

福耀玻璃 (600660)

盈利能力改善、长期竞争力显著

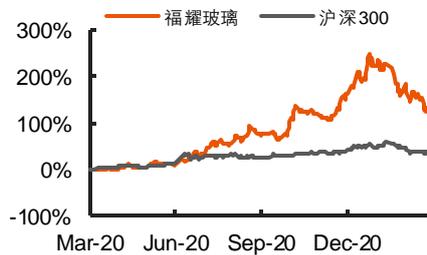
推荐 (维持)

现价: 42.64 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.fuyao.com
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/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)	1,032.88
流通 A 股市值(亿元)	854.07
每股净资产(元)	8.61
资产负债率(%)	43.8

行情走势图



相关研究报告

- 《福耀玻璃*600660*增发提高现金储备、智能车高附加值玻璃渗透率提升》 2021-01-12
- 《福耀玻璃*600660*汽车大视界、玻璃新未来》 2020-12-25
- 《福耀玻璃*600660*盈利大幅提升、SAM亏损进一步收窄》 2020-10-30
- 《福耀玻璃*600660*疫情影响已过最低点、下半年将迎来业绩反转》 2020-08-23
- 《福耀玻璃*600660*下半年业绩有望改善、长期看 ASP 持续提升》 2020-07-14

证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
021-38638428
wangdean002@pingan.com.cn

李鹤 一般从业资格编号
S1060119070028
liyao157@pingan.com.cn

投资要点

事项:

公司发布2020年度报告,报告期内实现营业收入199.07亿元,同比下降5.67%;归属于上市公司股东的净利润26.01亿元,同比下降10.27%;归属于上市公司股东的扣非净利润23.04亿元,同比下降17.80%。公司拟向全体股东每10股派发现金股利7.50元(含税)。

平安观点:

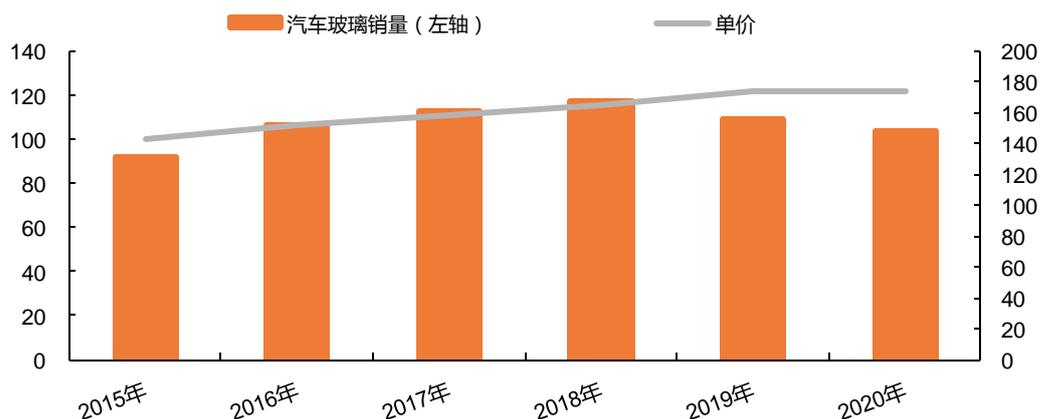
- **扣除不可比因素,公司利润总额同比增长 6.91%**。2020 年公司利润总额为 31.10 亿元,同比减少 3.76%,扣除以下不可比因素后,同比增长 6.91%: 1) 汇兑损失 4.22 亿元,2019 年同期为汇兑收益 1.36 亿元; 2) 2019 年同期有赔偿费用 2.72 亿元; 3) 疫情使福耀美国公司利润总额与 2019 年同期相比减少 0.68 亿元。
- **扣除汇兑损益, Q4 净利润同比大幅增长,毛利率提升**。公司第四季度营业收入为 61.30 亿元,归母净利润为 8.78 亿元,汇兑损失 2.42 亿元,若扣除汇兑的影响,公司第四季度归母净利润为 11.20 亿元,同比增长 67.16% (2019 年 Q4 归母净利润为 5.52 亿元,汇兑损失 1.18 亿元)。Q4 毛利率达到了 42.79%,创下过去 9 个季度的新高,我们认为主要原因是公司高附加产品占比提升和产能利用率提升所致。
- **海外业务占比降低,拖累 ASP**。公司 2020 年 ASP 为 173.8 元/平方米,与 2019 年基本保持一致。我们认为主要由于海外业务占比降低: 2020 年主营业务的海外营收占比为 45.7%,较 2019 年降低 3.4 个百分点,由于海外具有更高的 ASP 水平,因此对整体均价有所拖累。
- **美国公司盈利能力环比改善**。福耀美国公司 2020 年全年营收 32.54 亿元,净利润为 289.02 万元,其中下半年营收 19.20 亿元,净利润为 0.95 亿元,净利率为 4.95%,环比上半年改善明显,但距离 2019 年上半年 7.7% 仍有上升的空间。随着 2021 年美国汽车行业的逐步复苏,我们认为盈利能力

