

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）

全球资源再分配的受益者

——公司深度研究报告 强烈推荐（维持）

市场数据

报告日期	2009-7-8
收盘价(元)	8.64
52周最高/最低(元)	8.99/3.70
总股本(百万股)	2002.99
流通股本(百万股)	999.87
总市值(百万元)	17305.80
流通市值(百万元)	8638.90
每股净资产(元)	1.68

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	5717	5553	6463	7433	2610
同比增长(%)	10.7%	-2.9%	16.4%	15.0%	-9.0
净利润(百万元)	246	729	1174	1422	238
同比增长(%)	-73.2%	196.3%	61.1%	21.1%	-45.9
毛利率(%)	31.3%	36.2%	36.6%	37.0%	36.1%
净利率(%)	4.3%	13.1%	18.2%	19.1%	9.1%
每股收益(元)	0.12	0.36	0.59	0.71	0.12
每股经营现金流(元)	0.79	0.84	0.89	1.02	0.42

股价走势



投资要点

- **公司在金融危机中竞争优势凸显。**在全球金融危机背景下，全球汽车产量出现明显萎缩，汽车玻璃订单模式从“大批量少品种”演变成“小批量多品种”，由于国际竞争对手设备自动化程度高，很难适应生产模式的变化，公司是做维修市场出身，凭借中国人力成本的优势，生产模式一直是“小批量多品种”为主，其国际市场的竞争优势凸现，我们认为公司有望抓住机遇，快速提升国际份额，并跻身全球汽车玻璃前三强。
- **公司仍具有 3 倍以上成长空间。**福耀玻璃目前已经占据国内汽车玻璃 OEM 市场已超过 50%，市场普遍对其成长性表示担忧，我们综合测算公司在国内、国际的成长空间，我们认为公司未来至少有 3 倍以上成长空间，如果考虑 AGR 的增长，其成长空间将会更大。
- **对公司业绩增长的有利因素：**（1）国内汽车市场 09 年以来呈现强劲复苏，这为公司国内业务增长增添动力；同时，公司出口 OEM 仍然保持 50% 的快速增长。（2）09 年重油、纯碱等主要原材料价格都出现明显下降，这也有利于公司汽车玻璃毛利率的回升
- **盈利预测及估值。**我们预计公司 09-11 年 EPS 为 0.36 元、0.59 元、0.71 元，如果不考虑出售海南浮法损失，公司 09 年经营性 EPS 为 0.47 元；公司折旧政策相对激进，如果参考同业折旧政策，则公司 09 年 EPS 可达 0.56 元；我们以公司 09 年 0.47 元的经营性 EPS 为预测基础，给予公司 09 年 25 倍的动态 PE，目标价位 12 元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险因素：**中国经济再度探底导致的系统性风险

相关报告

《全球资源再分配的受益者》
2009-5-14

《下滑在意料之中，全年增长仍可期》2009-4-23

《出售海南资产，专注主业发展》2009-4-19

目 录

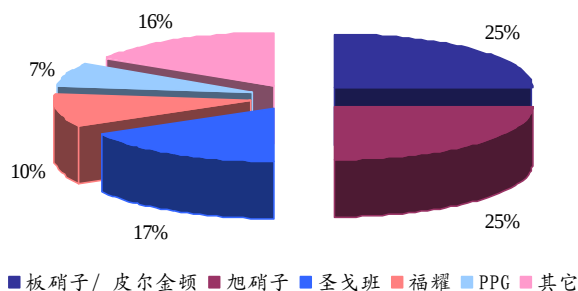
1 公司已成为全球第四大汽车玻璃供应商	4 -
2 战略分析：公司将逐渐回归汽车玻璃主业	4 -
3 全球资源再分配的最大受益者	5 -
3.1 “低成本”+“高品质”铸就国际竞争力	5 -
3.2 经济危机凸显公司竞争优势	6 -
4 公司汽车玻璃还有 3 倍以上增长空间	7 -
4.1 公司出口汽车玻璃 OEM 的增长空间在 8 倍以上	7 -
4.2 公司国内汽车玻璃 OEM 的增长空间在 2 倍以上	8 -
4.3 不考虑 AGR 增长，公司 OEM 增长空间在 3 倍以上	9 -
5 未来三年，汽车玻璃业务增长仍可期待	9 -
5.1 汽车玻璃 OEM 出口收入仍将保持快速增长	9 -
5.2 国内汽车市场强劲复苏推动公司国内业务增长	10 -
5.3 汽车玻璃的毛利率有望保持稳中有升态势	10 -
6 建筑浮法已不是公司重点，进一步复苏要看 10 年初	11 -
6.1 浮法玻璃行业可能要到 10 年初才会迎来新一轮景气	11 -
6.2 下半年价格延续上涨有压力，新一轮价格上涨需看 10 年	13 -
6.3 由于停产生产线仍须计提折旧，公司 09 年建筑浮法仍小幅亏损	14 -
7 盈利预测及估值	14 -
7.1 预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.59 元、0.71 元	14 -
7.2 参照同业折旧政策，09 年经营 EPS 为 0.56 元	15 -
7.3 维持“强烈推荐”评级，6 个月目标价 12 元	16 -
图 1：公司在全球汽车玻璃市场的份额	4 -
图 2：公司在国内汽车玻璃市场的份额	4 -
图 3：公司与国外竞争者比较体现出的成本优势	5 -
图 4：公司部分客户的标识	5 -
图 5：公司在国际汽车玻璃市场份额的提升	6 -
图 6：1997 年以来全球汽车产量增长情况	7 -
图 7：公司国内汽车玻璃收入增速与国内汽车产量增速比较	8 -
图 8：公司出口 OEM、AGR 收入预测及同比增长情况	9 -
图 9：国内汽车月度销量及同比增长情况	10 -
图 10：国内 OEM、AGR 收入增长预测	10 -
图 11：夹层玻璃成本构成	11 -
图 12：2001 年以来每年新增浮法玻璃产能及同比增长情况	11 -
图 13：平板玻璃的消费去向	12 -
图 14：08 年平板玻璃出口量同比下滑	12 -
图 15：平板玻璃产量与房屋竣工面积相关关系密切	12 -
图 16：商品房新开工、施工及竣工面积增速	12 -
图 17：主要品种浮法玻璃的价格走势	14 -
图 18：房地产月度新开工面积及同比增长情况	14 -
图 19：福耀与同类型公司“折旧/固定资产净值”比较	15 -
表 1：公司已有、在建浮法玻璃生产线情况	4 -
表 2：2007 年福耀长春子公司与主要竞争对手的主要财务指标比较	6 -
表 3：全球（不含中国）的汽车产量预测	7 -

