



信义玻璃

价格上涨叠加海外扩张，盈利增长双轮驱动

再次覆盖

投资亮点

再次覆盖信义玻璃公司 (00868) 给予推荐评级，目标价 16.00 港币，对应 18 年市盈率 12.7x。公司作为浮法玻璃龙头，充分受益于原片价格上涨带来的业绩改善。中长期来看，行业环保趋严、深加工率提升带动优质浮法需求增长、及海外产能投产将为公司提供成长空间。理由如下：

- ▶ **浮法产能行业居首，受益于行业供需趋紧。**公司浮法产能约 525 万吨，优质浮法市占率 10%+，位居行业第一。受益于行业冷修高峰叠加环保新政带来的供给收缩，我们预计 2018 年浮法玻璃价格有望同比提高 10%。根据敏感性测算，公司浮法上涨 8%，深加工上涨 5%，公司 EPS 将增长 26%。
- ▶ **汽车玻璃为 AM 市场龙头，享受高毛利率。**公司汽玻毛利占比 34%，产品 75% 出口海外 AM 市场，全球市占率约 23%。由于 AM 下游客户集中度较低，公司议价能力较强，享受较高毛利率（2017 年为 47%）。此外，公司在国内 OEM 市场市占率约 7-8%，管理层计划未来三年逐步提升至 15% 左右。
- ▶ **海外扩张形成新的增长驱动。**至 2020 年，公司规划通过海外扩张（马来西亚、加拿大等）实现现有浮法产能 50% 的增长。我们预计海外业务投产后将贡献近 18.6 亿港币毛利润，占公司总毛利 20%+，显著增厚业绩。此外，受益于海外基地天然气、纯碱等成本优势，公司长期综合毛利率有望进一步改善。

我们与市场的最大不同？考虑到行业深加工率整体提升是大势所趋，将推动优质浮法玻璃需求快速增长，公司产品溢价有望扩张。我们对 2018/19 年公司浮法售价的假设高于市场一致预期。

潜在催化剂：2018 年玻璃供给超预期收缩、纯碱价格走弱；马来西亚三期工程、加拿大生产基地投产进度超预期。

盈利预测与估值

我们预计公司 18~20 年 EPS 分别为 1.26 港元、1.48 港元、1.71 港元，CAGR 为 16.5%。公司分红比例稳健，我们预期 2018 年股息收益率约 5%。目前股价对应 18 年 P/E 9.8x，仍低于盈利可比区间 2010-11 年 P/E 中枢 10.3x，考虑到公司今年盈利仍将强劲且持续性高，给予目标价 16.0 港币和推荐评级，对应 18 年 P/E 12.7x，隐含 30% 上行空间。

风险

海外产能投放不及预期，燃料成本超预期上涨。

李可悦, CFA

分析师

coral.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080517070004

SFC CE Ref: BKW500

陈彦, CFA

分析师

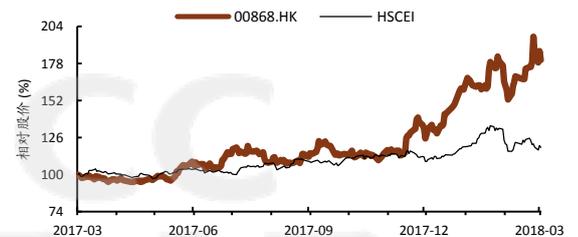
yan3.chen@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080515060002

SFC CE Ref: ALZ159

再次覆盖推荐

股票代码	00868.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 12.28
目标价	港币 16.00
52 周最高价/最低价	港币 13.44~6.37
总市值(亿)	港币 493
30 日日均成交额(百万)	港币 194.60
发行股数(百万)	4,018
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	16.67
主营业务	建材



(港币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	12,848	14,728	16,758	18,739
增速	12.1%	14.6%	13.8%	11.8%
归属母公司净利润	3,213	4,014	5,046	5,927
增速	52.1%	24.9%	25.7%	17.5%
每股净利润	0.80	1.00	1.26	1.48
每股净资产	3.30	4.56	5.33	6.21
每股股利	0.42	0.48	0.60	0.71
每股经营现金流	0.89	1.16	1.64	1.81
市盈率	15.4	12.3	9.8	8.3
市净率	3.7	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.9	9.5	7.5	6.3
股息收益率	3.3%	3.9%	4.9%	5.8%
平均总资产收益率	14.1%	14.8%	15.5%	15.9%
平均净资产收益率	24.7%	25.4%	25.4%	25.6%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	12,848	14,728	16,758	18,739	营业收入	12.1%	14.6%	13.8%	11.8%
营业成本	-8,189	-9,283	-10,081	-11,025	营业利润	60.5%	22.9%	25.7%	16.7%
营业费用	-620	-675	-788	-881	EBITDA	46.8%	27.5%	23.4%	17.4%
管理费用	-1,202	-1,370	-1,559	-1,743	净利润	52.1%	24.9%	25.7%	17.5%
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	3,900	4,793	6,025	7,032	毛利率	36.3%	37.0%	39.8%	41.2%
财务费用	-77	-97	-121	-97	营业利润率	30.4%	32.5%	36.0%	37.5%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	35.4%	39.4%	42.7%	44.8%
利润总额	3,823	4,696	5,904	6,935	净利润率	25.0%	27.3%	30.1%	31.6%
所得税	-607	-682	-858	-1,008	偿债能力				
少数股东损益	3	0	0	0	流动比率	1.09	1.54	2.13	2.49
归属母公司净利润	3,213	4,014	5,046	5,927	速动比率	0.87	1.21	1.79	2.14
EBITDA	4,547	5,797	7,151	8,395	现金比率	0.46	0.59	1.13	1.45
扣非后净利润	3,213	4,014	5,046	5,927	资产负债率	44.9%	39.6%	38.7%	37.3%
资产负债表					净债务资本比率	36.9%	29.5%	20.6%	13.7%
货币资金	2,763	3,049	5,418	7,425	回报率分析				
应收账款及票据	2,377	3,072	3,100	3,467	总资产收益率	14.1%	14.8%	15.5%	15.9%
存货	1,321	1,698	1,639	1,792	净资产收益率	24.7%	25.4%	25.4%	25.6%
其他流动资产	76	107	104	109	每股指标				
流动资产合计	6,537	7,926	10,261	12,793	每股净利润 (港元)	0.80	1.00	1.26	1.48
固定资产及在建工程	11,831	12,929	14,357	15,596	每股净资产 (港元)	3.30	4.56	5.33	6.21
无形资产及其他长期资产	5,655	9,450	10,351	11,405	每股股利 (港元)	0.42	0.48	0.60	0.71
非流动资产合计	17,486	22,379	24,707	27,000	每股经营现金流 (港元)	0.89	1.16	1.64	1.81
资产合计	24,022	30,305	34,968	39,793	估值分析				
短期借款	3,165	2,068	1,568	1,568	市盈率	15.4	12.3	9.8	8.3
应付账款	2,297	2,554	2,634	2,881	市净率	3.7	2.7	2.3	2.0
其他流动负债	538	535	609	681	EV/EBITDA	11.9	9.5	7.5	6.3
流动负债合计	6,000	5,157	4,810	5,129	股息收益率	3.3%	3.9%	4.9%	5.8%
长期借款	4,509	6,399	8,288	9,288					
非流动负债合计	4,775	6,842	8,732	9,732					
负债合计	10,775	11,999	13,542	14,860					
股本	389	402	402	402					
未分配利润	12,792	17,835	20,955	24,461					
股东权益合计	13,247	18,306	21,426	24,932					
负债及股东权益合计	24,022	30,305	34,968	39,793					
现金流量表									
税前利润	3,823	4,696	5,904	6,935					
折旧和摊销	827	1,506	1,369	1,557					
营运资本变动	271	-837	188	-207					
其他	-1,356	-694	-858	-1,008					
经营活动现金流	3,565	4,670	6,603	7,277					
资本开支	-1,419	-2,500	-3,000	-3,000					
其他	-860	-3,766	-697	-850					
投资活动现金流	-2,280	-6,266	-3,697	-3,850					
股权融资	142	0	0	0					
银行借款	1,611	792	1,390	1,000					
其他	-1,529	-1,562	-1,926	-2,421					
筹资活动现金流	225	-770	-536	-1,421					
汇率变动对现金的影响	-45	0	0	0					
现金净增加额	1,465	-2,366	2,370	2,006					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

信义玻璃创建于1988年，2005年2月在香港联交所主板上市，是全球领先的综合玻璃制造商，其业务范围包括优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃等产品的生产与销售，主要营业收入大陆与香港（占70%）。自上市以来，公司在中国快速布局，目前已中国经济发展最活跃的珠三角、长三角、京津冀、西部成渝经济带拥有深圳、东莞、江门、芜湖、天津、营口、德阳等7大生产基地。此外，公司还在能源成本低廉的马来西亚和加拿大进行海外产能扩张，目前马来西亚生产基地已投入使用，预计未来仍有大量的海外产能投放。

