

福耀玻璃 (3606 HK)

新一輪成長週期開啟

中國 | 汽車零部件 | 首次覆蓋

中國最大、全球第二大的汽車玻璃生產商：福耀玻璃主要生產汽車玻璃，公司是目前中國最大，全球第二大的汽車玻璃製造商，以 2013 年銷量計，佔據中國汽車玻璃市場 63% 的份額，乘用車汽車玻璃 OEM 市場份額 72% 的份額，在全球汽車玻璃市場擁有 20% 的份額。

高效的運營管理帶來優異的盈利能力：公司自 2000 年以來跟隨國內汽車主機廠持續擴張，同時開拓國外市場，十四年來實現了主營收入快速、極穩健的成長，從 7.5 億元增長至 128 億元，年複合增長率 22.5%；淨利潤從 1.5 億元增長至 22 億元，年均複合增速 21%。公司近十年來的毛利率平均在 35% 以上，近三年維持在 40% 左右，淨利潤率平均接近 16%，ROE 平均在 30% 左右。

我們認為福耀玻璃擁有四大顯著競爭優勢：1) 良好的成本控制，供貨的及時性，與客戶穩定的合作關係。2) 靈活的生產模式，滿足“小批量多品種”，適應了全球汽車市場的發展趨勢特徵。3) 產品獲得四大車系認證以及國際配套客戶認可，且連續的研發投入形成的高端設計開發能力。4) 高效的公司治理體制。

海外市場為公司下一個核心目標：為爭取更大的成長空間，公司正計劃通過進一步拓展國際市場，目前在俄羅斯已建成一個汽車玻璃生產基地，並在美國及俄羅斯各在建立一個生產基地。2011、2012、2013 年度以及 2014 年，海外收入分別占營業收入總額的 31.5%、32.6%、32.0%、32.2% 及 33.5%。是次集資所得款項淨額約 62.1 億到 74 億港元之間。所得款項 80% 用於海外生產線的擴張。我們預計隨著俄羅斯和美國的生產線在未來兩年陸續投產，公司的海外收入貢獻有望快速增加，成為公司下一輪成長週期的有力引擎。

投資建議：公司近年來的分紅比率維持高位（超過 50%），海外擴張能夠使公司更充分銷售低廉的天然氣等能源成本，另外公司在低輻射建築玻璃等高毛利品種上也有望開拓客戶，在毛利率維持穩定增長的條件下，公司的新一輪業績成長空間再次打開。

我們預計公司 2015/2016/2017 年的每股盈利將分別至 1.15/1.36/1.61 元人民幣，首次覆蓋給予目標價 19.7 港元對應 2015/2016/2017 年各 13.3/11.4/9.6 倍預計市盈率，較招股價上限 16.8 元，有 17.3% 的潛在升幅，“增持”評級。。

27 March 2015

增持 (首次)

招股價 HKD 14.8 - 16.8

目標價 HKD 19.7

公司資料

普通股股東 (百萬股) :	2403
市值 (港幣百萬元) :	NA
52 周 最高價/最低價 (港幣元) :	NA / NA

主要股東 %

三益發展有限公司	15.57
河仁慈善基金會	11.56

股價表現 %

	1 個月	3 個月	1 年
福耀玻璃	NA	NA	NA
相對 HSI 指數	NA	NA	NA

股價 & HSI 指數

Source: aastock, Phillip Securities (HK) Research

財務資料

CNY mn	FY14	FY15E	FY16E	FY17E
Net Sales	12928	14587	16739	19474
Net Profit	2214	2810	3331	3929
EPS, HKD	1.11	1.17	1.36	1.61
P/E, x	12.0	11.3	9.7	8.2
BVPS, HKD	4.39	4.77	5.50	8.19
P/BV, x	3.0	2.8	2.4	1.6
DPS (HKD)	0.75	0.80	0.90	1.02
Div. Yield (%)	5.7%	6.1%	6.8%	7.7%

Source: Company reports, Phillip Securities Est.

