

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车零部件 II

**福耀玻璃 (600660)**

重大事件快评

**增持**

(维持评级)

2020年06月03日

# 与京东方强强合作，推动智能车窗技术发展

证券分析师：梁超	0755-22940097	liangchao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
证券分析师：唐旭霞	0755-81981814	tangxx@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

## 事项：

6月1日，福耀集团与京东方集团在福建福清举行战略签约仪式，双方将结合各自产业资源和技术优势，在汽车智能调光玻璃和车窗显示等领域进行战略合作，共同开拓市场，实现互利共赢。

国信汽车观点：当今新能源汽车崛起，5G逐步落地商用，汽车行业正在进行一场变革，“电动化、网联化、共享化、智能化”为趋势的汽车“新四化”正在构建智慧交通系统的新生态。京东方集团与福耀集团在汽车玻璃，物联网和显示等领域内已有深厚的技术积淀，此次合作将发挥双方优势，进一步推动智能车窗技术的发展，持续探索应对智慧和舒适出行需求的解决方案。汽车表面积中玻璃面积占比较大，未来存在较大的发展空间。2019年福耀营收复合预期，利润受非经项影响低于预期。展望2020年，海外疫情3月开始爆发，美国、欧洲多数车企进入停工，福耀玻璃作为全球化程度相对较高的零部件企业（海外营收占比约50%），2020年Q2或受海外疫情的诸多不确定影响。我们维持此前盈利预测，预期20-22年利润分别26/31/35亿元，同比增速分别为-10.4%/20.9%/13%，对应EPS分别1.04/1.25/1.41元，对应PE分别19/16/14x。但疫情影响仅为短期，长期看好美国汽车玻璃量利双升，德国SAM有序扭亏、国内铝饰件新业务协同，打开未来营收空间，当前股价受疫情影响有较大幅度调整，维持增持评级。

## 评论：

### ■ 与京东方强强合作，推进智慧视窗产品在乘用车等更多领域应用

福耀集团（福耀玻璃工业集团股份有限公司）作为全球汽车玻璃设计、开发、制造、供应及服务一体化解决方案的领导企业，占据中国三分之二汽车玻璃市场、全球四分之一汽车玻璃市场，致力于为用户提供智能、安全、舒适、环保且更加时尚的汽车玻璃全解决方案，不断提升驾乘人员的幸福体验。

京东方集团（BOE）是全球半导体显示产业的龙头企业，带领中国显示产业实现了从无到有、从有到大、从大到强，目前全球有超过四分之一的显示屏来自京东方集团，其超高清、柔性、微显示等解决方案已广泛应用于国内外知名品牌。近年来，京东方加快推出应用于交通领域的智慧视窗解决方案，其染料液晶智能视窗具有可调光、高通透、防隐私、快速响应、智能交互等优势，在提升用户驾乘舒适性的同时，还能带来更加智能化的交互出行体验，在轨道交通、乘用车等领域具有广泛应用空间。

此次双方的强强合作，将进一步推进智慧视窗产品在乘用车等更多领域应用。随着物联网、人工智能、大数据技术发展，双方还将共同拓展人车交互应用，在交通领域为全球用户带来高附加值的创新产品和解决方案。

京东方集团高级副总裁、传感器及解决方案事业群首席执行官刘锋表示：全球信息技术已经开始进入跨界融合、加速创新的全新时代，传感器作为信息交互的重要手段和感知信息的主要来源，将扮演着重要角色。福耀集团与京东

方集团战略合作是双方战略目标的高度契合，也是跨界创新的又一重要举措。

**福耀集团副总裁蒋炳铭表示：**当今新能源汽车崛起，5G 逐步落地商用，汽车行业正在进行一场变革，“电动化、网联化、共享化、智能化”为趋势的汽车“新四化”正在构建智慧交通系统的新生态。京东方集团与福耀集团在汽车玻璃，物联网和显示等领域内已有深厚的技术积淀，此次合作将发挥双方优势，进一步推动智能车窗技术的发展，持续探索应对智慧和舒适出行需求的解决方案。

图 1：福耀集团与京东方集团签署战略合作协议



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图 2：福耀集团研究院院长郑明生（左一）向京东方集团集团高级副总裁刘锋（左三）介绍福耀玻璃产品