目录

投资概要.....	5
优质浮法原片龙头，周期成长双重驱动.....	8
浮法产能龙头，受益玻璃周期复苏.....	8
全部产能均为优质浮法，长期受益深加工率提升.....	9
深加工玻璃业务：经营稳健，业务多元.....	11
汽车玻璃：固守 AM 阵地，新产线落地催化增长.....	11
建筑玻璃：市占率国内领先，需求空间广阔.....	11
光伏玻璃：信义光能贡献利润将继续增长.....	12
进军海外低成本地带，挖掘新的利润增长点.....	14
马来西亚：成本优势叠加贸易税务优惠，理想的玻璃加工基地.....	14
加拿大：产能布局北美市场，充分利用低价能源优势.....	15
财务分析：盈利能力优秀，高股息率提升管理层持股意愿.....	17
盈利预测与估值：中期稳健成长，估值具备提升空间.....	19
盈利预测：行业景气向上驱动业绩弹性.....	19
首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 16 港元.....	22
风险提示.....	23



图表

图表 1: 信义玻璃国内生产基地分布示意图	5
图表 2: 信义玻璃股权结构示意图 (2017 年中报)	6
图表 3: 信义玻璃可比公司估值表	7
图表 4: 国内前十大玻璃企业产能对比表	7
图表 5: 2016 年初以来玻璃价格明显进入修复通道	8
图表 6: 浮法玻璃在公司营收结构 (左图) 与毛利润结构 (右图) 中占比均较高 (2017 年)	8
图表 7: 信义玻璃国内浮法玻璃产能统计	9
图表 8: 与世界平均水平相比, 我国深加工玻璃渗透率提升空间大	10
图表 9: 公司优质浮法产品拥有较普通原片高 100-200 元/吨的产品溢价	10
图表 10: 汽玻业务规模扩张同时毛利率改善显著	11
图表 11: 夏热冬暖地区使用不同类型玻璃门窗的能耗对比	12
图表 12: 分拆以来信义光能的收入和利润一直维持较高增速	12
图表 13: 信义光能贡献收益占公司税前利润比重持续在 10% 以上	13
图表 14: 马来西亚是我国液化天然气主要供应国之一	14
图表 15: 马来西亚液化天然气价格明显低于国内平均市场价	14
图表 16: 公司 2017 年分区域销售收入结构	15
图表 17: 公司吨浮法玻璃成本结构假设	15
图表 18: 信义玻璃马来西亚一二期、加拿大基地两条产线营收及毛利贡献预测	16
图表 19: 信义玻璃海外基地整体营收及毛利贡献预测	16
图表 20: 公司毛利率高于国内主要可比公司	17
图表 21: 信义玻璃期间费用率与其他龙头大致相当 (左); 财务费用率远低于其他可比公司 (右)	17
图表 22: 信义玻璃 ROE (左) 和净利率 (右) 均明显优于主要可比公司	18
图表 23: 业绩弹性测算	19
图表 24: 信义玻璃关键盈利预测假设	20
图表 25: 信义玻璃利润表	21
图表 26: 信义玻璃资产负债表	21
图表 27: 信义玻璃现金流量表	22
图表 28: 信义玻璃 P/E Band (左) 及 P/B Band (右)	22
图表 29: 信义玻璃估值水平与 ROE 的对照情况	23

投资概要

公司简介

信义玻璃控股有限公司是一家国际化综合玻璃制造商，业务范围包括优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃等产品的生产与销售，营收70%左右来源于国内与香港，30%左右来源于海外。2005年2月在香港联交所主板上市以来，公司扩张迅速，当前已实现玻璃产能全国布局，在深圳、东莞、江门、芜湖、天津、营口、德阳等地建有大型生产基地，2016年以来成为浮法玻璃产能龙头。当前公司已开启海外产能布局之路，在马来西亚的生产基地已投入使用，未来公司还将继续在能源成本低廉的马来西亚和加拿大大规模投放新产能。

图表1：信义玻璃国内生产基地分布示意图

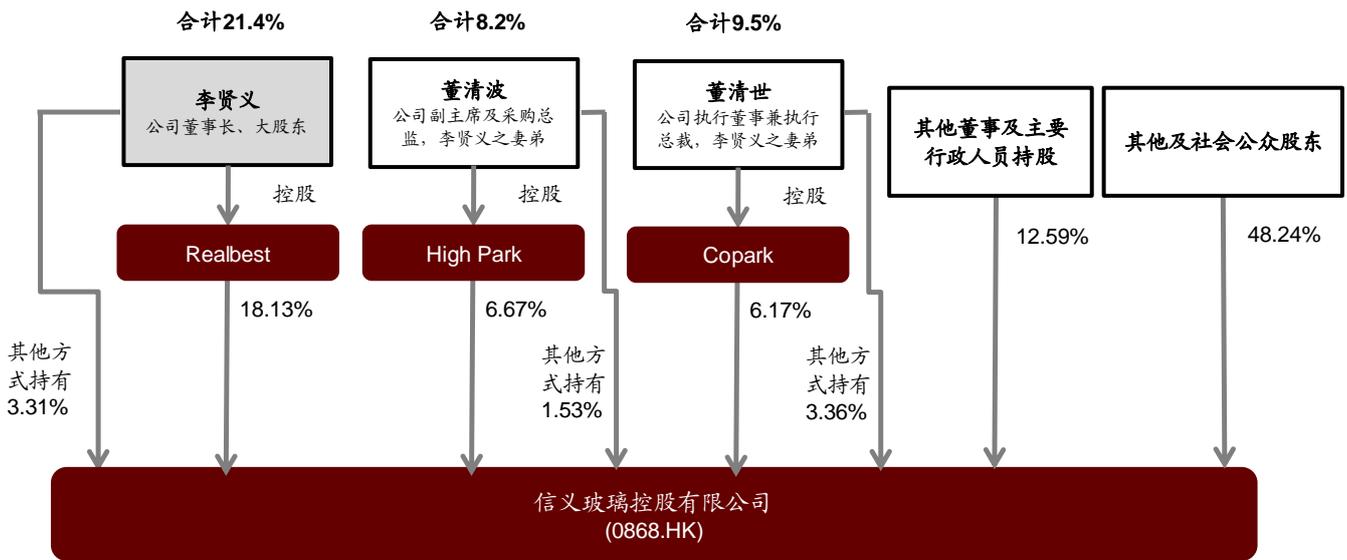


资料来源：公司年报，公司官网，中金公司研究部

管理层和股权结构

截至2017年中报，公司实际控制人为公司董事长李贤义（持股21.4%）及其妻弟董清波（持股8.2%）、董清世（持股9.5%），其他董监高持股12.6%。主要管理层持股占比在50%以上。

图表 2: 信义玻璃股权结构示意图 (2017 年中报)



资料来源：公司中报，中金公司研究部

推荐逻辑

行业景气向上抬升毛利率，浮法业务盈利显著改善

行业需求端地产预期向好，供给端自然冷修高峰叠加环保新政密集落地，导致在产产能收缩，2018年玻璃供需平衡局面仍将延续。我们判断今年浮法均价将同比抬升。此外，纯碱下游超40%来自于玻璃行业，玻璃供给收缩或将导致上游纯碱价格趋弱，进一步抬升公司毛利率。目前公司浮法产能约525万吨，其中约80%对外销售，基本均按市场价供货。作为行业浮法龙头，公司将充分受益于浮法玻璃价格上涨带来的业绩改善。

深加工率提升驱动优质浮法需求增长，对公司形成中长期利好

生产优质浮法玻璃对燃料品质的要求较高，使得当前我国优质浮法产线占比较低。随着玻璃深加工率继续提升，优质浮法产能需求增长空间也较大，更有可能面临阶段性供给紧张，将对优质浮法产能规模大、产品质量高的企业形成利好。公司全部产能均为优质浮法，在深加工率提升的趋势下，产品溢价有望扩大。

深加工玻璃业务多元，成长稳健

- ▶ **汽车玻璃**：公司为汽车玻璃AM市场龙头（全球市占率23%），产品75%出口海外AM市场，由于AM下游集中度较低，公司议价能力较强，享受较高毛利率，2017年为47%。此外，公司已宣布新建汽车玻璃产能计划，未来将贡献业绩增量。
- ▶ **建筑玻璃**：公司建筑玻璃以Low-E节能玻璃为主，市占率20%，技术工艺处于行业领先水平。目前销量结构中80-90%为双片玻璃，未来随着三层玻璃在普通住宅中使用率的提升，建筑节能玻璃需求有望稳步增长。
- ▶ **光伏玻璃**：此外，公司持有由其体内分拆的港股上市公司信义光能29.5%的股份，当前光伏装机量的增长和双玻组件渗透率的提升推动光伏玻璃需求高速增长，信义光能盈利的高速增长将对公司的业绩增速形成支撑。

海外扩张步伐稳健，长期营收增速有支撑

到2020年，假设公司按照管理层宣布的计划，通过海外扩张将现有浮法玻璃产能扩张50%，我们测算海外达产后，将贡献约50亿港币的营收和18.6亿港币的毛利润，占公司总毛利20%以上，显著增厚公司业绩。此外，海外天然气成本远低于国内，我们预期中长期的海外生产基地毛利率将优于国内，海外浮法玻璃产能比重提升，也将使公司的毛利率进一步改善。