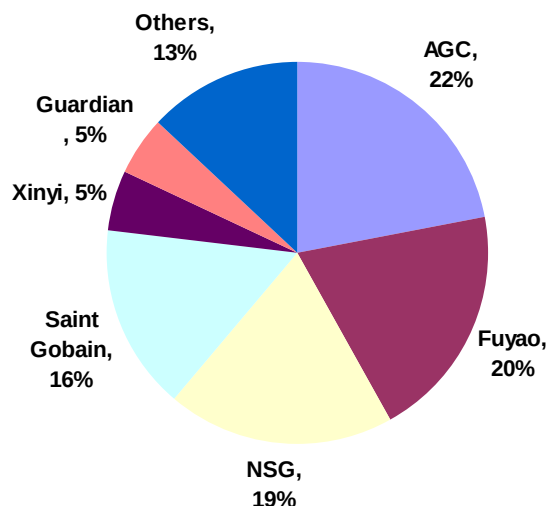
章晶 (+ 86 51699400-103)

zhangjing@phillip.com.cn

中國最大、全球第二大的汽車玻璃生產商

總部在福州的福耀玻璃主要生產汽車玻璃和浮法玻璃，約 96% 的收入來源於汽車玻璃，浮法玻璃主要用於自供。公司是目前中國最大，全球第二大的汽車玻璃製造商，以 2013 年銷量計，佔據中國汽車玻璃市場 63% 的份額，乘用車汽車玻璃 OEM 市場份額 72% 的份額，接近第二名至第六名市場份額總和的兩倍；在全球汽車玻璃市場擁有 20% 的份額。公司在 1993 年在 A 股上市，目前市值在 300 億人民幣左右。

World top 6 auto glass manufacturers



Source: Company report, Phillip Securities Hong Kong Research

公司的主要客戶包括全球前二十大汽車生產商及中國前十大乘用車生產商。包括國內的合資乘用車廠商上海通用、一汽大眾、上海大眾、北京現代、東風日產等，也包括國際大型汽車生產廠商，如：豐田、大眾、通用汽車、福特、現代、雷諾日產、菲亞特、本田、寶馬、奔馳、賓利、勞斯萊斯和保時捷等。

汽車玻璃市場行業概覽

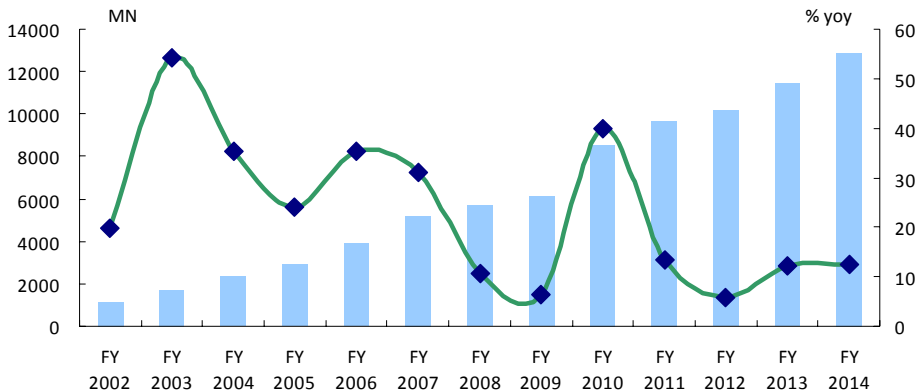
汽車玻璃分兩個細分市場：新車配套市場和售後配件市場，兩者的市場份額比例大約是 8: 2（全球）和 9: 1（中國）。根據羅蘭貝格的資料，對於新車配套市場，2009 年至 2013 年，全球新車配套市場以 10.1% 的年複合增長率增長，高於同時期全球汽車市場的 6.6% 的年複合增長率。增長的主要原因是市場對大型擋風玻璃的需求不斷增加及汽車天窗的日益普及。預計到 2018 年全球新車配套市場銷量和年複合增長率將達到 423 百萬平方米和 5%。而全球售後配件市場增幅略小些，2009 年至 2013 年的年複合增長率為 5.0%，預計到 2018 年，將達到 105 百萬平方米和 4.6% 的年複合增長率。整體市場銷量是福耀目前總產能的 4.8 倍。

就中國汽車玻璃市場來說，售後市場的增速要高於新車配套市場，主要是由於中國汽車市場所處的階段性特點所決定的。預計到 2018 年，新車銷售和售後配套的年複合增長率分別為 9.0% 和 11.7%，市場銷量分別為 133.3 和 17.3 百萬平方米，是福耀玻璃目前總產能的 1.37 倍。

