

證券業務部每周證券評論

福耀玻璃工業集團股份有限公司 (股份代號:03606)

Fuyao Glass Industry Group Co., Ltd.

12 JUN 2017

目標價 \$36.85

公司簡介

重點財務數據

(截至31/12/2016止)

每股基本盈利	人民幣1.25元
全年每股股息	人民幣0.265元
市盈率(x)	17.22
市帳率(x)	3.82
派息比率	60%

資料來源:

彭博、福耀玻璃工業集團股份有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

福耀玻璃工業集團股份有限公司(以下稱“福耀玻璃”或“集團”)，集團於1987年成立，於1993年在上海證券交易所主牌上市，其A股代號為600660.SH；而集團並於2015年3月31日於香港聯合交易所主板成功掛牌上市。集團主要為各種交通運輸工具提供安全玻璃全解決方案，包括汽車級浮法玻璃、汽車玻璃、機車玻璃相關的設計、生產、銷售及服務，集團的經營模式為全球化研發、設計、製造、配送及售後服務，奉行技術領先和快速反應的品牌發展戰略，與客戶一道同步設計、製造、服務、專注於產業生態鏈的完善，系統地、專業地、快速地響應客戶日新月異的需求，為客戶創造價值。福耀玻璃已在中國16個省市以及美國、俄羅斯、德國、日本、韓國等9個國家和地區建立現代化生產基地，可向客戶提供「即時供貨」的服務。亦已成為全球最具規模的汽車玻璃專業供應商，集團向中國、美國、英國、香港、德國、日本等多個國家及地區的配套及配件客戶銷售汽車玻璃。集團的配套客戶包括全球前二十大汽車生產商（按產量計），如豐田、大眾、通用汽車、福特、現代等，以及中國前十大乘用車生產商（按產量計），如上汽通用、一汽大眾、上海大眾、北京現代、東風日產等（均為全球前二十大汽車製造商所運營的聯屬公司或合營企業）。集團為上述的汽車生產商提供全球OEM配套服務和汽車玻璃全套解決方案，已被各大汽車製造企業評為“全球優秀供應商”。

業績回顧 (截至31/03/2017止)

按中國會計準則，截止2017年3月31日止的3個月，集團的營業收入同比增長17.7%至41.985億元(人民幣·下同)；股東應佔溢利同比增長18.8%至6.93億元；扣除非經常性損益的股東應佔溢利同比增長17.9%至6.85億元；每股基本盈利同比增長21.74%至0.28元。集團的現金及現金等價物為72.94億元，較上期多增7.72億元。

財務方面，截止2016年12月31日止，集團總資產為298.80億元，較2015年12月31日的248.41億元增長20.3%；總負債為118.27億元，較2015年12月31日的84.12億元增長40.6%；集團持有的現金及現金等價物為71.99億元，較去年底的59.05億元增長21.9%；集團的資本負債比率(期終債務淨額除以總資本·債務淨額等於即期與非即期借款之和減現金及現金等價物·總資本等於債務淨額與總權益之和)為0.26%，較去年底的負7.8%提升了8.0個百分點；集團的流動比率為1.54x，較2015年12月31日的1.76x的流動比率下跌了0.22x。

圖表一

業績	截至03月31日止3個月		
	2017	2016	變動%
人民幣千元			
收入	4,197,598	3,567,039	17.7%
股東應佔利潤	692,879	583,071	18.8%
扣除非經常性損益的股東應佔溢利	685,237	580,994	17.9%
人民幣千元	2016年12月31日	2015年12月31日	變動%
流動比率(x)	1.54	1.76	(0.22)
現金及現金等價物	7,198,834	5,905,158	21.9%
資產負債率(%)	0.3%	-7.8%	8.0%

資料來源: 福耀玻璃工業集團股份有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分部收入及業績					
截至12月31日止12個月					
2016		2015			
地區收入(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
中國境內	66.0%	10,974,910	66.8%	9,067,998	21.0%
其他國家	34.0%	5,646,426	33.2%	4,505,497	25.3%
總計	100.0%	16,621,336	100.0%	13,573,495	22.5%
截至12月31日止12個月					
2016		2015			
分部收入(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
汽車玻璃	97.1%	16,145,326	96.8%	13,137,757	22.9%
浮法玻璃	16.4%	2,729,026	18.3%	2,485,240	9.8%
其他	2.4%	404,319	3.4%	461,607	-12.4%
集團內銷售	-16.0%	(2,657,335)	-18.5%	(2,511,109)	5.8%
總計	100.0%	16,621,336	100.0%	13,573,495	22.5%
截至12月31日止12個月					
2016		2015			
分部毛利(人民幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	變動%
汽車玻璃	85.2%	5,939,103	85.4%	4,813,791	23.4%
浮法玻璃	11.5%	798,783	10.2%	576,822	38.5%
其他	3.4%	234,835	4.3%	244,367	-3.9%
總計	100.0%	6,972,721	100.0%	5,634,980	23.7%
截至12月31日止12個月					
2016		2015			
分部毛利率	毛利率(%)	毛利率(%)	變動%		
汽車玻璃	36.8%	36.6%	0.1%		
浮法玻璃	29.3%	23.2%	6.1%		
其他	58.1%	52.9%	5.1%		
總計	42.0%	41.5%	0.5%		