表 4: 福耀玻璃在国际 OEM 市场的预测.....	- 7 -
表 5: 中国汽车产量预测	- 8 -
表 6: 福耀玻璃在国内 OEM 市场的增长空间预测.....	- 8 -
表 7: 公司成长空间预测（不考虑 AGR）	- 9 -
表 8: 2008-2009 年主要城市保障性住房规划情况	- 13 -
表 10: 公司盈利预测假设	- 14 -
表 11: 公司各项业务分拆盈利预测	- 15 -
表 13: 玻璃行业及汽车零配件行业的估值情况.....	- 16 -
附表	- 17 -

1 公司已成为全球第四大汽车玻璃供应商

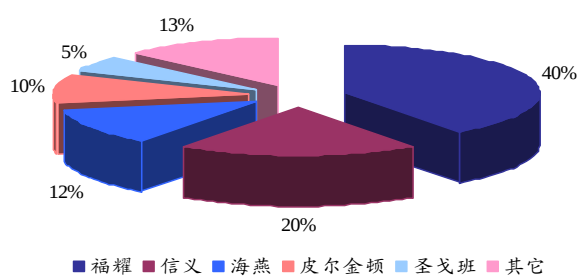
公司是国内最大的汽车玻璃生产商，全球第四大汽车玻璃生产商。公司目前占据全球约 10% 的市场份额，其中：国内汽车 OEM 市场份额超过 50%，国内汽车玻璃市场份额超过 40%（含 AGR）；如果不考虑中国市场，其占国际汽车玻璃 OEM 的份额仅为 2% 左右。

图 1：公司在全球汽车玻璃市场的份额



数据来源：兴业证券研发中心

图 2：公司在国内汽车玻璃市场的份额



数据来源：兴业证券研发中心

2 战略分析：公司将逐渐回归汽车玻璃主业

公司 2003 年进入浮法玻璃行业，以收购+自建共拥有 9 条浮法玻璃生产线，其中 2 条汽车级（全自供）、7 条建筑级（需外卖）。

目前停产 4 条建筑级浮法，其中海南 2 条浮法线出售给中航三鑫，我们判断公司将逐渐退出建筑级浮法，专注于汽车玻璃上下游产业链。

表 1：公司已有、在建浮法玻璃生产线情况

地区	档次	条数	日熔量(吨)	产能(万吨)	目前生产状态
双辽	建筑级	1	400	12	停产
双辽	半建筑半汽车	1	600	18	生产
通辽	建筑级	2	850	26	生产
福清	建筑级	1	600	18	停产
福清	汽车级	2	2×600	36	生产
海南	半建筑半汽车	2	2×600	36	停产，拟出售
合计		9	3650	146	

数据来源：兴业证券研发中心

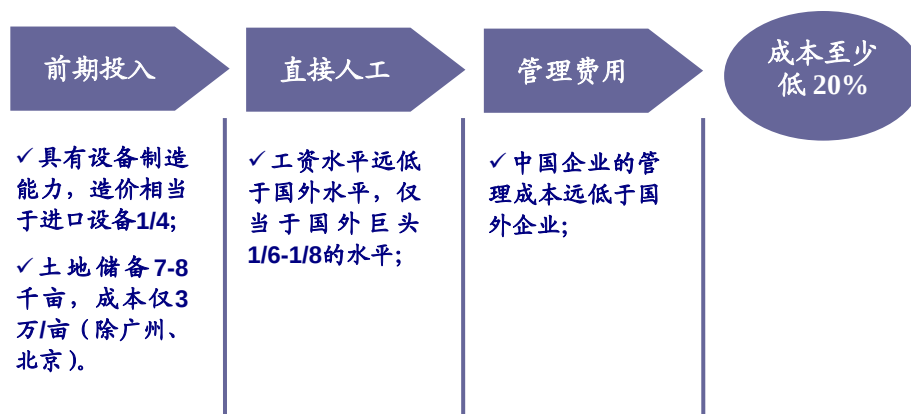
3 全球资源再分配的最大受益者

3.1 “低成本” + “高品质” 铸就国际竞争力

✓ **低成本优势**：基于汽车玻璃半手工、半自动化的特性，汽车玻璃属劳动相对密集型的产业，我们判断公司产品与国外竞争对手相比，成本至少低 20% 以上，主要基于以下几方面因素：（1）与发达国家同类企业相比，我国汽车玻璃行业具有明显的人力成本优势。从公司了解到，公司的人工成本约占总成本的 4-5% 左右，而诸如圣戈班的人工成本占成本的比重在 15-16%；（2）由于公司具有较强的设备研发及制造能力，其生产线投资成本仅相当于进口的 1/4，而且土地成本也明显低于国外竞争对手，如公司前期取得的土地成本仅为 3 万元/亩；（3）公司作为中国民营企业，其对管理费用的控制十分严格，其管理费用也明显低于国外竞争者。

✓ **高品质产品**：公司先后通过了 QS9000、VDA6.1 质量管理体系，其中 VDA6.1 是德国汽车工业联合会制定的汽车行业迄今为止标准最高的质量管理体系，QS9000 是美国通用、福特、克莱斯勒等三大汽车企业制定的全球汽车零部件行业标准。公司已经获得全球八大车厂的汽车玻璃整车配套（OEM）的认证，是全球八大整车厂的五家汽车玻璃供应商中唯一的中国企业。