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,104	19,907	25,175	28,779	32,949
YoY (%)	4.3	-5.7	26.5	14.3	14.5
净利润(百万元)	2,898	2,601	4,020	5,104	6,492
YoY (%)	-29.7	-10.3	54.6	27.0	27.2
毛利率(%)	37.5	39.5	39.8	42.0	41.9
净利率(%)	13.7	13.1	16.0	17.7	19.7
ROE(%)	13.6	12.0	15.7	17.4	18.8
EPS(摊薄/元)	1.16	1.04	1.60	2.03	2.59
P/E(倍)	36.9	41.1	26.6	21.0	16.5
P/B(倍)	5.0	5.0	4.2	3.6	3.1

有望进一步提升。

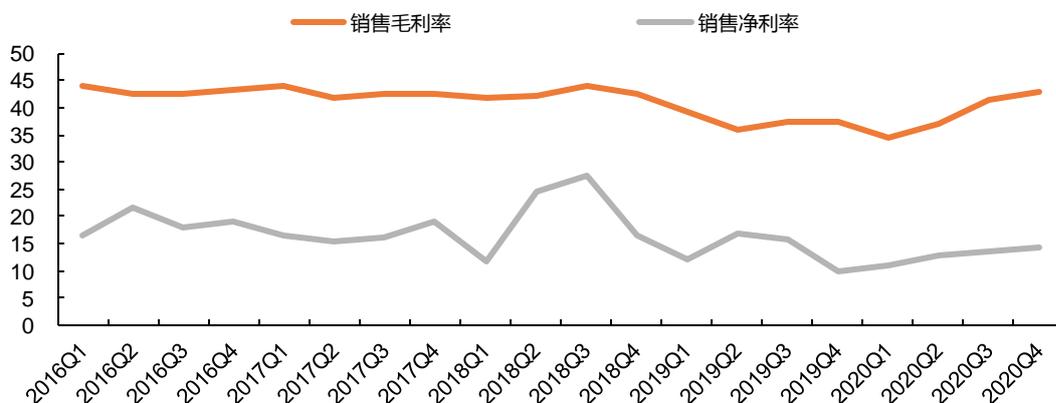
- **FYSAM 持续减亏，21 年有望扭亏为盈。**2020 年全年 FYSAM 营收为 10.34 亿元，净利润为-2.80 亿元，其中 2020 年下半年营收为 5.07 亿元，净利润为-0.73 亿元，平均单月亏损 1224 万元（上半年平均单月亏损 3441 万元）。整合效果持续改善，21 年随欧洲市场的复苏，有望实现扭亏为盈。
- **中长期看，汽车智能化将使玻璃具有更多的使用场景。**随着智能化的发展，汽车逐渐成为移动出行的空间，用户更加看重使用感受、休闲娱乐、个性化等特性，而汽车玻璃将作为最好的载体，将发挥更大的作用。目前正在兴起的 HUD、天幕、镀银玻璃等只是满足了玻璃智能化的第一阶段需求，而在自动驾驶实现之后的，汽车玻璃将与电子信息实现更好的结合，为用户提供更丰富的使用场景。公司已与京东方、北斗智联等展开合作，提前布局，做好了技术积累。
- **铝饰件国内外协同，将成为公司新的增长点。**福耀在铝件领域具有较为完善的产业链布局，已形成了精炼铝、铝挤压成型和表面处理等技术布局。未来 1-2 年，除了 FYSAM 扭亏之外，福耀在国内有望落地更多的项目，为公司贡献新的利润来源。
- **投资建议。**公司毛利率提升，成本控制效果好，老业务焕发新生，新业务快速落地，长期看好玻璃的巨大潜力。我们维持 2021 年和 2022 年业绩预测，并首次引入 2023 年的利润预测，预计 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 40.20、51.04 和 64.92 亿元，对应 PE 分别为 26.6、21.0 和 16.5 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1)汽车行业芯片持续短缺：如果芯片持续短缺，将降低汽车产销量，对公司产生负面影响。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。

图表1 公司汽车玻璃销量和单价 单位：百万平方米、元/平方米



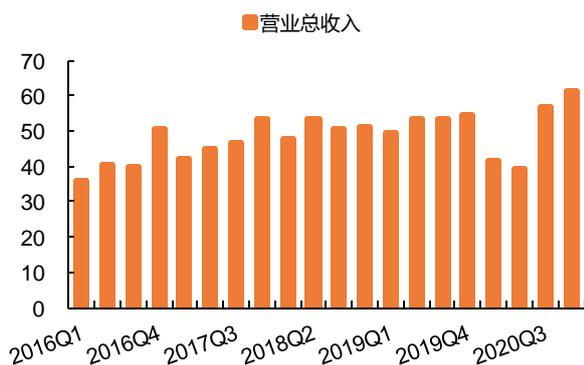
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 公司季度毛利率和净利率 单位：%



