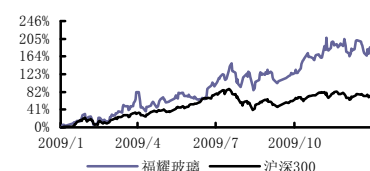


消费品及服务 — 汽车及配件

2010 年 01 月 18 日

市场数据	2010 年 01 月 15 日
当前价格 (元)	14.14
52 周价格区间 (元)	4.76-15.21
总市值 (百万)	28322.23
流通市值 (百万)	24927.37
总股本 (万股)	2002.99
流通股 (万股)	1762.90
日均成交额 (百万)	270.38
近一月换手 (%)	36.24%
第一大股东	香港三益发展有限公司
公司网址	http://www.fuyaogroup.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
福耀玻璃	-2.62%	26.14%	197.06%
沪深 300	-2.81%	7.50%	78.16%

世纪证券机械设备小组
+86 755 83199599 ext 8202
+86 755 83199599 ext 8267

lvlh@csc.com.cn
ranfei@csc.com.cn

分析师申明:

世纪证券机械设备小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

战略“瘦身”后进入持续回报期

—福耀玻璃 (600660) 调研简报

评级: 增持

预测指标	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	5717	6054	7051	8359
净利润 (百万元)	246	1073	1555	1816
每股收益 (元)	0.12	0.54	0.78	0.91
净利润增长率	-73%	336%	44%	17%
市盈率	118	26	18	16

- **战略“瘦身”后专营主业。**公司是全国最大、全球第四的汽车玻璃制造商, 经过近一年多来的战略“瘦身”, 逐渐淡出了行业产能过剩、严重拖累业绩的建筑浮法领域, 专心做强汽车玻璃主业。
- **行业领先地位难以撼动。**公司在规模实力、区域布局、成本控制、管理和品牌资质上建立了全方位的综合优势, 行业的领先地位难以撼动。
- **进入持续回报期, 增长确定性强。**国内市场: 汽车玻璃行业将长时间分享整车的景气, 预计未来公司 OEM 业务增速同步于汽车行业; AM 市场伴随汽车保有量快速增加, 公司在加大投入后有望快速实现增长。海外市场: 公司的柔性生产线更能适应整车行业的新特征, 出口业务在 2010~2011 年实现 40%以上的高复合增长完全可以期待。我们认为公司汽车玻璃业务在前期投入和产业布局完成后已进入持续回报期, 未来增长的确定性强。
- **综合盈利能力具持续提升空间。**预计 2010 年产品成本将小幅提升, 但对毛利率的影响有限; 随着公司管理费用回到正常年份状态, 以及财务费用进一步减轻。预计 2010 年期间费用率将降至 16.2%, 大幅改善, 因此公司综合盈利能力仍存在持续提升空间。
- **中长期投资价值良好, 给予“增持”评级。**公司是国内极少数具备全球竞争力的汽车零部件企业, 成长性较为确定, 具有良好的中长期投资价值, 给予“增持”评级, 年内目标价 17~19 元。
- **风险提示。**(1) 原材料价格大幅上涨; (2) 出口市场低于预期。

