

持有

2011年11月18日

中國優質玻璃企業

- **國內領先的玻璃製造商：**信義玻璃佔有全球汽車玻璃替換市場 20%以上，佔有中國 LOW-E 節能玻璃市場約 15%份額，也是國內最大的太陽能光伏玻璃生產商之一。信義是中國產品覆蓋最廣、盈利能力最強的玻璃企業之一。
- **汽車玻璃運營成熟，毛利率穩定：**公司在汽車玻璃售後市場經營多年，在國內外有廣泛的行銷網路，毛利率很穩定。近期海外市場增速快，長遠來看中國汽車保有量還有巨大上升空間，這塊業務也將穩步增長。
- **建築玻璃定位高端，發展空間大：**公司的建築玻璃定位中空、LOW-E 等節能玻璃，符合行業長期發展趨勢。目前中國 LOW-E 玻璃使用率僅有 8%，而歐美國家已經達到 80%以上，我們預計國內 LOW-E 玻璃需求年均增長在 30%以上，到 2015 年使用率將達到 20%左右。
- **浮法玻璃處於低谷，料明年好轉：**今年下半年浮法玻璃價格下跌，7, 8 月份行業毛利率進入歷史水準的低位，行業處於盈虧平衡點。主要因為去年和今年上半年有大量生產線投產，供過於求。今年下半年行業內幾乎沒有新的浮法線投產，我們認為 2012 年浮法玻璃供需情況會有所好轉。
- **光伏行業受困，2012 年壓力仍大：**今年太陽能電池價格大幅下降，主要是因為全球光伏行業產能過剩。光伏玻璃也受到影響。預計明年光伏新增裝機容量增速會繼續下降，光伏玻璃明年壓力仍大。
- **目標價 4.66 港元，首次評級持有：**我們以信義 2012 年每股收益的 9.5 倍的市盈率作為公司的估值參考，給予公司 12 個月內目標價為 4.66 港元。該目標價為 2011 年每股盈利的 10.6 倍，較現價 4.23 港元有 10.2% 的上升空間，首次評級為持有。

陳曉霞

852-25321956

86755-33367019

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要資料

行業	玻璃製造	
股價	4.23 港元	
目標價	4.66 港元 (+10.2%)	
股票代碼	868	
已發行股本	36.83 億股	
總市值	155.8 億港元	
52 周高/低	9.78 港元/2.75 港元	
每股淨現值	2.17 港元	
主要股東	李賢義	21.41%
	董清世	9.18%
	董清波	8.83%
	李聖典	8.35%

表：盈利摘要

截止12月31日	2009年实际	2010年实际	2011年预测	2012预测	2013预测
营业额 (港元百万)	3,958	6,364	8,728	10,905	12,623
变动 (%)	N/A	60.8	37.1	24.9	15.7
净利润 (港元百万)	760	1,581	1,640	1,776	2,262
每股盈余 (港元)	0.22	0.44	0.44	0.49	0.63
变动 (%)	N/A	100.0	(0.3)	12.6	27.4
市盈率@4.23港元 (倍)	19.2	9.6	9.6	8.6	6.7
每股股息 (港元)	0.11	0.21	0.21	0.24	0.30
股息现价比率 (%)	2.5	5.0	5.0	5.6	7.1

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



資料來源：彭博

國內領先的玻璃製造商

信義玻璃是中國產品覆蓋最廣、盈利能力最強的玻璃企業之一。

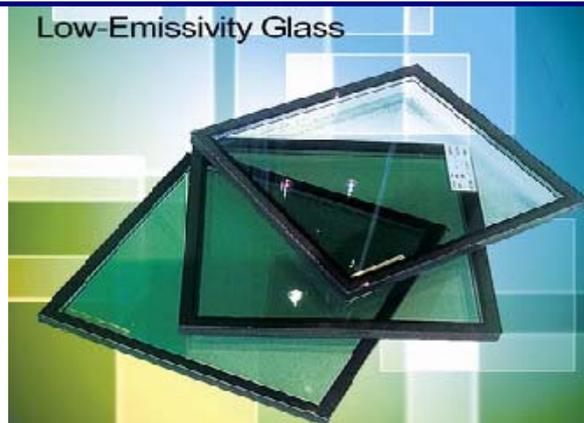
信義玻璃成立於 1988 年，主要提供汽車玻璃、建築玻璃、浮法玻璃以及光伏玻璃等產品，2011 上半年分別實現銷售收入 38.8 億港元和淨利潤 8.4 億港元，是中國產品覆蓋最廣、盈利能力最強的玻璃企業之一。信義玻璃佔有全球汽車玻璃替換市場 20% 以上，也佔有中國 LOW-E 節能玻璃市場約 15% 份額，另外公司也是全球最大的太陽能光伏玻璃生產商之一，擁有總計日容量 2300 噸的太陽能超白光伏生產線。

圖表 1: 部分產品 (汽車玻璃)



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 2: 部分產品 (LOW-E 玻璃)



資料來源：公司資料，第一上海

公司於 2005 年 2 月在香港主板上市，以每股 2 港元發行 3.75 億新股及超額配售 0.43 億股，共融資約 8.36 億港元。

2006 年 5 月，以每股 3.1 港元，配售 6172 萬股。

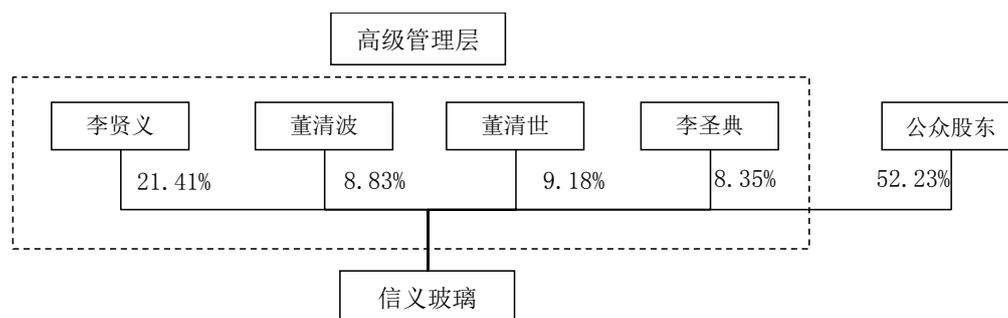
2007 年 9 月，以每股 10.32 港元，配售 1.28 億股。

2009 年 5 月，以每股 5.8 港元，配售 9000 萬股。

2010 年 5 月，公司進行了一送一紅股。2010 年 9 月至 2011 年 4 月，共 4 次因行使購股權發行新股，總共發行 1867 萬股，行使價由每股 0.103-3.49 港元不等。

2011 年 5 月，以每股 8.35 港元，配售 1 億股。公司自上市以來每年都保持了 47% 左右的派息率。現階段信義玻璃的股權結構如下：

圖表 3：信義玻璃股權結構圖



資料來源：公司資料，第一上海

公司業務

汽車玻璃

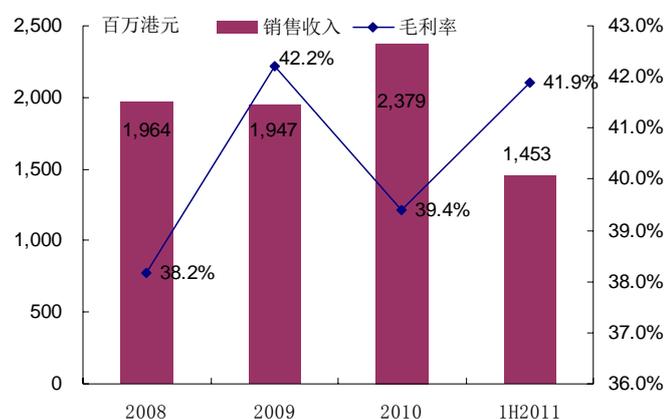
信義是全球最大的售後汽車玻璃供應商，市場份額達到 20%。

汽車玻璃業務一直占公司銷售收入較大比例，並且能夠維持 40% 左右的毛利率。

信義玻璃是國內第二大汽車玻璃製造商、最大的售後汽車玻璃出口商，也是全球最大的售後汽車玻璃製造商，市場占比達到 20%。公司在汽車玻璃行業經營多年，獲得美國、德國等多個國家地區的品質標準認證，在中國和海外建立了廣泛的分銷網路，同時也樹立下了良好的品牌和聲譽。

