



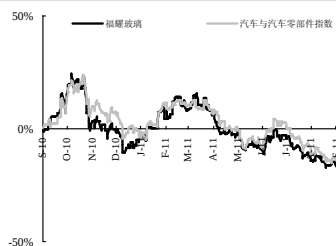
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

汽车及零部件
Autos & Auto Parts

2011 年 9 月 21 日

市场数据	2011 年 9 月 20
当前价格 (元)	8.90
52 周价格区间 (元)	8.79-14.15
总市值 (百万)	17826.58
流通市值 (百万)	16581.11
总股本 (万股)	200299
流通股 (万股)	186305
日均成交额 (百万)	94
近一月换手 (%)	5.77
Beta (2 年)	1.60
第一大股东	三益发展有限公司
公司网址	www.fuyaogroup.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
福耀玻璃	-3.5	-8.0	-17.2
汽车零部件指数	-3.1	-9.1	-14.4

相关报告

陈光明
+86 755 21515584
chengm@jyzq.cn
执业证书编号
S0370510120001

合规申明

公司持有该股票是否超过该公司
已发行股份的 1%?

☐ 是 ☒ 否

福耀玻璃 (600660)

—成长明确, 估值见底

评级: 买入

盈利预测	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	8508	9927	11419	13237
主营收入增长率%	40%	17%	15%	16%
净利润 (百万元)	1788	1852	2212	2615
净利润增长率%	60%	4%	19%	18%
每股收益 (元)	0.89	0.92	1.10	1.31
PE	10.12	9.73	8.15	6.89
PB	3.54	2.75	2.26	1.89

资料来源: 金元证券研究所

投资要点:

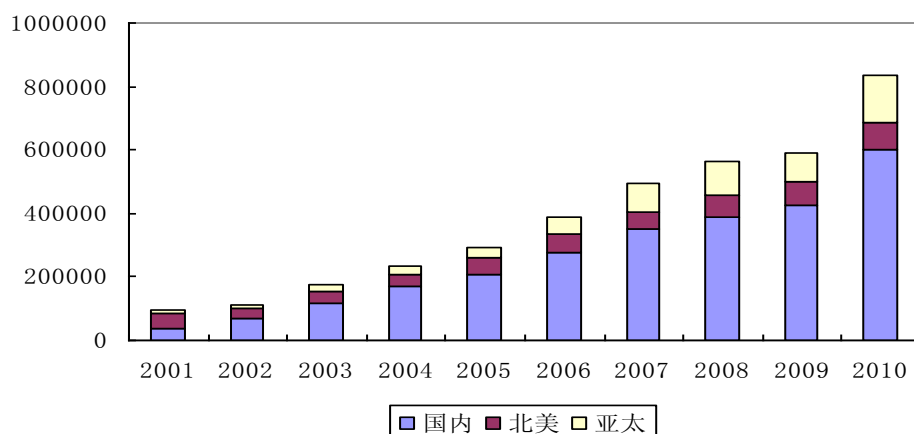
- 从公司未来成长、盈利稳定性、目前估值以及历年分红率和股息率等指标来看, 福耀玻璃已经进入价值投资区域。
- 中长期看, 公司产销未来仍有 2 倍以上的成长空间。经过多年的发展与积累, 公司在规模、技术、成本、渠道、品牌、产业一体化等方面已经建立了较为明显的竞争优势, 将长期分享中国及全球汽车工业的发展。在福耀玻璃保持国内 60% 的市场份额以及海外市场份额提升至 20% 的情况下, 我们预计福耀玻璃产销未来仍有 2 倍以上的成长空间。
- 成本有较大下降空间, 盈利能力有望改善。2012 年公司玻璃原片自给率将由目前的 50% 提升至 70% 以上; 重庆浮法生产线以天然气替代重油, 成本有望实现亿元左右的节约; 福清浮法线的油改气也在稳步推进。上海、长春等基地设备折旧几近提完, 折旧率预计有 1-2 个点的下降。此外, 汽车玻璃包边以及模块化供应等深加工都将提升盈利能力。
- 福耀玻璃一直比较注重对投资者的回报, 自上市以来, 公司累计现金分红超过 27 亿元, 而通过配股、增发等融资不足 7 亿元。从近 5 年的情况看, 福耀分红率接近 50%。按目前股价, 股息收益率超过 5%。
- 维持“买入”评级。预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.92 元、1.10 元和 1.31 元, 目前股价对应 2011 年、2012 年 P/E 分别为 10 倍和 8 倍, 目前估值处于历史最低水平。结合公司未来明确的成长空间、较好的股息率水平以及偏低的估值水平, 我们给予公司“买入”评级。
- 风险: 全球经济二次衰退。

