

强烈推荐-A (维持)

福耀玻璃 600660.SH

目标估值: 13.3-17.7 元

当前股价: 9.43 元

2010 年 7 月 8 日

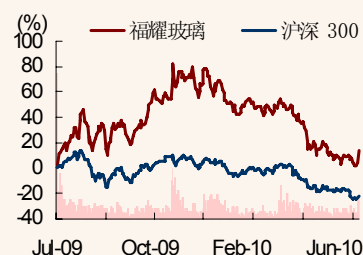
业绩预增符合预期, 估值具备足够吸引力

基础数据

上证综指	2421
总股本(万股)	200299
已上市流通股(万股)	176290
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	166
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	32.1
资产负债率	53.0%
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	4	-34	16
相对表现	10	-6	40



相关报告

- 1、《福耀玻璃(600660)- 2010 年净利润仍可实现高增长》2009/11/23
- 2、《福耀玻璃(600660)- 业绩完全符合预期, 未来仍将稳定增长》2010/3/10

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090208030186

范玉琢 (研究助理)

0755-83734407
fanyz@cmschina.com.cn

公司发布中报业绩预增, 预计公司 2010 年上半年净利润较上年同期增长 289% 以上, 即中报净利润在 8.61 亿元以上, 对应 EPS 为 0.43 元; 公司上半年业绩基本符合预期, 我们维持公司 2010 年、2011 年 EPS 为 0.89 元和 1.03 元的盈利预测, 目前估值已经具有足够吸引力, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

- **中报业绩预增符合我们预期。**公司 2010 年中报业绩预增 289% 以上, 对应 EPS 在 0.43 元以上, 从同比来看, 高增长缘于 2009 年上半年计提了资产减值准备以及产品需求不旺盛; 从环比来看, 2010Q1 公司 EPS 为 0.21 元, 业绩预增表明 2010Q2 业绩在 0.22 元以上, 符合我们预期。
- **下半年盈利仍将保持相对稳定。**上半年公司汽车玻璃需求饱满, 产能利用率保持高位, 虽然原材料价格有所上涨, 但通过内部消化, 毛利率依然维持高水平; 目前汽车行业处于景气短期下滑阶段, 其中小排量低端汽车库存压力较大, 但中高档汽车景气度相对较高, 销量增速较高, 产品结构的变化将使得公司产品附加值提升, 下半年盈利仍将保持相对稳定。
- **投资高峰期已过, 未来投资将更注重效率。**经过前期在国内大规模的投资建厂, 公司在国内主要汽车生产地区已经完成布局, 未来仍将在新的汽车产区投资建厂, 但将更注重各生产网点的协同效应; 同时公司未来将更注重新产品研发和产业链环节的完善, 保持产品毛利率水平。
- **公司汽车玻璃业务长期发展空间依然广阔。**公司在国内 OEM 市场竞争优势明确, 将充分享受国内汽车市场长期发展带来的收益; 同时近年来公司积极参与与国际汽车巨头新车型研发, 出口业务将保持高速增长趋势。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们维持公司 2010 年 EPS 为 0.89 元盈利预测。公司竞争能力强无可争辩, 同时未来国内市场的增长与海外市场的增长也可预期, 未来公司高分红能力也可以预见, 我们认为公司按 2010 年 EPS0.89 元的 15-20 倍 PE 估值相对合理, 目标估值区间 13.3 元-17.7 元, 维持对公司“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** 下半年汽车行业景气下滑幅度超出预期。

