

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

福耀玻璃 (600660)

推荐 (维持)

大额计提吞噬 08 年利润

2009 年 03 月 09 日	余 兵 汽车行业高级研究员 86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安 汽车行业研究员 86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事 项

福耀玻璃披露 2008 年报:全年实现营业收入 57.17 亿元,同比增长 10.67%,净利润 2.46 亿元,同比下降 73.17%。每股收益 0.12 元,每股净资产 1.63 元。公司拟定 2008 年度不进行利润分配,也不进行资本公积金转增股本。

主要观点

1、营业收入略超预期、浮法玻璃毛利率大幅下降

公司08全年的营业收入超出我们之前55.9亿元的预期。从收入构成看,公司汽车用玻璃下半年保持了与上半年一致的销售收入,全年同比增长了15.24%,超出我国汽车行业同比增速8.5个百分点。

图表1 营业收入构成

单位:亿元

主营分类别	2008 年	2008H1	2007 年
汽车用玻璃	40.96	20.25	35.54
浮法玻璃	22.92	12.34	20.75
其他	2.16	1.34	1.61
内部抵消	-9.87	-5.51	-8.31

资料来源:公司公告

全年浮法玻璃毛利率下降近11个百分点,而汽车玻璃业务毛利率较为稳定。在浮法玻璃业务拖累下,公司综合毛利率下降4.86个百分点。浮法玻璃毛利率下降,一方面是因上半年面临重油纯碱的较高价格;另一方面,浮法玻璃自08年中开始需求大幅下滑,导致毛利率大幅下降。

图表2 主营业务毛利率变化

主营分类别	2008 年	2008H1	2007 年	年报同比
汽车用玻璃	33.74%	36.01%	35.58%	-1.84
浮法玻璃	12.40%	14.76%	23.32%	-10.92
综合	31.32%	33.82%	36.18%	-4.86

资料来源:公司公告

2、停产4条线，全年减值损失4.19亿元

由于我国房地产行业低迷期可能存在较长一段时间，且国内建筑浮法玻璃市场产能过剩、浮法玻璃出口需求萎缩、家具加工用玻璃需求减少，浮法玻璃销价将大幅下降，甚至出现价格成本倒挂的现象。公司于08年11—12月暂停部分建筑浮法玻璃业务，对福清一条、双辽一条、海南两条共计四条浮法生产线放水停产，并在2008年度提取与此相关各项资产减值准备4.18亿元。

图表3 公司浮法玻璃生产线简况

地点	日熔化量	产品类别	用途	目前状态
福清	600T/D	汽车级及制镜级	加工成汽车玻璃	
福清	600T/D	汽车级及制镜级	加工成汽车玻璃	
福清	600T/D	高级建筑级	加工成汽车玻璃	停产
海南	600T/D	汽车级及制镜级	加工成汽车玻璃	停产
海南	600T/D	汽车级及制镜级	加工成汽车玻璃	停产
吉林双辽	460T/D	普通建筑级	外售	停产
吉林双辽	600T/D	高级建筑级	外售	
内蒙古通辽	400T/D	普通建筑级	外售	
内蒙古通辽	500T/D	普通建筑级	外售	

资料来源：公司资料

公司08年计提的减值损失超出我们前期预计，主要是我们对存货跌价损失估计不足。根据公告，公司计提的资产减值损失中，有2.15亿元为存货跌价准备，2.03亿元为固定资产减值损失，另有8831.74万元的坏账损失。

若排除大额计提影响，则公司08全年净利润应该为6.65亿元，同比下降27.49%。

3、09年依然难言复苏

公司的出口业务大概占到总收入的40%，主要是出口市场的维修业务，在出口的OEM业务领域，公司的销售基数尚小。

我们判断，公司09年可能面临以下有利因素：

- ✓ **原材料价格处于低位。**浮法玻璃主要原材料重油和纯碱09年将不会重复08年上半年的高位，预计全年将维持较低的水平。
- ✓ **出口OEM或有突破。**虽然国际汽车市场09年将有较大下滑，但公司OEM销售基数较低，而且前两年开发的车型进入配套供货阶段，此外，不排除部分整车厂将OEM订单提供给福耀这种性价比更高的企业。

但我们认为，福耀玻璃很难在09年完成复苏。从公司09年的营业收入计划也可以看出，公司对09年的严峻形势有着谨慎的判断。年报显示，公司计划09年完成营业收入54亿元，成本费用率控制在84.07%以内。

公司09年复苏面临的障碍主要有：

- ✓ **国内汽车业复苏尚需时日。**我们判断，09年汽车业增速将主要是小排量汽车、微车等国家重点振兴的子行业贡献，而福耀玻璃主要配套中高端的乘用车。
- ✓ **出口维修业务或有下降。**国际车市的低迷可能进一步影响到维修市场，公司的出口产品主要用于汽车玻璃维修，我们担心这块业务09年将有所下滑。

4、盈利预测

图表4 合并利润表

单位：万元

合并利润表项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	393462	516572	571697	562695	604410
二、营业总成本	327242	421951	544621	487023	513072
营业成本	256712	329653	392634	384918	409672
营业税金及附加	18	269	313	320	350
销售费用	28879	35370	42022	39389	42309
管理费用	20649	34792	37665	34887	36265
财务费用	20758	22189	30058	27009	24176
资产减值损失	226	-323	41930	500	300
三、其他经营收益	754	1586		1600	1600
投资净收益	754	1586	1028	1600	1600
四、营业利润	66974	96207	28103	77272	92938
加：营业外收入	1393	2709	4628	3000	3000
减：营业外支出	1256	957	1243	1500	1500
五、利润总额	67112	97959	31489	78772	94438
减：所得税	5716	6238	6884	7089	9444
六、净利润	61396	91721	24605	71682	84994
归属于母公司所有者的净利润	61396	91721	24605	71682	84994
七、每股收益（元）	0.31	0.46	0.12	0.36	0.42

资料来源：平安证券研究所

我们预测公司2009年、2010年的每股收益分别为0.36元、0.42元。按照09年3月9日收盘价计算，公司市净率为3倍、相对于08年、09年的每股收益的市盈率为46.75倍、15.58倍，考虑到公司08年计提大额减值损失对净资产和净利润造成较大影响。我们认为目前的股价估值较为合理，维持“推荐”评级。

图表5 汽车零部件股估值比较

单位：元

证券简称	收盘价	市净率	每股收益预测		市盈率	
			2008E	2009E	2008E	2009E
福耀玻璃	5.61	3.09	0.12	0.36	46.75	15.58
宁波华翔	6.11	2.76	0.29	0.38	21.07	16.08
银轮股份	10.17	2.21	0.41	0.53	24.8	19.19
威孚高科	7.4	1.7	0.39	0.45	18.97	16.44
万向钱潮	6.04	3.26	0.28	0.3	21.57	20.13
潍柴动力	27.8	2.87	2.39	2.74	11.63	10.15

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业 2009 年 2 月投资月报--汽车产业振兴政策效果初显（2009 年 2 月 21 日）

汽车行业 2009 年 1 月投资月报--行业处于底部区域、政策暖风频吹（2009 年 1 月 18 日）

汽车业振兴规划点评--年去春来早（2009 年 1 月 14 日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257