



昂首挺进海外市场，剑指全球汽玻大王

投资要点

- **核心逻辑:** 1) 公司国内市占率 55%，全球市占率 19%，海外市场相对国内具备更为广阔的提升空间，未来有望凭借突出的竞争优势复制国内市占率高歌猛进之路；2) 预计 2017 年高附加值产品占比提升，助推汽玻 ASP 提升，纯碱、天然气等成本有望下探，公司毛利率提升可期；3) 国内业务内生增长+海外工厂扭亏为盈，贡献较大业绩弹性，扣除汇兑损益后内生业绩增速超预期；4) 还富于股民，分红稳定股息高。
- **竞争优势凸显，海外市占率提升可期。**以营收为口径，公司国内市占率 55%、全球市占率 19%，预计海外市场将是公司提升全球市占率的主战场。虽然从产品实力、下游客户结构来看，公司与旭硝子、板硝子、圣戈班、信义玻璃等竞争对手不相上下，但在生产工艺、盈利能力、相对资本支出方面公司遥遥领先，预计未来公司有望凭借这三大核心优势在海外市场开疆扩土，成为王者之师。
- **产品量价齐升+成本或将下行，毛利率有望高企。**2012-2016 年公司销量与单价 CAGR 分别为 9.9%、3.9%，随着高附加值产品渗透率提升，按 ASP 增长趋势，预计 2017 年汽玻产品 ASP 提升 6%。从成本端来看，主要原材料纯碱价格触顶回调，加之天然气海外进口有望落地，成本存在下行空间。在汽玻产品 ASP 提升 6%且其他成本保持不变的前提下，预计 2017 年纯碱降价 20%是大概率事件，对应产品毛利率提升 3.9pp。考虑到除纯碱外的其他成本价格存在不确定性与人工成本逐年递增，保守估计 2017 年公司毛利率可提升 0.8pp。
- **业绩有望持续放量，扣除汇兑损益后内生业绩增速超预期。**公司业绩可拆分为内产内销、内产外销与外产外销三部分，2017 年内产内销方面，预计汽车玻璃销量增速为 7%；内产外销方面，预计销量增速 5%；外产外销方面，预计美、俄工厂投产增至 280 万套，美俄工厂有望扭亏为盈。随着国内业务内生增长，加之美俄工厂产能释放步入新周期，看好公司未来 3 年业绩。市场认为汇兑收益是公司业绩增速的主要来源，我们对公司未来三年的归母净利做剔除汇兑损益处理，发现 17-19 年归母净利复合增速仍有 20%，超市场预期。
- **盈利预测与投资建议。**预计 17-19 年营收、归母净利、剔除汇兑收益后归母净利 CAGR 分别为 17.3%、15.5%、20%，由于福耀玻璃系全球汽玻行业五大巨头中最具成长潜力股，海外市场市占率提升可期，产品量价齐升逻辑长期存在，按照未来三年剔除汇兑收益后 20%复合增速给予 20 倍估值，对应目标价 29.6 元/股，维持“买入”评级。

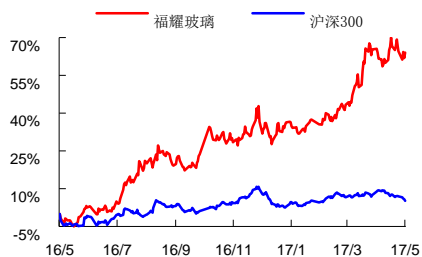
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	16621.34	19946.16	23112.12	26809.00
增长率	22.45%	20.00%	15.87%	16.00%
归属母公司净利润(百万元)	3144.23	3704.09	4128.13	4846.89
增长率	20.68%	17.81%	11.45%	17.41%
每股收益 EPS(元)	1.25	1.48	1.65	1.93
净资产收益率 ROE	17.42%	18.86%	19.29%	20.54%
PE	18	15	14	12
PB	3.12	2.87	2.63	2.38

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高翔
执业证号: S1250515030001
电话: 023-67898841
邮箱: gaox@swsc.com.cn
联系人: 张荫先
电话: 0755-23617478
邮箱: zyx@swsc.com.cn
联系人: 陈怀逸
电话: 021-68415819
邮箱: chy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	25.09
流通 A 股(亿股)	20.03
52 周内股价区间(元)	13.63-23.25
总市值(亿元)	562.68
总资产(亿元)	304.03
每股净资产(元)	7.47

相关研究

1. 福耀玻璃 (600660): 量价齐升, 大象起舞 (2017-04-27)
2. 福耀玻璃 (600660): 人事变更进一步集中强化公司经营决策权 (2017-03-27)
3. 福耀玻璃 (600660): 放眼全球, 汽车玻璃龙头发展迈上新台阶 (2017-03-21)

投资要件

关键假设

- 1) 2017 年，高附加值产品占比提升助推汽玻产品 ASP 至少提升 6%；
- 2) 在产品 ASP 提升 6%且其他成本不变的前提下，纯碱降价 20%，毛利率提升 3.9pp；
- 3) 2017 年，内产内销汽车玻璃销量增速与汽车行业销量增速持平，约为 7%；内产外销汽车玻璃销量增速由海外汽车行业销量增速 2%叠加新增订单增速 3%，合计约为 5%；外产外销方面，2017 年美、俄工厂合计生产 280 万套，新增产能均能被在手订单消化。

我们区别于市场的观点

1) 市场认为福耀玻璃的市占率触顶。以营收为口径，2016 年福耀玻璃国内市占率 55%，全球市占率仅为 19%（其中美洲 15%、欧洲 10%），美洲、欧洲等海外市场尚存广阔空间可供开拓，福耀玻璃的全球市占率远未触顶。

2) 市场对福耀玻璃的竞争优势认识不足。市场已逐渐认识到福耀玻璃的盈利能力强于竞争对手，但尚未意识到福耀玻璃还存在生产工艺领先与相对资本支出最大的两大核心优势。我们认为，福耀玻璃未来有望凭借以上三点核心竞争力成为全球汽玻行业王者之师。

3) 市场对福耀玻璃海外工厂业绩弹性认识不足。受浮法玻璃发霉与投产之初产能释放不足影响，2016 年美、俄工厂合计亏损约 3.2 亿元。2017 年美、俄工厂持续量产，预计投产 280 万套产能，且均能被在手订单消化，海外工厂有望扭亏为盈，贡献较大业绩弹性。

4) 市场认为福耀玻璃业绩增速受汇兑收益影响居多，不看好未来业绩。我们对公司归母净利润做剔除历年及未来汇兑损益影响的处理，发现公司 2016 年业绩内生增速仍有 26%，预计 2017 年业绩内生增速约为 28%，2017-2019 年归母净利润年均复合增速约为 20%，公司内生增长较为确定，我们看好公司未来 3 年业绩以及长期全球市占率提升逻辑。

股价上涨的催化因素

汽玻产品 ASP 提升；纯碱、天然气等成本下行；海外市占率提升超预期。

估值和目标价格

预测福耀玻璃 2017-2019 年 EPS 分别为 1.48 元、1.65 元、1.93 元，对应 PE 分别为 15X、14X、12X。FCFF 绝对估值 23.61 元，DDM 绝对估值 19.08 元，我们认为绝对估值不能反映福耀玻璃在全球汽玻行业五巨头中最具成长潜力的特质，按照未来三年剔除汇兑收益后 20%复合增速给予 20 倍估值，对应目标价 29.6 元/股，维持“买入”评级。

投资风险

原材料价格上涨风险；海外产能释放或不达预期；汇率波动风险。

目录

1 一骑绝尘的汽玻龙头	1
2 千亿空间尚待发掘，三大市场占主导地位	4
2.1 汽车玻璃的前世今生与产业链分解	4
2.2 全球汽玻市容量近 900 亿	6
2.3 中国+欧洲+美洲三足鼎立，合计市容量超全球七成	7
3 竞争优势凸显，福耀玻璃海外市占率提升可期	8
3.1 外资厂商系业界元老，福耀玻璃乃后起之秀	8
3.2 福耀玻璃称霸国内市场，外资厂商占据海外大头	12
3.3 三大竞争优势凸显，福耀玻璃海外市占率提升指日可待	14
4 产品量价齐升+成本或将下行，毛利率有望高企	17
4.1 高附加值产品持续渗透，助推汽玻业务量价齐升	17
4.2 纯碱价格触顶回调+筹划天然气海外进口，成本有望下行	18
4.3 产品持续提价+成本有望下行，毛利率提升可期	20
5 业绩有望持续放量，扣除汇兑损益后内生增速超市场预期	21
5.1 产能扩张加速，海外建厂有利可图	21
5.2 国内业务内生增长+美俄工厂扭亏为盈，业绩弹性可观	23
5.3 拨云见日，扣除汇兑损益后的归母净利增速超预期	24
6 还富于股民，分红稳定股息高	26
7 盈利预测与估值	26
7.1 盈利预测	26
7.2 绝对估值	28
7.3 相对估值	30
8 风险提示	30

图 目 录

图 1: 福耀玻璃历史大事记.....	1
图 2: 福耀玻璃下游客户.....	1
图 3: 福耀玻璃股权结构.....	2
图 4: 福耀玻璃主营业务收入构成 (%).....	2
图 5: 福耀玻璃各业务毛利率 (%).....	2
图 6: 汽车玻璃图示.....	3
图 7: 浮法玻璃图示.....	3
图 8: 福耀玻璃营业收入及其增速.....	3
图 9: 福耀玻璃归母净利润及其增速.....	3
图 10: 福耀玻璃 ROE (摊薄) 与 ROIC.....	4
图 11: 福耀玻璃毛利率、净利率与三费率.....	4
图 12: 汽车玻璃发展史.....	4
图 13: 高附加值汽车玻璃.....	5
图 14: 汽车玻璃发展趋势.....	5
图 15: 汽车玻璃 OEM 配套流程.....	5
图 16: 汽车玻璃产业链.....	6
图 17: 2012-2016 年全球汽车产量.....	6
图 18: 2012-2016 年全球汽车保有量.....	6
图 19: 2012-2016 年中国汽车产量.....	7
图 20: 2012-2016 年中国汽车保有量.....	7
图 21: 2012-2016 年美洲汽车产量.....	7
图 22: 2012-2016 年美洲汽车保有量.....	7
图 23: 2012-2016 年欧洲汽车产量.....	8
图 24: 2012-2016 年欧洲汽车保有量.....	8
图 25: 五大巨头在中国、美洲、欧洲的汽车玻璃工厂布局.....	12
图 26: 全球市场竞争格局.....	13
图 27: 中国市场竞争格局.....	13
图 28: 美洲市场竞争格局.....	13
图 29: 欧洲市场竞争格局.....	13
图 30: 业务经营专注度分级图.....	14
图 31: 2012-2016 年福耀汽车玻璃业务占营收比.....	14
图 32: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃产品毛利率.....	15
图 33: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃产品营业利润率.....	15
图 34: 2012-2016 年旭硝子汽车玻璃营收规模趋势.....	16
图 35: 2012-2016 年板硝子汽车玻璃营收规模趋势.....	16
图 36: 2012-2016 年圣戈班汽车玻璃营收规模趋势.....	16
图 37: 2012-2016 年信义玻璃汽车玻璃营收规模趋势.....	16
图 38: 2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃营收规模趋势.....	16
图 39: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃资本支出占营收比.....	16

图 40: 2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃销量	18
图 41: 2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃单价	18
图 42: 福耀玻璃汽车玻璃成本结构	18
图 43: 福耀玻璃浮法成本结构	18
图 44: 福耀玻璃汽车玻璃原材料成本结构	18
图 45: 福耀玻璃浮法原材料成本结构	18
图 46: 重质纯碱全国市场价（中间价，日度数据，元/吨）	19
图 47: 国内天然气工业市场平均价（日度数据）	19
图 48: 美元兑人民币平均汇率（月度数据）	25
图 49: 2009-2015 年福耀玻璃分红总额与分红率	26
图 50: 2009-2015 年福耀玻璃股息率（%）	26

表 目 录

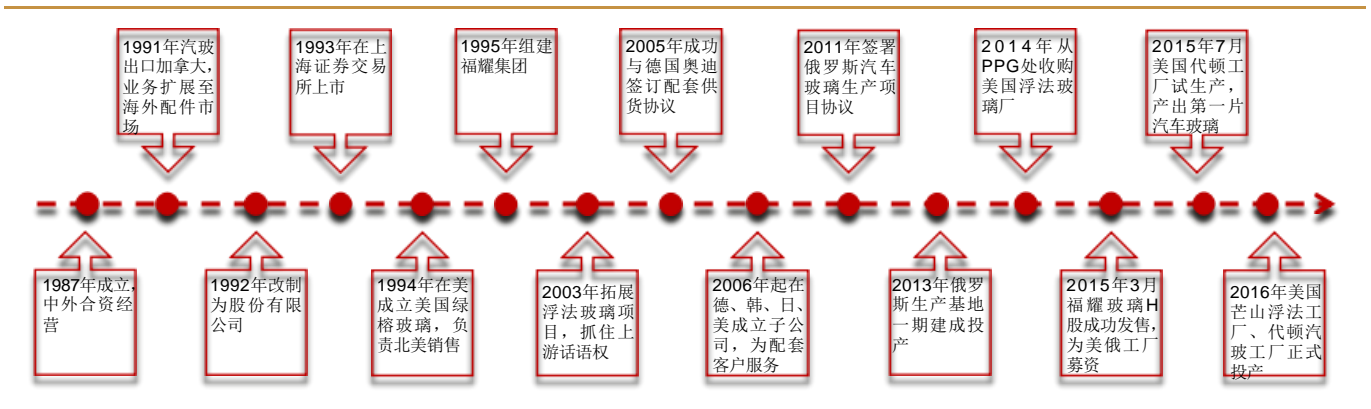
表 1: 2016 年全球市容量测算	7
表 2: 2016 年中国、美国、欧洲市容量测算	8
表 3: 全球五大汽车玻璃公司概况	9
表 4: 五巨头汽车玻璃业务概览	10
表 5: 五巨头汽车玻璃产品结构	11
表 6: 五巨头汽车玻璃下游客户	11
表 7: 2016 年五巨头分市场销售额	12
表 8: 2016 年汽车玻璃销售情况	17
表 9: 2016 年汽车玻璃销售情况	17
表 10: 产品提价与纯碱降价对毛利率的影响	20
表 11: 产品提价与天然气降价对毛利率的影响	20
表 12: 2011-2016 年福耀玻璃人工成本（亿元）	20
表 13: 2016 年福耀玻璃汽车玻璃产能情况	21
表 14: 2016 年福耀玻璃浮法玻璃产能情况	22
表 15: 2016 年营收拆分	23
表 16: 汇兑损益对公司 2011-2016 年的归母净利润影响	25
表 17: 2017-2019 年两种情形下福耀玻璃的归母净利润及增速	25
表 18: 福耀玻璃收入与成本预测（百万元）	27
表 19: 绝对估值假设条件	28
表 20: FCFF 估值结果	29
表 21: FCFF 估值敏感性分析	29
表 22: DDM 估值结果	29
表 23: DDM 估值敏感性分析	29
表 24: 可比公司估值情况	30
附表: 财务预测与估值	31

1 一骑绝尘的汽玻龙头

福耀玻璃是全球汽车玻璃行业龙头之一，国内市场一骑绝尘。福耀玻璃于1987年在中国福州成立，而后分别于1993年、2015年在上海证券交易所与香港交易所上市，形成兼跨海内外两大资本平台的“A+H”模式。经过近三十年的发展，福耀玻璃已将绝大多数的竞争者甩在身后，在中国16个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等多个国家和地区建立现代化生产基地，为宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒等诸多整车厂提供全球OEM配套服务和汽车玻璃全套解决方案，被各大汽车制造企业评为“全球优秀供应商”。

