证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零配件 II

福耀玻璃（600660） 增持

重大事件快评 （维持评级）

2019 年 01 月 16 日

收购德国铝饰条公司，产品+客户高端化协同

证券分析师： 梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
联系人： 唐旭霞 tangxx@guosen.com.cn

事项：

福耀玻璃公告：福耀玻璃工业集团股份有限公司之全资子公司福耀欧洲玻璃工业有限公司（简称“福耀欧洲”）与 SAM automotive production GmbH（简称“SAM”）的破产管理人 Dr Holger Leichtle 签订协议，购买 SAM 的资产，包括设备、材料、产成品、在产品、工装器具等，购买价格为 58,827,566.19 欧元。

评论：

■ **收购 SAM 公司有望提升福耀产品价值量、拓展高端客户**

福耀玻璃全资子公司福耀欧洲拟以 5883 万欧元购买德国 SAM 公司资产（设备、材料、产成品、在产品、工装器具等），福耀已与 SAM 公司的破产管理人 Dr Holger Leichtle 签订协议，但购买资产事宜尚需德国政府批准，目前资产尚未交割。

德国公司 SAM 主业铝亮饰条，一共有 11 家工厂，1800 名员工。为汽车行业开发和制造铝制部件，包括车顶导轨系统，装饰条和气帽系统。目前处于破产清算状态（2018 年 8 月申请破产）。2017 年收入约 2.8 亿欧元，客户覆盖大众、奥迪、宝马、奔驰、通用、斯柯达、沃尔沃、宾利等全球中高端车企。

图 1：车身铝饰条应用领域

资料来源：京威股份招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 2：奇瑞 E5 车窗饰条产品

资料来源：百度图片、国信证券经济研究所整理

我们认为，收购 SAM 公司，是福耀近年来对海外标的的首次外延行为，具备一定指示意义。本次购买资产完成后，公司将对其进行升级改造，使之可以配套公司集成化产品（汽车玻璃包边铝饰条），提升产品附加值（包边产品较非包边产品价值提升 30%以上），同时进一步扩大公司汽车饰件规模，拓展汽车配件领域，更好地为汽车厂商提供优质产品和服务，增强与汽车厂商的合作黏性，提高公司的综合竞争力，符合公司长远发展战略。

■ **全年预计利润增速 32%，维持增持评级**

2018 年前三季度，福耀玻璃实现营收 151 亿元（国内+3.72%；海外+22.92%），同比增长 13%（预计 ASP 提升 3.04%）；归母净利 32.6 亿元，同比增长 52%（扣非+35%）；扣汇兑利润总额增速 25%（去年前三季度汇兑-3.04 亿，今年前三季度汇兑+3.04 亿）。

其中福耀美国工厂 2018 年前三季度盈利约 2.2 亿元人民币，基本符合预期，盈利能力逐季提升：18Q1 美国收入 8 亿元，盈利 0.56 亿元，利润率 7%；18Q2 美国收入 8.8 亿元，盈利 0.7 亿元，利润率 8%；18Q3 美国盈利 0.9 亿元，利润率持续提升，我们预计 18Q4 美国盈利 1 亿元。

综合考虑美国工厂盈利能力提升、国内车市销量增速和汇兑收益，我们预测福耀玻璃 2018 全年利润 42 亿，增速有望达 32%（扣除汇兑因素外的利润+9%左右）。福耀作为中国具备全球竞争力的零部件企业，18 年以来先后收购三锋、德国 SAM 公司，深化汽车玻璃配件协同，外延步伐加快。考虑美国工厂盈利持续改善叠加国内 ASP 提升，我们预计 18/19/20 年利润分别为 42/44/50 亿元（汇兑假设 3/0/0 亿），增速分别 32%/6%/13%，对应 EPS 分别为 1.66/1.76/1.99 元，对应 PE 分别为 13.6/12.8/11.3 倍，维持增持评级。

■ **风险提示**

国内车市销量持续下行，美国工厂投产不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	6728	6300	7000	7000
应收款项	4743	5949	6925	8012
存货净额	2975	3797	4419	5166
其他流动资产	455	434	506	585
流动资产合计	**15006**	**16586**	**18955**	**20868**
固定资产	14519	16832	19012	21036
无形资产及其他	1098	1054	1010	966
投资性房地产	985	985	985	985
长期股权投资	96	146	196	246
资产总计	**31704**	**35603**	**40158**	**44102**
短期借款及交易性金融负债	5388	6097	7890	8662
应付款项	2401	2531	2946	3444
其他流动负债	1863	3200	3725	4341
流动负债合计	**9652**	**11828**	**14561**	**16447**
长期借款及应付债券	2510	2510	2510	2510
其他长期负债	537	597	657	717
长期负债合计	**3047**	**3107**	**3167**	**3227**
负债合计	**12699**	**14935**	**17728**	**19674**
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益	19001	20663	22427	24424
负债和股东权益总计	**31704**	**35603**	**40158**	**44102**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.26	1.66	1.76	1.99
每股红利	0.84	0.99	1.05	1.19
每股净资产	7.57	8.24	8.94	9.74
ROIC	13%	13%	15%	15%
ROE	17%	20%	20%	20%
毛利率	43%	42%	43%	42%
EBIT Margin	21%	21%	21%	21%
EBITDA Margin	27%	26%	26%	26%
收入增长	13%	16%	16%	16%
净利润增长率	0%	32%	6%	13%
资产负债率	40%	42%	44%	45%
息率	3.7%	4.4%	4.7%	5.3%
P/E	17.9	13.6	12.8	11.3
P/B	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	13.5	12.5	11.2	10.1

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**18716**	**21714**	**25278**	**29245**
营业成本	10713	12508	14498	16885
营业税金及附加	200	217	253	292
销售费用	1274	1520	1769	2047
管理费用	2601	2975	3456	3992
财务费用	419	(115)	226	264
投资收益	23	400	50	50
资产减值及公允价值变动	(24)	(10)	(10)	(10)
其他收入	162	0	0	0
营业利润	3670	4998	5115	5804
营业外净收支	10	70	70	70
利润总额	**3680**	**5068**	**5185**	**5874**
所得税费用	531	912	778	881
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	**3149**	**4156**	**4408**	**4994**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	**3149**	**4156**	**4408**	**4994**
资产减值准备	(6)	0	0	0
折旧摊销	1215	1220	1354	1509
公允价值变动损失	24	10	10	10
财务费用	419	(115)	226	264
营运资本变动	(1257)	(480)	(670)	(738)
其它	6	(1)	(1)	(1)
经营活动现金流	**3131**	**4907**	**5101**	**5775**
资本开支	(2569)	(3500)	(3500)	(3500)
其它投资现金流	(87)	0	0	0
投资活动现金流	**(2650)**	**(3550)**	**(3550)**	**(3550)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	935	0	0	0
支付股利、利息	(2111)	(2494)	(2645)	(2996)
其它融资现金流	1388	709	1794	771
融资活动现金流	**(964)**	**(1785)**	**(851)**	**(2225)**
现金净变动	**(483)**	**(428)**	**700**	**0**
货币资金的期初余额	7211	6728	6300	7000
货币资金的期末余额	6728	6300	7000	7000
企业自由现金流	749	925	1690	2396
权益自由现金流	3072	1482	3291	2942

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《福耀玻璃-600660-2018 年三季报点评：三季度扣非利润基本符合预期》 ——2018-10-26
《福耀玻璃-600660-2018 年中报点评:海外改善+汇兑利好托底高增速,首次中期分红彰显价值》——2018-08-21
《福耀玻璃-600660-2018 年一季报点评：一季度收入增长符合预期，毛利率结构性下滑》 ——2018-04-27
《福耀玻璃-600660-2017 年年报点评：17 年汽波产品价量双升，汇兑无碍长期发展》 ——2018-03-19
《福耀玻璃-600660-2017 年三季报点评：Q3 利润增速转正，四季度汇兑有望减亏》 ——2017-10-26

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032