

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)

非经常性因素影响业绩, 不改优质公司长期价值

- 剔除非经常性因素后净利润同比下降7.5%
- SAM拖累业绩但战略价值高, 收回浮法玻璃独家经销权改善经营效率
- 维持买入评级, 下调目标价至20.1港元

业绩不及预期, 非经常性因素影响大

公司2019年收入同比增长4.4%符合预期, 净利润下降29.7%至29亿元人民币, 比我们预测/市场预期低13%/6.9%。**业绩下滑原因:** 1) 非经常性因素(去年同期出售子公司收益、SAM整合亏损、汇兑损益、赔偿损失、加征关税等)合计影响税前利润7.7亿元人民币, 剔除后经调整税前利润同比下降7.5%。2) 毛利率同比减少5ppt至36.5%, 上下半年持平。下降原因是a) SAM饰件业务毛利为-22.8%, 拖累综合毛利率3.4ppt; b) 外供浮法玻璃毛利率同比下降26.2ppt至3.5%, 拖累综合毛利率0.7ppt; c) 汽玻毛利率受行业逆风影响同比下降1.3ppt至33.9%, 拖累综合毛利率1.3ppt。**财报亮点:** 1) 营收保持正增长, 优于汽车行业产量下降7.5%。2) 海外收入增长22.6%, 占比升至48.8%, 但毛利率下降7ppt至31.3%, 毛利贡献上升3.5ppt至41.9%。3) 运营效率优化, 销售/管理/研发/财务费用率合计下降0.6ppt至22%, 应收账款/存货周转天数74天/90天为三年来最低。

危中见机, 业绩波动不改优质公司长期价值

1) **SAM新项目处于磨合期。**在整合期拖累业绩较大, 但SAM为全球三大轻量化零部件供应商之一, 战略价值极高, 新业务使公司产品线从传统汽玻领域向轻量化前沿领域突破。整合完成后, 单车配套价值有望从目前约500-600元人民币翻番。2) **收回美国浮法玻璃独家经销权, 改善浮法业务经营效率。**公司解除独家经销协议支付赔偿2.7亿元人民币, 彻底解决了经销商开拓市场不积极, 造成库存高的问题, 行业复苏后盈利上升的弹性更大; 3) **海外定价能力。**2019年因贸易战导致关税提高, 其中绝大部分由客户承担, 反映公司在产业链中处于相对强势地位。4) **产品高端化发展。**尽管行业景气度下降, 但高附加值产品占比仍保持每年上升势头。

维持买入评级, 下调目标价至20.1港元

下调2020-21E净利润预测34%/34%, 反映疫情冲击令行业景气度下降, 对公司国内和海外业务产生的负面影响, 以及SAM项目整合因海外疫情发展可能被暂时延误。结合汇率变化影响, 下调目标价38%至20.1港元(前次32.5港元), 相当于17x FY20E P/E或14.6x FY21E P/E(估值倍数均维持)。

盈利预测及估值

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业额	20,225	21,104	19,429	21,085	23,045
同比增长	8.1%	4.3%	-7.9%	8.5%	9.3%
净利润	4,120	2,898	2,709	3,151	3,536
同比增长	30.9%	-29.7%	-6.5%	16.3%	12.2%
每股盈利(元)	1.64	1.16	1.08	1.26	1.41
每股股息(元)	0.75	0.75	0.70	0.82	0.92
市盈率(x)	9.5	13.5	14.5	12.4	11.1
市净率(x)	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6
ROE	20.4%	13.6%	12.2%	13.4%	14.1%

收盘价截至2020年3月27日; 资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

梁勇活 杨岱东
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn yangdd2@cmschina.com.cn

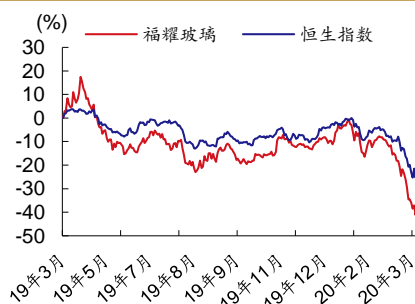
最新变动

盈利预测及目标价下调

买入

前次评级	买入
股价	17.06港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	20.1港元 (+18%)
前次目标价	32.5港元

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3606 HK	(26.3)	(19.7)	(32.5)
恒生指数	(12.3)	(9.5)	(18.3)

