

福田汽车公司简评 ——印度建厂，促进转型

福田汽车
600166

事件

公司发布关于设立福田汽车印度制造有限公司的公告，公司以货币出资 45.54 亿卢比，占印度制造公司注册资本的 99.00%；北京福田国际贸易有限公司以货币出资 0.46 亿卢比，占印度制造公司注册资本的 1.00%。

评述

福田汽车印度制造有限公司（最终以印度政府企业事务部公司注册处核定的名称为准）的规划规模为投资不超过24.71亿元人民币，产能规划为双班一期96000辆/年、二期120000辆/年，本期出资9720万美元（45.54亿卢比、6.20亿元人民币）。投资主体为福田汽车和北京福田国际贸易有限公司，后者是前者的全资子公司。预计印度工厂2013年7月竣工，投产后将有助于公司业绩的提升。

印度是全球第四大的商用车市场，印度政府对于整车进口的关税为24%，为此，要实现印度市场的突破，必须实现印度本地制造。

印度商用车市场前景良好。印度经济的持续稳定增长，为商用车市场的增长奠定了良好的基础：1)印度的市场环境相当于10年前的中国市场，有巨大的发展空间；2)印度的新车排放标准的实施和对超载、使用年限的规定，将直接推动产品的升级换代，加速商用车市场的发展。

印度汽车产业制造环境良好。1)印度汽车工业经过七十年的发展，已初具规模，具有较为完善的零部件供应链体系。福田印度公司可以实现本地化采购，降低物流成本，为建立福田公司的全球供应链体系创造了有利条件；2)国际主要商用车制造商如曼、日野、沃尔沃和比亚乔已进入印度，汽车制造设备的70%可以实现从印度当地采购；3)印度劳动力资源丰富，人工成本相对低廉。

因此，我们认为**印度市场是福田公司实现 2015 年海外业务发展宏图的契机**。在印度设立制造公司，建设福田出口产品的生产基地，为公司的转型奠定基础，同时，可以有效分散运营的地缘风险，为公司创造相对稳定的运营环境。

公司情况综述：

1 公司是**国内最大、产品结构最丰富的商用车制造企业**。公司产品包括中重卡、轻卡、大中客、轻客（包括 MPV）等。在收入和利润构成中，

首次

增持

分析师：闻祥

投资咨询执业证书编号：

S0630511070001

021-50586660-8627

wenx@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 10 月 12 日

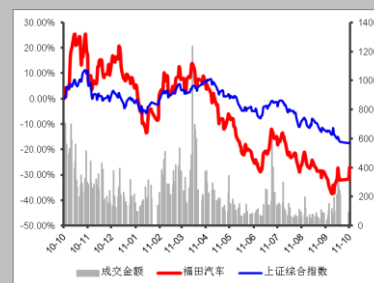
调研：无

价格

当前市价：7.52 元

半年目标：9.45 元

股价表现



公司估值

	2010	2011	2012	2013
EPS	0.87	0.63	0.94	1.24
PE	8.6	11.9	8.0	6.1

注：EPS为最新股本摊薄后数据

重卡约占 40%，轻卡约占 50%，客车占 10%左右。

2 公司现在仍处于规模拉动增长方式。公司的盈利模式为低利润率、高周转率：以盈利能力最好的 2010 年为例，当年的销售净利率为 3.08%，当年的总资产周转率为 2.53 次，权益乘数为 3.49%，因此其 ROE 为 27.13%。然而此种盈利模式受外部经济环境的影响很大，规模和成本的稍许变化，会使 ROE 水平大幅波动，因此，公司在商用车规模做到全国最大后，正在积极进行转型。

3 公司从量到质的战略转型。近年来，公司积极进行转型，将从追求周转率的盈利模式转向追求利润率的盈利模式。为此，公司战略转型的方向为：产品中端化、核心零部件自产和国际化。为此，公司轻卡的中高端品牌奥铃、欧马可和重卡欧曼品牌将是公司未来发展的重点；核心零部件自产，公司积极谋求与国际一线品牌如康明斯和戴姆勒的合资合作，提升产品的品质和定位；国际化战略，体现在印度建立工厂。

4 看好公司中长期的发展。2011 年受宏观经济减速、货币政策紧缩的不利行业，商用车需求增幅下滑，1-8 月我国重卡销量累计同比增幅为 -9.39%，轻卡销量累计同比增幅为 -1.52%，微卡销量累计同比增幅为 -17.68%。同期，公司产品销售好于行业，1-8 月实现重卡销量 78661 辆，累计同比增幅为 6.4%；实现轻卡销量 344433 辆，累计同比增幅为 -6.3%。公司受累于行业，2011 年上半年营收只实现了 1.90% 的增长，受成本上升的影响，毛利率下降了 2.87 个百分点，导致归属于母公司的净利润下滑了 38.45%。随着重卡行业的逐渐见底，公司下半年产销会逐渐好转。

中长期看，随着福田康明斯发动机公司逐渐达到盈亏平衡点并贡献利润和重卡怀柔二工厂产能的逐步释放，公司的盈利弹性很大，我们看好公司中长期的发展。

5 维持“增持”的投资评级。由于宏观经济减速、货币政策紧缩和成本上升的影响，我们下调公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.63 元和 0.94 元。随着商用车行业的好转，公司的盈利弹性大，公司作为商用车的龙头企业，我们看好其战略转型，维持“增持”的投资评级。

6 主要的风险因素。

- 1) 国家宏观经济的不景气影响行业增速的风险；
- 2) 大规模资本投入后折旧成本增大，总资产收益率下降的风险；
- 3) 公司 2011 年 9 月公告非公开发行 7 亿股，占发行后总股本的 24.91%，EPS 被明显摊薄的风险。