从公司未来成长、盈利稳定性、目前估值以及历年分红率和股息率等指标来看，福耀玻璃已经进入价值投资区域。

中长期看，公司未来至少还有 2 倍的成长空间

福耀玻璃是我国专业的汽车玻璃生产商，经过二十多年的发展，其年收入由二十世纪九十年代的不足2亿元增长到目前的80多亿元，年均复合增长超过20%。公司目前国内市场份额超过50%，全球市场份额超过5%，已成为国内最大的汽车玻璃生产商，也是世界前五大汽车玻璃生产商。

图表1：福耀玻璃历年收入增长（单位：万元）



资料来源：公司资料，金元证券研究所

经过多年的发展与积累，公司在规模、技术、成本、渠道、品牌、产业一体化等方面已经建立了较为明显的竞争优势，将长期分享中国及全球汽车工业的发展。目前中国汽车年产销不足2000万辆，预计达到饱和阶段时汽车年产销有望达到4000万辆的水平（相当于每千人300辆）。而全球汽车需求在中国、印度等发展中国家推动下，未来年产销规模将由目前的7000万辆提升至11000万辆左右。在福耀玻璃保持国内60%的市场份额以及海外市场份额提升至20%的情况下，我们预计福耀玻璃产销未来仍有2倍以上的成长空间。

图表2：中长期看，福耀玻璃至少还有2倍的成长空间

		2010	中长期
中国	配套市场（万套）	1800	4000
	维修市场（万套）	8000*0.05	40000*0.05
	合计（万套）	2200	6000
	产值（亿元）	110	300
全球	配套市场（万套）	7000	11000
	维修市场（万套）	70000*0.05	110000*0.05
	合计（万套）	10500	16500

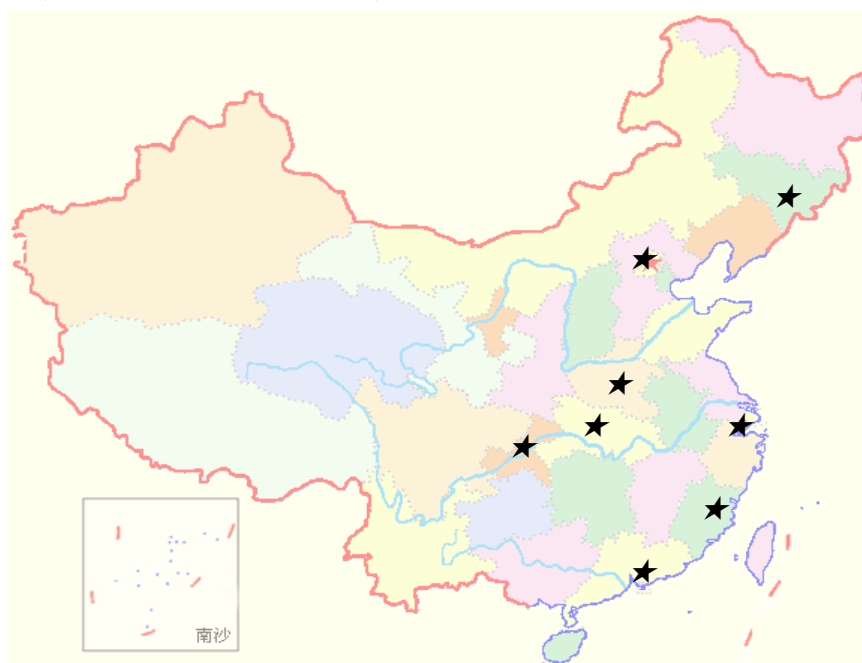
	产值（亿元）	525	825
福耀	国内（亿元）	52	140
	国外（亿元）	24	100
	合计（亿元）	76	240