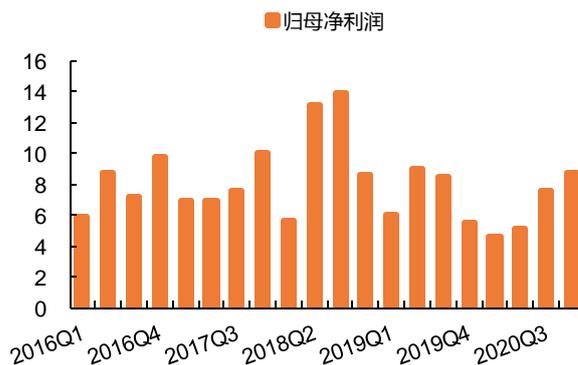
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表3 季度营收 单位: 亿元



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表4 季度归母净利润 单位: 亿元



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	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18560	19223	18530	23955
现金	8810	6079	6574	7552
应收票据及应收账款	3754	5720	4946	7286
其他应收款	527	588	750	775
预付账款	174	339	245	422
存货	3281	4679	4107	6023
其他流动资产	2015	1819	1909	1896
非流动资产	19864	25447	29925	34905
长期投资	207	228	241	257
固定资产	14260	17349	19589	22363
无形资产	1271	1231	1200	1183
其他非流动资产	4126	6640	8895	11102
资产总计	38424	44670	48456	58860
流动负债	12131	14655	15048	20717
短期借款	6166	6838	7494	11149
应付票据及应付账款	2466	3184	2995	4139
其他流动负债	3499	4632	4560	5429
非流动负债	4701	4409	4115	3657
长期借款	3184	3041	2679	2230
其他非流动负债	1518	1368	1436	1427
负债合计	16833	19064	19163	24374
少数股东权益	-4	-8	-15	-20
股本	2509	2509	2509	2509
资本公积	6223	6223	6223	6223
留存收益	13237	15543	18688	22811
归属母公司股东权益	21595	25614	29307	34506
负债和股东权益	38424	44670	48456	58860

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	5278	4352	8510	6306
净利润	2598	4015	5097	6486
折旧摊销	2124	1894	2346	2584
财务费用	494	481	566	-21
投资损失	-71	-220	-269	-161
营运资金变动	-277	-1831	819	-2565
其他经营现金流	410	13	-50	-17
投资活动现金流	-1167	-7489	-6496	-7354
资本支出	1773	5664	4384	4987
长期投资	-58	-21	-18	-16
其他投资现金流	548	-1846	-2130	-2383
筹资活动现金流	-3280	406	-2123	-1766
短期借款	-2326	672	51	-138
长期借款	1991	-143	-362	-448
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-2944	-124	-1812	-1180
现金净增加额	455	-2731	-109	-2815

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	19907	25175	28779	32949
营业成本	12042	15149	16699	19152
营业税金及附加	198	218	288	329
营业费用	1474	1737	1986	1977
管理费用	2077	2266	2590	2965
研发费用	816	1007	1151	1318
财务费用	494	481	566	-21
资产减值损失	-31	-2	-4	-10
其他收益	353	217	225	244
公允价值变动收益	-1	2	7	-7
投资净收益	71	220	269	161
资产处置收益	75	13	23	29
营业利润	3267	4738	6027	7666
营业外收入	58	74	66	74
营业外支出	215	127	145	170
利润总额	3110	4685	5948	7569
所得税	511	670	851	1082
净利润	2598	4015	5097	6486
少数股东损益	-2	-4	-7	-6
归属母公司净利润	2601	4020	5104	6492
EBITDA	5553	6853	8633	10587
EPS(元)	1.04	1.60	2.03	2.59

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入(%)	-5.7	26.5	14.3	14.5
营业利润(%)	-4.4	45.0	27.2	27.2
归属于母公司净利润(%)	-10.3	54.6	27.0	27.2
获利能力				
毛利率(%)	39.5	39.8	42.0	41.9
净利率(%)	13.1	16.0	17.7	19.7
ROE(%)	12.0	15.7	17.4	18.8
ROIC(%)	8.8	11.3	13.0	13.7
偿债能力				
资产负债率(%)	43.8	42.7	39.5	41.4
净负债比率(%)	9.9	22.5	19.5	23.3
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.1	0.9	0.8	0.8
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.5	5.3	5.4	5.4
应付账款周转率	5.3	5.4	5.4	5.4
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.04	1.60	2.03	2.59
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	1.73	3.39	2.51
每股净资产(最新摊薄)	8.61	10.21	11.68	13.75
估值比率				
P/E	41.1	26.6	21.0	16.5
P/B	5.0	4.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	19.6	16.4	13.0	10.8

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。

免责声明：

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 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

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

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

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