

业绩相对平稳 汽玻二次成长

福耀玻璃(600660)

事件概述

公司公告 2021 三季报：2021Q1-Q3 实现营收 171.5 亿元，同比增长 24.5%；归母净利润 26.0 亿元，同比增长 50.6%；扣非归母净利润 23.8 亿元，同比增长 57.5%。其中 2021Q3 营收 56.1 亿元，同比减少 0.8%，归母净利 8.3 亿元，同比增长 8.9%，扣非归母净利 7.2 亿元，同比减少 0.1%。

分析判断：

► 业绩相对平稳 静待需求回暖

公司 2021Q3 营收同比-0.8%，环比-3.9%，主因缺芯影响加大导致国内主机厂需求相对疲软。经营杠杆效应下利润端降幅大于收入端，公司 2021Q3 利润总额为 9.9 亿元，同比+13.0%，环比-4.7%，归母净利 8.3 亿元，同比+8.9%，环比-9.5%。预计 2021Q4 起随着缺芯影响的逐步缓解，国内批发销量回升叠加海外需求的修复，公司业绩有望改善，且重资产属性将具备更高的盈利修复弹性。

► 毛利率相对平稳 运费增加明显

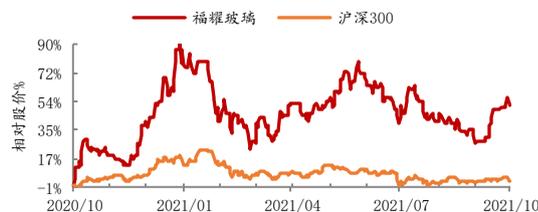
2021Q3 毛利率为 40.4%，环比-0.3pct，我们判断主要受原材料涨价的影响；净利率为 14.7%，同比+1.3pct，环比-0.9pct。费用方面，2021Q3 销售费用同比增长 26.2%至 4.9 亿元，对应销售费用率同比提升 1.9pct 至 8.8%，主因运费环比增长 4000 多万元；财务费用达 0.8 亿元，同比下降 73.6%，主因汇率波动导致汇兑收益增加；研发费用同比增长 7.8%至 2.5 亿元，对应研发费用率同比提升 0.4pct 至 4.4%；管理费用则同比下降 0.9%至 5.3 亿元，对应管理费用率同比基本持平。

► 汽玻迎接二次成长 整合 SAM 再造一个福耀

1) 汽玻业务受益智能升级、天幕玻璃渗透率提升而量价利齐升：公司目前国内汽玻市占率超过 60%，全球市占率约 28%，疫情影响下海外市占率加速提升。汽车智能化驱动汽玻 ASP 提升，公司与京东方、北斗智能在智能车窗进行战略合作，加强布局，HUD 玻璃、调光玻璃等高附加值智能玻璃营收占比将受益于行业渗透率提升而持续提升(2021H1 同比提升 1.5pct)。同时特斯拉引领天幕玻璃趋势，渗透率加速提升，天幕玻璃显著提升单车玻璃面积，进而提高单车配套价值；2) 铝饰条有望再造一个福耀：公司 2019 年 3 月开始并表 SAM，整合工作稳步推进，2020 年仍亏损 2.8 亿元，预计 2021 随着欧洲工厂整合完毕、国内开拓取得突破，盈利能力将逐步改善。铝饰条可与汽玻集成，顺应客户模块化、集成化的采购趋势，中长期整合 SAM 有望再造一个福耀。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	65.7
最新收盘价：	50
股票代码：	600660
52 周最高价/最低价：	65.81/31.35
总市值(亿)	1,304.87
自由流通市值(亿)	1,304.87
自由流通股数(百万)	2,609.74



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

华西汽车组&建材组联合覆盖

相关研究

1. 重塑秩序系列之四：福耀玻璃：电动智能二次成长 20210903

2021.09.03

2. 【华西汽车】福耀玻璃(600660) 2021 半年报点评报告：业绩环比增长 汽玻二次成长

2021.08.06

3. 【华西汽车】福耀玻璃(600660) 2021 一季报点评报告：业绩如期修复 汽玻二次成长

2021.04.16

投资建议

考虑到缺芯及原材料涨价的影响及天幕玻璃的加速渗透，调整盈利预测：维持 2021-2023 年营收 238.8/270.2/303.2 亿元不变，归母净利由 40.2/49.0/57.2 亿元下调至 37.0/49.0/57.2 亿元，EPS 由 1.54/1.88/2.19 元下调至 1.42/1.88/2.19 元，对应 2021 年 10 月 28 日 50.0 元收盘价的 PE 为 35/27/23 倍。鉴于公司全球化布局已进入收获期，全球市占率有望提升，高附加值汽玻产品逐步放量，SAM 盈利能力将逐步改善，维持给予 2023 年 PE 30 倍，目标价 65.7 元不变，维持“买入”评级。

