

强烈推荐-A (维持)

福耀玻璃 600660.SH

当前股价: 24.25 元
2019年03月18日

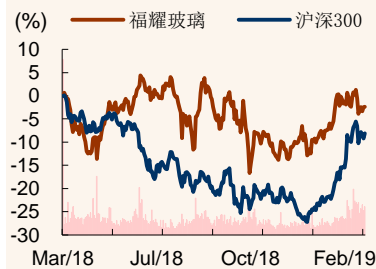
四季度受行业拖累明显, 全年保持稳健

基础数据

上证综指	3022
总股本(万股)	250862
已上市流通股(万股)	200299
总市值(亿元)	608
流通市值(亿元)	486
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	20.4
资产负债率	41.5%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	19.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	3	-5
相对表现	-15	-12	4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《福耀玻璃(600660)——美国工厂爬坡顺利, 汇兑收益筑高增长》2018-10-26
- 2、《福耀玻璃(600660)——美国工厂产能爬坡超预期, 上调全年业绩预期》2018-08-21
- 3、《福耀玻璃(600660)——发力AM打开国内空间, 治理亦可期待变化》2018-06-26

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

寸思敏

cuansimin1@cmschina.com.cn
S1090518090003

事件:

公司发布2018年年报, 实现营收202.2亿元(+8.1%), 实现归母净利润41.2亿元(+30.1%), 比去年同期增长30.9%; 若扣除汇兑及出售资产影响, 利润总额同比增长0.3%。其中18Q4受国内汽车行业下滑影响实现营收51.0亿元(-4.0%), 归母净利润8.5亿元(-14.6%)、扣非净利润6.5亿元(-30.9%)。预估19-21年eps分别为1.47/1.61/1.69元, 对应19年16.5Xpe, 维持强烈推荐-A评级。

评论:

1. 四季度受行业拖累明显, 全年保持稳健

收入端: 美国工厂贡献收入主要部分。公司18全年实现收入202.2亿(+8.1%), 其中美国工厂产能持续爬坡, 实现收入34.1亿(+58.8%), 实现约310万套配套量。扣除美国工厂外, 公司实现收入(国内销售及出口)189.6亿(+1.3%), 全球化分散国内单一市场下滑的风险。就四季度单季而言, 测算国内收入同比-12.4%左右, 美国工厂收入端仍维持稳步提升。

利润端: 归母净利润同比+30.1%。公司归母盈利大幅提升主要受益于18年美元兑人民币汇率提升及出售北京福通玻璃股权。汇兑收益部分, 公司18年实现汇兑收益2.6亿, 17年同期亏损3.9亿; 非经部分, 公司出售北京福通75%股权实现6.6亿投资收益。扣除以上两部分, 公司利润总额同比增长0.29%。美国工厂实现净利润2.6亿元, 17年同期仅508万元。

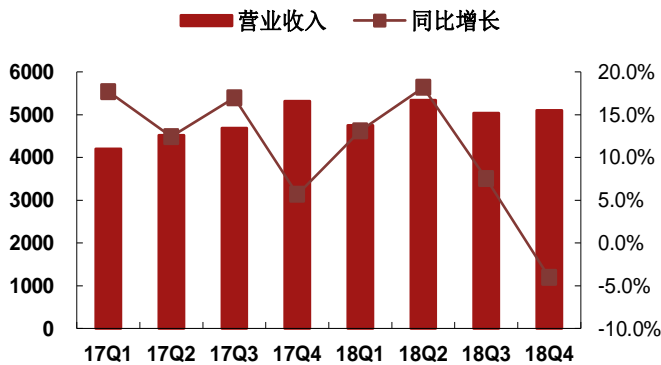
就四季度单季而言, 公司扣非归母净利润同比下滑30.9%, 主因国内行业景气度下滑、行业竞争加剧所致。美国工厂四季度实现盈利约3933万, 同比+77.7%, 环比有所下滑。

现金流及分红:公司经营现金流情况优秀, 18年净流入58.1亿(+18.0%), 基于稳定的自由现金流, 公司年报每10股分配现金股利人民币7.5元(含税), 同时考虑到中报每10股派发4元股利, 公司18全年共派发股利28.8亿, 分红率69.9%, 全年股息率4.7%。

