轻卡销量下滑拖累盈利增长

东方证券 ORIENT SECURITIES

季报点评

核心观点

- **业绩低于预期**。公司前 3 季度实现营业收入 255.91 亿元，同比下降 1.1%，归属利润 3.01 亿元，同比下降 42.2%，EPS 0.11 元，其中三季度营业收入 67.86 亿元，同比下降 14.4%，归属利润 1314 万，同比下降 88.4%，对应 EPS0.005 元。公司利润大幅下滑的原因是毛利率下滑及费用上升所致。
- **受排放政策影响轻卡大幅下滑。**公司核心业务轻卡前三季度销售 30 万辆，同比下降 18.6%，大幅低于行业增速，主要原因是国Ⅳ排放标准切换，公司整体产品升级，低端时代轻卡大幅下滑。轻卡销量下降导致毛利率下滑，1-9 月毛利率 13.1%，同比下降 0.4 个百分点。
- **因产品需求下降导致费用上升较快**。公司前三季度销售费用同比上升 5.8%，销售费用率提升 0.4 个百分点，管理费用同比上升 12.2%，管理费用率提升 0.9 个百分点，费用上升拖累业绩增长。
- **现金流下滑，存货管理良好**。每股经营活动现金流-0.23 元，由正转负，主要原因是现金收入大幅下滑所致。应收账款周转率 6.75 次，下降 2.7 次。存货周转率 2.88 次，和去年持平。
- **预计 15 年中高端轻卡需求有望恢复，福田康明斯发动机销量扩大有望提升盈利贡献比重。**公司的中高端轻卡上升趋势形成，持续的产品研发和推广将有助于公司迎来国Ⅳ标准切换后的需求恢复。前三季度福田康明斯发动机累计销售 9.64 万台，同比上升 25.67%比例提升 12 个百分点，未来有望成为业绩增长点。

财务与估值

- 因轻卡销量低于预期，调整 2014-2016 年每股收益分别为 0.15、0.4、0.46 元（原预测为 0.46、0.50、0.57 元），综合考虑可比公司平均估值水平，给予 15 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 6.4 元，维持公司增持评级。

风险提示

经济继续下行影响公司产品需求，原材料成本上升影响盈利能力。

投资评级	买入 **增持** 中性 减持 **(维持)**
股价（2014 年 10 月 31 日）	6.06 元
目标价格	6.40 元
52 周最高价/最低价	6.06/4.79 元
总股本/流通 A 股（万股）	280,967/253,810
A 股市值（百万元）	17,027
国家/地区	中国
行业	汽车与零部件
报告发布日期	2014 年 11 月 03 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现（%）	6.7	5.4	10.6	18.6
相对表现（%）	1.8	3.1	3.9	12.9
沪深 300（%）	4.9	2.3	6.7	5.7

资料来源：WIND、东方证券研究所

公司主要财务信息

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	40,973	34,153	29,712	32,318	34,797
同比增长	*-20.7%*	*-16.6%*	*-13.0%*	*8.8%*	*7.7%*
营业利润（百万元）	(954)	236	(203)	647	1,074
同比增长	*-198.1%*	*124.7%*	*-186.0%*	*418.9%*	*66.0%*
归属母公司净利润（百万元）	1,353	763	432	1,113	1,294
同比增长	*17.4%*	*-43.6%*	*-43.4%*	*157.8%*	*16.3%*
每股收益（元）	0.48	0.27	0.15	0.40	0.46
毛利率	10.7%	12.8%	12.8%	12.6%	12.8%
净利率	3.3%	2.2%	1.5%	3.4%	3.7%
净资产收益率	11.5%	5.1%	2.9%	7.1%	7.7%
市盈率（倍）	12.4	21.9	38.8	15.0	12.9
市净率（倍）	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

证券分析师 姜雪晴
021-63325888*6097
jiangxueqing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860512060001

