

买入

福耀玻璃 (600660. SH)

原材料成本与人民币汇率跟踪及敏感性分析

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 汽车 · 汽车零部件

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

执证编码: S0980519080002

事项:

本文旨在探讨福耀玻璃受原材料成本波动及人民币升值（汇兑收益）的影响，对利润端受到原材料成本上涨及人民币升/贬值的影响幅度做敏感性分析。

1) 对福耀玻璃成本价格进行跟踪：福耀垂直一体化程度较高，原材料成本占营业成本 62.71%（2021 年），核心前三大原材料 PVB 膜、天然气和纯碱，占福耀玻璃营业成本比例分别为 10%-15%、15% 和 6%。2021 年以来大宗商品成本上涨，但福耀通过 PVB 膜和管道天然气（工业用门站价）长期协议维持了成本的相对稳定，目前对福耀原材料成本核心影响环节主要在于成本占比 6% 的纯碱（重质）。

总结：纯碱作为福耀原材料成本核心波动项，测算其价格变化带来毛利率变化幅度= $(1-36\%) * 5.5\% * (-\text{纯碱价格变化})$ ，当纯碱价格上涨 10%、20%、30% 时，对应的福耀毛利率影响幅度分别 -0.35%、-0.70%、-1.06%，对应的福耀全年毛利润影响额度分别 -0.88、-1.76、-2.64 亿元（下跌同理），考虑 20220403 至今（20220508）纯碱价格环比提升 3.5%，若后续维持该价位，预计 Q2 纯碱价格变化带来的单 Q2 利润环比 Q1 的影响（-800 万元）。

2) 对福耀受人民币升/贬值的影响幅度做敏感性分析：福耀玻璃是典型的中国制造出口型企业，近三年以来福耀海外营收比例长期维持在 50% 左右（海外业务中预计美国业务过半），意味着福耀每年均有较多的美元及外币资金流入，叠加此前港股上市及再融资，公司账面长期维持较多的美元及外币资产（存款及现金等价物），在以上流量和存量的美元/外币资金下，随人民币升/贬值会对即期的毛利率（美元流量资金影响毛利率）及财务费用（美元存量资产产生汇兑损益）造成一定程度的波动性。由于公司账面美元资产的数额较大（长期在 8 亿美元以上），人民币升贬值对汇兑损益的影响幅度远大于对毛利率的影响幅度，这里我们主要测算的人民币升贬值对公司财务费用中汇兑损益的影响（方向：人民币升值，毛利率负贡献，且产生汇兑损失；人民币贬值，毛利率正贡献，且产生汇兑收益）。

总结：2021Q1/2021Q2/2021Q3/2021Q4/2022Q1 人民币贬值幅度分别 0.46%/-1.52%/+0.31%/-1.24%/-0.47%，对应的福耀玻璃汇兑收益分别为 -0.70/-1.02/-0.36/-3.20/-1.35 亿元。**整体来看，2020 年初至今，人民币整体呈现升值态势，由此产生了一定的汇兑损失。**2022 年 4 月 1 日至 5 月 13 日，美元兑人民币汇率从 6.35 增至 6.79，人民币贬值幅度为 6.93%，我们参考 5 月 13 日的最新汇率（6.79）进行汇率与汇兑收益的敏感性分析可以发现，假设截至 20220630 美元兑人民币汇率为 6.6-7.0，对应的 2022Q2 汇兑收益为 3.53-9.18 亿元。

本文对市场比较关心的原材料成本及人民币汇率波动对福耀的影响进行了敏感性分析。2022 年二季度，在上海疫情对长三角产业链的排产影响下，根据中汽协数据，4 月汽车行业产量同比 -46%、环比 -46%，销量同比 -48%、环比 -47%，我们预计多数零部件 Q2 营收利润环比承压，而福耀由于纯碱价格的环比回落及人民币贬值带来毛利率及财务费用端改善，归母利润端的表现或超越行业，同时海外竞争对手能源（天然气）成本大幅上涨，福耀相对稳定的用气成本带来较大相对竞争优势，市占率有望进一步提升。

国信汽车观点：福耀玻璃伴随中国汽车工业成长多年，以极致专注和极强成本管控能力，已成长为全球汽车玻璃龙头（2021 年 31% 市占率），盈利能力远超全球竞争对手。2022Q1 公司营收创历史新高（65.5 亿，同比 +14.75%），超越国内汽车行业 12pct，人民币升值、汇兑、纯碱和海运费涨价等因素影响利润端增速表现（利润总额同比 +3%），若扣除上述因素影响，测算利润总额约 13.7 亿，同比增长 24%。受人民币升