图 3：公司与国外竞争者比较体现出的成本优势



数据来源：兴业证券研发中心

图 4：公司部分客户的标识



数据来源：兴业证券研发中心

表 2：2007 年福耀长春子公司与主要竞争对手的主要财务指标比较

	福耀长春	海燕（旭硝子）	长春皮尔金顿	信义玻璃	奔迅	圣戈班
主营业务收入（万元）	86739	99027	10841	277462	23086	8408
产品销售成本（万元）	53494	79206	8978	170227	19864	8193
销售费用（万元）	4192	4146	484	28645	975	232
管理费用（万元）	2357	4501	1180	13507	1718	823
财务费用（万元）	883	1170	-68	3376	283	118
净利润（万元）	25814	10042	766	67300	-231	-946
毛利率	38.3%	20.0%	17.2%	38.6%	14.0%	2.6%
净利率	29.8%	10.1%	7.1%	24.3%	-1.0%	-11.3%
销售费用率	4.8%	4.2%	4.5%	10.3%	4.2%	2.8%
管理费用率	2.7%	4.5%	10.9%	4.9%	7.4%	9.8%
财务费用率	1.0%	1.2%	-0.6%	1.2%	1.2%	1.4%
期间费用率合计	8.6%	9.9%	14.7%	16.4%	12.9%	13.9%

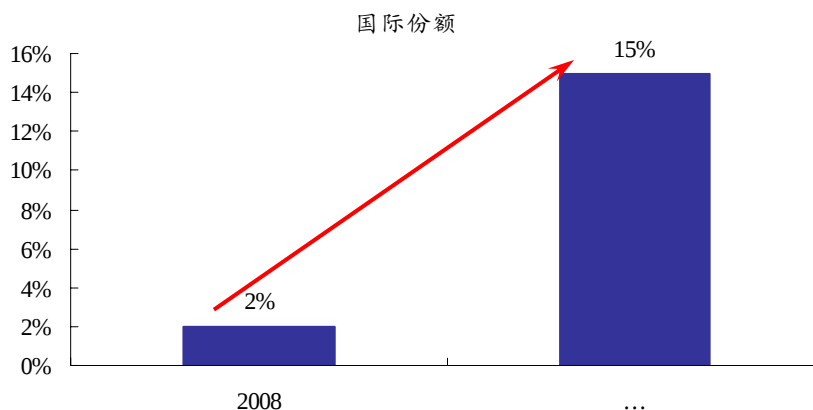
资料来源：ISI，兴业证券研发中心整理

3.2 经济危机凸显公司竞争优势

✓ **金融危机提升公司汽车玻璃出口 OEM 竞争力。**（1）受经济危机影响，全球主要车厂寻求更低成本，公司凭借“中国制造”的成本优势，在竞争中占据主动；（2）全球前三大竞争对手的设备自动化程度高，适合“大批量少品种”的生产，随着全球主要车厂产量的大幅下滑，汽车玻璃订单也从之前的“大批量”向“小批量”演变，前三大竞争对手难以适应这样的转变，然而公司一直凭借中国劳动力的优势，其制造过程一直是“小批量多品种”模式，这种模式在金融危机背景下竞争优势凸显。

公司目前是国际八大车厂的指定供应商，但由于老车型已经配备稳定的供应商，公司未来国际 OEM 份额的扩大必须在新车型上去抢夺，金融危机使得公司的竞争优势凸显，公司未来有望逐渐抢夺竞争对手的市场份额，我们认为公司在国际市场的份额有望从目前的 2% 提升至 15%，进入全球前三大汽车玻璃供应商阵容。

图 5：公司在国际汽车玻璃市场份额的提升



数据来源：兴业证券研发中心

4 公司汽车玻璃还有 3 倍以上增长空间

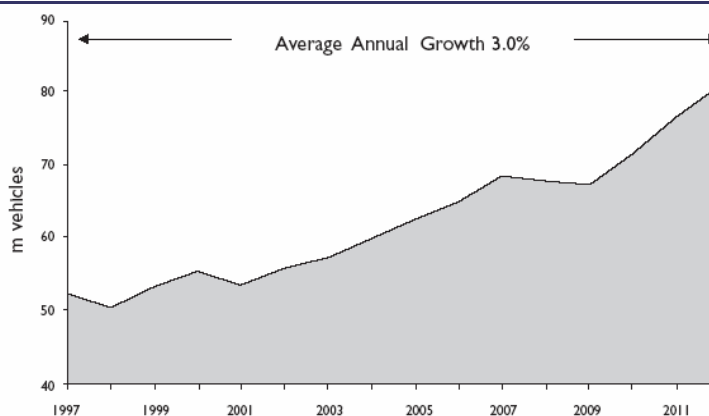
4.1 公司出口汽车玻璃 OEM 的增长空间在 8 倍以上

在汽车玻璃 OEM 领域，要实现对某车型配套，从设计、制模、小批量试用及批量供应整个过程需要 1-1.5 年，因此，老车型一般都已具备稳定的供应商，公司要进入老车型配套供应是比较难的，公司未来必须在新车型配套上抢占市场份额。

公司已成为全球八大车厂配套供应商，我们公司凭借着成本优势及高品质产品，随着新车型的不断推阵出新，未来公司在国际汽车玻璃 OEM 市场份额会不断提升，我们认为从目前 2% 提升至 15% 是可以期待的。

2008 年全球（不含中国）汽车产量约 6000 万辆，近 10 年来保持年均 3% 增长，我们假设到 2020 年全球汽车产量保持年均 3% 增长，剔除掉中国汽车产量，则公司在国际汽车市场配套将从 120 万辆提升至 1113 万辆，增长率为 825%。

图 6：1997 年以来全球汽车产量增长情况



数据来源：兴业证券研发中心

表 3：全球（不含中国）的汽车产量预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
汽车产量	6015	6144	6273	6400	6527	6651	6773
YOY		2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
汽车产量	6893	7008	7120	7226	7327	7420	
YOY	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.3%	

