

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

福耀玻璃 (3606 HK)

国内业务短期承压但龙头优势不改，长线关注成长性拓展

- 2018年净利润同比增长30.9%，符合预期。市场份额及售价持续扩张，反映公司龙头优势显著。公司保持高研发投入，成长性逆势拓展
- 外饰件业务的突破将提高单车配套金额，增强与客户粘性
- 下调2019-20E净利润预测1-2%，下调目标价至29.5港元

业绩符合预期，市场份额及售价反映龙头优势仍显著

公司2018年净利润增长30.9%至41.2亿元人民币，符合我们及市场一致预期。业绩强劲增长受一次性因素影响大，包括：1) 汇兑收益人民币2.6亿元(去年同期-3.9亿元人民币)；2) 出售北京福通75%股权确认收益6.6亿元人民币(去年同期0.4亿元人民币)。剔除以上一次性因素后，税前利润同比增长0.3%。受中国汽车市场下滑影响，国内收入同比下降1.2%，占比58%，降幅大幅低于汽车产量下滑幅度(-4.2%)，体现公司市场份额扩张及平均售价持续提升。海外市场持续发力，同比增长24.6%，占比提升至42%。运营效率方面，销售费用率/行政费用率小幅上升0.4/0.6个百分点，我们估计与公司海外市场运营规模上升有关。财务持续稳健，经营活动产生的现金流量净额增长17%至55亿元人民币。

逆境是龙头扩张机遇，收购SAM带动外饰件业务拓展

1) 新机遇：尽管国内和国际的汽车市场遭受逆风，但公司2018财年研发费用和研发人员数量分别增长10%/17%，增速均高于收入增速，显示公司在不利环境下仍坚持高研发投入，为下一轮成长周期蓄力。高强度研发投入确保其产品高端化、成套化，提升平均售价的策略持续有效。因行业和宏观环境的不确定性加大，预计下游厂家订单会向财务稳健且能稳定供应的龙头供应商集中，增强与福耀的业务粘性，是公司逆势拓展市场份额的机遇；**2) 新业务：**福耀的产品线不断突破，今年初收购SAM资产(全球三大轻量化部件制造商之一)和三锋将显著拓展其成长性。饰条是汽车玻璃的附件，收购后可增强集成化能力，预计公司未来将借助其在汽车玻璃的成本优势，形成玻璃与饰条(包括行李架)的集成供应，大幅提高单车配套金额。公司的汽车玻璃业务将对外饰件业务拓展起很强的带动作用。

维持买入评级，下调目标价至29.5港元

下调公司2019-20E净利润预测1.7%/1.1%，反映三项费用率上升的负面影响，比市场一致预期高5%/7%。因盈利预测下调，轻微下调目标价1.7%至29.5港元(前次为30.0港元)，相当于14.5x FY19E P/E(估值倍数维持)，即公司历史平均估值水平。公司当前估值13x FY19E P/E低于历史平均水平。公司遭受行业逆风短期拖累，但护城河优势显著并有望进一步增强，建议逢低吸纳。

盈利预测及估值

人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	18,716	20,225	21,777	24,338	27,276
同比增长(%)	12.6%	8.1%	7.7%	11.8%	12.1%
净利润	3,148	4,120	4,371	4,963	5,705
同比增长(%)	0.2%	30.9%	6.1%	13.5%	14.9%
每股盈利(元)	1.25	1.64	1.74	1.98	2.27
每股股息(元)	0.75	0.75	0.80	0.90	1.04
市盈率(x)	18.1	13.8	13.0	11.5	10.0
市净率(x)	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9
ROE(%)	16.6%	20.4%	19.0%	18.8%	18.9%

资料来源：公司资料，招商证券(香港)预测

梁勇活

+86 755 8290 4571

liangy6@cmschina.com.cn

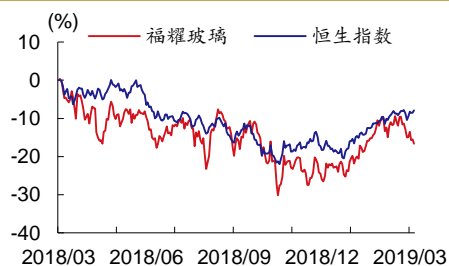
最新变动

盈利预测调整及目标价下调

买入

前次评级	买入
股价	HK\$26.55
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$29.5 (+11%)
前次目标价:	HK\$30.0

