

鼎资公司研究部

分析师: 万信晋 dzyj@tpbond.com

联系人: 郭冰洁 dzyj@tpbond.com

(8621) 61375305

[Http://www.tpbond.net](http://www.tpbond.net)

本期短融券信用级别: 中诚信: A-1
鼎资研究: A-2

公司信息			
发行人	福耀玻璃工业集团股份有限公司		
公司简称	福耀玻璃	成立日期	1992-6-21
公司性质	中外合资	是否上市	是
短期融资券要素 (2009 年第一期)			
发行总额	8 亿元	发行方式	公开发行
发行收益率	3.15%	起息日	2009-08-24
上市日	2009-08-26	期限	365 天

内容摘要

有利因素

- 布局优势明显
- 地位优势和规模优势突出
- 经营性现金获取能力持续提升

不利因素

- 下游汽车行业景气度下降
- 股权结构变化

财务分析

- 整体盈利能力较强
- 营运能力较好, 效率较高
- 整体偿债能力较好

评级结论

福耀玻璃短期融资券分析报告

分析观点

公司概况

福耀玻璃工业集团股份有限公司成立于 1992 年 6 月, 注册资本为人民币 20.03 亿元。公司主要生产汽车玻璃、装饰玻璃和其它工业技术玻璃及玻璃安装, 售后服务; 开发和生产经营特种优质浮法玻璃, 包括超薄玻璃、薄玻璃、透明玻璃、着色彩色玻璃。公司经营业务由汽车玻璃和浮法玻璃两大板块构成。汽车玻璃生产能力为 3,990 万平方米/年, 浮法玻璃生产能力为 80 万吨/年。公司股东为香港三益发展有限公司、福建省耀华工业村开发有限公司和鸿侨海外有限公司, 三者合计持有公司 53.93% 的股权, 实际控制人为曹德旺。截至 2008 年末, 公司总资产为 93.33 亿元, 总负债为 60.64 亿元, 资产负债率 64.97%; 全年实现营业总收入 57.17 亿元, 净利润 2.46 亿元, 经营活动产生的现金净流量 15.92 亿元。

行业状况

我国汽车玻璃行业发展前景良好, 主要表现在以下几个方面: 第一, 近年来我国汽车生产保持着较快的增长速度, 为我国汽车玻璃企业提供了较大的市场空间。据中国汽车工业协会统计, 2008 年, 我国汽车累计产销分别达到 934.51 万辆和 938.05 万辆; 2009 年 1~6 月, 我国汽车市场规模达 609.88 万辆, 产销量居世界第一位。第二, 国际汽车厂商因本国生产成本过高而把生产厂转移到低成本的国家, 直接增加了我国汽车玻璃的需求规模。第三, 国际厂商实施零部件采购全球化策略, 国际汽车玻璃采购比例不断上升, 为我国具有技术研发和成本优势的汽车玻璃生产企业提供了更大的市场空间。第四, 2009 年初我国汽车工业振兴计划的推出以及汽车购置税减免等一系列刺激政策将促进我国汽车工业的发展。第五, 从中长期来看, 由于我国汽车普及率还比较低, 随着经济的发展, 我国汽车工业及汽车玻璃行业还有很大的发展空间。福耀集团是我国最具规模、技术水平最高、出口量最大的汽车玻璃生产供应商, 目前公司占据了国内汽车玻璃 OEM 市场 60% 的份额, 在世界上排名第四。

鼎资评分

根据福耀玻璃的财务数据, 运用鼎资信用分析评分模型进行计算, 福耀玻璃的偿债能力评级为 A-3, 经营能力评级为 A-3, 盈利能力评级为 A-1。结合福耀玻璃中外合资的性质, 综合来看, 我们给福耀玻璃的整体评级为 **A-2 级**。根据鼎资研究的统计, 在这一信用水平的新债收益率 3.1%; 结合福耀玻璃的实际情况, 鼎资投资认为 09 福耀 CP01 的收益率在 3.07% 左右较为合理。

表 1 公司汽车玻璃和浮法玻璃生产基地布局

生产基地	投产时间
福清本部	1987 年
福耀长春	2001 年 10 月
福耀重庆	2002 年 3 月
福耀上海	2003 年底
北京福耀	2007 年底
广州福耀	2007 年底
汽车玻璃产能合计	3990 万平方米
福清本部	2005 年上半年
福耀双辽、通辽	2003 年底
福耀海南	2007 年底
浮法玻璃产能合计	80 万吨