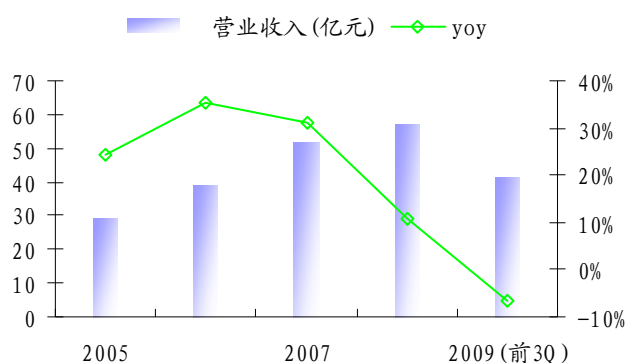
事件描述

近日我们参与了福耀玻璃的联合调研，与公司董秘陈跃丹女士、证券事务代表林真女士就公司近期经营情况、发展规划等进行了交流，并参观了公司本部的汽车玻璃生产线。

战略“瘦身”后专营主业

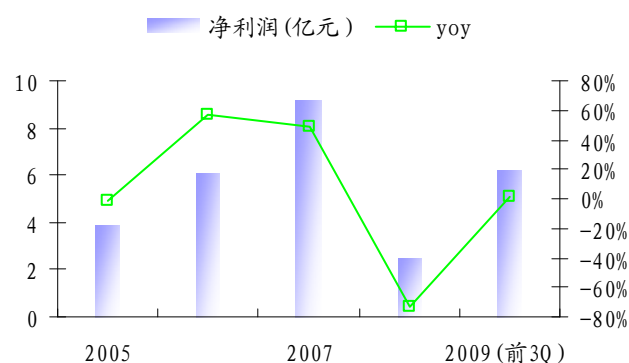
公司是全国最大、全球第四的汽车玻璃制造商，占据国内汽车配套（OEM）市场近 6 成的份额。目前汽车玻璃业务占公司收入比重近 70%，2002~2008 年 CAGR 达到 25%，近年毛利率维持在 35%左右的较高水平，是公司的主要利润来源。

Figure 1 近年公司营业收入及增速



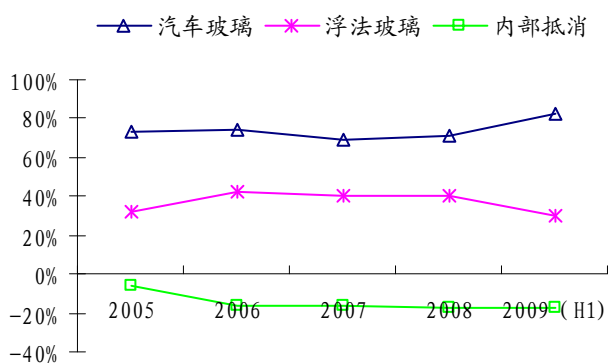
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 2 近年公司净利润及增速



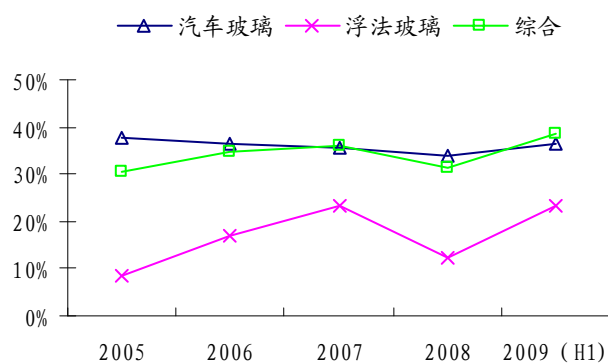
数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 3 近年公司营业收入构成



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 4 近年公司毛利率走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

公司 2003 年开始介入了浮法玻璃业务，通过“自建+收购”方式一度拥有 9 条浮法玻璃生产线；在金融危机等影响下，公司经过近一年多

来的战略“瘦身”，逐渐淡出了行业产能过剩、严重拖累业绩的建筑浮法领域，专心做强汽车玻璃主业。

Figure 5 公司现有（蓝色底纹）浮法玻璃生产线情况

地区 /项目	类型	条数	产能 (万吨)	日熔量 (吨)	目前状况
本部	汽车级	2	36	600*2	在产
本部	建筑级	1	18	600	技改为汽车级 2010 年中期完成
吉林双辽	建筑+汽车	1	18	600	在产
吉林双辽	建筑级	1	14	460	停产
内蒙通辽	建筑级	1	18	600	在产
内蒙通辽	建筑级	1	12	400	在产
海南	建筑+汽车	1	18	600	2009 年已出售
海南	建筑级	1	18	600	

