



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

2009年12月30日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

联系人

chenpy@cicc.com.cn

罗炜

分析员

luowei@cicc.com.cn

审慎推荐

福耀玻璃(600660.CH)

业绩快速增长的汽车玻璃巨头

主要财务信息

(单位: 百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5,166	5,717	6,156	7,286	8,341
(+/-%)	31%	11%	8%	18%	14%
净利润	917	246	1,108	1,705	2,097
(+/-%)	49.4%	-73.2%	350.3%	53.9%	23.0%
摊薄每股收益(元)	0.46	0.12	0.55	0.85	1.05
(+/-%)	49.4%	-73.2%	350.3%	53.9%	23.0%
每股分红(元)	0.50	0.06	0.17	0.26	0.31
分红收益率	3.4%	0.4%	1.1%	1.7%	2.1%
净资产收益率	26%	8%	26%	30%	29%
投入资本回报率	14%	7%	15%	21%	23%
市盈率	32.4	120.6	26.8	17.4	14.2
市净率	8.4	9.1	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA	12.1	32.2	18.5	13.4	11.4
每股经营现金流(元)	0.68	0.79	0.67	1.01	1.18
股价/经营现金	21.6	18.7	22.2	14.7	12.5

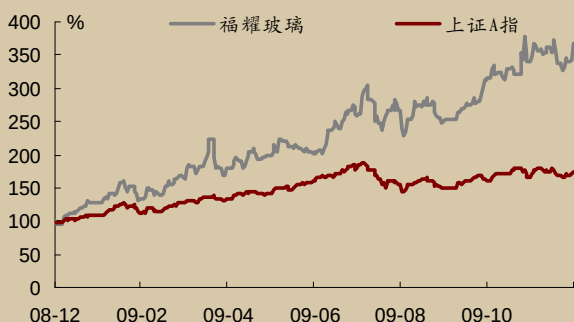
股票信息

上证A股	A股
当前股价	人民币14.82
股票代码	600660.CH
日成交量(百万股)	45.2
52周最高价/最低价	人民币15.44/3.88
发行股数(百万股)	2,003
其中:流通股(百万股)	1,000
总市值(百万元)	29,684
主要股东(持股比例)	香港三益发展有限公司(22.49%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[600660.CH]	+9.05	+8.02	+47.17	+284.94
[A股指数]	+3.10	+3.78	+21.26	+102.91
[中金汽车指数]	+5.53	+10.81	+39.76	+235.78

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

公司公告09年净利润较去年同期的2.46亿元增长330%以上。

评论:

国内汽车旺销推动公司盈利大幅增长。09年以来,国内汽车销量同比大幅增长42.4%,特别是3季度以来,B及B级以上车型销量同比增速达到53%,产品结构明显改善,公司中高级产品销量占比提升推动盈利快速增长。

汽车玻璃出口将步入上升通道。受益于北美经济恢复带来居民用车频率提升和汽车销量提升,公司出口北美维修玻璃销量将平稳增长;同时在海外车企加强成本控制和加大新车推出背景下,未来两年公司出口配套市场有望维持约40%增长。

成本上涨压力可以消化。石油价格上升会通过重油、浮法玻璃传递到汽车玻璃业务,但其占总成本比重仅为15%左右,其余原材料如PVB膜、纯碱等价格预计将相对稳定,预计公司2010年成本压力可以被规模提升、工艺调整和集中采购等方式消化。

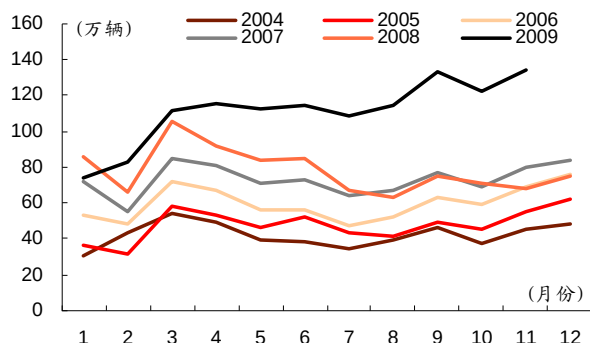
财务结构进一步优化。出售海南资产后,公司财务结构进一步优化,预计明年财务费用和海南资产相关折旧将合计减少约1亿元。

