



运输设备业/可选消费品

福田汽车 (600166)

积极扩张或为下一轮周期完成储备

福田汽车公司调研报告

 白晓兰
 021-38674660
 baixiaolan008216@gtjas.com
 编号 S0880511110002

本报告导读:

作为商用车龙头,公司的市场地位稳固,销量增速高于行业。今年货车全行业市场和盈利下滑,公司估值已达底部,待行业逐步复苏后业绩将稳固增长。

事件:

- 2011 年货车市场总体景气不旺,行业内公司的收入和利润都出现了不同程度的下滑。1~11 月,公司各类汽车累计销量同比下降 5.7%, 1-9 月公司收入同比下降 1.5%, 净利润同比下降 44.2%。
- 公司目前年产能 66 万辆左右。公司欧曼重卡的标准产能为 12 万辆,欧曼一工厂产能 6 万左右,欧曼二工厂也已在今年投产,产能 6 万左右。轻卡产能维持在 60 万辆。今年大中客产能从 4000 辆提高到 8000~10000 辆。重卡和客车产能投放将有助于明年扩大产销量。公司产能与业务扩张积极,预计明年全年的资本支出在 30 亿元左右。
- 重卡业务:与戴姆勒公司的合资生产预计于明年 6~7 月完成,欧曼重卡的利润将从报表中移除,按 50%计入投资收益。但预计重卡行业明年开始复苏,有 4%的增速,三年后欧曼重卡产量有望翻番,合资的主要目的是通过戴姆勒提高欧曼产品底盘和发动机的性能,并能借鉴戴姆勒的先进成熟的管理体系。
- 大中客业务:在长途客车和旅游客车领域规模小,尚缺乏市场地位,在北京公交车市场优势显著(仅有 40%公开招标,60%为福田生产),但公交车盈利空间不大。未来公司将大幅扩张大中客产能,力求在长途客车和旅游客车市场占据一定的份额。
- 乘用车:现有产品包括传奇 SUV 和迷笛、蒙派克两款 MPV,目前尚不是发展重点,短期目标是消灭亏损,暂无进入轿车领域的规划。
- 公司已通过增发议案,拟非公开增发 ≤ 7 亿股,募集资金 ≤ 50 亿元。

评论:

- 在货车行业不景气的大背景下,公司的销售和盈利出现了负增长。但作为商用车领域的龙头企业,公司的经营、管理仍处于健康状态,市场份额和品牌地位继续位于行业领先,销售情况下降的幅度小于行业平均和大多数竞争对手。
- 随着宏观经济加速探底和通胀的缓和,稳增长提上工作日程,货币政策逐步放松,物流和工程建设的抬头有望带动货车需求的复苏,待上一波汽车市场高涨周期所积累的过度存量消化后,销量出现反弹。公司根据预期积极扩大产能,明年产销和盈利有望稳健增长。
- 由于重卡业务收入明年将按 50%计入投资收益,将对公司短期内的盈利产生一定影响,预计 2011~2012 年的 EPS 分别为 0.53 元和 0.67 元。公司估值水平目前已达历史底部,给予 10 倍的估值,目标价 6.7 元,谨慎增持的投资评级。

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: 谨慎增持

目标价格: 6.70

上次预测: 首次

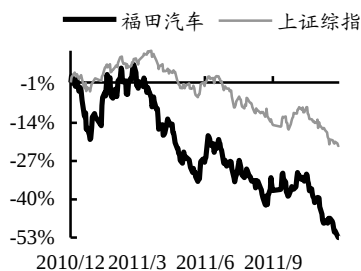
当前价格: 5.62

2011.12.30

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.54-25.89
总市值 (百万元)	11,856
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,110/1,372
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	65%
日均成交量 (百万股)	15
日均成交值 (百万元)	114

52 周内股价走势图



相关报告

《重卡产能提升、轻卡结构优化》	2011.03.24
《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