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

### ■ 智能汽车引领行业，全景天幕等新款应用浪潮迭起

2020 年伴随特斯拉 Model 3、小鹏 P7、长安 UNIT 等爆款潜质智能汽车陆续上市，彰显高科技感的全景天幕被越来越多的消费者所熟知，成为智能电动汽车的一大卖点。

图 3：特斯拉 Model 3 全景天幕外观



资料来源：特斯拉官网、国信证券经济研究所整理

图 4：特斯拉 Model 3 全景天幕细节图



资料来源：汽车之家、国信证券经济研究所整理

2020 年 4 月上市的小鹏 P7 以同级最大尺寸玻璃车顶打造全景天幕，呈现无与伦比的开阔视野。全景天幕外观尺寸 1505mm×1252mm，整体面积 1.75m<sup>2</sup>，采光面积 1.14m<sup>2</sup>，尺寸是传统天窗的 3 至 4 倍。全景天幕直接与前、后风挡玻璃融为一体，让身处车内的用户视野与车外环境无边界融合，仿佛置身科幻影片中的星舰座舱，带来更加畅快的驾乘感受。

小鹏 P7 全景天幕使用的玻璃车顶由全球顶级高技术材料供应商圣戈班提供。采用 LOW-E（Low-Emissivity）低辐射玻璃。这种科技含量极高的玻璃材料经过特殊涂层处理，涂层膜中化合物可反射 80% 以上的远红外热辐射，紫外线的透过率 < 0.1%，遮阳系数可根据需求在 0.2 至 0.7 范围内变化调整，有效锁住车内外能量传递，真正做到夏季不晒，冬季保温。

图 5: 小鹏 P7 全景天幕外观



资料来源:汽车之家、国信证券经济研究所整理

图 6: 小鹏 P7 全景天幕外观



资料来源:汽车之家、国信证券经济研究所整理

2020年3月发布的长安首款L3级别量产车型UNI-T同样采用全景天幕设计,其长宽为960X650mm,超越同级的0.79m<sup>2</sup>,且玻璃还能有效过滤97%的紫外线,既可以使得视野开阔亮堂也保障人体健康。