双通浮法业务经营出现好转。房地产下游开工量提升以及去年生产线关停使得国内浮法玻璃供应偏紧,浮法价格下半年来持续提升,平板玻璃行业9~11月毛利率水平已经环比提升5.8个百分点,预计公司浮法业务也将相应改善,同时明年上半年浮法盈利仍将维持高位。

估值与建议:

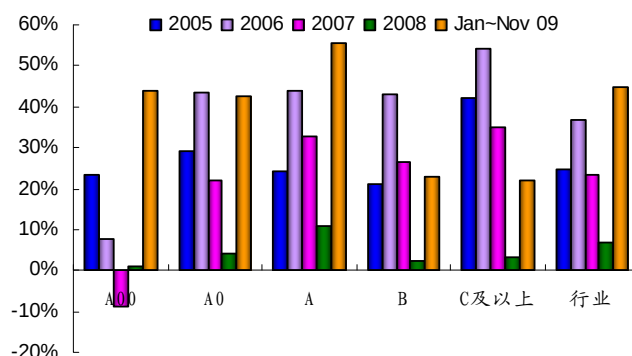
鉴于公司汽车玻璃及浮法玻璃业务经营状况好于预期,我们上调公司09和10年盈利预测至每股0.55元和0.85元,上调幅度分别为8.2%和22.1%,目前股价对应10年PE仅为17.4倍,公司盈利增长确定性强,成长路径清晰,我们认为公司盈利和估值均具备提升空间,维持公司审慎推荐评级。

图表 1：国内汽车月度销量走势



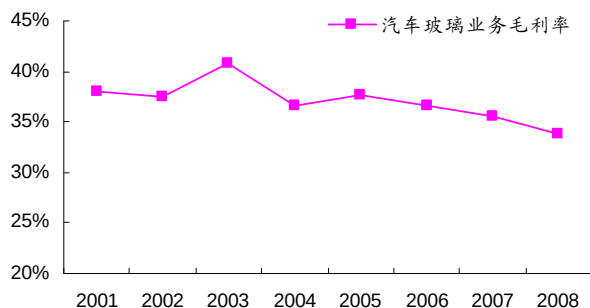
资料来源：中国汽车工业协会

图表 2：分级别车型汽车销量走势



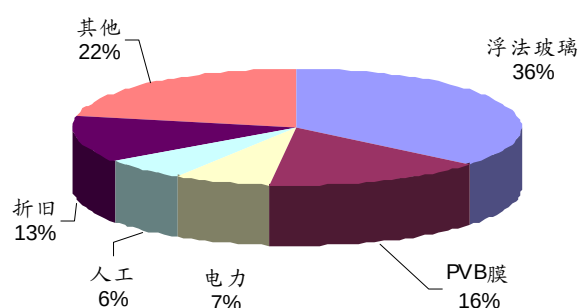
资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