股价表现



资料来源：贝格数据

%	1m	6m	12m
3606 HK	(7.8)	(0.2)	(16.9)
恒生指数	4.0	6.3	(8.0)

行业：汽车汽配

恒生指数	29409
国企指数	11675

重要数据

52周股价区间(港元)	21.8-32.85
港股市值(百万港元)	66604
日均成交量(百万股)	1.51
每股净资产(港元)	8.05

主要股东

陈凤英	17.51%
三益发展有限公司	15.57%
河仁慈善基金会	11.56%
Matthews International Capital Management, LLC	2.46%
总股数(百万股)	2509

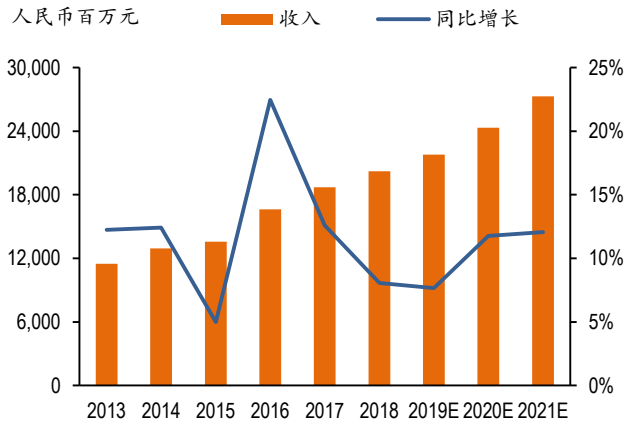
资料来源：贝格数据

相关报告

1. 福耀玻璃(3606 HK) - 公司调研纪要：平均售价提升空间大，超前研发能力强 2018/11/07
2. 福耀玻璃(3606 HK) - 国内收入受累行业景气度，海外业务保持高增长 2018/10/28

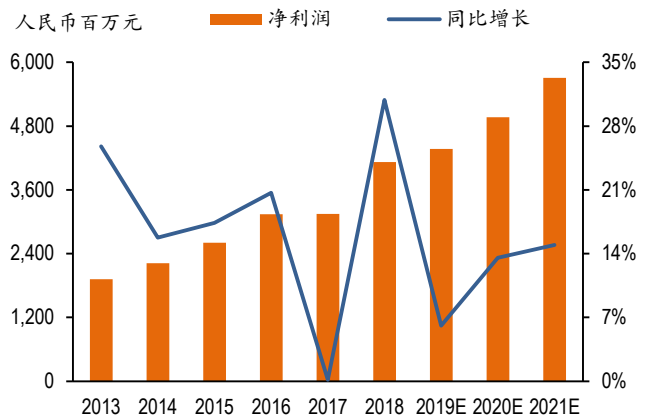
重点图表

图1: 公司营业收入及增长率



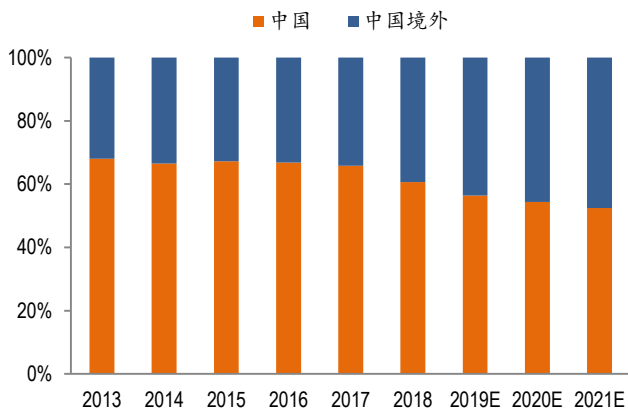
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 公司净利润增长



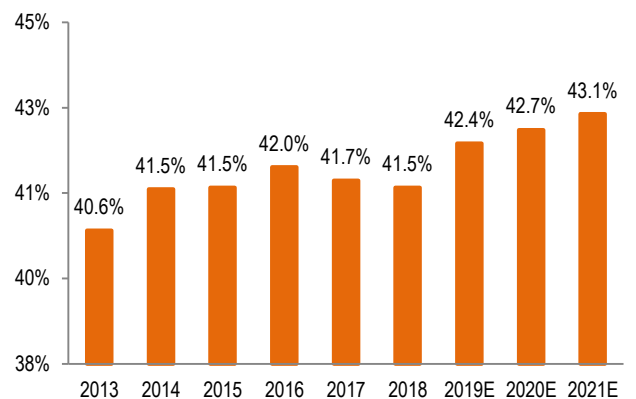
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图3: 公司海外市场收入占比上升



