

福耀业绩评价及2018年度业绩预测

2017年度

作者：无锡老朱

目录

- <1> 概述总结
- <2> 业绩评价
- <3> 产销分析
- <4> 成本费用分析
- <5> 美国福耀
- <6> 业绩预测

<1> 概述总结

一、2016年度预测回顾

1、预测错判美元汇率的走势

事实证明，美元加息，并未带来其持续升值。

背后原因可能在于市场对美国减税改革后，美国政府财政难以平衡，美府债务和美元可能同步再启扩张。

2、美国福耀汽玻产能达产率、成品率不及预期

主要原因分析如下：

美国缺乏熟练的蓝领工人，年龄结构偏老。

语言文化的差异，导致短期内中国福耀的文化和生产管理方式难以被美国福耀快速消化吸收。

2017年1季度由于生产线调整，按宝马制度要求，须重新接受供应商管理认证，导致宝马订单滞后执行。

为了激励美国福耀士气，抵御美国工会干扰，2017年4月起，美国福耀莫瑞恩工厂员工工时薪增加2美元。

按每月200工时、2000名工人计算，2017年4至12月增加人工成本支出720万美元，合人民币4608万元。

期间	增加人工成本 人民币	增加人工成本 美元	每月每人工时 小时/月/人	工人人数 人	月数 月	时薪增加 美元/工时
2017年4至12月	46,080,000.00	7,200,000.00	200.00	2,000.00	9	2

二、2017年度业绩评价

2017年度每股收益（经营性）为1.39元/股。详见<3>业绩评价

2017年度营收增长主要靠美国福耀贡献。详见<5>美国福耀

2017年度成本费用率总体有所下降。详见<4>成本费用分析、<6>业绩预测

考虑公司处于业务扩张期，待投资现金、已投入未完工、已投产未达产产能资产较多。

因此净资产收益率、资产周转率等指标不具有常态性，对未来业绩预判缺乏参考性，故忽略，不加剖析。

汇兑损益，政府管制因素在起作用，故不参与评价。

运营资产周转良好，每股现金流高达

三、2018年度业绩预测

	备注	2018年度预测 经营性净利润 ^{注1}	2017年度评价 经营性净利润	2018vs2017 增速 ^{注2}
美国福耀	参见<5>美国福耀	34,450.09		
美国以外	参见<6>业绩预测	400,010.81		
合计		434,460.90	349,401.85	24.34%
股本		2,508,617,532	2,508,617,532	
每股收益（经营性）		1.73	1.39	

