

福耀玻璃 Fuyao Glass Industry Group (600660 CH)

交接覆盖：深耕汽玻领域，稳坐行业龙头

Deeply Cultivate in the Field of Automotive Glass, Sit Firmly in the Industry Leader: Transferring Coverage

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

| | |
|--|--------------------------|
| 评级 | 优于大市 OUTPERFORM |
| 现价 | Rmb38.60 |
| 目标价 | Rmb48.88 |
| MSCI ESG 评级 | BBB |
| 义利评级 | A- |
| 来源: MSCI ESG Research LLC, 盟浪. Reproduced by permission; no further distribution | |
| 市值 | Rmb96.49bn / US\$14.27bn |
| 日交易额 (3个月均值) | US\$103.73mn |
| 发行股票数目 | 2,003mn |
| 自由流通股 (%) | 67% |
| 1年股价最高最低值 | Rmb54.40-Rmb30.40 |
| 注: 现价 Rmb38.60 为 2022 年 8 月 9 日收盘价 | |



资料来源: Factset

| | 1mth | 3mth | 12mth |
|---------------|-------|-------|--------|
| 绝对值 | -8.4% | 10.1% | -25.9% |
| 绝对值 (美元) | -9.2% | 8.9% | -29.1% |
| 相对 MSCI China | 17.2% | 37.3% | 10.5% |

| (Rmb mn) | Dec-21A | Dec-22E | Dec-23E | Dec-24E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 23,603 | 29,140 | 34,156 | 39,599 |
| (+/-) | 19% | 23% | 17% | 16% |
| 净利润 | 3,143 | 4,911 | 6,107 | 7,481 |
| (+/-) | 21% | 56% | 24% | 22% |
| 全面摊薄 EPS (Rmb) | 1.21 | 1.88 | 2.34 | 2.87 |
| 毛利率 | 35.9% | 39.5% | 40.5% | 41.6% |
| 净资产收益率 | 12.0% | 15.7% | 16.4% | 16.7% |
| 市盈率 | 32 | 21 | 16 | 13 |

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

公司经过三十余年的发展，已成为专注于汽车安全玻璃的大型跨国集团。其已在中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 11 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个设计中心，全球雇员约 2.7 万人。福耀产品得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用，为其提供全球 OEM 配套服务和汽车玻璃全套解决方案。

公司深耕汽车玻璃行业，具备 4000 万套汽车玻璃生产能力。当前福耀玻璃产品矩阵包括：智能全景天幕玻璃、抬头显示玻璃（HUD）、调光玻璃以及铝饰件等。每年安装在新车上的福耀汽车玻璃超过 1.8 亿片，针对维修服务市场所售出的玻璃也达 1,500 万片以上。2021 年福耀玻璃营收增长主要依赖汽车玻璃业务，汽车玻璃收入占总收入的比例为 91%。

产业链整合优势明显，盈利能力突出。福耀文昌硅砂科技园项目的推进，使公司浮法玻璃自供率提升。浮法玻璃自供使公司能够控制每片汽车级浮法玻璃的大小，相比竞争对手拥有更高的切裁率，调整改进更迅速；同时节省了对外采购浮法玻璃过程中对中间商的让利，降低了浮法玻璃市场供需变化对成本的影响；此外纵向一体化使得公司对硅砂等原材料的议价能力更强。

高研发投入为高附加值产品开发奠定基础。2011 年以来，公司研发费用率逐渐提升并常年维持在 4% 以上高水平。公司对研发的高度重视使得公司产品加速迭代，汽车玻璃产品附加值不断提升。2021 年公司研发费用率 4.22%。

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年的净利润约 49.11、61.07 和 74.81 亿元。预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.88 元、2.34 元、2.87 元。至于估值，参考可比公司估值水平，给予其 2022 年 26 倍 PE；目标价 48.88 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：公司产能释放低于预期，新能源车销量低于预期。

Yijie Wu
lisa.yj.wu@htisec.com

Yuntao Jin
yt.jin@htisec.com

1. 福耀玻璃：全球汽车玻璃龙头企业

1.1 发展历程与经营业务

福耀集团于 1987 年成立于中国福州，是专注于汽车安全玻璃的大型跨国集团，于 1993 年在上海证券交易所主板上市（A 股代码：600660），于 2015 年在香港交易所上市（H 股代码：3606），形成兼跨境内外两大资本平台的“A+H”模式。

经过三十余年的发展，福耀集团已在中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 11 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个设计中心，全球雇员约 2.7 万人。福耀产品得到全球知名汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用，包括宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒等，为其提供全球 OEM 配套服务和汽车玻璃全套解决方案，并被各大汽车制造企业评为“全球优秀供应商”。

图1 福耀玻璃发展历程



资料来源：公司官网，海通国际

公司的主营业务是为各种交通运输工具提供安全玻璃、汽车饰件全解决方案，包括汽车级浮法玻璃、汽车玻璃、机车玻璃、行李架、车窗饰件相关的设计、生产、销售及售后服务，公司的经营模式为全球化研发、设计、制造、配送及售后服务，奉行技术领先和快速反应的品牌发展战略，与客户一道同步设计、制造、服务、专注于产业链的完善，系统地、专业地、快速地响应客户日新月异的需求，为客户创造价值。

1.2 创始人与管理团队

福耀玻璃工业集团股份有限公司董事长，创始人曹德旺先生生于 1946 年，担任中国光彩事业促进会副会长、中国侨商投资企业协会常务副会长等社会职务。

1976 年，曹德旺开始在福清市高山镇异型玻璃厂当采购员，1983 年承包了这个濒临倒闭的小厂。1986 年，40 岁的曹德旺开始转战汽车维修玻璃。三十几年时间，曹德旺以决心和恒心，使中国汽车玻璃行业从完全依赖进口到进口接近为零，实现了“为中国人做一片自己的玻璃”发展目标，也改变了世界对中国汽车玻璃市场的认识。他的成就得到了各界的广泛认可。2018 年，曹德旺入选“改革开放 40 年百名杰出民营企业家”。

2011年5月，曹德旺捐出名下3亿股福耀玻璃股票发起成立的河仁基金会获得有关部门批准正式成立，捐赠当天市值35.49亿元，是当时我国资产规模最大的基金会，开创了股票形式支持社会公益的先河。他也因此连续多次获得“中华慈善奖”这一国内最高慈善奖项，被社会各界称为“真正的首善”。

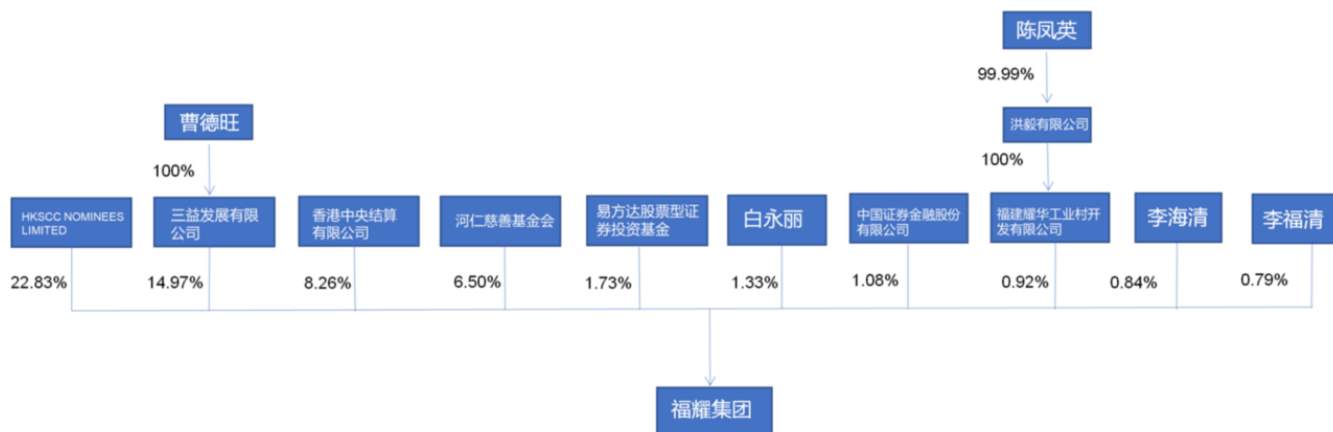
表1 福耀玻璃核心管理团队

| 姓名 | 职位 | 主要经历 |
|-----|--------------|---|
| 曹德旺 | 董事局执行董事兼董事长 | 公司主要创办人、经营者和投资人之一。目前亦担任公司大多数子公司的董事，并于多个组织内任若干职位。 |
| 曹晖 | 副董事长 | 曹晖先生是曹德旺先生之子，公司董事兼总经理叶舒先生为其妹夫。 |
| 叶舒 | 董事兼总经理 | 叶舒先生于1995年7月毕业于厦门大学国际贸易专业，获得学士学位，并于1999年7月获得厦门大学经济学硕士学位。 |
| 陈向明 | 执行董事，财务总监 | 2015年8月至今任公司财务总监。于1999年6月从福建省学位委员会获得工商管理硕士学位综合水平全国统一考试合格证书。 |
| 白照华 | 职工代表监事及监事会主席 | 自2015年8月至今任公司职工代表监事及监事会主席，目前担任福耀铝合金项目总指挥。 |

