

汽车零部件Ⅲ

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

lifan@cjis.cn

参与人: 王海青

S0960110080404

0755-82026839

wanghaiqing@cjis.cn

6-12 个月目标价: 17.50 元

当前股价: 11.88 元

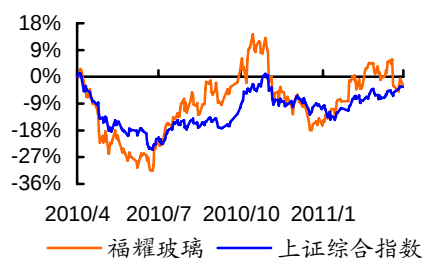
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	3022.75
总股本(百万)	2003
流通股本(百万)	1763
流通市值(亿)	209
EPS (TTM)	0.89
每股净资产(元)	2.92
资产负债率	44.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
福耀玻璃	0.54	21.48	-0.90
上证综合指数	3.03	7.80	7.69



相关报告

福耀玻璃

600660

强烈推荐

盈利能力长期高企，未来业绩稳步增长

投资要点:

- **全球第三大汽车玻璃厂商，市场占有率提至 15%。**公司目前拥有 1500 万套的汽车玻璃产能、以及 7 条浮法玻璃生产线。今年两年将增加 200 万套产能及 2 条浮法玻璃线。公司过去十年规模增长超过 10 倍，目前国内占有率 67.95%，全球占有率提升至 15%。
- **国内行业龙头企业，今年国内汽车玻璃需求量有望增长 20%。**依据美、日、韩国的经验推算，我们 2020 年汽车总保有量可达 3.5 亿辆，为目前的 4 倍。从销量上看，十年后我国年销量可达 5500 万辆，复增速 12%。2011 年，国内汽车销量乘用车销量预计 15% 以上，公司 OEM 占有率有望提至 70%，AM 市场可保持 30% 增速。因此，今年公司国内汽车需求量预计将实现 20% 的增长。
- **受益国外经济复苏与新兴市场需求增长，出口市场有望增长 30% 以上。**目前美国、日本等成熟国家正从金融危机中恢复过来，美国汽车销量距历史正常水平仍有 30% 空间，补缺口过程仍将持续；日本、欧洲部分经济也正在复苏。俄罗斯等新需求增速超 30% 以上的新兴市场有望成为出口新亮点，公司也有意开拓这些区域。预计 2011 年国外市场占有率将继续提升，需求有望增长 30% 以上。
- **公司盈利能力远超竞争对手，市场份额不断扩大。**公司国内竞争对手主要为信义玻璃，但信义重在 AM 市场，在 OEM 市场不能对福耀构成实质威胁。国际市场上，2010 年板硝子汽车玻璃业绩再度恶化，仅实现盈亏平衡；旭硝子扭亏为盈，但盈利能力较弱；圣戈班已于 2009 年被福耀超过。公司发展迅猛，占有率已从 05 年的 5% 增至 15%。
- **周期性不明显，成本优势支持盈利能力高企。**公司毛利率一直维持在 35%-40% 的高水平，得益于对成本的掌握能力及对下游的议价能力。成本压缩是公司扩大市场的最大优势，而规模扩张及生产玻璃原片又有助成本降低。未来公司玻璃原片自给率要提高至 70% 以上，盈利能力有望进一步提升。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**我们预计公司 2011 至 2013 年收入为 103.6 亿、126.5 亿、154.3 亿元，实现每股收益为 1.11、1.38、1.68 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

风险提示: 汽车销量及出口市场复苏低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	8508	10360	12649	15433
同比(%)	40%	22%	22%	22%
归属母公司净利润(百万元)	1788	2228	2766	3361
同比(%)	60%	25%	24%	22%
毛利率(%)	40.4%	40.4%	41.0%	41.0%
ROE(%)	30.6%	32.3%	28.6%	25.8%
每股收益(元)	0.89	1.11	1.38	1.68
P/E	13.94	11.18	9.01	7.41
P/B	4.27	3.61	2.58	1.91
EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、公司简介：国内汽车玻璃龙头	4
二、行业需求增长与竞争分析	4
2.1 国内汽车行业仍将稳步增长，OEM 占有率继续增至 70%。	4
2.1.1 未来 10 年国内汽车销量年增速 12%，保有量增 4 倍。	4
2.1.2 公司国内汽车玻璃需求量：今年有望增长 20%以上。	6
2.2 国外市场受益经济复苏与需求增长，市场占有率将继续提升。	6
2.3 行业竞争格局分析	7
2.3.1 国内行业龙头，地位难以撼动	7
2.3.2 国际市场规模第三，竞争优势不断显现	8
三、公司策略：通过规模与产业链形成壁垒	10
3.1 早期产能迅速扩张，规模优势显现	10
3.2 坚持产业链一体化，提高议价能力	11
3.3 国内布局，国外直销	12
四、公司运营情况分析	12
4.1 收入稳定增长：增速高于汽车销量增速。	12
4.2 高盈利状况长期维持，周期性不明显	13
4.3 成本优势突出，支撑强大的竞争力	13
五、盈利预测	13
六、投资评级：强烈推荐	14

图表目录

图 1 全国汽车销量情况	5
图 2 全国乘用车销量情况	5
图 3 美国人均汽车保有量	5
图 4 日本人均汽车保有量	5
图 5 韩国人均汽车保有量	5
图 6 中国人均汽车保有量	5
图 7 美国近年汽车销量	7
图 8 日本近年汽车销量	7
图 9 信义玻璃收入结构	7
图 10 信义玻璃利润结构	7
图 11 几大厂商汽车玻璃规模比较.....	8
图 12 几大厂商汽车玻璃盈利能力比较	8
图 13 板硝子（NSG）收入情况	8
图 14 板硝子（NSG）汽车玻璃盈利情况	8
图 15 旭硝子（AGC）营业收入情况	9
图 16 旭硝子（AGC）营业利润情况	9
图 17 圣戈班目前收入结构	9
图 18 福耀汽车玻璃产能	10
图 19 福耀玻璃收入结构	10
图 20 福耀玻璃利润结构	10
图 21 福耀玻璃收入与利润情况	12
图 22 福耀净利润增速波动受制于汽车销量增速.....	12
图 23 福耀公司与玻璃行业利润波动对比	13
图 24 福耀玻璃毛利率与净利率	13
表 1 福耀玻璃汽车玻璃生产基地情况	4
表 2 福耀浮法玻璃产能表	11
表 3 福耀玻璃盈利预测假设	13

