慎增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 21.72

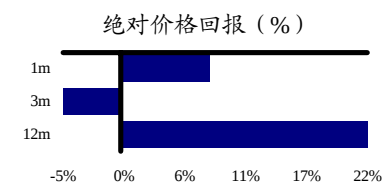
当前价格: 24.44

公司网址

www.foton.com.cn

公司简介

公司是国内最重要的商用车生产企业之一, 产品覆盖全系列的载货车和客车, 包括中重型卡车、轻型卡车, 以及大中型和轻型客车, 同时在乘用车方面有 SUV 和皮卡产品。公司目前拥有欧曼、欧 V、奥铃、欧马可、风景、传奇和萨普共八个品牌。公司在京、津、鲁、冀、湘、鄂、辽、粤等 8 个省市区拥有整车和零部件事业部。



52 周价格范围

15.54-29.09

市值 (百万)

25,780

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

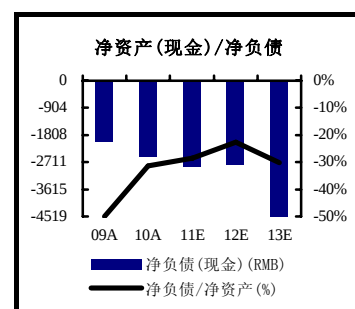
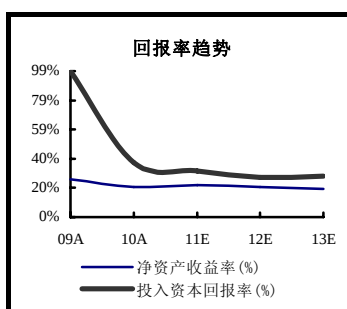
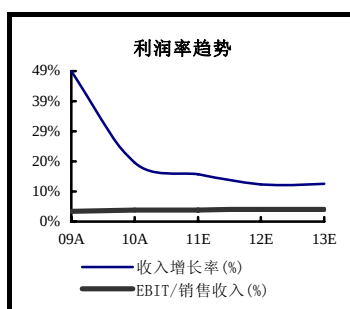
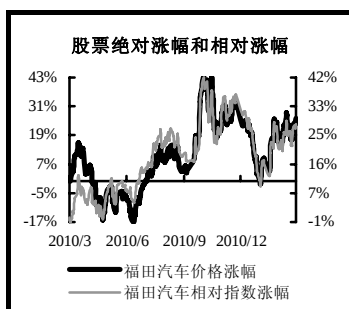
PB

EV/EBITDA

P/S

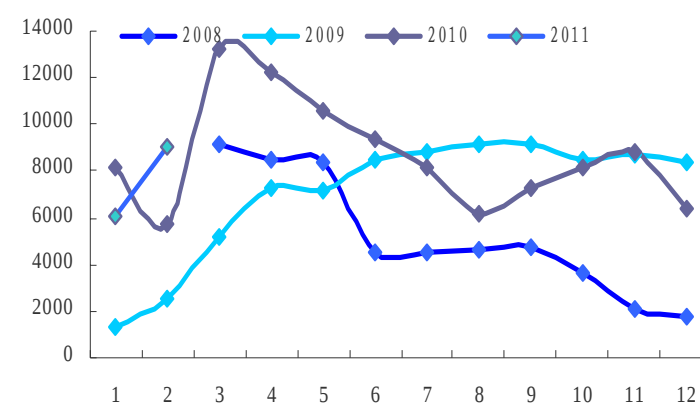
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	44,840	53,492	61,726	69,207	77,690
营业成本	39,828	47,166	54,523	61,120	68,602
税金及附加	206	245	283	317	356
销售费用	1,673	1,817	2,068	2,284	2,525
管理费用	1,673	2,207	2,531	2,768	3,108
EBIT	1,461	2,057	2,322	2,717	3,099
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-38	-70	-70	-70	-70
财务费用	54	64	-103	-108	-125
营业利润	1,219	1,748	2,355	2,755	3,154
所得税	242	269	354	410	466
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	1,037	1,646	2,168	2,512	2,855
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	4,131	5,374	5,228	5,169	6,899
其他流动资产	24	63	0	0	0
长期投资	851	775	775	775	775
固定资产合计	3,963	6,097	8,003	9,859	11,666
无形资产及其他资产	1,489	1,844	2,016	2,220	2,423
资产合计	17,657	24,641	26,887	31,077	35,553
流动负债	11,485	13,124	14,496	16,383	18,212
非流动负债	2,098	3,456	2,372	2,374	2,377
股东权益	4,074	8,061	10,019	12,320	14,964
投入资本(IC)	1,199	4,779	6,387	8,750	9,666
现金流量表					
NOPLAT	1,184	1,768	1,996	2,336	2,664
折旧与摊销	385	459	396	446	495
流动资金增量	4,140	-1,802	1,008	-303	1,094
资本支出	-754	-3,087	-2,307	-2,338	-2,338
自由现金流	4,956	-2,661	1,092	141	1,915
经营现金流	4,088	1,076	3,782	2,558	4,347
投资现金流	-713	-2,241	-2,378	-2,408	-2,408
融资现金流	-277	2,892	-1,550	-209	-208
现金流净增加额	3,099	1,726	-145	-59	1,731
财务指标					
成长性					
收入增长率	49.1%	19.3%	15.4%	12.1%	12.3%
EBIT 增长率	277.9%	40.8%	12.9%	17.0%	14.0%
净利润增长率	199.9%	58.7%	31.7%	15.8%	13.7%
利润率					
毛利率	11.2%	11.8%	11.7%	11.7%	11.7%
EBIT 率	3.3%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%
净利率率	2.3%	3.1%	3.5%	3.6%	3.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	25.5%	20.4%	21.6%	20.4%	19.1%
总资产收益率(ROA)	5.9%	6.7%	8.1%	8.1%	8.0%
投入资本回报率(ROIC)	98.8%	37.0%	31.3%	26.7%	27.6%
运营能力					
存货周转天数	35	45	46	46	46
应收账款周转天数	5	6	6	6	6
总资产周转天数	112	144	152	11	11
净利润现金含量	3.94	0.65	1.74	1.02	1.52
资本支出/收入	2%	6%	4%	3%	3%
偿债能力					
资产负债率	76.9%	67.3%	62.7%	60.4%	57.9%
净负债率	-50.0%	-31.3%	-28.5%	-22.7%	-30.2%
估值比率					
PE	21.6	15.7	11.9	10.3	9.0
PB	5.5	3.2	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	11.0	9.2	8.4	7.3	5.9
P/S	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3
股息率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%