资料来源：公司年报，海通国际

1.3 股权架构

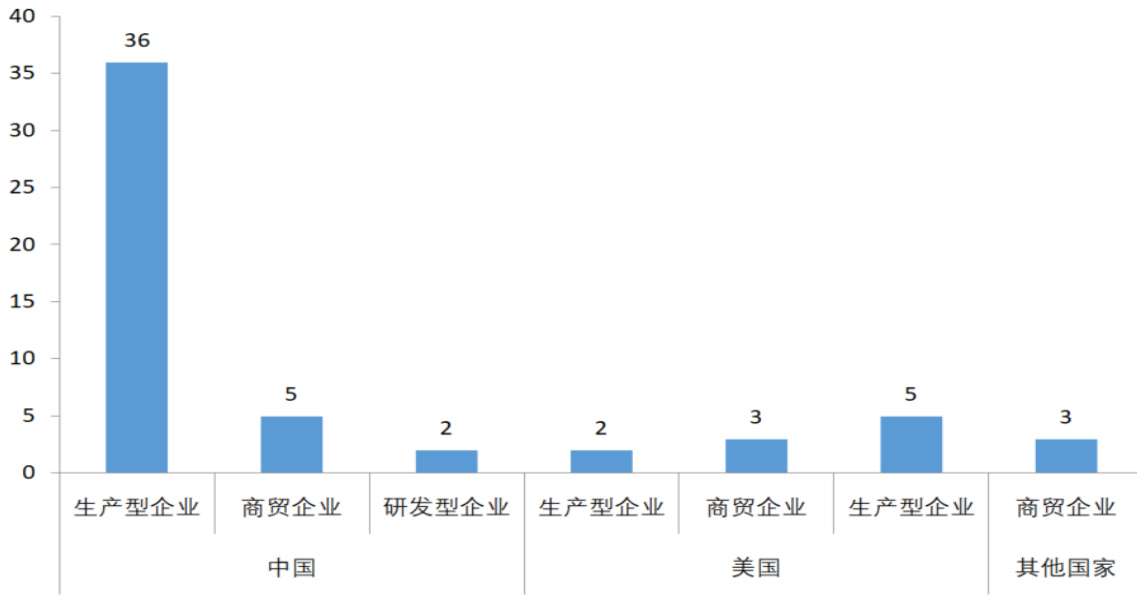
图2 福耀玻璃发展历程



资料来源：公司2022年一季报，海通国际

1.4 子公司情况

图 3 2021 年度福耀玻璃子公司数量分布图



资料来源：公司 2021 年报，海通国际

2. 福耀玻璃产品矩阵

2.1 智能全景天幕玻璃

智能全景天幕玻璃，指汽车顶部使用集成技术形成的不可开启的整车顶全景天窗玻璃，是一种特殊的全景天窗玻璃。

图 4 天幕玻璃车内视角演示图



资料来源：公司官网，海通国际

纵览汽车天窗玻璃的发展过程，其经历了从无天窗到小天窗到全景天窗再到全景天幕的发展历程。全景天幕玻璃是传统全景天窗尺寸的 2-3 倍，能够带来更加广阔的天空视野。

相比传统的天窗，全景天幕玻璃的优势有：

表2 全景天幕玻璃优势

| 维度 | 优势 |
|------|---|
| 科技感 | 天幕是一体式全景天窗，沉浸式视觉效果带来富有科技感和未来感的全新驾乘体验。 |
| 车内空间 | 放大车内空间，创造更舒适的驾乘体验。 |
| 成本更低 | 传统天窗结构包括：天窗玻璃、驱动模块、排水系统、传动系统等，结构相对复杂，价格在2000元左右。而天幕玻璃成本在1500元左右，相比传统天窗成本更低。 |

资料来源：玻璃网，公司官网，海通国际

同时，随着技术发展，全景天幕玻璃可集成的功能也越来越多，包括氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光等，能够持续改善乘车体验，提升 ASP。

目前搭载全景天幕玻璃的车型集中在中高端领域，未来有望向全价位车型覆盖。据统计，2021 年有小鹏 P7、大众 ID4、ID6、蔚来 EC6 等搭载全景天幕的车型投入量产。其中，价格较高的有蔚来 ET7，价格为 45 万元起，价格较低的有长安 UNI-V，价格为 10 万元起，其余大部分车型的价格都在 20 万元-30 万元。随着技术成熟，成本优势扩大，全景天幕渗透率将逐步提升。据测算，2021 年天幕玻璃在新能源车中的渗透率约 16.74%，我们预计 2025 年渗透率有望接近 25%，CAGR 为 11%。

表3 2021年部分车型搭载全景天幕情况

| 车型 | 价位 (万元) | 玻璃尺寸(mm*mm) | 面积(m ²) | 2021 年销量 (万辆) |
|-----------|---------|-------------|---------------------|---------------|
| Model 3 | 28+ | 1050*670 | 0.7 | 57.2 |
| Model Y | 32+ | 1380*1010 | 1.4 | 20.01 |
| 蔚来 ET7 | 45+ | - | 1.9 | - |
| 蔚来 EC6 | 36+ | - | 2.1 | 3.01 |
| 比亚迪海豚 | 10+ | - | 0.61 | 2.78 |
| 小鹏 P5 | 18+ | 750*760 | 0.57 | 0.78 |
| 小鹏 P7 | 24+ | 1505*1252 | 1.75 | 6.06 |
| 广汽 AION S | 14+ | - | 1.9 | 6.92 |
| 长安 UNI-T | 12+ | 860*850 | 0.73 | 8.36 |
| 长安 UNI-V | 10+ | 1440*910 | 1.3 | - |
| 大众 ID4 | 18+ | 1250*815 | 1.02 | 2.68 |
| 大众 ID6 | 24+ | 1829*1185 | 2.1 | 1.04 |
| 问界 M5 | 26+ | 1765*1212 | 2.13 | - |

资料来源：各公司官网，汽车之家，海通国际

2022 年部分即将量产的车型如下：

表4 2021年部分车型搭载全景天幕情况

| | 蔚来 ET5 | 小鹏 G9 | 威马 M7 | 智己 L7 | 理想 L9 | 哪吒 S | 广汽埃安 LX PLUS |
|----|---|---|---|---|--|---|---|
| 外观 |  |  |  |  |  |  |  |

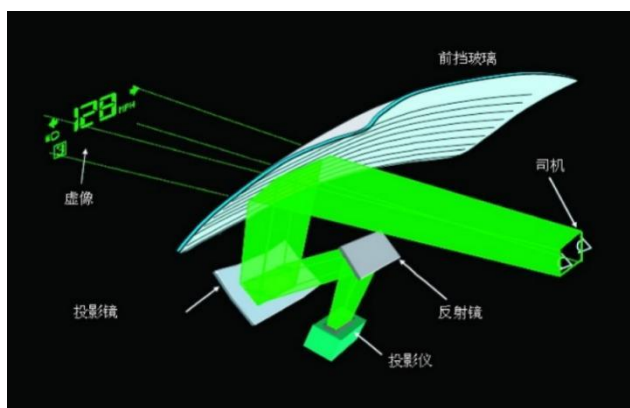
资料来源：各公司官网，汽车之家，海通国际

2.2 抬头显示玻璃

HUD (Head Up Display), 全称为抬头显示, 是指将速度、温度、报警信息、音频信息、导航信息、路况信息等重要行车信息投射到前挡风玻璃上, 让驾驶员尽量做到不低头、不转头, 提高行驶安全性。HUD 首先运用于军用飞机, 1988 年通用汽车在 Oldsmobile Cutlass Supreme Indy 500 Pace Car 上应用了 HUD, 是世界上首款采用 HUD 技术的汽车, 最初的汽车 HUD 系统显示的信息有限并且颜色单一。自此之后, HUD 系统开始逐渐装备在跑车和高档轿车中, 技术开始朝信息化、数字化发展: 1991 年, 丰田在皇冠 Majesta 上搭载了 HUD; 1997 年, 通用在其车型“Corvette”第五代车型上首次搭载了彩色显示 HUD; 2003 年, 宝马成为了欧洲第一家使用 HUD 技术的汽车公司, 奔驰、奥迪也随后开始使用 HUD 技术。在 HUD 技术发展的前期阶段, 由于技术水平发展有限, 导致显示效果差、成本高, 一直没有得到广泛应用。直到 2020 年, 奔驰 S 级发布 AR-HUD (增强现实型抬头显示系统), HUD 才逐步得到关注。

车载 HUD 经历三代升级, 成像质量不断优化, 信息量持续增加, 科技感大幅增强。目前市场上 W-HUD 为主流, AR-HUD 加速落地量产。

图 5 抬头显示玻璃 (HUD) 成像原理



资料来源: 公司官网, 海通国际

图 6 组合式抬头显示玻璃系统 (C-HUD) 示意图



资料来源: 盖世汽车, 海通国际

图 7 风挡式抬头显示玻璃系统 (W-HUD) 示意图



资料来源: 盖世汽车, 海通国际

图 8 增强现实式抬头显示玻璃系统 (AR-HUD) 示意图



资料来源: 盖世汽车, 海通国际

第一代为 C-HUD (Combiner HUD), 组合式抬头显示系统。C-HUD 采用半透明树脂板作为显示介质, 具有安装便利的优点, 但是成像区域小、显示信息少, 由于 C-HUD 是以配件的形式加装在车辆上, 在发生事故时容易对驾驶员造成二次伤害。

第二代 W-HUD (Windshield HUD) 风挡式抬头显示系统, 是目前应用最广泛的 HUD, 已经实现量产。W-HUD 利用光学反射将行车信息投射到汽车前挡风玻璃上。W-HUD 较 C-HUD 显示范围更大、投影距离更远。

第三代 AR-HUD (Augmented Reality HUD) 增强现实抬头显示系统, 是一种全新的抬头显示技术, 和传统的 W-HUD 相比, AR-HUD 投影范围大、信息量多, 可以更好地结合 ADAS 采集到的数据, 进行场景融合, 通过数字图像与真实场景的叠加, 增强 HUD 的实用性和科技感。

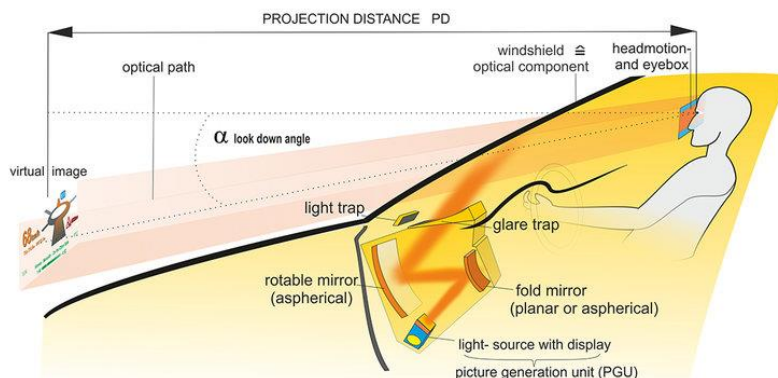
表5 2021-2025年中国前装HUD渗透率

| | C-HUD | W-HUD | AR-HUD |
|---------|-------------------|----------------------|-------------------|
| 视觉显示区域 | 半透明树脂玻璃 | 前挡风玻璃 | 前挡风玻璃 |
| 投影范围 | 小, 仅限于树脂玻璃区域 | 较大 | 大, 可投影于整个前挡风玻璃 |
| 投影内容 | 少: 车道显示、车速、简单导航信息 | 较多: 车况、车速、部分 ADAS 信息 | 多: 信息量大, 质量高 |
| 投影质量 | 较差, 存在镜片和玻璃色差 | 无色差, 图像更明亮清晰 | AR 完全融合实景和车载功能 |
| 最大成像 | 5°×1~4° | 10°×4° | 15°×5° |
| 最大投影距离 | 2~3 米 | 4~5 米 | 15 米 |
| 图形生成器技术 | TFT 技术 | TFT 或 DLP 技术 | TFT、DLP 或 MEMS 技术 |
| 角分辨率 | 大于 70px/° | 大于 80px/° | 大于 80px/° |
| 最大亮度 | 12,000cd/平方米 | 15,000cd/平方米 | 15,000cd/平方米 |
| 成本 | 价格低 | 光学结构复杂, 成本高 | 需要强大的算法, 成本高 |
| 未来趋势 | 逐步淘汰 | 能实现量产, 现主流 HUD | 准备量产阶段, 未来主流 |

