

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

2009年8月19日

福耀玻璃(600660.SH)/10.06元

业绩完全符合预期，长期投资价值突出

工业·汽车

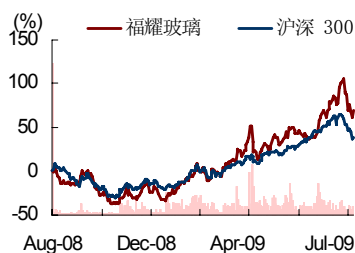
审慎推荐-A (维持)

基础数据

上证综指	2911
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)	0.8
资产负债率	62.7%
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	2	55	55
相对表现	13	23	26



相关报告

- 1、《福耀玻璃-取消股票增发，符合公司战略》2008/3/3
- 2、《福耀玻璃-汽车玻璃平衡增长，浮法玻璃存在隐患》2008/10/27
- 3、《福耀玻璃-洗尽铅华，等候行业回暖长》2009/3/10
- 4、《福耀玻璃-轻装上阵，长期投资价值越发显现》2009/4/22
- 5、《福耀玻璃-盈利逐渐恢复，股价相对偏低》2009/5/22
- 6、《福耀玻璃-把握长期投资价值》2009/7/21

公司上半年业绩完全符合我们预期，目前短期经营情况良好，财务状况持续好转，毛利率水平较高，同时长期发展趋势明朗；公司估值水平较低，投资价值明显，我们继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

- **业绩完全符合我们预期。**2009年上半年，公司实现营业收入25.47亿元，同比下降12.1%，实现归属母公司净利润为2.21亿元，同比下降49.7%，对应EPS为0.11元，其中一季度0.05元，二季度0.06元，二季度由于公司计提了出售海南浮法玻璃业务的资产减值损失2.15亿元，影响二季度EPS为0.11元，即二季度实现营业性EPS为0.17元，完全符合我们之前预期。
- **现金流好转，财务压力逐渐减轻。**上半年实现经营性每股现金流0.49元，同比增长69%，货币资金余额较年初增加0.67亿元，短期贷款和长期贷款余额较年初分别下降3.67亿元和4.73亿元；同时上半年公司财务费用支出为1.14亿元，其中一季度为0.68亿元，二季度为0.46亿元，下半年随着存量资产的不盘活和处理，同时发行短期融资券，财务费用仍将不断减少。
- **公司专注于汽车玻璃业务的发展战略值得肯定。**上半年公司汽车玻璃业务营业收入21.12亿元，同比增长4.36%，而浮法玻璃业务营业收入为7.68亿元，同比下降37.73%，公司上半年出售了海南浮法玻璃生产线，并计划投资2.03亿元对建筑级浮法玻璃三线升级改造成汽车玻璃优质浮法玻璃生产线，显示了公司专注于发展汽车玻璃业务的战略方向。
- **出口业务发展情况较好，长期将充分受益于国际产业转移。**上半年公司北美地区营业收入为2.97亿元，同比增长2.69%，亚太地区营业收入为4.07亿元，同比下降17.4%；北美地区汽车及零部件产业受金融危机影响较大，而公司营业收入实现增长，充分证明了我们之前的预期，即北美已停产汽车及零部件工厂很难复产，汽车国际产业转移的趋势不可逆转。
- **维持“审慎推荐”投资评级。**我们预计公司09年和10年的经营性EPS分别为0.54元和0.69元，对应09年、10年的PE估值为18.6倍和14.6倍，估值水平低于行业平均水平，投资价值明显。

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	81.9	23.5	14.6	12.7
PB	2.9	6.2	5.2	4.2	3.4

资料来源：招商证券

二季度经营情况良好,符合我们预期。一季度和二季度公司实现经营性 EPS 分别为 0.05 元和 0.17 元,完全符合我们预期,(在 7 月 21 日发布的报告《福耀玻璃-把握长期投资价值》中,我们预计二季度经营性 EPS 为 0.17 元);我们仍然维持 09 年全年经营性 EPS0.54 元的盈利预测。

二季度毛利率高达 41.9%,创近几年单季度毛利率水平新高。09 年二季度,受益于开工率提升和原材料价格较低,公司实现毛利率为 41.9%,是近几年毛利率最高的季度,我们预计下半年公司毛利率将略有下降,预计 09 年全年毛利率水平为 35.8%。