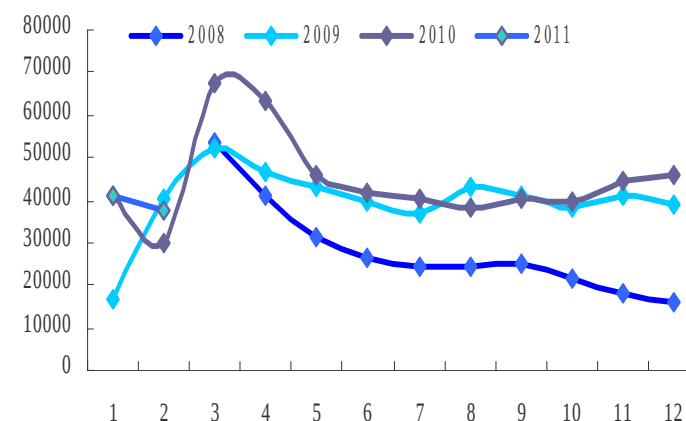
- **业绩低于预期:** 公司 2010 年实现营业收入 535 亿元, 同比增长 19.3%; 实现净利润 16.5 亿元, 同比增长 58.7%; 实现基本 EPS1.73 元, 完全摊薄后 EPS 为 1.56 元, 业绩低于预期。分配方案为: 每 10 股送 10 股派 2.8 元。
- **第四季度 EPS 仅 0.05 元:** 2010 年 4Q 实现收入 113.6 亿元, EPS 仅为 0.05 元。主要是: 1) 管理费用大幅增长至 7.5 亿元 (主要是计提工资所致); 2) 资产减值损失 1.4 亿 (主要是固定资产减值)。
- **重卡产能扩张、合资提升技术:** 公司 2010 年销售中重卡 10.4 万辆, 同比增长 23.4%, 远低于重卡行业 60% 的增速, 市场占有率为 8.1%, 同比下降 1.4 个百分点, 主要原因为产能受限。2010 年实现收入 229 亿, 占总收入 42.9%, 为收入的主要来源。毛利提高 1.5 个百分点至 11.6%。公司重卡一厂的产能为 8 万辆, 2011 年重卡二厂将投产, 新增产能 5 万辆, 产能压力得到解决。公司与戴勒姆签订合资合同, 建合资公司生产重卡并引入戴姆勒重卡发动机, 通过获得优势发动机资源和重卡平台, 公司将进一步完善产业链, 提升产品竞争力, 并扩大市场份额、加强中高端产品竞争力并打开出口空间。
- **轻卡产品结构优化:** 轻卡销售 53.8 万辆, 同比增长 12.4%, 市场占有率为 22.8%, 同比下降 1.8 个百分点, 但市场份额仍保持第一。2010 年实现收入 227 亿, 占总收入 42.5%。公司将推出时代品牌新产品以加强低端产品竞争力、加强奥铃品牌开拓、推出搭载福田康明斯 2.8 L 发动机的欧马可 C280 高端轻卡品牌, 提升中高端品牌销售占比, 稳固公司在轻卡行业的龙头地位。
- **福田康明斯发动机配套中高端轻卡:** 福田康明斯发动机已于 2008 年投产, 合资工厂将生产 2.8L 及 3.8L 高性能轻型柴油机, 能够满足欧 IV、欧及以上排放法规要求。2010 年公司审议通过了《关于向北京福田康明斯发动机有限公司增资的议案》, 同意以现金方式向福田康明斯发动机增资 34000 万元, 其中: 2010 年增资 16500 万元, 2011 年增资 17500 万元。康明斯项目将为福田中高端轻卡提供强劲的动力, 巩固公司在商用车市场的优势地位。
- **新能源汽车战略稳步推进:** 公司已建成新能源汽车技术中心、节能减排重点试验室以及混合动力、纯电动、氢燃料和高效节能发动机四大核心设计制造工程中心, 产品涵盖混合动力客车、纯电动客车、纯电动环卫车、纯电动出租车等, 新能源汽车产销规模位居全国第一。福田汽车拟参股北京市延庆县纯电动出租车运营公司, 成立北京妫川出租有限公司, 有助于提升公司的技术研发能力, 丰富公司纯电动汽车的运营经验。09 年 10 月, 公司投资 1000 万元, 参与设立北京汽车新能源电池科技有限公司 (持股 10%)。公司加大电池等核心零部件的开发, 有助于核心竞争力加强。受益于十城千辆规划、北京新能源环卫、邮政车辆的采购需求, 公司新能源汽车销量有望持续增长。
- **下调至谨慎增持评级:** 公司是商用车行业龙头企业、新能源汽车领导者, 大力拓展海外市场, 推行全球化战略。公司今年看点就是重卡产能的提升以及轻卡产品结构优化, 我们预计 2011-2013 年 EPS2.06、2.38、2.71 元, 考虑到估值因素以及重卡行业的不确定性, 下调至谨慎增持, 目标价 28 元。
- **风险:** 1) 固定资产投资增速下滑给商用车市场销量带来不确定性; 2) 钢材等原材料价格大幅上涨