资料来源: 各公司官网, 汽车之家, 海通国际

HUD 系统由投影单元和显示介质两大关键部件组成。投影单元内部集成了投影仪、反射镜、投影镜、调节电机及控制单元。其中, 控制单元通过车辆数据总线获取车况、导航等信息, 并通过投影仪输出图像。显示介质负责成像, 成像载体主要是半透明树脂玻璃和汽车前挡风玻璃。

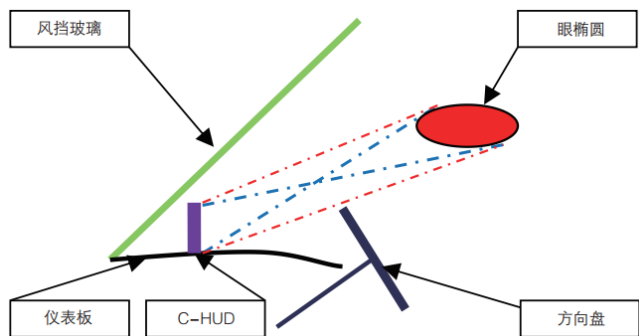
图 9 HUD 工作原理示意图



资料来源: 大陆集团, 海通国际

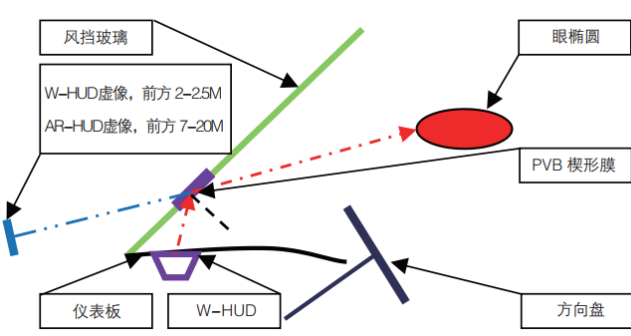
HUD 的原理和幻灯片投影类似, 投影仪产生的图像经过反射镜、投影镜反射到汽车前挡风玻璃, 驾驶员可以平视的角度获取 HUD 所投射的信息。光源由图像生成单元 PGU (Picture Generation Unit) 生成, 高亮度图像信息通过多次平面或曲面镜进行放大和耦合, 最后通过挡风玻璃的反射至驾驶员的眼部活动区域, 即眼盒 (Eyebox)。

图 10 C-HUD 示意图



资料来源:《浅谈 HUD 整车布置设计思路及系统解决方案》, 海通国际

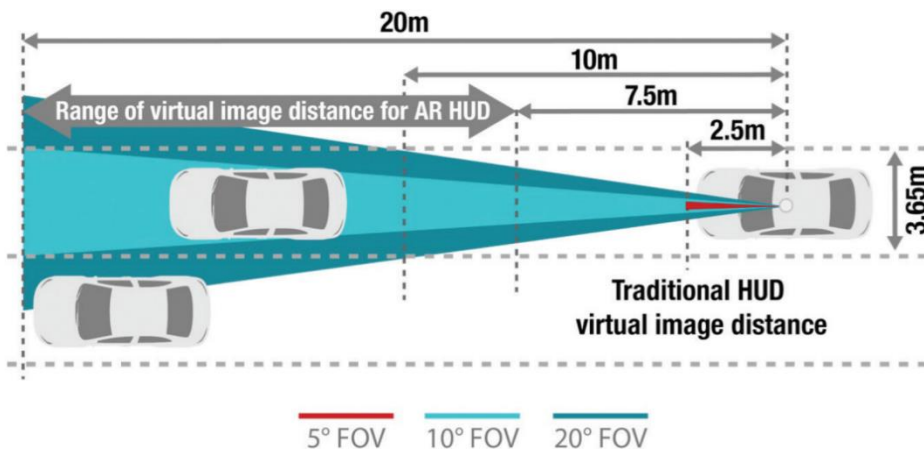
图 11 W-HUD 和 AR-HUD 示意图



资料来源:《浅谈 HUD 整车布置设计思路及系统解决方案》, 海通国际

AR-HUD 将驾驶信息的投射虚像与现实事物叠加, 实现图形与现实世界深度融合。为了实现这一功能, AR-HUD 要求在驾驶员前方至少 7m 处投射虚像。在 7m 或更远时, 人类视觉对深度的感知能力降低, 在这个距离投影图像会使驾驶者产生图像与现实世界融合的错觉。较长虚像距离 (VID) 还可以缩短眼睛在现实世界物体和 HUD 图像之间调节和适应的时间。同时 AR-HUD 对视角 (FOV) 也有更高的要求, 较大的虚像尺寸使得显示内容更加丰富。

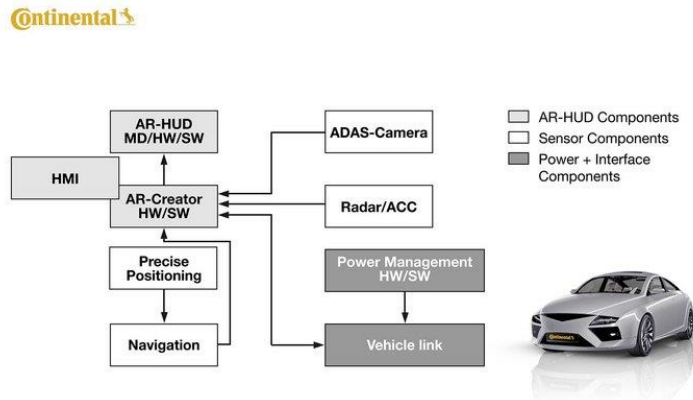
图 12 真正的增强现实功能需要 VID > 7m 且 FOV > 10°



资料来源: 德州仪器官网, 海通国际

和 W-HUD 相比, AR-HUD 显示信息增加。AR-HUD 通过前置雷达和摄像头等设备收集到车外环境数据, 通过 AR 算法, 计算得到所需呈现的图像和数据信息, 再通过 AR-HUD 中的光学结构将图像反射到挡风玻璃上, 在挡风玻璃的前方产生叠加在实物上的虚像。

图 13 AR-HUD 将多个数据源的信息通过 AR 软件处理得到所需图像



资料来源：大陆集团官网，海通国际

根据高工智能汽车研究院，2021 年中国市场 HUD 前装标配搭载率为 5.72%，搭载量为 116.72 万辆，其中 C-HUD 占比为 6.23%，W-HUD 占比为 89.49%，AR-HUD 占比为 4.28%。假设 2025 年 W-HUD 仍为车企主流方案，但由于 AR-HUD 的普及，W-HUD 占比下降至 60%，AR-HUD 占比上升至 40%，C-HUD 市场由于成像效果、安全等多个因素的影响，将在 2025 年逐渐萎缩至 0%。

新思界产业研究中心发布的《2021-2026 年中国 HUD 行业应用市场需求及开拓机会研究报告》显示，2025 年 HUD 在中国市场的渗透率将达到 45%，经我们测算，2025 年 C-HUD、W-HUD、AR-HUD 的渗透率分别为 0%、27%、18%。

表6 2021-2025年中国前装HUD渗透率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| C-HUD 占比 | 6.23% | 4.67% | 3.11% | 1.56% | 0.00% |
| W-HUD 占比 | 89.49% | 82.12% | 74.74% | 67.37% | 60.00% |
| AR-HUD 占比 | 4.28% | 13.21% | 22.14% | 31.07% | 40.00% |
| HUD 渗透率 | 5.72% | 15.54% | 25.36% | 35.18% | 45.00% |
| C-HUD 渗透率 | 0.36% | 0.73% | 0.79% | 0.55% | 0.00% |
| W-HUD 渗透率 | 5.12% | 12.76% | 18.96% | 23.70% | 27.00% |
| AR-HUD 渗透率 | 0.25% | 2.05% | 5.62% | 10.93% | 18.00% |

资料来源：高工智能汽车研究院，新思界产业研究中心，海通国际预测

观研天下的数据显示，2019 年我国 C-HUD、W-HUD、AR-HUD 的单车价值分别为 900 元、1500 元、2700 元。佐思产研的数据显示，2020 的 W-HUD 的平均价格约为 245 美元。假设随着规模效应的增加，HUD 的单车价值在 2020-2025 年期间以每年 2% 的速度稳定下降，则 2025 年 C-HUD、W-HUD、AR-HUD 的单车价值分别为 773 元、1,329 元、2,392 元。

根据天津大学中国汽车战略发展研究中心的预测，2025 年乘用车销量将达到 2526 万辆，由此，根据我们预测，2025 年我国前装 HUD 市场规模将达到 199 亿元。

表7 2021-2025年中国前装HUD渗透率

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| C-HUD 单车价值 (元) | 900 | 882 | 864 | 847 | 830 | 814 | 797 |
| W-HUD 单车价值 (元) | 1,500 | 1,470 | 1,441 | 1,412 | 1,384 | 1,356 | 1,329 |
| AR-HUD 单车价值 (元) | 2,700 | 2,646 | 2,593 | 2,541 | 2,490 | 2,441 | 2,392 |
| 中国乘用车量 (万辆) | | | 2,041 | 2,152 | 2,270 | 2,395 | 2,526 |
| HUD 搭载 (万辆) | | | 117 | 334 | 576 | 842 | 1,137 |
| C-HUD 搭载 (万辆) | | | 7 | 16 | 18 | 13 | - |
| W-HUD 搭载 (万辆) | | | 104 | 275 | 430 | 568 | 682 |
| AR-HUD 搭载 (万辆) | | | 5 | 44 | 127 | 262 | 455 |
| 市场空间 (亿元) | | | 17 | 51 | 93 | 142 | 199 |

