

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2019年10月30日
市场数据

目前股价	21.89
总市值（亿元）	549.14
流通市值（亿元）	438.45
总股本（万股）	250,862
流通股本（万股）	200,299
12个月最高/最低	26.97/20.08

分析师

分析师：孙志东 s1070518060004

☎ 021-31829704

✉ sunzhdong@cgws.com

联系人（研究助理）：刘欣畅

S1070119070020

☎ 0755-83515597

✉ liuxinchang@cgws.com

联系人（研究助理）：刘佳 S1070118030025

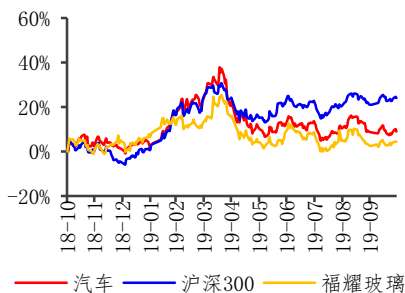
☎ 021-31829693

✉ jialiu@cgws.com

联系人（研究助理）：吕方 S1070118080040

☎ 010-88366060-8768

✉ lvfang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<国内 ASP 提升暂时受阻，美国工厂盈利 Q2 快速恢复>> 2019-08-29

<<收入继续保持稳健，盈利能力受多因素拖累>> 2019-04-27

<<全年业绩基本符合预期，但美国工厂第四季度盈利低于预期>> 2019-03-18

第三季度毛利率环比改善，但美国工厂盈利低于预期

——福耀玻璃（600660）2019年三季度报点评

盈利预测

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	18716	20225	21596	23994	25946
YoY(%)	12.6%	8.1%	6.8%	11.1%	8.1%
净利润	3149	4120	3315	3925	4521
YoY(%)	0.1%	30.9%	-19.6%	18.4%	15.2%
摊薄 EPS	1.26	1.64	1.32	1.56	1.80
P/E(倍)	17.2	13.1	16.3	13.8	12.0

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ **事件：**公司发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 156.34 亿元，同比增长 3.38%；归母净利润 23.47 亿元，同比下降 28.07%；扣非后归母净利润 21.26 亿元，同比下降 24.29%；

其中单季度公司实现营收 53.46 亿元，同比增长 6.14%；归母净利润 8.41 亿元，同比下降 39.65%；扣非后归母净利润 7.85 亿元，同比下降 20.28%；

对此我们点评如下：

■ **收入端：**19Q3 公司收入同比增长 6.1%，环比持平，主要原因为 SAM 并表和美国工厂持续爬坡促使公司海外部分收入增长弥补了国内的负增长。

我们预计 19Q3 公司国内部分收入增速低于国内汽车产量增速，因为 19 年强势的日系车没有采用福耀的汽车玻璃，而非日系车整体产销增速是低于行业平均水平的，所以说福耀国内汽车玻璃销量增速低于国内汽车产量增速。价格层面，由于 19 年国内乘用车行业寒冬，产品降价幅度提升，抵消了高附加值玻璃产品占比提升带来的提价效应，ASP 没有持续提升。

国外部分收入增速预计在 10-20%，主要原因为①德国 SAM 自今年 3 月开始并表，也在一定程度上增厚公司 19Q3 收入，SAM 单季度增厚收入 3-4 亿元；②美国工厂产能持续爬坡，前三季度营收增速维持在两位数水平。

■ **利润端：**剔除 18Q3 处置北京福通 51% 股权带来的收益 4.5 亿，三季度利润总额同比仅下降 18.27%。19Q3 公司归母利润跌幅较大（-39.6%）的原因是 19Q3 毛利率同比下滑 6.91pct，并且去年 Q3 处置北京福通 51% 的股权带来的 4.5 亿投资收益，今年是没有这一收益的。

