

福耀玻璃 (600660.SH)

动态分析

中报业绩扣除汇兑损失仍实现稳步增长

投资要点

- ◆ **上半年收入同比增长 14.89%，归母净利润同比减少 4.85%，扣除汇兑损失同比增长 17.91%。**公司 17 年上半年实现营收 87.14 亿元，同比增长 14.89%；实现归母净利润 13.86 亿元，同比减少 4.85%；毛利率 42.98%，净利率 15.89%。其中 2Q 实现营收 45.16 亿元，同比增长 12.42%；实现归母净利润 6.93 亿元，同比减少 20.65%。上半年业绩增长的主要原因有：（1）国内市占率进一步提升，境内收入高于汽车行业增速；（2）海外业务收入同比增长 17.78%，高于国内业务增速；（3）推进精益管理，降本增效取得成果，成本费用率同比降低 0.35%。但受人民币升值的影响，上半年汇兑损失 1.71 亿元，若扣除汇兑损失，归母净利润同比增长 17.91%，仍实现了稳健增长。
- ◆ **汽车玻璃龙头自带“护城河”，高附加值产品将提供新的利润增长点。**公司是国内汽车玻璃行业的龙头，2013 年官方回应在本土市占率约 63%，全球约 20%。其产品质量、规模优势、研发投入与精益管理在全球领先，为公司提供了坚固的护城河。除传统汽车玻璃外，公司持续的研发投入高附加值产品（如 HUD 抬头显示玻璃、憎水玻璃、SPD 调光玻璃、镀膜隔热玻璃、超紫外隔绝玻璃等），未来营收占比有望提升，成为新的利润增长点。
- ◆ **全球化战略布局深入，海外工厂打开成长空间。**公司全球化战略布局持续深入，国内外汽车玻璃和浮法玻璃新建工厂陆续建成，产能进入加速释放期。国内：天津工厂（年产能 200 万套汽车玻璃）已于 2016 年试生产，辽宁本溪工厂（年产能 45 万吨浮法玻璃）已于今年 3 月正式开工，苏州工厂（年产能 400 万套汽车安全玻璃）正在筹建当中。国外：美国二期（年产能 250 万套汽车玻璃）将于今年建成，美国俄亥俄州 Moraine 工厂（年产 2200 平方米汽车安全玻璃）也已基本建成。17 年上半年福耀美国实现营收 1.15 亿美元，净利润-0.10 亿美元，净亏损已大幅收窄，且 6 月首次实现盈利 49.52 万美元。近两年海外产能将逐步到位，提升营收增速。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.34 元、1.70 元和 1.88 元。净资产收益率分别为 17.7%、20.8%和 21.3%。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27.20 元，相当于 2018 年 16 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示：**国内汽车行业增速不及预期；海外工厂产能释放进度不及预期

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

买入-A(首次)

6 个月目标价

27.20 元

股价(2017-08-04)

22.83 元

交易数据

总市值 (百万元)	57,271.74
流通市值 (百万元)	45,728.18
总股本 (百万股)	2,508.62
流通股本 (百万股)	2,002.99
12 个月价格区间	15.88/26.81 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.34	1.45	38.15
绝对收益	-9.8	6.58	47.74

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20655793

报告联系人

刘文婷
 liuwenting@huajinsec.cn
 021-20377055

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,573.5	16,621.3	19,354.8	22,932.4	25,636.1
同比增长(%)	5.0%	22.5%	16.4%	18.5%	11.8%
营业利润(百万元)	3,051.2	3,839.9	4,117.4	5,301.8	5,844.1
同比增长(%)	17.7%	25.8%	7.2%	28.8%	10.2%
净利润(百万元)	2,605.4	3,144.2	3,368.0	4,270.8	4,718.0
同比增长(%)	17.4%	20.7%	7.1%	26.8%	10.5%
每股收益(元)	1.04	1.25	1.34	1.70	1.88
PE	22.8	18.9	17.7	13.9	12.6
PB	3.6	3.3	3.1	2.9	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、半年报点评：营收稳步增长，利润略有下降	4
二、经营状况点评：海外版图继续扩张，美国工厂亏损大幅收窄	5
（一）汽车玻璃领航公司营收，逐步开启产能升级换代.....	5
（二）国内市场持续改善，海外市场初见起色，整体盈利指日可待.....	5
三、投资建议.....	6
四、风险提示.....	6