数据来源：公开信息、世纪证券研究所

行业领先地位难以撼动

公司作为国内首屈一指的汽车玻璃龙头，我们认为其核心竞争力表现在：

（1）规模实力。汽车玻璃行业投资巨大，同时对技术、人工、管理也都有较高的要求，存在较高的进入壁垒。国内有大规模配套产能的汽车玻璃厂商为数不多，公司已具备超过 1000 万套的汽车玻璃配套能力，规模一枝独秀，基本相当于国内竞争对手的总和。

（2）区域布局完整。公司已完成针对国内主要汽车产业集群地的配套布局，实现了对国内主要整车厂的全覆盖，在订单的快速响应、配送方面建立了巨大的优势。

Figure 6 公司汽车玻璃生产基地布局

生产基地	投产时间	辐射汽车产业集群（主要整车集团）
本部	1987	东南（福汽、江淮、奇瑞等）
长春	2001	东北（一汽、华晨、哈飞等）
重庆	2002	西南（长安等）
上海	2003	东部（上汽、吉利、江铃等）
北京	2007	华北（北汽、长城等）
广州	2007	华南（广汽等）
荆门	2010	华中（东风、宇通等）

数据来源：公开信息、世纪证券研究所

(3) 成本控制有力。公司采取上下游一体化生产模式，经过前期的浮法线投入，大部分玻璃原片（占汽车玻璃成本近 40%）已实现自产；我们在实地调研中了解到，2009 年公司仍外购了 10 万吨玻璃原片，随着本部的原建筑级浮法线技改为汽车级（预计 2010 年中期完成），届时浮法玻璃原片有望完全自配，进一步降低采购成本。另一方面，公司已储备了较多的生产线设备专利，生产设备的自制率也不断提升，有利于减少相关的设备购置支出和折旧。

(4) 优秀的管理和品牌资质。公司靠生产汽车玻璃起家，在此领域已有 20 多年的积累，管理能力一直为业界称道，与国内整车厂的配套关系稳固；公司已获得世界八大汽车厂商的认证，“FY” 商标更是中国汽车玻璃行业迄今为止唯一的“中国驰名商标”。

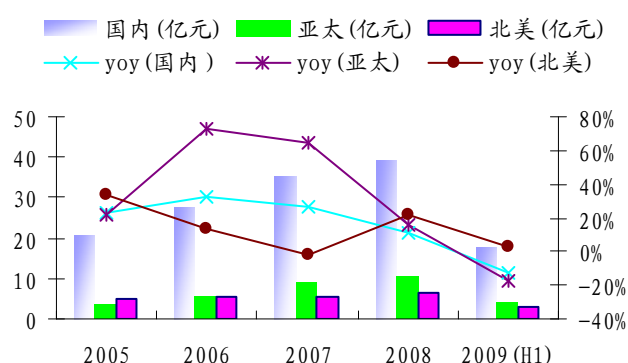
我们认为，随着整车厂对汽车玻璃配套商的快速响应、同步研发等能力要求越来越高，公司所具备的综合优势也越发明显，在行业的领先地位难以撼动。

进入持续回报期，增长确定性强

汽车玻璃：国内享受下游景气，出口高增速可期

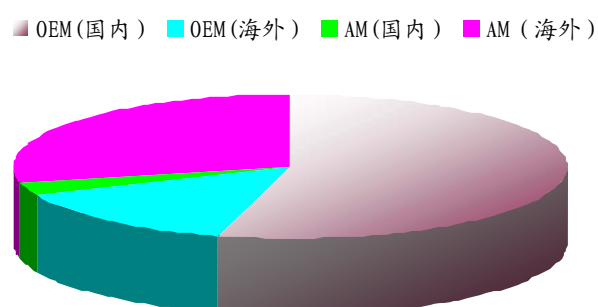
目前公司国内汽车玻璃业务主要集中在 OEM 市场；出口业务约占总收入 30%，其中配件（AM）市场与 OEM 市场业务比例约为 2：1。

Figure 7 公司收入构成及增速（按地区）



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 8 2008 年公司汽车玻璃业务 OEM、AM 市场构成



