

股市

香港/内地

新股短评

公司报告

## 福耀玻璃 (3606 HK)

2015年3月19日

### 中国最大汽车玻璃生产商

- 在中国市场占支配地位。**按 2013 年的销售额计，公司在中国国产汽车玻璃市场和乘用车配套汽车玻璃市场的占有率分别为约 63% 及 72%，且是众多竞争对手中唯一一家专注于汽车玻璃的公司。公司生产基地布局全面且合理，降低运送到配套厂家的物流成本和损耗成本。公司在中国 8 个城市拥有 12 个生产基地，覆盖中国的所有汽车主要生产基地，布局数量高于竞争对手。
- 国内市场稳定增长。**国内汽车市场增速将逐渐放缓，但在经济增长、城镇化进程、道路密度提升等因素的驱动下，预计 2013 年至 2018 年，中国汽车销量仍将以 7.4% 的复合年增长率增长，而中国汽车玻璃需求量将以 9.3% 的复合年增长率增长。但由于公司在中国市场已占有最大的市场份额，预计未来可提升的空间不大。
- 国际市场扩张是公司未来主要增长点。**公司目前出口销售约占总收入的 33%，随着在俄罗斯和美国的两个各 1210 万平方米产能的汽车玻璃生产基地于 2015-2016 年投产，公司将从过去的出口模式改变为海外建基地的模式进行国际市场扩张，相信这种新模式能够帮助公司取得更大的海外市场份额。
- 俄罗斯市场具有潜在风险。**公司在建的俄罗斯生产基地主要为了配合长城、吉利等国内厂商在俄罗斯的整车厂。但由于俄罗斯经济下滑，汽车终端消费急剧下滑，销量、产能利用率可能低于预期。除此之外，卢布贬值或许也将对公司俄罗斯业务的利润带来一定影响。
- 建议认购。**公司在行业内具有明显优势，盈利能力较同业稳定，财务状况稳健，拥有持续的正经营现金流，而且最近的 4 年公司更是将股利支付率维持在了 50% 以上，以 2014 年 12 月 31 日 A 股收盘价计算的静态的 2013 年的分红对应的股息收益率达到 4.12%。估值方面，公司 H 股较 A 股有一定折让，作为行业龙头，同业相比亦不算贵，建议认购。

### 建议认购

#### 上市资料

	发行价为 14.80 港元	发行价为 16.80 港元
市值	459 亿港元	468 亿港元
2014 市盈率	10.6 倍	12.0 倍

\*招股书资料

#### 研究团队

(852) 2860 1101  
research@ebscn.hk

#### 招股摘要

发行价	14.80-16.80 港元
每手股数	400 股
每手金额	5,920-6,720 港元
发行股数	4.4 亿股
配售股数	4 亿股
公开发售股数	0.4 亿股
集资总额	65.1-73.9 亿港元
保荐人	招商证券、瑞银
公开招股日	2015 年 3 月 19 日至 3 月 24 日
定价日	2015 年 3 月 25 日
上市日	2015 年 3 月 31 日

#### 公司背景

公司是中国最大、世界第二大的汽车玻璃生产商。

#### 资金主要用途 (66.36 亿港元)

(以 15.80 港元计算-从发行新股 4.0 亿股)

35%	用于投资美国汽车玻璃生产线
45%	用于投资俄罗斯汽车玻璃生产线
10%	用于补充流动资金
10%	用于偿还银行贷款

## 公司综合收益表

(人民币千)	截至 12 月 31 日止年度		
	2012	2013	2014
营业额	10,247,391	11,501,210	12,928,182
销售及服务成本	(6,419,884)	(6,830,550)	(7,565,501)
毛利	3,827,507	4,670,660	5,362,681
其它收入	62,917	54,297	46,017
分销及销售开支	(778,540)	(876,776)	(982,165)
行政开支	(762,544)	(907,576)	(1,031,342)
其它开支	(236,461)	(388,758)	(517,924)
财务成本	(226,203)	(202,297)	(241,223)
合营企业损益	21,539	25,748	31,029
除税前溢利	1,862,071	2,378,591	2,638,344
所得税开支	(337,942)	(461,924)	(421,567)
年内亏损(盈利)	1,524,129	1,916,667	2,216,777
贵公司持有人	1,524,259	1,917,099	2,219,245
非控股权益	(130)	(432)	(2,468)

资料来源: 公司招股文件, 光证国际研究部

## 财务比率

	截止 12 月 31 日止年度		
	2012	2013	2014
收入增长	5.8%	12.2%	12.4%
净利润增长	0.8%	25.8%	15.7%
毛利率	37.4%	40.6%	41.5%
利息和税前净利润率	20.4%	22.4%	22.3%
净利润率	14.9%	16.7%	17.1%
利息覆盖比率	9.23	12.76	11.93
股权收益率	21.8%	24.4%	25.1%
总资产收益率	11.6%	13.1%	13.1%

资料来源: 公司招股文件, 光证国际研究

## 估值比较

股票代号	股价	市值 (亿港元)	市盈率(倍)		
			2013	2014	
福耀玻璃	3606 HK	14.80-16.80 HKD	459-468	12.2-13.9	10.6-12.0
福耀玻璃	600660 CN	15.63 CNY	459-468	16.3	14.1
南玻 A	000012 CN	10.87 CNY	227	14.7	20.1
信义玻璃	868 HK	4.71 HKD	185	5.5	13.5

# 所有价格以 2015 年 3 月 19 日收市价为准

资料来源: 彭博, 光证国际研究部

## 风险因素

- 公司面临原材料及燃料的供应和价格波动风险，该等商品的价格大幅或持续上涨可能会对公司产生重大不利影响。
- 汇率波动可能会对公司的业务构成不利影响。
- 美国及欧盟对俄罗斯及乌克兰人士及实体的制裁可能会对公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。

## 中国光大资料研究有限公司评级

买入	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 15%以上
增持	未来六个月的投资收益率领先相关行业指数 5%至 15%
持有	未来六个月的投资收益率与相关行业指数变动幅度相差-5%至 5%
减持	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 5%至 15%
沽出	未来六个月的投资收益率落后相关行业指数 15%以上

### 披露事项

在评论中，本公司并无拥有相当于所分析上市公司 1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关上市公司没有投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

### 分析员保证

负责制备本报告的分析员谨此保证：—

本报告谨反映分析员对调研标的公司及/或相关证券的个人观点及意见；分析员的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析员并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析员没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析员并非本报告的调研标的公司的主管及董事。

### 免责声明

本报告由中国光大资料研究有限公司所提供。本报告之内容不是为任何投资者的投资目标、需要及财政状况而编写。本报告期内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保证此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本报告期内之意见可随时更改而毋须事先通知任何人。中国光大数据研究有限公司并不会对任何人士因使用本报告而引起之直接或间接之损失负责。

中国光大资料研究有限公司不排除其员工及有关公司的员工对有关报告内容提及的投资工具及产品有其个人投资兴趣。

本报告乃属于中国光大资料研究有限公司之财产，未经本公司事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制、分发、传阅、广播或作任何商业用途。

本公司乃受香港证券及期货监察委员会所监管，并受香港证券及期货条例及有关附属条例约束。

地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 17 楼

联络电话：(852) 2860-1101