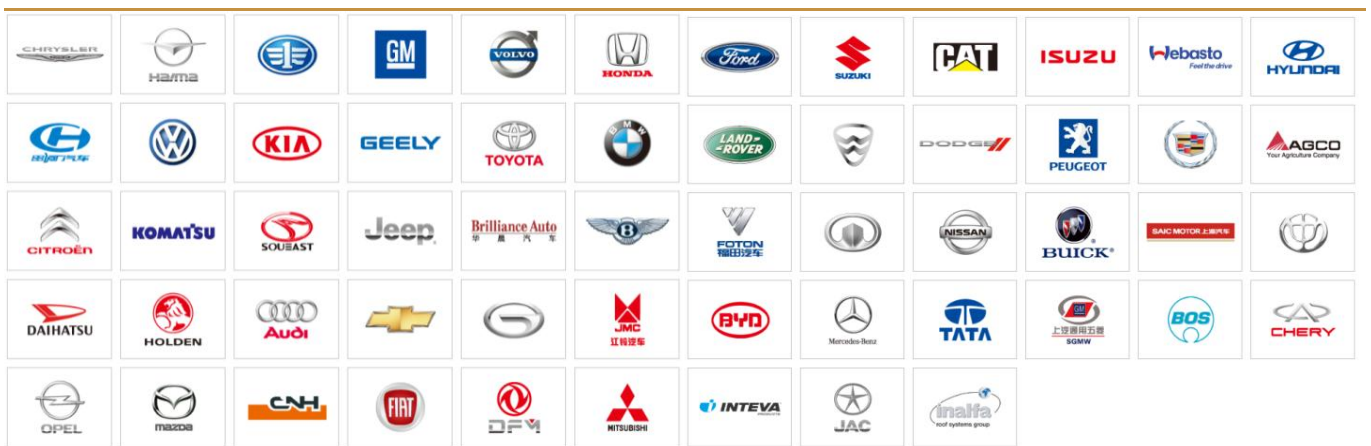
福耀玻璃于1991年开始对外出口汽车玻璃，2004年实现与海外主机厂的同步设计，2013年着手筹备海外建厂，2016年美、俄工厂建成投产，生产全球化大幕正式拉起。

图1：福耀玻璃历史大事记



数据来源：公司官网，西南证券整理

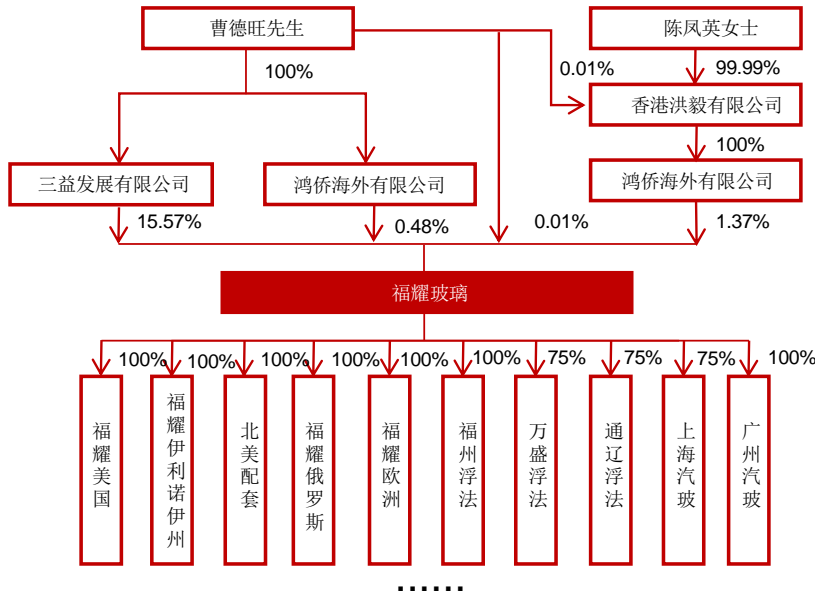
图2：福耀玻璃下游客户



数据来源：公司官网，西南证券整理

福耀玻璃实际控制人曹德旺先生直接与间接合计持有公司16.1%的股权。由于曹德旺先生持有三益发展100%股权，三益发展与福建省耀华工业村开发有限公司（持有福耀1.4%股份）实际控制人为同一家族成员，河仁慈善基金（持有福耀11.6%股份）负责人曹德淦是曹德旺先生的兄长，故一致行动人合计持有福耀玻璃股份29.1%。福耀玻璃现下设45家控股公司、2家参股公司。

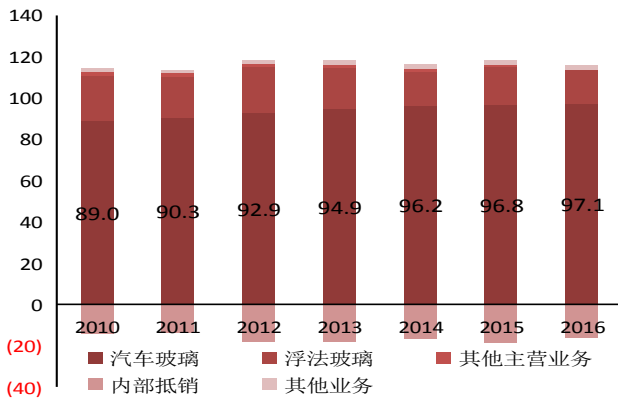
图 3: 福耀玻璃股权结构



数据来源: wind, 西南证券整理

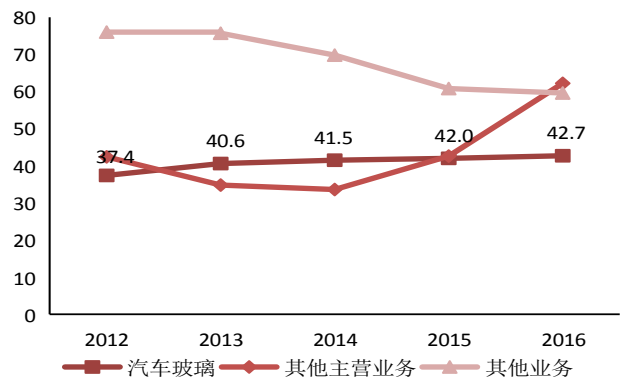
福耀玻璃主营汽车玻璃产品。福耀玻璃主要生产销售汽车玻璃业务，也生产汽车玻璃的主要原材料--浮法玻璃用于自给，浮法玻璃自给率在 80-90%之间。2016 年福耀玻璃营收 97.1% 来自于汽车玻璃，浮法玻璃自供降本后的汽车玻璃产品毛利率总体呈增长趋势，已从 2010 年的 37.4%增长至 42.7%。

图 4: 福耀玻璃主营业务收入构成 (%)

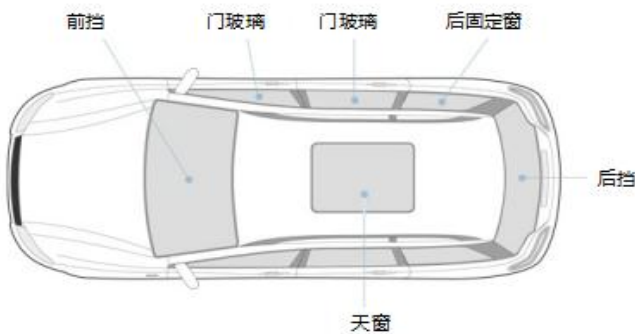


数据来源: wind, 西南证券整理

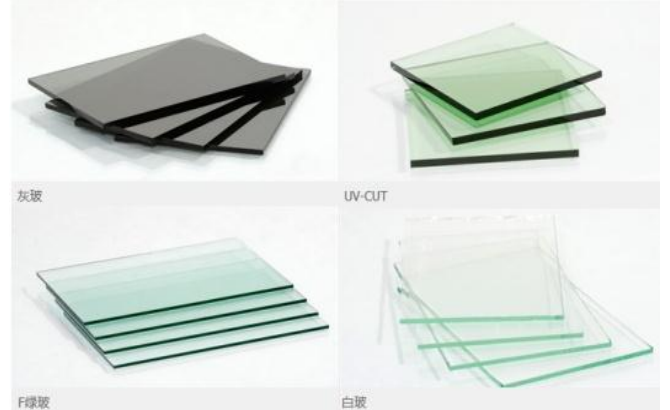
图 5: 福耀玻璃各业务毛利率 (%)



数据来源: 港股招股说明书与公司 2015、2016 年年报, 西南证券整理

图 6：汽车玻璃图示


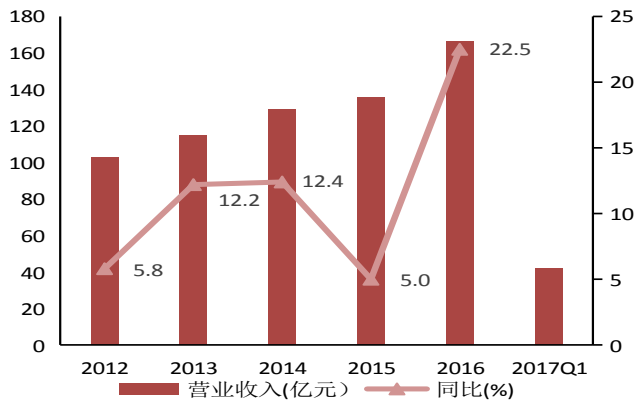
数据来源：西南证券整理

图 7：浮法玻璃图示


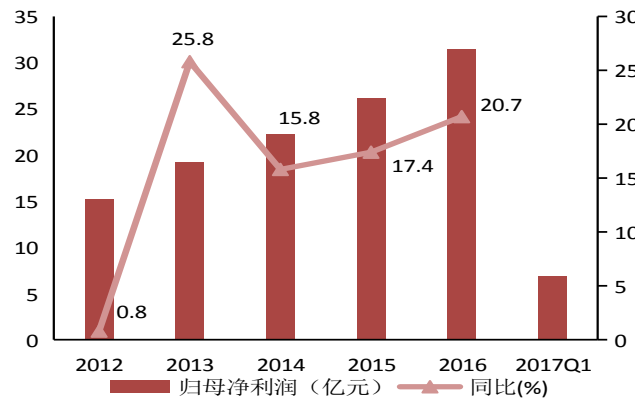
数据来源：公司官网，西南证券整理

业绩持续向好，16 年营收净利双丰收，17Q1 业绩符合预期。2010-2016 年，福耀玻璃营收规模逐年攀升（上市以来营收收入一直保持正增长），归母净利润则增长趋势明显，其中营收年均复合增速约 12%，归母净利润年均复合增速约 10%。福耀玻璃总体经营态势较好，近期发展尤为亮眼。受益于汽车玻璃量价齐升与精益管理带来的成本下行，在海外工厂亏损的前提下，2016 年福耀玻璃仍实现营收、归母净利润的双丰收，实现营收 166.2 亿元，同比增长 22.5%，实现归母净利 31.4 亿元，同比增长 20.7%。

17Q1 业绩符合预期，根据公司一季报，17Q1 实现营业收入 42 亿元，同比增长 17.7%，实现归母净利润 6.9 亿元，同比增长 18.8%，营收、净利增速远高于汽车整体行业销量增速，主要得益于市场份额攀升与高附加值产品占比提升，17Q1 综合毛利率 44.2%，同比持平。

图 8：福耀玻璃营业收入及其增速


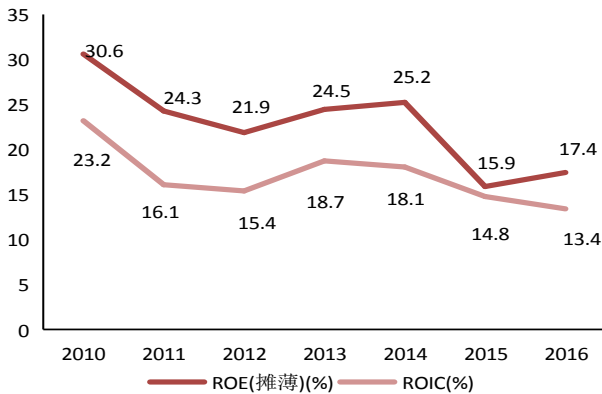
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：福耀玻璃归母净利润及其增速


数据来源：wind，西南证券整理

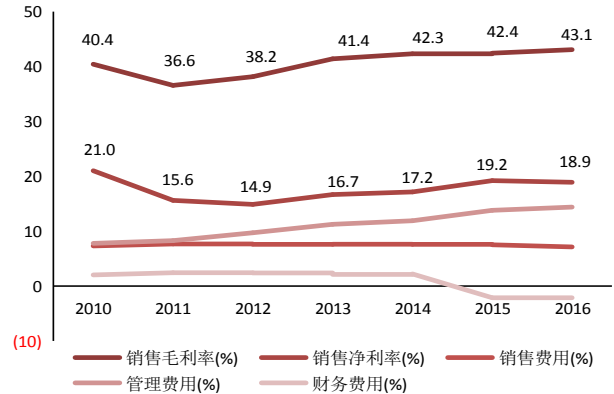
盈利能力强劲，毛利率逐年增长。福耀玻璃 ROE 长年维持在 20% 以上，2015 年由于港股上市融资导致 ROE 略有下滑，但 ROE 水平仍处高位，随着募投项目海外工厂的逐步量产、业绩释放后，预计 ROE 有望重回 20%。福耀玻璃毛利率呈逐年增长趋势，2016 年再创新高，汽车玻璃与其他业务综合毛利高达 43.1%。

图 10: 福耀玻璃 ROE (摊薄) 与 ROIC



数据来源: wind, 西南证券整理

图 11: 福耀玻璃毛利率、净利率与三费率



数据来源: wind, 西南证券整理

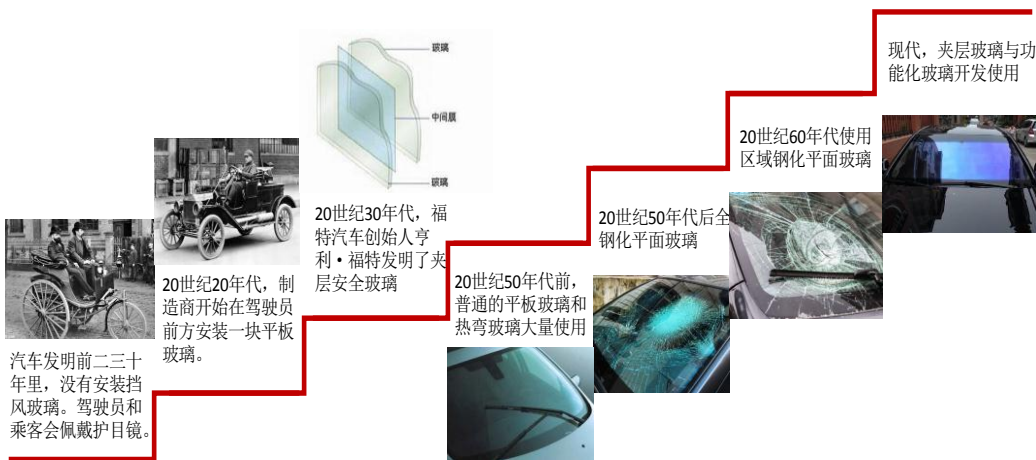
好风借力，送上青云。2017年4月25日，工信部、发改委、科技部联合印发《汽车产业中长期发展规划》的通知，通知指出到2020年，形成若干家超过1000亿规模的汽车零部件企业集团，在部分关键核心技术领域具备较强的国际竞争优势；到2025年，形成若干家进入全球前十的汽车零部件企业集团。福耀玻璃作为汽车零部件A股大蓝筹与全球汽车玻璃巨头，有望借力政策东风顺势而起，迎来发展新纪元。