^{注1}2018年度预测数据未包含政府补助。

^{注2}由于福耀国际化拓展期与产品结构优化升级期叠加，中期10年以内业务增长具有可持续性。

四、估值及操作建议

以每股收益（经营性）1.39为基数，参考未来业绩可持续增速24.34%，24倍市盈率为合理估值，即合理股价为31元。

故对目前26.7的福耀股票，老朱推荐买入。

<2> 业绩评价

项目	备注	公式	2017年度-合并	2016年度-合并	增加	增幅
营业收入	<1>		18,715,608,755	16,621,336,273	2,094,272,482	12.60%
营业成本	<1><2>		10,712,611,816	9,463,313,931	1,249,297,885	13.20%
营业税金及附加			200,263,617	174,265,074	25,998,543	14.92%
销售费用	<2>		1,274,308,845	1,184,740,033	89,568,812	7.56%
管理费用	<2>		1,797,379,424	1,664,511,707	132,867,717	7.98%
研发支出	<2>		803,441,192	727,586,099	75,855,093	10.43%
资产减值损失			5,110,700	11,224,597	-6,113,897	-54.47%
与收益相关政府补助			164,222,237	49,869,025	114,353,212	229.31%
与资产相关政府补助			23,894,571	21,372,079	2,522,492	11.80%
经营利润	A		4,110,609,969	3,466,935,936	643,674,033	18.57%
与经营不相关的补助			164,000	18,301,159	-18,137,159	-99.10%
其他营业外收入			27,008,108	11,350,600	15,657,508	137.94%
对外捐赠			-14,136,664	-682,072	-13,454,592	1972.61%
其他营业外支出			-3,240,333	-3,129,385	-110,948	3.55%
营业外收支	B		9,795,111	25,840,302	-16,045,191	-62.09%
权益法核算的长期股权投资收益			-6,016,466	-112,916	-5,903,550	5228.27%
处置长期股权投资产生的投资收益			29,407,424	37,410,152	-8,002,728	-21.39%
丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得				4,659,096	-4,659,096	-100.00%
长期资产处置收益			-26,217,990	-17,315,990	-8,902,000	51.41%
投资收益	C		-2,827,032	24,640,342	-27,467,374	-111.47%
利息收入			156,658,899	106,577,485	50,081,414	46.99%
利息支出（费用化）			-182,373,020	-157,713,120	-24,659,900	15.64%
其他融资成本			-5,517,279	-8,148,119	2,630,840	-32.29%
融资利润	D		-31,231,400	-59,283,754	28,052,354	-47.32%
利息支出资本化			53,976,530	46,376,065	7,600,465	16.39%
利息支出小计			236,349,550	204,089,185	32,260,365	15.81%
汇兑收益			-387,506,549	458,716,176	-846,222,725	-184.48%
公允价值变动收益			-19,118,332	2,776,702	-21,895,034	-788.53%
汇率波动收益	E		-406,624,881	461,492,878	-868,117,759	-188.11%
利润总额	F=A+B+C+D+E		3,679,721,767	3,919,625,704	-239,903,937	-6.12%
当期所得税	<3>		623,288,287	777,840,174	-154,551,887	-19.87%
递延所得税	<4>		-91,809,034	-931,032	-90,878,002	9761.00%
所得税费用	G		531,479,253	776,909,142	-245,429,889	-31.59%
所得税税负率	H=G/F		14.44%	19.82%		
预期经营利润所得税税负率	I		15.00%	15.00%		
净利润	J=F-G		3,148,242,514	3,142,716,562	5,525,952	0.18%
经营性净利润	K=A*(1-I)		3,494,018,474	2,946,895,546	547,122,928	18.57%
当期加权平均发行普通股股数	L		2,508,617,532	2,508,617,532		
每股收益	M=K/L		1.39	1.17	0.22	18.57%
每股经营性现金流			1.91	1.45		

<1><2> 2017年度营收同比增速低于营业成本同比增速。原因简析如下：

收入端：

1、本期营收增长主要由美国福耀贡献。参见“<6>业绩预测”。

2、在主机厂对传统汽玻压价的背景下，公司通过汽玻产品结构优化、产品附加值上升，促使2017年度产品销售单价同比上升，但升幅仍低于汽玻单位生产成本的增幅。

成本端：

1、国内浮法炉窑冷修，导致原片自给率下降15.67%^{注1}，导致汽玻成本上升。

2、美国福耀汽玻达产不及预期，海外原片外销增加。

3、原材料涨价，导致汽玻和浮法原片玻璃成本上升；浮法玻璃用纯碱涨价，汽玻用PVB夹膜涨价。

4、人工成本上升幅度也高于营收增速，应该是美国单位人工成本较高所致。

5、剔除美国福耀，福耀营收增速高于成本费用增速。详见“<6>业绩预测”。

^{注1}2017年度汽车玻璃销量增长6.33%，浮法玻璃内部抵消（推算）吨数降幅9.34%。

详见“<3>产销分析”、“<4>成本费用分析”——利润表中的营业成本、销售费用和管理费用按照性质分类。

<3> 当期所得税减少1.55亿元原因：企业所得税率为25%母公司2017年因汇兑损失导致应税所得额为负（2,694,178,054-3,289,786,391），2016年度同期所得税费用为1.25亿，另根据附注披露，2017年度调整以前期间所得税的影响0.25亿。

<4> 递延所得税减少0.91亿元原因：2017年度确认美国福耀和母公司可弥补亏损之递延所得税资产合计1.94亿元。同时其他递延所得税资产减少约0.92亿元。

<5> 考虑福耀盈利贡献大的子公司实际税率都为5%，而母公司盈利主要靠子公司分红（无须缴纳企业所得税），加之研发支出可以按150%加计扣除，预计未来福耀的实际税负率为15%。

<3> 产销分析

项目	备注	公式	2017年度 -合并 销售金额	2016年度 -合并 销售金额	增幅	2017年度 -合并 销量	2016年度 -合并 销量	增幅	2017年度 -合并 销售单价	2016年度 -合并 销售单价	增幅
汽车玻璃	<1>		17,868,123,103	16,145,325,933	10.67%	112.64百万平米	105.93百万平米	6.33%	158.63元/平方米	152.42元/平方米	4.08%
浮法玻璃		A	2,899,053,827	2,729,025,698	6.23%	110.11万吨	114.97万吨	-4.23%	2632.87元/吨	2373.69元/吨	10.92%
内部抵消（浮法内销）		B	-2,672,082,247	-2,657,335,337	0.55%	-101.49万吨	-111.95万吨	-9.34%	2632.87元/吨	2373.69元/吨	10.92%
外销浮法玻璃	<2>	C=A+B	226,971,580	71,690,361	216.60%	8.62万吨	3.02万吨	185.43%	2632.87元/吨	2373.69元/吨	10.92%
其他产品			95,819,302	73,550,610	30.28%						
材料及废料销售			524,694,770	330,769,369	58.63%						
营业收入			18,715,608,755	16,621,336,273	12.60%						
汽车玻璃	<1>	D	11,274,474,151	10,069,543,726	11.97%	112.64百万平米	105.93百万平米	6.33%	100.09元/平方米	95.06元/平方米	5.30%
浮法玻璃		E	1,841,648,761	1,889,551,191	-2.54%	110.11万吨	114.97万吨	-4.23%	1672.55元/吨	1643.52元/吨	1.77%
内部抵消（浮法内销）		B	-2,672,082,247	-2,657,335,337	0.55%	-101.49万吨	-111.95万吨	-9.34%			
汽车玻璃实际成本	<1>	F=D+B+(E-G)	10,299,855,026	9,252,121,862	11.32%	112.64百万平米	105.93百万平米	6.33%	91.44元/平方米	87.34元/平方米	4.69%
外销浮法玻璃	<2>	G=E*C/A	144,185,639	49,637,718	190.48%	8.62万吨	3.02万吨	185.43%	1672.55元/吨	1643.52元/吨	1.77%
其他产品			40,328,417	27,814,144	44.99%						
材料及废料销售			228,242,734	133,740,207	70.66%						
营业成本			10,712,611,816	9,463,313,931	13.20%						
汽车玻璃	<1>		6,593,648,952	6,075,782,207	8.52%				58.54元/平方米	57.36元/平方米	2.06%
浮法玻璃			1,057,405,066	839,474,507	25.96%				960.32元/吨	730.17元/吨	31.52%
内部抵消（浮法内销）			0	0							
汽车玻璃实际毛利	<1>		7,568,268,077	6,893,204,071	9.79%				67.19元/平方米	65.07元/平方米	3.25%
外销浮法玻璃	<2>		82,785,941	22,052,643	275.40%				960.32元/吨	730.17元/吨	31.52%
其他产品			55,490,885	45,736,466	21.33%						
材料及废料销售			296,452,036	197,029,162	50.46%						
毛利			8,002,996,939	7,158,022,342	11.80%						
汽车玻璃	<1>		36.90%	37.63%	-0.73%						
浮法玻璃			36.47%	30.76%	5.71%						
内部抵消（浮法内销）			0.00%	0.00%	0.00%						
汽车玻璃实际毛利	<1>		42.36%	42.69%	-0.34%						
外销浮法玻璃	<2>		36.47%	30.76%	5.71%						
其他产品			57.91%	62.18%	-4.27%						
材料及废料销售			56.50%	59.57%	-3.07%						
毛利率			42.76%	43.07%	-0.71%						