高效的運營管理帶來優異的盈利能力

公司自 2000 年以來跟隨國內汽車主機廠持續擴張，同時開拓國外市場，十四年來實現了主營收入快速、極穩健的成長，從 7.5 億元增長至 128 億元，年複合增長率 22.5%。

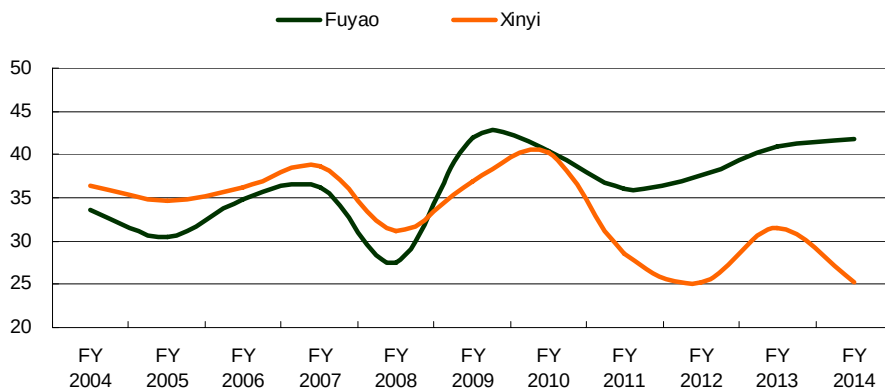
Fuyao's revenue trend



Source: Phillip Securities Hong Kong Research

淨利潤從 1.5 億元增長至 22 億元，年均複合增速 21%；曾經有兩次利潤下滑，一次是由於 2008 年金融危機，第二次是 2011 年，主要是由於政府補貼政策造成汽車消費透支而致同比基數較高，以及子公司建築級浮法玻璃受房地產調控出現虧損。公司近十年來的毛利率平均在 35%以上，近三年維持在 40%左右，淨利潤率平均接近 16%，ROE 平均在 30%左右。

Fuyao's gross margin trend and comparison



Source: Phillip Securities Hong Kong Research

我們認為福耀玻璃能維持如此優異的盈利能力主要來源於以下幾個競爭優勢：

1) 公司目前擁有 110.3 百萬平方米的汽車玻璃產能和 105.8 萬噸的浮法玻璃產能，產能利用率維持在 85—95% 的高水平。福耀玻璃在中國 8 個省建有 12 個生產基地，就近覆蓋中國的所有汽車主要生產基地，從而在基地數量和佈局上較國內其他競爭對手更能有效降低物流成本和損耗成本，在成本、供貨的及時性上建立起了競爭優勢，也有利於與客戶建立起了穩定的合作關係。

Fuyao's production base distribution



Source: Company report, Phillip Securities Hong Kong Research

2) 經過多年積累，公司已建立起較為靈活的包括信息控制系統、物料儲運系統和數字控制加工設備的生產模式，可迅速應對客戶需求，滿足“小批量多品種”的生產並有效降低成本，和提升產品多樣性，適應了全球汽車市場的發展趨勢特徵。

3) 公司產品是少數同時獲得國際配套客戶認可，並獲得四大車系認證的汽車玻璃製造商。相比其他競爭對手，福耀更專注於汽車玻璃的製造，且連續的研發投入令公司具備行業領先的高端產品設計開發能力。

4) 高效的成本管理及公司治理體制。公司八成以上的浮法玻璃源於自己供應，垂直化的產品鏈體系保證了穩定、可控的原料供應。公司屬於民營企業，創始人 20 多年擔任其董事長，穩健的管理層將更好地推進公司戰略決策的制定。

海外市場為公司下一個核心目標

為爭取更大的成長空間，公司正計劃通過進一步拓展國際市場，目前在俄羅斯已建成一個汽車玻璃生產基地，並在美國及俄羅斯各在建一個生產基地。2011、2012、2013 年度以及 2014 年，海外收入分別占營業收入總額的 31.5%、32.6%、32.0%、32.2%及 33.5%。2014 年公司實現總收入增長 12.4%至 129 億元人民幣，歸屬淨利潤 22.2 億元，同比增 15.8%，每股收益 1.11 元。毛利率 42.3%，同比增長 0.9 個百分點。

