



东兴证券
DONGXING SECURITIES

业绩符合预期，出口及新产品助力 2011

——福耀玻璃（600660）

2011年3月2日

强烈推荐/维持

福耀玻璃

事件点评

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

联系人 后立尧

010-66557343

hoully@dxzq.net.cn

事件：

福耀玻璃3月1日晚间公布年报显示，2010年福耀玻璃实现营业收入85.1亿元，同比增长了39.92%；实现净利润17.8亿元，同比增长了60.1%，实现基本每股收益0.89元。

观点：

1. 下游汽车销量井喷+低成本费率+出口业务成就2010年辉煌

公司2010年业绩符合我们之前预期，根据公司公告及我们研判，公司业绩大幅增长的原因有四：(1). 2010年汽车产销量大幅增长促使福耀玻璃主营业务收入大幅上涨，主营业务收入按产品类别分，其中汽车玻璃实现收入同比增长46.12%，浮法玻璃实现收入同比增长12.43%。(2). 公司严格控制了成本，2010年在原材料价格上涨、人工成本上升、银行加息的情况下，全年成本费用率为76.77%，仅比去年同期上升0.52个百分点，达到预期效果，取得了良好效益。(3). 通过实施稳健财务政策进一步提升了盈利能力：2010年，公司通过提高资金使用效率，减低资金使用成本，去年存货周转天数比去年同期缩短24.59天，应收账款周转天数与去年同期持平，资产负债率从上年末的51.54%下降至本报告期末的44.71%，公司的财务基础更加稳固可靠。(4). 出口业务增长较快：2010年出口业务占到公司主营收入的28.2%，北美地区实现收入同比增长12.3%，亚太地区实现收入同比增长66.4%，也为公司2010年整体业绩增长作出了巨大贡献。

公司的主营业务收入分产品来看，2010年，公司的汽车玻璃收入为75.6亿元，同比增长46.1%，高于去年汽车行业产量增速32.4%，浮法玻璃收入18.2亿元，同比增长12.4%。公司全年主营收入83.6亿元，营业利润率高达39.9%，显示出公司强大的盈利能力。

表1：福耀玻璃2010年分产品主营收入（亿元人民币）

	营业收入	同比增速	营业利润率
汽车玻璃	75.6	46.1%	35.3%
浮法玻璃	18.2	12.4%	32.5%
其它	1.9	/	/
合计	83.6	41.6%	39.9%

资料：东兴证券研究所

2. 稳居国内汽车玻璃行业第一，国际地位亦稳步提升

目前，福耀玻璃占据国内汽车玻璃68%的市场份额，在高端客车细分市场上，公司更是占据了71%的市场份额。公司占汽车玻璃OEM市场50%份额，在汽车玻璃维修市场上占国内40%的份额，拥有38家联网销售

分公司，出口方面在北美市场已有近 5 年的销售历史，产品质量早已获得了国际认可。公司已成功为宾利、宝马、奥迪、路虎等高端车提供汽车玻璃，并计划从 2011 年开始为宝马公司旗下的 minicopper 品牌供货。

国内市场方面：2010 年国内汽车玻璃市场规模约为 122 亿元，福耀玻璃市场占有率约为 68%，而 2011 年预计约为 186 亿元，福耀玻璃的市场占有率有望提升至 70% 以上。

国际市场方面：2010 年世界汽车玻璃市场总规模约为 900 亿元，其中主机配套市场（OEM）市场 480 亿元，售后维修市场（AM）市场规模约为 420 亿元，而福耀玻璃 2010 年汽车玻璃业务销售收入达 83.6 亿元，占世界市场份额约为 9.3%，与 09 年相比稳步上升，2011 年世界汽车玻璃市场规模大约为 1190 亿元，福耀玻璃的市场占有率至少为 10%。

3. 提前布局出口业务，2011 年出口业务或大放异彩

福耀玻璃提早布局出口市场，抢得先机。公司出口约占中国全部出口汽车玻璃的 75%，在世界汽车玻璃市场排名第三。2010 年福耀玻璃的汽车玻璃实现收入同比增长 46.1%，浮法玻璃实现收入同比增长 12.4%；按区域分，北美地区实现收入同比增长 12.3%，亚太地区实现收入同比增长 66.4%，国内实现收入同比增长 41.4%，2010 年出口业务已占到公司主营收入的 28.2%。可以看出，出口业务特别是亚太地区的出口业务增长迅猛，已经成为公司下一个增长亮点。

表 2：福耀玻璃 2010 年分地区主营收入（亿元人民币）

	营业收入	同比增速	主要供应国家/地区
国内	60.0	41.4%	占据中国 68% 市场
北美	8.4	12.3%	美国、加拿大
亚太	15.2	66.4%	日本、韩国
合计	83.6	41.6%	中国第一，世界第三

