

公司研究/首次覆盖

2018年02月08日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 25.87  
合理价格区间(元): 30.00~31.00

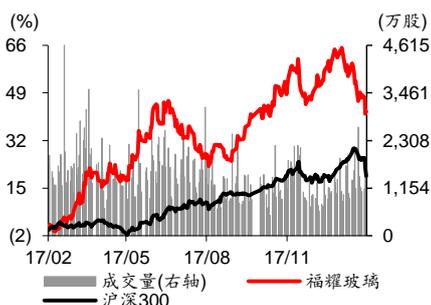
**谢志才** 执业证书编号: S0570512070062  
研究员 0755-82492295  
xiezhicai@htsc.com

**祝嘉麟** 执业证书编号: S0570517070009  
研究员 021-28972068  
zhujialin@htsc.com

**李弘扬** 执业证书编号: S0570517030001  
研究员 0755-82492080  
lihongyang@htsc.com

**陈燕平** 021-38476102  
联系人 chenyanping@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 巨头持续扩张, 开拓全球增长空间

## 福耀玻璃(600660)

### 全球汽玻龙头, 业务放量可期, “增持”评级

公司为世界排名前列的汽车玻璃供应商, 在全球汽玻市场龙头优势显著。公司已迈出新一轮扩张步伐, 产能持续爬坡, 同时国内后市场以及海外业务拓展进程加速。海外市场份额有望提升, 同时美国子公司已开始良性运营, 产能不断扩大, 未来有望增厚公司业绩。此外, 受益于产品专营及强成本控制能力, 公司产品盈利能力突出。我们看好公司市场扩张后带来的业绩弹性提升, 首次覆盖给予“增持”评级。

### 原材料价格影响可控+高附加值产品开拓, 盈利能力有望提升

公司产品盈利能力较强, 自从 2013 年以来毛利率长期保持在 40% 以上, 产品盈利水平对比国际竞争对手具有较大优势。产品主要原材料中, 我们预计纯碱价格已达到上行周期的较高位, 而浮法玻璃主要能源天然气尽管近期存在价格上涨情况, 但成本占比预计不会高于 2014 年水平, 整体处于可控范围。同时公司在玻璃智能化、功能化等高附加值领域投入持续加大, 其产品已配套多款高端车型。随着公司产品结构不断向高附加值领域升级, 未来公司产品有望量价齐升, 迎来新弹性增长点。

### 市场空间持续上升, 海内外产能持续爬坡助市占率提升

单车玻璃用量爬坡、产品附加值提升趋势下, 全球汽玻市场上升空间犹存。我们测算 2017、2018 年全球汽玻市场规模约为 850 亿元、920 亿元。随着海内外新增产能逐步释放, 公司市场份额有望进一步加大。已建成或在建汽玻生产基地共 14 个, 2017 年产能预计达 3000 万套。已建成汽车级浮法玻璃生产基地 4 个, 目前已有产能 96 万吨。本溪也规划新建三条生产线, 建成后产能有望进一步扩大。美国代顿汽玻基地产能逐年扩张, 550 万套/年产能已建成预计将于 2019 年完成产能爬坡。

### 开拓国内后市场与海外新空间, 美国工厂业绩逐渐向好

国内 AM 市场蓬勃发展, 当前公司 OEM 与 AM 业务营收占比各约 80%、20%, AM 业务有较大提升空间。美国子公司经营转好, 预计今年有望扭亏。同时我们预计浮法玻璃工厂今年大概率实现盈利, 18 年起有望持续贡献利润增量。目前美国配套市场提升空间较大, 公司有望进入通用、克莱斯勒、丰田、本田及现代等整车客户配套体系, 订单增量有保障。随着公司美国子公司产能的不断释放, 中长期海外市占率有望迎来较大提升。

### 全球市占率稳步提升+产品附加值提升, 目标价 30-31 元

我们认为, 公司在汽玻市场优势显著, 海外子公司良性经营, 未来市场份额提升是大概率事件。随着公司汽玻产品的量价齐升, 公司未来业绩增速大概率高于行业增速。我们预测公司 17-19 年归母净利润为 32.2/36.2/41.5 亿元, 对应 EPS 为 1.28/1.44/1.65 元。可比公司 18 年平均 PE 估值为 21.22 倍, 我们给予公司 PE 估值区间 20.8-21.5 倍, 目标价 30-31 元。

风险提示: 全球汽车行业增长疲软; 公司海外扩张不及预期, 原材料价格上涨风险。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	2,509
流通 A 股(百万股)	2,003
52 周内股价区间(元)	18.70-30.00
总市值(百万元)	64,898
总资产(百万元)	30,674
每股净资产(元)	7.21

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,573	16,621	18,523	21,120	24,189
+/-%	4.99	22.45	11.44	14.02	14.54
归属母公司净利润(百万元)	2,605	3,144	3,215	3,618	4,149
+/-%	17.37	20.68	2.25	12.53	14.67
EPS (元, 最新摊薄)	1.04	1.25	1.28	1.44	1.65
PE (倍)	26.06	21.60	21.12	18.77	16.37

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

全球汽玻龙头，市场优势明显 .....	4
龙头深耕汽玻市场，业务稳健 .....	4
盈利能力高于行业，业绩逐年稳增 .....	5
美国工厂业绩向好，贡献盈利增量 .....	6
股权结构清晰，股东利益与公司利益一致 .....	6
客户资源优质，全球市场扩张稳步进行 .....	7
配套全球主流厂商，业绩稳定增长 .....	7
网点遍布世界各国，全球市占率约 20% .....	7
原材料与能源价格未来预计稳定，成本优势巩固 .....	7
主要原材料自供率高，汽玻成本控制力强 .....	7
纯碱价格趋稳+天然气成本占比减少，原材料价格影响处于可控范围 .....	7
目标全球汽玻 900 亿元市场，扩张脚步加快 .....	9
汽玻市场尚待挖掘，900 亿元市场规模可期 .....	9
全景天窗普及化，汽车玻璃用量逐渐爬坡 .....	9
玻璃智能化、功能化趋势加深，产品附加值不断提升 .....	9
OEM 增长 AM 放量，2018 年全球汽玻市场规模可达 900 亿元 .....	10
四巨头垄断汽玻市场，公司优势突出 .....	10
寡头垄断格局，公司市占率优势地位稳固 .....	10
公司盈利能力高于外资巨头 .....	11
市场体量与客户质量优于主要国内竞争者 .....	11
产能扩张加快，后期放量可期 .....	11
开拓后市场与国外新空间，新一轮业绩增量可期 .....	11
国内后市场蓬勃发展，广阔 AM 市场亟待开拓 .....	11
美国工厂盈利逐渐明朗化，市占率提升可期 .....	11
盈利预测与估值 .....	12
PE/PB - Bands .....	14

