

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

2009年11月23日

福耀玻璃(600660.SH)/12.95元

2010年净利润仍可实现高增长

工业·汽车

目标估值: 18-22元

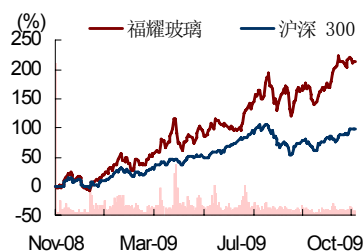
强烈推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	3308
总股本(万股)	200299
已上市流通股(万股)	176290
总市值(亿元)	259
流通市值(亿元)	228
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	6.5
资产负债率	56.1%
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	16	58	178
相对表现	8	29	91



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》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
- 7、《福耀玻璃-业绩完全符合预期, 长期投资价值突出》2009/8/19
- 8、《福耀玻璃-收入和盈利均创新高, 长期投资价值依然较高》2009/10/27

公司短期经营情况良好, 产能利用率较高、订单饱满、同时原材料成本较低, 预计四季度实现 EPS0.25 元, 即 09 年实现营业性 EPS0.67 元; 我们预计 2010 年公司经营性 EPS 为 0.89 元, 仍将保持高速增长趋势。按 2010 年 EPS 的 20-25 倍估值合理, 上调目标价至 18-22 元, 上调投资评级至“强烈推荐-A”。

□ **短期经营情况良好, 预计四季度实现 EPS0.25 元。**2009 年 1-3 季度, 公司实现销售收入 41.4 亿元, 实现净利润 6.2 亿元, 对应 EPS 为 0.31 元; 目前公司处于满产状况, 且后续订单饱满, 而原材料价格仍维持较低水平, 我们预计四季度公司实现净利润 5 亿元, 即 09 年 EPS 为 0.56 元, 若不考虑出售海南浮法玻璃生产线影响 0.11 元, 公司经营性 EPS 将达到 0.67 元。

□ **2010 年公司盈利仍将大幅增长。**我们预计公司 2010 年经营性净利润达到 17.9 亿元, 对应 EPS0.89 元, 同比增长 32.8%, 基于以下判断:

1) 预计 2010 年公司收入增长 19%。国内汽车玻璃业务享受汽车行业销量增长, 出口汽车玻璃业务通过大力拓展配套市场实现高速增长, 浮法玻璃销售收入保持持平;

2) 毛利率仍将保持较高水平。明年公司产能利用率仍然饱满, 同时通过增强管理与成本控制, 现有业务仍有盈利提高空间, 而产品结构优化以及浮法玻璃自制率的提高也将提升盈利能力。

3) 2010 年摊销费用和财务费用减少增厚 EPS0.11 元。明年福清和长春汽车玻璃厂将不再进行折旧摊销; 同时资产负债率降低、资本机构的优化也将使财务费用大幅下降。

□ **长期发展空间依然广阔。**我们认为公司专注发展汽车玻璃的战略已经初见成效, 国内布局基本完成, 既能充分享受国内汽车市场发展带来的增长, 同时汽车玻璃国际产业转移的趋势不可逆转, 北美 OEM 市场将逐渐打开, 公司发展空间依然较大, 长期投资价值高。

□ **上调评级至“强烈推荐-A”。**我们预计公司 2009 年和 2010 年经营性 EPS 分别为 0.67 元和 0.89 元, 我们认为按 2010 年 EPS 的 20-25 倍 PE 估值相对合理, 上调目标价格至 18-22 元, 同时上调投资评级至“强烈推荐-A”。

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	6190	7366	8692
同比增长	33%	11%	8%	19%	18%
营业利润(百万元)	962	281	1291	2077	2335
同比增长	53%	-71%	360%	61%	12%
净利润(百万元)	917	246	1127	1791	2010
同比增长	60%	-73%	358%	59%	12%
每股收益(元)	0.92	0.12	0.56	0.89	1.00
PE	14.1	105.4	23.0	14.5	12.9
PB	3.7	7.9	6.4	4.9	3.9

资料来源: 招商证券

一、短期经营情况稳定，预计四季度 EPS 为 0.25 元

业务拓展情况良好，业绩超预期。目前公司主要生产汽车玻璃为主、建筑浮法玻璃为辅，预计 2009 年将实现营业收入 62 亿元，其中汽车玻璃 50 亿元，浮法玻璃 12 亿元；预计 2009 年公司汽车玻璃产销规模达到全球第三，其中国内市场销售收入 32 亿元（以 OEM 配套为主，占据中高端市场 63% 份额），海外市场销售收入 18 亿元（主要以维修市场为主，OEM 配套处于持续开发阶段）。建筑浮法玻璃主要以通辽工厂为主，预计全年产出 28 万吨，销售收入 4.5 亿元，今年能实现盈利 1 亿元。

