

2011-03-26

汽车和汽车零部件

福田汽车 600166-SH

激励基金计提导致业绩低于预期

◇ 事件：公司公布年报

◆公司 2010 年业绩显著低于预期

公司 2010 年实现销售收入 539 亿元，同比增长 19.3%；实现利润总额 19.1 亿元，同比增长 49.63%；归属上市公司股东净利润 15.03 亿元，同比增长 52.5%；全面摊薄每股收益 1.56 元，上年同期为 0.98 元。每股收益显著低于市场此前预期的 1.83 元。分配预案：每 10 股送 10 股派现金 2.8 元（含税）。

◆管理层激励基金计提超出预期

公司业绩低于预期原因：管理费用中应付职工薪酬大幅增加 3.4 亿元，其中主要是计提了 3.75 亿元的管理激励基金。奖励基金的计提主要是根据 2008 年股东大会通过的《中长期激励基金计提方案》，根据该方案：连续 3 年加权平均净资产收益率超过 7%，即进行奖励基金提取，提取标准采用超额累进方式，最高提取当年净利润的 25%，如果当年净资产收益率低于 7%，则当年停止计提。2010 年公司加权平均净资产收益率达到 30.18%，同时公司净利润出现大幅上涨，因此管理层激励基金计提增长 68.4%（2009 年计提 2.23 亿元）。

另外公司计提了 1.74 亿元资产减值损失，其中固定资产减值损失 1.17 亿元，公司 2009 年资产减值损失为 1.49 元，其中固定资产减值损失为 1.17 亿元，可见 2009 年公司已对部分利用率不高资产进行减值处理，2010 年再次大幅计提有所超出预期。

◆公司 2011 年重卡业务可能超预期

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%这一增速。其中重要原因是产能有限，客户订单等待时间较长。公司重卡一厂的核定产能为 8 万辆，通过加班加点可生产 10 万辆。2011 年 4 月份，重卡二厂将投产，新增产能 5 万辆，产能瓶颈问题彻底解决。我们预计公司 2011 年重卡有望实现 20%以上增长。

◆公司原材料弹性较大

以 2010 年公司汽车销量估计，公司直接采购钢材 34.5 万吨，如果钢材价格上涨 1000 元，公司原材料成本上升 3.45 亿元，EPS 下降 0.33 元。如果考虑橡胶、有色金属、塑料等价格的变动，公司的业绩的原材料弹性更大。

◆投资建议 考虑公司 2011 年激励基金的计提，下调公司 2011 年盈利预测至 1.75 元（原 2.02 元）。我们认为，新能源客车占公司收入比重仅为 3%，较难给公司业绩带来大幅提升；轻卡业务受到政策调整影响，也难以有突出表现，目前公司 2011 年 PE 为 14 倍，不具有估值优势，但公司重卡存在超预期的可能，给予增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	44,840	53,492	58,915	67,636	75,753
营业收入增长率	49.12%	19.30%	10.14%	14.80%	12.00%
净利润（百万元）	1,037	1,646	1,847	2,105	2,527
净利润增长率	199.90%	58.68%	12.20%	13.98%	20.04%
EPS（元）	0.98	1.56	1.75	2.00	2.40
ROE（归属母公司） （摊薄）	25.46%	20.42%	19.21%	18.55%	18.78%
P/E	26	16	14	13	11
P/B	7	3	3	2	2
EV/EBITDA	17	14	11	10	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	25.20 元
目标价格	26.25 元
目标期限	6 个月

分析师：

于特：（执业证书编号：S0930510120015）

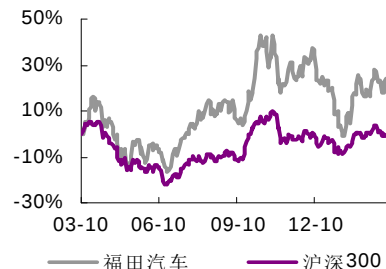
电话：021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	1,055
总市值(百万元)	26,582
流通比例(%)	57.15%
12 个月最高/最低(元)	29.09/15.54
近 3 月日均成交量(百万股)	11.70
主要股东	北汽集团 有限公司

股价表现(12 个月)

