

福耀玻璃研报：南方、中欧、汇添富、JP 摩根、先锋！机构扎堆大笔持仓！怎么回事？（优塾财务估值建模）

2019年10月30日下午，这家公司发布了新的三季报——据2019年前三季度实现营业收入156.34亿元，同比增长3.38%；净利润为23.47亿元，同比下降27.89%；经营活动现金流量净额为35.37亿元，毛利率为37.43%、净利率为15.01%。

上市20多年，其前复权股价从低点0.13元/股一路上升至27.9元/股，股价飙涨214倍。上市至今，平均分红率高达56.82%，累计现金分红155亿元。

不过，近两年来，它的股价表现让许多人夜不能寐：2017年6月至今，股价一直没怎么涨，一直保在23元/股上下波动。虽然股价没怎么涨，但是仍被众多机构看好。其前二十大机构持仓名单不乏超大型机构。

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)
1	三益发展有限公司	一般法人	39,057.88	19.50	1
2	河仁慈善基金会	一般法人	29,000.00	14.48	1
3	香港中央结算有限公司	陆股通	18,559.48	9.27	1
4	福建省维华工业村开发有限公司	一般法人	3,427.77	1.71	1
5	全国社保基金1103组合	一般法人	3,240.48	1.62	1
6	中国证券金融股份有限公司	一般法人	2,809.55	1.40	1
7	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	2,459.83	1.23	1
8	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分...	保险公司	2,244.71	1.12	1
9	诺安基金管理有限公司	基金	819.29	0.41	6
10	中欧基金管理有限公司	基金	505.23	0.25	1
11	中泰证券(上海)资产管理有限公司	基金	284.76	0.14	2
12	汇添富基金管理股份有限公司	基金	261.72	0.13	5
13	招商基金管理有限公司	基金	156.93	0.08	6
14	南方基金管理股份有限公司	基金	128.87	0.06	8
15	鹏扬基金管理有限公司	基金	109.99	0.05	1
16	工银瑞信基金管理有限公司	基金	98.91	0.05	6
17	广发基金管理有限公司	基金	92.68	0.05	3
18	中信证券	券商集合理财	77.04	0.04	4
19	长信基金管理有限责任公司	基金	74.52		1
20	民生加银基金管理有限公司	基金	56.68	0.03	1

图：三季报机构持股情况 来源：WIND

这家公司，就是全球汽车玻璃龙头——福耀玻璃。

本报告中，《并购优塾》将根据三季报，对其财务模型 Excel 表格进行更新，并为大家梳理三季报的核心要点：

从增长质量来看——收入增长放缓，净利润下滑。其中，营业收入同比增长 3.38%，净利润同比增长 -27.98%，经营活动现金流量净额同比增长 -21.78%，应收账款有所改善，存货同比增长 10.42%。

从盈利能力来看——盈利能力略有下降。2019 年三季报，净利率为 15.01%，较上年同期下降 6.53%；毛利率为 37.43%，较上年同期下降 5.25%。原因有两点：1) 行业低迷，导致内供的浮法玻璃产能过剩，对外出售毛利率较低，拖累整体毛利率；2) 2019 年 2 月收购的德国公司 SAM 并表，目前仍处于亏损状态，大约影响毛利率 3.2 个百分点。

从营运能力来看——整体营运效率有所提升。2019 年三季度末，应收账款周转天数下降 4.62 天，主要是加强了应收账款管理；存货周转天数下降 2.66 天，是由于提升了产线自动化。可见，其通过对经营率提升，来抵消汽车行业萧条对经营现金流的负面影响。

好，讲到这里，有很多问题，值得我们在估值建模过程中深入思考：

- 1) 其三季报发布后，到底有哪些值得分析的核心参数？从建模角度，这些参数的变动，将如何影响财务建模？
- 2) 本案三季报业绩发布后，与之前的预估相差多少？其中，有哪些数据假设需要做更新？
- 3) 此次，根据 2019 三季报数据更新后，福耀玻璃的估值在什么样的区间？和之前的数据相比，到底是贵了，还是便宜了？

今天，我们就以**福耀玻璃**入手，来研究汽车领域的估值建模逻辑。对汽车产业链、新能源汽车，之前我们还研究过不少公司，**华域汽车、宇通客车、比亚迪、上汽集团、蔚来汽车、北汽新能源、宁德时代、杉杉股份、天齐锂业、洛阳钼业、华友钴业**……可购买优塾团队的专业版报告库，获取之前我们做过的深度报告、以及部分重点案例详细 EXCEL 财务模型，以及上百家公司和数十个行业的深度研究，深入思考产业本质。

— 01 —



2019 三季报更新

新增数据，建模假设



由于三季报没有分项数据拆分披露，因此，我们主要通过依据掌握的变量因子，确定是否调整假设，调整部分用紫色字体标出；否则仍用中报更新的蓝色字体表示。

主要估值假设，有以下几部分：

1) 收入预测部分——首次建模,《并购优塾》将汽车玻璃收入拆分为“玻璃销量”和“玻璃单价”两个变量。由于 2019 三季报披露数据有限(未披露整车及汽配玻璃销售量、玻璃单价),因此,我们通过观察其他维度的数据,对前次假设进行验证,更新后的假设如下:

A) 玻璃销量增速:在这篇报告中,我们通过下游汽车行业各项指标辅助参考。根据 2019 年 1 至 10 月汽车行业领先性指标:近期汽车销量增速、经销商库存系数、政策变动三个指标,能够判断 2019 年将处于周期低谷。

基于对周期的判断,2019 年玻璃销量大概率将低于 2018 年,因此,我们仅对 2019 年增速进行小幅调整。详细调整请参考正文。

B) 玻璃单价:其上半年高附加值汽车玻璃占比提升 1.67%,说明玻璃在汽车中的价值量有所提升。我们维持价格每年上涨的原假设。

根据以上假设,我们预估 2019 年至 2021 年营业收入增速为 4.82%、14.62%、14.50%。略低于中报预测(7.75%、15.32%、15.07%)。

2) 由上至下交叉验证——由于自下而上的“周期预测法”具有较大不确定性,我们增加一种“自上而下”的市占率法,仅对全球汽车销量增速、福耀玻璃市占率作为变量。对其收入增速进行预测,测算得到 2019 年-2021 年收入增速为 5.7%、9.2%、9.1%。

3) 机构预测——Wind 提供的 180 天内 24 家机构一致性预测,福耀玻璃在 2019 年至 2021 年的营收增速,分别为:5.54%、9.82%、7.93%。几家机构券商预测分别为:4.79%、8.84%、7.81%(天风证券);8%、11.9%、5.6%(东北证券);1.93%、5.68%、7.21%(华泰证券)。

对比来看,2019 年预测与机构相差不大,预测期后两年的差异在于,我们对行业复苏后,福耀的业绩情况判断更为乐观。

4) 资本开支——上一篇文章中,我们假设福耀玻璃从 2023 年起每年新增 50 万平方米玻璃产能,作为扩张性资本支出。但是根据我们对已有产能的测算以及每年的资本支出,计算得到,2028 年其总产能大约为 176 万平方米汽车玻璃,已经高于其实际所需的 168 万平方米产能。所以,本案不需要额外的扩张性资本支出,基于此,我们将此假设删除。

5) 其他假设——其他假设变化不大,我们维持原假设保持不变。

以下,附上更新后的建模报告,以及数据调整后的 Excel 表,大家可以将更新部分和以前的数据做一些仔细比对,深入感受一下——根据三季报,基本面到底发生了哪些细微变化?这些细微的变化因子,将如何影响内含价值?

— 02 —



全球巨头,如何炼成



福耀玻璃,主营业务为汽车玻璃的研发制造。1993 年 A 股上市,实际控制人为曹德旺,直接与间接合计持有 16.95%股权。

从机构持仓情况来看，相比二季度，机构持仓比例从 54.84% 下降至 51.85%。嘉实基金、汇添富基金等仓位有所减少。从前 20 大海外机构投资者来看，相比 2019 年二季度，先锋基金、JP 摩根、Aberdeen Standard 等仓位有所增加，英国 Somerset Capital 有所减少。

海外机构投资者排名

机构名称	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	变化 Q2 vs Q3	地区/国家
Sanyi Development Limited	15.5695%	15.5695%	15.5695%	15.5695%	0.0000%	中国香港
Mathews International Capital Management, L.L.C.	0.1498%	0.4886%	0.7770%	0.7770%	0.0000%	美国
Florida State Board of Administration	0.2790%	0.4256%	0.4256%	0.4256%	0.0000%	美国
The Vanguard Group, Inc.	0.3264%	0.3264%	0.3582%	0.4003%	0.0421%	美国
JP Morgan Asset Management	0.3509%	0.3078%	0.3725%	0.3733%	0.0008%	美国
Carmignac Gestion	0.2931%	0.2931%	0.2931%	0.2931%	0.0000%	法国
JPMorgan Asset Management U.K. Limited	1.8261%	0.2023%	0.1934%	0.1966%	0.0032%	英国
Somerset Capital Management, L.L.P.	0.1807%	0.1822%	0.1881%	0.1663%	-0.0218%	英国
Aberdeen Standard Investments (Asia) Limited	0.0678%	0.1395%	0.1417%	0.1612%	0.0195%	新加坡
UBS Asset Management (Hong Kong) Limited	0.2530%	0.3076%	0.1366%	0.1366%	0.0000%	中国香港
Fidelity Management & Research Company	0.1261%	0.1336%	0.1336%	0.1336%	0.0000%	美国
Schroder Investment Management (Europe) S.A.	0.0772%	0.1084%	0.1084%	0.1209%	0.0125%	卢森堡
Caisse de Depot et Placement du Quebec	0.0999%	0.0999%	0.0999%	0.0999%	0.0000%	加拿大
Schroder Investment Management (Hong Kong) Ltd.	0.0775%	0.0803%	0.0803%	0.0803%	0.0000%	中国香港
PGGM Vermogensbeheer B.V.	0.0781%	0.0781%	0.0781%	0.0781%	0.0000%	荷兰

图：海外机构投资者排名 来源：China Knowledge

序号	机构名称	机构类型	合并数量(万股)	占流通A股比例(%)	合并数量(只)
1	三益发展有限公司	一般法人	39,057.88	19.50	1
2	河仁慈善基金会	一般法人	29,000.00	14.48	1
3	香港中央结算有限公司	陆股通	18,559.48	9.27	1
4	福建省耀华工业村开发有限公司	一般法人	3,427.77	1.71	1
5	全国社保基金1103组合	一般法人	3,240.48	1.62	1
6	中国证券金融股份有限公司	一般法人	2,809.55	1.40	1
7	中央汇金资产管理有限责任公司	一般法人	2,459.83	1.23	1
8	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分...	保险公司	2,244.71	1.12	1
9	诺安基金管理有限公司	基金	819.29	0.41	6
10	中欧基金管理有限公司	基金	505.23	0.25	1
11	中泰证券(上海)资产管理有限公司	基金	284.76	0.14	2
12	汇添富基金管理股份有限公司	基金	261.72	0.13	5
13	招商基金管理有限公司	基金	156.93	0.08	6
14	南方基金管理股份有限公司	基金	128.87	0.06	8
15	鹏扬基金管理有限公司	基金	109.99	0.05	1
16	工银瑞信基金管理有限公司	基金	98.91	0.05	6
17	广发基金管理有限公司	基金	92.68	0.05	3
18	中信证券	券商集合理财	77.04	0.04	4
19	长信基金管理有限责任公司	基金	74.52	0.03	1
20	民生加银基金管理有限公司	基金	56.68	0.03	1

图：前 20 大机构投资者（单位：%） 来源：WIND

我们来回看过去三年一期的业绩情况——2016 年至 2019 年三季报，其主营业务收入分别为 166.21 亿元、187.16 亿元、202.25 亿元、156.34 亿元，净利润分别为 31.43 亿

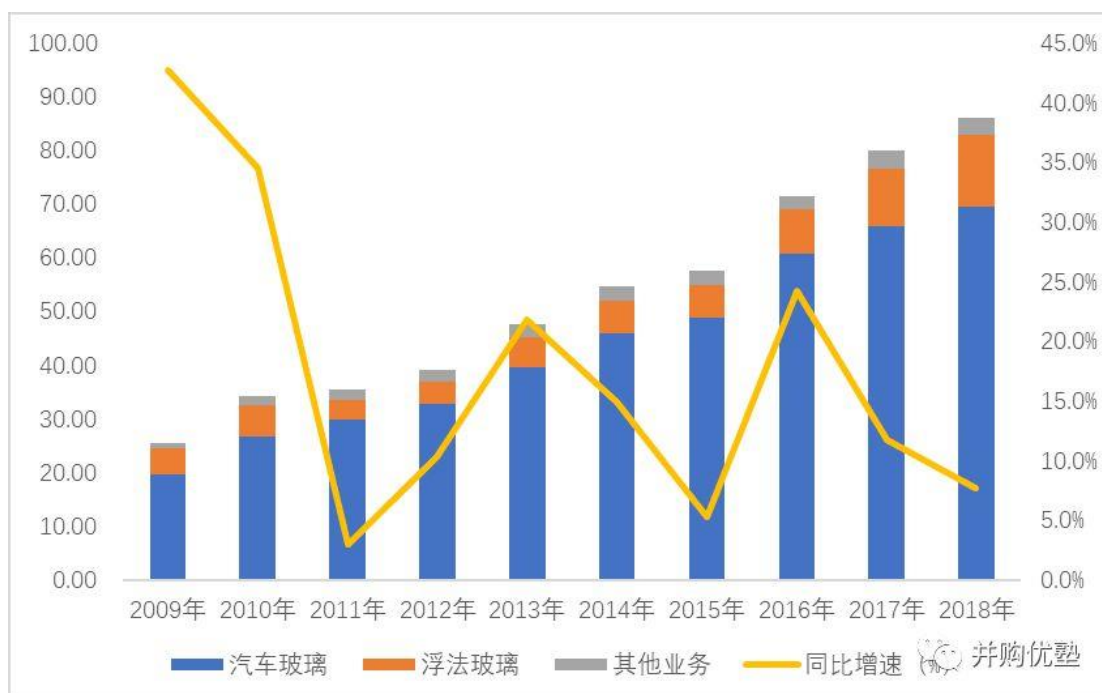
元、31.48 亿元、41.07 亿元、23.56 亿元，经营活动产生的现金流量净额 36.37 亿元、47.97 亿元、58.08 亿元、35.37 亿元，销售毛利率分别为 43.07%、42.76 %、42.63%、37.43%、销售净利率分别为 18.91%、16.82%、20.31%、15.01%。

过去三年营收复合增速 10.31%，净利润复合增速 14.32%。2019 年前三季度，营业收入同比增长 3.38%，净利润下降 28.07%。

其收入结构中，95%以上的收入来自于汽车玻璃，浮法玻璃主要为内部使用。



图：收入结构（单位：%） 来源：并购优塾



图：毛利结构（单位：%） 来源：并购优塾

本案产业链情况如下：

- 1) 上游，是纯碱、石英砂、重油、浮法玻璃等原材料及能源供应商，主要原材料为浮法玻璃，成本占比约为 30%，其次为能源成本，占比在 20%到 40%左右，福耀的浮法玻璃自给率达 97%。
- 2) 下游，主要为为汽车整车厂：上汽、一汽、丰田、长安、东风、广汽、北汽等；美国工厂下游为：通用、克莱斯勒、宝马和大众等；俄罗斯工厂下游为：俄罗斯雷诺、标致、大众、通用、福特等。

以 2018 年年报来看，前五大客户占销售额的 16.50%，前五大供应商占购货额的 15.78%，采购和销售比较分散，具体名单未披露。

图 24: 汽车玻璃产业链



资料来源：国信证券经济研究所整理



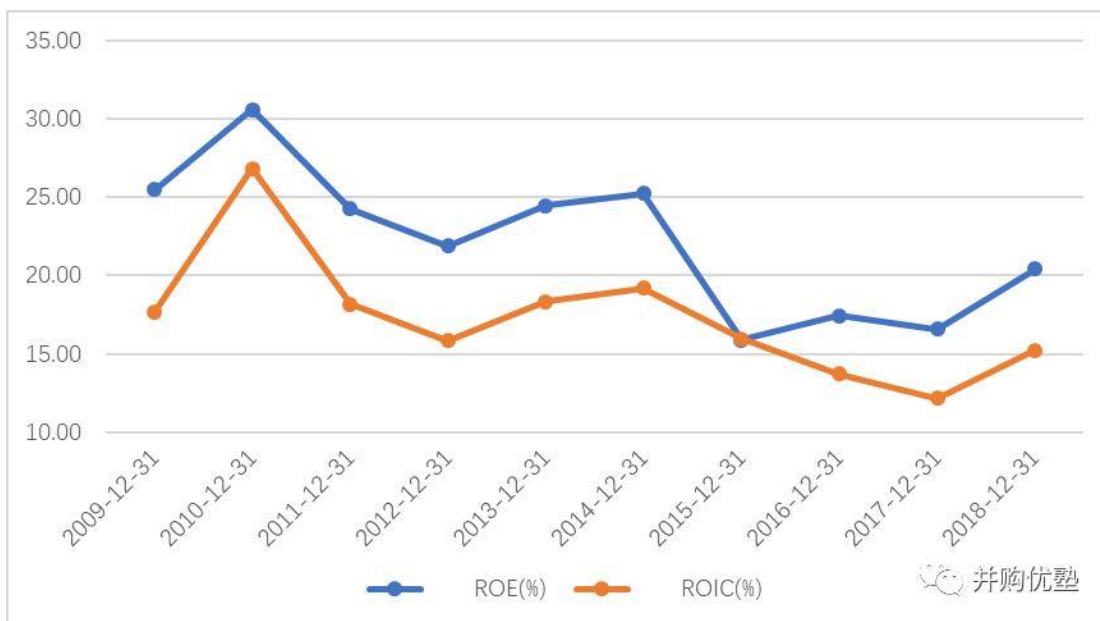
图：产业链结构 来源：国信证券

这样的产业链，形成了本案如下的报表结构：

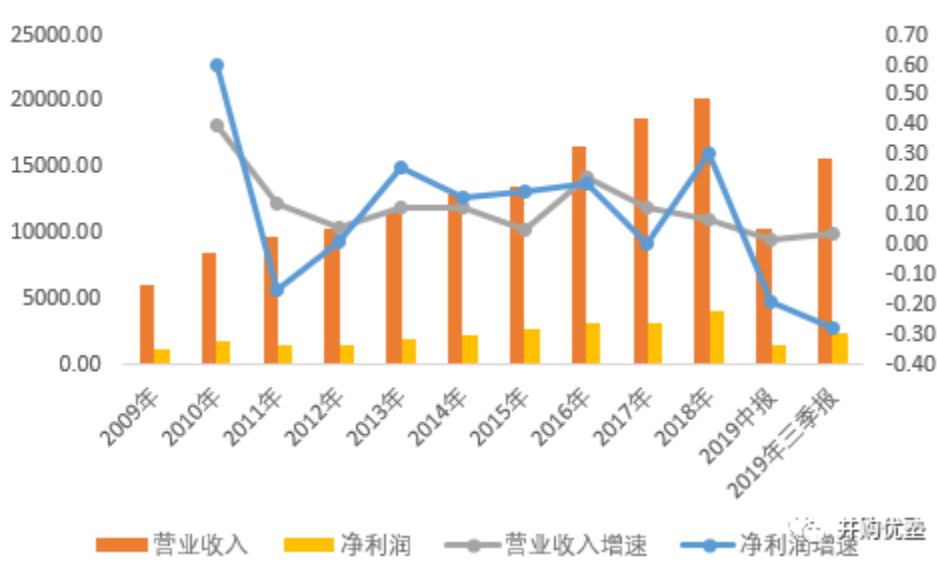
从资产负债表结构来看——以 2019 年**三季报**为例，总资产为 401.09 亿元，占比从高到低依次为固定资产（35.14%），货币资金（23.55%），存货（8.7%）、在建工程（8.13%）；总负债为 192.19 亿元，占比从高到低依次为短期借款（22.23%）、应付款项（2.98%）。