资料来源：公司资料，金元证券研究所

国内市场布局日益完善，全球化布局悄然启动

公司先后在福建、上海、长春、重庆、北京、广州、武汉以及郑州等国内主要汽车集群地设立汽车玻璃生产基地，形成基本能够近距离覆盖国内主要汽车整车厂商的合理布局，这有助于节省运输费用、减少破损浪费，及时供货强化与属地车企的配套关系。在完善国内生产基地的同时，公司全球化布局也悄然启动。2011年6月，应配套厂商德国大众要求，公司公告拟投资2亿美元在俄罗斯建设汽车玻璃生产基地，以满足大众汽车俄罗斯汽车工厂对汽车玻璃的需求。

图表3：日益完善的国内市场布局



资料来源：公司资料，金元证券研究所

成本有较大下降空间，盈利能力有望改善

得益于公司产品的优异品质、完善的产能布局以及一体化，公司产品的盈利能力近几年来一直维持在较高的水平。但原材料纯碱、重油的价格变化会对公司盈利能力造成小幅波动。

降低成本、提升质量一直是公司倡导的经营管理。尤其是经历 2008 年金融危机，公司更是强调这一点。未来几年，公司成本还有比较大的下降空间。

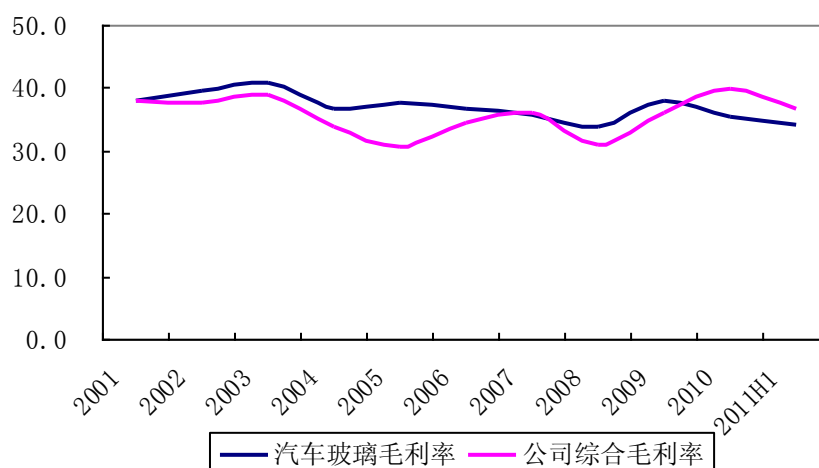
原片自给率继续提升。目前公司原片生产能力在 50 万吨左右，自给率 50%，重庆 2 条生产线 30 万吨分别与 2011 年 5 月、10 月点火，预计明年产能自给率将提升

到 70%左右。公司计划未来将继续增加浮法玻璃生产线，力争达到 100%自给。重庆浮法玻璃以天然气替换重油，加之重庆天然气资源充裕，价格较低，浮法成本有望继续降低。此外，公司于去年底启动了福清浮法玻璃生产线燃烧系统重油改天然气的技术改造工程，一线已于 2011 年 7 月中旬切换成功，二线计划于 8 月中旬进行切换，三线技改工程按计划继续推进。

折旧率持续降低：福清老产设备折旧已经提完，上海和长春基地也已经接近 10 年，设备折旧也快提完了，我们预计折旧率还有 1-2 个点的下降。

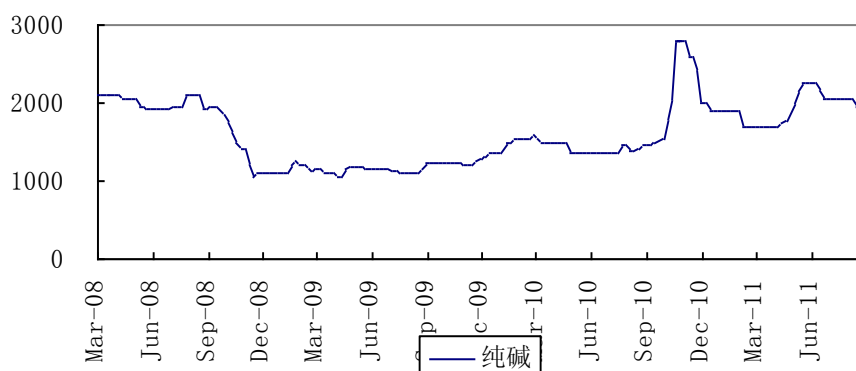
汽车玻璃深加工提升盈利能力。公司在供应汽车玻璃的基础上，进一步深加工，如进行汽车玻璃包边，提供模块化产品，这有利于提升其附加值，目前包边比例在 10% 左右，这个比重在逐步提升。另外，公司在 LOE 镀膜玻璃、天线模块玻璃等产品做了较多技术储备。