图表 3：公司汽车玻璃业务毛利率走势



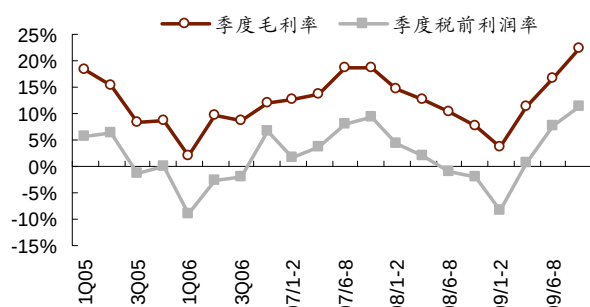
资料来源：公司数据

图表 4：汽车玻璃业务成本构成



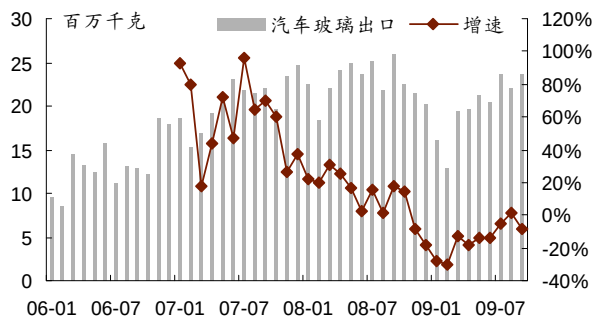
资料来源：中金公司研究部

图表 5：全国平板玻璃行业毛利率和净利率走势



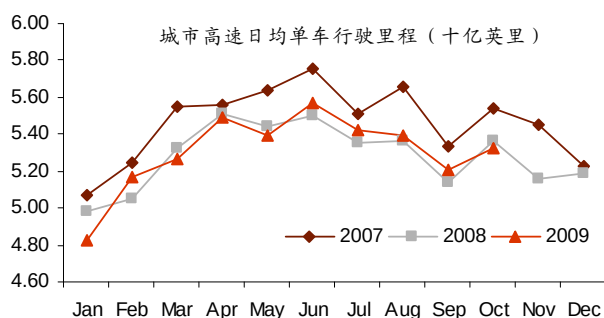
资料来源：华通人

图表 6：我国汽车玻璃出口量及增速



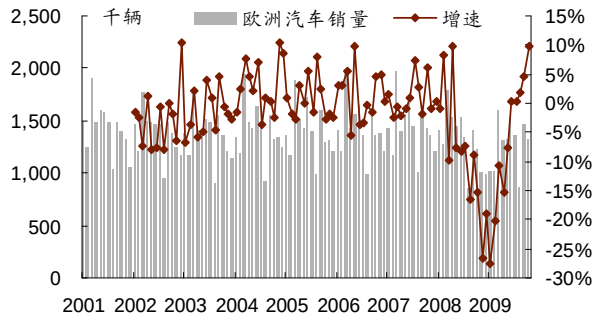
资料来源：中国汽车工业协会

图表 7：北美高速公路车流量



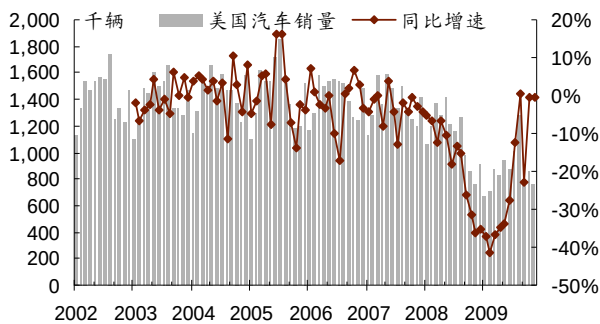
资料来源：美国交通部

图表 8：欧洲汽车销量及增速



资料来源：ACEA

图表 9: 美国汽车销量及增速



资料来源: CEIC

图表 10: 盈利预测调整表

	2008A	2009E			2010E		
百万元	实际值	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
营业收入	5,717	5,864	6,156	5.0%	6,912	7,286	5.4%
营业成本	-3,926	-3,614	-3,556	-1.6%	-4,254	-4,173	-1.9%
毛利	1,791	2,250	2,600	15.5%	2,658	3,113	17.1%
营业费用	-420	-381	-431	13.0%	-484	-510	5.4%
管理费用	-377	-305	-499	63.5%	-444	-495	11.5%
财务费用	-301	-252	-251	-0.3%	-222	-213	-4.0%
税前利润	315	1,138	1,245	9.4%	1,552	1,938	24.9%
净利润	246	1,024	1,108	8.2%	1,397	1,705	22.1%
每股收益	0.12	0.51	0.55	8.2%	0.70	0.85	22.1%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 历史和预测的财务指标