从利润表结构来看——以 2019 年**三季报**为例，成本占了 62.57%，其次为管理费用（9.73%），再次为销售费用（6.84%），剩下净利润为 15.01%。

在进行估值建模之前，我们来看一组基本面数据：

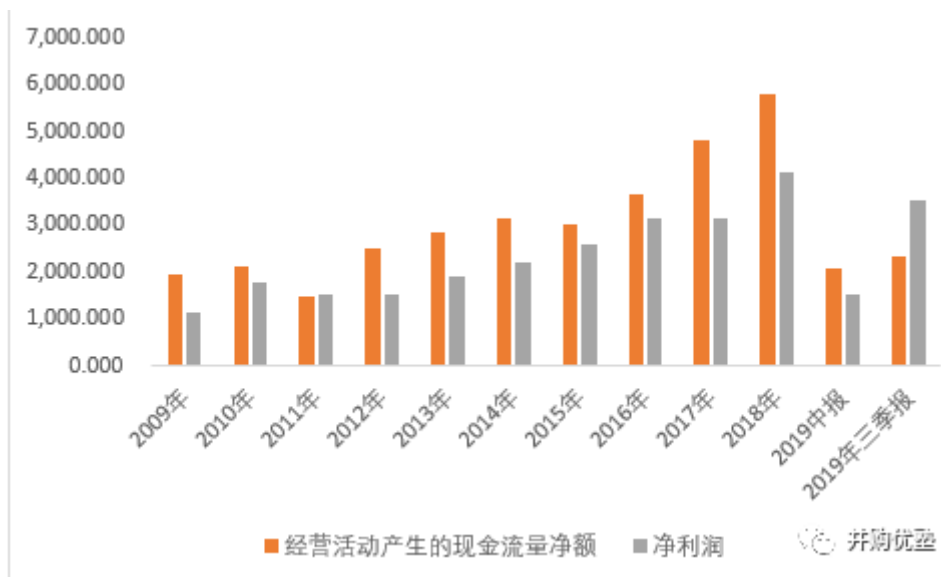


图：ROE VS ROIC（单位：%） 来源：并购优塾

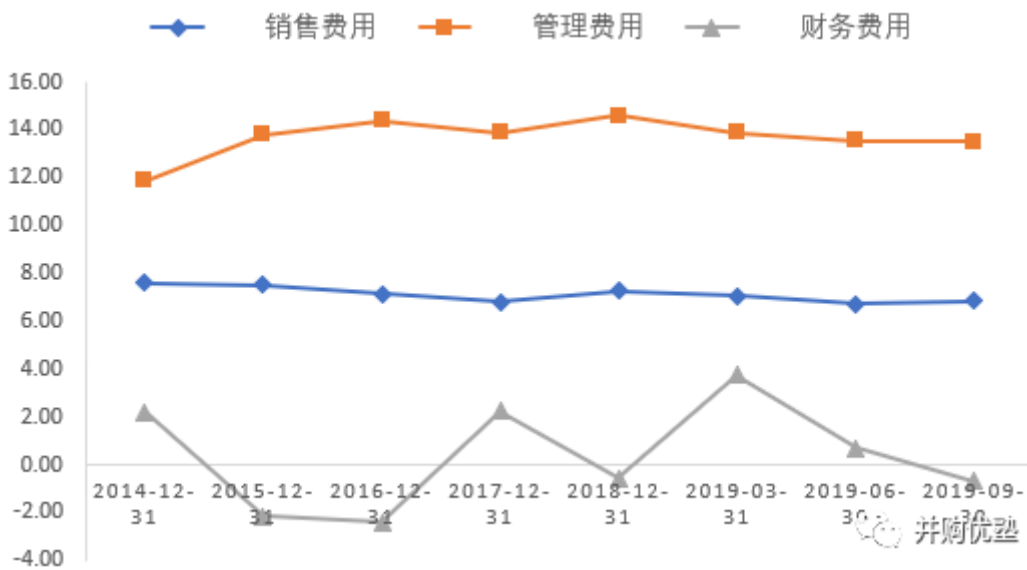


图：营业收入、营业收入增速、净利润、净利润增速（单位：亿元（左）%（右））

来源：并购优塾

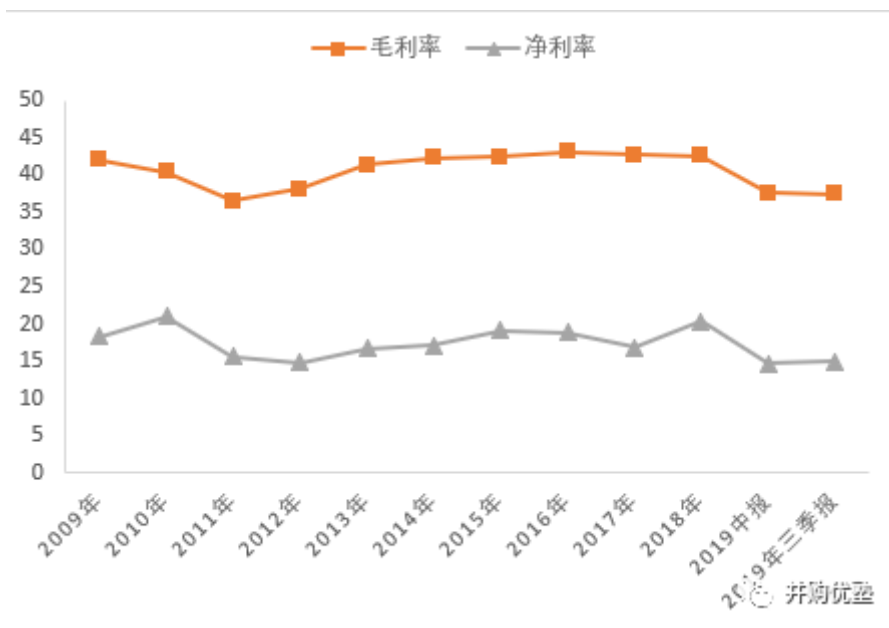


图：净利润、现金流（单位：亿元） 来源：并购优塾



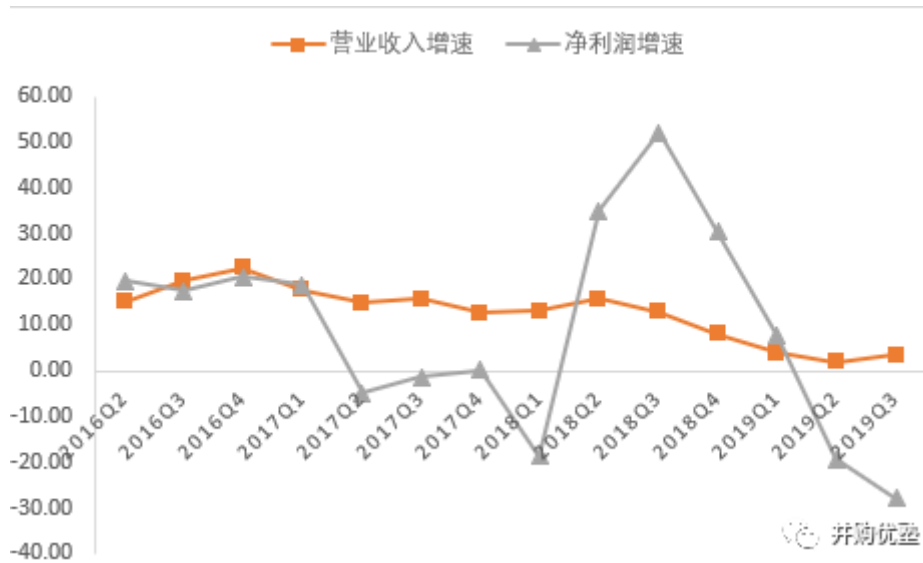
图：销售费用率、管理费用率、财务费用率（单位：%）

来源：并购优塾



图：毛利率、净利率（单位：%）

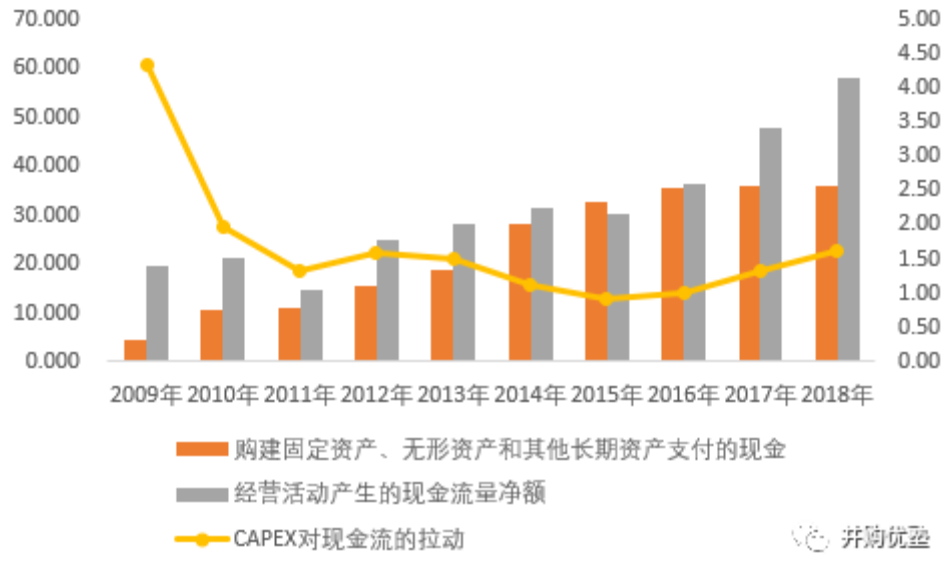
来源：并购优塾



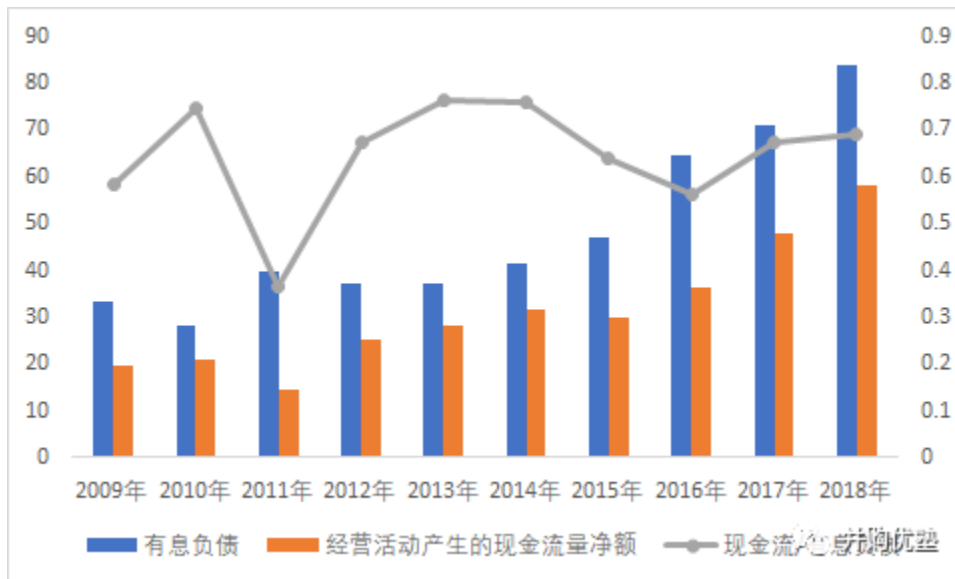
图：近 12 个季度营收、净利润同比增速（单位：%）

来源：并购优塾

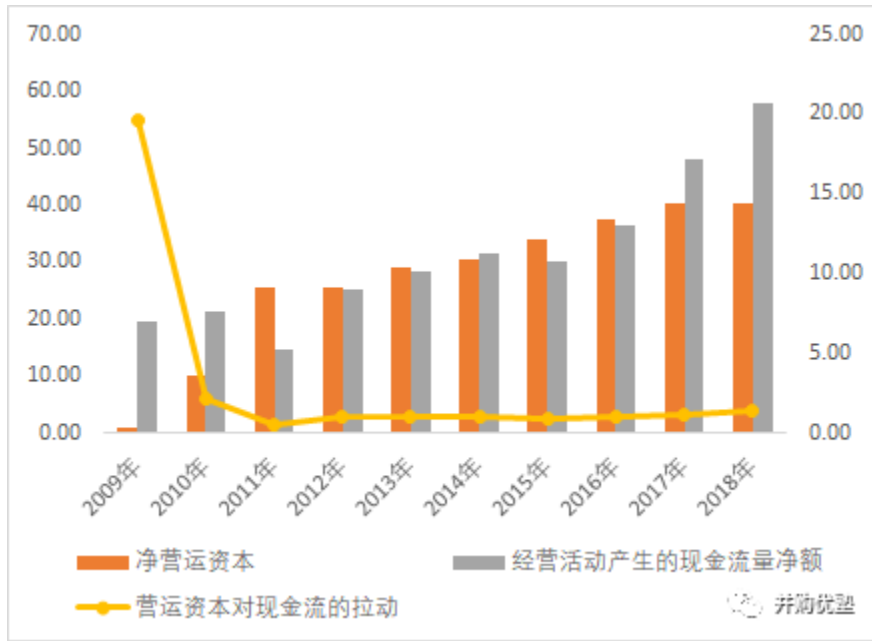




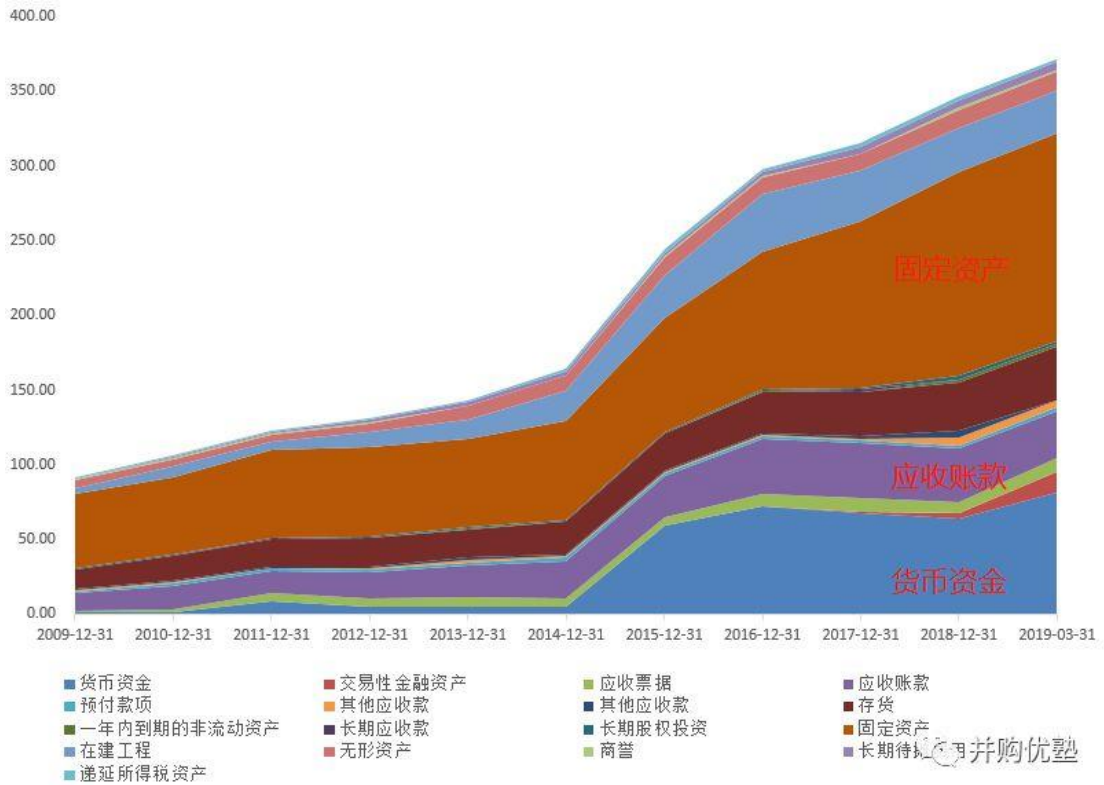
图：CAPEX 对现金流的拉动 来源：并购优塾



图：现金流/有息负债 来源：并购优塾



图：营运资本对现金流的拉动 来源：并购优塾



图：资产结构 单位（亿元） 来源：并购优塾



图：股价图、PE（单位：元/倍） 来源：理杏仁

综上基本面信息，一个核心的问题来了——如果对本案做建模，应该从什么地方入手？

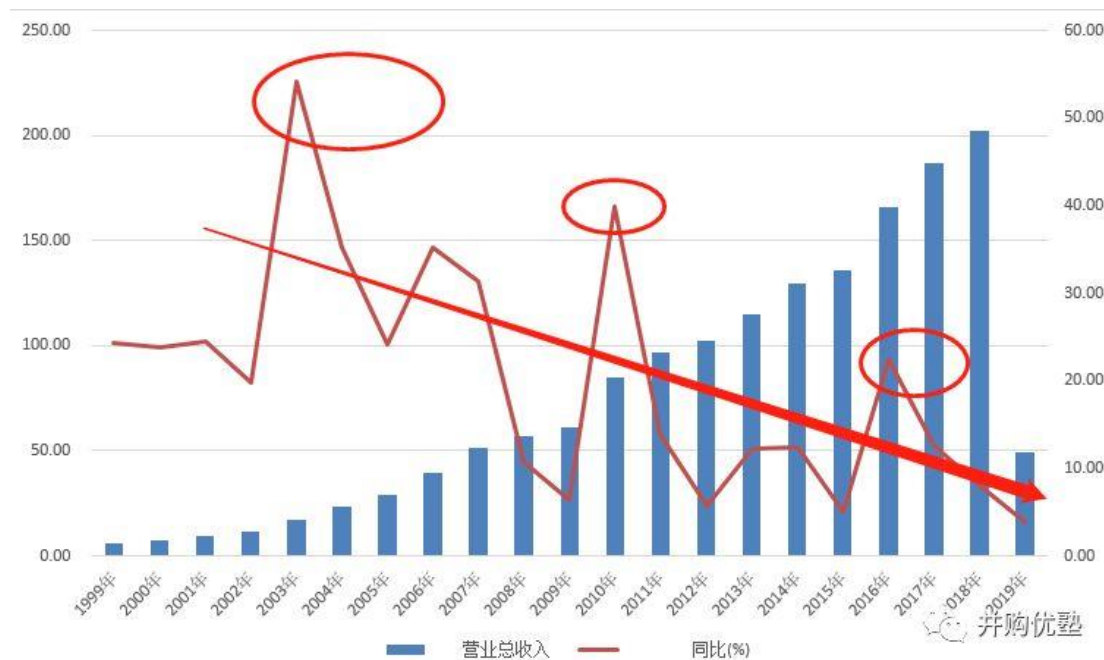
— 03 —



历史增速波动，有何规律



我们先看福耀玻璃历史上的增速波动情况，如下图：



图：历史收入及增速（单位： 亿元（左）%（右）） 来源：并购优塾

通过上图，大致可以提炼出两个问题：

- 1) 从短期来看，其营业收入增速呈周期波动，周期大约在 3-4 年之间。那么，导致短期收入波动的驱动力是什么？
- 2) 从长期来看，营业收入增速中枢波动向下，2003 年在 50%附近，2010 年在 35%附近，2016 年在 25%附近。长期增速如此波动的驱动力又是什么？为什么增速中枢震荡向下？

这两个问题，我们都可以通过周期的视角来进行解答。短周期驱动因子，主要为汽车的库存周期；长期周期驱动因子，主要有两个，一是千人汽车保有量；二是汽车替换周期。那么，接下来的问题是——如果从短周期视角来看，库存周期如何影响业绩？

