

## 福耀玻璃(600660)/

## 营收稳健增长, 静待 SAM 整合

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 21.25

分析师: 黄旭良

执业证书编号: S0740515030002

电话: 021-20315198

Email: huangxl@r.qlzq.com.cn

分析师: 戴仕远

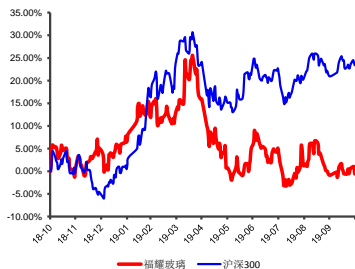
执业证书编号: S0740518070006

电话:

Email: daishiyuan@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 2508.62  |
| 流通股本(百万股) | 2002.99  |
| 市价(元)     | 21.25    |
| 市值(百万元)   | 53228.00 |
| 流通市值(百万元) | 43144.33 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 福耀玻璃中报点评: 营收增速放缓、毛利率承压
- 2 车市下滑, 业绩承压
- 3 福耀玻璃三季报点评: 汇兑收益贡献业绩, 公司将稳健增长

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2017A  | 2018A  | 2019E    | 2020E  | 2021E  |
|-----------|--------|--------|----------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18716  | 20225  | 21073    | 23043  | 24717  |
| 增长率 yoy%  | 12.60% | 8.06%  | 4.19%    | 9.35%  | 7.26%  |
| 净利润       | 3149   | 4120   | 3144     | 3771   | 4220   |
| 增长率 yoy%  | 0.14%  | 30.86% | -23.69%  | 19.93% | 11.91% |
| 每股收益(元)   | 1.26   | 1.64   | 1.25     | 1.50   | 1.68   |
| 每股现金流量    | 0.88   | 1.16   | (0.44)   | 0.85   | 1.16   |
| 净资产收益率    | 0.17   | 0.20   | 0.13     | 0.15   | 0.16   |
| P/E       | 17.16  | 13.11  | 17.19    | 14.33  | 12.80  |
| PEG       | 2.79   | 15.60  | (649.06) | 2.33   | 15.23  |
| P/B       | 2.84   | 2.68   | 2.18     | 1.92   | 1.69   |

备注:

**投资要点**

- **事件:** 公司发布 2019 年三季报, 2019 年 Q3 公司实现营业收入 53.46 亿元, 同比增长 6.14%; 实现归母净利润 8.41 亿元, 同比下降 39.65%。前三季度, 公司实现营业收入 156.34 亿元, 同比增长 3.38%; 实现归母净利润 23.47 亿元, 同比下降 28.07%。
- **营收稳健增长, SAM 整合影响利润。**(1) 得益于美国工厂爬坡以及 SAM 并表, 在国内乘用车销量下滑的背景下前三季度公司营收增长 3.38%, 高于行业增速。(2) 前三季度公司销售毛利率为 37.43%, 同比下降 5.25 个百分点, 主要受 SAM 整合以及外售浮法玻璃毛利下降影响, 扣除这部分影响我们预计毛利率同比下降一个点左右, 保持相对稳定。(3) 随着 SAM 整合持续推进, 亏损幅度收窄, 铝饰条有望成为公司新的业绩增长点。
- **美国工厂持续贡献利润。**上半年公司美国工厂实现营收 19.11 亿元, 同比增长 13.71%; 利润端, 2017H1-2019H1, 福耀美国分别实现净利润-0.48、0.53、1.27、1.19、1.48 亿元, 改善显著。随着美国工厂产量爬坡, 将持续贡献利润。
- **汽车玻璃单车配套价值量处于上升通道。**受益于 SUV 占比提升提高、全景天窗的设计趋势, 平均单车玻璃面积持续增加。此外, 高附加值玻璃(智能玻璃、包边玻璃等)的应用也提升了汽车玻璃的单价。2018 年公司汽车玻璃 ASP 为 164.5 元/平方米, 同比增长 3.68%; 今年上半年公司隔音、隔热、抬头显示等智能化产品占比提升 1.67 个百分点。汽车玻璃单车价值量处于上升通道中, 公司业绩增速将高于汽车行业增速。
- **盈利预测:** 我们预计 2019/2020/2021 公司将实现归母净利润 31.44/37.71/42.20 亿元, 对应的 EPS 为 1.25/1.50/1.68 元。公司作为汽车玻璃的寡头公司, 行业壁垒高, 能充分享受汽车玻璃单车价值提升的行业红利, 短期内美国工厂产量爬坡将提供业绩弹性, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 汽车销量不及预期、海外增长不及预期、汇兑损益波动风险、原材料价格波动风险。