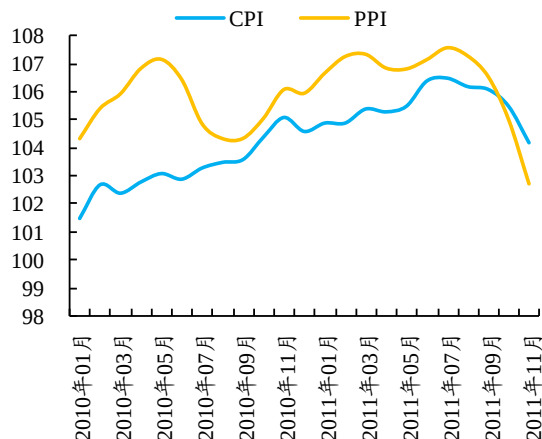
1. 行业正在等待复苏

重卡和轻卡贡献了福田汽车 90%左右的营业收入和毛利润，该行业周期性很强，把握重卡和轻卡的周期方向对判断公司的经营前景至关重要，占公司收入 8%左右的客车行业将延续一贯稳定的增长势头。

1.1. 重卡：“稳增长”提振需求，过度购置逐步消化

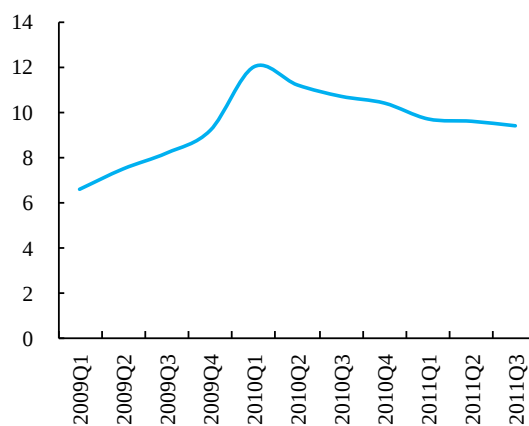
在前段时间的年度策略报告中，我们提出今年重卡销量严重下滑是由需求萎缩和 2010 年过度购置双重因素共同造成的，其中过度购置占据了一半以上的原因。随着通胀压力缓解和宏观经济加速探底，中央制定了稳增长、控物价、调结构的基调，实行积极的财政政策和稳健的货币政策，信贷逐步放松。在此背景下，投资将有所起色，加之提上日程多时的保障房和水利工程建设，由此引发的对物流运输用车和工程建设专用车辆的需求将得到提振。

图 1: CPI 和 PPI 走低，通胀得到控制



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

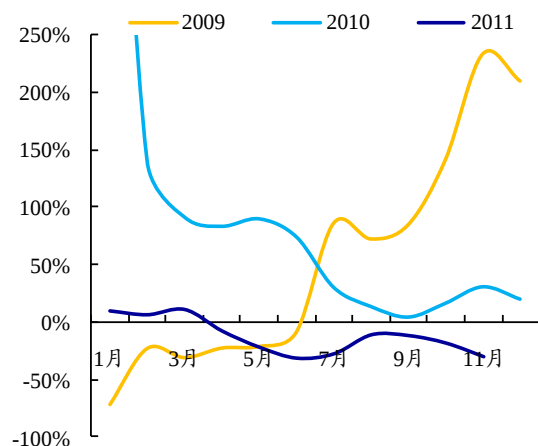
图 2: GDP 增速加速探底



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

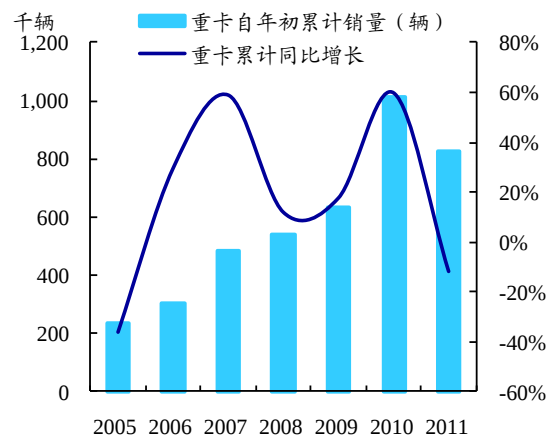
另一方面，2010 年井喷式的重卡购置使得保有量骤然提升，在今年需求放缓的情况下销量增长难以为继。重卡使用强度大，使用寿命不长，目前这部分过度购置的存量正在逐步消化，高存量对销量增长的压力将得到解除，新一轮的对重卡的购置开展。