分區域看，國內市場收入增長 14%，海外市場表現更突出，同比增長 17%。公司 14 年的資本開支同比增 48%至 28 億元，15 年預計為接近 30 億元。福耀玻璃

是次集資所得款項淨額約 62.1 億到 74 億港元之間。所得款項 80%用於海外生產線的擴張：

約 35%用於美國俄亥俄州的玻璃生產設施自動化，該項目預期於 2015 年 12 月完成建設，設計年產能 12.1 百萬平方米；

約 30%用於俄羅斯的玻璃生產設施自動化，年產能 45 萬噸的汽車級浮法玻璃生產線項目，預計 2017 年底完工；

約 15%用於俄羅斯建設自動化玻璃生產設施，設計產能為 8.1 百萬平方米的汽車玻璃基地二期項目，預計於 2016 年底投產；

另外，約 10%用作補充流動資金；約 10%用於償還銀行貸款。

我們預計隨著俄羅斯和美國的生產線在未來兩年陸續投產，公司的海外收入貢獻有望快速增加，成為公司下一輪成長週期的有力引擎。

估值

公司近年來的分紅比率維持高位（超過 50%），海外擴張能夠使公司更充分銷售低廉的天然氣等能源成本，另外，公司在低輻射建築玻璃等高毛利品種上也有望開拓客戶，在毛利率維持穩定增長的條件下，公司的新一輪業績成長空間再次打開。

我們預計公司 2015/2016/2017 年的每股盈利將分別至 1.15/1.36/1.61 元人民幣，首次覆蓋給予目標價 19.7 港元對應 2015/2016/2017 年各 13.3/11.4/9.6 倍預計市盈率，較招股價上限 16.8 元，有 17.3%的潛在升幅，“增持”評級。

Peer Comparison

Ticker	Name	Mkt Cap (HKD)	BEst P/B	BEst P/B:2FY	BEst P/E:1FY	BEst P/E:2FY
CNY						
600660 CH Equity	FUYAO GROUP GLASS IND	36792	2.53	2.21	12.59	10.80
600819 CH Equity	SHANGHAI YAOHUA PILKII	9548	N/A	N/A	N/A	N/A
HKD						
868 HK Equity	XINYI GLASS HOLDINGS LT	17726	1.33	1.18	8.73	7.15
200012 CH Equity	CSG HOLDING CO LTD - B	21352	1.18	1.08	9.20	8.03
425 HK Equity	MINTH GROUP LTD	16449	1.62	1.45	11.52	9.84
1108 HK Equity	LUOYANG GLASS COMPAN	3969	N/A	N/A	N/A	N/A
3300 HK Equity	CHINA GLASS HOLDINGS L	1611	N/A	N/A	N/A	N/A
JPY						
5201 JP Equity	ASAHI GLASS CO LTD	56674	0.78	0.77	23.47	23.00
USD						
GLW US Equity	CORNING INC	227443	1.44	1.35	14.63	13.46

Source: Bloomberg, Phillip Securities Hong Kong Research

Financials

FYE DEC	FY12	FY13	FY14	FY15F	FY16F	FY17F
Valuation Ratios						
P/E (X), adj.	17.8	13.8	12.0	11.3	9.7	8.2
P/B (X)	3.9	3.4	3.0	2.8	2.4	1.6
Dividend Yield (%)	3.7%	3.8%	5.7%	6.1%	6.8%	7.7%
Per share data (RMB)						
EPS, (Basic)	0.76	0.96	1.11	1.17	1.36	1.61
EPS, (Diluted)	0.76	0.96	1.11	1.15	1.36	1.61
DPS	0.50	0.50	0.75	0.80	0.90	1.02
BVPS	3.48	3.92	4.39	4.77	5.50	8.19
Growth & Margins (%)						
Growth						
Revenue	5.8%	12.2%	12.4%	12.8%	14.8%	16.3%
EBIT	6.0%	23.6%	11.2%	24.1%	18.5%	17.7%
Net Income, adj.	0.8%	25.7%	15.6%	26.9%	18.5%	17.9%
Margins						
Gross margin	37.4%	40.6%	41.5%	42.6%	43.2%	43.5%
EBIT margin	20.4%	22.4%	22.2%	24.4%	25.2%	25.5%
Net Profit Margin	14.9%	16.7%	17.1%	19.3%	19.9%	20.2%
Key Ratios						
ROE	23.1%	25.9%	26.6%	27.5%	26.6%	23.5%
Income Statement (RMB mn)						
Revenue	10247	11501	12928	14587	16739	19474
Gross profit	3828	4671	5363	6214	7231	8471
EBIT	2086	2578	2865	3555	4214	4961
Profit before tax	1862	2379	2638	3351	3976	4689
Tax	338	462	422	536	636	750
Profit for the period	1524	1917	2217	2815	3340	3939
Minority interests	0	0	2	5	9	10
Total capital share	2003	2003	2003	2403	2443	2443
Net profit	1524	1916	2214	2810	3331	3929

