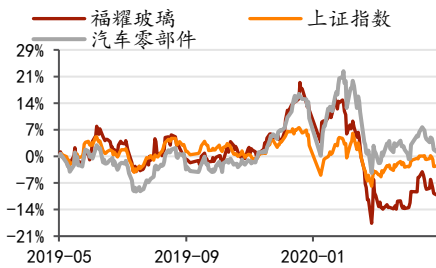


**投资评级：买入(调高)**
**福耀玻璃(600660)**
**目标价：30.8元**
**精益制造，福耀天下**
**市场数据 2020-07-13**

收盘价(元)	23.05
一年内最低/最高(元)	17.86/26.25
市盈率	21.0
市净率	2.64

**基础数据**

净资产收益率(%)	14.11
资产负债率(%)	45.0
总股本(亿股)	25.09

**最近12月股价走势**

**联系信息**

<b>吴鹏</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518110001	
wupeng@ctsec.com	
<b>彭勇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160517110001	
pengy@ctsec.com	

**相关报告**

- 《福耀玻璃(600660):受疫情影响业绩下滑,长期向上趋势不改》 2020-04-30
- 《福耀玻璃(600660):Q4业绩边际改善,长期成长值得期待》 2020-03-30
- 《福耀玻璃(600660):Q2业绩短期回落,全球化战略稳步推进》 2019-08-29

**● 深耕优质赛道，造就全球汽车玻璃龙头**

公司专注汽车玻璃30余年，汽玻业务占比近90%，收入由1993年1.7亿元增长至2019年211.0亿元，年复合增速20.4%，净利润由1993年0.6亿元增长至2019年的29.0亿元，年复合增速15.8%。多年精细深耕，公司在汽车玻璃这一优质赛道不断成长，市场地位持续提升。全球汽玻市场呈寡头垄断格局，CR5达89.3%，公司以22.5%的市占率位列全球第二，仅次于旭硝子(27.0%)，领先板硝子(20.6%)、圣戈班(17.2%)、信义(2.0%)，已成长为全球汽车玻璃绝对巨头。

**● 极致专注，构筑最强大的护城河**

公司凭借极致专注的匠心精神，造就了当前难以逾越的护城河：1) 垂直一体化：公司建立浮法玻璃4基地10产线，高自供率有效降低成本；收购三峰饰件、福州磨具，并生产设备自制，将降本增效体现在产业链每个细小环节。2) 重资产运营：汽车玻璃是典型的重资产行业，一条汽车玻璃产线需投入2亿元，一条浮法玻璃产线需投入3亿元，2019/2018/2017年公司资本开支27.8/35.9/35.9亿元，占营收比重13.2%/17.8%/19.2%，重资产运营模式为其构筑了一条天然的护城河。3) 规模效应：公司通过强大的固定资产投资不断扩建产能，在提升规模效应的过程中将自身盈亏平衡点做到比竞争对手更低，进而对其形成挤出效应。

**● 百尺竿头更向前，打开增量新空间**

公司抓住中国汽车市场爆发以来的黄金时期以及2008年金融危机以来海外市场拓展契机，高速成长并取得200亿元收入的亮眼成绩。我们认为，公司未来仍具成长空间：1) 公司汽车玻璃受益消费升级ASP趋势上升(已由2013年132.5元/平方米上升至2019年173.8元/平方米，年复合增速4.6%)；2) 海外拓展进入收获期，美国工厂550万套产能放量助力全球市占率提升，“量价齐升”打开成长空间。3) 公司收购SAM进军铝饰件，车窗铝亮饰条单车价值量约1500元，是汽车玻璃的2-3倍，新业务打开巨大成长空间。

**● 盈利预测与投资建议**

预计公司2020-2022年EPS为0.99元、1.23元、1.44元，对应PE为23.3倍、18.7倍、16.0倍。公司历年高分红，2010年以来分红率不低於50%。公司作为全球汽玻巨头，给予2021年25倍PE较为合理，目标价30.8元，较目前股价仍有34%涨幅，给予“买入”评级。

**● 风险提示：全球汽车行业景气度不及预期；美国工厂绩效释放不及预期；整合FYSAM不及预期；全球新冠疫情控制不及预期。**
**表 1: 公司财务及预测数据摘要**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	20225	21104	20070	22097	24086
增长率	8.1%	4.3%	-4.9%	10.1%	9.0%
归属母公司股东净利润(百万)	4120	2898	2485	3089	3620
增长率	30.9%	-29.7%	-14.3%	24.3%	17.2%
每股收益(元)	1.64	1.16	0.99	1.23	1.44
市盈率(倍)	14.1	19.9	23.3	18.7	16.0

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

## 内容目录

1、福耀玻璃：全球汽车玻璃巨头	4
1.1 福耀是全球市占率超 20% 的汽车玻璃巨头	4
1.2 汽车玻璃单车价值量高，打开成长天花板	4
1.3 布局全球主要汽车市场，全球战略思路清晰	6
1.4 业绩长青，盈利能力拔尖	7
1.5 股权结构集中，曹德旺家族持股 28.99%	9
1.6 A 股分红最多的零部件企业	10
2、汽车玻璃行业：空间巨大，格局集中，壁垒较高	11
2.1 全球汽车玻璃市场空间	11
2.2 全球汽车玻璃市场格局	14
2.3 汽车玻璃行业壁垒高	18
3、极致专注，才是最深的护城河	23
3.1 福耀是国内首屈一指的零部件企业	23
3.2 极致关注，细水长流，不断加深自身护城河	24
3.3 海外拓展走在前列，美国项目进入收获期	28
3.4 受益汽车玻璃消费升级，单价提升带来增长空间	31
3.5 并购 SAM，进军铝饰件，打开全新成长空间	32
4、盈利预测及投资建议	35
5、风险提示	37

## 图表目录

图 1：公司历史沿革	4
图 2：公司产品列示	5
图 3：公司收入结构	6
图 4：公司国内外收入占比	6
图 5：各国汽车销量占全球销量比重（2018 年）	6
图 6：福耀全球布局	7
图 7：公司营业收入与同比增速	7
图 8：公司归母净利润与同比增速	7
图 9：公司历年毛利率与净利率	8
图 10：公司历年 ROE	8
图 11：公司与零部件行业盈利能力对比	8
图 12：公司股权结构	9
图 13：公司上市以来累计分红比例 58.8%	10
图 14：公司上市以来分红大于直接融资	10
图 15：中国汽车销量预测	11
图 16：全球汽车销量预测	11
图 17：中国汽车保有量预测	12
图 18：全球汽车保有量预测	12
图 19：国内汽车玻璃市场格局	16
图 20：全球汽车玻璃市场格局	16
图 21：福耀与同业企业汽车玻璃收入	16
图 22：各企业汽车玻璃业务占比	17
图 23：汽车玻璃行业各企业毛利率对比	17
图 24：汽车玻璃行业各企业 ROE 对比	17
图 25：夹层汽车玻璃生产流程	18
图 26：钢化汽车玻璃生产流程	18
图 27：浮法玻璃生产流程	18
图 28：汽车玻璃成本结构（2019 年）	19
图 29：浮法玻璃成本结构（2019 年）	19
图 30：汽车玻璃上下游	20

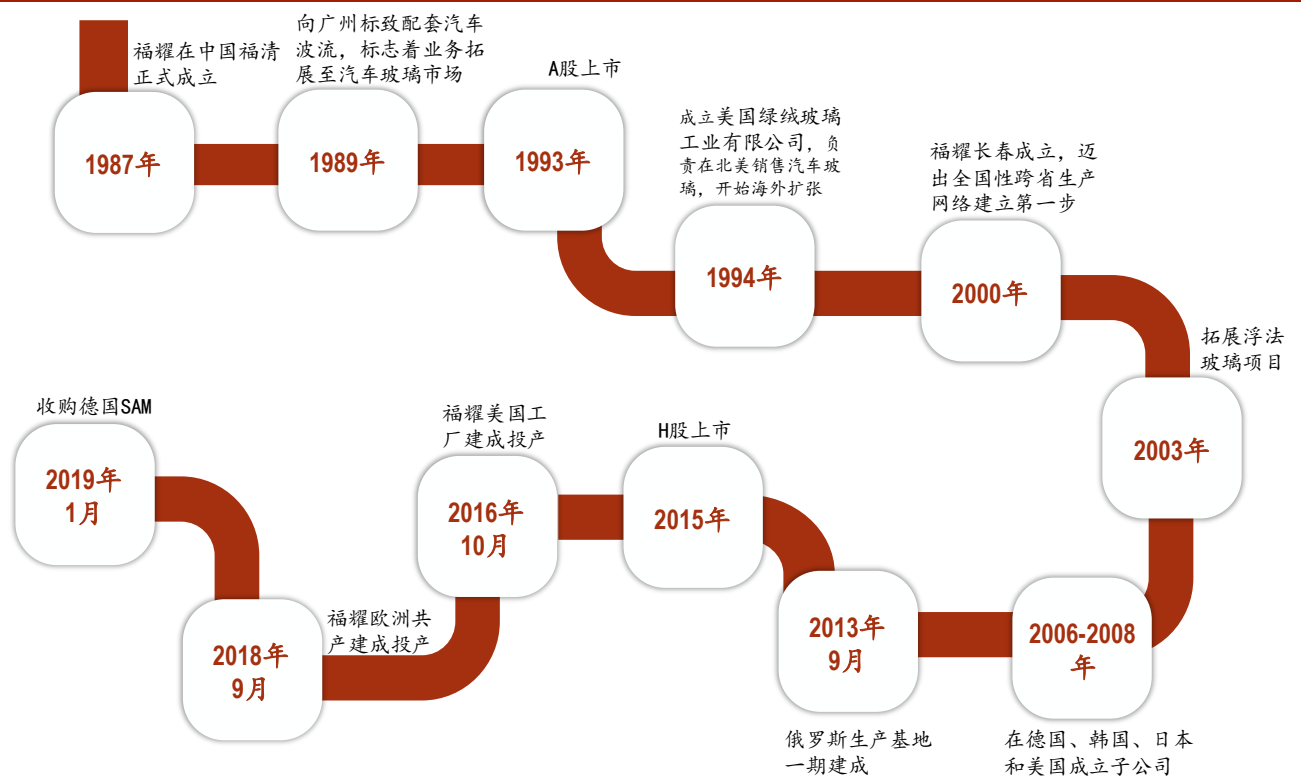
图 31: 汽车玻璃消费升级	21
图 32: 福耀玻璃历年研发支出与研发费用率	21
图 33: 福耀玻璃固定资产与在建工程	22
图 34: 福耀玻璃国内外产能	22
图 35: 国内零部件行业竞争格局 (市占率、ROE 维度)	23
图 36: 福耀汽车玻璃收入占比远超竞争对手	24
图 37: 福耀历年资本开支	26
图 38: 福耀与竞争对手资本开支率 (2018 年)	26
图 39: 福耀近年来资本开支与净利润和经营现金流净额相当	26
图 40: 汽车玻璃行业各企业毛利率对比	27
图 41: 汽车玻璃行业各企业净利率对比	27
图 42: 福耀玻璃历年三费率	27
图 43: 福耀玻璃国际化道路持续推进	28
图 44: 全球一线零部件巨头海外收入占比 (2016 年)	28
图 45: 福耀美国子公司营业收入	29
图 46: 福耀美国子公司净利润	29
图 47: 汽车玻璃消费升级方向	31
图 48: 福耀汽车玻璃 ASP 稳步提升	32
图 49: SAM 铝亮饰条	32
图 50: SAM 历年营业收入	33
图 51: SAM 历年净利润	33
图 52: 铝亮饰条普遍配置于中高端车型	33
图 53: 福耀玻璃近五年 PE (TTM)	36
表 1: 公司财务及预测数据摘要	1
表 2: 公司主要控股参股公司业绩贡献 (2019 年)	9
表 3: 全球汽车销量与保有量测算	12
表 4: 国内汽车玻璃单车价值量测算	13
表 5: 中国汽车玻璃市场空间测算	14
表 6: 全球汽车玻璃市场空间测算	14
表 7: 福耀玻璃全球市占率测算	15
表 8: 福耀玻璃国内市占率测算	15
表 9: 福耀浮法玻璃产能	25
表 10: 福耀海外产能布局	29
表 11: 美国工厂与国内成本对比	30
表 12: 公司业绩拆分	35

## 1、福耀玻璃：全球汽车玻璃巨头

### 1.1 福耀是全球市占率超 20% 的汽车玻璃巨头

福耀玻璃于 1987 年注册成立，主要从事汽车玻璃及其原材料浮法玻璃的成产与销售，公司产品不但配套国内汽车品牌，还配套世界主流汽车品牌，成为包括大众、奥迪、丰田、现代、铃木、三菱、福特、通用等全球前二十大整车集团的汽车玻璃供应商。扎根国内，拓展海外的战略让公司一举成为全球汽车玻璃绝对巨头，其中国市场份额高达 61%，全球市场份额高达 23%。公司于 1993 年在上交所上市，2015 年在港交所上市。

图 1：公司历史沿革

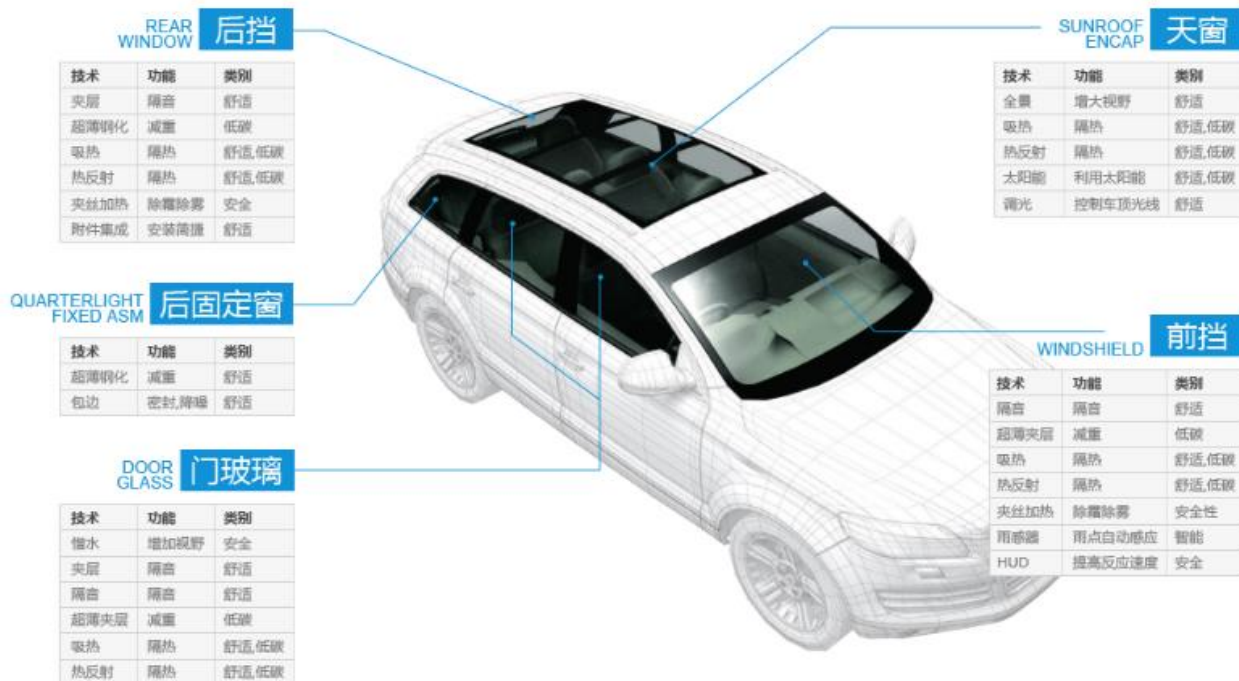


数据来源：公司官网，财通证券研究所

### 1.2 汽车玻璃单车价值量高，打开成长天花板

汽车玻璃作为单车价值量较高的零部件，是公司成长壮大的基础。于零部件企业而言，其产品的单车价值量决定了公司的成长天花板。汽车玻璃包括前后挡风玻璃、门玻璃、天窗、三角窗等，单车价值量约 700-1000 元。且随着消费升级趋势下汽车玻璃 ASP 和单车用量齐升，汽车玻璃单车价值量仍有进一步提升空间。