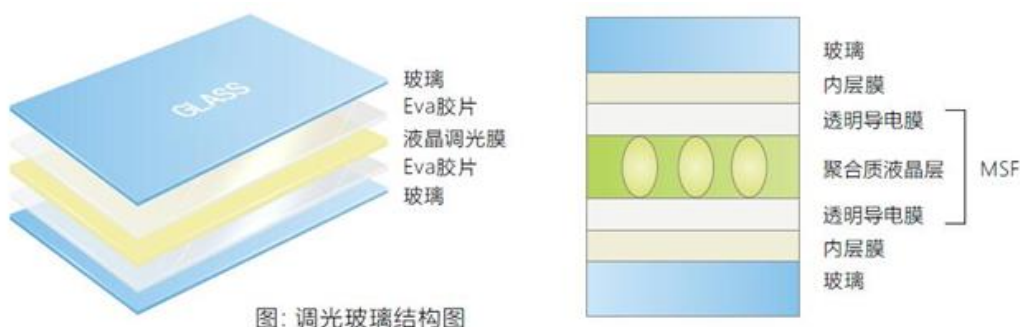
资料来源：观研天下，天津大学中国汽车战略发展研究中心，海通国际预测

ResearchAndMarkets 的数据显示，2021 年全球 HUD 市场的规模约为 11 亿美元，根据我们的估算，2021 年国内 HUD 市场规模为 17 亿人民币，中国市场占全球市场比约为 23.74%。假设国内 HUD 市场占比保持稳定，2025 年全球 HUD 市场规模约为 840 亿元。

2.3 调光玻璃

调光玻璃是一种由两片玻璃中间加入调光膜夹胶合成的一种保护隐私安全的特种玻璃，由美国肯特州立大学的研究人员于上世纪八十年代末发明并申请发明专利，并于 2003 年开始进入国内市场。随着国内建材市场发展迅猛，智能电控调光玻璃成本也下降不少，渐渐为建筑及设计业界所接受并开始大规模应用，随着成本进一步降低及市场售价的下调，调光玻璃也开始步入家庭装修应用领域，近几年在汽车高端车市场中应用，在智能汽车浪潮下是未来重要的技术发展趋势之一。

图 14 调光玻璃结构图



图：调光玻璃结构图

资料来源：公司官网，海通国际

分类看，智能调光玻璃按其基本工作原理可分为：电致变色、光致变色、热致变色、液晶调光等多种类型。

表8 调光玻璃类型

| | |
|------|--|
| 电致变色 | 电致变色玻璃通过电流的大小控制玻璃的着色情况，随光线、温度调节玻璃的透光率，电致变色窗可以根据季节不同而人工调节色彩，改变玻璃窗在不同波段的透射或反射。 |
| 光致变色 | 光致变色玻璃的透过率可以随着其表面照度的增加而降低，从而可以达到调整进光量的目的。 |
| 热致调光 | 热致调光玻璃通常是由普通玻璃镀上一层可逆热致变色材料而制成。 |
| 液晶调光 | 液晶调光玻璃是一种透视性可变功能玻璃，即在两片玻璃中间夹入液晶薄膜层，当通电时，靠液晶晶体重新排列的优良性能，入射光完全透过，呈现无色透明态；断电后，呈乳白色“毛玻璃”的效果。 |

资料来源：科技创新导报，海通国际

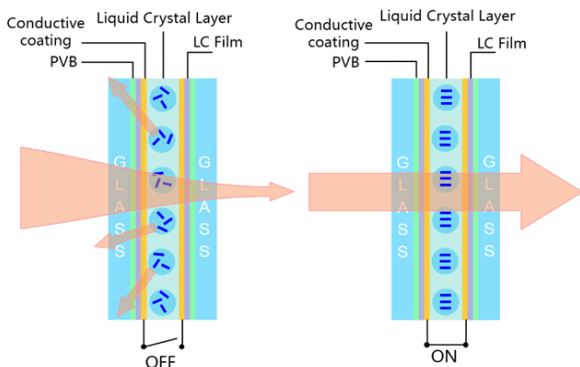
目前，福耀的调光玻璃产品可分为 PDLC 调光玻璃和热致变色玻璃。其中 PDLC 可调光全景天幕玻璃作为选配件已搭载于岚图 FREE，可实现明暗度 10 级调节。

表 9: 福耀玻璃在调光玻璃方面的布局

| 产品 | 产品特点 | 产品原理 | 可应用部位 | 可集成功能 | 已搭载车型 |
|---------|--|--|--------------|----------|--------|
| PDLC 调光 | <ul style="list-style-type: none"> ▶个性化调节玻璃透光度，提升用户体验 ▶有效提升私密性，保证用户隐私 | 在两片玻璃间中加入PDLC膜,对引出端施加电压,通过调节电压使PDLC膜中的粒子按一定方向排列来改变玻璃的透光度 | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗 | 超薄、隔热、隔音 | 岚图FREE |
| 热致变色 | <ul style="list-style-type: none"> ▶可定制多种玻璃颜色 ▶颜色可随温度变化而变化 ▶隔热效果好 | 功能粒子分散在PVB内，在常温下透明；光照受热或加热后，无色功能粒子吸热反应转化成着色粒子 | 门玻璃、后挡风玻璃、天窗 | 超薄、隔热 | - |

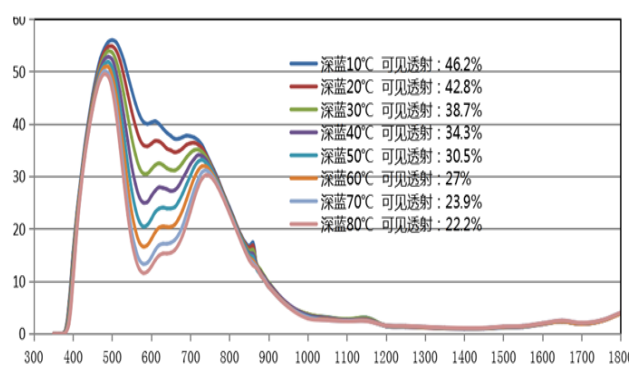
资料来源：公司官网，海通国际

图 15 PDLC 调光玻璃原理示意图



资料来源：公司官网，海通国际

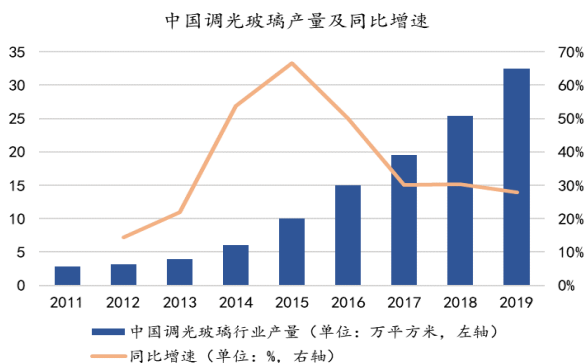
图 16 热致变色玻璃温度与可见透射的关系



资料来源：公司官网，海通国际

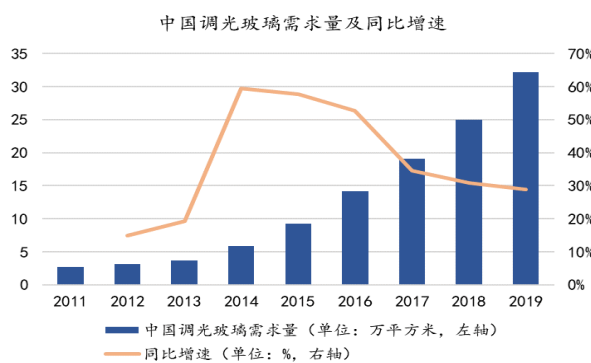
从调光玻璃行业情况看，近年产销及市场规模均稳健增长。据智研咨询统计，我国调光玻璃的产量从 2011 年的 2.8 万平方米增至 2019 年的 32.5 万平方米，我国调光玻璃行业市场规模由 2011 年的 0.9 亿元增至 2019 年的 3.7 亿元。全球调光玻璃行业市场规模由 2014 年的 37.5 亿元增至 2019 年的 57.6 亿元。总体来看，整个建筑调光玻璃行业的产销高增，市场规模稳步扩大。

图 17 中国调光玻璃产量及同比增速



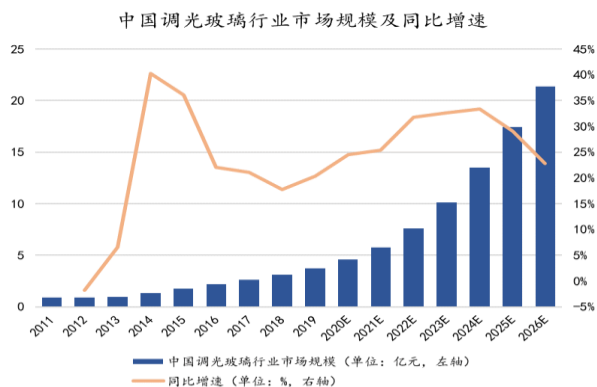
资料来源：中国产业信息网，海通国际

图 18 中国调光玻璃需求量及同比增速



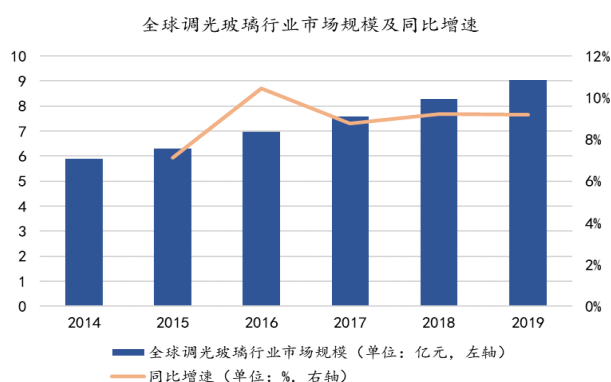
资料来源：中国产业信息网，海通国际

图 19 中国调光玻璃行业市场规模及同比增速



资料来源：中国产业信息网，海通国际

图 20 全球调光玻璃行业市场规模及同比增速



资料来源：中国产业信息网，海通国际

2.4 铝饰件

福耀玻璃的铝饰件具有两大特点，分别是外饰件集成与独立高亮外饰。（1）外饰件集成即集成各种材质的外饰件，可实现平起式造型，风阻小，可呈现多彩、高光泽度的绚丽外观。包边注塑或后装集成铝合金亮饰条等外饰件的总成产品，达到流畅的车身线条及客户需要的外观造型。该物件可应用于前挡风玻璃、门玻璃、底挡风玻璃和天窗等部位。（2）独立高亮外饰呈现出镜面高光效果、外型炫亮，可以自由设计造型，实现车身悬浮式车顶效果。外饰件具有导轨结构，可以为玻璃升降提供导向。一般通过单色或者双色注塑形成高亮外饰件，并用于装饰 A/B/C/D 柱，从而实现车身悬浮式车顶效果。