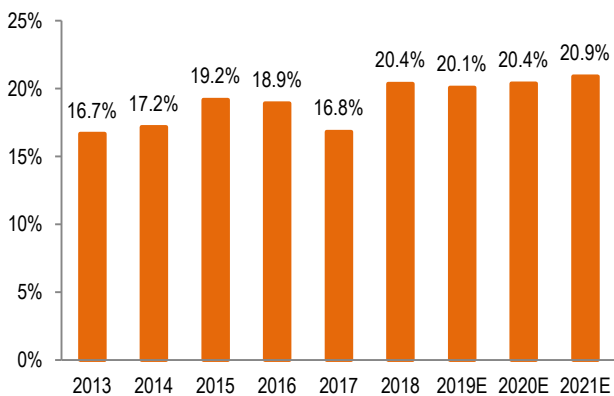
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图4: 公司毛利率



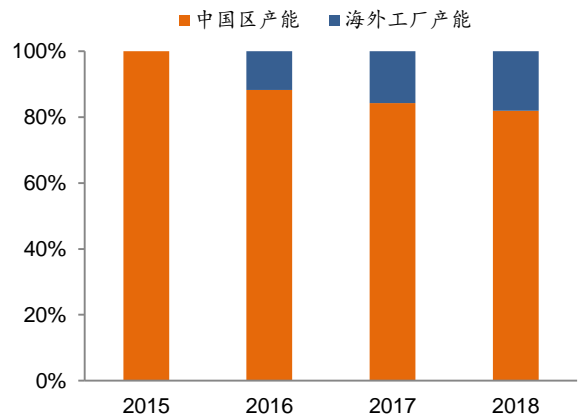
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图5: 公司的净利润率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 公司产能分布占比



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图7: 汽车玻璃收入及毛利润率预测

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
中国区收入	11,620	12,531	13,533	12,057	12,878	n.a.	-3.6%	-2.7%	n.a.
境外收入	9,495	11,098	12,981	9,014	10,519	n.a.	5.3%	5.5%	n.a.
合计	21,115	23,629	26,514	21,071	23,398	n.a.	0.2%	1.0%	n.a.
毛利润率(%)	42.45%	42.73%	43.07%	41.69%	41.64%	n.a.	0.76ppt	1.10ppt	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图8: 公司财务预测

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入	21,777	24,338	27,276	21,866	24,247	n.a.	-0.4%	0.4%	n.a.
销售成本	-12,533	-13,938	-15,529	-12,750	-14,151	n.a.	-1.7%	-1.5%	n.a.
毛利	9,244	10,401	11,747	9,116	10,095	n.a.	1.4%	3.0%	n.a.
销售成本	-1,524	-1,558	-1,746	-1,421	-1,552	n.a.	7.3%	0.4%	n.a.
行政开支	-1,960	-2,044	-2,237	-1,859	-2,037	n.a.	5.5%	0.4%	n.a.
研发开支	-915	-974	-1,091	-743	-800	n.a.	23.0%	21.7%	n.a.
其他收益	152	146	164	220	244	n.a.	-30.6%	-40.1%	n.a.
其他利得*	414	122	136	22	24	n.a.	1792.2%	401.9%	n.a.
经营利润	5,411	6,093	6,973	5,335	5,975	n.a.	1.4%	2.0%	n.a.
财务成本净额**	-116	-81	-64	30	82	n.a.	-487.3%	-199.2%	n.a.
所得税前利润	5,299	6,016	6,915	5,358	6,049	n.a.	-1.1%	-0.5%	n.a.
所得税费用	-913	-1,037	-1,192	-911	-1,028	n.a.	0.3%	0.8%	n.a.
年度利润	4,386	4,979	5,723	4,447	5,020	n.a.	-1.4%	-0.8%	n.a.
股东应占利润	4,371	4,963	5,705	4,446	5,020	n.a.	-1.7%	-1.1%	n.a.