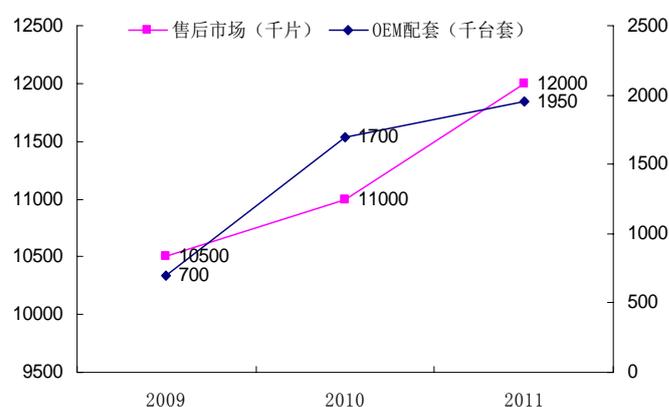
汽車玻璃業務一直占公司銷售收入較大比例，2011 上半年公司汽車玻璃業務營業額為 14.5 億港元，占公司銷售收入 37.5%。公司的汽車玻璃業務運營非常成熟，不管行業處於強勢還是弱勢，都能夠維持 40% 左右的毛利率。未來公司的汽車玻璃產能會穩定增加，增速大約維持在 10%-15% 左右。由於公司在中國的管道布點已經很全面，短期來看海外新增銷售網路增長會比較快，長遠來看中國汽車保有量還會持續增加，中國售後汽車玻璃市場的空間非常大。

圖表 4: 汽車玻璃銷售額及毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 5: 汽車玻璃產能擴張



資料來源：公司資料，第一上海

建築玻璃及浮法玻璃

信義的建築玻璃定位中高端市場，LOW-E 玻璃約占國內 15% 市場份額。

信義生產的建築玻璃包括 LOW-E 玻璃、熱反射鍍膜玻璃、中空玻璃、鋼化玻璃、夾層玻璃及彩釉玻璃，產品主要定位中高端市場，因此毛利率比很多同行要高。但是建築玻璃需求有週期性波動，過去幾年公司的建築玻璃毛利率在 30%-40% 之間。公司在 2011 上半年銷售了 4.3 億港元建築玻璃，占總銷售額約 12%。公司今年下半年訂單增長趨勢良好，產能利用率在提升。

信義玻璃的 LOW-E 玻璃採用的是離線技術，目前佔有中國 LOW-E 節能玻璃市場約 15% 份額，產能在國內排前三。今年 LOW-E 玻璃單價大約 65 元/平方米（含稅），相比起跟去年沒有大的變化。由於生產能力提高和規模效應的體現，公司生產 LOW-E 玻璃的成本在下降，預計未來毛利率會有提高的空間。

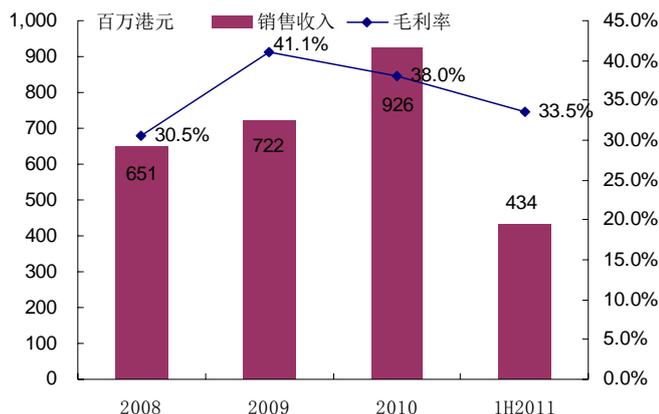
公司的浮法玻璃定位高端市場，價格比同行平均水準要高，但是由於價格波動大，毛利率也有較大變動。

公司目前擁有總計日熔量 8100 噸的優質浮法玻璃生產線，2011 上半年實現銷售收入 13.4 億港元，占總銷售的 34.5%，由於浮法玻璃價格波動大，這塊業務的毛利率變動也非常大。公司生產的環保特種玻璃產品主要用於節能玻璃深加工，滿足汽車玻璃以及 LOW-E、中空等節能工程玻璃領域需要，並生產各種特殊顏色玻璃。公司的浮法玻璃主要定位於高端市場，因此公司生產的浮法玻璃常常獲得比同行更高的

銷售溢價。

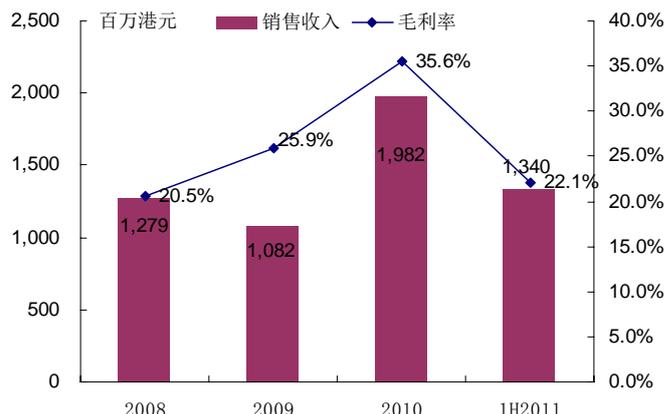
今年公司的浮法玻璃平均價格比行業平均水準高 12%左右，在行情好的時候，這個差距還會更高。中國目前大約有 253 條在產浮法玻璃生產線，工信部淘汰了 4.5%的總產能，產量有所下降。上半年全國總產量在 1870 萬噸，同比增長 19%。浮法玻璃從今年年中開始一直在降價，一些小公司已經被迫對生產線停產冷修，公司的產品售價依然很有競爭力。

圖表 6: 建築玻璃銷售額及毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 7: 浮法玻璃銷售額及毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

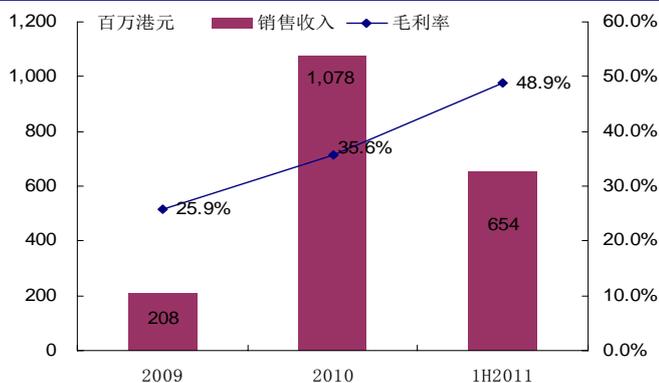
光伏玻璃

信義玻璃是全球最大的太陽能光伏玻璃生產商之一。

信義玻璃是全球最大的太陽能光伏玻璃生產商之一，擁有總計日容量 2300 噸的太陽能超白光伏生產線，主要產品涵蓋超白壓花玻璃（原片、鋼化片）、AR 光伏玻璃、TCO 玻璃、超白浮法玻璃。公司近期在太陽能玻璃的投入比其他業務要大，產能增加很快，市場份額還會加大。這塊業務 2011 上半年毛利率 48.9%，去年同期 43.1%，2010 全年毛利率達到 52%，今年整條光伏產業鏈都遭遇困難，光伏玻璃降價幅度也比較大。隨著光伏玻璃產量的增加，毛利率也逐步下降到合理水準。