资料来源：兴业证券研发中心

表 4：福耀玻璃在国际 OEM 市场的预测

	2008	2020E	+/-
国际汽车产量（不含中国）	6015	7420	23%
公司所占份额	2%	15%	-
公司配套量	120	1113	825%

资料来源：兴业证券研发中心

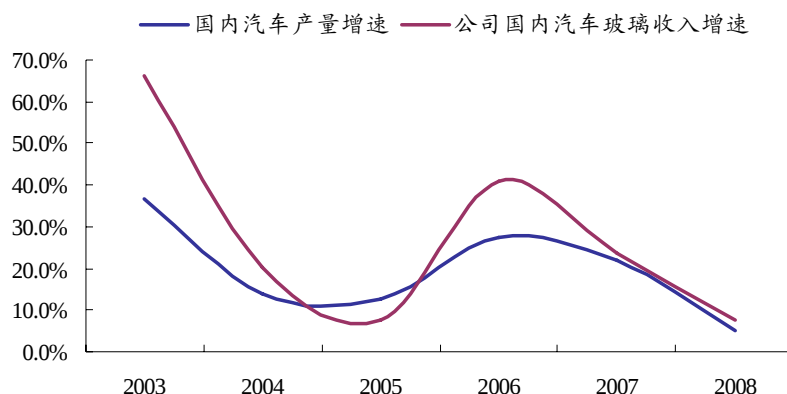
4.2 公司国内汽车玻璃 OEM 的增长空间在 2 倍以上

中国是世界第三大汽车消费国，2008 年中国汽车保有量为 4000 万辆左右，但由于人口基数大，目前国内汽车平均保有量为每千人 30 辆左右，而美国和全世界的每千人汽车保有量则分别为 700 多辆和 120 辆。

我国计划到 2020 年基本实现工业化，我们假设届时我国人均汽车保有量达到世界平均水平，则 2020 年我国汽车保有量将达到 1.56 亿辆，如果报废率按照保有量 8% 测算，我们测算到 2020 年汽车产量年均增长 8.5% 左右，2020 年我国的汽车产量约为 2489 万辆。

近年来公司的国内汽车玻璃收入的增长性一直都高于行业平均水平，公司目前占国内汽车 OEM 市场份额约 50%，我们假设公司未来的份额达到 60%，则公司国内汽车玻璃配套量将从 468 万辆提升至 1493 万辆，增长率为 219%。

图 7: 公司国内汽车玻璃收入增速与国内汽车产量增速比较



数据来源：兴业证券研发中心

表 5: 中国汽车产量预测

	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
汽车产量	935	1014	1101	1194	1296	1406	1525
YOY		9%	9%	9%	9%	9%	9%
保有量	4018	4711	5435	6194	6995	7841	8739
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	
汽车产量	1655	1796	1948	2114	2294	2489	
YOY	9%	9%	9%	9%	9%	9%	
保有量	9695	10715	11806	12976	14232	15582	

资料来源：兴业证券研发中心

表 6: 福耀玻璃在国内 OEM 市场的增长空间预测

	2008	2020E	+/-
国内汽车产量	935	2489	166%
公司所占份额	50%	60%	-
公司配套量	468	1493	219%

资料来源：兴业证券研发中心

4.3 不考虑 AGR 增长，公司 OEM 增长空间在 3 倍以上

福耀玻璃目前已经占据国内汽车玻璃 OEM 市场已超过 50%，市场普遍对其未来的成长性表示担忧，基于上述分析，我们综合测算公司未来增长空间至少在 3 倍以上，如果考虑 AGR 的增长，其增长空间将会更大。

表 7：公司成长空间预测（不考虑 AGR）

	2008	2020E	+/-
国际汽车产量	6015	7420	23%
公司所占份额	2%	15%	-
公司配套量	120	1113	825%
国内汽车产量	935	2489	166%
公司所占份额	50%	60%	-
公司配套量	468	1493	219%
合计	588	2606	343%

资料来源：兴业证券研发中心

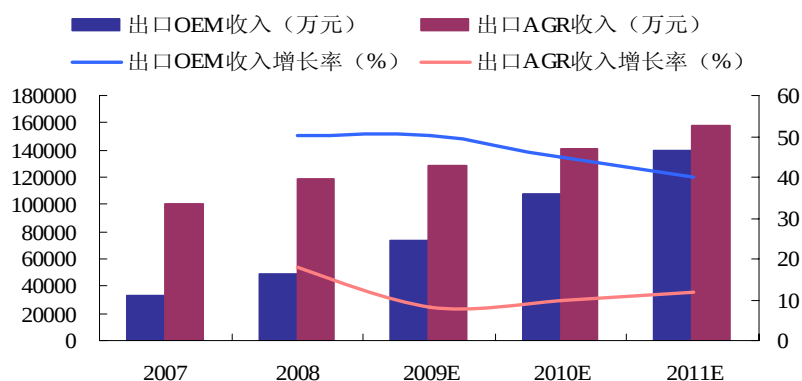
5 未来三年，汽车玻璃业务增长仍可期待

5.1 汽车玻璃 OEM 出口收入仍将保持快速增长

✓ **汽车玻璃出口 OEM 收入：**（1）公司汽车玻璃品质已获国际八大车厂认证，随着新车型的不断推出，公司占据国际汽车玻璃 OEM 份额将会不断上升；（2）公司 08 年汽车玻璃 OEM 出口收入增长在 60-70% 左右（以美元计），经过前两年的开拓积累，公司出口 OEM 收入逐渐进入收获期，我们预计 09-11 年 OEM 出口收入增长分别为 50%、45%、40%。

✓ **汽车玻璃出口 AGR 收入：**公司出口 AGR 收入约 70% 是来自北美，公司目前在北美汽车玻璃维修市场的份额约在 15-20% 之间，由于北美的汽车市场已经成熟，汽车保有量也相对比较稳定，而且由于公司的市场份额已经较高，再提升的难度相对较大，我们按汽车玻璃自然破损率计算，预计公司 09-11 年出口 AGR 收入增长分别为 8%、10%、12%。

