



2021-03-29

公司研究报告

买入/维持

福耀玻璃(600660)

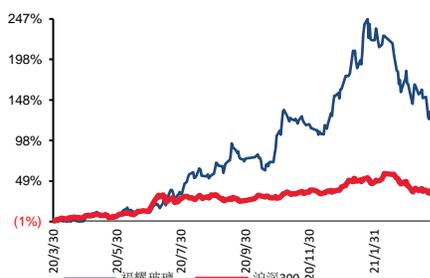
目标价: 50

昨收盘: 42.98

可选消费 汽车与汽车零部件

Q4 业绩改善明显，看好优质赛道+优质公司的长期成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,509/2,509
总市值/流通(百万元)	107,820/107,820
12个月最高/最低(元)	63.78/18.76

相关研究报告:

福耀玻璃(600660)《【太平洋汽车团队】福耀三季度报点评-国外运营实现好转 新周期即将开启》--2020/10/29

证券分析师: 白宇

电话: 010-88695257

E-MAIL: baiyu@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020004

证券分析师: 赵水平

电话: 15601632638

E-MAIL: zhaosp@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520040001

事件: 公司发布 2020 年度报告, 报告期内实现营业收入 199 亿, 同比-5.67%; 归属上市公司股东净利润 26 亿, 同比-10.27%; 经营性现金流 52.78 亿, 同比+2.94%。Q4 实现收入 61.3 亿, 同比+12.07%, 环比+8.4%。Q4 实现归母净利润 8.78 亿, 同比+59.06%, 环比+15.67%。业绩符合预期。

1、公司全年业绩分析: 本报告期公司合并实现营业收入 199 亿, 比上年同期减少 5.67%; 实现利润总额 31 亿, 比上年同期减少 3.76%, 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 26 亿, 比上年同期减少 10.27%。毛利率全年为 39.51%, 同比+2.05%, 说明高附加值产品销售有增加。报告期利润总额比上年同期减少 3.76% 的原因主要有以下几点: (1) 汇兑损失 4.22 亿, 上年同期受益 1.36 亿, 使得利润总额减少 5.58 亿; (2) 上年同期福耀美国伊利诺伊有限公司违反独家经销协议赔偿 3929 万美元, 折合人民币 2.7 亿; (3) 受疫情影响 2020 年美国产生利润总额为 892 万美元, 而 2019 年剔除 3929 万美元的赔偿后, 美国产生利润 1850.52 万美元。若扣除该等不可比因素, 则本报告期利润总额比上年同期增长 6.91%。

2、Q4 单季度运营情况分析: Q4 实现营收 61.3 亿, 同比+12.07%, 环比+8.4%, 也创公司有史以来单季度最高营收。Q4 毛利率 42.79%, 同比增加 5.23pct, 环比继续增加 1.43pct, 可见公司盈利能力持续改善。Q4 实现归母净利润 8.78 亿, 净利率 14.32%, 同比去年 Q4 上升 4.23pct, 环比 Q3 上升 0.9pct。公司运营状况从 Q3 出现拐点以来, Q4 从收入, 毛利率, 净利率等各项指标都表现持续向好。

3、德国 FYSAM 运营不断好转, 美国工厂已经走出疫情影响: 根据中报和三季度报比较来看, 德国 FYSAM 公司三季度亏损 569 万欧元, 前三季度一共亏损 3186.99 万欧元; 年报中亏损 2.8 亿人民币, 假设按照汇率 7.75 计价, 全年亏损约 3611 万欧元, 说明四季度亏损约 424 万欧元, 相比 Q3 也实现环比好转, 运营情况持续改善中。假设 2021 年德国 FYSAM 进入运营稳定期, 减少亏损, 相比 2020 年就可以产生约 2.8 亿左右利润空间。美国工厂三季度盈利约 1370

万美金，前三个季度合并利润总额为-367.46万美金；年报中，美国共产生利润总额为892万美金，说明四季度盈利1259.5万美金，与三季度情况持平。假设2021年美国整体运营情况与去年三、四季度持平，预测2021年可以恢复到与2019年相当水平，可产生5800万美金左右的利润总额。相比2020年有接近3.2亿人民币的利润空间。综上，只要美国工厂运营情况恢复正常状态，德国FYSAM减少亏损，预测6亿左右利润空间产生。