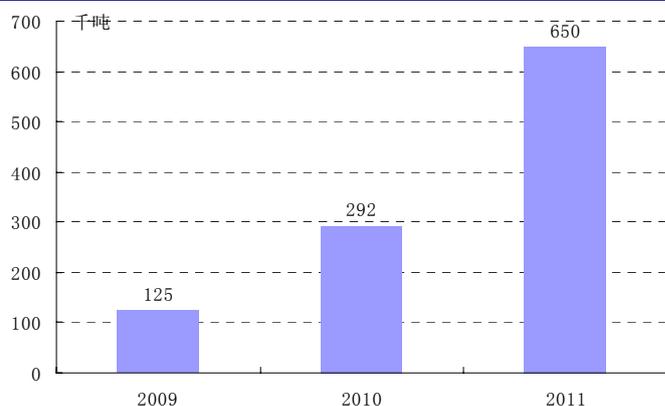
此外，公司申請的信義光能分拆上市已經通過了聯交所的批准，也在股東特別大會上得到通過，但是由於光伏市場低迷，公司暫緩了分拆上市的進程。

圖表 8: 光伏玻璃銷售額及毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 9: 光伏玻璃產能擴張



資料來源：公司資料，第一上海

行業分析

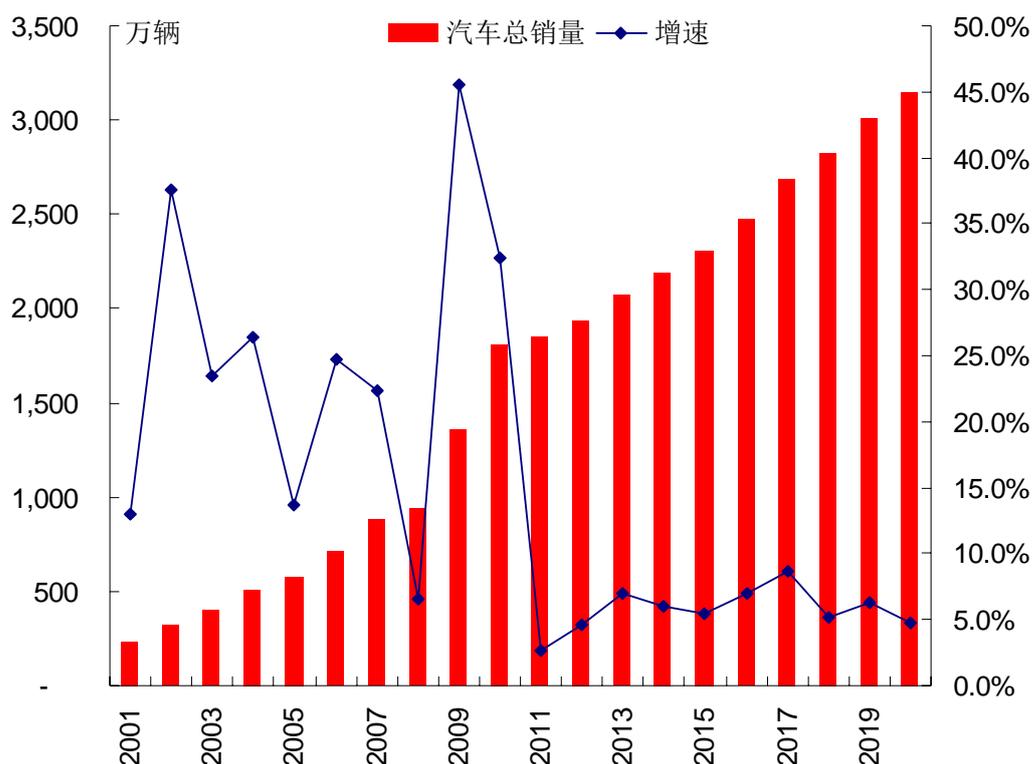
汽車玻璃行業狀況

過去十年中國銷量高速增长帶動汽車玻璃行業發展。我們預計未來十年汽車銷量增速將放緩。

汽車玻璃行業的需求主要受汽車銷量以及保有量影響。在過去十年，中國汽車銷量實現了高速增长。根據中國汽車工業協會的統計，中國汽車銷量從 2001 年的 236 萬輛增長至 2010 年的 1804 萬輛，年複合增長率達到 25.4%。尤其是在 2009 年和 2010 年，受到汽車下鄉、購置稅補貼等政策的促進，銷量分別同比增長了 45.5% 和 32.5%，成為全球汽車銷量最大的國家。汽車行業的高速發展同時帶動了汽車玻璃的需求。

然而今年國內汽車需求增速明顯放緩，前三季度汽車銷量達到 1366 萬輛，同比僅增長約 4%，商用車的銷量甚至出現同比下降的情況。我們認為 2011 年中國汽車銷量在 1850 萬輛左右，同比增長 3% 左右。由於居民收入的不斷提高，人均汽車保有量仍然處於比較低的水準，我們認為未來 10 年國內汽車銷售仍然會呈現增長的趨勢。然而受到能耗增高、城市堵塞等因素的影響，我們認為未來十年汽車銷售增速將明顯低於過去的十年，逐漸走向平穩低速增長。我們預測國內汽車銷量從 2011 年到 2020 年的年均複合增長率約為 6%。

圖表 10: 中國汽車銷量歷史資料及預測



資料來源：中汽協，WIND，第一上海預測

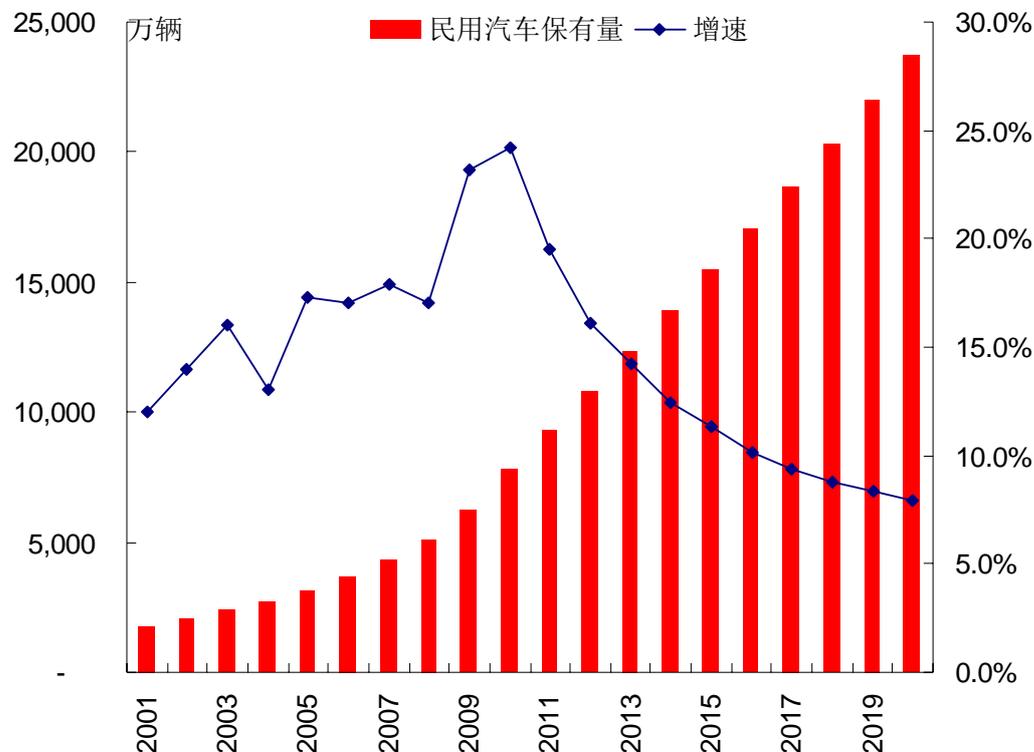
我們認為到 2020 年中國汽車保有量將達到 2.3-2.5 億輛左右，年複合增長率在 11% 左右。未來十年汽車玻璃售後市場

受益於汽車銷量的迅猛增長，中國汽車保有量從 2001 年的 1800 萬輛增加到 2010 年的 7800 萬輛，年複合增長率為 17.7%。在汽車行業高速發展的時期，保有量增速低於汽車銷量增速。然而在未來十年，隨著汽車銷量增速的放緩，保有量的增速顯得更慢一些。我們認為在 2012 年中國汽車保有量將超過 1 億輛，到 2020 年中國汽車保有量將達到 2.3-2.5 億輛左右，年複合增長率在 11% 左右。汽車保有量的上升