图 3: 重卡月销量同比增长



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 4: 重卡自年初累计销量及同比增长



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

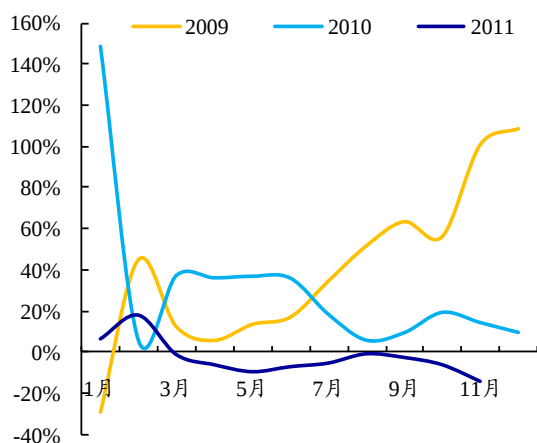
总体来说，重卡行业基本面正在改善，销量反弹值得期待。由于存量消化尚需要时间，明年的增长将首先由

需求复苏带动, 预计 2012 年重卡销量增速将在 5% 以上。

1.2. 轻卡: 周期性略弱, 有利因素可持续

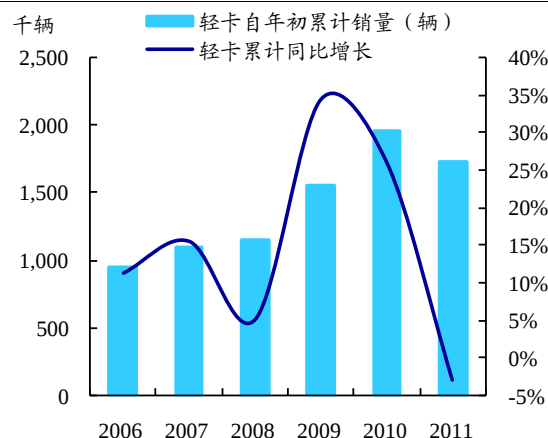
轻卡用于半径 500 公里以内的短途运输, 用途十分广泛, 可用作城乡物流运输, 亦可用作农村的交通工具。轻卡的投资品属性较之重卡略弱, 市场景气波动更加缓和。受 2009 年的以旧换新、送汽车下乡等政策退出的影响, 轻卡销量有 3% 左右的下滑, 下滑幅度小于重卡。

图 5: 轻卡月销量同比增长



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

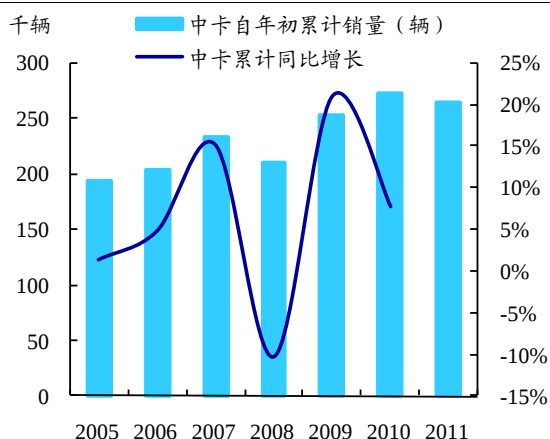
图 6: 轻卡自年初累计销量及同比增长



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

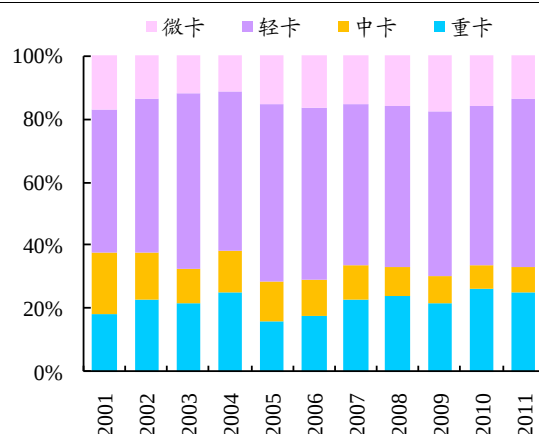
轻卡行业存在诸多有利因素。首先是中国特色的城乡二元经济结构, 城市和农村各自的经济的发展带动城市内部和乡村的运输物流需要, 城乡分工也使城乡间的物流增加成为必然; 其次是工业化的进一步深化和农村中小企业的崛起, 中小企业需要轻卡运送原材料和产成品; 三是城市群的形成, 城际间短途的物资流动更加频繁; 四是使用者对货车的需求逐步分化, 根据对运输量和便捷性的不同要求选择不同的种类, 需求结构向重和轻两个顶端倾斜, 夹在中间的中卡处境尴尬, 市场份额逐渐被蚕食, 轻卡有望实现对低吨位中卡的替代。