<1> 据披露，汽玻内部结算毛利率36.90%，较去年同期的37.63%减少0.73%；据推算，汽玻实际综合毛利率为42.36%，较去年同期的42.89%减少0.34%。

原因系营收增速低于成本增速，情况简述如下：

据披露，汽玻销量增幅6.33%，销售单价增幅4.08%，销售金额增幅10.67%；

据披露，汽玻内部结算单位成本增幅5.30%；内部结算营业成本增幅11.97%

经推算，汽玻实际单位成本增幅4.69%；实际营业成本增幅11.32%

收入端变动具体原因参见“<2>合并利润<1>”。

成本端变动具体原因详见“<4>成本费用分析”。

<2> 据披露，浮法原片玻璃毛利率为36.47%，较去年同期的30.76%增加5.71%。

原因简述如下：

浮法玻璃销售单价增速高于单位成本增速。

收入端：据披露，浮法玻璃销售单价2632.87元/吨，较去年同期的2373.69元/吨高10.92%。具体原因：玻璃价格总体上升；公司超薄玻璃附加值高。

成本端：据披露，浮法玻璃单位成本1672.55元/吨，较去年同期的1643.52元/吨微增1.77%。具体原因：虽然纯碱等原料价格总体上升；公司节能技改降本；美国福耀天然气便宜。

收入端变动具体原因参见“<2>合并利润<1>”。

成本端变动具体原因详见“<4>成本费用分析”。

<4>成本费用分析

利润表中的营业成本、销售费用和管理费用按照性质分类

项目	备注	2017年度-合并	2016年度-合并	增加	增幅
耗用的原材料和低值易耗品等	<1>	5,924,822,005	5,024,272,848	900,549,157	17.92%
产成品及在产品存货变动		-148,359,793	-150,484,411	2,124,618	-1.41%
职工薪酬费用	<2>	3,392,759,867	2,937,460,105	455,299,762	15.50%
能源成本	<3>	1,514,600,946	1,578,649,352	-64,048,406	-4.06%
折旧费和摊销费用	<4>	1,398,392,498	1,254,667,862	143,724,636	11.46%
运费及仓储费	<5>	611,450,126	561,081,785	50,368,341	8.98%
包装费用	<6>	331,388,726	301,037,794	30,350,932	10.08%
修理费	<7>	246,155,802	215,325,131	30,830,671	14.32%
租赁费	<8>	77,098,428	66,023,731	11,074,697	16.77%
保险费	<9>	63,658,713	56,944,178	6,714,535	11.79%
售后服务费	<10>	54,088,316	52,928,456	1,159,860	2.19%
税费		10,819,285	33,993,057	-23,173,772	-68.17%
其他		1,110,866,358	1,108,251,882	2,614,476	0.24%
营业成本、销售费用、管理费用合计		14,587,741,277	13,040,151,770	1,547,589,507	11.87%
成本费用率		77.94%	78.45%	-0.51%	

分析思路：选择重大的、且增速较快的成本因素，逐一分述如下：

<1> 材料成本增速远高于营收增速，原因探究：

- 1、大宗商品价格总体上升；
- 2、美国福耀成品合格率尚偏低；
- 3、国内炉窑冷修，导致原片玻璃外购比例上升；
- 4、福耀产品价值链更加完整：包边总成、镀膜等多功能汽玻的原料与工序增加。新品成品率可能偏低。

<2> 职工薪酬增速远高于营收和营业成本增速。主要系人均薪酬增加所致。原因探究：

- 1、美国福耀单位人工成本偏高。
- 2、福耀高管的薪酬水平增速较快。

专业构成类别

生产人员	19,039	19,402	-363	-1.87%
销售人员	884	927	-43	-4.64%
技术人员	3,443	3,169	274	8.65%
财务人员	246	253	-7	-2.77%
行政人员	908	772	136	17.62%
其他人员	1,661	1,586	75	4.73%
人数合计	26,181	26,109	72	0.28%
人均薪酬	129,588.63	112,507.57	17,081	15.18%