图表3：信义玻璃可比公司估值表

公司名称	交易货币	股价		市盈率		市净率			PEG		
		2018/3/7	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
信义玻璃*	HKD	12.3	12.3	9.8	8.3	2.7	2.3	2.0	0.5	0.4	0.5
旗滨集团*	RMB	6.6	15.5	9.0	7.5	2.7	2.2	1.9	0.4	0.1	0.4
福耀玻璃-A	RMB	26.3	19.8	16.6	14.4	3.4	3.0	2.7	3.3	0.9	0.9
福耀玻璃-H	HKD	32.3	24.5	18.2	n.a.	4.2	3.7	n.a.	4.7	0.5	n.a.
南玻A	RMB	8.0	21.3	18.0	14.5	2.4	2.3	2.2	1.2	1.0	0.6
中航三鑫	RMB	7.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金晶科技	RMB	4.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
耀皮玻璃	RMB	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
安彩高科	RMB	8.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
山东药玻	RMB	19.7	21.7	17.5	14.2	1.8	1.7	1.6	0.5	0.7	0.6
三峡新材	RMB	7.4	21.5	17.3	14.4	n.a.	n.a.	n.a.	0.2	0.7	0.7
凯盛科技	RMB	7.1	37.1	25.6	16.9	1.8	1.7	1.6	0.4	0.6	0.3
北玻股份	RMB	3.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
秀强股份	RMB	6.1	21.3	17.6	14.1	2.7	2.4	2.1	0.5	0.8	0.6
亚玛顿	RMB	18.8	143.4	45.0	30.1	1.4	1.3	1.3	6.2	0.2	0.6
九鼎新材	RMB	9.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
金刚玻璃	RMB	8.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
洛阳玻璃	RMB	18.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
菲利华	RMB	14.5	32.7	25.7	20.2	4.6	4.0	3.4	1.5	0.9	0.7
平均值			33.7	20.0	15.5	2.8	2.5	2.1	1.8	0.6	0.6
中位数			21.5	17.6	14.4	2.7	2.3	2.0	0.5	0.7	0.6

(注：*为中金覆盖公司，其他为市场一致预测)

资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表4：国内前十大玻璃企业产能对比表

	在产产能		总产能		产能利用率
	日熔量 (t/d)	年产能 (重箱)	日熔量 (t/d)	年产能 (重箱)	
信义玻璃	17,100	10,260	17,100	10,260	100%
旗滨集团	16,600	9,960	16,600	9,960	100%
南玻	7,650	4,590	9,400	5,640	81%
河北迎新	8,450	5,070	8,750	5,250	97%
中国玻璃	6,100	3,660	8,250	4,950	74%
台玻集团	7,200	4,320	8,250	4,950	87%
浙江玻璃	5,000	3,000	7,500	4,500	67%
华尔润	1,950	1,170	7,610	4,566	26%
长城玻璃	6,350	3,810	6,350	3,810	100%
沙河安全	5,450	3,270	5,950	3,570	92%
金晶集团	3,450	2,070	5,600	3,360	62%
前十大企业产能合计	85,300	51,180	101,360	60,816	84%
全国产能合计 (浮法玻璃)	148,710	89,226	215,220	129,132	69%
前十大企业产能占比		57%		47%	

资料来源：公司官网，中国建材协会，中金公司研究部

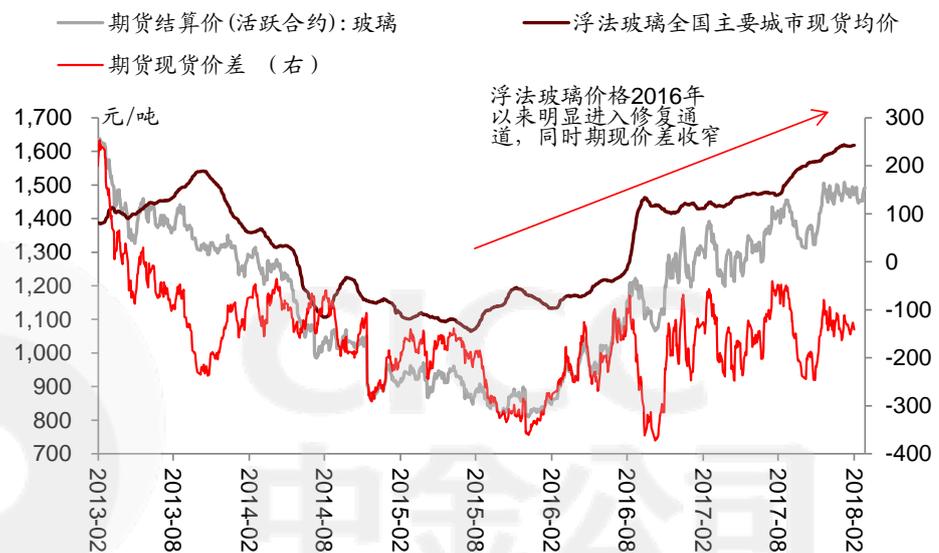
注：信义玻璃及旗滨集团产能、全国浮法玻璃产能为截至2017年底，其他公司在产及总产能数据截至2017年3月17日

优质浮法原片龙头，周期成长双重驱动

浮法产能龙头，受益玻璃周期复苏

2018年玻璃供需维持紧平衡，浮法价格中枢同比将有提升。我们认为，2018年地产需求显韧性，浮法玻璃需求有望超出预期。2018年-2019年行业将迎来自然冷修高峰，玻璃供给将有所趋紧。同时，环保新政将扩大供给缺口：一方面，排污许可证发放过程中将整顿关停部分产线；另一方面，脱硫脱硝等环保改造支出大幅推高了环保不达标企业产线的复产成本，高盈利下此前停产、冷修、搬迁产能大规模复产的可能性仍然较低。供需紧平衡局面将进一步推涨浮法玻璃价格，我们预计今年行业浮法玻璃均价将同比抬升10%。

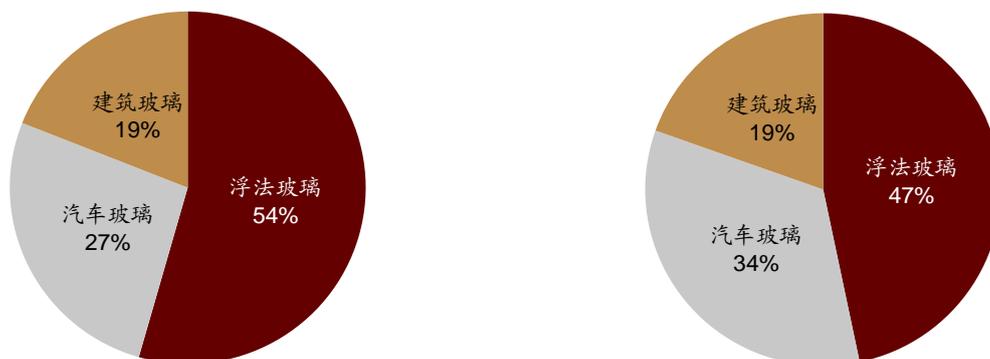
图表5: 2016年初以来玻璃价格明显进入修复通道



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

公司是优质浮法原片龙头，高外销比重驱动业绩弹性。公司当前已成为国内浮法玻璃产能龙头，2017年底浮法产能约525万吨，其中约20%自给，剩下80%对外直销下游厂商，基本均按市场价供货。2017年，浮法玻璃板块贡献了公司营收的54%和毛利的47%。因此公司将充分受益于浮法玻璃价格上涨周期带来的业绩改善。我们估计，如果建筑玻璃和汽玻价格维持稳定，浮法价格上涨4%将使公司18年净利润增长12%（浮法产品单价上涨8%，深加工产品单价上涨5%则将使净利润同比增26%）。

图表6: 浮法玻璃在公司营收结构（左图）与毛利润结构（右图）中占比均较高（2017年）



资料来源：公司年报，中金公司研究部

环保推高行业成本曲线，龙头竞争优势逐步凸显。公司浮法产能100%为使用天然气燃料的优质浮法原片产线，环保标准高，因此公司在此轮环保新政落地中基本无需追加环保支出。在环保推高行业整体成本曲线背景下，公司成本优势将进一步凸显。

此外，公司深加工玻璃业务所需浮法原片全部为自供，避免了采购成本大幅上调的风险，相对其他需要外购原片的深加工厂商有显著的成本优势。

图表7：信义玻璃国内浮法玻璃产能统计

编号	生产线名称	日熔量 (吨)	折算为年产能 (万重箱)	投产日期
1	虎门信义一线(浮白)	700	420	2006.03
2	虎门信义二线(浮白一等)	500	300	2006.07
3	虎门信义三线(浮白一等)	600	360	2007.06
4	虎门信义四线(浮白)	900	540	2007.10
5	信义芜湖一线(浮白一等)	500	300	2009.09
6	信义芜湖二线(浮白一等)	500	300	2009.10
7	信义芜湖三线(浮白一等)	700	420	2010.04
8	江门信义一线(浮白一等)	600	360	2011.01
9	江门信义二线(水晶灰一等)	900	540	2011.03
10	江门信义三线(浮白一等)	900	540	2011.05
11	江门信义四线(浮白)	1,000	600	2015.06
12	安徽芜湖光伏一线(超白光伏原片)	500	300	2009.8
13	安徽芜湖光伏二线(超白光伏原片)	500	300	2011.03
14	安徽芜湖光伏三线(超白光伏原片)	500	300	2011.03
15	天津信义玻璃一线(浮白优等)	1,000	600	2011.06
16	天津信义玻璃二线(浮白优等)	600	360	2012.04
17	天津信义玻璃三线(浮白优等)	600	360	2012.07
18	辽宁营口信义一线(浮白)	1,000	600	2014.01
19	辽宁营口信义二线(浮白)	1,000	600	2014.02
20	四川信义德阳一线(超白优等)	800	480	2014.11
21	四川信义德阳二线(浮白优等)	1,000	600	2015.02
22	马来西亚马六甲一期项目(优质浮法)	1,200	720	2017.01