图 7: 中卡自年初累计销量及同比增长



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

图 8: 重、中、轻卡销量份额, 中卡逐渐萎缩



数据来源: CAAM、国泰君安证券研究

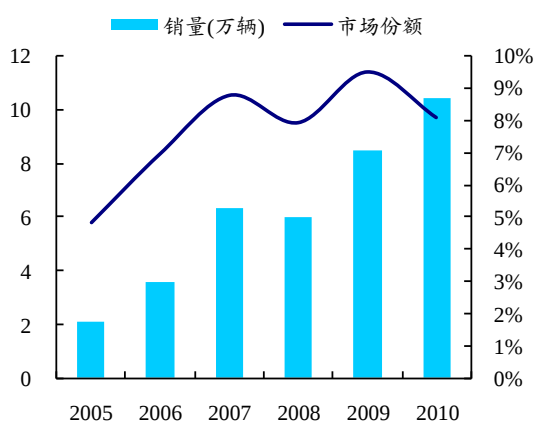
和重卡相比, 轻卡的投资品属性和周期属性都稍弱。上述有利因素都属于可持续性较强, 并有望在长期内维持的, 我们对轻卡未来长期的销量增长持乐观态度。

2. 行业地位稳固，业务开拓合理有序

2.1. 公司在重、轻卡行业的地位依旧稳固

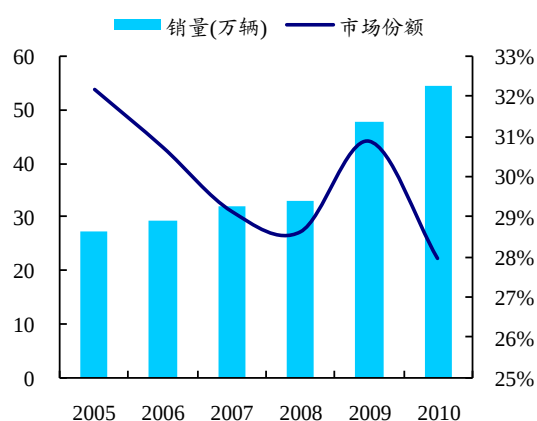
公司在重卡市场的份额稳步提升，属于第二集团，仅次于东风汽车公司、一汽集团和中国重汽，位居第四，轻卡市场的份额虽有下降，但一直位居第一。凭借多年来积累的市场地位和品牌优势，行业一旦复苏，公司销量有望实现稳健增长。

图 9: 公司中重卡销量及市场份额



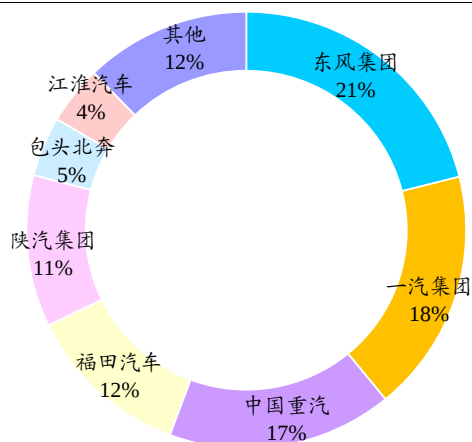
数据来源: CAAM、公司公告、国泰君安证券研究

图 10: 公司轻卡销量及市场份额



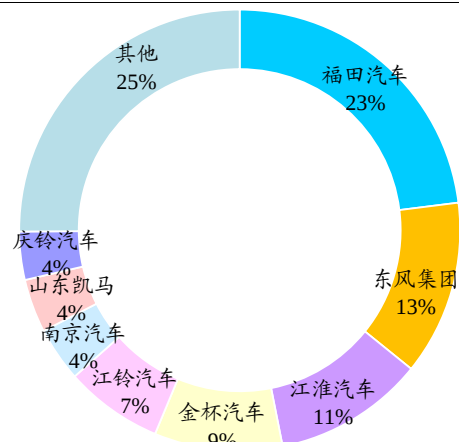
数据来源: CAAM、公司公告、国泰君安证券研究

图 11: 2011 年重卡市场份额分布



数据来源: CAAM、公司公告、国泰君安证券研究

图 12: 2011 年轻卡市场份额分布



数据来源: CAAM、公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 业务开拓积极，产能扩张可期

公司制定了积极地业务开拓计划，从目前来看，分为 2 大方面：1）产能拓展。2）市场拓展。这些拓展都意味这公司大量的资本支出，因此公司在 2010 年非公开发行募集资金 24.6 亿元之后，于 2011 年 9 月 15 日再次公布非公开增发预案，拟发行不超过 7 亿股股本，募集资金不超过 50 亿元，募投项目主要是乘用车领域的蒙派克、迷迪、欧马可多功能车技术改造项目、福田康明斯发动机项目、长沙汽车厂改扩建项目。