比 OEM 市場的需求增長更快。

為汽車玻璃售後市場的需求增長提供動力。我們認為未來十年汽車玻璃售後市場比 OEM 市場的需求增長更快。

圖表 11: 中國汽車保有量歷史資料及預測



資料來源：中汽協，WIND，第一上海整理

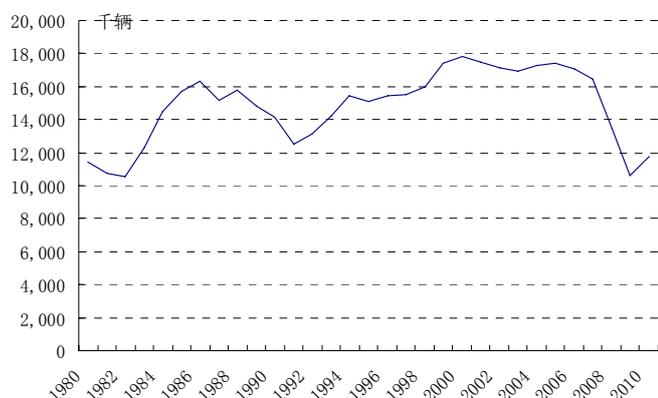
國內汽車玻璃市場的特點是市場集中度高，福耀和信義兩家的市場佔有率總和超過 2/3。

國內汽車玻璃市場的特點是市場集中度高。福耀玻璃是最大的汽車玻璃供應商，占 OEM 市場 60% 以上的市場份額。信義主要發展售後市場以及汽車玻璃出口生意，在國內售後汽車玻璃市場份額約 1/3，在美國的售後市場份額約 30%，全球售後市場份額大約占 20%。信義在國內 OEM 市場起步比較晚，最近兩年才有較快速的增長。因此目前國內汽車玻璃行業裏福耀和信義兩家的市場佔有率總和超過 2/3，其他同行的規模都比這兩家小很多。

我們預計未來幾年公司在美國的汽車玻璃銷售量也會處於相對穩定的水準。

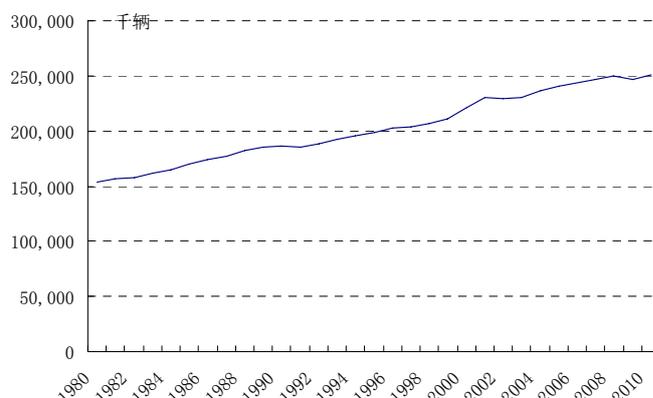
美國汽車已經很成熟，銷量在 2000 年以後處在 1600 萬輛到 1800 萬輛之間，金融危機使得 09 年銷量跌到 1000 萬輛的水準，2010 年有所恢復。汽車保有量在近幾年趨於平穩，在 2.5 億輛左右。信義玻璃佔有美國售後汽車玻璃 30% 市場份額，我們預計未來幾年公司在美國的銷售量也會處於相對穩定的水準。

圖表 12: 美國汽車銷量



資料來源：EPIA，第一上海整理

圖表 13: 美國汽車保有量

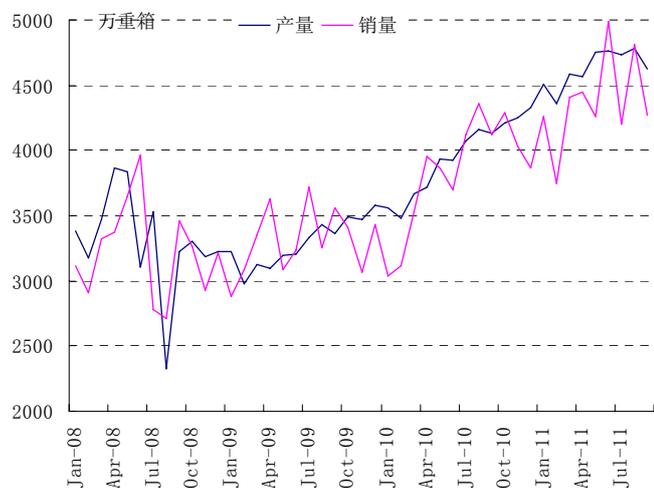


資料來源：EPIA，第一上海整理

浮法玻璃

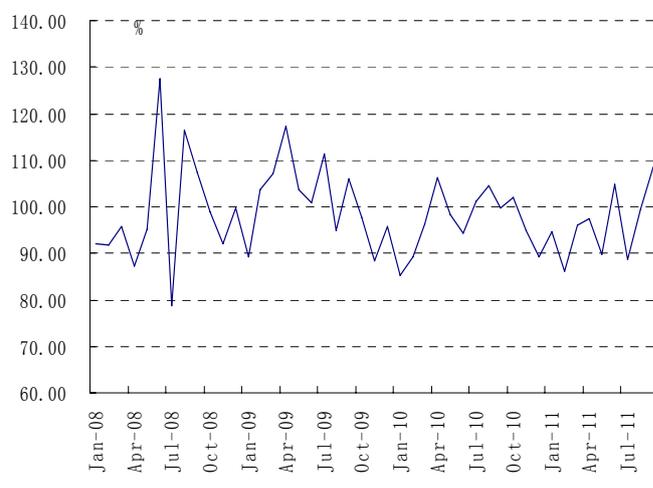
2011 年三季度玻璃需求 在經歷了金融危機以後，國內浮法玻璃行業從 2010 年開始產量和銷量都有了快速的增長，2011 年上半年全國玻璃銷量為 2.6 億重箱，同比增長 23.2%。然而 2011 年三季度玻璃銷量為 1.3 億重箱，同比僅增長 5.4%，玻璃需求開始放緩。

圖表 14: 中國浮法玻璃產量和銷量



資料來源：中國建築玻璃與工業玻璃協會，WIND，第一上海整理

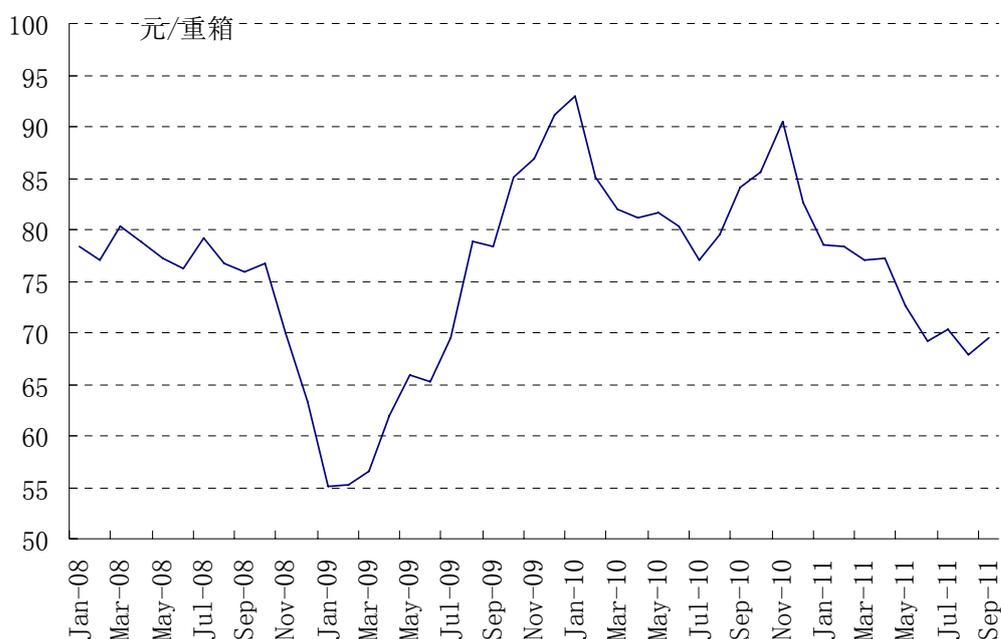
圖表 15: 中國浮法玻璃產銷比



資料來源：WIND，第一上海整理

今年 5 月份玻璃價格開始大幅下滑。 在經歷了去年高盈利時期的浮法玻璃行業，今年行業有了明顯的回落。一方面因為房地產受到政府的調控，建設速度有所放緩，另一方面因為浮法玻璃生產線大量投產，導致供過於求。今年浮法玻璃的價格整體呈下降趨勢，尤其是在 5 月份下降幅度最大。而到了下半年，往年的旺季並沒有在今年實現，玻璃需求仍然相對疲軟，價格處於較低的位置。