■ **但是公司 19Q3 毛利率环比改善，比 19Q2 提升了 1.14 个 pct，这是非常**

重要的信号，或许公司毛利率的拐点已经出现。

- **2019 年前三季度公司毛利率比去年同期降低 5.25 个 pct，主要有以下三个层面的原因：**①并表德国 SAM，整合前期 SAM 持续亏损，Q3 德国 SAM 亏损约 1480 万欧元，较 Q2 扩大，导致毛利率下滑约 3.23 个 pct；②美国工厂浮法玻璃外售导致毛利率下滑约 1.01 个 pct；③受行业影响，调整生产节奏，产能利用率下降，固定资产折旧摊销费用压力增加，导致毛利率下降约 1 个 pct。
- **美国工厂 19Q3 盈利 1200 万美元，同比环比均有所下滑。**19Q1/Q2/Q3 美国工厂盈利依次为 640/1510/1200 万美元，18Q3 盈利为 1300 万美元，所以说无论是同比还是环比，美国工厂 19Q3 的盈利都是下滑的，而产量是提升的，所以说 19Q3 美国工厂盈利不及预期。
- **SAM 整合进程有条不紊，铝饰条有望打开新的增长空间。**福耀已投入 1 亿欧元对 SAM 工厂的产线进行改造修整，目的是将产品放到两条生产线上进行生产，整个生产经营效率将大幅提升。预计 2019 年年底其中的一条生产线可以整合好，到 2020 年 3 月份，另外的一条生产线也可以整合好。同时，福耀在国内已开始布局铝精炼工厂和铝挤压工厂，全产业链布局已初具雏形。铝饰条对福耀而言并不是一个全新的业务，而是在汽车玻璃集成化趋势下做的一个产品延伸，与原有的汽车玻璃存在较强的协同。
- **投资建议：**虽然受行业负面影响，公司增长不及预期，但是公司核心竞争力没有受到损伤，长期投资价值不变。考虑到汽车玻璃行业格局稳定，福耀玻璃有显著的低成本优势，公司产品单价持续提升，国内部分能够实现稳健增长，美国工厂产能持续爬坡，释放业绩弹性。新业务铝饰条全产业链布局初具雏形，为公司打开新的增长空间。

考虑到公司第三季度毛利率有所恢复，以及汇兑收益的增加，上调盈利预测，预计公司 2019-2021 年总营收依次为 215.96、239.94、259.46 亿元，增速依次为 6.8%、11.1%、8.1%，归母净利润依次为 33.15、39.25、45.21 亿元，增速依次为 -19.6%、18.4%、15.2%，当前市值 549.1 亿元，对应 PE 依次为 16.3、13.8、12.0 倍，假设 19 年分红率为 60%，那么对应 19 年的股息率为 3.7%。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**德国 SAM 整合不及预期；美国工厂产能爬坡不及预期；汽车销量不及预期；主机厂要求降价幅度提高