資料來源: 福耀玻璃工業集團股份有限公司

1. 分部業績 (圖表二)。集團去年的營業收入同比增長 22.5%至 166.21 億元,增長主要由於汽車玻璃收入增加所致;毛利同比增長 23.7%至 69.73 億元;毛利率較 2015 年同期的 41.5%提升了 0.4 個百分點至 42%;股東應佔溢利同比增長 20.7%至 31.43 億元。

2016 年集團的三大分部及地域分部的收入及營運表現如下:

按地域看

中國境內: 佔集團整體收入 66%的中國境內,其去年的營業收入同比增長 21%至 109.75 億元,毛利率為 43.7%較 2015 年提升 0.78 個百分點;

其他國家: 佔集團整體收入 34%的其他國家,其去年的營業收入同比增長 25.3%至 56.46 億元,毛利率為 38.6%較 2015 年減少 0.13 個百分點。

按產品分類看

汽車玻璃分部: 佔集團整體收入 97.1%的汽車玻璃分部,其去年的營業收入同比增長 22.9%至 161.45 億元。分部的毛利同比增長 23.4%至 59.39 億元,毛利率為 36.8%較 2015 年同期的 36.6%提升了 0.1 個百分點。其中,生產量同比增長 15.3%至 107.21 萬平方米,銷售量同比

增長 15.13%至 105.93 萬平方米;

浮法玻璃分部: 佔集團整體收入 16.4%的浮法玻璃分部,其去年的營業收入同比增長 9.8%至 27.29 億元,分部的毛利同比增長 38.5%至 7.99 億元,毛利率為 29.3%較 2015 年同期的 23.2%提升了 6.1 個百分點。其中,生產量同比增長 5.4%至 117.82 萬平方米,銷售量同比增長 10.13%至 114.97 萬平方米。;

其他: 佔集團整體收入 2.4%的其他分部,其去年的營業收入同比下跌 12.4%至 4.04 億元,分部的毛利同比下跌 3.9%至 2.35 億元,而毛利率為 58.1%較 2015 年同期的 52.9%提升了 5.1 個百分點。

2. 全球化的佈局。集團自 2014 年已開始著手全球化的佈局。2014 年進軍美國市場,與美國 PPG 工業公司簽訂協議,以 5600 萬美元收購美國 PPG 於美國伊利諾伊州的 Mt.Zion 工廠資產,其中包括土地、廠房、建築物、兩條浮法玻璃生產線設備、廠內鐵路線資產和配套設施等。在資產交接後,福耀美國公司將對其進行升級改造,成為兩條年產共 30 萬噸的汽車級優質浮法玻璃生產線,產品將全面滿足福耀美國公司在俄亥俄州汽車玻璃生產項目的原材料需求,進一步完善產業鏈和發揮協同效應,降低成本。而集團經過 10 個月的時間將收購回來的生產線升級和改造項後,於 2015 年 6 月開始投產,改造後的生產線日熔化量將各達 600 噸,可生產滿足汽車玻璃要求的各種厚度和顏色的浮法玻璃。集團近年積極加大海外拓展步伐,位於美國俄亥俄州 Moraine 的全球最大汽車玻璃工廠去年 10 月已正式投產,年產能逾 450 萬套,預計將為美國汽車市場提供四分之一的玻璃配套需求。除現有已投產的產能外,集團已表示會於今年底前會投資 10 億美元在美國設廠,而集團主席曹德旺於俄亥俄州 Moraine 工廠開幕時表示,福耀玻璃已開始翻新密歇根州 Plymouth 工廠,並表示該廠將於明年底啟用。即 Plymouth 工廠翻新後將會進一步提升集團於美國工廠的生產能力及其之間的協同效應。

在歐洲地區方面,為滿足歐洲市場的需求,集團於早年在俄羅斯卡盧加州投資建設年產 100 萬套汽車玻璃專案,並於 2015 年上半年開始大批量生產,目前已通過大眾、通用、日產等汽車廠商配套資質認證,該工廠已開始步入良性發展軌道。而集團於德國海德堡工廠的建設亦已動工。集團亦表示今年將在德國和俄羅斯進一步投資 1.3 億美元,以涉足更多海外高端市場。

投資要點及利好因素

集團在美洲、歐洲市場已佈局，美國已有 550 套玻璃產能已投產，歐洲俄羅斯亦有 100 萬套玻璃產能，而德國的產能亦在建設當中，集團又表示會繼續加大於美國及歐洲的投資。2016 年度，福耀玻璃美國有限公司實現收入 10,443.95 萬美元，淨虧損 4,161.05 萬美元。今年第一季度的虧損見進一步收窄，預計今度福耀玻璃美國有限公司將會步入收成期。經過多年的投資，集團於美國玻璃工廠 550 萬套的規模已投產，能為更快更便利地滿足美國汽車生產高客戶的需求，有利取得更多海外客戶的訂單，提升集團於全球汽車玻璃市場的佔有率。

國內方面，集團於國內有 2900 萬套汽車玻璃產能及 96 萬噸的浮法玻璃的產能，目前仍在蘇州及天津興建生產基地，預計兩大廠房會於今年落成，屆時會將為集團增加 500 萬套的汽車玻璃產能及 45 萬套的浮法玻璃產能，提升幅度為 30%和 47%。雖然現時內地的汽車銷量增速已有所減慢，但在消費升級及鼓吹綠色環保下，國內積極推動新能源汽車的使用，均有擴大對汽車玻璃的需求。集團在國內汽車玻璃配套市場份額占比達 60%以上，在更新換代的需求下，有助提升集團汽車玻璃的銷量。而集團亦積極加大研發投入，去年研發投入為 7.28 億元較 2015 年度增長 22.7%，佔集團的營業收入 4.4%，不斷加強對玻璃集成趨勢的研究，成立包邊事業部豐富產品線，推進高端化、優化產品結構，研發出附加值更高的全景天窗玻璃、HUD 抬頭顯示玻璃、隔音玻璃、夾絲加熱玻璃、放紅外線玻璃、憎水玻璃、超紫外隔絕玻璃等，滿足客戶不同汽車款式的需求。隨著中國經濟的發展，城鎮化水平的提升，居民收入的增長，消費能力的提升，以及道路基礎設施的改善，將持續為中國汽車市場增長提供動力，中國汽車工業及為汽車工業提供配套的本行業還有較大的發展空間。集團增加國內的汽車玻璃產能以迎合汽車行業的發展，滿足汽車行業的需求，同時亦有助提升集團的收入。

股價走勢

集團於 6 月 9 日的收市價為 \$31.50，股價按年升 77.17%。走勢上，集團股價由今年 2 月底時 24 元逐步升至上周五收入的 31.9 元的上市新高位置。現時 14 天相對強弱指數亦已升至 66.7037 的水平，股價亦已升至 10 天、20 天及 50 天移動平均線以上。而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，短期集團的股價或有於高位回吐的壓力。集團今年第一季業績好過市場預期，加上集團美國工廠的虧損已有所收窄，而俄羅斯工廠亦已步入良性發展軌道。全球化的佈局已打好基礎，集團於國內外的產能逐步增加，而國內業務亦十分穩定，相信隨著國內外市場對集團汽車玻璃和浮法玻璃的需求增加，未來集團會取得更多的訂單。建議投資可於 28 元附近的位置增持或吸納，集團未來的業務發展及收入值得憧憬。資料來源：彭博

估值預測

集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低水平。除內地的汽車玻璃產能外，集團現時亦已於美洲及歐洲地區完成基本的佈局，各大地區的產能落成後以滿足區內及周邊客戶的需求。而集團的全球化佈局，不單可快速回應海外客戶的需求，同時亦可減低集團為海外客戶供貨的生產成本，在貿易上亦可減低“反傾銷”及“反壟斷”的問題，有助集團在不同區域取得更多的訂單以提升集團於汽車玻璃市場的佔有率。從政策上看，今年 4 月 25 日，工信部、發改委、科技部聯合印發《汽車產業中長期發展規劃》的通知，通知指出到 2020 年，形成若干家超過 1000 億規模的汽車零部件企業集團，在部分關鍵核心技術領域具備較強的國際競爭優勢；到 2025 年，形成若干家進入全球前十的汽車零部件企業集團。集團於海外設廠迎合國家在汽車產業發展中長期規劃，同時亦能滿足產能“走出去”的國策。集團今年第一季度於美國工廠的虧損已見收窄，在規劃化生產下集團今年於美國的業務有望扭虧為盈，而歐洲地區集團俄羅斯的工廠亦步入良性發展軌道，加上德國工廠的籌建，相信隨著更多海外產能的投產，海外的業務有望成為集團的新增長動力。所以會將福耀玻璃的目標價定在 \$36.85 即相當於 22.64 市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有 16.98% 的潛在升幅。

資料來源：彭博

風險因素

- 集團業務遍歐美，匯率波動或會為集團的盈利帶來負面的影響
- 中國仍是集團的重要市場，國家正進行去除玻璃過剩產能，若政府提高去除過剩產能的目標，或會影響集團未來的收入
- 成本風險：天然氣價格若回升，會對集團的盈利造成壓力

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人仕並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。