图 2：公司产品列示

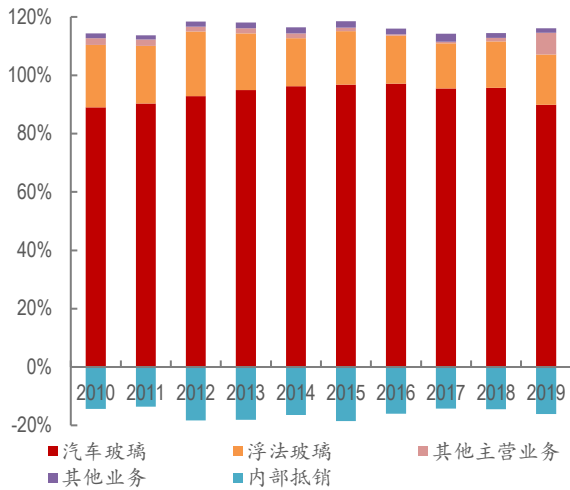


数据来源：公司官网，财通证券研究所

福耀具有专注单一产品的匠心精神,汽车玻璃业务占比 90%。不同于其他零部件企业的多元业务经营,公司自成立以来一直专注于汽车玻璃市场,2019 年公司汽车玻璃收入占比高达 89.8% (2016 至 2018 年均在 95% 以上),其余业务基本为汽车玻璃的上游原材料浮法玻璃,收入占比 17.2% (两者相加超 100% 是由于存在内部抵消)。可见公司在汽车玻璃市场极为专注,垂直一体化下浮法玻璃自供也是专注的体现,为公司带来了成本上的巨大优势。

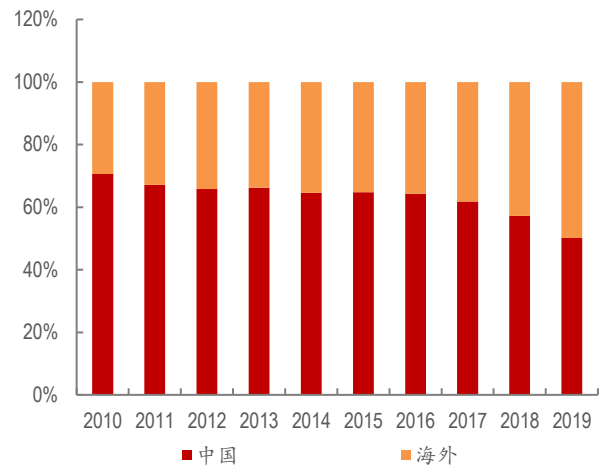
福耀以开放的心态拥抱全球市场,海外业务占比近 50%。公司是国内最早走出去的零部件企业之一,早在 1991 年就向加拿大 TCG 出口汽车玻璃,涉足海外市场。截至 2019 年,公司海外市场收入 101.9 亿元,占比 49.9%。近年来公司俄罗斯工厂、美国工厂、欧洲工厂陆续建成投产,且美国工厂产能持续爬坡,海外业务呈扩张态势,预计公司海外业务占比仍将持续提升。

图3：公司收入结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图4：公司国内外收入占比

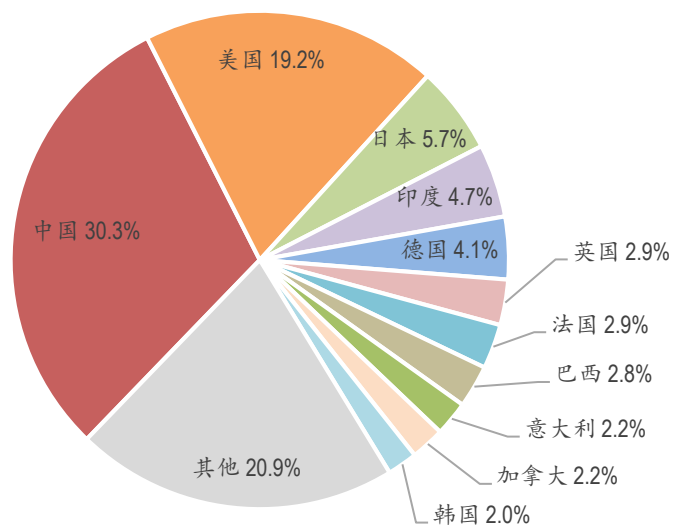


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.3 布局全球主要汽车市场，全球战略思路清晰

**全球布局，本土化响应。**由于汽车玻璃在运输途中易碎、运输成本较高等特点，公司铺开全球布局，贴近配套客户，提升客户响应速度与服务质量。公司已在中国 16 个省市以及美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 9 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个设计中心，全球雇员约 2.7 万人。公司全球布局的落点几乎覆盖全球最大的汽车市场，所覆盖国家中国、美国、德国、韩国、日本、韩国 2018 年汽车销量合计 5854.8 万辆，占全球汽车销量比重高达 63.3%。

图5：各国汽车销量占全球销量比重（2018年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

图 6：福耀全球布局

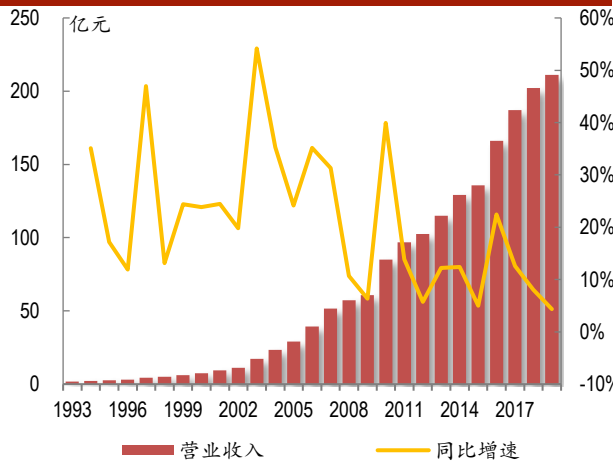


数据来源：公司官网，财通证券研究所

#### 1.4 业绩长青，盈利能力拔尖

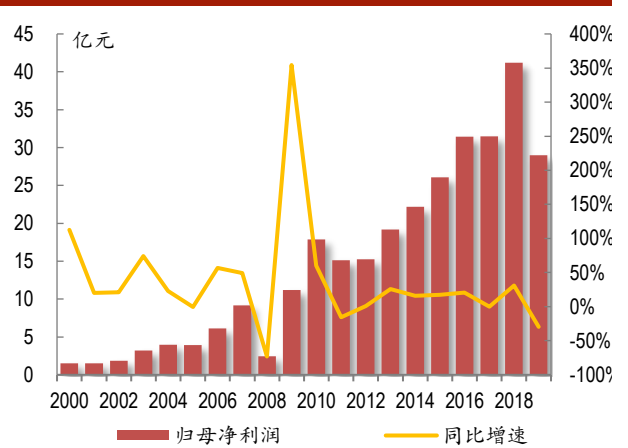
福耀是业绩长青典型：收入连续 26 年正增长，净利润增长稳定性冠绝零部件行业。公司自 1993 年上市以来，收入无一例外均实现正增长，由 1993 年的 1.7 亿元提升至 2019 年的 211.0 亿元，年复合增速高达 20.4%。公司净利润只在个别年份负增长，近 10 年公司只出现过 2 次业绩负增长，分别出现在 2011 年和 2019 年。考虑到公司所处汽车行业为周期性行业，如此业绩增长稳定性实属不易，公司净利润已由 1993 年的 0.6 亿元提升至 2019 年的 29.0 亿元，年复合增速达 15.8%。

图 7：公司营业收入与同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

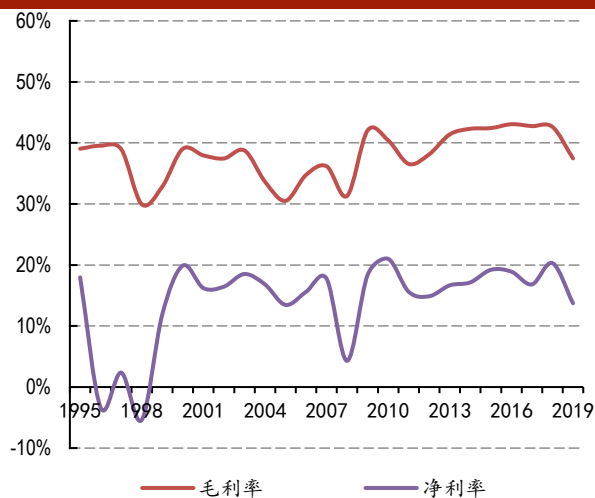
图 8：公司归母净利润与同比增速



数据来源：公司公告，财通证券研究所

福耀盈利能力在制造业中拔尖：毛利率常年稳定在 40%，净利率近 20%。公司毛利率常年维持 40% 以上，自 2009 年开始，毛利率常年处于 37%-42% 区间，2013-2018 年毛利率更是持续处于 41% 以上，2019 年由于受到国内汽车行业景气度极度低迷的影响毛利率下探至 37.5%。公司净利率近几年基本维持在 17%-20% 区间，2019 年为 13.7%。公司 ROE 近几年基本维持在 16%-25% 区间，2019 年为 13.6%。对于汽车零部件企业而言，其盈利能力容易受行业周期性影响呈现周期性波动，但福耀盈利能力一直非常稳定，且处在汽车行业绝对领先地位，甚至放眼制造业，也很难找出像福耀这样常态化毛利率 40%，净利率近 20% 的企业。

图 9：公司历年毛利率与净利率



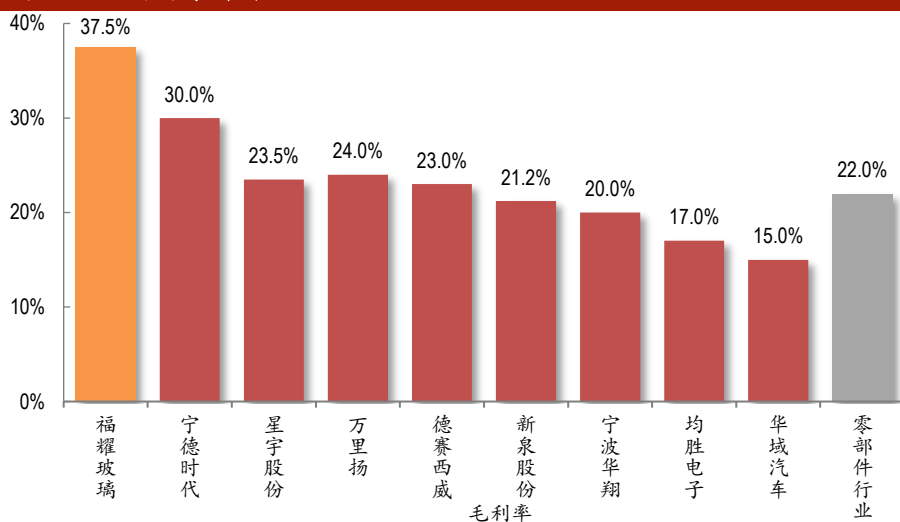
数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 10：公司历年 ROE



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 11：公司与零部件行业盈利能力对比



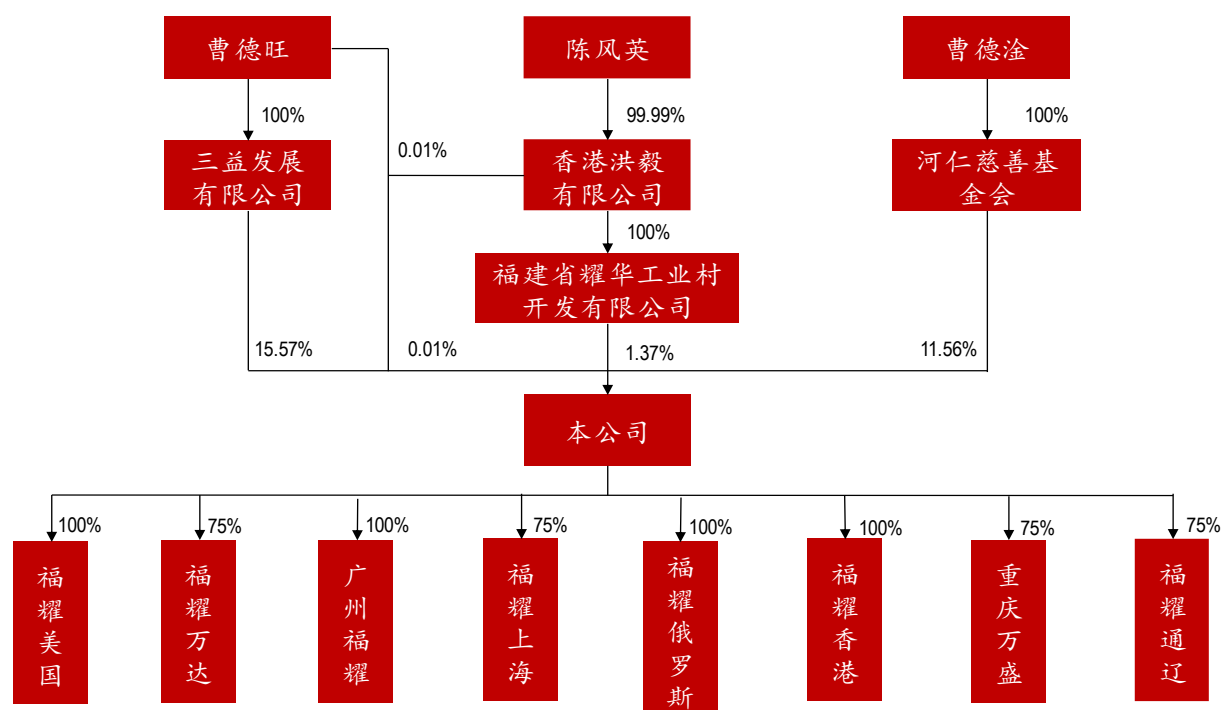
数据来源：Wind，财通证券研究所



### 1.5 股权结构集中，曹德旺家族持股 28.99%

公司股权结构集中，实际控制人曹德旺直接和间接持股 15.58%。截至 2020Q1，公司实际控制人曹德旺先生通过三益发展、香港洪毅直接和间接持有公司 15.58% 股权，曹德旺家族持有公司 28.99% 股权，公司前十大股东中合计持股 62.72%，股权结构较为集中。公司旗下包含 56 家子公司，3 家联合合营公司，其中：2019 年福建省万达汽车玻璃工业有限公司、福耀集团（上海）汽车玻璃有限公司、广州福耀玻璃有限公司、福耀玻璃美国有限公司占公司收入比重为 50.9%，占公司利润比重为 59.6%。

