

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)

下半年业绩增长潜力强劲

——公司 2009 年中报点评

强烈推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-8-18
收盘价(元)	10.06
52周最高/最低(元)	12.25/3.70
总股本(百万股)	2002.99
流通股本(百万股)	999.87
总市值(百万元)	20150.04
流通市值(百万元)	10058.72
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	5618	6671	7828	2494
同比增长(%)	10.7%	-1.7%	18.7%	17.3%	-12.27%
净利润(百万元)	246	880	1364	1638	221
同比增长(%)	-73.2%	257.8%	54.9%	20.1%	-49.75%
毛利率(%)	31.3%	37.6%	37.4%	37.2%	38.6%
净利率(%)	4.3%	15.7%	20.4%	20.9%	8.7%
每股收益(元)	0.12	0.44	0.68	0.82	0.11
每股经营现金流(元)	0.79	0.98	0.96	1.10	-

股价走势



相关报告

《经济危机凸显公司竞争优势》2009-7-22

《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

投资要点

事件:

- 2009 年上半年公司实现营业收入 25.47 亿元, 同比下降 12.12%; 实现净利润 4.36 亿元 (扣除计提海南浮法出让减值前), 同比下降 0.8%; 扣除海南浮法出让减值准备 2.15 亿元后, 实现净利润 2.21 亿元, 同比下降了 49.75%; 扣除减值后实现每股收益为 0.11 元。
- 分业务来看, 汽车玻璃实现营业收入 21.13 亿元, 同比增长 4.36%, 浮法玻璃实现销售收入 7.68 亿元, 同比下降 37.73%。

点评:

- 公司业绩符合我们预期。公司上半年向中航三鑫折价出售了海南两条 600T/D 浮法玻璃生产线, 导致了 2.15 亿元的减值准备, 如果不考虑该减值因素, 公司上半年净利润同比基本持平, 业绩基本符合我们预期。
- 营业收入同比下降 12.12%: 4 条浮法线停产导致浮法玻璃收入下降是主因, 汽车玻璃收入则实现增长。
 - ✓ 主要是由于 08 年有 4 条浮法玻璃生产线停产, 大致少了 4 个多亿的收入, 浮法玻璃收入同比下降了 37.73%。
 - ✓ 汽车玻璃收入同比增长 4.36%, 低于汽车行业约 18% 的销量增速, 主要是由于: (1) 随着成本的下降, 今年整车厂压价; (2) 今年低排量的车型配套较多; (3) 由于汇率变动因素, 导致今年出口收入少了 1 个多亿。

- 公司 09 年上半年综合毛利率达 38.47%，同比提升 4.85 个百分点，其中收入结构变化是最主要因素，由于 4 条建筑级浮法生产线停产，导致低毛利的建筑浮法玻璃收入明显下降，此外，汽车玻璃、浮法玻璃毛利率也有明显提升：
 - ✓ 尽管整车厂压价较明显，但在上游成本下降及公司加强管理的情况下，公司 09 年上半年汽车玻璃的毛利率为 36.47%，同比小幅提升 0.46 个百分点，较 08 年全年毛利率提升 2.74 个百分点（08 年汽车玻璃毛利率为 33.74%）。
 - ✓ 公司 09 年上半年浮法玻璃综合毛利率为 23.35%，同比提升 8.59 个百分点，据我们测算，公司上半年建筑级浮法的毛利率 16.82%，同比提升约 9.4 个百分点；汽车级浮法玻璃的毛利率为 29.74%，同比提升 6.2 个百分点，主要是得益于重油、纯碱等成本的下降。
- 公司是全球资源再分配的受益者。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，中报数据使得我们观点得到进一步证实。公司 09 年上半年出口收入约 7 亿人民币，较 08 年中期少了 7000 多万，据我们了解，主要是由于今年基本没有浮法玻璃出口的缘故，汽车玻璃出口收入则是相对平稳的，如果考虑到汇率变动及降价因素，公司出口销量实际是增长的，由于 09 年国际汽车产量萎缩 20-30%，这一数据显现抢了不少国际竞争对手的份额。
- 我们认为公司下半年业绩增长动力仍强劲。
 - ✓ 7 月份汽车销售淡季不淡，单月汽车销量实现 63% 的增长，公司汽车玻璃收入与汽车产量的拟合度较高，由于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；
 - ✓ 公司上半年抢了不少国际竞争对手的份额，随着海外经济的复苏，公司出口收入将会明显回升；
 - ✓ 公司上半年偿还银行贷款约 8 亿元，下半年还将偿还约 10 亿元的银行贷款，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。（注：上半年海南、福清及双辽 4 条信实浮法线计提折旧，就导致管理费用增加了 4447 万）
- 维持公司“强烈推荐”评级。我们维持公司 09-11 年 EPS 分别为 0.44 元、0.68 元、0.82 元的预测，如果不考虑出售海南浮法的减值，公司 09 年经营 EPS 为 0.55 元，目标价位 15 元，维持公司“强烈推荐”评级。

表、福耀玻璃分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	1561	1530	1289	1059	1487	-4.7%	2898	2547	-12.1%	
营业成本	1022	1059	950	700	865	-15.4%	1918	1565	-18.4%	
毛利	539	471	339	359	623	15.4%	980	982	0.2%	
销售费用	113	104	110	77	102	-9.4%	206	179	-12.8%	
管理费用	94	102	105	98	124	32.5%	170	222	30.6%	
财务费用	79	91	74	68	46	-42.3%	136	114	-16.4%	
资产减值	-0	0	420	0	215	-	-0	215	-	
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-	
投资收益	3	3	2	2	5	51.0%	5	7	29.4%	
营业利润	256	177	-368	118	139	-45.7%	472	257	-45.5%	
利润总额	269	181	-349	123	159	-40.8%	483	282	-41.6%	
净利润	250	169	-363	103	118	-52.8%	440	221	-49.8%	
EPS	0.12	0.08	(0.18)	0.05	0.06	-52.8%	0.22	0.11	-49.8%	
销售费用率	7.3%	6.8%	8.5%	7.3%	6.9%	-0.4%	7.1%	7.1%	-0.1%	
管理费用率	6.0%	6.7%	8.1%	9.2%	8.4%	2.4%	5.9%	8.7%	2.9%	
财务费用率	5.1%	5.9%	5.8%	6.4%	3.1%	-2.0%	4.7%	4.5%	-0.2%	
所得税率	7.2%	6.3%	-4.2%	15.8%	26.1%	18.9%	8.9%	21.6%	12.7%	
毛利率	34.6%	30.8%	26.3%	33.9%	41.9%	7.3%	33.8%	38.6%	4.7%	
净利润率	16.0%	11.1%	-28.2%	9.8%	7.9%	-8.1%	15.2%	8.7%	-6.5%	

资料来源：天软投资系统

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
归属母公司净利润	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

朱元曦

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。