联系人 梁晶晶
021-63325888*5099
liangjingjing@orientsec.com.cn

相关报告

商用车市场份额持续提升	2014-04-28
费用增加导致业绩低于预期	2013-11-05

【公司·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：公司业绩分析（单季度）

百万元	单季度数据 1Q2013	2Q2013	3Q2013	4Q2013	1Q2014	2Q2014	3Q2014
营业收入	8404.30	9555.30	7924.28	8268.67	9710.28	9094.96	6786.32
同比增速（%）	-37.9%	-24.8%	13.9%	6.4%	15.5%	-4.8%	-14.4%
营业成本	7312.09	8277.95	6792.51	7408.78	8444.98	7793.14	6007.21
同比增速（%）	-39.1%	-28.0%	10.6%	7.0%	15.5%	-5.9%	-11.6%
主营业务利润	1092.21	1277.36	1131.76	859.89	1265.30	1301.82	779.11
同比增速（%）	-28.3%	5.2%	39.0%	1.4%	15.8%	1.9%	-31.2%
毛利率（%）	13.0%	13.4%	14.3%	10.4%	13.0%	14.3%	11.5%
营业税金及附加	49.29	64.40	49.43	60.18	62.99	59.76	52.27
同比增速（%）	2.3%	22.3%	0.6%	30.9%	27.8%	-7.2%	5.7%
销售费用	480.99	503.93	547.81	216.67	604.88	561.77	454.32
同比增速（%）	-5.6%	-20.2%	-2.8%	-60.4%	25.8%	11.5%	-17.1%
销售费用率（%）	5.7%	5.3%	6.9%	2.6%	6.2%	6.2%	6.7%
管理费用	514.17	506.66	544.46	522.63	504.45	665.99	585.22
同比增速（%）	31.7%	-26.8%	-7.6%	-28.6%	-1.9%	31.4%	7.5%
管理费用率（%）	6.1%	5.3%	6.9%	6.3%	5.2%	7.3%	8.6%
财务费用	-11.89	11.08	-18.13	-19.14	-0.90	30.74	44.91
同比增速（%）	-118.6%	-87.7%	-131.6%	-150.9%	-92.4%	177.4%	-347.7%
财务费用率（%）	-0.1%	0.1%	-0.2%	-0.2%	0.0%	0.3%	0.7%
期间费用	983.27	1021.68	1074.14	720.16	1108.43	1258.49	1084.46
同比增速（%）	2.0%	-27.7%	-11.2%	-45.3%	12.7%	23.2%	1.0%
期间费用率（%）	11.7%	10.7%	13.6%	8.7%	11.4%	13.8%	16.0%
资产减值损失	-7.16	110.63	21.55	39.20	7.49	160.17	5.72
同比增速（%）	-134.3%	2275.3%	30.5%	-64.5%	-204.6%	44.8%	-73.5%
投资收益	21.29	93.99	14.92	-68.69	44.14	58.42	51.65
同比增速（%）	-1141.4%	158.2%	-124.3%	6.6%	107.3%	-37.9%	246.2%
营业利润	88.09	174.65	1.57	-28.34	130.53	-118.19	-311.68
同比增速（%）	-81.9%	-179.4%	-100.3%	95.9%	48.2%	-167.7%	-19956.3%
营业外净收入	134.16	81.97	147.94	217.77	120.94	216.16	322.85
同比增速（%）	-88.7%	-88.7%	-27.8%	-55.1%	-9.9%	163.7%	118.2%
利润总额	222.25	256.62	149.51	189.43	251.47	97.97	11.16
同比增速（%）	-86.7%	-48.9%	-147.1%	188.3%	13.1%	-61.8%	-92.5%
税前利润率（%）	2.6%	2.7%	1.9%	2.3%	2.6%	1.1%	0.2%
所得税费用	33.29	41.83	39.13	-43.71	45.23	43.67	10.24
同比增速（%）	-86.7%	-53.2%	-199.1%	27.4%	35.9%	4.4%	-73.8%
实际税率（%）	15.0%	16.3%	26.2%	-23.1%	18.0%	44.6%	91.7%
净利润	188.96	214.79	110.38	233.15	206.23	54.30	0.93
同比增速（%）	-86.7%	-48.0%	-139.7%	251.2%	9.1%	-74.7%	-99.2%
销售净利率（%）	2.2%	2.2%	1.4%	2.8%	2.1%	0.6%	0.0%
归属于母公司股东净利润	190.48	217.09	113.36	242.12	216.36	71.75	13.14
同比增速（%）	-86.6%	-47.5%	-140.8%	218.6%	13.6%	-67.0%	-88.4%
每股收益（元）	0.07	0.08	0.04	0.09	0.08	0.03	0.005