图12：公司股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

表2：公司主要控股参股公司业绩贡献（2019年）

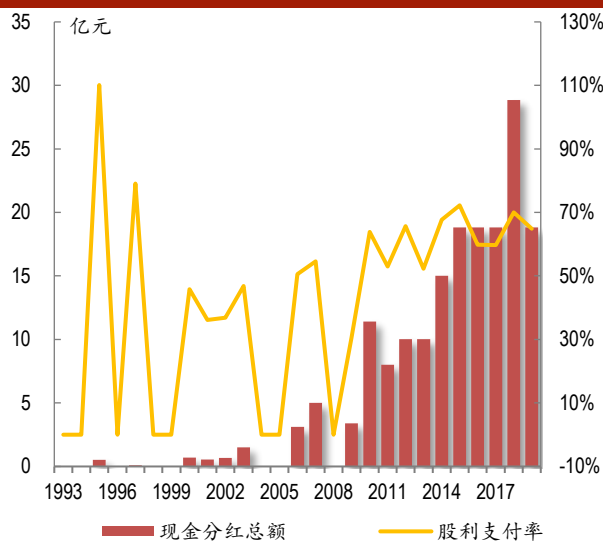
公司	主要产品或服务	持股比例	营业收入	净利润	净利润占比
福建省万达汽车玻璃工业有限公司	汽车用玻璃制品的生产和销售	直接75%，间接25%	22.7亿元	6.6亿元	22.8%
福耀集团（上海）汽车玻璃有限公司	汽车用玻璃制品的生产和销售	直接75%，间接25%	23.8亿元	5.2亿元	17.9%
广州福耀玻璃有限公司	生产无机非金属材料及制品的特种玻璃	间接100%	21.8亿元	4.5亿元	15.5%
福耀玻璃美国有限公司	汽车用玻璃制品的生产和销售	直接100%	39.1亿元	0.97亿元	3.3%

数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 1.6 A股分红最多的零部件企业

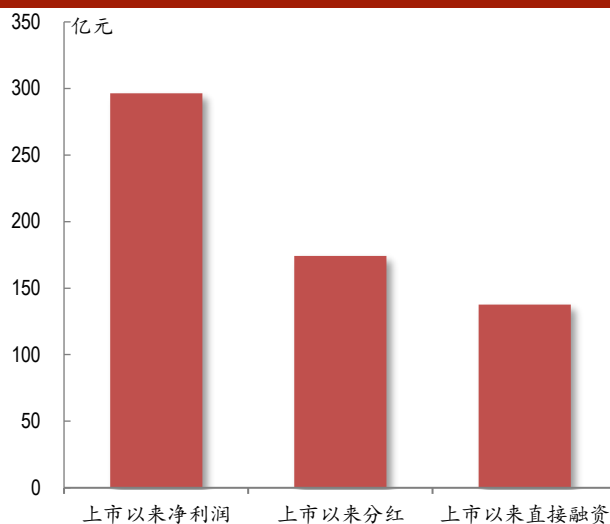
公司自1993年上市以来累计实施现金分红19次,2010年以来分红率不低于50%。公司上市以来累计实现净利润296.3亿元,累计现金分红174.1亿元,分红率高达58.8%。公司上市以来累计直接融资174.1亿元,累计分红超过累计直接融资,实打实为股东创造价值。纵观历史,公司是A股分红持续性最强,分红比例最高的零部件企业,真正做到创造价值。

图13: 公司上市以来累计分红比例58.8%



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

图14: 公司上市以来分红大于直接融资



数据来源: 公司公告, 财通证券研究所

## 2、汽车玻璃行业：空间巨大，格局集中，壁垒较高

### 2.1 全球汽车玻璃市场空间

汽车玻璃市场可分为OEM市场与AM市场，OEM市场对应汽车销量，AM市场对应汽车保有量。我们将在本章分别测算汽车玻璃OEM和AM市场空间。

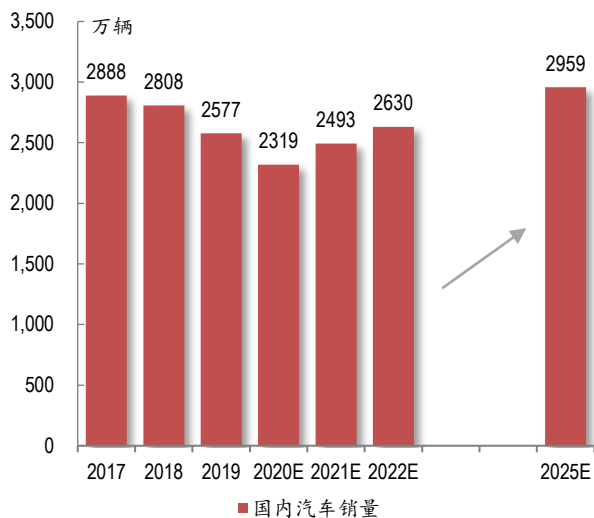
测算汽车玻璃市场空间，我们需要明确汽车销量/汽车保有量与其对应的汽车玻璃单车价值量，因此我们需分别测算汽车销量/保有量、汽车玻璃单车价值量两个维度的数据。

#### ■ 全球汽车销量/保有量测算

根据OICA数据，2019年全球汽车销量9129.7万辆，同比下降4.0%，2020年全球车市受疫情影响较大，我们预计全年销量同比下降8.0%至8399.3万辆，2021-2025年假设保持4.0%的增速，则至2025年全球汽车销量将达10219.0万辆。

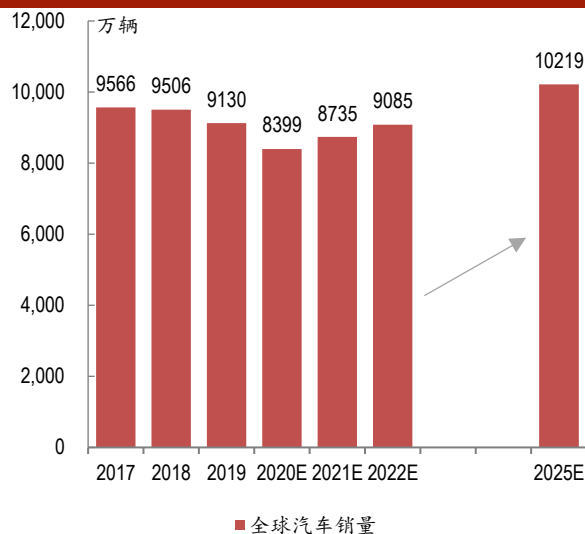
根据中汽协数据，2019年中国汽车销量2576.9万辆，同比下降8.2%，2020年国内车市受疫情冲击较大，我们预计全年销量同比下降10.0%至2319.2万辆，2021-2025年假设保持4.4%的复合增速，则至2025年中国汽车销量将达2958.7万辆。

图15：中国汽车销量预测



数据来源：中汽协，财通证券研究所

图16：全球汽车销量预测



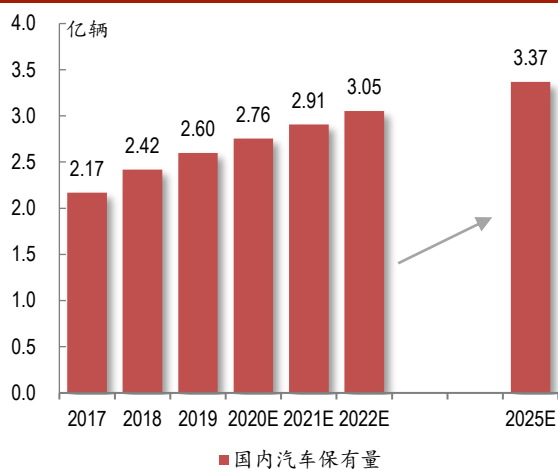
数据来源：OICA，财通证券研究所

根据OICA数据，2017年全球汽车保有量13.78亿辆，假设2018-2019保持3.0%的增速，2020-2025年保持2.0%的增速，则至2020年全球汽车保有量将达14.91亿辆，至2025年将达到16.46亿辆。

跟据公安部数据，2019年中国汽车保有量为2.60亿辆，同比增长7.4%，假设2020年保有量增速为6.0%，则至2020年中国汽车保有量为2.76亿辆。假设2021-2025年保

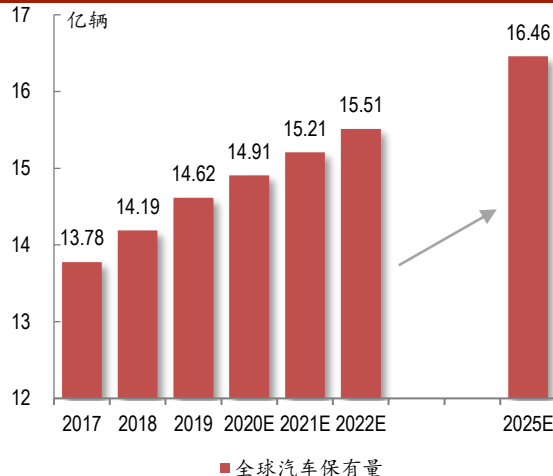
有量复合增速降至3.7%，则至2025年中国汽车保有量将达3.37亿辆。

图17：中国汽车保有量预测



数据来源：公安部，财通证券研究所

图18：全球汽车保有量预测



数据来源：OICA，财通证券研究所

表3：全球汽车销量与保有量测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国汽车销量 (万辆)	2888	2808	2577	2319	2493	2630	2735	2845	2959
同比增速		-2.8%	-8.2%	-10.0%	7.5%	5.5%	4.0%	4.0%	4.0%
全球汽车销量 (万辆)	9566	9506	9130	8399	8735	9085	9448	9826	10219
同比增速		-0.6%	-4.0%	-8.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
中国汽车保有量 (亿辆)	2.17	2.42	2.60	2.76	2.91	3.05	3.18	3.27	3.37
同比增速		11.5%	7.4%	6.0%	5.5%	5.0%	4.0%	3.0%	3.0%
全球汽车保有量 (亿辆)	13.78	14.19	14.62	14.91	15.21	15.51	15.82	16.14	16.46
同比增速		3.0%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

数据来源：中汽协，OICA，财通证券研究所

### ■ 汽车玻璃单车价值量测算

汽车玻璃单车价值量=单车玻璃用量\*汽车玻璃单价，我们需要分别从量和价两个维度测算，且对于OEM配套和AM配套来说，单车玻璃用量也不尽相同，单车价值量也就不同，因此需分别讨论。

**汽车玻璃单价：**福耀玻璃的汽车玻璃单价由2013年的132.5元/平方米上升至2018年的164.5元/平方米，年复合增速4.4%。我们以福耀玻璃的汽车玻璃单价代表国内的汽车玻璃单价，考虑到未来高端汽车玻璃如HUD抬头显示等渗透率提升，假设未来几年汽车玻璃单价保持3.5%的复合增速，并假设配套OEM市场和AM市场的汽车玻璃单价相同。全球汽车玻璃的单价较国内更高，根据福耀港股招股说明书，

全球汽车玻璃的单价基本维持在34美元/平方米（人民币约238元/平方米），我们假设未来全球汽车玻璃的单价维持这一水平不变。

**单车汽车玻璃用量：**1) OEM市场：伴随着汽车消费升级，天窗渗透率提升，单车汽车玻璃用量近年来显著提升，国内单车玻璃用量已由几年前的单车3.3平方米提升到当前的4.05平方米，我们假设未来几年国内单车汽车玻璃用量维持4.05平方米不变，全球单车汽车玻璃用量假设维持4.20平方米。2) AM市场：售后市场的单车汽车玻璃用量由汽车玻璃的破损率决定，根据中国产业信息数据，汽车玻璃的破损率为5%，一般为前挡风玻璃破损，按照面积换算，则AM市场的单车汽车玻璃用量为0.07平方米。假设未来几年全球和国内AM市场的单车汽车玻璃用量均维持0.07平方米。

**表4：国内汽车玻璃单车价值量测算**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国内汽车玻璃单价	158.6	164.5	170.2	176.2	182.4	188.7	195.3	202.2	209.3
同比增速	4.1%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
汽车玻璃单车价值量（OEM，国内）	642.5	666.1	689.4	713.6	738.5	764.4	791.1	818.8	847.5
汽车玻璃单车价值量（AM，国内）	11.1	11.5	11.9	12.3	12.8	13.2	13.7	14.2	14.6
全球汽车玻璃单价	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0	238.0
汽车玻璃单车价值量（OEM，全球）	999.6	999.6	999.6	999.6	999.6	999.6	999.6	999.6	999.6
汽车玻璃单车价值量（AM，全球）	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7	16.7

数据来源：中汽协，OICA，财通证券研究所

注：OEM市场单车汽车玻璃用量假设为4.05平方米；AM市场单车汽车玻璃用量假设为0.07平方米

#### ■ 汽车玻璃市场空间测算

我们在前文分别测算了中国/全球未来几年的汽车销量与保有量，汽车玻璃配套OEM市场的单车价值量和配套AM市场的单车价值量，则可相乘得到汽车玻璃的市场空间。

汽车玻璃需求量=汽车销量\*单车汽车玻璃用量

汽车玻璃市场空间=汽车玻璃需求量\*单车价值量

**全球汽车玻璃市场空间千亿级，中国市场占比1/4。**我们测算出，至2020年全球汽车玻璃市场空间为1088.0亿元，其中OEM市场空间839.6亿元，AM市场空间248.4亿元。至2020年中国汽车玻璃市场空间为199.5亿元，其中OEM市场空间165.5亿元，AM市场空间34.0亿元。至2025年全球汽车玻璃市场空间为1295.7亿元，其中OEM市场空间1021.5亿元，AM市场空间274.2亿元。至2025年中国汽车玻璃市场空间为300.0亿元，其中OEM市场空间250.7亿元，AM市场空间49.3亿元。

**表5：中国汽车玻璃市场空间测算**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
中国汽车销量	2887.9	2808.1	2576.9	2319.2	2493.2	2630.3	2735.5	2844.9	2958.7
中国汽车玻璃市场空间(OEM)	185.5	187.1	177.7	165.5	184.1	201.1	216.4	232.9	250.7
中国汽车保有量	21700.0	24200.0	26000.0	27560.0	29075.8	30529.6	31750.8	32703.3	33684.4
中国汽车玻璃市场空间(AM)	24.1	27.9	31.0	34.0	37.1	40.3	43.4	46.3	49.3
中国汽车玻璃市场空间	209.6	214.9	208.6	199.5	221.2	241.4	259.8	279.2	300.0

数据来源：中汽协，OICA，财通证券研究所

注：销量与保有量数据单位为万辆，市场空间单位为亿元

**表6：全球汽车玻璃市场空间测算**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
全球汽车销量	9566.1	9505.6	9129.7	8399.3	8735.3	9084.7	9448.1	9826.0	10219.0
全球汽车玻璃市场空间(OEM)	956.2	950.2	912.6	839.6	873.2	908.1	944.4	982.2	1021.5
全球汽车保有量	137770.0	141903.1	146160.2	149083.4	152065.1	155106.4	158208.5	161372.7	164600.1
全球汽车玻璃市场空间(AM)	229.5	236.4	243.5	248.4	253.3	258.4	263.6	268.8	274.2
全球汽车玻璃市场空间	1185.75	1186.6	1156.1	1088.0	1126.5	1166.5	1208.0	1251.1	1295.7

