

## 福耀玻璃 (600660)

## 短期影响有限、全球化和多元化长期逻辑不变

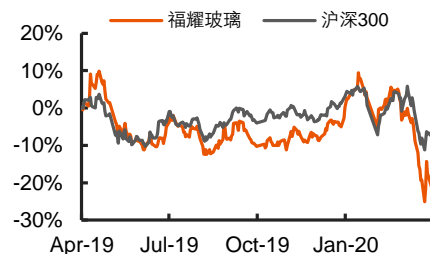
## 推荐 (维持)

现价: 18.91 元

## 主要数据

行业	汽车和汽车零部件
公司网址	www.fuyagroup.com
大股东/持股	HKSCCNOMINEESLIMITED/ 19.60%
实际控制人	曹德旺
总股本(百万股)	2,509
流通 A 股(百万股)	2,003
流通 B/H 股(百万股)	506
总市值 (亿元)	452.04
流通 A 股市值(亿元)	378.76
每股净资产(元)	8.33
资产负债率(%)	47.9

## 行情走势图



## 相关研究报告

- 《福耀玻璃\*600660\*配套上海特斯拉、全球化有望更进一步》 2019-12-31
- 《福耀玻璃\*600660\*盈利能力改善、全球化与多元化有望持续发力》 2019-10-31
- 《福耀玻璃\*600660\*海外收入占比提升, 铝饰件业务发力》 2019-08-29
- 《福耀玻璃\*600660\*全球化稳步前进, 新业务联动发展》 2019-08-23

## 证券分析师

**王德安** 投资咨询资格编号  
S1060511010006  
021-38638428  
WANGDEAN002@PINGAN.COM.CN

**曹群海** 投资咨询资格编号  
S1060518100001  
021-38630860  
CAOQUANHAI345@PINGAN.COM.CN

## 投资要点

## 事项: 公司发布 2019 年业绩快报

报告期内, 公司实现营业收入211.04亿元, 同比增长4.35%, 利润总额为32.31亿元, 同比降低34.89%, 归母净利润28.98亿元, 同比降低29.66%。

## 平安观点:

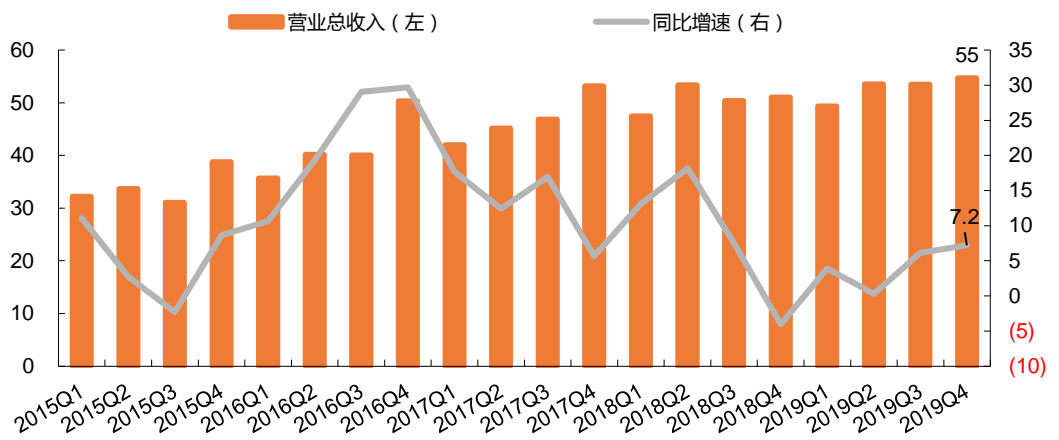
- **扣除非经常性因素影响, 利润总额同比下滑 7.45%。**公司 2019 年利润下滑的原因有: 1) 2018 年出口北京福通的股权获得 6.6 亿元的投资受益; 2) 汇兑收益为 1.36 亿元, 较 2018 年的 2.59 亿元减少了 1.23 亿元; 3) 美国市场独家经销协议的支付赔偿和仲裁费用为 2.72 亿元; 4) 美国征加关税对公司影响 0.76 亿元; 5) 德国 SAM 整合期亏损 2.95 亿元。扣除以上, 利润总额同比下降 7.45%, 与国内汽车整体销量 7.5% 的降幅基本保持一致。
- **整合 SAM 亏损和外售浮法盈利能力大幅下降影响总体毛利率:** 1) 汽车饰件新业务影响公司合并营业毛利率比上年同期减少 3.4 个百分点; 2) 外售浮法玻璃营业毛利率为 3.46%, 影响公司合并营业毛利率比上年同期减少 0.67 个百分点; 3) 汽车玻璃毛利率比上年同期下降 1.36 个百分点, 主要由于国内汽车行业持续负增长, 公司国内汽车玻璃销售收入下降, 折旧、摊销占收入比重增加, 影响公司合并毛利率比上年同期减少 1.30 个百分点。若不考虑上述因素, 2019 年营业毛利率与 2018 年同期持平。
- **德国 SAM 亏损逐月收窄, 或将迎来经营改善:** 德国 SAM 公司于 2019 年 2 月底并表, 全年亏损 3771 万欧元, 平均单月亏损 377 万欧元, 据公司之前的披露, 3-9 月平均月亏损 450 万欧元, 6 月和 7 月亏损达到高点, 接近 600 万欧元, 可见四季度亏损幅度大幅收窄, 整体整合效果良好, 符合预期。全年铝饰件业务毛利率为-22.77%, 2019 年底工厂的设备安装已完成, 2020 年将加强运营, 有望发挥公司精细化管理的优势, 毛利率将得以改善。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,716	20,225	21,104	22,837	24,534
YoY(%)	12.6	8.1	4.3	8.2	7.4
净利润(百万元)	3,149	4,120	2,898	3,247	4,095
YoY(%)	0.1	30.9	-29.7	12.1	26.1
毛利率(%)	42.8	42.6	37.4	37.8	40.7
净利率(%)	16.8	20.4	13.7	14.2	16.7
ROE(%)	16.6	20.3	13.7	14.4	16.5
EPS(摊薄/元)	1.26	1.64	1.16	1.29	1.63
P/E(倍)	15.1	11.5	16.4	14.6	11.6
P/B(倍)	2.5	2.3	2.2	2.1	1.9