<3> 能源成本下降原因：

- 1、浮法玻璃产量下降
- 2、美国福耀能源便宜；

浮法玻璃生产量	114.23	117.82	-3.59	-3.05%
汽车玻璃生产量	112.64	107.21	5.43	5.06%

<4> 折旧费和摊销费用增幅高于产量增速，但略低于营收和营业成本增速。原因探究：

美国福耀尚未达产。
因新设备的先进性、以及老设备的不断改良，设备经济效率总体有所提高。

<5> 运输仓储费增速8.93%高于汽玻销量增速6.33%，原因应该在于：

2017年度浮法玻璃外销8.62万吨，较去年同期的3.02万吨增幅185.43%。
2017年度材料、废品及其他产品（应该主要是机车玻璃），销售增速也较快。

<6> 包装费增速较快，原因可能在于纸张等包装材料价格上涨所致。

<7> 修理费增速较快，原因可能是2017年度炉窑冷修支出较大所致。

<8> 租赁费增速较快，可能是福耀欧洲新租土地厂房、苏州和本溪福耀新增临时租用办公用房所致。

<9> 保险费增速较快，应该是系公司资产规模增加，长期资产的财产保险支出、应收账款信用险、存货及其运输保险等同步增加。

<10> 售后服务费支出增幅小于营收金额和数量。表明公司产品质量和客户满意度进一步提升。

二、2017年度美国福耀分季度简表

项目	备注	一期 达产率	销量	2017年度	2017年7至12月	2017年9至12月	2017年7至9月	2017年1至6月
				2017年12月31日 人民币万元	2017年12月31日 人民币万元	2017年12月31日 人民币万元	2017年9月30日 人民币万元	2017年6月30日 人民币万元
注册资本				33,000万美元	33,000万美元			33,000万美元
总资产				550,196.98	550,196.98			546,089.61
净资产				30,026.96	30,026.96			25,884.28
营业收入	<1>			214,863.43	124,168.42	63,423.49	52,980.87	90,695.01
营业利润	<2>			-93.42	7,461.24	5,631.66	1,829.58	-7,554.66
净利润	<2>			508.23	5,302.85	713.23	4,589.62	-4,794.62
营业利润率					6.0%	8.9%	3.5%	
浮法玻璃销售金额	<1>			15,528.12	7,764.06			7,764.06
汽车玻璃销售金额	<1>			199,335.31	116,404.36			82,930.95
美国汽玻总成单价					1,200元/台套	6.64万台套		
2017年7月销售(达产率55%*300万台套/12个月)		55.00%	13.75万台套		16,500.00			
2017年8月销售		58.87%	14.72万台套		17,660.29			
2017年9月销售		62.74%	15.68万台套		18,820.58			
2017年10月销售		66.60%	16.65万台套		19,980.87			
2017年11月销售		70.47%	17.62万台套		21,141.16			
2017年12月销售		74.34%	18.58万台套		22,301.45			
2018年下半年月均销售 等差					19,400.73 1,160.29			

<1> 2017年度浮法玻璃销售增加1.55亿元，应该是美国福耀的贡献。因为国内浮法炉窑冷修，存在外购原片的情况。2017年底浮法玻璃结存量23.49万吨，较去年底增长11.08%，来源应该就是美国福耀伊利诺伊原片工厂。原因很可能是美国福耀汽玻达产率仍低于预期，与浮法产能仍未协调发展。