图 8：公司出口 OEM、AGR 收入预测及同比增长情况



数据来源：兴业证券研发中心

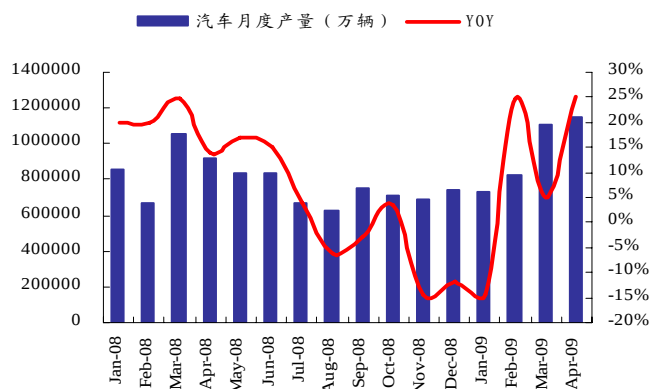
5.2 国内汽车市场强劲复苏推动公司国内业务增长

我国汽车产量于 2008 年超越美国，仅次于日本跃居全球第二位。我们认为未来 10 年中国汽车进入稳定增长期，预计到 2020 年我国汽车产量年均增长在 9% 左右。

国内 OEM 收入：从月度数据来看，09 年 5 月份汽车销量同比增长 34.0%（轿车销量同比增长 42.4%），国内汽车市场呈现强劲复苏态势；从累计数据来看，09 年 1-5 月份汽车销量同比增长 14.29%（轿车同比增长 16.54%），由于 08 年下半年汽车销售基数低，我们预计 09 年汽车销量增长可维持在 15% 左右。近年来公司国内汽车玻璃收入增速一直高于行业平均水平，像 08 年公司国内 OEM 收入也高于行业增速 2 个点的水平，我们谨慎预计公司 09-11 年国内 OEM 收入增长分别为 15%、13%、12%。

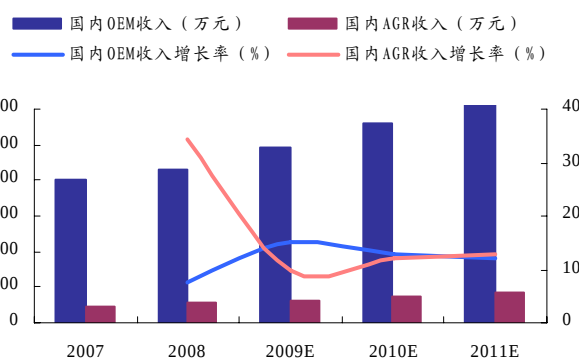
国内 AGR 收入：公司在国内 AGR 市场份额在 15-20% 之间，低于信义玻璃 30% 以上的市场份额，主要是由于公司配套车型的维修是通过 OEM 市场来销售的缘故。08 年公司加大打假力度等措施，国内 AGR 收入同比实现 34.43% 的增长，09 年尽管受金融危机影响，但维修市场相对是较稳定的，我们预计公司 09-11 年公司 AGR 收入增长分别为 10%、12%、13%。

图 9：国内汽车月度销量及同比增长情况



资料来源：兴业证券研发中心

图 10：国内 OEM、AGR 收入增长预测



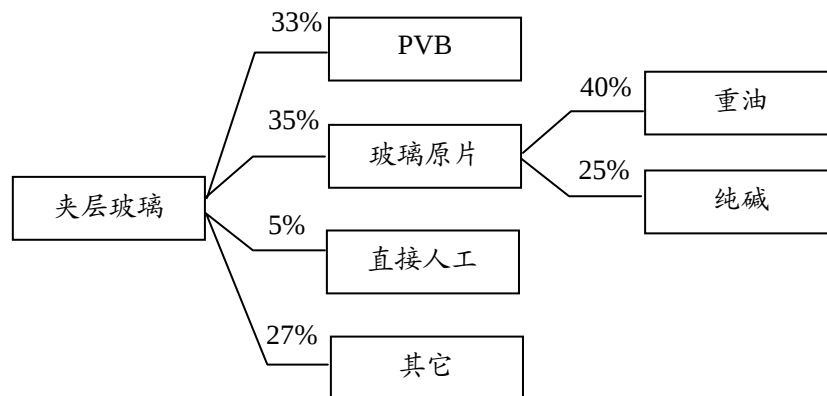
资料来源：兴业证券研发中心

5.3 汽车玻璃的毛利率有望保持稳中有升态势

由于汽车玻璃占整车成本的比重小（一般为 1% 左右），不是整车厂商压价的重点对象，从历史情况来看，尽管公司汽车玻璃价格每年都会有小幅下调，从历史来看公司汽车玻璃的毛利率一直保持相对稳定，以下两个因素使得价格下调能够得以转嫁：（1）随着新车型不断推陈出新，汽车玻璃面临着重新设计及重新报价，一般新车型的玻璃毛利率较高；（2）随着配套玻璃生产的日益成熟，其成品率等指标都会有所提升。

我们认为公司经营 08 年毛利率的下滑后,则有望出现回升,是基于以下两方面原因:(1) 08 年公司重油、纯碱采购均价都同比上涨 26%左右,公司由于是上下游一体化,08 年原材料涨价基本内部消化了,09 年二者采购价格则有望回落 20-30%;(2) 08 年人民币汇率升值 7%,影响公司 6000 万元的收入,从而影响到公司的毛利率,而 09 年人民币汇率将趋于稳定。

图 11: 夹层玻璃成本构成



数据来源: 兴业证券研发中心

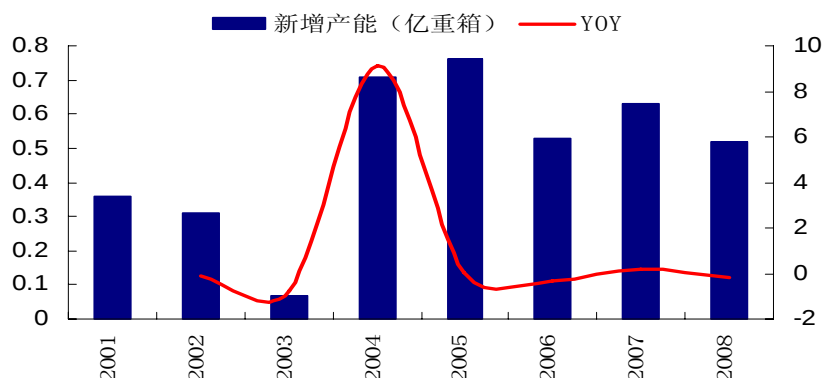
6 建筑浮法已不是公司重点, 进一步复苏要看 10 年初

6.1 浮法玻璃行业可能要到 10 年初才会迎来新一轮景气

● 停产生产线复产是 09 年下半年供给层面的关键影响因素

2008 年共投产 13 条浮法玻璃生产线, 新增产能 5200 万重箱左右, 低于计划 21 条拟投产数据。尽管行业短期盈利有所改善, 但企业都是从前所未有的危机中刚缓过劲来, 更多是考虑恢复生产等系列问题, 未来新投产主要是 08 年因危机而暂缓投产的生产线, 我们认为在未来 1 年新建产能不是主要担心, 08 年放水停产的 43 条生产线复产是 09 年下半年产能供给的主要压力。