图表 1: 财务摘要 (万元)

| 利润表         | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 财务指标        | 2017  | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入        | 1,871,560.9 | 2,022,498.6 | 2,107,259.5 | 2,304,325.3 | 2,471,657.1 | 成长性         |       |        |        |        |         |
| 减: 营业成本     | 1,071,261.2 | 1,160,305.5 | 1,303,175.6 | 1,383,421.8 | 1,461,544.2 | 营业收入增长率     | 12.6% | 8.1%   | 4.2%   | 9.4%   | 7.3%    |
| 营业税金及附加     | 20,026.4    | 20,307.2    | 21,158.3    | 23,136.9    | 24,817.1    | 营业利润增长率     | -4.4% | 35.5%  | -25.0% | 19.9%  | 11.9%   |
| 销售费用        | 127,430.9   | 146,767.1   | 146,596.2   | 160,305.5   | 171,946.3   | 净利润增长率      | 0.1%  | 30.9%  | -23.7% | 19.9%  | 11.9%   |
| 管理费用        | 260,082.1   | 206,307.2   | 206,524.3   | 225,838.0   | 242,237.5   | EBITDA增长率   | 13.1% | 37.7%  | 9.0%   | 16.1%  | 14.2%   |
| 财务费用        | 41,873.8    | -11,062.7   | -11,526.3   | -12,604.2   | -13,519.5   | EBITDA增长率   | 14.1% | 43.5%  | 13.0%  | 21.8%  | 18.3%   |
| 资产减值损失      | 511.1       | 2,233.6     | 1,289.0     | 1,289.0     | 1,289.0     | NOPLAT增长率   | 26.8% | 15.1%  | -24.4% | 20.2%  | 12.0%   |
| 加: 公允价值变动收益 | -1,911.8    | 6,389.3     | -           | -           | -           | 投资资本增长率     | 13.0% | 7.4%   | -1.3%  | -3.8%  | -3.1%   |
| 投资和汇兑收益     | 2,339.1     | 70,330.1    | 25,621.6    | 25,621.6    | 25,621.6    | 净资产增长率      | 5.4%  | 6.2%   | 11.0%  | 13.1%  | 13.8%   |
| 营业利润        | 366,992.7   | 497,321.8   | 373,171.5   | 447,417.6   | 500,477.2   | 利润率         |       |        |        |        |         |
| 加: 营业外净收支   | 979.5       | -1,085.8    | -53.1       | -53.1       | -53.1       | 毛利率         | 42.8% | 42.6%  | 38.2%  | 40.0%  | 40.9%   |
| 利润总额        | 367,972.2   | 496,236.0   | 373,118.3   | 447,364.5   | 500,424.1   | 营业利润率       | 19.6% | 24.6%  | 17.7%  | 19.4%  | 20.2%   |
| 减: 所得税      | 53,147.9    | 85,518.8    | 59,096.3    | 70,855.7    | 79,259.5    | 净利润率        | 16.8% | 20.4%  | 14.9%  | 16.4%  | 17.1%   |
| 净利润         | 314,824.3   | 410,717.2   | 314,022.0   | 376,508.8   | 421,164.6   | EBITDA/营业收入 | 27.5% | 35.0%  | 41.1%  | 40.1%  | 39.5%   |
| 资产负债表       | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | EBIT/营业收入   | 21.0% | 27.9%  | 30.5%  | 31.2%  | 31.8%   |
| 货币资金        | 672,820.0   | 636,597.3   | 10,500.8    | 35,309.3    | 72,008.9    | 运营效率        |       |        |        |        |         |
| 交易性金融资产     | 10,548.9    | 38,726.2    | 38,726.2    | 38,726.2    | 38,726.2    | 固定资产周转天数    | 196   | 221    | 222    | 183    | 153     |
| 应收账款        | 382,167.3   | 410,446.1   | 428,259.2   | 489,419.5   | 489,478.3   | 流动资产周转天数    | 67    | 63     | 115    | 116    | 115     |