## 图表目录

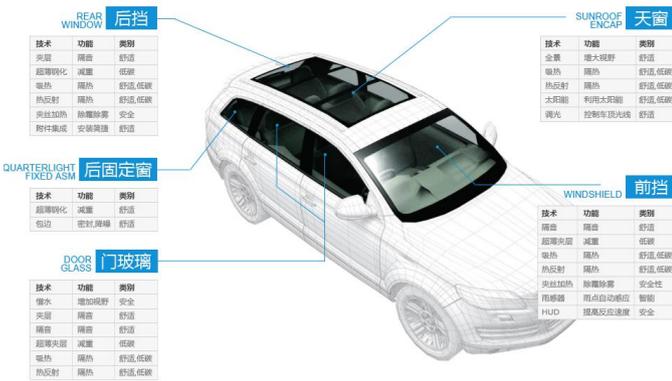
图表 1: 公司汽玻产品一览 .....	4
图表 2: 公司浮法玻璃产品示例 .....	4
图表 3: 福耀玻璃汽玻产品分类及配套车型 .....	4
图表 4: 汽车玻璃产业链示意图 .....	5
图表 5: 福耀玻璃 2011-2017Q3 营收 .....	5
图表 6: 福耀玻璃 2011-2017Q3 归母净利润 .....	5
图表 7: 2012-2016 公司各业务营收 .....	6
图表 8: 2012-2017Q3 公司整体和各业务毛利率 (%) .....	6
图表 9: 2016 年福耀玻璃股权结构示意图 .....	6
图表 10: 福耀玻璃全球布局 .....	7
图表 11: 公司客户包含全球主流整车厂商与零部件供应商 .....	7
图表 12: 公司 2016 年汽车玻璃成本构成 .....	8
图表 13: 公司 2016 年浮法玻璃成本构成 .....	8
图表 14: 纯碱日度价格走势 .....	8
图表 15: 中国石化公司季度天然气价格 .....	8
图表 16: 汽车玻璃单车用量走势 .....	9
图表 17: 2015 年伟巴斯特关车天窗需调研数据 .....	9
图表 18: 汽车玻璃智能化、功能化趋势 .....	9
图表 19: 公司憎水玻璃展示效果图 .....	9
图表 20: 2017、2018 年汽车玻璃市场规模测算 .....	10
图表 21: 2011-2016 全球汽车产量 .....	10
图表 22: 2010-2016 全球汽车保有量 .....	10
图表 23: 2012-2016 年公司毛利率显著高于国际巨头 .....	11
图表 24: 福耀玻璃汽车玻璃业务预测 .....	12
图表 25: 福耀玻璃业绩预测 .....	13
图表 26: 可比公司估值 (Wind 一致预测) .....	13
图表 27: 福耀玻璃历史 PE-Bands .....	14
图表 28: 福耀玻璃历史 PB-Bands .....	14

## 全球汽玻龙头，市场优势明显

### 龙头深耕汽玻市场，业务稳健

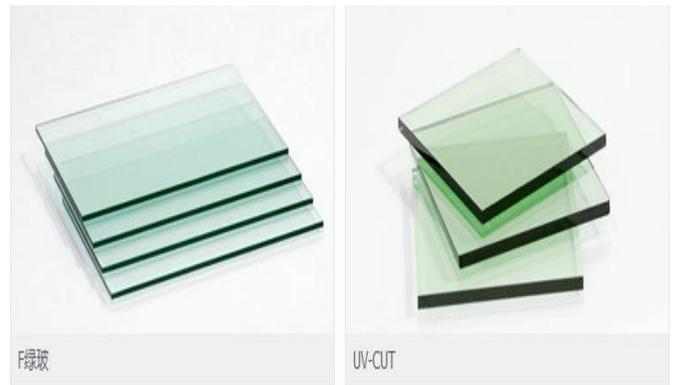
福耀玻璃工业集团股份有限公司为国内汽车玻璃龙头企业。公司主营业务是为各种交通运输工具提供安全玻璃全解决方案，包括汽车玻璃、汽车级浮法玻璃、机车玻璃的生产、销售及售后服务。营收占比最大业务为汽车玻璃，产品分为安全舒适、低碳环保和集成总成三大类，拥有 HUD 抬头显示前挡玻璃、隔音玻璃、可调光玻璃等高端产品，已为通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒等诸多主流整车厂提供全球 OEM 配套和售后服务。公司分别于 1993 年、2015 年在上海证券交易所、香港交易所上市。

图表1：公司汽玻产品一览



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表2：公司浮法玻璃产品示例



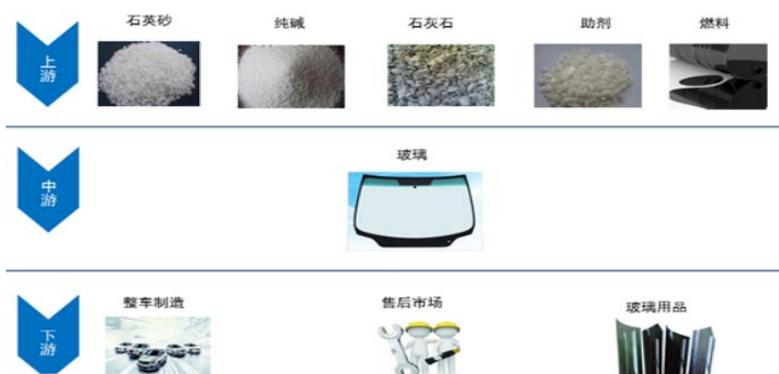
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：福耀玻璃汽玻产品分类及配套车型

产品大类	具体名称	配套车型
安全舒适	抬头显示前挡玻璃	凯迪拉克 ATS、奥迪 A6
	加热玻璃	BMW 迷你、路虎神行者、俄罗斯大众 POLO
	憎水玻璃	BMW 迷你、路虎神行者、俄罗斯大众 POLO
	隔音玻璃	丰田皇冠、凯迪拉克 STS、奥迪新 A6、奥迪 Q5 等
	电致变色	丰田皇冠、凯迪拉克 STS、奥迪新 A6、奥迪 Q5 等
低碳环保	镀膜玻璃	路虎极光
	太阳能玻璃	比亚迪 F3
集成总成	全景天窗	路虎极光、VOLVO V40、福特欧版蒙迪欧、大众途观等
	集成模块化包边	奔驰 C-CLASS、宝马 X1、奥迪 Q5、路虎极光、路虎揽胜等
	挤出包边	大众途观、大众朗逸、一轿奔腾
	粘接性包边	路虎神行者、沃尔沃 S40/S80、奔驰 GLK300、奥迪 A4
	注塑包边	东风日产天籁、奔驰 W204、通用陆尊、长安福特新福克斯等

