

公司评级：强烈推荐
目标价位：15.25元
充分享受行业复苏的汽车零部件龙头
- 福耀玻璃（600660）调研报告
2009年9月14日
公司研究/调研报告
股价相对市场表现

公司基本数据（090914）

收盘价（元）	11
总股本（百万股）	2002
无限售条件流通股（百万股）	1763
流通股比例%	88.01%
流通市值（亿元）	193.93

财务数据（2Q/09）

股东权益（亿元）	35.2
每股净资产（元）	1.74
净资产收益率%	6.34
净利润（亿元）	2.2
每股收益（元）	0.11

民生证券研究所
研究员 呼振翼

电话：(8610)85253503

Email: huzhenyi@mszq.com

地址：北京市朝阳区门外大街16号

中国人寿大厦1901室 100020

9月9日我们完成了对福耀玻璃的调研，参观了公司厂房和生产线，和公司董秘就公司发展和战略规划进行了沟通。我们认为公司将充分受益于汽车行业的转暖，并且随着国内市场的扩大和外部市场的扩张，有更高的成长空间，我们维持强烈推荐评级。

投资要点

- ◆ **汽车玻璃业务是未来重点。**公司是依托国内汽车行业发展起来的汽车配件一级供应商，在主要厂商附近建厂，目前占据国内汽车玻璃市场一半的分额。汽车玻璃业务目前产能预计可在1000万套以上，产能不存在问题，毛利随着自供玻璃原片增加会保持在较高水平，我们预计会在36%。
- ◆ **浮法玻璃重点也向为汽车玻璃配套转移。**建筑级浮法将逐步退出，福清的一条建筑浮法会转向汽车浮法，随着建筑浮法的退出和汽车浮法比重的加大，浮法的毛利会稳定在20%以上。
- ◆ **公司经营在二季度出现趋势性好转。**二季度整个收入收入迅速回升，而且这是在建筑浮法逐渐退出的背景下，汽车玻璃的收入和营业利润上半年都是创新高的，同时二季度计提2.18亿的海南浮法减值，公司上半年的经营利润也是创新高的，三季度来自整车厂商订单持续增加，公司经营情况好于二季度，费用水平上，公司的短期借款和长期借款都出现了下降，总计8个亿，我们预计财务费用会下降6000-8000万，另外，出售海南浮法后，未来两个季度的折旧也会减少。
- ◆ **公司战略我们判断仍是立足国内。**在全球市场看，还是一个新入者，份额还较低，公司和世界的对手比，目前的优势还是人力成本，而一旦海外设厂，这一优势就不复存在，因此，有效地整合海外营销资源，是短期内最现实的选择。我们认为海外市场目前仍在量变中，还未到质变阶段。
- ◆ **维持“推荐”评级。**我们预计公司下半年的经营会继续好转，预计09-11年收入为57.85亿，67.71亿，79.28亿，EPS分别为0.4元（包含减值损失），0.61元，0.7元，以9月14日收盘价计算，PE分别是27.5倍，18倍，16倍，目前汽车零部件行业上市公司2009年动态pe多在18-25倍之间，结合公司所具有的细分行业龙头地位，充分享受行业复苏的可能性，以及历史管理能力，我们维持“强烈推荐”评级，给与25倍2010年PE，目标价位为15.25元。

