

玻璃制造



王金祥

建材行业研究员

021-38565931

wangjx@xyzq.com.cn

福耀玻璃（600660）

09 年汽车玻璃业务增长仍可期

推荐（维持）

2009 年 3 月 10 日

投资要点

- 公司 2008 年实现营业收入 57.17 亿元，同比增长 10.67%；实现净利润 2.46 亿元，同比比下降 73.17%，实现每股收益 0.12 元。

点评：

- 公司放水停产四条浮法线，计提减值摊低 08 年业绩。08 年四季度浮法玻璃价格大幅下滑，12 月份出现价格成本倒挂现象，基于公司对浮法玻璃后市的悲观预期，公司分别将双辽 1 条、福清 1 条及海南 2 条浮法线放水停产，扣除计提浮法玻璃业务的固定资产及相关资产的减值准备 4.18 亿元，如果不考虑减值准备因素，公司 08 年实现净利润 6.64 亿元，折合 EPS 约为 0.33 元。
- 公司全年经营呈现前高后低态势。公司自 08 年 1 季度实现净利润同比增长 19%后，后 3 季度净利润同比都呈现下降态势，且下滑的幅度逐季加大，主要是由于：（1）08 年国内汽车产量增速逐季下滑，到四季度汽车产量同比下降了 14.37%；（2）全球金融危机在下半年全面爆发，公司出口也受到较大的影响。

表 1：公司 2007 年以来分季度主要财务指标

	Q1.07	Q2.07	Q3.07	Q4.07	Q1.08	Q2.08	Q3.08	Q4.08	Q4.08 (修正)
营业收入（万元）	110477	116807	139271	150018	133664	156110	153019	128904	128904
YOY	-	-	-	-	21.0%	33.6%	9.9%	-14.1%	-14.1%
营业成本（万元）	71449	70176	92283	95745	89622	102163	105871	94979	94979
净利润（万元）	16012	25658	24048	26003	19054	24977	16912	-36337	5505
YOY	-	-	-	-	19.0%	-2.7%	-29.7%	-239.7%	-78.8%
EPS（元）	0.08	0.13	0.12	0.13	0.10	0.12	0.08	-0.18	0.03
销售毛利率（%）	35.3	39.9	33.7	36.2	33.0	34.6	30.8	26.3	26.3
销售净利率（%）	14.5	22.0	17.3	17.3	14.3	16.0	11.1	-28.2	4.3

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- 汽车玻璃业务增长快于行业平均水平，出口 OEM 依然呈现快速增长，我们保守预计 09 年公司汽车玻璃收入仍有望保持约 8% 的增长。

✓ 公司 08 年国内 OEM 收入增长了 7.41%，高于行业平均水平（以 08 年汽车产量同比增长 5.21% 为平均水平），09 年随着鼓励小排量汽车消费及汽车产业振兴规划的出台，市场对 09 年汽车市场表现相对乐观，普遍预期 09 年汽车销量增长 5-10% 之间，我们认为公司 09 年国内汽车玻璃 OEM 收入同比持平是比较谨慎的预测；08 年公司加大打假力度等措施，国内 AGR 收入同比大幅增长 34.43%，我们认为 09 年公司 AGR 收入实现 5% 增长是可期的。

✓ 公司 08 年汽车玻璃出品收入以外币计同比增长了 34.30%，我们估算如果以人民币计同比则增长 26%

左右，其中出口 OEM 依然是最大增长点，以外币计同比增长幅度在 60-70%；对于 09 年，国际上又有一批新车型推出，我们认为公司出口 OEM 收入仍有望保持 50%左右的增速。

✓ 综合上述预测，我们预计公司 09 年汽车玻璃收入同比增长在 8%左右。

- **汽车玻璃毛利率将有可能回升至历史正常水平。**08 年公司汽车玻璃原片基本自供，08 年玻璃原片主要原料如重油、纯碱价格上涨约一倍，但由于汽车玻璃价格难以提价，使得公司汽车玻璃的毛利率同比下降约 1.8 个百分点，目前来看重油、纯碱价格从高位下降约 50%，我们认为公司汽车玻璃的毛利率有望回升至历史 35%左右的正常水平。

表 2：公司 2005 年以来分业务的收入及毛利率情况

	2005	2006	2007	2008
汽车玻璃销售收入(万元)	214630.73	288893.27	355403	409586
YOY	-	34.60%	23.02%	15.25%
汽车玻璃生产成本(万元)	133927.32	183248.11	228939	271372
汽车玻璃毛利率	37.60%	36.57%	35.58%	33.74%
浮法玻璃销售收入(万元)	93782.96	164349.19	207519	229200
YOY	-	75.2%	26.3%	10.4%
浮法玻璃生产成本(万元)	85660.18	136680.29	159135	200786
浮法玻璃毛利率	8.66%	16.84%	23.32%	12.40%
综合毛利率	30.5%	34.3%	35.9%	30.9%