备注: *2018年出售附属公司的股权收益的第二期款项在2019年上半年结清, 属一次性收益, **负债增加, 净财务成本为负数

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

行业估值比较

公司	彭博 代码	招商证券 评级	股价 (港元)	招商证券 目标价 (港元)	上涨 空间	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e
汽车制造商																	
华晨中国	1114 HK	中性	7.3	7.0	-4%	4,702	5.2	4.5	1.0	0.8	18.9	18.4	0.1	0.3	2.1	2.5	14.4
吉利汽车	175 HK	买入	13.8	17.5	27%	15,894	8.7	8.5	2.4	2.0	27.8	23.1	0.5	3.1	3.5	3.5	-31.8
广州汽车	2238 HK	未评级	9.3	n.a	n.a	16,152	6.7	6.1	1.0	0.9	16.1	15.6	0.1	0.7	4.8	5.2	-53.1
长城汽车	2333 HK	中性	5.5	6.0	10%	8,961	8.3	7.7	0.8	0.7	9.4	9.3	3.4	0.9	3.7	4.0	26.8
东风集团	489 HK	未评级	8.0	n.a	n.a	8,846	4.2	4.2	0.5	0.4	12.4	11.1	0.8	-5.4	4.5	4.5	4.4
北京汽车	1958 HK	中性	4.6	5.0	8%	4,761	5.7	4.9	0.7	0.6	11.9	12.9	n.a	0.3	5.9	5.6	-8.7
庆铃汽车	1122 HK	未评级	2.1	n.a	n.a	680	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-69.4
潍柴动力	2338 HK	未评级	11.2	n.a	n.a	12,354	9.8	10.2	1.9	1.7	20.6	17.5	0.0	n.a	4.7	4.3	40.5
平均							6.9	6.6	1.2	1.0	16.7	15.4	0.8	0.0	4.2	4.2	-9.6
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	17.4	20.0	15%	5,049	9.4	8.0	1.8	1.5	20.3	20.3	1.5	0.4	2.3	2.8	94.8
正通汽车	1728 HK	中性	4.4	4.3	-4%	1,391	6.6	5.5	0.8	0.7	12.6	13.4	1.0	0.3	3.3	4.0	137.8
宝信汽车	1293 HK	未评级	2.0	n.a	n.a	726	6.3	5.2	0.6	0.6	9.6	10.6	0.1	0.3	3.5	3.4	84.2
和谐汽车	3836 HK	中性	3.1	3.0	-4%	612	6.5	5.8	0.6	0.6	9.4	9.5	n.a	n.a	2.6	3.0	0.5
永达汽车	3669 HK	未评级	6.0	n.a	n.a	1,400	6.7	5.4	1.0	0.8	15.3	16.2	0.2	0.2	4.4	5.2	112.6
大昌行	1828 HK	未评级	2.9	n.a	n.a	695	6.5	5.9	n.a	n.a	7.7	8.2	0.1	0.5	n.a	n.a	54.5
平均							7.0	6.0	1.0	0.8	12.5	13.0	0.6	0.3	3.2	3.7	80.7
汽车零部件																	
福耀玻璃	3606 HK	买入	26.6	29.5	11%	8,989	13.8	13.0	2.8	2.5	20.4	19.0	0.4	2.1	3.3	3.5	12.7
敏实集团	425 HK	中性	26.7	29.0	9%	3,920	12.9	11.3	2.1	1.9	16.0	16.7	21.1	0.8	3.3	3.8	-10.9
耐世特	1316 HK	未评级	9.5	n.a	n.a	3,044	8.1	7.5	1.5	1.3	20.4	18.7	0.3	0.9	2.5	2.6	-17.1
平均							11.6	10.6	2.1	1.9	18.9	18.1	7.3	1.3	3.0	3.3	-5.1
整体平均							7.8	7.1	1.3	1.1	15.5	15.0	2.1	0.4	3.6	3.9	23.1