图 7: 长安 UNI-T 全景天幕外观



资料来源:汽车之家、国信证券经济研究所整理

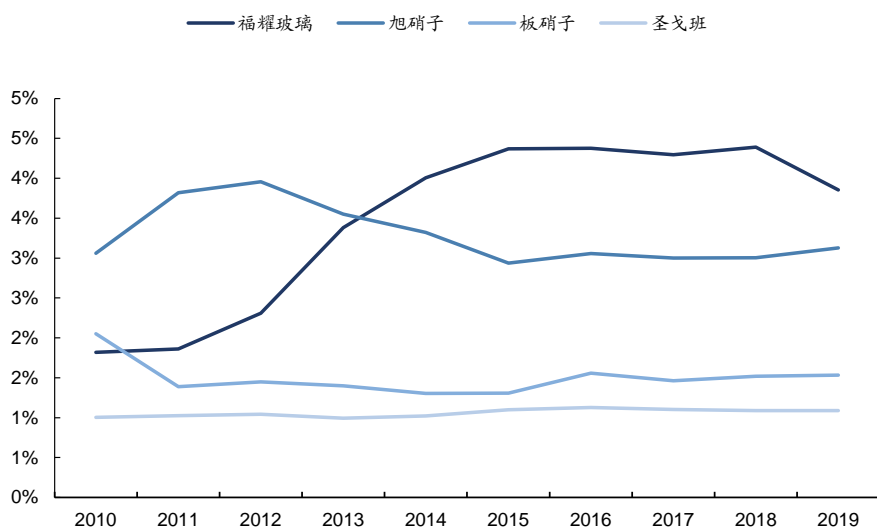
图 8: 长安 UNI-T 全景天幕内部



资料来源:汽车之家、国信证券经济研究所整理

#### ■ 福耀拓展“一片玻璃”边界，推出多种智能型汽车玻璃技术产品

公司近年来保持研发高投入。为保持竞争优势，公司不断加大研发投入，公司研发投入从2010年的1.55亿元不断增长至2019年的8.13亿元，CAGR达20.21%。公司研发投入高于行业内竞争对手，2014年开始，公司研发费用率一直高于3.80%，2019年研发费用率达3.85%，高于旭硝子的3.13%、远高于板硝子的1.53%和圣戈班的1.09%。此外，公司提升自主创新能力，加强研发项目管理，建立市场化研发机制。并以产品中心直接对接主机厂需求，与客户建立战略合作伙伴关系。2019年，公司浮法项目组攻克灰玻技术难题，成功研发薄板系列产品，实现汽车玻璃深灰膜产品的自供替代，大幅降低采购成本；公司自主研发超薄钢化后档汽车玻璃，增强集团钢化产品市场竞争力。

**图 9：全球主要汽车玻璃企业研发费用率对比**


资料来源: Bloomberg、Wind、国信证券研究所整理

**拓展“一片玻璃”边界，推出多种智能型汽车玻璃技术产品。**拓展“一片玻璃”的边界，加强对玻璃智能集成趋势的研究，为客户提供更多面向未来的汽车视窗解决方案，是福耀集团一直以来的发展方向。持续的高研发投入，使得公司掌握的玻璃技术全面，汽车玻璃产品覆盖全景、隔热、隔音、HUD 抬头显示等多项技术。目前，福耀已推出了**调光玻璃、智能显示玻璃、抬头显示玻璃等多种智能型汽车玻璃技术产品**。**智能调光玻璃**，可以通电控制玻璃内层可调光膜的状态，在透光和不透光间调节，具有极佳的隐私保障功能，无需安装遮阳帘，目前已开发多种调光材料；**智能显示玻璃**，可将文字、图案、充电比例、联系电话等信息显示在玻璃上；也可作为幕布，显示私人定制的信息，查看图像或影片；**纳米膜 HUD 玻璃**，相对于传统的抬头显示玻璃，纳米膜抬头显示技术在汽车前风挡有更大的信息显示空间，让驾乘者获得更丰富、更清晰的车辆行驶信息。可与 ADAS 等汽车先进技术结合，提高车主的驾驶体验感。

**表 1：公司汽车玻璃产品**

产品技术	产品特点	可集成功能	应用部分
<b>HUD 抬头显示</b>	在行驶过程中，驾驶者无需低头就能知晓车辆信息，能更专注于观察道路状况，遇外界突发状况反应更及时。结合车辆智能信息系统，带来如导航、图像显示等丰富的驾驶体验。	隔热、隔音、加热、天线	前挡风玻璃
<b>隔音</b>	静音、舒适；防紫外辐射，保护皮肤，防止内饰件老化。	超薄、氛围灯、隔热、加热、太阳能、调光、憎水	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
<b>天线</b>	取代外置天线，搭配流线型车身，更美观；信号接收灵敏度高；天线设计图案多样化；不受环境影响经久耐用。	超薄、隔热、隔音、加热、调光、抬头显示	前挡风玻璃、后挡风玻璃
<b>隔热</b>	反射红外线，降低车内温度，最高可达 10℃；减少达到人体舒适温度的用时，最高可缩短 50%；减少紫外线对汽车内饰的损害，延长使用寿命。	超薄、隔音、加热、调光	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
<b>可加热</b>	快速除去霜、雾、雪、冰，提高视野清晰度，保证驾驶安全；实现雨刮、雨感器、相机区域有针对性加热。	超薄、隔热、隔音	前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃
<b>轻量化</b>	降低车身重量，减少油耗；减少二氧化碳排放。		门玻璃、后挡风玻璃
<b>半钢化夹层</b>	防盗抗冲击、更安全、静音、可实现多功能兼容。	氛围灯、隔热、加热、热反射、太阳能、调光、憎水	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
<b>憎水</b>	玻璃外表面不易沾水珠，提升雨天行车能见度、视野更清晰；更易除去玻璃上的灰尘、泥土、车蜡、油污等污染物。	超薄、隔热、隔音、调光	门玻璃