铝饰件具有造型多样、质感提升、轻量化、抗腐蚀性强等优势。由于其在车内外均具有丰富的应用场景，相较于传统的不锈钢饰条和塑料饰条有更广阔的市场空间。

图 21 铝合金亮饰条



资料来源：公司官网，海通国际

图 22 独立高亮外饰

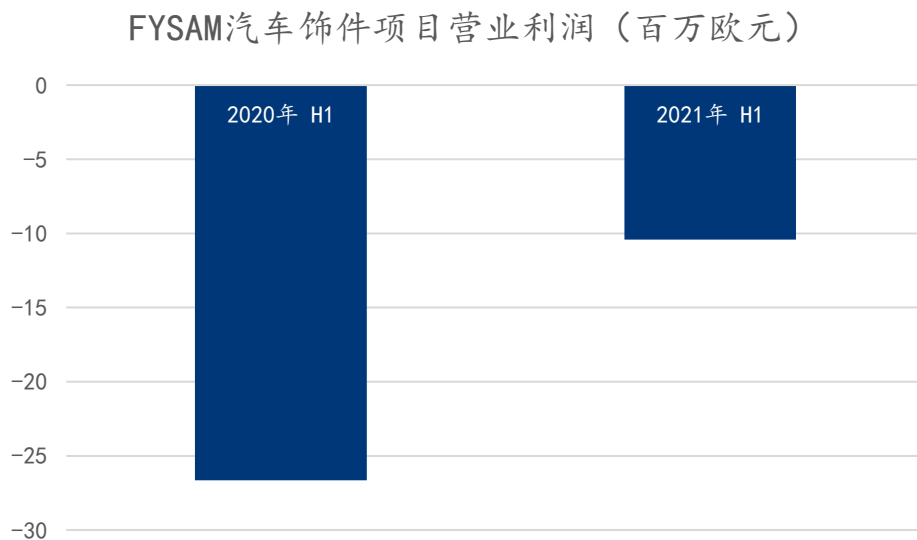


资料来源：公司官网，海通国际

为进一步扩大汽车饰件规模，拓展汽车零部件领域，2019 年 2 月福耀玻璃子公司 FYSAM Auto Decorative GmbH (FYSAM) 以 5883 万欧元的价格购买 SAM automotive production GmbH (SAM)，包括设备、材料、产成品、工装器具等。SAM 是一家生产和销售铝亮饰条的德国公司，其主要产品是铝饰件，可用于汽车的车门玻璃周围、车窗玻璃周围、行李架等位置。收购 FYSAM 公司资产后，福耀玻璃能向汽车厂商提供集成化产品，提升产品附加值，完善和提升公司产品服务能力，增强与汽车厂商的合作黏性，实现铝饰件下游延伸。我们认为，玻璃对于车门来说是零部件，通过收购 SAM 来向周边、向上整合，强化公司汽车玻璃集成化能力，能够为福耀打开更大的市场。

截至 2021 年年末，FYSAM 的整合已从 11 个工厂整合到 2+1 工厂，即两条主生产线和一条备用生产线。硬件改造已经到位，ERP 系统也已上线，因此内部生产运营能力将继续提升。自 2019 年 FYSAM 进行整合以来，其汽车饰件项目的营业利润在逐年改善。

图 23 德国 FYSAM 汽车饰件项目营业利润（百万欧元）



资料来源：公司官网，海通国际

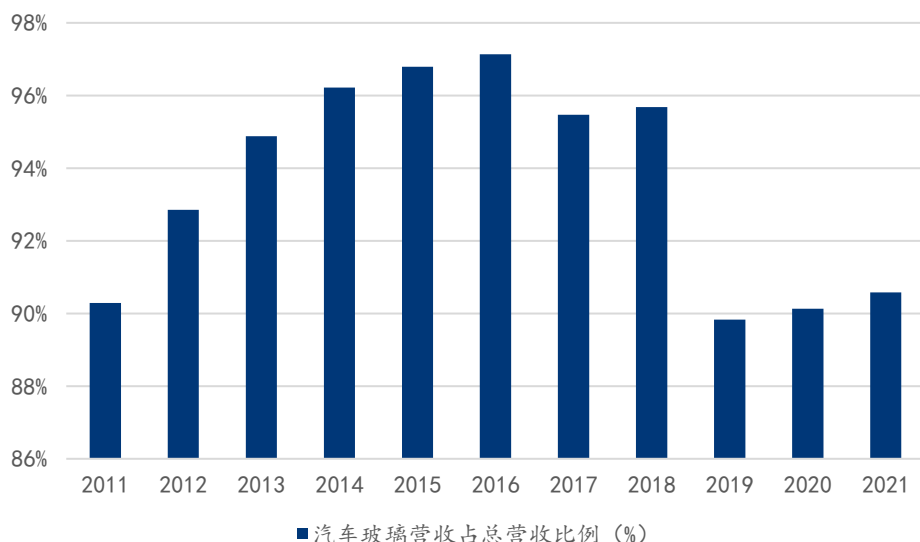
铝饰件市场规模方面，我们预测在玻璃与铝饰件的产品质量相同情况下，得益于其价值高于玻璃，所以铝饰件的市场规模有望大于玻璃。目前全球汽车产业正在转型升级，越来越多的技术集成到汽车。汽车轻量化是降低传统能源车油耗和提高新能源车续航里程的关键，而铝合金对于轻量化目标有着重要的意义。根据国际铝协数据，2020 年国内传统乘用车用铝量约为 138.6kg/辆，纯电动和混动新能源乘用车单车用铝分别为 157.9kg 和 198.1kg。中国汽车工程学会发表的《节能与新能源汽车技术路线图》预计 2025 年、2030 年我国单车用铝量能分别达到 250kg 和 350kg。参考工信部 2025 年单车用铝量 250kg 的目标，国内轧制铝材需求从 2020 年的 40 万吨提高到 2025 年的 176 万吨，年均复合增长率约 34%；国内挤压铝材需求从 2020 年的 43 万吨提高到 2025 年的 176 万吨，年均复合增长率约 33%。因此铝合金市场渗透率还有较大提升空间。我们认为，福耀玻璃通过发挥铝饰件与汽车玻璃的协同效应，能够拓展铝饰件产业链，有望为公司打开中长期新利润增长空间。

3. 宏观环境及玻璃行业分析

3.1 聚焦汽车玻璃，竞争优势显著

福耀深耕汽车玻璃行业，资源、精力全部倾斜于汽车玻璃产品。经过三十余年的发展，福耀已在中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 9 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个研发设计中心，全球雇员约 2.6 万人，是全球规模最大的汽车玻璃专业制造商。其主要竞争对手业务偏多元化，较少专注于汽车玻璃，主营业务除了汽车玻璃之外，还包括平板玻璃、建筑专用玻璃以及建材或其它产品，故汽车玻璃业务增长缓慢且盈利能力不高。2021 年福耀玻璃营收增长主要依赖汽车玻璃业务，汽车玻璃收入占总收入的比例为 91%，旭硝子、板硝子、信义玻璃、圣戈班分别为 54%、49%、18%、5%。

图 24 2011 年-2021 年福耀玻璃汽车玻璃业务占总营收比例



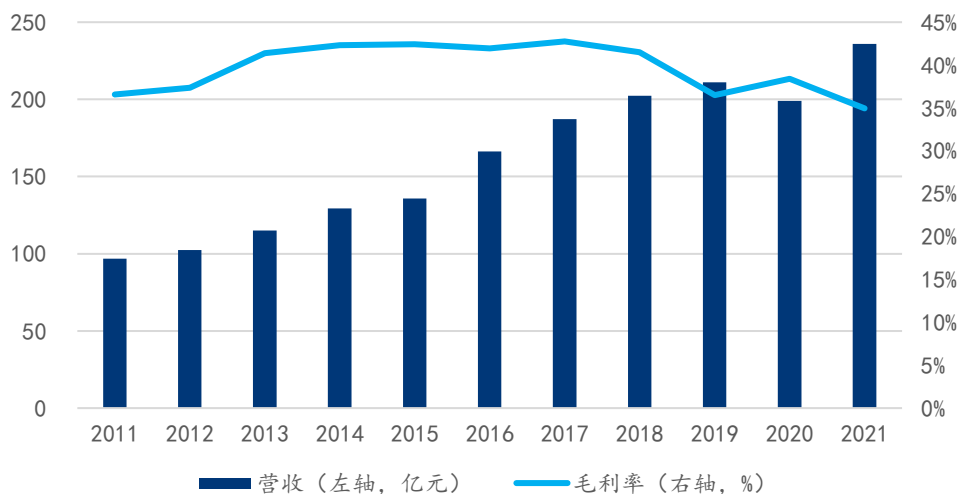
资料来源：公司财报，海通国际

4000 万套汽车玻璃生产能力、69 个销售国家，行业龙头优势尽显。福耀产品得到全球顶级汽车制造企业及主要汽车厂商的认证和选用，包括宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒等，为其提供全球 OEM 配套服务和汽车玻璃全套解决方案，并被各大汽车制造企业评为“全球优秀供应商”。在汽车售后维修市场，福耀向全球汽车零部件批发商和汽车维修服务业者提供与 OEM 相同质量的产品。每年安装在新车上的福耀汽车玻璃超过 1.8 亿片，而针对维修服务市场所售出的玻璃也达 1,500 万片以上。

产业链整合优势明显，盈利能力突出。福耀文昌硅砂科技园项目推进，浮法玻璃自供率提升。浮法玻璃自供使公司能够控制每片汽车级浮法玻璃的大小，相比竞争对手拥有更高的切裁率，调整改进更迅速；同时节省了对外采购浮法玻璃过程中对中间商的让利，降低了浮法玻璃市场供需变化对成本的影响；此外纵向一体化使得公司对硅砂等原材料的议价能力更强。

高研发投入为高附加值产品开发奠定基础。2011 年以来，公司研发费用率逐渐提升并常年维持在 4% 以上高水平。公司对研发的高度重视使得公司产品加速迭代，汽车玻璃产品附加值不断提升。2021 年公司研发费用率 4.22%，旭硝子、圣戈班研发费用率分别为 2.5%、1.01%。

