

2021年03月30日

证券分析师 黄细里

执业证号: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

2020 年年报点评: Q4 利润同比+59.06%, 符合市场预期

买入 (维持)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	19,907	27,246	31,783	36,073
同比 (%)	-5.7%	36.9%	16.7%	13.5%
归母净利润 (百万元)	2,601	3,829	4,993	6,084
同比 (%)	-10.3%	47.2%	30.4%	21.9%
每股收益 (元/股)	1.04	1.53	1.99	2.43
P/E (倍)	41.13	27.94	21.42	17.58

投资要点

- 公司业绩概述:** 公司 2020 年全年实现营业收入 199.07 亿, 同比-5.67%; 归母净利润 26.01 亿, 同比-10.27%; 扣非后归母净利润 23.04 亿, 同比-17.80%; 扣除汇兑损益后归母净利润 30.23 亿, 同比+9.42%, 符合市场预期。2020Q4 公司实现营收 61.30 亿, 同比+12.07%, 环比+8.40%, 归母净利润 8.78 亿, 同比+59.06%, 环比+15.67%。
- Q4 利润涨幅较大, 高于营收, 符合市场预期, 主要系毛利率改善明显+管理费用率大幅降低:** 公司 2020Q4 营业收入同环比均实现增长, 净利润同比涨幅高于营收, 核心原因包括: 1) 公司覆盖产品产业链上游原材料, 减少成本波动, 毛利率改善明显。Q4 毛利率 42.79%, 同比+2.53pct, 环比+1.43pct, 成本进一步得到有效控制。全年来看, 公司汽车玻璃业务毛利率-0.06pct, 浮法玻璃毛利率+3.51pct, 贡献较大; 国内外业务毛利率分别为 44.60%/32.75%, 分别同比+1.93%/+1.43%, 均实现大幅增加。同时受疫情影响, 国内业务明显好于海外市场, 营收占比提升 3.42pct。2) 管理费用率大幅降低。Q4 管理费用占营收比重同比-3.16pct, 环比-0.42pct。全年来看, 公司汽车玻璃单价 173.84 元/平方米, 同比 2019 年基本持平。为完成 2021 年度的经营目标, 公司预计 2021 年资金需求为 249.08 亿元, 其中经营性支出/资本支出/现金红利支出分别 200 亿/30.27 亿/18.81 亿元, 通过加快销售货款回笼和存货周转、优化结存资金的使用、增发 H 股股本筹资、向金融机构借款或发债等方式解决。
- 受益天幕普及增加玻璃单车面积+高附加值功能提升汽玻单价等行业红利以及铝亮饰条业务增强协同效应, 利好福耀长期发展:** 1) 随汽车轻量化及智能化大趋势, 全玻璃车顶逐渐渗透代替金属车顶, 玻璃单车面积提升接近 50%, “颜值加分”+重量降低; HUD 前挡、调光、玻璃天线、隔音隔热等高附加值功能渗透率不断提升, 汽车玻璃单车价值量有望提升 100%-150%, 市场潜力巨大。福耀作为行业龙头有望率先受益行业红利。2) 以德国 FYSAM 为跳板, 福耀进军铝亮饰条行业, 拓展业务边界。2020 年全年 FYSAM 亏损 2.8 亿, 相比 2019 年 2.9 亿亏损小幅缩减, 剔除欧洲疫情影响表现较好。铝亮饰条进一步集成化汽车玻璃产品, 增强规模化生产优势, 实现营收规模和成本管控能力的多维提升。
- 盈利预测与投资评级:** 福耀玻璃作为汽车玻璃行业全球龙头, 受益行业红利及自身业务领域积极开拓, 有望实现市值大幅攀升。我们维持 21-22 年归母净利润 38/50 亿的假设, 预计 23 年利润为 60.8 亿; 对应 EPS 为 1.5/2.0/2.4 元。对应 PE 为 28/21/18 倍。考虑福耀较强成本管控能力, 我们认为公司应该享受更高估值溢价。维持福耀玻璃“买入”评级。
- 风险提示:** 全球汽车市场复苏低于预期; 汇率波动超预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	42.64
一年最低/最高价	17.85/65.81
市净率(倍)	4.95
流通 A 股市值(百万元)	85407.34