圖表 16: 浮法玻璃綜合銷售平均價



資料來源：WIND，第一上海整理

今年玻璃原材料及燃料的價格處於高位，對毛利率形成巨大壓力。

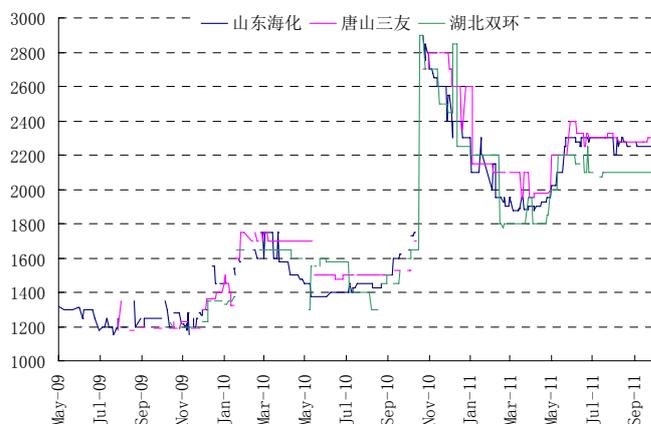
在浮法玻璃價格處於較低位置的同時，原材料及燃料的價格卻處於高位。今年上半年純鹼價格同比去年有較大提高，重質純鹼的出廠價在 2200 元/噸左右，而去年同期價格在 1600 元/噸左右，漲幅超過 30%。重油的價格也恢復到了接近金融危機以前的水準，出廠價在 5000 元/噸上下的水準，而去年同期重油價格大約在 4000-4500 元/噸的水準，漲幅為 10%-20%。由於浮法玻璃的生產成本當中原材料及燃料占了 2/3，今年浮法玻璃行業的毛利率受到了巨大的壓力。

圖表 17: 國內 20#燃料油價格走勢



資料來源：Wind，第一上海整理

圖表 18: 重質純鹼出廠價走勢



資料來源：WIND，第一上海整理

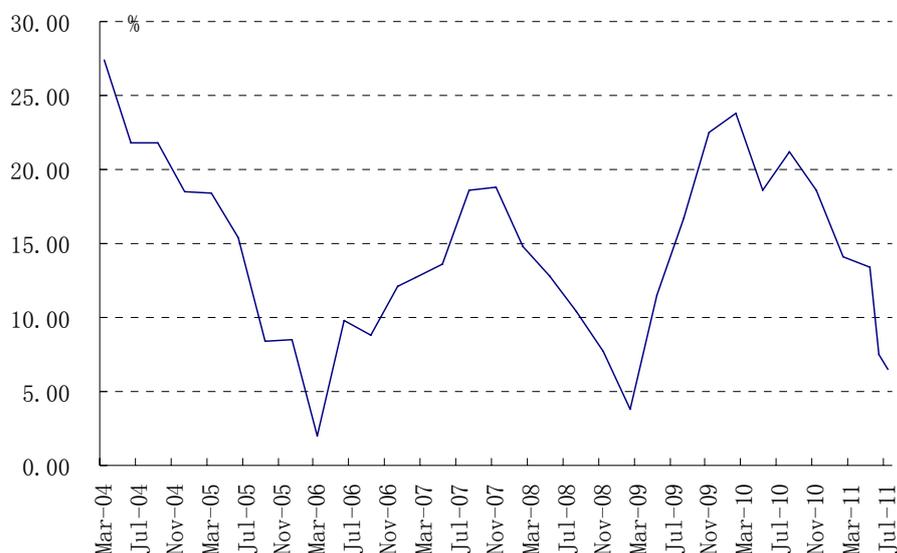
我們認為現階段國內大多數玻璃企業都處於虧損或者基本盈虧平衡的

從平板玻璃行業的毛利率情況來看，行業具有明顯的週期性。行業旺盛的時候玻璃企業平均毛利率可以達到 20%，在行業蕭條的時候玻璃企業的平均毛利率不足 10%。在 2011 年 6 月和 7 月，平板玻璃行業毛利率僅為 7.5%和 6.5%，8 月份浮法玻

狀態。

玻璃價格進一步下跌，9 月和 10 月有所反彈，但是仍然處於較低的水準，我們認為現階段國內大多數玻璃企業都處於虧損或者基本盈虧平衡的狀態。最近幾年玻璃行業的週期性有所縮短，企業毛利率有可能在今年底觸底，明年開始逐漸恢復。

圖表 19：平板玻璃行業毛利率



資料來源：WIND、第一上海

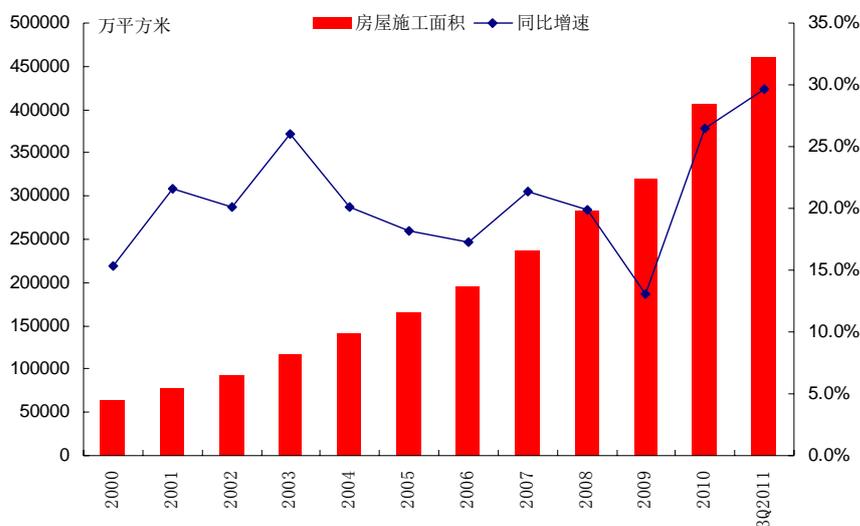
建築玻璃行業

我們判斷中國房屋供給總體還是向上的趨勢，未來兩三年建築玻璃的需求也還是會向上攀升。

房地產與汽車是平板玻璃兩大需求領域，其中汽車玻璃占 20%左右，而房地產占的比例在 60%左右。近些年來中國房地產行業蓬勃發展，帶動了建築玻璃的需求。從 2000 年到 2010 年，中國房屋施工面積年複合增長率為 20.4%。2011 上半年房屋施工面積為 40.6 億平方米，同比增長 31.5%，為歷史最高增速。然而到了今年三季度房產施工面積同比僅增加 17.2%，增速有明顯放緩。主要因為政府對商品住宅進行了嚴厲的調控。今年 10 月房屋銷售出現了旺季不旺的狀態，緊接著全國房屋成交顯著下降，房地產商們開始過冬。

但是另一方面政府為了保民生和調整房地產行業結構，發佈了建設 3600 萬套保障性住房的目標。保障性住房的放量彌補了商品住房調控帶來的負面影響。因此我們判斷中國房屋供給總體還是向上的趨勢，但是增長速度會有所放緩。因此未來兩三年建築玻璃的需求也還是呈現上升的態勢。