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

表 2：公司 2007-2008 年上、下半年分业务的收入及毛利率情况

	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2
汽车玻璃销售收入(万元)	165464	189939	202468	219647
YOY	-	-	22.36%	15.64%
汽车玻璃生产成本(万元)	102847	126092	129568	145280
汽车玻璃毛利率	37.84	33.61	36.01	33.86
浮法玻璃销售收入(万元)	89290	118229	123403	105797
YOY	-	-	38.20%	-10.52%
浮法玻璃生产成本(万元)	68776	90359	105189	95597
浮法玻璃毛利率	22.97	23.57	14.76	9.64
综合毛利率	37.36	34.65	33.62	28.14

资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

- **08 年浮法玻璃经营面临很大的压力，09 年该业务将可能面临亏损。**
 - ✓ 尽管 08 年浮法玻璃行业面临着较大压力，如果不考虑计提减值准备因素，我们认为建筑浮法玻璃业务整体是盈利的，如公司双辽盈利 2094 万元、海南则亏损 1987 万元，通辽具体盈利没有披露，但预计也是盈利。
 - ✓ 对于目前浮法玻璃价格基本在成本线以下运行，公司的情况也难以例外，尽管我们判断 4-5 月份浮法玻璃价格可能会有波反弹，但我们认为公司建筑浮法难以盈利，即便考虑全年继续运营的浮法线能盈亏平衡，但海南折旧费用将使得浮法业务至少面临 2-3 千万的亏损（海南没有完全计提减值准备）。
- **财务费用下降足以抵消建筑浮法玻璃可能出现的亏损。**从公司 08 年度的报表来看，公司长短期借款合计约 42.3 亿元（长期借款 31.6 亿，短期借款 10.7 亿），08 年下半年利率的大幅下调，五年期以上贷款基准利率下调约 2 个百分点，照此测算至少可减少 5-6 千万元的利息支出，我们认为可以弥补建筑浮法

业务的亏损。

- **公司将执行追加送股承诺。**根据公司的股改承诺，如果 2006、2007、2008 年度中任一年度的每股收益增长率为负数，公司将追加 10 送 1 股，公司 08 年业绩同比下降 73.2%，公司将要执行追加送股承诺。
- **维持公司“推荐”评级。**综合来看，我们预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.48 元、0.61 元，考虑到公司股改承诺的 10 股送 1 股，公司 09 年的动态 PE 在 14 倍左右，公司估值水平偏低，维持公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产	2266	2686	3838	5125
货币资金	154	697	1626	2621
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	765	704	799	921
其他应收款	37	35	40	46
存货	1167	1112	1240	1407
非流动资产	7067	6892	6779	6744
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	90	100	110	120
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5434	5626	5648	5626
在建工程	868	534	392	371
油气资产	0	0	0	0
无形资产	463	460	457	455
资产总计	9333	9578	10617	11869
流动负债	2905	2402	2470	2506
短期借款	1071	900	800	700
应付票据	455	406	453	514
应付账款	252	278	310	352
其他	1127	818	907	940
非流动负债	3159	3159	3159	3159
长期借款	3159	3159	3159	3159
其他	0	0	0	0
负债合计	6064	5561	5629	5665
股本	2003	2003	2003	2003
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	639	1387	2358	3574
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3270	4018	4989	6204
负债及权益合计	9333	9578	10617	11869

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2009E	2010E	2011E
净利润	246	748	971	1215
折旧和摊销	541	342	370	393
资产减值准备	419	0	0	0
无形资产摊销	21	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	331	236	223	209
投资损失	-10	-10	-10	-10
少数股东损益		0	0	0
营运资金的变动	-15	117	-55	-155
经营活动产生现金流量	1587	1436	1502	1654
投资活动产生现金流量	-913	-202	-250	-350
融资活动产生现金流量	-656	-691	-323	-309
现金净变动	22	543	929	995
现金的期初余额	121	697	1626	2621
现金的期末余额	143	1240	2555	3616

利润表

单位: 百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5717	5140	5831	6723
营业成本	3926	3381	3771	4280
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	420	360	408	471
管理费用	377	334	350	403
财务费用	301	236	223	209
资产减值损失	419	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	10	10	10	10
营业利润	281	836	1085	1365
营业外收入	46	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	315	836	1085	1365
所得税	69	88	114	150
净利润	246	748	971	1215
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	748	971	1215
EPS (元)	0.12	0.37	0.48	0.61

主要财务比率

	2008A	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	11%	-10%	13%	15%
营业利润增长率	-71%	197%	30%	26%
净利润增长率	-73%	204%	30%	25%
盈利能力(%)				
毛利率	31%	34%	35%	36%
净利率	4%	14%	15%	17%
ROE	8%	19%	19%	20%
偿债能力(%)				
资产负债率	65%	58%	53%	48%
流动比率	0.78	1.12	1.55	2.05
速动比率	0.38	0.66	1.05	1.48
营运能力(次)				
资产周转率	0.15	0.14	0.14	0.15
应收帐款周转率	1.85	3.65	1.94	1.95
每股资料(元)				
每股收益	0.12	0.37	0.48	0.61
每股经营现金	0.79	0.72	0.75	0.83
每股净资产	1.63	2.01	2.49	3.10
估值比率(倍)				
PE	45.67	15.02	11.57	9.25
PB	3.44	2.80	2.25	1.81

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。