预计四季度 EPS 为 0.25 元。目前公司生产线基本上处于满产状况，且后续订单饱满，产能利用率将持续维持高水平，且各原材料价格保持低位，预计公司四季度净利润达到 5 亿元，对应单季度 EPS 为 0.25 元。

表 1：09 年前三季度业绩回顾

单位：百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	08Q1-3	09Q1-3
一、营业总收入	1337	1561	1530	1289	1059	1487	1597	4428	4144
二、营业总成本	1123	1308	1356	1659	943	1353	1157	3787	3453
其中：营业成本	896	1022	1059	950	700	865	874	2977	2439
营业税金及附加	1	1	1	1	0	1	1	2	2
营业费用	93	113	104	110	77	102	109	310	289
管理费用	76	94	102	105	98	124	125	272	347
财务费用	57	79	91	74	68	46	48	226	161
资产减值损失	0	0	0	420	0	215	0	0	215
三、其他经营收益	2	3	3	2	2	5	6	8	13
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	2	2	5	6	8	13
四、营业利润	216	256	177	-368	118	139	446	649	704
加：营业外收入	2	10	4	30	5	21	2	16	28
减：营业外支出	4	-2	1	10	0	1	2	2	3
五、利润总额	214	269	181	-349	123	159	446	664	728
减：所得税	23	19	11	15	19	42	50	54	111
六、净利润	191	250	169	-363	103	118	397	609	618
减：少数股东损益	0	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	397	609	618
EPS（元）	0.10	0.12	0.08	-0.18	0.05	0.06	0.20	0.30	0.31
主要比率									
毛利率	32.9%	34.6%	30.8%	26.3%	33.9%	41.9%	45.3%	32.8%	41.1%
营业利润率	16.2%	16.4%	11.6%	-28.6%	11.2%	9.4%	28.0%	14.7%	17.0%
净利率	14.3%	16.0%	11.1%	-28.2%	9.8%	7.9%	24.8%	13.8%	14.9%
营业费率	6.9%	7.2%	6.8%	8.5%	7.3%	6.9%	6.8%	7.0%	7.0%
管理费费率	5.7%	6.0%	6.7%	8.1%	9.2%	8.4%	7.8%	6.1%	8.4%
实际税率	11.0%	7.2%	6.3%	-4.2%	15.8%	26.1%	11.1%	8.2%	15.2%
YOY									
收入增长率	21.0%	33.6%	9.9%	-14.1%	-20.8%	-4.7%	4.4%	94.8%	-6.4%
归属母公司所有者净利润	19.0%	-2.7%	-29.7%	-240%	-45.7%	-52.8%	134.5%	46.2%	1.4%

资料来源：公司报表，招商证券

二、2010 年公司业绩仍将实现增长

1、我们预计 2010 年公司营业收入增长接近 20%

1) 汽车玻璃业务享受汽车行业增速。我们预计 2010 年汽车行业销量增速为 15%，公司汽车玻璃业务营业收入增速与汽车行业销量增速相当，预计 09 年和 10 年营业收入分别为 32 亿元和 37 亿元。

2) 配套市场开拓将使 2010 年海外市场业务大幅增长。我们预计 2009 年海外市场实现销售收入 18 亿元，其中维修市场 15 亿元，OEM 配套市场 3 亿元；我们保守预计明年维修市场收入水平与 09 年保持相当，即维持 15 亿元水平；2010 年增量主要来自于北美地区 OEM 配套市场，预计 2010 全年实现收入 10 亿元；我们认为公司 2010 年汽车玻璃出口业务销售收入可以接近 25 亿元，同比增长 39%。

3) 我们预计明年公司浮法玻璃业务保持 09 年水平。2010 年国内房地产市场仍将维持复苏趋势，开工面积仍将保持正增长格局，我们保守预计公司浮法玻璃业务与 2009 年相当，即 12 亿元水平。

总体看来，在相对保守情况下，我们预计 2010 年公司销售收入将超过 73 亿元，较 2009 年增长接近 20%，其中汽车玻璃销售增长 26%；明年公司收入增长情况与公司产能扩展规划大致相当，我们预计生产线仍将维持高位产能利用率。

2、高毛利率水平仍可持续

2009 年 1-3 季度，公司合计毛利率水平为 41.1%，其中 Q1、Q2 和 Q3 分别为 33.9%、41.9%和 45.3%，持续上升，我们预计 2010 年毛利率水平仍将保持相对高位，原因如下：