资料来源：公司官网，公司公告，中金公司研究部 注：部分产线规模官网和公告未披露，为根据相关调研和新闻资料整理。

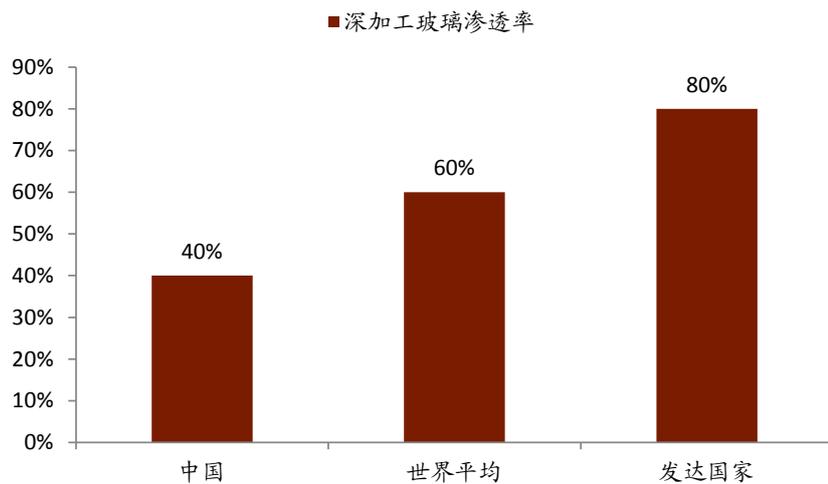
全部产能均为优质浮法，长期受益深加工率提升

深加工率提升和产品升级催化优质浮法需求。优质浮法玻璃，即产品杂质少、表面平整、质量稳定的浮法玻璃，一般用作深加工原料。我国玻璃深加工率远低于60%的世界平均水平和80%的发达国家水平，深加工率的提升是长期趋势，将为优质浮法玻璃需求创造巨大的成长空间。同时深加工产品自身也经历着产品的迭代升级，其对浮法原片的质量要求逐步提升。例如，当前汽车玻璃厚度普遍在4mm及以内，随着汽车轻量化厚度预计将减至2mm以内，进一步提升生产难度。

我国优质浮法玻璃产能占比较低，或面临阶段性供给紧张。生产优质浮法玻璃对燃料品质的要求较高，一般需要使用重油或天然气¹，因为石油焦、焦炉煤气和煤焦油等燃料易使玻璃中掺杂杂质、产品质量也不够稳定。当前我国优质浮法产线占比较低，使用重油的产线仅占16%，使用天然气的产线占比不足30%，如考虑产线交叉使用高低品质燃料的情况，实际产能占比要更低。随着玻璃深加工率继续提升，优质浮法产能或面临阶段性供给紧张，将对优质浮法产能规模大、产品质量高的企业形成利好。

¹ 重油因是分子量大、黏度高的液体，需要使用喷枪将重油液滴喷入窑炉内，使之与空气均匀混合后才能达到燃烧效果。而天然气因本即为气体，其燃烧效果比重油更好，更有利于玻璃质量的稳定。

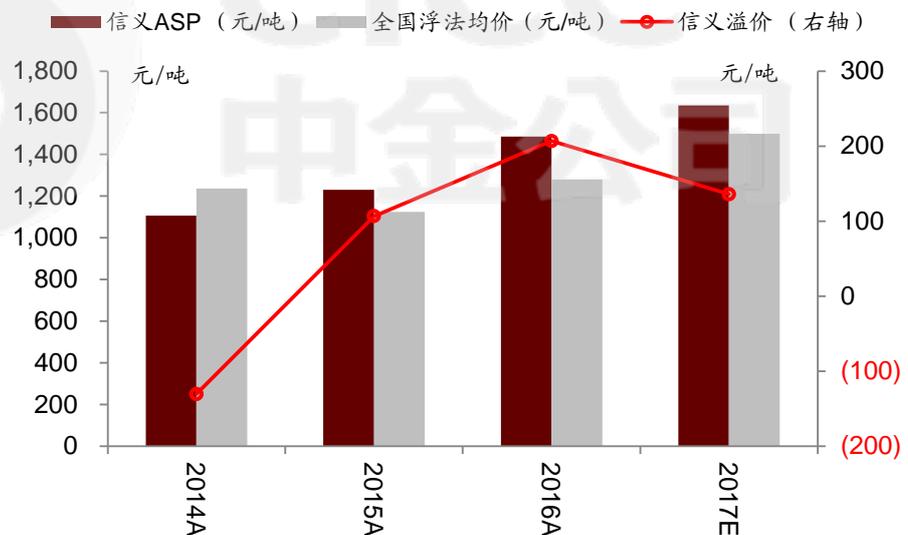
图表 8: 与世界平均水平相比, 我国深加工玻璃渗透率提升空间大



资料来源: 中国产业信息网, 中金公司研究部

公司优质浮法规模冠绝行业, 产品质量优秀。公司全部浮法产能均为使用天然气燃料的优质浮法产线, 外销规模在 400 万吨/年以上, 规模冠绝行业。同时公司产品质量优秀, 规格和颜色均非常丰富, 且能够制造高技术门槛的超薄、超厚玻璃, 其产品拥有较普通原片高 100-200 元/吨的产品溢价和更高的毛利率。我们认为, 长期来看, 公司所拥有的优质浮法产能资源的价值将会随着深加工率的提升而凸显, 产品溢价有望进一步提升。

图表 9: 公司优质浮法产品拥有较普通原片高 100-200 元/吨的产品溢价



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

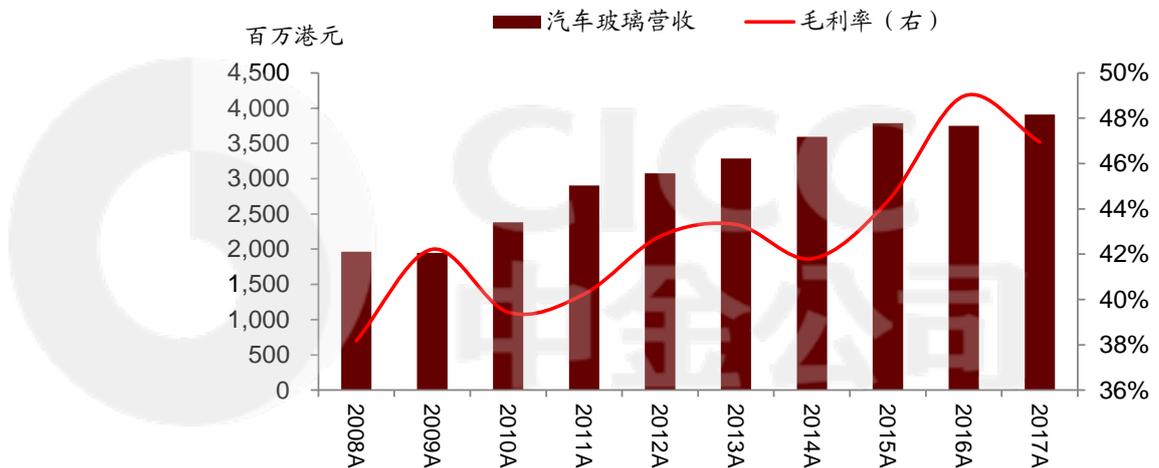
深加工玻璃业务：经营稳健，业务多元

汽车玻璃：固守 AM 阵地，新产线落地催化增长

公司为汽玻 AM 市场龙头，毛利率呈现上升趋势。公司汽车玻璃业务以售后市场（AM）业务为主，产品 75% 出口海外 AM 市场，其余 12% 出售国内的 AM 市场、13% 出售 OEM 市场。当前是全球汽玻 AM 市场龙头，市占率 25% 左右。由于 AM 下游集中度较低，公司议价能力较好，产品有一定溢价，同时公司汽车级浮法玻璃原片能全部自供，成本优势明显。随着公司汽玻业务规模稳步扩张，毛利率改善明显，2017 年公司汽玻板块毛利率达到 47%，较 2010 年的 40% 毛利率水平大幅提升。

新产能建设处于规划阶段，未来将支撑营收增长。近三年由于产能投放规模较小，公司汽车玻璃营收规模增速下滑较为明显。当前公司正在筹划在广西北海建设 3 条特种玻璃、汽车玻璃产线；同时，公司在加拿大的两条优质浮法玻璃产线也在筹建中，以更好地辐射规模庞大的北美汽车玻璃市场，未来或有依托优质浮法产线建设汽车玻璃产能的可能性。随着新增产能的投放，公司汽玻业务增长将有新的动力。