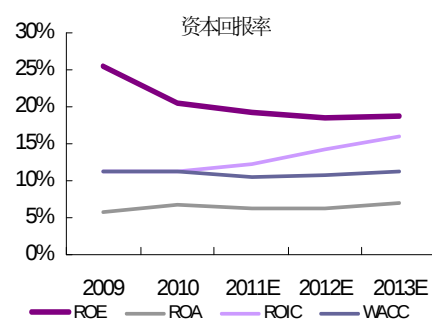
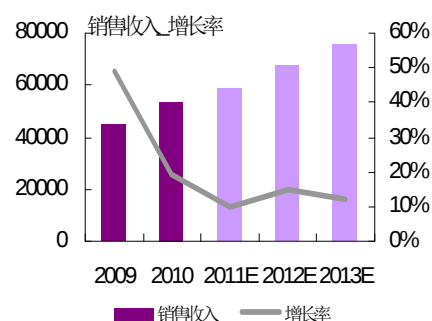
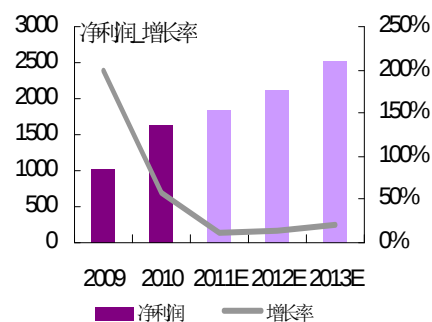
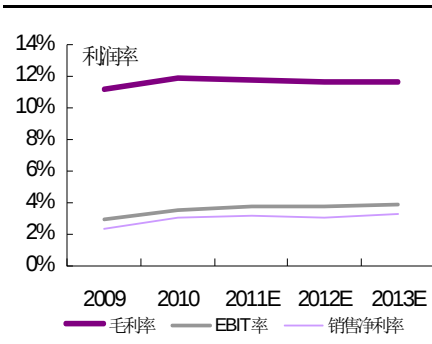


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.97	-2.87	27.76
绝对收益	12.00	1.29	29.79

相关报告：

运行平稳 关注原材料弹性
..... 2011-02-27
业绩增长确定 估值偏低
..... 2010-07-28

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	44,840	53,492	58,915	67,636	75,753
营业成本	39,828	47,166	51,963	59,723	66,890
折旧和摊销	385	459	622	669	710
营业税费	206	245	271	311	348
销售费用	1,673	1,817	1,885	2,131	2,348
管理费用	1,673	2,207	2,416	2,739	3,030
财务费用	54	64	130	207	137
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-38	-70	0	0	0
营业利润	1,219	1,748	2,076	2,366	2,840
利润总额	1,280	1,915	2,148	2,448	2,938
少数股东损益	0	0	0	-1	-1
归属母公司净利润	1,037.33	1,646.01	1,846.78	2,104.95	2,526.81

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	17,657	24,641	30,109	33,082	35,776
流动资产	11,183	15,655	21,921	25,214	28,268
货币资金	4,131	5,374	10,605	12,175	13,636
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	739	982	1,031	1,183	1,325
应收票据	0	322	353	406	455
其他应收款	127	292	324	372	417
存货	4,895	6,651	7,347	8,450	9,470
可供出售投资	118	179	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	597	538	538	538	538
固定资产	3,648	4,093	4,311	4,359	4,282
无形资产	1,322	1,527	1,451	1,378	1,309
总负债	13,583	16,580	20,496	21,735	22,323
无息负债	11,489	13,734	14,151	16,925	19,234
有息负债	2,094	2,846	6,346	4,810	3,089
股东权益	4,074	8,061	9,612	11,347	13,453
股本	916	1,055	1,055	1,055	1,055
公积金	1,864	4,610	4,610	4,610	4,610
未分配利润	1,294	2,397	3,948	5,684	7,790
少数股东权益	0	0	0	-1	-2