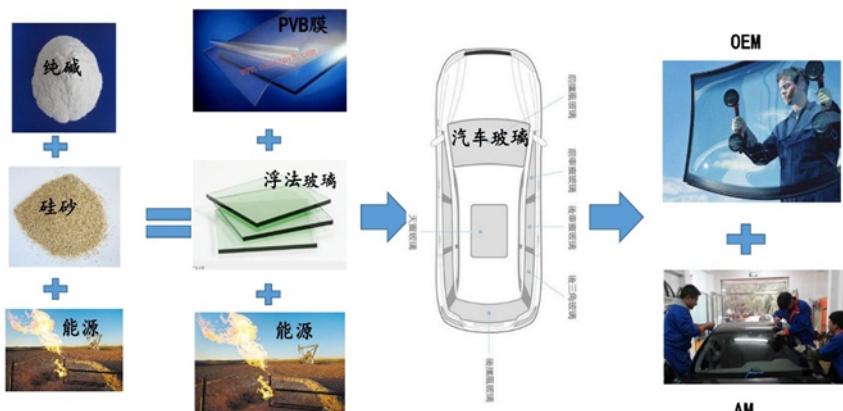
值、海运费和纯碱涨价的影响，考虑会计准则调整后的可比口径公司 2022Q1 毛利率同比-1.50pct。短期维度，2022 年预计在玻璃升级、海运及芯片缓解、市占率提升背景下公司业绩有望高速增长；长期维度，公司作为全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃用量（面积）增长，从 4 平米到 6 平米；2) 单平米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 提升有望加速。维持盈利预测，预期 22-24 年利润分别 48/57/71 亿，对应 PE 分别 21/17/14x，维持买入评级。

评论：

◆ 福耀所用 PVB 膜和天然气价格相对稳定，处于价格高位的重质纯碱 2022 年初至今环比下滑 7%

汽车玻璃作为福耀玻璃的核心产品占其营业收入 90%以上。汽车玻璃原材料主要包括浮法玻璃（玻璃原片）、PVB 中间膜等和电力。其中浮法玻璃是汽车玻璃重要原辅材料，成型过程是在通入保护气体（N₂ 及 H₂）的锡槽中完成的，具有结构紧密、手感平滑，没有水波纹，透明度好等优点。浮法玻璃原材料主要为纯碱、硅砂、石灰石等和电力。

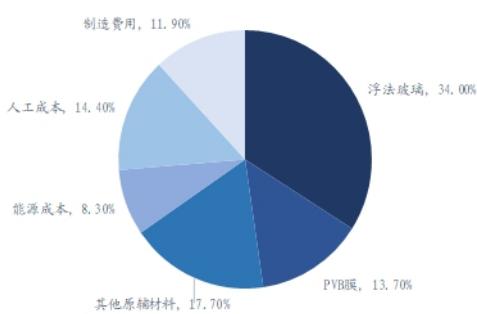
图1：汽车玻璃产业链



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

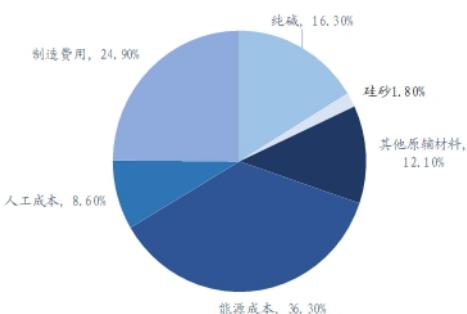
成本拆分：玻璃原片、PVB 膜、人工、电力及制造费用是公司汽车玻璃的主要成本，其中浮法玻璃占比最大，达到 34%，与 PVB 膜合计占汽车玻璃成本近 50%。而在浮法玻璃成本构成中，能源、制造费用及纯碱占比较高，都超过 15%。综合来看，PVB（10-15%）、天然气（15%）、纯碱（6%）占据汽车玻璃前三原材料成本。

图2：汽车玻璃成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：浮法玻璃成本构成



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1) PVB (10-15%) 成本稳定

PVB (10-15%) 成本稳定。 PVB 通常占夹层汽车玻璃生产成本的 20%-25%、占汽车玻璃生产成本的 10%-15%。汽车玻璃生产所用的 PVB 市场价格在人民币 50-60 元/平方米。汽车玻璃生产商一般通过杜邦、积水和伊士曼全球前三大 PVB 制造商签订长期供应合同来保障 PVB 的稳定供应及管理 PVB 价格的波动风险，过去几年 PVB 价格涨幅不超过 5%，成本比较稳定。