智能调光	个性化调节玻璃透光度，提升用户体验；有效提升私密性，保证用户隐私	超薄、隔热	门玻璃、后挡风玻璃、天窗
氛围灯	多种颜色可供选择，提升用户体验；让车内气氛更加柔和；在夜间给予后排乘客视觉上的享受。	调光	天窗
太阳能	通过太阳能转化为电能，为车载电器提供能源；降低油耗。		天窗
全景天窗	无遮挡超大视野，上空美景一览无遗；采光效果极佳，又放大了车内空间，创造美好的驾乘体验。	氛围灯、隔热、隔音、太阳能、调光	天窗
外饰件集成玻璃	集成各种材质的外饰件，造型优美；可实现平齐式造型，造型美观，风阻小；可呈现出多彩、高光泽度的绚丽外观。		前挡风玻璃、门玻璃、后挡风玻璃、天窗
独立高亮外饰	可呈现出镜面高光效果、外型炫亮；造型设计自由；可实现车身悬浮式车顶效果；具有导轨结构，为玻璃升降提供导向。		
平齐式车窗	造型简约美观；含外饰件在内的各车窗与车身钣金平齐度高，风阻小。		门玻璃、天窗
滑动窗总成	可活动玻璃窗，加强空气流通；方便取物（适用于皮卡后挡）；手动与电动开合方式二合一；可实现平齐式或错层式的外观造型。		门玻璃、后挡风玻璃

资料来源：公司官网、国信证券研究所整理

图 4：福耀智能调光玻璃



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图 5：福耀智能显示玻璃



资料来源：福耀集团公众号、国信证券经济研究所整理

图 6：福耀纳米膜 HUD 玻璃



资料来源：福耀集团公众号、国信证券研究所整理

### ■ 投资建议：强强联合引领智能车窗前沿技术，维持增持评级

当今新能源汽车崛起，5G 逐步落地商用，汽车行业正在进行一场变革，“电动化、网联化、共享化、智能化”为趋势的汽车“新四化”正在构建智慧交通系统的新生态。京东方集团与福耀集团在汽车玻璃，物联网和显示等领域内已有深厚的技术积淀，此次合作将发挥双方优势，进一步推动智能车窗技术的发展，持续探索应对智慧和舒适出行需求的解决方案。汽车表面积中玻璃面积占比较大，未来存在较大的发展空间。2019 年福耀营收复合预期，利润受非经项影响低于预期。展望 2020 年，海外疫情 3 月开始爆发，美国、欧洲多数车企进入停工，福耀玻璃作为全球化程度相对较高的零部件企业（海外营收占比约 50%），2020 年 Q2 或受海外疫情的诸多不确定影响。我们维持此前盈利预测，预期 20-22 年利润分别 26/31/35 亿元，同比增速分别为-10.4%/20.9%/13%，对应 EPS 分别 1.04/1.25/1.41 元，对应 PE 分别 19/16/14x。但疫情影响仅为短期，长期看好美国汽车玻璃量利双升，德国 SAM 有序扭亏、国内铝饰件新业务协同，打开未来营收空间，当前股价受疫情影响有较大幅度调整，维持增持评级。

**表 1: 可比公司估值表**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
					2018	2019	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E
601799	星宇股份	买入	107.75	298	2.21	2.86	3.38	4.29	48.8	37.7	31.9	25.1
601689	拓普集团	增持	23.72	250	1.04	0.48	0.58	0.68	22.8	49.4	40.9	34.9
600741	华域汽车	买入	20.14	635	2.55	2.28	2.46	2.67	7.9	8.8	8.2	7.5
601966	玲珑轮胎	买入	19.45	233	0.98	1.39	1.5	1.75	19.8	14.0	13.0	11.1
000338	潍柴动力	增持	13.44	1066	1.08	1.24	1.37	1.45	12.4	10.8	9.8	9.3
600660	福耀玻璃	增持	20.09	504	1.64	1.16	1.04	1.25	12.2	17.4	19.4	16.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	8356	6300	7000	7000
应收款项	3949	5560	6328	6847
存货净额	3280	3746	4144	4461
其他流动资产	1327	406	462	500
<b>流动资产合计</b>	<b>17774</b>	<b>16873</b>	<b>18796</b>	<b>19669</b>
固定资产	17421	19401	21240	22923
无形资产及其他	1337	1284	1230	1177
投资性房地产	2093	2093	2093	2093
长期股权投资	200	250	300	350
<b>资产总计</b>	<b>38826</b>	<b>39901</b>	<b>43659</b>	<b>46211</b>
短期借款及交易性金融负债	9615	9170	10968	11569
应付款项	2097	2497	2763	2974
其他流动负债	3073	3095	3473	3734
<b>流动负债合计</b>	<b>14786</b>	<b>14762</b>	<b>17204</b>	<b>18277</b>
长期借款及应付债券	1193	1193	1193	1193
其他长期负债	1478	1538	1598	1658
<b>长期负债合计</b>	<b>2671</b>	<b>2731</b>	<b>2791</b>	<b>2851</b>
<b>负债合计</b>	<b>17457</b>	<b>17493</b>	<b>19995</b>	<b>21129</b>
少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(2)
股东权益	21370	22410	23666	25084
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38826</b>	<b>39901</b>	<b>43659</b>	<b>46211</b>