资料：东兴证券研究所

4. 玻璃原片自给率提升，2011 年成本费将下降

公司目前浮法玻璃原片自给率约为 50%，另外 50% 主要从上海耀皮玻璃采购。2010 年 7 月，福耀玻璃斥资 1.57 亿购买重庆万盛浮法玻璃有限公司 100% 股权，主要产品为日熔化 600 吨级优质浮法玻璃生产，预计 2012 年可以投产，将进一步提升浮法玻璃自配率，降低物流、包装费用，实现利润最大化。另外，公司自 2009 年 10 月开始对福清三线建筑级浮法玻璃生产线进行了技术升级改造，并于 2010 年 6 月底投产出玻璃，形成内部供应能力，缓解向外采购压力，同时降低了成本，2010 年公司的财富费用率也下降了 1.3 个百分点到 2%。2011 年，虽然公司面临原材料纯碱、重油及 PVB 等材料价格上涨、城建税和教育费加费增加、所得税并轨、工人工资上升、人民币升值等几方压力，但是公司通过提高玻璃原片自给率、降低成本费用、压缩管理成本等方式保障 2011 年毛利率稳定在合理的水平。

5. 天线玻璃、Low-E 玻璃等高附加值新产品提升公司盈利能力

2011 年公司另外一个看点就是高附加值产品的推出会提升公司整体毛利率。公司每年投入大量资金研发新产品，不断推出天线玻璃、Low-E 玻璃高附加值的新产品，2010 年公司投资上千万元建成了占地 482 平米的国内首个汽车玻璃天线暗室，可以完全屏蔽环境中电磁波的干扰，使汽车玻璃天线测试更加精确。目前，福耀玻璃在汽车天线研究开发领域已处于国内领先地位，拥有为汽车主机厂同步开发的能力。一般地，天线玻璃、

Low-E 玻璃等高附加值产品价格及毛利率也远远高出普通玻璃,公司拥有国内最强的汽车玻璃研究实力,2011 年,随着公司各种高端产品的推出,必将提升公司的盈利水平到一个新台阶。

结论:

公司年报公布信息显示公司具有很强的成本控制能力,而且 2010 年盈利增速明显强于汽车行业整体增速。我们研判:2011 年随着公司出口业务规模化,高附加值的新产品不断推出,收购的重庆万盛浮法玻璃开始提供玻璃原片从而提高自给率,去年改造的福清三线建筑级浮法玻璃生产线产能释放,公司业绩也会稳步增长。我们预计福耀玻璃 11-13 年 EPS 分别为 1.2 元、1.4 元和 1.7 元,当前股价对应 11-13 年 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍。远低于汽车及零配件行业平均 PE, 严重被低估。总之,该公司主营业务盈利能力强,出口和新产品是公司的新亮点,公司业绩会伴随中国汽车销量的进一步增长而继续辉煌。基于以上考虑,我们维持之前“强烈推荐”的评级,未来 12 个月的目标价为 16 元。

风险提示:

(1).下游的汽车销量增速低于预期影响公司玻璃销售;(2).人民币升值幅度加大吞噬公司毛利率等。

表 3: 福耀玻璃盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	6,079.37	8,508.04	10,000.00	12,000.00	14,000.00
主营收入增长率	6.34%	39.95%	17.54%	20.00%	16.67%
EBITDA(百万元)	2,261.44	2,761.89	3,418.28	4,037.28	4,644.88
EBITDA 增长率	97.81%	22.13%	23.77%	18.11%	15.05%
净利润(百万元)	1,118.03	1,787.76	2,403.00	2,894.28	3,435.04
净利润增长率	354.39%	59.90%	34.41%	20.44%	18.68%
ROE	25.49%	30.60%	30.99%	28.74%	26.80%
EPS(元)	0.560	0.890	1.200	1.445	1.715
P/E	22.48	14.15	10.49	8.71	7.34
P/B	5.75	4.32	3.25	2.50	1.97
EV/EBITDA	11.98	9.79	7.25	5.56	4.16

资料来源:东兴证券研究所

表 4: 福耀玻璃资产负债表

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	139.13	159.72	450.76	182.22%	2,115.93	369.41%	4,624.60	118.56%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	1,169.77	1,570.23	1,369.86	-12.76%	1,709.59	24.80%	1,726.03	0.96%
预付款项	128.20	179.08	264.48	47.69%	368.64	39.38%	490.16	32.96%
存货	1,272.47	1,677.73	1,504.11	-10.35%	1,956.82	30.10%	2,378.08	21.53%
流动资产合计	2,874.05	3,846.92	3,914.95	1.77%	6,539.47	67.04%	9,670.10	47.87%
非流动资产	6,177.25	6,720.05	6,158.35	-8.36%	5,543.07	-9.99%	4,927.78	-11.10%
资产总计	9,051.30	10,566.97	10,073.30	-4.67%	12,082.53	19.95%	14,597.88	20.82%

短期借款	229.67	1,094.99	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	398.19	603.77	668.49	10.72%	815.34	21.97%	951.23	16.67%
预收款项	29.85	24.21	34.21	41.30%	46.21	35.07%	60.21	30.29%
流动负债合计	2,915.34	3,851.67	2,246.30	-41.68%	2,640.10	17.53%	3,007.42	13.91%
非流动负债	1,749.48	873.16	71.78	-91.78%	(628.22)	N/A	(1,228.22)	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	4,386.48	5,842.15	7,755.23	32.75%	10,070.65	29.86%	12,818.69	27.29%
净营运资本	(41.29)	(4.75)	1,668.65	N/A	3,899.36	133.68%	6,662.68	70.87%
投入资本 IC	6,173.74	7,575.13	7,336.47	-3.15%	7,286.72	-0.68%	6,926.09	-4.95%

资料来源：东兴证券研究所

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事交运设备行业（航空/高铁/船舶/汽车等）研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