2) 天然气 (15%) 价格整体维持相对稳定，相比海外天然气价格波动幅度相对优势明显

福耀国内浮法玻璃工厂主要有福清本部、通辽、本溪、以及重庆，对应产能分别为 30-45 万吨、30 万吨、30 万吨以及 30 万吨，所在地区分为为华南地区、东北地区、东北地区以及西南地区，因此我们重点考察追踪这三个地区的价格，并且根据产能占比作为权重定义福耀天然气价格指数，其中华南、东北、西南的权重分别为 27.27%、48.48%、24.24%。

表1：福耀玻璃国内浮法玻璃工厂

工厂	生产线	年产能	生产燃料	所在地区
福清本部	三条汽车级浮法玻璃生产线，其中一条于 2019 年放水停产，2021 年 9 月起恢复生产	30 万吨（9 月前） 45 万吨（9 月后）	天然气	华南
通辽	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30 万吨	天然气	东北
本溪	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30 万吨	天然气	东北
重庆	两条汽车级浮法玻璃生产线，均正常生产	30 万吨	天然气	西南

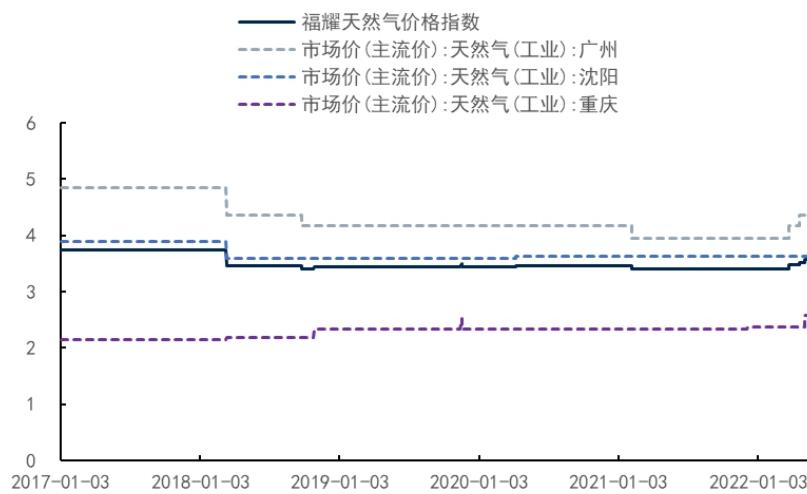
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

为了更好探测福耀天然气价格变化情况，我们参考工业天然气在广州、沈阳、重庆三个地区的市场价（主流价），引入“福耀天然气价格指数”指标，以下测算数值仅供参考（实际当前福耀天然气长协价格或长期低于 3 元/立方米且保持相对稳定）。

长期维度，福耀天然气价格指数近 5 年呈下降趋势，累计降幅 4.2%，近三年保持相对稳定的价格。

短期维度，2022 年初至今，福耀天然气价格指数经历了三次价格小幅增长，分别对应 3.41 元/立方米（20220104）-3.47 元/立方米（20220304）-3.52 元/立方米（20220422）-3.57 元/立方米（20220506），2022 年初至今的累计涨幅为 4.8%，2022 年 3 月初至今的累计涨幅为 3.0%。天然气成本主要是汽车玻璃的能源成本以及浮法玻璃制造中的部分能源成本，我们预测浮法玻璃成本中大致 50%用天然气，50%用燃煤等传统能源，天然气在汽车玻璃的累计成本占比为 $8.30\% + 34.00\% * 36.30\% * 50\% = 14.5\%$ 。也就是说，2022 年初（20220104）至今（20220506）福耀天然气价格指数环比上涨 4.8%，对应汽车玻璃成本环比上涨 0.7%；4 月初（20220401）至今（20220506）福耀天然气环比涨幅 3%，对应汽车玻璃成本环比上涨 0.4%。

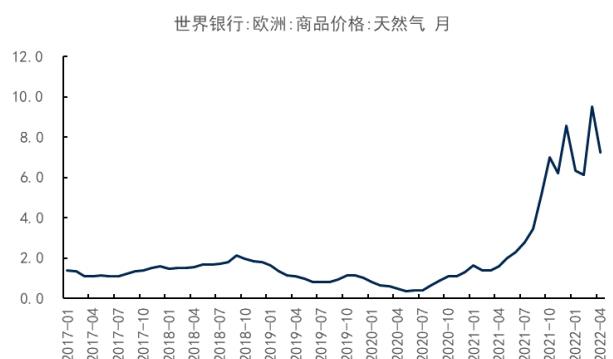
图4：2017 年初至今福耀天然气价格指数追踪（元/立方米）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（注：此处使用广州、沈阳工业天然气市场价来指代华南、东北地区的工业天然气市场价，测算数据仅供参考，不代表福耀真实天然气价格。）