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润变动.....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动.....	5
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动.....	5
图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）	5
图 7：汽车玻璃分地区收入同比增长率	6
图 8：往年同期研发经费对比.....	6

一、半年报业绩：营收稳步增长，汇兑损失致利润下滑

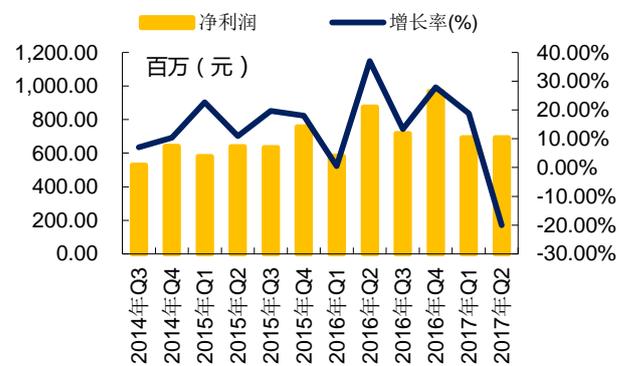
公司 2017 年上半年实现营业收入 87.14 亿元，同比增长 14.89%，其中 2Q 实现营业收入 45.16 亿元，同比增长 12.42%。上半年业绩增长的主要原因有：(1) 国内市占率进一步提升，境内收入高于汽车行业增速；(2) 海外业务收入同比增长 17.78%，高于国内业务增速，未来随海外产能释放，公司营收增速有望进一步提升；(3) 推进精益管理，降本增效取得成果，期间成本费用率同比降低 0.35%。

公司 2017 年上半年实现归母净利润 13.86 亿元，同比减少 4.85%，其中 2Q 实现归母净利润 6.93 亿元，同比减少 20.65%。主要是受人民币升值的影响，汇兑损失 1.71 亿元，拉低了公司上半年的净利润。若扣除汇兑损失，归母净利润同比增长 17.91%，仍实现了稳健增长。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



图 2：过往 12 个季度归母净利润变动

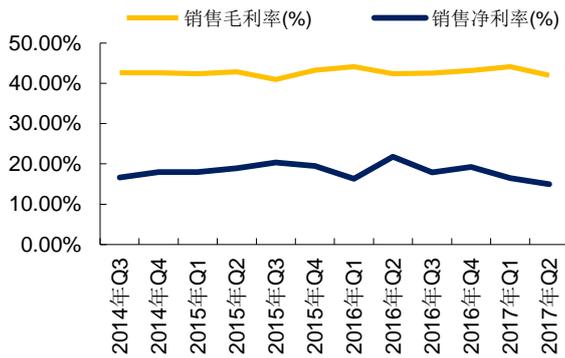


资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

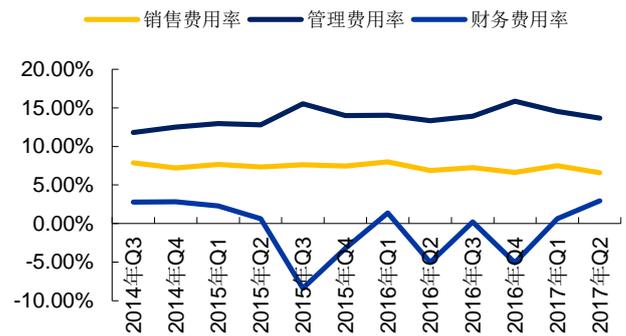
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 42.98%，净利率为 15.89%，较去年同期分别降低 0.24、3.33 个百分点。这是由于原材料纯碱价格波动以及新建工厂增加财务费用所致。2017 年上半年公司的财务费用率为 2.93%，相比 2015 年和 2016 年有大幅提升。2017 年，公司在国内新增苏州汽车玻璃（400 万套）和本溪浮法玻璃（45 万吨）两大基地；国外方面，新增德国海德堡汽车玻璃和俄罗斯浮法玻璃（45 万吨）两大工厂规划，同时计划在美国俄亥俄州 Moraine 市建成年产 2,200 万平方米汽车安全玻璃的生产规模。本报告期投入 1.05 亿美元，累计增加 7.59 亿美元财务费用。但公司推进精益管理，为降本增效打下基础，报告期间成本费用率（营业成本、税金及附加、管理费用、销售费用、财务费用合计占营业收入比率）为 81.05%，若扣除汇兑损益的影响，则同比下降 0.35 个百分点，在诸多开支增加的前提下，仍然实现成本费用的良好控制。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