行业: 汽车汽配

恒生指数	23,484
国企指数	9,505

重要数据

52周股价区间(港元)	15.38-31.2
港股市值(百万港元)	42,797
日均成交量(百万股)	1.62
每股净资产(人民币)	8.52

主要股东

三益发展有限公司	15.57%
河仁慈善基金会	11.56%
自由流通股	72.87%
总股数(百万股)	2,509

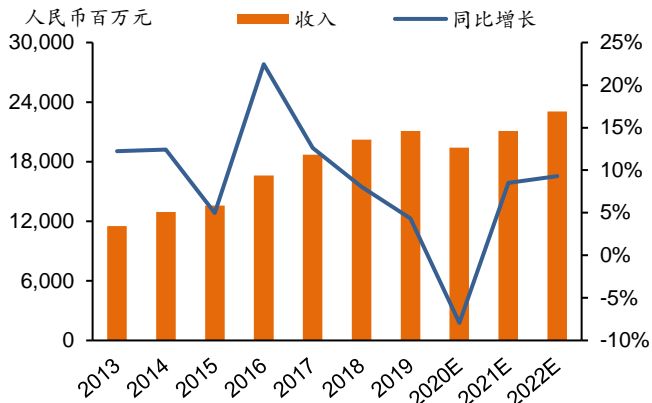
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 福耀玻璃(3606 HK) - SAM整合效果超预期, 进入汽车轻量化新赛道(2019/10/31)
2. 福耀玻璃(3606 HK) - SAM短期拖累业绩, 低谷期是买入机会(2019/8/29)

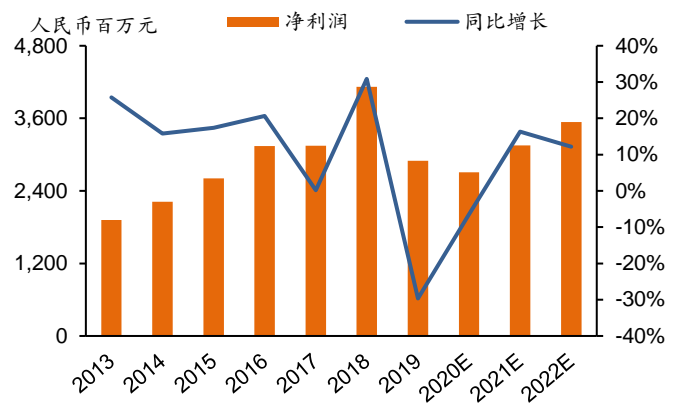
重点图表

图1: 公司营业收入及增长率



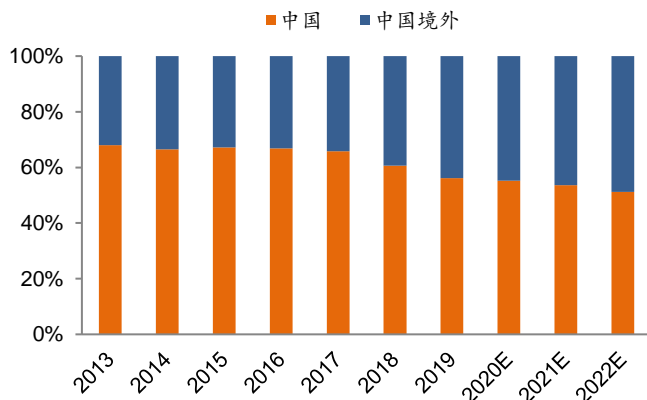
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图2: 公司净利润增长



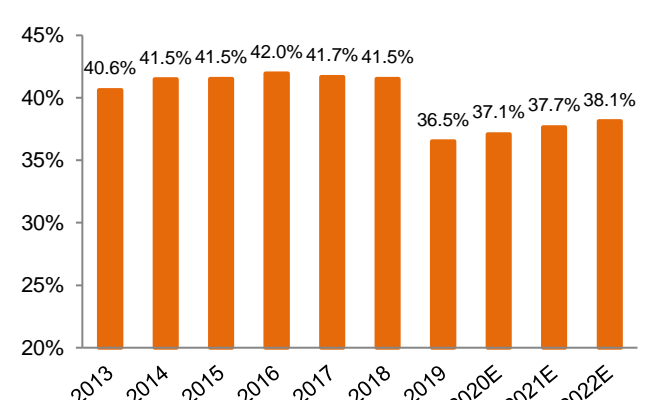
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 公司海外市场收入占比上升



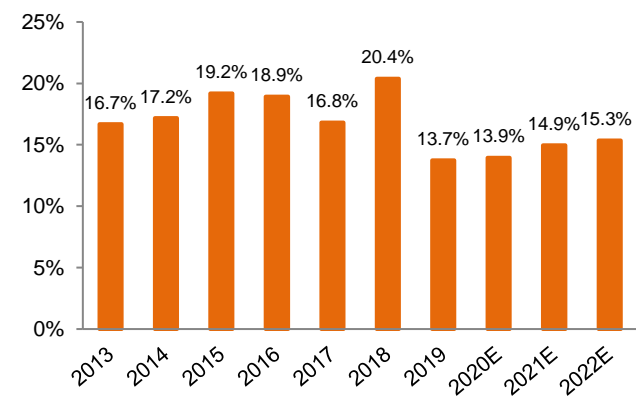
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 公司毛利率



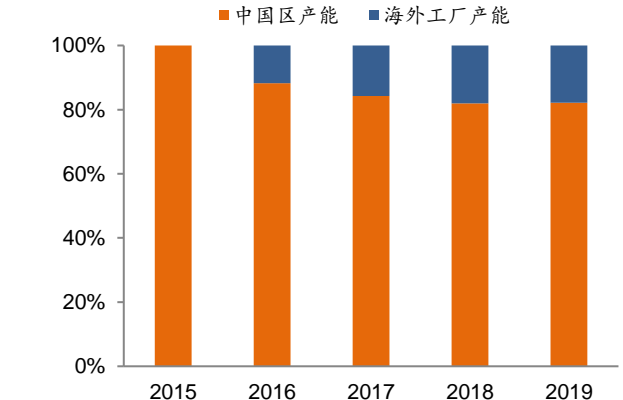
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图5: 公司的净利润率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图6: 公司产能分布占比



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图7: 汽车玻璃收入及毛利润率预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
中国区收入	8,736	9,496	10,160	10,813	11,517	n.a.	-19.2%	-17.6%	n.a.
境外收入	8,696	9,783	11,251	11,586	13,788	n.a.	-24.9%	-29.0%	n.a.
合计	17,432	19,279	21,411	22,399	25,305	n.a.	-22.2%	-23.8%	n.a.
毛利润率	37.1%	37.7%	38.1%	39.4%	40.0%	n.a.	-2.3ppt	-2.4ppt	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图8: 公司财务预测调整

(人民币百万元)	新预测			原预测			变动		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
收入	19,429	21,085	23,045	23,605	26,584	n.a.	-17.7%	-20.7%	n.a.
销售成本	(12,222)	(13,144)	(14,260)	(14,305)	(15,942)	n.a.	-14.6%	-17.5%	n.a.
毛利	7,206	7,940	8,785	9,300	10,642	n.a.	-22.5%	-25.4%	n.a.
销售成本	(1,360)	(1,476)	(1,613)	(1,558)	(1,755)	n.a.	-12.7%	-15.9%	n.a.
行政开支	(1,943)	(2,108)	(2,305)	(2,030)	(2,286)	n.a.	-4.3%	-7.8%	n.a.
研发开支	(758)	(822)	(899)	(944)	(1,063)	n.a.	-19.8%	-22.7%	n.a.
其他收益	117	127	138	142	160	n.a.	-17.7%	-20.7%	n.a.
其他利得	19	21	23	118	133	n.a.	-83.5%	-84.1%	n.a.
经营利润	3,282	3,681	4,130	5,027	5,830	n.a.	-34.7%	-36.9%	n.a.
财务成本净额	(127)	(11)	(12)	(79)	(62)	n.a.	61.2%	-82.2%	n.a.
所得税前利润	3,150	3,664	4,112	4,953	5,773	n.a.	-36.4%	-36.5%	n.a.
所得税费用	(441)	(513)	(576)	(854)	(995)	n.a.	-48.3%	-48.4%	n.a.
年度利润	2,709	3,151	3,536	4,099	4,778	n.a.	-33.9%	-34.1%	n.a.
股东应占利润	2,709	3,151	3,536	4,113	4,794	n.a.	-34.1%	-34.3%	n.a.

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

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)		PEG(x)		ROE (%)		股息收益率(%)		净负债率(%)
							2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	2019	2020E	
汽车制造商																	
吉利汽车	175 HK	买入	11.8	16.2	38%	13,856	11.0	8.7	1.9	1.6	-0.4	0.3	17.4	18.6	2.1	2.6	-22.6
华晨中国	1114 HK	买入	6.6	9.7	47%	4,256	4.5	4.3	0.9	0.8	0.3	1.3	19.9	18.8	11.2	1.7	7.6
长城汽车	2333 HK	中性	4.9	审视中	n.a	9,486	8.4	7.6	0.7	0.7	-1.2	0.7	8.8	9.2	6.0	6.7	15.5
比亚迪股份	1211 HK	未评级	38.4	n.a	n.a	18,397	54.8	43.0	1.7	1.6	-1.5	1.6	3.2	3.6	0.3	0.4	91.3
广州汽车	2238 HK	未评级	7.9	n.a	n.a	13,881	9.6	7.9	0.9	0.8	-0.3	0.3	10.0	11.5	4.1	4.3	-21.1
东风集团	489 HK	未评级	5.2	n.a	n.a	5,736	3.0	3.0	0.3	0.3	-1.2	-1.8	10.8	10.1	6.7	6.8	13.5
庆铃汽车	1122 HK	未评级	1.6	n.a	n.a	493	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-71.3
平均*							7.3	6.3	1.0	0.9	-0.6	0.2	13.4	13.6	6.0	4.4	-12.5
汽车经销商																	
中升控股	881 HK	买入	26.8	34.8	30%	7,794	12.8	11.7	2.7	2.3	0.6	1.3	20.7	19.5	1.6	1.8	98.1
正通汽车	1728 HK	买入	1.4	3.2	130%	436	3.2	2.9	0.2	0.2	-0.2	0.2	7.2	7.6	6.8	7.7	148.1
和谐汽车	3836 HK	中性	3.3	3.6	8%	673	9.0	8.2	0.6	0.6	n.a	n.a	7.1	7.3	2.2	2.5	14.4
美东汽车	1268 HK	未评级	10.9	n.a	n.a	1,622	22.3	17.0	6.2	4.7	0.7	0.5	31.3	32.8	1.8	2.5	51.6
永达汽车	3669 HK	未评级	6.7	n.a	n.a	1,588	6.6	5.4	1.0	0.9	0.5	0.3	16.0	16.9	4.7	6.0	116.3
宝信汽车	1293 HK	未评级	1.0	n.a	n.a	363	4.1	3.7	0.3	0.3	2.0	0.3	8.4	8.4	2.8	2.9	103.5
平均							9.7	8.1	1.8	1.5	0.7	0.5	15.1	15.4	3.3	3.9	88.0
汽车零部件																	
潍柴动力	2338 HK	买入	12.9	17.3	34%	13,784	10.2	9.7	2.1	1.8	1.6	1.6	20.1	18.4	2.4	2.6	32.4
福耀玻璃	3606 HK	买入	17.1	20.1	18%	6,584	13.5	14.5	1.8	1.8	-0.5	-2.2	13.6	12.2	4.8	4.5	10.1
敏实集团	425 HK	买入	17.8	34.8	95%	2,624	10.4	9.5	1.3	1.2	1.1	1.0	12.7	12.8	4.0	4.3	-3.2
耐世特	1316 HK	未评级	3.9	n.a	n.a	1,236	5.0	4.6	0.7	0.6	-0.1	0.6	14.8	14.1	5.2	5.6	-17.1
平均							9.8	9.6	1.5	1.3	0.5	0.3	15.3	14.4	4.1	4.3	6.6
整体平均*							8.9	7.9	1.4	1.2	0.2	0.3	14.6	14.5	4.4	4.2	30.0

收盘价截至2020年3月27日, 未评级公司基于市场共识, 资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测; *注: 汽车制造商平均和整体平均不含比亚迪股份

财务预测表

资产负债表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,581	17,774	15,450	16,269	17,380
现金及现金等价物	6,358	8,353	6,672	6,914	7,336
限制性银行存款	8	3	3	3	3
贸易应收款项	5,539	4,481	4,125	4,477	4,893
存货	3,242	3,280	2,992	3,218	3,491
其他流动资产	435	1,657	1,657	1,657	1,657
非流动资产	18,922	21,064	22,410	23,649	24,753
物业、工厂及设备	17,115	18,038	19,301	20,472	21,513
租赁土地及土地使用权	1,050	1,051	1,104	1,156	1,208
无形资产	277	376	410	432	450
其他非流动资产	479	1,600	1,594	1,588	1,582
总资产	34,503	38,839	37,860	39,918	42,134
流动负债	12,405	14,786	12,513	13,155	13,857
贸易应付款项	4,274	4,206	3,837	4,126	4,477
应付税费	332	265	265	265	265
短期贷款	7,153	9,526	7,623	7,975	8,327
其他流动负债	645	789	789	789	789
非流动负债	1,896	2,671	3,138	3,162	3,186
借款	1,247	1,193	1,660	1,684	1,708
递延所得税负债	160	161	161	161	161
其他非流动负债	489	1,317	1,317	1,317	1,317
负债合计	14,301	17,457	15,651	16,317	17,043
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	2,329	2,831	3,020	3,241	3,488
留存收益	9,163	9,841	10,479	11,651	12,893
股东应占权益	20,204	21,383	22,210	23,603	25,093
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
总权益	20,203	21,381	22,209	23,601	25,091
负债及权益合计	34,503	38,839	37,860	39,918	42,134

现金流量表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5,451	5,757	5,264	5,135	5,604
税前盈利	4,962	3,231	3,150	3,664	4,112
折旧摊销	1,631	1,792	2,078	2,172	2,300
营运资金变动	174	1,052	274	(288)	(339)
其他经营活动	(1,316)	(318)	(238)	(413)	(468)
投资活动现金流	(2,971)	(3,902)	(3,238)	(3,216)	(3,189)
资本支出	(3,430)	(2,655)	(3,342)	(3,342)	(3,342)
收购资产	(82)	(63)	(80)	(80)	(80)
投资变动	682	0	0	0	0
其他投资活动	(142)	(1,185)	184	206	232
筹资活动现金流	(3,080)	4	(3,707)	(1,678)	(1,993)
净借款	223	2,319	(1,437)	376	376
已付股息	(2,885)	(1,881)	(1,881)	(1,759)	(2,046)
其他融资活动	(418)	(433)	(389)	(295)	(323)
现金净增加额	(600)	1,859	(1,680)	241	422
汇兑损益	253	136	0	0	0
期末现金及现金等价物	6,358	8,353	6,672	6,914	7,336

利润表

单位: 人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	20,225	21,104	19,429	21,085	23,045
销售成本	(11,828)	(13,399)	(12,222)	(13,144)	(14,260)
毛利	8,397	7,705	7,206	7,940	8,785
分销成本	(1,468)	(1,482)	(1,360)	(1,476)	(1,613)
行政开支	(2,071)	(2,194)	(1,943)	(2,108)	(2,305)
研发开支	(888)	(813)	(758)	(822)	(899)
其他收入	147	182	117	127	138
其他损失	982	(13)	19	21	23
运营利润	5,098	3,385	3,282	3,681	4,130
财务收入	236	284	262	284	311
财务成本	(376)	(433)	(389)	(295)	(323)
财务净成本	(140)	(148)	(127)	(11)	(12)
应占合营企业利润	4	(6)	(5)	(6)	(6)
税前利润	4,962	3,231	3,150	3,664	4,112
应交所得税	(855)	(333)	(441)	(513)	(576)
本年利润	4,107	2,898	2,709	3,151	3,536
少数股东收益	13	0	0	0	0
股东应占利润	4,120	2,898	2,709	3,151	3,536
每股收益(人民币元)	1.64	1.16	1.08	1.26	1.41

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8.1%	4.3%	-7.9%	8.5%	9.3%
营业利润	37.4%	-33.6%	-3.0%	12.2%	12.2%
净利润	30.9%	-29.7%	-6.5%	16.3%	12.2%
获利能力					
毛利率	41.5%	36.5%	37.1%	37.7%	38.1%
经营利润率	25.2%	16.0%	16.9%	17.5%	17.9%
净利润率	20.4%	13.7%	13.9%	14.9%	15.3%
ROE	20.4%	13.6%	12.2%	13.4%	14.1%
ROA	11.9%	7.5%	7.2%	7.9%	8.4%
偿债能力					
资产负债率	41.4%	44.9%	41.3%	40.9%	40.4%
净负债比例	10.1%	11.1%	11.8%	11.6%	10.8%
流动比率	1.26	1.20	1.23	1.24	1.25
速动比率	0.99	0.98	1.00	0.99	1.00
营运能力					
资产周转天数	598	634	720	673	650
存货周转天数	96	89	94	86	86
应收账款周转天数	97	87	81	74	74
应付账款周转天数	128	116	120	111	110
每股资料(人民币元)					
每股收益	1.64	1.16	1.08	1.26	1.41
每股现金	2.53	3.33	2.66	2.76	2.92
每股净资产	8.05	8.52	8.85	9.41	10.00
每股派息	0.75	0.75	0.70	0.82	0.92
估值比率(x)					
P/E	9.5	13.5	14.5	12.4	11.1
P/B	1.9	1.8	1.8	1.7	1.6

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关系。

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>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

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