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表4：汽车玻璃产业链示意图



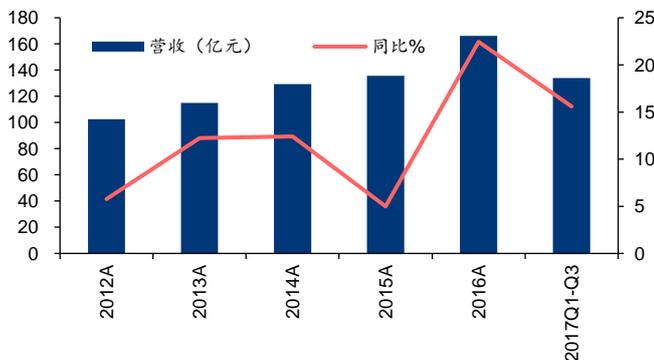
资料来源：盖世汽车研究院，华泰证券研究所

**盈利能力高于行业，业绩逐年稳增**

公司多年深耕汽车玻璃领域，业绩稳步提升。公司营收与归母净利润分别从2012年的102.47亿元和15.25亿元增长至2016年的166.21亿元和31.44亿元，年复合增长率分别为12.9%和19.8%。其中汽车玻璃业务为公司营收来源的绝对主力，2012-2016年营收占比均超过90%。

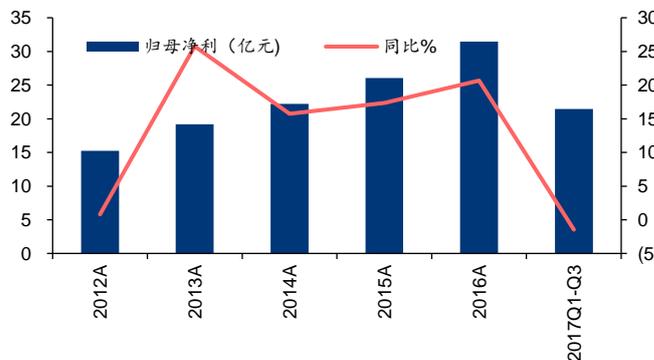
公司盈利能力高于竞争对手。相对行业内其他竞争对手的微利，公司在开拓全球市场、产品竞争上具有优势。公司产品盈利能力较强，自2013年以来整体毛利率始终保持在40%以上。2017年前三季度整体毛利率为43.07%。对比其他玻璃行业国际巨头30%以下的毛利率水平，公司在盈利能力上具有较大优势。同时公司费用控制得当，管理运营高效，2013年以来，净利率保持在16%以上水平，此外公司资本效率高，净资产收益率持续维持在20%以上水平。

图表5：福耀玻璃 2011-2017Q3 营收



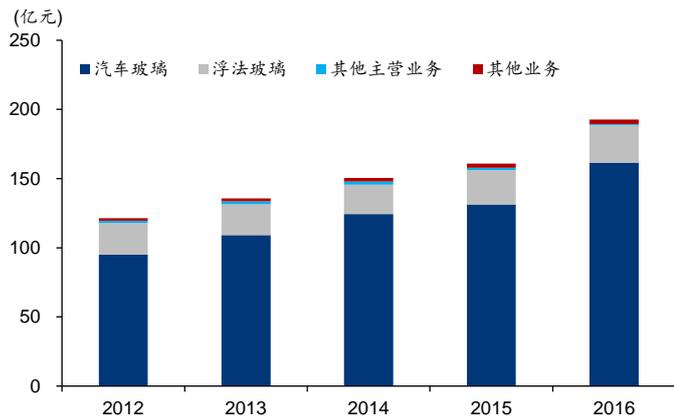
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：福耀玻璃 2011-2017Q3 归母净利润



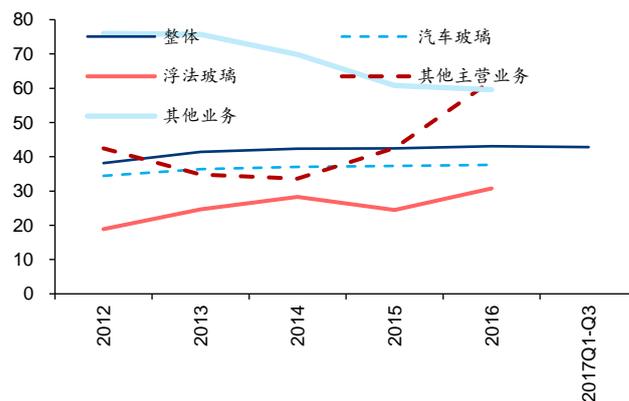
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2012-2016 公司各业务营收



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8：2012-2017Q3 公司整体和各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**美国工厂业绩向好，贡献盈利增量**

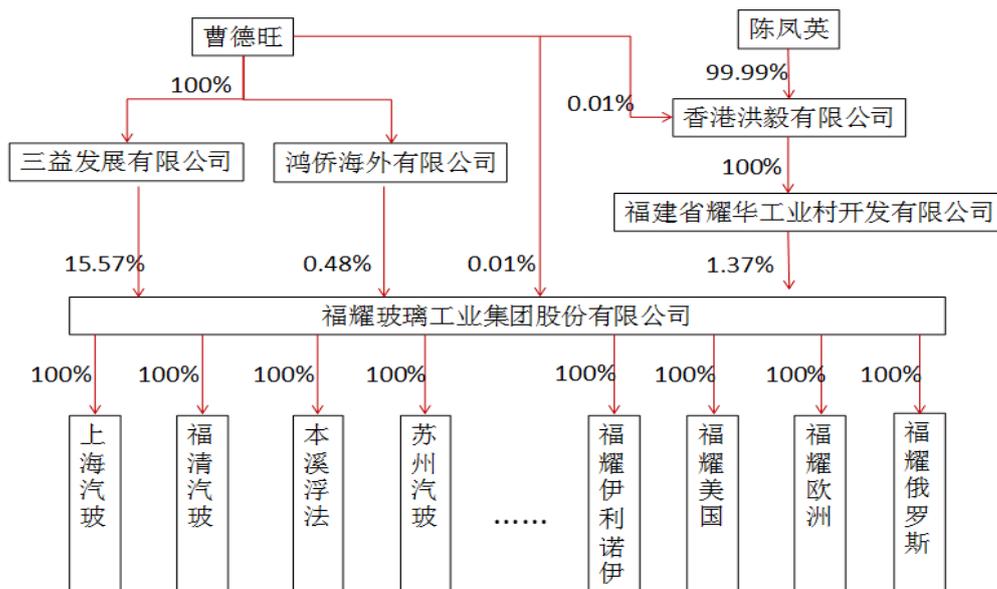
2016 年公司美国工厂实现营收 10444 万美元，净利润亏损 4161 万美元，拖累公司整体业绩；而进入 2017 年，福耀美国工厂开始好转，2017H1 营收 11516 万美元，净利润亏损 1044 万美元，亏损较上年同期已大幅收窄，按照此趋势，我们预计今年有望扭亏。同时我们预计 17 年美国浮法玻璃工厂有望实现盈利，2018 年开始将持续贡献利润增量。

**股权结构清晰，股东利益与公司利益一致**

公司股权结构清晰。公司单一最大股东曹德旺先生直接和间接持有公司 16.1% 的股权，同时也是公司董事长兼执行董事。公司下设全资子公司 43 家（包括 2017 年 8 月 5 日公告拟设立的福耀国际），控股子公司 2 家，参股公司 2 家。

公司持续高分红，印证高盈利能力。公司 2009 年至 2016 年间每年均进行分红，2014-2016 年达到 10 派 7.5 元（含税），股息分配率均超过 60%。高分红率也印证了公司现金生成能力强、盈利水平高的特点。

图表9：2016 年福耀玻璃股权结构示意图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 客户资源优质，全球市场扩张稳步进行

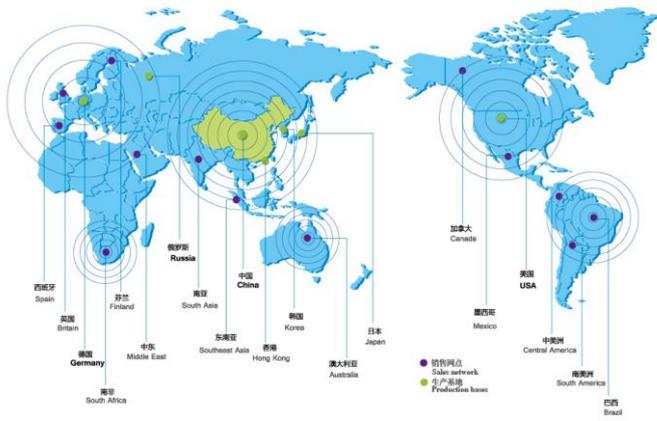
### 配套全球主流厂商，业绩稳定增长

公司配套全球主流整车厂与主流零部件供应商，业绩稳步增长。公司是少数同时获得四大车系认证的汽玻生产商，主要客户包括全球前二十大整车厂（丰田、大众、通用、福特、菲亚特、本田等）及中国前十大乘用车整车厂（上汽集团、一汽集团、北京汽车、东风汽车等），公司长期与主要客户保持良好的业务合作关系，营业收入稳定增长。

### 网点遍布世界各国，全球市占率约 20%

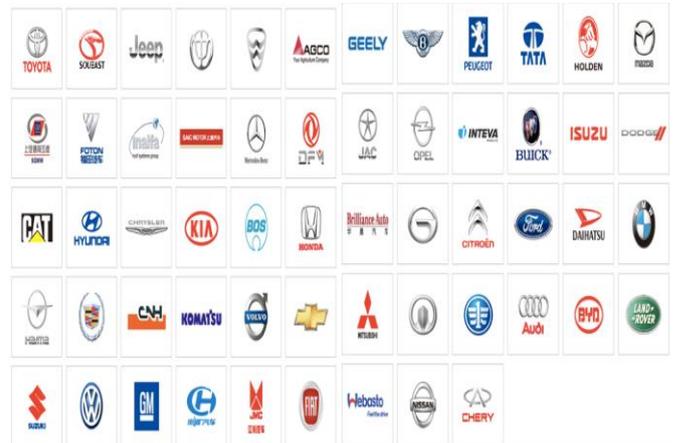
公司汽车玻璃业务全球布局。根据公司提供的第三方数据（罗兰贝格），按 2013 年的销售额计，公司产品国内市占率达 65%，全球市占率达 20%。公司立足国内放眼世界，在亚、欧、非、北美、南美、大洋洲均设有营销网点，销售渠道覆盖美国、俄罗斯、英国等全球多个主要国家；并在德国、美国、日本等多个主要汽车生产大国设有生产基地。公司在全球的业务布局充分发挥当地渠道优势，针对性地围绕整车客户进行及时、高效的开拓，实现全球共振。

图表10：福耀玻璃全球布局



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

图表11：公司客户包含全球主流整车厂商与零部件供应商



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

## 原材料与能源价格未来预计稳定，成本优势巩固

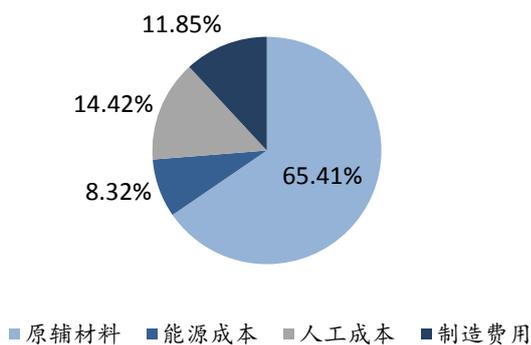
### 主要原材料自供率高，汽玻成本控制力强

主要原材料浮法玻璃自供率高，PVB 价格稳定，公司成本控制力强。公司汽车玻璃主要成本构成中，原材料、能源占比合计高达 74%（2016 年数据）。汽玻主要原辅材料为浮法玻璃和 PVB 中间膜。浮法玻璃通常占汽玻成本的 35%-40%。根据公司 2016 年报，公司浮法玻璃自供率约 90%，稳定的浮法玻璃来源降低了公司原材料供应风险，同时节省了制造费用，因此浮法玻璃价格对成本影响较小；PVB 通常占汽玻成本的 10%-15%（占夹层汽玻成本比例可达 20%-25%），而 PVB 市场价格长期保持稳定，过去三年价格涨幅不超过 3%。且公司作为 PVB 采购量较大的玻璃生产商，采购定价上具有话语权，因此 PVB 价格对公司成本影响有限。

### 纯碱价格趋稳+天然气成本占比减少，原材料价格影响处于可控范围

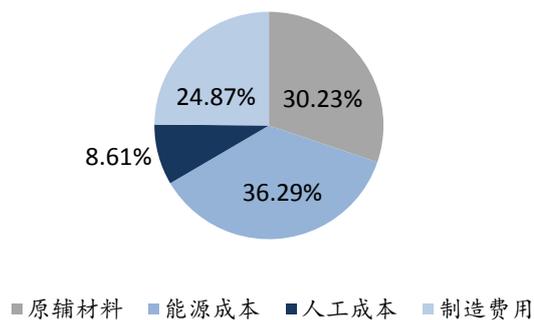
浮法玻璃最大成本来源为能源与纯碱，预计总体成本上升空间有限。浮法玻璃主要原料为纯碱、硅砂和石灰石。2016 年公司浮法玻璃生产中，材料成本占比约为 24.9%，能源成本占比约为 36.3%，可以看出能源消耗为浮法玻璃最大成本来源。我们认为，当前国内纯碱价格已达 10 年来的高点，预计继续上升空间有限，未来造成成本大幅上涨的概率较小；公司生产所需主要能源为天然气，近年来天然气成本总体呈现向下趋势，尽管近期存在上行情况，但总体成本占比预计不会超过 2014 年水平，整体处于可控范围。

