

600660.SH

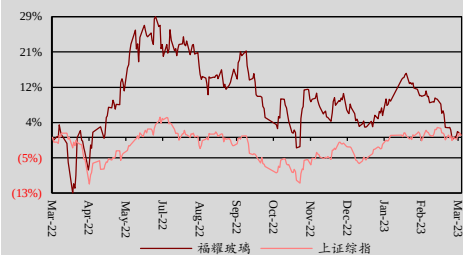
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 34.39

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(3.1)	(7.1)	(2.0)	(2.0)
相对上证综指	(7.9)	(7.1)	(9.2)	(2.5)

发行股数 (百万)	2,609.74
流通股 (百万)	2,609.74
总市值 (人民币 百万)	89,749.08
3个月日均交易额 (人民币 百万)	396.56
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	22.83

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

以2023年3月24日收市价为标准

相关研究报告

《福耀玻璃：业绩快速增长，产品结构优化及全球产能扩张》20220901

《福耀玻璃：收入快速增长，汇兑及运费等短期拖累业绩》20220320

《福耀玻璃：业绩符合预期，价值及份额提升前景看好》20211101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车：汽车零部件

证券分析师：朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517060001

福耀玻璃

ASP提升及产能扩张，业绩有望持续增长

公司发布2022年报，全年共实现营业收入281.0亿元，同比增长19.0%，归属于上市公司股东的净利润47.6亿元，同比增长51.2%，每股收益1.82元，拟每10股派发现金红利10.0元（含税）。公司高附加值产品占比持续提升，产品结构不断优化，ASP提升明显。公司产业链深度布局，产业生态较为完善，核心技术领域实现突破，全球产能持续扩张，发展前景长期看好。我们预计公司2023-2025年每股收益分别为1.89元、2.23元、2.49元，维持买入评级，持续推荐。

支撑评级的要点

■ **Q4收入稳定提升，利润高速增长。**公司2022年实现营收281.0亿元，同比增长19.0%，汽车玻璃、浮法玻璃营收分别为255.9亿元（+19.7%）、45.4亿元（+12.6%）。销量方面，汽车玻璃同比增长7.3%，浮法玻璃同比增长13.2%。全年毛利率同比下降1.9pct，主要是能源和纯碱价格上涨所致。全年销售费用同比增长17.4%，主要是营业收入增加带来相应的包装费等增加所致；管理费用同比增长10.2%，主要是职工薪酬增加所致；财务费用同比下降247.2%，主要是汇率波动带来汇兑收益所致；研发费用同比增长25.2%，主要是技术升级及产品附加值提升研发增加所致；四项费用率同比下降7.0pct。收入增长、毛利率小幅下降及费用率下降，全年归母净利润同比增长51.2%。若扣除汇兑损益、FYSAM计提减值准备的影响，全年利润总额同比增长6.7%。其中Q4收入同比增长18.7%，毛利率同比提升9.3pct（汇率、原材料涨价等导致同期基数较低），归母净利润同比增长55.3%。2023年国内外经济逐渐复苏，公司产品结构持续优化，收入及业绩有望持续增长。

■ **高附加值产品占比提升，业绩有望快速增长。**2022年公司智能全景天幕玻璃、可调光玻璃、抬头显示玻璃等高附加值产品占比较上年同期增加6.2pct，推动汽车玻璃ASP提升。公司积极加强技术创新，在汽车玻璃关键成型工艺和设备、玻璃天线、镀膜、光电等核心技术领域实现突破；布局砂矿资源、优质浮法技术、工艺设备研发制造、多功能集成玻璃、铝饰件产业，产业生态较为完善。随着高附加值产品占比不断增加，公司ASP将持续提升，业绩有望快速增长。

■ **全球产能扩张，市占率有望持续提升。**公司2022年发布公告，拟对福耀玻璃美国增加投资6.5亿美元，其中3.0亿美元用于建设镀膜汽车玻璃生产线、钢化夹层边窗生产线等项目，3.5亿美元用于一窑两线（浮法玻璃生产线）、4条太阳能背板玻璃深加工生产线等项目的建设。截至2023年3月16日已完成境外投资项目备案手续，并取得国家发改委颁发的《境外投资项目备案通知书》。公司全球产能持续扩张，有利于获得更多订单，推动市占率提升及业绩持续增长。

