

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）

经济危机凸显公司竞争优势

——公司调研简报

强烈推荐（维持）

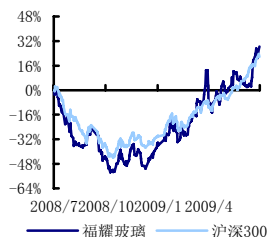
市场数据

报告日期	2009-7-22
收盘价(元)	10.23
52周最高/最低(元)	10.23/3.70
总股本(百万股)	2002.99
流通股本(百万股)	999.87
总市值(百万元)	20490.55
流通市值(百万元)	10228.70
每股净资产(元)	1.68

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	5717	5618	6671	7828
同比增长(%)	10.7%	-1.7%	18.7%	17.3%
净利润(百万元)	246	880	1364	1638
同比增长(%)	-73.2%	257.8%	54.9%	20.1%
毛利率(%)	31.3%	37.6%	37.4%	37.2%
净利率(%)	4.3%	15.7%	20.4%	20.9%
每股收益(元)	0.12	0.44	0.68	0.82
每股经营现金流(元)	0.79	0.98	0.96	1.10

股价走势



投资要点

- 公司“小批量多品种”的制造模式，在经济危机背景下国际竞争力凸显，而且符合汽车产业的发展趋势。

✓ 公司国际竞争优势凸显。我们一直强调在全球金融危机背景下，公司“小批量多品种”的制造模式，使得公司的竞争优势日益显现，在调研中这一观点进一步得到证实，尽管 09 年国际汽车产量萎缩 20-30%，但公司 09 年上半年汽车玻璃出口收入相对平稳，主要是由于竞争对手在北美、欧洲关了很多工厂，公司从中抢了竞争对手不少市场份额。

✓ 公司制造模式符合汽车产业发展趋势。据我们了解，公司未来仍坚持“小批量多品种”的生产模式，随着汽车行业竞争的日趋激烈，整车厂商必须依靠车型的推陈出新来抢占市场，以往那种凭借单一车型参与市场竞争的模式不复存在，未来车型必将不断增多，且单一车型产量将会明显下降，公司“小批量多品种”模式将符合汽车产业的发展趋势。

✓ 公司出口配套与维修的比例是不合理的，未来出口 OEM 必将快速提升。从 08 年公司汽车玻璃出口的收入构成来看，配套：维修=1:2，我们认为公司汽车玻璃出口的收入结构是不合理的，从国际汽车玻璃市场的经验数据来看，一般而言，配套：维修=4:1，从公司国内汽车玻璃收入构成来看，维修收入也仅占 10%多，我们认为公司未来在国际配套份额必然快速提升。

- 公司在国内的竞争优势也是很难逾越的。一方面，公司在吉林、北京、上海、福清、广州及成都布局六大汽车玻璃基地，湖北荆门基地今年上

相关报告

《全球资源再分配的受益者》
2009-7-9

《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

半年也已经投产，公司目前布局基地的土地获取成本很低，而且公司具备汽车玻璃设备制造能力，设备成本仅相当于同行业进口设备的 30% 左右，如果一个同行或者新进入者想要达到公司的产能规模，可能需要付出数倍的成本；另一方面，汽车玻璃行业也并非有钱就能轻易进入，这个行业需要很深厚的技术及市场的积累，如果要想成为配套供应商，需要经过非常严格的审核才行，这二者构筑了难以逾越的竞争优势。

- **公司汽车玻璃产能布局完备，未来将逐渐进入回报期。**从产能储备上来看，公司目前在全国布局的土地及厂房，未来仅需添加自造的设备，就可以满足 2000 万套以上的汽车玻璃制造能力，公司在产能上不存在瓶颈，对此我们判断如果未来仅立足于汽车玻璃领域发展，公司未来无需进行大的资本投资，每年仅需 2-3 个亿投资即可达到预期产能目标，鉴于此，我们认为公司已经进入回报期，如公司 09 年上半年偿还了 7-8 个亿的贷款，下半年还计划偿还 10 个亿左右的贷款，09 年公司的资产负债率也将下降至 56% 左右

- **自 09 年 3 月份开始，公司汽车玻璃订单明显回升，我们预计公司二季度业绩表现不俗，根据我们调研情况来分析，公司下半年业绩增长潜力依然强劲，我们预计业绩表现潜力不亚于二季度。**

✓ 第一，据了解 7 月份汽车销量数据依然不错，而且汽车产量相对于销量有所滞后，我们预计 09 年下半年汽车玻璃产量不会有大的萎缩，09 年上半年汽车产销在 600 万辆左右，中汽联上调 09 年全年汽车产量至 1100 万辆，增速达到近 18%。