- **美国工厂预期不变，两年内有望目标达产：**2019年美国工厂预计实现390万套的生产，考虑全球疫情的影响，我们认为2021年有望实现460万套的目标。公司在美国处于产能爬坡期，可对冲国内汽车行业下滑的影响。公司在美国的客户不仅包括通用、福特等美系品牌，与丰田和本田等日系品牌也有深入的联系，未来有望进一步提升市占率。
- **产能利用率降低增加短期压力，行业回暖后公司业绩将加速回升：**2019年公司在辽宁本溪的浮法玻璃工厂投入运营，汽车行业加速下行，公司将多出的浮法玻璃外售，毛利率较低。苏州汽车玻璃项目将投产，从短期看，在汽车行业下行的背景下，公司固定成本将有所提升。资本开支未来将减少，主要以产线设备维修为主。随着汽车行业的回暖，公司的利润将出现较大的反弹。
- **短期看疫情对公司的影响有限。**疫情对公司的影响主要是汽车销量的下滑导致公司的订单量下降，但在美国市场，公司处于攀升期，受影响相对较小，欧洲市场目前业务量较少，在国内市场，更多刺激汽车消费的政策有望逐步出台，同时，公司在成本控制的优势也将全球竞争中显现出来。
- **长期看多元化和全球化仍是增长点。**福耀对铝饰件布局完善，欧洲SAM资产和整合有序进行，未来进一步整合三锋集团和通辽精铝的资源，完善产业链，使铝饰件业务成为公司新的增长点。汽车玻璃业务方面，在美国市场有望持续提升市占率。
- **投资建议。**公司以中国汽车玻璃业务为根基，将核心优势复制到海外市场 and 新的汽车铝饰件领域，看好在美国市场提高份额，关注铝饰件的业务进展。短期看疫情的影响、汽车行业的下行风险和公司固定成本的提升带来一定的压力，但随着行业的逐步复苏，公司的业绩有望强力反弹。考虑到疫情的影响，下调业绩预测，预计2019年-2021年归母净利润分别为28.98亿元、32.47亿元和40.95亿元（之前预测为36.7亿元、43.9亿元和47.5亿元），对应PE分别为16.4、14.6和11.6倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)汽车行业增速不及预期：如果汽车行业销量持续下滑，影响公司的盈利能力。2)汇率波动：公司有超过40%的营收来自海外，汇率波动将对公司利润造成较大的影响。3)疫情的影响力度扩大：如果疫情的影响力度持续扩大，汽车行业需求量下滑，公司订单量下降。4)中美贸易战：汽车玻璃属于2500亿加税清单中，如果中美贸易战继续或加剧，对公司的盈利能力有影响。5)铝亮条渗透率不及预期：如果铝亮条的成本降低幅度小，在豪华车细分市场的渗透率不及预期，则将影响公司的营业收入。

图表1 各季度营收和增速

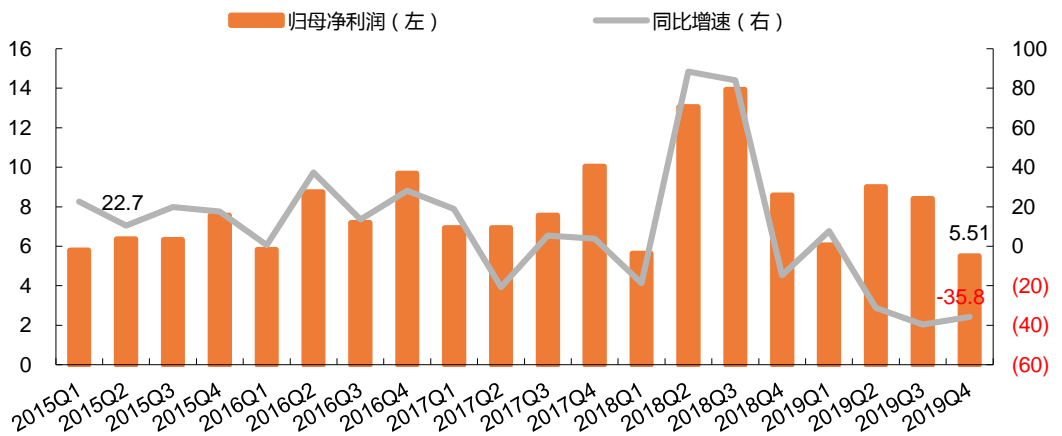
单位：亿元、%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

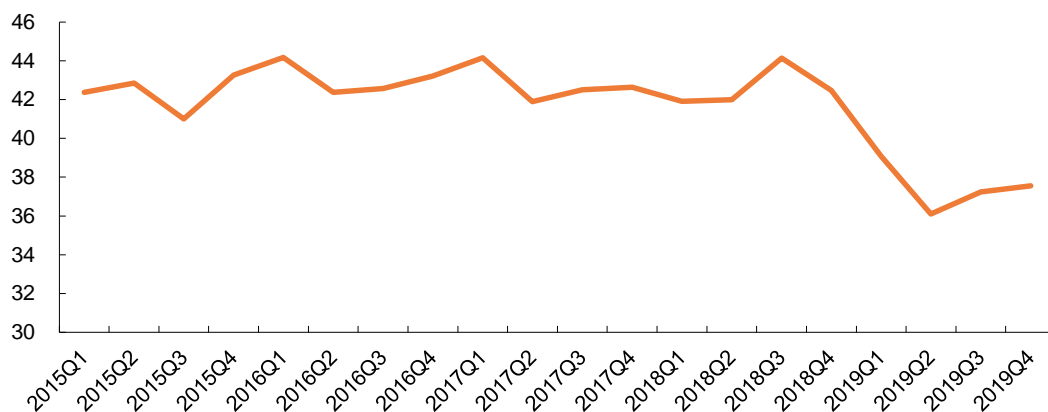
图表2 公司季度净利润和增速

单位：亿元、%



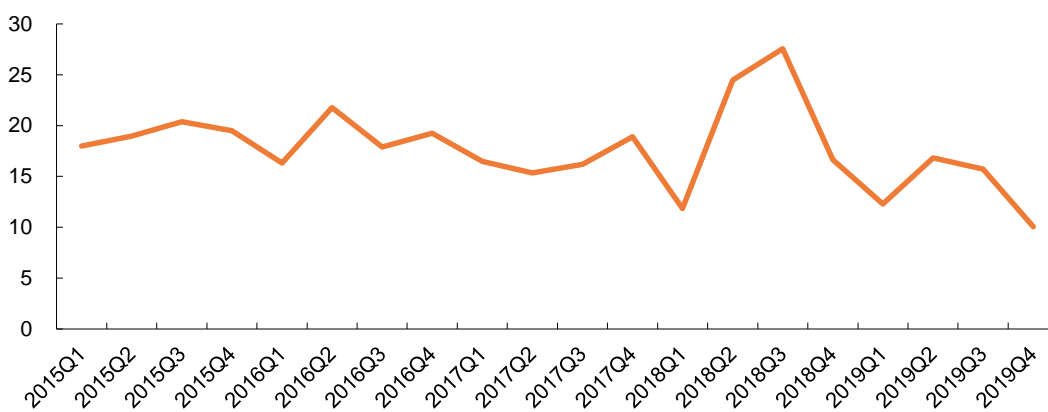
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 各季度毛利率 单位：%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表4 公司季度净利率 单位：%