| 应收票据        | 92,138.3    | 71,040.0    | 113,836.6   | 89,110.0    | 122,205.8   | 总资产周转天数     | 288   | 272    | 240    | 235    | 285     |
| 预付账款        | 19,552.1    | 22,012.7    | 22,735.1    | 24,533.1    | 26,293.2    | 应收账款周转天数    | 73    | 71     | 72     | 72     | 71      |
| 存货          | 297,467.7   | 324,174.0   | 384,544.4   | 361,272.6   | 427,331.3   | 存货周转天数      | 55    | 55     | 61     | 58     | 57      |
| 其他流动资产      | 25,954.9    | 55,117.7    | 4,872.1     | 5,590.0     | 4,027.6     | 总资产周转天数     | 592   | 589    | 727    | 608    | 581     |
| 可供出售金融资产    | -           | -           | -           | -           | -           | 投资资本周转天数    | 347   | 354    | 535    | 438    | 365     |
| 持有至到期投资     | -           | -           | -           | -           | -           | 投资回报率       |       |        |        |        |         |
| 长期股权投资      | 9,552.0     | 20,573.8    | 20,573.8    | 20,573.8    | 20,573.8    | ROE         | 16.6% | 20.4%  | 13.2%  | 14.8%  | 15.6%   |
| 投资性房地产      | -           | -           | -           | -           | -           | ROA         | 9.9%  | 11.9%  | 10.9%  | 12.7%  | 13.5%   |
| 固定资产        | 1,115,178.6 | 1,362,988.7 | 1,237,240.9 | 1,111,493.1 | 985,745.3   | ROIC        | 20.6% | 21.0%  | 14.8%  | 18.0%  | 22.2%   |
| 在建工程        | 336,678.3   | 293,681.3   | 293,681.3   | 293,681.3   | 293,681.3   | 费用率         |       |        |        |        |         |
| 无形资产        | 109,813.0   | 121,957.9   | 116,680.5   | 111,403.1   | 106,125.7   | 销售费用率       | 6.8%  | 7.3%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.0%    |
| 其他非流动资产     | 98,529.6    | 91,728.2    | 71,236.1    | 49,750.0    | 45,482.9    | 管理费用率       | 13.9% | 10.2%  | 9.8%   | 9.8%   | 9.8%    |
| 资产总额        | 3,170,400.9 | 3,449,043.9 | 252,010.0   | 275,718.6   | 309,657.0   | 财务费用率       | 2.2%  | -0.5%  | -0.5%  | -0.5%  | -0.5%   |
| 短期债务        | 537,916.1   | 554,882.6   | 8,204.0     | -           | -           | 二费/营业收入     | 22.9% | 21.3%  | 20.6%  | 20.6%  | 20.6%   |
| 应付账款        | 246,326.8   | 247,798.1   | 335,432.5   | 276,281.4   | 364,643.6   | 偿债能力        |       |        |        |        |         |
| 应付票据        | 97,767.8    | 116,456.9   | 77,591.2    | 144,729.3   | 96,052.8    | 资产负债率       | 40.1% | 41.5%  | 17.4%  | 14.5%  | 13.4%   |
| 其他流动负债      | 83,165.3    | 316,573.2   | 7,975.0     | 8,062.3     | 7,390.0     | 负债权益比       | 66.8% | 70.8%  | 21.0%  | 17.0%  | 15.5%   |
| 长期借款        | 171,100.0   | 124,687.5   | -           | -           | -           | 流动比率        | 1.55  | 1.26   | 2.28   | 3.62   | 4.89    |