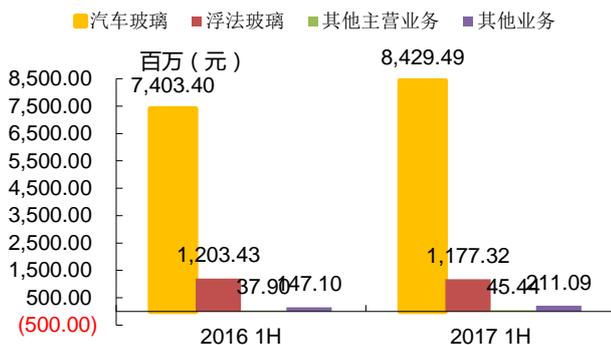
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况：海外版图继续扩张，美国工厂亏损大幅收窄

（一）汽车玻璃领航公司营收，逐步开启产能升级换代

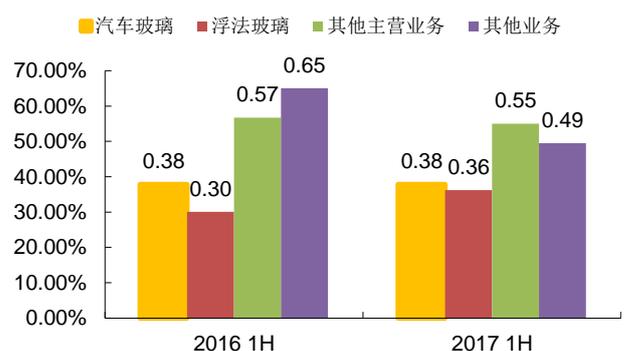
2017 年上半年，从产品细分来看，公司的主营业务汽车玻璃营业收入为 84.29 亿，同比增长 13.89%，占总收入的 96.74%，继续领跑公司各业务块；浮法玻璃收入为 11.78 亿，同比减少 2.17%，占总收入 13.51%（存在内部抵消），浮法玻璃收入降低主要由新旧生产线切换导致。除传统汽车玻璃外，公司持续的研发投入高附加值产品（如 HUD 抬头显示玻璃、憎水玻璃、SPD 调光玻璃、镀膜隔热玻璃、超紫外隔绝玻璃等），未来营收占比有望提升，成为新的利润增长点。

图 5：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



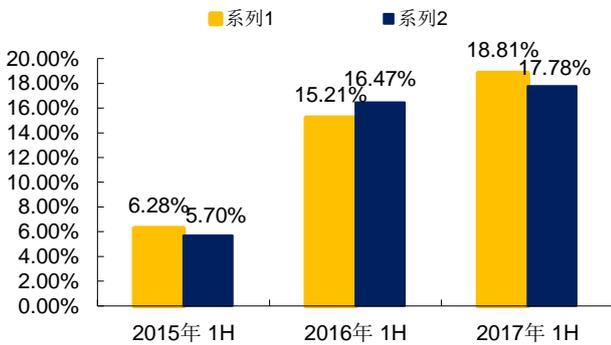
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）国内市场持续改善，海外市场初见起色，整体盈利指日可待