2 千亿空间尚待发掘，三大市场占主导地位

2.1 汽车玻璃的前世今生与产业链分解

发展历史：从平板玻璃到安全玻璃的跨越。20世纪30年代，平板玻璃已广泛安装在美国福特厂出产的T型车上，此后几十年间，逐步衍生出了多种安全玻璃——夹层玻璃、钢化玻璃和区域钢化玻璃等品种，极大地改善了汽车玻璃的性能。

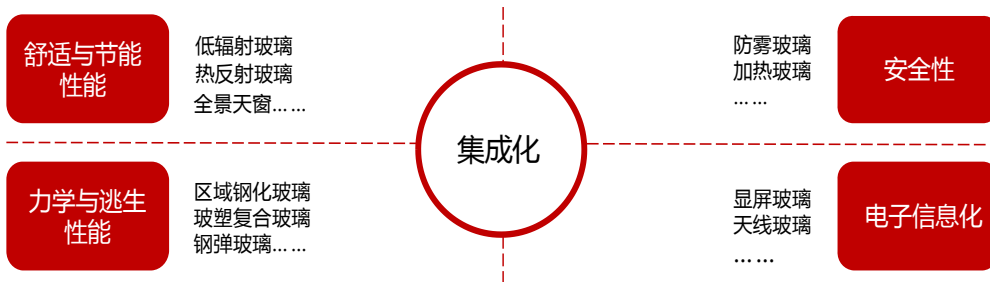
图 12: 汽车玻璃发展史



数据来源: 盖世汽车研究院, 西南证券整理

发展现状：消费升级，高附加值产品逐步渗透。如今，为满足消费者日益增长的需要，人们在传统玻璃的基础上集成注入天线、各种电子元件、加热线等附件，以实现接收信号、提供倒车影像、防水、加热等功能，高附加值汽车玻璃产品的渗透率不断提升。

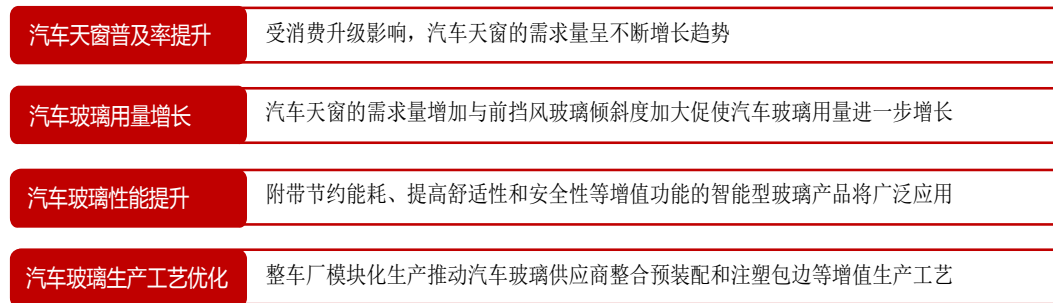
图 13：高附加值汽车玻璃



数据来源：盖世汽车研究院，西南证券整理

发展趋势：量价齐升，行业天花板尚远。天窗普及率提升与前挡风玻璃倾斜度加大促进汽车玻璃用量增长，高附加值产品逐步渗透以及增值生产工艺的加速研发推动汽车玻璃价格走高，汽车玻璃行业自带的量价齐升逻辑使得其市场容量逐年攀升，行业天花板尚远。

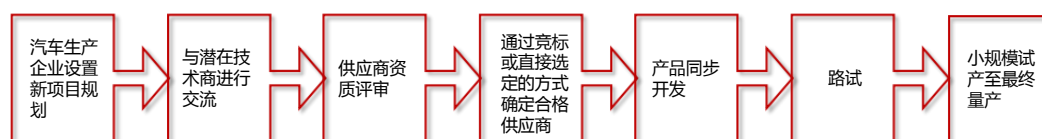
图 14：汽车玻璃发展趋势



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

产业链分析：浮法玻璃是汽车玻璃的原辅材料。浮法玻璃是通过连续地在金属槽上熔铸和漂浮而生产出来的碱石灰硅酸盐玻璃，它具有表面平行、光滑、透明的性质。生产浮法玻璃的主要原材料包括石英砂、纯碱、石灰石等。**汽车玻璃的下游市场包括 OEM 与 AM 市场。**由于汽车玻璃属于高度非标产品，不同车型所配汽车玻璃都需重新设计，所以在 OEM 方面，整车厂对汽车玻璃供应商的设计、开发、配套能力要求极高，从设立新车项目计划至最终量产耗时需长达 2.5 年之久。

图 15：汽车玻璃 OEM 配套流程



数据来源：西南证券整理

图 16：汽车玻璃产业链



数据来源：盖世汽车研究院，西南证券整理

2.2 全球汽玻市容量近 900 亿

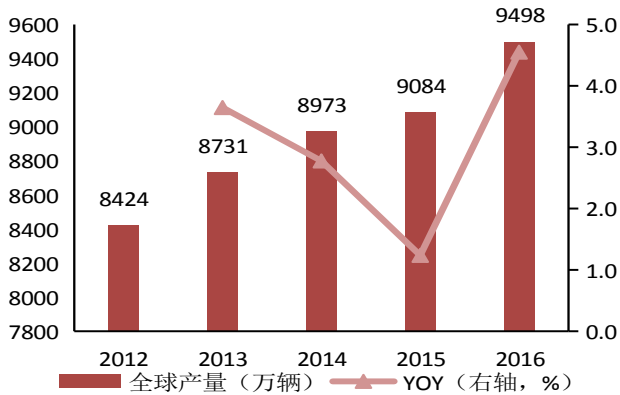
2016 年全球汽玻市容量 864 亿。汽车玻璃下游包括 OEM 与 AM 市场，这两大市场分别与汽车产量、汽车保有量有关。基于 2016 年的产量、保有量数据，对市容量保守测算如下：

针对 OEM 市场，2016 年全球新车产量 9498 万辆，对应所需玻璃 9498 万套。

针对 AM 市场，2016 年全球汽车保有量约为 133715 万辆。根据福耀玻璃提供数据，汽车玻璃年平均坏损率为 8.5%，坏损仅前挡风一面为 1/4 套，则 AM 市场对应汽玻需求 2841 万套。

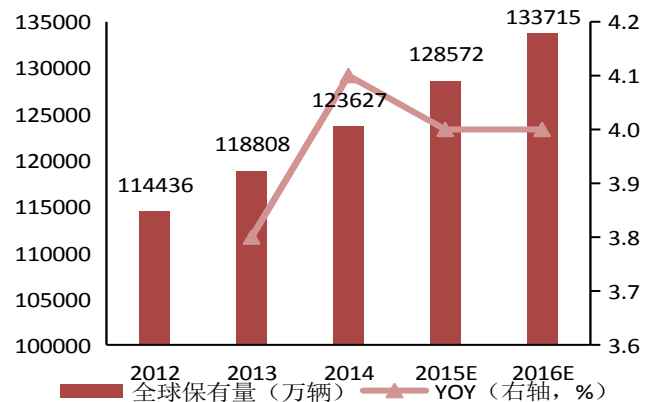
故 OEM 与 AM 市场合计需求 12339 万套。由于汽车玻璃单套售价 700 元左右，预计 2016 年汽车玻璃市场容量为 864 亿元。

图 17：2012-2016 年全球汽车产量



数据来源：OICA，西南证券整理

图 18：2012-2016 年全球汽车保有量



数据来源：OICA，西南证券整理（15、16 年保有量根据平均增速确定，下同）

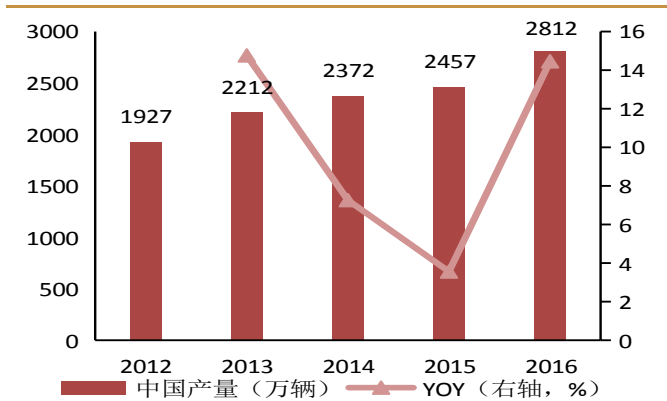
表 1: 2016 年全球市容量测算

AM 需求 (万辆)	OEM 需求 (万辆)	总需求 (万辆)	每套售价 (元)	市场容量 (亿元)
2841	9489	12339	700	864

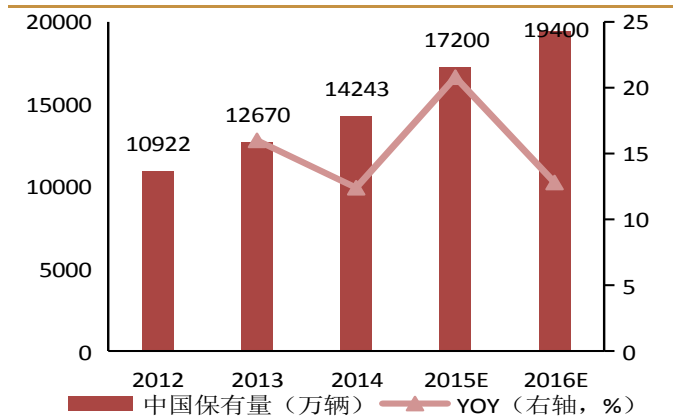
数据来源: 西南证券整理

2.3 中国+欧洲+美洲三足鼎立, 合计市容量超全球七成

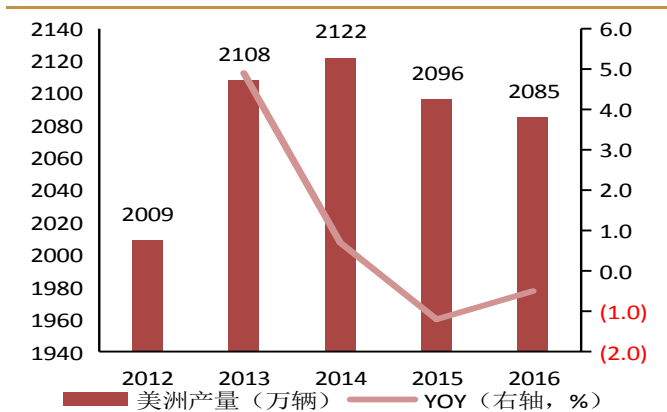
中国、美洲、欧洲为主要全球汽车市场。从汽车产量上来看, 中国、美洲、欧洲的汽车产量分别占全球的 30%、22% 与 23%, 合计占比 75%; 从汽车保有量上来看, 中国、美洲、欧洲的汽车保有量分别占全球的 15%、31% 与 30%, 合计占比 76%。因此, 中国、美洲、欧洲是全球汽车玻璃的主要市场。

图 19: 2012-2016 年中国汽车产量


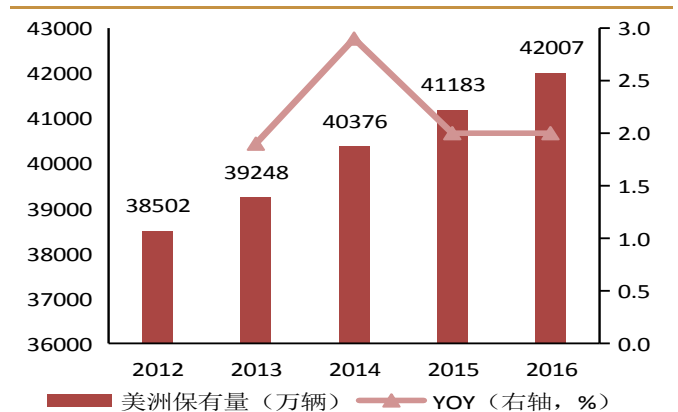
数据来源: OICA, 西南证券整理

图 20: 2012-2016 年中国汽车保有量


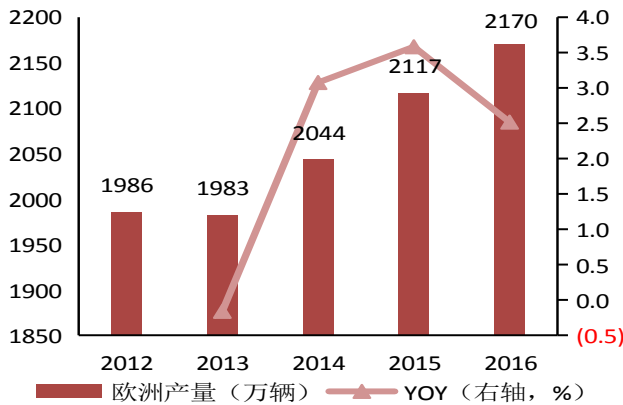
数据来源: OICA, 西南证券整理

图 21: 2012-2016 年美洲汽车产量


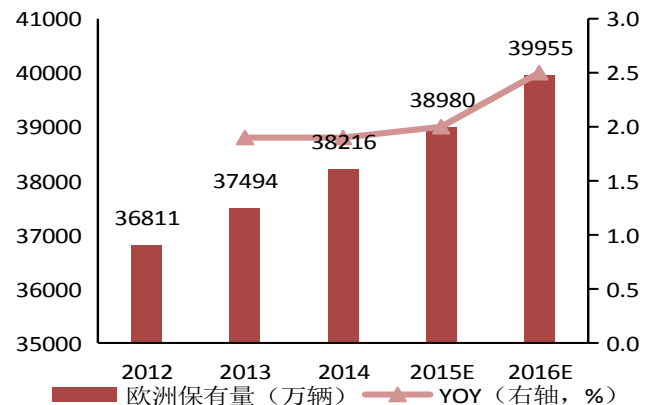
数据来源: OICA, 西南证券整理

图 22: 2012-2016 年美洲汽车保有量


数据来源: OICA, 西南证券整理

图 23: 2012-2016 年欧洲汽车产量


数据来源: OICA, 西南证券整理

图 24: 2012-2016 年欧洲汽车保有量


数据来源: OICA, 西南证券整理

中国、美洲、欧洲三足鼎立，汽玻市容量均为 200 亿元左右。由于欧洲汽车品牌多为高端品牌，美洲品牌也以中高端品牌居多，欧洲、美洲、中国每套汽车玻璃每套均价略有区别，预计分别为 800 元、700 元与 600 元。根据中国、美洲、欧洲的产量与保有量数据，参照全球市容量的算法，可得中国、美洲、欧洲的汽车玻璃市容量分别为 193 亿元、208 亿元与 241 亿元。

表 2: 2016 年中国、美国、欧洲市容量测算

国家或地区	AM 需求 (万辆)	OEM 需求 (万辆)	总需求 (万辆)	每套售价 (元)	市场容量 (亿元)
中国	412	2812	3224	600	193
美洲	893	2085	2978	700	208
欧洲	849	2170	3019	800	241

数据来源: 西南证券整理

综上，全球汽车玻璃市场容量为 864 亿元，其中中国、美洲、欧洲作为主要的汽车玻璃市场，市容量分别为 193 亿元、208 亿元与 241 亿元。

3 竞争优势凸显，福耀玻璃海外市占率提升可期

3.1 外资厂商系业界元老，福耀玻璃乃后起之秀

2006 年日本板硝子收购英国金皮尔顿汽车玻璃公司、2016 年美国 PPG 出售平板玻璃业务给 Vitro.S.A.de.C.V 之后，全球汽车玻璃市场愈发集中，目前全球汽车玻璃主要供应商有 5 家，分别是旭硝子、板硝子、圣戈班、信义玻璃与福耀玻璃。

