

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: 15.00 元

当前股价: 9.40 元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2549.18
总股本(百万)	2003
流通股本(百万)	1863
流通市值(亿)	175
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	-9.27	-11.82	-18.54
上证综合指数	-8.89	-11.81	-9.54



相关报告

《福耀玻璃-下半年需求有望改善, 高盈利水平仍将保持》2011-6-8

《福耀玻璃-收入稳步增长, 原材料价格上涨压缩利润》2011-4-22

《福耀玻璃-盈利能力长期高企, 未来业绩稳步增长》2011-4-12

福耀玻璃

600660

强烈推荐

汽车玻璃收入增 22%, 利润率有望回升

公司今日公布 2011 年中报, 实现收入 46.6 亿元, 同比增长 19.8%; 实现归属于母公司净利润 8.0 亿元, 同比下降 8.74%。对应每股收益为 0.4 元, 同比下降 9.09%。同时公司拟对重庆万盛浮法增资 1.5 亿元。

投资要点:

- **影响利润率的浮法玻璃业务已靠近周期底部, 公司利润率有望好转。**由于需求受压制及产能供给较多, 上半年浮法玻璃价格持续下滑; 重油与纯碱上涨使成本压力明显。公司毛利率从去年上半年 33.8% 的水平下滑至今年 23.9%。我们认为下半年货币政策不再收紧的话, 玻璃行业已经靠近底部, 未来通胀回落或有助于缓解成本压力; 而汽车玻璃盈利能力稳定, 公司总体利润率率将出现好转。
- **出口带动汽车玻璃收入提高 21.8%, 国内汽车销售将逐步走出低谷。**出口高速增长下汽车玻璃贡献了收入与利润的 91.1% 与 85%, 创历史新高。毛利率目前达到 34.1%, 仅较去年同期下降 1.8 个百分点。据我们分析, 汽车玻璃利润率能够维持较高水平, 业绩受销量的影响更大, 出口业绩靓丽, 对北美及亚太的出口收入分别增长 36% 与 50.1%。国内汽车行业增速放缓只是短暂情况, 预计下半年会逐步提升; 国外经济复苏将支撑出口快速增长。
- **浮法玻璃与汽车玻璃产能持续增长, 规模效应与产业链一体化将保证长期利润率稳定。**公司目前占有国内 67.95% 及全球 15% 的市场份额, 规模仍将继续增长。目前上海基地正在扩张, 郑州基地也计划于 2012 年投产, 规模效应有望带动成本下降。另外, 重庆两条浮法线于今年 5 月与 10 月点火, 玻璃原片自给率将由目前的 50% 提升至 75%。产业链一体化能够将节约相关费用, 进一步提升公司竞争力。我们认为公司汽车玻璃较高的毛利率能够长期保持。
- **公司管理能力优秀, 财务费用出现下降。**上半年公司资产负债率上升至 51.8%, 但财务费用下降 18.6%。公司上半年发行 5 亿元的短期融资券与 4 亿元的中期票据, 本次公司又拟申请发行不超过 12 亿元的短期融资券, 我们认为政策紧缩下公司采取措施降低财务费用, 本身就是优秀管理能力的体现。
- **维持“强烈推荐”的投资评级。**预计公司 2011 至 2013 年收入为 93.1 亿、109.1 亿、129.8 亿元, 实现每股收益为 0.83、1.04、1.33 元, 维持“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	9314	10896	12979
同比(%)	40%	9%	17%	19%
归属母公司净利润(百万元)	1788	1666	2079	2656
同比(%)	60%	-7%	25%	28%
毛利率(%)	40.4%	37.0%	38.8%	40.6%
ROE(%)	30.6%	26.3%	24.7%	24.0%
每股收益(元)	0.89	0.83	1.04	1.33
P/E	10.53	11.30	9.06	7.09
P/B	3.22	2.97	2.24	1.70
EV/EBITDA	7	8	6	5