2017 年上半年，汽车玻璃国内收入同比增长 11.81%，高于同期国内汽车产销量增速，但低于国外同比 17.78% 的增速。目前美国俄亥俄州 Moraine 市的汽车玻璃项目已完成约 1,200 万平方米的产能规模建设。2017 年 1-6 月，福耀玻璃美国有限公司实现营业收入 11,516.12 万美

元，净利润-1,044.10 万美元，净亏损同比大幅收窄，且 2017 年 6 月首次实现盈利 49.52 万美元。

图 7：汽车玻璃分地区收入同比增长率



资料来源：Wind 华金证券研究所

图 8：往年同期研发经费对比



资料来源：Wind 华金证券研究所

三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.34 元、1.70 元和 1.88 元。净资产收益率分别为 17.7%、20.8%和 21.3%。首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 27.20 元，相当于 2018 年 16 倍的动态市盈率。

四、风险提示

国内汽车行业增速不及预期；海外工厂产能释放进度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,573.5	16,621.3	19,354.8	22,932.4	25,636.1	年增长率					
减:营业成本	7,814.3	9,463.3	11,017.4	12,930.4	14,411.8	营业收入增长率	5.0%	22.5%	16.4%	18.5%	11.8%
营业税费	112.5	174.3	170.1	210.6	243.2	营业利润增长率	17.7%	25.8%	7.2%	28.8%	10.2%
销售费用	1,020.6	1,184.7	1,432.3	1,697.0	1,897.1	净利润增长率	17.4%	20.7%	7.1%	26.8%	10.5%
管理费用	1,873.4	2,392.1	2,586.9	3,210.5	3,717.2	EBITDA 增长率	0.1%	23.8%	7.2%	25.4%	6.3%
财务费用	-289.1	-399.4	-249.3	-197.5	-353.2	EBIT 增长率	-4.0%	24.6%	12.4%	32.0%	7.6%
资产减值损失	11.5	11.2	12.5	11.8	11.8	NOPLAT 增长率	-2.1%	16.5%	13.6%	30.3%	7.6%
加:公允价值变动收益	-2.8	2.8	0.2	-0.5	0.3	投资资本增长率	21.7%	15.1%	0.7%	2.4%	-8.3%
投资和汇兑收益	23.8	42.0	-267.7	232.7	135.6	净资产增长率	86.5%	9.9%	5.7%	7.6%	8.2%
营业利润	3,051.2	3,839.9	4,117.4	5,301.8	5,844.1	盈利能力					
加:营业外净收支	-8.5	79.8	39.5	36.9	52.1	毛利率	42.4%	43.1%	43.1%	43.6%	43.8%
利润总额	3,042.7	3,919.6	4,156.9	5,338.7	5,896.1	营业利润率	22.5%	23.1%	21.3%	23.1%	22.8%
减:所得税	435.2	776.9	789.8	1,067.7	1,179.2	净利润率	19.2%	18.9%	17.4%	18.6%	18.4%
净利润	2,605.4	3,144.2	3,368.0	4,270.8	4,718.0	EBITDA/营业收入	27.1%	27.4%	25.2%	26.7%	25.3%
						EBIT/营业收入	20.3%	20.7%	20.0%	22.3%	21.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	33.9%	39.6%	33.1%	31.0%	27.9%
货币资金	5,918.8	7,211.2	5,850.0	6,153.1	8,339.8	负债权益比	51.2%	65.6%	49.4%	44.8%	38.7%
交易性金融资产	-	2.0	1.9	1.3	1.7	流动比率	1.77	1.54	1.73	2.06	2.55
应收帐款	2,849.0	3,754.8	3,754.8	5,286.2	4,793.5	速动比率	1.42	1.26	1.32	1.59	1.99
应收票据	569.7	871.6	828.7	1,133.2	1,089.6	利息保障倍数	-9.56	-8.61	-15.52	-25.84	-15.55
预付帐款	178.8	151.0	443.7	193.2	470.1	营运能力					
存货	2,494.9	2,785.9	3,448.2	3,968.3	4,186.1	固定资产周转天数	190	184	163	123	96
其他流动资产	520.6	191.6	435.2	382.5	336.4	流动营业资本周转天数	81	70	68	77	76