4、历年高分红率彰显公司社会责任感，天幕+HUD铸就优质赛道：公司自1993年上市以来，已经实现分红19次，累计现金分红174亿，分红率高达54.03%。公司一直以来都专注于汽车玻璃的生产和制造，自从成立以来不断深耕行业，持续提高市占率，不断为汽车工业以及投资者贡献尽可能多的服务和利益。特斯拉Model 3全玻璃天幕车顶设计引领了汽车设计的改变。让玻璃作为智能化汽车的外观“窗口”，给消费者带来了更直观的感受，亦如iphone的玻璃屏幕，打破原有格局，重新定义汽车外观。玻璃作为智能化接口，即将开启新一轮革命，福耀作为行业龙头亦将在全新赛道中实现突破。

投资建议：汽车玻璃全球龙头企业，预计21/22/23年归母净利润39.4/51.4/67.7亿。

风险提示：客户销量不及预期，汇兑损失，疫情反复。

■ 盈利预测和财务指标：

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	19907	24485	31831	39470
(+/-%)	(5.67)	23.00	30.00	24.00
净利润(百万元)	2601	3936	5142	6766
(+/-%)	(10.27)	51.34	30.64	31.57
摊薄每股收益(元)	1.04	1.57	2.05	2.70
市盈率(PE)	41.13	27.18	20.80	15.81

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	8,356	8,810	3,454	7,159	11,268	营业收入	21,104	19,907	24,485	31,831	39,470
应收和预付款项	4,172	4,454	6,655	7,895	9,548	营业成本	13,198	12,042	14,324	18,462	22,695
存货	3,280	3,281	4,238	5,387	6,511	营业税金及附加	198	198	240	309	387
其他流动资产	1,105	1,554	1,007	1,222	1,261	销售费用	1,482	1,474	1,770	2,298	2,875
流动资产合计	17,774	18,560	15,471	21,754	28,710	管理费用	2,185	2,077	3,509	4,681	5,587
长期股权投资	200	207	207	207	207	财务费用	21	494	4	40	23
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	(4)	(31)	(5)	(10)	(10)
固定资产	14,520	14,260	13,534	12,808	12,082	投资收益	82	71	77	74	75
在建工程	2,901	2,354	2,354	2,354	2,354	公允价值变动	(36)	(1)	0	0	0
无形资产	1,337	1,271	1,200	1,129	1,059	营业利润	3,416	3,267	4,721	6,126	7,987
长期待摊费用	539	431	205	0	0	其他非经营损益	(185)	(157)	(254)	(225)	(226)
其他非流动资产	1,400	1,186	946	1,177	1,103	利润总额	3,231	3,110	4,467	5,900	7,761
资产总计	38,826	38,424	34,072	39,586	45,671	所得税	333	511	536	762	1,002
短期借款	8,492	6,166	0	0	0	净利润	2,898	2,598	3,931	5,138	6,759
应付和预收款项	3,653	3,843	4,691	6,214	7,473	少数股东损益	(0)	(2)	(6)	(4)	(7)
长期借款	1,193	1,985	0	0	0	归母股东净利润	2,898	2,601	3,936	5,142	6,766
其他负债	2,996	3,370	2,975	3,113	3,153						
负债合计	17,457	16,833	8,964	10,625	11,981						
股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509						
资本公积	6,223	6,223	6,223	6,223	6,223						
留存收益	12,518	13,237	16,386	20,243	24,978						
归母公司股东权益	21,370	21,595	25,117	28,974	33,710						
少数股东权益	(1)	(4)	(9)	(13)	(20)						
股东权益合计	21,369	21,591	25,108	28,961	33,690						
负债和股东权益	38,826	38,424	34,072	39,586	45,671						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金流	5,127	5,278	2,962	4,933	6,059	毛利率	37.46%	39.51%	41.50%	42.00%	42.50%
投资性现金流	(3,125)	(1,167)	420	98	45	销售净利率	16.19%	16.41%	19.28%	19.24%	20.24%
融资性现金流	(116)	(3,280)	(8,739)	(1,327)	(1,995)	销售收入增长率	4.35%	-5.67%	23.00%	30.00%	24.00%
现金增加额	1,895	815	(5,356)	3,704	4,109	EBIT 增长率	-	3.04%	12.05%	30.50%	29.93%
						净利润增长率	-	-	51.34%	30.64%	31.57%
						ROE	13.56%	12.04%	15.67%	17.75%	20.07%
						ROA	7.46%	6.76%	11.54%	12.98%	14.80%
						ROIC	14.98%	14.95%	20.46%	24.76%	31.96%
						EPS (X)	1.16	1.04	1.57	2.05	2.70
						PE (X)	36.91	41.13	27.18	20.80	15.81
						PB (X)	5.01	4.95	4.26	3.69	3.17
						PS (X)	5.07	5.37	4.37	3.36	2.71
						EV/EBITDA (X)	10.27	19.60	18.75	14.34	10.88

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。