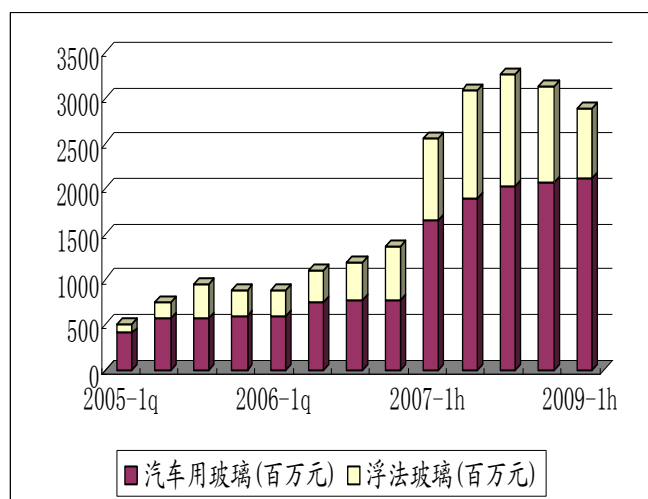
一、主营业务向汽车玻璃完全转型

公司是目前国内最大的汽车玻璃配套厂商。公司是依托国内汽车行业发展起来的汽车配件一级供应商，在主要厂商附近建厂，目前占据国内汽车玻璃市场一半的分额。

汽车玻璃是公司的核心业务。汽车玻璃收入占比在以往在60-66%，但营业利润贡献85%以上，毛利率一直稳定在30%以上，上半年36%的毛利水平属于历史平均水平，目前公司的汽车玻璃业务在主要的大型汽车厂商附近都有建厂，单个规模一般在200-300万套左右，产能瓶颈问题不大，而汽车玻璃业务的高毛利是贡献营业利润的来源，主要原因是公司的产品规模效应和有效的管理，成本上，基本成本是玻璃原片，pvb膜和其它人力折旧成本各占三分之一，而玻璃原片中，重油，纯碱，硅砂是主要成本，其中重油是主要的成本，在40-45%，未来如果能够用天然气或者更低廉的能源替代，则成本有降低的可能。

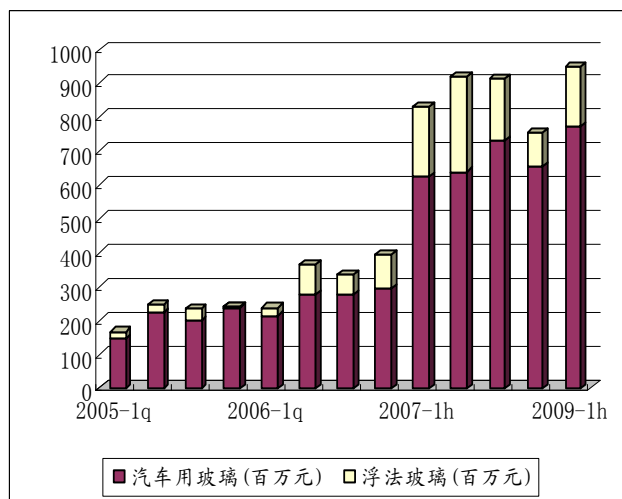
浮法玻璃继续整合，建筑浮法逐步撤出。公司原有浮法玻璃生产线9条，随着公司战略的转型，建筑级浮法在逐步撤出，去年双辽和福清的浮法已经停产，而上半年海南的两条浮法生产线也已售出(二季度因此有2亿的减值)，目前只有通过的浮法还在生产，由于历史成本较低，加上历年的摊销折旧，未来不会形成公司的负担，而福清的浮法计划改称汽车浮法，预计将基本满足公司汽车玻璃原片的供给。随着汽车浮法成为主要业务，浮法业务的毛利也在提高，上半年23%的毛利几乎是历史最好水平，有上半年成本较低的原因，也有产品结构变化的原因。我们预计下半年随着产能的继续放大，浮法玻璃应可保持20%的毛利水平。

