

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年5月22日

福耀玻璃(600660.SH)/7.79元

盈利逐渐恢复，股价相对偏低

工业·汽车

目标估值：8.6-10.8元

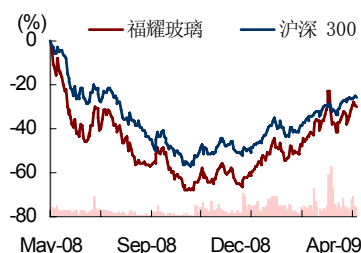
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2651
总股本(万股)	200299
已上市流通股(万股)	99987
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	81
每股净资产(MRQ)	1.7
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	63.3%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	75	-35
相对表现	-13	30	-11



相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》2007/6/25
- 5、《福耀玻璃-汽车玻璃平衡增长，浮法玻璃存在隐患》2008/10/27
- 6、《福耀玻璃-洗尽铅华，等候行业回暖》2009/3/10
- 7、《福耀玻璃-轻装上阵，长期投资价值越发显现》2009/4/22

近日通过实地考察，对公司目前经营状况进行了调研。受益行业景气恢复，汽车玻璃 2Q 持续好转。公司经营范围有序收缩，出售浮法玻璃线及改善资产结构举措，使公司发展更健康，我们维持“审慎推荐-A”投资评级，当前股价相对偏低。

□ 经营策略改变符合未来发展趋势。

- 1) 收缩浮法玻璃、专注核心业务。公司海南建筑级两条浮法线 4 月份已经出售，虽然会导致 09 年出现 2.5 亿元资产减值损失，但我们认为业务上的收缩更有利于公司在核心业务汽车玻璃上的发展。
- 2) 改善资产结构利于长期发展。公司近年快速扩张，已成为国内汽车玻璃行业龙头（占国内汽车玻璃市场超过 40% 以上份额），快速扩展同时也导致公司负债率过高，08 年财务费用高达 3 亿元。在目前公司产能基本符合需求情况下，收缩投资、通过还款改善公司财务结构（预计 09 年还款 14 亿元）。短期内可以见到财务费用下降，长期来看健康资产结构利于公司业务扩张。

□ 汽车玻璃开工率充足，建筑浮法玻璃已不亏损。

- 1) 公司原有玻璃生产线 9 条，出售两条（海南），关停两条（双辽、福清各一条），开工有浮法玻璃线两条（通辽）、汽车玻璃线三条（福清一条、双辽一条）。09 年业务量受影响主要为建筑浮法玻璃业务（从 5 条下降至 2 条）。
- 2) 汽车玻璃生产 2 季度情况相对良好，开工率充足，部分浮法玻璃需要外购。
- 3) 国内 OEM 业务收入基本与去年同期持平，预计海外 OEM 业务增长 60%。
- 3) 通辽浮法玻璃状况有所改善，基本实现盈利。

□ 毛利率二季度仍然有望回升。原材料价格（重油和烧碱占汽车玻璃成本约 20%）较去年下降 20%，虽然较一季度略微上涨，但开工率有较一季度大幅增长，即使有产品结构下行因素，我们认为二季度毛利率仍然有所回升。

□ 短期股价偏低，维持“审慎推荐”投资评级。预估 09 年 EPS 为 0.30 元（若不考虑资产计提损失 2.5 亿元影响，09 年 EPS 为 0.43 元）、10 年 EPS 为 0.55 元。考虑业绩改善、超行业收入增长率、较强竞争能力，我们认为按 09 年经营性 EPS0.43 元估值，20-25 倍 PE 相对合理，目标价格区间 8.6-10.8 元。维持“审慎推荐-A”投资评级，并认为短期股价偏低。

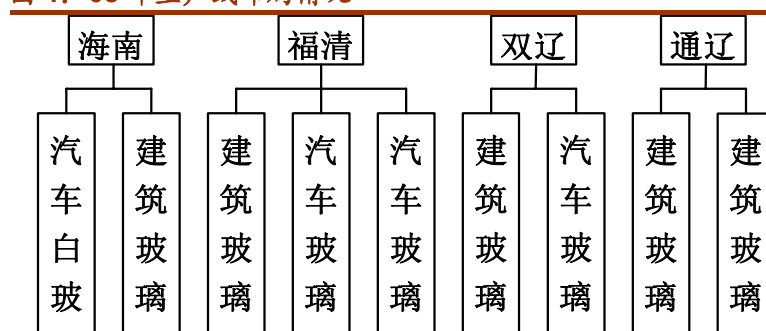
财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5166	5717	5292	6128	7218
同比增长	33%	11%	-7%	16%	18%
营业利润(百万元)	962	281	655	1217	1550
同比增长	53%	-71%	133%	86%	27%
净利润(百万元)	917	246	608	1095	1341
同比增长	60%	-73%	147%	80%	22%
每股收益(元)	0.92	0.12	0.30	0.55	0.67
PE	8.5	63.4	25.7	14.2	11.6
PB	2.2	4.8	4.2	3.5	2.9