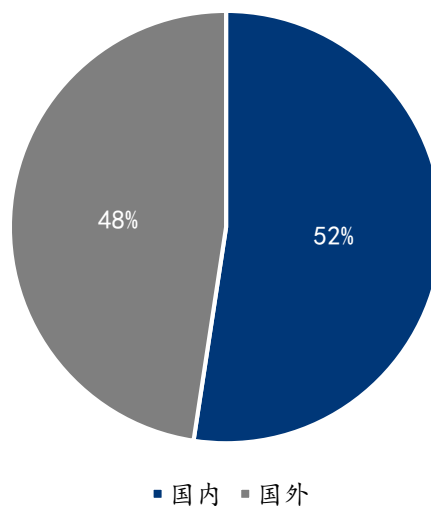
图 25 2011 年-2021 年福耀玻璃营收及毛利率情况



资料来源：公司财报，海通国际

国外产能扩张不断推进，全球市占率有望更上一层楼。2019 年来在汽车行业下行和新冠疫情影响下，竞争对手汽车玻璃业务有所收缩，公司市占率稳步提升。2021 年，福耀全球市占率达 31%，超越旭硝子成为全球汽车玻璃第一。未来，在国内产能继续发力与欧美产能爬坡加持的双重助力下，福耀将勇立潮头，市占率、竞争力将得到进一步提升。

图 26 2021 年福耀玻璃国内外业务占比



资料来源：公司财报，海通国际

3.2 聚焦汽车玻璃，竞争优势显著

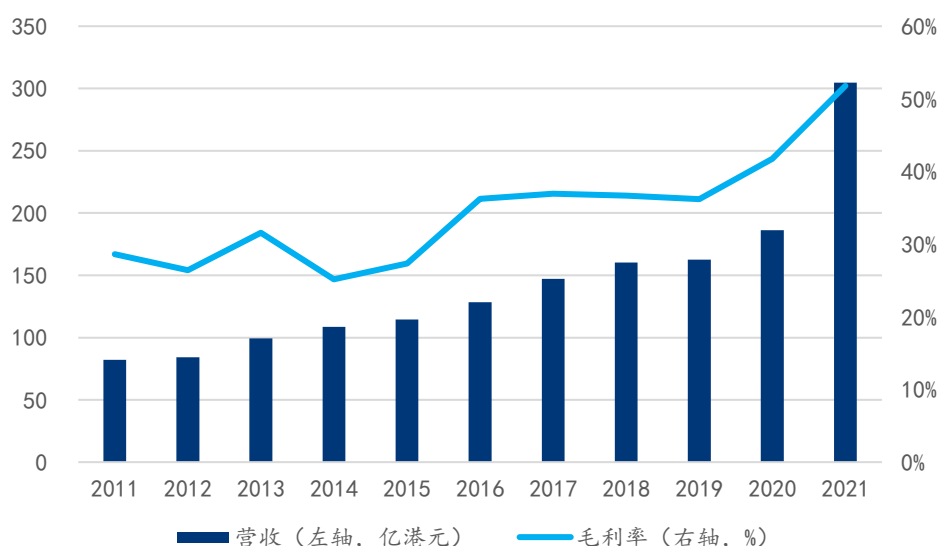
3.2.1 信义玻璃

信义玻璃是全球领先的汽车玻璃生产商之一。公司创建于 1988 年，总部位于中国香港，于 2005 年 2 月在香港联交所主板上市，是全球领先的综合玻璃制造商，致力于生产优质浮法玻璃、汽车玻璃、节能建筑玻璃等产品，销售网络遍布全球 130 多个国家和地区。经过三十余年的发展，信义玻璃在中国经济发展最活跃的珠三角（广东深圳、广东东莞、广东江门）、长三角（安徽芜湖、江苏张家港）、环渤海经济区

(天津、辽宁营口)、成渝经济区(四川德阳)、北部湾经济区(广西北海、海南澄迈)建立了大型国内生产基地,并积极推动业务全球化和全球战略布局,在马来西亚马六甲州建立了大型海外生产基地。公司目前总资产超过 565 亿港元,年营收超过 304 亿港元,总拥有占地面积超过 737 万平方米,员工超过 1.4 万人。信义玻璃汽车玻璃营收占比逐年下降,重心向 AM 市场转移。

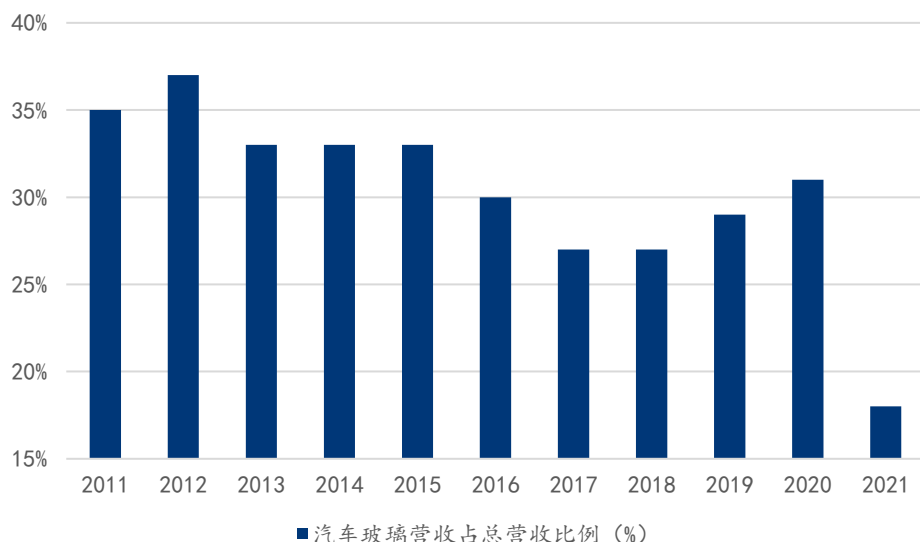
信义玻璃 2021 年汽车玻璃业务占总营收比例大幅降低,且在汽车玻璃领域主要注重 AM 市场布局,对福耀不构成威胁。公司已打通由上游硅砂、中游浮法玻璃生产销售到下游汽车玻璃、建筑玻璃等深加工环节。在浮法玻璃领域,公司已形成从原材料到优质浮法玻璃及下游深加工玻璃产品的一体化生产及销售的产业链,在中国及亚洲处于领先地位,2021 年公司浮法玻璃业务收入占总营收达 72%;汽车玻璃方面,信义玻璃在全球汽车玻璃替换市场(AM 市场、主要是售后维修)拥有约 25%份额,是全球领先的汽车玻璃生产商之一,主要生产 SOLAR-X 热反射汽车玻璃、HUD 抬头显示玻璃、前挡风夹层玻璃、钢化玻璃、发热丝天线钢化玻璃等产品,产品和解决方案已经应用于全球 140 多个国家和地区。汽车玻璃在浮法玻璃原片基础上通过切割、磨边、热弯、夹层等流程制作而成。汽车玻璃收入中 85%通过经销商/批发商销售、用于替换市场(以海外市场为主),约 15%则直接向国内整车厂销售。建筑玻璃方面,信义玻璃为全国前两大建筑玻璃厂商,占中国 LOW-E 节能玻璃市场超过 20%的份额,是中国领先的建筑 LOW-E 节能玻璃制造商,主要生产低辐射镀膜玻璃(Low-E 玻璃)、热反射镀膜玻璃、中空玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、彩釉玻璃等高档节能玻璃产品。

图 27 2011 年-2021 年信义玻璃营收及毛利率情况



资料来源:公司财报,海通国际

图 28 2011 年-2021 年信义玻璃汽车玻璃业务占总营收比例

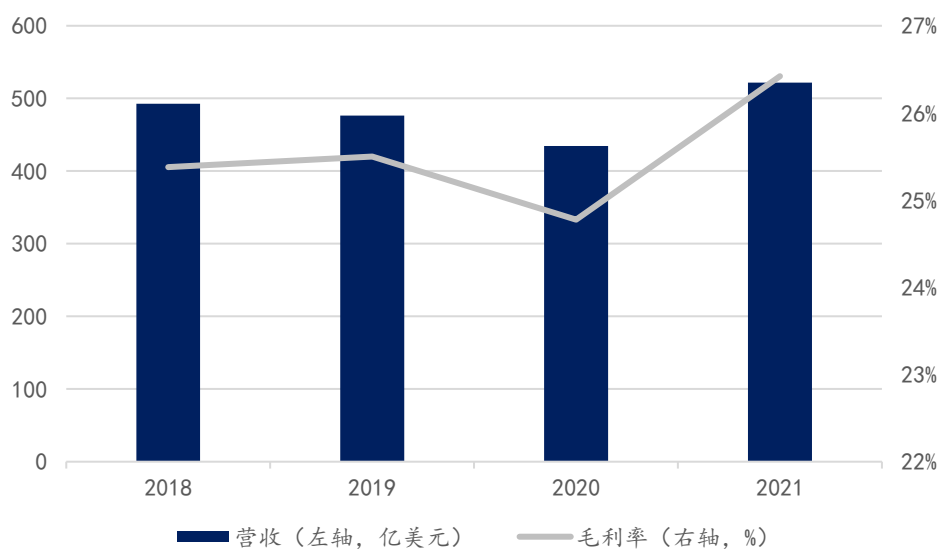


资料来源：公司财报，海通国际

3.2.2 圣戈班

法国圣戈班集团 (Saint-Gobain) 世界工业百强之一。解决方案广泛应用于各大市场，从汽车玻璃到建筑玻璃，再到磨料磨具、陶瓷材料、耐火材料、高性能塑料、石膏建材、工业砂浆和球墨铸铁管道。作为平板玻璃制造商，圣戈班玻璃在全球范围内生产、制造并提供创新型的玻璃解决方案。圣戈班玻璃于 1994 年进入中国市场，致力于提供先进的节能型平板玻璃。圣戈班汽车玻璃系统自 1995 年进入中国以来，在汽车玻璃市场的份额不断增长，在科技创新、产品质量、客户服务上表现卓越。目前，圣戈班安全玻璃在中国有上海、青岛和武汉三家工厂，和遍布全国配套整车厂的十多个服务中心，每年在中国生产 200 万套整车玻璃，并与国内主要汽车生产商保持密切的合作，为他们提供高品质的汽车前挡、侧挡、后挡、天窗玻璃及协同开发等高附加值服务。