营运能力:公司各项运营指标均稳步提升, 2018年应收账款周转天数、存货周转天数分别为66天、97天, 为近三年来最低水平, 周转效率高。

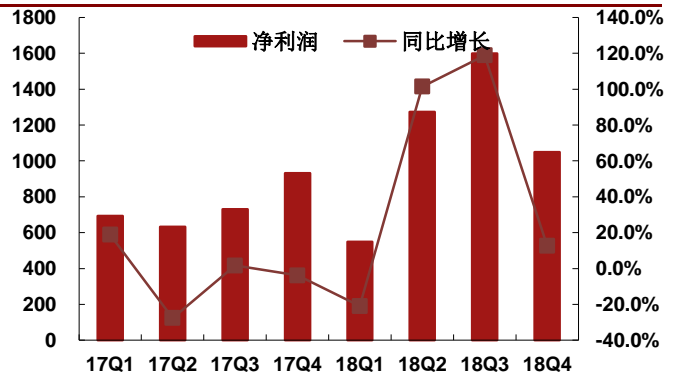
风险提示: 美国工厂爬坡进度不及预期。

图 1：季度营业收入变化情况



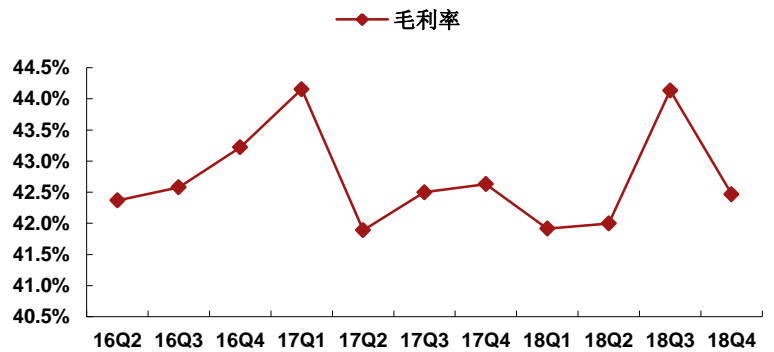
资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：福耀玻璃



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：福耀玻璃毛利率变化一览



资料来源：贝格数据、招商证券

2、未来公司取得超额收益的核心变量：美国工厂的持续爬坡+中美贸易战的豁免

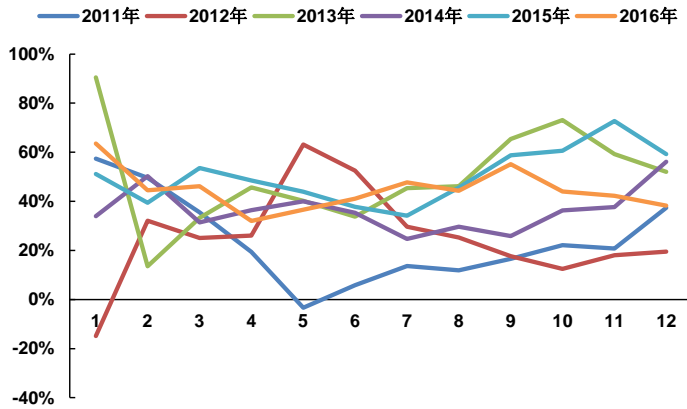
第一：公司的成长逻辑来自于 ASP 提升和美国工厂的爬坡节奏

ASP 有望维持 3-5% 左右持续提升，在 SUV 高速成长带动包边玻璃占比迅速提升后，我们认为 HUD、LOW-E 能够带动公司继续增长，这一阶段的特点上量不会有前一阶段快，但是价值量非常可观，我们认为 3 年将完成公司所有产品的高端化。同时，美国汽玻市场竞争格局好，福耀从价格、成本难有对手，在需求刚性前提下，伴随供给的产能提升，实现收入、盈利的确认。我们预计美国工厂 19 年收入有望继续维持 +25%-30% 以上增长。

第二：中美贸易战的豁免

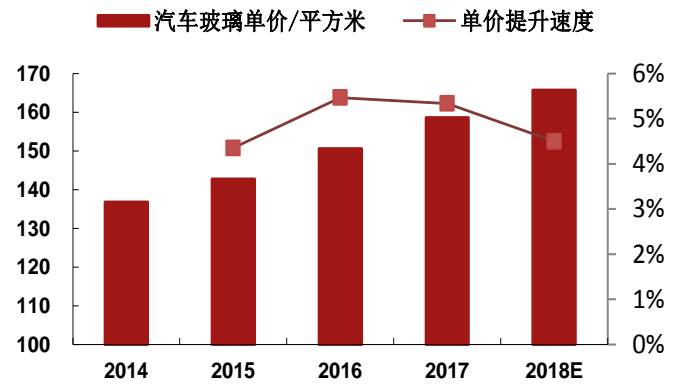
除去今年美国本土生产 310 万套汽玻外，福耀平均每年出口美国售后市场约 200 万套，目前 10% 关税下由海外主机厂承担。福耀在美国已有工厂，中美贸易战豁免节奏加快，则经过前两期的经验，三期建设周期加快，留足进退的余地。

图 4: 2011-2016, SUV 高速增长的黄金时期



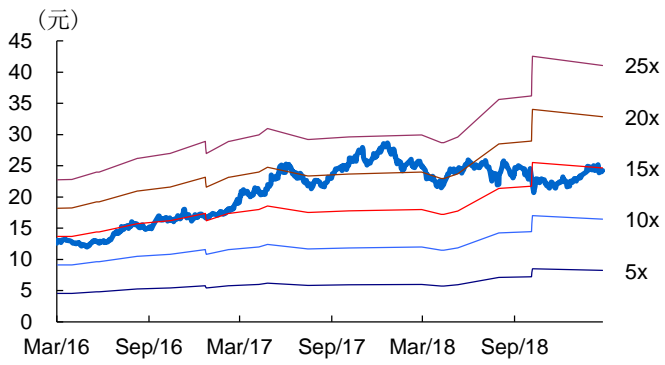
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 福耀玻璃单价情况



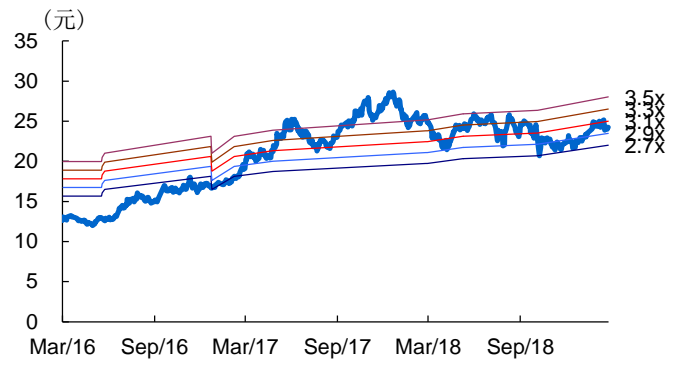
资料来源: 贝格数据、招商证券

图 6: 福耀玻璃历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 7: 福耀玻璃历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15006	14968	20255	25854	20255
现金	6728	7211	9572	14132	9572
交易性投资	105	105	105	105	105
应收票据	921	872	1203	1325	1203
应收款项	3716	3594	3828	4019	4220
其它应收款	105	118	138	152	138
存货	2975	3242	3431	3609	3789
其他	455	343	590	648	590
非流动资产	16698	14898	15806	15443	15806
长期股权投资	96	96	96	96	96
固定资产	11152	13630	13093	12617	12195
无形资产	1098	1148	889	801	889
其他	4352	4381	4194	4138	4194
资产总计	31704	29866	36061	41297	36061
流动负债	9652	9692	5172	5469	5172
短期借款	5379	4255	200	200	200
应付账款	1423	1300	1831	2002	1831
预收账款	18	21	23	25	23
其他	2831	4115	3118	3241	3118
长期负债	3047	2136	3047	3047	3047
长期借款	1711	776	1711	1711	1711
其他	1336	1360	1336	1336	1336
负债合计	12699	11827	8219	8516	8219
股本	2509	2509	2509	2509	2509
资本公积金	6020	6320	6020	6020	6020
留存收益	10472	9205	19551	24049	19551
少数股东权益	4	5	(22)	(35)	(22)
归属于母公司所有者权益	19001	18034	28079	32578	28079
负债及权益合计	31704	29866	36061	41297	36061