资料来源: 中投证券研究所

一、盈利能力出现回落，未来将逐步好转

1.1 上半年浮法玻璃影响利润率，但行业已靠近底部。

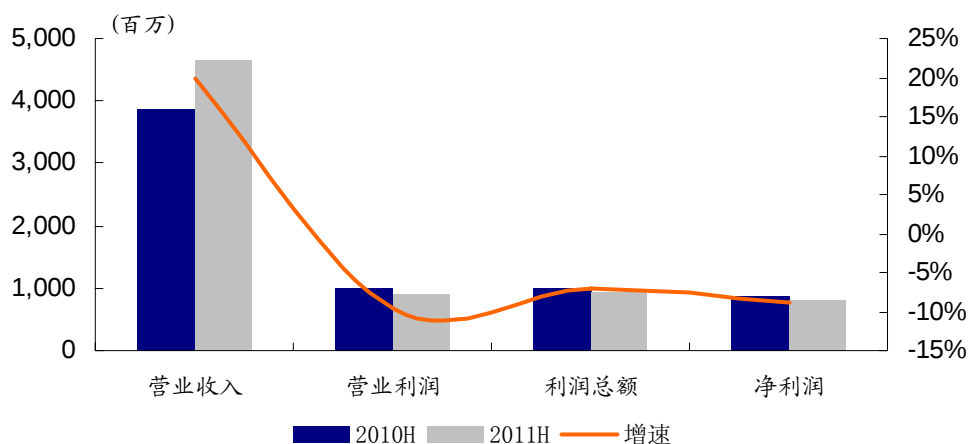
上半年公司实现收入 46.6 亿元，同比增长 19.8%；实现归属于母公司净利润 8.0 亿元，同比下降 8.74%。收入增速依然保持约 20% 的增长，但净利润出现负增长，主要源于浮法玻璃成本上升带来的毛利率下滑。上半年，公司总体毛利率为 37.1%，较去年全年下滑 3.3 个百分点。从净利率看，目前为 17.2%，较去年下滑 3.8 个百分点。

从分产品的毛利率变动情况可以看出，普通浮法玻璃是拖累公司业绩的主要原因，其毛利率从去年上半年 33.8% 的水平下滑至今年 23.9%，约减少 10 个百分点。由于需求受压制，而产能供给较多，上半年浮法玻璃价格呈现持续下滑的态势。在下半年货币政策不继续收紧的情况下，玻璃行业目前应该开始接近周期底部；而随着通胀回落，玻璃成本压力有望得到缓解。

而汽车玻璃盈利能力相对稳定，毛利率下滑约 1.8 个百分点。根据我们前期的分析，汽车玻璃利润率变动幅度不大；汽车玻璃业绩受汽车销量的影响较大。上半年，公司国内收入增长 12%，而浮法玻璃上半年收入与上年持平，说明上半年国内汽车玻璃增速远高于国内乘用车增速；另外，我们认为国内汽车销量放缓主要是前两年政策刺激带来的需求透支，今年下半年销量有望开始好转。

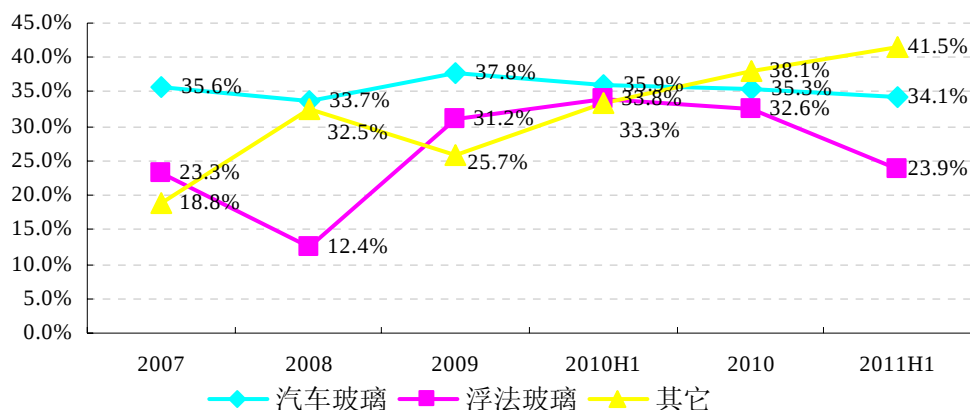
国外目前是增长的重要来源，受益国外市场的开拓，今年出口中北美与亚太地区收入分别增长 36% 与 50.1%。我们认为，北美市场汽车销量距离历史正常水平仍有 30% 空间，补缺口过程将持续；而其它新兴国家汽车行业正处于高速增长中，增速将远高于发达国家。公司通过在新兴国家，如俄罗斯建厂，将能够保证汽车销量稳定增长，从而保证汽车玻璃业绩。