图 1 06~09.3 公司经营性现金及利润总额 单位：万元

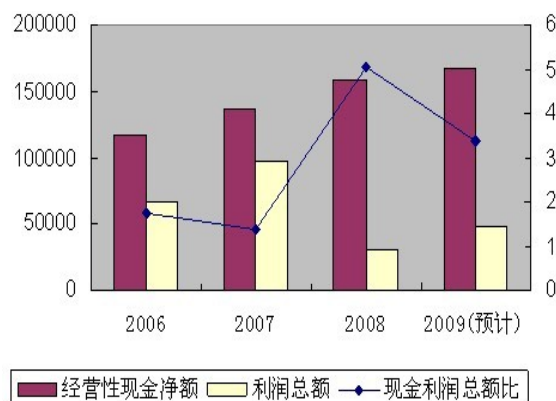
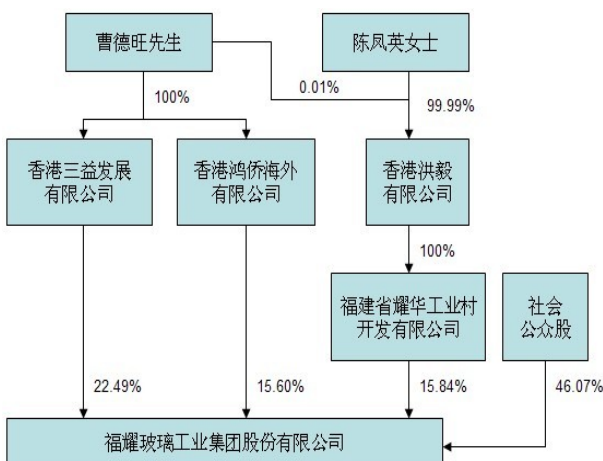


图 2 公司控股股东及实际控制人持股情况



有利因素

■ 布局优势明显（见表 1）

公司围绕我国主要的汽车产业集群地进行的国内区域布局已基本到位，形成东有福耀上海、中西部有福耀重庆和湖北荆门、南有福清基地和福耀广州、北有福耀长春和北京福通的产业格局，同时，公司生产汽车玻璃用的原片 90%以上自我供给，享有成本优势，稳定壮大的 OEM 配套关系更将使公司保持长期综合竞争优势。此外，公司依据国内低成本优势的生产基地进行出口，而不是在全球建立生产基地。同时通过投资收购海外公司来提供优质的售后服务，以满足汽车企业模块化供应、零库存管理和共同发展的要求。

■ 地位优势和规模优势突出

公司是我国最具规模、技术水平最高、出口量最大的汽车玻璃生产供应商，目前公司在世界上排名第四，占据全球 10%以上的市场份额，并且占据了国内汽车玻璃 OEM 市场 60%的份额，并呈持续增长态势。截止 2008 年底，公司具有汽车玻璃 3990 万平方米和浮法玻璃 80 万吨的产能。未来通过局部调整和扩产，产能可进一步提升。公司产能规模相当于国内排名第二的旭硝子的 5 倍，也相当于国内主要竞争对手全部产能之和。因此，公司具有突出的市场地位优势和规模优势。

■ 经营性现金获取能力持续提升（见图 1）

受益于公司规模扩大、成本控制得力以及实施稳健内敛的财务政策，近年来公司经营净现金流始终大于其利润总额，并保持快速增长势头。从 2006 年到 2008 年，公司经营活动现金净额分别为：117426.62 万元、137194.47 万元和 159158.53 万元，同比增长率分别为：16.83%、16.01%。2009 年 1 季度公司经营活动现金净额为 411783.16 万元，预计 2009 年全年将达到 167132.65 万元。同时由于公司未来一段时期没有较大规模投资计划，预计未来公司资本支出压力很小，偿债能力将进一步增强。

不利因素

■ 下游汽车行业景气度下降

在国际金融危机不断扩散和蔓延下，全球经济增长出现显著下滑，汽车行业受到较大冲击，据美国著名汽车调查公司 CSM 发布的报告称，2009 年全球汽车销量将继续下降至 5680 万辆，与 2008 年相比减少 8%。据中国汽车工业协会统计信息，2008 年我国汽车累计产量 934.51 万辆，同比增长 5.21%，比 2007 年增速回落 16.81 个百分点。受下游汽车市场需要萎缩影响，汽车玻璃的市场需求也在随之下降。