图表 10：汽玻业务规模扩张同时毛利率改善显著



资料来源：公司年报，中金公司研究部

建筑玻璃：市占率国内领先，需求空间广阔

公司建筑玻璃市占率与技术工艺均处于行业领先水平。公司建筑玻璃产品以镀膜 Low-E 玻璃为主，当前在国内市场市占率排行第二，仅次于南玻。公司从德国 VAAT 公司引进 LOW-E 产线，采用先进的真空磁控溅射镀膜工艺，技术在行业亦处于领先水平。

节能玻璃需求空间广阔。将门窗玻璃替换为 Low-E 节能玻璃后，将大幅提升建筑保温性能。我国目前的 Low-E 玻璃使用率仅 10% 左右，远低于诸多发达国家 80% 以上的使用水平，在政策对建筑节能重视程度提升的背景下提升空间很大。同时，当前节能建筑门窗普遍使用双层中空 Low-E 玻璃，三层中空玻璃由于隔热节能性能更优秀，近年来在 Low-E 玻璃中占比提升迅速，进一步提振了 Low-E 需求。我们预期，公司的建筑玻璃业务长期将在节能玻璃需求增长的推动下稳健增长。

图表 11: 夏热冬暖地区使用不同类型玻璃门窗的能耗对比

夏热冬暖地区能耗比较	玻璃类型		
	普通单层玻璃	普通中空玻璃	Low-E 中空玻璃
	100%	74%	33%

资料来源：公司官网，中金公司研究部

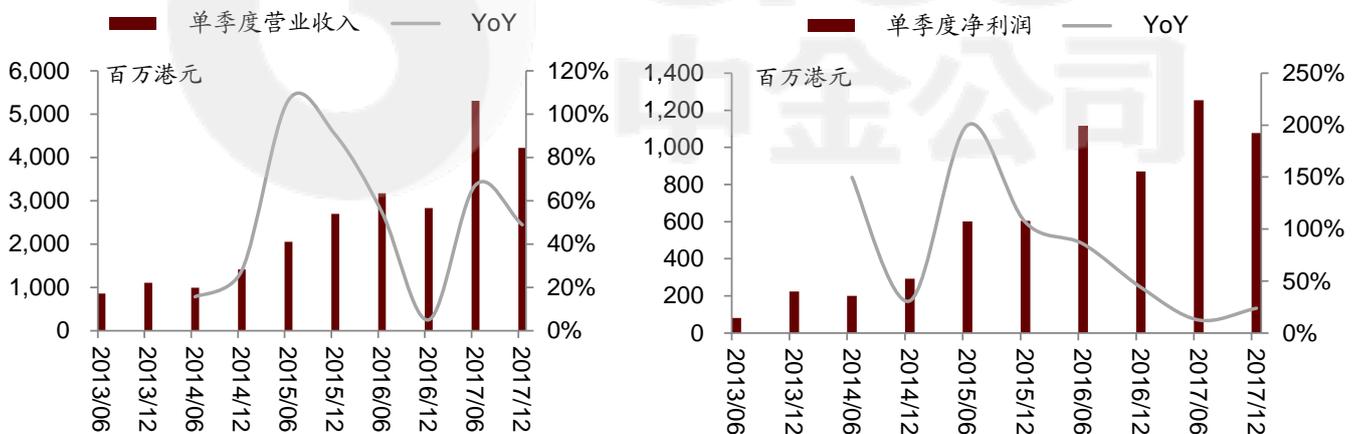
光伏玻璃：信义光能贡献利润将继续增长

信义光能主营光伏玻璃及电站业务，是公司盈利的重要来源。公司 2013 年将原有的太阳能玻璃业务置出，拆分为独立的港股上市公司信义光能。2016 年增持股份后，公司持有信义光能 29.5% 的股份²。信义光能当前的主营业务包括光伏玻璃（占 2017 年营收 60%）、光伏电站（16%）及 EPC 服务（24%）。自分拆以来，信义光能的收入和盈利增速一直保持在较高水平，是公司盈利的重要来源之一。

信义光能拥有较强的成本优势及海外扩张能力。信义光能是目前最大的光伏玻璃生产商，约占全球市场份额 32%。公司毛利维持在 35%~40%，大幅高于第二梯队。除了自身强大的规模效应，马来西亚较低的能源成本，公司依托母公司信义玻璃平台对原材料和天然气进行集中式采购，也使其成本优势明显。我们预测信义光能将率先受益于光伏玻璃需求增长，市场份额将扩大至 36%。信义光能营收和利润继续维持较高速度增长，将对公司的业绩增速形成支撑。

我们预计信义光能 2018/19 两年的营业收入分别达到 101 亿及 121 亿，净利润分别达到 28 亿及 33 亿港元，2016 到 2019 年的收入/利润复合增长率分别达到 26% 和 19%。

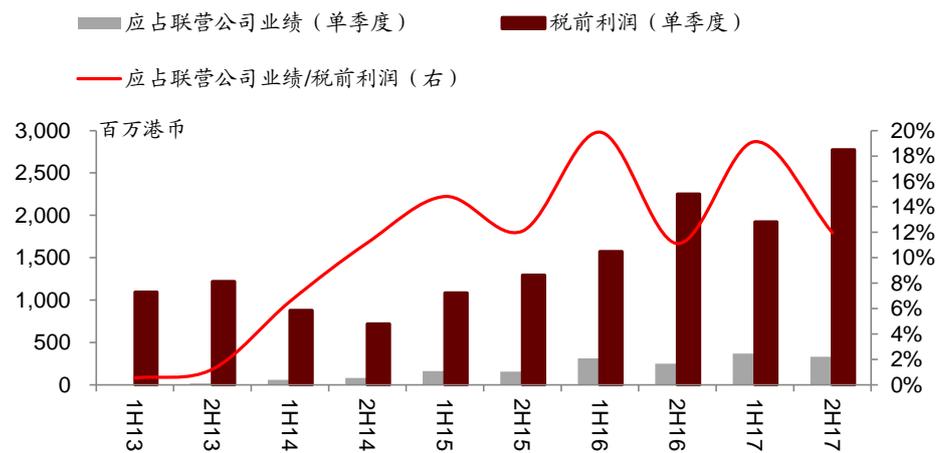
图表 12: 分拆以来信义光能的收入和利润一直维持较高增速



资料来源：公司年报，中金公司研究部

² 为 2016 年年报披露。2017 年中报未披露持股变动情况。

图表 13: 信义光能贡献收益占公司税前利润比重持续在 10% 以上



资料来源：公司年报，中金公司研究部

注：图中“应占联营公司业绩”即为公司所分享的对应份额的信义光能之盈利。



进军海外低成本地带，挖掘新的利润增长点

马来西亚：成本优势叠加贸易税务优惠，理想的玻璃加工基地

马来西亚工厂产线逐步投产。2014年公司开始投资马来西亚。据公司年报披露，2017年初，信义玻璃马来西亚工厂一期项目顺利投产，投产产能包括一条1200t/d优质浮法产线和一条Low-E镀膜生产线；二期项目2条分别为日熔量800吨和1200吨的优质浮法生产线预计于2018年年中及年底投产，而马六甲三期项目将于2018年二季度开始建造，未来将为公司利润提高新的增长点。

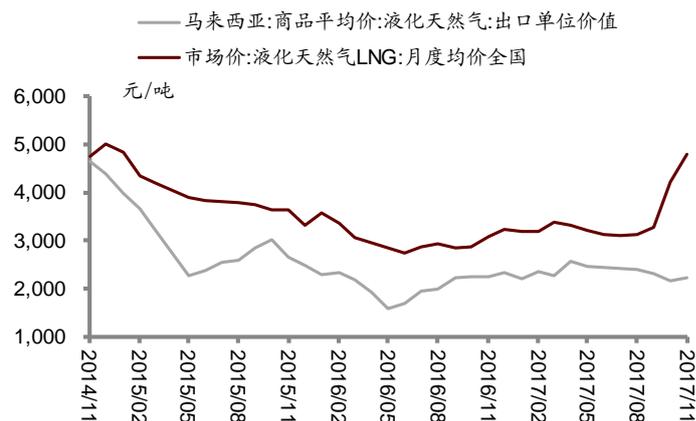
原燃料成本优势明显，毛利率高于国内市场。马来西亚与澳大利亚、卡塔尔同为我国三大LNG供应国之一，供应了我国LNG进口总量的10%以上，其天然气和纯碱成本均较国内低廉，即使考虑到当地较高的硅砂成本，原材料和燃料成本依然有明显优势。也因此，公司在马来生产的玻璃毛利率较国内市场高2-3个百分点。

图表 14: 马来西亚是我国液化天然气主要供应国之一



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 15: 马来西亚液化天然气价格明显低于国内平均市场价



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

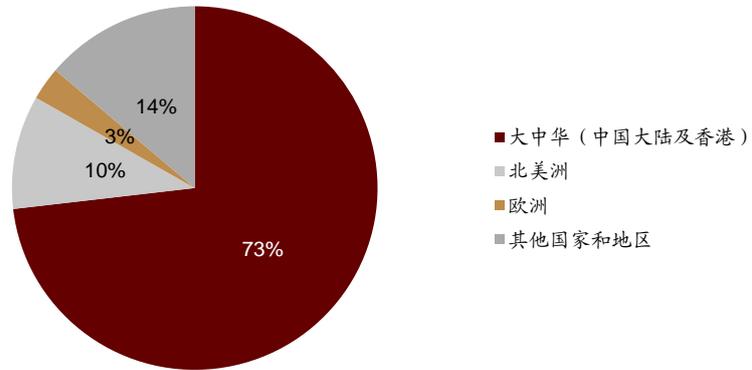
注：马来西亚 LNG 价格按照马来西亚林吉特兑人民币汇率月度均价进行折算

辐射周边国家和地区，贸易和税务优惠加强成本优势。马来西亚本地玻璃需求不大，生产的玻璃主要回售国内及出口到其他周边国家及地区。马来西亚玻璃出口其他国家、地区有诸多贸易和税务优惠，如其产品卖到印尼、越南等其他东盟国家可以免除进口关税；同时也可以规避韩国、印度等部分国家对产品的反倾销政策。此外，马来西亚对外商投资有税务优惠，净利润可以在扣除投资额后再计税，进一步加强成本优势。

