



**CICC**  
 中国国际金融有限公司  
 CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
 CORPORATION LIMITED

# 业绩回顾

证券研究报告

2012年7月31日

汽车及零部件

研究部

郑栋 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:  
 S0080511010043  
 zhengd@cicc.com.cn

张涵一 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:  
 S0080511010032  
 zhanghy2@cicc.com.cn

推荐

## 福耀玻璃(600660.SH)

### 浮法自制率提升改善盈利能力

#### 主要财务信息

| (百万元)         | 2008A | 2009A | 2010A | 2011A | 2012E  | 2013E  |
|---------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 主营业务收入 (+/-)  | 5,717 | 6,081 | 8,508 | 9,689 | 10,755 | 12,410 |
| 主营业务利润 (+/-)  | 1,788 | 2,596 | 3,432 | 3,486 | 3,895  | 4,495  |
| 净利润 (+/-)     | 246   | 1,117 | 1,788 | 1,513 | 1,567  | 1,835  |
| 每股盈利(元) (+/-) | 0.12  | 0.56  | 0.89  | 0.76  | 0.78   | 0.92   |
| 市盈率           | 65.9  | 14.5  | 9.1   | 10.7  | 10.3   | 8.8    |
| 市净率           | 5.0   | 3.7   | 2.8   | 2.6   | 2.4    | 2.2    |
| EV/EBITDA     | 18.7  | 8.1   | 6.4   | 7.2   | 7.0    | 6.3    |
| 净资产收益率        | 7.5%  | 25.5% | 30.6% | 24.3% | 23.1%  | 24.7%  |
| ROCE          | 3.8%  | 18.2% | 26.6% | 20.4% | 17.7%  | 17.9%  |
| 现金分红收益率       | 5.1%  | 1.3%  | 7.0%  | 8.0%  | 6.2%   | 7.4%   |
| 每股经营现金流(元)    | 0.8   | 1.0   | 1.1   | 0.7   | 1.1    | 1.2    |
| 股价/经营现金       | 10.2  | 8.3   | 7.7   | 11.1  | 7.3    | 6.9    |

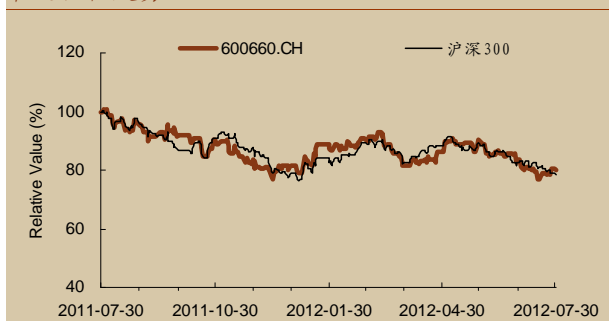
#### 股票信息

| A股              |            |
|-----------------|------------|
| 股票代码            | 600660.CH  |
| 当前股价            | 人民币7.48    |
| 过去30日日均成交量(百万股) | 6.58       |
| 52周最高价/最低价      | 人民币9.4/7.2 |
| 总市值(百万元)        | 14,982     |
| 发行股数(百万股)       | 2,003      |
| 其中:流通股(百万股)     | 1,322      |

#### 最近估值走势

| %          | 近一周   | 1个月   | 3个月    | 年初至今  |
|------------|-------|-------|--------|-------|
| 600660.CH  | +1.36 | -3.23 | -7.05  | -1.46 |
| 沪深300      | -2.61 | -3.71 | -11.24 | +1.06 |
| 中金A股汽车及零部件 | -0.57 | -8.64 | -15.90 | -4.06 |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

#### 上半年业绩符合预期

上半年公司实现营业收入 48.74 亿元, 同比增长 4.7%; 实现净利润 7.38 亿元, 同比下降 7.7%, 对应 EPS 为 0.37 元, 基本符合我们预期。

#### 正面

**国内汽玻市场份额提升, 欧洲市场增长较快。**上半年, 公司国内汽车玻璃收入同比增长 8.18% 至 29.8 亿元, 高于国内汽车产业 4.08% 的产量增速, 市场占有率持续提升。同时公司上半年在欧洲市场收入同比增长 34.5%, 份额也有所增加。