资料来源：招商证券

生产线布局变化

图 1：08 年生产线布局情况

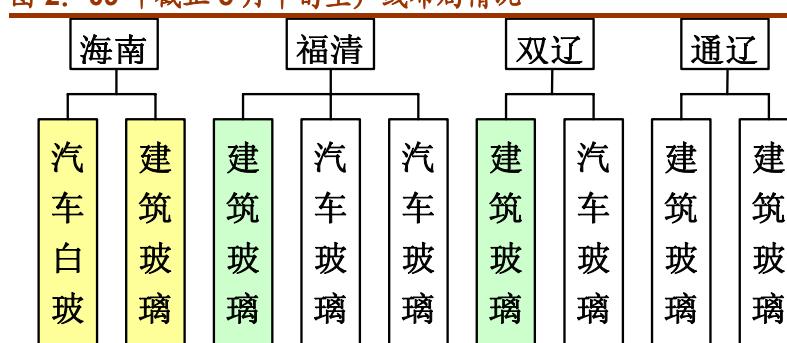


资料来源：招商证券

08 年中期，福耀玻璃建筑浮法玻璃生产线为海南一条，福清一条，通辽两条，双辽一条，总计五条。

08 年，福耀玻璃汽车生产线主要包括福清两条，海南一条（汽车白玻璃），双辽一条共计四条。

图 2：09 年截止 5 月中旬生产线布局情况



资料来源：招商证券

2009 年，福耀玻璃生产线布局已经发生重要变化。

海南两条投资 8 亿元浮法玻璃生产线已经出售给中航三鑫公司，预计在 2009 年 9 月份左右，在资产评估相对顺利的情况下，福耀玻璃将获得全部出售资产款项 4.5 亿元。在考虑折旧摊销情况下，二季度福耀玻璃将可能计提资产损失 2.5 亿元。

另外，福清建筑玻璃以及双辽建筑玻璃生产线均已停产。

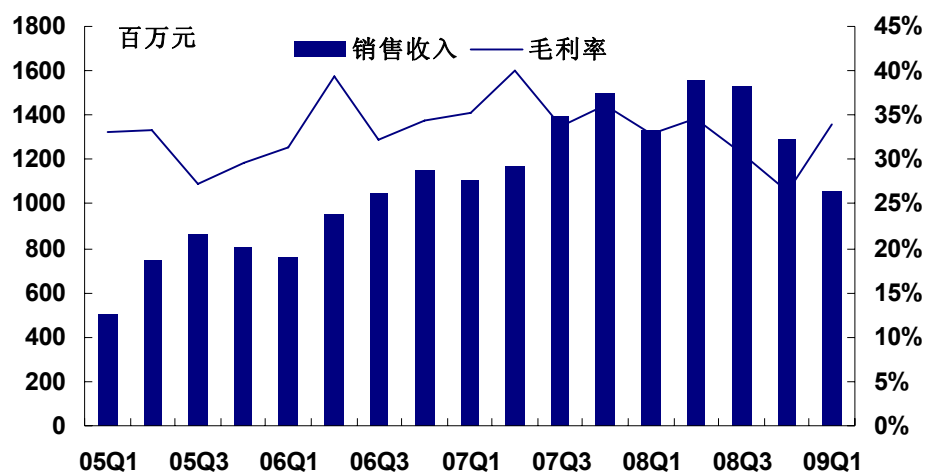
正常经营的建筑玻璃仅余两条，都在通辽，目前基本能够实现盈利；汽车玻璃主要为福清本部两条生产线及双辽厚汽车玻璃生产线。

正常情况下，海南两条线、福清本部建筑玻璃线以及双辽建筑玻璃生产线折旧摊销接近年 8000 万元，在目前没有任何产出情况下，费用将计入管理费用。在 2010 年，由于海南生产线出售，将减少管理费用约 4000 万元。

公司汽车玻璃生产产能基本能满足目前市场需要，汽车玻璃生产产能快速扩张期已经过去，未来公司的资本性开支将大幅减少，公司将进入以及较小代价获得高额收益的时代。通过债务的偿还，公司未来的资产结构将逐渐处于合理的范围，利于公司未来业务的长期发展。