加拿大：产能布局北美市场，充分利用低价能源优势

北美市场是公司主要海外销售市场之一。公司在北美市场主要进行汽车玻璃销售业务，主攻 AM 市场。北美区域汽车保有量超过 2.5 亿台³，售后替换需求旺盛，因此对优质浮法原片的需求规模也较大。2014-2016 年北美市场销售均占公司营收超 10%、占公司汽车玻璃业务营收超过 35%，是公司最主要的海外市场之一。

图表 16：公司 2017 年分区域销售收入结构

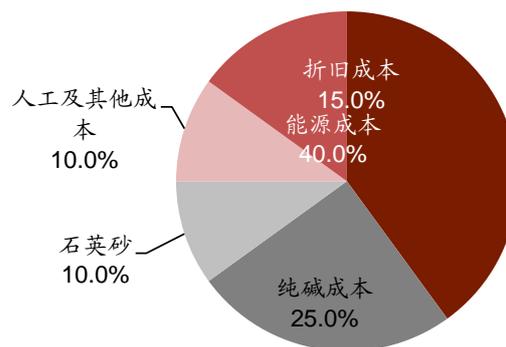


资料来源：公司年报，中金公司研究部

北美布局优质浮法产线，公司将成为加拿大唯一优质浮法厂商。继马来西亚之后，公司计划于加拿大安大略省建设 2-3 条大型优质浮法玻璃生产线，日熔量规模预计能达到 1800-2000 t/d（折合年产能 60 万吨左右）。北美地区布局产能有利于大幅降低公司的产品运输成本，同时也使公司能够更加灵活地调整生产计划。同时，加拿大工厂投产后，公司将成为加拿大唯一的大型优质浮法玻璃生产商，面临竞争较小。

天然气价格低廉，提升产品毛利率。加拿大天然气价格是国内的 1/3，我们估计，按 30%-40% 的能源成本占浮法玻璃成本比重计算，公司吨浮法能源成本约在 300-450 元之间。加拿大基地仅能源一项就能节省每吨 200 元以上，赋予公司巨大的成本优势。由于公司玻璃产线单线平均规模大、自动化程度高，人工成本占比较低，加拿大更高的人工成本远不足以抵消天然气成本优势。因此，我们认为加拿大工厂的毛利率也将显著高于国内。

图表 17：公司吨浮法玻璃成本结构假设



资料来源：公司调研纪要，中金公司研究部

海外基地未来有望贡献公司超 20% 的利润，成为新的利润增长点。我们测算，在马来西亚二期工程和加拿大优质浮法产能达产后，两个海外生产基地有望贡献公司营收和毛利的近 20%。同时，公司管理层公开宣布到 2020 年浮法玻璃产能将增长 50%，计划新增的超 200 万吨产能也将主要在马来西亚与加拿大落地，充分利用其廉价天然气优势。海外生产基地将成为公司新的盈利增长点。

³ 密歇根大学交通研究所的最新调查发现，2016 年美国人均拥有汽车 0.766 辆，我们按照 2016 年人口 3.24 亿测算得美国汽车保有量接近 2.5 亿台。根据万德资讯数据，加拿大 2005-2016 年期间车辆累计销售在 2000 万台以上。

图表 18: 信义玻璃马来西亚一二期、加拿大基地两条产线营收及毛利贡献预测

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
产能 (千吨)					
马来西亚-浮法	360	360	900	960	960
加拿大-浮法				450	600
单价 (港元)					
浮法玻璃 (港元/吨)	1,661	1,909	2,061	2,165	2,186
营收规模 (百万港币)					
马来西亚-浮法	598	687	1,855	2,078	2,099
加拿大-浮法				974	1,312
合计	598	687	1,855	3,052	3,410
毛利率					
马来西亚-浮法	28%	32%	35%	38%	39%
加拿大-浮法				31%	34%
毛利规模 (百万港币)					
马来西亚-浮法	164	218	655	790	821
加拿大-浮法				302	441
合计	164	218	655	1,092	1,262
海外生产基地营收/利润贡献					
预测营业收入 (百万港币)	12,848	14,728	16,758	18,739	20,778
预测毛利 (百万港币)	4,659	5,444	6,677	7,714	8,668
海外生产基地营收贡献占比	5%	5%	11%	16%	16%
海外生产基地毛利贡献占比	4%	4%	10%	14%	15%

资料来源：公司年报，公司官网，公司调研纪要，中金公司研究部 注：因马来西亚 Low-E 产能规模公司未公开披露，暂未纳入统计

图表 19: 信义玻璃海外基地整体营收及毛利贡献预测

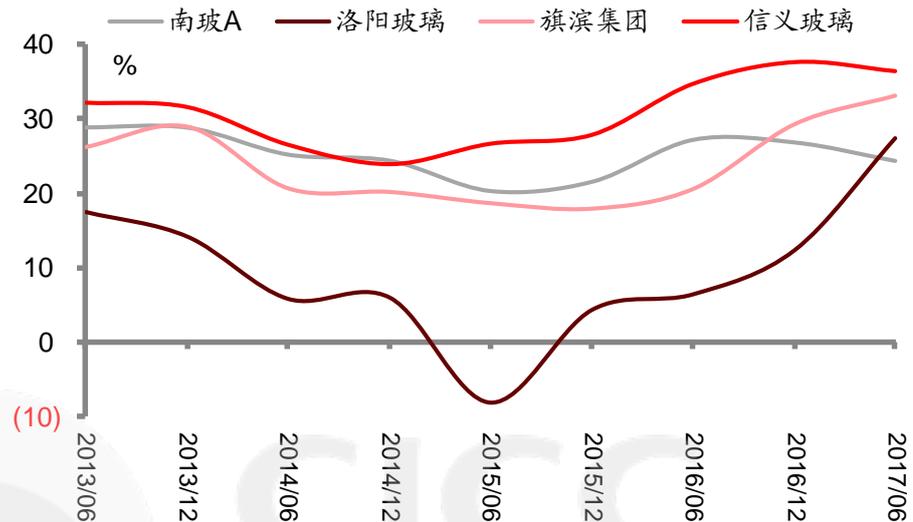
	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
海外浮法玻璃产能 (千吨)	360	360	900	1,500	2,300	3,000
浮法玻璃单价 (港元/吨)	1,661	1,909	2,061	2,165	2,186	2,208
营收规模 (百万港币)	598	687	1,855	3,247	5,028	6,624
毛利率	28%	32%	35%	36%	37%	38%
毛利规模 (百万港币)	164	220	655	1,169	1,860	2,517
海外生产基地营收/利润贡献						
预测营业收入 (百万港币)	12,848	14,728	16,758	18,739	20,778	21,942
预测毛利 (百万港币)	4,659	5,444	6,677	7,714	8,668	9,263
海外生产基地营收贡献占比	5%	5%	11%	17%	24%	30%
海外生产基地毛利贡献占比	4%	4%	10%	15%	21%	27%

资料来源：公司年报，公司调研纪要，中金公司研究部

财务分析：盈利能力优秀，高股息率提升管理层持股意愿

高端产品占比高，毛利率高于行业平均。公司全部产品均为优质浮法或深加工玻璃产品，较普通平板玻璃拥有明显溢价。且深加工玻璃产品浮法原片全部自供，减少了外购成本；天然气采购渠道成熟，气源有保障、价格低于市场水平；因此公司产品的毛利率显著高于行业平均。