— 04 —



短周期波动，驱动力如何



我们拿中国汽车销量同比增速来看，近十年的增速呈现短周期波动，约 3-4 年一个周期，而这个短周期，就是**库存周期**。

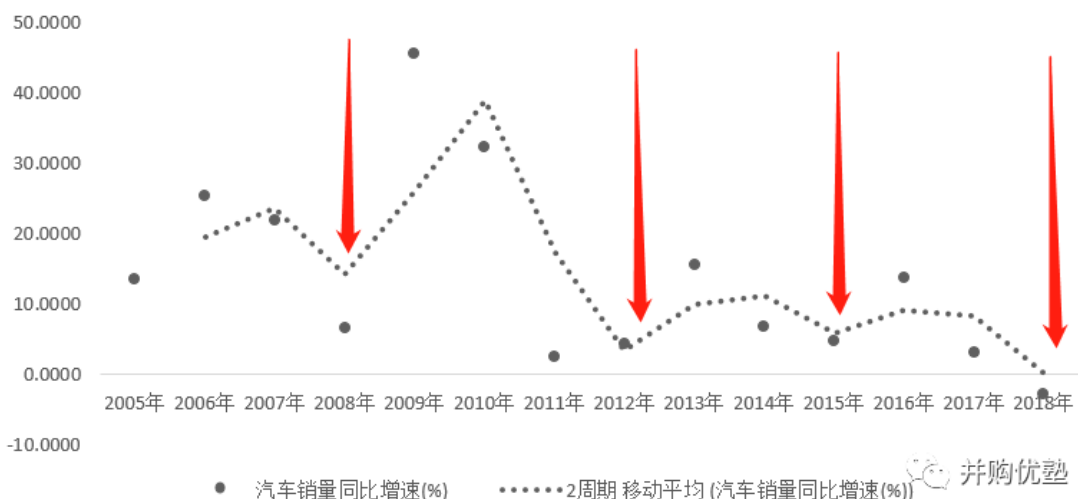
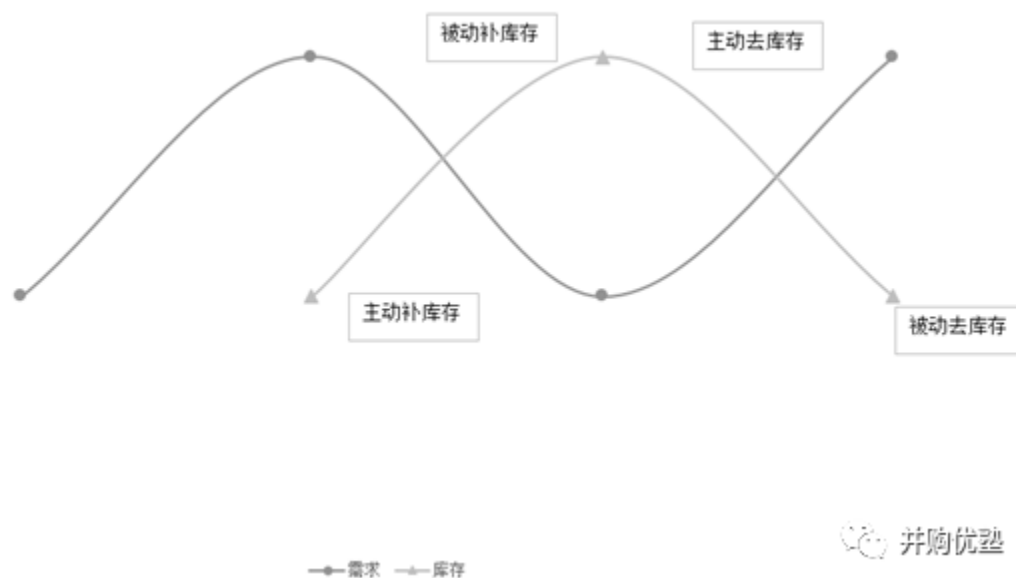


图 16: 中国汽车销量 来源：并购优塾

库存周期（基钦周期）维度来看，汽车销量短期增速的波动，主要受企业对需求的预期和库存变化驱动。其产生的原因是供需失衡。汽车从制造到交货均有一定时间周期，所以车企会根据市场需求量预判来决定库存量，但是库存调整会滞后于市场需求，从而形成库存周期。



图：库存周期图 来源：并购优塾

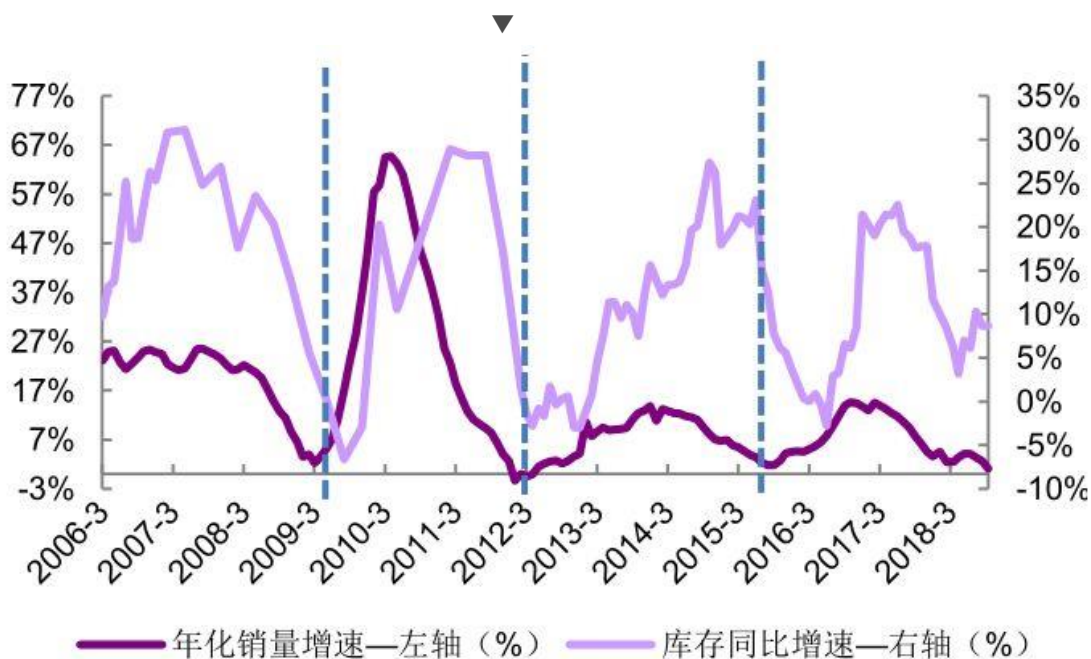
一个完整的库存周期，经历四个阶段，分别为：被动去库存、主动补库存、被动补库存、主动去库存。据华泰金工团队的测算，A股库存周期约42个月左右，与上图的情况基本吻合。

我们从这个视角来看汽车产业链。2006年至今，汽车共经历四个库存周期，以2015.10-2018.10为例来看：

- 1) 被动去库存——2015年10月起，汽车销量景气度从底部开始回升，但车企没有提前准备，库存被消化，库存同比增速下滑；
- 2) 主动补库存——2016年3月起，经销商观察到市场景气度提升，开始主动增加库存，此时汽车销量增速与库存增速同步上升；

3) 被动补库存——2017年3月起，需求景气度从顶部开始回落，但之前补充的库存无法消化，开始堆积；

4) 主动去库存——2018年起景气度仍在下滑，汽车销量增速负增长，经销商主动开始去库存，库存增速下行进入下滑期；



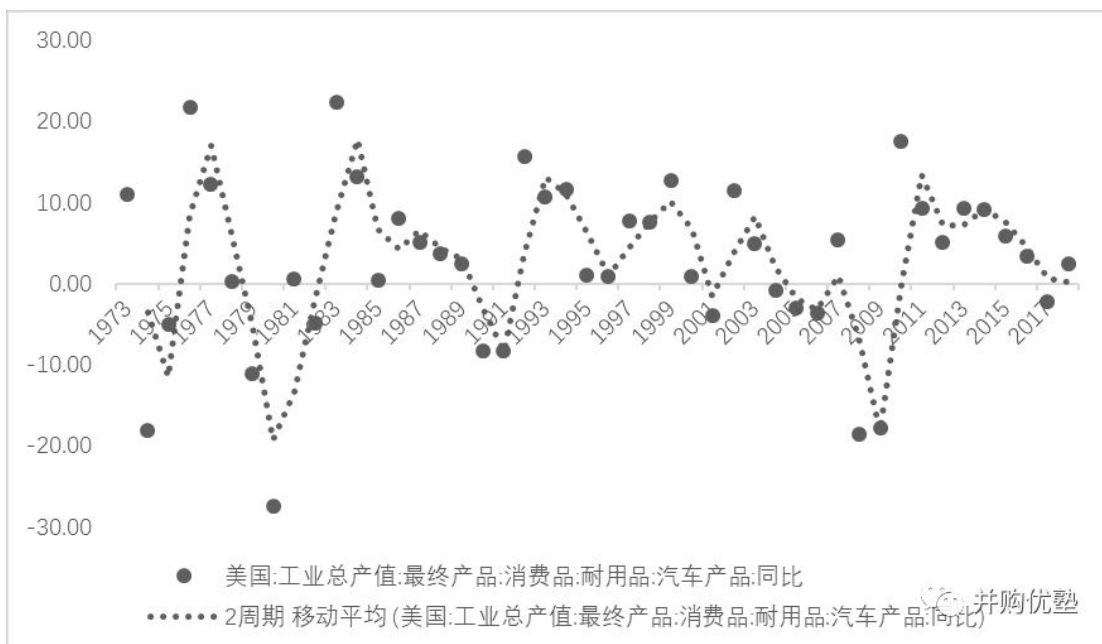
资料来源：Wind，光大证券研究所



图：汽车销量周期 来源：光大证券

这个规律，不仅仅在中国如此。优塾团队翻了翻美国的数据——如果观察美国汽车产量增速，其实也符合这个规律。通过对比汽车的库销比与汽车销售同比增速两个指标，美国汽车库存周期大约 5-6 年为一个周期。





图：美国汽车产销量增速 来源：WIND

因此，对本案的估值建模，如果要做短期汽车行业增速的预测，必须从库存周期入手。接下来，我们再来一个对估值建模至关重要的问题——看中长期驱动力因素，又该怎么预判？

— 05 —



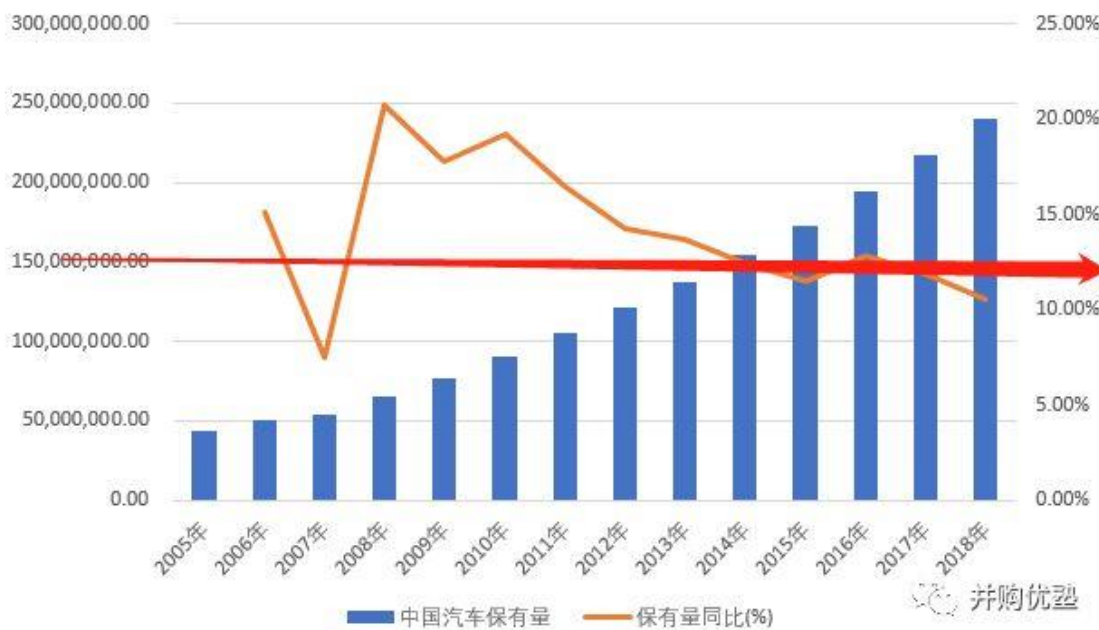
长期增速驱动力，如何分析



汽车行业中长期驱动力可分为两类：1) 人均汽车保有量的增加；2) 汽车报废后的替换。（汽车保有量指的是登记上牌的汽车数量）

我们先看人均汽车保有量，中国的汽车保有量在经历 2016 年 13.9% 的高速增长后，新车销量增速开始放缓，截至 2018 年增速为 10.51%。





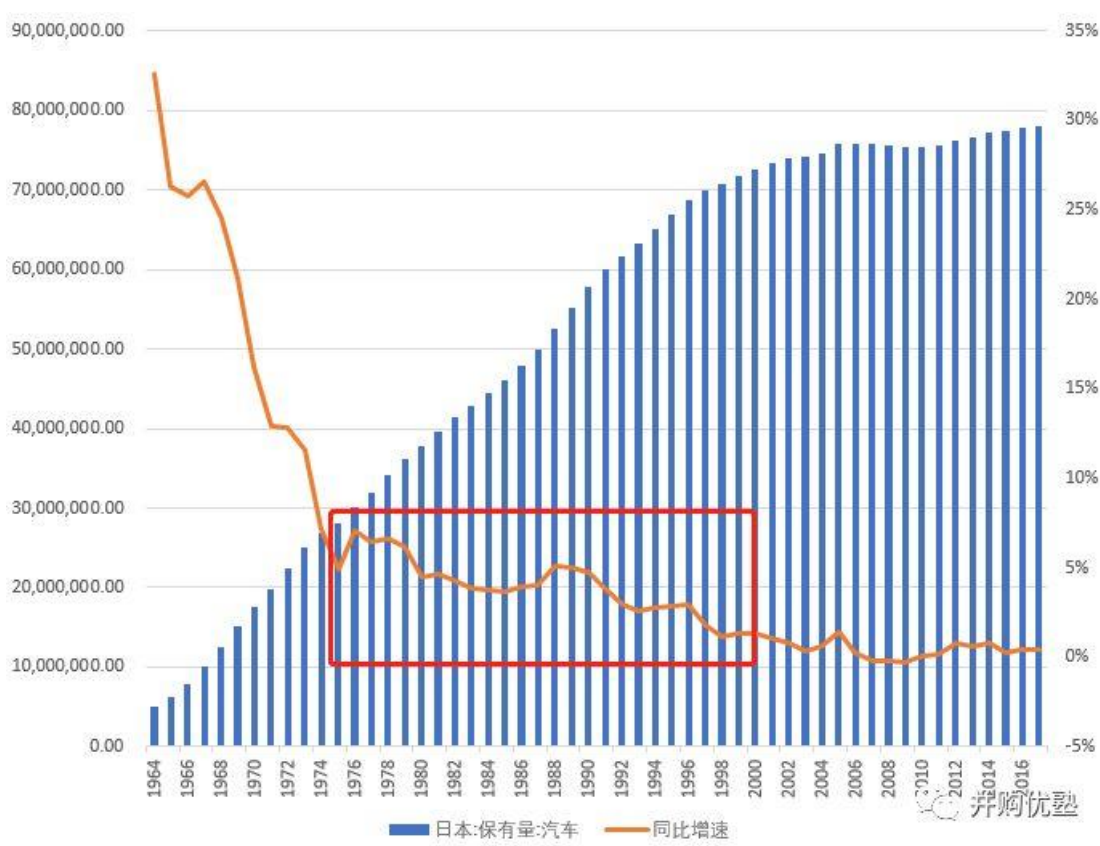
图：中国汽车保有量及增速 来源：并购优塾

那么，中国的汽车市场到底还有没有增长空间？增长空间还有多大？通过对比成熟汽车保有量，可以清晰的解决这个问题。

优塾团队仔细翻了日本汽车行业数据——从日本汽车保有量增速来看：1964年-1973年，日本汽车从高速发展转向平稳增长，十年时间保有量增速从33%下降至12%（这与我们过去十年的增速接近）。

1974年-2002年，近三十年间保有量低速增长，从7%下降至0%，2006年后，日本汽车保有量接近饱和，复合增速中枢到零轴附近。注意，由高速增长到放缓，这样的情况，在日本市场也发生过。





图：日本汽车保有量及增速 来源：并购优塾

近三年，我国保有量增速中枢还保持在 8%左右，如果参照日本汽车市场历史变化，尽管未来增速会放缓，但还存在 20 年左右的增长空间。

此外，再看人均保有量情况的绝对值——截至 2018 年，中国千人汽车保有量为 140 辆，美国千人汽车保有量 790 辆，日本千人汽车保有量为 590 辆。从绝对值的对比来看，中国的汽车保有量天花板也还远远没有到顶。

不过，此处有一个细节：关于人均保有量是否能够达到国际水平存在极大争议，各方存在分歧的原因，主要在于空气污染以及交通拥堵等问题。

考虑到这些争议，我们可暂时不讨论我国的汽车保有量是否能达到美国的水平，而是主要以日本为主要参照。从资源情况上看，日本人多地少，石油资源相对贫乏，自然禀赋更差，但仍能达到千人 590 量的保有量水平。

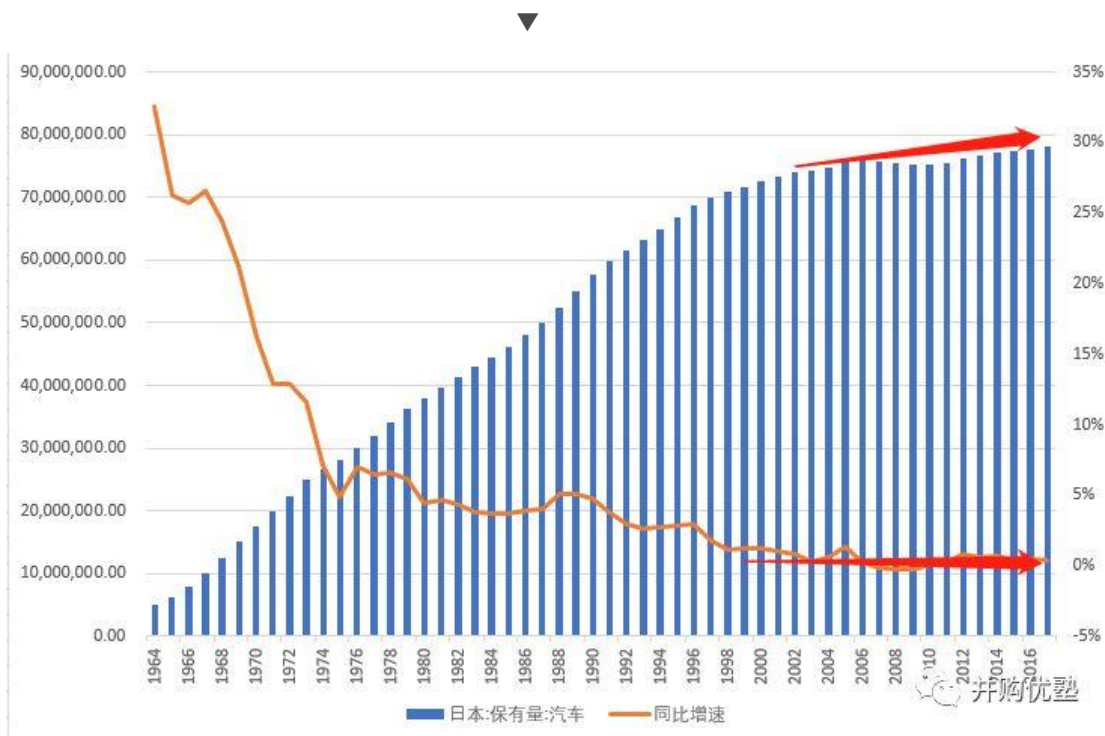
所以，环境污染、交通拥堵，包括环境问题，虽然会成为汽车保有量增长的阻力，但更多是会催生出新能源汽车等行业内的内生动力。因此，从长周期来看，新能源汽车毫无疑问会成为未来的主流。