收盘价截至2019年3月15日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	15,006	15,581	17,147	20,014	23,664
现金及现金等价物	6,704	6,358	7,305	9,086	11,496
限制性银行存款	24	8	8	8	8
贸易应收款项	5,198	5,539	5,964	6,665	7,469
其他应收款项	0	0	0	0	0
存货	2,975	3,242	3,435	3,820	4,256
其他流动资产	105	435	435	435	435
非流动资产	16,711	18,922	20,957	22,308	23,456
物业、工厂及设备	14,990	17,115	19,024	20,288	21,358
租赁土地及土地使用权	983	1,050	1,116	1,169	1,220
无形资产	144	277	338	372	399
其他非流动资产	594	479	479	479	479
总资产	31,717	34,503	38,104	42,321	47,120
流动负债	9,679	12,405	12,778	13,636	14,563
贸易应付款项	4,040	4,274	4,529	5,037	5,612
应付税费	201	332	332	332	332
短期贷款	5,388	7,153	7,272	7,623	7,975
其他流动负债	50	645	645	645	645
非流动负债	3,020	1,896	2,285	2,308	2,332
借款	2,510	1,247	1,637	1,660	1,684
递延所得税负债	76	160	160	160	160
其他	435	489	489	489	489
负债合计	12,699	14,301	15,063	15,945	16,896
发行股本	2,509	2,509	2,509	2,509	2,509
股本溢价	6,203	6,203	6,203	6,203	6,203
其他储备	1,730	2,329	2,983	3,700	4,509
留存收益	8,573	9,163	11,347	13,967	17,005
股东应占权益	19,014	20,204	23,042	26,378	30,226
少数股东权益	4	-1	-1	-1	-2
总权益	19,019	20,203	23,040	26,377	30,224
负债及权益合计	31,717	34,503	38,104	42,321	47,120

现金流量表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,658	5,451	6,012	6,879	7,758
税前盈利	3,679	4,962	5,299	6,016	6,915
折旧摊销	1,348	1,631	1,911	2,078	2,272
营运资金变动	136	174	-363	-579	-665
其它	-504	-1,316	-834	-637	-764
投资活动现金流	-3,376	-2,971	-3,321	-3,111	-3,075
资本支出	-3,403	-3,430	-3,820	-3,342	-3,342
收购资产	-174	-82	-91	-80	-80
投资变动	148	682	320	0	0
其他	53	-142	270	311	347
筹资活动现金流	-1,456	-3,080	-1,744	-1,987	-2,272
净借款	660	223	508	374	376
已付股息	-1,881	-2,885	-1,881	-1,996	-2,267
其他融资活动	-234	-418	-370	-365	-382
现金净增加额	-173	-600	948	1,780	2,410
期末现金及现金等价物	6,704	6,358	7,305	9,086	11,496

利润表

单位: 人民币百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	18,716	20,225	21,777	24,338	27,276
销售成本	-10,918	-11,828	-12,533	-13,938	-15,529
毛利	7,798	8,397	9,244	10,401	11,747
分销成本	-1,274	-1,468	-1,524	-1,558	-1,746
行政开支	-1,803	-2,071	-1,960	-2,044	-2,237
研发开支	-803	-888	-915	-974	-1,091
其他收入	188	147	152	146	164
其他损失	-394	982	414	122	136
运营利润	3,711	5,098	5,411	6,093	6,973
财务收入	157	236	254	284	318
财务成本	-182	-376	-370	-365	-382
财务净成本	-26	-140	-116	-81	-64
税前利润	3,679	4,962	5,299	6,016	6,915
应交所得税	-531	-855	-913	-1,037	-1,192
本年利润	3,148	4,107	4,386	4,979	5,723
少数股东收益	-0.5	-13.3	-14.2	-16.1	-18.5
股东应占利润	3,148	4,120	4,371	4,963	5,705

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	12.6%	8.1%	7.7%	11.8%	12.1%
营业利润	-6.5%	37.4%	6.1%	12.6%	14.5%
净利润	0.2%	30.9%	6.1%	13.5%	14.9%
获利能力					
毛利率	41.7%	41.5%	42.4%	42.7%	43.1%
经营利润率	19.8%	25.2%	24.8%	25.0%	25.6%
净利润率	16.8%	20.4%	20.1%	20.4%	20.9%
ROE	16.6%	20.4%	19.0%	18.8%	18.9%
ROA	9.9%	11.9%	11.5%	11.7%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	40.0%	41.4%	39.5%	37.7%	35.9%
净负债比例	6.3%	10.1%	7.0%	0.7%	-6.1%
流动比率	1.55	1.26	1.34	1.47	1.62
速动比率	1.24	0.99	1.07	1.19	1.33
营运能力					
资产周转天数	222	223	219	221	223
存货周转天数	96	96	97	95	95
应收账款周转天数	99	97	96	95	95
应付账款周转天数	127	128	128	125	125
每股资料 (人民币元)					
每股收益	1.25	1.64	1.74	1.98	2.27
每股现金流	2.67	2.53	2.91	3.62	4.58
每股净资产	7.58	8.05	9.18	10.51	12.05
每股派息	0.75	0.75	0.80	0.90	1.04
估值比率(x)					
P/E	18.1	13.8	13.0	11.5	10.0
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源: 公司报表、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828