数据来源：中汽协，OICA，财通证券研究所

注：销量与保有量数据单位为万辆，市场空间单位为亿元

## 2.2 全球汽车玻璃市场格局

福耀汽车玻璃全球市占率22.5%，国内市占率61.2%。我们基于前文的各种条件假设，分别测算了福耀汽车玻璃全球与国内市占率。2019年全球汽车玻璃用量472.1万平方米，福耀汽车玻璃销量109.1万平方米，全球市占率达22.5%。其中：OEM配套全球市占率23.4%，AM配套全球市占率18.9%。2019年中国汽车玻璃用量122.6万平方米，福耀汽车玻璃国内销量75.0万平方米，福耀汽车玻璃国内市占率高达61.2%。

**表7：福耀玻璃全球市占率测算**

	2017	2018	2019
全球汽车玻璃OEM用量（百万平方米）	401.8	399.2	383.4
福耀汽车玻璃OEM销量（百万平方米）	96.81	99.41	89.71
福耀汽车玻璃OEM全球市占率	24.1%	24.9%	23.4%
全球汽车玻璃AM用量（百万平方米）	96.4	99.3	102.31
福耀汽车玻璃AM销量（百万平方米）	15.83	18.25	19.38
福耀汽车玻璃AM全球市占率	16.4%	18.4%	18.9%
全球汽车玻璃(OEM+AM)用量（百万平方米）	498.2	498.6	472.06
福耀汽车玻璃(OEM+AM)销量（百万平方米）	112.6	117.7	109.1
福耀汽车玻璃全球市占率	22.6%	23.6%	22.5%

数据来源：公司公告，OICA，财通证券研究所

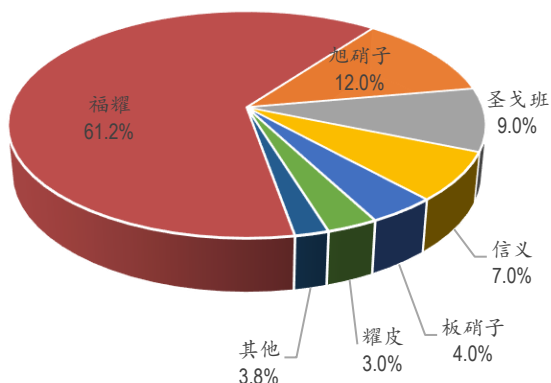
**表8：福耀玻璃国内市占率测算**

	2017	2018	2019
中国汽车玻璃用量（百万平方米）	132.2	130.7	122.6
福耀汽车玻璃国内销量	82.7	82.1	75.0
福耀汽车玻璃国内市占率	62.5%	62.8%	61.2%

数据来源：公司公告，OICA，财通证券研究所

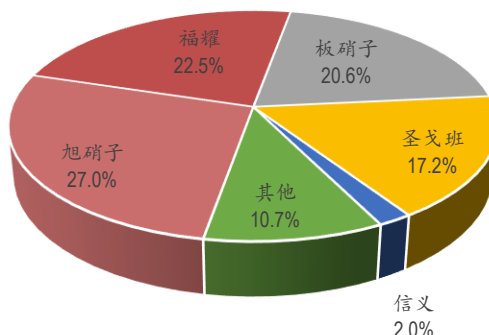
汽车玻璃市场格局非常集中，寡头垄断已经形成。无论国内汽车玻璃市场，还是全球汽车玻璃市场，均呈现寡头垄断格局。全球市场中，旭硝子市场率第一27.5%，福耀玻璃22.5%次之，板硝子21.0%排名第三，全球CR3达70.1%，CR5达89.3%。市场格局非常集中。国内市场，福耀玻璃一家独大，市占率高达61.2%，旭硝子（12.0%）、圣戈班（9.0%）、信义（7.0%）、板硝子（4.0%）分列2-5名，CR3达82.2%，CR5达93.2%。

图19：国内汽车玻璃市场格局



数据来源：财通证券研究所

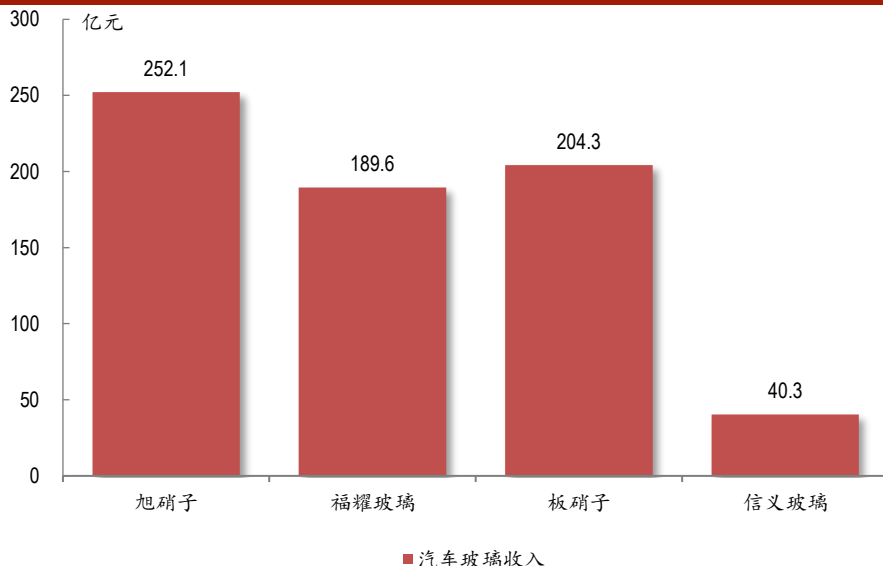
图20：全球汽车玻璃市场格局



数据来源：财通证券研究所

旭硝子汽车玻璃收入超250亿元位列第一。我们统计了福耀与同业企业2019年的汽车玻璃业务收入，旭硝子以252.1亿元位列第一，板硝子汽车玻璃收入204.3亿元（2018年）位列第二，福耀玻璃汽车玻璃收入189.6亿元次之。板硝子汽车玻璃业务收入超过福耀玻璃，但全球市占率不及福耀，主要原因为福耀汽车玻璃业务一半以上在中国，中国汽车玻璃单价较全球平均水平更低，因此板硝子虽业务收入高于福耀，但销量低于福耀。

图21：福耀与同业企业汽车玻璃收入

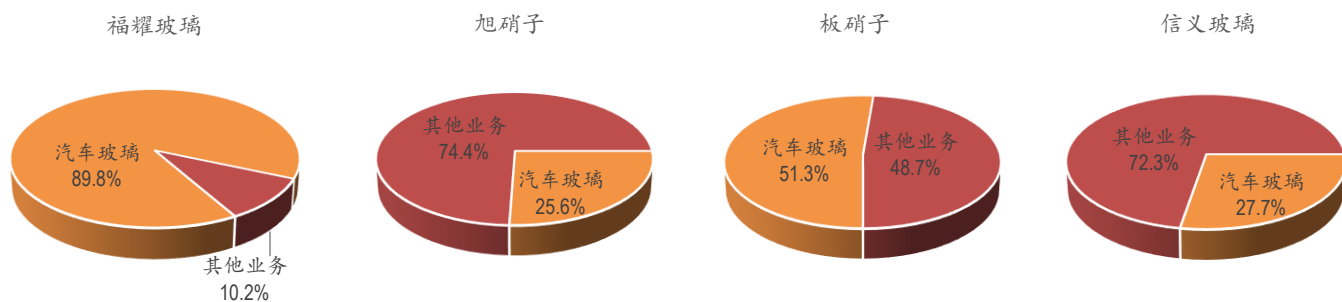


数据来源：各公司年报，财通证券研究所  
注：板硝子为2018年数据，其余为2019年数据



福耀汽车玻璃收入占比90%，较竞争对手更为专注。旭硝子虽为汽车玻璃绝对龙头，汽车玻璃业务收入最大，2019年达252.1亿元，但其总收入为985.5亿元，汽车玻璃收入占比仅为25.6%，其余主营业务包括化学、电子器件、陶瓷制品。板硝子汽车玻璃收入占比为51.3%、信义汽车玻璃业务占比为27.7%。福耀汽车玻璃收入占比高达89.8%，远超竞争对手，其极致专注的匠心精神显而易见。

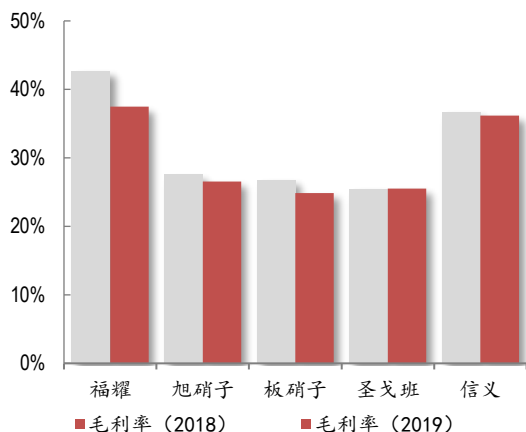
图22：各企业汽车玻璃业务占比



数据来源：各公司年报，财通证券研究所

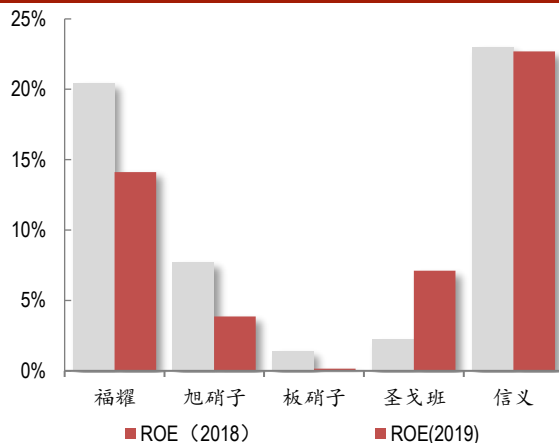
福耀盈利能力显著强于竞争对手。我们统计了福耀与竞争对手的毛利率和ROE，2019年福耀毛利率为37.5%，较此前几年稳定42%的水平有所下滑，但仍远高于体量相当的旭硝子(26.5%)、板硝子(26.2%，板硝子为2018年数据)、圣戈班(25.5%)，与体量较小的信义玻璃(36.2%)相当。2019年福耀ROE为14.1%，显著高于体量相当的旭硝子(3.9%)、板硝子(10.3%，板硝子为2018年数据)、圣戈班(7.1%)，低于体量较小的信义玻璃(22.7%)。由此可见，在全球汽车玻璃一线巨头中，福耀盈利能力明显高出一档。

图23：汽车玻璃行业各企业毛利率对比



数据来源：Wind，各公司年报，财通证券研究所

图24：汽车玻璃行业各企业ROE对比

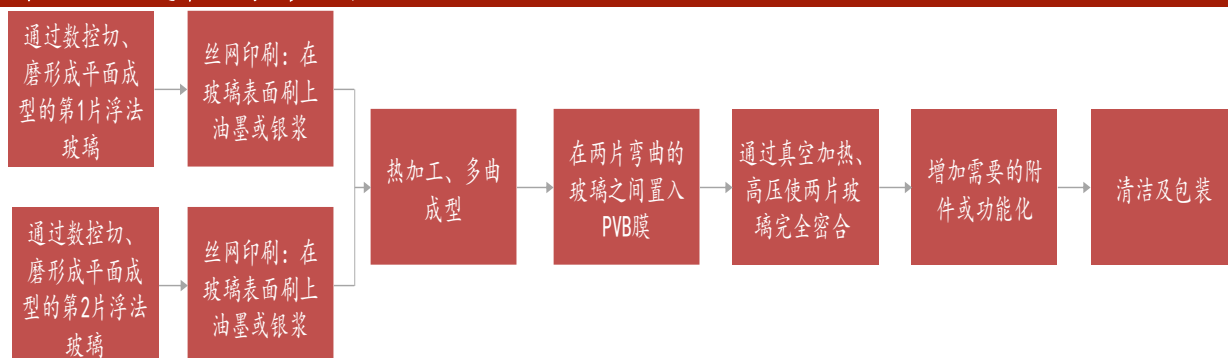


数据来源：Wind，各公司年报，财通证券研究所

### 2.3 汽车玻璃行业壁垒高

汽车玻璃主要包括夹层玻璃和钢化玻璃两种。夹层玻璃是两片或两片以上浮法玻璃中间加入PVB中间膜粘合制成。PVB膜可防止装机玻璃的物体撞碎玻璃进入车体，并防止玻璃碎成锋利的碎片。夹层玻璃主要用于汽车前挡玻璃。钢化玻璃是将浮法玻璃加热到接近软化时通过空气对其进行均匀的极冷处理而制成，钢化玻璃在受外力撞击时会碎成无锐角的小块，从而减少对乘客造成的伤害。钢化玻璃主要用于汽车的侧窗和后挡玻璃。

图25：夹层汽车玻璃生产流程



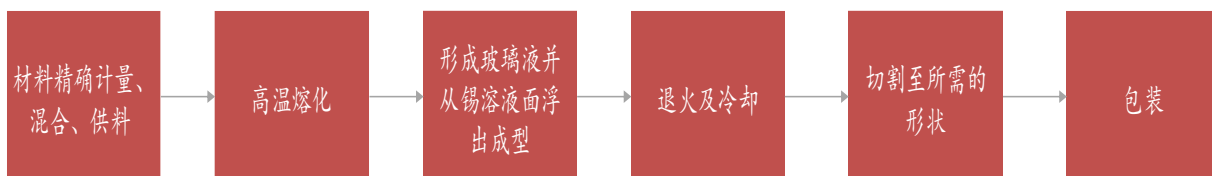
数据来源：福耀港股招股书，财通证券研究所

图26：钢化汽车玻璃生产流程



数据来源：福耀港股招股书，财通证券研究所

图27：浮法玻璃生产流程



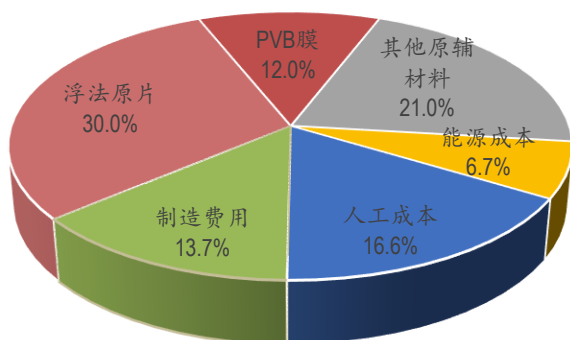
数据来源：福耀港股招股书，财通证券研究所

浮法玻璃和PVB是汽车玻璃生产中两大主要原材料。公司汽车玻璃成本构成主要为浮法玻璃原料、PVB原料、人工、电力及制造费用。浮法玻璃通常占汽车玻璃生产成本约30%，充足稳定的优质汽车级浮法玻璃的供应能降低汽车玻璃生产上的市场风险，同时可降低生产成本，PVB通常占汽车玻璃生产成本的12%。2019

年福耀汽车玻璃成本结构中：浮法原片占比30.0%；PVB膜占比12.0%；其他原辅材料占比21.0%；制造费用占比13.7%；人工成本占比16.6%；能源成本占比6.7%。