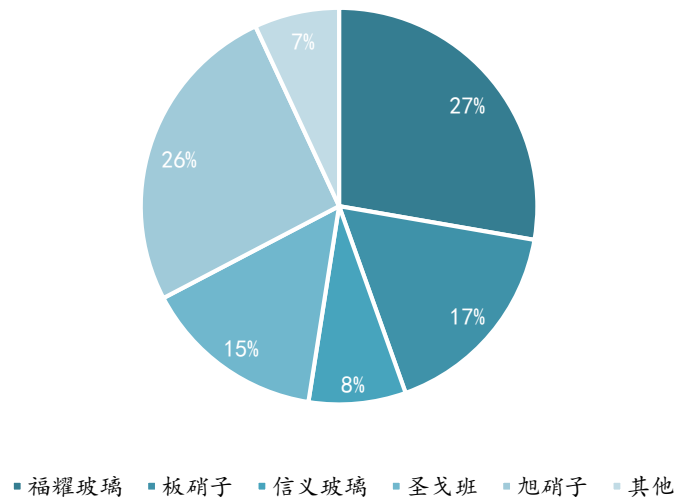
图 29 2018 年-2021 年圣戈班集团营收及毛利率情况



资料来源：公司财报，海通国际

全球市场寡头垄断，福耀仍存较大进步空间。汽车玻璃行业属于资金密集型行业，需要持续投入大量研发经费，建设完善厂房设备，以保证产品的更新换代。汽车玻璃市场属于典型的寡头垄断格局，目前行业已呈现高度集中化趋势，福耀玻璃、信义玻璃、旭硝子、板硝子、圣戈班等企业占据全球大部分市场，中小厂商或新进入者不具备大规模稳定供货的能力，也不具备规模经济效应。2020年旭硝子、福耀玻璃、板硝子、圣戈班、信义玻璃占据了全球汽车玻璃市场94%的市场份额。2021年，福耀全球市占率达31%，超越旭硝子成为全球汽车玻璃第一。

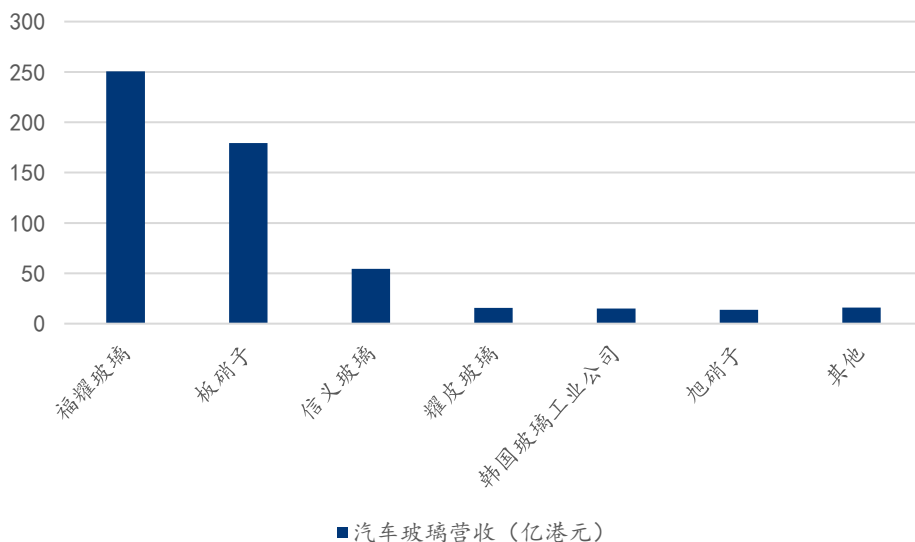
图 30 2020 年全球汽车玻璃主要企业市占率



资料来源：公司财报，海通国际

国内市场格局稳定，福耀独占鳌头。国内汽车玻璃市场上，福耀玻璃长期稳定60%-70%的市占率，为绝对龙头。其余份额由旭硝子、圣戈班等龙头企业分占。汽车玻璃市场分为当年新车配套市场（OEM）和售后维修市场（AM）。福耀在国内主要做OEM市场，在中国OEM市场福耀玻璃的市占率更高，接近65%。福耀玻璃具有明显的成本、运输优势，并且在各大主机厂附近就近设厂，“大门对大门”式运输，产能布局非常完善，福耀在中国市场的地位非常稳固。国内市场由于汽车行业壁垒及长期客户关系等因素，上升空间不大，故福耀未来在国内保持并小幅提升现有份额，主要大力扩张海外市场。

图 31 2020 年全球汽车玻璃主要企业市占率

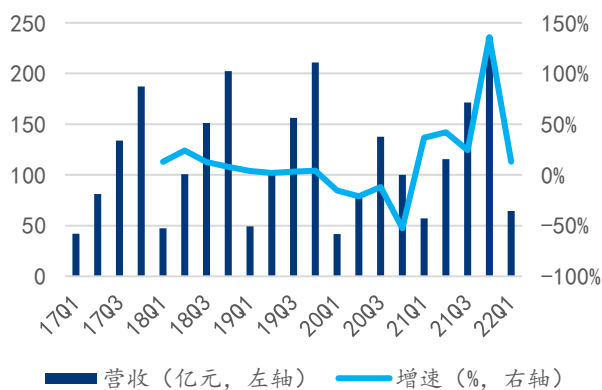


资料来源：公司财报，海通国际

4. 财务分析

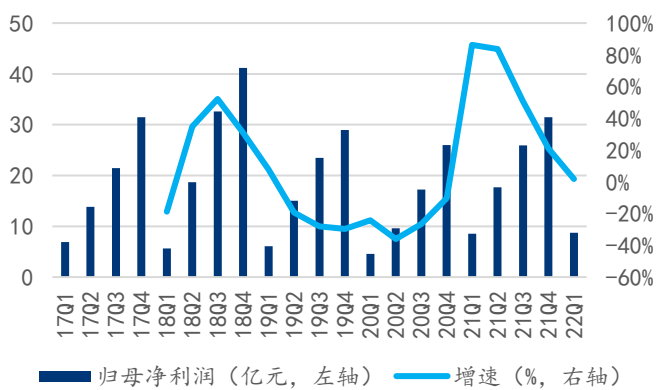
福耀玻璃近年营收及净利润保持稳健增长。 营收方面，2020 年受疫情影响，下游汽车销量下滑，公司营收同减 5.7%；2021 年汽车产能快速恢复，行业景气度提升，公司全年营收超 580 亿元，归母净利润超 83 亿，同增 21%。受益于汽车玻璃需求增长和市场份额的提升，22Q1 公司营收达 65.5 亿元，同增 14.8%。

图 32 福耀玻璃营业收入及增速



资料来源：公司财报，海通国际

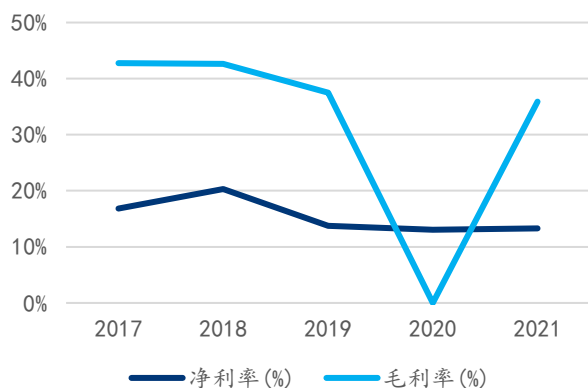
图 33 福耀玻璃归母净利润及增速



资料来源：公司财报，海通国际

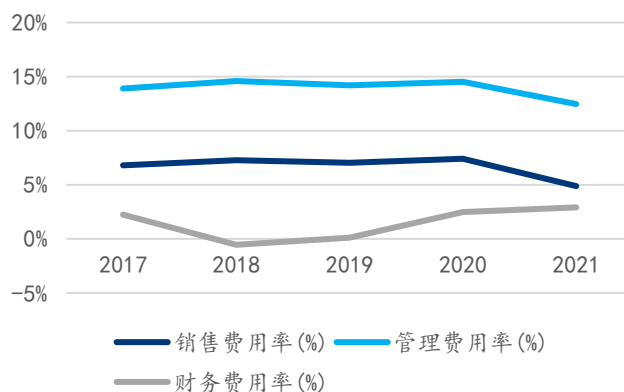
福耀玻璃近年毛利率及净利率维持较高水平，费用端控制稳定。 2017-2022 年，公司毛利率与净利率分别维持在 40%及 20%左右的较高水平。受运费、原材料等价格上涨因素影响，公司 2018-2021 年度毛利率出现小幅下滑。2019 年年初收购 SAM 公司，导致 2019Q1 公司利润率小幅下降，近两年维持高位平稳。

图 34 福耀玻璃毛利率和净利率水平



资料来源：公司财报，海通国际

图 35 福耀玻璃三费率水平



资料来源：公司财报，海通国际

5. 盈利预测

盈利预测方面，首先涉及产品产量，我们预计公司 2022-2024 年的汽车玻璃产量分别为：1.3268 亿平方米，1.4793 亿平方米，1.6273 亿平方米；预计浮法玻璃的产量分别为：1.6429 亿平方米，1.84 亿平方米，2.024 亿平方米，预计产量将保持平稳增长。

至于产品单价，我们认为汽车玻璃 ASP 受益于新能源汽车产需旺盛及智能化集成化趋势的支撑将持续走高，我们假设 2022 - 2024 年汽车玻璃的 ASP 为：188.60、198.03 和 208.92 元/平方米；而浮法玻璃单价将保持相对平稳，预计 2022 - 2024 年浮法玻璃的 ASP 为：29.33、29.92 和 30.52 元/平方米。

基于以上假设，我们预计公司 2022 - 24 年的净利润约 49.11、61.07 和 74.81 亿元。

我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.88 元、2.34 元、2.87 元。至于估值，参考可比公司估值水平，给予其 2022 年 26 倍 PE；目标价 48.88 元，维持“优于大市”评级。

表 10 可比公司估值表 (截至 2022 年 7 月 27 日)

| 代码 | 简称 | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 000887.SZ | 中鼎股份 | 0.79 | 0.88 | 1.07 | 26.39 | 25.28 | 20.64 |
| 600741.SH | 华域汽车 | 2.05 | 2.35 | 2.64 | 12.74 | 9.09 | 8.10 |
| 600933.SH | 爱柯迪 | 0.36 | 0.59 | 0.78 | 36.79 | 32.74 | 24.89 |
| 601799.SH | 星宇股份 | 3.41 | 4.66 | 6.15 | 48.99 | 36.17 | 27.40 |
| 均值 | | 1.65 | 2.12 | 2.66 | 31.23 | 25.82 | 20.26 |