图表4：福耀玻璃历年盈利能力波动



资料来源：公司资料，金元证券研究所

图表5：纯碱价格回落



资料来源：

股息收益率超过5%

福耀玻璃一直比较注重对投资者的回报，自上市以来，公司累计现金分红超过27

亿元,而通过配股、增发等融资不足7亿元。从近5年的情况看,福耀分红率接近50%。按目前股价,股息收益率超过5%。

图表 6: 福耀玻璃近 5 年现金分红情况

	EPS (元)	每股现金股利 (元)	分红率
2006	0.61	0.31	51%
2007	0.92	0.50	54%
2008	0.12		
2009	0.56	0.17	30%
2010	0.89	0.57	64%

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

盈利预测与估值

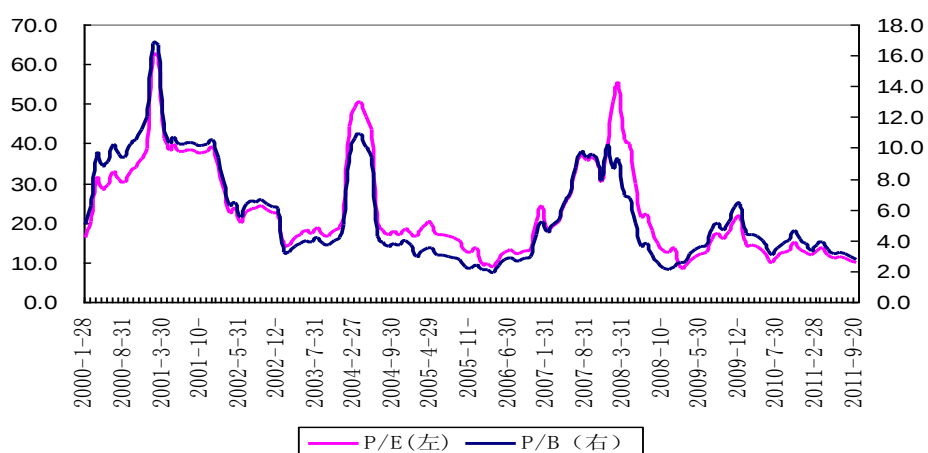
预测公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.92 元、1.10 元和 1.31 元, 目前股价对应 2011 年、2012 年 P/E 分别为 10 倍和 8 倍, 目前估值处于历史最低水平。结合公司未来明确的成长空间、较好的股息率水平以及偏低的估值水平, 我们给予公司“买入”评级。

图表 7: 福耀玻璃盈利预测 (单位: 百万元)

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8508	9927	11419	13237
营业成本	5069	6149	6930	8018
营业税金及附加	7	40	46	53
营业费用	622	695	799	927
管理费用	662	794	913	1059
财务费用	173	162	148	126
资产减值损失	1	0	0	0
投资净收益	16	18	20	22
营业利润	1992	2105	2602	3076
营业外收入	39	0	0	0
营业外支出	20	0	0	0
利润总额	2012	2105	2602	3076
所得税	224	253	390	461
净利润	1788	1852	2212	2615
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1788	1852	2212	2615
EPS (元)	0.89	0.92	1.10	1.31

资料来源: 公司资料, 金元证券研究所

图表 8: 福耀玻璃 2000 年以来估值变化



资料来源：公司资料，金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度 5%—15%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%—-15%以上。

对本报告的评价请反馈至金元证券销售交易总部

姓名	分工	电话	手机	邮箱
王睿	总经理	0755-83022499	13924591661	wangrui1@jyzq.cn
郑仲运	高级研究员	0755-83023468	18603064918	zhengzy@jyzq.cn

联系地址: 深圳市深南大道4001号时代金融中心17层, 518048

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.