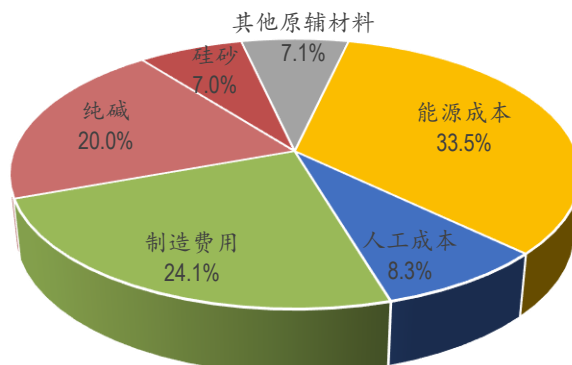
浮法玻璃成本结构中能源成本占比较大。浮法玻璃的成本主要为纯碱原料、天然气燃料、人工、电力及制造费用。2019年福耀浮法玻璃成本结构中：纯碱占比20.0%；硅砂占比7.0%；其他原辅材料7.1%；制造费用占比24.1%；人员成本占比8.3%；能源成本占比33.5%。

图28：汽车玻璃成本结构（2019年）



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图29：浮法玻璃成本结构（2019年）

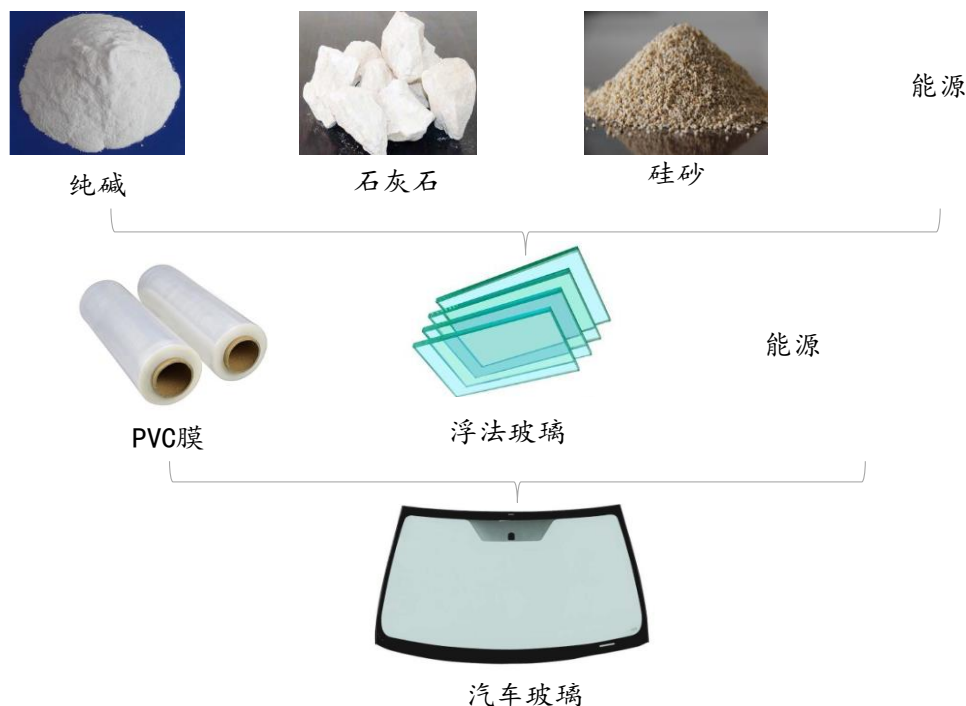


数据来源：公司公告，财通证券研究所

我们认为，汽车玻璃行业的特点为其构筑了较高的进入壁垒：

**打造垂直一体化，低成本构筑竞争壁垒。**汽车玻璃行业产业链较长，上游环节包括浮法玻璃、PVC膜，浮法玻璃上游原材料又包括硅砂、纯碱和石灰石。因此优秀的汽车玻璃供应商需将控本降费体现在汽车玻璃生产的各个环节，以此形成自身的成本优势，进而构筑强大的进入壁垒。包括福耀在内的全球汽车玻璃巨头几乎都采用垂直一体化策略，拥有大规模的浮法玻璃生产能力，自供率维持较高水平，如福耀玻璃原片的自供率达到了90%，从而实现生产成本的显著降低，低成本优势构筑了天然的护城河。

图30：汽车玻璃上下游



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**汽车玻璃产品认证周期长，进入OEM配套难度大。**公司与其配套客户所签订的框架合同的期限通常涵盖新车型的整个生命周期，一般介于5至10年之间，主机厂对供应商进入配套体系的审核非常严格。同时汽车玻璃作为一种安全部件，牵涉全车的安全性能，主机厂对供应商的审核更为谨慎，导致汽车玻璃产品的认证周期较长，进入配套难度较大。一般而言，认证的全过程从第三方认证、汽车主机厂认证、产品招标、设计和测试等程序在内，获得整车配套订单通常需耗时3年左右。只有具备产品品质保证能力、迅速低成本的物流供应体系、同步研发技术水平的汽车玻璃生产商才有机会进入市场，由此形成了巨大的行业壁垒。

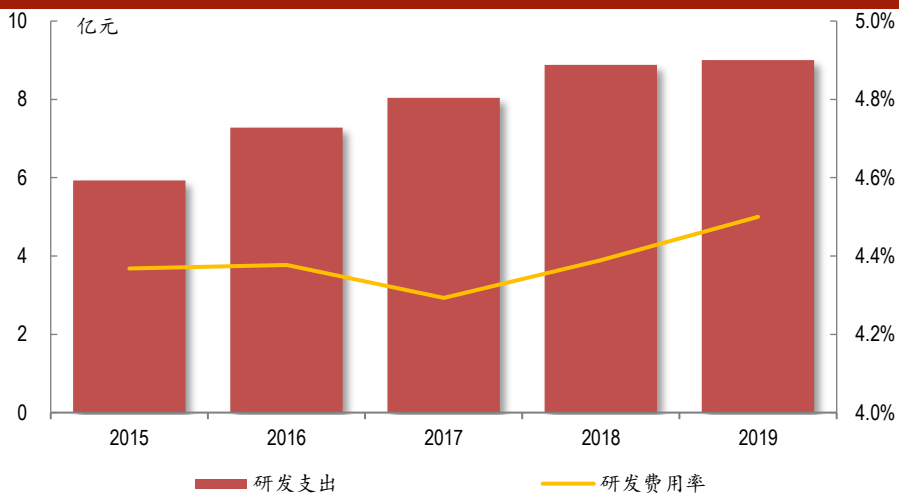
**高研发投入助力产品创新与工艺优化，构筑强大技术壁垒。**近年来汽车玻璃产品迎来消费升级趋势，全景天窗玻璃、抬头显示玻璃、防红外线玻璃、防紫外线玻璃、低辐射镀膜玻璃、夹丝加热玻璃、半钢化夹层玻璃、天线玻璃等高附加值产品渗透率不断提升，这就要求汽车玻璃厂商具备强大的研发创新能力以应对市场变化，因此需要较高的研发投入予以保障。此外，汽车玻璃生产设备价格昂贵，制造商通常自主开发成型设备、自动检测设备等生产设备，或自主优化生产工艺流程提升生产效率，这都需要强大的研发投入带来的研发创新能力加以支撑。以福耀为例，2019/2018/2017年研发投入分别为8.1/8.9/8.0亿元，研发费用率分别为3.9%/4.4%/4.3%，动辄近10亿元的高额研发投入将多数竞争者排除在行业门槛之外。

图31：汽车玻璃消费升级



数据来源：公司官网，财通证券研究所

图32：福耀玻璃历年研发支出与研发费用率



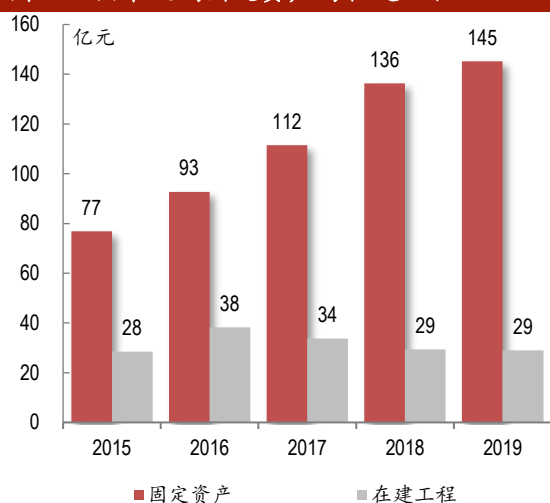
数据来源：公司公告，财通证券研究所

汽车玻璃行业是典型的重资产行业，构筑强大的隐形壁垒。一般而言，核心技术可构筑强大的壁垒，而一旦技术被竞争对手掌握，壁垒就将被逐步击破。但由重型资产构筑的壁垒，某种程度来说更为隐性，却更为稳固。汽车玻璃行业是典型的重资产行业，在欧洲、美国和中国，建立一条产能超过100万套汽车玻璃的生产线通常需要投资约4000万欧元至6000万欧元、7000万美元及2亿元人民币。此外，为了保证充足及时与高质量浮法玻璃以满足汽车玻璃生产需求，制造商通常在汽车玻璃生产设施附近建立浮法玻璃生产线，在欧洲以及中国建立一处厂房分别需要投资约1亿欧元至1.5亿欧元及3亿元人民币，重大资产投资为汽车玻璃行业带来

天然的护城河。

以福耀为例，其最强大的护城河在于通过强大的固定资产投资不断扩建产能，在提升规模效应的过程中使生产成本得到最大限度的优化，也就是说福耀可以将盈利平衡点做到极低，竞争对手要么同样扩建产能优化成本（这就要求竞争者资金实力同样雄厚），要么就处于亏损状态直至退出。这种通过产销回笼资金不断加大固定资产投资所构筑的隐形壁垒让福耀能不断截取竞争对手退出的市场份额，在提升市占率的道路上越走越远。因此，我们可以说，汽车玻璃行业作为重资产行业，具备天然强大的隐形壁垒。

图33：福耀玻璃固定资产与在建工程



数据来源：Wind，财通证券研究所

图34：福耀玻璃国内外产能



数据来源：公司公告，财通证券研究所

**建立全球生产销售网络，及时响应优势构筑行业壁垒。**全球汽车玻璃巨头旭硝子、板硝子、圣戈班、福耀无不围绕主要汽车市场客户建立生产与销售基地，以此得以为新车配套客户以最优成本与最快速度供应汽车玻璃，这对于整车客户至关重要。因此，很难快速建立覆盖主要汽车生产基地的生产网络和全面的销售网络是进入汽车玻璃市场的壁垒。

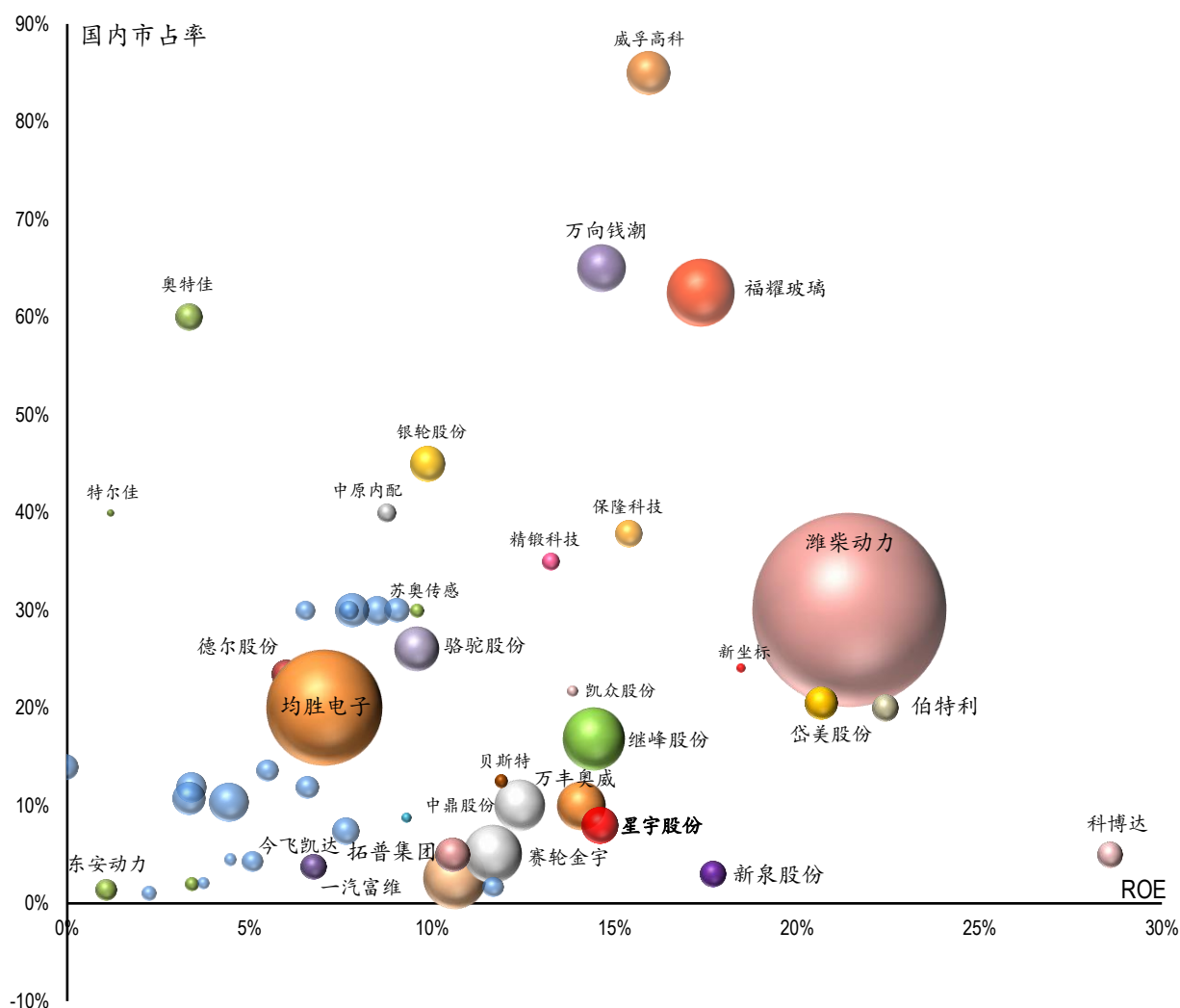
综合以上几点，我们认为汽车玻璃行业的进入壁垒主要包括：1) 汽车玻璃产品认证周期长，进入OEM配套难度大；2) 汽车玻璃产业链较长，垂直一体化带来的低成本优势所构筑的竞争壁垒；3) 高研发投入支撑产品创新与工艺优化，构筑强大的技术壁垒；4) 汽车玻璃行业是典型的重资产行业，构筑强大的隐形壁垒；5) 建立全球生产销售网络带来的及时响应优势所构筑的行业壁垒。正是由于汽车玻璃行业进入壁垒极高，才导致行业集中度极高，全球汽车玻璃市场呈现寡头垄断的市场格局。

### 3、极致专注，才是最深的护城河

#### 3.1 福耀是国内首屈一指的零部件企业

福耀玻璃围绕汽车玻璃专注经营几十年，规模上成为全球最大的制造商之一，效益上成为全球盈利能力最强的制造商。无论在何角度，都无可挑剔。我们从成长与价值两个维度对国内零部件行业的竞争格局进行分析。我们挑选了市占率这一指标对应成长这一维度，挑选毛利率、ROE 两个指标对应价值这一维度，筛选了 A 股零部件上市公司，以各家企业的整体毛利率为 X 轴，其拳头产品的国内市占率或 ROE 为 Y 轴，做出样本零部件企业的气泡图，气泡的大小对应各企业 2019 年的收入规模。另外，由于国内部分龙头零部件企业在各业务条线上都有深入布局，并无绝对的拳头产品，例如华域汽车、宁波华翔等，通过气泡图的方式并不能客观呈现这类企业的竞争地位，因此我们在样本中并未纳入这类企业。

