

福耀玻璃-H (3606 HK)

产能提升进度理想;生产成本可控

- ❖ **投资要点:** 福耀玻璃是中国最大的汽车玻璃生产商,我们相信公司将受惠国内汽车销售的稳定增长。此外,我们相信海外市场将成为增长动力。我们从最近跟管理层的沟通中了解到公司在中国及美国的产能扩张进度均保持理想,我们预期新的产能将有助公司于 2018E-2019E 保持中双位数的销售量增长。此外,我们预期毛利率有进一步扩张的空间,主要由于现时公司保持满负荷生产和销售,以及纯碱价格自位回落。福耀现价分别相当于 2017E 及 2018E 的 22x 及 18x 市盈率。
- ❖ **海外产能提升进度理想。** 福耀于美国的生产线(2期:可供应汽车玻璃予 250 万辆汽车)早前完成安装,管理层预计于今年二月份可以开始运营。如果加上已投运的 1 期生产线(约 300 万辆),公司于美国的玻璃产量将达到可供应 550 万辆汽车。福耀美国业务于 6 月份开始录得盈利,我们预期去年全年美国业务将录得微利、并于今年录得较显著的利润。在俄罗斯,福耀现时拥有两条生产线,可供应汽车玻璃予 130 万辆汽车,公司预期一半销售于当地市场,另一半销售至欧洲地区。
- ❖ **国内产能进一步拉动增长。** 福耀计划于苏州兴建两条汽车玻璃生产线,总产能可供应 400 万辆汽车。一期为 200 万辆,管理层预期将于今年年底完成;二期同样为 200 万辆,将于今年后兴建。完成以上产能建设后,福耀计划未来数年每年增加产能 200 万辆的生产线。
- ❖ **每辆汽车对玻璃的使用量将进一步增加。** 福耀指每辆汽车平均使用 4.05 平方米的汽车玻璃,预期未来平均使用量会上升,主要由于国内 SUV(配备天窗)销售上升所拉动。
- ❖ **生产良率高;原材料成本下降。** 通过持续改善的生产流程,福耀的生产良率超过 90%。现时福耀的浮法玻璃供应超过 80% 汽车玻璃的生产,有助降低浮法玻璃价格上涨的压力。浮法玻璃占汽车玻璃生产成本的 30%,而浮法玻璃的主要成本分别为能源(主要是管道天然气)及纯碱,分别占 36% 及 14%。管理层表示近日在国内的气荒对公司的运营没有影响,主要由于公司生产基地所在的江苏、重庆及内蒙并未受到供应短缺的影响。另一方面,最近纯碱价格自去年 12 月初的高峰回落近 6-7%,有助降低生产成本。
- ❖ **资本开支。** 福耀于 2017 年的资本开支预期计为 37 亿人民币。未来每条生产线(200 万辆)的资本开支预计为 12 亿人民币,当中 7 亿用于汽车玻璃、5 亿用于浮法玻璃。此外,恒常的资本开支每年预计为 16 亿。
- ❖ **风险因素:** 1) 汽车需求转弱; 2) 原材料价格上升。

财务资料

(YE Dec 31)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万元人民币)	12,928	13,573	16,621
净利润(百万元人民币)	2,219	2,605	3,143
EPS(元人民币)	1.11	1.10	1.25
EPS变动(%)	15.8	(1.1)	14.3
市盈率(x)	24.4	26.2	22.9
EV/EBITDA(x)	16.8	14.8	12.0
市帐率(x)	6.2	4.4	4.0
股息率(%)	2.8	2.6	2.6
权益收益率(%)	26.6	20.6	18.2
净财务杠杆(%)	45.8	净现金	0.2

数据来源:公司及招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$33.85

冯键嵘, CFA

电话: (852) 3900 0826

邮件: waynefung@cmbi.com.hk

中国设备行业

市值(百万港元)*	84,917
3月平均流通量(百万港元)	46.5
52周内股价高/低(港元)	35.0/22.3
总股本(百万)	2,509

注:以 H 股股价计算

数据来源:彭博

股东结构

曹德旺	17.4%
Matthews International Capital Management	2.5%
Commonwealth Bank of Australia	2.0%
Mawer investment Management	1.4%
自由流通(A股)	64.2%
自由流通(H股)	14.3%

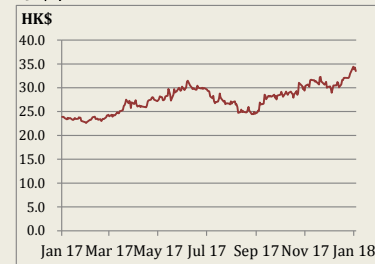
数据来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.8%	2.1%
3-月	16.1%	6.7%
6-月	18.8%	-2.3%

数据来源:彭博

股价表现



数据来源:彭博

审计师: PwC

公司网站: www.fuyaoigroup.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。