图 12: 2001 年以来每年新增浮法玻璃产能及同比增长情况



资料来源: 兴业证券研发中心

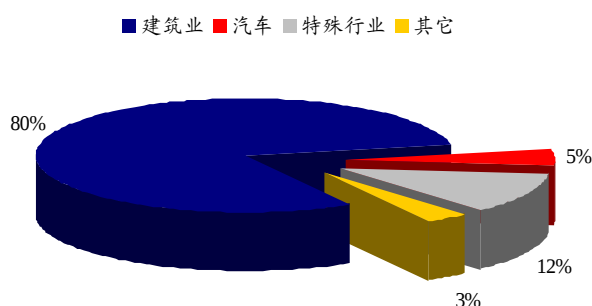
● 房地产回暖对需求拉动可能要到 10 年

平板玻璃需求约 85%来自国内市场，其中约 80%是用于房屋建筑市场。近期房地产回暖，开发商加速收尾，使得房屋竣工面积快速增长，但房地产新开工面积还没有明显改善，我们预计 09 年下半年新开工面积会有改善，因此，其对玻璃需求的拉动至少还要滞后 8 个月以上，可能要到 10 年初。

● 出口 09 年延续下滑，10 年有望正增长

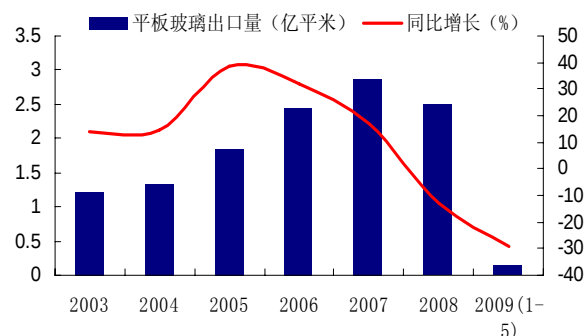
平板玻璃约 15%用于出口，08 年平板玻璃出口量同比下降 13%，在全球经济危机的背景下，08 年平板玻璃出口呈现下降态势，我们宏公司观判断 09 年三季度海外经济有望复苏，10 年平板玻璃的出口有望实现正增长。

图 13: 平板玻璃的消费去向



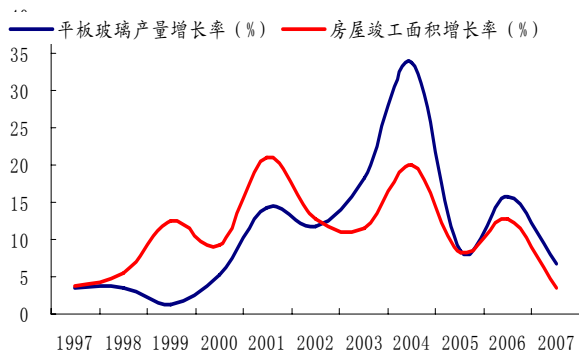
资料来源：兴业证券研发中心

图 14: 08 年平板玻璃出口量同比下滑



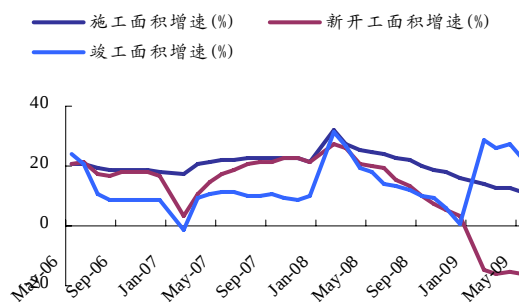
资料来源：中国建材信息网，兴业证券研发中心整理

图 15: 平板玻璃产量与房屋竣工面积关系密切



资料来源：国家统计局，兴业证券研发中心

图 16: 商品房新开工、施工及竣工面积增速



资料来源：国家统计局，兴业证券研发中心

● 2009 年供需格局不乐观，2010 年行业将迎来新一轮景气

由于 08 年下半年房地产新开工面积下滑明显，造成 09 年下半年房地产竣工可能存在断档，同时 09 年出口仍延续下滑，特别是 08 年停产生产线复产对 09 年下半年供应也产生一定压力，09 年行业供需格局不太乐观。

根据我们的供需测算结果，我们预计 2010 年行业将迎来新一轮景气。

✓ 从供给来看：尽管 09 年二季度行业盈利有所改善，但企业更多是考虑如何恢复生产，我们认为投资热情在 09 年仍难以提升，不会对 10 年形成新增产能压力；

✓ 从需求来看：(1)近期房地产强劲复苏，预计 09 年下半年新开工面积恢复增长，并有望在 10 年初形成新增需求；(2)08-09 年以来，各城市保障性住房规划力度加大，有望在 09 年底或 10 年开始对玻璃形成新增需求。

表 8：2008-2009 年主要城市保障性住房规划情况

	2008			2009		
	新建住房	保障性住房	占比	新建住房	保障性住房	占比
北京	2750	1150	41.8%	2830	1230	43.5%
上海	2000	400	20.0%	1800	800	44.4%
深圳	1216	226	18.6%	982	172	17.5%
广州	850-1180	100-180	11.8%-15.3%	908-1200	158-200	17.4%-16.7%
合计	6816-7146	1876-1956	27.4%-27.5%	6520-6812	2360-2402	35.3%-36.2%