旭硝子的母公司是日本最大的企业集团——三菱集团。三菱集团旗下东京三菱 UFJ 金融集团、三菱商社、三菱重工等多家公司跻身世界五百强，三菱汽车亦是三菱集团子公司。在日本汽车大产量与日本企业相对封闭的背景下，旭硝子背靠大集团，借力三菱汽车而稳固了在全球汽车玻璃市场的领先地位。与其他四巨头相比，旭硝子总资产与总营收规模位列第二，经营业务包括汽车玻璃、平板玻璃、电子、化学、制陶及其他，其中汽车玻璃营收比约为 28%。

板硝子的母公司是日本三大集团之一的住友集团。住友集团旗下的住友商事、住友生命保险公司、住友电工跻身世界五百强，集团实力亦不容小觑。板硝子凭借 2006 年对英国玻璃大厂金皮尔顿的收购，一跃跻身全球汽车玻璃行业前五。2016 财年，板硝子由于因中国和巴西业务恶化导致业绩亏损。板硝子主营玻璃产品，其中汽车玻璃占比 50%。

圣戈班集团是世界工业集团百强之一，2016 年名列世界五百强第 196 位，建材百强世界首位。圣戈班已在巴黎、伦敦、法兰克福、苏黎士、布鲁塞尔、阿姆斯特丹等交易所上市。圣戈班在五巨头中总资产、营收规模都首屈一指、由于业务经营广泛，汽车玻璃业务占营收比也最低，仅为 5% 左右。

信义玻璃是国际领先优质浮法玻璃生产商、中国主要的汽车玻璃生产商之一。信义玻璃在五巨头中体量最小，不论是总资产规模、营收规模还是人工数都次于其他四家厂商。其产品结构与板硝子较为相似，主营产品均为玻璃产品，其中汽车玻璃占营收比 29%。

表 3：全球五大汽车玻璃公司概况

	旭硝子	板硝子	圣戈班	信义玻璃	福耀玻璃
成立时间	1907 年	1918 年	1665 年	1988 年	1987 年
总部所在地	日本	日本	法国	中国香港	中国
上市交易所	东京	东京	巴黎、伦敦、法兰克福、苏黎士、布鲁塞尔、阿姆斯特丹	香港	上海
员工 (万人)	约 5.1	约 2.7	约 17	约 1.2	约 2.6
全球布局	在亚洲、欧洲、美洲超过 30 个国家与地区开展业务	在 28 个国家建厂，产品销往全球 130 个国家	设有 8 大研究中心，在全球 67 个国家设有代表处开展业务	在中国拥有七大生产基地，2015 年在马来西亚投资建浮法玻璃厂	中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 9 个国家和地区开展业务
2016 年主营构成 (营收占比)	汽车玻璃 28% 平板玻璃 25% 电子 20% 化学 25% 制陶业及其他 2%	汽车玻璃 50% 建筑玻璃 42% 功能玻璃 8%	新材料 (含玻璃与高性能材料) 25% 建筑产品 28% 建材分销 47%	汽车玻璃 29% 建筑玻璃 20% 浮法及超白光伏玻璃 51%	汽车玻璃 97% 其他 3%
2016 年市场构成 营收占比	日本和亚洲 68% 美洲 10% 欧洲 22%	南美与东亚 18% 欧洲 38% 日本 24% 北美 20%	法国 25% 其他西欧国家 42% 北美 13% 亚洲 20%	中国及香港 73.3% 北美洲 10.1% 欧洲 2.8% 其他 13.8%	国内 66% 海外 34%
2016 年总资产 (亿元)	1319	467	3198	215	299
2016 年营收 (亿元)	841	324	2869	116	166
2016 年归母净利润 (亿元)	31	-16	96	26	31
市值 (亿元)	652	-	1878	269	574

数据来源：各公司官网，西南证券整理 (板硝子 2016 财年由 2015 年第二、三、四季度与 2016 年第一季度构成，由于板硝子近两年营收增速不超 3%，为简化问题，将板硝子的 2016 财年视为可比期间处理；各公司总资产使用期末汇率折算，营收与归母净利润使用平均汇率折算)

五巨头汽车玻璃业务分析

1) 全球化产业布局分析: 旭硝子、板硝子与圣戈班由于公司历史悠久, 已基本完成全球化建厂布局, 信义玻璃与福耀玻璃作为后起之秀, 海外建厂才刚拉开序幕。福耀玻璃在美国代顿汽车玻璃工厂与美国芒山浮法玻璃工厂(2014年从美国PPG中收购而来, 翻新改建成两条浮法玻璃生产线), 在俄罗斯设有一家汽车玻璃工厂与浮法玻璃工厂, 德国工厂正在筹建中。而信义玻璃于2015年在马来西亚新建的浮法玻璃工厂已点火, 目前尚未在海外建设汽车玻璃工厂。

2) 上下游分析: 五大巨头均将产业链向上游延伸, 下游均主要面向亚洲、欧洲、美洲市场。五大巨头生产浮法玻璃作为汽车玻璃原材料以避免上游供给不稳定与降低原材料成本; 由于汽车玻璃就近配套的需要, 旭硝子、圣戈班、信义玻璃与福耀玻璃的营收主要来源均来自本地市场, 板硝子因蛇吞象收购英国金皮尔顿公司导致欧洲市场占比超过日本本地市场。

表 4: 五巨头汽车玻璃业务概览

	旭硝子	板硝子	圣戈班	信义玻璃	福耀玻璃
2016 年汽玻业务 占总营收比	28%	50%	约 5%	29%	97%
全球汽玻 业务布局	在欧洲、亚洲、美洲建有 22 家工厂。	在欧洲、日本、美洲、中国、马来西亚、印度等 14 个国家与地区建有 22 家工厂。	在欧洲、亚洲和美洲建有 35 家工厂, 7 家研发中心	在中国内地建有 7 大生产基地, 2015 年在马来西亚投资建设浮法玻璃厂。	在国内 9 个省市建有工厂, 在俄罗斯、德国、美国建立了汽车玻璃生产线以及 4 家研发中心
上游 产业链延伸	纯碱、硅砂、浮法玻璃	浮法玻璃	矿产、浮法玻璃	硅砂、浮法玻璃	硅砂、浮法玻璃
主要市场 营收占比	日本与亚洲 50% 美洲 21% 欧洲 30% 内部抵消-1%	欧洲 45% 日本 18% 北美 27% 南美及其他 10%	暂无	中国 73% 北美 10% 欧洲 3% 其他 14%	中国 65% 美国 19% 欧洲 16%
2016 年汽玻营收 (亿元)	235	162	126	34	161

数据来源: 各公司官网, 西南证券整理 (福耀玻璃美洲、欧洲数据为分析师合理推算; 信义玻璃暂无汽车玻璃分地区营收数据, 表中主要市场营收占比借鉴自其总营收各地区占比。)

3) 产品与客户分析: 福耀玻璃产品竞争力、下游客户结构与外资巨头不相上下。五大巨头均能生产高附加值产品, 其中以旭硝子产品最为多元, 其他巨头产品相差无几。下游客户结构方面, 五大巨头中以圣戈班下游高端客户最多, 包括保时捷、劳斯莱斯、法拉利、玛莎拉蒂等, 信义玻璃大多配套单车价值量较低的轻卡、重卡等。旭硝子、福耀玻璃的下游客户结构不相上下。

表 5：五巨头汽车玻璃产品结构

公司名称	汽车玻璃产品结构
旭硝子	浮法玻璃、抗紫外线玻璃、抗红外线/抗紫外线玻璃、隐私保护玻璃、隔音玻璃、车门夹层玻璃、低辐射镀膜玻璃、防水车门玻璃、电热抗雾玻璃、附发热雨刷的挡风玻璃、热膜挡风玻璃、热丝挡风玻璃、印刷式玻璃天线、内嵌 DTV 玻璃天线、抬头显示器玻璃、模块化车窗、全景天窗
板硝子	低辐射玻璃、憎水玻璃、玻璃包装、天线玻璃、着色玻璃、夹层玻璃、天窗
圣戈班	镀膜玻璃、抗红外线玻璃、加热玻璃、调光玻璃、夹层玻璃、隔音玻璃、全景天窗、模块化、提供定制设计等
信义玻璃	前风挡夹层玻璃、夹丝夹层玻璃、加发热丝天线钢化玻璃、热反射汽车玻璃、车用钢化玻璃、抬头显示玻璃
福耀玻璃	抬头显示前挡玻璃、加热玻璃、憎水玻璃、镀膜天线/夹丝天线/印刷天线玻璃、隔音玻璃、电致变色、镀膜玻璃、太阳能玻璃、全景天窗、集成模块化包边

数据来源：各公司官网，西南证券整理

表 6：五巨头汽车玻璃下游客户

公司名称	汽车玻璃下游客户
旭硝子	特斯拉、保时捷、梅赛德斯-奔驰、SMART、奥迪、宝马、宝马迷你、克莱斯勒、雷诺、西雅特、阿尔法-罗密欧、通用、雪铁龙、达西亚、大发、DS（蒂艾仕）、菲亚特、福特、扶桑、日野、丰田、大众、本田、因特威、蓝旗亚、三菱、尼桑、欧宝、标致、斯柯达、斯巴鲁、铃木、WEBASTO 八千代、爱信精机
板硝子	法拉利、奔驰、宝马、通用、沃尔沃、克莱斯勒、标致、雪铁龙、丰田、日产、布加迪、奔驰、福特、力帆等
圣戈班	保时捷、劳斯莱斯、法拉利、玛莎拉蒂、凯迪拉克、雷诺、梅赛德斯、奥迪、宾利、宝马、阿尔法-罗密欧、道奇、吉普、路虎、林肯、英菲尼迪、克莱斯勒、沃尔沃、西雅特、别克、大众、比亚迪、CECOMP、雪弗兰、雪铁龙、大宇、巴贾杰、大发、东风、Eicher、吉利-新帝豪、一汽、菲亚特、Force、福特、吉利、长城、霍顿、本田、现代、五十铃、依维柯捷豹喀拉拉、起亚、蓝旗亚、马亨德拉、马自达、三菱、尼桑、欧宝、标致、比亚乔、庞蒂亚克、宝腾、威麟、罗孚、萨博、三星、萨图思、斯柯达、双龙、斯巴鲁、铃木、塔塔、丰田、TVS
信义玻璃	奇瑞、一汽、莲花、英伦、金杯、宇通、江淮、吉利、江铃、青年、尼桑、开瑞
福耀玻璃	奥迪、奔驰、凯迪拉克、路虎、克莱斯勒、道奇、宾利、宝马、沃尔沃、大众、别克、中华、奇瑞、菲亚特、丰田、大发、欧宝、福特、小松集团、起亚、上汽通用五菱、江淮、马自达、通用汽车、福田、霍顿、现代、长城、雪弗兰、塔塔集团、比亚迪、吉利、雪铁龙、铃木、三菱、标致、海马、昌河汽车、本田、上汽集团、江铃、五十铃、尼桑、广汽传祺、东风汽车、东南汽车、一汽集团、恩坦华

数据来源：各公司官网及互联网，西南证券整理（加粗车型为高端车型，板硝子下游客户数据不全）

4) 经营成果分析：福耀玻璃营收规模位居第三。由于历史悠久与较早开始全球化布局，旭硝子在五巨头中营收位列第一，突破 200 亿元。板硝子与福耀玻璃的汽车玻璃营收分别为 162 亿元、161 亿元，规模大小旗鼓相当。圣戈班汽车玻璃业务营收规模紧随其后，为 126 亿元。受制于产能有限与下游客户结构较为低端，信义玻璃是五大巨头中唯一一家汽车玻璃营收尚未达到百亿元级别的公司，营收规模仅为 62 亿元。

综上，与旭硝子、板硝子与圣戈班等资历深厚的外资厂商相比，福耀玻璃属于汽车玻璃行业的“晚辈”，既无大集团可依靠，总资产规模也较小，加之海外建厂才刚刚拉开序幕，总体来看，综合实力稍逊一筹。但与外资竞争者不同的是，福耀玻璃因较迟切入汽车玻璃市场，享有设备自动化水平更高、生产工艺更灵活等后发优势，当前的海外建厂正是福耀玻璃厚积薄发的开始，因此在五巨头中，我们最看好福耀玻璃的汽车玻璃业务发展前景。

3.2 福耀玻璃称霸国内市场，外资厂商占据海外大头

我们认为，在考察具体汽车玻璃企业的市占率问题上，使用营收口径比使用套数口径更为合适。若仅使用套数衡量则会忽略高附加值产品与高端客户较高的单车价值量，营收口径不仅衡量了“量”，也考虑了“价”。

从全球市场来看，旭硝子、板硝子是福耀玻璃在全球市场的主要竞争对手。旭硝子、板硝子、福耀玻璃、圣戈班、信义玻璃的汽车玻璃业务全球范围内营收分别为 235 亿元、162 亿元、161 亿元、126 亿元、34 亿元，若以营收规模为尺度测算各大巨头的市占率，则旭硝子、板硝子、福耀玻璃、圣戈班、信义玻璃市占率分别为 27.2%、18.8%、18.6%、14.5%、3.9%。旭硝子、板硝子是福耀玻璃的主要竞争对手，尤其是旭硝子，营收规模将近福耀玻璃的 1.5 倍。

图 25：五大巨头在中国、美洲、欧洲的汽车玻璃工厂布局



数据来源：各公司官网，西南证券整理

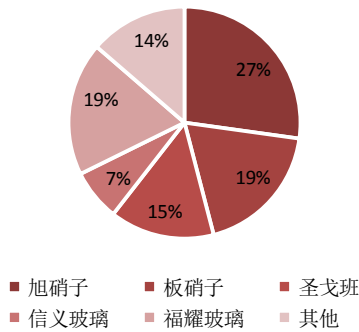
表 7：2016 年五巨头分市场销售额

国家或地区	市场容量 (亿元)	旭硝子销售额 (亿元)	板硝子销售额 (亿元)	圣戈班销售额 (亿元)	信义玻璃销售额 (亿元)	福耀玻璃销售额 (亿元)
全球	864	235	162	126	34	161
中国	193	-	-	-	25	106
美洲	208	50	50	-	3	31
欧洲	241	71	73	-	1	24
日本及其他地区	219	-	-	-	5	0

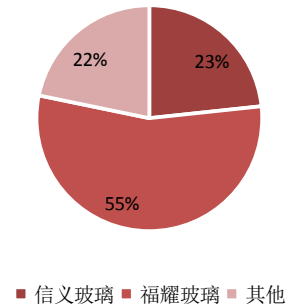
数据来源：西南证券整理（注：由于圣戈班缺乏汽车玻璃分地区营收数据，在后续市占率分析中，圣戈班的市占率均在其他之列）

从中国市场来看，福耀玻璃市占率 55%，具备绝对领先优势。福耀玻璃与信义玻璃凭借本土优势国内取得了较好的经营成果，2016 年在华销售额分别为 106 亿元与 25 亿元，中国

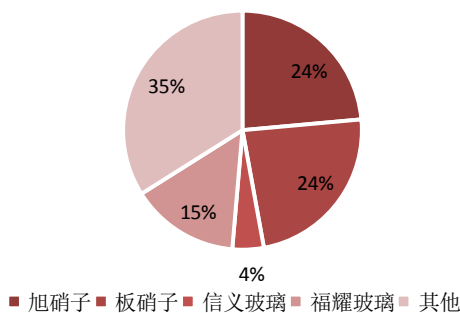
汽车玻璃市场市容量约为 193 亿元，故二者市占率分别为 55%与 13%，福耀玻璃在国内市场具备绝对的领先优势。