其次，我们再来看看汽车替换这一驱动力。

由于汽车具有使用年限限制，汽车由于磨损和技术迭代等因素存在替换需求，但替换驱动力存在周期。

关于替换周期，其实就是自 2017 年底大家就开始讨论的**朱格拉周期**，由法国经济学家朱格拉提出，平均周期长度为 8-10 年。它以设备更替和资本投资为主要驱动因素，而这两个因素受机械设备使用年限、技术进度和实体产能利用率、投资回报率等因素影响。[1]

汽车的报废年限在 8 年-15 年之间，我国的汽车的平均使用年限在 10 年左右，大致与朱格拉周期吻合——关于朱格拉周期对整车行业的影响，我们通过千人保有量达到饱和后的日本市场来观察。2002 年后，日本汽车保有量饱和，其增速驱动力只剩下替换需求，保有量基本维持不变，在 0%左右：



图：中国汽车保有量及增速

来源：并购优塾

2002年后保有量增速为零，日本年平均汽车销量仍保持在600万辆左右，每千人汽车销量为47量。我们观察这一阶段全球汽车龙头丰田的市净率，以2010年左右为间隔，大致可以分为两轮周期。



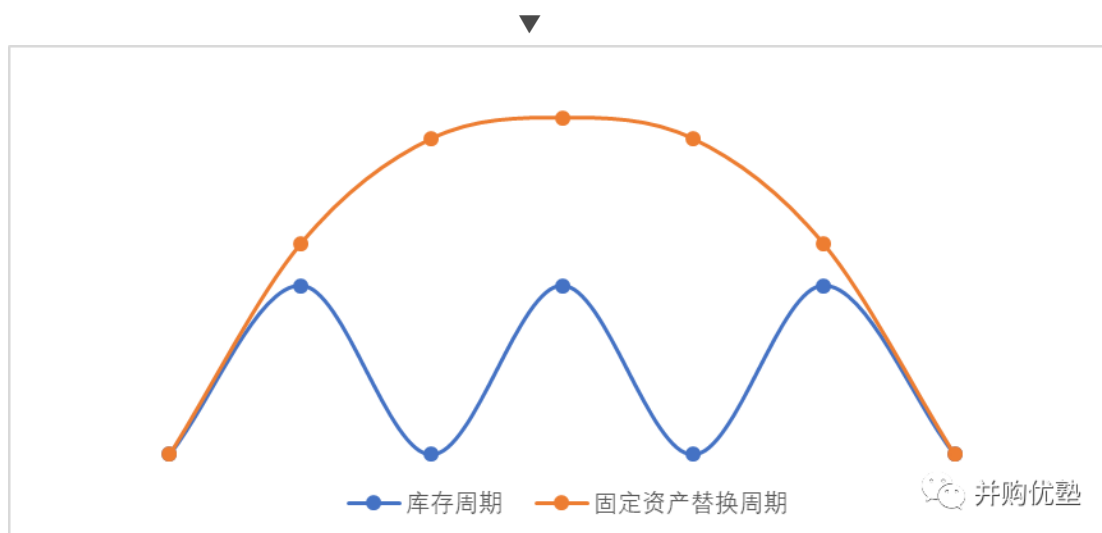
图：丰田 PB 估值 来源：BLOOMBERG

从上图，大致能提炼出两个信息：

- 1) 2005年、2014年分别为保有量的两次增速高点，这一过程历时大致10年和朱格拉周期的时间相当，丰田的估值波动，大致能够呈现这两轮朱格拉周期。
- 2) 丰田作为全球汽车巨头，其估值也基本能够反映全球市场的朱格拉周期情况，因此，我们现在的大致位置，大致应该是新一轮朱格拉周期的起点。

看到这里，我们能够明确一个结论：即使汽车保有量的天花板达到，增速放缓至0，整个汽车行业仍然存在增长驱动力，变成一个周期属性较强的行业。而当下的中国汽车行业，还远没有达到这个地步。（当然，长期来看必然往这个方向靠拢）

因而，在我们的预测期内，包含一轮设备替换周期（朱格拉周期）和三轮库存周期（基钦周期）。优塾团队粗略搭建了一个双周期嵌套的模型，作为预测期内汽车周期的基本框架。



图：朱格拉周期嵌套库存周期 来源：并购优塾

回到本案，根据上述周期模型，我们可以对三轮库存周期做出一个大致的判断，分布基本上为：强周期、中周期、弱周期。这个至关重要的汽车周期预测模型搭建完毕后，我们进入下一个问题——福耀玻璃的收入，该如何拆解、如何预测？

— 06 —



护城河，到底在哪里？

除了宏观判断，在做详细的财务建模过程中，我们必须时时刻刻思考一件事：福耀的护城河，到底在哪里？只有先把护城河弄清楚之后，做建模才有意义。

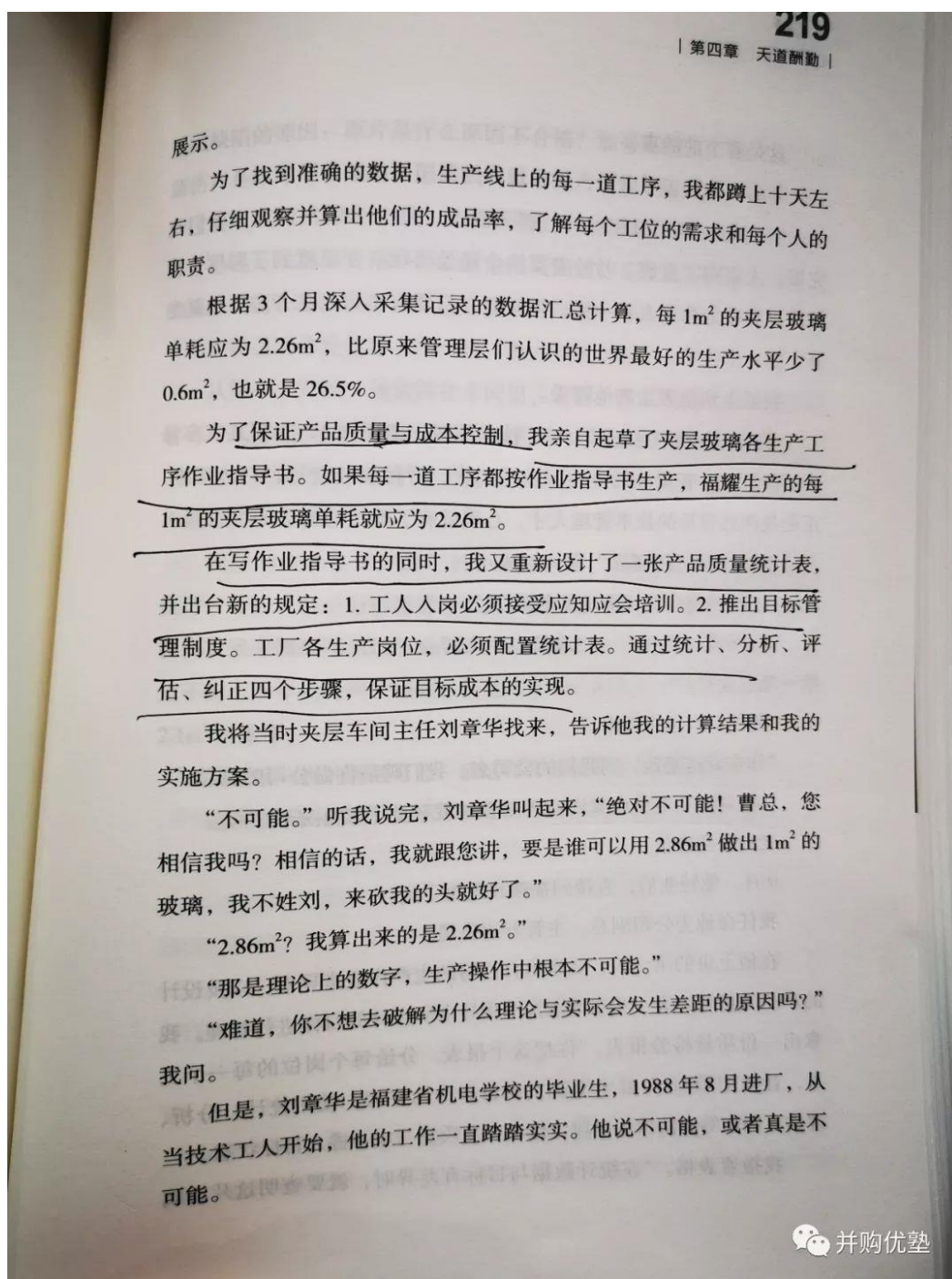
在《心若菩提》中，虽然没有关于护城河的专门论述，但其中有多个细节，都同时提到两个词：“提升产品质量、降低成本”。因而，对福耀玻璃、立讯精密这类整机配件企业，高质量+低成本，通俗来讲也就是性价比，才是其核心护城河。如果不能同时做到这两条，那么护城河将岌岌可危。

而“**高质量+低成本**”的来源，则必然出自于精益管理。所以，对于精益管理的细节，必须持续跟踪。

比如书中这样的段落——“根据我前些年自学管理会计技术用于分析控制成本，我认为只有做到产品高质量的保证，才能有效的控制成本”；“为了保证产品质量与成本控制，我亲自起草了夹层玻璃各生产工序作业指导书，如果每一道工序都按照作业指导书生产，福耀生产的每一平方米的夹层玻璃单耗就应为 2.26 平方米”。

以及这样的描述——“在写作业指导书的同时，我又重新设计了一张产品质量统计表，并出台新的规定：1、工人入岗必须接受应知应会培训；2、推出目标管理制度。工厂各生产岗位，必须配置统计表。通过统计、分析、评估、纠正四个步骤，保证目标成本的实现”。





图：曹德旺自述 来源：《心怀菩提》

— 07 —

收入，到底如何预测？



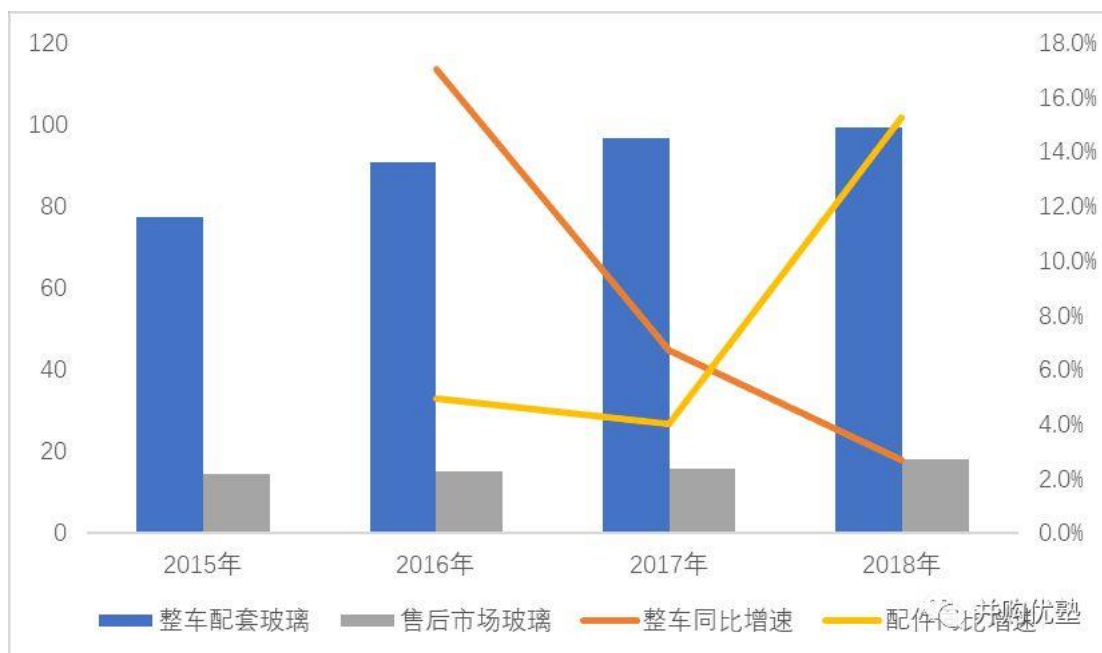
解决了护城河的问题，我们回到本案，继续进行收入预测——收入预测的首步，是收入拆分。从收入结构中可以看出，汽车玻璃是其核心业务。本案，需要对不同变化趋势的业务做重构，将收入拆分为两大类：整车配套玻璃市场（OEM）、售后配件市场（AM）。

1) **整车配套玻璃（OEM）**——用于汽车厂新车的汽车玻璃，OEM 市场的需求量直接由汽车产量决定，受汽车周期波动影响较大；

2) **售后配件玻璃（AM）**——用于售后替换玻璃，AM 市场对汽车零部件的需求主要取决于汽车保有量及汽车玻璃平均损坏率，受周期波动影响较小；

从其销量占比，我们可以看出，OEM 玻璃占玻璃总占比约为 85%，其次为 AM 玻璃，占比 15%。2019 年一季度的下滑，主要是 OEM 玻璃销量下滑导致的。

2016 年-2018 年，OEM 玻璃销量分别为 90.71 百万平方米、96.81 百万平方米、99.41 百万平方米，同比增速分别为 17%、6.7%、2.7%，AM 玻璃销量 15.22 百万平方米、15.83 百万平方米、18.25 百万平方米、增速分别为 5%、4%、15.3%。



图：收入拆分 来源：并购优塾

汽车玻璃属于标准产品，可以采用“自下而上”的方法，将销量拆分为“量”和“价两个因素”：一是玻璃销量、二是玻璃售价。由于 OEM 玻璃受汽车周期波动影响较大，AM 玻璃周期影响较小，我们将两类玻璃收入进行拆分。因此，福耀的收入可以细化为这个公式：

$收入 = (OEM \text{ 玻璃销量} + AM \text{ 玻璃销量}) * \text{玻璃售价}$ 。

本次 2019 年三季度对建模更新，原本应根据玻璃销量、售价做出相应调整。

由于 2019 三季度披露数据有限（未披露玻璃销售量、两种玻璃业务的收入），因此，无法用自下而上的方法进行每个因素更新。

由于 OEM 整车玻璃和 AM 汽配玻璃，受下游汽车市场驱动，所以，我们通过近期的汽车销量数据，来验证首次覆盖中对周期的预判是否合理。

— 08 —



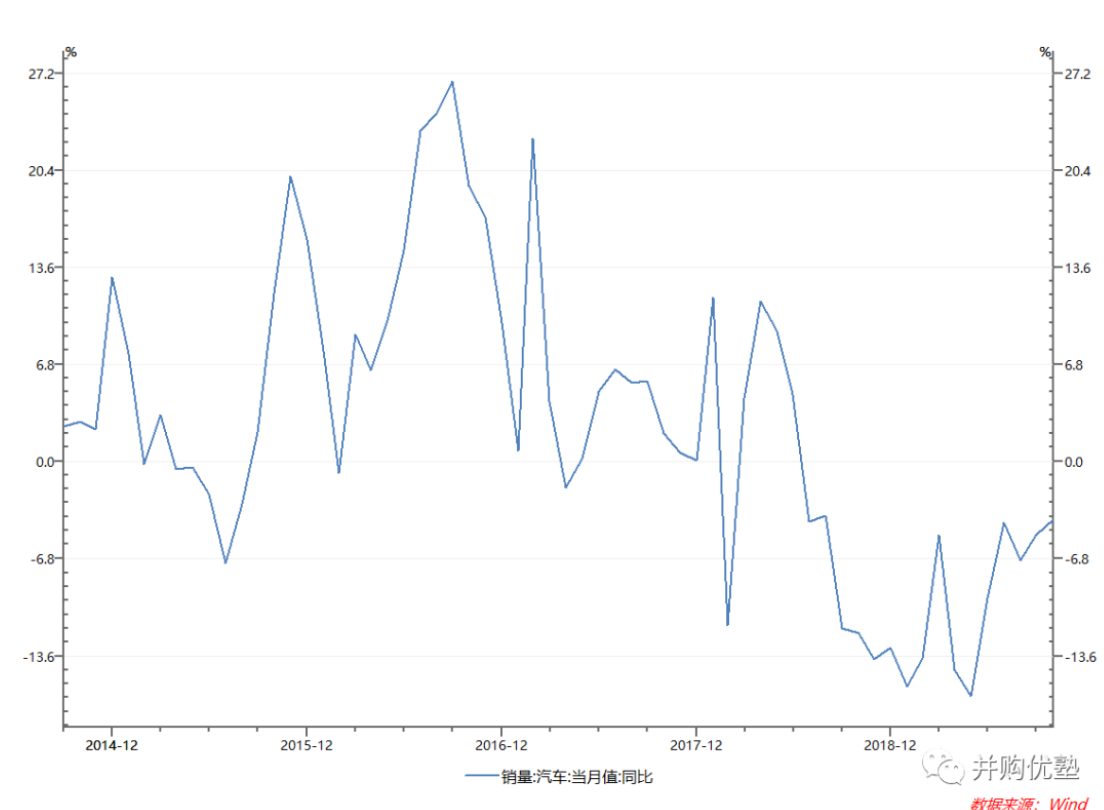
如何预测增速



首先，来预测玻璃销量的增速。

未来的短期增速会怎么变？根据前面优塾团队做过的模型，**库存周期**逻辑推演思路，从三个维度来分析库存周期到底在什么位置，**本次三季度更新将重审三大指标，及时更新库存周期所处位置的信号。**

1) **历史规律**——2006 年以来，汽车共经历四轮库存周期，一个完整的周期在 3-4 年左右。



图：汽车销量增速（单位：%） 来源：并购优塾

首轮周期：2006年2月-2009年4月，维持38个月

第二轮周期：2009年5月-2012年2月，维持34个月；

第三轮周期：2012年3月-2016年2月，维持47个月；

第四轮周期：2016年3月-至今，已经45个月；

根据我们此前的估计，库存周期大约在42个月。而自2018年7月至今，汽车已经连续15个月负增长。纵观汽车近二十年销量历史，这是首次出现连续十五个月负增长的情况。所以，接下来要弄明白的核心问题是：这到底是为啥？

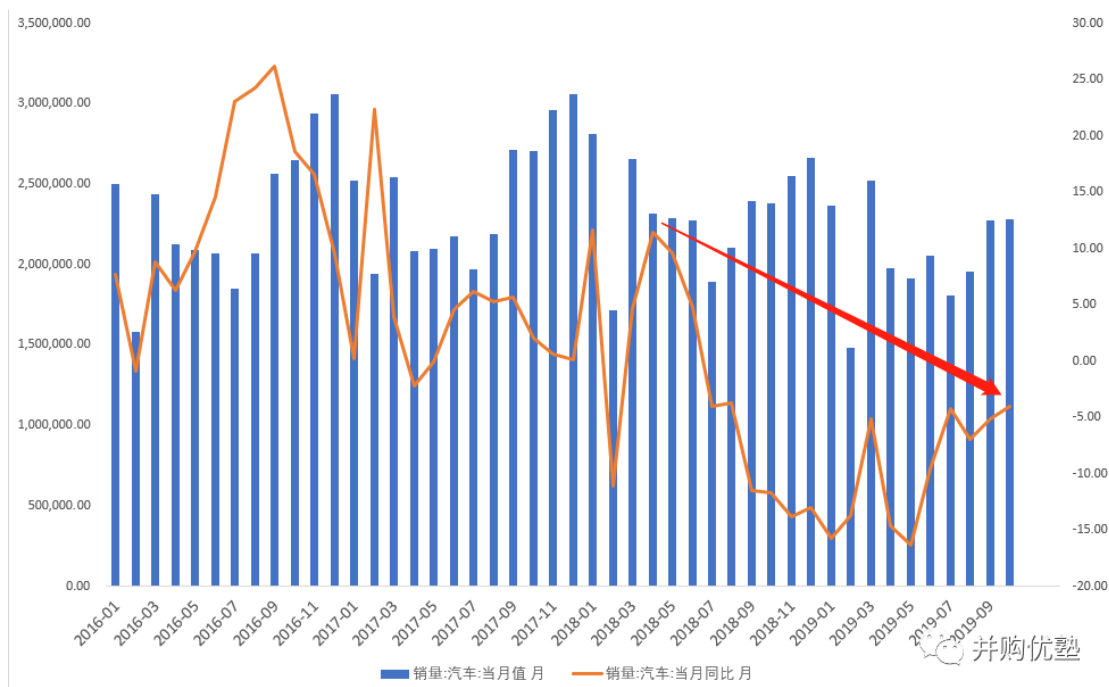


在本次报告更新中，我们增加一些思考点。汽车作为可选消费品，其销量除了受经济周期驱动之外，还有政策的因素：

一) 前期的刺激政策透支部分需求。

2016 年至 2017 年，1.6 升及以下小排量的汽车享受购置税优惠政策，受益于购置税减半，刺激了部分汽车消费需求。但自 2018 年起，政策陆陆续续开始退出，首先，自 2018 年 1 月 1 日起，恢复按 10% 的法定税率征收车辆购置税。