圖表 20: 中國歷年房屋施工面積及同比增速



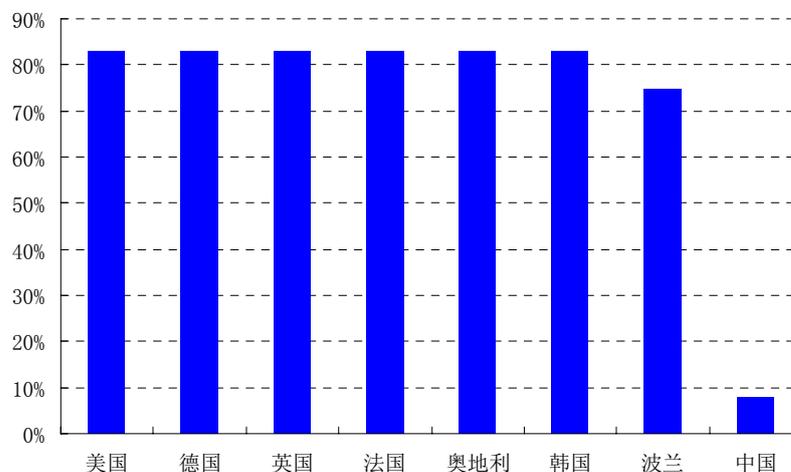
資料來源：WIND，第一上海

LOW-E 玻璃的符合行業節能減排的要求，受到政府的鼓勵，未來發展空間巨大。

按建設部的統計，我國目前建築能耗占了全國總能耗的 45%，在節能減排的需求下，國家提出了各項鼓勵性措施。建設部提出了建築鍵能的目標，到 2020 年所有新建築設計均要達到節能 65%，而玻璃在房地產的節能效果中扮演著重要的角色。LOW-E 玻璃是一種節能減排的新型玻璃，主要通過特殊的表面鍍膜，使得玻璃具有高透射、低反射的性能。這種玻璃對短波輻射基本透明，使紫外線和可見光基本通過，對長波紅外線輻射起到一種阻擋的作用，這樣就產生了冬暖夏涼的隔熱保溫效果，減少了製冷和取暖的能耗。另外 LOW-E 玻璃也減少了玻璃反射帶來的光污染。

在歐美發達國家，LOW-E 玻璃的普及率已經達到 80%以上，而這在我國僅有 10%不到，處於落後狀態。LOW-E 玻璃的符合行業節能減排的要求，受到政府的鼓勵，未來發展空間巨大。

圖表 21: 各國 LOW-E 玻璃使用率

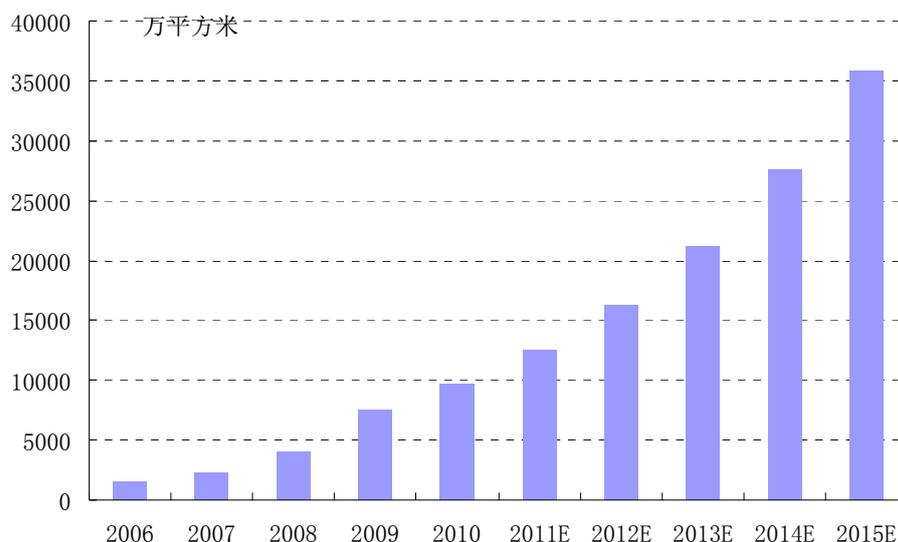


資料來源：中國建材資訊總網，第一上海

我們預計未來幾年
LOW-E 玻璃需求年均增
長 30%。

LOW-E 玻璃在過去幾年得到了迅猛發展，尤其是在 08 年 09 年，LOW-E 玻璃消費量
同比增長超過 80%。我們預計未來幾年 LOW-E 玻璃需求年均增長 30%，到 2015 年
LOW-E 玻璃的消費量將達到 3.5 億平方米左右，將占建築玻璃總銷量接近 20%。我
們認為在未來幾年建築玻璃節能化是主要趨勢，信義對高端節能玻璃的定位符合行
業發展的趨勢。

圖表 22: 中國 LOW-E 玻璃消費量預測



資料來源：第一上海

光伏玻璃行業

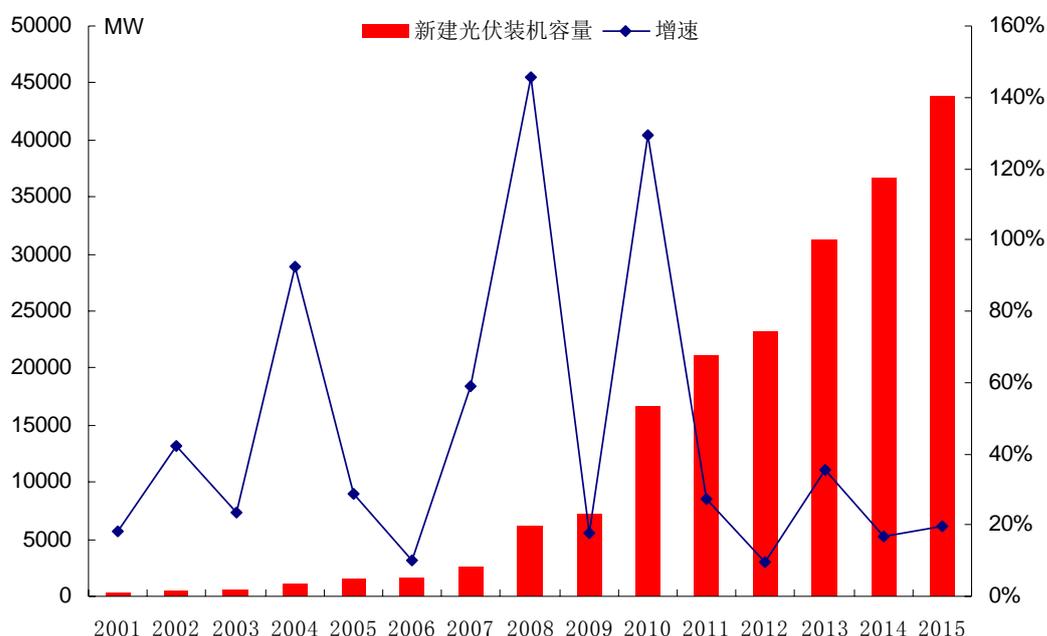
光伏行業過去幾年發展
迅速，主要受政府補貼
推動。歐洲大概占全球
光伏市場的 80%。

近幾年來光伏行業發展迅速，光伏玻璃在國內也成為新興產業。根據歐洲光伏工業
協會（EPIA）的統計，全球太陽能新增裝機容量從 2001 年的 331 兆瓦上升至 2010
年的 16629 兆瓦，複合增長率為 54.5%。過去十年增長最快的是 2008 年和 2010
年，同比增速均超過 100%，增速最慢的是 2006 年，僅有 10%。光伏行業的增長主
要受政府補貼推動，一旦某個政府出了新的補貼政策，該地區的光伏行業就會出現
較高的增長。在過去幾年歐洲政府對光伏行業的補貼力度最大，因此歐洲光伏市場
占全球的 80% 左右。

EPIA 預測今年和明年光
伏行業增速下滑，我們
認為歐洲光伏行業放緩
是主要原因。

EPIA 預測到 2015 年，全球新增光伏裝機容量將達到 43.9GW，複合增長率為 20%，
增速有所放緩。EPIA 預測 2011 年和 2012 年新增光伏裝機容量為 21.4GW 和
23.2GW，同比增速分別為 27.2%和 9.5%。我們認為，歐洲光伏行業放緩，尤其是德
國減少光伏行業的補貼對明年光伏行業增速出現明顯下滑起著重要的作用。