毛利率变化情况与趋势

图 3: 福耀玻璃毛利率变化情况



资料来源: Wind 资讯, 招商证券

公司毛利率一季度大幅增长, 主要原因为, 建筑浮法玻璃生产线的停产, 导致公司毛利率较高汽车玻璃业务没有被摊薄。

我们认为二季度公司毛利率较一季度有所提升, 全年维持在一个相对较高水平。二季度公司产品主要原材料脱硫重油以及烧碱虽然较一季度略有提升, 但开工率大幅增加将导致二季度毛利率回升。根据我们的观察, 二季度乘用车销售产品结构较一季度差异较小, 这种情况下, 二季度毛利贡献结构将不发生变化。预计全年毛利率达到 34% 的水平。

盈利预测与投资建议

本次 09 年盈利预测较上次上调, 原 EPS 预测为 0.21 元, 此次上调盈利预测至 0.30 元, 上调幅度 43% (两次预测均在 09 年计提资产减值损失 2.5 亿元情况下做出)。

主要考虑行业景气度的恢复、公司开工率上升以及财务费用有所下降、海外 OEM 上升等多重因素。按照开工率情况, 1 季度 1-2 月份相对较差, 基本不形成盈利, 3-5 月份情况开工率较高, 基本满产, 在不考虑资产计提的情况下, 预计 2 季度每股盈利将达到 0.14 元, 全年 EPS 达到 0.43 元。

上调 2010 年 EPS 至 0.55 元 (原预测为 0.4 元, 上调 38%)。我们认为乘用车行业增长速度 2010 年为 12% 水平, 福耀玻璃超行业发展同时出口业务量增加, 收入增速将达到 16%。同时, 海南浮法玻璃资产 2010 年将减少 4000 万元折旧摊销 (09 年四条停产或转让生产线折旧摊销预计为 7-8 千万元, 计入 09 年财务报表中管理费用); 再考虑公司债务减少, 与 09 年相比公司将减少 7-8 千万元的财务费用。

考虑福耀玻璃的汽车玻璃行业地位, 业务范围有序的收缩及资产结构的逐步改善, 我们认为按 2009 年经营性 EPS0.43 元、以 20-25 倍 PE 估值相对合理, 合理目标价格区间在 8.6-10.8 元, 目前股价仅为 7.8 元, 明显偏低, 并维持“审慎推荐-A”投资评级。公司成本控制能力以及在汽车玻璃的核心竞争力是我们长期看好公司发展的重要依据。董事长已经捐赠 5.9 亿股, 该部分股权虽然所有权、收益权将归于基金, 但并不影响公司日常正常经营活动, 同时, 我们对曹公的义举表示崇高的敬意。

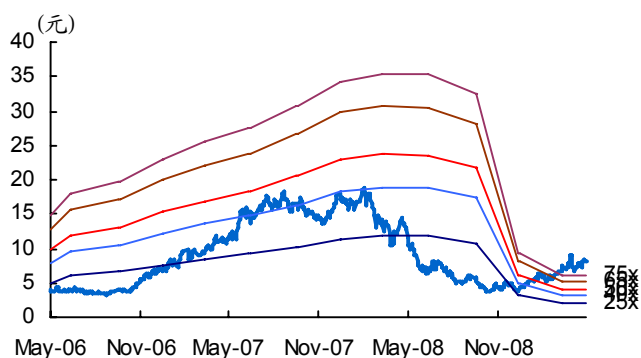
未来业绩增长点:

- 1) 国内行业增长与市场份额的持续扩大;
- 2) 海外 OEM 业务的持续扩张, 配套宾利产品完全可以证明公司在汽车玻璃业务方面绝对的国际竞争力。同时, 我们判断, 汽车产业从发达国家与地区向具有一定工业基础与劳动力成本优势的中国转移将为必然趋势。

风险提示

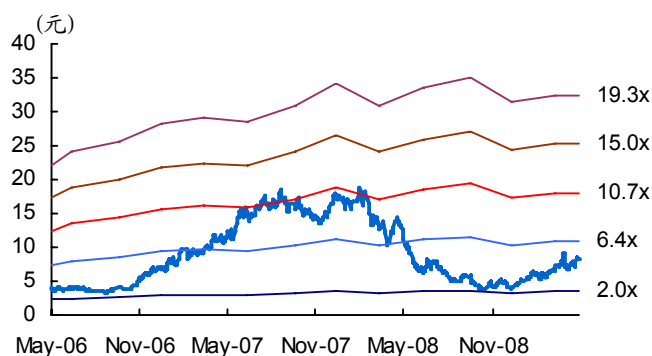
- 1) 下半年汽车销量增速难以持续, 会导致 09 年业绩低于我们预期;
- 2) 原材料价格大幅上涨;
- 3) 海外市场汽车公司新产品投放落后公司预期。