2018 年购置税退出后，汽车销量出现增速下滑趋势，到 2018 年下半年起汽车销量开始进入负增长阶段。

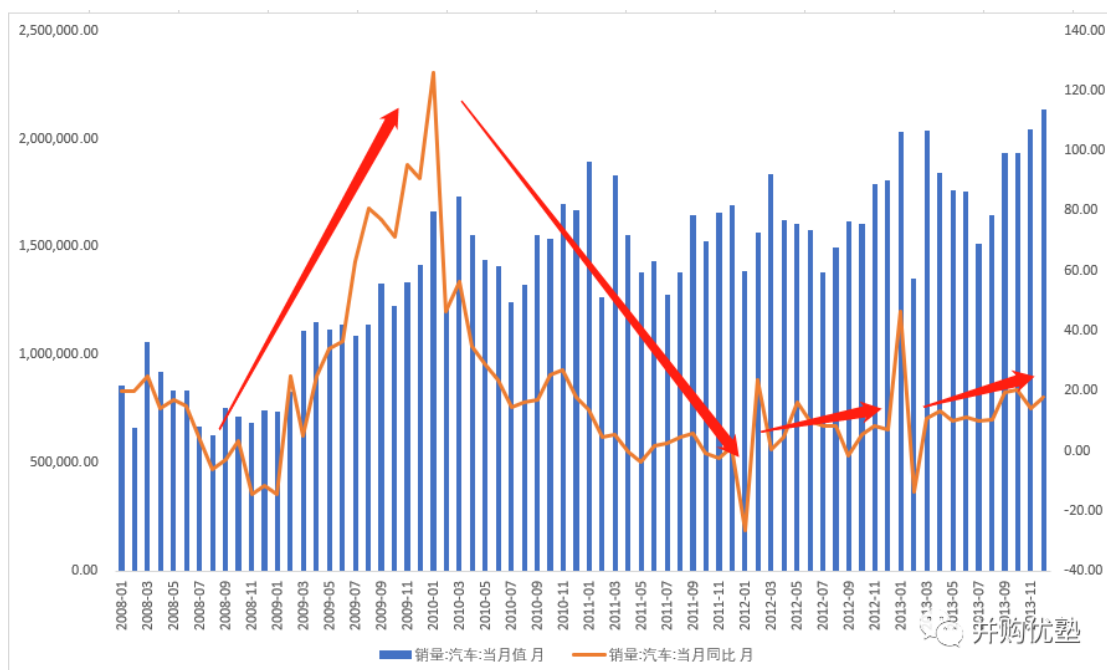


图：汽车销量（单位：量、%）

来源：并购优塾

这一现象并非首次发生，2009 年-2010 年，国家实行汽车购置税减半政策刺激消费。从 2008 年-2011 年汽车销量数据可见，在购置税退坡后的 2011 年，乘用车销量增长由 2010 年的 36.15% 的年平均增速下降到 2011 年 2.68% 的年平均增速。

从前次的规律来看，透支的需求消化大约需要一年时间，而本次透支的效果从 2018 年下半年开始体现，因此，从 2019 年上半年，受到的影响较大。



图：汽车销量（单位：量、%）

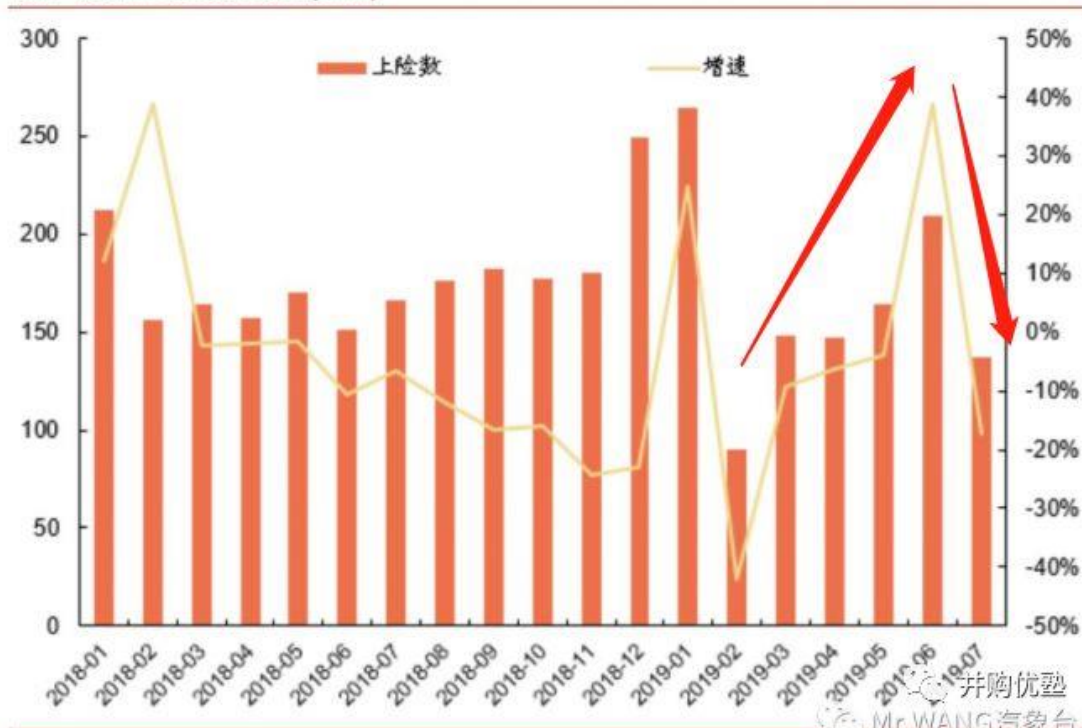
来源：并购优塾

二) 汽车国六标准提前实施。

2019 年 7 月，65%省市提前实施《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称国六）。新标准实施后，所有销售和注册登记的汽车必须符合“国六”标准。换句话说，就是国五标准的汽车不能卖了。

2019 年 5 月、6 月，面临国五、国六标准切换，为了清国五库存，厂家开始降价促销，拉动 5、6 月份大幅增长。此处，我们根据乘用车上交强险数据，2019 年 6 月，乘用车上险数同比增长 48%。所以，6 月份终端清库存影响，透支了下半年需求。这直接导致 7、8 月份数据大幅回落，7 月份同比下降 16.8%，8 月份同比下降 17.5%。

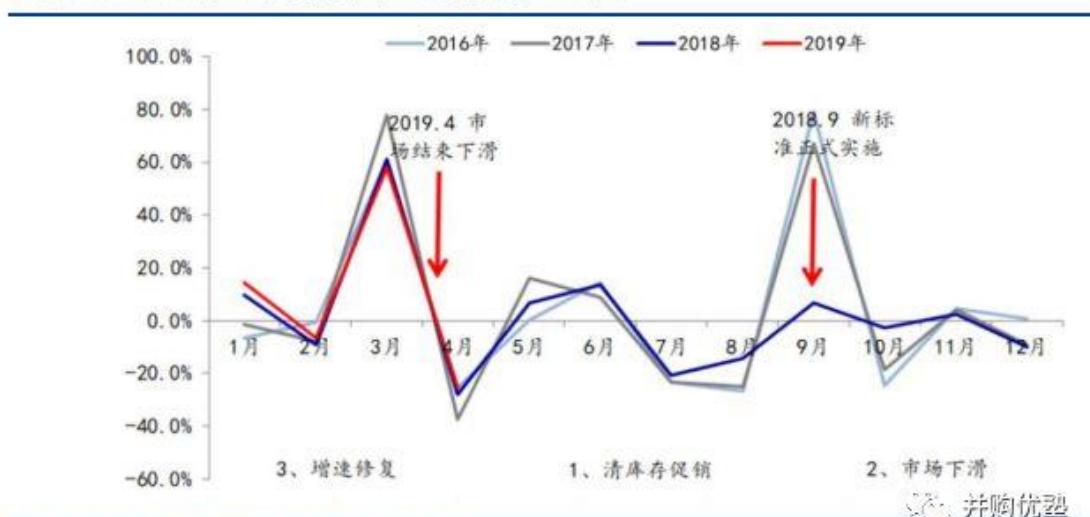
图1: 乘用车上险数及增速(万辆)



图：汽车上险数据 来源：申港证券

此外，据国盛证券复盘的欧洲 2018 年 9 月“欧六”排放标准转换阶段，发现汽车销量透支效应消化大约需要三个月左右时间，直到 2019 年 1 季度销量数据才逐渐恢复。

图表 1: 18 年 9 月欧洲尾气提标对欧洲零售销量环比影响



资料来源：Marklines, 国盛证券研究所

图：欧洲汽车销量增速 来源：国盛证券

根据近期我国 2019 年 11 月汽车销量数据，11 月，汽车产销分别完成 259.3 万辆和 245.7

万辆，产量同比上升 3.8%，销量同比下降 3.6%，降幅低于 2019 年 10 月的-4.3%。综上所述，在长期前景不变的情况下，导致汽车销量短期下滑的原因有二：一是前一年的基数过大，二是减税及“国六”提前实施，一方面透支了需求，一方面导致消费者产生观望效应。

总体来看，此前发生的政策影响，对当前的汽车销量而言均为偏负面作用，但当前，负面因素基本已经出清，并且，从库存周期的规律来看，也接近反转临界节点——那么，当下有没有可能面临反转？我们还要参考其他数据做交叉验证。

— 10 —



追踪汽车，还有什么指标？



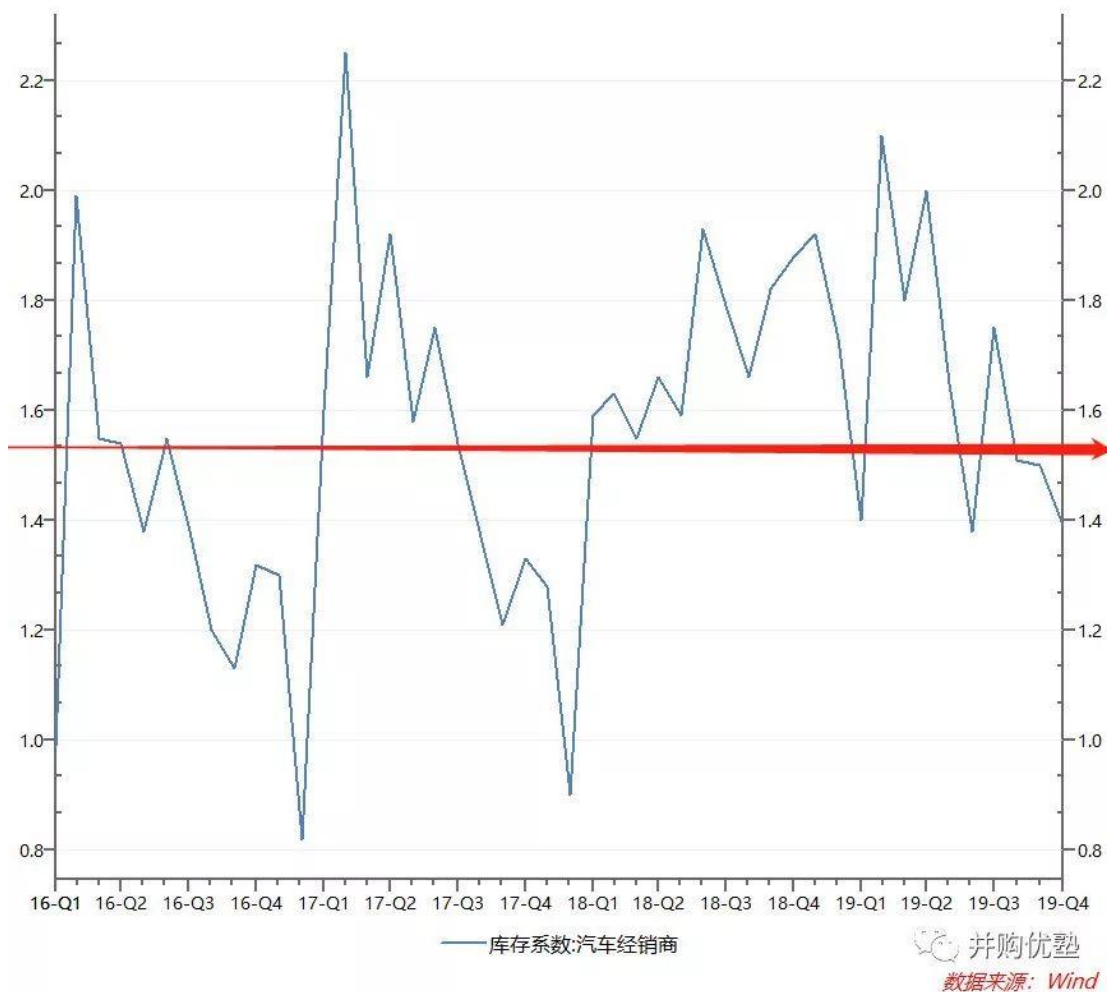
2) 经销商库存系数——根据《投资中不简单的事》一书中，基金行业前辈邓晓峰曾讲到：“经销商库存是整个汽车行业利润的先行指标。”这是由于汽车销售主要采取经销商制，整车的库存一般均存放在渠道端，因此，经销商库存系数能体现出销售端的压力。

库存系数=期末库存量/当期销售量。

一般情况下，1.5 以下是健康指标，说明经销商压力不大，整车行业的利润往往处于较好的阶段；2 以上就是危险系数。当库存量大于过去两个月的销量，终端往往会主动加折扣卖车，零售渠道受损，为了让销售系统可持续，整车厂一般会通过种种方式扶持 4S 店，牺牲厂家利润帮助渠道生存，整车厂的利润就会下降。

根据我国通常年底买车的习惯，每年 7 月、8 月、9 月是销售淡季，库存系数较高；9 月-12 月是销售旺季，库存系数较低。

从 2018 年数据来看，2018 年 1 月开始，购置税优惠取消后，经销商库存压力明显增大，从 2017 年底的 0.9 一路上升至 1.9。2019 年库存系数从年 4 月、5 月库存系数较高，分别为 2、1.65，说明国五标准库存压力较大。2019 年 10 月库存系数为 1.39 处于健康偏低水平，说明经销商国五库存压力基本已经消化。



图：汽车经销商库存系数 来源：WIND

3) **政策**——汽车行业对政策刺激历来敏感，反观历史上 2009 年、2015 年两次重大复苏的转换时期，都离不开**政策推动**。比如，2009 年的购置税优惠和汽车下乡政策，推动第二轮汽车周期上升；2015 年再度实施减半征收车辆购置税优惠政策，助推第四轮库存周期增速超预期。

截至目前，行业内还未出现较大规模的刺激性政策。新的动向是，仅在新能源车方面推出了指导规划，2019 年 12 月 4 日，工信部出台《**新能源汽车产业发展规划(2021~2035)**》(到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到 30%)。

结合以上三个维度，从更新后的数据来看，库存周期在数据上出现了一定的反弹信号，负面的逻辑逐步出清，再度向下的概率较小，只是向复苏过渡，仍然是一个较为缓慢的过程。

同样的观点，周金涛在《涛动周期论》中也有过表述：

经济周期的顶部、底部机制是不同的，顶部从来都是一个系统性问题，因此易于预测。但底部从来都不可能是一个系统性问题，这一点熊彼特已经论述的十分清楚，二次去库存之后的短期需求从来不能用系统性的原因去解释，因为在二次去库存之后的经济，向中周期过渡的过程中，真实的需求来源于微观企业的个体行为，来源于微观为提升效率而进行的努力。

此外，朱格拉周期（大周期）与库存周期（小周期）双重向上的阶段中，也正是整车行业洗牌的阶段。2009至2012年这一轮短周期中，比亚迪、上汽、广汽、长城均在这一期间进行了重组或者IPO。SUV的快速普及，成为了这一轮朱格拉周期释放的产物，这一波朱格拉周期也带来了国产整车制造业的一次升级。

关于新一轮的朱格拉周期，如果参照我们前述的预测模型，2020年至2021年大约为首轮库存周期的顶峰，正好与新能源、自动驾驶、车联网等应用场景的落地时间吻合（同时还有5G大规模商用）。

如果沿着这个框架回看近两年汽车行业的资本热潮、产业政策，以及新能源汽车的发展，也许很多疑惑都能够得到解决。

综上，从政策风向、经济周期几个维度来看，由于2019年汽车景气度大概率弱于2018年，所以我们仅将2019年假设调整为：

乐观情况下——2019年汽车玻璃销量增速，汽车玻璃销量增速为0%；保守情况下——2019年汽车玻璃销量增速，为全球汽车行业销量增速-2%。后期增速假设不变。

其余年份假设维持不变，原假设为：

1) OEM 整车配套玻璃——受汽车周期影响较大，所以2019年-2028年按照三段式（强周期-中周期-弱周期）给增速。

乐观情况下——优塾团队给2019年增速取2.7%（2018年增速），2020年至2022年，福耀玻璃OEM玻璃销量的增速修复至强周期顶部增速17%的2/3为11.33%（由于保有量

增速下滑，周期波峰会减弱），2023年-2025年增速递减至前次11.33%的2/3，为7.56%；2026年-2028年增速减至11.33%的1/3；

悲观情况下——优塾团队给2019年增速取0%，2020年至2021年，福耀玻璃OEM玻璃增速逐渐修复至三年平均增速8.8%，随后逐年降至三年平均PPI增速3.32%。

由于汽车配件市场增速较快，《并购优塾》预测：

AM 售后配件玻璃——受汽车周期波动影响小，2018年收购三锋饰件、福州模具将拓展汽车部件领域，预计未来汽配玻璃短期增速较快。所以，该部分业务按照两段式（增长→放缓）给增速。

2019年-2020年，该业务保持2018年15%的增速高速增长，2021年-2028年逐渐下降至PPI增速；

至此，在本案的估值建模Excel模型中，以乐观情景为例，营收数据预测如下。至此，“量”的问题已经解决，我们接着来解决“价”的预测——汽车玻璃市场，价格将如何变动？