Source: PSR

PHILLIP RESEARCH STOCK SELECTION SYSTEMS

Total Return	Recommendation	Rating	Remarks
>+20%	Buy	1	>20% upside from the current price
+5% to +20%	Accumulate	2	+5% to +20% upside from the current price
-5% to +5%	Neutral	3	Trade within $\pm$ 5% from the current price
-5% to -20%	Reduce	4	-5% to -20% downside from the current price
<-20%	Sell	5	>20% downside from the current price

We do not base our recommendations entirely on the above quantitative return bands. We consider qualitative factors like (but not limited to) a stock's risk reward profile, market sentiment, recent rate of share price appreciation, presence or absence of stock price catalysts, and speculative undertones surrounding the stock, before making our final recommendation

GENERAL DISCLAIMER

This publication is prepared by Phillip Securities (Hong Kong) Ltd ("Phillip Securities"). By receiving or reading this publication, you agree to be bound by the terms and limitations set out below.

This publication shall not be reproduced in whole or in part, distributed or published by you for any purpose. Phillip Securities shall not be liable for any direct or consequential loss arising from any use of material contained in this publication.

The information contained in this publication has been obtained from public sources which Phillip Securities has no reason to believe are unreliable and any analysis, forecasts, projections, expectations and opinions (collectively the "Research") contained in this publication are based on such information and are expressions of belief only. Phillip Securities has not verified this information and no representation or warranty, express or implied, is made that such information or Research is accurate, complete or verified or should be relied upon as such. Any such information or Research contained in this publication is subject to change, and Phillip Securities shall not have any responsibility to maintain the information or Research made available or to supply any corrections, updates or releases in connection therewith. In no event will Phillip Securities be liable for any special, indirect, incidental or consequential damages which may be incurred from the use of the information or Research made available, even if it has been advised of the possibility of such damages.

Any opinions, forecasts, assumptions, estimates, valuations and prices contained in this material are as of the date indicated and are subject to change at any time without prior notice.

This material is intended for general circulation only and does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any particular person. The products mentioned in this material may not be suitable for all investors and a person receiving or reading this material should seek advice from a financial adviser regarding the suitability of such products, taking into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of that person, before making a commitment to invest in any of such products.

This publication should not be relied upon as authoritative without further being subject to the recipient's own independent verification and exercise of judgment. The fact that this publication has been made available constitutes neither a recommendation to enter into a particular transaction nor a representation that any product described in this material is suitable or appropriate for the recipient. Recipients should be aware that many of the products which may be described in this publication involve significant risks and may not be suitable for all investors, and that any decision to enter into transactions involving such products should not be made unless all such risks are understood and an independent determination has been made that such transactions would be appropriate. Any discussion of the risks contained herein with respect to any product should not be considered to be a disclosure of all risks or a complete discussion of such risks.

Nothing in this report shall be construed to be an offer or solicitation for the purchase or sale of a security. Any decision to purchase securities mentioned in this research should take into account existing public information, including any registered prospectus in respect of such security.

Disclosure of Interest

Analyst Disclosure: Neither the analyst(s) preparing this report nor his associate has any financial interest in or serves as an officer of the listed corporation covered in this report.

Firm's Disclosure: Phillip Securities does not have any investment banking relationship with the listed corporation covered in this report nor any financial interest of 1% or more of the market capitalization in the listed corporation. In addition, no executive staff of Phillip Securities serves as an officer of the listed corporation.