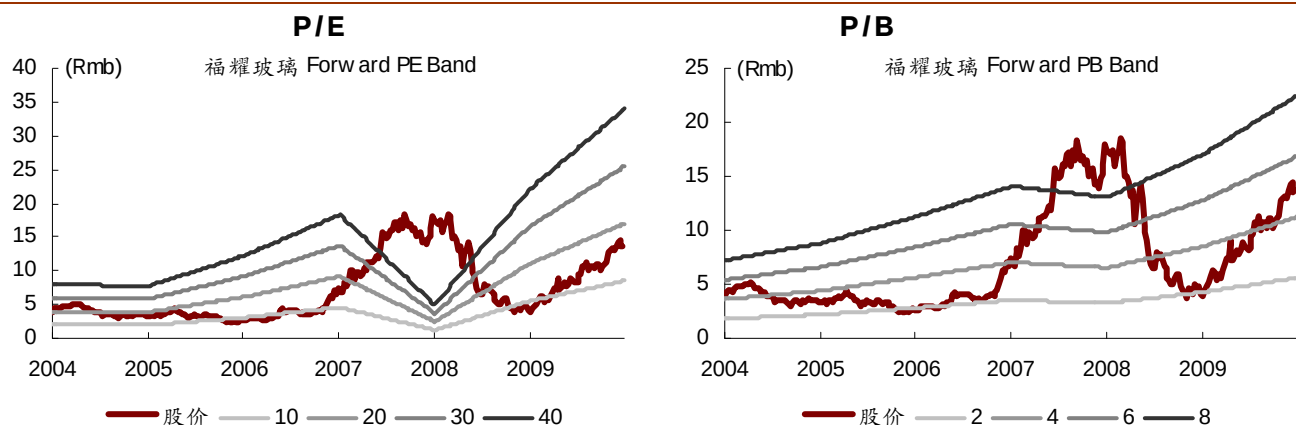
(单位: 人民币百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
损益表						
主营业务收入	3935	5166	5717	6156	7286	8341
主营业务成本	-2,567	-3,297	-3,926	-3,556	-4,173	-4,748
主营业务利润	1367	1867	1794	2600	3113	3593
利润总额	701	980	315	1,245	1,938	2,330
净利润	614	917	246	1,108	1,705	2,097
现金流量表						
经营活动现金流	1,174	1,372	1,592	1,336	2,022	2,372
投资活动现金流	-1,140	-1,829	-913	-703	-500	-500
融资活动现金流	-36	437	-656	62	-546	-667
现金及现金等价物净增加额	-2	-19	22	694	976	1,205
资产负债表						
流动资产	1,960	2,579	2,266	3,509	4,957	6,604
长期投资	88	67	90	90	90	90
固定资产	5,171	6,238	6,302	6,599	6,715	6,832
无形资产及其它资产	289	539	635	635	635	635
流动负债	2,079	2,850	2,905	3,459	3,651	3,829
长期负债	2,601	3,085	3,159	3,159	3,159	3,159
股东权益	2,828	3,526	3,270	4,255	5,628	7,213
财务指标						
毛利率	34.8%	36.1%	31.4%	42.2%	42.7%	43.1%
息税折旧前利润率	32.4%	31.4%	18.8%	30.2%	34.2%	33.9%
净利润率	15.6%	17.8%	4.3%	18.0%	23.4%	25.1%
净资产收益率	21.7%	26.0%	7.5%	26.0%	30.3%	29.1%
投入资本回报率	12.4%	13.7%	6.7%	15.2%	20.6%	23.2%
净债务/股东权益	134%	136%	151%	110%	66%	34%
资产负债率	62%	63%	65%	61%	55%	49%
利息保障倍数	4.37	5.34	1.93	5.79	9.88	15.71
流动比率	0.94	0.90	0.78	1.01	1.36	1.72
速动比率	0.45	0.43	0.38	0.60	0.90	1.23