圖表 23: 全球新增光伏裝機容量歷史資料及預測



資料來源：EPIA，第一上海整理

為鼓勵太陽能行業，中國政府出臺了相關補貼政策以及規範了光伏電站上網電價，政府扶持力度較大。

光伏行業之所以受政策影響大，究其原因還是成本問題。如果沒有政府補貼，太陽能發電的高成本使得它不能與傳統火電、水電競爭。中國政府對太陽能行業的態度一直都很支持，也出臺了相關的鼓勵政策。2009 年財政部、科技部、國家能源局聯合發佈了《關於實施金太陽示範工程的通知》，採取財政補助方式支援不低於 500 兆瓦的光伏發電示範項目，據估算，國家將為此投入約 100 億元財政資金。

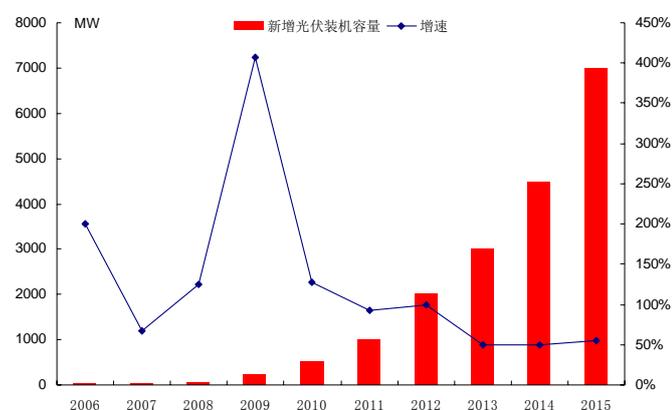
2011 年，發改委出臺太陽能光伏發電上網電價的政策，規定從 7 月 1 日以前核准建設、2011 年 12 月 31 日建成投產、的光伏電站上網電價統一核定為每千瓦時 1.15 元（含稅，下同），2011 年 7 月 1 日及以後核准的太陽能光伏發電項目，以及 2011 年 7 月 1 日之前核准但截至 2011 年 12 月 31 日仍未建成投產的太陽能光伏發電項目，除西藏仍執行每千瓦時 1.15 元上網電價外，其餘省（區、市）上網電價均按每千瓦時 1 元執行。

預計中國新增光伏裝機容量 2011-2015 的複合增長率為 62.7%。

根據 EPIA 的統計，中國新增光伏裝機容量在 2006 年為 12MW，到 2010 年為 520MW，年複合增長率為 156%。他們預測到 2015 年新增光伏裝機容量可以達到 7000MW，2011-2015 的複合增長率為 62.7%。

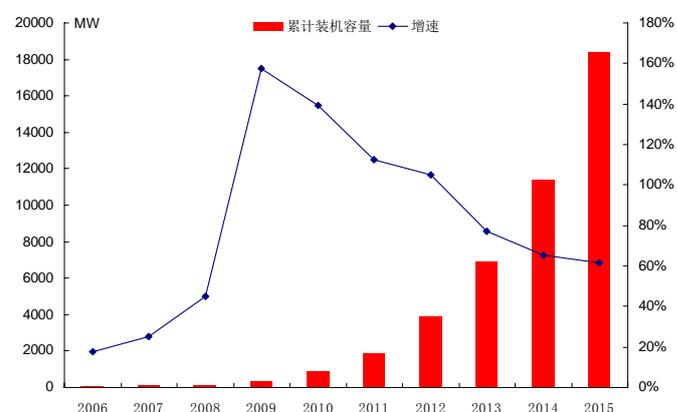
中國可再生能源發展“十二五”規劃提出的到 2015 年末國內太陽能發電裝機目標，已確定由此前披露的 1000 萬千瓦上調至 1500 萬千瓦。其中，大型地面光伏發電 1000 萬千瓦，屋頂及離網發電 400 萬千瓦，光熱發電 100 萬千瓦。EPIA 樂觀預測中國光伏累計裝機容量到 2015 年將達到 18400MW。

圖表 24: 中國新增光伏裝機容量歷史資料及預測



資料來源：EPIA，第一上海整理

圖表 25: 中國累計光伏裝機容量歷史資料及預測



資料來源：EPIA，第一上海整理

我們對 2012 年國內太陽能電池產業的供需關係並不抱有樂觀的看法，產能過剩將導致整條太陽能產業鏈都面臨著降價壓力。

儘管國內太陽能產業發展迅速，但是中國並不是太陽能電池的主要消費市場。根據 EPIA 的統計，在 2006 年中國太陽能電池產量占全球份額不足 15%，但是到了 2010 年這個比例超過了 50%，而中國新增太陽能裝機容量僅占全球 3% 的份額。所以光伏產業對海外市場有嚴重依賴。雖然國內太陽能電池需求增長迅速，但是歐洲市場放緩使得我們對 2012 年國內太陽能電池產業的供需關係並不抱有樂觀的看法。

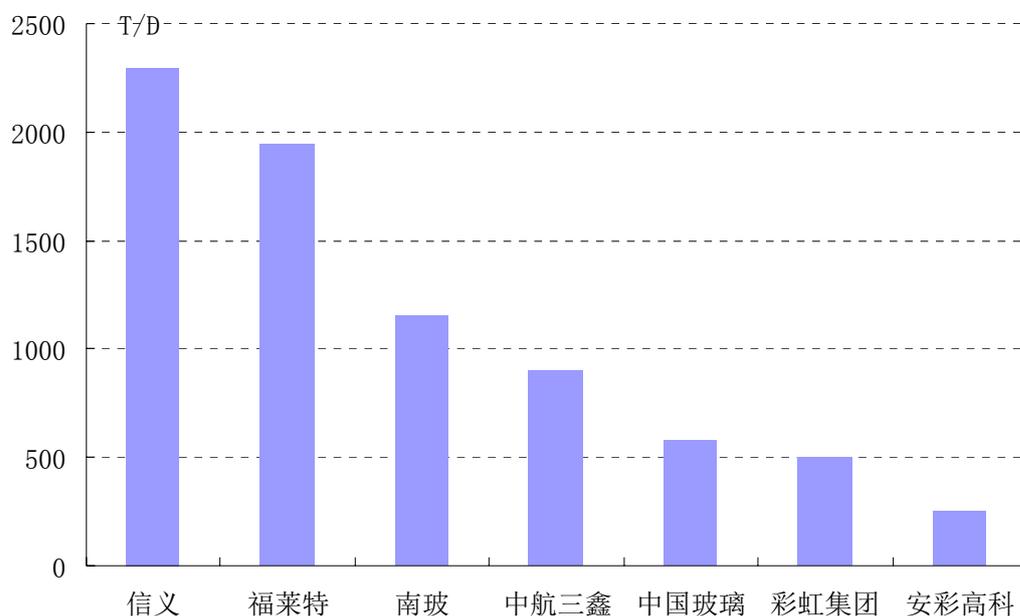
今年全球光伏產業面臨著產能過剩的問題，每千克矽價（現貨）從年初的 80-90 美元降低到現在的 30-40 美元，電池片價格從年初的 1.2 美元/瓦降至現在的 0.45 美元/瓦。由於明年太陽能產品需求增速減緩，全球光伏產能過剩將導致明年矽價和電池價格有繼續下降的可能性，整條太陽能產業鏈都面臨著降價的壓力。

光伏產業的增長放緩，加上光伏玻璃生產線的大量投產，使得整個光伏玻璃行業在明年將面臨巨大壓力。

近兩年來國內有大量的超白光伏玻璃生產線投產，據市場統計，今年初國內超白光伏玻璃生產線日熔量已經超過 9400 噸，折合年產能超過 2.3 億平方米，然而真正釋放的產能不足 7000 萬平方米。主要因為許多生產線仍然在試產階段，不能完全發揮產能。