图35：国内零部件行业竞争格局（市占率、ROE维度）



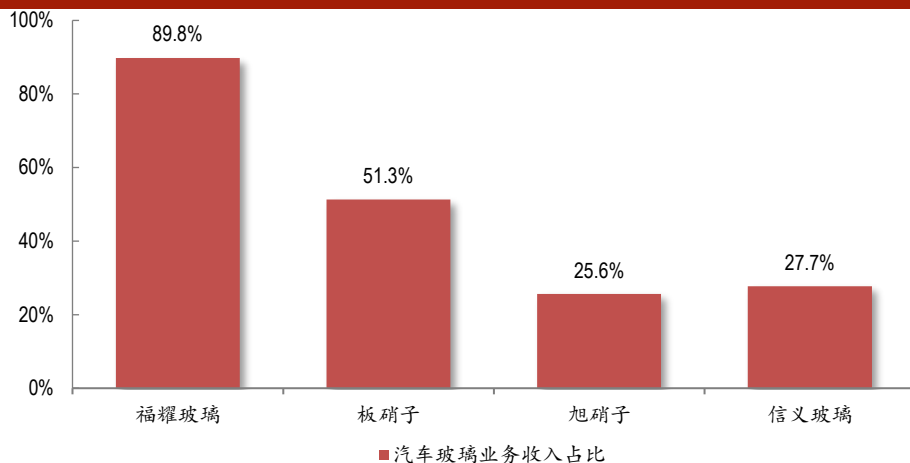
数据来源：Wind, Marklines, 财通证券研究所  
注：潍柴动力营收已扣除陕重汽和凯傲

从气泡图中，我们可以对国内零部件行业的竞争格局有更清晰的认识。福耀玻璃是国内零部件企业中屈指可数的在成长维度与价值维度都绝对领先的企业，其汽车玻璃国内市占率高达 61.2%，整体毛利率达 37.5%，近三年加权 ROE 为 17.4%。显然，福耀玻璃在提升单一产品市占率的成长道路上做到了极致，早已成功突破成长困局与价值困局，成为细分行业绝对巨头。因此，综合收入规模、市场份额、盈利能力来看，福耀都是国内首屈一指的零部件企业。

### 3.2 极致关注，细水长流，不断加深自身护城河

福耀取得如此成绩与其极致关注的匠心精神分不开，公司自1987年成立以来一直在汽车玻璃领域持续耕耘，在A股零部件企业中，是主业收入占比最高的零部件企业之一，且与全球竞争对手相比，也是汽车玻璃主业收入占比最高的零部件企业。2019年福耀玻璃的汽车玻璃业务占比为89.8%，远超竞争对手板硝子（51.3%）、旭硝子（25.6%）、信义玻璃（27.7%），显示其极致的专注力。

图36：福耀汽车玻璃收入占比远超竞争对手



数据来源：各公司年报，财通证券研究所

我们认为，正是福耀在汽车玻璃领域的极致专注力，在一个行业日复一日、年复一年的苦心经营，才铸造了公司现在难以逾越的护城河。

#### ■ 护城河一：垂直一体化下，打造福耀全产业链

**浮法玻璃4基地10产线，高自供率有效降低成本。**浮法玻璃占汽车玻璃生产成本的3成以上，公司多年来持续推进产业链垂直整合，建立浮法玻璃生产线并实现浮法玻璃自供。至今，公司已拥有福清浮法、重庆万盛、通辽浮法、本溪浮法4大基地10条产线，共计浮法玻璃产能141万吨。目前，公司浮法玻璃自供率已达80-90%，在进一步保证玻璃原片质量同时显著降低了生产成本。与此同时，公司设有子公司湖南溆浦硅砂、海南文昌硅砂、通辽本溪硅砂，硅砂作为浮法玻璃的重要原材料，自供可有效降低浮法玻璃生产成本。可以说，公司进行了深度的垂



直一体化整合，将降本增效体现在产业链的各个环节。

**表9：福耀浮法玻璃产能**

	投资额 (亿元)	生产线 (条)	规划产能(万吨每年)	投产时间
福清浮法	17	3	48	2005年
重庆万盛	6.8	2	32	2011年
通辽浮法	8.3	2	16	2014年
本溪浮法	10	3	45	2018年

数据来源：公司公告，财通证券研究所

**产业链延伸至更上游，生产设备自制。**公司子公司福清机械制造公司是集团内部专注于汽车玻璃生产设备研发、制造与服务的下属制造部。该子公司可结合汽车玻璃实际生产经验并根据生产工艺的发展趋势研制出多种新设备，为集团汽车玻璃事业部的设备更新改造、工艺创新、保持世界先进水平提供了坚实基础。福清机械制造已为福清、长春、重庆、上海、北京、广州、湖北、沈阳、俄罗斯、美国等地的汽车玻璃工厂提供了80%以上自制的优质设备。生产设备自制不仅保证了福耀高质量的汽车玻璃生产，还在很大程度降低了公司生产成本，也显示了福耀对汽车玻璃行业深刻的理解。

**垂直一体化仍未止步，全力打造福耀全产业链。**近年来，公司仍沿着垂直一体化上的道路越走越远，收购三峰饰件、福州磨具，并收购SAM，全力打造福耀全产业链。总而言之，福耀不断在汽车玻璃产业链的各个环节接入扎根，垂直一体化深度非常深入，由此可在各个环节着手降本增效。可以说，福耀是国内最会省钱的零部件企业之一。

### ■ 护城河二：重资产模式的天然优势

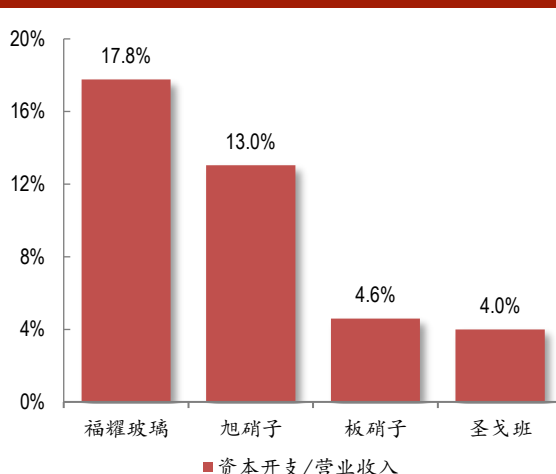
**福耀资本开支巨大，重资产经营构筑天然鸿沟。**由于汽车玻璃行业是典型的重资产行业，产能扩充需要消耗大量资金，国内一条汽车玻璃产线通常需要投入2亿元，同时配套的浮法玻璃产线一条需要投入3亿元，如此高额的资本投入早已将中小竞争者拦在门外。福耀近年来资本开支维持高位，2019/2018/2017年资本开支分别为27.8/35.9/35.9亿元，占营业收入的比重分别为13.2%/17.8%/19.2%，远高于其他汽车零部件细分行业。由于福耀竞争对手旭硝子、板硝子、圣戈班的汽车玻璃业务占比较福耀显著更低，因此无法客观比较资本开支率，但粗略来看2018年资本开支与营业收入的比率，福耀(17.8%)也远高于旭硝子(13.0%)、板硝子(4.6%)和圣戈班(4.0%)，这与近年来福耀不断加速全球拓展，海外产能扩张有关。总而言之，福耀的重资产运营模式为其构筑了一条天然的护城河。

图37：福耀历年资本开支



数据来源：公司公告，财通证券研究所

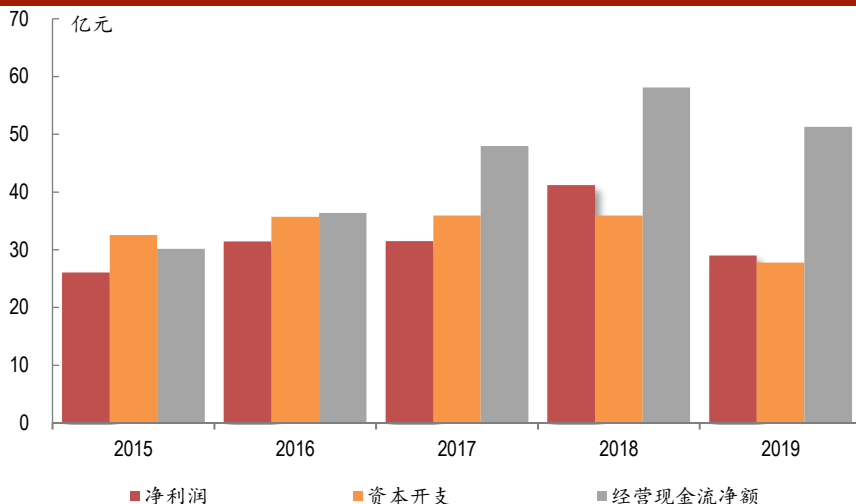
图38：福耀与竞争对手资本开支率（2018年）



数据来源：各公司公告，财通证券研究所

**重资产运营模式下规模效应突显。**汽车玻璃产能扩张需要消耗大量资金，福耀近年来处于市场扩张阶段，经营净现金流、净利润基本与资本开支基本相当，说明公司每年赚的钱又重新投入成为工厂等固定资产。福耀最强大的护城河正是在于通过强大的固定资产投资不断扩建产能，在提升规模效应的过程中使生产成本得到最大限度的优化，也就是说福耀可以将盈利平衡点做到极低，竞争对手要么同样扩建产能优化成本（这就要求竞争者资金实力同样雄厚），要么就处于亏损状态直至退出。这种通过产销回笼资金不断加大固定资产投资所构筑的隐形壁垒让福耀能不断截取竞争对手退出的市场份额，在提升市占率的道路上越走越远。

图39：福耀近年来资本开支与净利润和经营现金流净额相当

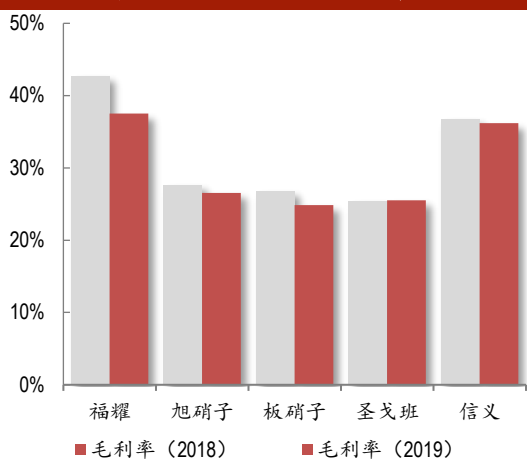


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### ■ 护城河三：精细化管理下出类拔萃的盈利能力

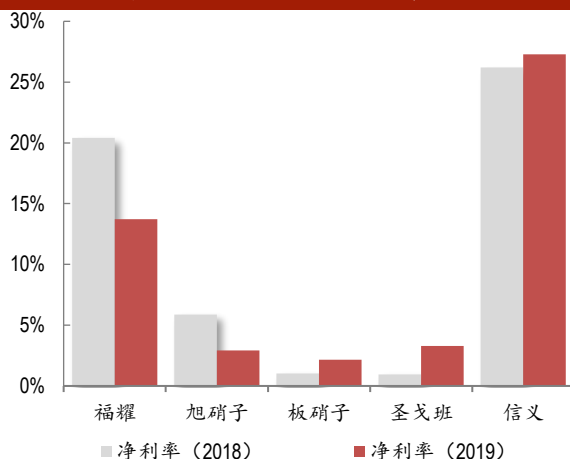
精益管理贯穿始末，控本降费做到极致。福耀坚持精益管理，将降本增效体现在生产运营各个环节，本土建厂提升响应速度、浮法玻璃自我供应的垂直一体化整合、生产设备改装保养内部化等举措都提升了公司的经营效率，而高效的运营管理使得福耀在毛利率处在行业遥遥领先的地位。同时公司从细节入手，完善各项管理，加强团队建设，简化组织流程，提高管理效率和人均效率，不断加强费用控制能力，使得公司净利率也处在制造业中非常高的水平。福耀近年来毛利率一直处于40%左右的水平，而旭硝子、板硝子、圣戈班等国际巨头近年来毛利率均不足30%。福耀玻璃近20%的净利率也远高于竞争对手，显示出福耀出类拔萃的盈利能力。

图40：汽车玻璃行业各企业毛利率对比



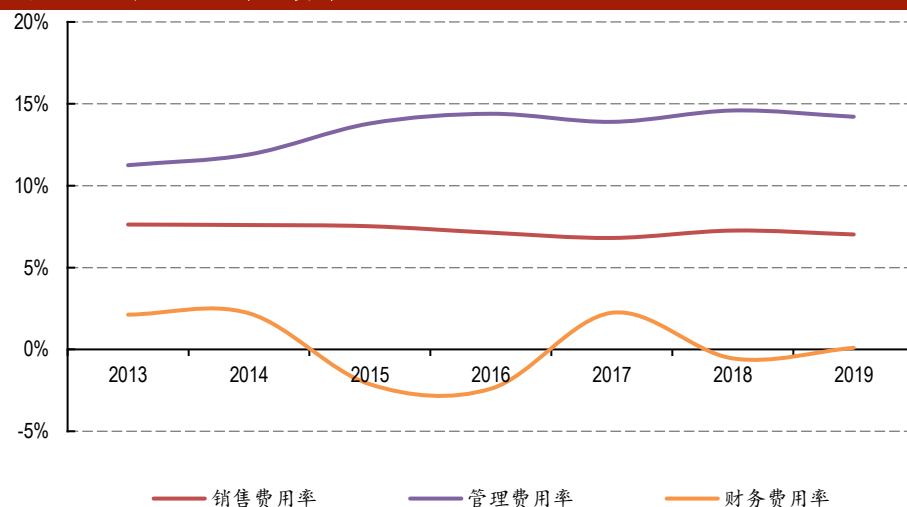
数据来源：Wind，各公司年报，财通证券研究所

图41：汽车玻璃行业各企业净利率对比



数据来源：Wind，各公司年报，财通证券研究所

图42：福耀玻璃历年三费率

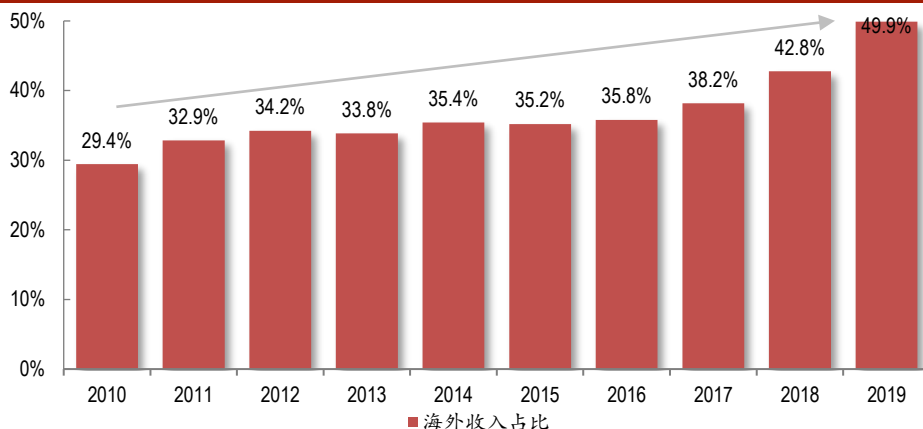


数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.3 海外拓展走在前列，美国项目进入收获期

福耀是最早一批走出去的零部件企业，海外市场拓展成果显著。由于福耀在国内汽车玻璃市场占有率已达 61.2%，进一步提升空间不大，国内市场成长瓶颈显而易见，因此海外市场拓展为其必经之路。公司海外市场拓展稳步推进，近年来海外收入占比不断提升，由 2010 年的 29.4% 提升至 2019 年的 49.9%。