一、公司简介：国内汽车玻璃龙头

公司于 1993 年上市，是国内汽车玻璃的龙头企业。目前，公司拥有长春、上海、重庆、福清、广州、湖北和北京等七大汽车玻璃生产基地，产能达到 1500 万套，今年建设的郑州基地可增加产能 200 万套；公司还拥有上游 4 条汽车级浮法玻璃与 3 条建筑级浮法玻璃线，今年还将增加 2 条汽车玻璃生产线。

2010 年 6 月底，公司在国内汽车配套市场的占有率达到 67.95%。从全球来看，公司份额约为 15%，为全球规模第三的汽车玻璃供应商。按照规划，公司在未来五年内的全球市场占有率将逐步提升，有望成长为全球最大的汽车玻璃制造商之一。

表 1 福耀玻璃汽车玻璃生产基地情况

已有产能	产能（万套）	投产时间	下游辐射汽车产业群基地
福清本部	300	1987 年	出口市场、金龙、东南、东风系（东风自主、神龙）
福耀长春	300	2001 年 10 月	一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车
福耀重庆	200	2001 年底	长安系（自主系、长安福特、长安铃木）、红岩汽车
福耀上海	150	2003 年底	上海系（上海通用、上海大众等），南汽系、江铃汽车、昌河汽车、吉利汽车
北京福耀	100	2007 年底	北汽系（北京现代、北京吉普、北汽奔驰、福田）、夏利、天津丰田、长城汽车
广州福耀	300	2007 年底	广州本田、广州丰田、东风日产、自主品牌
湖北福耀	150	2009 年 6 月	东风神龙、东风日产、东风本田、江淮、奇瑞、江铃、长丰、宇通
郑州福耀	300	2012 年	
合计	1700		

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、行业需求增长与竞争分析

2.1 国内汽车行业仍将稳步增长，OEM 占有率继续增至 70%。

2.1.1 未来 10 年国内汽车销量年增速 12%，保有量增 4 倍。

2010 年，我国汽车销量为 1806 万辆，同比增长 32%，已经成为全球第一大产销国；而乘用车销量为 1374.8 万辆，同比增长 33%。过去 10 年，我国汽车销量年均复合增速为 24%，而从公司产品主要下游的乘用车市场来看，每年增速都高于汽车增速，年均增速约为 28%。

受汽车相关优惠政策执行的影响，中国 2009 及 2010 年汽车销量实现 46% 与 33% 的高速增长，透支了部分未来需求。而随着今年相关优惠政策停止，需求增速预计将会回落。对于 2011 年的需求状况，中汽协预计国内汽车销量增速将下滑至 10%-15%，而乘用车销量增速预计在 15% 以上。

长期看，我们认为国内汽车需求仍会保持稳步增长。

首先，以人均汽车保有量的水平来看，中国 2010 年汽车保有量 8500 万辆，人均汽车保有量为 63.39 辆/千人，与美国 1918 年、日本 1963 年、韩国 1989 年的水平相当。2007 年全世界人均汽车保有量为 144 辆/千人，为我国的 2 倍多。我们认为中国汽车行业的容量仍有 2 倍甚至更大的空间。

其次，从人均汽车保有量的增速来看，美国、日本、韩国都在达到 230-240 辆/千人之后，增速才减至 10% 以下。在此之前，三国的年均增速为 18%、19% 与 17%。历史上美、日、韩人均保有量从 60 多增长至 240 辆/千人，所需的时间分别为 12、11 与 11 年。20 年来，我国人均保有量增速为 20%，以上述三国为参照的话，我国在未来 11 年，即人均保有量在达到 230 辆/千人之前，汽车人均保有量年增速可维持年均 17% 以上。以 15% 的增速计算，则 2020 年我国汽车总保有量将达到 3.5 亿辆，为目前的 4 倍。

从销量上看，近 10 年增速 24%，高于保有量增速。我们以近几年约 3% 的汽车淘汰率计算，至 2020 年我国每年汽车销量可达到 5500 万辆，年复合增速为 12%。

图 1 全国汽车销量情况

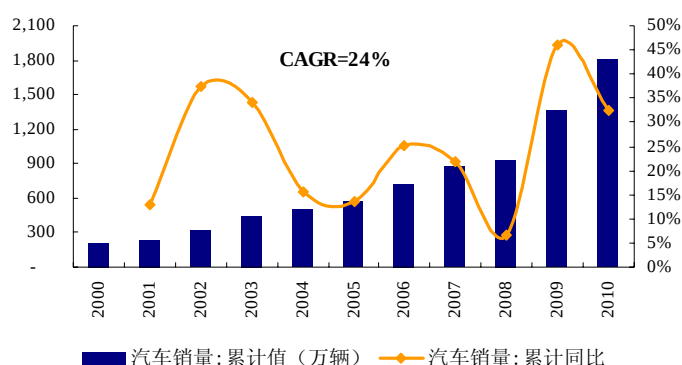
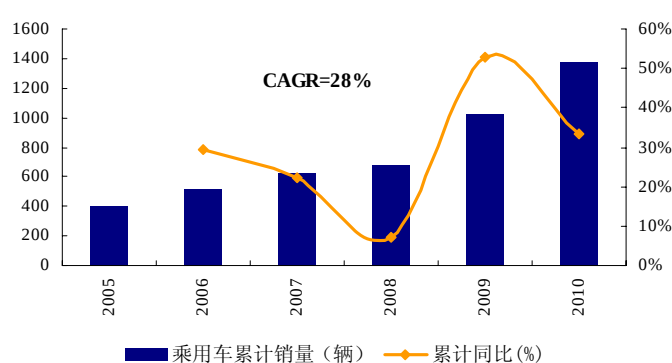