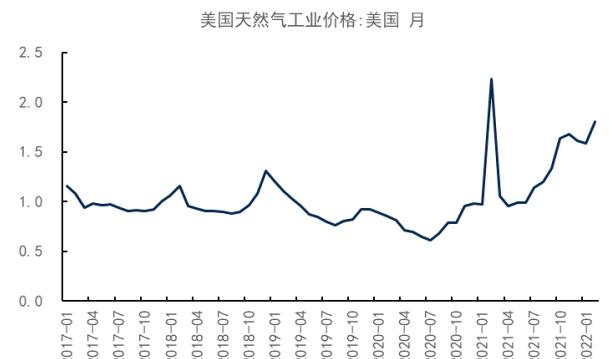
以上分析可以看出，福耀所用天然气产品协议价并不受近期全球天然气价格上涨的影响，价格保持相对稳定，而欧洲、美国天然气价格均出现较大涨幅，我们这里测算福耀在当前天然气价格上涨背景下相较于其海外汽车玻璃竞争对手的相对成本优势。选取欧洲、美国天然气价格来分析海外天然气情况，总体来看，2021年之前，海外欧洲、美国天然气价格持续波动、总体趋势维稳，2021年开始，海外天然气价格涨幅明显，其中欧洲天然气价格由2021年1月的1.63元/立方米上涨至2022年4月的7.24元/立方米，累计涨幅高达342.9%；美国天然气价格由2021年1月的0.97元/立方米上涨至2022年2月的1.80元/立方米，累计涨幅85.0%。在海外天然气大幅涨价的背景下，福耀天然气价格指数趋势维持相对稳定，相对优势明显。

图5：2017年初至今欧洲天然气商品价格（元/立方米）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：2017年初至今美国工业天然气价格（元/立方米）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

为了定量分析福耀天然气价格变动幅度相比海外（欧洲、美国）天然气的相对优势，我们假定海外汽车玻璃厂商毛利率25%、天然气成本占比14.5%，按照“汽车玻璃企业毛利率影响幅度=（1-25%）*14.5%*（-天然气价格波动幅度）”，测算得出如下结论：

- 1) 近一年（202101-202102）维度，欧洲天然气价格上涨274.6%，影响欧洲汽车玻璃毛利率幅度为-29.9%（欧洲天然气上涨给福耀毛利率相对优势29.9%）；美国天然气价格上涨85.0%，影响美国汽车玻璃毛利率幅度为-9.2%（美国天然气上涨给福耀毛利率相对优势9.2%）。总体而言，202101-202202，福耀天然气价格指数相对稳定，欧洲、美国天然气上涨给福耀毛利率相对优势分别为29.9%、9.2%。
- 2) 近一季（202201-202202）维度，欧洲天然气价格下跌3.6%，影响欧洲汽车玻璃毛利率幅度为0.4%；美国天然气价格上涨13.4%，影响美国汽车玻璃毛利率幅度为-1.5%（美国天然气上涨给福耀毛利率相对优势1.5%）。福耀天然气价格指数相对稳定，美国天然气上涨给福耀毛利率相对优势为1.5%。

表2：福耀天然气相比海外（欧洲、美国）天然气价格变动幅度的相对优势分析

天然气成本占比以14.5%计	可比时间段	欧美汽车玻璃企业毛利率影响幅度
近一年		
欧洲天然气价格上涨 274.6%	202101-202202	-29.9%
美国天然气价格上涨 85.0%	202101-202202	-9.2%
近一季		
欧洲天然气价格下跌 3.6%	202201-202202	0.4%
美国天然气价格上涨 13.4%	202201-202202	-1.5%