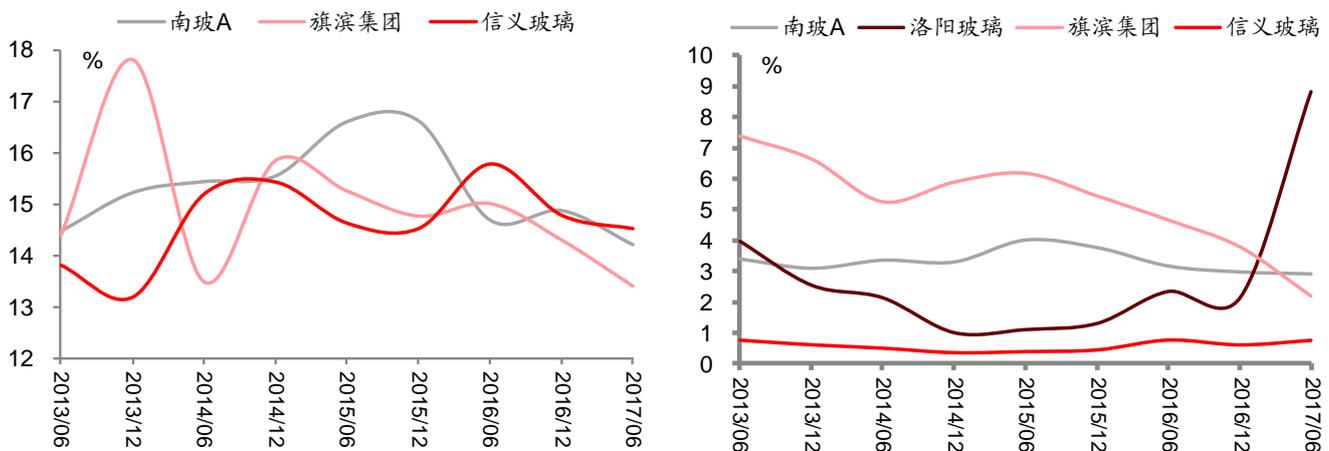
图表 20：公司毛利率高于国内主要可比公司



资料来源：公司年报，中金公司研究部

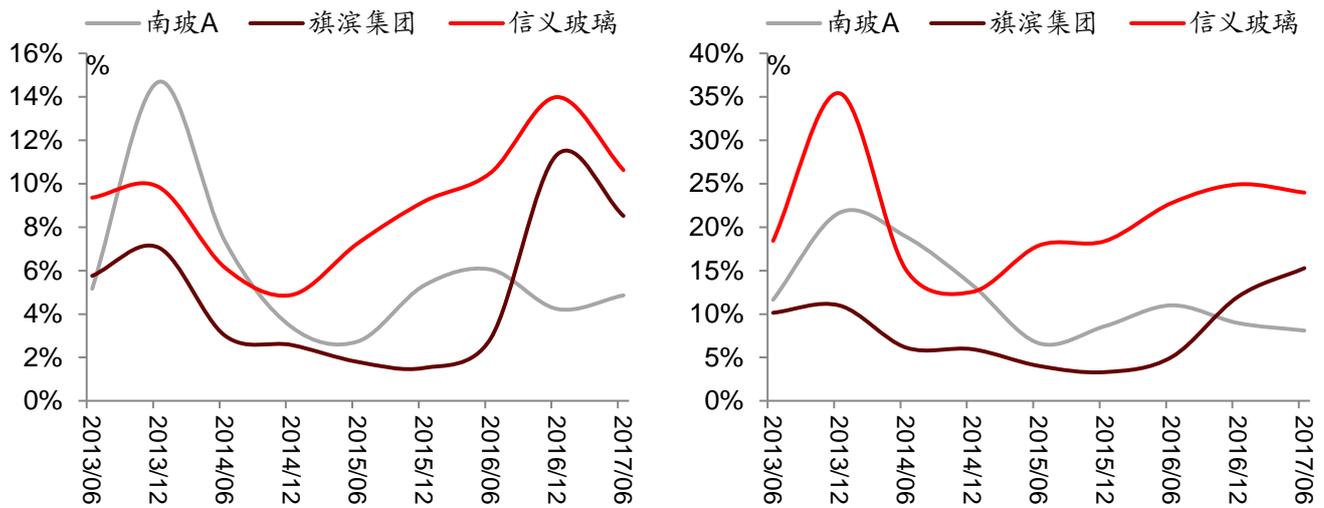
期间费用率处于较低水平，财务费用率极低。信义的期间费用低于行业平均水平，与南玻、旗滨等其他第一梯队公司大致相等。公司当前产能规模位居行业第一，且单线产能规模较大，规模效应下销售费用、管理费用率被摊薄。此外，公司财务费用率尚不足 1%，融资基本均来源于香港，成本低廉，且负债率在 40%左右较为合理，其财务费用率大幅低于同业可比公司。较高的毛利率和较低的期间费用率使公司净利率和 ROE 均表现优秀。

图表 21：信义玻璃期间费用率与其他龙头大致相当（左）；财务费用率远低于其他可比公司（右）



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 22: 信义玻璃 ROE (左) 和净利率 (右) 均明显优于主要可比公司



资料来源：公司年报，中金公司研究部 注：ROE 计算口径：半年度归母净利润/季度末归母净资产

股息率超 5%，管理层持股意愿高。公司资本开支稳定、在手现金充裕，分红比例稳定在 47% 以上，我们按照 2018 年 50% 的股息发放率估算，2018 年对应的股息率为 5%，较高水平的股息率也提升了管理层的持股意愿，当前公司董事会成员及主要高管持股比例在 50% 以上。



盈利预测与估值：中期稳健成长，估值具备提升空间

盈利预测：行业景气向上驱动业绩弹性

短期受益于浮法玻璃价格上涨和纯碱价格下跌，毛利率将明显提升

2018年供需紧平衡局面将进一步推涨浮法玻璃价格，我们预计信义浮法玻璃售价将同比上涨8%。根据敏感性分析，公司浮法售价上涨8%，深加工产品上涨5%，将拉动EPS增长26%。同时，受下游玻璃供给收缩影响，预计2018年公司单位纯碱成本同比下滑5%，浮法玻璃毛利率同比上升6.6ppt。

图表 23：业绩弹性测算

EPS-2018 YoY	建筑和汽车玻璃售价同比（2018年）					
		-5%	0%	5%	10%	15%
浮法玻璃 售价同比 (2018年)	0%	-1%	5%	12%	18%	25%
	4%	6%	12%	19%	25%	32%
	8%	13%	19%	26%	32%	39%
	12%	20%	26%	33%	39%	46%
	16%	27%	33%	40%	46%	53%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

马来西亚新产能投产，信义光能业绩增长，贡献利润增量

马来西亚二期工程产能的两条产线（日熔量合计2000t/d）将在18年下半年陆续投产，假设平均在产一个季度，毛利率和浮法单价按照我们关键盈利预测中的38%和2061港币/吨计算，则新产能有望贡献3.1亿港币收入和1.2亿左右的毛利润。同时我们也预计信义光能2018/19两年的营业收入分别达到101亿及121亿港币，净利润分别达到28亿及33亿港币，将显著增厚公司业绩。

图表 24: 信义玻璃关键盈利预测假设

主要假设	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E
主要产品销量							
浮法玻璃 (千吨, 外销)	2,818	3,387	3,401	3,920	4,200	4,711	5,239
汽车玻璃 (千套)	12,198	13,430	13,600	13,736	13,940	13,940	13,940
建筑玻璃 (千平米)	15,000	21,000	27,750	33,113	33,113	33,113	33,113
主要产品单价							
浮法玻璃 (港币/吨)	1,595	1,391	1,477	1,661	1,909	2,061	2,165
YoY		-13%	6%	12%	15%	8%	5%
汽车玻璃 (港币/套)	269	268	278	273	280	295	309
YoY		-1%	4%	-2%	3%	5%	5%
建筑玻璃 (港币/平米)	144	122	96	78	85	89	93
YoY		-15%	-21%	-18%	8%	5%	5%
主要产品成本							
浮法玻璃 (港币/吨)	1,292	1,294	1,313	1,204	1,303	1,272	1,277
YoY		0%	1%	-8%	8%	-2%	0%
其中: 吨浮法玻璃纯碱成本 (港币/吨)	323	323	328	301	326	310	310
汽车玻璃 (港币/套)	153	156	155	139	149	159	170
YoY		2%	0%	-10%	7%	7%	7%
建筑玻璃 (港币/平米)	86	79	63	47	52	57	59
YoY		-9%	-20%	-26%	11%	8%	5%
单位产品毛利							
浮法玻璃 (港币/吨)	303	97	163	457	605	790	888
YoY		-68%	68%	180%	33%	30%	12%
汽车玻璃 (港币/套)	117	112	123	134	132	135	139
YoY		-4%	10%	8%	-1%	3%	3%
建筑玻璃 (港币/平米)	57	43	32	31	32	32	34
YoY		-25%	-25%	-4%	3%	0%	5%
毛利率							
浮法玻璃	19%	7%	11%	28%	32%	38%	41%
汽车玻璃	43%	42%	44%	49%	47%	46%	45%
建筑玻璃	40%	35%	34%	40%	38%	36%	36%
综合毛利率	32%	25%	27%	36%	37%	40%	41%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

2018-19 年净利润将实现快速增长

2018 年, 浮法玻璃单价的上涨和产能扩张的落地将推动公司营收和盈利的靓丽增长。我们预计 2018/2019 年公司净利润有望分别实现 25.7% 和 17.7% 的增长, 达到 50.5 亿港元和 59.4 亿港元, 对应每股收益 1.26 港元和 1.48 港元。

图表 25: 信义玻璃利润表

百万港元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,936	10,861	11,460	12,848	14,728	16,758	18,739
YoY %	17.8%	9.3%	5.5%	12.1%	14.6%	13.8%	11.8%
销售成本	-6,799	-8,128	-8,328	-8,189	-9,283	-10,081	-11,025
毛利	3,137	2,733	3,133	4,659	5,444	6,677	7,714
毛利率	31.6%	25.2%	27.3%	36.3%	37.0%	39.8%	41.2%
其他收入	326	178	215	342	377	430	480
资产处置收入	138	220	379	159	317	361	403
附属公司分拆及独立上市之盈利	1,315	0	0	0	0	0	0
销售及分销费用	-478	-608	-680	-620	-675	-788	-881
一般及行政费用	-772	-1,030	-935	-1,202	-1,370	-1,559	-1,743
财务费用	-60	-38	-50	-77	-97	-121	-97
应占共同控制实体业绩	0	0	0	0	0	0	0
应占联营公司的业绩	21	138	317	563	700	905	1,058
就商誉已确认的减值亏损	0	0	0	0	0	0	0
除税前盈利	2,311	1,593	2,380	3,823	4,696	5,904	6,935
所得税	-381	-228	-266	-607	-682	-858	-1,008
持续经营业务盈利	1,930	1,365	2,114	3,216	4,014	5,046	5,927
年度盈利	2,207	1,365	2,114	3,216	4,014	5,046	5,927
属于少数股东利润	0	1	0	3	0	0	0
归属公司股东的利润	2,207	1,364	2,113	3,213	4,014	5,046	5,927
YoY %	85.7%	-38.2%	55.0%	52.1%	24.9%	25.7%	17.5%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 26: 信义玻璃资产负债表

百万港元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
物业厂房及设备	10,459	11,293	11,971	11,831	12,929	14,357	15,596
可供出售之金融资产	2,123	2,362	2,535	3,258	4,416	5,320	6,378
租赁土地及土地使用权	1,390	1,287	1,206	1,121	3,427	3,427	3,427
其他	1,142	1,286	714	1,276	1,607	1,603	1,599
非流动资产小计	15,114	16,229	16,426	17,486	22,379	24,707	27,000
存货	1,232	1,478	1,223	1,321	1,698	1,639	1,792
应收贸易帐款	2,255	2,487	2,381	2,377	3,072	3,100	3,467
现金及银行存款	1,042	831	1,298	2,763	3,049	5,418	7,425
其他	7	9	93	76	107	104	109
流动资产小计	4,537	4,805	4,995	6,537	7,926	10,261	12,793
总资产	19,651	21,034	21,422	24,022	30,305	34,968	39,793
应付贸易帐款	1,744	1,978	2,112	2,297	2,554	2,634	2,881
一年内到期银行贷款	2,116	2,529	2,514	3,165	2,068	1,568	1,568
其他	219	294	333	538	535	609	681
流动负债小计	4,079	4,801	4,959	6,000	5,157	4,810	5,129
一年后到期的银行贷款	3,024	3,483	3,514	4,509	6,399	8,288	9,288
其他	339	414	223	266	443	443	443
非流动负债小计	3,364	3,898	3,737	4,775	6,842	8,732	9,732
总负债	7,442	8,699	8,696	10,775	11,999	13,542	14,861
股本	392	392	392	389	402	402	402
储备	11,816	11,941	12,326	12,792	17,835	20,955	24,461
少数股东权益	1	2	7	66	69	69	70
所有者权益小计	12,209	12,335	12,726	13,247	18,306	21,426	24,933
负债+所有者权益	19,651	21,034	21,422	24,022	30,305	34,968	39,793

资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 27: 信义玻璃现金流量表

百万港元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动产生的净现金流	2,712	1,455	2,637	3,565	4,670	6,603	7,277
投资活动产生的净现金流	-3,121	-1,578	-1,520	-2,280	-6,266	-3,697	-3,850
筹资活动产生的净现金流	770	-72	-625	225	-770	-536	-1,421
现金净增加	361	-195	492	1,510	-2,366	2,370	2,006
汇率变动对现金及银行结余的影响	1	-17	-25	-45	0	0	0
年初现金及银行存款余额	680	1,042	831	1,298	2,763	3,049	5,418
年末现金及银行存款余额	1,042	831	1,298	2,763	397	5,418	7,425

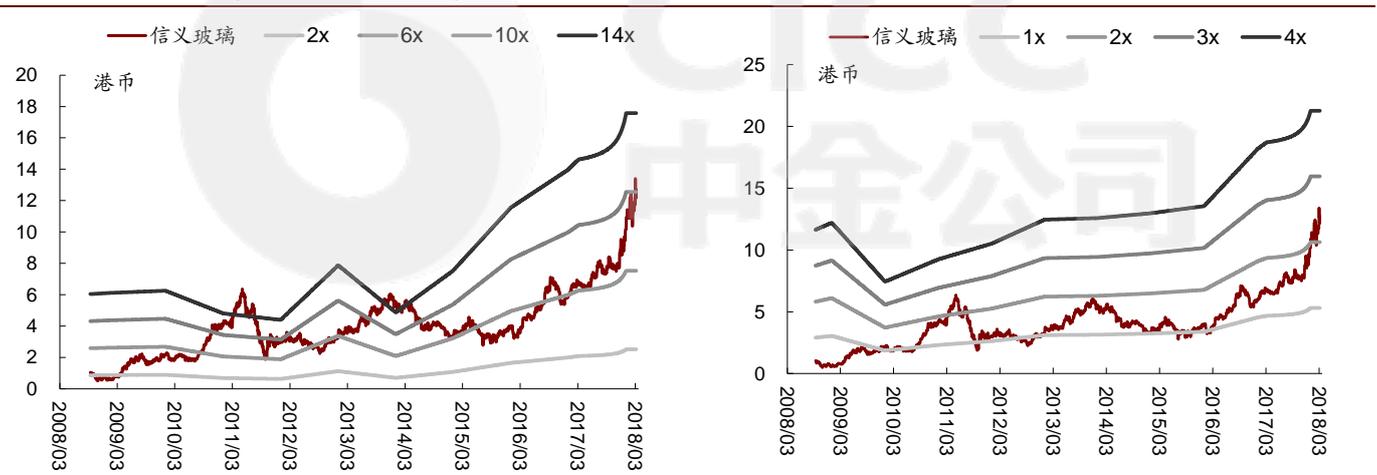
资料来源：公司年报，中金公司研究部

首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 16 港元

信义玻璃 2017 年和 2018 年预测 ROE 分别达 22.0% 及 23.6%，已经接近 2010 年 26.2% 的历史高点水平，显著高于 2011 年。当前股价下，公司对应 18 年的 P/E 9.8x，对标 2011 年公司 P/E 估值中枢 12.3x，仍有一定上升空间。同时，我们预期 2018-2019 年公司盈利增长将维持强劲，高盈利可持续性明显优于 2010-2011 年，进一步催化估值修复。

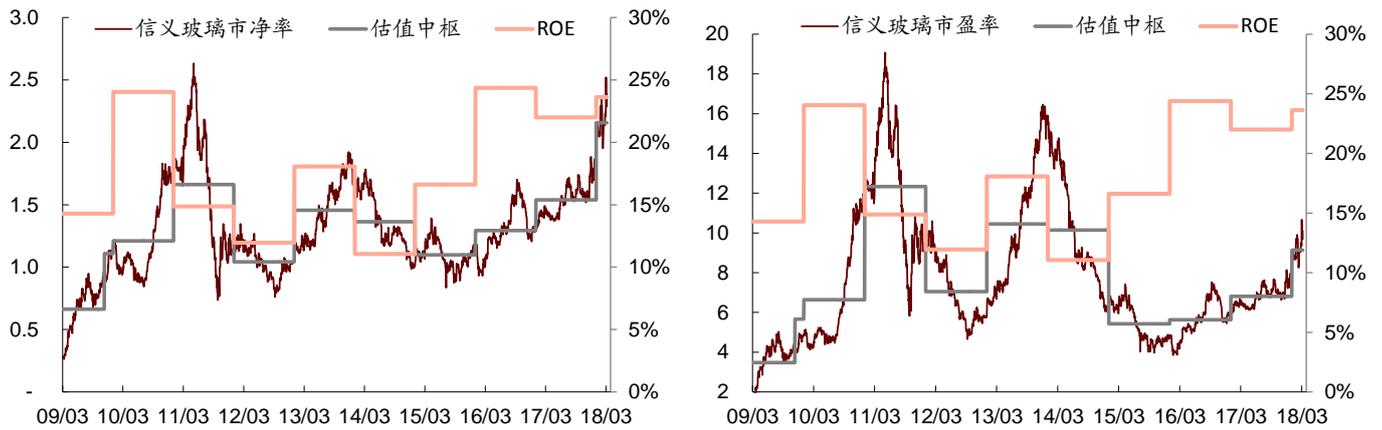
短期来看，浮法玻璃价格上涨将带来业绩弹性，环保新政落地抬升行业成本曲线，也将进一步凸显公司成本优势；中长期，公司将受益于玻璃深加工率提升带来的优质浮法需求增长、以及稳健扩张海外产能带来的业绩增长和毛利率提升。我们再次覆盖信义玻璃，给予目标价 16 港元，对应 2018 年 12.7 倍 P/E，给予“推荐”评级。

图表 28: 信义玻璃 P/E Band (左) 及 P/B Band (右)



资料来源：万得资讯，公司年报，中金公司研究部

图表 29: 信义玻璃估值水平与 ROE 的对照情况



资料来源：万得资讯，公司年报，中金公司研究部

风险提示

- (1) 房地产需求不达预期;
- (2) 国内环保政策松动导致复产的生产线数超预期，短期内提供大量供给增量;
- (3) 公司马来西亚项目盈利水平不达预期;
- (4) 纯碱、天然气等浮法原片主要生产原材料价格大幅上升。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金公司的资产管理部、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。

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。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：樊荣、张莹

北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司