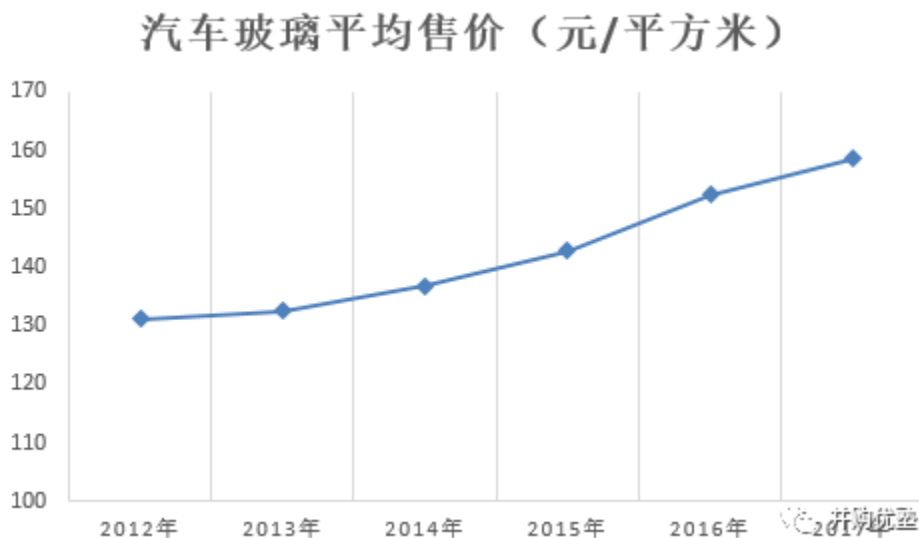
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
福耀玻璃（OEM）										
1 整车配套玻璃销量（百万平方米）	99.41	110.70	123.26	134.11	144.84	155.27	165.21	174.46	182.63	190.14
售后配件玻璃										
4 售后配件玻璃销量	20.99	24.14	27.40	30.71	33.96	37.09	39.94	42.44	44.66	45.94

图：更新后乐观情况玻璃销量增速 来源：并购优塾

玻璃单价如何预判

接着，来预测玻璃单价。

从历史售价来看，福耀的OEM玻璃平均单价逐年上涨。2012年-2018年，汽车玻璃价格从139.5元/平方米上涨至169元/平方米左右，CAGR为3.9%。



图：汽车玻璃单价 来源：并购优塾

涨价主要原因为**高端产品占比上升**，比如防红外紫外玻璃、隔热玻璃、加热玻璃等占比达 30%，从而拉动单片玻璃售价。根据其 2018 年年报显示，“福耀玻璃将丰富产品线，优化产品结构，提升产品附加值，如包边产品、HUD 抬头显示玻璃、隔音玻璃、憎水玻璃、SPD 调光玻璃、镀膜玻璃、超紫外隔绝玻璃等。”

2019 年中报显示、隔音、抬头显示、可调光、防紫外线、太阳能、包边模块化等高附加值汽车占比持续提升，占比比去年同期上升 1.67 个百分点。2019 年三季度报未披露汽车玻璃单价，此处暂不做修改。

因此，未来玻璃价格提升的确定性较高，我们假设：

未来 OEM 汽车玻璃价格，以前五年以 3% 增速上涨，五年后高档玻璃占比饱和，单价增速下降至其历史增速低点 1.1%，并且，AM 市场的价格与 OEM 市场的供应价格相当。

到这里，自下而上法中的“量”和“价”都已经解决，优塾团队计算出估值模型中的数据如下：

计算得到乐观假设下，2019 年-2021 年营业收入分别为 212.00 亿元、243.00 亿元、278.23 亿元、同比增速分别为 4.82%、14.62%、14.50%。

福耀玻璃										
收入预测表 Revenues										
单位: 亿元人民币 (特殊情况除外)										
	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
整车配套玻璃 (OEM)										
1 整车配套玻璃销量 (百万平方米)	99.41	110.70	123.26	134.11	144.84	155.27	165.21	174.46	182.83	190.14
YOY	0.0%	11.5%	11.5%	9%	9%	7%	6%	6%	5%	4%
2 玻璃单价 (元/平方米)	174.06	179.28	184.66	190.00	195.91	198.06	200.24	202.44	204.67	206.92
3 整车配套玻璃收入	173.03	198.46	227.62	255.09	283.75	307.53	330.81	353.18	374.20	393.45
备注: $g=1.0$										
售后配件玻璃										
4 售后配件玻璃销量	20.99	24.14	27.40	30.71	33.98	37.09	39.94	42.44	44.46	45.94
5 玻璃单价	144.07	148.39	152.84	157.43	162.15	163.94	165.74	167.56	169.41	171.27
6 售后配件玻璃收入	30.24	35.82	41.88	48.35	55.09	60.80	66.20	71.11	75.33	78.68
备注: $g=4.5$										
浮法玻璃及其他收入										
7 收入	8.73	8.73	8.73	-8.73	8.73	8.73	8.73	8.73	8.73	8.73
YOY	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
7 总收入	212.00	243.00	278.23	312.16	347.57	377.06	405.74	433.01	458.25	480.86

图：乐观收入预测 来源：并购优塾

至此，自下而上的周期假设法已经做完。然而，我们心里仍有浓浓的不确定性的感觉——为什么？

1) 2019 年是中国首次出现连续 15 个月销量负增长，我们对未来周期的判断，是否能够延续历史经验？

2) 本案，福耀玻璃已经是全球汽车龙头，仅判断中国汽车市场，是否有失偏颇？那么，有没有一种估值方法，能够降低假设中的不确定性？

— 11 —



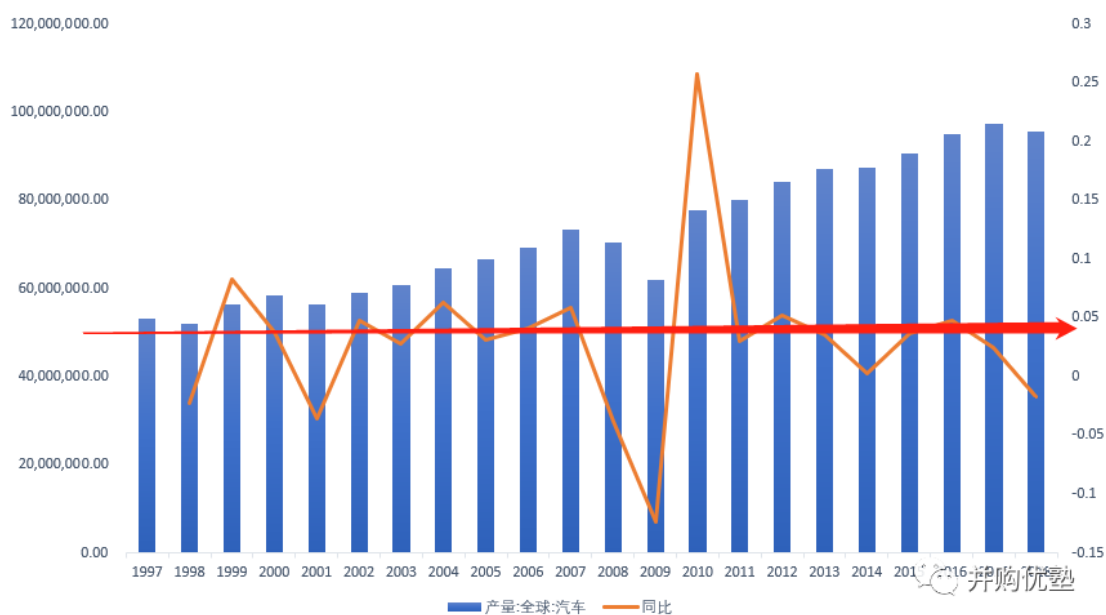
市占率法，印证



既然上述方法有太多假设，从而影响确定性判断，那么，我们采用自上而下法，仅对全球汽车销量增速、福耀玻璃市占率作为变量。

我国汽车工业历史较短，2001 年-2010 年经历十年高速成长期，基本维持两位数的高增长趋势。2011 年以后，汽车销量增速降档，行业正处于从成长阶段→成熟阶段转换的换挡期。因此，未来增速的预判具有较大不确定性，

再来参考 1997 年-2018 年全球汽车销量数据，近二十年来（除金融危机期外），其增速基本稳定在 2%-3%之间。



图：全球汽车产量及增速

来源：WIND

基于此，我们参考较稳定的全球汽车销量增速，通过市占率法进行交叉验证。其公式为：

“全球汽车玻璃需求量*福耀玻璃市占率”，需要用到一下几个变参数：

1) **全球汽车销量增速**：近 20 年全球汽车销量平均增速为 3%，近十年平均增速为 2.5%，保守假设未来十年平均增速为 2%；IHS Markit 预计 2019 年上半年汽车销量增速为 2%的情况，所以 2019 年取-2%。

2) **单车玻璃用量**：根据前瞻产业研究院，我国单车玻璃用量为 4 平方米，全球及欧美单车玻璃用量在 4.1 平方米左右，取均值 4.05 平方米；

3) **汽车玻璃破损率**：根据中国产业信息网统计，国内的汽车玻璃破损率约为 4%，全球的汽车破损率约为 5%，取均值 4.5%；[2]

4) 汽车报废率：2018 年全球大约有 4.2% 的汽车报废。

5) 福耀玻璃市占率：根据平安证券更新数据，福耀玻璃目前全球市占率为 25%。由于本案正在全球建厂扩张产能，假设未来每年市占率提升 1 个百分点（1%）。

项目	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
汽车玻璃收入 (百万美元)										
1 全球汽车玻璃 (百万美元)	97.02	98.76	100.74	102.76	106.02	107.12	107.26	111.46	118.67	118.78
2 全球汽车玻璃增速	-2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
3 全球汽车玻璃 (百万美元)	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08	4.08
4 全球OEM玻璃销量 (百万平方米)	812.78	400.77	400.81	416.78	428.82	488.88	442.88	481.88	468.88	467.87
汽车玻璃收入 (百万美元)										
5 全球汽车玻璃 (百万美元)	1417.26	1466.81	1474.78	1888.04	1871.77	1610.78	1688.88	1670.68	1781.26	1772.87
6 汽车玻璃成本	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
7 汽车玻璃毛利率	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
8 全球OEM玻璃销量 (百万平方米)	68.87	68.88	67.26	68.77	70.78	72.47	74.27	76.08	77.71	77.76
其他收入										
9 其他收入	2.6%	2.7%	2.8%	2.7%	3.0%	3.1%	3.2%	3.3%	3.4%	3.5%
10 其他收入 (百万美元)	101.12	107.16	110.87	117.82	126.47	138.84	140.48	147.76	158.81	168.12
11 其他收入 (百万美元)	16.44	17.88	18.66	17.82	21.08	22.28	23.87	24.71	26.28	27.70
收入										
12 营业收入 (百万美元)	174.06	177.28	184.66	179.22	178.71	179.06	220.24	224.44	224.47	226.72
13 营业收入	204.8	228.8	248.8	268.8	287.0	308.2	328.4	347.8	371.71	394.8
14 其他收入	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78	8.78
15 总收入 (百万美元)	218.86	232.26	252.86	274.84	297.70	316.76	337.18	358.27	380.40	408.88

图：自上而下法预测收入（单位：百万元）

来源：并购优塾

结合以上更新假设，我们可测算得出，2019 年-2021 年营业收入同比增速分别为 5.7%、9.2%、9.1%，相比“自下而上”预测的三年增速 4.82%、14.62%、14.50%，其三年增速较稳定。

研究至此，未来预测的确定性更强了几分。不过，以上两种方法是收入预测时常用的方法，接下来我们还需要参考市场上分析师们常用的方法，进行交叉验证。

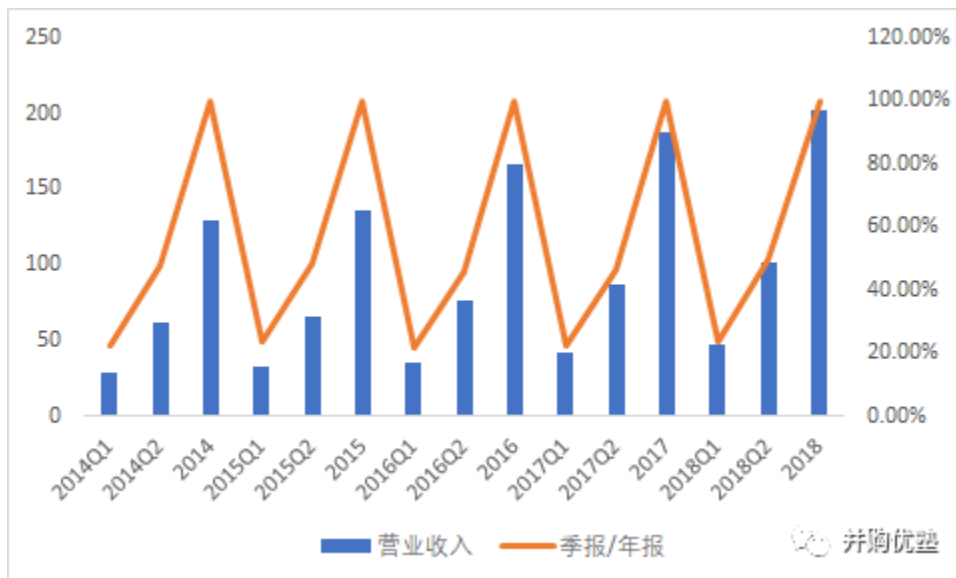


多种逻辑交叉验证



我们再结合“季报反推”、“内生增速”、“分析师预测”等方法，进行交叉验证。

方法一：季报反推法——通过季报、中报与年报的历史关系，反推出 2019 年收入增速。



图：季报与年报比例关系

来源：并购优塾

福耀玻璃的季报收入与年报收入的比例关系基本稳定。根据其历史比例数据来看，其历史比例均值为 72%。

2019 年三季报，福耀的营业收入为 156.34 亿元，可倒推出：**2019 年年报预计收入约为 217.14 亿元，同比增速约为 7.14%**。计算公式：2019 年年报收入=2019 年三季报收入（156.34 亿元）/72%=217.14 亿元。

这与我们估值中乐观情况下的预测值 212 亿元，相差不大。

另外，我们再结合内生增速法、外部分析师预估增速方法进行验证：

方法三：内生增速——由于福耀玻璃历年稳定高分红，预期增长率采用公式：内生增速=净资产回报率*(1-分红率)。其历史平均分红率约为 61.8%，平均 ROE 约为 22%，得到内生增速为 8.4%。

方法四：机构预测——wind 提供的 180 天内 24 家机构一致性预测，福耀玻璃在 2019 年至 2021 年的营收增速，分别为：5.54%、9.82%、7.93%。几家机构券商预测分别为：4.79%、8.84%、7.81%（天风证券）；8%、11.9%、5.6%（东北证券）；1.93%、5.68%、7.21%（华泰证券）。

我们的预测值增速与机构预测的差异，主要在于 2019 年之后，因为我们预判未来汽车周期复苏，对福耀的整车配套玻璃销量假设更为乐观。

至此，数据基本可以佐证上述分析的可信度。至此，收入拆解和预测部分，已经做完。接下来，还必须仔细研究：每年的收入，到底都花在了哪里？

— 13 —

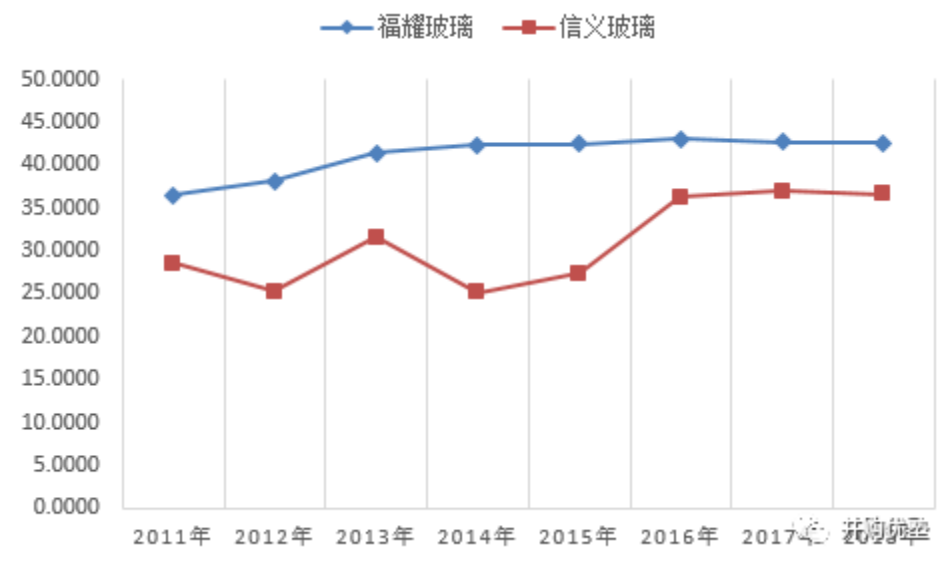


钱，都花到了哪里



对于一个持续发展稳定的公司来说，营业成本占收入比例长期保持在一定范围内。那么，福耀玻璃的具体成本率如何预测？我们先来比较两家玻璃巨头福耀玻璃 VS 信义玻璃的历史毛利率。





图：毛利率对比（单位：%）

来源：并购优塾

很明显，信义玻璃毛利率波动较大，福耀玻璃毛利率波动较小，并且在逐年上升。上图可总结两个逻辑：

首先，汽车玻璃毛利率波动小于浮法玻璃。汽车玻璃位于玻璃产业链中游，中游供给端存在需求刚性，具有高的转换成本，所以汽车玻璃毛利率受周期波动要比浮法玻璃小。

其次，本案在 USA 开设工厂未使成本上升。汽车玻璃的成本为浮法玻璃原料、纯碱（浮法玻璃）、天然气燃料、电力及人力成本等。

这里，曹德旺在媒体访谈节目中，把玻璃成本算的很清楚，我们大致引用如下：

“在国内做一片玻璃的人力成本为 1.2 美金，在 USA 需要 8 美金。但国内制造玻璃，运至北美的运输成本为 5.5 美金，Customs duty 为 1.8 美金。计算下来，Customs duty+ 运费等于在那边的人力成本。但是，原材料成本中，供给的电力资源在北美的价钱几乎是原来的一半。而动力资源天然气是之前的 1/5 价位。”这么算下来，本案尽管在北美扩张，但并未导致成本出现明显上升。

从 2019 年三季度报数据来看，福耀的毛利率为 37.43%，同比下降 5.25%，环比下降 0.1%。其下滑的原因在于：1) 国内行业不景气，内部需求不足，浮法玻璃外售，毛利率较低，拖累毛利率；2) 并购德国 SAM（目前亏损）前期整合拖累毛利率大约 3.23%。

先看首个原因。浮法玻璃相当于就是汽车玻璃的原材料，属于汽车玻璃的上游，但浮法玻璃存在明显的周期属性，原因为供给刚性，但下游波动剧烈。关于浮法玻璃，我们在研究港股的**信义玻璃**时，有过详细分析。

本案，为了平滑原材料的周期属性，福耀的浮法玻璃一直都是内供的。但由于汽车行业低迷，下游需求不足，但上游内供的浮法玻璃生产刚性，导致供过于求。因此，福耀被迫将囤积的浮法玻璃向外销售。而售卖原材料浮法玻璃的毛利，远比售卖汽车玻璃的毛利低，进而拖累了福耀的整体毛利率。

再看第二个原因——德国 SAM 于 2019 年 2 月并表，目前仍处于亏损状态，根据国信证券测算：SAM 约影响福耀的毛利率为 3.2 个百分点。基于以上，剔除折旧摊销后，SAM 对福耀的毛利率影响为 2.6 个百分点。

管理层预期 SAM 整合时间需要一年，整合后 SAM 亏损有望收窄，福耀的毛利率也会随之修复。

因此，这里我们更新假设——2019 年其成本率将在 2018 年基础上上升 2.6%，为 52.36%。随着，SAM 整合完毕，扭亏为盈，成本率将恢复到 2018 年水平 49.76%，并保持稳定，出于谨慎考虑，我们不假设 SAM 与福耀之间产生协同，导致毛利率进一步上升。

成本预测完成，接下来是期间费用——福耀玻璃财务费用中主要为汇兑损益，但是汇兑损益难以预测，且其通过远期外汇合约和回避掉期等方式规避外汇风险，所以，建模时我们将净利息费用作为财务费用。