估值

■ 考虑到汽车销量承压，我们小幅调整了盈利预测，预计公司2023-2025年每股收益分别为1.89元、2.23元、2.49元，维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 汽车销量不及预期；2) 市场竞争降价风险；3) 原材料上涨压力。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	23,603	28,099	32,163	36,014	39,937
增长率(%)	18.6	19.0	14.5	12.0	10.9
EBITDA(人民币 百万)	6,404	6,796	7,724	9,008	9,895
归母净利润(人民币 百万)	3,146	4,756	4,936	5,831	6,496
增长率(%)	21.0	51.2	3.8	18.1	11.4
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.21	1.82	1.89	2.23	2.49
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.93	2.30	
调整幅度(%)			(2.2)	(2.7)	
市盈率(倍)	28.5	18.9	18.2	15.4	13.8
市净率(倍)	3.4	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA(倍)	19.3	13.5	11.0	9.2	8.0
每股股息(人民币)	1.0	1.3	1.3	1.5	1.7
股息率(%)	2.1	3.6	3.8	4.4	5.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

图表 1. 2022 年业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022 年	2021 年	同比变动(%)
营业总收入	28,098.8	23,603.1	19.0
营业利润	5,661.4	3,762.0	50.5
净利润	4,752.8	3,143.0	51.2
归属于上市公司股东的净利润	4,755.6	3,146.2	51.2
扣非后归属于上市公司股东的净利润	4,665.7	2,815.9	65.7
营业成本	18,535.4	15,129.1	22.5
毛利润	9,563.3	8,474.0	12.9
销售费用	1,350.7	1,151.0	17.4
管理费用	2,142.9	1,944.2	10.2
研发费用	1,248.6	997.2	25.2
财务费用	(1,011.3)	686.9	(247.2)
资产+信用减值损失	(144.4)	(24.4)	491.5
销售费用率(%)	4.8	4.9	减少 0.1pct
管理费用率(%)	7.6	8.2	减少 0.6pct
研发费用率(%)	4.4	4.2	增加 0.2pct
财务费用率(%)	(3.6)	2.9	减少 6.5pct
毛利率(%)	34.0	35.9	减少 1.9pct
净利率(%)	16.9	13.3	增加 3.6pct

资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2022 年第四季度业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022Q4	2021Q4	同比变动(%)
营业收入	7,658.7	6,450.1	18.7
营业利润	1,073.3	711.9	50.8
净利润	854.2	550.1	55.3
归属于上市公司股东的净利润	854.8	550.4	55.3
扣非后归属于上市公司股东的净利润	850.8	437.2	94.6
营业成本	5,143.2	4,929.4	4.3
毛利润	2,515.5	1,520.7	65.4
销售费用	389.9	(208.1)	(287.4)
管理费用	594.8	384.2	54.8
研发费用	357.8	277.5	29.0
财务费用	(16.1)	356.8	(104.5)
资产+信用减值损失	(141.8)	(18.5)	668.0
销售费用率(%)	5.1	(3.2)	增加 8.3pct
管理费用率(%)	7.8	6.0	增加 1.8pct
研发费用率(%)	4.7	4.3	增加 0.4pct
财务费用率(%)	(0.2)	5.5	减少 5.7pct
毛利率(%)	32.8	23.6	增加 9.3pct
净利率(%)	11.2	8.5	增加 2.6pct

资料来源：公司公告，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	23,603	28,099	32,163	36,014	39,937
营业收入	23,603	28,099	32,163	36,014	39,937
营业成本	15,129	18,535	21,095	23,443	25,897
营业税金及附加	205	225	273	288	319
销售费用	1,151	1,351	1,544	1,693	1,877
管理费用	1,944	2,143	2,477	2,665	2,875
研发费用	997	1,249	1,480	1,549	1,697
财务费用	687	(1,011)	(558)	(452)	(394)
其他收益	242	215	194	174	157
资产减值损失	(19)	(140)	(126)	(114)	(102)
信用减值损失	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
资产处置收益	0	(6)	(6)	(6)	(6)
公允价值变动收益	(9)	(2)	0	0	0
投资收益	63	(8)	(10)	15	(1)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,762	5,661	5,901	6,896	7,711
营业外收入	218	81	50	116	82
营业外支出	161	163	147	157	156
利润总额	3,819	5,579	5,804	6,856	7,638
所得税	676	826	871	1,028	1,146
净利润	3,143	4,753	4,934	5,827	6,492
少数股东损益	(3)	(3)	(3)	(3)	(4)
归母净利润	3,146	4,756	4,936	5,831	6,496
EBITDA	6,404	6,796	7,724	9,008	9,895
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.21	1.82	1.89	2.23	2.49