注：收盘价为 2022 年 7 月 27 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通国际

6. 风险提示

公司产能释放低于预期，新能源车销量不及预期

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------|--------|-------|--------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 23,603 | 29,140 | 34,156 | 39,599 |
| 每股收益 | 1.21 | 1.88 | 2.34 | 2.87 | 营业成本 | 15,129 | 17,644 | 20,319 | 23,134 |
| 每股净资产 | 10.08 | 11.96 | 14.30 | 17.17 | 毛利率% | 35.9% | 39.5% | 40.5% | 41.6% |
| 每股经营现金流 | 2.18 | 1.25 | 2.22 | 2.18 | 营业税金及附加 | 205 | 254 | 297 | 345 |
| 每股股利 | 1.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.9% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1,151 | 1,422 | 1,667 | 1,932 |
| P/E | 34.42 | 22.07 | 17.73 | 14.48 | 营业费用率% | 4.9% | 4.9% | 4.9% | 4.9% |
| P/B | 4.12 | 3.47 | 2.90 | 2.42 | 管理费用 | 1,944 | 2,401 | 2,814 | 3,263 |
| P/S | 4.59 | 3.72 | 3.17 | 2.74 | 管理费用率% | 8.2% | 8.2% | 8.2% | 8.2% |
| EV/EBITDA | 17.92 | 15.58 | 11.94 | 9.24 | EBIT | 4,395 | 6,481 | 7,959 | 9,649 |
| 股息率% | 2.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | 687 | 700 | 720 | 760 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 2.9% | 2.4% | 2.2% | 2.0% |
| 毛利率 | 35.9% | 39.5% | 40.5% | 41.6% | 资产减值损失 | -19 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 13.3% | 16.9% | 17.9% | 18.9% | 投资收益 | 63 | 79 | 92 | 107 |
| 净资产收益率 | 12.0% | 15.7% | 16.4% | 16.7% | 营业利润 | 3,762 | 5,860 | 7,301 | 8,956 |
| 资产回报率 | 7.0% | 9.7% | 10.5% | 11.2% | 营业外收支 | 57 | 57 | 57 | 57 |
| 投资回报率 | 9.9% | 12.9% | 13.8% | 14.5% | 利润总额 | 3,819 | 5,917 | 7,358 | 9,013 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 6,647 | 6,481 | 7,959 | 9,649 |
| 营业收入增长率 | 18.6% | 23.5% | 17.2% | 15.9% | 所得税 | 676 | 1,006 | 1,251 | 1,532 |
| EBIT 增长率 | 21.6% | 47.5% | 22.8% | 21.2% | 有效所得税率% | 17.7% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 净利润增长率 | 21.0% | 56.1% | 24.4% | 22.5% | 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 3,143 | 4,911 | 6,107 | 7,481 |
| 资产负债率 | 41.3% | 38.6% | 35.7% | 32.9% | 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 流动比率 | 1.68 | 1.94 | 2.24 | 2.56 | 货币资金 | 14,327 | 17,732 | 23,676 | 29,522 |
| 速动比率 | 1.36 | 1.58 | 1.871 | 2.16 | 应收账款及应收票据 | 4,350 | 5,428 | 6,067 | 7,337 |
| 现金比率 | 0.97 | 1.12 | 1.40 | 1.62 | 存货 | 4,327 | 5,207 | 5,797 | 6,778 |
| 经营效率指标 | | | | | 其它流动资产 | 1,679 | 2,322 | 2,377 | 3,051 |
| 应收账款周转天数 | 61.36 | 59.86 | 60.02 | 60.35 | 流动资产合计 | 24,683 | 30,688 | 37,917 | 46,687 |
| 存货周转天数 | 90.52 | 97.26 | 97.48 | 97.84 | 长期股权投资 | 229 | 229 | 229 | 229 |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.61 | 0.63 | 0.63 | 固定资产 | 14,502 | 14,502 | 14,502 | 14,502 |
| 固定资产周转率 | 1.64 | 2.01 | 2.36 | 2.73 | 在建工程 | 1,977 | 1,977 | 1,977 | 1,977 |
| | | | | | 无形资产 | 1,235 | 1,235 | 1,235 | 1,235 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 非流动资产合计 | 20,102 | 20,102 | 20,102 | 20,102 |
| 净利润 | 3,146 | 4,911 | 6,107 | 7,481 | 资产总计 | 44,785 | 48,181 | 55,409 | 64,179 |
| 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 | 短期借款 | 5,926 | 5,926 | 5,926 | 5,926 |
| 非现金支出 | 2,276 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 3,148 | 3,688 | 4,231 | 4,909 |
| 非经营收益 | 674 | -136 | -149 | -164 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -416 | -1,506 | -163 | -1,635 | 其它流动负债 | 5,645 | 6,200 | 6,779 | 7,390 |
| 经营活动现金流 | 5,677 | 3,269 | 5,795 | 5,682 | 流动负债合计 | 14,719 | 15,813 | 16,935 | 18,224 |
| 资产 | -2,191 | 57 | 57 | 57 | 长期借款 | 1,139 | 1,139 | 1,139 | 1,139 |
| 投资 | -11 | 0 | 0 | 0 | 其它长期负债 | 2,633 | 2,633 | 2,633 | 2,633 |
| 其他 | 339 | 79 | 92 | 107 | 非流动负债合计 | 3,772 | 3,772 | 3,772 | 3,772 |
| 投资活动现金流 | -1,863 | 136 | 149 | 164 | 负债总计 | 18,491 | 19,585 | 20,707 | 21,996 |
| 债权募资 | -1,032 | 0 | 0 | 0 | 实收资本 | 2,610 | 2,610 | 2,610 | 2,610 |
| 股权募资 | 3,579 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 26,306 | 31,217 | 37,324 | 44,805 |
| 其他 | -596 | -2,610 | 0 | 0 | 少数股东权益 | -12 | -12 | -12 | -12 |
| 融资活动现金流 | 1,952 | -2,610 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 44,785 | 50,790 | 58,019 | 66,789 |
| 现金净流量 | 5,517 | 3,404 | 5,944 | 5,846 | | | | | |

备注：(1) 表中计算估值指标的收盘价日期为7月15日；(2) 以上各表均为简表
资料来源：公司年报(2021年)，海通国际

APPENDIX 1**Summary**

After more than 30 years of development, the FUYAO group has become a large multinational group focusing on automotive glass. It has established modern production bases and business institutions in 16 provinces and cities in China and 11 countries and regions including the United States, Russia, Germany, Japan, and South Korea, and has set up 6 design centers in China, the United States and Germany, and employs about 27,000 people worldwide. The products of FUYAO have been certified and selected by world-renowned automobile manufacturers and major automobile manufacturers, providing them with global OEM supporting services and a complete set of automotive glass solutions.

The company is deeply engaged in the automotive glass industry, with a production capacity of 40 million sets of automotive glass. The current product matrix of FUYAO includes: smart panoramic sunroof glass, head-up display glass (HUD), dimming glass and aluminum trim and etc. More than 180 million pieces of FUYAO glass are installed on new cars and more than 15 million pieces of glass are sold for the repair service market every year. In 2021, FUYAO's revenue growth mainly depended on the automotive glass business, which accounted for 91% of the total revenue.

The advantages of industrial chain integration of FUYAO are obvious, and the profitability is outstanding. The self-supply of float glass enables the company to control the size of each piece of automotive-grade float glass, which contributes to a higher cutting rate and the fast adjustment of glass than FUYAO's competitors. The expense to the middlemen is also reduced by the self-supply of float glass, which reduces the impact of changes in supply and demand in the float glass market on costs. Furthermore, vertical integration makes the company's bargaining power for raw materials such as silica sand stronger.

High R&D investment lays the foundation for the development of high value-added products. Since 2011, the company's R&D expense rate has gradually increased and has been maintained at a high level of more than 4% all year round. The company's high emphasis on research and development has accelerated the iteration of the company's products, and the added value of automotive glass products has continued to increase. In 2021, the company's R&D expense ratio is 4.22%.

Earnings forecast and investment advice: We expect the company's net profit of 2022-2024 to be Rmb4.911bn, Rmb6.107bn and Rmb7.481bn respectively. With reference to comparable companies, we value the company with 26x PER of 2022 to reach our target price of Rmb48.88. We maintain the OUTPERFORM rating.

Risk warning: The company's production capacity release is lower than expected, and the sales of new energy vehicles are lower than expected.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Yijie Wu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

我，Yuntao Jin，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yuntao Jin, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 002594.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 002594.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 002594.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

002594.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

002594.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600104.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600104.CH is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

江西一诺新材料有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

江西一诺新材料有限公司 is/was a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通在过去 12 个月中获得对 002594.CH 提供投资银行服务的报酬。

Haitong received in the past 12 months compensation for investment banking services provided to 002594.CH.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 9868.HK 及 002594.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 9868.HK and 002594.CH.

海通在过去的 12 个月中从上海汽车集团金控管理有限公司及江西一诺新材料有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 上海汽车集团金控管理有限公司 and 江西一诺新材料有限公司.

海通担任 9868.HK, 600660.CH, 002594.CH 及 601238.CH 有关证券的做市商或流动性提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 9868.HK, 600660.CH, 002594.CH and 601238.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

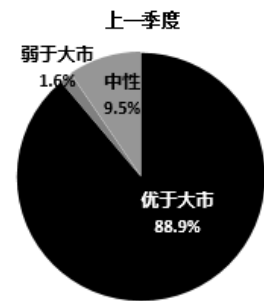
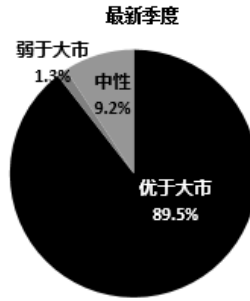
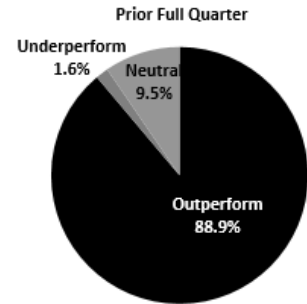
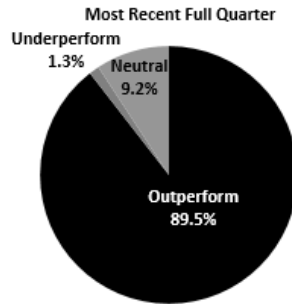
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2022 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 89.5% | 9.2% | 1.3% |
| 投资银行客户* | 5.9% | 5.6% | 5.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2022

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 89.5% | 9.2% | 1.3% |
| IB clients* | 5.9% | 5.6% | 5.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

MSCI ESG 评级免责声明条款: 尽管海通国际的信息供货商 (包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司 (「ESG 方」)) 从其认为可靠的来源获取信息 (「信息」)，ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，并不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿 (包括利润损失) 承担任何责任。

MSCI ESG Disclaimer: Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因此收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”),或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623
电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Fuyao Glass Industry Group - 600660 CH



1. 10 Dec 2019 OUTPERFORM at 22.08 target 25.4.
2. 17 Dec 2019 OUTPERFORM at 22.08 target 25.4.
3. 30 Apr 2020 OUTPERFORM at 19.13 target 21.2.
4. 3 May 2020 OUTPERFORM at 19.79 target 21.2.
5. 2 Sep 2020 OUTPERFORM at 28.98 target 32.4.