<2> 2017年中报及3季报，美国福耀净利润高于经营利润2780万元，可能存在会计差错，误将与资产相关的政府补助一次性转入收益所致。年报时该差错已更正。

二、2018年度美国福耀收入预测（暂未考虑二期250万台套之业绩贡献，或者说暂将其净利润贡献视作0。也未考虑伊利诺伊工厂外销浮法玻璃的利润贡献）

	备注	一期 达产率	销量	营收金额	营业利润率	营业利润	企业所得税率	经营净利润
				人民币万元		人民币万元		人民币万元
2018年1月销售		75.23%	18.81万台套	22,568.00	10.00%	2,256.80	21%	1,782.87
2018年2月销售		76.12%	19.03万台套	22,834.54	10.91%	2,491.04	21%	1,967.92
2018年3月销售		77.00%	19.25万台套	23,101.09	11.82%	2,730.13	21%	2,156.80
2018年4月销售		77.89%	19.47万台套	23,367.64	12.73%	2,974.06	21%	2,349.51
2018年5月销售		78.78%	19.70万台套	23,634.18	13.64%	3,222.84	21%	2,546.05
2018年6月销售		79.67%	19.92万台套	23,900.73	14.55%	3,476.47	21%	2,746.41
2018年7月销售		80.56%	20.14万台套	24,167.27	15.45%	3,734.94	21%	2,950.60
2018年8月销售		81.45%	20.36万台套	24,433.82	16.36%	3,998.26	21%	3,158.63
2018年9月销售		82.33%	20.58万台套	24,700.36	17.27%	4,266.43	21%	3,370.48
2018年10月销售		83.22%	20.81万台套	24,966.91	18.18%	4,539.44	21%	3,586.16
2018年11月销售		84.11%	21.03万台套	25,233.45	19.09%	4,817.30	21%	3,805.66
2018年12月销售		85.00%	21.25万台套	25,500.00	20.00%	5,100.00	21%	4,029.00
预计美国福耀一期2018年度营收金额	<3>		240.34万台套	288,407.99		43,607.71		34,450.09

<3> 若2018年12月美国福耀一期产能利用率达到85%，全年有望实现汽玻总成销售236.39万台套，销售金额达28.37亿元，营业利润4.30亿元，经营性净利润3.40亿元。

<6> 业绩预测

美国福耀以外产能业绩预测

	美国以外		美国福耀		合并			
	2018年度（预测） 人民币万元	2018vs2017 增幅	2017年度 人民币万元	2016年度 人民币万元	2017年度 人民币万元	2016年度 人民币万元		
营业收入	1,861,300	12.35%	1,656,697	1,589,026	214,863.43	73,107.65	1,871,561	1,662,134
税金及附加	22,500	12.35%	20,026	17,427			20,026	17,427
成本费用	1,368,199	10.00%	1,243,817	1,201,471	214,956.85	102,543.90	1,458,774	1,304,015
营业利润	470,601	19.79%	392,854	370,128	-93.42	-29,436	392,760	340,692
所得税率	15%							
净利润	400,011							
汽玻销量估算	2,782.38万台套	5%	2,649.89万台套		166.11万台套		2,816.00万台套	2,648.25万台套
汽玻销量披露							112.64百万平米	105.93百万平米
汽玻销售单价	668.96元/台套							
成本费用率	73.51%	-0.53%	75.08%	75.61%	100.04%	140.26%	77.94%	78.45%

2018年度营收增长因素分析如下：

1、镀膜加热玻璃的推广。具有该项功能的前档汽玻单片售价约700元。超过目前福耀全台套汽车玻璃售价。福清本部、天津福耀、郑州福耀、美国福耀均已明确建设镀膜加热玻璃生产线。随着镀膜加热玻璃的推广，按3年推广该功能玻璃20%的计划，年产品结构优化7%，将提振销售金额7%。

2、天津福耀新增150万台套产能、及原北京福耀汽玻250万台套产能因搬迁对产能的负面影响，将在2018年度贡献业绩。相对2017年度美国福耀以外产能销量2650万台套，2018年度天津福耀有望带来增长5%。

上述两项因素将推动福耀（美国福耀以外产能）2018年度营收增长约13.40%。营业利润增长21%。

注：

未考虑机车玻璃业务增长对业绩的增益。

3、2017年度美国以外产能成本费用率下降0.53%。美国福耀成本费用率从140%降至100.04%。

此外，智能精益制造的进一步推广深入，提高成品率和产品质量，降低各项成本费用，并节约运营资本。因此，2018年度成本费用增速估算为10%，低于营收增速12.35%。