**毛利率同比提升 1.1 个百分点。**浮法自制率提升以及原材料成本下降使得上半年毛利率同比提升 1.1 个百分点至 38.2%。

#### 负面

**期间费用率同比增加 1.7 个百分点至 19.3%。**其中管理费用率和财务费用率同比分别增加 1.1 和 0.6 个百分点。主要由于职工薪酬和研发支出的增加以及计提中票、短融利息所致。

**福耀通辽合计影响净利润近 6000 万元。**上半年, 福耀通辽浮法价格下跌, 影响净利润 3942 万, 公司对福耀通辽一线放水停产计提减值, 影响 2054 万。两者均为一次性损益。

#### 发展趋势

**浮法自制率提升及油改气项目完成有望推动全年利润率改善。**公司重庆浮法二线已于 4 月点火, 浮法自制率进一步提升, 同时油改气项目已经完成将降低公司浮法玻璃生产成本。此外, 随着今年以来重油、纯碱成本回落, 全年利润率有望持续改善。

**出口市场仍有潜力可挖。**公司近年来先后取得了宝马、奔驰等高端市场配套业务, 份额持续提升。未来随着规划中的俄罗斯大众项目投产, 出口收入有望持续提升, 弥补国内收入放缓的损失。

#### 估值与建议

我们下调公司 2012/13 年每股盈利分别为 0.78 元和 0.92 元。目前股价对应 2012/13 年市盈率分别为 10 倍和 9 倍, 估值处于行业中低端。考虑到公司利润率有提升空间, 出口市场具备发展潜力, 且拥有较高的分红收益率, 维持对公司推荐的评级。

图表 1: 季度业绩分析

| (百万元)       | 季度数据  |       |       |       |       |       |       |         | 半年度数据 |       |        | 中金评论             |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|------------------|
|             | 1Q11  | 2Q11  | 3Q11  | 4Q11  | 1Q12  | 2Q12  | QoQ   | YoY     | 1H11  | 1H12  | YoY    |                  |
| 营业收入        | 2,231 | 2,427 | 2,444 | 2,588 | 2,257 | 2,617 | 15.9% | 7.8%    | 4,657 | 4,874 | 4.7%   | 汽车玻璃实现收入同比增长9.3% |
| 营业成本        | 1,395 | 1,535 | 1,568 | 1,648 | 1,373 | 1,610 | 17.2% | 4.9%    | 2,931 | 2,983 | 1.8%   |                  |
| 毛利          | 826   | 880   | 858   | 922   | 870   | 989   | 13.6% | 12.4%   | 1,727 | 1,860 | 7.7%   |                  |
| 销售费用        | 173   | 178   | 187   | 206   | 177   | 192   | 8.3%  | 7.9%    | 351   | 368   | 5.1%   |                  |
| 管理费用        | 183   | 197   | 197   | 226   | 211   | 237   | 12.3% | 20.5%   | 380   | 449   | 18.2%  |                  |
| 财务费用        | 36    | 52    | 71    | 76    | 58    | 66    | 14.7% | 25.9%   | 89    | 124   | 39.8%  |                  |
| 资产减值损失      | -     | -     | -     | 10    | -     | 21    | n.m.  | n.m.    | -     | 21    | n.m.   | 对福耀通辽一线放水停产计提减值  |
| 营业利润        | 434   | 453   | 403   | 404   | 425   | 473   | 11.5% | 4.6%    | 886   | 898   | 1.3%   |                  |
| 投资收益        | 4     | 3     | 3     | 5     | 4     | 4     | 16.9% | 32.0%   | 8     | 8     | 4.1%   |                  |
| 营业外收入       | 31    | 4     | 16    | 26    | 4     | 5     | 27.0% | 8.8%    | 35    | 8     | -75.7% |                  |
| 营业外支出       | 1     | 0     | 5     | 8     | 4     | 6     | 46.1% | 2145.1% | 2     | 10    | 480.1% |                  |
| 利润总额        | 467   | 460   | 417   | 428   | 428   | 476   | 11.4% | 3.6%    | 927   | 904   | -2.5%  |                  |
| 所得税         | 63    | 65    | 50    | 82    | 77    | 90    | 17.8% | 39.1%   | 127   | 167   | 30.8%  |                  |
| 净利润         | 405   | 395   | 367   | 346   | 351   | 386   | 10.0% | -2.3%   | 800   | 738   | -7.8%  |                  |
| 每股收益(元)     | 0.20  | 0.20  | 0.18  | 0.17  | 0.18  | 0.19  | 10.0% | -2.3%   | 0.40  | 0.37  | -7.8%  |                  |
| <b>主要比率</b> |       |       |       |       |       |       |       |         |       |       |        |                  |
| 毛利率         | 37.0% | 36.3% | 35.1% | 35.6% | 38.6% | 37.8% | -0.8% | 1.5%    | 37.1% | 38.2% | 1.1%   |                  |
| 营业利润率       | 19.4% | 18.7% | 16.5% | 15.6% | 18.8% | 18.1% | -0.7% | -0.6%   | 19.0% | 18.4% | -0.6%  |                  |
| 净利润率        | 18.1% | 16.3% | 15.0% | 13.4% | 15.6% | 14.8% | -0.8% | -1.5%   | 17.2% | 15.1% | -2.0%  |                  |
| 销售费用率       | 7.8%  | 7.3%  | 7.6%  | 8.0%  | 7.8%  | 7.3%  | -0.5% | 0.0%    | 7.5%  | 7.6%  | 0.0%   |                  |
| 管理费用率       | 8.2%  | 8.1%  | 8.1%  | 8.7%  | 9.4%  | 9.1%  | -0.3% | 1.0%    | 8.2%  | 9.2%  | 1.1%   |                  |
| 财务费用率       | 1.6%  | 2.2%  | 2.9%  | 2.9%  | 2.6%  | 2.5%  | 0.0%  | 0.4%    | 1.9%  | 2.5%  | 0.6%   |                  |
| EBIT利润率     | 22.6% | 21.1% | 20.0% | 19.5% | 21.5% | 20.7% | -0.8% | -0.4%   | 21.8% | 21.1% | -0.7%  |                  |
| 有效所得税率      | 13.4% | 14.1% | 12.0% | 19.2% | 17.9% | 18.9% | 1.0%  | 4.8%    | 13.7% | 18.4% | 4.7%   |                  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 下属在建项目进度及收益情况