财务数据与估值

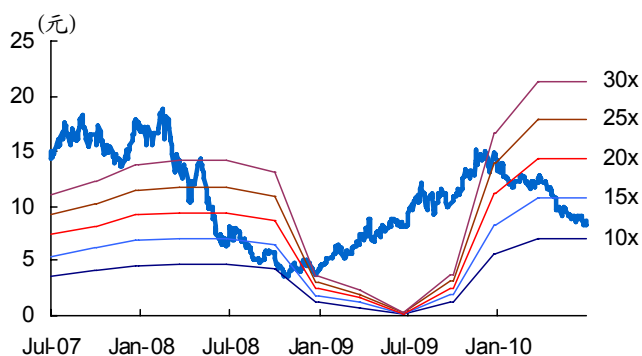
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5717	6079	7356	8680	9982
同比增长	11%	6%	21%	18%	15%
营业利润(百万元)	281	1473	2067	2397	2764
同比增长	-71%	424%	40%	16%	15%
净利润(百万元)	246	1118	1774	2054	2366
同比增长	-73%	354%	59%	16%	15%
每股收益(元)	0.12	0.56	0.89	1.03	1.18
PE	76.8	16.9	10.6	9.2	8.0
PB	5.8	4.3	3.3	2.6	2.1

资料来源: 招商证券

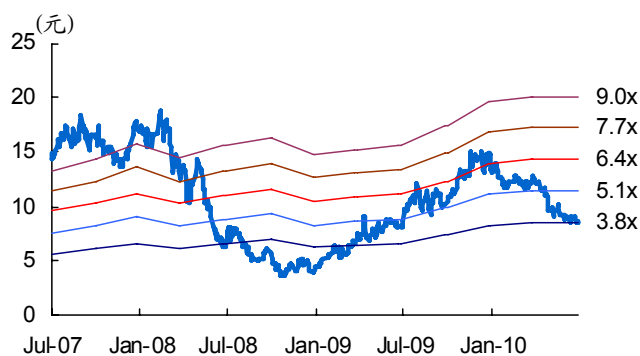
表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1
一、营业总收入	1337	1561	1530	1289	1059	1487	1597	1936	1753
二、营业总成本	1123	1308	1356	1659	943	1353	1157	1174	1279
其中: 营业成本	896	1022	1059	950	700	865	874	1084	984
营业税金及附加	1	1	1	1	0	1	1	1	1
营业费用	93	113	104	110	77	102	109	122	130
管理费用	76	94	102	105	98	124	125	136	120
财务费用	57	79	91	74	68	46	48	45	44
资产减值损失	0	0	0	420	0	215	0	-214	0
三、其他经营收益	2	3	3	2	2	5	6	8	5
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	5
四、营业利润	216	256	177	-368	118	139	446	770	479
加: 营业外收入	2	10	4	30	5	21	2	2	9
减: 营业外支出	4	-2	1	10	0	1	2	218	2
五、利润总额	214	269	181	-349	123	159	446	554	486
减: 所得税	23	19	11	15	19	42	50	54	69
六、净利润	191	250	169	-363	103	118	397	500	417
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	500	417
EPS (元)	0.10	0.12	0.08	-0.18	0.05	0.06	0.20	0.25	0.21
主要比率									
毛利率	32.9%	34.6%	30.8%	26.3%	33.9%	41.9%	45.3%	44.0%	43.9%
营业利润率	16.2%	16.4%	11.6%	-28.6%	11.2%	9.4%	28.0%	39.8%	27.3%
净利率	14.3%	16.0%	11.1%	-28.2%	9.8%	7.9%	24.8%	25.8%	23.8%
营业费率	6.9%	7.2%	6.8%	8.5%	7.3%	6.9%	6.8%	6.3%	7.4%
管理费费率	5.7%	6.0%	6.7%	8.1%	9.2%	8.4%	7.8%	7.0%	6.9%
实际税率	11.0%	7.2%	6.3%	-4.2%	15.8%	26.1%	11.1%	9.7%	14.3%

资料来源: 公司报表, 招商证券

图 1: 福耀玻璃历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 福耀玻璃历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