表 1: 2011 年 9 月 15 日非公开增发预案情况

非公开增发预案	数量	单位
发行数量	≤ 7	亿股
发行价格	7.12	元

其中：国管中心	2.63	亿元
北汽集团	16.38	亿元

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 2：2011 年 9 月 15 日非公开增发募投项目

序 号	项目名称	项目资 金总额	募集资金 投资额	年销售 收入	利润 总额	项目总 投资收 益率	资本净 净利润 率	内部收 益率	投资回 收期 (年)	新增 产能 (万 辆)
亿元										
1	蒙派克、迷迪、欧马可多功 能车技术改造项目	36.35	26.53	231.00	10.03	27.60%	20.70%	19.40%	6.80	
2	北京福田康明斯发动机有限 公司增资项目	3.4	2.08	9.99	8.49				5.00	
3	长沙汽车厂改扩建工程项目	12	11.39	105.00	2.66	28.70%		20.70%	5.90	10
4	补充流动资金	10	10							
	合计	61.75	50							

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

公司目前年产能 66 万辆左右。公司欧曼重卡的标准产能为 12 万辆，欧曼一工厂产能 6 万左右，欧曼二工厂也已在今年投产，产能 6 万左右。轻卡产能维持在 60 万辆。今年大中客产能从 4000 辆提高到 8000~10000 辆。重卡和客车产能投放将有助于明年扩大产量。公司产能与业务扩张积极，预计明年全年的资本支出在 30 亿元左右。可以看出公司试图扩大市场前景良好的大中客领域的影响力，目前公司的大中客业务不大，在长途客车和旅游客车领域规模小，尚缺乏市场地位。尽管在北京公交车市场优势显著(北京公交车仅有 40% 公开招标，60% 为福田生产)，但公交车盈利空间毕竟有限，未来公司将从产能扩张着手，力求在长途客车和旅游客车市场占据一定的份额。

与戴姆勒公司的合资公司建设预计将于 2012 年 6~7 月完成并投产，届时欧曼重卡的利润将从报表的营业收入中移除，并按 50% 计入投资收益。这一变化短期内将对公司的财务指标有一定的负面作用，但长期来看是公司提高产品层次的合理规划，主要目的是通过戴姆勒公司提供的 OM457 发动机及其他技术提高欧曼产品底盘和发动机的性能，进一步提升在重卡市场的地位。预计重卡行业明年开始略有复苏，三年后欧曼重卡产量有望翻番。

表 3：与戴姆勒成立合资公司相关信息

与戴姆勒成立合资公司	金额	单位	方式
注册资本	56	亿元	
福田出资	28	亿元	实物
戴姆勒股份	22.4	亿元	现金
戴姆勒东北亚投资	5.6	亿元	现金

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 4：与戴姆勒成立的合资公司像福田汽车购买项目

福田汽车相关收入	金额	单位	方式
转让欧曼 2 工厂	36.00	亿元	分 3 期
H4 卡车技术	17.20	亿元	
入门费	7.39	亿元	
H4 模具			
固定租金	5.72	亿元	分 10 期

浮动

1,143.00

元/辆

50 万辆封顶

乘用车现有产品包括传奇 SUV 和迷笛、蒙派克两款 MPV，不是发展重点，短期目标是消灭亏损，暂无进入轿车领域的规划。

2.3. 总体评价

作为行业内的领先企业，对公司的关注应集中于对行业周期的把握。总体来看，2012 年起重卡和轻卡行业的有利因素逐步显现并增加，公司重、轻卡产品销量有望扭转负增长，开启稳健增长势头，盈利状况有所好转。公司估值水平目前已达历史低位，给予谨慎增持的投资评级。

作者简介:**白晓兰:**

执业资格证书编号: S0880511110002

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

焦若愚 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880111080524

电话: 021-38674931

邮箱: jiaoruoyu010840@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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，需在允许的范围内使用，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		