| 项目名称     | 项目金额<br>(万元) | 项目进度 | 项目收益情<br>况(万元) |
|----------|--------------|------|----------------|
| 重庆万盛浮法项目 | 68,000       | 99%  | 1,284          |
| 上海汽车玻璃项目 | 23,770       | 55%  | 11,022         |
| 福清万达项目   | 16,108       | 78%  | 16,931         |
| 福耀长春项目   | 25,958       | 93%  | 11,699         |
| 郑州福耀项目   | 42,000       | 55%  | 0              |
| 福耀俄罗斯项目  | 51,908       | 18%  | 0              |
| 合计       | 227,744      |      |                |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测调整表

| (万元)    | 2011A | 2012E  |        |       | 2013E  |        |       |
|---------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|
|         | 实际值   | 调整前    | 调整后    | 变化    | 调整前    | 调整后    | 变化    |
| 主营业务收入  | 9,689 | 10,755 | 10,755 | 0.0%  | 12,410 | 12,410 | 0.0%  |
| 主营业务成本  | 6,147 | 6,797  | 6,797  | 0.0%  | 7,842  | 7,842  | 0.0%  |
| 主营业务利润  | 3,486 | 3,895  | 3,895  | 0.0%  | 4,495  | 4,495  | 0.0%  |
| 营业费用    | 744   | 807    | 825    | 2.3%  | 931    | 952    | 2.3%  |
| 管理费用    | 803   | 860    | 903    | 5.0%  | 993    | 1,042  | 5.0%  |
| 财务费用    | 236   | 303    | 322    | 6.2%  | 339    | 361    | 6.5%  |
| 营业利润    | 1,694 | 1,913  | 1,812  | -5.3% | 2,220  | 2,127  | -4.2% |
| 税前利润    | 1,772 | 1,992  | 1,843  | -7.5% | 2,298  | 2,159  | -6.1% |
| 所得税     | 260   | 299    | 276    | -7.5% | 345    | 324    | -6.1% |
| 净利润     | 1,513 | 1,693  | 1,567  | -7.5% | 1,953  | 1,835  | -6.1% |
| 每股盈利(元) | 0.76  | 0.85   | 0.78   | -7.5% | 0.98   | 0.92   | -6.1% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