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 12：可比公司估值

		09-12-29	百万美元	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	06A	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-10
中国A股上市公司																							
潍柴动力	CV	64.21	7,592	80.8	26.5	27.7	15.7	14.2	17.9	8.4	6.7	4.5	3.4	48.0	13.7	14.2	9.4	8.7	205%	-4%	76%	10%	23%
中国重汽	CV	27.39	1,682	51.2	16.0	24.3	26.8	23.5	8.7	5.7	4.6	3.9	3.4	15.8	7.9	12.8	12.2	10.9	220%	-34%	-9%	14%	-12%
宇通客车	CV	19.50	1,485	45.9	26.9	19.1	19.9	17.2	8.1	3.8	6.0	5.1	4.2	25.6	14.4	16.8	13.3	11.7	71%	41%	-4%	15%	16%
福田汽车	CV	18.82	2,526	n.a.	44.6	49.9	18.8	17.2	11.5	9.0	5.7	4.4	3.5	75.6	23.5	31.1	11.1	10.0	n.m.	-11%	165%	9%	37%
金龙汽车	CV	11.34	735	32.8	18.4	25.5	30.7	23.2	5.2	4.1	3.6	3.3	2.9	10.8	8.7	12.3	11.4	9.2	78%	-28%	-17%	33%	-7%
江铃汽车	CV	22.49	2,843	32.2	25.6	24.8	20.5	18.3	6.4	5.5	4.8	4.1	3.5	20.4	19.0	21.0	14.7	13.2	26%	3%	21%	12%	12%
江淮汽车	CV/IV	10.77	2,033	33.7	42.3	243.1	37.4	20.7	4.6	3.4	3.5	3.2	2.8	19.7	19.0	26.0	14.7	10.0	-20%	-83%	550%	81%	27%
长安汽车	PV	13.51	4,618	60.7	47.3	1,299.0	23.7	16.0	4.5	4.2	4.2	3.5	2.9	29.1	n.a.	n.a.	n.a.	25.4	28%	-96%	5379%	49%	44%
一汽轿车	PV	26.42	6,297	123.7	77.8	39.5	35.3	32.2	8.0	7.4	6.5	5.8	5.1	61.3	31.6	29.6	26.1	23.5	59%	97%	12%	10%	34%
一汽夏利	PV	11.36	2,654	55.0	105.6	181.2	102.5	78.7	5.5	5.5	5.5	5.3	5.0	115.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-48%	-42%	77%	30%	10%
上海汽车	PV	26.66	25,576	122.6	37.7	491.0	26.5	17.7	5.5	4.7	5.0	4.4	3.8	72.5	46.1	137.4	36.3	30.7	71%	-92%	1752%	49%	29%
东安动力	Parts	16.86	1,141	217.5	51.7	48.6	28.3	25.6	4.9	4.4	4.1	3.6	3.1	80.2	70.1	649.0	62.1	75.3	71%	6%	72%	11%	26%
中鼎股份	Parts	15.75	982	n.a.	55.7	50.2	31.1	26.7	n.a.	13.1	14.0	9.6	7.1	n.a.	39.4	27.7	19.9	18.1	n.m.	11%	62%	16%	28%
华域汽车	Parts	11.54	4,365	50.9	25.8	28.0	20.3	18.2	5.4	2.7	3.9	2.6	2.2	269.8	161.0	62.9	52.3	46.7	97%	-8%	38%	11%	12%
一汽富维	Parts	27.93	865	n.m.	123.1	31.2	24.3	21.5	5.4	5.2	4.4	3.8	3.2	93.0	68.7	75.2	77.5	72.1	n.m.	295%	28%	13%	79%
福耀玻璃	Parts	14.82	4,347	48.4	32.4	120.7	26.8	17.4	10.5	8.4	9.1	7.0	5.3	27.1	21.2	32.1	19.7	16.3	49%	-73%	350%	54%	23%
威孚高科	Parts	18.90	1,570	121.5	46.5	55.4	36.6	34.2	4.9	4.5	4.3	4.0	3.8	31.1	29.1	77.0	35.9	45.0	161%	-16%	52%	7%	11%
风神股份	Parts	15.91	874	233.3	38.2	n.a.	17.1	17.7	5.0	4.4	4.3	3.4	2.9	51.9	16.8	19.3	10.2	9.7	511%	n.m.	n.m.	-3%	29%
黔轮胎	Parts	17.31	645	76.9	50.4	86.0	20.5	24.6	4.0	3.7	3.6	3.1	2.7	15.2	13.8	15.3	9.4	10.2	53%	-41%	320%	-17%	27%
青岛双星	Parts	8.93	686	121.8	45.7	n.a.	22.4	25.9	3.9	3.6	4.0	3.4	3.0	29.0	18.2	101.1	11.2	12.1	166%	n.m.	n.m.	-14%	21%
平均				68.8	44.6	49.9	26.5	21.5	5.5	4.7	4.6	4.0	3.4	39.6	21.2	29.6	14.7	14.7	71%	-16%	62%	13%	23%
平均-商用车				33.7	26.0	25.1	20.5	18.3	7.3	5.5	4.8	4.1	3.4	20.4	16.7	18.9	12.7	10.4	71%	-7%	21%	13%	14%
平均-乘用车				91.6	62.5	336.1	30.9	25.0	5.5	5.1	5.3	4.9	4.4	66.9	38.8	83.5	31.2	25.4	44%	-67%	915%	39%	31%
平均-零部件				121.5	46.5	55.4	24.3	24.6	5.2	4.5	4.3	3.8	3.2	41.5	29.1	62.9	19.9	18.1	97%	-16%	52%	11%	23%
香港上市公司																							
潍柴动力	CV	63.70	7,592	70.6	23.1	24.2	13.7	12.4	15.7	7.3	5.8	4.0	2.9	17.4	5.0	5.3	3.5	3.2	205%	-4%	76%	10%	23%
庆铃汽车	CV	1.92	615	61.3	32.0	21.6	18.6	17.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	48%	16%	10%	23%
华晨汽车	PV	2.17	1,395	n.m.	81.9	n.m.	22.8	19.0	1.4	1.3	1.8	1.7	1.6	85.9	16.3	n.m.	18.3	14.5	n.m.	n.m.	n.m.	20%	63%
吉利汽车	PV	4.14	3,903	82.0	65.7	21.7	17.5	14.6	16.7	8.6	4.2	3.4	2.7	n.m.	n.m.	14.9	11.7	9.2	25%	203%	24%	20%	65%
潍柴汽车	PV	4.86	4,712	14.1	14.8	15.4	16.3	15.3	3.2	2.8	2.5	2.3	2.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-5%	-4%	-6%	6%	-1%
长城汽车	PV	9.56	1,350	12.9	10.5	17.0	13.5	11.3	2.2	1.6	1.4	1.3	1.2	9.3	6.5	1.4	1.2	1.1	23%	-38%	26%	19%	-2%
东风汽车	PV	11.20	12,443	40.0	22.5	21.0	13.0	11.5	5.9	4.8	4.0	3.2	2.6	13.9	11.5	9.6	6.8	5.9	81%	7%	61%	13%	25%
中国重汽	CV	9.05	2,655	27.0	15.5	19.6	19.7	17.7	18.3	1.6	1.5	1.4	1.4	13.1	9.4	12.9	9.5	9.1	74%	-21%	-1%	11%	-4%
信义玻璃	Parts	7.10	1,623	32.4	18.8	17.8	16.8	12.3	5.6	3.1	2.9	2.4	2.2	27.7	16.2	12.4	9.0	7.6	73%	6%	6%	36%	15%
敏实集团	Parts	11.44	1,423	35.3	28.2	18.2	15.4	13.4	8.0	3.7	3.0	2.6	2.3	26.8	18.0	11.5	9.7	8.3	25%	55%	18%	15%	28%
平均				35.3	22.8	19.6	16.5	14.0	5.8	2.9	2.7	2.3	2.1	17.4	11.5	11.5	9.3	7.9	73%	6%	18%	14%	23%
平均-商用车				61.3	23.1	21.6	18.6	17.0	15.7	1.6	1.5	1.4	1.4	15.3	7.2	9.1	6.5	6.1	92%	-4%	16%	10%	23%
平均-乘用车				27.5	22.5	19.0	16.3	14.6	3.2	2.8	2.5	2.3	2.0	13.9	11.5	9.6	9.3	7.6	24%	2%	25%	19%	25%
平均-零部件				33.9	23.5	18.0	16.1	12.8	6.8	3.4	2.9	2.5	2.2	27.2	17.1	11.9	9.3	7.9	49%	30%	12%	26%	22%