1) 产能利用率将持续保持高位。公司目前基本处于满产水平下，规模经济能得到充分体现，我们预计 2010 年公司汽车玻璃将增加 30%，与销售收入增长基本相当，产能利用率依然维持高位，能确保规模经济的实现；

2) 通过提高管理水平实现降本增效。公司实施的六西格玛管理体系对降低公司制造成本有很大促进作用，同时公司邀请韩国的专家进行现场指导，去年以来管理成本降低了 20%，在管理上公司认为成本还存在 15%下降空间；

3) 公司产品结构持续优化。在 2009 年汽车玻璃产品中，公司出口欧洲产品有很细钨丝的前挡玻璃（一种防雾玻璃，在欧洲汽车中使用较多），另外钢化天窗玻璃比例也有所增加。这两个产品占公司销售比例大约为 10%，毛利率相对较高，预计 2010 年这两款产品销量都有增加的趋势。公司也认识到汽车天窗大型化的趋势，在产品开发上有较好的储备；

4) 通辽和双辽浮法玻璃业务存在毛利率改善空间。通辽及双辽工厂将通过对燃料结构的持续调整，未来成本仍然有下降的空间，使得公司毛利率能持续改善。

5) 浮法玻璃自制率将提升。以 2009 年 50 亿元汽车玻璃销售额来计算, 公司需要浮法玻璃大概在 60 万吨, 全年外部采购量大约 20 万吨。福清建筑浮法玻璃三条生产线关停后, 已经进行技改, 预计 2010 年生产汽车浮法玻璃, 在福清三线改造后, 公司自产汽车浮法玻璃比例将增加, 成本控制将更加体现出效率, 同时也避免了福清三线目前仅仅贡献折旧摊销的尴尬局面。

3、2010 年折旧摊销和财务费用将大幅减少

1) 明年折旧摊销费用将有所减少。公司的生产线资产按照 10 年平均的方式进行折旧摊销, 2010 年福清汽车玻璃厂和长春汽车玻璃厂将不再出现折旧摊销。

2) 公司资产结构将出现大幅度改善, 财务费用必然下降。与年初上市公司战略规划一致, 公司在考虑金融危机的情况下停止向股东分红, 并用偿还银行贷款的方式开始大幅度改善公司资本结构; 我们预计公司年底资产负债率将下降至 50% 以下, 资本结构出现大幅度改善。

我们预计 2010 年公司的折旧摊销以及财务费用将比 2009 年少 2.2 亿元, 将直接增厚 2010 年公司 EPS 为 0.11 元。

三、公司长期发展空间依然较大

1、国内汽车玻璃行业保持稳定增长。我们认为国内汽车行业稳定增长的窗口仍然有 5-7 年时间, 影响行业利润的主要有整车产能利用率以及成本两大要素组成。首先, 公司在适当控制产能情况下, 就能充分分享国内未来行业的自然增长而不伤害规模经济; 其次, 公司作为国内最具竞争力的汽车玻璃制造企业, 在议价能力上强于一般的零部件企业, 在成本上升的时候能将损失降到一个较低水平。

2、出口市场大有可为。制造业向中国转移是一个大趋势, 通过进入各大汽车厂商的 OEM 配套体系, 公司能够充分享受这种产业转移带来的增长, 同时也能顺利地进入到欧洲及北美的配套市场及维修市场。

四、盈利预测与估值水平

1、盈利预测

预计 09 年、10 年经营性 EPS 分别为 0.67 元和 0.89 元。我们预计公司 2009 年经营性 EPS 为 0.67 元, 其中出售海南浮法玻璃业务集体资产减值损失影响 EPS 0.11 元; 根据我们谨慎性行业增速预计判断, 2010 年公司将实现营业收入 73.8 亿元, 再考虑折旧摊销及财务费用大幅减少的影响, 预计实现净利润 17.9 亿元, 对应 EPS 为 0.89 元。

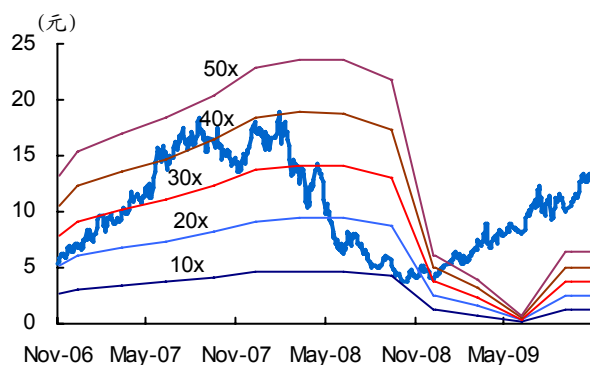
2、估值水平

给予目标价格 18-22 元。我们认为公司未来增长确定, 竞争优势明显, 按 2010 年经营性 EPS 的 20-25 倍 PE 估值相对合理, 目标价格区间 18-22 元。我们看好公司未来的发展, 上调评级至“强烈推荐-A”。