数据来源：公司年报、世纪证券研究所

(1) 国内市场

2009 年我国首次成为全球最大的汽车消费国，销量达到 1364 万辆，

同比大幅增长 46%，直接带动汽车玻璃市场增长；预计 2009 年公司国内 OEM 市场收入增速接近 40%，低于汽车销量增速的原因在于乘用车销售结构下移以及成本回落导致的产品均价下降。

根据我们此前判断，国内汽车行业从 2009 年起进入大范围普及阶段，国民消费能力提升以及较低的保有量基数对汽车行业的中长期高速增长构成有力支撑，汽车玻璃行业无疑也将长时间分享整车的景气。值得一提的是，公司在各大生产基地均有充足的土地和厂房储备，未来只需要增添设备便可扩大产能，这样既可实现低成本条件下的快速扩产，又能够结合订单灵活调整各基地的生产计划。

不过就国内 OEM 市场的份额而言，由于公司已占据 6 成左右，继续提升的空间不会太大，我们预计未来 2 年此项业务复合增速为 14%，基本同步于汽车行业预测增速。

我国汽车玻璃 AM 市场将伴随汽车保有量快速增加，公司此项国内业务相比 OEM 尚不到 7%，存在较大增长空间，公司也表示将加大对国内 AM 市场的投入。2008 年公司在国内 AM 市场增速为 34.43%，考虑到此项业务基数低，以及公司强大的品牌竞争力，保守估计未来 2 年 CARG 不低于 35%。

（2）海外市场

2008 年出口业务实现 34.3% 的增速，受海外主要汽车市场销量大幅下滑影响，公司上半年出口同比下滑 10%。公司的传统国际竞争优势主要体现在人力成本，劣势主要在同步研发，由于缺乏新车型配套储备，过去几年海外业务更偏重于 AM 市场。

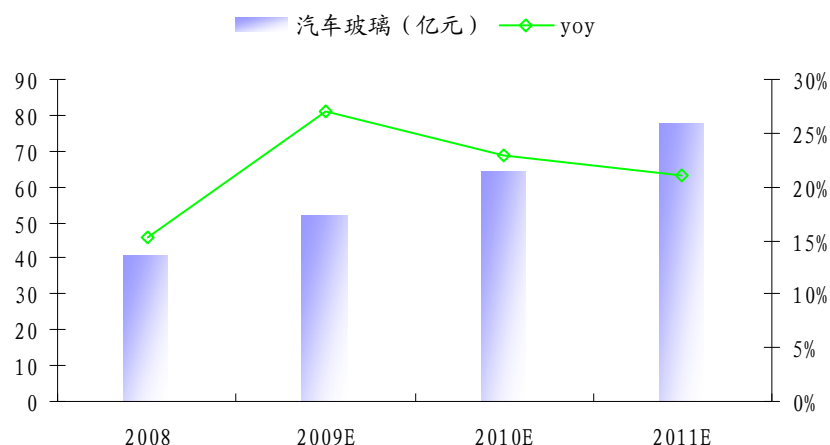
随着汽车行业竞争日趋激烈，整车厂必须依靠加快新车投放速度维持竞争力，汽车玻璃需求逐渐从“标准化、大规模”向“多品种、小批量”转变；相比海外巨头，公司“半自动、半人工”的柔性生产线更能适应行业的新特征，再加上近年来公司在研发、销售网络等方面都进行了大量的准备，国际竞争力处于不断提升中，这在公司 2009 年上半年北美市场业务的逆势增长（3%）中已得到初步体现。