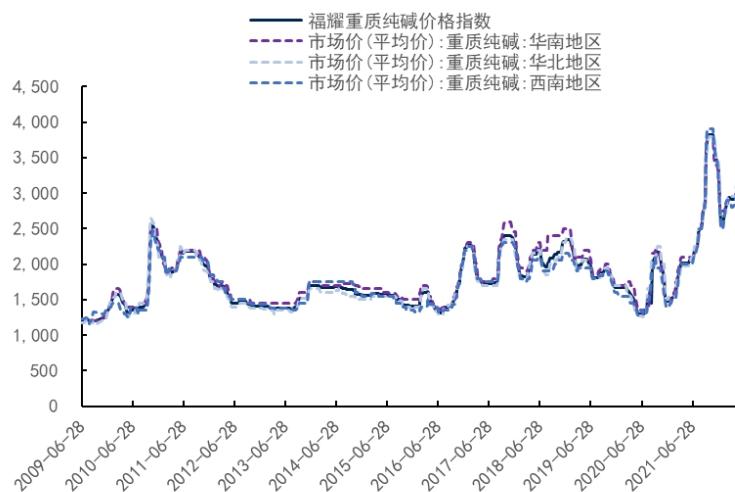
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：假定海外汽车玻璃厂商毛利率25%、天然气成本占比14.5%。）

3) 纯碱(6%)当前价格处于高位，中长期有望回落

基于同样方法，我们定义福耀重质纯碱价格指数，总体来看，福耀重质纯碱价格指数在2020年疫情之后波动较大，自2021年初开始福耀重质纯碱价格指数出现上涨，从2021年1月3日的1475.6元/吨持续上涨至2021年11月21的最高点3823.9元/吨（涨幅159.1%），虽然此后价格指数有所回落，但整体仍然处于高位（2500元/吨以上）。2022年初至今，福耀重质纯碱价格指数由3237.3元/吨（2022年1月2日）降至3014.9元/吨（2022年5月8日），降幅6.9%，拆分来看，2022Q1，福耀重质纯碱价格指数由3237.3元/吨（2022年1月2日）降至2927.9元/吨（2022年3月27日），降幅9.6%；2022Q2，福耀重质纯碱价格指数由2913.3元/吨（2022年4月3日）提升至3014.9元/吨（2022年5月8日），涨幅3.5%。

纯碱属于浮法玻璃原材料成本，在汽车玻璃成本占比为 $34.00\% \times 16.30\% = 5.54\%$ ，2022年初至今纯碱成本环比跌幅 6.9%，对应汽车玻璃成本环比下降 0.4%，拆分来看，22Q1 纯碱价格环比跌幅 9.6%，对应汽车玻璃成本环比下降 0.5%，2022 年 4 月初至今纯碱价格环比涨幅 3.5%，对应汽车玻璃成本环比上涨 0.2%。考虑 20220403 至今（20220508）纯碱价格环比提升 3.5%，若后续维持该价位，预计 Q2 纯碱价格变化带来的单 Q2 利润环比 Q1 的影响（-800 万元）。

图7：福耀重质纯碱价格指数（单位：元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（注：此处使用华北地区重质纯碱市场价来指代东北地区的重质纯碱市场价。）

图8：重质纯碱全国价格指数（单位：元/吨）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表3：分季度福耀重质纯碱价格指数及同比变动

	福耀重质纯碱价格指数（元/吨）	同比增速	环比增速
2020Q1	1655.5		
2020Q2	1417.0		-14.4%

2020Q3	1577.4		11.3%
2020Q4	1916.6		21.5%
2021Q1	1623.3	-1.9%	-15.3%
2021Q2	2030.7	43.3%	25.1%
2021Q3	2458.4	55.9%	21.1%
2021Q4	3681.3	92.1%	49.7%
2022Q1	2818.1	73.6%	-23.4%
20220403-20220508	2938.7	45.9%	0.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理（注：此处期间价格指数用期间周度重质纯碱价格指数均值计算）

为了定量分析纯碱价格变动对福耀毛利润的影响幅度，我们进行如下敏感性分析：假设36%汽车玻璃毛利率及全年250亿元汽车玻璃营收，纯碱成本占比以5.5%计，纯碱价格变化带来毛利率变化幅度= (1-36%)*5.5%*(-纯碱价格变化)，测算发现，当纯碱价格上涨10%、20%、30%时，对应的福耀毛利率影响幅度分别-0.35%、-0.70%、-1.06%，对应的福耀全年毛利润影响额度分别-0.88、-1.76、-2.64亿元；当纯碱价格下跌10%、20%、30%时，对应的福耀毛利率影响幅度分别0.35%、0.70%、1.06%，对应的福耀全年毛利润影响额度分别0.88、1.76、2.64亿元。

表4：纯碱价格变动对福耀玻璃毛利率影响额度的敏感性分析

纯碱成本占比以5.5%计	福耀玻璃毛利率影响幅度	福耀玻璃全年毛利润影响额度（亿元）
纯碱价格上涨30%	-1.06%	-2.64
纯碱价格上涨20%	-0.70%	-1.76
纯碱价格上涨10%	-0.35%	-0.88
纯碱价格持平	0.00%	0
纯碱价格下降10%	0.35%	0.88
纯碱价格下降20%	0.70%	1.76
纯碱价格下降30%	1.06%	2.64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理（注：假设36%汽车玻璃毛利率及250亿元汽车玻璃营收）