图表1 主营业务收入情况

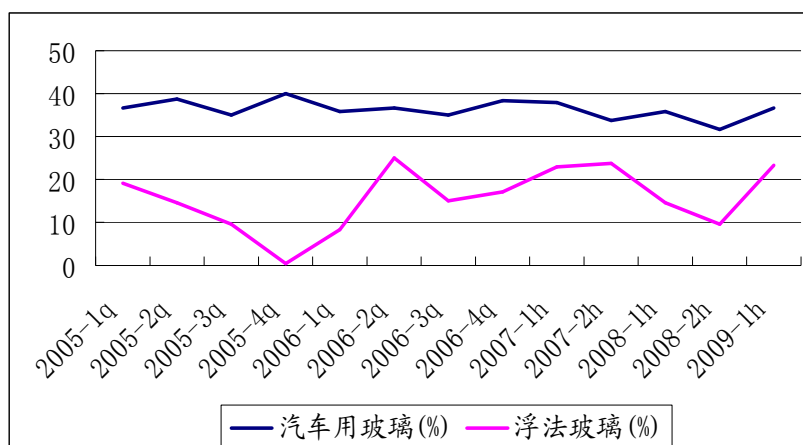


数据来源 wind 民生证券研究所

图表2 主营业务利润情况



数据来源 wind 民生证券研究所

图表3 主营业务毛利情况


数据来源 wind 民生证券研究所

图表4 公司浮法玻璃产能情况

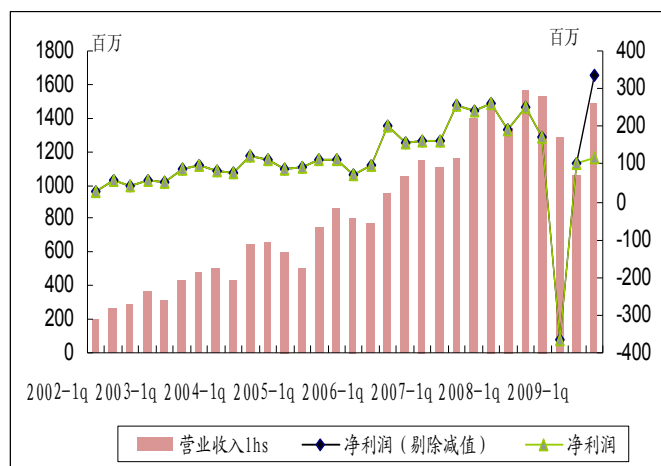
地区	级别	条数	日熔 化量 (吨)	产 能 (万吨)	投产 时间	投入	目前 状况
双辽	建筑级	1	460	12	2003.8	1 亿元收购	停产
通辽	建筑级	2	850	30	2003.1	2.5 亿元收购	在产
福清	建筑级	1	600	15	2005.2	15.8 亿元新建	停产
福清	汽车级	2	2*600	30	2005.1		在产
双辽	汽车级	1	600	15	2005.9	5.5 亿元新建	在产
海南	建筑级	2	2*600	30	2007 年底	8.8 亿	出售

数据来源 民生证券研究所

二、经营在二季度出现根本好转，三季度会更好

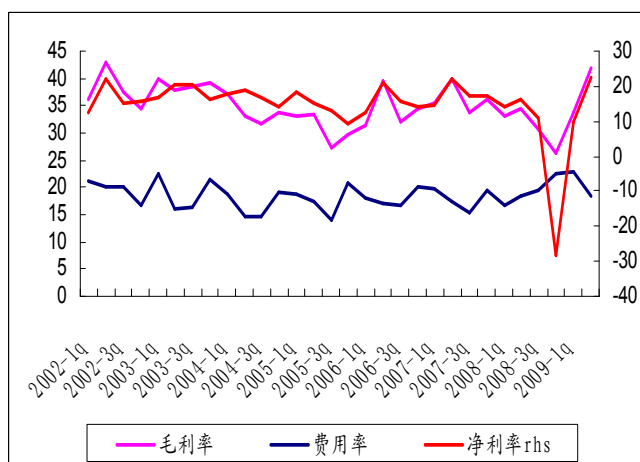
上半年二季度开始经营好转。二季度收入收入迅速回升，而且这是在建筑浮法逐渐退出的背景下，汽车玻璃的收入和营业利润上半年都是创新高的，同时二季度计提2.18亿的海南浮法减值，公司上半年的经营利润也是创新高的，而从本次调研情况看，三季度来自整车厂商订单持续增加，公司经营情况好于二季度，费用水平上，公司的短期借款和长期借款都出现了下降，总计8个亿，我们预计财务费用会下降6000-8000万，另外，出售海南浮法后，未来两个季度的折旧也会减少。