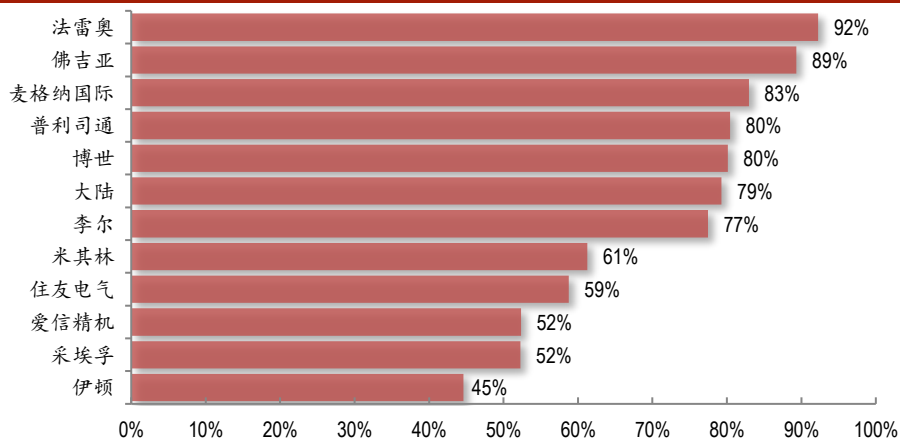
图43：福耀玻璃国际化道路持续推进



数据来源：Wind，财通证券研究所

海外拓展是福耀通向全球零部件巨头的必经之路。零部件企业想要成为全球巨头，必须冲破国内市场瓶颈，进行海外市场拓展。全球一线零部件巨头中，海外业务占比均处于较高水平。我们统计了12家全球一线零部件企业2016年的海外收入占比，法雷奥高达92.3%居首，佛吉亚、麦格纳国际、博世等均高于80.0%，所统计的12家企业海外收入占比均值为70.9%。福耀玻璃近年来海外收入占比约40%，较国际一线零部件巨头仍有提升空间，海外市场继续拓展是福耀跃升成为全球一线零部件巨头的必经之路。

图44：全球一线零部件巨头海外收入占比（2016年）



数据来源：Marklines，财通证券研究所

**福耀全球化版图正在铺开。**汽车玻璃行业门槛较高，进入新市场难度较大，福耀借着其他汽车玻璃巨头面临危机，关停工厂之机，插缝进入国外市场。而一旦切入海外市场，初步站稳脚跟，公司便加速扩建产能。2014年福耀俄罗斯工厂投产，规划汽车玻璃产能300万套，现已达产100万套。2016年福耀美国代盾工厂投产，总规划汽车玻璃产能550万套，一期达产300万套，至2017年达产550万套。2016年美国芒山工厂投产，由收购PPG工业的2条浮法玻璃生产线划转给福耀伊利诺伊并由其升级改造而成，规划浮法玻璃产能26万吨现已达产，可满足芒山工厂的浮法玻璃配套。未来还将规划俄罗斯浮法玻璃产能45万吨。福耀一系列的海外产能布局目前基本完成，为海外市场业务拓展打下坚实基础，福耀的全球化版图正在快速铺开。

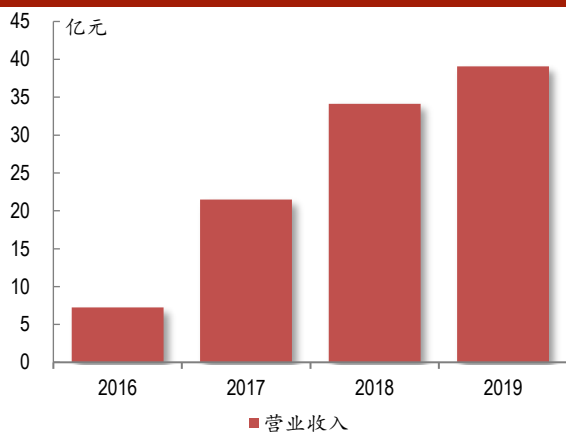
表10：福耀海外产能布局

海外基地	经营范围	投产时间	规划产能	现有产能
福耀俄罗斯	汽车玻璃	2014年	300万套	100万套
福耀美国代盾工厂	汽车玻璃	2016年	550万套	550万套
福耀美国芒山工厂	浮法玻璃	2016年	26万吨	26万吨
福耀俄罗斯	浮法玻璃	规划	45万吨	

数据来源：公司公告，财通证券研究所

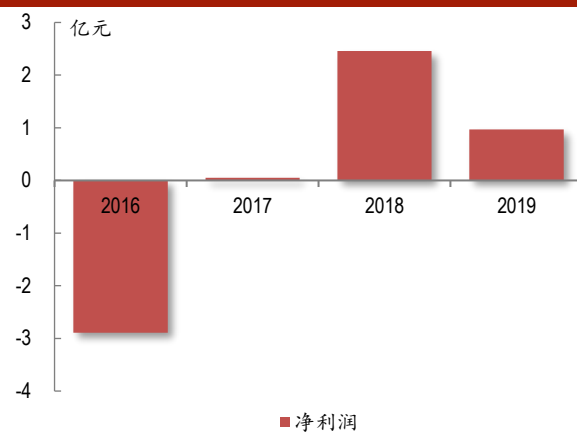
**美国工厂已步入正轨，业绩释放值得期待。**美国汽车玻璃工厂（代盾工厂）已于2016年竣工投产，550万套汽车玻璃产能稳步释放，配套北美与欧洲知名主机厂通用、克莱斯勒、大众、宝马、奔驰等。近年来美国汽车玻璃工厂经营绩效逐步提升，2016年实现营业收入7.3亿元，亏损2.9亿元；2017年实现营业收入21.5亿元，扭亏为盈实现508.2万元净利润；2018年实现营业收入34.1亿元，实现净利润2.5亿元；2019年实现营业收入39.1，实现净利润1.0亿元。可见，美国汽车玻璃工厂自2017年扭亏为盈以来，经营绩效逐步释放，未来有望成为公司业绩重要贡献点。

图45：福耀美国子公司营业收入



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图46：福耀美国子公司净利润



数据来源：公司公告，财通证券研究所

稳态下美国工厂的毛利率与国内相当。从成本端来看，美国蓝领工人的薪资水平是中国的3倍左右，美国的天然气成本是中国的1/3，电力成本是中国的1/2，假设其他原材料等成本中美两国相差不大的情况下，则美国的生产成本比中国高28.2%。从价格端看，美国汽车玻璃的销售均价比中国大约高20-25%。2019年福耀中国地区的毛利率为42.7%，则测算出美国工厂的毛利率40.2%，两者相当。若考虑到美国的政府补贴、贴近产地运输费用降低等因素，美国工厂的盈利能力较国内相当，优于国内出口美国市场。

**表11：美国工厂与国内成本对比**

成本科目	成本占比（中国）	美国较中国变化幅度	成本占比（美国）
原辅材料	21.0%	0	21.0%
PVB膜	12.0%	0	12.0%
制造费用	13.7%	0	13.7%
人工成本	16.6%	+200%	49.8%
电力	6.7%	-50%	3.4%
浮法玻璃	30.0%	-5.7%	28.3%
原辅材料	34.1%	0	34.1%
制造费用	24.1%	0	24.1%
人工成本	8.3%	+200%	24.9%
天然气	33.5%	-66.7%	11.2%
<b>总成本</b>	<b>100%</b>		<b>128.2%</b>

数据来源：财通证券研究所

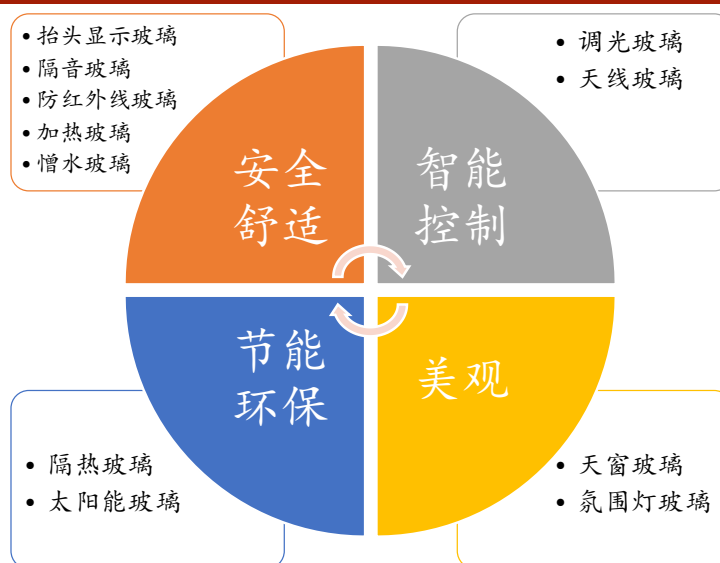
我们认为，福耀的海外扩张，美国是最为关键的一步。美国是除中国外，全球第二大汽车市场，福耀在美国的市占率很大程度上决定了其海外市占率，在美国市场扎根是其国际化的战略一跳，是其成为全球零部件巨头的必经之路。我们测算出，美国工厂的盈利能力与国内基本相当，叠加贴近客户能在服务质量、接收订单、及时运输、同步设计等方面获得巨大优势，美国工厂将成为福耀重要的战略堡垒。自2014年福耀投资设立美国子公司以来，累计投入达10亿元，经过多年经营积累，现终于步入收获期，我们看好福耀美国的经营绩效释放，有望为公司带来巨大的业绩增长空间。

**俄罗斯——辐射欧洲的桥头堡。**福耀应大众等邀请于2011年在俄罗斯卡卢加州设立子公司，并建立俄罗斯汽车玻璃工厂。一期100万套汽车玻璃工厂于2013年9月建成投产。由于近年来俄罗斯经济较为低迷，福耀俄罗斯汽车玻璃工厂产能爬坡较为缓慢，近年来基本处于盈亏平衡点附近。虽未形成明显业绩贡献，但也未形成明显拖累。不过，俄罗斯工厂面向欧洲大陆，辐射整个欧洲汽车市场，可作为福耀进入欧洲市场的桥头堡，为未来斩获欧洲客户订单，打开欧洲市场形成增量奠定重要基础。

### 3.4 受益汽车玻璃消费升级，单价提升带来增长空间

汽车玻璃消费升级趋势明显。汽车玻璃作为汽车的安全件、外观件、功能件，在汽车消费升级中扮演着重要角色，如越来越多消费者在购车时着重考虑有无全景天窗等。整车厂商为了满足消费者需求，也有足够动力在汽车玻璃上进行升级。因此在汽车玻璃的几大特性中，除安全性外，美观性、功能性、舒适性的重要性也日益提升。如针对安全舒适的抬头显示玻璃、加热玻璃、隔音玻璃；针对美观性的氛围灯玻璃、全景天窗；针对智能控制的天线玻璃、调光玻璃等，近年来渗透率持续提升，汽车玻璃消费升级趋势显而易见。

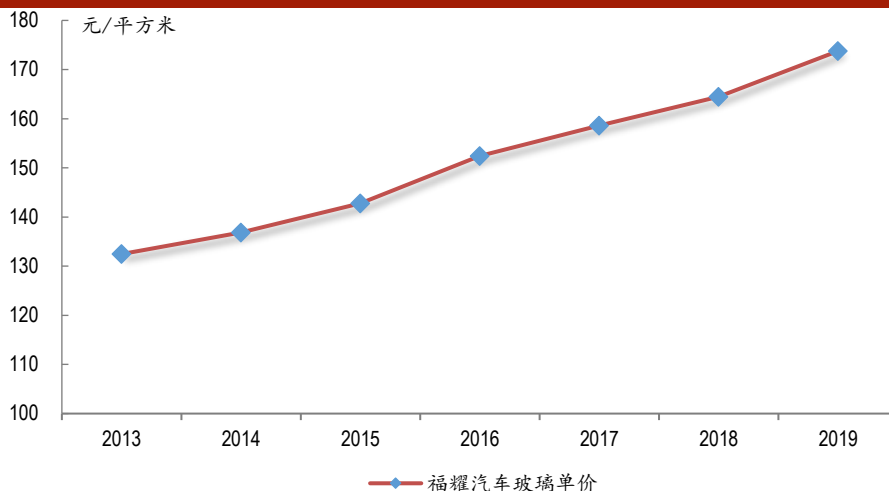
图47：汽车玻璃消费升级方向



数据来源：前瞻产业研究，财通证券研究所

受益消费升级，公司汽车玻璃结构优化，单价稳步提升。近年来汽车玻璃产品迎来消费升级趋势，全景天窗玻璃、抬头显示玻璃、防红外线玻璃、防紫外线玻璃、低辐射镀膜玻璃、夹丝加热玻璃、半钢化夹层玻璃、天线玻璃等渗透率不断提升，高附加值产品渗透率提升带来汽车玻璃结构优化，从而汽车玻璃ASP逐步提升。福耀的汽车玻璃单价已由2013年的132.5元/平方米上升至2019年的173.8元/平方米，年复合增速4.6%。全球汽车玻璃的单价基本维持在34美元/平方米（人民币约238元/平方米），国内水平较之仍有差距，且当前汽车玻璃消费升级刚刚开始，福耀汽车玻璃的单价提升仍有很大空间。

图48：福耀汽车玻璃ASP稳步提升



数据来源：公司公告，财通证券研究所

### 3.5 并购 SAM，进军铝饰件，打开全新成长空间

公司全资子公司福耀欧洲于2019年1月收购了破产的德国SAM的资产，包括设备、材料、产成品、在产品、工装具等，购买价格为5882.8万欧元。SAM主要生产、销售铝亮饰条，全球员工1800名，拥有11家工厂，主要客户为大众、奥迪、宝马、奔驰、沃尔沃、通用等中高端车企。SAM在汽车铝亮饰条领域积累深厚，其技术能力全球领先，目前具有相关专利的其他企业仅有德韧（DURA）、威卡威两家。

图49：SAM铝亮饰条

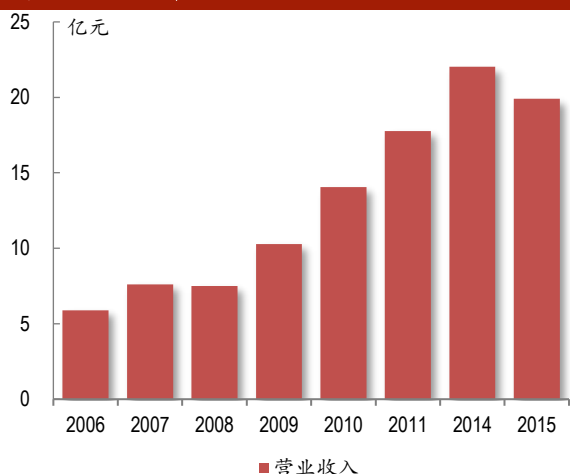


数据来源：公司官网，财通证券研究所

**SAM收入体量20亿元，经营不善业绩亏损。**根据North Data数据显示，2006年至2015年，SAM收入体量呈现总体上升趋势，由2006年的5.9亿元增长至2015年的19.9亿元。但是公司经营不善，多年来仅维持微利的状态，2015年甚至出现巨额亏损3.0亿元。