附表：盈利预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3006983	4483962	5349205	5466888	6068245	6675070
增长率	7.9%	49.1%	19.3%	2.2%	11.0%	10.0%
营业成本	2763204	3982771	4716640	4931133	5400738	5907437
营业成本/营业收入	91.9%	88.8%	88.2%	90.2%	89.0%	88.5%
营业税金及附加	8689	20561	24500	16401	21239	23363
销售费用	99052	167259	181734	164007	188116	206927
销售费用/营业收入	3.3%	3.7%	3.4%	3.0%	3.1%	3.1%
管理费用	97381	167293	220665	191341	218457	240303
管理费用/营业收入	3.2%	3.7%	4.1%	3.5%	3.6%	3.6%
财务费用	13091	5450	6417	13778	11504	(957)
投资收益	(1217)	(3799)	(7016)	(1800)	0	5000
资产减值及公允价值变动	(8770)	(14933)	(17467)	(1000)	(1000)	(1000)
其他收入	(0)	(0)	0	0	(0)	0
营业利润	15579	121897	174766	147428	227192	301998
增长率	-65.14%	682.4%	43.4%	-15.6%	54.1%	32.9%
营业外净收支	15599	6058	16699	10442	10000	10000
利润总额	31178	127955	191465	157870	237192	311998
增长率	-32.2%	310.4%	49.6%	-17.5%	50.2%	31.5%
所得税费用	(3376)	24233	26864	24786	37951	49920
少数股东损益	(35)	(11)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	34589	103733	164601	133085	199241	262078
增长率	-10.9%	199.9%	58.7%	-19.1%	49.7%	31.5%
现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	34589	103733	164601	133085	199241	262078
资产减值准备	2939	6164	2534	(17467)	0	0
折旧摊销	30517	38238	45384	57087	98421	148030
公允价值变动损失	8770	14933	17467	1000	1000	1000
财务费用	13091	5450	6417	13778	11504	(957)
营运资本变动	(63225)	461524	(114679)	(54845)	68581	18540
其它	(2974)	(6174)	(2534)	17467	(0)	(0)
经营活动现金流	10615	618418	112774	136327	367243	429648
资本开支	(62329)	(62359)	(233284)	(371337)	(408010)	(326022)
其它投资现金流	0	(968)	(4236)	5204	0	0
投资活动现金流	(95127)	(68735)	(231602)	(366133)	(408010)	(326022)
权益性融资	0	0	0	0	500000	0
负债净变化	(14069)	78247	49745	0	0	0

支付股利、利息	(1833)	(16495)	(29535)	(10647)	(29886)	(39312)
其它融资现金流	126291	(311158)	202700	318369	(365908)	0
融资活动现金流	94487	(187654)	243119	307722	104205	(39312)
现金净变动	9975	362030	124291	77916	63439	64315
货币资金的期初余额	41056	51031	413060	537351	615267	678706
货币资金的期末余额	51031	413060	537351	615267	678706	743021
企业自由现金流	0	568170	(115243)	(231680)	(40503)	89222
权益自由现金流	0	0	137203	75074	(416075)	90026

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	51031	413060	537351	615267	678706	743021
应收款项	94549	86613	159593	164756	199504	219454
存货净额	275509	489474	665119	735212	727042	789657
其他流动资产	57894	128228	198207	191341	212389	233627
流动资产合计	478982	1118343	1565474	1706576	1817641	1985760
固定资产	353488	396349	609654	945462	1259141	1441224
无形资产及其他	58224	132211	152728	147637	142546	137455
投资性房地产	38344	59113	82492	82492	82492	82492
长期股权投资	54309	59717	53800	53800	53800	53800
资产总计	983348	1765733	2464147	2935966	3355619	3700730
短期借款及交易性金融负债	177097	22340	47540	365908	0	0
应付款项	296045	583352	609950	668375	727042	789657
其他流动负债	190058	542774	654940	627527	685067	744796
流动负债合计	663200	1148466	1312430	1661811	1412109	1534454
长期借款及应付债券	10184	88432	138177	138177	138177	138177
其他长期负债	8919	121396	207403	207403	207403	207403
长期负债合计	19103	209828	345579	345579	345579	345579
负债合计	682303	1358294	1658009	2007390	1757688	1880033
少数股东权益	264	0	0	0	0	0
股东权益	300780	407439	806138	928576	1597931	1820697
负债和股东权益总计	983348	1765733	2464147	2935966	3355619	3700730

关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.38	1.13	1.56	0.63	0.94	1.24
每股红利	0.02	0.18	0.28	0.05	0.14	0.19
每股净资产	3.28	4.45	7.64	4.40	7.57	8.63
ROS	1%	2%	3%	2%	3%	4%
ROE	11%	25%	20%	14%	12%	14%
毛利率	8%	11%	12%	10%	11%	12%
EBIT Margin	1%	3%	4%	3%	4%	4%

EBITDA Margin	2%	4%	4%	4%	6%	7%
收入增长	8%	49%	19%	2%	11%	10%
净利润增长	-11%	200%	59%	-19%	50%	32%
资产负债率	69%	77%	67%	68%	52%	51%
息率	0.4%	0.9%	1.2%	0.7%	1.9%	2.5%
P/E	12.7	16.8	15.6	11.9	8.0	6.1
P/B	1.5	4.3	3.2	1.7	1.0	0.9
EV/EBITDA	10.5	11.7	12.6	19.6	10.9	8.6

资料来源：公司资料，东海证券预测

作者简介

闻祥：会计学硕士、机械电子工程学士，证券业中介机构三年从业经验，证券研究所三年工作经验。

评级定义

- 市场指数评级**
- 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 - 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 - 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
- 行业指数评级**
- 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 - 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 - 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
- 公司股票评级**
- 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 - 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 - 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 - 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 - 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897