基础数据

每股净资产(元)	8.61
资产负债率(%)	43.81
总股本(百万股)	2508.62
流通 A 股(百万股)	2002.99

相关研究

- 1、《福耀玻璃 (600660): 常青树上再开花》2020-12-15

福耀玻璃三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	18,560	21,439	21,337	26,906	营业收入	19,907	27,246	31,783	36,073
现金	8,810	6,253	8,627	8,680	减:营业成本	12,042	16,443	18,720	21,103
应收账款	3,754	6,284	5,156	7,725	营业税金及附加	198	267	308	350
存货	3,281	5,678	4,522	6,977	营业费用	1,474	1,975	2,225	2,410
其他流动资产	2,715	3,223	3,033	3,524	管理费用	2,892	4,046	4,688	5,068
非流动资产	19,864	24,028	25,478	26,599	研发费用	816	1,226	1,430	1,623
长期股权投资	207	215	224	233	财务费用	494	397	408	360
固定资产	14,260	18,091	19,752	20,939	资产减值损失	-31	5	6	7
在建工程	2,354	2,916	2,941	2,894	加:投资净收益	71	220	269	161
无形资产	1,271	1,231	1,200	1,183	其他收益	353	217	225	244
其他非流动资产	1,772	1,574	1,360	1,349	资产处置收益	75	13	23	29
资产总计	38,424	45,467	46,815	53,504	营业利润	3,267	4,565	5,951	7,202
流动负债	12,131	15,617	13,990	16,563	加:营业外净收支	-157	-86	-110	-134
短期借款	6,166	6,575	6,166	6,166	利润总额	3,110	4,479	5,842	7,068
应付账款	2,466	3,833	3,279	4,554	减:所得税费用	511	654	856	989
其他流动负债	3,499	5,209	4,545	5,844	少数股东损益	-2	-4	-7	-5
非流动负债	4,701	4,435	3,835	3,165	归属母公司净利润	2,601	3,829	4,993	6,084
长期借款	3,184	2,917	2,317	1,647	EBIT	3,429	4,740	6,091	7,248
其他非流动负债	1,518	1,518	1,518	1,518	EBITDA	5,553	6,671	8,487	9,776
负债合计	16,833	20,051	17,824	19,728	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-4	-8	-14	-20	每股收益(元)	1.04	1.53	1.99	2.43
归属母公司股东权益	21,595	25,424	29,005	33,796	每股净资产(元)	8.61	10.13	11.56	13.47
负债和股东权益	38,424	45,467	46,815	53,504	发行在外股份(百万股)	2509	2509	2509	2509
					ROIC(%)	12.7%	13.7%	17.5%	18.4%
					ROE(%)	12.0%	15.0%	17.2%	18.0%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	39.5%	39.7%	41.1%	41.5%
经营活动现金流	5,278	3,099	8,717	5,820	销售净利率(%)	13.1%	14.1%	15.7%	16.9%
投资活动现金流	-1,167	-5,860	-3,547	-3,467	资产负债率(%)	43.8%	44.1%	38.1%	36.9%
筹资活动现金流	-3,280	-205	-2,387	-2,300	收入增长率(%)	-5.7%	36.9%	16.7%	13.5%
现金净增加额	455	-2,966	2,783	53	净利润增长率(%)	-10.3%	47.2%	30.4%	21.9%
折旧和摊销	2,124	1,932	2,396	2,529	P/E	41.13	27.94	21.42	17.58
资本开支	1,773	4,156	1,441	1,112	P/B	4.95	4.21	3.69	3.17
营运资本变动	-277	-2,819	1,226	-2,965	EV/EBITDA	19.59	16.78	12.80	11.04

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>