图表5 公司营收利润情况



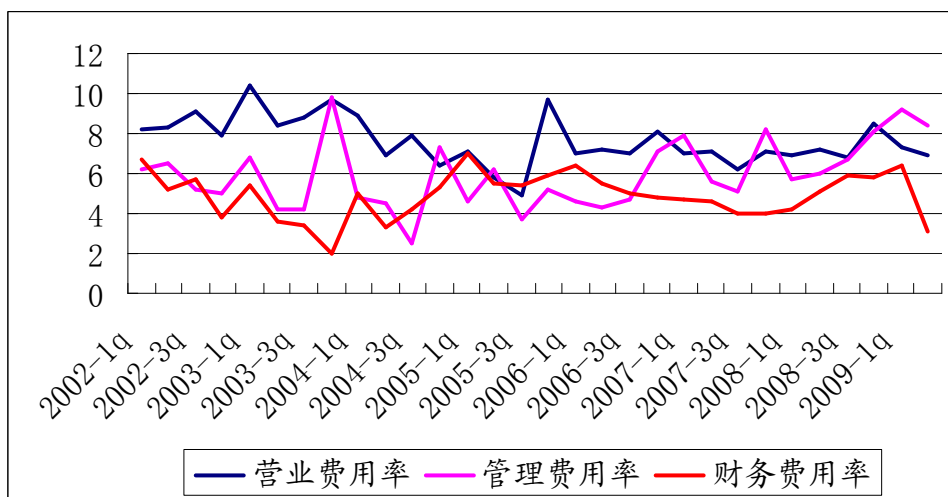
数据来源 wind 民生证券研究所

图表6 公司盈利能力指标情况



数据来源 wind 民生证券研究所

图表7 费用指标情况



数据来源 wind 民生证券研究所

三、公司战略：立足国内成长，全球复苏锦上添花

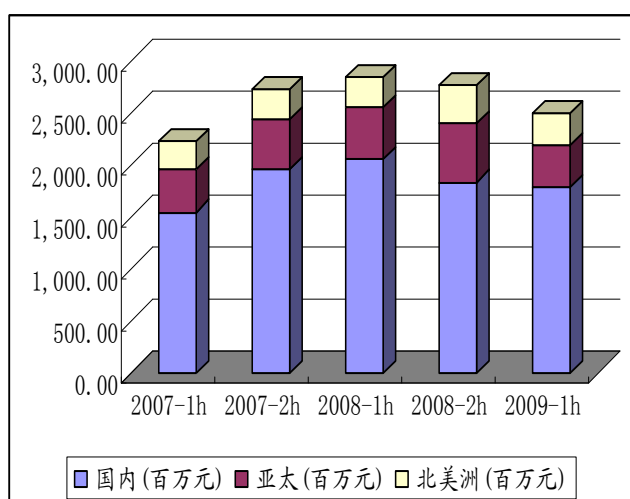
公司目前的战略还是以立足国内为主。公司占据国内市场oem一半的分额，而国内的汽车行业复苏也好于全球，据中国汽车工业协会统计分析，2009年8月，汽车产销继续保持良好发展态势，淡季依旧不淡，当月产销再超百万，连续第6个月保持在百万辆以上的水平，同比依然高速增长。1-8月，汽车产销增幅较7月有所提升，乘用车达到36.84%，商用车增幅也超过10%，市场明显好转。1-8月，汽车产销825.07万辆和833.13万辆，同比增长26.55%和29.18%。乘用车产销612.96万辆和622.64万辆，同比增长32.32%和36.84%；商用车产销212.11万辆和210.49万辆，同比增长12.38%和10.84%。而四季度是汽车行业的传统旺季，预计全年有望实现1200万的产销水平。而国内汽车的保有量还远远没有达到饱和状况，目前人均乘用车保有量在30辆左右，而发达国家的水平一般在500-600辆之间，因此国内的市场空间是巨大的。