图表12: 公司2016年汽车玻璃成本构成



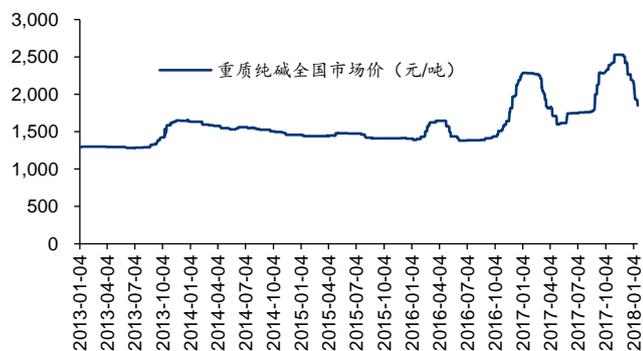
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表13: 公司2016年浮法玻璃成本构成



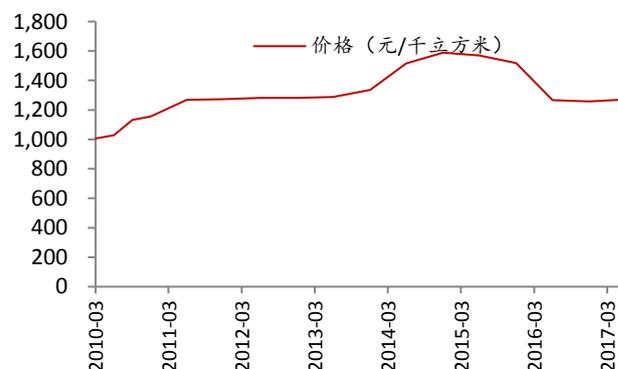
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表14: 纯碱日度价格走势



资料来源: 中国氯碱网, 华泰证券研究所

图表15: 中国石化公司季度天然气价格



资料来源: 中石化公告, 华泰证券研究所

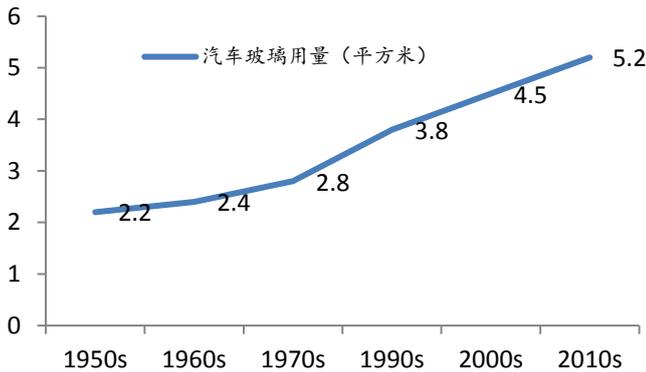
## 目标全球汽玻 900 亿元市场，扩张脚步加快

### 汽玻市场尚待挖掘，900 亿元市场规模可期

#### 全景天窗普及化，汽车玻璃用量逐渐爬坡

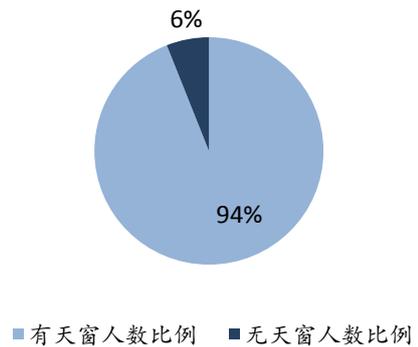
随着消费者对于用户体验和人性化功能的需求增加，以及制造技术的提高，单车玻璃使用量不断增加。据盖世汽车研究院数据显示，06-16 年之间单车玻璃用量年复合增长率达 1.4%。由于全景天窗的大规模应用以及前挡风玻璃倾斜度增加，我们认为单车玻璃用量增长趋势未来将持续，公司产品需求仍有上升空间。

图表16：汽车玻璃单车用量走势



资料来源:盖世汽车研究院，华泰证券研究所

图表17：2015 年伟巴斯特关车天窗需调研数据

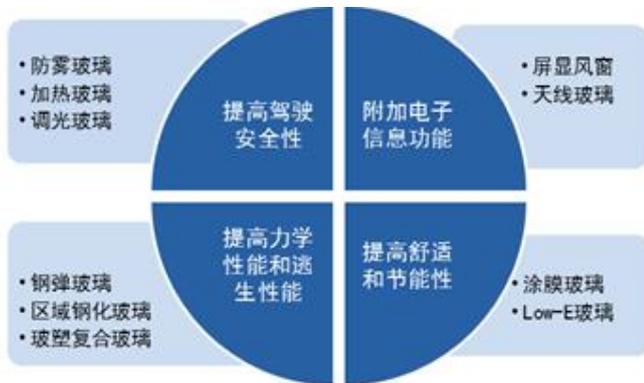


资料来源:盖世汽车研究院，华泰证券研究所

#### 玻璃智能化、功能化趋势加深，产品附加值不断提升

公司持续发力玻璃智能化、功能化，向高附加值领域升级。随着国内消费升级趋势深化，购车者对汽车玻璃的性能要求增加，同时整车厂也借助多功能新型玻璃作为提升用户体验的新卖点，此趋势加快了智能化、功能化新型玻璃的推出与发展。公司在玻璃功能化领域研发投入持续加大，已在安全舒适和低碳环保两大领域推出 HUD 抬头前显示玻璃、加热玻璃、憎水玻璃、镀膜玻璃、太阳能玻璃等多个智能化玻璃细分品种，且产品多配套凯迪拉克 ATS、路虎神行者等多款高端车型。智能化、功能化玻璃具有单车价值较高的特性，随着功能化汽车玻璃应用的推广，公司产品结构有望不断向高附加值领域升级，我们认为未来公司产品有望量价齐升，迎来新弹性增长点。

图表18：汽车玻璃智能化、功能化趋势



资料来源:盖世汽车研究院，华泰证券研究所

图表19：公司憎水玻璃展示效果图



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

**OEM 增长 AM 放量，2018 年全球汽玻市场规模可达 900 亿元**

根据中国商业研究院数据，全球汽车 2011 年产量为 7988.1 万辆，至 2016 年产量已达 9497.7 万辆，2011-2016 年复合增速达 3.5%。考虑到全球汽车产业增速放缓，以年增速 3% 测算，2017、2018 年全球汽车产量有望达 9782.6 万辆、10076.1 万辆，对应汽车玻璃 OEM 市场配套量为 9782.6 万、10076.1 万套。

我们测算，2017、2018 年全球汽车 AM 市场配套量为 2666 万、2772 万套。全球汽车 2011 年保有量为 109701.9 万辆，2016 年保有量为 133215.2 万辆，2011-2016 复合增长率为 4%，以此数据预测 2017、2018 年全球汽车保有量分别为 138584、144085 万辆（按平均增速 4% 测算）。我们假设美国汽车玻璃破损率为 8%（多为前挡风玻璃破损），替换量约为破损量的 1/4。以此数据测算，可得 2017、2018 年对应汽车玻璃 AM 市场整车配套量为 2666 万、2772 万套。因此，2017、2018 年全球汽车 OEM+AM 市场配套量约为 12449 万、12848 万套。

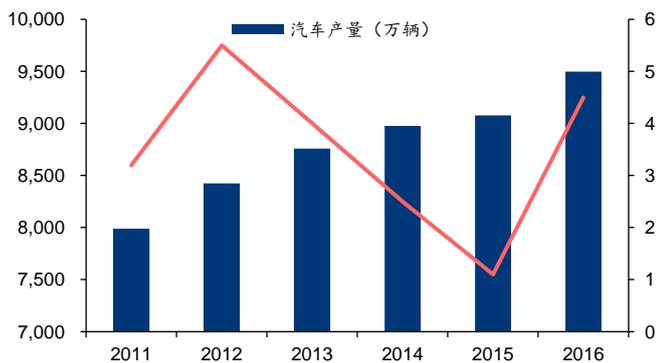
预计 2017、2018 年全球汽玻市场规模约为 850 亿元、920 亿元。据公司年报数据测算，2016 年每平方米汽车玻璃价格约为 152 元，每套汽玻产品玻璃用量为 4.1 平米，可得每套汽玻价格为 623 元；又假设公司产品单价每年同比上升 3%，单车玻璃用量每年增长 1.4%，可得 2017、2018 年公司产品均价约为 650 元/679 元每套。由于公司产品较其他国际厂商具有价格优势，以全球均价高出公司价格 5% 计算，2017/2018 年全球单车配套玻璃价值约 682 元/713 元每套，对应 2017、2018 年市场规模约为 850 亿元、920 亿元。

图表20： 2017、2018 年汽车玻璃市场规模测算

	2017E	2018E
全球汽车产量 (万辆)	9782.6	10076.1
OEM 配套量 (万套)	9782.6	10076.1
全球汽车保有量 (万辆)	133305	138584
AM 配套量 (万套)	2666	2772
全球配套量合计 (万套)	12449	12848
全球汽玻每套平均价格 (元)	682	713
市场规模 (亿元)	850	920

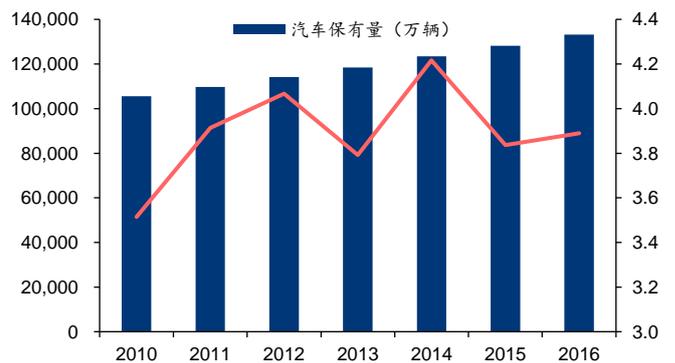
资料来源：OICA、公司调研纪要，华泰证券研究所

图表21： 2011-2016 全球汽车产量



资料来源：OICA，华泰证券研究所

图表22： 2010-2016 全球汽车保有量



资料来源：OICA，华泰证券研究所；注：2016 年数据根据 2010-2015 年均增速测算

**四巨头垄断汽玻市场，公司优势突出**

**寡头垄断格局，公司市占率优势地位稳固**

汽车玻璃市场呈现垄断竞争的行业格局，寡头掌握 OEM 市场主导权。根据罗兰贝格资料，全球汽玻市场中，2016 年福耀玻璃、板硝子、旭硝子以及圣戈班四大集团合计市场份额占比超 75%。公司作为汽车玻璃国内以及全球市场寡头，2016 年分别占国内、全球汽车玻璃配套市场份额的 65% 和 20% 以上，具有稳固的行业龙头地位。

### 公司盈利能力高于外资巨头

公司盈利能力高于外资巨头，较高的利润空间可有效支撑业务扩张。2017年前三季度公司整体毛利率为43.07%。从毛利率来看，其他玻璃行业国际巨头2016年毛利率均低于30%，而公司则达到超过40%的水平；从净利率来看，其他玻璃行业国际巨头2016年净利率均未达到5%，而公司净利率接近20%。公司盈利能力高于主要外资竞争对手。

图表23：2012-2016年公司毛利率显著高于国际巨头

	2012	2013	2014	2015	2016
<b>毛利率</b>					
福耀玻璃	38.15	41.40	42.32	42.43	43.07
板硝子	23.94	22.50	24.13	24.50	24.95
旭硝子	28.90	26.44	24.61	25.15	27.21
圣戈班	23.50	23.86	24.92	25.06	25.55
<b>净利率</b>					
福耀玻璃	14.88	16.67	17.15	19.21	18.91
板硝子	-0.51	-6.29	-2.91	0.27	-7.92
旭硝子	4.07	1.22	1.18	3.24	3.70
圣戈班	1.60	1.42	2.49	3.27	3.35

资料来源：Wind、Bloomberg，华泰证券研究所

### 市场体量与客户质量优于主要国内竞争者

福耀玻璃营收体量、客户群体显著优于国内主要对手，国内竞争优势明显。不同于福耀玻璃专注汽车玻璃领域的产品布局，国内主要竞争对手的产品线较为多元化，涵盖汽车玻璃、工程玻璃与电子玻璃等多个细分领域，从市场体量来看，福耀玻璃主要国内客户为全球主流整车厂如丰田、大众、通用、福特、菲亚特、本田等，及中国前十大乘用车整车厂如上汽集团、一汽集团、北京汽车、东风汽车等，几乎渗透国内主流车厂供应体系，这一点也优于国内其他竞争对手。

### 产能扩张加快，后期放量可期

为满足全球扩张带来的产品需求快速上涨，公司持续扩充产能。据公司公告及调研资料，国内产能方面，公司在福建、广东、吉林、湖北、河南、重庆、北京、上海、天津、苏州等地已建成或在建汽车玻璃生产基地共14个（2017年新增苏州，规划产能为400万套/年），2017年汽车玻璃产能预计达3000万套；已在福建、内蒙古、重庆等地建成汽车级浮法玻璃生产基地，2016年10月在本溪规划新建三条浮法玻璃生产线，2017年浮法玻璃年产能预计达96万吨。国外产能方面，公司此前建成美国代顿汽玻基地，年产能达到300万套，同时2018年2月份新增250万套年产能项目将逐步投入运营，预计2019年将实现产能爬坡；俄罗斯汽玻基地年产能130万套，美国芒山浮法玻璃基地年产能26万吨。

### 开拓后市场与国外新空间，新一轮业绩增量可期

#### 国内后市场蓬勃发展，广阔AM市场亟待开拓

公司国内业务多集中于整车OEM市场，AM售后市场开拓空间较大。据中国公安部统计，2017年我国汽车保有量突破2亿辆，同时汽车使用寿命延长，带动汽车后市场维修业务产值快速提升。据公司调研数据，当前公司OEM业务与AM业务营收占比各约80%、20%，AM业务有较大提升空间。国内后市场行业格局较为分散，主要竞争对手为信义玻璃，未来随着汽玻后市场领域行业格局集中化，公司可充分发挥龙头企业的品牌、渠道以及整合能力优势，拓展国内后市场汽车玻璃配套业务。

#### 美国工厂盈利逐渐明朗化，市占率提升可期

美国工厂的盈利能力预计可与国内工厂持平。尽管美国工厂人工成本高于国内，但美国制造业税负与天然气能源价格均低于国内，加上美国政府对建厂的补贴以及就近配套带来的运输成本优势，我们认为各类成本因素综合考量后美国工厂的盈利能力预计可与国内工厂持平。

## 盈利预测与估值

我们从国内/海外、OEM/AM 两个维度对公司未来汽车玻璃营业收入进行预测：

- 1) **国内 OEM 市场方面，公司市占率水平稳中略升，业务收入增长趋势略高于行业整体增势。**我们预测 2017-2019 年国内汽车行业销量年增速为 3% 左右，公司业务保持高于行业约 6pct 的增速，其中 3pct 来自产品价格上升，3pct 来自单车玻璃用量提升以及公司市场份额增加，由此可预计公司国内 OEM 业务增速约为 9%。
- 2) **国内 AM 市场方面，汽车后市场蓬勃发展带来公司业务放量。**2010-2017 年我国汽车保有量年复合增速约 12.3%，加上我国汽车平均车龄的上升，后市场维修汽配行业发展迅速。我们预计 2017-2019 年汽车玻璃售后服务行业每年增速可达 12%，加上公司产品单价逐年增长约 3%，由此可预计公司国内 AM 业务增速约为 15%。
- 3) **国外市场方面，随着美国工厂产能爬坡，公司业务有望快速放量。**公司 2016 年海外销量约 840 万套，由于 2016 年公司海外 OEM 与 AM 业务营收占比各约 50%，可测算出 2016 年公司海外 OEM、AM 配套量各约 420 万套。据公司调研，2017 年公司美国工厂年产能 300 万套，并将至 2019 年逐步扩充到 550 万套。随着公司美国工厂产能扩充加产能利用率逐渐爬坡，我们预计公司 2017-2019 年海外销量将较快增长。假设 2017-2019 年美国工厂年产能为 300/400/550 万套，产能利用率为 70%/75%/80%，OEM 和 AM 业务占比均为 50%，则可测算得 2017-2019 年公司海外 OEM 销量为 523.9/601.4/700.4 万套，对应营收为 35.10/42.12/50.54 亿元；AM 销量为 523.9/601.4/700.4 万套，对应营收为 35.10/42.12/50.54 亿元。

图表24：福耀玻璃汽车玻璃业务预测

		2017E	2018E	2019E
国内	OEM 营收 (亿元)	96.24	104.90	114.34
	营收同比%	9.19	9.00	9.00
	AM 营收 (亿元)	17.89	20.57	23.66
	营收同比%	15.00	15.00	15.00
	国内营收合计 (亿元)	114.13	125.47	138.00
海外	OEM 销量 (万套)	523.9	601.4	700.4
	AM 销量 (万套)	523.9	601.4	700.4
	每套价格 (元)	670	700	721
	OEM 营收 (亿元)	35.10	42.12	50.54
	营收同比%	25	20	20
	AM 营收 (亿元)	35.10	42.12	50.54
	营收同比%	25	20	20
	海外营收合计 (亿元)	70.20	84.24	101.09
汽玻营收总计 (亿元)		184.33	210.40	240.24

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计 2017-2019 年原材料价格走势维持稳定，公司经营方式无重大变化，因此汽玻业务毛利率保持相对稳定水平，预计 2017-2019 年公司汽玻业务毛利率 38%。考虑天然气价格中枢较 2015-2016 下行，而公司浮法玻璃产能利用率提升，预计 2017-2019 年公司浮法玻璃毛利率 36%，同时假设浮法玻璃内部抵消率（自供率）均为 90%。其他主营业务与其他业务维持现状。

图表25: 福耀玻璃业绩预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>汽车玻璃</b>					
营收(亿元)	131.38	161.45	184.33	210.40	240.24
成本(亿元)	82.38	100.70	114.28	130.45	148.95
毛利率%	37.30	37.63	38.00	38.00	38.00
<b>浮法玻璃</b>					
营收(亿元)	24.85	27.29	26.00	28.6	31.46
成本(亿元)	18.77	18.90	16.64	18.30	20.13
毛利率%	24.46	30.76	36.00	36.00	36.00
内部抵消(亿元)	25.11	26.57	23.40	25.74	28.31
<b>其他主营</b>					
营收(亿元)	1.61	0.74	0.9	0.95	0.99
成本(亿元)	0.92	0.28	0.41	0.43	0.45
毛利率%	43	62	55	55	55
<b>其他业务</b>					
营收(亿元)	3.01	3.31	4.22	4.90	5.68
成本(亿元)	1.18	1.34	2.11	2.45	2.90
毛利率%	61	60	50	50	50
<b>合计</b>					
营收(亿元)	135.73	166.21	185.23	211.20	241.89
成本(亿元)	78.14	94.63	104.93	120.32	138.75
毛利率%	42.43	43.07	43.35	43.03	42.64

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

在不考虑汇兑损失对公司净利润的影响下,我们预计2017-2019公司营收分别为185.23、211.20、241.89亿元,同比增长率分别为11%、14%、15%;预计公司归母净利为32.15、36.18、41.49亿元,同比增长率分别为2%、13%、15%。我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.28元/1.44元/1.65元,对应当前股价PE为21.12/18.77/16.37倍。公司为全球汽玻龙头企业,业绩较为稳定;加上近期海外业务增长势头明朗化,我们预计公司盈利将有一定增长。相比行业内2018年21.2倍的平均PE水平,PE估值区间20.8-21.5倍,目标价30-31元。

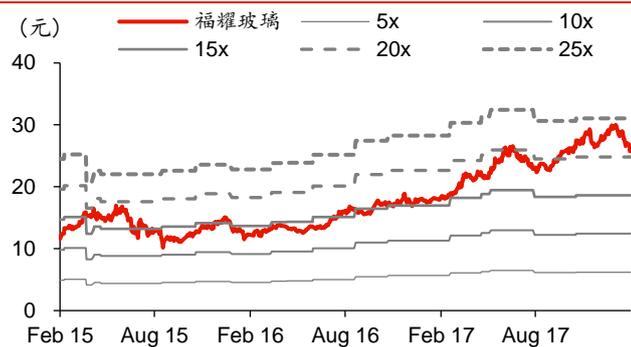
图表26: 可比公司估值(Wind一致预测)

证券代码	公司	收盘价	EPS(元)			PE(倍)		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002085.SZ	万丰奥威	13.79	0.51	0.61	0.73	31.05	25.98	21.65
601799.SH	星宇股份	45.50	1.63	2.13	2.75	29.15	22.32	17.24
600699.SH	均胜电子	27.63	1.27	1.48	1.84	24.54	20.97	16.86
603306.SH	华懋科技	23.43	1.28	1.59	1.93	21.69	17.49	14.35
603788.SH	宁波高发	35.20	1.43	1.87	2.35	25.26	19.32	15.37
	平均					26.34	21.22	17.10

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

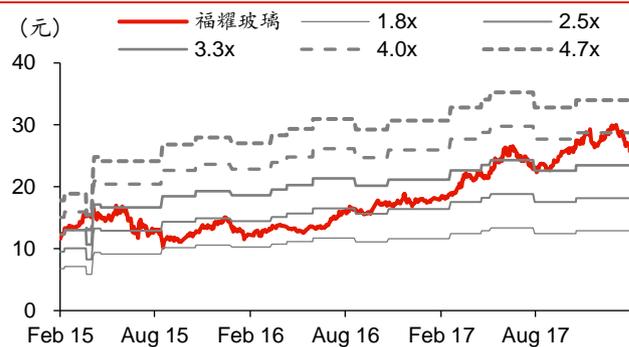
**PE/PB - Bands**

图表27: 福耀玻璃历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表28: 福耀玻璃历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**风险提示**

- 1) **行业增长不及预期。**如果中国宏观经济增长大幅趋缓,将导致汽车行业产销增长减缓,达不到应有预期值。
- 2) **海外产能释放不及预期。**尽管公司海外工厂按计划投产,但由于过渡期的存在,短期内海外产能释放或不及预期。
- 3) **原材料价格上涨风险。**尽管纯碱价格已达到 10 年以来的高点,但仍不排除未来出现大幅上涨的可能。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	12,532	14,968	14,373	16,102	17,414
现金	5,919	7,211	5,663	6,222	6,200
应收账款	2,762	3,636	3,864	4,459	5,118
其他应收账款	86.56	118.43	131.81	147.75	170.72
预付账款	178.81	150.96	229.99	241.29	274.95
存货	2,495	2,786	3,173	3,633	4,138
其他流动资产	1,090	1,065	1,312	1,399	1,512
非流动资产	12,295	14,898	14,431	14,480	14,299
长期投资	46.45	101.54	93.09	88.13	92.02
固定投资	7,689	9,267	10,720	11,329	11,422
无形资产	1,179	1,148	1,145	1,145	1,146
其他非流动资产	3,381	4,381	2,473	1,918	1,639
资产总计	24,827	29,866	28,804	30,583	31,712
流动负债	7,084	9,692	7,700	7,905	7,172
短期借款	2,636	4,255	2,490	2,298	1,198
应付账款	909.11	1,300	1,352	1,557	1,795
其他流动负债	3,539	4,136	3,859	4,051	4,180
非流动负债	1,328	2,136	1,731	1,783	1,834
长期借款	848.00	776.00	776.00	776.00	776.00
其他非流动负债	479.57	1,360	954.98	1,007	1,058
负债合计	8,412	11,827	9,431	9,689	9,007
少数股东权益	6.44	4.93	4.48	4.17	3.47
股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
资本公积	6,229	6,229	6,229	6,229	6,229
留存公积	7,942	9,205	10,630	12,149	13,960
归属母公司股	16,409	18,034	19,369	20,890	22,702
负债和股东权益	24,827	29,866	28,804	30,583	31,712

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	3,014	3,637	3,213	4,402	4,976
净利润	2,607	3,143	3,215	3,617	4,148
折旧摊销	1,032	1,255	1,258	1,546	1,785
财务费用	(289.06)	(399.43)	109.44	56.83	(2.55)
投资损失	(23.78)	(41.96)	(38.59)	(32.26)	(32.66)
营运资金变动	(561.40)	(472.58)	(1,263)	(807.85)	(937.16)
其他经营现金	249.31	153.55	(67.42)	21.46	15.76
投资活动现金	(3,016)	(3,173)	(751.26)	(1,563)	(1,571)
资本支出	3,256	3,568	800.00	1,600	1,600
长期投资	0.00	0.00	(8.44)	(4.96)	3.89
其他投资现金	240.03	394.33	40.29	32.21	32.40
筹资活动现金	5,108	424.49	(4,010)	(2,280)	(3,426)
短期借款	(4.44)	1,619	(1,765)	(191.74)	(1,100)
长期借款	35.00	(72.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	505.63	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,019	(0.18)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,447)	(1,122)	(2,245)	(2,089)	(2,326)
现金净增加额	5,407	1,293	(1,548)	558.67	(21.32)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,573	16,621	18,523	21,120	24,189
营业成本	7,814	9,463	10,502	12,016	13,748
营业税金及附加	112.45	174.27	171.69	200.85	232.03
营业费用	1,021	1,185	1,315	1,516	1,766
管理费用	1,873	2,392	2,553	2,978	3,435
财务费用	(289.06)	(399.43)	109.44	56.83	(2.55)
资产减值损失	11.54	11.22	11.93	11.63	11.67
公允价值变动收益	(2.81)	2.78	1.86	1.39	1.78
投资净收益	23.78	41.96	38.59	32.26	32.66
营业利润	3,051	3,840	3,901	4,374	5,034
营业外收入	129.94	115.20	43.51	81.81	74.61
营业外支出	138.45	35.44	55.16	62.47	55.52
利润总额	3,043	3,920	3,889	4,393	5,053
所得税	435.23	776.91	674.38	775.93	905.24
净利润	2,607	3,143	3,215	3,617	4,148
少数股东损益	2.12	(1.51)	(0.45)	(0.31)	(0.70)
归属母公司净利润	2,605	3,144	3,215	3,618	4,149
EBITDA	3,794	4,695	5,268	5,977	6,816
EPS (元, 基本)	1.04	1.25	1.28	1.44	1.65

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	4.99	22.45	11.44	14.02	14.54
营业利润	17.74	25.85	1.58	12.14	15.09
归属母公司净利润	17.37	20.68	2.25	12.53	14.67
获利能力 (%)					
毛利率	42.43	43.07	43.30	43.11	43.17
净利率	19.19	18.92	17.36	17.13	17.15
ROE	15.88	17.44	16.60	17.32	18.27
ROIC	15.08	15.32	17.63	18.55	20.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.88	39.60	32.74	31.68	28.40
净负债比率 (%)	56.10	49.37	43.95	41.17	31.75
流动比率	1.77	1.54	1.87	2.04	2.43
速动比率	1.42	1.26	1.45	1.58	1.85
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.61	0.63	0.71	0.78
应收账款周转率	5.22	5.20	4.94	5.07	5.05
应付账款周转率	8.41	8.57	7.92	8.26	8.20
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.04	1.25	1.28	1.44	1.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	1.45	1.28	1.75	1.98
每股净资产 (最新摊薄)	6.54	7.19	7.72	8.33	9.05
估值比率					
PE (倍)	26.06	21.60	21.12	18.77	16.37
PB (倍)	4.14	3.77	3.51	3.25	2.99
EV_EBITDA (倍)	17.72	14.32	12.76	11.25	9.86

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com