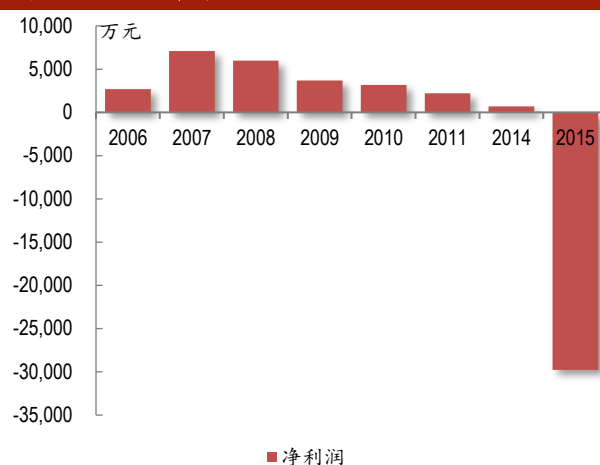


图50: SAM历年营业收入



数据来源: North Data, 财通证券研究所  
注: 按照欧元兑人民币汇率1: 7.1767对源数据进行处理

图51: SAM历年净利润



数据来源: North Data, 财通证券研究所  
注: 按照欧元兑人民币汇率1: 7.1767对源数据进行处理

汽车铝亮饰条符合消费升级趋势。车窗铝亮饰条是安装在汽车车窗四周边缘的起装饰和挡风作用的汽车配件, 这种镀铬装饰件可以让车身看起来更为大气好看, 装饰效果显著。目前车窗饰条基本配置在中高端车型或同款车的中高配版本。利润高配版凌度配置车窗饰条, 而低配版凌度则未配置。不过随着国内汽车消费升级, 车窗饰件符合消费者对汽车外观的更高追求, 近年来渗透率不断提升。

图52: 铝亮饰条普遍配置于中高端车型



高配版凌度配置铝亮饰条



低配版凌度不加铝亮饰条

数据来源: 财通证券研究所

收购SAM完成后，福耀将其进行升级改造，提升内部经营绩效。我们认为，整合SAM对福耀意义重大：

- **利于产品集成化，提升附加值。**福耀汽车玻璃单车价值量约600元，车窗铝亮饰条单车价值量约1500元，是汽车玻璃的2-3倍。并购SAM后，公司可更好地向主机厂提供整套汽车玻璃加铝亮饰条包边的集成化产品，产品附加值进一步提升。同时附加值更高的产品和服务的提供，也利于增强公司与主机厂的合作黏性。
- **高度协同的强强联合，市场扩展逻辑顺畅。**福耀汽车玻璃国内市占率61.2%，全球市占率22.5%。SAM铝亮饰条主要客户在福耀较少涉及的欧洲市场。并购SAM后，通过向客户供应汽车玻璃加铝亮饰条集成化产品，有利于两者客户资源导入共享，从而利于汽车玻璃和铝亮饰条市场的双双拓展。
- **拓展至汽车饰件领域，打开全新增量空间。**车窗铝亮饰条虽然可于汽车玻璃集成，可视为福耀在同一产业链上做的延伸，但本质上铝亮饰条是与汽车玻璃完全不同的产品，或者说两者属于完全不同的细分行业。正是SAM破产给了福耀切入这一全新领域的契机，使其快速获得相关技术专利，切入汽车饰件领域。与此同时，公司收购江苏饰件，成立通辽精铝，与德国SAM形成上下游联动，完善铝饰件产业链。由此深度布局汽车饰件领域，打开全新的业务增长空间。

**当前仍处FYSAM整合阶段，静待经营绩效释放。**当前仍处于公司对FYSAM进行升级改造阶段，整合期经营绩效尚未释放。2019年FYSAM汽车饰件项目产生利润总额-3771万欧元，导致福耀利润总额较2018年同期减少3.0亿元；2020Q1FYSAM汽车饰件项目产生利润总额-1221.8万欧元，导致福耀利润总额较2019Q1年同期减少1.2亿元。总而言之，当前对FYSAM的整合尚未结束，短期对公司业绩形成一定拖累在所难免。我们预计随着公司对FYSAM整合的完成，FYSAM经营绩效有望逐步释放，将为公司带来显著业绩增量。

#### 4、盈利预测及投资建议

公司汽车玻璃受益消费升级 ASP 趋势上升,美国工厂进入收获期放量在即海外市场占率有望进一步提升,“量价齐升”打开成长空间。公司坚守优势汽车玻璃业务同时,外延并购 SAM 进军铝饰件,打开全新成长空间。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别同比增长-4.9%、10.1%、9.0%,归母净利润分别同比增长-14.3%、24.3%、17.2%,EPS 分别为 0.99 元、1.23 元、1.44 元,对应 2020-2022 年 PE 分别为 23.3 倍、18.7 倍、16.0 倍。公司是 A 股分红持续性最强,分红比例最高的零部件企业,2010 年以来分红率不低于 50%。我们认为,公司作为全球汽车玻璃巨头,给予 2021 年 25 倍 PE 较为合理,合理股价为 30.8 元,较目前股价仍有 34% 涨幅,给予公司“买入”评级。

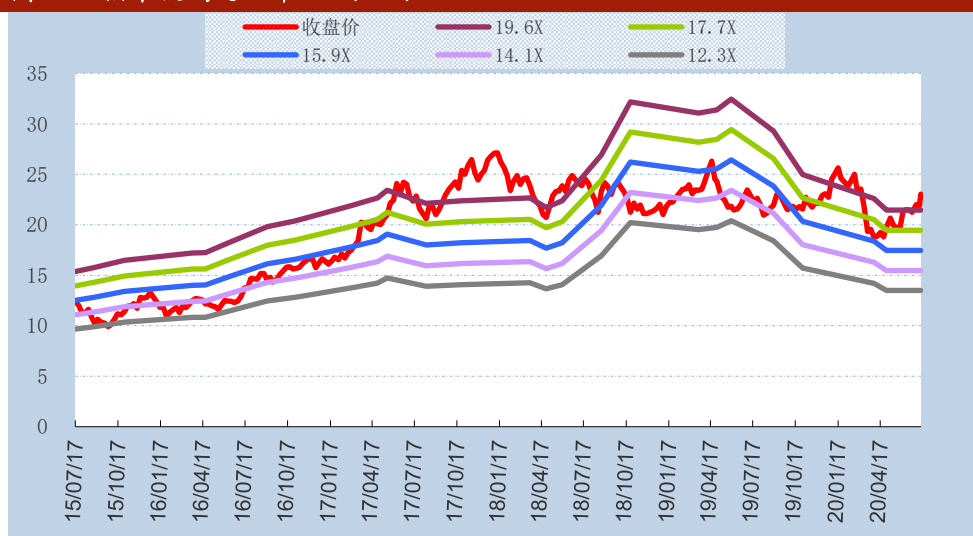
**表 12: 公司业绩拆分**

(单位: 亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	187.2	202.2	212.0	201.7	222.2	242.2
同比增速	12.6%	8.1%	4.4%	-4.9%	10.1%	9.0%
毛利率	42.8%	42.9%	37.5%	37.2%	39.0%	41.1%
汽车玻璃						
收入	178.7	193.5	189.6	178.5	195.7	212.6
毛利率	36.9%	35.9%	34.5%	33.2%	33.7%	35.1%
国内配套						
收入	110.9	110.3	95.5	82.2	88.7	93.6
毛利率	40.0%	39.4%	38.0%	37.2%	37.6%	38.2%
海外配套						
收入	67.8	83.2	94.0	96.3	107.0	119.0
毛利率	31.8%	31.2%	31.0%	29.7%	30.5%	32.7%
美国工厂						
收入	21.5	34.1	39.1	42.0	45.0	55.0
毛利率	33.6%	33.0%	32.4%	32.0%	33.3%	36.0%
俄罗斯工厂						
收入	4.5	5.4	6.3	6.3	9.0	9.0
毛利率	31.0%	30.0%	30.0%	28.0%	28.5%	29.0%
浮法玻璃						
收入	29.0	32.2	36.4	38.3	39.4	40.6
毛利率	36.5%	41.9%	34.9%	34.1%	34.3%	34.9%
SAM 铝亮饰件						
收入			11.0	11.0	14.0	17.5
毛利率			-37.5%	-30.0%	0.0%	15.0%
其他业务						

收入	6.2	5.7	9.0	10.0	12.0	13.5
毛利率	56.5%	66.5%	59.7%	60.0%	60.0%	60.0%
内部抵消						
收入	-26.7	-29.2	-34.0	-36.0	-39.0	-42.0

数据来源：财通证券研究所

图 53：福耀玻璃近五年 PE (TTM)



数据来源：财通证券研究所

## 5、风险提示

- (1) 全球汽车行业景气度不及预期；
- (3) 美国工厂绩效释放不及预期；
- (4) 整合 FYSAM 不及预期；
- (5) 全球新冠疫情控制不及预期。

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表						财务指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	20225	21104	20070	22097	24086	营业收入增长率	8.1%	4.3%	-4.9%	10.1%	9.0%
减:营业成本	11603	13198	12604	13479	14186	营业利润增长率	35.5%	-31.3%	-14.0%	23.6%	20.0%
营业税费	203	198	221	243	265	净利润增长率	30.9%	-29.7%	-14.3%	24.3%	17.2%
销售费用	1468	1482	1485	1635	1806	EBITDA 增长率	37.7%	-17.7%	-13.7%	20.5%	17.9%
管理费用	2063	2185	2810	3094	3444	EBIT 增长率	43.5%	-27.4%	-24.2%	21.7%	19.1%
财务费用	-111	21	162	140	136	NOPLAT 增长率	15.1%	-23.4%	-15.5%	21.7%	19.1%
资产减值损失	22	-4	28	34	47	投资资本增长率	7.4%	2.1%	1.5%	6.5%	2.4%
加:公允价值变动收益	64	-36	39	35	21	净资产增长率	6.2%	5.8%	5.2%	6.9%	7.5%
投资和汇兑收益	703	82	139	125	135	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>4973</b>	<b>3416</b>	<b>2938</b>	<b>3632</b>	<b>4357</b>	毛利率	42.6%	37.5%	37.2%	39.0%	41.1%
加:营业外净收支	-11	-185	20	45	-49	营业利润率	24.6%	16.2%	14.6%	16.4%	18.1%
<b>利润总额</b>	<b>4962</b>	<b>3231</b>	<b>2958</b>	<b>3677</b>	<b>4308</b>	净利润率	20.4%	13.7%	12.4%	14.0%	15.0%
减:所得税	855	333	473	588	689	EBITDA/营业收入	35.0%	27.6%	25.0%	27.4%	29.7%
<b>净利润</b>	<b>4120</b>	<b>2898</b>	<b>2485</b>	<b>3089</b>	<b>3620</b>	EBIT/营业收入	27.9%	19.4%	15.4%	17.1%	18.7%
<b>资产负债表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	6,366	8,356	6,021	8,839	9,634	固定资产周转天数	221	240	262	245	234
交易性金融资产	387	861	900	935	956	流动营业资本周转天数	63	56	62	61	61
应收帐款	3,594	3,929	3,987	4,238	4,593	流动资产周转天数	272	284	303	293	308
应收票据	710	20	314	361	442	应收帐款周转天数	66	64	71	67	66
预付帐款	220	223	233	292	339	存货周转天数	55	56	60	59	58
存货	3,242	3,280	3,372	3,876	3,847	总资产周转天数	589	625	685	655	657
其他流动资产	1,062	1,105	1,206	1,365	1,498	投资资本周转天数	354	355	380	359	344
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	13.6%	11.0%	12.9%	14.0%
长期股权投资	206	200	200	200	200	ROA	11.9%	7.5%	6.6%	7.2%	8.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	21.0%	15.0%	12.4%	14.8%	16.6%
固定资产	13,630	14,520	14,651	15,422	15,826	<b>费用率</b>					
在建工程	2,937	2,901	3,101	3,401	3,601	销售费用率	7.3%	7.0%	7.4%	7.4%	7.5%
无形资产	1,220	1,337	1,352	1,380	1,438	管理费用率	10.2%	10.4%	14.0%	14.0%	14.3%
其他非流动资产	917	2,093	2,262	2,469	2,701	财务费用率	-0.5%	0.1%	0.8%	0.6%	0.6%
<b>资产总额</b>	<b>34,490</b>	<b>38,826</b>	<b>37,599</b>	<b>42,777</b>	<b>45,076</b>	三费/营业收入	16.9%	17.5%	22.2%	22.0%	22.4%
短期债务	5,549	8,492	5,328	7,410	7,456	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,301	2,792	2,795	3,030	3,101	资产负债率	41.5%	45.0%	40.1%	43.7%	42.5%
应付票据	1,165	861	1,100	1,222	1,300	负债权益比	70.8%	81.7%	67.0%	77.7%	74.0%
其他流动负债	4,343	2,641	3,092	3,444	3,846	流动比率	1.26	1.20	1.30	1.32	1.36
长期借款	1,247	1,193	1,201	1,811	1,476	速动比率	1.00	0.98	1.03	1.06	1.11
其他非流动负债	697	1,478	1,563	1,762	1,945	利息保障倍数	-50.92	196.84	19.11	26.88	33.10
<b>负债总额</b>	<b>14,301</b>	<b>17,457</b>	<b>15,079</b>	<b>18,679</b>	<b>19,125</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-1	-1	-2	-2	-3	DPS(元)	0.75	0.75	0.50	0.62	0.72
股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509	分红比率	45.7%	64.9%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	17,724	18,741	19,983	21,528	23,338	股息收益率	3.7%	3.7%	2.4%	3.0%	3.6%
<b>股东权益</b>	<b>20,190</b>	<b>21,369</b>	<b>22,490</b>	<b>24,034</b>	<b>25,843</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	EPS(元)	1.64	1.16	0.99	1.23	1.44
净利润	4,107	2,898	2,485	3,089	3,620	BVPS(元)	8.05	8.52	8.97	9.58	10.30
加:折旧和摊销	1,687	2,023	1,927	2,287	2,650	PE(X)	14.1	19.9	23.3	18.7	16.0
资产减值准备	50	24	57	68	92	PB(X)	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0
公允价值变动损失	-64	36	39	35	21	P/FCF	17.5	9.8	-64.0	11.1	18.0
财务费用	123	324	162	140	136	P/S	2.5	2.4	2.5	2.3	2.1
投资收益	-703	-93	-139	-125	-135	EV/EBITDA	7.2	8.6	9.9	8.2	6.7
少数股东损益	-13	0	0	-1	-1	CAGR(%)	-9.1%	7.7%	-7.6%	-9.1%	7.7%
营运资金的变动	2,467	-2,004	-173	-531	-156	PEG	-1.4	2.3	-2.7	-1.8	1.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>5,808</b>	<b>5,127</b>	<b>4,358</b>	<b>4,963</b>	<b>6,227</b>	ROIC/WACC	2.2	1.5	1.3	1.5	1.7
投资活动产生现金流量	-3,328	-3,125	-2,239	-3,365	-3,267	REP	1.1	1.6	1.8	1.4	1.2
融资活动产生现金流量	-3,080	-116	-4,454	1,220	-2,164						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

### 行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。