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。
- 9、《福耀玻璃（600660）-2010 年净利润仍可实现高增长》2009/11/23。
- 10、《福耀玻璃（600660）-业绩完全符合预期，未来仍将稳定增长》2010/3/10。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2266	2874	3081	4033	5695
现金	154	139	150	548	1687
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	92	66	74	87	100
应收款项	765	1170	1391	1641	1887
其它应收款	37	90	74	87	100
存货	1167	1272	1276	1531	1761
其他	51	136	117	139	160
非流动资产	7067	6177	5757	5449	5172
长期股权投资	90	104	104	104	104
固定资产	5434	4919	4592	4341	4115
无形资产	463	480	432	389	350
其他	1081	674	628	615	604
资产总计	9333	9051	8837	9482	10867
流动负债	2905	2915	2379	1983	1594
短期借款	1071	230	225	150	100
应付账款	252	398	304	365	419
预收账款	63	30	69	83	96
其他	1518	2258	1781	1385	979
长期负债	3159	1749	741	241	241
长期借款	3159	1741	741	241	241
其他	0	8	0	0	0
负债合计	6064	4665	3120	2224	1835
股本	2003	2003	2003	2003	2003
资本公积金	199	199	199	199	199
留存收益	1067	2184	3515	5055	6830
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	3270	4386	5717	7258	9032
负债及权益合计	9333	9051	8837	9482	10867

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1592	1951	735	2199	2487
净利润			1774	2054	2366
折旧摊销			548	513	481
财务费用			57	22	16
投资收益			(10)	(10)	(10)
营运资金变动			(1670)	(382)	(368)
其它			35	1	1
投资活动现金流	(913)	24	(170)	(200)	(200)
资本支出			(200)	(200)	(200)
其他投资			30	0	0
筹资活动现金流	(656)	(1979)	(554)	(1601)	(1148)
借款变动			(55)	(1075)	(550)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(444)	(514)	(592)
其他			(56)	(12)	(6)
现金净增加额	22	(4)	11	398	1139

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5717	6079	7356	8680	9982
营业成本	3926	3523	4340	5208	5989
营业税金及附加	3	3	4	4	5
营业费用	420	411	463	547	629
管理费用	377	483	434	512	589
财务费用	301	206	57	22	16
资产减值损失	419	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	10	21	10	10	10
营业利润	281	1473	2067	2397	2764
营业外收入	46	30	30	30	30
营业外支出	12	221	10	10	10
利润总额	315	1282	2087	2417	2784
所得税	69	164	313	362	418
净利润	246	1118	1774	2054	2366
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	246	1118	1774	2054	2366
EPS (元)	0.12	0.56	0.89	1.03	1.18

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	11%	6%	21%	18%	15%
营业利润	-71%	424%	40%	16%	15%
净利润	-73%	354%	59%	16%	15%
获利能力					
毛利率	31.3%	42.1%	41.0%	40.0%	40.0%
净利率	4.3%	18.4%	24.1%	23.7%	23.7%
ROE	7.5%	25.5%	31.0%	28.3%	26.2%
ROIC	5.4%	22.9%	23.5%	25.2%	25.2%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	51.5%	35.3%	23.5%	16.9%
净负债比率	54.4%	22.3%	22.2%	9.4%	3.1%
流动比率	0.8	1.0	1.3	2.0	3.6
速动比率	0.4	0.5	0.8	1.3	2.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9
存货周转率	3.1	2.9	3.4	3.7	3.6
应收帐款周转率	7.4	6.3	5.7	5.7	5.7
应付帐款周转率	12.1	10.8	12.4	15.6	15.3
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.56	0.89	1.03	1.18
每股经营现金	0.79	0.97	0.37	1.10	1.24
每股净资产	1.63	2.19	2.85	3.62	4.51
每股股利	0.00	0.15	0.22	0.26	0.30
估值比率					
PE	76.8	16.9	10.6	9.2	8.0
PB	5.8	4.3	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	25.3	12.7	10.6	9.7	8.7

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。

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；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。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。

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

免责条款

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。