资料来源：兴业证券研发中心

表：2009-2010 年平板玻璃行业供需格局（单位：亿重箱）

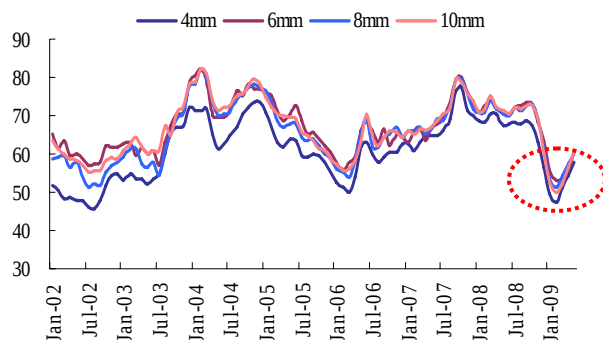
	2007	2008	2009E	2010E
平板玻璃总产能	5.42	5.87	6.25	6.59
YOY	6.2%	8.4%	6.4%	5.4%
其中：浮法玻璃产能	4.45	5.02	5.46	5.86
新投浮法产能	0.63	0.52	0.35	0.45
落后产能	0.97	0.85	0.79	0.73
落后产能淘汰	0.12	0.06	0.06	0.06
产量	5.32	5.65	5.75	6.37
YOY	14.2%	6.3%	1.7%	12.7%
表观消费量	4.67	5.11	5.27	5.74
YOY	13.3%	9.5%	3.0%	9.0%
进口量	0.07	0.07	0.07	0.07
出口量	0.72	0.61	0.55	0.7
开工率	98.2%	96.3%	92.0%	96.8%

资料来源：兴业证券研发中心

6.2 下半年价格延续上涨有压力，新一轮价格上涨需看 10 年

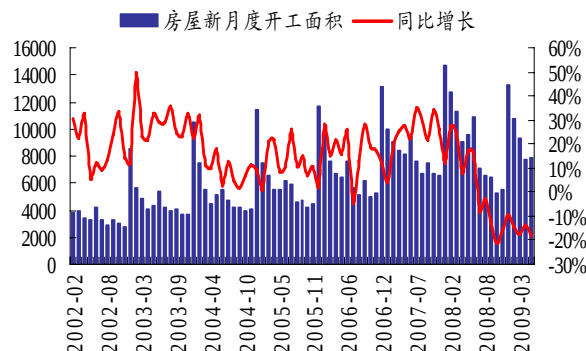
由于国内有 40 多条生产线停产，近期由于施工旺季及房地产复苏，供应上出现一定瓶颈，玻璃价格出现较为强劲的反弹（部分地区价格已达到或接近 08 年高位）；预计下半年平板玻璃价格继续上涨有压力，价格也可能略有回调，但回调幅度不深，预计平板玻璃价格再度上涨要到 10 年初：(1)随着行业盈利的好转，停产的浮法生产线陆续复产；(2)去年下半年房地产新开工下滑，今年下半年房地产竣工方面可能存在断档。

图 17: 主要品种浮法玻璃的价格走势



资料来源: 兴业证券研发中心

图 18: 房地产月度新开工面积及同比增长情况



资料来源: 兴业证券研发中心

6.3 由于停产生产线仍须计提折旧, 公司 09 年建筑浮法仍小幅亏损

首先, 我们认为未来对公司而言, 建筑浮法不是我们主要关注的, 一方面, 其所占利润比重越来越小; 另一方面, 公司可能会择机退出该产业。

其次, 我们对公司建筑浮法业务的盈利判断, 近期浮法玻璃价格反弹幅度在 20% 左右, 目前公司建筑浮法能够保持一定的盈利, 但由于福清、双辽两条停产生产线仍需计提 2 千万的折旧, 我们预计该业务仍将保持小幅亏损, 具体建筑级浮法的盈利详见下节的盈利分析图表。

7 盈利预测及估值

7.1 预计公司 09-11 年的 EPS 分别为 0.36 元、0.59 元、0.71 元

表 10: 公司盈利预测假设

	2008	2009E	2010E	2011E
汽车玻璃业务				
汽车玻璃收入 (万元)	411882	481155	563215	650473
YOY (%)	15.9	16.8	17.1	15.5
汽车玻璃毛利率 (%)	33.7	35	35	35
建筑级浮法玻璃:				
销量(万吨)	89	38	39	40
售价 (元/吨)	1400	1300	1400	1500
收入 (万元)	124600	49400	54600	60000
毛利率 (%)	4	13	15	17
汽车级浮法玻璃:				
销量(万吨)	49	40	40	40
售价 (元/吨)	2000	1900	2100	2300
收入 (万元)	98000	76000	84000	92000
毛利率 (%)	23	26	28	30
其它				
其他收入 (万元)	21552	24785	28503	32778
毛利率 (%)	32	25	27	28
合计				
收入剔除内部交易	558034	555340	646318	743251

(+/-%)	12.40%	-0.50%	16.40%	15.00%
成本剔除内部交易	384545	354558	409787	468608

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 11：公司各项业务分拆盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
汽车玻璃				
净利润（万元）	49000	77402	95157	114087
EPS（元）	0.24	0.39	0.48	0.57
汽车级浮法				
净利润	17000	16812	20865	22773
EPS（元）	0.08	0.08	0.1	0.11
建筑级浮法				
净利润（万元）	200	-300	2956	4938
EPS（元）	0	0	0.01	0.02
合计净利润（万元）	66200	93913	118977	141798
YOY		41.90%	26.70%	19.20%
合计 EPS（元）	0.33	0.47	0.59	0.71
非经常性损益（万元）	41900	21800	0	0
净利润（万元）	24300	72113	118977	141798
EPS（元）	0.12	0.36	0.59	0.71

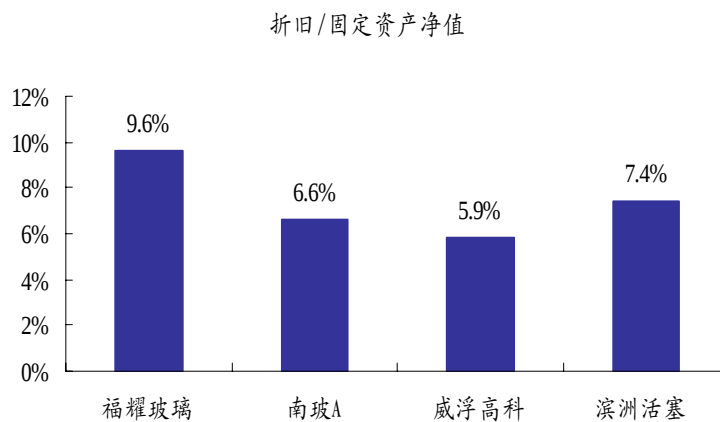
数据来源：兴业证券研发中心整理

7.2 参照同业折旧政策，09 年经营 EPS 为 0.56 元

公司在折旧较同类公司激进，公司设备折旧一般为 10 年，同类公司多为 15 年，如福耀与南玻的固定资产净值相近，但福耀折旧高出南玻约 2 亿元。

我们对公司折旧参考同类公司进行换算，按公司目前的固定资产情况，则公司将减少折旧约 1.8 亿元，还原后的 09 年 EPS 为（不考虑非经常性损益）：
 $0.47 + 0.09 = 0.56$ 元。

图 19：福耀与同类型公司“折旧/固定资产净值”比较



资料来源：公司公告，兴业证券研发中心整理

表 12: 福耀与同行业公司折掉情况比较

公司简称	折旧 (亿元)	固定资产净值 (亿元)
福耀玻璃	5.4	55.99
南玻 A	3.42	51.8
威孚高科	0.61	10.5
滨洲活塞	0.55	7.4

资料来源: 公司公告, 兴业证券研发中心整理

7.3 维持“强烈推荐”评级, 6 个月目标价 12 元

目前玻璃行业 09 年平均动态 PE 在 30 倍以上, 汽车零配件行业 09 年平均动态 PE 也在 30 倍左右, 考虑到同类股票有炒作因素, 以 09 年 0.47 元的经营 EPS 作为估值基础, 我们给予公司 09 年 25 倍 PE, 则公司的合理价值约为 12 元。

表 13: 玻璃行业及汽车零配件行业的估值情况

证券简称	收盘价	EPS			PE(X)			PB(X)
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
南玻 A	15.87	0.34	0.52	0.73	46.7	30.7	21.6	4.2
金晶科技	13.79	0.19	0.44	0.88	71.3	31.4	15.6	3.6
平均					59.0	31.1	18.6	3.9
威孚高科	10.99	0.34	0.45	0.56	32.2	24.4	19.8	2.5
万向钱潮	7.51	0.22	0.30	0.37	34.9	25.0	20.2	5.0
宁波华翔	9.54	0.29	0.32	0.40	32.7	29.8	23.9	4.3
中鼎股份	10.05	0.38	0.62	0.79	26.7	16.3	12.8	5.4
万丰奥威	8.23	0.08	0.19	0.21	108.6	43.2	38.5	2.9
滨州活塞	8.55	0.18	0.21	0.25	47.8	41.4	34.3	2.2
平均					47.2	30.0	24.9	3.7

资料来源: Wind 资讯, 兴业证券研发中心整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2266	2175	3400	5045
货币资金	154	167	1073	2379
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	765	774	900	1035
其他应收款	37	33	39	44
存货	1167	1048	1211	1385
非流动资产	7067	6712	6299	5873
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	90	90	90	90
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	5434	5506	5353	5079
在建工程	868	484	292	196
油气资产	0	0	0	0
无形资产	463	442	421	401
资产总计	9333	8886	9699	10919
流动负债	2905	2028	2012	2145
短期借款	1071	609	500	500
应付票据	455	425	492	562
应付账款	252	284	328	375
其他	1126	710	693	708
非流动负债	3159	2859	2659	2559
长期借款	3159	2859	2659	2559
其他	0	0	0	0
负债合计	6064	4887	4671	4704
股本	2003	2003	2003	2003
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	639	1259	2111	3085
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3270	3999	5028	6215
负债及权益合计	9333	8886	9699	10919

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	246	729	1174	1422
折旧和摊销	616	580	622	652
资产减值准备	419	-19	24	22
无形资产摊销	75	71	71	71
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	301	211	181	161
投资损失	-10	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	16	-200	219	204
经营活动产生现金流量	1552	1687	1792	2051
投资活动产生现金流量	-352	-250	-250	-250
融资活动产生现金流量	-626	-1425	-636	-495
现金净变动	574	13	906	1306
现金的期初余额	121	154	167	1073
现金的期末余额	695	167	1073	2379

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5717	5553	6463	7433
营业成本	3926	3546	4098	4686
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	420	400	446	505
管理费用	377	355	401	446
财务费用	301	211	181	161
资产减值损失	419	220	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	10	0	0	0
营业利润	281	819	1334	1631
营业外收入	46	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	315	819	1334	1631
所得税	69	90	160	209
净利润	246	729	1174	1422
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	729	1174	1422
EPS (元)	0.12	0.36	0.59	0.71

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.7%	-2.9%	16.4%	15.0%
营业利润增长率	-70.8%	191.5%	62.9%	22.2%
净利润增长率	-73.2%	196.3%	61.1%	21.1%
盈利能力(%)				
毛利率	31.3%	36.2%	36.6%	37.0%
净利率	4.3%	13.1%	18.2%	19.1%
ROE	7.5%	18.2%	23.4%	22.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	65.0%	55.0%	48.2%	43.1%
流动比率	0.78	1.07	1.69	2.35
速动比率	0.30	0.46	0.98	1.59
营运能力(次)				
资产周转率	0.61	0.61	0.70	0.72
应收帐款周转率	7.4	7.2	7.7	7.6
每股资料(元)				
每股收益	0.12	0.36	0.59	0.71
每股经营现金	0.79	0.84	0.89	1.02
每股净资产	1.63	2.00	2.51	3.10
估值比率(倍)				
PE	60.08	20.27	12.59	10.40
PB	4.52	3.70	2.94	2.38

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

朱元戡

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。