



分析員: Kelvin Li

2015年3月19日

【新股研究】

福耀玻璃工業集團股份有限公司 (03606)

聯席保薦人	: 招商證券	瑞銀		
聯席全球協調人	: 招商證券	瑞銀	匯豐	高盛
聯席帳簿管理人及聯席牽頭經辦人	: 招商證券	瑞銀	匯豐	建銀國際
	摩根大通	中銀國際	法巴	

<p>全球發售股份數目: 439,679,000 股 H 股 (占擴大後股本 18%)</p> <p>香港發售股數: 43,968,000 股 H 股 (10%)</p> <p>國際配售股數: 395,711,600 股 H 股 (90%)</p> <p>超額配股權: 65,951,600 股 H 股</p> <hr/> <p>發售價: 每股 14.80 - 16.80 港元</p> <p>H 股市值: 65.073 億 - 73.866 億港元</p> <p>2014 年歷史市盈率(全面攤薄基準計): 10.4x-11.8x</p> <p>備考經調整有形資產淨值: 每股 7.04-7.38 港元</p> <p>僱員數目: 21,157 (於 2014 年 12 月 31 日)</p> <hr/> <p>香港公開發售日期: 2015 年 3 月 19 日 - 2015 年 3 月 24 日 中午</p> <p>收款銀行: 中國銀行(香港)</p> <p>香港證券登記處: 香港中央證券登記有限公司</p> <hr/> <p>上市日期: 2015 年 3 月 31 日</p>	<p>業務概覽:</p> <p>福耀玻璃(‘集團’)是一間現於上海證券交易所上市之汽車玻璃生產商, 股票編號為 600660。按 2013 年銷量計, 集團為中國最大之汽車玻璃生產商(市佔率 63%), 全球則排名第二(市佔率 20%)。</p> <p>集團產品目前銷售至國內外的 OEM 汽車玻璃市場和 ARG(售後維修)汽車玻璃市場。集團之客戶主要包括全球前二十大及中國前十大乘用車生產商。集團現時於中國 8 個省內經營 12 個汽車玻璃生產基地。海外方面, 集團於香港、美國、韓國、德國、日本、俄羅斯等六個國家/地區設有子公司, 並於俄羅斯卡盧加擁有一個汽車玻璃生產設施。</p>
--	--

□ 是次全球發售完成後股東架構:

• 曹德旺(集團主席)	16.50%
• 河仁慈善基金會 (A 股股東) (獨立第三方)	11.87%
• 耀華 - 由曹德旺持股 0.01%及其配偶陳鳳英持股 99.99%	1.40%
• 其他 A 股股東	52.23%
• 公眾 H 股股東	18.00%
	100.00%

本報告僅作參考資料之用, 本公司(東亞證券有限公司)並不會就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容, 均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據本公司認為可靠的資料而編制, 惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。於本報告編制之時, 本公司並未持有本報告內提及公司之任何權益, 惟東亞銀行集團之其他成員則可能不時持有本報告內提及公司之權益。

□ 所得款項用途：

是次全球發售所得淨額估計為 66.356 億港元 (基於發售價為每股 15.80 港元估算)。

	(百萬港元)
用作於美國俄亥俄州投資汽車玻璃生產線項目	2,322.4
用作於俄羅斯投資汽車級浮法玻璃生產線項目	1,990.7
用作於俄羅斯卡盧加投資建設汽車玻璃生產項目	995.3
用償還銀行貸款	663.6
用作一般營運資金	663.6

□ 財務資產概覽：

	截至 12 月 31 日年度		
	2012	2013	2014
	百萬元人民幣	百萬元人民幣	百萬元人民幣
收入	10,247.4	11,501.2	12,928.2
毛利	3,827.5	4,670.7	5,362.7
經營溢利	2,064.5	2,552.0	2,834.2
淨利潤	1,524.3	1,917.1	2,219.2
毛利率	37.4%	40.6%	41.5%
經營溢利率	20.1%	22.2%	21.9%
淨利潤率	14.9%	16.7%	17.2%
	2012 年末	2013 年末	2014 年末
淨負債比率	50.4%	42.3%	45.9%

□ 收入分佈(按產品類別)：

(百萬元人民幣)	2012 年		2013 年		2014 年	
汽車玻璃(OEM 客戶)	7,673.0	75%	9,014.9	78%	10,321.1	80%
汽車玻璃(售後市場客戶)	1,841.8	18%	1,897.1	17%	2,118.3	16%
小計	9,514.8	93%	10,912.0	95%	12,439.4	96%
浮法玻璃	2,271.8	22%	2,238.9	20%	2,129.7	17%
其他(主要為工程玻璃)	342.2	3%	429.5	4%	487.0	4%
減：內部浮法玻璃銷售	(1,881.4)	(18%)	(2,079.2)	(18%)	(2,127.9)	(17%)
總計	10,247.4	100%	11,501.2	100%	12,928.2	100%

□ 同業比較：

	福耀玻璃 (03606)		信義玻璃 (00868)		敏實集團 (00425)	
	2014 年	2015 年預計	2014 年	2015 年預計	2013 年	2014 年預計
毛利率	41.5%	未提供	25.2%	29.6%	33.0%	33.1%
市盈率	10.4x-11.8x	11.0x-12.5x (按保薦人估算)	13.6x	9.2x	12.6x	10.8x
市值(億港元)	65.07-73.87 (H 股)		184.71		152.83	