风险提示

国内外乘用车销量低于预期；美国工厂盈利改善低于预期；SAM 整合进展低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21,104	19,907	23,880	27,020	30,318
YoY (%)	4.3%	-5.7%	20.0%	13.1%	12.2%
归母净利润(百万元)	2,898	2,601	3,704	4,902	5,715
YoY (%)	-29.7%	-10.3%	42.4%	32.3%	16.6%
毛利率 (%)	37.5%	39.5%	40.6%	41.0%	41.5%
每股收益 (元)	1.11	1.00	1.42	1.88	2.19
ROE	13.6%	12.0%	14.4%	15.8%	15.4%
市盈率	45.02	50.17	35.23	26.62	22.83

资料来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	19,907	23,880	27,020	30,318	净利润	2,598	3,701	4,898	5,709
YoY (%)	-5.7%	20.0%	13.1%	12.2%	折旧和摊销	2,242	1,737	1,087	1,123
营业成本	12,042	14,185	15,942	17,736	营运资金变动	-350	-569	-324	-441
营业税金及附加	198	239	270	303	经营活动现金流	5,278	5,275	5,696	6,316
销售费用	1,474	1,815	1,891	2,122	资本开支	-1,739	-4,893	-2,522	-2,716
管理费用	2,077	2,340	2,513	2,804	投资	-58	0	0	0
财务费用	494	29	-97	-236	投资活动现金流	-1,167	-4,808	-2,426	-2,608
资产减值损失	-31	-3	-1	-2	股权募资	0	101	0	0
投资收益	71	85	96	108	债务募资	13,669	-3,027	-3,087	-52
营业利润	3,267	4,613	5,869	6,840	筹资活动现金流	-3,280	-3,278	-3,270	-149
营业外收支	-157	-184	-7	-7	现金净流量	455	-2,810	0	3,559
利润总额	3,110	4,429	5,861	6,833	主要财务指标				
所得税	511	728	963	1,123	成长能力 (%)				
净利润	2,598	3,701	4,898	5,709	营业收入增长率	-5.7%	20.0%	13.1%	12.2%
归属于母公司净利润	2,601	3,704	4,902	5,715	净利润增长率	-10.3%	42.4%	32.3%	16.6%
YoY (%)	-10.3%	42.4%	32.3%	16.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.00	1.42	1.88	2.19	毛利率	39.5%	40.6%	41.0%	41.5%
资产负债表 (百万元)					净利率率	13.1%	15.5%	18.1%	18.8%
货币资金	8,810	6,000	6,000	9,559	总资产收益率 ROA	6.8%	9.2%	11.3%	11.4%
预付款项	174	227	249	276	净资产收益率 ROE	12.0%	14.4%	15.8%	15.4%
存货	3,281	3,768	4,226	4,727	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6,295	7,019	7,625	8,367	流动比率	1.53	1.74	2.42	2.78
流动资产合计	18,560	17,014	18,100	22,929	速动比率	1.25	1.33	1.82	2.17
长期股权投资	207	207	207	207	现金比率	0.73	0.61	0.80	1.16
固定资产	14,260	17,213	19,016	20,950	资产负债率	43.8%	36.0%	28.2%	25.9%
无形资产	1,271	1,513	1,654	1,805	经营效率 (%)				
非流动资产合计	19,864	23,263	25,121	27,140	总资产周转率	0.52	0.59	0.63	0.61
资产合计	38,424	40,277	43,221	50,068	每股指标 (元)				
短期借款	6,166	3,138	52	0	每股收益	1.00	1.42	1.88	2.19
应付账款及票据	2,466	2,706	3,031	3,419	每股净资产	8.27	9.88	11.90	14.23
其他流动负债	3,499	3,955	4,391	4,832	每股经营现金流	2.02	2.02	2.18	2.42
流动负债合计	12,131	9,799	7,474	8,251	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,985	1,985	1,985	1,985	估值分析				
其他长期负债	2,716	2,716	2,716	2,716	PE	50.17	35.23	26.62	22.83
非流动负债合计	4,701	4,701	4,701	4,701	PB	5.81	5.06	4.20	3.51
负债合计	16,833	14,500	12,176	12,953					
股本	2,509	2,610	2,610	2,610					
少数股东权益	-4	-7	-11	-16					
股东权益合计	21,591	25,777	31,045	37,116					
负债和股东权益合计	38,424	40,277	43,221	50,068					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。