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.16	1.04	1.25	1.41
每股红利	0.92	0.62	0.75	0.85
每股净资产	8.52	8.93	9.43	10.00
ROIC	13%	9%	10%	11%
ROE	14%	12%	13%	14%
毛利率	37%	37%	39%	39%
EBIT Margin	19%	16%	17%	18%
EBITDA Margin	27%	24%	25%	25%
收入增长	4%	-4%	14%	8%
净利润增长率	-30%	-10%	21%	13%
资产负债率	45%	44%	46%	46%
息率	4.6%	3.1%	3.7%	4.2%
P/E	17.4	19.4	16.1	14.2
P/B	2.4	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	11.7	14.1	12.3	11.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>21104</b>	<b>20295</b>	<b>23098</b>	<b>24991</b>
营业成本	13198	12708	14027	15127
营业税金及附加	198	203	231	250
销售费用	1482	1421	1617	1699
管理费用	2185	2712	3195	3457
财务费用	21	145	283	318
投资收益	82	20	20	20
资产减值及公允价值变动	(32)	(3)	(8)	(8)
其他收入	(655)	0	0	0
营业利润	3416	3123	3758	4152
营业外净收支	(185)	(30)	(20)	70
<b>利润总额</b>	<b>3231</b>	<b>3093</b>	<b>3738</b>	<b>4222</b>
所得税费用	333	495	598	675
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2898</b>	<b>2598</b>	<b>3140</b>	<b>3547</b>

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>2898</b>	<b>2598</b>	<b>3140</b>	<b>3547</b>
资产减值准备	(26)	1	1	1
折旧摊销	1734	1570	1706	1862
公允价值变动损失	32	3	8	8
财务费用	21	145	283	318
营运资本变动	(674)	(673)	(518)	(339)
其它	26	(1)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3990</b>	<b>3498</b>	<b>4336</b>	<b>5077</b>
资本开支	(2455)	(3500)	(3500)	(3500)
其它投资现金流	(284)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2733)</b>	<b>(3550)</b>	<b>(3550)</b>	<b>(3550)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(54)	0	0	0
支付股利、利息	(2310)	(1559)	(1884)	(2128)
其它融资现金流	5461	(446)	1798	601
<b>融资活动现金流</b>	<b>733</b>	<b>(2005)</b>	<b>(86)</b>	<b>(1527)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1990</b>	<b>(2056)</b>	<b>700</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	6366	8356	6300	7000
货币资金的期末余额	8356	6300	7000	7000
企业自由现金流	2230	128	1071	1767
权益自由现金流	7637	(523)	2632	2101



## 相关研究报告

- 《福耀玻璃-600660-2019 年报暨 2020 一季报点评: 2019 海外表现亮眼, 2020Q1 业绩略超预期》——2020-04-28
- 《福耀玻璃-600660-2019 年业绩快报点评: Q4 营收提速, 利润受一次性费用影响低于预期》——2020-03-30
- 《福耀玻璃-600660-2019 年三季报点评: Q3 符合预期, 业绩压制因素明年有望改善》——2019-10-31
- 《福耀玻璃-600660-2019 年中报点评: Q2 美国工厂利润率回升, 德国 SAM 有序整合》——2019-08-29
- 《福耀玻璃-600660-2019 年一季报点评: Q1 业绩略低于预期, 静候德国 SAM 接棒美国增长》——2019-04-29

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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, 我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032