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	254	298	276	250	255
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	72	72	70	71	71
长期股权投资	46.4	101.5	101.5	101.5	101.5	存货周转天数	62	57	58	58	57
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	553	592	543	457	425
固定资产	7,688.5	9,267.5	8,302.3	7,337.1	6,371.8	投资资本周转天数	356	343	317	271	235
在建工程	2,842.6	3,822.0	3,822.0	3,822.0	3,822.0	费用率					
无形资产	1,179.2	1,148.1	1,106.0	1,063.9	1,021.8	销售费用率	7.5%	7.1%	7.4%	7.4%	7.4%
其他非流动资产	538.3	558.8	404.9	272.8	270.6	管理费用率	13.8%	14.4%	13.4%	14.0%	14.5%
资产总额	24,827.0	29,865.8	28,499.0	29,714.9	30,804.9	财务费用率	-2.1%	-2.4%	-1.3%	-0.9%	-1.4%
短期债务	2,636.5	4,255.0	3,000.0	2,000.0	1,000.0	三费/营业收入	19.2%	19.1%	19.5%	20.5%	20.5%
应付帐款	1,996.9	2,390.8	2,756.5	3,351.5	3,389.5	投资回报率					
应付票据	460.2	614.0	803.1	806.8	954.4	ROE	15.9%	17.4%	17.7%	20.8%	21.3%
其他流动负债	1,990.8	2,431.7	1,979.6	2,132.0	2,205.8	ROA	10.5%	10.5%	11.8%	14.4%	15.3%
长期借款	848.0	776.0	-	-	-	ROIC	19.5%	18.7%	18.5%	23.9%	25.1%
其他非流动负债	479.6	1,359.8	887.5	909.0	1,052.1	分红指标					
负债总额	8,411.9	11,827.3	9,426.6	9,199.3	8,601.8	DPS(元)	0.75	0.75	0.89	1.13	1.21
少数股东权益	6.4	4.9	4.1	4.2	3.1	分红比率	72.2%	59.8%	66.6%	66.2%	64.2%
股本	2,508.6	2,508.6	2,508.6	2,508.6	2,508.6	股息收益率	3.2%	3.2%	3.8%	4.8%	5.1%
留存收益	14,171.4	15,434.0	16,559.7	18,002.8	19,691.4						
股东权益	16,415.1	18,038.5	19,072.4	20,515.6	22,203.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,607.5	3,142.7	3,368.0	4,270.8	4,718.0	EPS(元)	1.04	1.25	1.34	1.70	1.88
加:折旧和摊销	1,031.9	1,254.7	1,007.3	1,007.3	1,007.3	BVPS(元)	6.54	7.19	7.60	8.18	8.85
资产减值准备	11.5	11.2	-	-	-	PE(X)	22.8	18.9	17.7	13.9	12.6
公允价值变动损失	2.8	-2.8	0.2	-0.5	0.3	PB(X)	3.6	3.3	3.1	2.9	2.7
财务费用	-109.4	-249.3	-249.3	-197.5	-353.2	P/FCF	128.8	21.0	72.8	19.8	11.4
投资损失	-23.8	-42.0	-32.3	-32.7	-35.6	P/S	4.4	3.6	3.1	2.6	2.3
少数股东损益	2.1	-1.5	-0.9	0.1	-1.1	EV/EBITDA	15.7	12.8	11.8	9.2	8.2
营运资金的变动	-733.4	833.8	-976.1	-1,289.1	454.6	CAGR(%)	17.9%	14.5%	14.9%	17.9%	14.5%
经营活动产生现金流量	3,014.5	3,637.0	3,117.0	3,758.5	5,790.2	PEG	1.3	1.3	1.2	0.8	0.9
投资活动产生现金流量	-3,015.5	-3,173.2	34.1	33.7	34.3	ROIC/WACC	2.0	1.9	1.8	2.4	2.5
融资活动产生现金流量	5,108.1	424.5	-4,512.3	-3,489.0	-3,637.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn