

0868.HK 信义玻璃

港股通（沪/深）

买入（首次）

全球化的信义，成长超越周期

2018年3月21日

市场数据

日期	2018-3-20
收盘价(港元)	12.82
总股本(百万股)	4018
流通股本(百万股)	4018
总市值(百万港元)	51,510
流通市值(百万港元)	51,510
净资产(百万港元)	18,306
总资产(百万港元)	30,305
每股净资产(港元)	4.54

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	14,728	16,425	18,531	23,791
同比增长(%)	14.6	11.5	12.8	28.4
净利润(百万港元)	4,014	4,972	5,808	7,416
同比增长(%)	24.9	23.9	16.8	27.7
毛利率(%)	37.0	42.4	43.4	43.5
净利率(%)	27.3	30.3	31.3	31.2
净资产收益率(%)	21.9	23.8	24.3	26.7
每股收益(港元)	1.01	1.24	1.45	1.85
每股股息(港元)	0.48	0.59	0.69	0.89

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **行业观点:** 我们看多未来2年的浮法玻璃价格，景气度有望持续向上。产能增量有限，叠加密集的行业冷修周期，浮法玻璃供给端有望继续收缩。过去房地产销售的火爆至少保证了2018年玻璃需求的快速增长，低位的地产库存保证了房地产新开工的韧性较强，从而“熨平”了玻璃需求，无需对需求端太悲观。环保和供改的发力正逐步打破玻璃行业的“逆向选择”，以信义为代表的拥有低成本、低能耗、高品质的先进产能是传统领域的核心资产。
- **三十余载砥砺前行，信义在国内已基本完成了生产基地战略优势、规模效应、垂直整合的布局，随着信义玻璃的“出海”扩张，届时将位列全球浮法玻璃龙头企业。**
 - 国内战略布局日渐完善: (1) 产品定位高端，差异化组合提升盈利能力; (2) 生产基地选址辐射核心经济带，航运便利; (3) 产业链布局完整，从规模优势到智能制造的创新升级; (4) 清洁能源应用典范，环保压力下未来属于核心资产。
 - 全球化扩张具备成功条件: (1) 中国浮法玻璃已经领先于全球; (2) 信义海外布局区位优势明显; (3) 对比海外玻璃巨头，信义更专注于浮法玻璃领域，拥有更高的自动化水平、更高的经营效率、更严格的费用管控，而海外巨头经历过去多年的产能过剩已纷纷战略转型，难以掣肘信义。
- **我们认为，全球化扩张带来超越周期的成长，迎来戴维斯双击的机会。** 我们预计公司2018~2020年实现归母净利润分别为49.7亿、58.1亿和74.2亿港元，同比增长分别23.9%、16.8%和27.7%，给予公司对应2018年业绩12倍估值，目标价14.85港元，首次评级覆盖公司给予“买入”评级。
- **风险提示:** 房地产需求大幅下滑、产能大幅扩张、“僵尸”产能复产、玻璃供改或环保不及预期、信义海外扩张不及预期、反倾销风险、汇率风险

海外周期研究

分析师: 余小丽

SFC: AXK331

SAC: S0190518020003

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

目 录

1、行业观点：看多未来 2 年的玻璃价格	- 4 -
2、公司基本情况	- 6 -
2.1、发展历史：三十余载砥砺前行，坚守成就行业龙头	- 6 -
2.2、业务结构：玻璃行业垂直领域的集大成者	- 7 -
2.3、财务对比分析：盈利稳定性高，盈利能力突出	- 7 -
2.4、股权结构稳定，派息比例高	- 8 -
3、四位一体打造行业冠军	- 9 -
3.1、产品定位高端，差异化组合提升盈利能力	- 9 -
3.2、生产基地选址辐射核心经济带，航运便利	- 10 -
3.3、产业链布局完整，从规模优势到智能制造的创新升级	- 12 -
3.4、清洁能源应用典范，环保压力下未来属于核心资产	- 13 -
4、逐梦全球，全球化扩张具备成功条件	- 14 -
4.1、玻璃巨头的传统业务逐渐“鸡肋”，信义有望凭借其在浮法玻璃领域的专注抢占海外市场份额	- 14 -
4.2、海外建厂有明显的成本优势，当地供应缺口确保充足的下游客户	- 15 -
5、全球化的信义，估值走向国际化	- 17 -
6、风险提示	- 18 -
图表 1、玻璃售价与主要成本（天然气&纯碱）价差，元/重箱	- 4 -
图表 2、秦皇岛玻璃售价均值较去年提高 7%	- 5 -
图表 3、纯碱价格中枢较去年下降 12%	- 5 -
图表 4、在本轮周期中，玻璃持续涨价，而企业实际产能增速平缓	- 5 -
图表 5、本轮地产周期较以往不同，低位的库存拉长了投资端的韧性	- 5 -
图表 6、新开工较强的韧性“熨平”了玻璃需求，无需对需求端太悲观	- 6 -
图表 7、信义玻璃发展史	- 6 -
图表 8、信义玻璃的收入结构：分产品	- 7 -
图表 9、信义玻璃的收入结构：分销售区域	- 7 -
图表 10、可比公司净利润率	- 8 -
图表 11、可比公司毛利率：浮法玻璃板块	- 8 -
图表 12、可比公司毛利率：建筑玻璃板块	- 8 -
图表 13、可比公司毛利率：汽车玻璃板块	- 8 -
图表 14、信义玻璃股权结构	- 8 -
图表 15、近年来，信义玻璃派息比例一直高于 45%	- 9 -
图表 16、浮法玻璃产品对比	- 10 -
图表 17、信义玻璃商标获国家驰名商标认定	- 10 -
图表 18、信义玻璃国内七大生产基地均位于中国最富庶的经济区	- 10 -
图表 19、信义玻璃生产基地分布	- 11 -
图表 20、原材料通过海运运输	- 11 -
图表 21、原材料直接运进工厂	- 11 -
图表 22、我国玻璃生产商的产业链布局中，信义最完整	- 12 -
图表 23、信义研发支出领先行业	- 12 -
图表 24、雇员总数逐渐减少，自动化水平提高	- 13 -
图表 25、分燃料的全国玻璃产能占比	- 13 -
图表 26、上市公司使用天然气作为燃料的产能占比	- 13 -
图表 27、环保压力升级：华北地区大气污染物排放标准	- 13 -
图表 28、自 2013 年以来，中国出口浮法玻璃具有较强的溢价能力	- 14 -

图表 29、玻璃板块营业利润率，信义高于三大巨头.....	- 15 -
图表 30、销售&管理费用率，信义显著低于三大巨头.....	- 15 -
图表 31、海外玻璃巨头已从产能过剩行业积极战略转型.....	- 15 -
图表 32、海内外燃料价格对比，信义海外建厂有明显成本优势.....	- 15 -
图表 33、浮法玻璃成本结构（估计值）.....	- 16 -
图表 34、信义拥有稳定的海外客户群体，海外建厂更靠近终端市场.....	- 16 -
图表 35、2017 年，北美&东南亚当地对浮法玻璃有供需缺口.....	- 16 -
图表 36、以卡特彼勒为典型，跨国企业的全球化扩张路径.....	- 17 -
图表 37、信义玻璃（0868.HK）的 PE band.....	- 17 -
图表 38、公司盈利预测假设.....	- 18 -
图表 39、公司盈利预测结果.....	- 18 -
附表 1: 财务报表.....	- 19 -
附表 2: 2018 年可能冷修、复产、新点火的生产线统计.....	- 20 -

报告正文

1、行业观点：看多未来 2 年的玻璃价格

- 落后产能和不符合环保标准的产能被要求限期整改和关停，环保和供改的发力正逐步打破玻璃行业的“逆向选择”，营造公平市场环境，助力行业竞争格局的优化。以信义玻璃为代表的拥有低成本、低能耗、高品质的先进产能是传统领域的核心资产。
- 未来 2 年产能增量有限，叠加密集的行业冷修周期，浮法玻璃供给端有望继续收缩。从产量来看，我们预计 2018 有效产能（产量）较 2017 年下降 3% 左右（详见附表 2：2018 年可能冷修、复产、新点火的生产线统计）。若考虑由于排污证、批复不符等原因带来的违规落后产能限期整顿，供应端有望再下滑。
- 长周期来看，玻璃行业往往 3 年一景气周期：需求带动玻璃价格企稳复苏，企业复产意愿加大，产能增加，玻璃价格下跌，一轮周期结束。而在本轮周期中，玻璃持续涨价，而企业实际产能增速平缓，我们认为在供改和环保压力下，落后产能将逐步“僵尸”化。
- 从需求端来看，玻璃需求滞后房地产销量 12-18 个月，2017 年商品房销售面积同比 7.7% 的增速至少保证了 2018 年房地产对玻璃的需求会快速增长。
- 同时，本轮地产周期较以往不同，过去几轮地产周期往往以高库存结束，从而地产投资迅速下滑，而本轮低位的库存保证了房地产新开工的韧性较强，从而“熨平”了玻璃需求，无需对玻璃需求端太悲观。
- 截至 3 月 20 日，玻璃价格中枢较 2017 年上涨了 7%，纯碱价格中枢较 2017 年下降了 12%，玻璃企业盈利空间打开，并有望进一步扩大。

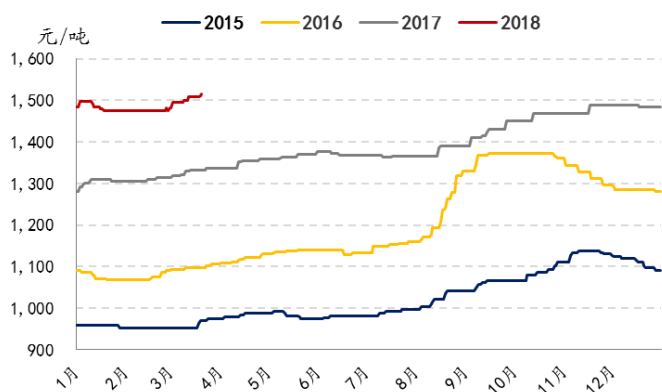
所以整体而言，我们看多未来 2 年的浮法玻璃价格和盈利空间。

图表 1、玻璃售价与主要成本（天然气&纯碱）价差，元/重箱



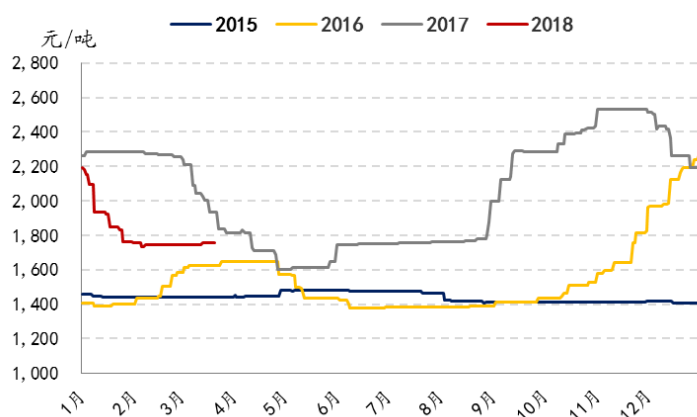
资料来源：Wind，玻璃信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、秦皇岛玻璃售价均值较去年提高 7%



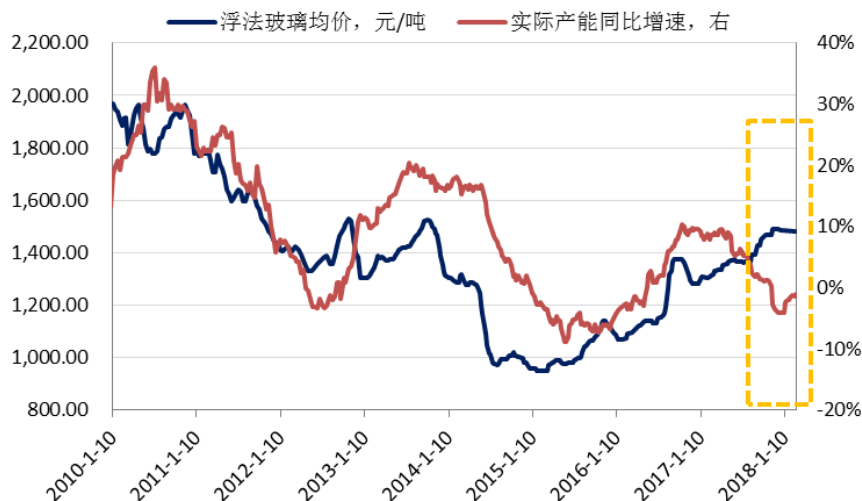
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、纯碱价格中枢较去年下降 12%



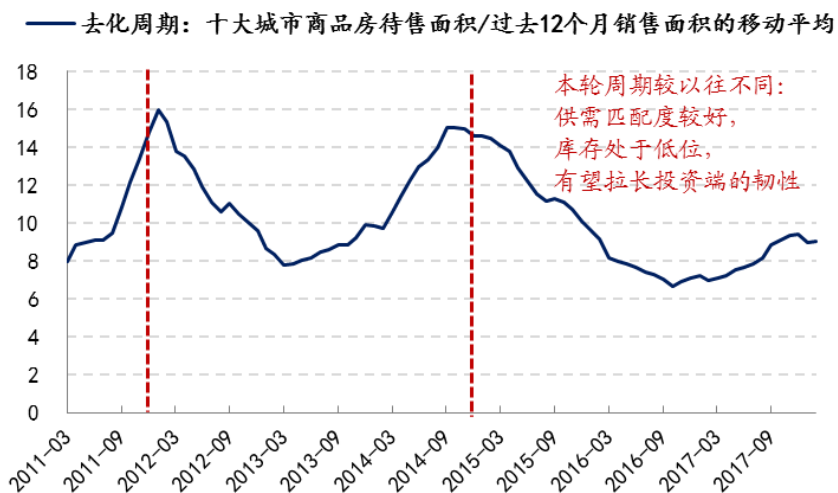
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、在本轮周期中，玻璃持续涨价，而企业实际产能增速平缓



资料来源：Wind，玻璃信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、本轮地产周期较以往不同，低位的库存拉长了投资端的韧性



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、新开工较强的韧性“熨平”了玻璃需求，无需对需求端太悲观


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

2、公司基本情况

信义玻璃创建于 1988 年，是全球领先的综合玻璃制造商，产品涵盖优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃及超薄电子玻璃产品等领域。

2.1、发展历史：三十余载砥砺前行，坚守成就行业龙头

信义以汽车替换玻璃（1988 年）市场起家，而后将触角不断延伸至建筑玻璃（1998 年）、浮法玻璃（2006 年）、太阳能光伏玻璃（2007 年）、超薄电子玻璃（2013 年）领域，产业链垂直整合趋于完善。

同时，信义推进全国及海外战略布局，国内七大工业园战略性辐射珠三角、长三角、环渤海、东北及西南地区等活跃经济带，马来西亚工业园辐射东盟市场，选址加拿大 安大略省为第二个海外基地。

图表 7、信义玻璃发展史

1988 年，深圳信义汽车玻璃有限公司成	1998 年 12 月，信义进入建筑玻璃领域	2003 年，设立芜湖工业园，以开拓华东市场	2004 年，设立天津工业园，以开拓华北市场	2005 年 2 月，信义玻璃控股有限公司在香港联交所主板上市
1988	1998	2003	2004	2005
2006 年 3 月，信义进入浮法玻璃领域	2007 年 8 月，信义正式进入太阳能光伏玻璃领域	2012 年，设立德阳工业园，以开拓西南市场	2013 年 12 月信义光能分拆上市	2015 年，马来西亚工业园开工，以开拓海外市场
2006	2007	2012	2013	2015

资料来源: 信义玻璃官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

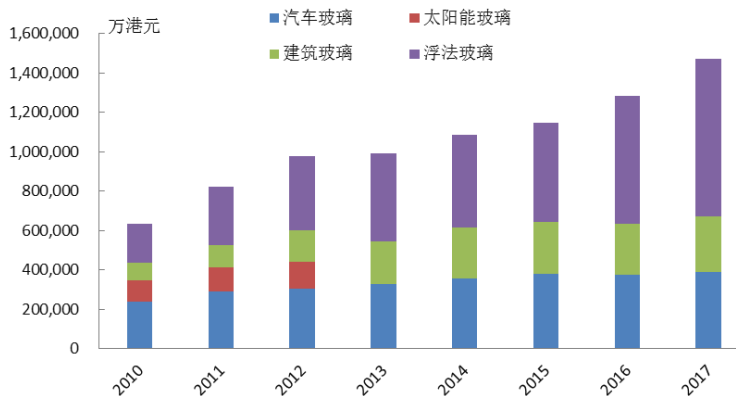
2.2、业务结构：玻璃行业垂直领域的集大成者

信义玻璃拥有优质砂矿原料基地（海南文昌、广西北海），具备从原料到优质浮法玻璃及下游深加工玻璃产品的一体化生产及销售的完整产业链。其中：

- 信义是中国最大的优质浮法玻璃供应商，浮法玻璃日熔化量达 16400 吨/天，目前产能规模居全国第一，占全国在产产能约 10% 的份额；
- 信义是全球汽车玻璃替换市场的最大供应商，占全球替换市场 25% 以上份额，出口至超过 140 个国家；
- 建筑玻璃方面，信义是中国最大的高档 LOW-E 节能玻璃生产商之一，占有中国 LOW-E 节能玻璃市场约 15% 份额；
- 信义光能在全球光伏玻璃的市场占有率约 30%，已于 2013 年分拆上市，信义玻璃持股占比 29.5%。

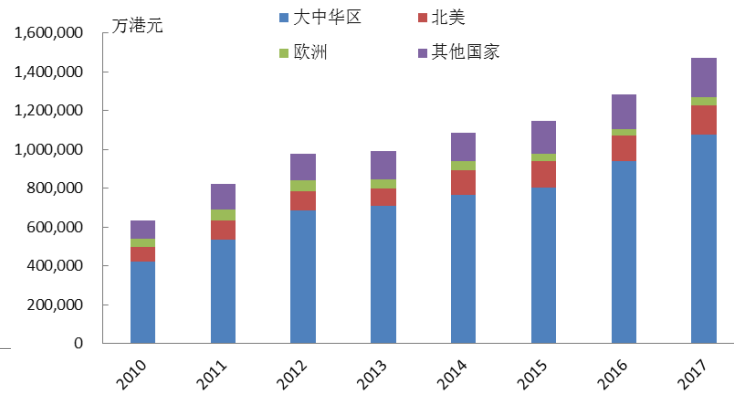
从收入结构来看，2017 年，信义外销浮法玻璃收入占比 54.5%，汽车玻璃收入占比 26.5%，建筑玻璃收入占比 19%；产品已经销往包括中国、香港、美国、加拿大、澳洲、新西兰以及亚洲国家、中东、欧洲、非洲、中美洲及南美洲在内的约 140 个国家及地区。

图表 8、信义玻璃的收入结构：分产品



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、信义玻璃的收入结构：分销售区域

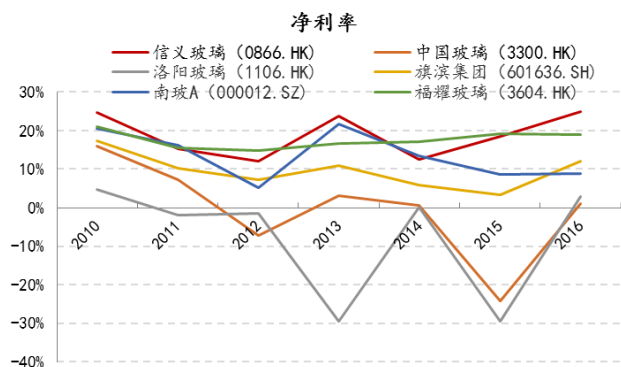


数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、财务对比分析：盈利稳定性高，盈利能力突出

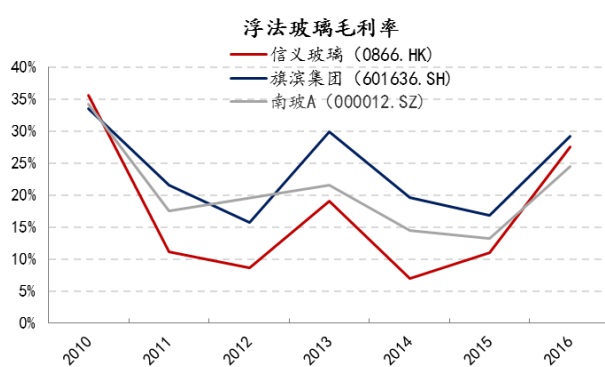
依托全产业链布局及较低的海外融资成本，信义玻璃的盈利稳定性和盈利能力从竞争对手中脱颖而出，公司 25% 的净利润率水平位于行业前列。近年环保压力抬升行业成本，采用安全、环保的清洁能源天然气为燃料的信义玻璃毛利率得以更显著地提升；业务多元化使得信义在不同经济环境下拥有更稳定的盈利能力，建筑玻璃和汽车玻璃毛利率情况均优于竞争对手。

图表 10、可比公司净利润率



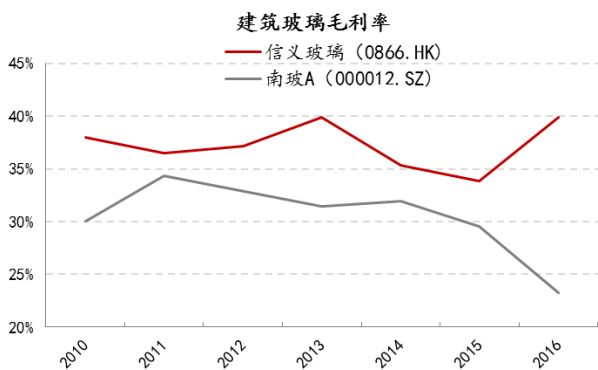
数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 11、可比公司毛利率：浮法玻璃板块



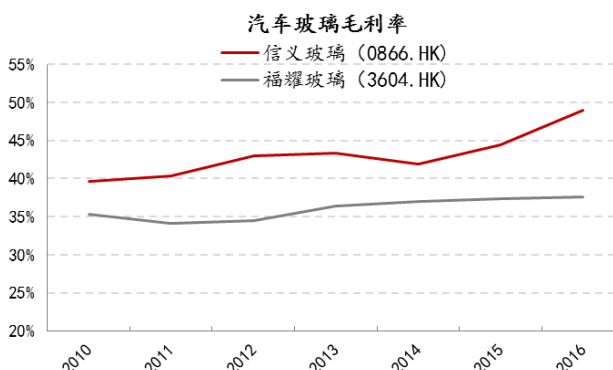
数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、可比公司毛利率：建筑玻璃板块



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 13、可比公司毛利率：汽车玻璃板块

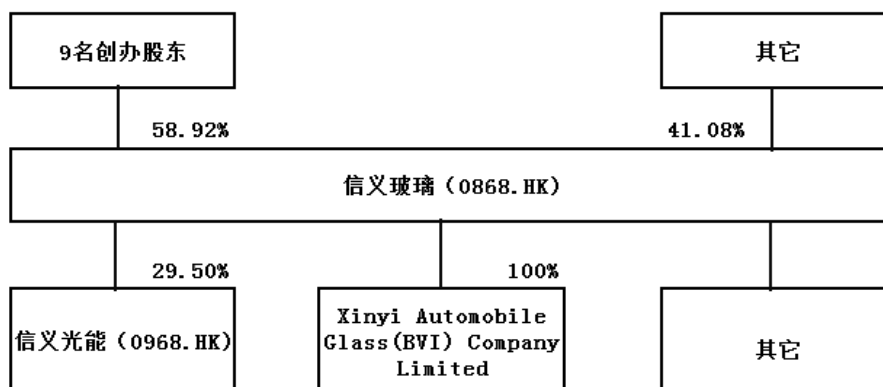


数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、股权结构稳定，派息比例高

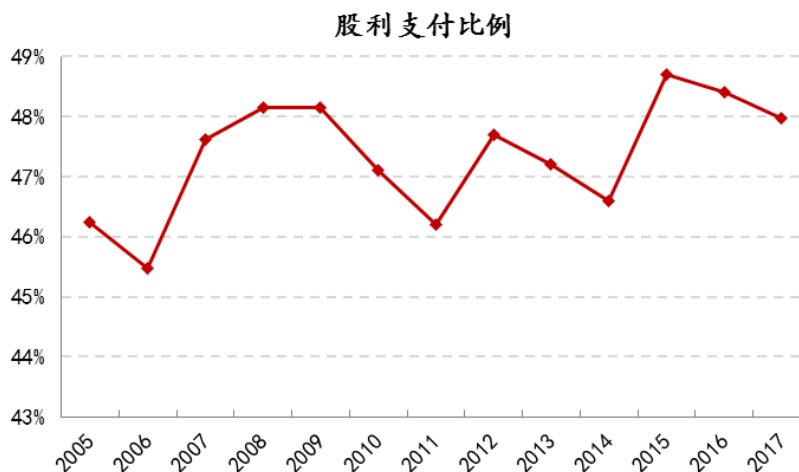
公司创始人&董事会主席李贤义及其家族持有上市公司 46.12%的股权，其余 5 名创办股东持有集团 10.55 % 的权益；自上市以来，信义玻璃保持良好的派息记录，派息比率一直高于 45 %。

图表 14、信义玻璃股权结构



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15、近年来，信义玻璃派息比例一直高于 45%



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3、四位一体打造行业冠军

信义玻璃突破重围，并显示出旺盛的生命力，其竞争优势来自于：（1）产品定位高端，差异化组合提升盈利能力；（2）生产基地选址辐射核心经济带，航运便利；（3）产业链布局完整，从规模优势到创新升级；（4）清洁能源应用典范，环保压力下未来属于核心资产。产品+市场+技术+环保，四位一体打造行业冠军。

3.1、产品定位高端，差异化组合提升盈利能力

- 信义定位高端优质浮法玻璃，产品品质高、良率稳定、品种丰富、品牌溢价明显。因此，其高端浮法玻璃产品拥有强大的客户基础，包括福耀、南玻 A、圣戈班、皮尔金顿和旭硝子等知名玻璃厂商，被作为高品质原材料深加工使用。
- 信义是行业内极少数能掌握 0.3mm 至 25mm 厚度的超薄、超厚和超长等高端浮法玻璃生产技术的厂家之一，并常年生产超白玻、绿玻、灰玻、茶玻、蓝玻、黑玻和白玻等系列的特殊颜色玻璃。以超薄、超厚、超长及各类色玻为代表的差异化产品比重超过 38%，差异化产品贡献了更高的毛利。
- 信义拥有 7 万多种汽车型号玻璃产品，几乎涵盖目前已上市的所有车型，能满足不同国家、品牌客户的要求。对于汽车修理厂及 4S 店而言，型号的多样性增加了客户对信义玻璃的吸引力。其汽车玻璃替换业务有望随着全球汽车保有量的增长稳步上升，受宏观经济环境影响较小。
- 信义玻璃注册商标获国家驰名商标认定，进一步提升了企业品牌在行业内的知名度和综合竞争力。

图表 16、浮法玻璃产品对比

	信义玻璃	旗滨集团
单价, 元/吨	1418	1180
厚度范围	0.3mm-25mm	1.1mm-22mm
着色	绿玻、灰玻、茶玻、 蓝玻、黑玻	绿玻、灰玻、蓝玻、 蓝灰玻
差异化产品占比	38%	10%

图表 17、信义玻璃商标获国家驰名商标认定



备注：浮法玻璃售价根据 2016 年报估计而来（不含增值税）

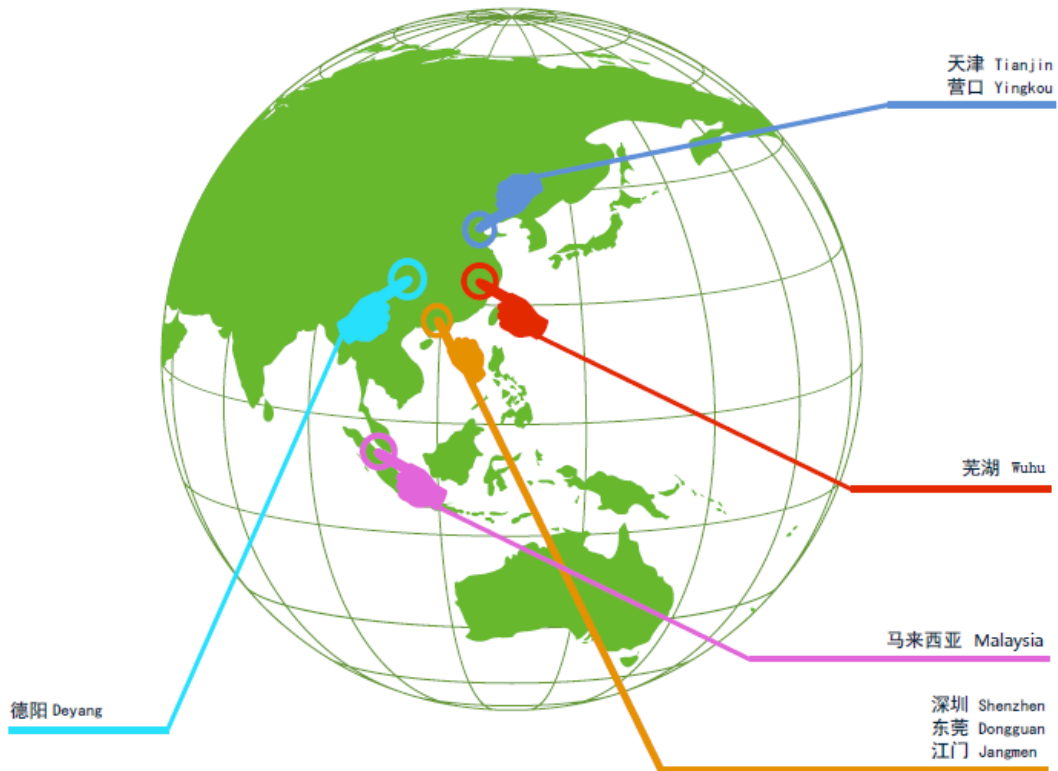
数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司官网，公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、生产基地选址辐射核心经济带，航运便利

由于单价较低且易碎的特点，玻璃有严格的运输要求和500公里左右的公路运输半径，因此信义国内七大生产基地分别辐射中国经济发展最活跃的珠三角、长三角、京津冀、西部成渝经济带，同时拥有港口资源，原材料可通过码头传送带直接运抵工厂，而成品玻璃则可借助航道快速运抵需求地，具备原材料及产成品航运便利的运输优势。

图表 18、信义玻璃国内七大生产基地均位于中国最富庶的经济区



资料来源：信义玻璃官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 19、信义玻璃生产基地分布

	生产基地	产品定位	占地面积 (万平方米)
1	东莞虎门工业园	主要生产优质浮法玻璃、汽车玻璃和建筑节能玻璃	64.40
2	广东江门工业园	主要生产优质浮法玻璃	54.00
3	安徽芜湖工业园	一期主要生产汽车玻璃配套产品；二期主要生产优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃、太阳能光伏玻璃及超薄电子玻璃产品。	133.00
4	天津工业园	一期生产汽车玻璃及建筑节能玻璃产品；二期主要生产优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃和太阳能光伏玻璃。	98.00
5	深圳横岗工业园	主要为国外市场提供汽车玻璃。	16.52
6	辽宁营口工业园	主要生产优质浮法玻璃和建筑节能玻璃产品。	68.70
7	四川德阳工业园	主要生产高档优质浮法玻璃、汽车玻璃和建筑节能玻璃。	60.00
8	广西北海工业园	拟建汽车前挡夹层玻璃及 3 条超白超薄超厚优质浮法线。	67.00
9	马来西亚基地	基地已建成一条 1200 吨浮法线和一条 900 吨压光伏延线及配套建玻和钢化生产线。主要生产 4-12mm 浮法玻璃、节能镀膜 LOW-E 玻璃和太阳能玻璃等产品。二期两条浮法线在建中。三期拟建两条浮法线。	36.00
10	加拿大基地	拟建两条大型优质浮法玻璃产线。	-

资料来源：信义玻璃官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 20、原材料通过海运运输



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 21、原材料直接运进工厂



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- 按照 2017 年商务部令第 33 号文中西部地区外商投资优势产业目录名单，“特殊品种（超白、超薄、在线 Low-E、中空、超厚）优质浮法玻璃技术开发及深加工”类外商投资项目，享受鼓励类优惠政策。信义得以发挥产品差异化组合优势和外资身份优势，计划于北海建造特种浮法玻璃生产线，
 1. 北海区位优势明显：既沿海又沿边，与越南、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、印尼、文莱等东盟国家山水相连；
 2. 基础设施条件好：内河水运四通八达、未来防城港、北海、钦州 3 个港口的海轮可通航 70 多个国家和地区的 220 多个港口；
 3. 北部湾有丰富的海洋资源。

- 海外建厂首站选择马来西亚马六甲州，辐射东盟市场及“一带一路”沿线，马来西亚具备地缘政治、贸易政策、物流运输、税收等优势；同时，信义依托马来西亚站加强国际市场的开发，打破韩国、台湾、印度对中国的反倾销。
- 第二站选择加拿大安大略省，位于五大湖区北面，与底特律、芝加哥等汽车工业城市地理位置接近，能源优势明显，且工会势力均衡。

3.3、产业链布局完整，从规模优势到智能制造的创新升级

信义玻璃是玻璃行业垂直整合的集大成者，产业链布局完整，盈利稳定性高于行业。由于产品线不断扩张，信义各类产品生产工厂之间的关系变得越来越紧密，即使是不同种类的玻璃之间也会存在工序上的相通，例如汽车玻璃的节能工艺与隔热玻璃的节能环节是相通的，而相通的工序可以共用设备机器，从而压低成本。

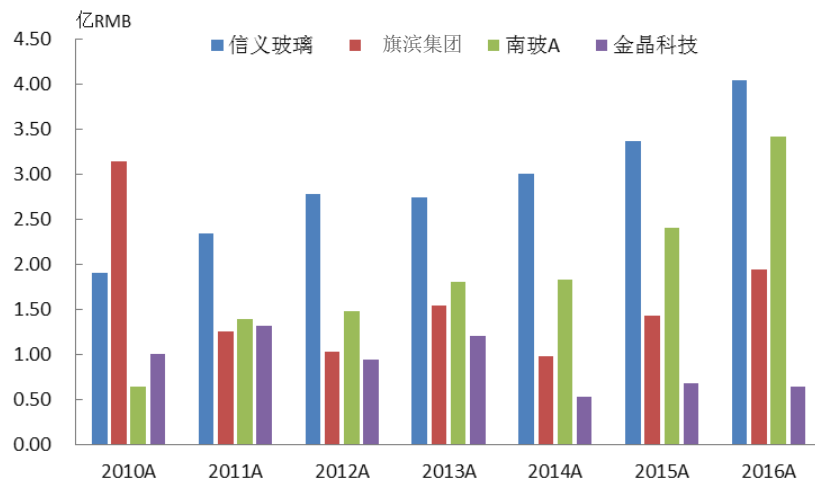
图表 22、我国玻璃生产商的产业链布局中，信义最完整

	浮法玻璃	建筑玻璃	汽车玻璃	太阳能玻璃	电子玻璃
信义玻璃 (0866.HK)	✓	✓	✓	✓	✓
旗滨集团 (601636.SH)	✓	✓		✓	✓
福耀玻璃 (3604.HK)			✓		
中国玻璃 (3300.HK)	✓	✓		✓	
洛阳玻璃 (1106.HK)					✓
南玻 A (000012.SZ)	✓	✓		✓	✓

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

信义于旗下生产线大量拓展应用自动工业机械手等自动化设备，率先实现从规模优势到智能制造的创新升级。自收购芜湖金三氏（主要从事自动工业机械手等自动化设备及配件的业务）以来，信义雇员总数逐渐下降，自动化水平提高，生产效率、产品精密度及稳定性得以提升。

图表 23、信义研发支出领先行业



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：信义研发费用按照营收的 3%-4% 估计而来

图表 24、雇员总数逐渐减少，自动化水平提高

	雇员总数 (人)	浮法玻璃产能 (千吨)	人均创收 (万港元/人)
2014	13,142	4,234	82.64
2015	12,764	4,251	89.79
2016	12,170	4,900	105.57
2017	11,691	5,290	125.97
2017vs2014	-11%	+26%	+52%

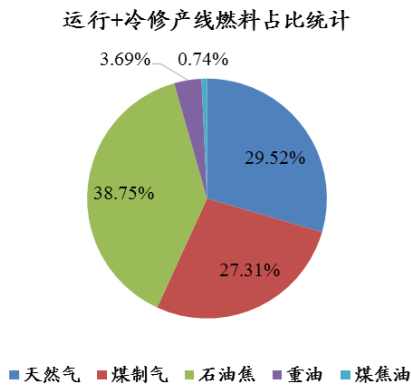
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

同时,信义玻璃通过逆向设计战略和外学内研等措施,实现了 80%以上的设备自制,一方面降低了设备采购成本,另一方面使运营中的维护成本得以大幅降低。

3.4、清洁能源应用典范,环保压力下未来属于核心资产

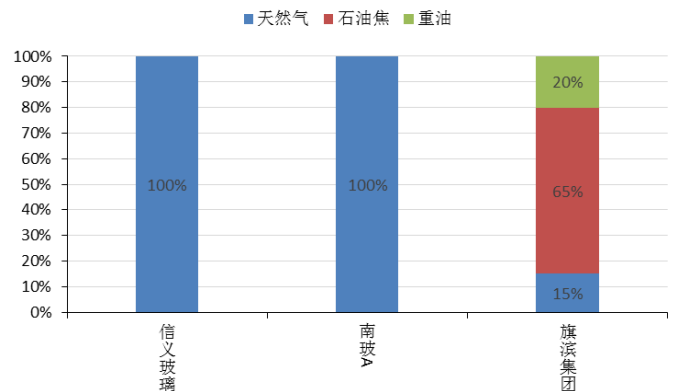
玻璃行业的供给侧改革有望于 2018 年加速推进,环保压力升级,落后产能和不符合环保标准的产能有望得到进一步限期整改和关停,环保和供改的发力正在逐步打破玻璃行业的“逆向选择”,助于行业竞争格局的优化。信义的浮法玻璃生产线均使用天然气作燃料,属于符合环保标准的优质产能,环保承压小,政策的倾斜使得以信义为代表的真正具备经营优势的企业脱颖而出。

图表 25、分燃料的全国玻璃产能占比



资料来源: 中国玻璃信息网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 26、上市公司使用天然气作为燃料的产能占比



资料来源: 公司公告, 公开资料, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 27、环保压力升级: 华北地区大气污染物排放标准

	颗粒物 mg/Nm ³	二氧化硫 mg/Nm ³	氮氧化物 mg/Nm ³	在运行产能 (条)
当前标准	山东	30	200	21
	河北	30	250	63
	河南	50	400	10
	山西	50	400	6
“2+26”城市最新标准 (2018/6 执行)	20	100	400	

资料来源: 环保部, 兴业证券经济与金融研究院整理

同时,管道直供气的采购模式避免了经销商的中间费用,采购成本及能源的稳定供应具有相对优势。

4、逐梦全球，全球化扩张具备成功条件

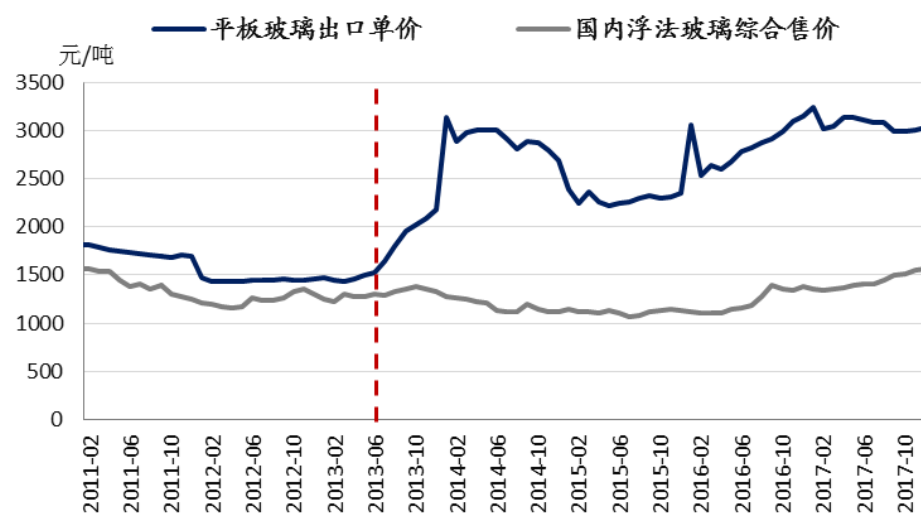
中国已经成长为全世界第一的制造业大国，一个个细分制造业中已经出现了区域龙头，甚至是全球龙头，拥有全球竞争力的制造业龙头有望走出国门，抢占海外市场份额。信义玻璃在中国区域已基本完成了生产基地战略优势、规模效应、垂直整合的布局，随着信义玻璃的“出海”扩张，届时将位列全球浮法玻璃龙头企业。扩张计划包括：

- 马六甲州一期项目，包含一条浮法玻璃生产线，已经于2017年投产。
- 马六甲州二期项目，新建两条浮法玻璃生产线，已于2017年初开工，预计2018年下半年投产。
- 马六甲三期项目提上议程，计划于2019年下半年投产。
- 加拿大安大略省建设两条大型优质浮法玻璃生产线，已经签订投资框架协议。

4.1、玻璃巨头的传统业务逐渐“鸡肋”，信义有望凭借其在浮法玻璃领域的专注抢占海外市场份额

中国浮法玻璃、光伏玻璃已经在全球领先。根据国际玻璃大会信息，中国玻璃行业在不少领域已处世界先进水平，1200t/d 全球最大规模浮法玻璃技术打入发达国家市场，光伏玻璃全球市场占有率 60%，电子信息显示玻璃打破国外垄断，0.2mm 超薄玻璃良品率达 95%，创世界最薄记录。

图表 28、自 2013 年以来，中国出口浮法玻璃具有较强的溢价能力

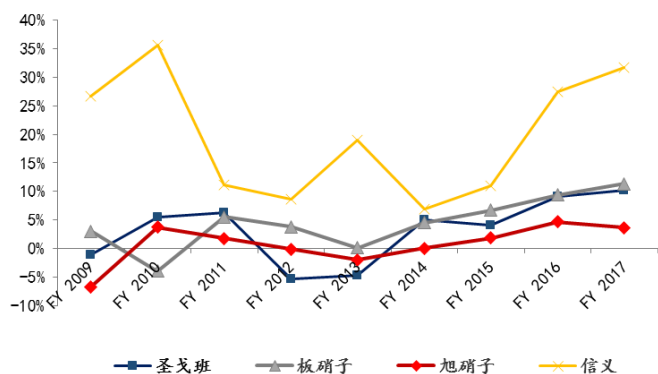


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

对圣戈班、板硝子、旭硝子等海外玻璃巨头，过去持续几十年的产能过剩环境下已纷纷战略转型，其设备陈旧和自动化水平低下是难以避免的。同时，我们认为，海外竞争对手均处于较低的利润率情况，生产线的大规模投资和更新换代较难实现。

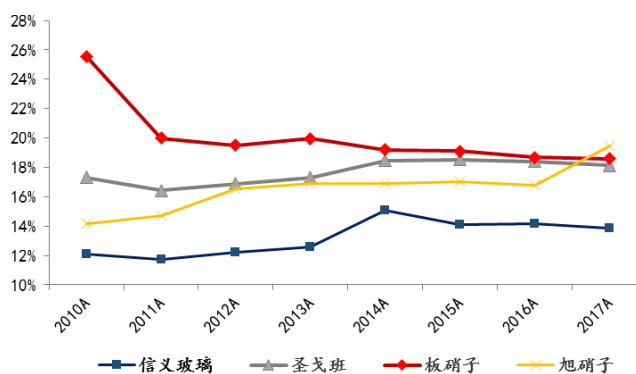
信义是世界玻璃巨头行业中唯一一家专注浮法玻璃的企业，拥有更低的能耗（单条生产线的产能大，对应到每吨浮法玻璃的能耗低）、更高的良品率和自动化水平（生产线更新更先进）、更低的费用率，有望凭借其在浮法领域的专业性争夺海外市场。

图表 29、玻璃板块营业利润率，信义高于三大巨头



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 30、销售&管理费用率，信义显著低于三大巨头



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 31、海外玻璃巨头已从产能过剩行业积极战略转型

圣戈班	除传统玻璃和建材分销业务外，延长产业链，如陶瓷、玻纤、磨料磨具、高功能材料等科技含量高的产品
板硝子	专注玻璃领域，提升集团高附加值产品占比
旭硝子	在建筑、汽车玻璃之外拓展电子显示器玻璃、耐火陶瓷、纯碱等化工方面的业务

资料来源：公司年报，公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、海外建厂有明显的成本优势，当地供应缺口确保充足的下游客户

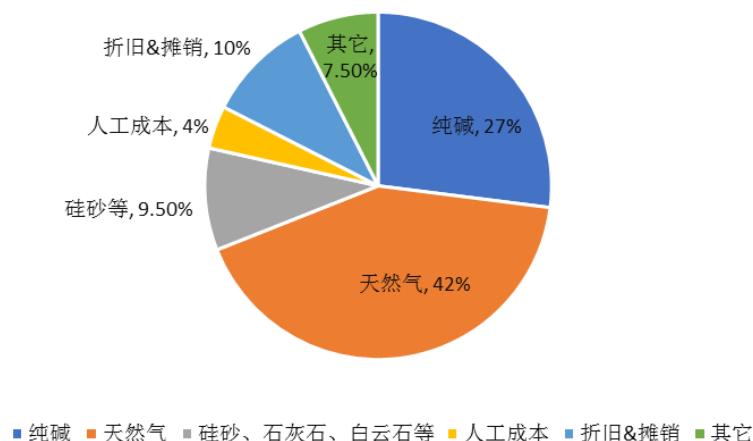
当前，信义海外建厂有明显成本优势，能源价格低于国内，主要原材料价格稳定，生产基地靠近终端市场运输便利。马来西亚天然气价格只有国内的 2/3，加拿大天然气价格只有中国的 1/4~1/3，并享受招商引资的优惠政策，未收回建设成本前，马来西亚当地政府给予信义税收全免的优惠力度。同时，信义聘用本土人才承担管理及销售工作，弥补海外建厂的“隐性”成本。

图表 32、海内外燃料价格对比，信义海外建厂有明显成本优势

	天然气价格 (元/立方米)	每吨玻璃的天然气成本 (元/吨)	成本优势 (元/吨)
加拿大	0.6	120	340
马来西亚	1.5	300	160
国内	2.3	460	-

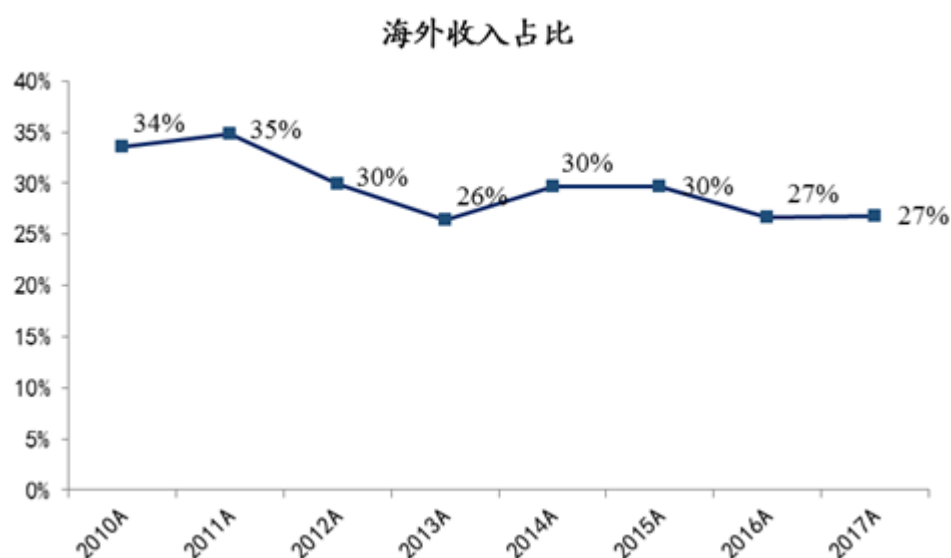
资料来源：公开资料，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 33、浮法玻璃成本结构（估计值）



资料来源：Wind，玻璃信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 34、信义拥有稳定的海外客户群体，海外建厂更靠近终端市场



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

北美及东南亚当地浮法玻璃供不应求，北美对浮法玻璃的进口依赖度 23%，东南亚进口依赖度 7.7%，加拿大现时并无优质浮法玻璃生产线，与底特律、芝加哥等汽车工业城市地理位置接近，这就确保了信义投产后有足够的下游客户。同时，依托其马来西亚工厂已经实质性突破了韩国、台湾、印度等国家“中国制造”的反倾销，减少了贸易壁垒和摩擦。

图表 35、2017 年，北美&东南亚当地对浮法玻璃有供需缺口

(千吨/年)	总需求*	从其他国家进口*
北美	9,300.00	2,122.28
东南亚	6,054.00	466.22

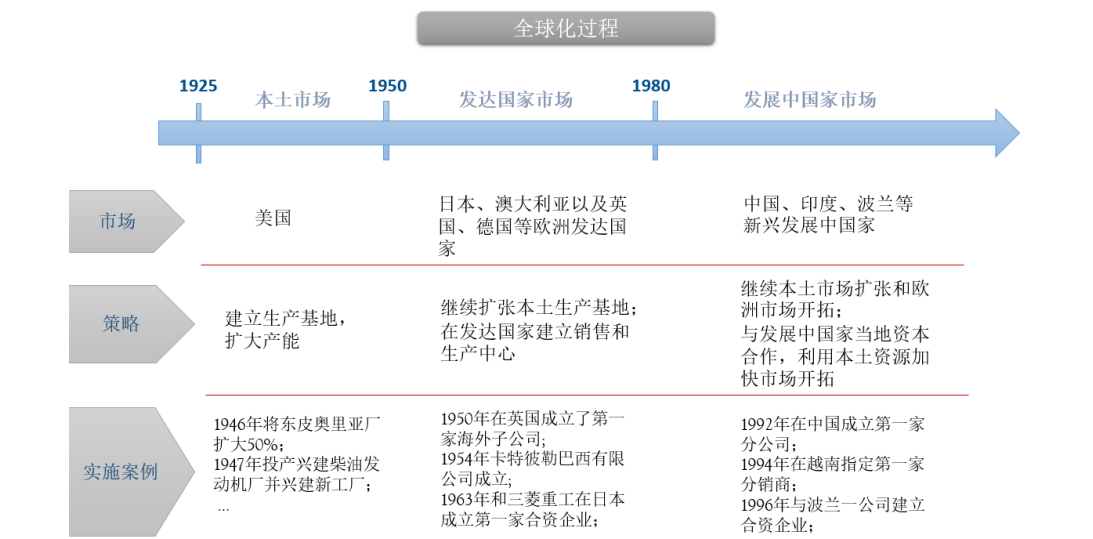
资料来源：业绩发布会公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为，海外玻璃巨头纷纷转移战略重心，信义更高的自动化水平、更高的经营效率、更严格的费用管控、本土人才的聘用、更低的环保压力，已经具备全球化扩张成功的条件。拥有全球竞争力的信义有望走出国门，从中国龙头到全球龙头。

5、全球化的信义，估值走向国际化

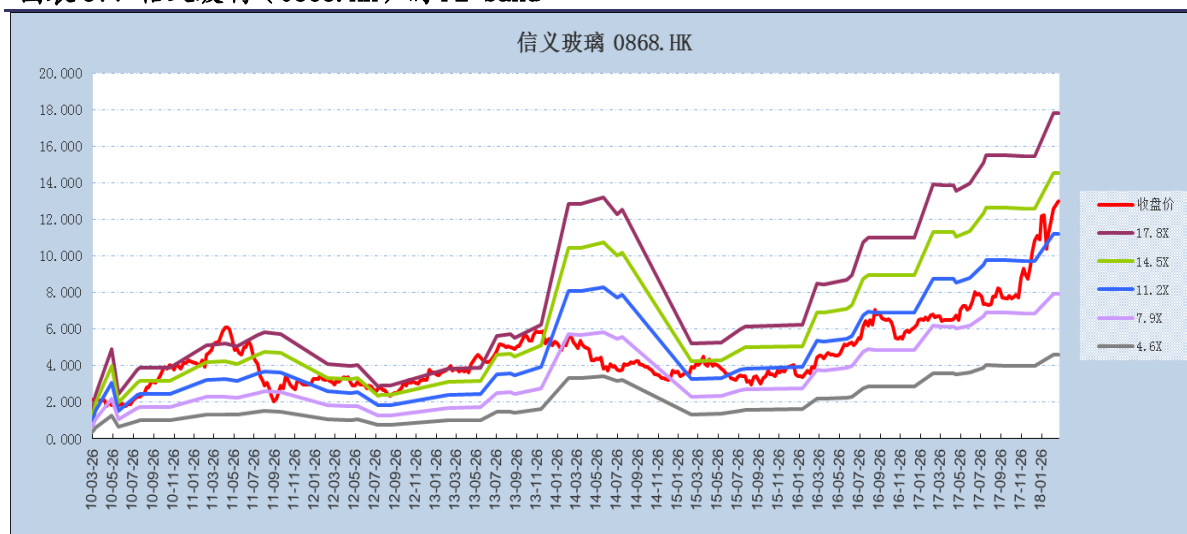
类似那些伟大的跨国企业，它们按照“本地市场-全国市场-海外相邻市场-发达国家市场-发展中国家-全球市场”的路径进行全球化扩张。我们认为，信义已经具备全球化扩张成功的条件，马来西亚建厂只是第一步，全球化征程刚刚开始。全球化扩张有望带来超越周期的成长。同时，全球化策略可跳出内地“红海”并抵御中国单一市场风险，估值中枢有望稳步抬升。

图表 36、以卡特彼勒为典型，跨国企业的全球化扩张路径



资料来源：卡特彼勒资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 37、信义玻璃（0868.HK）的 PE band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计公司 2018~2020 年实现归母净利润分别为 49.7 亿、58.1 亿和 74.2 亿港元，同比增长分别 23.9%、16.8%和 27.7%，对应 2018~2020 年 EPS 分别为 1.24、1.45 和 1.85 港元。我们给予公司对应 2018 年业绩 12 倍估值，目标价 14.85 港元，首次评级覆盖公司给予“买入”评级。

图表 38、公司盈利预测假设

年份		2017A	2018E	2019E	2020E
浮法玻璃	主营业务收入	801,691	934,662	1,107,392	1,537,253
	同比增长率 %	23%	16.59%	18.48%	38.82%
	毛利率 %	31.72%	41.30%	43.00%	43.00%
汽车玻璃	主营业务收入	391,000	412,178	442,779	535,385
	同比增长率 %	4.31%	5.42%	7.42%	20.91%
	毛利率 %	46.95%	47.46%	47.28%	47.42%
建筑玻璃	主营业务收入	280,063	295,677	302,888	306,494
	同比增长率 %	8.12%	5.57%	2.44%	1.19%
	毛利率 %	38.04%	39.00%	39.00%	39.00%
	营业费用/主营业务收入 %	4.58%	4.58%	4.58%	4.58%
	管理费用/主营业务收入 %	9.30%	9.30%	9.30%	9.30%
	财务费用/有息债务 %	1.86%	1.86%	1.86%	1.86%
	实际税率 %	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

备注：若无其它说明，单位是万港元

图表 39、公司盈利预测结果

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	14,728	16,425	18,531	23,791
同比增长(%)	14.6	11.5	12.8	28.4
归属股东净利润(百万港元)	4,014	4,972	5,808	7,416
同比增长(%)	24.9	23.9	16.8	27.7
毛利率(%)	37.0	42.4	43.4	43.5
净利润率(%)	27.3	30.3	31.3	31.2
每股收益(港元)	21.9	23.8	24.3	26.7
每股股息(港元)	1.01	1.24	1.45	1.85

数据来源：兴业证券经济与金融研究院

6、风险提示

1. 房地产需求大幅下滑。房地产占玻璃下游需求 70-80%的市场份额，房地产需求下滑将直接影响玻璃需求。
2. 行业高景气带来的浮法玻璃产能大幅扩张。
3. 玻璃行业的供给侧改革或环保标准执行不及预期。
4. 警惕“僵尸”产能点火复产。
5. 信义玻璃海外扩张不及预期。原因包括但不限于当地法规、工会势力、劳资情况、罢工事件、当地环保压力等。
6. 反倾销风险。
7. 汇率单边波动风险。

附表 1: 财务报表

利润表					现金流量表				
单位: 百万港元					单位: 百万港元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入	14,728	16,425	18,531	23,791	净利润	4,014	4,972	5,808	7,416
营业成本	9,283	9,456	10,494	13,447	折旧和摊销	883	1,014	1,179	1,312
销售费用	675	753	850	1,091	经营资本变动	-815	110	-287	-682
管理费用	1,370	1,528	1,724	2,213	其它非现金调整	-628	-877	-1,050	-1,249
财务费用	-206	-237	-287	-364	经营活动现金流	3,454	5,220	5,650	6,797
其他收益	1,394	1,229	1,431	1,717	投资活动现金流	-2,234	-2,843	-2,757	-1,414
除税前溢利	4,696	5,817	6,795	8,677	融资活动现金流	-929	-1,189	-1,389	-1,774
所得税	682	845	987	1,261	现金净变动	292	1,188	1,503	3,609
年度全面收益	4,014	4,972	5,808	7,416	现金的期初余额	2,763	3,055	4,242	5,745
少数股东损益	0	-	-	-	现金的期末余额	3,055	4,242	5,745	9,354
归属股东净利润	4,014	4,972	5,808	7,416					
EPS (港元)	1.01	1.24	1.45	1.85					

资产负债表					主要财务比率				
单位: 百万港元					会计年度				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
流动资产	7,932	8,925	10,986	16,049	成长性 (%)				
货币资金	3,057	4,245	5,748	9,357	营业收入增长率	14.6	11.5	12.8	
应收账款	3,072	3,039	3,428	4,401	营业利润增长率	22.6	24.8	16.2	
存货	1,698	1,537	1,706	2,186	净利润增长率	24.9	23.9	16.8	
其它	105	105	105	105	盈利能力 (%)				
非流动资产	22,373	25,079	27,707	29,058	毛利率	37.0	42.4	43.4	
物业、厂房及设备	12,929	15,115	17,136	17,824	归属股东净利率	27.3	30.3	31.3	
于联营公司的投资	4,416	4,895	5,466	6,116	ROE	21.9	23.8	24.3	
其它	5,028	5,068	5,105	5,118	偿债能力 (%)				
资产总计	30,305	34,004	38,694	45,107	净资产负债率	29.5	18.7	7.1	
流动负债	5,157	5,365	5,978	7,185	流动比率	1.5	1.7	1.8	
短期借款	2,068	2,360	2,701	3,137	速动比率	1.2	1.4	1.6	
应付账款	2,554	2,471	2,742	3,513	营运能力 (次)				
其他	535	535	535	535	资产周转率	0.5	0.5	0.5	
非流动负债	6,842	7,746	8,802	10,150	应收账款周转率	5.4	5.4	5.7	
长期借款	6,399	7,303	8,359	9,707	每股资料 (港元)				
其他	443	443	443	443	每股收益	1.01	1.24	1.45	
负债合计	11,999	13,111	14,780	17,336	每股净资产	4.54	5.20	5.95	
股本	402	402	402	402	估值比率 (倍)				
储备	17,835	20,422	23,443	27,301	PE	12.0	10.4	8.9	
少数股东权益	69	69	69	69	PB	2.7	2.5	2.2	
股东权益合计	18,306	20,893	23,914	27,772					
负债及权益合计	30,305	34,004	38,694	45,107					

附表 2: 2018 年可能冷修、复产、新点火的生产线统计

(+) 2018 年可能点火的生产线

单位名称	地址	计划点火时间	日熔量(T/d)
广西南宁玻璃厂搬迁项目一线	宾阳县黎塘工业园区	2018 年 3 月	700
山东德州凯盛晶华一线	山东德州德城区	2018 年初	600
山东德州凯盛晶华二线	山东德州德城区	2018 年	800
湖北明弘三线	湖北沙洋县	2018 年初	500
武汉长利搬迁线	武汉洪湖开发区	2018 年 8 月	1200
合计: 总产能 3800T/d, 权益产能约 2875T/d			

(+) 冷修有望复产的生产线

生产线	日熔量(T/d)	投产日期	冷修时间
江西萍乡浮法玻璃二厂	500	2001.09	2017/1/13
漳州旗滨玻璃公司一线	900	2008.12	2017/3/31
浙玻长兴玻璃有限公司一线	800	2008.03	2017/4/7
河北南玻一线	600	2008.10	2017/4/28
醴陵旗滨五线	500	2016.03	2017/8/11
河北沙河安全公司六线	700	2010.04	2017/11/10
河北沙河德金玻璃有限公司三线	800	2011.03	2017/11/10
新疆信源玻璃有限公司	350	2013.10	2017/11/30
合计: 总产能 5150T/d, 权益产能约 3975T/d			

(-) 窑龄 8 年以上, 有望 2018 年进入冷修周期的生产线

生产线	日熔量(T/d)	投产日期	最近点火时间
台玻集团成都二线	900	2008.01	2008.01
中国玻璃威海二线	500	2000.11	2008.03
浙玻长兴玻璃有限公司一线	800	2008.03	2008.03
台玻东莞二线	900	2008.05	2008.05
天津耀皮玻璃公司一线	550	1997.09	2008.10
金晶集团一线	400	1996.07	2009.02
山东巨润玻璃公司一线	700	2009.03	2009.03
河北沙河德金玻璃有限公司一线	600	2009.04	2009.04
明达玻璃(成都金堂)有限公司一线	500	2009.04	2009.04
河北沙河鑫利玻璃有限公司一线	500	2009.05	2009.05
武汉明达玻璃公司	700	2009.06	2009.06
南玻(成都三线)	1000	2009.07	2009.07
山西利虎黎城一线	500	2009.08	2009.08
中国玻璃东台一线	600	2009.09	2009.09
信义芜湖一线	500	2009.09	2009.09
常熟耀华皮尔金顿一线	600	2009.09	2009.09
山东巨润玻璃公司三线	700	2009.10	2009.10
信义芜湖二线	500	2009.10	2009.10
陕西神木浮法一线	400	2002.04	2009.10
漳州旗滨玻璃公司二线	600	2009.11	2009.11
福耀集团福清三线	600	2005.01	2009.11
河北沙河鑫利玻璃有限公司二线	550	2009.12	2009.12
合计: 总产能 13600T/d, 权益产能约 6800T/d			

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司、五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、DangdaiHenjuInternationalInc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司和民信国际控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。