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	4,088	1,076	1,686	3,326	3,444
净利润	1,037	1,646	1,847	2,105	2,527
折旧摊销	385	459	622	669	710
净营运资金增加	-968	3,398	2,107	1,374	1,541
其他	3,634	-4,428	-2,889	-822	-1,334
投资活动产生现金流	-713	-2,241	-61	-500	-500
净资本支出	754	3,087	241	500	500
长期投资变化	597	538	0	0	0
其他资产变化	-2,064	-5,866	-302	-1,000	-1,000
融资活动现金流	-277	2,892	3,606	-1,256	-1,483
股本变化	0	138	0	0	0
债务净变化	222	752	3,499	-1,535	-1,721
无息负债变化	6,538	2,245	417	2,774	2,309
净现金流	3,099	1,726	5,231	1,570	1,461

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	49.12%	19.30%	10.14%	14.80%	12.00%
净利润增长率	199.90%	58.68%	12.20%	13.98%	20.04%
EBITDA 增长率	180.76%	37.97%	20.76%	14.65%	13.76%
EBIT 增长率	338.80%	43.50%	17.19%	16.65%	15.71%
估值指标					
PE	26	16	14	13	11
PB	7	3	3	2	2
EV/EBITDA	17	14	11	10	8
EV/EBIT	22	18	15	12	10
EV/NOPLAT	27	20	17	14	11
EV/Sales	1	1	1	0	0
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	11.18%	11.83%	11.80%	11.70%	11.70%
EBITDA 率	3.78%	4.38%	4.80%	4.79%	4.87%
EBIT 率	2.92%	3.52%	3.74%	3.80%	3.93%
税前净利润率	2.85%	3.58%	3.65%	3.62%	3.88%
税后净利润率 (归属母公司)	2.31%	3.08%	3.13%	3.11%	3.34%
ROA	5.87%	6.68%	6.13%	6.36%	7.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.46%	20.42%	19.21%	18.55%	18.78%
经营性 ROIC	11.32%	11.20%	12.30%	14.16%	15.99%
偿债能力					
流动比率	0.97	1.19	1.25	1.41	1.60
速动比率	54.76%	68.60%	83.20%	93.65%	106.25%
归属母公司权益/有息债务	1.95	2.83	1.51	2.36	4.36
有形资产/有息债务	7.65	7.93	4.49	6.55	11.09
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.98	1.56	1.75	2.00	2.40
每股红利	0.16	0.28	0.35	0.40	0.48
每股经营现金流	3.88	1.02	1.60	3.15	3.26
每股自由现金流(FCFF)	1.72	-4.01	0.33	1.11	1.32
每股净资产	3.86	7.64	9.11	10.76	12.75
每股销售收入	42.51	50.71	55.85	64.12	71.81

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

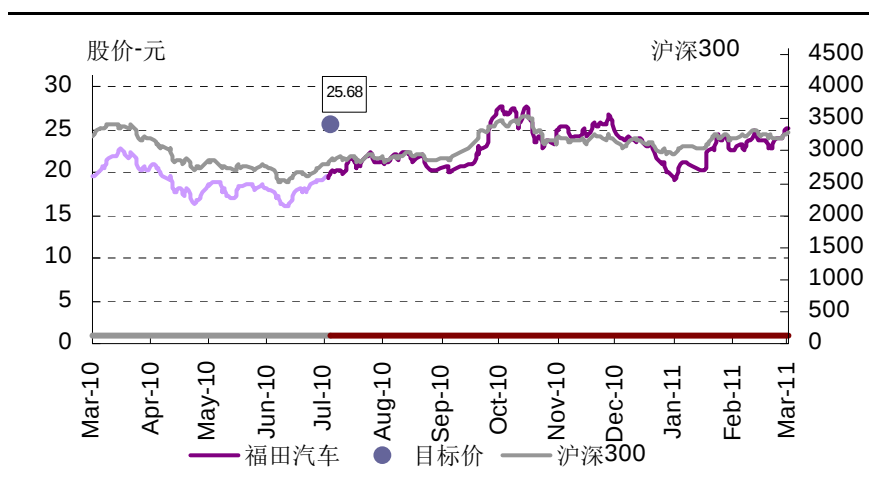
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

福田汽车（600166）

分析师：于特



日期	股价	目标	评级
2010-07-28	19.56	25.68	买入
2011-02-28	22.50	27.17	增持

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。