我们了解到，公司下半年出口明显恢复，预计 2009 年仍实现小幅

增长；在海外汽车市场整体复苏以及竞争力日渐提升背景下，公司出口业务在 2010~2011 年实现 40% 以上的高复合增长是完全可以期待的。

综上，我们认为公司汽车玻璃业务在前期投入和产业布局完成后已进入持续回报期，占尽天时地利，未来增长的确性强，预计 2008~2011 年 CARG 达 24%。

Figure 9 2009~2011 年公司汽车玻璃销售收入预测



数据来源：wind、世纪证券研究所

浮法玻璃：战略收缩后有望保持稳定

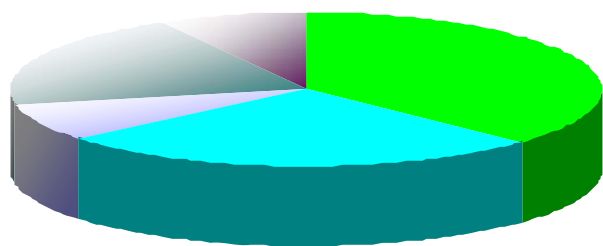
公司 2009 年出售了海南的两条建筑级浮法线，本部的一条建筑级也改为汽车级，目前仅通辽、双辽的 3 条建筑级浮法线在产。2009 年原材料成本大幅回落，下游需求逐渐回暖，同时由于国内较多生产线先期放水，导致供需失衡推动产品价格持续上涨，该项业务盈利能力从 2 季度起也明显提升。考虑到行业现状以及销售半径因素，我们预计此项业务在战略收缩后有望保持稳定，2009 年实现小幅盈利，未来 2 年基本盈亏平衡，不会对公司业绩构成拖累。

综合盈利能力具持续提升空间

2009 年受益于成本和业务结构改善，公司毛利率逐季走高，其中 3 季度达到 45.26%，处在多年来单季最高水平。目前来看，2010 年 PVB、硅砂原材料价格保持稳定的确定性大，能源、人工费用预计小幅上升，重油、纯碱是主要的可变成本。

