睿智投資

福耀玻璃-H (3606 HK)

產能提升進度理想；生產成本可控

- **投資要點**：福耀玻璃是中國最大的汽車玻璃生產商，我們相信公司將受惠國內汽車銷售的穩定增長。此外，我們相信海外市場將成為增長動力。我們從最近跟管理層的溝通中了解到公司在中國及美國的產能擴張進度均保持理想，我們預期新的產能將有助公司於 2018E-2019E 保持中雙位數的銷售量增長。此外，我們預期毛利率有進一步擴張的空間，主要由於現時公司保持滿負荷生產和銷售，以及純鹼價格自位回落。福耀現價分別相當於 2017E 及 2018 的 22x 及 18x 市盈率。

- **海外產能提升進度理想。**福耀於美國的生產線(2 期: 可供應汽車玻璃予 250 萬輛汽車) 早前完成安裝，管理層預計於今年二月份可以開始運營。如果加上已投運的 1 期生產線(約 300 萬輛)，公司於美國的玻璃產量將達到可供應 550 萬輛汽車。福耀美國業務於 6 月份開始錄得盈利，我們預期去年全年美國業務將錄得微利、並於今年錄得較顯著的利潤。在俄羅斯，福耀現時擁有兩條生產線，可供應汽車玻璃予 130 萬輛汽車，公司預期一半銷售於當地市場，另一半銷售至歐洲地區。

- **國內產能進一步拉動增長。**福耀計劃於蘇州興建兩條汽車玻璃生產線，總產能可供應 400 萬輛汽車。一期為 200 萬輛，管理層預期將於今年年底完成；二期同樣為 200 萬輛，將於今年後興建。完成以上產能建設後，福耀計劃未來數年每年增加產能 200 萬輛的生產線。

- **每輛汽車對玻璃的使用量將進一步增加。**福耀指每輛汽車平均使用 4.05 平方米的汽車玻璃，預期未來平均使用量會上升，主要由於國內 SUV(配備天窗)銷售上升所拉動。

- **生產良率高；原材料成本下降。**通過持續改善的生產流程，福耀的生產良率超過 90%。現時福耀的浮法玻璃供應超過 80%汽車玻璃的生產，有助降低浮法玻璃價格上漲的壓力。浮法玻璃佔汽車玻璃生產成本的 30%，而浮法玻璃的主要成本分別為能源(主要是管道天然氣)及純鹼，分別佔 36%及 14%。管理層表示近日在國內的氣荒對公司的運營沒有影響，主要由於公司生產基地所在的江蘇、重慶及內蒙並未受到供應短缺的影響。另一方面，最近純鹼價格自去年 12 月初的高峰回落近 6-7%，有助降低生產成本。

- **資本開支。**福耀於 2017 年的資本開支預期計為 37 億人民幣。未來每條生產線(200 萬輛)的資本開支預計為 12 億人民幣，當中 7 億用於汽車玻璃、5 億用於浮法玻璃。此外，恆常的資本開支每年預計為 16 億。

- **風險因素：**1）汽車需求轉弱；2）原材料價格上升。

財務資料

(YE Dec 31)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額(百萬元人民幣)	12,928	13,573	16,621
淨利潤(百萬元人民幣)	2,219	2,605	3,143
EPS (元人民幣)	1.11	1.10	1.25
EPS 變動 (%)	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
市帳率 (x)	6.2	4.4	4.0
股息率 (%)	2.8	2.6	2.6
權益收益率 (%)	26.6	20.6	18.2
淨財務杠杆 (%)	45.8	淨現金	0.2

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK$33.85

馮鍵嶸, CFA
電話: (852) 3900 0826
郵件: waynefung@cmbi.com.hk

中國設備行業

市值(百萬港元)*	84,917
3 月平均流通量 (百萬港元)	46.5
52 周內股價高/低 (港元)	35.0/22.3
總股本 (百萬)	2,509

注：以 H 股股價計算
資料來源: 彭博

股東結構

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%

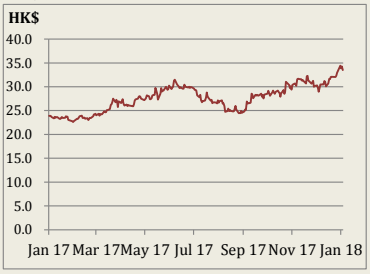
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.8%	2.1%
3-月	16.1%	6.7%
6-月	18.8%	-2.3%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.fuyaogroup.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點幷無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）幷沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸幷不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。