■ 股权结构变化（见图 2）

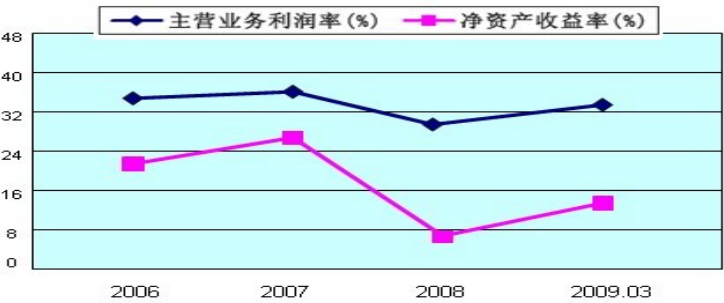
公司实际控制人曹德旺拟将其家族实际持有公司 59000 万股股份捐出，用来成立慈善基金会。该等股份捐出后，曹先生尚持有公司 41311 万股股份，占公司总股本的 20.62%，将成为公司的第二大股东。此外，由于 2008 年公司每股收益增长率为负数，根据股改时大股东福建省耀华工业村开发有限公司所做的若公司经营业绩无法达到设定目标，将向流通股股东追送股份一次的承诺，福建省耀华工业村开发有限公司将按照目前流通股股份每 10 股送 1 股的比例，追加执行对价安排的股份总数共计约 7700 万股。这些都在一定程度上会影响公司的全面收购计划以及公司的治理机制等。

财务分析

主要财务数据和指标(合并报表)(人民币万元)

项目	2008	2007	同比增 减(%)	2006	2009年3月
主营业务收入净额	561622.13	495923.54	13.25	388398.63	105912.54
主营业务利润	178750.11	186650.56	-4.23	133295.67	35892.03
净利润	24605.25	91721.06	-73.17	60722.03	10346.87
EBITDA	126160.04	174272.77	-27.55	129800.37	-
货币资金	15385.32	12093.09	27.27	14049.54	9858.08
流动资产	226633.99	249463.94	-9.18	195999.12	212346.47
流动负债	290457.44	285047.97	1.93	207870.19	299660.19
负债总额	606357.44	593567.97	2.15	467990.19	580710.19
总资产	933309.09	946217.45	-1.36	759440.97	917933.55
经营活动产生的现 金流量	159158.53	137194.47	16.01	117426.62	41783.16
资产负债率	64.97%	62.73%	3.57	62.33%	63.26%
流动比率	0.78	0.88	-11.36	0.94	0.71
EBITDA 利息保障倍 数	1.95	5.05	-51.24	4.19	-
EBITDA/流动负债 (%)	43.44	61.14	-28.95	62.44	-
现金流动负债比(%)	54.80	48.13	13.86	56.49	13.94
主营业务利润率(%)	30.91	35.87	-13.83	34.32	33.92
净资产收益率(%)	7.53	26.01	-71.05	21.47	12.28
应收账款周转天数 (天)	48.65	48.19	-0.95	47.94	63.60

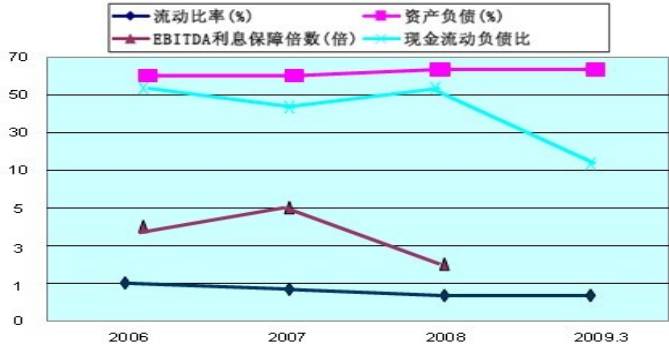
盈利能力分析



数据来源: 财务报表 鼎资整理

06-08 年公司主营业务收入同比增加分别为 27.68%、13.25%, 07 年公司主营业务利润较 06 年增加 40.06%, 而 08 年主营业务利润较 07 年下降了 4.23%, 所以公司主营业务利润率先上升后下降。09 年 1 季度公司主营业务收入较 08 年末减少 81.14%, 主营业务利润减少 49.92%, 导致主营业务利润率又有所上升。06-07 年公司收入稳定增加, 净利润也增加较快, 同比增加 51.05%, 所以公司净资产收益率有所上升; 08 年公司净利润较 07 年末有大幅下降, 同比减少 73.17%, 所以公司净资产收益率又有所下降, 09 年 1 季度公司盈利能力有所增强, 公司净资产收益率较 08 年末又有所提高。总体来说, 公司的整体盈利能力较强。