图 4: 福耀玻璃历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 5: 福耀玻璃历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《福耀玻璃（600660）-取消股票增发，符合公司战略》2008/3/3。我们在本篇报告肯定了福耀玻璃收缩投资符合行业未来的发展趋势。
- 2、《福耀玻璃（600660）-汽车玻璃平缓增长，浮法玻璃存在隐患》2008/10/27。福耀玻璃在浮法玻璃上业务的扩展，始终是公司的一个隐患，符合我们较早的判断。
- 3、《福耀玻璃（600660）-洗尽铅华，等待行业回暖》2009/3/10

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2495	2266	1820	2334	2438
现金	121	154	160	405	180
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	92	90	104	123
应收款项	781	765	790	915	1077
其它应收款	29	37	42	49	58
存货	1352	1167	693	809	938
其他	108	51	46	53	61
非流动资产	6968	7067	6695	6330	6001
长期股权投资	67	90	90	90	90
固定资产	5599	5434	5192	4885	4606
无形资产	464	463	416	375	337
其他	837	1081	996	981	968
资产总计	9462	9333	8515	8664	8439
流动负债	2850	2905	2161	2743	1979
短期借款	1506	1071	721	500	403
应付账款	397	252	245	283	328
预收账款	26	63	56	65	75
其他	921	1518	1140	1895	1173
长期负债	3085	3159	2659	1459	1059
长期借款	3085	3159	2659	1459	1059
其他	0	0	0	0	0
负债合计	5936	6064	4820	4202	3038
股本	1001	2003	2003	2003	2003
资本公积金	199	199	199	199	199
留存收益	2326	1067	1493	2259	3198
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	3527	3270	3695	4462	5400
负债及权益合计	9462	9333	8515	8664	8439

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1372	1592	1690	1589	1742
净利润			608	1095	1341
折旧摊销			613	571	534
财务费用			187	107	79
投资收益			(12)	(12)	(12)
营运资金变动			617	(160)	(196)
其它			(323)	(13)	(5)
投资活动现金流	(1829)	(913)	(125)	(200)	(200)
资本支出			(200)	(200)	(200)
其他投资			75	0	0
筹资活动现金流	437	(656)	(1558)	(1144)	(1767)
借款变动			(1201)	(721)	(1297)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(182)	(329)	(402)
其他			(175)	(95)	(67)
现金净增加额	(19)	22	6	245	(225)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5166	5717	5292	6128	7218
营业成本	3297	3926	3498	4045	4692
营业税金及附加	3	3	5	6	7
营业费用	354	420	365	417	491
管理费用	348	377	344	349	411
财务费用	222	301	187	107	79
资产减值损失	(3)	419	250	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	10	12	12	12
营业利润	962	281	655	1217	1550
营业外收入	27	46	40	40	40
营业外支出	10	12	12	12	12
利润总额	980	315	683	1245	1578
所得税	62	69	75	149	237
净利润	917	246	608	1095	1341
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	917	246	608	1095	1341
EPS (元)	0.92	0.12	0.30	0.55	0.67

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	11%	-7%	16%	18%
营业利润	53%	-71%	133%	86%	27%
净利润	60%	-73%	147%	80%	22%
获利能力					
毛利率	36.2%	31.3%	33.9%	34.0%	35.0%
净利率	17.8%	4.3%	11.5%	17.9%	18.6%
ROE	26.0%	7.5%	16.5%	24.5%	24.8%
ROIC	13.1%	5.4%	9.9%	15.3%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	65.0%	56.6%	48.5%	36.0%
净负债比率	51.9%	54.4%	45.6%	36.5%	22.1%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.9	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9
存货周转率	2.8	3.1	3.8	5.4	5.4
应收帐款周转率	7.5	7.4	6.8	7.2	7.2
应付帐款周转率	10.6	12.1	14.1	15.3	15.3
每股资料(元)					
每股收益	0.92	0.12	0.30	0.55	0.67
每股经营现金	1.37	0.79	0.84	0.79	0.87
每股净资产	3.52	1.63	1.84	2.23	2.70
每股股利	0.50	0.00	0.09	0.16	0.20
估值比率					
PE	8.5	63.4	25.7	14.2	11.6
PB	2.2	4.8	4.2	3.5	2.9
EV/EBITDA	11.4	16.4	12.7	9.7	8.5

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。现为新能源网行业顾问，南方都市报汽车研究院特聘研究员。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。