Availability

The information, tools and material presented herein are not directed, intended for distribution to or use by, any person or entity in any jurisdiction or country where such distribution, publication, availability or use would be contrary to the applicable law or regulation or which would subject Phillip Securities to any registration or licensing or other requirement, or penalty for contravention of such requirements within such jurisdiction.

Information contained herein is based on sources that Phillip Securities (Hong Kong) Limited ("PSHK") believed to be accurate. PSHK does not bear responsibility for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. PSHK (or its affiliates or employees) may have positions in relevant investment products. For details of different product's risks, please visit the Risk Disclosures Statement on <http://www.phillip.com.hk>.

© 2015 Phillip Securities (Hong Kong) Limited

Contact Information (Regional Member Companies)
SINGAPORE
Phillip Securities Pte Ltd

250 North Bridge Road, #06-00 Raffles City Tower,
Singapore 179101

Tel : (65) 6533 6001 Fax: (65) 6535 3834

www.phillip.com.sg

INDONESIA
PT Phillip Securities Indonesia

ANZ Tower Level 23B, Jl Jend Sudirman Kav 33A,
Jakarta 10220, Indonesia

Tel (62) 21 5790 0800 Fax: (62) 21 5790 0809

www.phillip.co.id

THAILAND
Phillip Securities (Thailand) Public Co. Ltd.

15th Floor, Vorawat Building, 849 Silom Road,
Silom, Bangrak, Bangkok 10500 Thailand

Tel (66) 2 2268 0999 Fax: (66) 2 2268 0921

www.phillip.co.th

UNITED STATES
Phillip Futures Inc.

141 W Jackson Blvd Ste 3050

The Chicago Board of Trade Building

Chicago, IL 60604 USA

Tel (1) 312 356 9000 Fax: (1) 312 356 9005

MALAYSIA
Phillip Capital Management Sdn Bhd

B-3-6 Block B Level 3, Megan Avenue II,
No. 12, Jalan Yap Kwan Seng, 50450 Kuala Lumpur

Tel (60) 3 2162 8841 Fax (60) 3 2166 5099

www.poems.com.my

CHINA
Phillip Financial Advisory (Shanghai) Co. Ltd.

No 436 Heng Feng Road, Green Tech Tower Unit 604
Shanghai 200 070

Tel (86) 21 5169 9400 Fax: (86) 21 6091 1155

www.phillip.com.cn

FRANCE
King & Shaxson Capital Ltd.

3rd Floor, 35 Rue de la Bienfaisance
75008 Paris France

Tel (33) 1 4563 3100 Fax : (33) 1 4563 6017

www.kingandshaxson.com

AUSTRALIA
PhillipCapital Australia

Level 12, 15 William Street,

Melbourne, Victoria 3000, Australia

Tel: (61) 3 9618 8238 Fax: (61) 3 9200 2277

www.phillipcapital.com.au

HONG KONG
Phillip Securities (HK) Ltd

11/F United Centre 95 Queensway Hong Kong

Tel (852) 2277 6600 Fax: (852) 2868 5307

www.phillip.com.hk

JAPAN
Phillip Securities Japan, Ltd

4-2 Nihonbashi Kabutocho, Chuo-ku
Tokyo 103-0026

Tel: (81) 3 3666 2101 Fax: (81) 3 3664 0141

www.phillip.co.jp

INDIA
PhillipCapital (India) Private Limited

No. 1, 18th Floor, Urmi Estate, 95 Ganpatrao Kadam Marg,
Lower Parel West, Mumbai 400013

Tel: (9122) 2300 2999 Fax: (9122) 6667 9955

www.phillipcapital.in

UNITED KINGDOM
King & Shaxson Ltd.

6th Floor, Candlewick House, 120 Cannon Street
London, EC4N 6AS

Tel (44) 20 7929 5300 Fax: (44) 20 7283 6835

www.kingandshaxson.com

SRI LANKA
Asha Phillip Securities Limited

Level 4, Millennium House, 46/58 Navam Mawatha,
Colombo 2, Sri Lanka

Tel: (94) 11 2429 100 Fax: (94) 11 2429 199

www.ashaphillip.net/home.htm