图 1 年度主要经营数据



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司分产品毛利率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

1.2 二季度毛利率环比略有下滑，未来将逐步好转

从单季度情况看，公司二季度收入比一季度增长8.8%；而毛利率为36.7%，比一季度下降0.7个百分点，下滑幅度已经明显缩小。从净利率看，二季度为16.3%，比一季度下降2.8个百分点，为两年来的新低。

我们认为浮法玻璃已经接近相对底部、且成本压力有望得到缓解，利润率将逐步得回升；而汽车玻璃利润率稳定、且受益于产业链一体化与规模效应盈利能力，预计将保持较高水平。因此，我们预计公司毛利率目前处于底部的可能性较大，随着浮法周期上行与汽车玻璃市场开拓，利润率将开始好转。

表 1 公司季度经营数据比较

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
收入（亿元）	10.59	14.87	15.97	19.36	17.53	21.35	21.91	24.29	22.31	24.27
环比增速	-17.8%	40.4%	7.4%	21.2%	-9.5%	21.8%	2.6%	10.8%	-8.1%	8.8%
毛利率	33.9%	41.9%	45.3%	44.0%	43.9%	39.4%	38.1%	40.9%	37.4%	36.7%
费用率	22.9%	18.3%	17.7%	15.7%	16.8%	15.7%	15.6%	19.9%	17.6%	17.6%
归属股东净利润（亿元）	1.03	1.18	3.97	5.00	4.17	4.60	4.43	4.68	4.05	3.95
环比增速	-128.5%	13.9%	236.7%	26.1%	-16.7%	10.4%	-3.7%	5.7%	-13.6%	-2.3%
净利率	9.8%	7.9%	24.8%	25.8%	23.8%	21.5%	20.2%	19.3%	18.1%	16.3%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、汽车玻璃业绩乐观，利润占比增至 85% 高点

由于浮法玻璃价格下滑，其在收入中占比下降至 19.2%；现加上成本上升压制浮玻利润率，其在营业利润中占比由去年的 17.8% 降至 12.5%。相对的，汽车玻璃业务收入与营业利润上分别达到 91.1% 与 85%。

对于浮法玻璃，公司今年 6 月份新增重庆 600T/D 的汽车级玻璃生产线，预计 10 月份重庆二线也将点火。但是从中长期看，随着玻璃行业走出低谷，其业绩占比将会回升至 20% 以上。而公司福建三条线相继进行油改气也将有助于降低燃料成本。

汽车玻璃上，上半年该业务收入仍增长 21.8%，是公司收入增长的主要来源，而营业利润增长也达到了 16%。汽车玻璃一方面受益于浮法玻璃自产产能的提高，未来自给率有望从目前的 50%提至 75%，产业链一体化将提高总体毛利率。另一方面，公司郑州汽车玻璃明年预计投产，产能将提高至 1700 万套左右。随着国内销量下半年好转以及国外市场的开拓，我们预计公司汽车玻璃业绩仍会持续稳定增长。