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	24,683	29,678	26,593	30,163	32,704
货币资金	14,327	17,020	12,865	14,406	15,975
应收账款	4,311	5,258	5,821	6,449	7,229
应收票据	39	204	64	170	143
存货	4,327	5,403	5,671	6,463	7,069
预付账款	239	236	305	309	359
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,440	1,557	1,867	2,366	1,930
非流动资产	20,102	21,090	19,962	18,425	17,202
长期投资	298	328	328	328	328
固定资产	14,502	14,446	14,000	13,360	12,459
无形资产	1,235	1,245	1,177	1,109	1,041
其他长期资产	4,067	5,071	4,457	3,627	3,374
资产合计	44,785	50,767	46,555	48,588	49,906
流动负债	14,719	17,360	13,996	14,508	13,637
短期借款	5,926	6,077	2,506	1,724	125
应付账款	1,525	2,025	2,076	2,399	2,581
其他流动负债	7,268	9,259	9,414	10,385	10,930
非流动负债	3,772	4,419	2,022	1,717	1,870
长期借款	1,139	3,007	0	0	0
其他长期负债	2,633	1,412	2,022	1,717	1,870
负债合计	18,491	21,779	16,019	16,225	15,507
股本	2,610	2,610	2,610	2,610	2,610
少数股东权益	(12)	(15)	(18)	(21)	(25)
归属母公司股东权益	26,306	29,003	30,553	32,384	34,424
负债和股东权益合计	44,785	50,767	46,555	48,588	49,906

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,143	4,753	4,934	5,827	6,492
折旧摊销	2,252	2,345	2,558	2,746	2,727
营运资金变动	411	(328)	(605)	(865)	(180)
其他	(129)	(877)	(464)	(367)	(314)
经营活动现金流	5,677	5,893	6,423	7,341	8,726
资本支出	(2,329)	(3,130)	(1,511)	(1,302)	(1,578)
投资变动	251	(33)	0	0	0
其他	215	(4,493)	(16)	9	(7)
投资活动现金流	(1,863)	(7,656)	(1,527)	(1,293)	(1,585)
银行借款	(1,086)	2,019	(6,577)	(783)	(1,598)
股权融资	2,371	(3,554)	(3,386)	(4,000)	(4,456)
其他	667	299	914	274	483
筹资活动现金流	1,952	(1,236)	(9,049)	(4,508)	(5,571)
净现金流	5,766	(2,999)	(4,154)	1,540	1,569

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	18.6	19.0	14.5	12.0	10.9
营业利润增长率(%)	15.2	50.5	4.2	16.9	11.8
归属于母公司净利润增长率(%)	21.0	51.2	3.8	18.1	11.4
息税前利润增长率(%)	27.3	7.2	16.1	21.2	14.5
息税折旧前利润增长率(%)	16.3	6.1	13.6	16.6	9.9
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	21.0	51.2	3.8	18.1	11.4
获利能力					
息税前利润率(%)	17.6	15.8	16.1	17.4	17.9
营业利润率(%)	15.9	20.1	18.3	19.1	19.3
毛利率(%)	35.9	34.0	34.4	34.9	35.2
归母净利润率(%)	13.3	16.9	15.3	16.2	16.3
ROE(%)	12.0	16.4	16.2	18.0	18.9
ROIC(%)	12.8	13.0	16.8	21.1	25.1
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
流动比率	1.7	1.7	1.9	2.1	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.9	5.9	5.8	5.9	5.8
应付账款周转率	16.7	15.8	15.7	16.1	16.0
费用率					
销售费用率(%)	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7
管理费用率(%)	8.2	7.6	7.7	7.4	7.2
研发费用率(%)	4.2	4.4	4.6	4.3	4.3
财务费用率(%)	2.9	(3.6)	(1.7)	(1.3)	(1.0)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	1.8	1.9	2.2	2.5
每股经营现金流(最新摊薄)	2.2	2.3	2.5	2.8	3.3
每股净资产(最新摊薄)	10.1	11.1	11.7	12.4	13.2
每股股息	1.0	1.3	1.3	1.5	1.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	28.5	18.9	18.2	15.4	13.8
P/B(最新摊薄)	3.4	3.1	2.9	2.8	2.6
EV/EBITDA	19.3	13.5	11.0	9.2	8.0
价格/现金流(倍)	15.8	15.2	14.0	12.2	10.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371