✓ 第二，从汽车玻璃行业出口的数据来看，今年上半年国内汽车玻璃出口金额萎缩 20-30%，而公司的出口收入仍保持平稳，表现强于行业水平，目前来看出口订单仍在持续回升，我们判断下半年公司出口增速将会明显好于上半年。

✓ 第三，今年上半年由于中低档车销售放量，中低档车型配套的玻璃毛利率相对较低，从目前趋势来看，中高档车的销售已经开始回升，我们认为这对提升公司产品的毛利率将有积极作用。

✓ 第四，公司今年将累计偿还银行贷款约 17-18 亿，我们认为这块可节省财务费用 4000 万左右（主要集中在下半年显现），海南浮法出售后今年下半年将不再计提折旧，这将减少 3000 多万的折旧，这两个因素在下半年也都将转化成业绩动力。

- **建筑浮法业务盈利符合我们预期，但其在利润中占比日趋减少。**从建筑级浮法盈利来看，我们以建筑级浮法业务为一体来考虑，09 年 4 月份浮法玻璃价格出为较大幅度反弹，我们预计上半年双通实现盈利 2000 万左右，但如果考虑上半年福清停产浮法线计提约 500 万、海南停产计年约 3000 多万的折旧，公司建筑浮法实际仍亏损 1000 多万，但由于下半年海南不再计提折旧，我们预计公司建筑浮法业务全年整体实现盈亏平衡或微亏几百万，10 年建筑浮法业务将实现盈利，不过其占利润的比重已经越来越小了。

- 上调盈利预测及目标价位，维持公司“强烈推荐”评级。综合上述分析，我们上调公司 09-11 年 EPS 预测至 0.44 元、0.68 元、0.82 元，如果不考虑了售海南浮法的减值，公司 09 年经营 EPS 为 0.55 元，上调目标价位至 15 元，继续维持“强烈推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2266	1999	2628	3983
货币资金	154	140	419	1389
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	765	783	929	1090
其他应收款	37	34	40	47
存货	1167	888	1058	1244
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	8711	8927	9856
流动负债	2905	2402	1730	1594
短期借款	1071	390	0	0
应付票据	455	421	501	590
应付账款	252	281	334	393
其他	1126	1310	895	612
非流动负债	3159	2159	1859	1559
长期借款	3159	2159	1859	1559
其他	0	0	0	0
负债合计	6064	4561	3589	3153
股本	2003	2003	2003	2003
资本公积	199	199	199	199
未分配利润	639	1387	2371	3490
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3270	4150	5338	6703
负债及权益合计	9333	8711	8927	9856

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	246	880	1364	1638
折旧和摊销	616	580	622	652
资产减值准备	419	-48	26	24
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	186	136	109
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	-371	227	220
经营活动产生现金流量	1552	1956	1930	2201
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	-1719	-1402	-981
现金净变动	574	-13	278	970
现金的期初余额	121	154	140	419
现金的期末余额	695	140	419	1389

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5717	5618	6671	7828
营业成本	3926	3508	4178	4913
营业税金及附加	3	3	3	4
销售费用	420	388	437	501
管理费用	377	331	370	423
财务费用	301	186	136	109
资产减值损失	419	213	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	989	1546	1878
营业外收入	46	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	315	989	1546	1878
所得税	69	109	182	240
净利润	246	880	1364	1638
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利	246	880	1364	1638
EPS (元)	0.12	0.44	0.68	0.82

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.7%	-1.7%	18.7%	17.3%
营业利润增长率	-70.8%	252.0%	56.3%	21.5%
净利润增长率	-73.2%	257.8%	54.9%	20.1%
盈利能力(%)				
毛利率	31.3%	37.6%	37.4%	37.2%
净利率	4.3%	15.7%	20.4%	20.9%
ROE	7.5%	21.2%	25.6%	24.4%

偿债能力(%)

资产负债率	65.0%	52.4%	40.2%	32.0%
流动比率	0.78	0.83	1.52	2.50
速动比率	0.30	0.39	0.79	1.57

营运能力(次)

资产周转率	0.61	0.62	0.76	0.83
应收帐款周转率	7.4	7.2	7.8	7.7

每股资料(元)

每股收益	0.12	0.44	0.68	0.82
每股经营现金	0.79	0.98	0.96	1.10
每股净资产	1.63	2.07	2.67	3.35

估值比率(倍)

PE	60.08	16.79	10.84	9.03
PB	4.52	3.56	2.77	2.21

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。