图 26：全球市场竞争格局


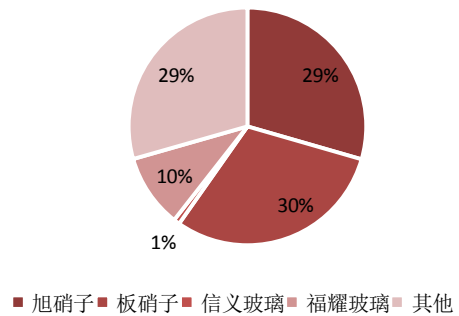
数据来源：各公司官网，西南证券整理

图 27：中国市场竞争格局


数据来源：各公司官网，西南证券整理

图 28：美洲市场竞争格局


数据来源：各公司官网，西南证券整理

图 29：欧洲市场竞争格局


数据来源：各公司官网，西南证券整理

从美洲市场来看，旭硝子与板硝子是福耀玻璃的主要竞争对手，2016 年美洲本土主要供应商分崩离析，为福耀玻璃切入市场提供了契机。北美汽车玻璃市场主要有美国 PPG、美国加迪安等大型本土厂家，南美汽车玻璃市场主要由板硝子与圣戈班供货。2016 年是美洲汽车玻璃市场动荡之年，原美国汽车玻璃主要产商 PPG 在先后经历了多次玻璃业务的剥离之后，退出玻璃行业，专营涂料行业。另美国汽车玻璃主要供应商加迪安工业公司 55.5% 股权被科氏工业公司收购。美国本土汽车玻璃企业的动荡为福耀切入美国市场腾出市场空间。2016 年，美洲汽车玻璃市场市容量约为 208 亿元，旭硝子、板硝子、福耀玻璃在美洲的销售额分别为 50 亿元、50 亿元、31 亿元，故市占率分别为 24%、24%、15%，旭硝子与板硝子将是未来福耀进军美国市场的强劲竞争对手。

从欧洲市场来看，旭硝子、板硝子与圣戈班是福耀玻璃的主要竞争对手。旭硝子、板硝子（金皮尔顿）、圣戈班长期在欧洲汽车玻璃市场占有主导地位，另有意大利平板玻璃制造商 Sangalli Vetro Porto Nogaro（2016 年被土耳其 Sisecam-Trakya Cam 公司收购）也占有一席之地。欧洲汽车玻璃市场市容量为 241 亿元，旭硝子、板硝子、信义玻璃与福耀玻璃在欧洲的销售额分别为 71 亿元、73 亿元、1 亿元、24 亿元，故市占率分别为 30%、30%、

0%、10%，剩余的 30% 市场份额几乎由圣戈班占据，故板硝子、圣戈班、旭硝子是福耀玻璃在欧洲的主要竞争对手。

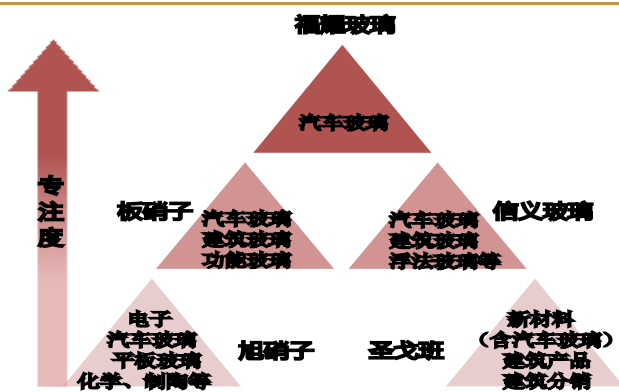
综上，福耀玻璃在国内市占率已高达 55%，在全球市占率仅为 19%（位居第三），与国内市场相比，海外市场具备更为广阔的提升空间，预计海外市场将是福耀玻璃提升市场份额的主战场。放眼海外，福耀玻璃美洲、欧洲的市占率分别为 15%、10%，在美洲市场的主要竞争对手是旭硝子与板硝子，在欧洲市场主要竞争对手是板硝子、圣戈班与旭硝子，先行者与后发者的市场份额争夺战正在上演。

3.3 三大竞争优势凸显，福耀玻璃海外市占率提升指日可待

1) 经营专注度最高，生产工艺优势明显

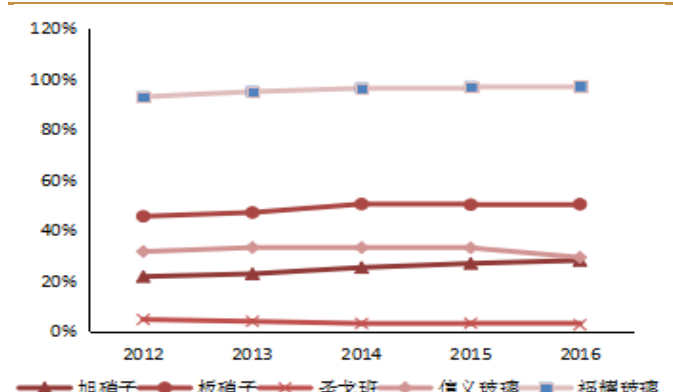
不论从业务角度还是营收占比角度来看，福耀玻璃都是五巨头中经营汽车玻璃最为专注的公司。从经营业务角度分析，福耀玻璃专注生产销售汽车玻璃，而其他竞争对手业务经营宽泛，板硝子与信义玻璃除了经营汽车玻璃业务外，还经营其他玻璃业务，旭硝子与圣戈班除了生产销售玻璃产品外，还涉足其他非玻璃业务。从汽车玻璃业务营收占比角度分析，长期以来，福耀玻璃的主营业务收入 90% 以上都来自汽车玻璃，2016 年该比例已高达 97%。2016 年板硝子、信义玻璃、旭硝子、圣戈班的汽车玻璃业务占比分别为 50%、29%、28% 与 5%，汽车玻璃业务经营专注度远不及福耀玻璃。

图 30：业务经营专注度分级图



数据来源：各公司官网，西南证券整理

图 31：2012-2016 年福耀汽车玻璃业务占营收比



数据来源：各公司官网，西南证券整理

得益于潜心专注经营，福耀玻璃生产工艺竞争优势明显。2008 年的金融危机给汽车玻璃行业格局带来巨大的变化，外资巨头因原有的大批量生产模式与个性化、小批量的消费需求相悖，导致成本高涨，盈利水平大降。在工业 4.0 方兴未艾之际，福耀玻璃乘势而上，通过自动化和信息化不断融合，仅用两年的时间打造两化智能工厂已走在全球同行前列，练就出快速的新车型反应能力以及独有的多批次、小批量的柔性化生产工艺，促使公司的切材率、成品率高出竞争对手 1-2 个百分点，生产效率高出 25%。

我们认为，福耀玻璃之所以能在汽车玻璃行业突出重围与其高度专注经营不无关系。一方面，心无旁骛方能游刃有余，专注经营使得福耀玻璃在汽车玻璃领域不断深耕，对新车型配套的反应速度以及多批次、小批量的生产方式在竞争对手手中占上风；另一方面，福耀玻璃

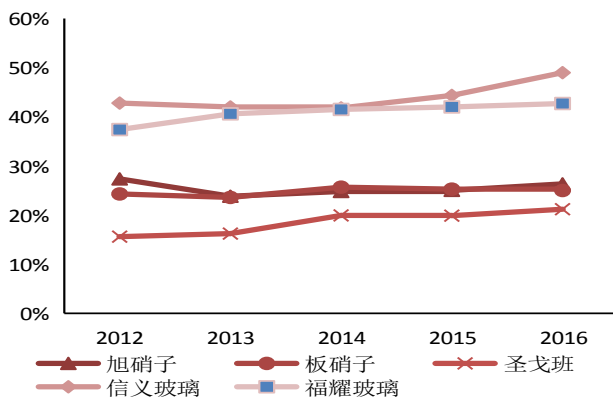
汽车玻璃占比维持在每年 95%左右,把所有的鸡蛋放在一个篮子里,也体现了福耀玻璃对经营好汽车玻璃业务有着十足的把握与强大的决心。

2) 盈利能力远胜外资巨头

福耀玻璃汽车玻璃业务的毛利率、营业利润率远胜外资巨头。与旭硝子、板硝子、圣戈班三大外资巨头相比,福耀玻璃在毛利率与营业利润率遥遥领先。毛利率方面,福耀玻璃汽车玻璃产品毛利率自 2012 年起逐年增加,2016 年创新高,达 42.7%,而其他三大对手毛利率均在 30%以下。营业利润率方面,福耀玻璃营业利润率自 2012 年起也逐年增加,2016 年创新高,达 22.5%,而其他三大竞争对手营业利润率均在 10%以下。外资巨头的盈利能力明显处于劣势。

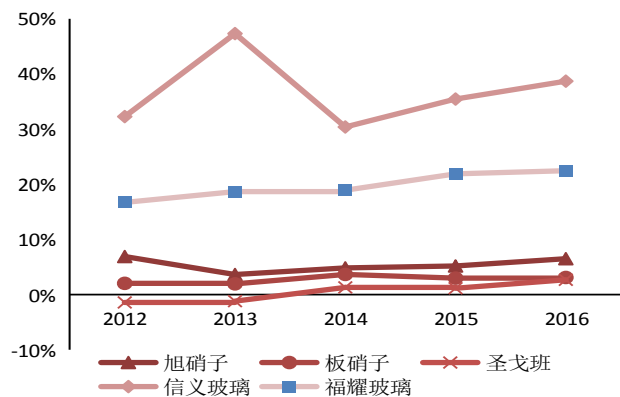
信义玻璃虽较福耀玻璃具备更强的盈利能力,但其不足以对福耀玻璃构成威胁。理由主要有 3 点:其一,信义玻璃的汽车玻璃业务下游客户较为低端,多为单车配套价值量较低的轻卡、重卡等商用车;其二,信义玻璃汽车玻璃业务体量较小,2016 年仅为 37 亿元,在 73%均销往国内的情况下,在中国的市占率不及福耀玻璃的 1/4,二者尚存不小差距;其三,信义玻璃经营重心在于营收占比 51%的浮法及超白光伏玻璃,近两年浮法玻璃业务相继扩张,汽车玻璃业务逐步萎缩,预计未来在汽车玻璃业务上更无法与福耀玻璃抗衡。

图 32: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃产品毛利率



数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

图 33: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃产品营业利润率

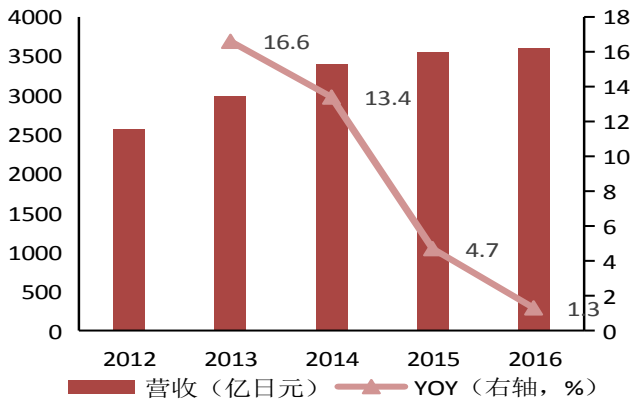


数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

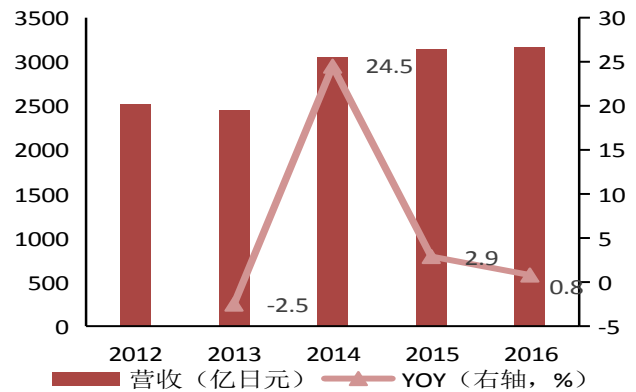
3) 相对资本支出最大, 为后续市场扩张奠定基础

与竞争对手相比,福耀玻璃营收规模增长势头正猛。2013-2016 年,旭硝子、板硝子、圣戈班、信义玻璃与福耀玻璃的汽车玻璃营收年均复合增速分别为 8.8%、5.9%、13.7%、4.5%、14.1%,福耀玻璃的年均复合增速最高。从营收规模的趋势来看,其他四大竞争对手整体营收增速逐渐放缓,旭硝子、板硝子、圣戈班在 2016 年几乎增长停滞,信义玻璃在 2016 年甚至还出现了负增长,仅有福耀玻璃营收规模增长势头正猛。

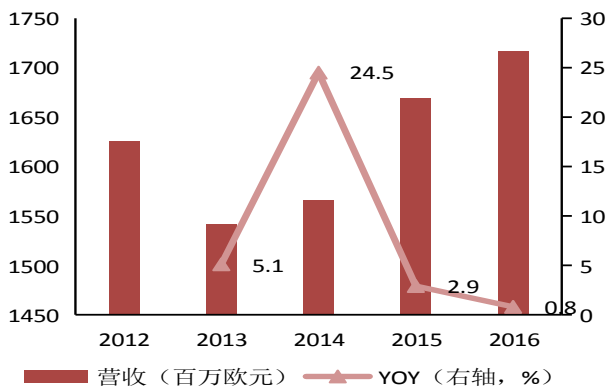
福耀玻璃资本支出占营收比最大,为后续市场开拓奠定坚实基础。福耀玻璃的资本支出占营收比于 2014 年赶超其他竞争对手,并将这一优势一直延续至 2016 年。2016 年福耀玻璃资本支出占营收比高达 22%,相比之下,福耀玻璃的竞争对手旭硝子、信义玻璃、圣戈班、板硝子的资本支出占营收比均不超 15%,其中圣戈班与板硝子甚至不及 10%。竞争对手资本支出不足直接影响其市场扩张进程,而福耀玻璃则有望凭借较高的资本支出为市场扩张奠定坚实的基础。

图 34: 2012-2016 年旭硝子汽车玻璃营收规模趋势


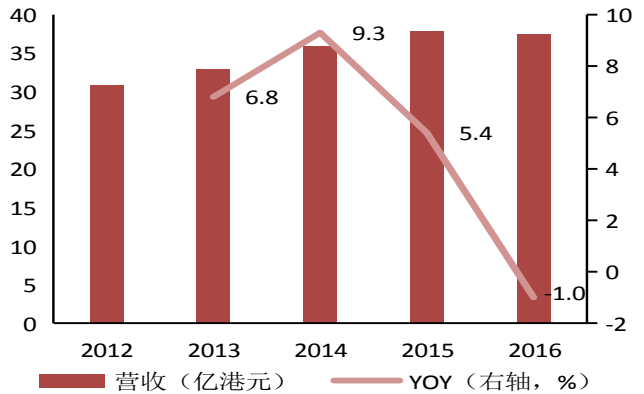
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 35: 2012-2016 年板硝子汽车玻璃营收规模趋势


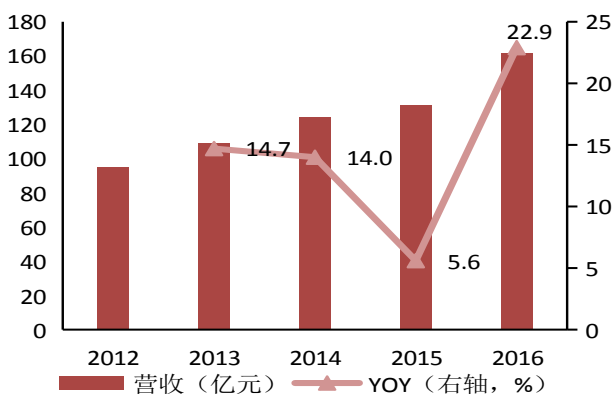
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 36: 2012-2016 年圣戈班汽车玻璃营收规模趋势