資源來源：路透

□ **優勢與發展機遇：**

- ✓ 中國與全球對汽車玻璃之需求估計於 2013 至 2018 年間將分別以年複合增長率 9.3%及 4.9% 上升。不過，彼等預計增長速度，將分別較其 2009 至 2013 年間的 12.6%及 9.0%之年複合增長率有所減慢。
- ✓ 集團為一家高負債公司，內地減息將有助減輕利息開支負擔。
- ✓ 按地區計，集團於往績期間約三分之一之銷售是來自海外市場，其客戶群之地區性分佈比例理想。
- ✓ 按招股價上限(16.80 港元)計，集團 H 股股價將較其 A 股股價出現約 15%之折讓。不過，投資者亦要注意集團之 A 股於過去跟隨內地股市飆升，其 A 股股價於過去一年已累積近一倍之升幅。
- ✓ 集團 H 股之估值大致與本港上市同業信義玻璃(00868)相近。不過，後者預期 2015 年將受惠內地浮法玻璃價格回升，其淨利預計將顯著回升。相反，福耀不會受惠於浮法玻璃價格上漲，因集團於 2014 年需要向外採購 24%之浮法玻璃原材料供應。
- ✓ 集團分別與八名投資者訂立基礎配售協議，包括高瓴基金(對沖基金)、Genesis Investment Management、CMI Financial (由中國民生投資所控制)、Gatherspring Ltd. (由 Haixia Capital Management 所控制)、中隆投資(由廣州汽車集團全資擁有)、ESAS Holding (土耳其私募基金)、綠地金融海外投資(由綠地集團所控制)及 7-Industries(私募基金)。上述投資者將合共認購 3.109 億美元之股份，約占集團擴大後股本中的 7.48%(假設超額配股權未獲行使及每股 15.80 港元定價)。該等認購股份將受上市後六個月之禁售期限制。

□ **劣勢與風險：**

- × 於往績期間，集團每年浮法玻璃之自給率介乎 76%至 87%。過去兩年內地浮法玻璃因產能過剩而下跌，令集團外購成本得以減輕。不過，由於內地貨幣政策轉趨寬鬆及產能過剩得到改善，浮法玻璃價格正逐步見底回升，集團於浮法玻璃外購之成本優勢正逐步消失。為此，集團目標於 2015 年底前將其浮法玻璃自給率提升至 90%水平，藉此減輕價格波動對成本所帶來之影響。
- × 集團正計劃擴充其俄羅斯生產設施之產能，亦準備於美國設立生產基地。自 1987 年成立以來，集團生產主要集中於國內，未來難以保證能有效地管理其海外生產設施及營運。

投資建議：中性

重要披露 / 分析員聲明 / 免責聲明

本報告為東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）之全資附屬機構 – 東亞證券有限公司（「東亞證券」）所編制。

主要負責本報告內容（不論全部或部分）之每一位元分析員申明 (i) 本報告內容準確反映其對本報告所提及的公司或證券所持的個人觀點；及 (ii) 其所得報酬與本報告所提及的意見或觀點並不構成任何直接或間接之關係。

本報告僅作參考資料之用，本公司無意就本報告作出任何要約或給予任何意見或提議。本報告或其中之任何內容，均不構成任何種類或形式之要約、邀請、宣傳、誘使或表述。本報告乃根據東亞證券認為可靠的資料而編制，惟本公司不會就該等資料的準確性及完整性提供任何保證。而本報告所載之資料及意見，乃反映本報告在發表之日有關分析員的見解，本報告中所載的意見可能會被修訂而本公司不會另行通知。本報告所提及的意見，並未考慮讀者之任何特定投資目標、財務狀況及任何特定需要，投資者須獨立思考，不應依賴本報告而作出其投資決定。投資涉及風險，投資者應小心作出投資決定。如有需要，並應向其他專業顧問尋求獨立的法律或財務意見。東亞證券有限公司及/或東亞銀行集團不會就任何人士因使用本報告或其內容而招致的任何直接或間接損失而負上任何責任。

于本報告編制之時，東亞證券並未持有本報告所提及的公司之任何權益，而東亞銀行與集團內之其他聯屬/聯營公司及/或有連絡人士，則可能不時持有本報告提及的公司權益。東亞銀行及其聯屬/聯營公司、有關的董事及/或員工均可能就本報告所提及的股份持倉、及/或就該等股份作出交易，及/或為該等公司提供/尋求提供經紀、投資銀行及其他銀行服務。

東亞銀行及/或其聯屬/聯營公司可能就本報告所提及之股份實益持有 1%或以上之任何普通股權益；並可能於過去 12 個月及/或未來 3 個月內，因向本報告所提及的公司提供投資銀行服務而向該公司 / 該等公司收取相關的報酬。

本報告並不擬向屬於任何司法管轄區的市民或居民，或其所在的任何人士或機構派發或供其使用，以致該等派發、刊載、提供或使用違反當地適用之法律或規例。