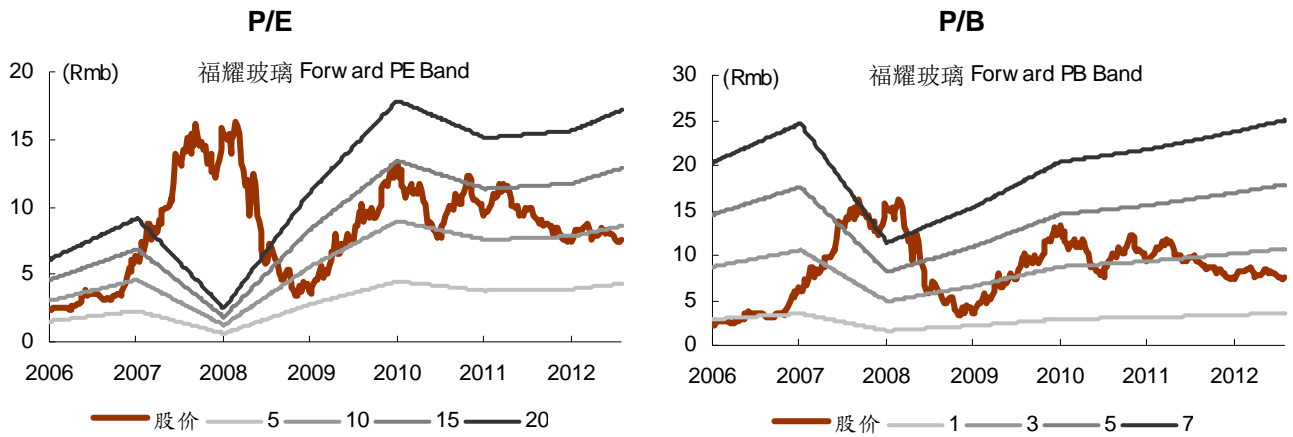
图表 4: 历史及预测财务数据

| 损益表 (百万元)   | 2008A | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入净额    | 5,717 | 6,081  | 8,508  | 9,689  | 10,755 | 12,410 |
| 主营业务利润      | 1,788 | 2,596  | 3,432  | 3,486  | 3,895  | 4,495  |
| 营业费用        | -420  | -414   | -622   | -744   | -825   | -952   |
| 管理费用        | -377  | -533   | -662   | -803   | -903   | -1,042 |
| 资产减值损失      | -419  | -1     | -1     | -10    | -32    | -12    |
| 财务费用        | -301  | -205   | -173   | -236   | -322   | -361   |
| 营业利润        | 271   | 1,443  | 1,976  | 1,694  | 1,812  | 2,127  |
| 投资收益        | 10    | 21     | 16     | 16     | 16     | 16     |
| 营业外收支净额     | 34    | -183   | 20     | 63     | 16     | 16     |
| 税前利润        | 315   | 1,281  | 2,012  | 1,772  | 1,843  | 2,159  |
| 所得税         | -69   | -164   | -224   | -260   | -276   | -324   |
| 少数股东权益      | -     | -      | -      | -      | -      | -      |
| 净利润         | 246   | 1,117  | 1,788  | 1,513  | 1,567  | 1,835  |
| 现金流量表 (百万元) |       |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流净额   | 1,592 | 1,951  | 2,115  | 1,462  | 2,227  | 2,363  |
| 投资活动现金流净额   | -913  | 24     | -1,081 | -1,055 | -1,092 | -1,092 |
| 融资活动现金流净额   | -656  | -1,979 | -1,020 | 247    | -1,034 | -699   |
| 货币资金增加额     | 22    | -4     | 15     | 654    | 101    | 572    |
| 资产负债表 (百万元) |       |        |        |        |        |        |
| 流动资产        | 2,266 | 2,874  | 3,847  | 4,988  | 5,534  | 6,811  |
| 固定资产        | 6,302 | 5,369  | 5,927  | 6,395  | 6,913  | 7,409  |
| 流动负债        | 2,905 | 2,915  | 3,852  | 4,811  | 4,402  | 4,753  |
| 长期负债        | 3,159 | 1,749  | 872    | 1,167  | 2,031  | 2,808  |
| 股东权益        | 3,270 | 4,386  | 5,842  | 6,232  | 6,797  | 7,430  |
| 总资产         | 9,333 | 9,051  | 10,567 | 12,212 | 13,232 | 14,993 |
| 财务指标        | 2008A | 2009A  | 2010A  | 2011A  | 2012E  | 2013E  |
| 毛利率         | 31.3% | 42.7%  | 40.4%  | 36.6%  | 36.8%  | 36.8%  |
| 息税前利润率      | 10.0% | 27.1%  | 25.3%  | 19.9%  | 19.8%  | 20.1%  |
| 净利润率        | 4.3%  | 18.4%  | 21.0%  | 15.6%  | 14.6%  | 14.8%  |
| 净资产收益率      | 7.5%  | 25.5%  | 30.6%  | 24.3%  | 23.1%  | 24.7%  |
| 总资产负债率      | 65.0% | 51.5%  | 44.7%  | 49.0%  | 48.6%  | 50.4%  |
| 流动比率        | 0.8   | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.3    | 1.4    |
| 速动比率        | 0.4   | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.8    | 0.9    |
| 应收帐款周转期     | 57.1  | 79.6   | 78.1   | 79.6   | 79.6   | 79.6   |
| 存货周转期       | 108.5 | 133.4  | 120.8  | 112.3  | 112.3  | 112.3  |
| 分红比例        | 0.0%  | 30.5%  | 63.9%  | 53.0%  | 63.9%  | 65.5%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 6: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼3层  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568