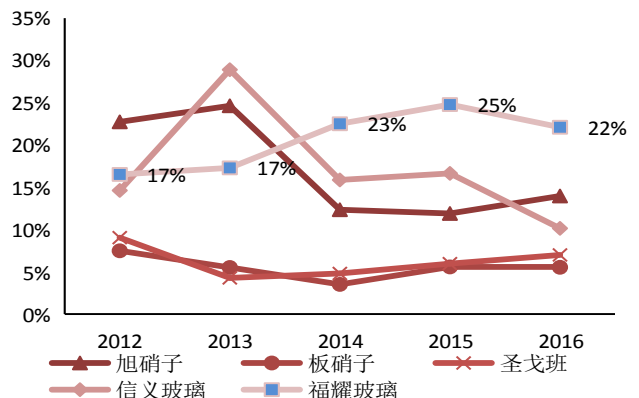
数据来源: 公司官网, 西南证券整理 (由于圣戈班仅有 15 年有汽车玻璃占总营收比数据, 以上数据根据汽玻营收占比始终为 5% 估计而得)

图 37: 2012-2016 年信义玻璃汽车玻璃营收规模趋势


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 38: 2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃营收规模趋势


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 39: 2012-2016 年五巨头汽车玻璃资本支出占营收比


数据来源: 各公司官网, 西南证券整理

综上, 虽然福耀玻璃在产品竞争力、下游客户结构方面与外资巨头不相上下, 但在生产工艺、盈利能力与相对资本支出方面遥遥领先。随着海外建厂布局逐步深化, 福耀玻璃有望凭借三大核心竞争力在海外市场抢占份额, 预计福耀玻璃海外市占率的提升指日可待, 未来有望成为全球汽玻行业王者之师。

4 产品量价齐升+成本或将下行，毛利率有望高企

4.1 高附加值产品持续渗透，助推汽玻业务量价齐升

高附加值产品逐步渗透，汽车玻璃产品量价齐升。2012-2016年福耀玻璃汽车玻璃销售量与单价均呈增长趋势，其中，汽车玻璃销售量年均复合增速 9.9%，汽车玻璃单价年均复合增速 3.9%，2016 年的提升尤为明显，销量增长了 15 个百分点，价格增长了近 7 个百分点。量的提升主要由于 2016 年约 14% 的汽车行业销量增速与新增订单所致，价的提升主要原因在于包边、天窗、LOW-E 等高附加值产品在汽车玻璃产品中占比的提升。2016 年福耀玻璃研发费用达 7.3 亿元，占营收比重约 4.4%，预计随着研发支出的加大，福耀玻璃产品有望进一步升级。公司目前高附加值产品占比仅为 33%（2015 年为 30%，即 2016 年高附加值产品渗透率占比提升 3%，汽玻产品 ASP 提升 6%），受益于高附加值产品愈发为消费者所接受，预计福耀玻璃继续维持汽车玻璃产品量价齐升是大概率事件，**根据 ASP 增长趋势，我们估计 2017 年汽车玻璃提价 6% 左右，即每平米涨至 161.5 元。**

表 8：2016 年汽车玻璃销售情况

	2012	2013	2014	2015	2016
销售额 (百万元)	9514.8	10912.0	12439.4	13137.8	16145.3
销售量 (百万平方米)	72.6	82.4	90.9	92.0	105.9
单价 (元/平方米)	131.0	132.5	136.8	142.8	152.4

数据来源：wind，西南证券整理

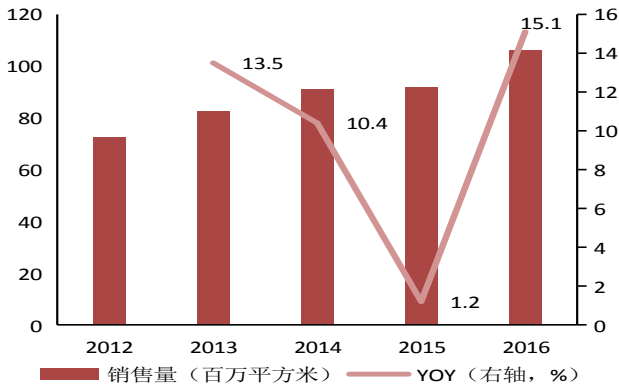
提价逻辑的可持续性分析：假设未来每年均可提升 3%，则还需 12 年高附加值产品渗透率达 70%，在每年高附加值产品渗透率提升 3% 的情形下，以 2012-2016 年 ASP 复合增速 3.9% 为基础、叠加产品规模效应后的成本下降，预测未来 12 年 ASP 复合增速 3%，则 12 年后公司产品 ASP 可达 217 元，较 16 年 ASP 仍有 43% 的提升空间，提价逻辑长期存在，公司可持续发展较为确定。

表 9：2016 年汽车玻璃销售情况

	2012	2013	2014	2015	2016
销售额 (百万元)	9514.8	10912.0	12439.4	13137.8	16145.3
销售量 (百万平方米)	72.6	82.4	90.9	92.0	105.9
单价 (元/平方米)	131.0	132.5	136.8	142.8	152.4

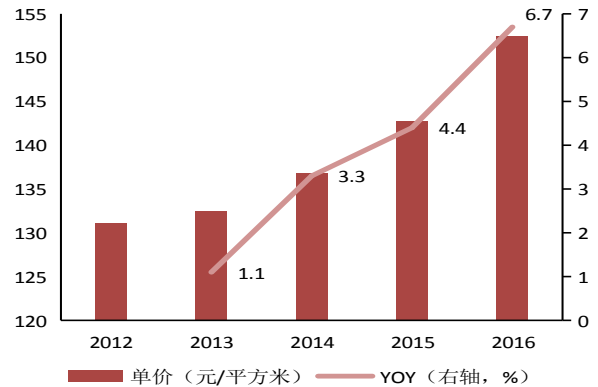
数据来源：wind，西南证券整理

图 40：2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃销量



数据来源：wind，西南证券整理

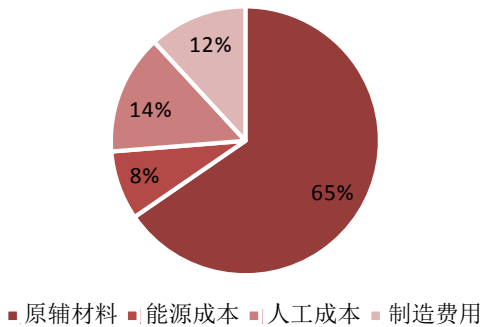
图 41：2012-2016 年福耀玻璃汽车玻璃单价



数据来源：wind，西南证券整理

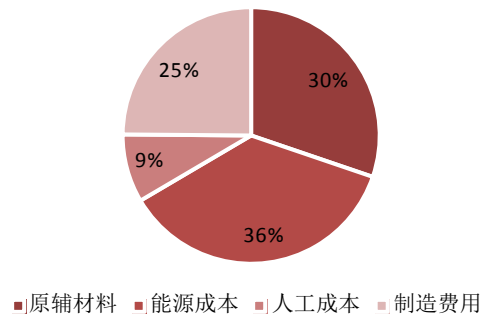
4.2 纯碱价格触顶回调+筹划天然气海外进口，成本有望下行

图 42：福耀玻璃汽车玻璃成本结构



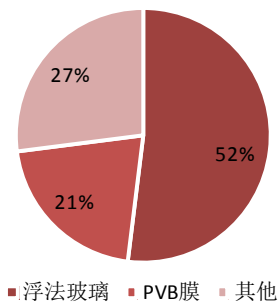
数据来源：wind，西南证券整理

图 43：福耀玻璃浮法成本结构



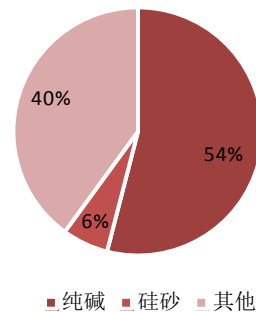
数据来源：wind，西南证券整理

图 44：福耀玻璃汽车玻璃原材料成本结构



数据来源：wind，西南证券整理

图 45：福耀玻璃浮法原材料成本结构

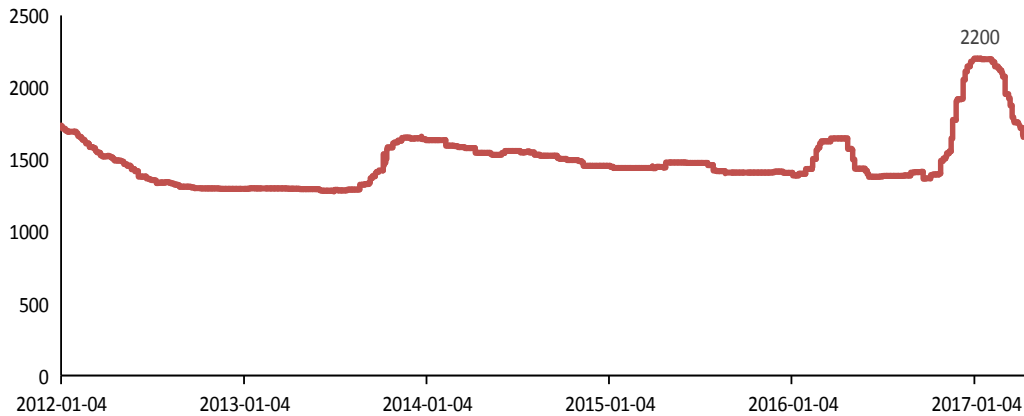


数据来源：wind，西南证券整理

福耀玻璃汽车玻璃成本包括浮法玻璃（占总成本比为 34.0%）、PVB 膜（13.7%）、其他原辅材料（17.7%）、能源成本（8.3%）、人工成本（14.4%）与制造费用（11.9%）。浮法玻璃的成本包括纯碱（16.3%）、硅砂（1.8%）、其他原辅材料（12.1%），能源成本（即天然气，36.3%）、人工成本（8.6%）、制造费用（24.9%）。

故天然气占汽车玻璃总成本的 12.3%，纯碱占汽车玻璃总成本的 5.5%。

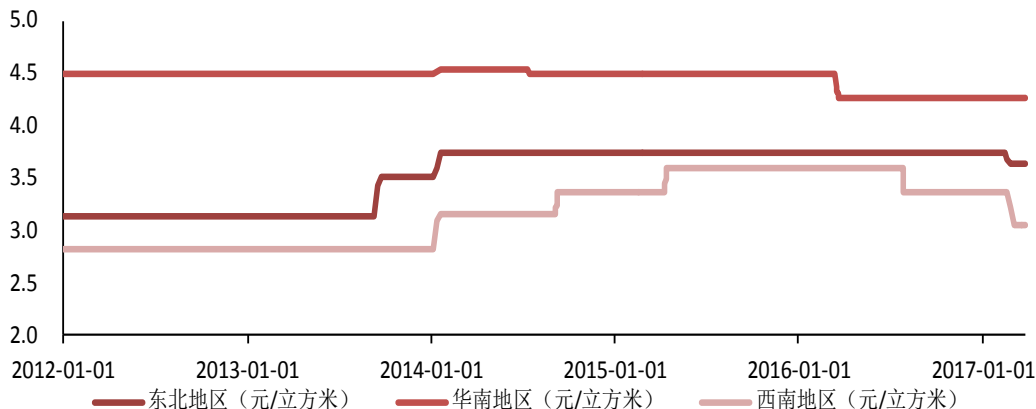
图 46：重质纯碱全国市场价（中间价，日度数据，元/吨）



数据来源：wind，西南证券整理

纯碱价格触顶回调，成本有望下探。在国际油价上升、人民币贬值、经济小幅回暖背景下，大宗商品价格持续上涨，多数品种 2016 年涨幅创出新高。玻璃也不例外，2016 年年内作为汽车玻璃原材料的重质纯碱价格从 1300 元/吨冲高至年底的 2200 元/吨，涨价幅度高达 70%。2017 年年初纯碱价格急转直下，虽然价格大幅下滑，但纯碱厂库存仍处在高位，较大的库存压力催生纯碱市场的悲观情绪。尽管浮法玻璃市场下游开工偏稳，但新增订单有限，需求跟进表现不足。截止至 2017 年 4 月 13 日，纯碱价格已下跌至 1657 元/吨，与年初相比，已下跌了 26%。预计纯碱价格在 2017 年将至少下降 20%，促使产品原材料成本下降。

图 47：国内天然气工业市场平均价（日度数据）



数据来源：wind，西南证券整理

筹备天然气进口事宜，成本下行可期。为降低天然气成本，2017 年福耀玻璃研究新的天然气采购策略，由原先的国内本土采购延伸至从海外进口液化天然气的方式。海外天然气成本约为国内的 1/3 左右，若天然气进口取得一定的进展，预计 2017 年天然气成本有望降低 5% 左右。

综上，纯碱价格触顶回调，预计 2017 年纯碱降价 20% 是大概率事件，公司正筹备天然气进口事宜，若取得较好的进展，预计天然气可降价 5% 左右，故 2017 年福耀玻璃成本有望下行。

4.3 产品持续提价+成本有望下行，毛利率提升可期

基于 4.2 的分析，预计 2017 年福耀玻璃汽车玻璃产品 ASP 提升 6%，基于 4.3 的分析，预计 2017 年纯碱降价 20% 是大概率事件，天然气则有望降价 5%。在此基础上，我们对公司毛利率进行预测如下：

表 10：产品提价与纯碱降价对毛利率的影响

纯碱价格波动	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
汽玻 ASP 增速						
2%	44.0%	44.2%	44.3%	44.5%	44.6%	44.8%
4%	45.1%	45.2%	45.4%	45.5%	45.7%	45.8%
6%	46.1%	46.3%	46.4%	46.6%	46.7%	46.9%
8%	47.1%	47.3%	47.4%	47.6%	47.7%	47.8%

数据来源：西南证券测算

预计 2017 年纯碱价格至少降低 20%，在汽玻产品 ASP 提升 6% 且其他成本未变动的前提下，对应产品毛利率为 46.6%，较 2016 年有望提升 3.9 个百分点。

表 11：产品提价与天然气降价对毛利率的影响

天然气价格波动	-5%	-10%	-15%	-20%	-25%	-30%
汽玻 ASP 增速						
2%	44.2%	44.5%	44.9%	45.2%	45.6%	45.9%
4%	45.3%	45.6%	45.9%	46.3%	46.6%	47.0%
6%	46.3%	46.6%	47.0%	47.3%	47.6%	48.0%
8%	47.3%	47.6%	48.0%	48.3%	48.6%	48.9%

数据来源：西南证券测算

假设进口天然气进展顺利，2017 年天然气有望降价 5%，在汽车玻璃产品 ASP 提升 6% 且其他成本未变动的前提下，对应产品毛利率为 46.3%，较 2016 年可提升 3.6 个百分点。

表 12：2011-2016 年福耀玻璃人工成本（亿元）

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
汽车玻璃人工成本	4.8	6.0	7.6	9.2	10.1	14.5
浮法玻璃人工成本	0.5	0.7	0.6	0.6	0.7	1.6

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
合计人工成本	5.4	6.7	8.2	9.8	10.8	16.1
YOY		24.3%	22.8%	18.9%	11.0%	49.1%

数据来源：西南证券测算

2016年纯碱价格创五年内新高，从1300元/吨上涨至2200元/吨，大幅上涨70%；美国工厂由于正式投产新增2300名工人，合计年成本7.4亿元；在纯碱与人工成本均大幅增长的严峻形势下，2016年福耀玻璃毛利率仍提升了0.7个百分点。反观2017年，纯碱价格下行，美国工厂仅新增300人（合计年成本1.0亿元），相比2016年成本压力放缓，毛利率提升较为确定。综合以上因素，考虑到其他原材料价格存一定的不确定性，我们保守估计2017年福耀玻璃毛利率提升0.8个百分点。