整体而言，福耀天然气价格相对稳定（相较海外竞争对手成本优势明显）。纯碱价格自2020年中旬以来持续处于高位，2022年初至今纯碱成本环比跌幅6.9%，对应汽车玻璃成本环比下降0.4%，拆分来看，22Q1纯碱价格环比跌幅9.6%，对应汽车玻璃成本环比下降0.5%，2022年4月初至今纯碱价格环比涨幅3.5%，对应汽车玻璃成本环比上涨0.2%，考虑20220403至今（20220508）纯碱价格环比提升3.5%，若后续维持该价位，预计Q2纯碱价格变化带来的单Q2利润环比Q1的影响（-800万元）。中长期来看，PVB膜主要是日本、美国和欧洲企业生产，价格波动多与原油价格在一定程度上相关，但公司长期以来采取的三家国际供应商竞标采购的策略，使PVB膜采购成本保持相对较低水平；纯碱当前价格处于2021年来高位（中长期有较大下降空间）；同时，公司通过自制生产设备有效降低投资成本，进而降低未来折旧，人工成本。

◆ 人民币汇率波动对福耀玻璃汇兑损益影响幅度的敏感性分析

福耀玻璃是典型的中国制造出口型企业，近三年以来福耀海外营收比例长期维持在50%左右（海外业务中预计美国业务过半），意味着福耀每年均有较多的美元及外币资金流入，叠加此前港股上市及再融资，公司账面长期维持较多的美元及外币资产（存款及现金等价物），在以上流量和存量的美元/外币资金下，随人民币升/贬值会对即期的毛利率（美元流量资金影响毛利率）及财务费用（美元存量资产产生汇兑损益）造成一定程度的波动性。由于公司账面美元资产的数额较大（长期在8亿美元以上），人民币升贬值对汇兑损益的影响幅度远大于对毛利率的影响幅度，这里我们主要测算的人民币升贬值对公司财务费用中汇兑损益的影响（方向：人民币升值，毛利率负贡献，且产生汇兑损失；人民币贬值，毛利率正贡献，且产生汇兑收益）。

表5：2014年至今（20220513）福耀玻璃汇兑收益与美元兑人民币汇率

	实际汇兑收益（亿元）	人民币贬值幅度	美元兑人民币
2014	-0.49	0.33%	6.10到6.12
2015	4.67	6.05%	6.12到6.49
2016	4.59	6.77%	6.50到6.94

2017	-3. 9	-6. 04%	6. 95 到 6. 53
2018	2. 59	5. 38%	6. 51 到 6. 86
2019	1. 36	1. 90%	6. 85 到 6. 98
2020	-4. 22	-6. 32%	6. 96 到 6. 52
2021Q1	-0. 70	0. 46%	6. 54 到 6. 57
2021Q2	-1. 02	-1. 52%	6. 56 到 6. 46
2021Q3	-0. 36	0. 31%	6. 47 到 6. 49
2021Q4	-3. 20	-1. 24%	6. 46 到 6. 38
2022Q1	-1. 35	-0. 47%	6. 38 到 6. 35
20220401-20220513	-	6. 93%	6. 35 到 6. 79

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所

复盘美元兑人民币汇率，2010年初至2016年初，美元兑人民币汇率持续下行（人民币升值）；此后的2016-2020年初，美元兑人民币汇率波动中提升（人民币贬值）。2020年初至2022年初，美元兑人民币汇率从高位持续回落（人民币升值），2020年至2022年一季度人民币的持续升值累计给福耀玻璃带来账面汇兑损失逾10亿，分季度来看看，2021Q1/2021Q2/2021Q3/2021Q4/2022Q1 人民币贬值幅度分别为0.46%/-1.52%/+0.31%/-1.24%/-0.47%，对应的福耀玻璃汇兑收益分别为-0.70/-1.02/-0.36/-3.20/-1.35亿元。2022年4月起，美元兑人民币汇率开始底部快速回升，2022年4月1日至5月13日，美元兑人民币汇率从6.35增至6.79，人民币贬值幅度为6.93%，人民币或进入贬值通道，或为福耀Q2带来账面汇兑收益。