图 1: 公司中重卡月销量 (单位: 辆)



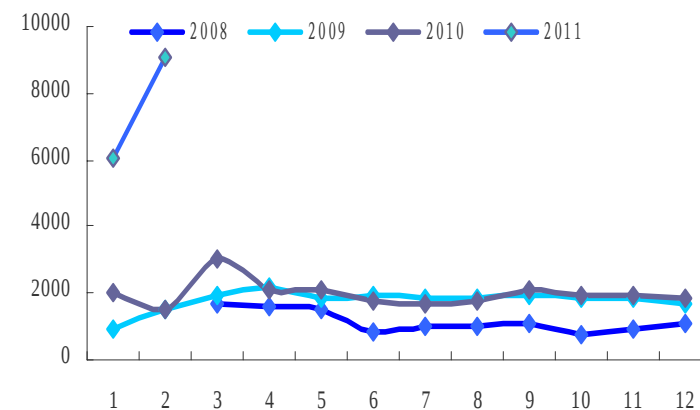
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 2: 公司轻卡月销量 (单位: 辆)



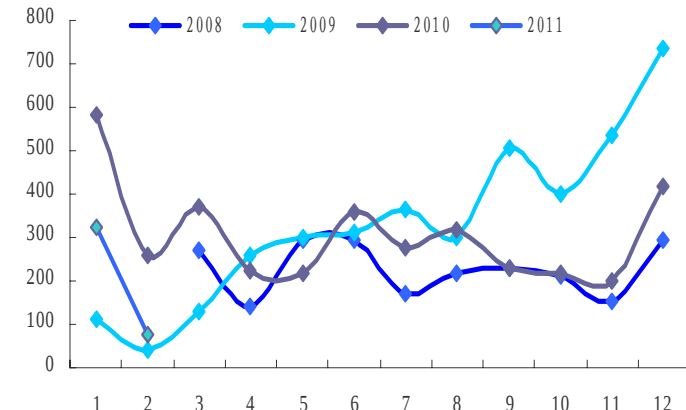
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 3: 公司轻客月销量 (单位: 辆)