图 2 全国乘用车销量情况



资料来源：中汽协、中投证券研究所

图 3 美国人均汽车保有量

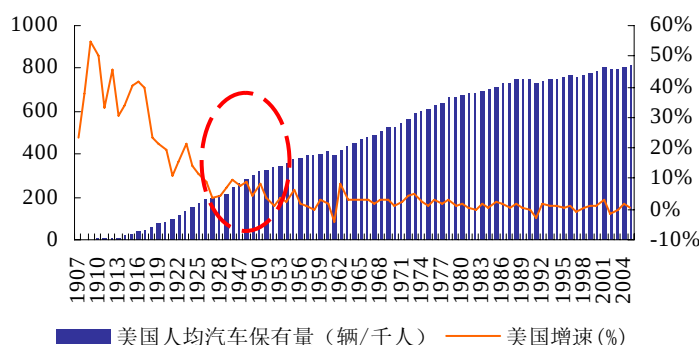
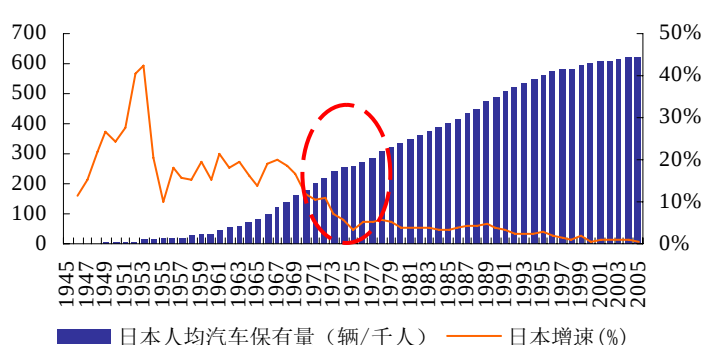


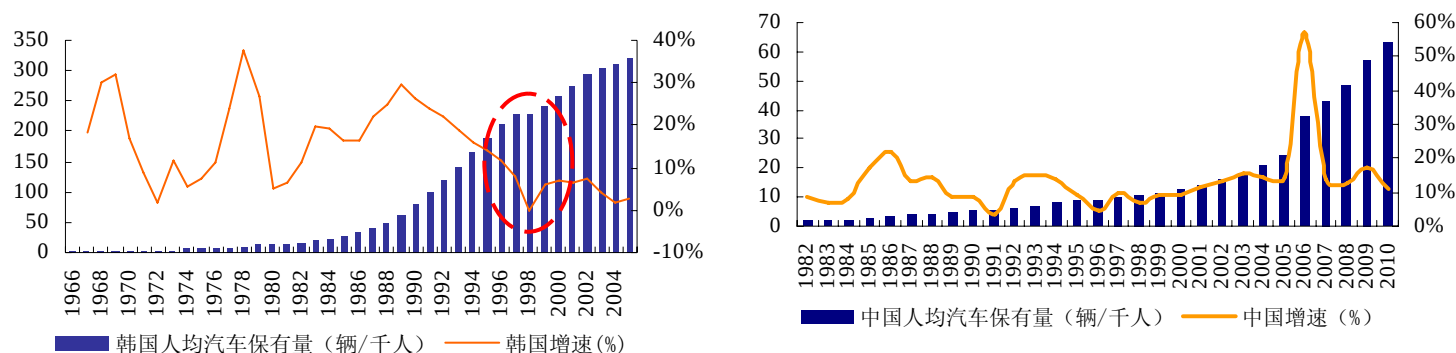
图 4 日本人均汽车保有量



资料来源：中投证券研究所

图 5 韩国人均汽车保有量

图 6 中国人均汽车保有量



资料来源：中投证券研究所

2.1.2 公司国内汽车玻璃需求量：今年有望增长 20%以上。

公司目前是国内汽车配套市场的绝对龙头，2010 年占据国内 OEM 市场 67.95% 的份额。随着公司技改的不断进行，我们预计今年其在国内 OEM 的市场占有率有望继续提高至 70% 以上。假设今年国内乘用车市场需求增速 15% 以上，则公司今年国内 OEM 销量的需求预计可增长 20% 以上。对于售后维修（AM）市场，公司目前占有率 40%。该市场进入门槛较低，公司近年来增速均保持 30% 左右，今年预计仍将增长 30%。

综合来看，公司 2011 年国内汽车玻璃销量增速有望达到 20% 以上，未来三年复合增速可维持在 20% 以上。

2.2 国外市场受益经济复苏与需求增长，市场占有率将继续提升。

公司是世界第三大汽车玻璃生产商，占据全球份额 15%。公司早期在国外的市场主要为 AM 市场；然而，随着公司与国际八大汽车厂商签署配套协议，其国外 OEM 市场的开拓将会更为顺利。受金融危机影响，出口市场前两年较为低迷，但 2010 年公司出口业务同比增长 22%。对于 2011 年，板硝子等汽车玻璃厂商对全球各区域的需求增长均持乐观态度，尤其看好新兴市场，如俄罗斯、印度、巴西。预计公司未来仍将继续受益国外经济复苏与新兴市场需求增长。

从几大重点出口市场看，过去十年间，美国汽车销量大多在 1600-1800 万辆间，2008 年受金融危机影响销量下滑 18%，2009 年更是下滑 21% 至 1042 万的低点。2010 年实现 11% 的增长，销量为 1158 万辆，但距历史正常水平仍有 30% 左右的修复空间，我们认为随着美国经济的复苏，补缺口的过程仍持续，预计未来销量仍会保持稳步增长趋势。

日本自 2005 年汽车销量后一直负增长，2010 年增长 7.5%。相对而言，西欧地区德、法、英、意大利四国中，仅英国实现增长；但我们认为新兴国家市场的开拓有望弥补，如俄罗斯等在 2010 年实现 30% 增长的国家。

公司目前在品质上通过认证，而成本又较国外竞争对手有明显优势，近年来签订奥迪、宾利、宝马、奔驰等高档名车的配套业务便是有力证明。随着发达国家经济复苏及新兴国家汽车需求的增长，公司在国外的占有率的提升确定性大，预计今年出口可维持 30% 以上的增长。

图 7 美国近年汽车销量

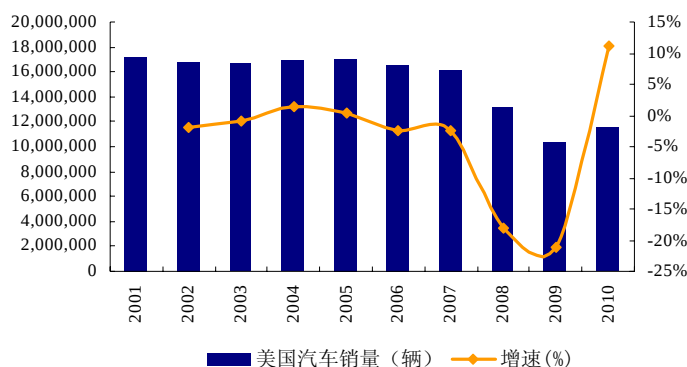
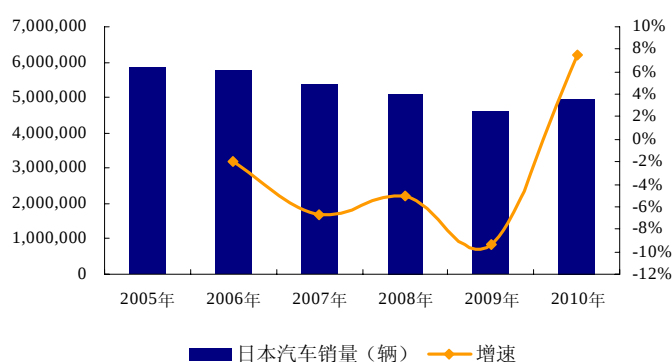


图 8 日本近年汽车销量



资料来源：中投证券研究所

2.3 行业竞争格局分析

2.3.1 国内行业龙头，地位难以撼动

公司在国内的竞争对手主要有信义玻璃以及几大国外企业。

在国内汽车玻璃 OEM 市场，公司以快速扩张的策略，将占有率从 2007 年的 55%提高至 2010 年的 67.95%，已成为国内市场绝对的主导者。在售后维修（AM）市场，90 年代初，福耀占据了 60-70%的份额；但后来开始慢慢让渡并进入 OEM 市场，目前福耀在国内 AM 份额在 30%-40%之间。在该市场，信义为最大竞争对手。

信义玻璃目前汽车玻璃总产能约 1300 万片，它过去十年一直是汽车替换玻璃最大的出口商，目前在美国 AM 市场占有率达 30%。

总体来说，在国内市场，福耀与信义的竞争并非十分激烈：首先，信义玻璃在国内仍以售后维修市场为主，目前 OEM 产能占其汽车玻璃总产能比例仅 16%左右。公司 2005 年才进入国内 OEM 市场，因此对福耀不能构成实质影响，而 AM 市场也不是福耀的重点市场；其次，信义玻璃目前汽车玻璃的收入 23.7 亿港元，增速仅 22%，规模仅为福耀的一半，规模优势不如福耀明显；再次，信义执行多元化发展战略，近几年扩张多集中于建筑与太阳能领域，汽车玻璃业务占公司的业绩比重在逐年下降。

图 9 信义玻璃收入结构

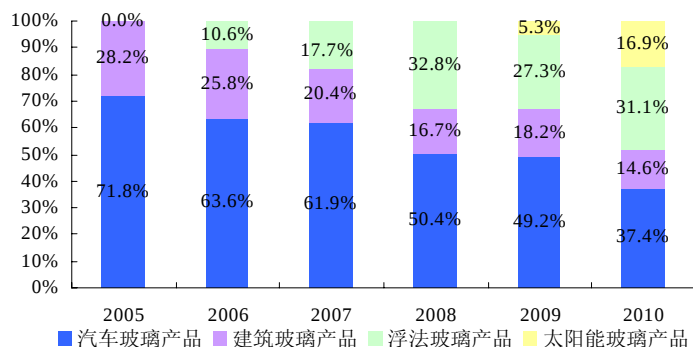
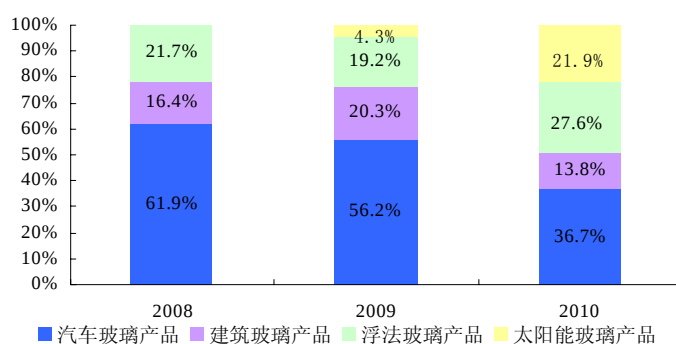


图 10 信义玻璃利润结构



资料来源：中投证券研究所

2.3.2 国际市场规模第三，竞争优势不断显现

据统计，全球汽车玻璃市场中 85% 来源于 OEM 市场，15% 来源于售后维修市场。而在 OEM 市场，板硝子、旭硝子、圣戈班总份额约达 70%。在全球市场中，福耀的占比从 2005 年的 5%，增至 2009 年的 10%，目前已达到 15%，排名则从 2005 年的第五上升至目前的第三。

从 2010 年数据看，板硝子与旭硝子维持全球行业第一第二位置，福耀与圣戈班位居三、四位。在福耀汽车玻璃收入增长近三成之时，旭硝子增长 11%，而板硝子规模则继续缩水 11%。

从盈利情况看，板硝子的汽车玻璃维持盈利平衡，但较去年再度恶化；旭硝子则从去年的巨额亏损中扭亏为盈。但福耀 20% 以上的营业利润率远超对手。

由于福耀已经通过八大车企认证，具备开拓全球 OEM 市场能力；而在售后市场，公司小批量、多品种的灵活生产方式为竞争对手所不具备的条件。从近年的发展状况看，公司低成本优势为开拓国际市场的最好条件。

图 11 几大厂商汽车玻璃规模比较

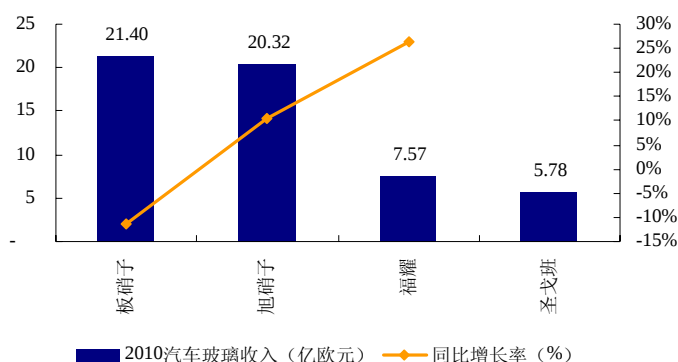
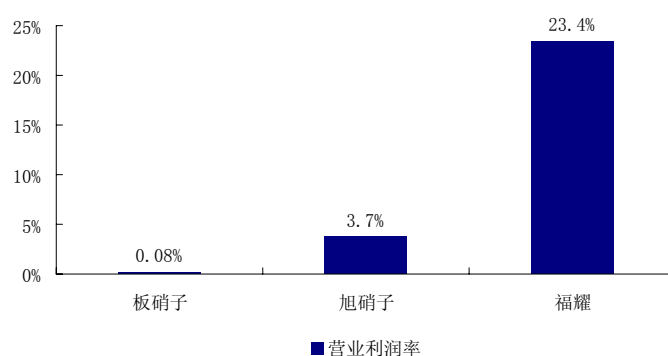


图 12 几大厂商汽车玻璃盈利能力比较



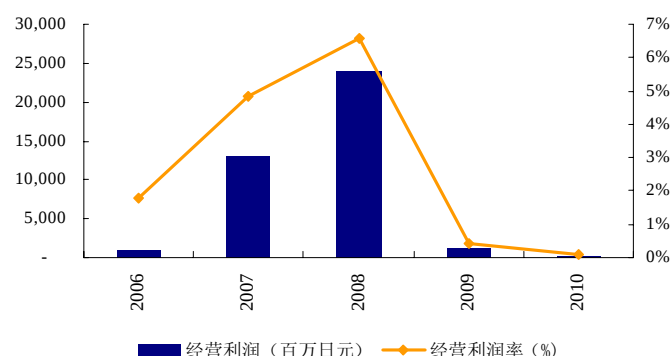
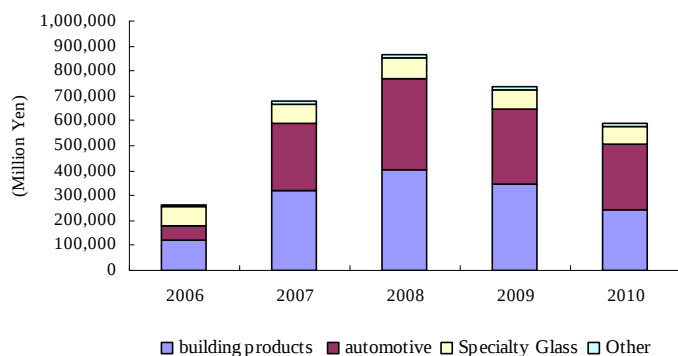
资料来源：中投证券研究所

全球最大汽车玻璃企业板硝子近几年汽车玻璃业绩不断下滑，2010 年下滑程度加大，目前收入规模约为福耀的 2.8 倍。它于 2006 年收购皮尔金顿后成为世界第二大汽车玻璃企业，并于 2009 年超过旭硝子。金融危机后，其总体业绩，包括汽车玻璃业务都在不断下滑中。公司目前在全球 18 个国家拥有 34 个汽车玻璃工厂。2010 年，旭硝子汽车玻璃收入 21.4 亿欧元，约 205 亿元，同比下降 11%；经营利润 200 万欧元，同比下滑 83%，对应经营利润仅 0.08%，仅实现盈亏平衡。

从区域看，公司 2010 年北美业绩下滑严重，并归因于售后维修市场需求及价格的压力。但福耀在北美的收入却增长 12.3%，足以说明其竞争力。

图 13 板硝子 (NSG) 收入情况

图 14 板硝子 (NSG) 汽车玻璃盈利情况

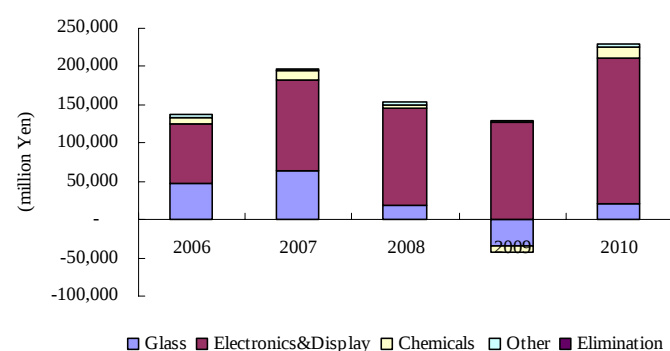
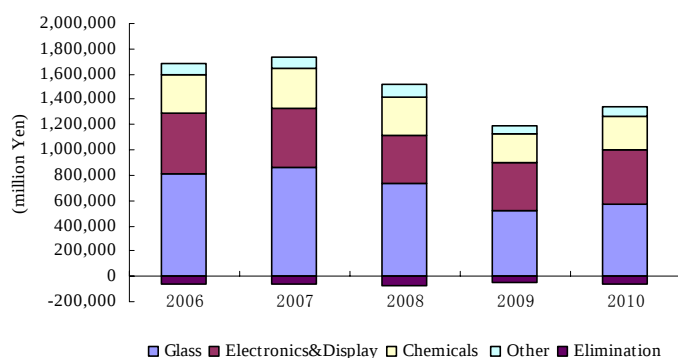


资料来源：中投证券研究所

全球第二大汽车玻璃产商旭硝子 2009 年玻璃业务大幅亏损, 2010 年盈利好转, 但盈利能力依旧较弱。旭硝子是全球最大的平板玻璃产商, 其汽车玻璃规模原来一直居世界第一, 但 2009 年被板硝子超越。旭硝子的规模主要得益于日系汽车的巨大产量, 目前它汽车玻璃收入一半以上来自国内。从 2007 开始, 旭硝子玻璃业务的收入及利润一直处于下滑趋势, 2009 年甚至亏损约 2.9 亿欧元。2010 年世界各国经济复苏带动下, 公司业绩扭转下滑态势, 玻璃业务实现约 46 亿欧元收入, 同比增长 8.7%, 实现营业利润 1.74 亿欧元, 对应营业利润率 3.7%。其中, 汽车玻璃收入达到 20.32 亿欧元。

图 15 旭硝子 (AGC) 营业收入情况

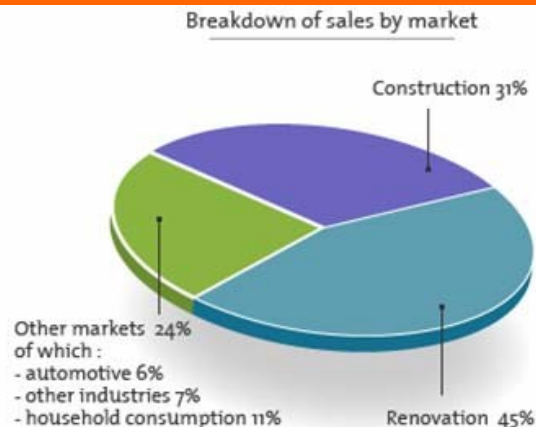
图 16 旭硝子 (AGC) 营业利润情况



资料来源：中投证券研究所

全球第四大汽车玻璃产商法国圣戈班汽车玻璃业务占比仅 1.44%。圣戈班是大型的工业集团, 业务涉及玻璃、耐火材料、石膏板等。圣戈班与韩国企业合作关系密切, 因此受益于现代起亚等汽车厂商的飞速发展。公司汽车玻璃规模于 2009 年被福耀超越, 目前规模仅相当于福耀的 70%。圣戈班 2010 年总收入规模为 401 亿欧元, 同比增长 6.2%, 汽车玻璃收入 5.78 亿欧元, 占比仅 1.44%。

图 17 圣戈班目前收入结构



数据来源：公司公告、中投证券研究所

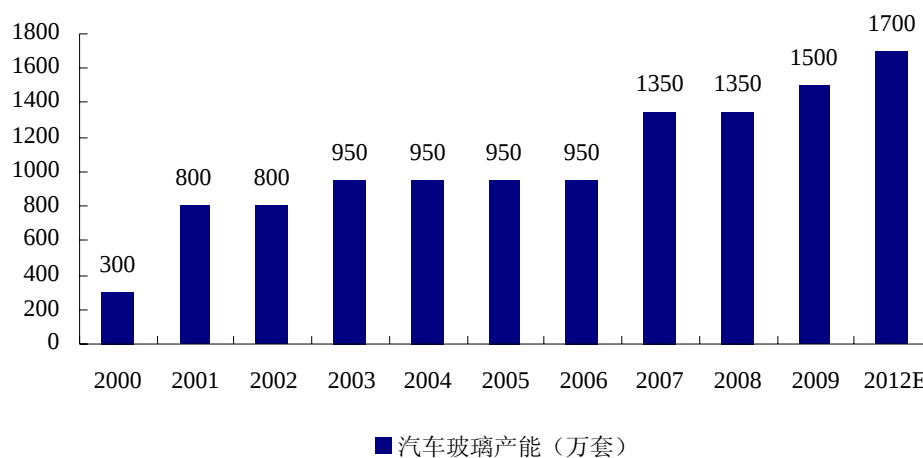
三、公司策略：通过规模与产业链形成壁垒

3.1 早期产能迅速扩张，规模优势显现

公司在国内占有率的不断提升，得益于快速产能扩张带来的规模优势，且先入为主本身也是一种进入壁垒。公司近十年汽车玻璃产能增长 5 倍，从 2001 年初的 300 万套增至目前的 1500 万套，公司目前还在郑州增设汽车玻璃厂，预计 2012 年投产，新增产能 200 万套。从收入与利润结构也可以看出，汽车玻璃占比在不断提升。目前 90% 以上的收入及 80% 的利润来源于汽车玻璃。

由于公司在开始建设时，在各生产基地都预留了扩厂所需的位置，因而增加产能的成本较低。即使是新建工厂，福耀在国内的投资成本也相对较低。据板硝子数据，在欧洲建立一个 100 万套的汽车玻璃厂，投资额在 4500 万-6500 万欧元间，折合人民币为 4.5-6.5 亿元；而福耀 300 万套的广州基地投资额也仅为 6 亿元。近年来，公司主要通过内部技改的方式增加产能。

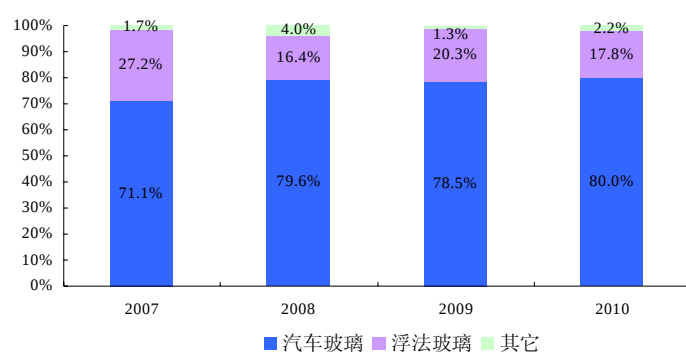
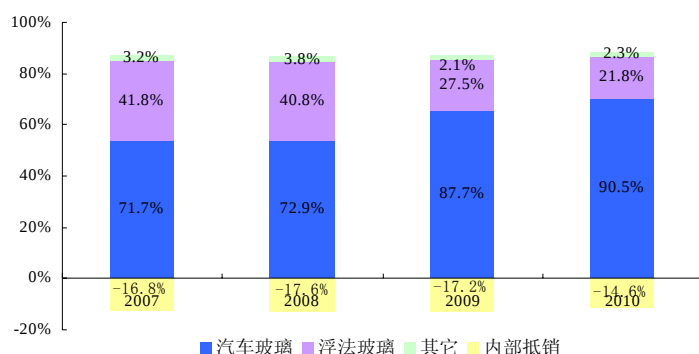
图 18 福耀汽车玻璃产能



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 19 福耀玻璃收入结构

图 20 福耀玻璃利润结构



资料来源：中投证券研究所

3.2 坚持产业链一体化，提高议价能力

公司采用产业链一体化战略，控制上游玻璃原片成本，下游维持稳定合作关系，以此提高议价能力。

浮法玻璃原片占汽车玻璃约 1/3 的成本，且需参与 OEM 认证过程，因而公司早期通过收购通辽及双辽的建筑浮法线获取浮玻生产技术，进而开始自己生产汽车玻璃原片。进入上游的做法，一方面减轻玻璃行业周期性造成的成本波动，另一方面能够保证产品的合格率。

公司目前在产的浮法玻璃线共有 6 条，其中位于通辽的两线主要用于供应建筑市场，另外四条生产汽车级浮法玻璃。公司目前浮法玻璃产品中约 55.80% 用于生产汽车玻璃，其余部分用于建筑或其他玻璃制造。公司 2010 年外购汽车玻璃约 40 多万吨，汽车玻璃自给率约 50%。2010 年 7 月收购了重庆万盛公司，并投建两条 600T/D 的汽车浮玻线，完全投产后汽车玻璃原片自给率有望提高至 70% 以上。我们预计未来公司仍有可能继续扩大玻璃原片的产能，进一步控制成本。

下游方面，OEM 市场进入门槛高，认证周期长。包括第三方认证、汽车主机厂认证、产品招标、设计和测试等程序在内，获得整车配套订单所需时间通常在 3 年左右。由于全球 90% 的汽车玻璃需求来源于 OEM 市场，需求量大而集中，且整车厂往往会选择知名度高的玻璃产商作为供应商，合作关系一旦确定，会较为稳定。

表 2 福耀浮法玻璃产能表

地点	生产线	产能 (T/D)	投产时间	投资	备注
双辽	汽车级浮法玻璃	600	2005 年 9 月	3.98 亿	在产
双辽	建筑级	460	2003 年 8 月	2.5 亿元	2008 年放水停产
				7978 万元	2003 年 10 月收购
通辽	建筑级	450	2005 年 6 月	技改	后技改
通辽	建筑级	500	2003 年 10 月		在产
福清一线	汽车级浮法玻璃	600	2005 年 2 月	3.19 亿	在产
福清二线	汽车级浮法玻璃	600	2005 年 4 月		在产
				2.03 亿元	2008 年放水停产，
福清三线	汽车级浮法玻璃	600	2010 年 6 月	技改	2010 年技改完成。

重庆万盛	优质汽车浮法玻璃	600	2011 年 5 月	
重庆万盛	优质汽车浮法玻璃	600	2011 年 10 月	6.8 亿元

数据来源：公司公告、中投证券研究所

3.3 国内布局，国外直销

公司从 2001 年开始，围绕着国内汽车制造基地开始布局，目前已形成北有长春及北京、南有广州、东有上海及福清本部、西有重庆，中有湖北的完整产业基地，未来还将新增郑州基地。玻璃加工厂临近汽车制造厂的做法，不仅可以减少物流成本与产品损耗，还能够满足整车厂对同步研发的要求，有助于扩大市场份额。

在国外，公司在尝试经销商批发销售失败后，迅速改用直销的方式，目的就是避免承担在国外生产、重包装所需的高人工成本。未来公司仍将坚持国内生产包装，然后直接卖给国外零售店的方法，以此保持自身的价格优势。

四、公司运营情况分析

4.1 收入稳定增长：增速高于汽车销量增速。

受益于我们汽车行业需求的快速增长，过去 10 年间公司收入由 7.5 亿增至目前的 85 亿元，大约为 10 年 10 倍增长，对应年均复合增长率 27%；归属母公司净利润年均增速为 28%。

由于福耀市场占有率的不断提高，其业绩更多受到汽车销量特别是乘用车销量的影响；除了特殊年份，福耀的利润增速均高于汽车行业销量增速，这主要得益于其对盈利能力很强的掌控能力。

前面我们预计未来国内汽车销量仍有较大的增长空间，而由于汽车玻璃在公司利润占比已超过八成，福耀的业绩也将稳定增加。

图 21 福耀玻璃收入与利润情况

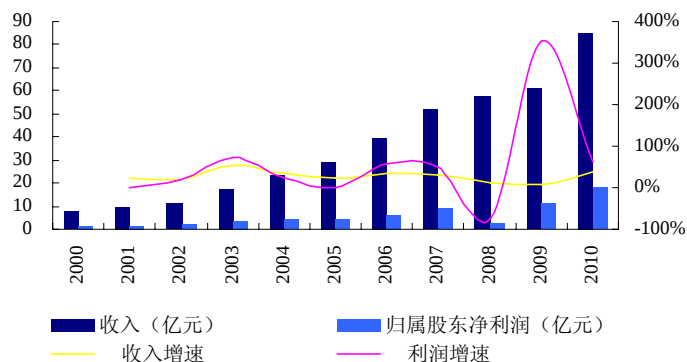
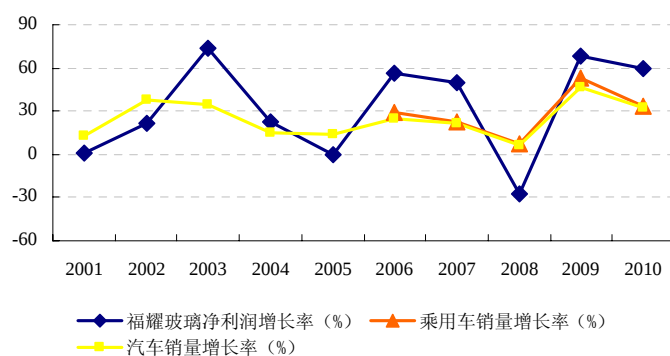


图 22 福耀净利润增速波动受制于汽车销量增速



资料来源：中投证券研究所

注：图 计算净利润增速时，调研了 08 年计提减值准备的影响。

4.2 高盈利状况长期维持，周期性不明显

虽然公司生产汽车玻璃，但盈利波动情况却与玻璃行业不同步。由于供给刚性，玻璃行业周期性波动明显，每个周期约为 5 年；在周期景气时，行业盈利增长迅速，但在周期底部时，大量企业亏损甚至倒闭。相对而言，福耀的业绩状况相对平稳，即使在 2008 年金融危机中仍然实现盈利。

从利润率角度看，福耀的周期性并不明显。公司毛利率一般维持在 35%-40%，净利润则在 15%-20% 的高水平。公司能够长期维持稳定的高盈利，主要源于：公司通过进入上游及规模扩张增强对成本的控制能力。随着市场份额的不断扩大与品牌的树立，对下游的议价格能力提高。

图 23 福耀公司与玻璃行业利润波动对比

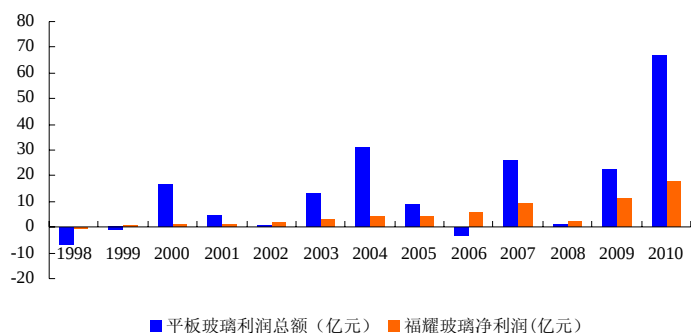
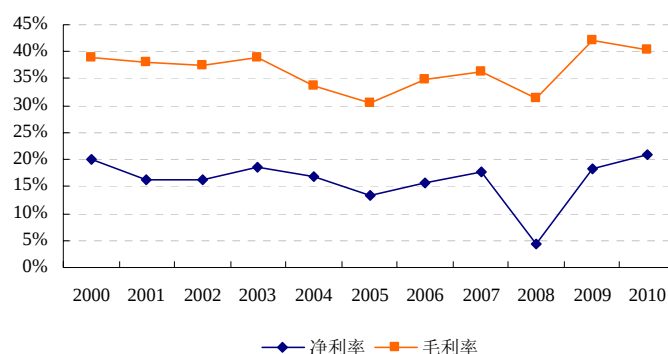


图 24 福耀玻璃毛利率与净利率



资料来源：中投证券研究所

4.3 成本优势突出，支撑强大的竞争力

玻璃原片、PVB、电力、折旧和人工成本是公司汽车玻璃的主要成本，合计约占汽车玻璃成本的 80.95%。

玻璃原片方面，公司通过自产玻璃降低成本，未来自给率可能提升至 70% 左右。PVB 膜主要由日本、美国和欧洲企业生产，公司长期坚持三家国际供应商竞标采购的策略，保持 PVB 膜采购成本稳定。折旧方面，公司通过自制生产设效降低投资成本；而且原来预留扩厂位置的做法有利于降低新增产能成本，预计同等规模的生产基地建设成本仅为对手的一半。人工成本是国内企业的明显优势，公司人工成本仅占制造成本的 6% 左右，而国外企业约为 18%。

正是由于明显的成本优势，即使考虑出口时所需的远洋运输费用，公司产品成本较竞争对手成本优势预计可达 30% 左右。突出的成本优势，正是公司市场份额不断扩大的有力支撑。未来在原片自给率提升，规模再度加大的情况下，公司盈利能力有望进一步提升。

五、盈利预测

表 3 福耀玻璃盈利预测假设

汽车玻璃	2010	2011E	2012E	2013E
------	------	-------	-------	-------

收入 (万元)	756,813	938,449	1,154,292	1,419,779
增长率	46.12%	24.00%	23.00%	23.00%
成本 (万元)	489,781	605,299	744,518	908,658
毛利率	35.28%	35.50%	35.50%	36.00%

浮法玻璃

建筑浮法产能 (万吨)	30	30	30	30
单价 (元/吨)	1,983	1,850	1,900	1,900
建筑级浮法玻璃收入 (万)	60,294	56,240	57,760	57,760
汽车浮法玻璃产能 (万吨)	62	87	115	115
单价 (元/吨)	1,959	1,850	1,920	1,970
汽车级浮法玻璃收入 (万)	122,225	160,950	220,800	226,550
浮法玻璃收入合计 (万元)	182,519	217,190	278,560	284,310
增长率	12.53%	19.00%	28.26%	2.06%
浮法玻璃成本合计 (万本)	123,072	152,033	193,599	193,331
毛利率	32.57%	30.00%	30.50%	32.00%

其它

收入 (万元)	19,443	25,276	32,859	42,717
增长率	59.11%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (万元)	12,035	16,429	21,358	27,339
毛利率	38.10%	35.00%	35.00%	36.00%

其它营业收入	14,253	16,000.00	20,000.00	23,000.00
其它营业成本	4,223	5,000	8,000	10,000.00

内部抵销	-122,225	-160,950	-220,800	-226,550
内部抵销	-122,225	-160,950	-220,800	-226,550

合计

收入(万元)	850,804	1,035,965	1,264,911	1,543,255
成本 (万元)	506,887	617,812	746,676	910,778
毛利率 (%)	40.42%	40.36%	40.97%	40.98%

资料来源：中投证券研究所

六、投资评级：强烈推荐

我们预计公司 2011 至 2013 年收入为 103.6 亿、126.5 亿、154.3 亿元，实现每股收益为 1.11、1.38、1.68 元，给予“强烈推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3847	4902	8817	13501	营业收入	8508	10360	12649	15433
现金	160	330	3318	6798	营业成本	5069	6178	7467	9108
应收账款	1570	1860	2271	2771	营业税金及附加	7	8	11	14
其它应收款	57	62	89	108	营业费用	622	756	926	1130
预付账款	179	216	261	319	管理费用	662	808	999	1219
存货	1678	2196	2615	3187	财务费用	173	114	110	119
其他	203	238	263	319	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	6720	6822	6535	6087	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	69	84	82	81	投资净收益	16	17	18	18
固定资产	5183	5872	5491	5066	营业利润	1992	2512	3154	3861
无形资产	482	482	482	482	营业外收入	39	40	50	50
其他	987	384	480	459	营业外支出	20	20	25	25
资产总计	10567	11724	15352	19589	利润总额	2012	2532	3179	3886
流动负债	3852	4193	4755	5430	所得税	224	304	413	525
短期借款	1095	1000	1100	1300	净利润	1788	2228	2766	3361
应付账款	604	741	896	1093	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2153	2451	2759	3037	归属母公司净利润	1788	2228	2766	3361
非流动负债	873	632	932	1132	EBITDA	2828	3184	3893	4632
长期借款	832	632	932	1132	EPS（元）	0.89	1.11	1.38	1.68
其他	41	0	0	0					
负债合计	4725	4825	5687	6562	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	2003	2003	2003	2003	成长能力				
资本公积	199	199	199	199	营业收入	39.9%	21.8%	22.1%	22.0%
留存收益	3611	4697	7463	10824	营业利润	36.1%	26.1%	25.6%	22.4%
归属母公司股东权益	5842	6899	9665	13027	归属于母公司净利润	60.1%	24.6%	24.1%	21.5%
负债和股东权益	10567	11724	15352	19589	获利能力				
					毛利率	40.4%	40.4%	41.0%	41.0%
					净利率	21.0%	21.5%	21.9%	21.8%
					ROE	30.6%	32.3%	28.6%	25.8%
					ROIC	25.2%	28.4%	34.0%	39.9%
					偿债能力				
					资产负债率	44.7%	41.2%	37.0%	33.5%
					净负债比率	42.05%	35.07%	36.79%	37.98%
					流动比率	1.00	1.17	1.85	2.49
					速动比率	0.56	0.62	1.29	1.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.93	0.93	0.88
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	10.12	9.19	9.12	9.16
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.11	1.38	1.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.18	1.51	1.69
					每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.44	4.83	6.50
					估值比率				
					P/E	13.94	11.18	9.01	7.41
					P/B	4.27	3.61	2.58	1.91
					EV/EBITDA	9	8	7	6

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

王海青, 中投证券研究所建材行业分析师, 金融学硕士。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434