印度上市公司																							
Ashok Leyland	CV	49.4	1,407	14.6	14.0	n.a.	n.a.	n.a.	3.4	3.1	n.a.	n.a.	n.a.	12.5	10.8	n.a.	n.a.	n.a.	4%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
TATA	CV/IV	786.1	8,753	14.4	14.4	579.3	23.8	15.1	4.1	3.6	4.4	4.0	3.4	21.2	20.1	15.8	10.3	7.7	0%	-98%	2334%	58%	-1%
M&M	CV	1,059.7	6,353	16.7	16.1	14.9	13.6	11.7	5.2	4.1	3.3	2.8	2.2	21.8	10.8	8.4	7.6	7.5	4%	8%	10%	16%	11%
Maruti	PV	1,567.2	9,701	28.5	25.3	19.9	17.2	14.4	6.5	5.2	3.9	3.2	2.7	20.6	16.6	12.8	10.9	9.4	13%	27%	16%	19%	21%
平均				15.7	15.3	19.9	17.2	14.4	4.6	3.9	3.9	3.2	2.7	20.9	13.7	12.8	10.3	7.7	4%	8%	16%	19%	11%
平均-商用车				14.6	14.4	297.1	18.7	13.4	4.1	3.6	3.9	3.4	2.8	21.2	10.8	12.1	9.0	7.6	4%	-45%	1172%	37%	5%
平均-乘用车				28.5	25.3	19.9	17.2	14.4	6.5	5.2	3.9	3.2	2.7	20.6	16.6	12.8	10.9	9.4	13%	27%	16%	19%	21%
欧洲及美国上市公司																							
曼	CV	54.28	11,391	8.7	6.6	32.7	20.0	13.3	2.1	1.6	1.5	1.4	1.3	7.5	5.2	12.3	9.8	7.9	33%	-80%	63%	51%	-21%
斯堪尼亚	CV	93.25	10,481	12.6	8.7	85.1	27.1	15.3	2.9	3.0	3.6	3.4	3.0	10.2	7.0	23.5	15.2	10.9	44%	-90%	214%	77%	-17%
沃尔沃	CV	62.15	18,405	7.7	8.4	n.m.	52.1	13.9	1.4	1.5	1.9	1.9	1.7	7.3	7.6	n.m.	13.0	9.6	-8%	n.m.	n.m.	276%	-15%
帕卡	CV	36.85	13,395	9.2	11.1	192.9	40.8	18.6	3.1	2.7	2.8	2.8	2.6	7.0	8.1	33.7	21.9	13.3	-17%	-94%	373%	119%	-16%
戴姆勒	CV/IV	37.77	57,781	10.3	9.9	n.m.	27.8	14.0	1.1	1.0	1.3	1.2	1.2	5.1	5.8	30.4	12.9	9.7	5%	n.m.	n.m.	98%	-11%
菲亚特	CV/IV	10.32	17,884	12.3	6.7	n.m.	29.0	12.4	1.4	1.2	1.2	1.2	1.1	6.4	5.2	8.3	7.1	6.0	85%	n.m.	n.m.	133%	-19%
雷诺	PV	36.10	14,829	3.2	3.5	n.m.	468.8	8.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	9.7	8.8	16.4	12.7	9.4	-8%	n.m.	n.m.	5400%	-26%
标致	PV	23.84	8,042	31.0	6.1	n.m.	n.m.	7.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	6.7	5.7	12.5	8.1	6.2	404%	n.m.	n.m.	n.m.	-7%
宝马	PV	31.82	29,315	7.2	6.7	128.8	20.7	10.5	1.1	1.0	1.0	1.0	0.9	6.3	5.6	13.7	10.7	8.5	9%	-95%	523%	97%	-14%
大众	PV	77.07	42,654	10.9	7.4	30.1	20.6	11.1	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8	6.9	5.4	8.5	8.0	6.8	47%	-75%	46%	86%	-13%
福特汽车	CV/IV	10.18																					

图表 13: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



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。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。