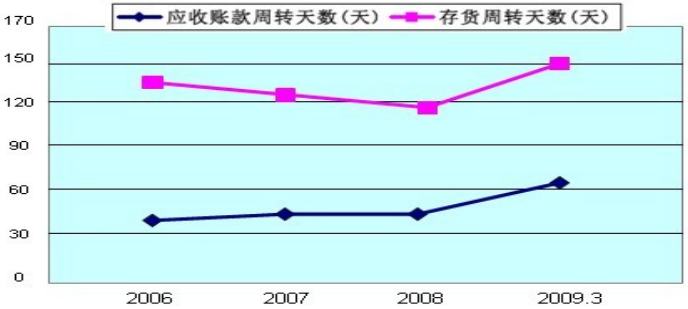
偿债能力分析



数据来源: 财务报表 鼎资整理

近年来, 公司流动比率及速动比率均呈小幅下降趋势, 主要是近年来公司流动负债规模增加所致。06 年~08 年公司资产负债率基本稳定。09 年 1 季度, 公司压缩投资规模, 偿还部分银行借款, 资产负债率较 08 年末下降了 1.71%。07 年公司流动负债增加较快, 比 06 年末增加 37.13%, 经营性现金比 06 年只增加了 16.83%; 08 年末和 07 年末比较, 公司经营性现金同比增加 16.01%, 而流动负债同比增加 1.90%, 现金增加较快; 所以 06 年~08 年公司现金流动负债比呈先下降后上升的情况。09 年 1 季度公司经营性现金较 08 年末下降 73.75%, 流动负债下降 3.17%, 所以现金流动负债比又有所下降。06 年~07 年公司经营状况持续向好, 利息保障倍数保持在较好水平。08 年受经济形势的影响, 公司净利润有所下降, 利息保障倍数也下降为 1.95。

经营能力分析



数据来源: 财务报表 鼎资整理

06 年~08 年公司应收账款周转率基本保持稳定。08 年公司加快应收账款回笼, 在营业收入同比增加 10.67% 的情况下, 应收账款余额比年初下降 1563.43 万元, 应收账款周转率保持稳定。06-08 年度, 公司存货平均周转期限为 4 个月, 这与公司产品生产周期相符合。公司存货为储备的原材料和产成品, 06-07 年存货同比增加 32.94%, 销售收入同比增加 36.46%, 公司存货周转率有所上升。08 年公司存货比年初下降 15.85%, 销售收入增加 13.25%, 公司存货周转率上升到 3.12。由于每年的第一季度是汽车玻璃全年销售的淡季, 所以公司 2009 年 1 季度的存货和应收账款周转率均较 08 年末有所下降。整体来看, 公司的营运能力较好、效率较高。

福耀玻璃工业集团股份有限公司在外部经济环境的良好推动之下面临着有利的发展机会，公司在市场地位、经营管理、研发创新、成本控制和运营效率等方面具有较强的优势。本期短期融资券募集的资金将用于补充公司营运资金，以保证生产经营的顺利进行，偿还银行贷款，优化融资结构，降低经营负担，降低融资成本，使发行人摆脱融资单纯依靠银行贷款融资的局面。截至2009年3月31日，公司银行授信共计人民币91.64亿元，其中已使用银行授信共计人民币42.29亿元，未使用银行授信共计人民币49.35亿元。

通过以上分析，我们认为福耀玻璃工业集团股份有限公司对本次短期融资券的还本付息能力强，本次融资券偿还风险低。

指标说明：

- 资产负债率(%)：负债总额/资产总额×100% (Debit Ratio=Total Debts/Total Assets ×100%)
- 主营业务利润率(%)：主营业务利润/主营业务收入×100% (Gross Profit Margin=Gross Profit/Sales ×100%)
- 流动比率：流动资产/流动负债 (Current Ratio=Current Assets/Current Liabilities)
- 权益净利率(%)：净利润总额/股东权益平均余额×100% (ROE=Net Income/Average Common Equity×100%)
- 应收账款周转天数(天)：360/(销售收入净额/平均应收账款余额) (ACP=360/(Sales/Average Account Receivable))
- EBITDA利息保障倍数(倍)：EBITDA /利息支出 (Interest Cover Ratio=EBITDA/Interest Expense)
- EBITDA/流动负债(%)：EBITDA/流动负债×100% (EBITDA/CL=EBITDA/Current Liabilities×100%)
- 现金流动负债比：经营性活动产生的净现金流量/流动负债×100% (Operating cash flow ratio=Operating cash flow/current liabilities×100%)

短期融资券跟踪评级等级说明

A-1 级	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
A-2 级	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3 级	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 级	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C 级	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 级	不能按期还本付息。

公司性质说明：

国有独资：国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为惟一股东单独投资设立的企业；或此类企业的全资下属子公司及此类子公司的全资孙公司等；可依此类推。

国有控股：国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为股东之一参与设立，且单个国家授权投资机构或授权部门所持股份在 50% 以上、100% 以下的企业；或此类企业的独资或控股子公司及此类子公司的全资或控股孙公司等；可依此类推。

国有企业：国家授权投资的机构或者国家授权的部门作为股东之一参与设立，且单个国家授权投资机构或授权部门所持股份在 50% 以下，但所有国家授权投资机构或国家授权部门合计股份超过 50% 的企业。

民营企业：个人或非政府性个人组织控股企业，及由此类企业控制的下属各层级企业。

外资企业：海外资本控股企业，及由此类企业控制的下属各层级企业。