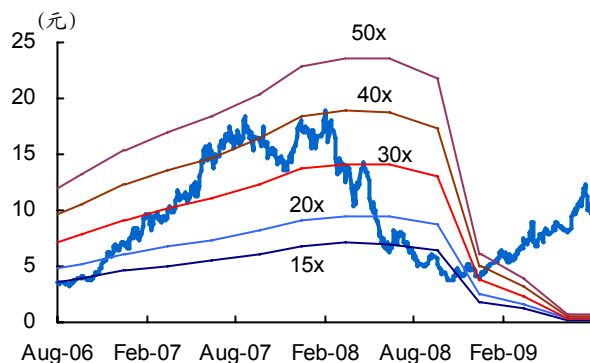
营业费率和管理费率基本稳定,财务费用大幅减少。二季度公司的营业费率和管理费率分别为 6.9%和 8.4%,与一季度相比分别下降了 0.4 和 0.9 个百分点,费用控制情况较好;二季度公司财务费用支出为 0.46 亿元,相比于一季度的 0.68 亿元下降了 32.8%,公司的财务压力不断减轻。我们认为随着公司经营逐渐专注于汽车玻璃业务,同时存量不良资产不断盘活和处理,公司的管理费用和财务费用支出仍有大幅缩减空间。

表 1: 09 年中期业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	08H1	09H1
一、营业总收入	1337	1561	1530	1289	1059	1487	2898	2547
二、营业总成本	1123	1308	1356	1659	943	1353	2431	2296
其中: 营业成本	896	1022	1059	950	700	865	1918	1565
营业税金及附加	1	1	1	1	0	1	2	1
营业费用	93	113	104	110	77	102	206	179
管理费用	76	94	102	105	98	124	170	222
财务费用	57	79	91	74	68	46	136	114
资产减值损失	0	0	0	420	0	215	0	215
三、其他经营收益	2	3	3	2	2	5	5	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	2	2	5	5	7
四、营业利润	216	256	177	-368	118	139	472	257
加: 营业外收入	2	10	4	30	5	21	12	26
减: 营业外支出	4	-2	1	10	0	1	1	1
五、利润总额	214	269	181	-349	123	159	483	282
减: 所得税	23	19	11	15	19	42	43	61
六、净利润	191	250	169	-363	103	118	440	221
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	191	250	169	-363	103	118	440	221
EPS (元)	0.10	0.12	0.08	-0.18	0.05	0.06	0.22	0.11
主要比率								
毛利率	32.9%	34.6%	30.8%	26.3%	33.9%	41.9%	33.8%	38.6%
营业利润率	16.2%	16.4%	11.6%	-28.6%	11.2%	9.4%	16.3%	10.1%
净利率	14.3%	16.0%	11.1%	-28.2%	9.8%	7.9%	15.2%	8.7%
营业费率	6.9%	7.2%	6.8%	8.5%	7.3%	6.9%	7.1%	7.0%
管理费率	5.7%	6.0%	6.7%	8.1%	9.2%	8.4%	5.9%	8.7%
实际税率	11.0%	7.2%	6.3%	-4.2%	15.8%	26.1%	8.9%	21.6%
YOY								
收入增长率	21.0%	33.6%	9.9%	-14.1%	-20.8%	-4.7%	27.5%	-12.1%
归属母公司所有者净利润	19.0%	-2.7%	-29.7%	-240%	-45.7%	-52.8%	5.7%	-49.7%

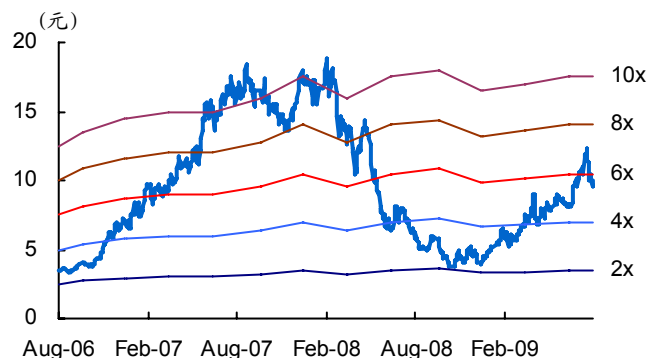
资料来源: 公司报表, 招商证券

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）-洗净铅华，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
- 5、《福耀玻璃（600660）-把握长期投资价值》2009/7/21

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	81.9	23.5	14.6	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年毕业于上海同济大学机械系，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；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

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。