五、风险提示

- 1) 国内汽车行业销量增速达不到 15% 的预期, 将使得公司国内销售难以达到预计水平, 影响盈利;
- 2) 人民币升值的压力。公司能够控制国内销售与出口的比列, 能有效形成对冲, 如 2009 年公司国内销售 50 亿元, 其中进口的原材料大约在 18 亿元, 出口总金额 18 亿元, 均以美元结算, 形成了较好的对冲, 这一策略的影响将延续至今后的经营中;
- 3) 大幅度电价上调, 会导致成本增加, 目前生产 1 吨浮法玻璃大约耗电 110 度, 电价上涨 1 分, 成本上升 1.1 元, 小幅度的电价上升对盈利影响不大。

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。
- 6、《福耀玻璃（600660）-把握长期投资价值》2009/7/21。
- 7、《福耀玻璃（600660）-业绩完全符合预期，长期投资价值突出》2009/8/19。
- 8、《福耀玻璃（600660）-收入和盈利均创新高，长期投资价值依然较高》2009/10/27。

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	2038	2578	3026
现金	121	154	200	367	381
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	104	92	105	125	148
应收款项	781	765	924	1099	1297
其它应收款	29	37	50	59	70
存货	1352	1167	711	869	1060
其他	108	51	48	58	70
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	8919	9076	9180
流动负债	2850	2905	2702	3105	2302
短期借款	1506	1071	743	500	500
应付账款	397	252	251	304	371
预收账款	26	63	57	70	85
其他	921	1518	1651	2232	1346
长期负债	3085	3159	2159	659	159
长期借款	3085	3159	2159	659	159
其他	0	0	0	0	0
负债合计	5936	6064	4861	3764	2461
股本	1001	2003	2003	2003	2003
资本公积金	199	199	199	199	199
留存收益	2326	1067	1856	3110	4517
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	3527	3270	4058	5312	6719
负债及权益合计	9462	9333	8919	9076	9180

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	1372	1592	2060	2202	2342
净利润			1127	1791	2010
折旧摊销			623	590	551
财务费用			184	69	38
投资收益			(13)	(13)	(13)
营运资金变动			458	(221)	(239)
其它			(318)	(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)	(1688)	(1835)	(2128)
借款变动			(1179)	(1243)	(1500)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(338)	(537)	(603)
其他			(171)	(56)	(25)
现金净增加额	(19)	22	46	167	14

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	6190	7366	8692
营业成本	3297	3926	3590	4346	5302
营业税金及附加	3	3	3	4	4
营业费用	354	420	433	457	539
管理费用	348	377	483	427	487
财务费用	222	301	184	69	38
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	13	13	13
营业利润	962	281	1291	2077	2335
营业外收入	27	46	46	40	40
营业外支出	10	12	12	10	10
利润总额	980	315	1325	2107	2365
所得税	62	69	199	316	355
净利润	917	246	1127	1791	2010
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	917	246	1127	1791	2010
EPS (元)	0.92	0.12	0.56	0.89	1.00

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	33%	11%	8%	19%	18%
营业利润	53%	-71%	360%	61%	12%
净利润	60%	-73%	358%	59%	12%
获利能力					
毛利率	36.2%	31.3%	42.0%	41.0%	39.0%
净利率	17.8%	4.3%	18.2%	24.3%	23.1%
ROE	26.0%	7.5%	27.8%	33.7%	29.9%
ROIC	13.1%	5.4%	15.8%	22.9%	25.6%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	65.0%	54.5%	41.5%	26.8%
净负债比率	51.9%	54.4%	43.7%	29.3%	12.6%
流动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
存货周转率	2.8	3.1	3.8	5.5	5.5
应收帐款周转率	7.5	7.4	7.3	7.3	7.3
应付帐款周转率	10.6	12.1	14.3	15.6	15.7
每股资料(元)					
每股收益	0.92	0.12	0.56	0.89	1.00
每股经营现金	1.37	0.79	1.03	1.10	1.17
每股净资产	3.52	1.63	2.03	2.65	3.35
每股股利	0.50	0.00	0.17	0.27	0.30
估值比率					
PE	14.1	105.4	23.0	14.5	12.9
PB	3.7	7.9	6.4	4.9	3.9
EV/EBITDA	16.5	23.9	12.8	9.8	9.2

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。