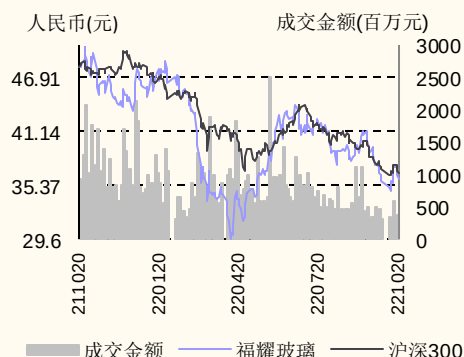


福耀玻璃 (600660.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 36.10 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	26.10
已上市流通 A 股(亿股)	20.03
流通港股(亿股)	6.07
总市值(亿元)	942.12
年内股价最高最低(元)	50.39/29.60
沪深 300 指数	3755
上证指数	3035

**Q3 毛利率恢复, 扣除汇兑营业利润同比+35%****公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	19,907	23,603	27,438	31,715	37,271
营业收入增长率	-5.67%	18.57%	16.25%	15.59%	17.52%
归母净利润(百万元)	2,601	3,146	5,011	4,880	6,057
归母净利润增长率	-10.27%	20.97%	59.26%	-2.61%	24.13%
摊薄每股收益(元)	1.04	1.21	1.92	1.87	2.32
每股经营性现金流净额	2.13	2.20	1.95	2.37	2.80
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.04%	11.96%	18.02%	16.67%	19.48%
P/E	46.35	39.10	18.80	19.31	15.55
P/B	5.58	4.68	3.39	3.22	3.03

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月20日公司发布 22Q3 季度报告: 1) 22Q1-Q3, 公司净利润 39.0 亿元, 同比+50%; 扣非净利润 38.1 亿元, 同比+60%; 2) 22Q3, 公司归母净利润 15.2 亿元, 同比+84%, 环比+1%, 扣非净利润 15.0 亿元, 同比+110%, 环比+3%。

经营分析

- Q3 国内汽车销量强劲恢复, 公司收入同比增长 34%。** 22Q3 中国乘用车销量 663 万辆, 同比+36.6%, 全球汽车销量 1967 万辆, 同比+8%。公司 22Q3 营业收入 75.4 亿元, 同比+34%, 环比+19%。前三季度全球汽车销量同比-4%, 公司营业收入 204.4 亿元, 同比+19%, 公司全球市占率进一步提升。
- Q3 毛利率恢复, 扣除汇兑营业利润同比+35%。** 22Q3 毛利率为 34.9%, 环比二季度提升 2.3pct; 净利率为 20.1%, 同比+5.4pct, 三季度人民币贬值带来汇兑收益 5.5 亿元。扣除汇兑损益 Q3 营业利润同比+35%, 环比+39%, 前三季度营业利润同比+8%。
- 新成长曲线: 海外市占率提升&产品智能化升级。** 公司迎来新的成长曲线。1) 公司海外份额从 2017 年的 5% 提升至 2021 年的 14%, 因海外疫情、海外天然气价格高企, 外资竞争对手盈利不佳战略收缩, 公司海外份额有望迎来加速提升; 2) 电动智能化大变革, 天幕玻璃、WHUD、调色等配置渗透率加速提升, 汽车玻璃单车价值量有望实现 1-2 倍以上的提升。上半年公司研发费用同比增长 18%, 加快高附加值产品渗透。

盈利调整及投资建议

- 考虑汇兑因素, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 50/49/61 亿元 (分别调整+24%/+2%/+3%), 对应 PE 分别为 19/19/16 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

- 天幕、WHUD 等电动智能配置渗透率不及预期的风险; 国内及全球汽车销量增长不及预期的风险; 逆全球化导致公司海外份额提升不及预期的风险; 人民币升值带来汇兑损失的风险。

相关报告

- 《成本上涨但汇兑受益, 饰条盈利显著改善-福耀玻璃中报点评》, 2022.8.31
- 《海外份额提升&产品升级, 迎来新成长曲线-福耀玻璃深度报告》, 2022.5.8

陈传红 分析师 SAC 执业编号: S1130522030001
chenchuanhong@gjzq.com.cn

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

邱长伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521010003
qiuchangwei@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	21,104	19,907	23,603	27,438	31,715	37,271
增长率		-5.7%	18.6%	16.2%	15.6%	17.5%
主营业务成本	-13,198	-12,042	-15,129	-17,852	-20,441	-23,920
%销售收入	62.5%	60.5%	64.1%	65.1%	64.5%	64.2%
毛利	7,906	7,864	8,474	9,585	11,273	13,352
%销售收入	37.5%	39.5%	35.9%	34.9%	35.5%	35.8%
营业税金及附加	-198	-198	-205	-261	-297	-350
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%
销售费用	-1,482	-1,474	-1,151	-1,289	-1,444	-1,617
%销售收入	7.0%	7.4%	4.9%	4.7%	4.6%	4.3%
管理费用	-2,185	-2,077	-1,944	-2,139	-2,352	-2,588
%销售收入	10.4%	10.4%	8.2%	7.8%	7.4%	6.9%
研发费用	-813	-816	-997	-1,197	-1,436	-1,723
%销售收入	3.9%	4.1%	4.2%	4.4%	4.5%	4.6%
息税前利润 (EBIT)	3,228	3,300	4,177	4,700	5,744	7,074
%销售收入	15.3%	16.6%	17.7%	17.1%	18.1%	19.0%
财务费用	-21	-494	-687	897	-294	-239
%销售收入	0.1%	2.5%	2.9%	-3.3%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-24	-37	-24	-22	-28	-29
公允价值变动收益	-36	-1	-9	0	0	0
投资收益	82	71	63	70	70	70
%税前利润	2.5%	2.3%	1.6%	1.2%	1.2%	1.0%
营业利润	3,416	3,267	3,762	5,895	5,741	7,126
营业利润率	16.2%	16.4%	15.9%	21.5%	18.1%	19.1%
营业外收支	-185	-157	57	0	0	0
税前利润	3,231	3,110	3,819	5,895	5,741	7,126
利润率	15.3%	15.6%	16.2%	21.5%	18.1%	19.1%
所得税	-333	-511	-676	-884	-861	-1,069
所得税率	10.3%	16.4%	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,898	2,598	3,143	5,011	4,880	6,057
少数股东损益	0	-2	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,898	2,601	3,146	5,011	4,880	6,057
净利率	13.7%	13.1%	13.3%	18.3%	15.4%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,898	2,598	3,143	5,011	4,880	6,057
少数股东损益	0	-2	-3	0	0	0
非现金支出	2,155	2,279	2,276	1,591	1,755	1,885
非经营收益	11	751	674	165	376	311
营运资金变动	115	-277	-340	-1,683	-814	-959
经营活动现金净流	5,179	5,351	5,753	5,084	6,196	7,294
资本开支	-2,739	-1,739	-2,191	-2,020	-2,020	-2,020
投资	-20	-58	-11	0	0	0
其他	-366	631	339	70	70	70
投资活动现金净流	-3,125	-1,167	-1,863	-1,950	-1,950	-1,950
股权募资	0	0	3,579	0	0	0
债权募资	582	-3,902	-1,032	-76	-3,476	1,072
其他	-697	623	-596	-3,989	-3,862	-4,621
筹资活动现金净流	-116	-3,280	1,952	-4,066	-7,338	-3,549
现金净流量	2,048	528	5,593	-931	-3,092	1,795

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	8,356	8,810	14,327	13,250	10,054	11,775
应收款项	4,734	5,582	5,625	6,666	7,681	9,006
存货	3,280	3,281	4,327	4,500	5,152	6,029
其他流动资产	1,404	887	404	510	554	613
流动资产	17,774	18,560	24,683	24,926	23,441	27,423
%总资产	45.8%	48.3%	55.1%	54.7%	52.8%	56.5%
长期投资	380	265	760	760	760	760
固定资产	17,421	16,615	16,479	16,974	17,308	17,508
%总资产	44.9%	43.2%	36.8%	37.3%	39.0%	36.1%
无形资产	2,031	1,857	1,835	1,821	1,809	1,800
非流动资产	21,052	19,864	20,102	20,620	20,914	21,078
%总资产	54.2%	51.7%	44.9%	45.3%	47.2%	43.5%
资产总计	38,826	38,424	44,785	45,546	44,355	48,502
短期借款	9,615	6,436	7,553	8,224	4,748	5,820
应付款项	3,653	3,843	4,645	5,027	5,752	6,715
其他流动负债	1,518	1,852	2,521	1,798	1,999	2,368
流动负债	14,786	12,131	14,719	15,050	12,498	14,902
长期贷款	1,193	1,985	1,139	1,139	1,139	1,139
其他长期负债	1,478	2,716	2,633	1,560	1,456	1,382
负债	17,457	16,833	18,491	17,749	15,093	17,423
普通股股东权益	21,370	21,595	26,306	27,809	29,273	31,090
其中：股本	2,509	2,509	2,610	2,610	2,610	2,610
未分配利润	9,829	10,306	11,245	12,749	14,213	16,030
少数股东权益	-1	-4	-12	-12	-12	-12
负债股东权益合计	38,826	38,424	44,785	45,546	44,355	48,502

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.155	1.037	1.206	1.920	1.870	2.321
每股净资产	8.519	8.608	10.080	10.656	11.217	11.913
每股经营现金净流	2.065	2.133	2.204	1.948	2.374	2.795
每股股利	0.750	0.750	1.000	1.344	1.309	1.625
回报率						
净资产收益率	13.56%	12.04%	11.96%	18.02%	16.67%	19.48%
总资产收益率	7.47%	6.77%	7.03%	11.00%	11.00%	12.49%
投入资本收益率	8.95%	8.78%	9.45%	10.41%	13.43%	15.33%
增长率						
主营业务收入增长率	4.35%	-5.67%	18.57%	16.25%	15.59%	17.52%
EBIT增长率	-19.30%	2.20%	26.59%	12.52%	22.21%	23.16%
净利润增长率	-29.66%	-10.27%	20.97%	59.26%	-2.61%	24.13%
总资产增长率	12.57%	-1.04%	16.56%	1.70%	-2.62%	9.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	61.0	65.9	62.2	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	90.2	99.4	91.8	92.0	92.0	92.0
应付账款周转天数	35.1	38.4	34.1	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	251.1	261.5	224.3	203.5	183.3	160.9
偿债能力						
净负债/股东权益	7.45%	2.36%	-16.90%	-9.69%	-10.16%	-11.66%
EBIT利息保障倍数	155.3	6.7	6.1	-5.2	19.5	29.6
资产负债率	44.96%	43.81%	41.29%	38.97%	34.03%	35.92%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	11	49	67	162
增持	1	2	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.15	1.09	1.11	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-08	买入	36.01	43.45 ~ 43.45
2	2022-08-31	买入	38.70	N/A

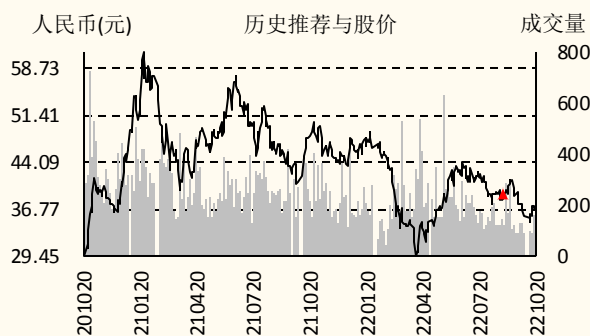
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402