

2011-04-21

汽车和汽车零部件

福耀玻璃 600660-SH

原油价格上涨消减了公司盈利能力

◇ 事件：公司公布一季报

公司 1 季度实现营业收入 22.3 亿元，同比增长 27%；归属于母公司净利润为 4.04 亿元，同比下降 2.9%；实现基本每股收益 0.20 元，上年同期为 0.20 元。我们前期报告重点提到原材料价格对业绩的影响，公司 1 季度业绩基本符合我们的预期。

◆营业收入大幅增长 显示出公司强大的竞争实力

1 季度公司实现营业收入同比增长 27%，而同期国内汽车销量增速仅为 8.2%。我们认为公司营业收入大幅增长主要是：（1）汽车玻璃国内市场占有率上升，虽然公司汽车玻璃国内 OEM 市场占有率早已超过 60%，不过最近 2 年还在上升中，估计当前市场占有率接近 70%；（2）出口市场大幅增长，公司汽车玻璃大约有 30% 出口国外，主要为亚太和北美市场，2011 年美国汽车市场出现明显的回稳增长，这直接拉动了公司产品的出口。

◆原材料价格上涨压缩公司利润

公司汽车玻璃成本中大约 30% 为 PVB 膜、百分之十几为燃料重油、百分之十几为纯碱。2011 年以来各种原料均出现了大幅度上涨。PVB 为石油化工产品，与石油价格相关，公司主要从杜邦等 3 家外国企业采购，目前没有市场公开价格，从可比的 PVC 价格来看，2011 年已经上涨超过 20%；重油为汽车玻璃生产所用的燃料，价格直接与石油相关；纯碱上年同期价格为 1400 元/吨左右，今年 1 季度价格在 2200 元/吨左右。原材料价格的上涨直接导致公司产品综合毛利率的下降，2011 年 1 季度毛利率为 37.4%，同比下降 6.4 个百分点。

◆受人力成本上升影响 费用率有所上升

公司 1 季度销售费用率为 7.8%，同比上升 0.4 个百分点；管理费用率为 8.2%，同比上升 1.3 个百分点，管理费用大幅上升主要是由于研发投入和职工薪酬上涨所致；财务费用率为 1.6%，同比下降 0.9 个百分点；三项费用率为 17.6%，同比上升 0.8 个百分点。

◆投资建议

公司是汽车玻璃龙头企业，在国内 OEM 市场占有率提高到接近 70% 之后，还将在国际市场不断拓展市场，实现收入的快速增长，说明公司具有良好的治理结构和产品竞争力，公司未来有望成为国际汽车玻璃巨头。短期内公司业绩受到原材料价格的不利影响，但目前公司 2011 年 PE 也仅为 12 倍，处于历史较低位置。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	6,079	8,508	9,703	11,125	12,760
营业收入增长率	6.34%	39.95%	14.04%	14.66%	14.69%
净利润（百万元）	1,118	1,788	1,874	2,095	2,480
净利润增长率	354.39%	59.90%	4.85%	11.79%	18.34%
EPS（元）	0.56	0.89	0.94	1.05	1.24
ROE（归属母公司） （摊薄）	25.49%	30.60%	28.51%	27.77%	28.28%
P/E	20	13	12	11	9
P/B	5	4	3	3	3
EV/EBITDA	11	9	9	8	7

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

增持

当前价格	11.41 元
目标价格	13.16 元
目标期限	6 个月

汽车行业高级分析师：

于特：（执业证书编号：S0930510120015）

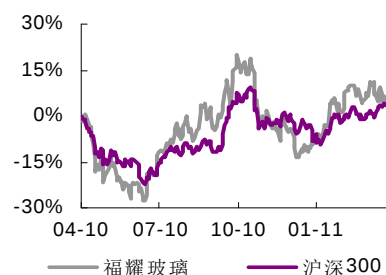
电话：021-22169158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	2,003
总市值(百万元)	22,854
流通比例(%)	93.01%
12 个月最高/最低（元）	14.15/8.12
近 3 月日均成交量(百万股)	29.27
主要股东	三益发展有限公司

股价表现（12 个月）



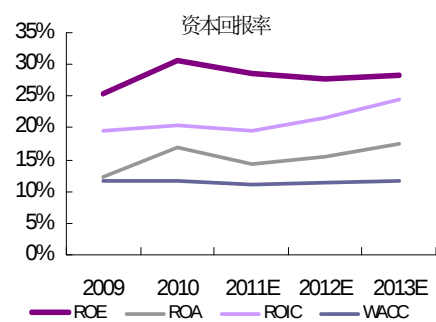
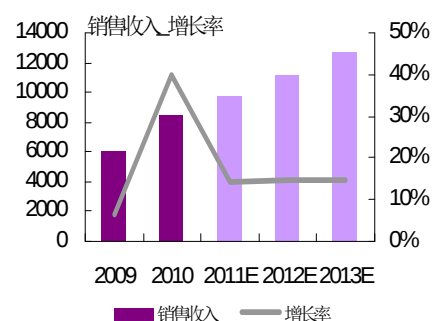
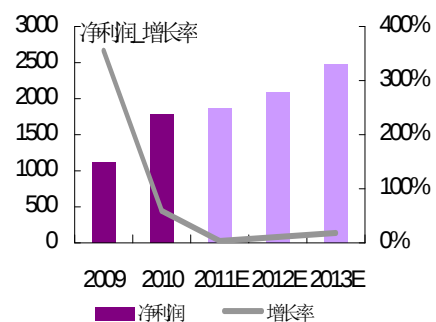
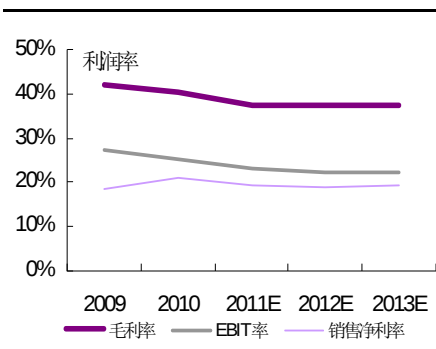
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.17	-0.69	-2.09
绝对收益	-2.01	11.97	2.45

相关报告：

原材料价格走势将决定利润水平

..... 2011-03-02

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,079	8,508	9,703	11,125	12,760
营业成本	3,523	5,069	6,077	6,975	8,006
折旧和摊销	639	663	737	748	756
营业税费	3	7	8	9	10
销售费用	411	622	708	801	906
管理费用	483	662	747	846	970
财务费用	206	173	162	176	120
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	21	16	16	16	16
营业利润	1,473	1,992	2,089	2,335	2,764
利润总额	1,282	2,012	2,109	2,358	2,791
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,118.03	1,787.76	1,874.45	2,095.47	2,479.73

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	9,051	10,567	13,250	13,605	14,089
流动资产	2,874	3,847	7,158	8,212	9,422
货币资金	139	160	1,941	2,225	2,552
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,170	1,570	1,867	2,140	2,455
应收票据	66	193	219	251	288
其他应收款	90	57	485	556	638
存货	1,272	1,678	2,431	2,790	3,203
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	104	69	69	69	69
固定资产	4,919	5,183	4,745	4,202	3,600
无形资产	480	482	466	443	421
总负债	4,665	4,725	6,675	6,059	5,321
无息负债	2,644	2,738	2,964	3,282	3,634
有息负债	2,021	1,987	3,711	2,777	1,687
股东权益	4,386	5,842	6,575	7,546	8,768
股本	2,003	2,003	2,003	2,003	2,003
公积金	640	770	957	1,167	1,201
未分配利润	1,723	3,040	3,585	4,346	5,535
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,951	2,115	1,379	2,534	2,787
净利润	1,118	1,788	1,874	2,095	2,480
折旧摊销	639	663	737	748	756
净营运资金增加	-958	1,377	1,557	754	880
其他	1,152	-1,713	-2,789	-1,063	-1,328
投资活动产生现金流	24	-1,081	-34	-34	-14
净资本支出	-17	983	50	50	30
长期投资变化	104	69	0	0	0
其他资产变化	-62	-2,132	-84	-84	-44
融资活动现金流	-1,979	-1,020	436	-2,216	-2,447
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-3,060	-34	1,724	-934	-1,090
无息负债变化	1,661	94	226	318	352
净现金流	-4	15	1,781	284	327

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	6.34%	39.95%	14.04%	14.66%	14.69%
净利润增长率	354.39%	59.90%	4.85%	11.79%	18.34%
EBITDA 增长率	93.55%	22.40%	5.67%	9.14%	11.74%
EBIT 增长率	190.35%	29.52%	4.02%	11.65%	14.93%
估值指标					
PE	20	13	12	11	9
PB	5	4	3	3	3
EV/EBITDA	11	9	9	8	7
EV/EBIT	16	12	12	10	9
EV/NOPLAT	18	14	13	12	10
EV/Sales	4	3	3	2	2
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	42.05%	40.42%	37.37%	37.31%	37.25%
EBITDA 率	37.79%	33.05%	30.62%	29.15%	28.40%
EBIT 率	27.29%	25.25%	23.03%	22.43%	22.47%
税前净利润率	21.09%	23.65%	21.74%	21.20%	21.87%
税后净利润率 (归属母公司)	18.39%	21.01%	19.32%	18.84%	19.43%
ROA	12.35%	16.92%	14.15%	15.40%	17.60%
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.49%	30.60%	28.51%	27.77%	28.28%
经营性 ROIC	19.60%	20.52%	19.44%	21.62%	24.53%
偿债能力					
流动比率	0.99	1.00	1.24	1.59	2.14
速动比率	54.94%	56.32%	81.68%	105.20%	141.53%
归属母公司权益/有息债务	2.17	2.94	1.77	2.72	5.20
有形资产/有息债务	4.14	4.96	3.38	4.66	7.97
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.56	0.89	0.94	1.05	1.24
每股红利	0.17	0.57	0.56	0.63	0.74
每股经营现金流	0.97	1.06	0.69	1.27	1.39
每股自由现金流(FCFF)	1.53	0.11	0.52	1.08	1.20
每股净资产	2.19	2.92	3.28	3.77	4.38
每股销售收入	3.04	4.25	4.84	5.55	6.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

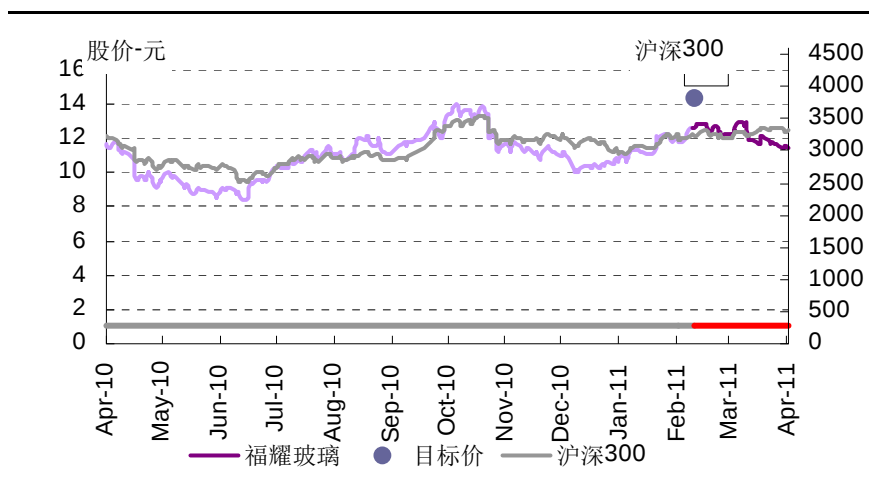
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

福耀玻璃（600660）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2011-03-02	12.58	14.28	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。