

强烈推荐-A (维持)

福耀玻璃 600660.SH

目标估值: 13.5-18.0 元

当前股价: 10.38 元

2011 年 1 月 14 日

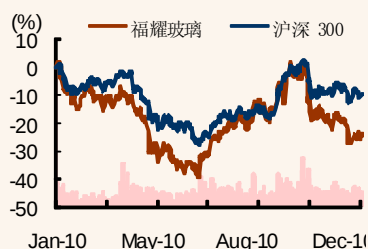
业绩预增符合预期, 看好长期投资价值

基础数据

上证综指	2828
总股本(万股)	200299
已上市流通股(万股)	176290
总市值(亿元)	208
流通市值(亿元)	183
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	33.9
资产负债率	46.3%
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	-7	9	-24
相对表现	-4	-11	-16



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)- 增长模式转变、成长空间巨大》2010/8/6

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090208030186

范玉琢

021-68407276
fanyz@cmschina.com.cn
S1090210090007

公司发布 2010 年度业绩预增公告, 预计净利润同比增长 57%以上, 基本符合预期; 公司的发展模式已经由资本推动增长向竞争力推动增长转变, 核心竞争优势突出; 目前估值水平相对较低, 未来几年有望保持高比例分红, 我们维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标估值区间 13.5-18.0 元, 看好长期投资价值。

- **2010 年业绩预增幅度基本符合预期。**公司公布预增公告, “预计公司 2010 年净利润较上年同期增长 57%以上”, 2009 年公司实现营业收入 60.79 亿元, 实现归属于母公司所有者净利润 11.18 亿元; 同比增长 57%也即公司 2010 年净利润在 17.55 亿元以上, 对应 EPS0.88 元以上, 表明四季度公司实现 EPS0.22 元以上。
- **四季度 EPS0.22 元以上来之不易。**四季度纯碱等原材料价格大幅上涨, 同时人民币继续保持升值趋势, 公司经营压力有所增大, 但仍然实行了单季度 EPS0.22 元以上的业绩, 我们认为主要在于公司产品结构的优化以及出色的成本控制能力。
- **我们预计 2011 年公司 EPS 为 1.13 元。**我们预计 2011 年国内汽车行业销量增长 15%, 公司市场份额将保持稳定, 产品结构有望进一步优化, 同时出口业务仍将保持 30%左右增长, 预计 2011 年公司收入增长 21%; 公司成本控制仍有潜力可挖, 产能利用率仍保持较高水平, 规模效应将进一步突出。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司在国内市场份额稳定的基础上, 国外市场快速增长, 逐渐抢占国际巨头市场份额, 已经逐步成长为国际化零部件公司; 同时未来几年公司的资本开支较少, 有望保持较高的现金分红比例, 目前估值水平相对较低, 维持目标估值区间 13.5 元-18.0 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 看好公司长期投资价值。
- **风险提示:**国内汽车销量和海外 OEM 市场低于预期, 人民币升值幅度超预期将影响公司出口业务盈利。

财务数据与估值

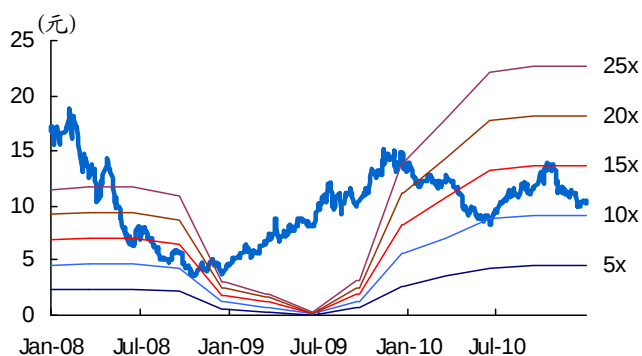
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5717	6079	7900	9581	11585
同比增长	11%	6%	30%	21%	21%
营业利润(百万元)	281	1473	2074	2571	3091
同比增长	-71%	424%	41%	24%	20%
净利润(百万元)	246	1118	1800	2254	2706
同比增长	-73%	354%	61%	25%	20%
每股收益(元)	0.12	0.56	0.90	1.13	1.35
PE	85.1	18.7	11.6	9.3	7.7
PB	6.4	4.8	4.0	3.2	2.5

资料来源: 招商证券

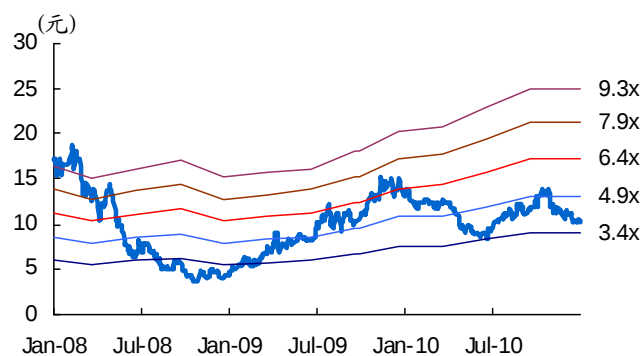
表 1: 单季度业绩回顾

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3
一、营业总收入	1337	1561	1530	1289	1059	1487	1597	1936	1753	2135	2191
二、营业总成本	1123	1308	1356	1659	943	1353	1157	1174	1279	1630	1700
其中: 营业成本	896	1022	1059	950	700	865	874	1084	984	1294	1357
营业税金及附加	1	1	1	1	0	1	1	1	1	1	1
营业费用	93	113	104	110	77	102	109	122	130	149	147
管理费用	76	94	102	105	98	124	125	136	120	136	160
财务费用	57	79	91	74	68	46	48	45	44	50	35
资产减值损失	0	0	0	420	0	215	0	-214	0	0	0
三、其他经营收益	2	3	3	2	2	5	6	8	5	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	2	2	5	6	8	5	4	4
四、营业利润	216	256	177	-368	118	139	446	770	479	510	495
加: 营业外收入	2	10	4	30	5	21	2	2	9	3	5
减: 营业外支出	4	-2	1	10	0	1	2	218	2	1	4
五、利润总额	214	269	181	-349	123	159	446	554	486	512	496
减: 所得税	23	19	11	15	19	42	50	54	69	52	53
六、净利润	191	250	169	-363	103	118	397	500	417	460	443
减: 少数股东损益	0	0	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	460	443
EPS (元)	0.10	0.12	0.08	-0.18	0.05	0.06	0.20	0.25	0.21	0.23	0.22
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%	39.4%	38.1%
营业利润率	16.2%	16.4%	11.6%	-29%	11.2%	9.4%	28.0%	39.8%	27.3%	23.9%	22.6%
净利率	14.3%	16.0%	11.1%	-28%	9.8%	7.9%	24.8%	25.8%	23.8%	21.5%	20.2%
营业费率	6.9%	7.2%	6.8%	8.5%	7.3%	6.9%	6.8%	6.3%	7.4%	7.0%	6.7%
管理费	5.7%	6.0%	6.7%	8.1%	9.2%	8.4%	7.8%	7.0%	6.9%	6.4%	7.3%
实际税率	11.0%	7.2%	6.3%	-4.2%	15.8%	26.1%	11.1%	9.7%	14.3%	10.2%	10.7%

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。
- 11、《福耀玻璃（600660）-业绩预增符合预期，估值具备足够吸引力》2010/7/8。
- 12、《福耀玻璃（600660）-增长模式转变、成长空间巨大》2010/8/6。

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	3677	4289	5367
现金	154	139	856	853	1202
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	92	66	79	96	116
应收款项	765	1170	1179	1430	1729
其它应收款	37	90	79	96	116
存货	1167	1272	1359	1662	2020
其他	51	136	125	152	185
非流动资产	7067	6177	6277	6353	6426
长期股权投资	90	104	104	104	104
固定资产	5434	4919	5112	5246	5368
无形资产	463	480	432	389	350
其他	1081	674	628	615	604
资产总计	9333	9051	9954	10642	11792
流动负债	2905	2915	3426	3262	2788
短期借款	1071	230	400	300	200
应付账款	252	398	416	509	618
预收账款	63	30	74	90	110
其他	1518	2258	2536	2363	1860
长期负债	3159	1749	1241	741	741
长期借款	3159	1741	1241	741	741
其他	0	8	0	0	0
负债合计	6064	4665	4667	4003	3529
股本	2003	2003	2003	2003	2003
资本公积金	199	199	199	199	199
留存收益	1067	2184	3084	4437	6061
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	3270	4386	5287	6639	8263
负债及权益合计	9333	9051	9954	10642	11792

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1592	1951	2178	2148	2674
净利润			1800	2254	2706
折旧摊销			519	523	528
财务费用			113	59	53
投资收益			(10)	(10)	(10)
营运资金变动			(189)	(686)	(612)
其它			(55)	8	9
投资活动现金流	(913)	24	(570)	(600)	(600)
资本支出			(600)	(600)	(600)
其他投资			30	0	0
筹资活动现金流	(656)	(1979)	(891)	(1551)	(1725)
借款变动			120	(600)	(600)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(900)	(902)	(1083)
其他			(112)	(49)	(43)
现金净增加额	22	(4)	717	(3)	349

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	7900	9581	11585
营业成本	3926	3523	4622	5653	6870
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	420	411	545	632	765
管理费用	377	483	553	671	811
财务费用	301	206	113	59	53
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	2074	2571	3091
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	2094	2591	3111
所得税	69	164	293	337	404
净利润	246	1118	1800	2254	2706
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	246	1118	1800	2254	2706
EPS (元)	0.12	0.56	0.90	1.13	1.35

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	11%	6%	30%	21%	21%
营业利润	-71%	424%	41%	24%	20%
净利润	-73%	354%	61%	25%	20%
获利能力					
毛利率	31.3%	42.1%	41.5%	41.0%	40.7%
净利率	4.3%	18.4%	22.8%	23.5%	23.4%
ROE	7.5%	25.5%	34.1%	34.0%	32.8%
ROIC	5.4%	22.9%	25.3%	28.0%	29.7%
偿债能力					
资产负债率	65.0%	51.5%	46.9%	37.6%	29.9%
净负债比率	54.4%	22.3%	21.5%	14.5%	8.0%
流动比率	0.8	1.0	1.1	1.3	1.9
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.8	1.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.1	2.9	3.5	3.7	3.7
应收帐款周转率	7.4	6.3	6.7	7.3	7.3
应付帐款周转率	12.1	10.8	11.4	12.2	12.2
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.56	0.90	1.13	1.35
每股经营现金	0.79	0.97	1.09	1.07	1.34
每股净资产	1.63	2.19	2.64	3.31	4.13
每股股利	0.00	0.15	0.45	0.45	0.54
估值比率					
PE	85.1	18.7	11.6	9.3	7.7
PB	6.4	4.8	4.0	3.2	2.5
EV/EBITDA	27.5	13.8	11.4	9.8	8.4

分析师承诺

负责本研究报告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；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。