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	15581	15900	16247	17761
现金	6366	5748	6082	6521
应收票据及应收账款	4304	5438	5047	6165
其他应收款	511	0	425	51
预付账款	220	196	256	232
存货	3242	3896	3753	4085
其他流动资产	938	623	685	707
<b>非流动资产</b>	18909	21815	25419	29122
长期投资	206	269	335	407
固定资产	13630	14118	15488	17058
无形资产	1220	1248	1260	1245
其他非流动资产	3854	6181	8336	10412
<b>资产总计</b>	34490	37716	41666	46883
<b>流动负债</b>	12357	14660	17259	20326
短期借款	5549	8574	11090	13806
应付票据及应付账款	2465	2822	2959	2959
其他流动负债	4343	3265	3209	3561
<b>非流动负债</b>	1943	1852	1841	1782
长期借款	1247	1231	1209	1143
其他非流动负债	697	621	632	639
<b>负债合计</b>	14301	16512	19100	22108
少数股东权益	-1	-3	-7	-12
股本	2509	2509	2509	2509
资本公积	6223	6223	6223	6223
留存收益	11501	12677	14099	15930
<b>归属母公司股东权益</b>	20191	21207	22573	24787
<b>负债和股东权益</b>	34490	37716	41666	46883

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	5808	3592	5199	5307
净利润	4107	2895	3244	4090
折旧摊销	1687	1701	1968	2045
财务费用	-111	-101	-2	-2
投资损失	-703	-40	-40	-40
营运资金变动	444	-821	29	-790
其他经营现金流	384	-43	-0	4
<b>投资活动现金流</b>	-3328	-4408	-5557	-5719
资本支出	3592	2821	3525	3640
长期投资	0	-63	-70	-72
其他投资现金流	264	-1649	-2102	-2151
<b>筹资活动现金流</b>	-3080	-3099	-1717	-1873
短期借款	170	-272	108	-9
长期借款	-1263	-16	-22	-66
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1986	-2810	-1803	-1798
<b>现金净增加额</b>	-347	-3915	-2075	-2285

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	20225	21104	22837	24534
营业成本	11603	13217	14212	14559
营业税金及附加	203	218	228	245
营业费用	1468	1541	1576	1693
管理费用	2063	2110	2215	2380
研发费用	888	844	913	981
财务费用	-111	-101	-2	-2
资产减值损失	22	11	12	13
其他收益	147	42	42	42
公允价值变动收益	64	2	2	2
投资净收益	703	40	40	40
资产处置收益	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	4973	3355	3766	4748
营业外收入	61	81	83	73
营业外支出	72	57	64	49
<b>利润总额</b>	4962	3379	3785	4772
所得税	855	483	541	682
<b>净利润</b>	4107	2895	3244	4090
少数股东损益	-13	-2	-4	-5
<b>归属母公司净利润</b>	4120	2898	3247	4095
EBITDA	6877	5367	6212	7421
EPS (元)	1.64	1.16	1.29	1.63

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	8.1	4.3	8.2	7.4
营业利润(%)	35.5	-32.5	12.3	26.1
归属于母公司净利润(%)	30.9	-29.7	12.1	26.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	42.6	37.4	37.8	40.7
净利率(%)	20.4	13.7	14.2	16.7
ROE(%)	20.3	13.7	14.4	16.5
ROIC(%)	14.9	9.9	10.2	11.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	41.5	43.8	45.8	47.2
净负债比率(%)	11.2	23.0	31.5	37.9
流动比率	1.3	1.1	0.9	0.9
速动比率	0.9	0.8	0.7	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	4.5	4.3	4.4	4.4
应付账款周转率	4.8	5.0	4.9	4.9
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	1.64	1.16	1.29	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.24	1.43	2.07	2.12
每股净资产(最新摊薄)	8.05	8.45	9.00	9.88
<b>估值比率</b>				
P/E	11.5	16.4	14.6	11.6
P/B	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	7.2	9.7	8.7	7.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033