在预测折旧之前，先来看销售费用、管理费用——管理费用率 2009 年开始逐年上升，从低点的 7.95% 上升至高点的 14.59%，上涨了一倍。

14% 的管理费用有多高？我们来对比玻璃行业以及汽车零部件行业可比公司来看：

华域汽车——2016 年-2018 年，管理费用率分别为 8.19%、8.34%、8.46%；

信义玻璃——2016 年-2018 年，管理费用率分别为 9.36%、9.30%、10.21%；

玲珑轮胎——2016 年-2018 年，管理费用率分别为 7.14%、6.28%、6.53%；

潍柴动力——2016 年-2018 年，管理费用率分别为 8.21%、6.33%、6.64%；

威孚高科——2016 年-2018 年，管理费用率分别为 12.42%、10.32%、11.33%。

福耀玻璃的管理费用率明显高于其他汽车零部件公司。



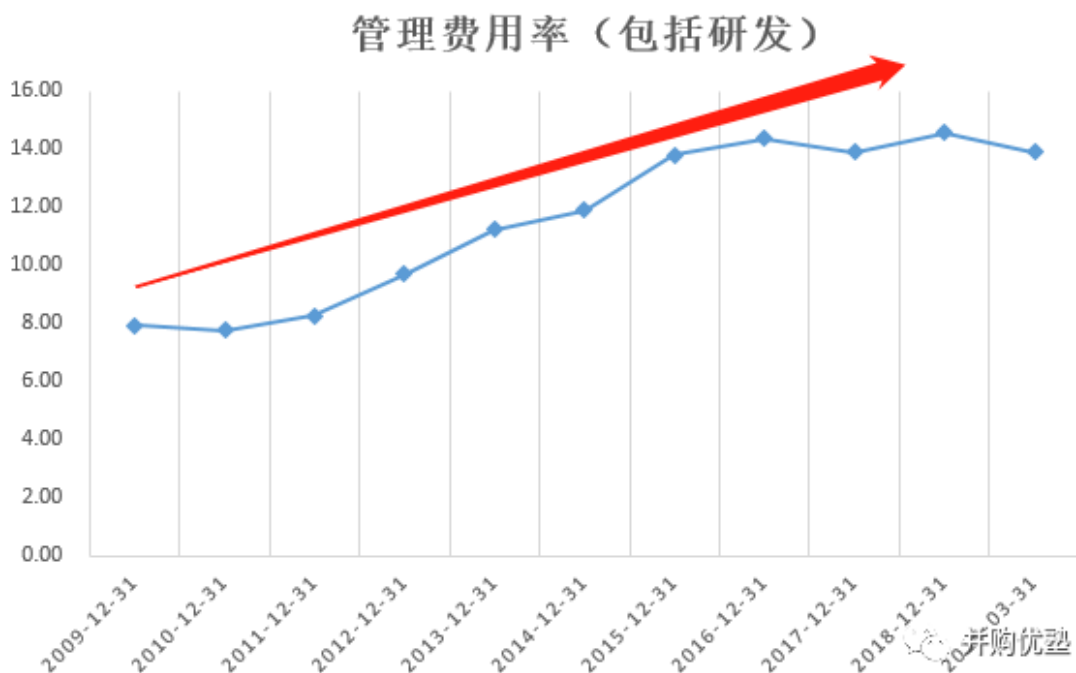


图 35: 管理费用占比（单位：%）

来源：并购优塾

对比 2009 年，管理费用主要分为三大部分：首先是职工薪酬（35.72%）、其次为研发费用（30.08%）、新增各项费用：存货报废、顾问费、租赁费、无形资产摊销、开办费、保险费等费用项，合计占比（21.59%）。

其中，研发支出占比稳定，而管理费用增速高，主要是由于职工薪酬和各项新增费用增加导致——顾问费和租赁费高达 1.09 亿元，主要来自于收购德国 SAM 公司；存货报废达 9964 万，是由于新增的芒山和美国产线原材料浮法玻璃发霉导致存货报废；职工薪酬每年以 10% 以上的增速上升，也主要是由于各地新厂管理人员上升。

管理费用短期内维持高位的原因因为并购和海外产线。并购为一次性事件，完成后，中介费用开支会下降，但现阶段的整合管理开支仍然存在，因此，我们预测：

管理费用率——2019 年维持原假设，取历史高位值：2018 年的 14.38%（剔除折旧）。2020 年后，并购相关开支下降按历史平均值 13.85%。

2019 年三季报数据显示：其管理费用率为 13.51%（含研发费用），略低于上年同期的 13.88%，下降 0.37 个百分点；2019 年三季报其销售费用款率为 6.84%，同比上升 0.2 个百分点。由于变化不大，维持原假设。

销售费用率——2016 年至 2018 年销售费用率（剔除折旧）占主营业务收入的比
例分别为 7.3%、7.0%、7.4%，取三年平均占比 7.2%。

单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
其他收入	2.72	3.01	3.31	5.25	3.41	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他非经常性收入															
出于收购与被收购公司															
剥离SAM，剔除折															
旧摊销后影响毛利															
率2.6个百分点，因此															
2019年年报并成本															
率2.6个百分点															
主营业务成本/主营业务收入	51.33%	50.42%	50.46%	50.85%	49.76%	52.34%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%	49.76%
税金及附加/主营业务收入	0.77%	0.84%	1.07%	1.10%	1.02%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%	1.06%
销售费用/主营业务收入	7.74%	7.69%	7.27%	7.00%	7.38%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%	7.22%
管理费用/主营业务收入	11.94%	13.90%	13.78%	13.40%	14.38%	14.38%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%	13.85%
其他经营性损益	-0.15	-0.12	-0.11	-0.05	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22	-0.22
非经常性损益	0.55	-0.11	0.83	1.53	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99	1.99
所得税率	15.99%	14.30%	19.82%	14.72%	17.73%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
少数股东损益	(0.02)	0.02	(0.02)	(0.01)	(0.13)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

图：更新后成本费用假设
来源：并购优塾

至此，成本率、费用率已经基本预测完毕，但还有一个重要问题——折旧摊销，应该如何预测？



资本支出，烧了多少钱



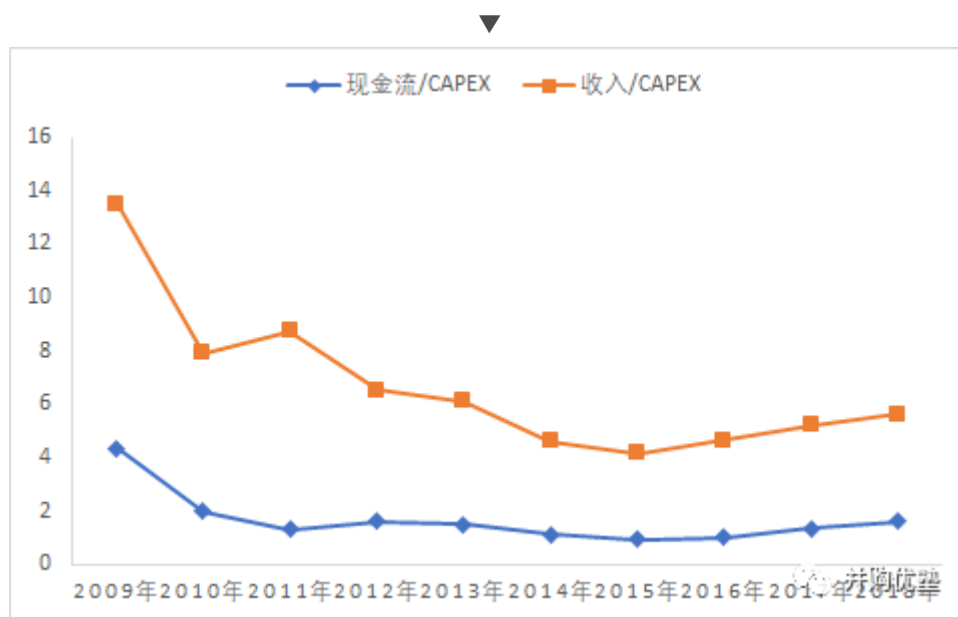
注意，成本和期间费用的预测都是剔除了折旧和摊销，玻璃行业是典型的重资产公司，想要预测折旧成本，必须先预测资本支出。

本案资产结构中，其固定资产（包括在建工程）占总资产比重的 48%。对重资产运营的企业，我们需要单独构造一张 PP&E 的工作表，来计算固定资产购建、折旧以及在建工程。

横向对比来看，其玻璃资本支出远高于竞争对手。2017 年福耀的资本支出占收入比重为 19.2%，而旭硝子、圣戈班、板硝子三家巨头占比分别仅为 8.7%、8.3%、4.6%。

再从资本支出对现金流及收入的拉动趋势上看，近十年福耀的 CAPEX 对现金流、收入的拉动能力在下滑，由于下游整车销量增长放缓，资本支出的效益有所下降。

根据 2019 年三季报披露，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 20.71 亿元，占收入比重为 13.25%（中报为 13.5%）。



图：现金流/CAPEX vs 收入/CAPEX

来源：并购优塾

其资本支出主要用于国内、海外产线的扩张：

一、海外产能，主要包括以下部分：

1) 俄罗斯汽车玻璃项目：卡卢加汽车玻璃工厂 2016 年转固达产，产能为 100 万套，主要客户为大众、沃尔沃、尼桑、现代、雷诺、标志、福特等；

2) 北美汽车及浮法玻璃项目：俄亥俄州汽车玻璃产线，主要客户为通用、克莱斯勒、丰田、本田、现代等；一期产能规划 300 万套，2017 年产量约 210 万套，产能利用率约 70%，二期产能 250 万套，在建工程账面价值为 5 亿元，预计 2019 年完全转固。

3) 北美浮法玻璃项目：收购 PPG 位于伊利诺伊州的工厂，改造升级项目两条年产 30 万吨的浮法玻璃生产线。

综上，预计 2019 年海外产线产能约为 650 万套汽车玻璃，预计产能利用率为 70%，单车玻璃用量为 4 平方米/辆，计算得出产能约为 18 百万平方米。根据 2019 年三季报，北美汽车玻璃产量为 390 万套，假设第四季度以同样的产量，预计 2019 年全年产能为 $390/67\%=520$ 万套，产能利用率约为 80%。可见，北美产线的产能利用率高于我们的预期。

二、国内产能，主要包括以下部分：

目前，国内有 14 个汽车玻璃产线，合计产能 3000 万套/年，大约生产汽车玻璃 120 百万平方米。

汽车玻璃基地	投产时间	下游辐射的主要汽车产业集群基地	产能(万套/年)
福清本部	1987 年	出口市场、金龙、东南汽车等	400
福耀长春	2001 年	一汽系、沈阳金杯系、哈飞汽车等	300
福耀重庆	2002 年	长安系（自主系、长安福特、长安铃木）、红岩汽车等	300
福耀上海	2003 年	上海系（上海通用、上海大众等），南汽系、路虎、吉利汽车等	300
北京福通	2007 年	北汽系（北京现代、北京吉普、北汽奔驰、福田）、夏利、天津丰田、长城汽车等	150
广州福耀	2007 年	广州本田、广州丰田、东风日产、自主品牌等	450
福耀湖北	2009 年	东风神龙、东风日产、东风本田、江淮、奇瑞、江铃、长丰、昌河等	250
郑州福耀	2013 年	郑州日产、郑州宇通、奇瑞、海马等	300
福耀沈阳	2015 年	一汽系、华晨系、沈阳金杯系、哈飞汽车等	150
福耀天津	2016 年	试生产阶段，目前具备 200 万套生产能力	
福耀苏州	规划中	2017 年 2 月发布公告	400

图 37：产线投产时间及产能

来源：国信证券

新增国内产线：1) 2017 年新增苏州汽车玻璃（400 万套），预计投入金额 10 亿元，工程接近完工，2018 年工程进度完成 77%，假设 2019 年完工转固；2) 本溪浮法玻璃（45 万吨）两大基地，预计投入金额为 10 亿元，2018 年工程完工 97%，假设 2019 年完工转固。

综上计算，国内 2019 年汽车玻璃产能约为 3400 万套，大约 136 百万平方米，国内目前产能利用率约为 80%，计算国内总产能约为 109 百万平方米，加上海外产能约为 18 百万平方米，总计 127 万平方。

注意，汽车玻璃生产的主要原材料浮法玻璃的窑炉，点火后必须开窑生产，产线不能停，熄火的损失比生产更大，并且玻璃在运输储存过程中容易发霉。因而，玻璃产线的扩张，必须符合玻璃销量的增长，并且存在销售半径。

综上，优塾团队对在建工程在预测期内的假设进行调整，具体假设如下：

1) 新建在建工程/主营业务收入——参照 2009 年至 2018 年历史资本支出占收入比例（上一轮朱格拉周期），11.25%，以及日本、欧美成熟制造业公司水平 6.13%。

由于前文预测我国整车市场还有约 20 年达到天花板，因此，我们假设 2019 年至 2028 年，资本支出占收入的比重从 11.25%（上一轮朱格拉周期的平均水平）递减至 6.13% 即，假设 20 年后资本支出回落至欧美成熟巨头的水平。

2) 扩张性资本支出——2023 年起每年新增 200 万套生产线，每新增 200 万套产线大约需 5 亿元资本支出。基于以上在建工程的测算，到 2028 年，其总产能大约为 176 万平方米汽车玻璃，高于乐观假设下维持市占率所需的 168 万平方米产能。所以，本案不需要额外的扩张性资本支出，基于此，我们将此假设删除。

3) 资本支出分为新建和购入，新购入固定资产/主营业务收入按历史五年均值，为 2.7%；剩余部分为新建，新建在建工程/主营业务收入，从 8.55% 逐年递减至 5.99%；在建工程转出/期初在建工程，按历史五年均值 85.44%；

4) 无形资产购建/主营业务收入，按历史三年均值，为 0.3%；

5) 新增长期待摊费用/主营业务收入，接近三年均值，为 1.5%；



单位: 亿元人民币 (特殊说明除外)		2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
新购人的固定资产/主营业务收入	历史五年均值	1.90%	2.72%	4.41%	0.61%	-3.85%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
在建工程1: 扩张性资本支出	2023年起每年新增200万条生产线, 大约需8亿元资本支出; 按照历史均值情况下每年新增500万条生产线, 大约需1.5亿元资本支出; 保守情况下每年新增100万条生产线, 大约需0.3亿元资本支出 (2023年起没有产能无法测算前期)						0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
在建工程2: 新建在建工程/主营业务收入	参考2009年至2018年这一轮周期内资本支出占主营业务收入比例 (剔除新建在建工程/新增产能/以及成熟产能建设公司资本支出占比) 剔除新增产能/在建工程/新增产能比例2.7%, 其新建在建工程占8.5% (剔除在建工程/新增产能/以及成熟产能建设公司资本支出占比) 剔除新增产能/在建工程/新增产能比例2.7%, 其新建在建工程占8.5% (剔除在建工程/新增产能/以及成熟产能建设公司资本支出占比)	15.90%	19.61%	17.83%	13.68%	13.48%	8.55%	8.27%	7.98%	7.70%	7.41%	7.13%	6.84%	6.56%	6.27%	5.99%
在建工程转出/期初在建工程	历史五年均值	102.21%	87.89%	67.71%	77.03%	92.37%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%	85.44%
已开发固定资产/期初固定资产	历史五年均值2.3%	12.99%	13.23%	13.84%	12.63%	12.53%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
无形资产摊销/主营业务收入	历史五年均值0.2%	1.45%	1.68%	0.07%	-0.03%	0.27%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%	0.30%
无形资产摊销/期初无形资产	历史五年均值4.02%	4.04%	3.63%	3.65%	3.83%	4.95%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%	4.01%
新增长期待摊费用/主营业务收入	历史五年均值1.5%	0.90%	1.26%	1.10%	1.83%	1.56%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
长期待摊费用摊销/期初长期待摊费用	历史五年均值	52.40%	56.34%	57.14%	63.86%	54.67%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%	58.42%

图：资本支出假设 来源：并购优塾

至此，固定资产部分预测完成，接下来还有一个细节需要重点关注——固定资产折旧，到底该如何计算？

— 15 —



折旧，怎么计算



玻璃行业为典型的重资产行业，其折旧对利润表影响较大，如本案的福耀玻璃，2018年总折旧额高达 13.97 亿元人民币，占总成本的 14%。

固定资产折旧主要分为两部分——原有固定资产折旧、新增固定资产折旧。福耀玻璃原有固定资产中主要为机器设备，折旧年限为 10-12 年，其次为房屋建筑，折旧年限为 10-20 年，预计净残值为 10%。

我们拿其他四家拥有玻璃产能的代表上市公司来做个对比：

- 1) 信义玻璃——采用年限平均法折旧，机器设备折旧年限为 5 年至 20 年，房屋建筑物折旧年限为 20-30 年，未披露残值率；

- 2) 南玻 A——采用年限平均法，房屋及建筑物折旧年限为 20 年至 35 年，机器设备折旧年限为 8 年-20 年，残值率为 5%；
- 3) 旗滨集团——采用年限平均法折旧，房屋建筑折旧年限为 20 年，机器设备折旧年限为 10 年，预计净残值为 5%；
- 4) 洛阳玻璃——机器设备折旧年限为 4 至 28 年，房屋建筑物折旧年限为 30 至 50 年，残值率为 3 至 5%。

福耀玻璃的机器设备残值率为 10%，机器设备及房屋的年折旧率为 4.5%至 9%，对应折旧年限为 11 年-22 年。参考同行业平均水平，并考虑到福耀固定资产主要为机器设备，这里，我们谨慎一些做假设——预测残值率为 3%，平均折旧年限为 11 年。

新增固定资产部分：由于无法细化在建工程在具体某个月份转为固定资产，所以我们简化假设——当年新增加的固定资产计提半年折旧。

本次更新没有对折旧部分进行改动，折旧预测值如下：

11	折旧年限	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
3%	折旧率	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
购建年份	固定资产购建										
2019	29.44116	1.30	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60	2.60
2020	35.47578		1.56	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13	3.13
2021	39.94591			1.76	3.52	3.52	3.52	3.52	3.52	3.52	3.52
2022	44.4608				1.96	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92	3.92
2023	49.06124					2.16	4.33	4.33	4.33	4.33	4.33
2024	57.82051						2.55	5.10	5.10	5.10	5.10
2025	63.89222							2.82	5.63	5.63	5.63
2026	69.25612								3.30	6.11	6.11
2027	74.93546									3.30	6.61
2028	81.07946										3.57

图：折旧预测 来源：并购优塾

综上，预测其内固定资产的折旧额如下。研究到这里，资本支出以及折旧摊销情况都已经解决。但仍然有一项烧钱项目没有解决——本案的营运资本，情况到底如何？

— 16 —



营运资本，各大巨头对比

2016 年到 2018 年，福耀玻璃的营运资本占收入比重分别为 22.34%、21.43%、19.64%，呈下降趋势。对比同行业来看，福耀的营运资本占比较大，略高于全球汽车玻璃龙头日本旭硝子，营运资本占比较小的分别为日本板硝子、圣戈班。