全球份额仍有提升空间。公司目前在全球市场看，还是一个新入者，主要以维修市场为主，目前正在进入整车配套市场，目前全球市场每年6000万辆的

汽车销量，公司配套数量主要还是在国内，我们测算预计出口量在100万套左右。而去除中国市场的全球市场在5000万辆，则公司的海外市场占2%，这是一个很有潜力的市场，但目前公司还没有计划海外设厂，主要也仍以维修市场为主，我们相信这样一个策略是更务实的，海外设厂不仅仅是份额的扩张目的，更多的是输出管理和技术，而公司和世界的对手比，目前的优势还是人力成本，而一旦海外设厂，这一优势就不复存在，因此，有效地整合海外营销资源，是短期内最现实的选择。不过，经济危机下，公司作为经营基本未受到冲击的零部件厂商，将会得到越来越多的oem份额是可以预期的，但这方面的贡献起到改变格局的作用还需要时间。

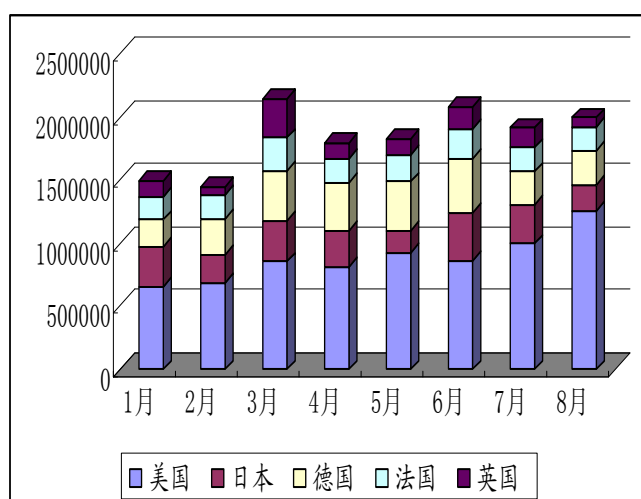
总体来看，公司的国内市场是可见的，而且伴随国内市场的成长未来10-15年的成长也是很现实的，相信其作为国内最大的汽车玻璃配套上的地位是不大可能被撼动的，海外市场的扩张则会未来的某个时点会成为顺理成章的事情，但还需要更多的积累，我们认为海外市场目前仍在量变中，还未到质变阶段。

图表8 公司收入地区分布



数据来源 wind 民生证券研究所

图表9 上半年全球主要国家汽车销量



数据来源 民生证券研究所

四、盈利预测与评级

我们预计公司下半年的经营会继续好转，预计09-11年收入为57.85亿，67.71亿，79.28亿，EPS分别为0.4元（包含减值损失），0.61元，0.7元，以9月14日收盘价计算，PE分别是27.5倍，18倍，16倍，目前汽车零部件行业上市公司2009年动态pe多在18-25倍之间，结合公司所具有的细分行业龙头地位，充分享受行业复苏的可能性，以及历史管理能力，我们维持“强烈推荐”评级，给与25倍2010年PE，目标价位为15.25元。

图表 10 零部件行业估值情况

数据截止 2009-9-14

证券简称	PE/TTM	PE/2009	PE/2010	PE/2011
万向钱潮	32.97	20.05	16.03	17.58
青岛双星	-18.50	19.88	20.22	16.51
中鼎股份	35.01	23.56	19.42	16.29
巨轮股份	46.63	30.17	27.15	23.70
万丰奥威	180.62	41.36	34.14	27.90
东安动力	26.92	21.42	18.68	18.13
S 佳通	563.38	24.47	21.36	11.97
贵航股份	60.89	22.20	17.79	14.85
凌云股份	33.76	24.91	21.30	16.47
成飞集成	45.29	50.99	42.96	35.69
银轮股份	37.98	22.23	19.14	16.39
宁波华翔	35.83	21.57	19.44	16.96
威孚高科	40.63	22.77	18.02	15.36
黔轮胎 A	71.73	22.29	21.06	17.80