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 2：公司销量调整对照表

	调整前		调整后	
单位：百辆	2014E	2015E	2014E	2015E
轻卡	5,457	6,002	4,000	4,400
变动幅度			-26.70%	-26.69%
轻客	300.00	330.00	300.00	330.00
变动幅度			0.00%	0.00%
大中客	52.29	56.47	52.29	56.47
变动幅度			0.00%	0.00%
总量	5,809	6,388	4,352	4,786
变动幅度			-25.08%	-25.08%

资料来源：东方证券研究所

表 3：公司业绩调整对照表

	调整前		调整后	
	2014E	2015E	2014E	2015E
营业收入	36,009	39,245	29,712	32,318
变动幅度			-17.49%	-17.65%
营业成本	31,416	34,320	25,919	28,259
变动幅度			-17.50%	-17.66%
毛利率	12.76%	12.55%	12.77%	12.56%
变动幅度			0.01%	0.01%
营业费用	1,800	1,962	1,931	1,616
变动幅度			7.28%	-17.64%
管理费用	1,981	2,080	2,169	1,939
变动幅度			9.49%	-6.78%
财务费用	45	30	59	59
变动幅度			31.11%	96.67%
投资净收益	387	450	387	450
变动幅度			0.00%	0.00%
营业利润	863	1,007	-203	647
变动幅度			-123.52%	-35.75%
少数股东损益	68	74	23	59
变动幅度			-66.18%	-20.27%
归属于母公司净利润	1,292	1,403	432	1,113
变动幅度			-66.56%	-20.67%
每股收益（元）	0.46	0.50	0.15	0.40
变动幅度			-67.39%	-20.00%
净利率	3.59%	3.58%	1.45%	3.44%
变动幅度			-2.14%	-0.14%

资料来源：东方证券研究所

表 4：可比公司估值比较

	收盘价	EPS			PE		
	10月30日	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
精锻科技	18.41	0.68	0.79	0.97	27.07	23.3	18.98
威孚高科	28.13	1.09	1.59	2.02	25.81	17.69	13.93
金龙汽车	13.45	0.52	0.67	0.85	25.87	20.07	15.82
中通客车	13.8	0.44	1.12	0.74	31.36	12.32	18.65
一汽轿车	12.95	0.62	0.23	0.75	20.89	56.3	17.27
江淮汽车	11.66	0.71	0.55	1.15	16.42	21.2	10.14
平均					24.57	25.15	15.80
福田汽车	6.06	0.15	0.4	0.46	40.40	15.15	13.17

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	6,232	2,916	3,041	3,373	3,659
应收账款	2,415	3,066	1,248	1,522	1,839
预付账款	733	745	750	797	773
存货	4,021	3,272	3,156	3,435	3,570
其他	3,687	2,459	2,646	3,054	3,474
流动资产合计	**17,089**	**12,458**	**10,842**	**12,182**	**13,315**
长期股权投资	1,319	1,629	1,954	2,345	2,814
固定资产	6,948	8,502	9,899	10,925	11,276
在建工程	1,440	1,967	3,479	3,605	3,388
无形资产	3,186	3,756	4,069	4,202	4,194
其他	3,068	4,122	483	514	551
非流动资产合计	**15,960**	**19,975**	**19,885**	**21,591**	**22,223**
资产总计	**33,049**	**32,433**	**30,727**	**33,772**	**35,538**
短期借款	2,014	424	4,085	5,512	5,458
应付账款	5,872	6,271	3,912	4,429	4,927
其他	6,010	8,414	5,264	5,564	5,982
流动负债合计	**13,895**	**15,110**	**13,261**	**15,505**	**16,367**
长期借款	1,396	587	1,709	1,475	1,400
应付债券	995	0	0	0	0
其他	1,737	1,490	200	150	100
非流动负债合计	**4,128**	**2,077**	**1,909**	**1,625**	**1,500**
负债合计	**18,023**	**17,187**	**15,170**	**17,130**	**17,868**
少数股东权益	295	279	302	360	428
股本	2,810	2,810	2,810	2,810	2,810
资本公积	7,792	7,790	7,790	7,790	7,790
留存收益	4,186	4,499	4,656	5,682	6,642
其他	(57)	(132)	0	0	0
股东权益合计	**15,026**	**15,246**	**15,557**	**16,642**	**17,671**
负债和股东权益	**33,049**	**32,433**	**30,727**	**33,772**	**35,538**