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4797	5808	5342	5952	5342
净利润	3149	4121	3695	4041	4242
折旧摊销	1398	1687	1416	1363	1416
财务费用	497	123	110	110	110
投资收益	(23)	(703)	(164)	(164)	(164)
营运资金变动	(135)	460	(778)	(746)	(778)
其它	(89)	121	2	2	2
投资活动现金流	(3514)	(3328)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(3590)	(3592)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	76	264	0	0	0
筹资活动现金流	(1456)	(3080)	2	(392)	2
借款变动	(421)	(973)	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(300)	362	0	0	0
股利分配	(301)	(301)	(351)	(301)	(301)
其他	(434)	1337	303	(91)	303
现金净增加额	(173)	(600)	4344	4560	4344

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	18716	20225	21641	22723	23859
营业成本	10713	11603	12314	12952	13600
营业税金及附加	200	203	217	228	240
营业费用	1274	1468	1536	1545	1622
管理费用	2601	2951	3116	3158	3316
财务费用	419	(111)	110	110	110
资产减值损失	5	50	50	15	15
公允价值变动收益	(19)	64	64	64	64
投资收益	23	703	100	100	100
营业利润	3670	4973	4461	4878	5120
营业外收入	27	61	61	61	61
营业外支出	17	72	72	72	72
利润总额	3680	4962	4450	4867	5109
所得税	531	855	767	839	880
净利润	3148	4107	3683	4028	4229
少数股东损益	(1)	(13)	(12)	(13)	(14)
归属于母公司净利润	3149	4121	3695	4041	4242
EPS (元)	1.26	1.64	1.47	1.61	1.69

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	13%	8%	7%	5%	5%
营业利润	-4%	36%	-10%	9%	5%
净利润	0%	31%	-10%	9%	5%
获利能力					
毛利率	42.8%	42.6%	43.1%	43.0%	43.0%
净利率	16.8%	20.4%	17.1%	17.8%	17.8%
ROE	16.6%	17.4%	17.2%	14.7%	17.2%
ROIC	13.4%	11.6%	17.1%	15.4%	17.1%
偿债能力					
资产负债率	40.1%	39.6%	22.8%	20.6%	22.8%
净负债比率	22.4%	19.6%	5.3%	4.6%	5.3%
流动比率	1.6	1.5	3.9	4.7	3.9
速动比率	1.2	1.3	3.2	4.0	3.2
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
应收帐款周转率	5.1	5.5	5.8	5.8	5.8
应付帐款周转率	7.9	8.6	7.9	7.9	7.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.26	1.64	1.47	1.61	1.69
每股经营现金	1.91	2.32	2.13	2.37	2.13
每股净资产	7.57	7.19	11.19	12.99	11.19
每股股利	0.12	0.14	0.12	0.12	0.12
估值比率					
PE	19.3	14.8	16.5	15.1	14.3
PB	3.2	3.4	2.2	1.9	2.2
EV/EBITDA	16.6	19.4	11.8	11.5	11.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于同济大学。7年产业经历，2006年至今于招商证券从事汽车、新能源行业研究，连续11年新财富最佳分析师入围。2008年获金融时报与Starmine全球最佳分析师-亚太区汽车行业分析师第三名；2010年获水晶球奖并获新财富第三名；2014年水晶球第一名、新财富第二名；2015年水晶球公募第一名、新财富第三名；2016年金牛奖第二名；2017年新财富第三名。“智能驾驭、电动未来”是我们提出的重点研究领域，基于电动化平台、车联网基础之上的智能化是汽车行业发展的方向。

寸思敏，上海财经大学硕士，3年证券行业研究经验。2016年加入招商证券，重点覆盖传统整车、零部件、后市场板块。

李懿洋，清华大学硕士，2年证券行业研究经验。2017年加入招商证券，重点覆盖新能源、智能汽车板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。