5 业绩有望持续放量，扣除汇兑损益后内生增速超市场预期

5.1 产能扩张加速，海外建厂有利可图

现有产能利用充分。2016年福耀玻璃拥有国内汽车玻璃产能2600万套，国外汽车玻璃产能400万套，合计拥有汽车玻璃产能3000万套。2016年，福耀玻璃约出售2615万套汽车玻璃，故福耀玻璃产能利用率约为87%。产能未利用充分非因为订单不足，而是由于汽车玻璃作为高度非标的汽车零部件，必须留出15%左右的产能空间给OEM做配套设计，以满足OEM市场新车源源不断的需求。

为满足全球化战略需要，福耀玻璃正加速布局国内外产能。汽车玻璃产能方面，福耀玻璃正加快投资建设汽车玻璃工厂，其中400万套产能的苏州工厂正在规划筹建中，400万套产能的天津工厂（国内规模最大、自动化、智能化程度最高的汽车玻璃生产基地）于2016年10月已进入试生产阶段，目前已具备200万套生产能力，并承接北京工厂300万产能转移。福耀美国二期250万套产能将于2017年建成，2018年投产。浮法玻璃产能方面，2017年3月，福耀玻璃在辽宁省本溪市的浮法玻璃工厂正式开工，项目总投资约20亿元，共建设3条生产线，2018年全部建成后年产能可达45万吨。

表 13：2016 年福耀玻璃汽车玻璃产能情况

汽玻工厂 地址	产线 数量	投入 时间	2016年产能 (万套/年)	配套客户	投资额
2016年国内产能合计2600万套					
福清本部*	2	1994	400	英国宝马、路虎、VOLVO、俄罗斯大众、现代、北美通用、北美克莱斯勒、澳洲 HOLDEN、伟巴斯特、FRITZ、	1.6 亿元
长春福耀	2	2001	300	一汽大众、一汽轿车、一汽解放、哈飞汽车、沈阳华晨金杯、宾利、宝马、德国 AUDI、德国大众	2.6 亿元
重庆福耀	2	2001	300	长安、长安福特、长安铃木、庆铃、柳汽、四川丰田、上汽通用五菱、力帆汽车	6.8 亿元
上海福耀*	2	2003	300	上海通用、上海大众、上海汽车、悦达起亚，美国通用、欧洲通用、韩国通用、北美通用、德国大众、南非大众、韩国现代、英国路虎、意大利菲亚特、德国欧宝、欧洲福特	2.4 亿元

汽玻工厂地址	产线数量	投入时间	2016年产能(万套/年)	配套客户	投资额
北京福耀	1	2007	150	北京奔驰、北京现代、北京吉普、北汽福田、天津一汽丰田, 天津夏利、河北保定长城、中兴汽车、郑州日产、郑州宇通	n.a.
广州福耀*	1	2007	450	广本、广丰、日产、广汽、海马、深圳比亚迪、北美现代、克莱斯勒	n.a.
湖北福耀	1	2009	250	神龙汽车(东风雪铁龙-标致)、东风日产、东风本田、安徽奇瑞、安徽江淮	2.5 亿元
郑州福耀	1	2011	300	宇通客车、郑州日产、海马、烟台通用	4.2 亿元
沈阳一期	1	2012	150	通用、华晨宝马、中华	2.3 亿元
沈阳二期		2014			2 亿元
天津福耀 [▲]	2	2015	400	正在试生产阶段, 系两化工厂, 2017年预计释放200万套产能, 承接北京福耀300万产能	10 亿元
苏州福耀 [▲]	1	2017	400	正在筹建	4 亿元
2016年国外产能合计400万套					
俄罗斯一期	-	2013	100	(另有100万套前档产能) 大众等	2.2 亿美元
美国一期	-	2013	300	通用、克莱斯勒、现代、本田和起亚, 二期正在筹建	2 亿美元
美国二期 [▲]	-	2017	250		-
德国海德堡 [▲]	-	2017	-	奔驰、奥迪、大众、宾利和路虎	约6-7 亿美元
2016年全球产能合计3000万套					

数据来源: 公司官网, 西南证券测算 (*为出口工厂, [▲]为在建工厂)

表 14: 2016 年福耀玻璃浮法玻璃产能情况

浮法玻璃厂	级别	日熔化量(吨)	产能(万吨)	投产时间	目前状态	所用燃料
2016年国内浮法产能3600吨						
双辽	汽车级	600	16.2	2006	在产	2009年11月完成重油改成天然气
福清一线	汽车级	600	16.2	2005	在产	2011年7月中旬改成天然气
福清二线	汽车级	600	16.2	2005	在产	2011年8月中旬改成天然气
福清三线	汽车级	600	16.2	2010	在产	天然气
重庆万盛一线	汽车级	600	16.2	2011	在产	天然气
重庆万盛二线	汽车级	600	16.2	2012	在产	天然气
2016年国外浮法产能2100吨						
俄罗斯一线	汽车级	600	16.2	2015	规划	天然气
俄罗斯二线	汽车级	900	24.3	2015	规划	天然气
美国芒山(两线)	汽车级	600	28	2016	在产	天然气
本溪一期(两线)	汽车级	3条1700	45	2018	在建	天然气
2016年全球浮法产能5700吨						

数据来源: 公司官网, 西南证券测算

海外建厂是汽车玻璃企业全球化战略降低综合成本的必由之路。汽车玻璃产业是高能耗、重物流的产业，出口业务涉及较高的物流成本与产品损耗率，与旭硝子、板硝子、圣戈班等巨头当初在华投资建厂一样，福耀玻璃在美、在俄建厂也是出于同样的战略，即在增强客户粘性与扩张市场的同时达到降低综合成本的目的。福耀玻璃海外建厂与国内建厂成本比较分析如下：

- 1) 随着页岩技术释放大量天然气，美国天然气供大于求，价格比国内低约 50%。
- 2) 本地建厂与就近配套降低运输成本约 16%。
- 3) 海外虽所得税比国内高，但综合税费比国内低。
- 4) 美国人工成本约为国内的 3.5 倍。

基于以上 4 点，人工成本的增加与运输、能源、税费等成本下降对冲，正常经营情况下，海外建厂玻璃最终盈利能力与国内工厂相当。

订单在手，海外产能消化无忧。福耀玻璃是在受下游大众、通用等长期合作伙伴之邀的前提下在俄罗斯建厂、美国建厂，目前，美国工厂已拿到了宝马、克莱斯勒、通用、本田、现代、起亚、大众等下游客户的订单，俄罗斯工厂也已拿到大众、通用和日产等下游客户的订单，预计海外新增产能均能被在手订单消化。

5.2 国内业务内生增长+美俄工厂扭亏为盈，业绩弹性可观

2016 年汽车玻璃国内销售 1825 万套，美洲销售 440 万套、欧洲销售 350 万套。2016 年福耀玻璃销售汽车玻璃 105.93 百万平方米，由于每套汽车玻璃占用 4.05 平米，则 2016 年福耀玻璃销售汽车玻璃约为 2615 万套。2016 年福耀玻璃在美洲销售汽车玻璃约为 440 万套（包括福耀美国生产的 90 万套），在欧洲销售汽车玻璃约为 350 万套（包括福耀俄罗斯生产 10 万套），则在国内销售约为 1825 万套。

2016 年内产内销营收 105.8 亿元，内产外销营收 48.6 亿元，外产外销营收 7.0 亿元。2016 年福耀玻璃国内销售收入 105.8 亿元，海外销售收入 55.6 亿元。以销售收入除以对应销售套数，可得国内与海外销售每套平均单价 580 元、704 元（福耀玻璃汽车玻璃产品售价在国内、海外都比竞争对手略低些）。海外收入包括内产外销与外产外销部分，2016 年内产外销的汽车玻璃约为 690 万套，营收为 48.6 亿元，外产外销的汽车玻璃约为 100 万套，则营收 7.0 亿元。

表 15：2016 年营收拆分

	内产内销	内产外销	外产外销
销售套数（万套）	1825	690	100
单价（元）	580	704	704
营收（亿元）	105.8	48.6	7.0

数据来源：西南证券整理

基于 2016 年的营收拆分，不考虑汇率对净利润的影响，我们对 2017 年的汽车玻璃业务业绩情况预测如下：

1) 内产内销方面, 预计 2017 年实现营收 120.1 亿元。内产内销汽车玻璃销量增速与汽车行业销量增速持平, 约为 7%, 即 2017 年销售套数为 1953 万套。同时随着福耀玻璃高附加值汽车玻璃产品的占比逐渐增大, 预计汽车玻璃产品 ASP 提升 6%, 则售价约为 615 元每套, 故 2017 年福耀玻璃的内产内销汽车玻璃营收可达 120.1 亿元

2) 内产外销方面, 预计 2017 年实现营收 54.0 亿元。内产外销汽车玻璃销量增速由海外汽车销量增速 2% 叠加新增订单增速 3%, 合计约为 5%, 则销售套数约为 725 万套。同时产品 ASP 提升 6%, 则单价约为 746 元每套, 故 2017 年福耀玻璃内产外销汽车玻璃营收可达 54.0 亿元。

3) 外产外销方面, 预计 2017 年实现营收 20.9 亿元。2016 年美国 and 俄罗斯投产 100 万套, 每套平均 704 元。受浮法玻璃发霉与投产之初产能释放不足影响, 2016 年美国工厂亏损 4161 万美元; 俄罗斯工厂受俄罗斯外部政治环境影响, 产能投放低于预期, 16 年亏损约 3500 万人民币。福耀玻璃已调动国内资源赴美国解决浮法发霉问题, 预计 2017 年浮法玻璃发霉问题不复存在。

2017 年, 汽车玻璃外产外销销量需考虑美国、俄罗斯工厂的投产进度。预计 2017 年, 美国将投产 230 万套, 其中 5 月份实现盈亏平衡, 6 月份开始盈利; 俄罗斯外部政治环境逐渐转好, 汽车玻璃工厂开始步入良性发展轨道, 保守预计投产 50 万套, 合计 280 万套。基于福耀玻璃美国、俄罗斯工厂订单饱满, 预计释放的新增产能都将被消化。产品 ASP 提升 6%, 即为 746 元, 则预计 2017 年汽车玻璃业务营收约为 20.9 亿元。

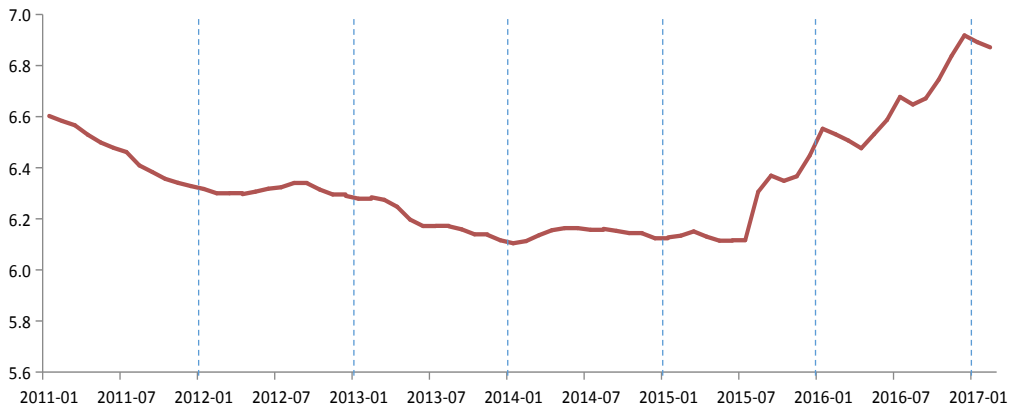
综上, 2017 年福耀玻璃汽车玻璃内产内销、内产外销以及外产外销营收合计为 195.0 亿元。

5.3 拨云见日, 扣除汇兑损益后的归母净利增速超预期

2016 年福耀玻璃归母净利润 31.4 亿元, 同比增速 20.68%, 归母净利润中税后汇兑损益贡献 3.7 亿元, 市场认为 2016 年福耀玻璃的归母净利增速近 70% 都来自汇兑收益, 而非福耀玻璃业绩的内生增长。

对此, 我们梳理了过去 5 年汇兑损益对福耀玻璃归母净利润的影响。福耀玻璃所持外币主要以美元为主, 2016 年账上持有 9 亿美元, 几乎占有所有外币货币资金兑人民币的 98%。2011-2014 年人民币持续升值导致福耀玻璃产生汇兑损失, 从而减少归母净利润, 由于升值幅度较小, 汇率变动对福耀玻璃归母净利影响甚微。但从 2015 年开始, 随着人民币大幅快速贬值, 促使福耀玻璃账上出现大量汇兑收益, 从而大幅增加归母净利润。

为尽可能排除汇率变动对公司业绩增速判断的影响, 我们将问题简化, 对 2011-2016 年的净利润做扣减当年税后汇兑损益的处理, 得出 2016 年扣除汇兑损益后的归母净利润增速约为 26%, 业绩增长主要依靠汽车玻璃业务的内生增长, 而非汇兑收益的贡献。

图 48: 美元兑人民币平均汇率 (月度数据)


数据来源: wind, 西南证券整理

表 16: 汇兑损益对公司 2011-2016 年的归母净利润影响

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
汇兑损益 (亿元)	-0.39	-0.17	-0.42	-0.49	4.67	4.59
平均税率	14.67%	18.14%	19.42%	15.99%	14.30%	19.82%
税后汇兑损益 (亿元)	-0.34	-0.14	-0.34	-0.41	4.00	3.68
净利润 (亿元)	15.13	15.25	19.18	22.2	26.05	31.44
扣除税后汇兑损益的净利润 (亿元)	15.47	15.39	19.52	22.61	22.05	27.76
扣除税后汇兑损益的净利润 YOY	-	-0.49%	26.83%	15.83%	-2.47%	25.91%

数据来源: 西南证券整理

基于 5.1 的营收分析, 对 2017-2019 年进行盈利预测:

在不考虑历年及未来汇兑损益的情形下, 福耀玻璃 17、18、19 年的归母净利润分别为 35.6 亿元、41.3 亿元、48.5 亿元, 对应增速分别为 28%、16%、17%, 三年年均复合增速约为 20%。

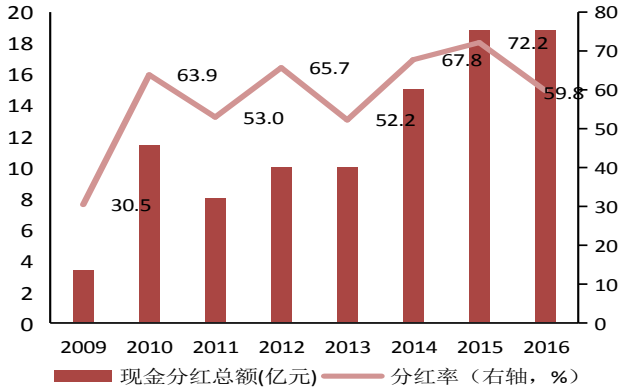
在考虑汇兑损益的情形下, 鉴于 17 年人民币有望持续贬值, 持中性预期, 假设 17、18、19 年汇兑收益分别为 1.8 亿、0 亿、0 亿, 则预计 17、18、19 年的归母净利润分别为 37.0 亿元、41.3 亿元、48.5 亿元, 对应归母净利润增速分别为 18%、11%、17%, 三年年均复合增速约为 16%。

