

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

2009年7月21日

福耀玻璃(600660.SH)/10.09元

把握长期投资价值

工业·汽车

目标估值: 13.5-16.2元

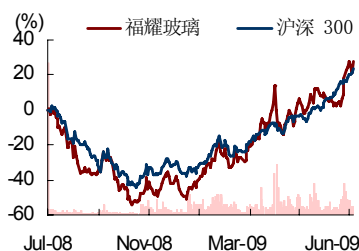
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3267
总股本(万股)	200299
已上市流通股(万股)	99987
总市值(亿元)	202
流通市值(亿元)	101
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	18	104	36
相对表现	2	27	8



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
- 8、《福耀玻璃-盈利逐渐恢复, 股价相对偏低》
2009/5/22

近日公司召开临时股东大会并通过两项议案, 一是出售海南浮法玻璃生产线, 二是修改公司章程。第一议案虽会影响公司当期收益, 但利于公司主业收缩及长期发展; 第二议案通过修改公司章程, 强调对股东利益保护。福耀玻璃已从快速投资期进入回报期, 投资收缩以及未来产业转移是导致其值得长期持有的根本要素。

□ 两个议案均反映出相对积极因素:

- 1) 出售海南两条浮法生产线。海南两条浮法玻璃生产线受海南电力供应不稳定影响较大, 本次出售资产净值 6.77 亿元, 转让价格 4.5 亿元, 需要计提资产损失 2.27 亿元, 虽影响当期 EPS0.11 元, 但非主业资产的出售, 利于汽车玻璃主业长期发展; 预计未来公司将不会进入超白玻璃生产领域, 同时福清本部已停产生线有望改造为汽车玻璃生产线;
- 2) 修改公司章程。从修改的结果来看, 其更利于对投资者的保护。实际上我们对福耀玻璃的理解已发生改变, 即公司经过前几年快速投入后, 开始进入合理利润回报阶段。未来发生资本性开支将相对较小, 较高资产负债水平也将逐年降低(09年一季度付息贷款 38 亿元, 利息支出 3 亿元, 预计 09 年上半年还款 7 亿元, 下半年还款 11 亿元), 利于公司业绩持续改善。

□ 未来业务增长确定:

- 1) 国内市场平缓增长。福耀玻璃目前占据国内高端 OEM 市场 70% 份额, 占 OEM 市场总体 70%。未来 3-5 年之内国内乘用车市场在梯次消费结构的情况下, 仍然会维持 10-15% 的平缓增长, 福耀玻璃国内市场仍然会持续增长;
- 2) 海外订单持续增长。海外订单的持续增长主要来源于于不可避免的产业转移, 即在目前情况下, 海外汽车销量大幅下降, 相应配套厂关停较多, 福耀玻璃凭借技术及成本优势, 海外汽车玻璃需求向福耀玻璃转移相对确定。

□ **盈利预测。**维持 6 月初中期盈利预测、经营性 EPS0.22 元, 即二季度单季 0.17 元; 预计 09、10EPS 为 0.54 (经营性 EPS 不考虑资产计提损失)、0.69 元。

□ **投资建议。**福耀玻璃未来成长依然确定, 具有较强的竞争力, 长期投资价值明显, 给予一定溢价按 25-30 倍 PE09 年经营性 EPS0.54 元估值相对合理, 目标价格区间上调至 13.5-16.2 元, 维持“审慎推荐-A”投资评级, 建议买入。

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	5340	6461	7753
同比增长	33%	11%	-7%	21%	20%
营业利润(百万元)	962	281	926	1540	1841
同比增长	53%	-71%	229%	66%	20%
净利润(百万元)	917	246	858	1380	1589
同比增长	60%	-73%	249%	61%	15%
每股收益(元)	0.92	0.12	0.43	0.69	0.79
PE	11.0	82.2	23.6	14.7	12.7
PB	2.9	6.2	5.2	4.2	3.4

资料来源: 招商证券

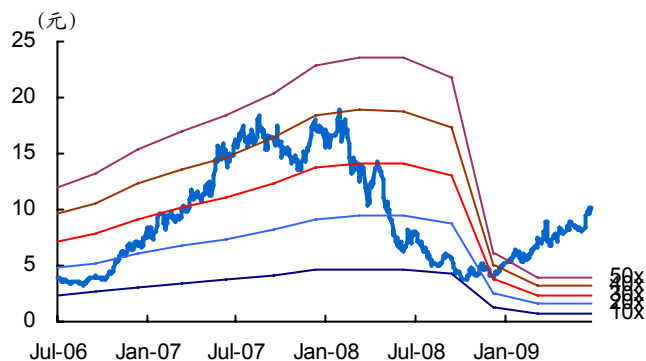
几点说明:

- 1) 国内乘用车的增长依然确定。我们认为最根本性的驱动因素为居民收入、储蓄持续增加下的梯次消费结构的变化,使得国内汽车消费未来 3-5 年之内仍然呈现平缓增长趋势,详细内容请参考我们 2009 年年度投资策略报告《汽车行业 2009 年度投资策略 - 金融危机下国内乘用车投资价值凸现》及我们 09 年中期投资策略报告《汽车行业 2009 年中期投资策略 - 乘用车增长相对确定、商用车冀望经济复苏》;
- 2) 零部件产业转移的必然性与受益者。我们在 2008 年 12 月份《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产,长期生产转移为必然》一文中对汽车产业未来的转移趋势作出了详细的剖析。在汽车转移为大趋势的前提下,具有较好技术基础、一定规模及成本优势的零部件企业将是最先的、也是最大的收益者。以福耀玻璃为例,在欧美市场急剧下滑的情况下(美国汽车销量仅为 07 年相对正常年份的一半),与汽车企业相配套的玻璃公司旭硝子、皮尔金顿、神戈班等企业在需求不足情况下纷纷关停工厂;与此同时福耀玻璃仍然在国内较好市场需求的情况下维持稳定的发展,通过立足本土、逐渐向海外扩散的方式将逐渐加大在国际市场的占有率,在未来欧美市场逐渐恢复的情况下,福耀玻璃将取得更好的发展。
- 3) 收入将实现较高增长。在保持国内市场份额、享受国内汽车行业增长的同时,公司积极向国际汽车玻璃市场扩展,我们预计公司 2010 年、2011 年的收入增速将达到 20%。
- 4) 三季度是零部件企业较好的一个季度。我们认为 08 年 4 季度至 09 年一季度,为乘用车整车去库存化过程,但零部件去库存化晚 3-6 个月,目前乘用车再次处于补库存的过程中,同时原材料价格相对在低位徘徊,考虑从结算等因素,预计零部件企业三季度的盈利状况仍然有望超过 2 季度,福耀玻璃也不例外。

风险提示:

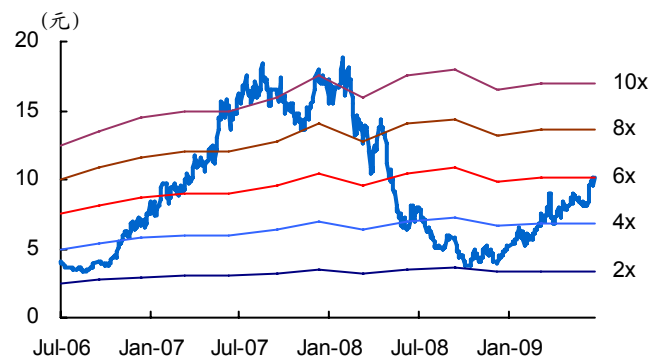
包括重油在内的原材料成本约占汽车玻璃成本 30%,原材料价格上涨会对福耀玻璃短期盈利产生一定压力,但同时,我们也应该认识到,原材料价格的上涨同样对其竞争对手形成压力,而福耀玻璃规模较大,具有较低成本优势,原材料价格的上涨虽然短期内会影响盈利水平,但从长期发展来说利于其市场份额及竞争力的提升。

图 1: 福耀玻璃历史 PE Band



资料来源：招商证券

图 2: 福耀玻璃历史 PB Band



资料来源：招商证券

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
- 4、《福耀玻璃（600660）-轻装上阵，长期投资价值越发显现》2009/4/22
- 5、《福耀玻璃（600660）-盈利逐渐恢复，股价相对偏低》2009/5/22

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	1815	2166	2585
现金	121	154	160	170	180
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	92	91	110	132
应收款项	781	765	797	964	1157
其它应收款	29	37	43	52	62
存货	1352	1167	679	817	989
其他	108	51	45	54	65
非流动资产	6968	7067	6882	6499	6154
长期股权投资	67	90	90	90	90
固定资产	5599	5434	5379	5053	4759
无形资产	464	463	416	375	337
其他	837	1081	996	981	968
资产总计	9462	9333	8696	8665	8739
流动负债	2850	2905	2767	2970	2332
短期借款	1506	1071	740	719	703
应付账款	397	252	240	286	346
预收账款	26	63	55	65	79
其他	921	1518	1732	1900	1203
长期负债	3085	3159	2059	859	459
长期借款	3085	3159	2059	859	459
其他	0	0	0	0	0
负债合计	5936	6064	4826	3829	2791
股本	1001	2003	2003	2003	2003
资本公积金	199	199	199	199	199
留存收益	2326	1067	1668	2634	3746
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	3527	3270	3870	4836	5948
负债及权益合计	9462	9333	8696	8665	8739

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1372	1592	1904	1818	1951
净利润			858	1380	1589
折旧摊销			623	590	551
财务费用			145	84	61
投资收益			(12)	(12)	(12)
营运资金变动			609	(211)	(232)
其它			(319)	(13)	(5)
投资活动现金流	(1829)	(913)	(325)	(200)	(200)
资本支出			(400)	(200)	(200)
其他投资			75	0	0
筹资活动现金流	437	(656)	(1572)	(1608)	(1741)
借款变动			(1181)	(1122)	(1215)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(257)	(414)	(477)
其他			(133)	(72)	(49)
现金净增加额	(19)	22	6	10	10

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	5340	6461	7753
营业成本	3297	3926	3430	4083	4945
营业税金及附加	3	3	3	3	4
营业费用	354	420	344	417	500
管理费用	348	377	286	346	415
财务费用	222	301	145	84	61
资产减值损失	(3)	419	218	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	926	1540	1841
营业外收入	27	46	46	40	40
营业外支出	10	12	12	12	12
利润总额	980	315	960	1568	1869
所得税	62	69	102	188	280
净利润	917	246	858	1380	1589
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	917	246	858	1380	1589
EPS (元)	0.92	0.12	0.43	0.69	0.79

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	11%	-7%	21%	20%
营业利润	53%	-71%	229%	66%	20%
净利润	60%	-73%	249%	61%	15%
获利能力					
毛利率	36.2%	31.3%	35.8%	36.8%	36.2%
净利率	17.8%	4.3%	16.1%	21.4%	20.5%
ROE	26.0%	7.5%	22.2%	28.5%	26.7%
ROIC	13.1%	5.4%	12.3%	18.8%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	65.0%	55.5%	44.2%	31.9%
净负债比率	51.9%	54.4%	44.8%	32.1%	17.9%
流动比率	0.9	0.8	0.7	0.7	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.7
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	3.7	5.5	5.5
应收帐款周转率	7.5	7.4	6.8	7.3	7.3
应付帐款周转率	10.6	12.1	13.9	15.5	15.6
每股资料(元)					
每股收益	0.92	0.12	0.43	0.69	0.79
每股经营现金	1.37	0.79	0.95	0.91	0.97
每股净资产	3.52	1.63	1.93	2.41	2.97
每股股利	0.50	0.00	0.13	0.21	0.24
估值比率					
PE	11.0	82.2	23.6	14.7	12.7
PB	2.9	6.2	5.2	4.2	3.4
EV/EBITDA	12.8	18.5	12.2	9.4	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。