

福耀玻璃 (600660)

买入 / 维持评级

股价：RMB11.33

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

出口复苏 稳健增长

—中报点评

2010 年上半年实现营业收入 38.8 亿, 同比增长 52.8%, 实现税后净利 8.8 亿元, 同比增长近 300%, 合计每股税后盈利 0.44 元, 其中 2 季度单季经营性盈利 0.22 元, 符合预期。

上半年由于国内汽车销量的大幅增长和出口贸易在低基数基础之上的强劲复苏, 营业收入同比快速增长, 其中国内收入同比增长了 57%, 出口同比增长了 41%, 其中我们估计后服务市场和 OEM 市场分别增长了 10% 和 35%。

毛利率同比增加了 2.42 个百分点, 但汽车玻璃的毛利率下降了 1.7 个百分点, 主要是由于汽车玻璃销售占比继续攀升, 综合毛利率得以能够进一步提高。汽车玻璃毛利率下滑的原因可能包括: 燃油成本相对上升; 人民币升值; 以及随着产能扩张, 公司有更多余力满足自主品牌汽车的配套需求, 毛利率结构性下降。

资本支出规模的持续收缩和良好的经营现金流助公司进一步改善财务状况, 资产负债率在多年里首次下降到 50% 以下的水平, 预计未来几年公司将继续压缩负债规模, 以减轻财务费用压力。

相关研究

3 季度国内汽车产销规模的下降会对公司营收造成短期压力, 预计至迟 4 季度国内市场将重现产销两旺局面。此外, 海外汽车市场在 2010 年上半年持续复苏, 但进入 7 月后, 增速开始明显放缓, 而在政府撤回“旧车换新车”计划以后, 欧洲汽车市场已经连续 3 个月同比下滑, 海外汽车市场的整体复苏势头仍然缓慢且多反复。从成本角度考虑, 下半年原料成本的压力估计较上半年会稍大一些。

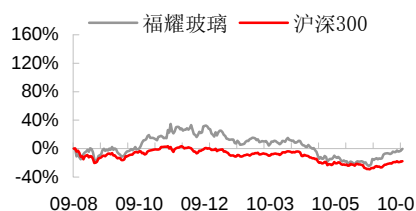
基础数据

总股本 (百万股)	2003
流通 A 股 (百万股)	1763
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	19974

预计 2010 年全年将实现约 75 亿元销售收入, 其中国内汽车及浮法玻璃销售合计约 49 亿元, 维修市场出口 13.6 亿元, OEM 出口增长 50% 达 12.1 亿元, 我们预测 2011 年营业收入的综合增长率为 15.4% 至 86.8 亿元, 毛利率大致可维持上半年水平。预计 2010 年和 2011 年分别可实现每股税后溢利 0.85 元和 1 元。

维持“买入”建议, 主要的理由或逻辑是: 未来几年, 行业需求的增长仍然可期; 进入新的目标市场 (主要是自主品牌乘用车) 进展顺利, 国内部分的销售在 2011 年可能超出预期; 海外汽车销售的回暖出现反复, 但在 2011 年进一步转好的概率较大, 出口业务可能在 2011 年超出我们预期。相对而言, 估值水平仍然十分安全。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101H	2010E	2011E
营业收入(百万元)	6079.4	3888	7527	8683
(+/-%)	6.3	52.8	23.8	15.4
归属母公司净利润(百万元)	1118.0	877	1721	2010
(+/-%)	354.4	296	53.9	17.4
EPS(元)	0.56	0.44	0.85	1.00
P/E(倍)	20.3	25.8	13.3	11.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表 1 财务报表预测

资产负债表			单位: 百万元	利润表	单位: 百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	3,230	3,687	5,245	主营业务收入	5,838	7,527	8,683
长期资产	5,929	5,518	5,193	EBITDA	2,386	2,709	2,941
资产总额	9,159	9,205	10,437	折旧/摊销	-703	-601	-511
流动负债	2,169	2,004	1,629	EBIT	1,683	2,107	2,430
长期负债	2,750	1,591	1,591	财务费用	196	161	145
少数股东权益	0	0	0	非经营性收益	-215	-2	-2
股东权益合计	4,226	5,596	7,204	税前利润	1,272	1,944	2,283
负债和股东权益	9,145	9,191	10,423	所得税	189	232	273
				少数股东损益	0	0	0
				净利润	1,083	1,712	2,010
					2009	2010E	2011E
				增长率(%)			
现金流量表			单位: 百万元	主营业务收入	3.1%	28.9%	15.4%
	2009	2010E	2011E	EBITDA	47.3%	13.5%	8.6%
税前利润	1,272	1,944	2,283	净利润	399.9%	58.1%	17.4%
所得税	189	232	273	每股收益	399.9%	58.1%	17.4%
折旧/摊销	-703	-601	-511	利润率(%)			
营运资金增加额	-246	525	-130	EBITDA 收益率	40.3%	35.6%	33.6%
经营活动现金流净额	1,726	2,989	2,529	EBIT 收益率	28.4%	27.7%	27.7%
资本性支出	-347	-191	-185	净利润率	18.5%	22.7%	23.1%
其他	10	10	7	年末资产收益率	11.8%	18.6%	19.3%
投资活动现金流净额	-337	-181	-178	年末净资产收益率	25.6%	30.6%	27.9%
付息债增加额	-1,722	-1,659	-576	比率(倍)			
利息支付	-196	-161	-145	杠杆比率(%)	5.1%	1.8%	1.4%
股息支付	0	-342	-402	付息债/资产总额	3.7%	1.8%	1.1%
筹资活动现金流净额	-1,918	-2,162	-1,123	付息债/股东权益	7.9%	3.0%	1.6%
现金净增加额	-529	646	1,228	已获利息倍数	3	8	13

数据来源: 公司年报、华泰联合证券研究所预测

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com