附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
单位:百万元											
营业收入	18715.61	20224.99	21596.34	23993.98	25946.43	成长能力					
营业成本	10712.61	11603.05	13442.23	14425.19	15243.63	营业收入增长	12.6%	8.1%	6.8%	11.1%	8.1%
营业费用	1274.31	1467.67	1425.36	1583.60	1712.46	营业成本增长	13.2%	8.3%	15.9%	7.3%	5.7%
管理费用	2600.82	2063.07	2051.65	2279.43	2464.91	营业利润增长	-4.4%	35.5%	-21.2%	18.8%	15.4%
研发费用	0.00	887.72	788.00	875.48	946.72	利润总额增长	-6.1%	34.9%	-19.4%	18.4%	15.2%
财务费用	418.74	-110.63	-54.00	119.97	129.73	净利润增长	0.1%	30.9%	-19.6%	18.4%	15.2%
其他收益	188.12	146.75	150.00	150.00	150.00	获利能力					
投资净收益	23.39	703.30	60.00	60.00	60.00	毛利率(%)	42.8%	42.6%	37.8%	39.9%	41.2%
营业利润	3669.93	4973.22	3917.93	4655.36	5374.50	销售净利率(%)	16.8%	20.3%	15.3%	16.4%	17.4%
营业外收支	9.80	-10.86	84.00	84.00	84.00	ROE(%)	16.6%	20.3%	15.3%	16.6%	17.2%
利润总额	3679.72	4962.36	4001.93	4739.36	5458.50	ROIC(%)	16.6%	19.6%	15.7%	18.0%	19.8%
所得税	531.48	855.19	688.33	815.17	938.86	营运效率					
少数股东损益	-0.51	-13.31	-1.00	-1.00	-1.00	销售费用/营业收入	6.8%	7.3%	6.6%	6.6%	6.6%
净利润	3148.75	4120.49	3314.60	3925.19	4520.64	管理费用/营业收入	13.9%	10.2%	9.5%	9.5%	9.5%
资产负债表						单位:百万元					
流动资产	15006.49	15581.14	16675.44	17904.49	21147.99	研发费用/营业收入	0.0%	4.4%	3.6%	3.6%	3.6%
货币资金	6728.20	6365.97	5834.84	7255.04	8800.36	财务费用/营业收入	2.2%	-0.5%	-0.3%	0.5%	0.5%
应收票据及应收账款合计	4637.64	4304.11	5718.43	5146.14	6746.85	投资收益/营业利润	0.6%	14.1%	1.5%	1.3%	1.1%
其他应收款	105.41	510.75	0.00	527.10	0.00	所得税/利润总额	14.4%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%
存货	2974.68	3241.74	3960.03	3768.37	4398.51	应收账款周转率	4.09	4.52	0.00	0.00	0.00
非流动资产	16697.52	18909.30	18601.61	18935.61	18918.74	存货周转率	3.72	3.73	3.73	3.73	3.73
固定资产	11151.79	13629.89	13771.73	14388.98	14455.28	流动资产周转率	1.25	1.32	1.34	1.39	1.33
资产总计	31704.01	34490.44	35277.05	36840.11	40066.73	总资产周转率	0.61	0.61	0.62	0.67	0.67
流动负债	9651.76	12357.11	11989.20	11746.80	12596.24	偿债能力					
短期借款	5379.16	5548.83	5276.64	5384.46	5375.91	资产负债率(%)	40.1%	41.5%	38.7%	35.8%	34.4%
应付账款	2401.10	2465.35	3172.47	2877.62	3515.73	流动比率	1.55	1.26	1.39	1.52	1.68
非流动负债	3046.99	1943.46	1665.84	1428.57	1167.58	速动比率	1.20	0.94	1.00	1.13	1.27
长期借款	2509.61	1246.88	969.26	731.98	470.99	每股指标 (元)					
负债合计	12698.75	14300.57	13655.04	13175.37	13763.82	EPS	1.26	1.64	1.32	1.56	1.80
股东权益	19005.26	20189.87	21622.01	23664.74	26302.91	每股净资产	7.57	8.05	8.62	9.43	10.49
股本	2508.62	2508.62	2508.62	2508.62	2508.62	每股经营现金流	1.64	2.24	1.70	2.29	2.25
留存收益	10472.49	11500.68	14151.56	17290.92	20906.63	每股经营现金/EPS	1.31	1.36	1.29	1.46	1.25
少数股东权益	4.42	-1.03	-2.03	-3.03	-4.03	估值比率					
负债和股东权益	31704.01	34490.44	35277.05	36840.11	40066.73	P/E	17.16	13.11	16.30	13.77	11.95
现金流量表						单位:百万元					
经营活动现金流	4796.51	5807.86	4266.26	5748.61	5636.10	PEG	1.38	0.80	9.16	1.81	3.69
其中营运资本减少	-782.37	585.57	-667.02	-162.08	-840.20	P/B	2.84	2.68	2.50	2.28	2.05
投资活动现金流	-3513.89	-3327.78	-1366.00	-2200.53	-1810.06	EV/EBITDA	10.35	8.13	9.33	7.83	6.92
资本支出	3590.00	3591.74	-417.91	223.78	-127.09	EV/SALES	2.97	2.76	2.54	2.22	1.98
筹资活动现金流	-1455.83	-3080.00	-3431.41	-2127.87	-2280.73	EV/IC	2.03	1.94	1.91	1.74	1.56
现金净增加额	-494.54	-346.64	-531.14	1420.21	1545.31	ROIC/WACC	1.80	2.12	1.69	1.92	2.09
						REP	1.13	0.91	1.13	0.91	0.75

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>