Figure 10 浮法玻璃成本构成

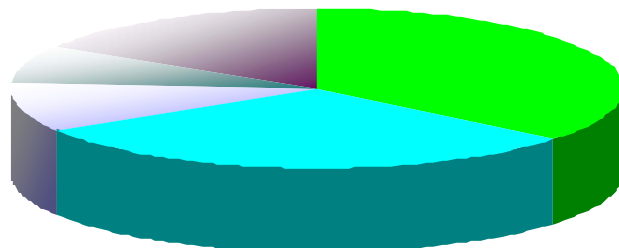
■ 重油 ■ 纯碱 ■ 硅砂 ■ 制造费用 ■ 人工及其他



数据来源：世纪证券研究所

Figure 11 汽车玻璃主要成本构成

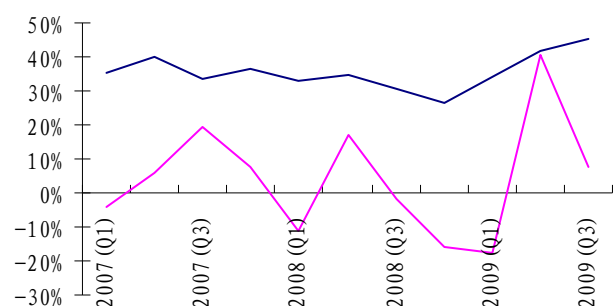
■ 浮法玻璃原片 ■ PVB膜 ■ 折旧 ■ 能源 ■ 人工及其他



数据来源：世纪证券研究所

Figure 12 公司近3年分季度毛利率、收入环比增长率走势

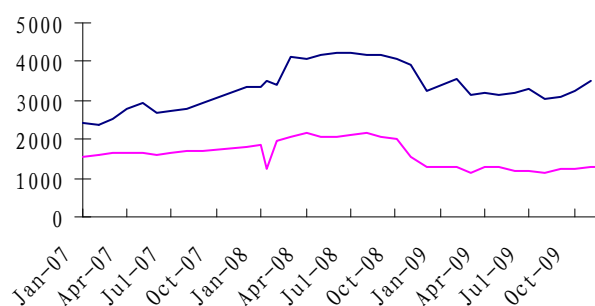
— 毛利率 — 收入环比增长率



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 13 重油、纯碱价格走势

— 重油 — 纯碱



数据来源：国研网、世纪证券研究所

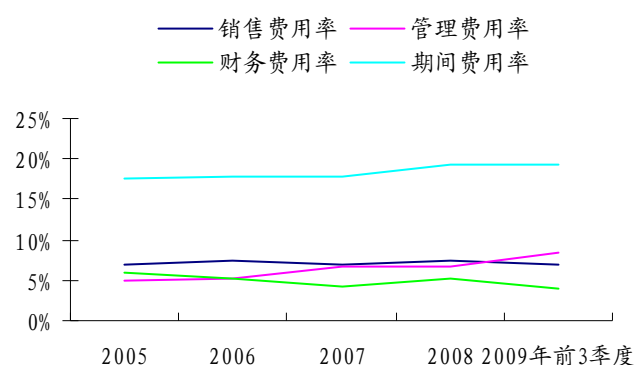
公司预计 2010 年纯碱价格波动较小，重油价格则存在不确定性。我们判断 2010 年国内纯碱仍处在消化过剩产能阶段，提价较难；重油价格主要受原油传导，2009 年 4 季度开始出现了一定反弹，但短期在美元走强预期下继续大幅上涨的可能性也不大，同时公司本身具备 2 个月的重油储备，对抵御其价格上涨有一定缓冲作用。总体上，我们预计 2010 年公司产品成本将小幅提升，但对毛利率的影响有限。

2009 年前 3 季度公司期间费用率为 19.24%，与 2008 年基本持平。其中，管理费用增长主要是 2009 年已计提的建筑浮法线资产的前期折旧和摊销费用计入所致（约 5000 万元），预计 2010 年将回到正常年份状态。欣喜的是，公司现金流状况大幅改善，年内归还贷款约 17 亿，节省财务费用约 9000 万元；公司在 2009 年下半年先后发行了 2 期共 13 亿的短期融资券，2010 年财务费用将进一步减轻。

我们预计 2010 年公司期间费用率将降至 16.2%，大幅改善，因此

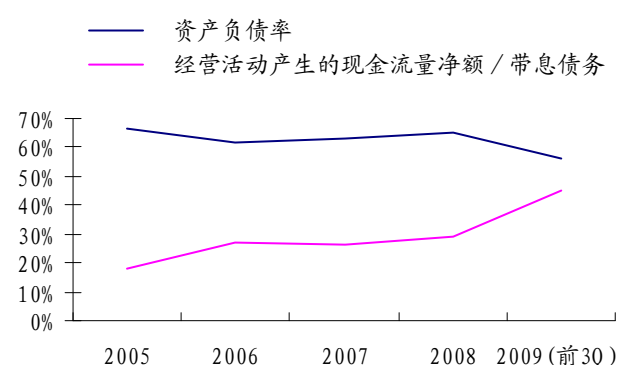
在毛利率小幅下降预期下，公司综合盈利能力仍存在继续提升空间。

Figure 14 公司近年期间费用率走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 15 公司近年部分偿债能力指标走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

此外，公司在近两年对已停产、出售的浮法生产线进行了充分减值计提，折合每股收益分别达 0.2 元、0.11 元。从公司经营现状看，预计未来 2 年不再有大额计提压力。

中长期投资价值良好，给予“增持”评级

我们认为，公司是国内极少数具备全球竞争力的汽车零部件企业，成长性较为确定，具有良好的中长期投资价值。预测 2009~2011 年公司每股收益分别为 0.54 元、0.78 元、0.91 元，给予“增持”评级，年内目标价 17 元~19 元，对应 2010 年 22~25 倍市盈率。

Figure 16 利润表预测

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5717	6054	7051	8359
营业成本	3926	3511	4125	4949
营业税金及附加	3	2	4	7
营业费用	420	412	501	602
管理费用	377	484	472	560
财务费用	301	187	145	130
资产减值损失	419	215	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	10	20	25	25
营业利润	281	1263	1830	2137
营业外收入	46	0	0	0
营业外支出	12	0	0	0
利润总额	315	1263	1830	2137

所得税	69	189	274	321
净利润	246	1073	1555	1816
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	246	1073	1555	1816
EPS（元）	0.12	0.54	0.78	0.91

数据来源：wind、世纪证券研究所

风险提示

- （1）原材料价格大幅上涨。
- （2）出口市场低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.