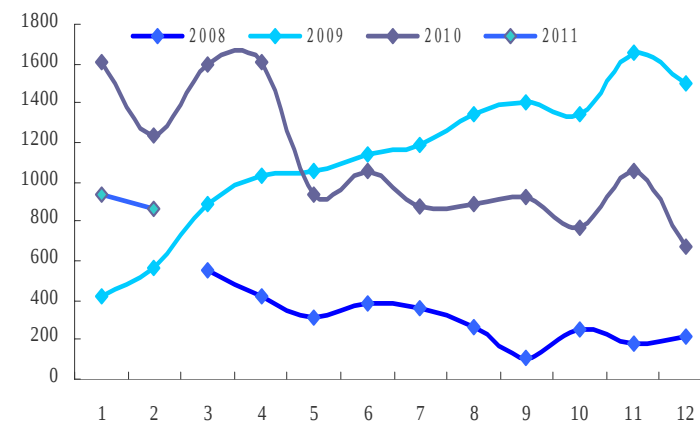
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 4: 公司大中客月销量 (单位: 辆)



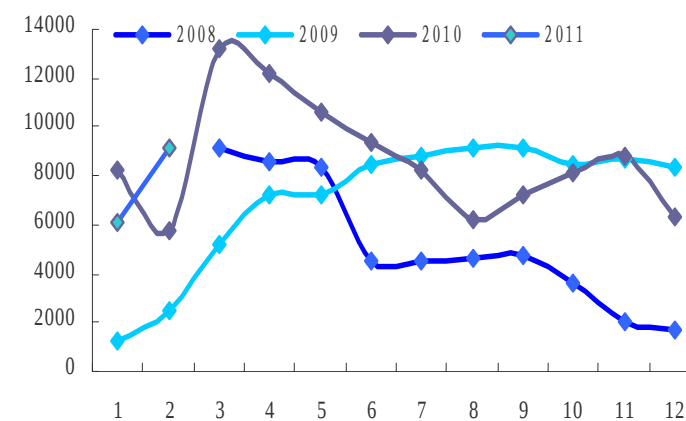
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 5: 公司 SUV、蒙派克月销量 (单位: 辆)



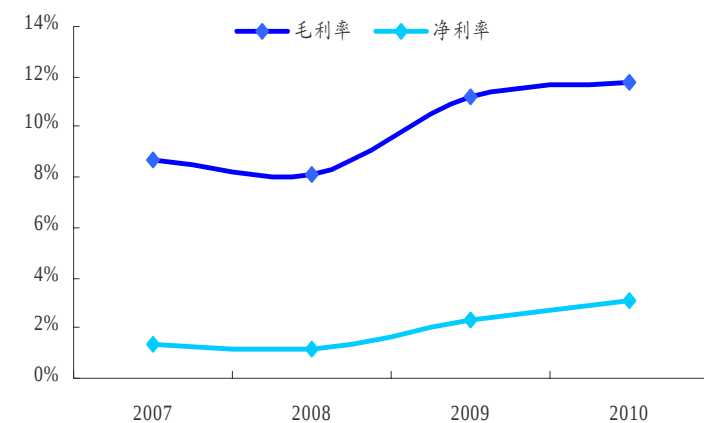
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 6: 公司全部车型月销量 (单位: 辆)



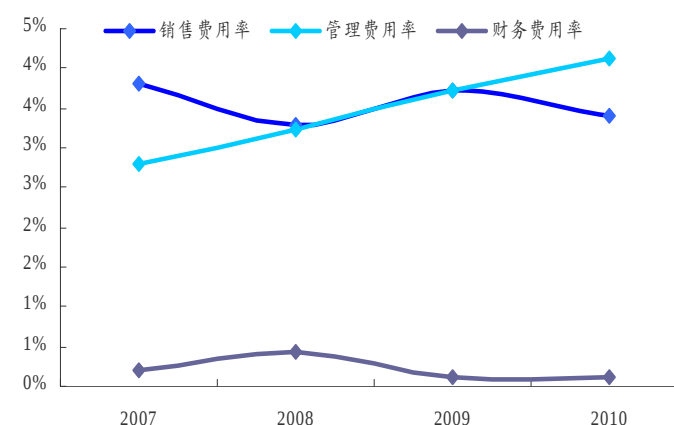
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 7: 公司毛利率、净利率



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 8: 公司期间费用率



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

作者简介:**陈锡伟:**

S0880511010026

021-38676385

chenxiwei@gtjas.com

1998 - 2005 年分获复旦大学经济学系学士、硕士，2005 年 8 月进入国泰君安研究所，任汽车、旅游酒店研究员，2005 年获 CPA 资格。

丁明（贡献作者）:

S0880110110015

021-38674753

dingming008734@gtjas.com

北京大学经济学硕士，国泰君安汽车行业研究助理

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		