现金流量表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	1,402	747	454	1,171	1,362
折旧摊销	51	712	2,371	3,138	3,939
财务费用	249	(38)	59	59	94
投资损失	101	(62)	(387)	(450)	(500)
营运资金变动	(346)	3,402	(2,454)	(162)	124
其它	(2,256)	(3,660)	905	37	14
经营活动现金流	**(799)**	**1,103**	**948**	**3,793**	**5,034**
资本支出	829	(2,975)	(5,617)	(4,448)	(4,074)
长期投资	(352)	(307)	(331)	(396)	(475)
其他	(657)	1,474	1,834	312	345
投资活动现金流	**(180)**	**(1,809)**	**(4,115)**	**(4,532)**	**(4,204)**
债权融资	(647)	(265)	(35)	(210)	(62)
股权融资	4,807	(2)	0	0	0
其他	(1,705)	(2,157)	3,326	1,281	(481)
筹资活动现金流	**2,455**	**(2,424)**	**3,291**	**1,072**	**(543)**
汇率变动影响	3	(71)	0	0	0
现金净增加额	**1,479**	**(3,201)**	**124**	**333**	**286**

利润表

单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**40,973**	**34,153**	**29,712**	**32,318**	**34,797**
营业成本	36,575	29,791	25,919	28,259	30,340
营业税金及附加	196	223	193	210	226
营业费用	2,252	1,749	1,931	1,616	1,740
管理费用	2,403	2,088	2,169	1,939	1,809
财务费用	249	(38)	59	59	94
资产减值损失	152	164	31	37	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	(101)	62	387	450	500
其他	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
营业利润	**(954)**	**236**	**(203)**	**647**	**1,074**
营业外收入	2,727	646	800	800	600
营业外支出	129	64	63	69	72
利润总额	**1,643**	**818**	**534**	**1,378**	**1,603**
所得税	241	71	80	207	240
净利润	**1,402**	**747**	**454**	**1,171**	**1,362**
少数股东损益	49	(16)	23	59	68
归属于母公司净利润	**1,353**	**763**	**432**	**1,113**	**1,294**
每股收益（元）	0.48	0.27	0.15	0.40	0.46

主要财务比率

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	-20.7%	-16.6%	-13.0%	8.8%	7.7%
营业利润	-198.1%	124.7%	-186.0%	418.9%	66.0%
归属于母公司净利润	17.4%	-43.6%	-43.4%	157.8%	16.3%
获利能力					
毛利率	10.7%	12.8%	12.8%	12.6%	12.8%
净利率	3.3%	2.2%	1.5%	3.4%	3.7%
ROE	11.5%	5.1%	2.9%	7.1%	7.7%
ROIC	-3.5%	1.0%	-0.6%	2.6%	4.0%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	53.0%	49.4%	50.7%	50.3%
净负债率	0.0%	0.0%	21.0%	25.2%	21.8%
流动比率	1.23	0.82	0.82	0.79	0.81
速动比率	0.94	0.60	0.57	0.56	0.59
营运能力					
应收账款周转率	21.7	12.5	13.8	23.3	20.7
存货周转率	7.3	8.0	7.8	8.3	8.3
总资产周转率	1.3	1.0	0.9	1.0	1.0
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.27	0.15	0.40	0.46
每股经营现金流	-0.28	0.39	0.34	1.35	1.79
每股净资产	5.24	5.33	5.43	5.80	6.14
估值比率					
市盈率	12.4	21.9	38.8	15.0	12.9
市净率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	-25.2	18.1	7.4	4.3	3.2
EV/EBIT	-23.3	83.2	-114.2	23.3	14.1

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼
联系人： 王骏飞
电话： 021-63325888*1131
传真： 021-63326786
网址： www.dfzq.com.cn
Email： wangjunfei@orientsec.com.cn