表 17: 2017-2019 年两种情形下福耀玻璃的归母净利润及增速

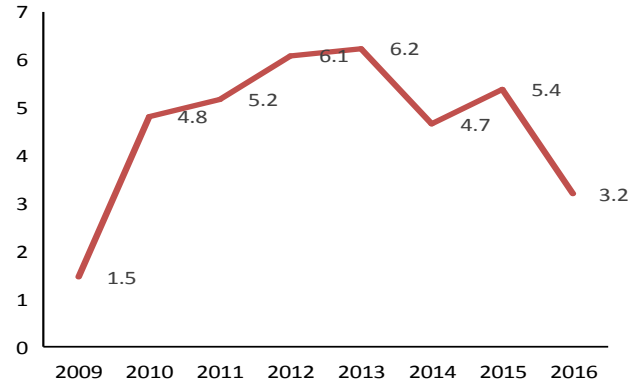
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
扣除税后汇兑损益的归母净利润 (亿元)	15.25	19.18	22.2	26.05	31.44	37.04	41.28	48.47
扣除税后汇兑损益的归母净利润 YOY	0.79%	25.77%	15.75%	17.34%	20.69%	17.81%	11.45%	17.41%
归母净利润 (亿元)	15.39	19.52	22.61	22.05	27.76	35.60	41.28	48.47
归母净利润 YOY	-0.49%	26.83%	15.83%	-2.47%	25.91%	28.24%	15.96%	17.41%

数据来源: 西南证券

6 还富于股民，分红稳定股息高

图 49: 2009-2015 年福耀玻璃分红总额与分红率


数据来源: wind, 西南证券整理

图 50: 2009-2015 年福耀玻璃股息率 (%)


数据来源: wind, 西南证券整理

分红稳定，股息较高。福耀玻璃自 1993 年上市以来的 25 年间，有分红的年份多达 15 年，A+H 股累计分红金额已达 88.9 亿元，位居汽车零部件行业第一，上市以来分红率约为 45%，位居汽车零部件行业前列。自 2008 年以后，每年分红已成常态，近三年平均分红率 66.6%，对应股息率 4.4% 左右，投资收益稳定。

7 盈利预测与估值

7.1 盈利预测

关键假设:

基于对福耀玻璃的基本面分析，我们认为随着高附加值产品持续渗透助推产品量价齐升与纯碱、天然气等价格下行，预计 2017 年福耀玻璃毛利率提升可期。综合考虑对 2017-2019 年主营业务的增长情况判断如下：

汽车玻璃业务:

1) 预计 2017-2019 年汽车玻璃产品 ASP 每年提升 6%；

2) 内产内销方面，汽车玻璃销量增速与国内汽车行业产量增速持平，预计 2017-2019 年汽车行业增速分别 7%、5%、5%，则汽车玻璃销量增速亦为 7%、5%、5%；内产外销方面，内产外销汽车玻璃销量增速由海外汽车销量增速 2% 叠加新增订单增速 3%，预计 2017-2019 年的销量增速分别为 5%、5%、5%；外产外销方面，销量增速需考虑美国俄罗斯工厂投产进度，2016 年美国和俄罗斯总共投产 100 万套，预计 2017 年美国共投产约 230 万套，俄罗斯 50 万套，共计 280 万套，2018 年美国投产 300 万套，俄罗斯 100 万套，共计 400 万套，2019 年美国投产 400 万套，俄罗斯投产 150 万套，共计 550 万套。

3) 随着产品量价齐升与成本有望下探，考虑到除纯碱以外的原材料价格存一定的不确定性以及人工成本逐年递增，保守估计 2017 年汽玻产品毛利率可提升 0.8 个百分点。

浮法玻璃对外销售项、其他主营业务等对收入影响微小，假设维持现状。

其他业务收入近三年平均增速 14%，假设维持该收入增速保持不变。

表 18：福耀玻璃收入与成本预测（百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
收入	16621.33	19946.15	23112.11	26808.99
YOY	22.68%	20.00%	15.87%	16.00%
成本	9461.81	11186.68	12878.7	14832.81
毛利率(%)	43.07%	43.92%	44.28%	44.67%
汽车玻璃内产内销				
收入	10579.75	11999.55	13355.5	14864.67
YOY		13.42%	11.30%	11.30%
单价(元/套)	580	614	651	690
YOY		6.00%	6.00%	6.00%
套数(万套)	1825	1953	2050	2153
YOY		7.00%	5.00%	5.00%
成本	5924.66	6599.75	7278.75	8026.92
毛利率(%)	44.00%	45.00%	45.50%	46.00%
汽车玻璃内产外销				
收入	4861.04	5406.51	6017.44	6697.42
YOY		11.22%	11.30%	11.30%
单价(元/每套)	704	746	791	838
YOY		6.00%	6.00%	6.00%
套数(万套)	690	725	761	799
YOY		5.00%	5.00%	5.00%
成本	2868.01	3135.78	3460.03	3817.53
毛利率(%)	41.00%	42.00%	42.50%	43.00%
汽车玻璃外产外销				
收入	704.53	2089.47	3164.06	4611.61
YOY		196.58%	51.43%	45.75%
单价(元/每套)	704	746	791	838
YOY		6.00%	6.00%	6.00%
套数(万套)	100	280	400	550
YOY		180.00%	42.86%	37.50%
成本	457.94	1274.58	1914.25	2743.91
毛利率(%)	35.00%	39.00%	39.50%	40.50%
浮法玻璃对外销售项				
收入	71.70	71.70	71.70	71.70
YOY		0	0	0

	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	49.65	49.47	49.47	49.47
毛利率 (%)	30.76%	31.00%	31.00%	31.00%
其他主营业务				
收入	73.55	73.55	73.55	73.55
YOY		0	0	0
成本	27.82	25.74	25.74	25.74
毛利率 (%)	62.18%	65.00%	65.00%	65.00%
其他业务				
收入	330.76	377.07	429.86	490.04
YOY		14.00%	14.00%	14.00%
成本	133.73	150.83	150.45	147.01
毛利率 (%)	59.57%	60.00%	65.00%	70.00%

数据来源: wind, 西南证券

7.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 2%;
- 2) β 系数选用汽车零部件 (申万分类) 行业大于 100 亿市值的 β 值中位数;
- 3) 税率: 保持 16.7% 平均税率 (近三年平均值);
- 4) 17-19 年预测期公司股利支付比例选用 14-16 年三年平均值 64%。

表 19: 绝对估值假设条件

估值假设	数值
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	4.00%
永续期增长率	2.50%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.00%
无杠杆 β 系数	0.55
有效税率 Tx	16.70%
债务资本比重 Wd	6.75%
债务资本成本 Kd	5.00%
股权资本成本 Ke	7.87%
WACC	7.62%

数据来源: wind, 西南证券

表 20: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流量折现
核心企业价值	61230.71
净债务价值	1992.91
股票价值	59237.81
每股价值	23.61

数据来源: wind, 西南证券

表 21: FCFF 估值敏感性分析

WACC	6.12%	6.62%	7.12%	7.62%	8.12%	8.62%	9.12%
永续增长率							
1.0%	25.29	22.83	20.76	19.01	17.51	16.21	15.06
1.5%	27.65	24.72	22.31	20.30	18.59	17.12	15.85
2.0%	30.58	27.02	24.16	21.81	19.84	18.17	16.74
2.5%	34.32	29.88	26.41	23.61	21.32	19.40	17.77
3.0%	39.25	33.53	29.20	25.81	23.08	20.84	18.97
3.5%	46.06	38.35	32.77	28.54	25.23	22.57	20.38
4.0%	56.09	45.01	37.48	32.03	27.90	24.67	22.07

数据来源: wind, 西南证券

根据 FCFF 绝对估值结果, 福耀玻璃每股内在价值约为 23.61 元。

表 22: DDM 估值结果

DDM 估值	2017E	2018E	2019E	过渡期	永续增长期
每股红利	0.80	0.94	1.05	2.94	22.60
PV(红利)	0.74	0.81	0.84	2.34	14.34
每股价值	19.08				

数据来源: wind, 西南证券

表 23: DDM 估值敏感性分析

股权资本成本	6.37%	6.87%	7.37%	7.87%	8.37%	8.87%	9.37%
永续增长率							
1.0%	20.34	18.56	17.06	15.78	14.68	13.71	12.86
1.5%	22.00	19.91	18.17	16.71	15.46	14.38	13.43
2.0%	24.04	21.53	19.49	17.79	16.36	15.14	14.09
2.5%	26.61	23.52	21.07	19.08	17.42	16.02	14.83
3.0%	29.94	26.03	23.02	20.62	18.68	17.06	15.70
3.5%	34.42	29.28	25.47	22.53	20.19	18.29	16.71
4.0%	40.80	33.66	28.64	24.92	22.05	19.76	17.91

数据来源: wind, 西南证券

根据 DDM 绝对估值结果, 福耀玻璃每股内在价值约为 19.08 元。

7.3 相对估值

我们选取了汽车零部件细分行业龙头股作为估值参考，分别为潍柴动力、华域汽车、万向钱潮、威孚高科、万丰奥威、华域汽车、万里扬、拓普集团。可比公司市值和估值如下表：

表 24：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE			市净率 PB
				TTM	2017E	2018E	
600660.SH	福耀玻璃	575	449	17.3	15.3	13.3	3.0
	最高值	595	595	44.8	29.9	24.9	6.7
	平均值	325	307	25.4	20.5	17.1	3.7
	中位值	259	259	30.1	25.8	19.5	3.7
000338.SZ	潍柴动力	425	322	13.4	13.2	11.7	1.3
000559.SZ	万向钱潮	259	259	30.9	27.5	24.3	5.6
000581.SZ	威孚高科	221	193	12.2	11.8	10.6	1.7
002085.SZ	万丰奥威	365	365	36.9	29.9	24.9	6.7
600741.SH	华域汽车	595	595	9.6	9.2	8.5	1.5
601689.SH	拓普集团	199	199	30.1	26.2	20.3	5.6
002434.SZ	万里扬	215	215	44.8	25.8	19.5	3.7

数据来源：wind，西南证券整理

从绝对估值水平来看，公司 FCFF 与 DDM 对应的每股内在价值分别为 23.61 元、19.08 元，DDM 估值为公司股价提供良好的支撑作用。从相对估值水平来看，预计公司 2017 年估值水平为 15X，低于行业平均水平 21X。考虑到福耀玻璃系全球汽玻行业五大巨头中最具成长潜力的特质，海外市场市占率提升可期，产品量价齐升逻辑长期存在，给予 2017 年 20X 估值，对应目标价 29.6 元/股，维持“买入”评级。

8 风险提示

1) 原材料价格上涨风险。尽管原材料纯碱降价趋势显著，但仍不能排除下半年纯碱价格出现涨价的可能。公司正积极筹备天然气海外进口事宜，洽谈结果未定，仍存天然气降价不达预期的风险。

2) 海外产能释放或不达预期。尽管福耀玻璃采取了多项措施改善海外工厂建成初期所遇到的困难，但海外工厂量产创收或许仍需过渡期，短期内存在海外产能释放不达预期、海外业绩弹性难以兑现的风险。

3) 汇率波动风险。尽管盈利预测已尽可能保守地剔除了未来人民币汇率继续贬值给福耀玻璃可能带来的汇兑收益，但仍未排除可能出现的因人民币升值而给福耀玻璃带来汇兑损失的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16621.34	19946.16	23112.12	26809.00	净利润	3142.72	3703.37	4127.40	4846.19
营业成本	9463.31	11186.68	12878.70	14832.82	折旧与摊销	1254.67	1858.96	2227.87	2585.70
营业税金及附加	174.27	194.50	231.02	265.79	财务费用	-399.43	-44.12	211.56	244.39
销售费用	1184.74	1396.23	1640.96	1930.25	资产减值损失	11.22	10.00	10.00	10.00
管理费用	2392.10	2772.52	3212.58	3753.26	经营营运资本变动	245.78	-760.46	-609.78	-735.38
财务费用	-399.43	-44.12	211.56	244.39	其他	-617.98	-19.19	-20.24	-20.01
资产减值损失	11.22	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	3636.97	4748.58	5946.80	6930.89
投资收益	41.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2781.88	-4000.00	-3800.00	-3500.00
公允价值变动损益	2.78	10.00	10.00	10.00	其他	-391.35	17.59	-0.22	0.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3173.23	-3982.41	-3800.22	-3499.93
营业利润	3839.86	4440.35	4937.29	5782.49	短期借款	1618.58	-1755.04	0.00	0.00
其他非经营损益	79.77	50.34	60.15	56.88	长期借款	-72.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3919.63	4490.69	4997.44	5839.37	股权融资	-0.18	0.00	0.00	0.00
所得税	776.91	787.31	870.04	993.18	支付股利	-1881.46	-2012.31	-2370.62	-2642.00
净利润	3142.72	3703.37	4127.40	4846.19	其他	759.56	-854.92	-211.56	-244.39
少数股东损益	-1.51	-0.72	-0.73	-0.70	筹资活动现金流净额	424.49	-4622.27	-2582.17	-2886.39
归属母公司股东净利润	3144.23	3704.09	4128.13	4846.89	现金流量净额	1292.60	-3856.10	-435.59	544.57
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7211.18	3355.08	2919.48	3464.05	成长能力				
应收和预付款项	4777.33	5490.11	6411.98	7459.05	销售收入增长率	22.45%	20.00%	15.87%	16.00%
存货	2785.87	3388.13	3866.28	4468.29	营业利润增长率	25.85%	15.64%	11.19%	17.12%
其他流动资产	193.59	232.20	260.86	305.44	净利润增长率	20.53%	17.84%	11.45%	17.41%
长期股权投资	101.54	101.54	101.54	101.54	EBITDA 增长率	23.75%	33.23%	17.93%	16.75%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	13089.43	15403.68	17149.02	18236.53	毛利率	43.07%	43.92%	44.28%	44.67%
无形资产和开发支出	1222.76	1078.59	934.43	790.27	三费率	19.12%	20.68%	21.92%	22.11%
其他非流动资产	484.17	465.12	446.07	427.02	净利率	18.91%	18.57%	17.86%	18.08%
资产总计	29865.85	29514.44	32089.66	35252.19	ROE	17.42%	18.86%	19.29%	20.54%
短期借款	4255.04	2500.00	2500.00	2500.00	ROA	10.52%	12.55%	12.86%	13.75%
应付和预收款项	2913.99	3396.15	3914.08	4519.09	ROIC	16.41%	18.56%	19.10%	20.52%
长期借款	776.00	776.00	776.00	776.00	EBITDA/销售收入	28.25%	31.36%	31.92%	32.13%
其他负债	3882.27	3203.71	3504.23	3857.56	营运能力				
负债合计	11827.30	9875.86	10694.30	11652.65	总资产周转率	0.61	0.67	0.75	0.80
股本	2508.62	2508.62	2508.62	2508.62	固定资产周转率	1.96	1.92	1.86	1.93
资本公积	6228.75	6228.75	6228.75	6228.75	应收账款周转率	5.20	5.12	5.11	5.08
留存收益	9205.21	10896.99	12654.51	14859.39	存货周转率	3.57	3.61	3.54	3.55
归属母公司股东权益	18033.62	19634.37	21391.88	23596.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.97%	—	—	—
少数股东权益	4.93	4.21	3.48	2.78	资本结构				
股东权益合计	18038.55	19638.58	21395.36	23599.54	资产负债率	39.60%	33.46%	33.33%	33.06%
负债和股东权益合计	29865.85	29514.44	32089.66	35252.19	带息债务/总负债	49.28%	41.25%	38.09%	34.96%
					流动比率	1.54	1.61	1.57	1.65
					速动比率	1.26	1.17	1.12	1.18
					股利支付率	59.84%	54.33%	57.43%	54.51%
					每股指标				
					每股收益	1.25	1.48	1.65	1.93
					每股净资产	7.19	7.83	8.53	9.41
					每股经营现金	1.45	1.89	2.37	2.76
					每股股利	0.75	0.80	0.94	1.05
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4695.10	6255.19	7376.72	8612.58					
PE	17.90	15.19	13.63	11.61					
PB	3.12	2.87	2.63	2.38					
PS	3.39	2.82	2.43	2.10					
EV/EBITDA	11.82	9.08	7.76	6.58					
股息率	3.34%	3.58%	4.21%	4.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn