

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)

公司调研纪要: 平均售价提升空间大, 超前研发能力强

- 我们近日调研公司并与管理层进行交流
- 业务模式创新和新产品功能的应用, 决定了公司平均售价提升空间大, 持续性强。公司产品创新能力强, 源于强大的超前研发模式
- 预计贸易战对公司影响不大。维持买入评级及目标价29.0港元

平均售价提升空间大, 可持续性高

过去三年公司高端产品销售收入占比持续提升, 每年提升约1个百分点, 当前为32%。平均售价持续提升关键看新产品功能的应用, 当前上升动力是以包边玻璃为主, 未来新产品的逐步普及将成为提升售价动力, 包括: 1) Low-E玻璃因为舒适性好, 令汽车每年可省油3%, 节能环保方面市场广阔(注: Low-E玻璃在终端市场售价为6,000元人民币/套, 相当于公司产品当前售价的10倍); 2) HUD玻璃, 采用膜片成像技术, 不同于传统投影技术, 预计汽车实现智能驾驶后会大量应用。

产品创新力强, 源于超前于车企的研发模式

公司的研发不局限于汽车企业提出的研发需求, 而是凭借强大的技术能力, 向车企提供更超前的技术和产品方案, 引导车企的产品发展方向。车企在评估消费者接受度、汽车成本、汽车定价后决定是否生产与销售。此前公司的包边玻璃获得巨大成功, 主要源于公司将玻璃与饰条整合, 形成一体化的新业务模式, 公司既能提升单台车配套金额, 又帮助车企解决了汽车玻璃安装效率不高的问题。

贸易战对公司影响不大

根据公司管理层消息, 公司主要的美国客户汽车制造商已向政府申请进口关税豁免, 以避免贸易战影响其正常的汽车生产。因汽车玻璃供应商的门槛高, 车企根本不可能在短期内成为合格的供应商(注: 认证周期长, 通常要几年时间), 行业特性、行业地位决定了福耀很难被替代的地位。同时, 因汽车厂商在美国政府里面的位置相对其他行业要高, 预计美国车企获得关税豁免可能性较大。

资金管理与分红政策

根据管理层, 公司今年首次在中期业绩分红, 与公司今年现金流很好有关, 但对今后中报是否分红不作指引, 将会视乎公司业务发展和运营业绩而定。公司今年7-8亿美元现金主要是因为人民币贬值而录得较多汇兑收益, 未来仍会保留大量美元, 主要考虑到: 业务国际化发展的需要; 经济环境偏紧的时候现金为王, 应对多变的市场环境; 2019年人民币仍存在贬值预期。

盈利预测及估值

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	16,621	18,716	20,085	21,866	24,247
同比增长 (%)	22.5%	12.6%	7.3%	8.9%	10.9%
净利润	3,143	3,148	4,172	4,446	5,020
同比增长 (%)	20.7%	0.2%	32.5%	6.6%	12.9%
每股盈利 (元)	1.25	1.25	1.66	1.77	2.00
每股股息 (元)	0.75	0.75	0.99	1.06	1.20
市盈率 (x)	17.7	17.7	13.3	12.5	11.1
市净率 (x)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2
ROE (%)	17.4%	16.6%	19.8%	19.4%	20.1%

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

梁勇活 童颖
+86 755 8290 4571 +86 755 8323 5354
liangy6@cmschina.com.cn tongy@cmschina.com.cn

最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$25.1
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$29.0 (+16%)
前次目标价:	HK\$29.0

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3606 HK	(12.0)	(3.9)	(15.1)
恒生指数	(1.7)	(12.7)	(8.7)

行业: 汽车汽配

恒生指数	26148
国企指数	10633

重要数据

52周股价区间 (港元)	21.8-35.0
港股市值 (百万港元)	12691
日均成交量 (百万股)	1.71
每股净资产 (港元)	7.58

主要股东

陈凤英	21.83%
三益发展有限公司	19.5%
河仁慈善基金会	14.48%
Matthews International Capital Management, LLC	11.98%
流通股 (百万股)	506

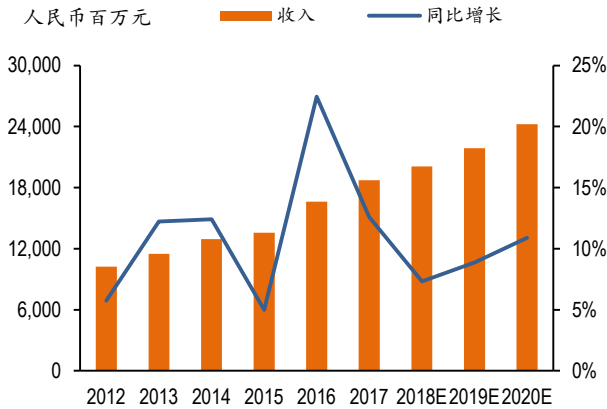
资料来源: 贝格数据

相关报告

1. 福耀玻璃 (3606 HK) - 国内收入受累行业景气度, 海外业务保持高速增长 2018/10/28
2. 福耀玻璃 (3606 HK) - 上半年海外业务持续向好, 汇兑增厚利润 2018/8/21

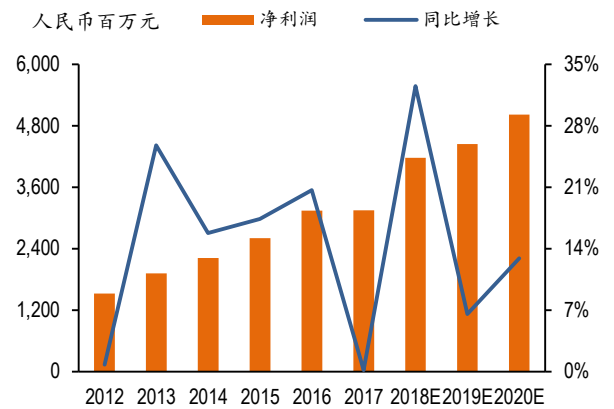
重点图表

图1: 公司营业收入及增长率



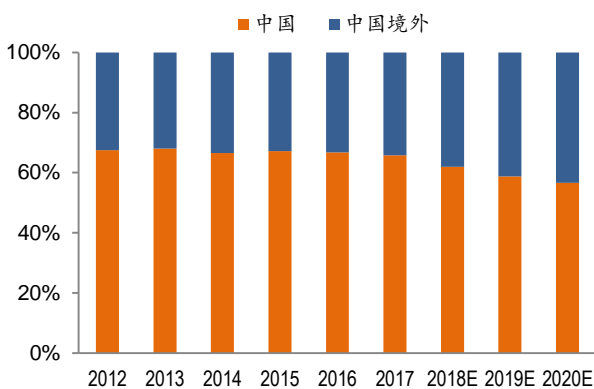
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 公司净利润增长



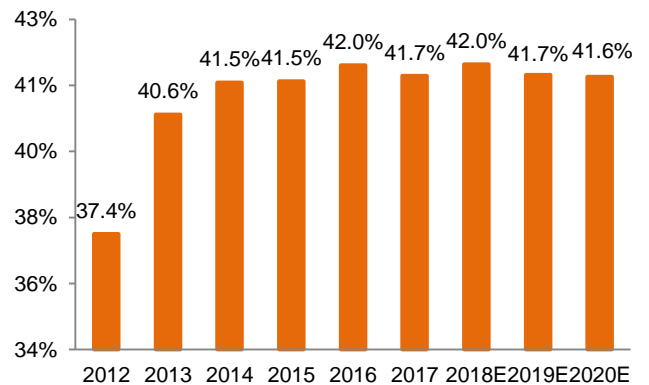
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 公司海外市场收入占比上升



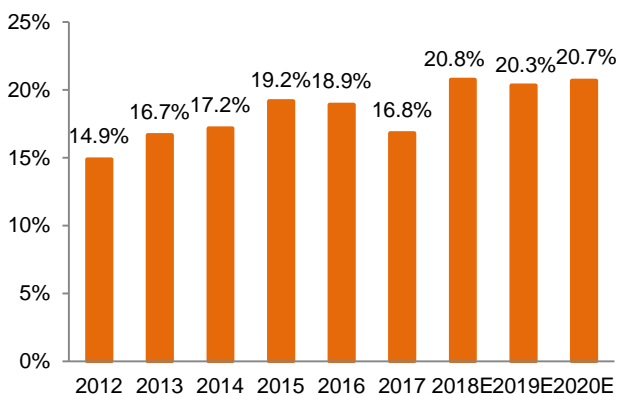
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图4: 公司毛利率



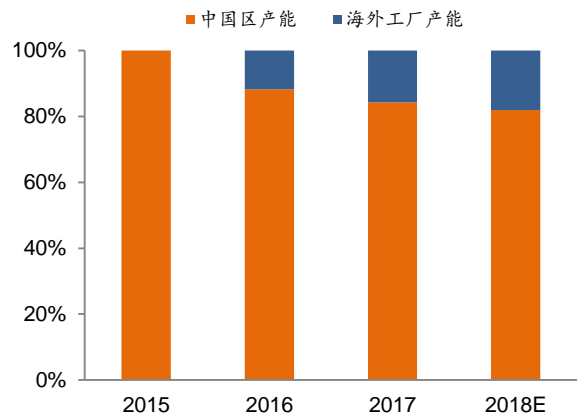
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

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)

行业估值比较

公司	彭博 代码	价格 货币	价格 评级	目标价	市值 (百万美元)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE (%)		PEG(x)		股息收益率(%)		
						2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	
汽车制造商																
华晨中国	1114 HK	HKD	中性	7.3	8.0	4,683	4.9	3.9	1.0	0.8	20.2	20.7	0.1	0.2	2.2	2.8
吉利汽车	175 HK	HKD	买入	15.4	21.0	17,702	9.2	7.6	2.7	2.1	29.7	27.9	0.3	0.4	3.3	3.9
广州汽车	2238 HK	HKD	未评级	8.5	n.a	15,011	6.1	5.4	1.0	0.9	16.5	16.3	0.1	0.5	5.2	5.6
长城汽车	2333 HK	HKD	中性	4.7	3.6	7,295	7.9	7.1	0.7	0.6	8.7	9.0	-1.7	0.6	3.8	4.3
东风集团	489 HK	HKD	未评级	8.0	n.a	8,846	4.2	4.1	0.5	0.4	12.7	11.5	0.7	2.7	4.3	4.4
北京汽车	1958 HK	HKD	买入	4.4	6.0	4,525	4.8	3.8	0.7	0.6	13.7	15.5	n.a	0.1	7.1	8.2
庆铃汽车	1122 HK	HKD	未评级	2.1	n.a	661	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
潍柴动力	2338 HK	HKD	未评级	8.4	n.a	8,679	7.9	8.3	1.5	1.3	19.8	16.7	0.0	n.a	6.1	5.3
平均							6.4	5.8	1.1	1.0	17.3	16.8	-0.1	0.7	4.6	4.9
汽车经销商																
中升控股	881 HK	HKD	买入	15.3	20.0	4,438	8.0	6.6	1.6	1.3	20.3	20.3	0.6	0.3	2.5	3.1
正通汽车	1728 HK	HKD	买入	3.8	4.3	1,184	5.8	4.9	0.7	0.7	12.6	13.4	0.9	0.2	3.8	4.5
宝信汽车	1293 HK	HKD	未评级	1.8	n.a	639	5.3	4.4	0.6	0.5	10.9	11.9	0.1	0.2	4.1	4.7
和谐汽车	3836 HK	HKD	中性	3.1	3.0	600	6.6	5.9	0.6	0.6	9.4	9.5	n.a	n.a	2.6	2.9
永达汽车	3669 HK	HKD	未评级	4.4	n.a	1,028	4.5	3.6	0.7	0.6	16.5	17.8	0.1	0.1	6.7	7.9
大昌行	1828 HK	HKD	未评级	2.8	n.a	676	5.4	4.8	0.5	0.4	9.0	9.5	0.1	0.4	7.5	8.2
平均							6.0	5.0	0.8	0.7	13.1	13.7	0.3	0.3	4.5	5.2
汽车零部件																
福耀玻璃	3606 HK	HKD	买入	25.1	29.0	8,240	13.3	12.5	2.6	2.4	19.8	19.4	0.4	1.9	4.5	4.8
敏实集团	425 HK	HKD	买入	27.6	28.2	4,047	12.9	11.2	2.2	2.0	16.9	17.7	1.8	0.7	3.3	3.8
耐世特	1316 HK	HKD	未评级	11.6	n.a	3,734	10.0	9.0	2.2	1.8	23.5	21.6	0.4	0.8	2.1	2.3
平均							12.1	10.9	2.3	2.1	20.0	19.6	0.9	1.2	3.3	3.6
整体平均							7.3	6.5	1.2	1.1	16.2	16.2	0.3	0.7	4.3	4.8

收盘价截至2018年11月7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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	14,951	15,006	16,525	18,237	20,489
现金及现金等价物	7,199	6,704	7,642	8,561	9,769
限制性银行存款	12	24	24	24	24
贸易应收款项	4,952	5,198	5,578	6,073	6,734
其他应收款项	0	0	0	0	0
存货	2,786	2,975	3,175	3,474	3,856
其他流动资产	2	105	105	105	105
非流动资产	14,929	16,711	17,663	18,468	19,191
物业、工厂及设备	13,416	14,990	15,862	16,584	17,224
租赁土地及土地使用权	1,026	983	1,077	1,172	1,265
无形资产	157	144	130	118	107
其他非流动资产	329	594	594	594	594
总资产	29,880	31,717	34,188	36,706	39,680
流动负债	9,711	9,679	10,935	11,690	12,560
贸易应付款项	3,585	4,040	4,313	4,718	5,236
应付税费	435	201	201	201	201
短期贷款	5,672	5,388	6,372	6,722	7,073
其他流动负债	20	50	50	50	50
非流动负债	2,116	3,020	2,125	2,147	2,170
借款	1,574	2,510	1,615	1,637	1,660
递延所得税负债	80	76	76	76	76
其他	462	435	435	435	435
负债合计	11,827	12,699	13,060	13,837	14,730
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	1,752	1,730	1,840	1,939	2,009
留存收益	7,585	8,573	10,572	12,213	14,224
股东应占权益	18,048	19,014	21,123	22,863	24,944
少数股东权益	5	4	5	5	6
总权益	18,052	19,019	21,128	22,868	24,950
负债及权益合计	29,880	31,717	34,188	36,706	39,680

现金流量表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,532	4,658	4,854	5,161	5,561
税前盈利	3,919	3,679	5,028	5,358	6,049
折旧摊销	1,201	1,348	1,498	1,647	1,730
营运资金变动	-638	136	-308	-388	-524
其它	-950	-504	-1,363	-1,456	-1,693
投资活动现金流	-3,068	-3,376	-1,983	-1,968	-1,948
资本支出	-3,538	-3,403	-2,370	-2,370	-2,370
收购资产	-11	-174	-121	-121	-121
投资变动	213	148	148	148	148
其他	268	53	360	374	394
筹资活动现金流	424	-1,456	-1,933	-2,274	-2,404
净借款	2,460	660	89	372	374
已付股息	-1,881	-1,881	-1,881	-2,493	-2,657
其他融资活动	-154	-234	-141	-153	-121
现金净增加额	888	-173	938	919	1,208
期末现金及现金等价物	7,199	6,704	7,642	8,561	9,769

利润表

单位: 人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	16,621	18,716	20,085	21,866	24,247
销售成本	-9,649	-10,918	-11,655	-12,750	-14,151
毛利	6,973	7,798	8,430	9,116	10,095
分销成本	-1,185	-1,274	-1,346	-1,421	-1,552
行政开支	-1,674	-1,803	-1,808	-1,859	-2,037
研发开支	-728	-803	-763	-743	-800
其他收入	90	188	202	220	244
其他损失	494	-394	291	22	24
运营利润	3,970	3,711	5,006	5,335	5,975
财务收入	107	157	168	183	203
财务成本	-158	-182	-141	-153	-121
财务净成本	-51	-26	28	30	82
税前利润	3,919	3,679	5,028	5,358	6,049
应交所得税	-777	-531	-855	-911	-1,028
本年利润	3,142	3,148	4,173	4,447	5,020
少数股东收益	-1.5	-0.5	-0.7	-0.7	-0.8
股东应占利润	3,143	3,148	4,172	4,446	5,020

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	22.5%	12.6%	7.3%	8.9%	10.9%
营业利润	23.8%	-6.5%	34.9%	6.6%	12.0%
净利润	20.7%	0.2%	32.5%	6.6%	12.9%
获利能力					
毛利率	42.0%	41.7%	42.0%	41.7%	41.6%
经营利润率	23.9%	19.8%	24.9%	24.4%	24.6%
净利润率	18.9%	16.8%	20.8%	20.3%	20.7%
ROE	17.4%	16.6%	19.8%	19.4%	20.1%
ROA	10.5%	9.9%	12.2%	12.1%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	40.0%	38.2%	37.7%	37.1%
净负债比例	0.3%	6.3%	1.6%	-0.9%	-4.2%
流动比率	1.54	1.55	1.51	1.56	1.63
速动比率	1.25	1.24	1.22	1.26	1.32
营运能力					
资产周转天数	222	222	222	225	232
存货周转天数	100	96	96	95	95
应收账款周转天数	96	99	98	97	96
应付账款周转天数	123	127	131	129	128
每股资料 (人民币元)					
每股收益	1.25	1.25	1.66	1.77	2.00
每股现金流	2.87	2.67	3.05	3.41	3.89
每股净资产	7.19	7.58	8.42	9.11	9.94
每股派息	0.75	0.75	0.99	1.06	1.20
估值比率(x)					
P/E	17.7	17.7	13.3	12.5	11.1
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2

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。

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。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