| 其他非流动负债     | 133,599.1   | 69,658.3    | 113,078.0   | 105,445.1   | 96,060.5    | 速动比率        | 1.25  | 1.00   | 1.71   | 2.66   | 4.03    |
| 负债总额        | 1,269,875.1 | 1,430,056.6 | 43,746.8    | 40,089.7    | 41,560.3    | 利息保障倍数      | 9.38  | -50.92 | 30.21  | 621.86 | -258.57 |
| 少数股东权益      | 442.3       | -103.4      | -509.8      | -1,099.3    | -1,955.9    | 分红指标        |       |        |        |        |         |
| 股本          | 250,861.8   | 250,861.8   | 250,861.8   | 250,861.8   | 250,861.8   | DPS(元)      | 0.75  | 1.15   | 0.79   | 0.97   | 1.11    |
| 留存收益        | 1,669,662.7 | 1,772,376.3 | 167,763.1   | 195,129.0   | 227,596.7   | 分红比率        | 59.8% | 70.0%  | 63.2%  | 64.3%  | 65.8%   |
| 股东权益        | 1,900,525.8 | 2,018,987.3 | 208,263.1   | 235,629.0   | 268,096.7   | 股息收益率       | 3.5%  | 5.3%   | 3.7%   | 4.5%   | 5.1%    |
| 现金流量表       | 2017        | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 业绩和估值指标     | 2017  | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
| 净利润         | 314,824.3   | 410,717.3   | 314,022.0   | 377,098.2   | 422,021.2   | EPS(元)      | 1.26  | 1.64   | 1.25   | 1.50   | 1.68    |
| 加: 折旧和摊销    | 139,839.2   | 168,716.8   | 131,025.2   | 131,025.2   | 131,025.2   | BVPS(元)     | 7.57  | 8.05   | 5.14   | 5.82   | 6.62    |
| 资产减值准备      | 512.4       | 5,046.7     | -           | -           | -           | PE(X)       | 17.2  | 13.1   | 17.2   | 14.3   | 12.8    |
| 公允价值变动损失    | 1,911.8     | -6,389.3    | -           | -           | -           | PB(X)       | 2.8   | 2.7    | 2.2    | 1.9    | 1.7     |
| 财务费用        | 49,689.9    | 12,294.3    | -11,526.3   | -12,604.2   | -13,519.5   | P/FCF       | 24.4  | 18.6   | -25.2  | 13.2   | 9.7     |
| 投资收益        | -2,339.1    | -70,330.1   | -25,621.6   | -25,621.6   | -25,621.6   | P/S         | 2.9   | 2.7    | 2.6    | 2.3    | 2.2     |
| 少数股东损益      | -50.6       | -1,331.5    | -406.5      | -589.5      | -856.6      | EV/EBITDA   | 14.2  | 8.1    | 8.1    | 6.4    | 5.1     |
| 营运资金的变动     | -136,649.0  | 180,024.8   | -92,849.7   | 4,003.5     | -36,767.6   | CAGR(%)     | 6.1%  | 0.8%   | 0.0%   | 6.1%   | 0.8%    |
| 经营活动产生现金流   | 479,651.2   | 580,786.1   | 37,307.2    | 40,647.7    | 46,517.6    | PEG         | 2.8   | 15.6   | -649.1 | 2.3    | 15.2    |
| 投资活动产生现金流   | -351,388.5  | -332,778.4  | 21.1        | 21.1        | 21.1        | ROIC/WACC   | 1.6   | 1.4    | 1.4    | 1.7    | 2.1     |
| 融资活动产生现金流   | -145,583.4  | -308,000.4  | -56,330.7   | -15,860.3   | -9,839.1    | REP         | 2.1   | 1.8    | 1.6    | 1.2    | 0.9     |

来源: WIND、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。