图9：2014年初至今美元兑人民币汇率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

为了更好探析福耀玻璃22Q2汇兑损益与净利润的关系，我们进行如下敏感性分析：2022年4月1日至5月13日，美元兑人民币汇率从6.35增至6.79，人民币贬值幅度为6.93%，我们参考5月13日的最新汇率(6.79)进行汇率与汇兑收益的敏感性分析可以发现，假设截至20200630美元兑人民币汇率为6.6-7.0，对应的2022Q2汇兑收益为3.53-9.18亿元。

表6：福耀玻璃2022Q2汇兑收益敏感性分析

截至20220630的美元兑人民币汇率假设	2022Q2汇兑收益(亿元)
6.6	3.53
6.7	4.94
6.8	6.35

6. 9	7. 77
7. 0	9. 18

资料来源：wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：持续推荐优质赛道上的全球龙头福耀玻璃，维持“买入”评级。

汽车电动化智能化背景下，行业机遇围绕 1) 增量/升级零部件；2) 自主崛起产业链两条主线展开。增量/升级零部件主线下，汽车玻璃天生具备卡位优势（占据车身表面积三分之一，围绕乘员四周），前期升级围绕前档 HUD 化、车顶天幕化进行，中期看调光玻璃的渗透，远期汽车玻璃有望成为车内生态应用端的海量数据输出载体（承载中控屏以外的信息量），具备远大成长空间（单车价值量从 700-1500-3000+）。

福耀玻璃伴随中国汽车工业成长多年，以极致专注和极强成本管控能力，已成长为全球汽车玻璃龙头（31%市占率），盈利能力远超全球竞争对手。2022Q1 公司营收创历史新高（65.5 亿，同比+14.75%），超越国内汽车行业 12pct，人民币升值、汇兑、纯碱和海运费涨价等因素影响利润端增速表现（利润总额同比+3%），若扣除上述因素影响，测算利润总额约 13.7 亿，同比增长 24%。受人民币升值、海运费和纯碱涨价的影响，考虑会计准则调整后的可比口径公司 2022Q1 毛利率同比-1.50pct。短期维度，2022 年预计在玻璃升级、海运及芯片缓解、市占率提升背景下公司业绩有望高速增长；长期维度，公司作为全球汽车玻璃龙头，智能化大趋势下，汽车玻璃有望 1) 单车玻璃用量（面积）增长，从 4 平米到 6 平米；2) 单平米价值量提升（镀膜、隔热、包边、HUD、调光、5G 通信等），从 600 元提升至 2000 元以上。后续汽车玻璃、网联化打开新天地，行业 ASP 提升有望加速。维持盈利预测，预期 22-24 年利润分别 48/57/71 亿，对应 PE 分别 21/17/14x。

本文对市场比较关心的原材料成本及人民币汇率波动对福耀的影响进行了敏感性分析。2022 年二季度，在上海疫情对长三角产业链的排产影响下，根据中汽协数据，4 月汽车行业产量同比-46%、环比-46%，销量同比-48%、环比-47%，我们预计多数零部件 Q2 营收利润环比承压，而福耀由于纯碱价格的环比回落及人民币贬值带来毛利率及财务费用端改善，归母利润端的表现或超越行业，同时海外竞争对手能源（天然气）成本大幅上涨，福耀相对稳定的用气成本带来较大相对竞争优势，市占率有望进一步提升。

前期由于俄乌冲突、汽车缺芯、疫情等因素影响，公司股价回调幅度较大，当前安全边际高，前期市场对盈利的担心过度，预计短期将会有修复；中期看，疫情和供应链压力缓解后，公司有望成为汽车板块基本面相对强势（超越行业）的品种；长期看，ASP 提升逻辑兑现后行业成长属性凸显，有望带来估值弹性。2023 年可比公司平均估值 25 倍，我们更新福耀玻璃 2023 年目标估值 44-55 元（2023 年 20-25xPE），当前股价距离目标估值仍有 45%的提升空间，维持“买入”评级。

表7：可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
601799.SH	星宇股份	买入	132.81	379	3.32	4.94	6.36	40.0	26.9	20.9
601689.SH	拓普集团	增持	56.04	618	0.92	1.50	1.82	60.9	37.4	30.8
603786.SH	科博达	买入	49.52	198	0.97	1.32	1.87	51.1	37.5	26.5
002050.SZ	三花智控	增持	17.05	612	0.47	0.63	0.80	36.3	27.1	21.3
平均								47.1	32.2	24.9
600660.SH	福耀玻璃	买入	37.65	932	1.21	1.83	2.19	31.2	20.5	17.2