数据来源 wind 民生证券研究所 （数据为 wind 一致预期）

利润表
资产负债表

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	5,717	5,785	6,771	7,928	货币资金	154	174	609	1,911
减：营业成本	3,926	3,749	4,369	5,131	应收票据	92	93	108	127
营业税金及附加	3	3	3	4	应收账款	765	752	880	1,031
销售费用	420	364	406	476	预付账款	44	46	54	63
管理费用	377	417	474	555	其他应收款	37	35	41	48
财务费用	301	174	203	238	存货	1,167	1,125	1,311	1,539
资产减值损失	419	218	0	0	其他流动资产	7	7	8	9
加：投资收益	10	10	10	10	流动资产合计	2,266	2,231	3,011	4,728
二、营业利润	281	871	1,326	1,534	长期股权投资	90	90	90	90
加：营业外收支净额	34	30	30	30	固定资产	5,434	5,170	4,607	4,044
三、利润总额	315	901	1,356	1,564	在建工程	868	568	568	568
减：所得税费用	69	90	136	156	无形资产	463	439	416	393
四、净利润	246	811	1,220	1,408	其他非流动资产	213	213	213	213
归属于母公司的利润	246	811	1,220	1,408	非流动资产合计	7,067	6,480	5,894	5,307
五、基本每股收益 (元)	/	0.40	0.61	0.70	资产总计	9,333	8,711	8,904	10,035

主要财务指标

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
EV/EBITDA	/	16.4	12.1	10.3
成长能力：				
营业收入同比	10.7%	1.2%	17.0%	17.1%
营业利润同比	-70.8%	209.9%	52.2%	15.7%
净利润同比	-73.2%	229.5%	50.5%	15.4%
营运能力：				
应收账款周转率	7.40	7.63	8.30	8.30
存货周转率	3.12	3.27	3.59	3.60
总资产周转率	0.61	0.64	0.77	0.84
盈利能力与收益质量：				
毛利率	31.3%	35.2%	35.5%	35.3%
净利率	4.3%	14.0%	18.0%	17.8%
总资产净利率 ROA	2.6%	9.3%	13.7%	14.0%
净资产收益率 ROE	7.6%	21.3%	26.1%	24.9%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	0.78	1.12	1.96	2.81
资产负债率	65.0%	53.4%	44.9%	41.3%
长期借款/总负债	52.1%	57.1%	61.5%	59.4%
每股指标：				
每股收益	/	0.40	0.61	0.70
每股经营现金流量	/	0.71	0.89	0.97
每股净资产	/	1.90	2.33	2.82

短期借款	1,071	578	0	0
应付票据	455	450	524	616
应付账款	252	262	306	359
预收账款	63	56	56	56
其他应付款	171	180	180	180
应交税费	(30)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	922	500	500	500
流动负债合计	2,905	1,997	1,536	1,681
长期借款	3,159	2,659	2,459	2,459
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	3,159	2,659	2,459	2,459
负债合计	6,064	4,656	3,995	4,140
股本	2,003	2,003	2,003	2,003
资本公积	199	199	199	199
留存收益	1,046	1,613	2,467	3,453
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	3,248	3,816	4,670	5,655
负债和股东权益合计	9,333	8,471	8,665	9,795

现金流量表

项目 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流量	1,592	1,419	1,773	1,952
投资活动现金流量	(913)	10	10	10
筹资活动现金流量	(656)	(1,409)	(1,348)	(660)
现金及等价物净增加	22	20	435	1,302

资料来源：公司公告、民生证券研究所

民生证券评级标准

公司评级标准

强烈推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

推荐：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在于-5%以下；

行业评级标准

推荐：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

回避：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归民生证券有限责任公司所有。未获得民生证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“民生证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。