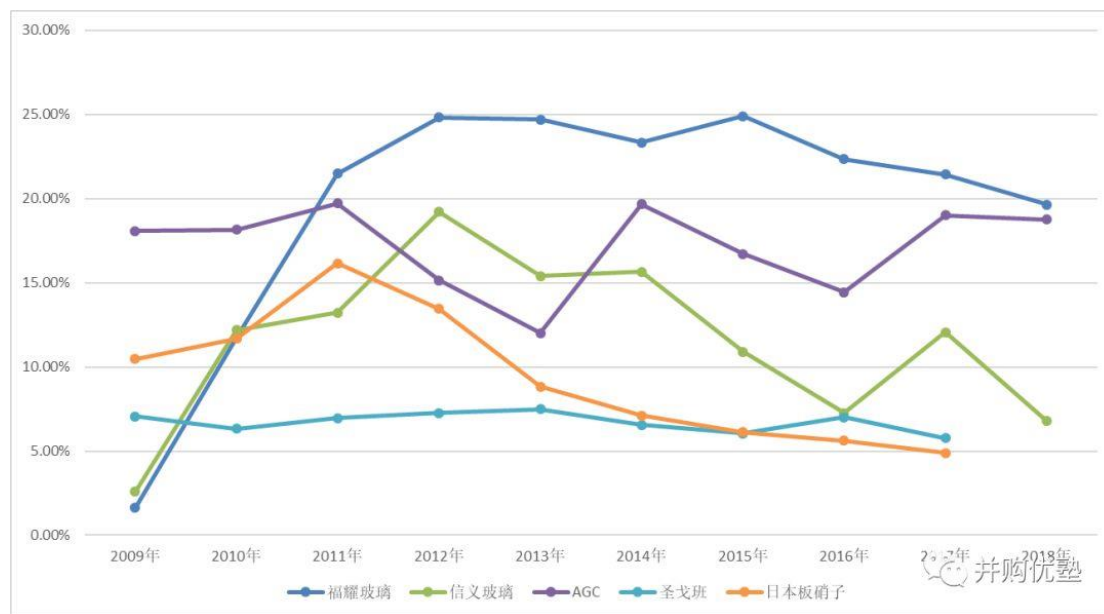


图 42: 营运资本占收入比重 (单位: %)

来源: 并购优塾

优塾团队仔细拆解来看，影响营运资本主要是应收账款和存货周转率：

- 旭硝子——全球龙头玻璃生产厂，主营业务包括平板玻璃、光伏玻璃、建筑玻璃，其中汽车玻璃占比为 26.5%，2018 年应收账款周转率为 4.95，存货周转率为 4.09；
- 板硝子——全球第三大玻璃企业，主营业务包括平板玻璃、特种玻璃、汽车玻璃占收入比重为 51.8%，2017 年应收账款周转率为 9.33，存货周转率为 4.11；
- 圣戈班——全球龙头建筑玻璃企业，汽车玻璃占比为 5%，2018 年应收账款周转率为 6.29，存货周转率为 5.11；

4) 信义玻璃——全球玻璃产业链的主要制造商之一，主营业务为浮法玻璃，汽车玻璃占比为 26%，2018 年应收账款周转率为 9.84，存货周转率为 5.87。

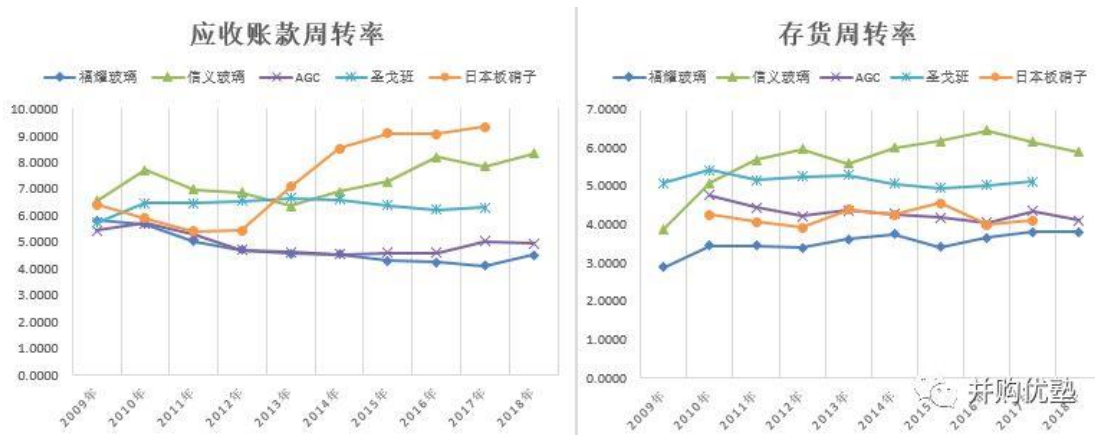
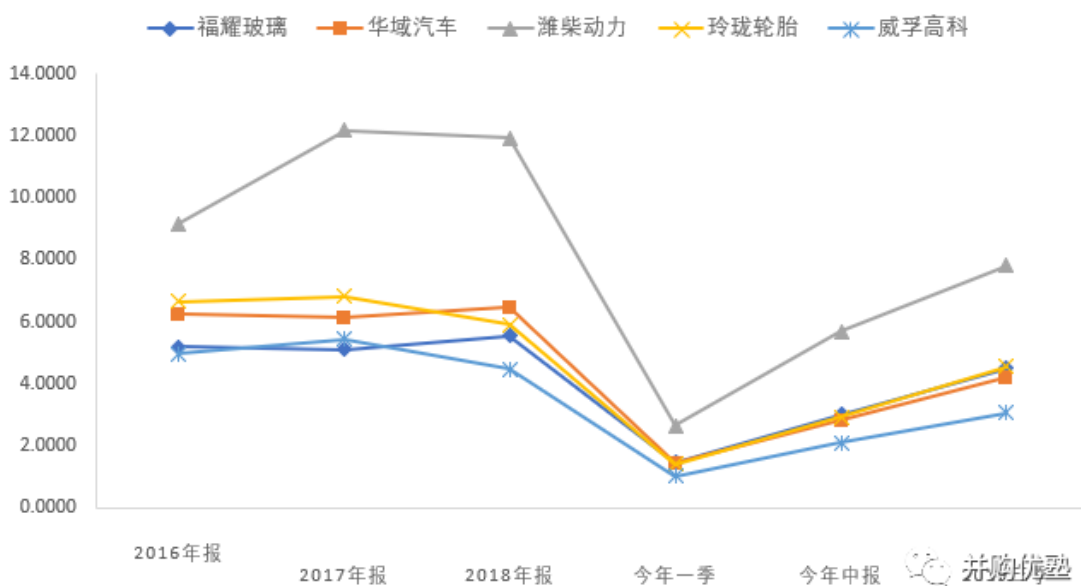


图 43：应收及存货周转率（单位：%）

来源：并购优塾

对下游话语权——主要看应收账款。

从 2019 年三季报数据来看，应收账款周转率为 4.48，较上年同期应收账款周转率 4.16，周转效率有所提升。汽车零部件行业应收账款存在一定季节性，从一季度到年年底账款的周转效率会逐渐提升。对比同行业来看，本案的应收账款周转效率处于行业偏低水平，略低于华域汽车、玲珑轮胎、潍柴动力。

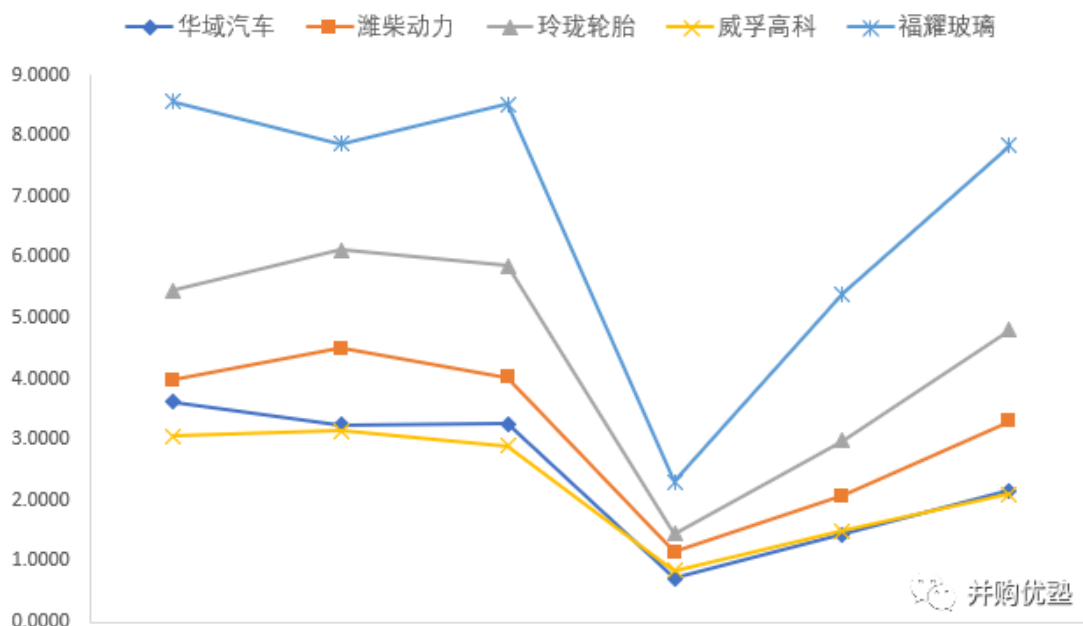


图：福耀与汽车零部件公司应收账款周转率

来源：并购优塾

对上游话语权——主要看应付账款。

对比同行业来看，本案，其应付账款周转率高于同行业水平，主要是由于浮法玻璃原材料为纯碱、石英砂、重油、浮法玻璃等大宗商品及能源供应商，话语权相对较弱。2019 年三季度，其应付账款周转率为 7.81，略高于上年同期的 6.09，上升 1.72。

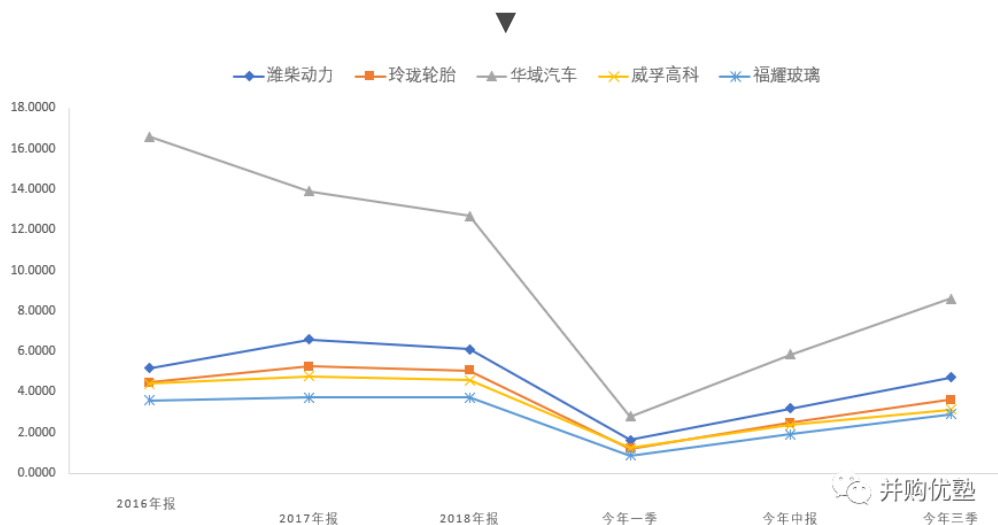


图：应付账款周转率（单位：次）

来源：并购优塾

营运效率——主要看存货周转率。

福耀玻璃较其他汽车零部件企业，其存货周转率处于低位，其原因主要在于自产原材料浮法玻璃导致。据 2019 年三季报存货周转率为 2.9,较上年同期存货周转率 2.83，上升 0.07 个百分点。



图：福耀与汽车零部件公司存货周转率 来源：并购优塾

整体来看，福耀营运资本变化不大，主业话语权稳定。未来要提升营运资本效率，必须从对下游的话语权入手，提升应收账款周转率。因此，关于本案的营运资本，优塾团队保持原假设，假设如下：1) 考虑到其常年合作的世界大型汽车整车厂，应收账款周转效率的比例未来不会大幅发生变动，预期保持 2018 年水平，取值应收账款占收入比重为 21.65%；2) 其存货周转率位于行业低位，考虑到产品特性，此处假设存货占成本比例保持三年均值 32.94%。3) 应付账款占成本比例取三年均值 24.72%。

研究到此处，关于营运资本的分析也已经到位。经历了万里长征般的数据分析，我们进入本案极其重要的部分——估值建模，到底该如何测算？

— 17 —



极为重要的事

估值建模，到底如何测算



在做建模之前，我们总结一下本案基本面：

- 1) 未来的增长：首先看量，需要关注汽车行业周期变化以及全球范围内份额的持续提升，以及和成熟市场（尤其是日本）之间的保有量差异。其次看价，关注单车配套价值方面的动作，比如本次并购装饰条以及后续的整合情况，以及协同效应何时能释放。
- 2) 行业天花板：截至 2018 年，中国千人汽车保有量为 140 辆，美国千人汽车保有量 790 辆，日本千人汽车保有量为 590 辆。从绝对值的对比来看，中国的汽车保有量天花板也还远远没有到顶。
- 3) 护城河方面：现有汽车玻璃成本优势、产品质量稳定，整车厂的转换成本较高，因此市占率格局稳定。
- 4) 回报方面：2016 年至 2018 年，其剔除现金的 ROIC 分别为 17.9%、18.4%、16.4%，处于行业较高水平。

5) 话语权来看：福耀玻璃的话语权基本稳定，还有小幅提升。对上游话语权较强，保持稳定，对下游整车厂较弱，但在行业负增长的情况下，其应收账款周转天数还能略微提升，没有放宽话语权的倾向。

6) 竞争格局方面：福耀玻璃在国内汽车玻璃市场份额为 60%，全球市场份额为 26%，为行业龙头。

7) 风险方面：一是未来没有较强的汽车刺激消费政策，复苏缓慢；二是 SAM 并购整合不及预期，协同效应无法提现。

研究到这里，估值建模的几个主要变量已经明确。在假设搞定之后，其实建模计算就是水到渠成的过程。以上所有的一切，都是为了进行财务建模的表格测算.....

如需获取本报告全文

以及部分重点公司详细估值建模表，

请购买科创板或专业版报告库，

以长江电力、海康威视、恒瑞医药为例，

估值建模部分，样图如下：

以长江电力为例，经配平后的资产负债表预测样图：

长江电力													
资产负债表 Balance Sheet													
单位：亿元人民币（特殊说明除外）	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
无形资产净值	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
负债和股东权益													
融资缺口	0.0	0.0	0.0	28.9	32.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	600.1	566.9	536.3	457.6	388.9	350.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0	315.0
应付款项	2.5	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
其他流动负债	18.5	28.3	28.5	29.5	29.5	29.5	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8	30.8
流动负债合计	621.1	597.0	568.3	517.5	452.1	381.1	346.8	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5	347.5
长期借款	806.0	740.3	617.2	524.6	445.9	401.3	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2	361.2
应付债券	276.6	301.5	342.7	291.3	247.6	222.8	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5	200.5
负债合计	1,703.7	1,638.8	1,528.1	1,333.4	1,145.6	1,005.2	908.5	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2	909.2
股本及资本公积	662.5	663.2	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0	663.0
留存收益	622.7	692.0	763.9	807.5	882.4	949.1	1,023.8	1,100.8	1,172.6	1,245.1	1,318.5	1,392.6	1,467.4
股东权益合计	1,285.3	1,355.2	1,426.8	1,470.4	1,545.3	1,612.0	1,686.8	1,763.7	1,835.5	1,908.1	1,981.4	2,055.5	2,130.4
负债和股东权益总计	2,989.0	2,994.0	2,955.0	2,803.8	2,690.9	2,617.3	2,595.3	2,672.9	2,744.7	2,817.3	2,890.6	2,964.7	3,039.6
平衡吗？	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK	OK

以海康威视为例，现金流量表预测样图：

海康威视													
现金流量表 Cash Flow Statement													
(单位为百万人民币, 特殊说明除外)													
	2016 A	2017 A	2018 A	2019 E	2020 E	2021 E	2022 E	2023 E	2024 E	2025 E	2026 E	2027 E	2028 E
经营活动现金流													
净利润				10,480	13,972	17,999	20,706	23,841	27,100	30,356	33,419	36,080	38,142
折旧				702	1,010	1,346	1,712	2,112	2,477	2,764	2,966	3,076	3,088
摊销				94	148	207	272	343	420	503	591	681	772
财务费用				-44	-67	-60	-63	-73	-102	-159	-247	-368	-521
(投资收益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(非经常性或非经营性损益)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
经营现金流量减少【期初-期末】				-2,582	-2,338	-2,750	-2,555	-2,494	-2,737	-2,656	-2,432	-2,055	-1,535
长期经营性负债增加【期初-期末】				68	77	83	90	95	96	93	85	72	54
经营活动现金流				8,720	12,802	16,855	20,163	23,624	27,254	30,901	34,381	37,485	40,000
投资活动现金流													
投资收益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非经常性或非经营性损益				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非核心资产减少				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(固定资产购置)				-2,932	-3,444	-4,001	-4,604	-5,238	-5,177	-4,947	-4,535	-3,941	-3,184
(无形资产购置)				-590	-693	-805	-926	-1,054	-1,183	-1,308	-1,422	-1,519	-1,592
(新增长期待摊费用)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他长期经营性资产减少【期初-期末】				-416	-515	-561	-607	-637	-645	-625	-572	-484	-363
投资活动现金流				-3,938	-4,651	-5,367	-6,137	-6,929	-7,005	-6,880	-6,529	-5,945	-5,139
融资活动现金流													
(偿还期初融资缺口)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(财务费用)				44	67	60	63	73	102	159	247	368	521
短期借款增加				-4,104	440	478	520	546	553	536	490	415	312
长期借款增加				969	959	956	992	1,022	838	639	422	188	85
(归属于母公司股东的分红)				(-5,608)	(-5,177)	(-6,902)	(-8,891)	(-10,229)	(-11,778)	(-13,387)	(-14,996)	(-16,509)	(-17,623)
(归属于少数股东的分红)				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
股本与资本公积增加				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
融资活动现金流				-8,700	-3,711	-5,396	-7,317	-8,588	-10,284	-12,053	-13,836	-15,537	-17,045
净现金流				-3,919	4,440	6,093	6,710	8,108	9,965	11,968	14,015	16,003	17,816
期初货币资金				26,552	22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936
新增融资缺口前的期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752
现金分配													
所需资金				1,770	2,079	2,415	2,779	3,162	3,549	3,924	4,299	4,674	5,049
融资缺口【所需资金-期末货币资金】				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末货币资金				22,633	27,073	33,166	39,875	47,983	57,948	69,917	83,932	99,936	117,752

在接下来的专业版和科技版报告中，我们将沿着上述思路，解决本案的以下几个重大问题。只有这些问题思考清楚，才能彻底看懂上述这家公司，形成逻辑闭环。很多人以为仅仅依靠产业逻辑分析，就能在二级市场横行——但其实，如果不把估值建模、财务风险两大因素搞清楚，仍将可能面临巨大灾难：

- 1) 在本案财务建模过程中，我们对比了大量的可比公司，得出的数据区间大家有何不同，其中是否有值得思考的点？国内巨头和国外公司之间，是否有差异？
- 2) 综合相对估值法、绝对估值法，得出的估值区间，是否符合逻辑？其中的差异因素，又在什么地方？如果进行敏感性分析，WACC 和增速对估值的影响有多大？
- 3) 本案，是产业链上极为重要的一家——在本案估值建模测算过程中，不同方法的选择之下有何差别？到底应该怎样将所有财务预测串联起来，形成估值建模逻辑的闭环？
- 4) 经过前期的暴涨暴跌之后，很多人可能心里都很慌张，夜不能寐——那么，本案的估值，到底在什么样的区间，到底是贵了，还是便宜了？

因公开的报告细节，会和并购优塾订制报告的付费用户有冲突，因而，并购优塾团队将应订制报告用户的要求，部分内容不再免费提供，并逐步尝试付费功能。

为好的产品支付合理的价格，是让世界变得更好的方式——大家支付的费用，将有利于我们从全球顶尖大学补充更多的投研精英，也将有利于并购优塾团队从全球范围内，采购更深的行业数据，从而能够不断精进，为大家提供更有干货的研究报告。

如果您对本案的【估值部分】感兴趣，以及更多其他案例，可扫描下方二维码，获取本案的估值建模细节，以及背后可能涉及的财务风险。同时，之前因诸多原因无法公开发布的报告，以及重大风险点提示，都将包含其中。



扫码阅读核心产品一

专业版 | 估值报告库



扫码阅读核心产品二

科创板 | 以及科技概念报告库

【免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法

定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。