图 3 福耀玻璃收入比例

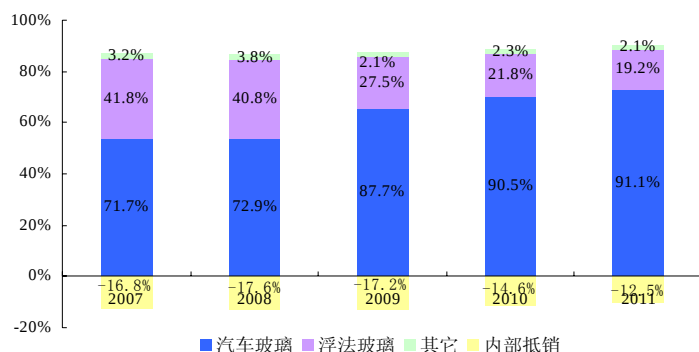
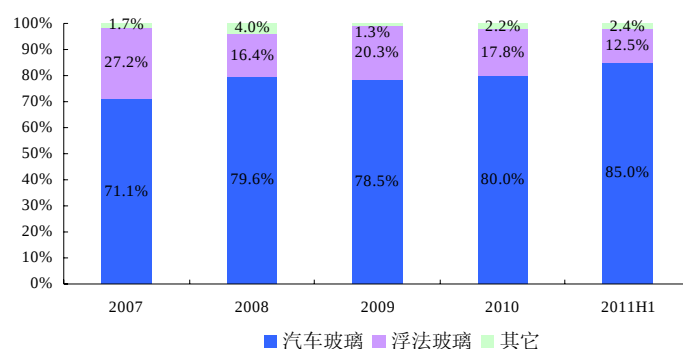


图 4 福耀玻璃营业利润比例



数据来源：公司公告、中投证券研究所

三、浮法玻璃与汽车玻璃产能保持稳定增长

公司目前在建的项目包括重庆浮法玻璃线、上海汽车玻璃项目、福清万达项目以及福耀长春项目。其中，浮法玻璃线一条 5 月已经点火，一条将于 10 月份点火，投产后公司浮法玻璃年产能将增长 115 万吨，预计公司玻璃自给率有望达到 75%，产业链一体化程度提高。

汽车玻璃方面，公司通过上海汽车玻璃等项目提高产能，新建的郑州基地原计划将于 2012 年投产。国外方面，公司近期决定在俄罗斯投资 2 亿美元用于建设汽车基地，将有利于在快速增长的俄罗斯增加市场。总的来说，公司汽车玻璃国内收入增速快于国内汽车销量；而国外市场受益发达国家补库存及新兴国家高速增长，市场占有率将持续提升。公司投资持续增长将保证汽车玻璃供应，且规模效应有望进一步得到发挥。

表 2 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

表 3 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

四、公司经营情况

上半年公司经营性现金流 5 亿元，而资本性支出 7.8 亿元，存在 2.8 亿元的资金缺口。公司上半年公司资产负债率上升至 51.8%，随着公司郑州基地以及国外俄罗斯基地的建设，公司负债率仍可能继续提高。但公司通过发行 5 亿元的短期融资券与 4 亿元的中期票据，本次公司又拟申请发行不超过 12 亿元的短期融资券，我们认为政策紧缩下公司采取措施降低财务费用，本身就是优秀管理能力的体现。

表 2 公司资金运转情况

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011H
营运能力							
存货周转率(次)		2.7	2.8	3.1	2.9	3.4	1.6
应收账款周转率(次)		7.6	7.5	7.4	6.3	6.2	3.0
资金状况							
资产负债率(%)	66.3	61.6	62.7	65.0	51.5	44.7	51.8
经营活动现金流(亿元)	7.2	11.7	13.7	15.9	19.5	21.2	5.0
增长率(%)		63.8	16.8	16.0	22.6	8.4	-50.6
资本性支出							
资本性支出(亿元)	12.1	12.8	18.7	9.2	4.5	10.7	7.8
增长率(%)		5.8	45.8	-50.9	(51.0)	138.6	100.4

资料来源：公司公告、中投证券研究所

五、公司盈利预测

表 4 福耀盈利预测假设

汽车玻璃	2010	2011E	2012E	2013E
收入（万元）	756,813	849,400	1,000,000	1,200,000
增长率	46.12%	12.23%	17.73%	20.00%
成本（万元）	489,781	560,604	650,000	771,600
毛利率	35.28%	34.00%	35.00%	35.70%
浮法玻璃				
建筑浮法产能（万吨）	30	30	30	30
单价（元/吨）	1,983	1,500	1,550	1,650
建筑级浮法玻璃收入（万元）	60,294	45,600	47,120	50,160
汽车浮法玻璃产能（万吨）	60	86	115	115
单价（元/吨）	2,037	1,580	1,650	1,780
汽车级浮法玻璃收入（万元）	122,225	135,880	189,750	204,700
浮法玻璃收入合计（万元）	182,519	181,480	236,870	254,860
增长率	12.53%	-0.57%	30.52%	7.59%
浮法玻璃成本合计（万本）	123,072	142,462	182,390	178,402
毛利率	32.57%	21.50%	23.00%	30.00%
其它				
收入（万元）	19,443	20,415	22,457	24,702
增长率	59.11%	5.00%	10.00%	10.00%
成本（万元）	12,035	14,291	15,720	17,292
毛利率	38.10%	30.00%	30.00%	30.00%
其它营业收入	14,253	16,000	20,000	23,000
其它营业成本	4,223	5,000	8,000	11,000
内部抵销	-122,225	-135,880	-189,750	-204,700
内部抵销	-122,225	-135,880	-189,750	-204,700
合计				
收入(万元)	850,804	931,415	1,089,577	1,297,862
成本（万元）	506,887	586,476	666,360	770,594
毛利率（%）	40.42%	37.03%	38.84%	40.63%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

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	5004	8155	11929	营业收入	8508	9314	10896	12979
现金	160	772	3328	6273	营业成本	5069	5865	6664	7706
应收账款	1570	1672	1956	2330	营业税金及附加	7	42	44	52
其它应收款	57	56	76	91	营业费用	622	683	798	950
预付账款	179	205	233	270	管理费用	662	727	861	1025
存货	1678	2084	2334	2696	财务费用	173	138	161	173
其他	203	215	228	270	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	1877	2387	3090
无形资产	482	482	482	482	营业外收入	39	60	60	70
其他	987	384	480	459	营业外支出	20	22	30	35
资产总计	10567	11827	14690	18017	利润总额	2012	1915	2417	3125
流动负债	3852	4108	4592	5012	所得税	224	249	338	469
短期借款	1095	1000	1150	1250	净利润	1788	1666	2079	2656
应付账款	604	704	800	925	少数股东损益	0	0	0	0
其他	2153	2404	2643	2837	归属母公司净利润	1788	1666	2079	2656
非流动负债	873	1382	1682	1932	EBITDA	2828	2573	3178	3915
长期借款	832	1382	1682	1932	EPS (元)	0.89	0.83	1.04	1.33
其他	41	0	0	0					
负债合计	4725	5490	6274	6944	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%	9.5%	17.0%	19.1%
留存收益	3611	4135	6214	8870	营业利润	36.1%	-5.8%	27.2%	29.4%
归属母公司股东权益	5842	6337	8416	11073	归属于母公司净利润	60.1%	-6.8%	24.8%	27.8%
负债和股东权益	10567	11827	14690	18017	获利能力				
					毛利率	40.4%	37.0%	38.8%	40.6%
					净利率	21.0%	17.9%	19.1%	20.5%
					ROE	30.6%	26.3%	24.7%	24.0%
					ROIC	25.2%	22.2%	27.8%	34.9%
					偿债能力				
					资产负债率	44.7%	46.4%	42.7%	38.5%
					净负债比率	42.05%	44.48%	46.09%	46.69%
					流动比率	1.00	1.22	1.78	2.38
					速动比率	0.56	0.69	1.25	1.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.87	0.83	0.82	0.79
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	10.12	8.97	8.86	8.94
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	0.83	1.04	1.33
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.04	1.30	1.47
					每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.16	4.20	5.53
					估值比率				
					P/E	10.53	11.30	9.06	7.09
					P/B	3.22	2.97	2.24	1.70
					EV/EBITDA	7	8	6	5

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