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外疫情不确定性影响公司汽玻业务和 SAM 整合进度。

相关研究报告：

- 《福耀玻璃（600660.SH）——一季度营收创新高，单车价值量提升加速》——2022-04-15
- 《福耀玻璃（600660.SH）—营收增长稳健超行业，四季度营收创历史新高》——2022-03-18
- 《国信证券-福耀玻璃-600660-2021年三季报点评：业绩稳健，三季度利润同比增长9%》——2021-10-30
- 《福耀玻璃-600660-2021年中报点评：业绩符合预期，长期看好汽车玻璃创新产品》——2021-08-06
- 《福耀玻璃-600660-2021年一季报点评：业绩符合预期，净利率同环比改善》——2021-04-16

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	8810	14327	9410	11285	12606	营业收入	19907	23603	28259	33929	40755
应收款项	4280	4511	7742	9296	11166	营业成本	12042	15129	17274	20573	24386
存货净额	3281	4327	5253	6295	7532	营业税金及附加	198	205	271	326	408
其他流动资产	1728	1512	565	679	815	销售费用	1474	1151	1413	1696	2038
流动资产合计	18560	24683	22976	27560	32124	管理费用	2077	1944	2451	2933	3514
固定资产	16615	16479	16898	17136	17242	研发费用	816	997	1130	1357	1630
无形资产及其他	1271	1235	1186	1136	1087	财务费用	494	687	61	47	32
投资性房地产	1772	2159	2159	2159	2159	投资收益	71	63	70	20	20
长期股权投资	207	229	279	329	379	资产减值及公允价值变动	30	10	(10)	(10)	(10)
资产总计	38424	44785	43497	48321	52992	其他收入	(456)	(798)	(1130)	(1357)	(1630)
短期借款及交易性金融负债	6436	7553	4000	5000	5000	营业利润	3267	3762	5718	7006	8758
应付款项	2466	3148	3502	4197	5021	营业外收支	(157)	57	(30)	(50)	(70)
其他流动负债	3229	4017	3958	4746	5682	利润总额	3110	3819	5688	6956	8688
流动负债合计	12131	14719	11460	13942	15703	所得税费用	511	676	910	1252	1564
长期借款及应付债券	3184	2338	2338	2338	2338	少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	1518	1434	1494	1554	1614	归属于母公司净利润	2601	3146	4783	5710	7131
长期负债合计	4701	3772	3832	3892	3952	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	16833	18491	15292	17834	19655	净利润	2601	3146	4783	5710	7131
少数股东权益	(4)	(12)	(14)	(16)	(19)	资产减值准备	7	(12)	2	0	0
股东权益	21595	26306	28219	30503	33355	折旧摊销	1869	1887	1618	1800	1933
负债和股东权益总计	38424	44785	43497	48321	52992	公允价值变动损失	(30)	(10)	10	10	10
						财务费用	494	687	61	47	32
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	160	(73)	(2853)	(1167)	(1422)
每股收益	1.04	1.21	1.83	2.19	2.73	其它	(7)	11	(4)	(3)	(3)
每股红利	0.88	0.87	1.10	1.31	1.64	经营活动现金流	4599	4950	3555	6351	7649
每股净资产	8.61	10.08	10.81	11.69	12.78	资本开支	(1027)	(1678)	(2000)	(2000)	(2000)
ROIC	11%	13%	17%	22%	25%	其它投资现金流	401	454	0	0	0
ROE	12%	12%	17%	19%	21%	投资活动现金流	(633)	(1246)	(2050)	(2050)	(2050)
毛利率	40%	36%	39%	39%	40%	权益性融资	(376)	3579	0	0	0
EBIT Margin	17%	18%	20%	21%	22%	负债净变化	792	(846)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	26%	26%	26%	26%	支付股利、利息	(2219)	(2278)	(2870)	(3426)	(4279)
收入增长	-6%	19%	20%	20%	20%	其它融资现金流	(282)	4482	(3553)	1000	0
净利润增长率	-10%	21%	52%	19%	25%	融资活动现金流	(3512)	1813	(6423)	(2426)	(4279)
资产负债率	44%	41%	35%	37%	37%	现金净变动	454	5517	(4918)	1875	1321
息率	2.3%	2.3%	2.9%	3.5%	4.4%	货币资金的期初余额	8356	8810	14327	9410	11285
P/E	36.3	31.2	20.5	17.2	13.8	货币资金的期末余额	8810	14327	9410	11285	12606
P/B	4.4	3.7	3.5	3.2	2.9	企业自由现金流	3760	3574	1569	4409	5711
EV/EBITDA	21.5	19.3	15.5	13.1	11.0	权益自由现金流	4270	7210	(2036)	5371	5684

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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