

强烈推荐-A (维持)

福耀玻璃 600660.SH

当前股价：22.29 元  
2017 年 03 月 29 日

匠心三十年，步入产能释放新周期

基础数据

上证综指	3253
总股本 (万股)	250862
已上市流通股 (万股)	200299
总市值 (亿元)	575
流通市值 (亿元)	459
每股净资产 (MRQ)	7.2
ROE (TTM)	17.4
资产负债率	39.6%
主要股东	三益发展有限公司
主要股东持股比例	15.57%

股价表现



资料来源：贝格数据、招商证券

汪刘胜  
0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

唐楠  
S1090511080002

彭琪  
S1090514080003

研究助理  
寸思敏  
cuansimin1@cmschina.com.cn

**事件：**近期，我们对公司进行调研，就公司业务、未来发展进行交流。公司匠心三十年专注于汽车玻璃，凭借专注度、产业链纵向一体化，成为汽车玻璃行业全球巨头，国内市占率超 60%、全球市场超 20%。然而公司并不满足于此，11 年开始全球扩张，美国工厂 16 年正式投产、预计 17 年扭亏贡献业绩，俄罗斯工厂步入正轨。随着公司全球化布局产能释放和未来产品结构升级，看好公司长周期业绩的持续增长，维持“强烈推荐-A”投资评级。

评论：

1、匠心三十年专注汽车玻璃，纵向一体化筑高护城河

公司是国内汽车玻璃领域绝对龙头，也是全球最大汽车玻璃供应商。目前配套客户包括国内 100 多家整车厂商和全球产量前二十大汽车厂商，近年来又先后取得了劳斯莱斯、宝马、奔驰、奥迪、沃尔沃等高端品牌的国际配套业务，先发优势明显。公司的竞争优势主要来源于两个方面：

- 1) 多品种配套供应和对于主机厂的快速响应能力。汽车玻璃运输成本高昂，公司就近主机厂布局建厂，国内覆盖上汽、一汽、长安、东风、广汽、北汽等主要客户，响应速度快。同时，公司上世纪 80 年代起步于国内售后市场，是国产替代的最早代表。研发、生产、流程控制适合多品种小批量供应，满足主机厂多样化的同步配套需求。
- 2) 纵向一体化优化成本，对冲原材料涨价风险。公司纯碱成本约占汽车玻璃 6.4%、天然气成本占比 18%，公司涉足硅砂→浮法玻璃→汽车玻璃设备→汽车玻璃成型完整产业链，浮法玻璃自给率在 80%-90%之间。公司浮法玻璃自供有效对冲了 16 年由于纯碱成本涨价带来的玻璃涨价影响。同时浮法玻璃涨价使得对应毛利率从 15 年 24.5%提高至 16 年的 30.8%，最终实现 16 年营收增速 9.8%的同时成本增速仅为 0.65%。

2、行业增量之一：全球布局加速，美国工厂扭亏是 17 年业绩增长最大亮点

公司自 2011 年起进入全球扩张期，前期主要以贸易出口方式布局售后市场，后逐渐向 OEM 渗透。国外业务占比从 2011 年的 31.9%提升到 2016 年的 34.5%，16 年海外营收增速 25.4%，成为增长核心引擎。未来核心亮点在于美国工厂、俄罗斯工厂的产能释放，预计 19 年产能全部释放可实现 680 万套汽车玻璃配套，贡献盈利超 11 亿，是公司 16 年净利润的 1/3。

1) 美国工厂：专业与聚焦，市场份额快速提升，17 年盈利望过亿

美国 OEM 市场前期主要被 PPG、NSG、ACG 等垄断。公司 14 年在美正式建厂，相较竞争对手的多元化业务布局，公司专注汽车玻璃，凭借快速响应、高性价比和完善的售后体系，公司在美国市场份额快速提升，成为中国汽车工业走出国

门的表征。

产能释放情况而言，美国工厂汽车玻璃设计产能 550 万套，其中一期 300 万套已于 16 年 8 月达产释放，二期 250 万套计划于 18 年 2 月达产释放。美国工厂 550 万套产能是现有国内产能的 20%，增长空间巨大。

业绩贡献情况而言，2016 年美国工厂盈利不及预期，其中汽车玻璃工厂亏损 4161.1 万美元、浮法玻璃亏损 2000 万美元。汽车玻璃方面，由于美国工厂工人培训进度不及预期，公司未能完成原有达产目标，产生经营亏损 4161.1 万美元。为更好匹配生产计划，美国工厂管理人员已更换为拥有汽车产业丰富配套经验和美国本土经验的华人高管，17 年产能爬坡迅速。我们预计，根据公司现有产能投放节奏，17 年 5 月即可达到盈亏平衡点，预计全年有望实现产量 230 万套。浮法玻璃方面，由于经验不足，公司未能对伊利诺伊州潮湿天气做好充足准备，造成浮法玻璃一次性报废亏损 2000 万美元，预计 17 年浮法玻璃工厂扭亏为盈。

## 2) 俄罗斯工厂：企稳回升，迈向广袤欧洲大陆

俄罗斯工厂现有产能 100 万套，除配套本土市场外，也向欧洲市场出口。受累于国内经济景气度下行，16 年俄罗斯汽车销量仅 100 万辆，为历史冰点，较 15 年 260 万销量相比下滑 160 万辆，预期 17 年市场将逐步回暖。同时，俄罗斯作为福耀进军欧洲市场的桥头堡，已配套大众欧洲工厂，现阶段战略意义大于实际产值。

表 1：国外项目产能产量盈利预测情况

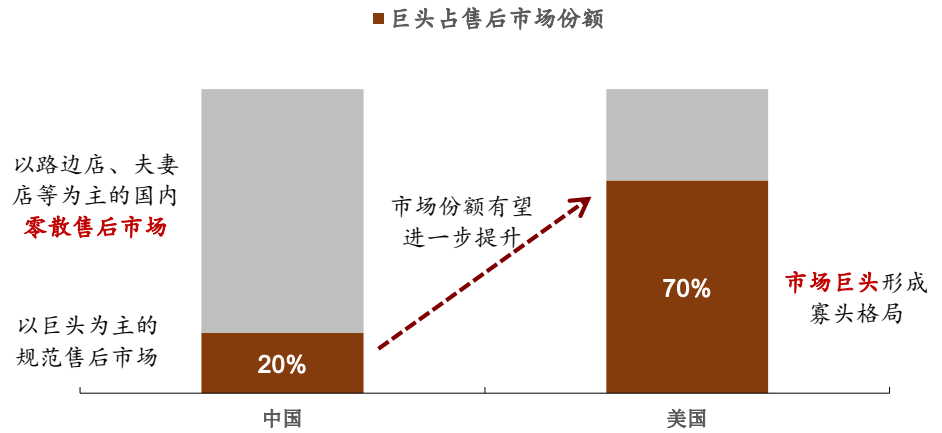
		2015	2016	2017E	2018E	2019E	备注
产能分析	美国汽车玻璃 (万套)	-	300	404	550	550	规划 550 万套
	美国浮法玻璃 (万吨)		26	26	26	26	总产能 26 万吨
	俄罗斯汽车玻璃 (万套)	100	100	100	200	300	规划 300 万套
产量分析	美国汽车玻璃 (万套)	-	90	230	430	467.5	
	美国浮法玻璃(万吨)		26	26	26	26	
	俄罗斯汽车玻璃(万套)			50	140	210	
净利润分析	美国汽车玻璃(亿美元)		-0.42	0.2	0.8	0.9	
	美国浮法玻璃(亿美元)		-0.2	0.2	0.2	0.2	
	俄罗斯汽车玻璃(亿元)	亏损	小额亏损	盈亏平衡	1.84	2.76	

资料来源：招商证券

## 3、行业增量之二：110 亿售后集中度待提升，公司龙头溢价明显

对标美国，国内售后市场汽车玻璃龙头集中度趋待进一步提升。美国售后市场 CR3 超过 75%，反观国内市场，公司作为 OEM 市场绝对龙头（OEM 占比超过 60%，同国外 CR3 集中度相当），2016 年在售后市场销量 1522 万平方米，售后市场份额不到 20%，面对售后 110 亿市场蓝海，公司售后市场空间也有望进一步提升。

图 1 福耀玻璃售后市场具有广阔空间

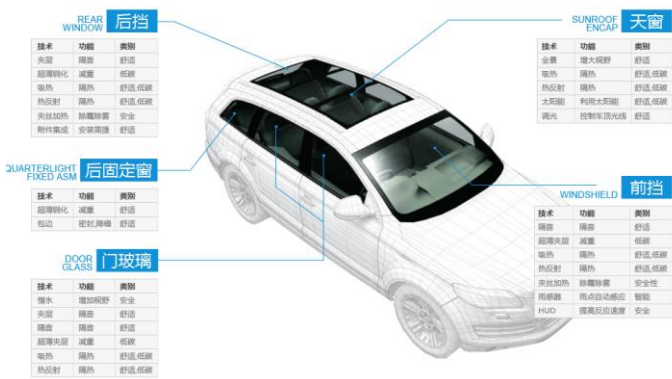


资料来源：调研数据，招商证券

4、产品端：高附加值产品长期推动收入及毛利率提升

高端化和单车用量提升成为行业发展主流趋势。包边、SUV 天窗、HUD 玻璃、镀膜、low-e 玻璃成为中高端消费者的偏好选择，目前公司高端产品占产品总量的 33%。Low-e 玻璃具有优异的隔热效果和良好的透光性，能够有效降低油耗，盈利能力很强，目前已有两款车型前挡玻璃开始使用 low-e 玻璃，未来高端产品结构将会完全以 low-e 玻璃为主，中长期将有效推动公司收入规模及毛利率水平。我们预计到 2020 年，low-e 玻璃渗透率将达到 10%-20% 之间。同时，随着行业趋势的带动和单片玻璃价值量的提升，汽车玻璃单车使用量约 4.05 平方米，未来伴随汽车消费升级和更大的尺寸空间，单车使用量有望提升至 5 平方米。

图 2 公司主要产品介绍



资料来源：公司官网，招商证券

图 3 公司主要客户（部分）

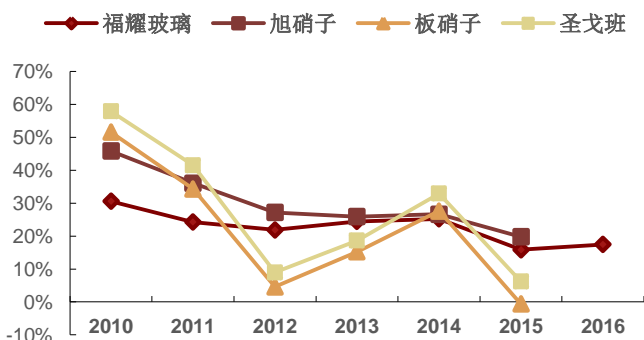


资料来源：公司官网，招商证券

5、内部治理：极致优化，成本控制进一步加强

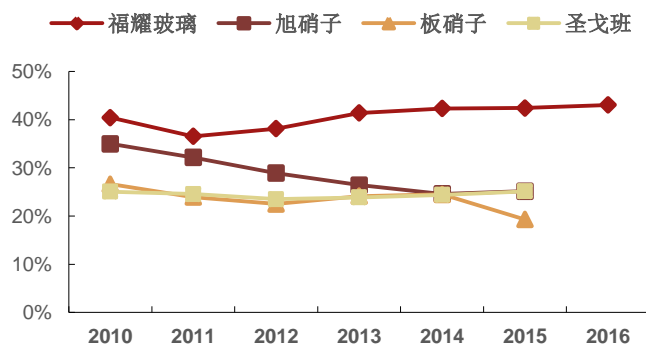
得益优质管理，公司毛利率已超过 40%，ROE 也长期维持较高水平，这两项指标都远优于其主要竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班等。但我们认为，未来公司仍有成本控制空间。2016 年公司成立福耀精益管理学院，引进丰田精益制造理论 FPS，开始精益制造试点培训。一方面，从硬件着手，通过工业化信息化建设，构建沟通、交流平台，实现全球化管理。另一方面，软件切入，实现价值流定位和基层员工建设，减少浪费，控制成本，提升毛利率和员工工作效率，毛利率、ROE 有进一步提升空间。

图 4 福耀玻璃与主要竞争对手 ROE (摊薄) 对比



资料来源: wind、招商证券

图 5 福耀玻璃与主要竞争对手毛利率对比



资料来源: wind、招商证券

### 6、盈利预测与评级

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为: 1.47 元、1.68 元、1.82 元, 对应 2017 年 PE、PB 分别为: 15.1、2.6 倍。未来随着公司未来产品结构的升级及全球化布局中产能的释放, 看好公司长周期业绩的持续增长, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

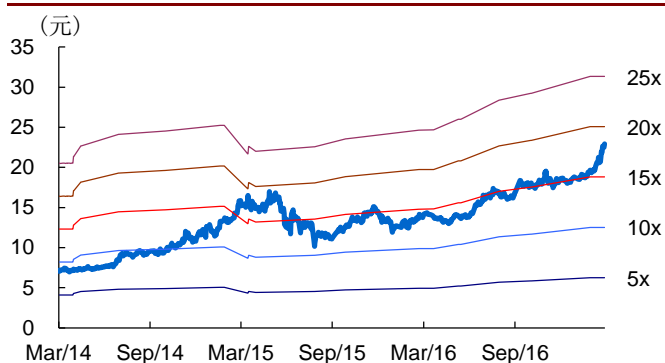
风险提示: 美国工厂投产进度不及预期, 行业增速下滑

表 2: 简式盈利预测表

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13573	16621	19598	22927	25283
同比增长	5%	22%	18%	17%	10%
营业利润(百万元)	3051	3840	4529	5170	5625
同比增长	18%	26%	18%	14%	9%
净利润(百万元)	2605	3144	3695	4209	4574
同比增长	17%	21%	18%	14%	9%
每股收益(元)	1.04	1.25	1.47	1.68	1.82
P/E(倍)	21.5	17.8	15.1	13.3	12.2
P/B(倍)	3.4	3.1	2.6	2.2	1.9

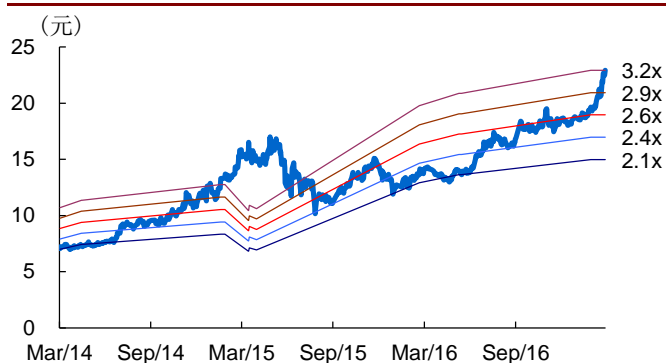
资料来源: 公司数据、招商证券

图 6: 福耀玻璃历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 福耀玻璃历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	12532	14968	14232	19005	23872
现金	5919	7211	5182	8338	12136
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	570	872	1028	1202	1326
应收款项	2762	3636	4271	4996	5509
其它应收款	87	118	140	163	180
存货	2495	2786	3210	3832	4200
其他	699	343	400	472	520
<b>非流动资产</b>	12295	14898	14562	14269	14014
长期股权投资	46	102	102	102	102
固定资产	7689	9267	9104	8961	8836
无形资产	1179	1148	1033	930	837
其他	3381	4381	4323	4276	4239
<b>资产总计</b>	<b>24827</b>	<b>29866</b>	<b>28793</b>	<b>33275</b>	<b>37886</b>
<b>流动负债</b>	7084	9692	5225	5798	6137
短期借款	2636	4255	200	200	200
应付账款	909	1300	1502	1793	1965
预收账款	34	21	25	30	32
其他	3505	4115	3499	3776	3940
<b>长期负债</b>	1328	2136	2136	2136	2136
长期借款	848	776	776	776	776
其他	480	1360	1360	1360	1360
<b>负债合计</b>	<b>8412</b>	<b>11827</b>	<b>7361</b>	<b>7934</b>	<b>8273</b>
股本	2509	2509	2509	2509	2509
资本公积金	5958	6320	6320	6320	6320
留存收益	7942	9205	12599	16507	20780
少数股东权益	6	5	5	5	5
归属于母公司所有者权益	16409	18034	21427	25336	29608
<b>负债及权益合计</b>	<b>24827</b>	<b>29866</b>	<b>28793</b>	<b>33275</b>	<b>37886</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	3014	3637	4090	4272	5061
净利润	2605	3144	3695	4209	4574
折旧摊销	1032	1255	1336	1293	1255
财务费用	(109)	(249)	0	(150)	0
投资收益	(24)	(42)	(45)	(35)	(38)
营运资金变动	(499)	(471)	(900)	(1049)	(733)
其它	9	1	3	4	3
<b>投资活动现金流</b>	(3016)	(3173)	(1000)	(1000)	(1000)
资本支出	(3256)	(3568)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	240	394	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	5108	424	(5119)	(116)	(263)
借款变动	(1186)	(973)	(4863)	0	0
普通股增加	506	0	0	0	0
资本公积增加	6002	362	0	0	0
股利分配	(160)	(301)	(301)	(301)	(301)
其他	(53)	1337	45	185	38
<b>现金净增加额</b>	<b>5107</b>	<b>888</b>	<b>(2029)</b>	<b>3156</b>	<b>3798</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	13573	16621	19598	22927	25283
营业成本	7814	9463	10930	13049	14302
营业税金及附加	112	174	205	240	265
营业费用	1021	1185	1397	1634	1802
管理费用	1873	2392	2567	3003	3312
财务费用	(289)	(399)	0	(150)	0
资产减值损失	12	11	15	15	15
公允价值变动收益	(3)	3	3	3	3
投资收益	24	42	42	32	35
<b>营业利润</b>	3051	3840	4529	5170	5625
营业外收入	130	115	115	115	115
营业外支出	138	35	35	35	35
<b>利润总额</b>	3043	3920	4608	5250	5704
所得税	435	777	913	1041	1131
<b>净利润</b>	2607	3143	3695	4209	4574
少数股东损益	2	(2)	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	2605	3144	3695	4209	4574
<b>EPS (元)</b>	1.04	1.25	1.47	1.68	1.82

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	5%	22%	18%	17%	10%
营业利润	18%	26%	18%	14%	9%
净利润	17%	21%	18%	14%	9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	42.4%	43.1%	44.2%	43.1%	43.4%
净利率	19.2%	18.9%	18.9%	18.4%	18.1%
ROE	15.9%	17.4%	17.2%	16.6%	15.4%
ROIC	11.2%	11.6%	16.2%	15.3%	14.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	33.9%	39.6%	25.6%	23.8%	21.8%
净负债比率	19.0%	19.6%	3.4%	2.9%	2.6%
流动比率	1.8	1.5	2.7	3.3	3.9
速动比率	1.4	1.3	2.1	2.6	3.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.4	3.6	3.6	3.7	3.6
应收帐款周转率	5.2	5.2	5.0	4.9	4.8
应付帐款周转率	8.4	8.6	7.8	7.9	7.6
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.04	1.25	1.47	1.68	1.82
每股经营现金	1.20	1.45	1.63	1.70	2.02
每股净资产	6.54	7.19	8.54	10.10	11.80
每股股利	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
<b>估值比率</b>					
PE	21.5	17.8	15.1	13.3	12.2
PB	3.4	3.1	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	18.5	15.0	11.5	10.7	9.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。