今年仍然有大量的生產線投產，預計到 2011 年底，信義、福萊特和南玻三家的日熔量分別達到 2300 噸、1940 噸和 1150 噸。中航三鑫新投產一條 600D/T 的生產線，日熔量從過去的 300 噸提升至 900 噸。安彩高科也有一條 500D/T 的生產線預計在 2012 年投產，產能將提升 2 倍。值得一提的是彩虹電子明年有有大量光伏生產線投產，預計日熔量將增加至 2000D/T，每年可提供 4000 萬平方米的超白光伏玻璃。光伏產業的增長放緩，加上光伏玻璃生產線的大量投產，使得整個光伏玻璃行業在明年將面臨巨大壓力。

圖表 26: 2011 年底國內主要超白光伏玻璃生產商日熔量



資料來源：公開資料，第一上海

競爭對手分析

國內平板玻璃行業非常分散，並且有產能過剩的憂慮。大多數玻璃企業受週期性影響很大，然而高端玻璃在國內生產能力有限，很多都需要進口來滿足。在玻璃產業裏，高端產品主要體現在深加工上。我們挑選了一些在汽車玻璃、建築玻璃和光伏玻璃的高端產品做得比較好的一些上市公司作為信義的比較對象。

南玻

南玻是國內玻璃行業裏較早向高端產品發展的企業，現在是國內最大的 LOW-E 玻璃生產商，信義也排在前三，同時兩家也在光伏玻璃和 TCO 玻璃上有較大的佈局，因此兩家業務比較相似。信義在 2008 年收購了南玻的汽車玻璃業務以後，之後南玻沒有再從事汽車玻璃業務，而南玻比起信義在電子玻璃、觸摸屏等領域先行一步，已經形成一定的規模，而信義預計到 2012 年底才開始起步。從產品佈局和定位上來看，南玻和信義是實力相當的競爭對手。

福耀玻璃

福耀玻璃是國內汽車玻璃行業無可爭議的龍頭企業，在 OEM 配套市場佔據統治地位。然而福耀和信義之間並沒有猛烈的競爭，主要原因是福耀集中發展 OEM 市場，而信義則佔據售後市場和出口市場的領導地位，而且信義近期的主要發展放在光伏玻璃和 LOW-E 玻璃，兩者在發展方向上有較大區別。

耀皮玻璃

耀皮玻璃是中英合資企業，主要提供汽車玻璃、建築玻璃和光伏玻璃。公司擁有汽車玻璃原片生產技術，也擁有先進的線上 LOW-E 鍍膜技術。公司的技術來源於其股東皮爾金頓，因此技術很好，但是產品涉獵廣，每一項產品規模都沒有做到很大，因此整體優勢並不明顯。

中國玻璃

中國玻璃是一個正從傳統玻璃向高端玻璃轉型的企業，這家企業在線上鍍膜技術的研發上比國內的同行早，也把這個技術成功量產化，使得這家公司在設備投入上比其他引用線上鍍膜技術的同行少。然而公司仍然有 30% 的產品是白玻，現在這部分

產品整個行業平均毛利率的水準不到 10%，公司生產的白玻毛利率雖然比許多同行高，但是仍對整體毛利率造成負面影響。而且公司沒有涉及建築玻璃的深加工，也是影響公司競爭力的一個原因。

旗濱集團

旗濱集團是今年在大陸上市的節能玻璃企業，引用了國外的線上鍍膜技術，2010 年開始銷售 LOW-E 玻璃，TCO 玻璃將在今年底投產，明年將新增超白光伏玻璃業務。公司規模比較小，光伏玻璃剛剛起步便遭遇行業低潮，我們認為這家公司跟信義相比缺乏綜合競爭力。

跟其他玻璃企業比較，信義的規模屬於大規模企業，盈利能力最強，財務健康狀況也優於同行。

在香港和大陸上市的玻璃企業當中，南玻、福耀和信義三家的銷售收入超過 50 億元，屬於規模較大的企業，同時這三家也是在深加工方面做的很出色的企業，因此毛利率和淨利率都比大多數同行高。旗濱集團雖然規模比較小，但是產品定位節能玻璃，毛利率比一般同行高。中國玻璃和中航三鑫正從傳統玻璃向節能玻璃轉型，毛利率處於上升過程。而洛陽玻璃只是從事傳統浮法玻璃的生產，盈利能力比其他同行弱。

在銷售和管理費用率方面，信義的表現處於同行平均水準，在這些企業當中，信義出口占比較大，因此需要承擔的運費和海外管道管理費比同行多。在負債率上，信義財務健康優於其他同行。

圖表 27: 玻璃企業財務資料比較

公司	貨幣	銷售收入(百萬)			毛利率			淨利率			銷售及管理費用率			資產負債率							
		2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009					
南玻	CNY	4,188	4,273	5,279	7,744	30.5%	29.9%	34.9%	36.2%	10.3%	9.8%	15.8%	18.8%	13.0%	12.9%	12.5%	10.6%	49.3%	53.6%	48.6%	45.8%
福耀玻璃	CNY	5,166	5,717	6,081	8,508	36.2%	31.3%	42.7%	40.4%	17.8%	4.3%	16.3%	15.7%	13.6%	13.9%	15.6%	15.1%	62.7%	65.0%	51.5%	44.7%
耀皮玻璃	CNY	2,291	2,502	2,164	2,686	18.0%	16.5%	14.3%	21.8%	5.5%	1.1%	-9.7%	7.2%	15.8%	14.4%	17.9%	13.1%	50.4%	59.2%	60.6%	62.3%
金晶科技	CNY	1,416	1,629	2,341	3,146	28.2%	21.2%	19.5%	22.9%	14.6%	7.0%	5.0%	11.4%	7.2%	7.2%	6.3%	6.2%	45.0%	54.0%	58.6%	54.1%
旗濱集團	CNY	N/A	N/A	1,175	1,905	N/A	N/A	30.8%	33.6%	N/A	N/A	15.2%	17.2%	N/A	N/A	5.8%	7.6%	N/A	N/A	76.2%	69.3%
中航三鑫	CNY	1,050	1,397	1,685	2,330	16.6%	15.4%	14.0%	16.2%	4.2%	2.8%	2.2%	2.8%	7.7%	5.8%	8.1%	8.1%	50.5%	55.1%	75.8%	64.6%
中國玻璃	CNY	2,212	2,290	2,078	3,155	17.7%	9.3%	22.4%	27.3%	3.7%	-8.3%	6.5%	9.7%	9.8%	13.2%	11.6%	9.0%	63.9%	71.9%	67.7%	61.0%
洛陽玻璃	CNY	1,445	1,315	972	1,167	9.3%	-1.5%	12.7%	19.8%	-6.9%	4.1%	-17.7%	4.8%	13.1%	15.3%	26.5%	19.0%	88.8%	88.5%	99.5%	95.5%
信義玻璃	HKD	2,775	3,894	3,958	6,364	38.6%	31.1%	36.9%	40.1%	24.2%	18.2%	19.5%	24.7%	16.3%	13.5%	14.9%	12.1%	24.7%	32.4%	32.2%	40.5%

資料來源：公司資料，第一上海整理

競爭優勢

能源成本優勢

公司使用天然氣生產浮法玻璃比許多同行節約總成本 10% 以上。

燃料是玻璃行業非常重要的成本，尤其是在製作浮法玻璃的時候，燃料成本占總成本超過 4 成。國內大多數玻璃企業都是使用重油（即燃料油）作為生產玻璃的主要燃料。而信義 2011 年底開始全部生產線都將使用天然氣作為能源，目前只有 20%-30% 同行可以使用天然氣來生產玻璃，而且許多企業一般都是用工業零售價來採購天然氣，而信義直接跟中石油和中海油簽訂協議，拿到的天然氣是批發價。以 2011 上半年的重油價格作為基準，一重箱浮法玻璃消耗重油成本約 38 元，而天然氣消耗大約為 30 元/重箱，可以節約超過 20% 的成本。因此公司使用天然氣生產浮法玻璃比許多同行節約總成本 10% 以上。

規模及運營效率優勢

公司的生產基分別位於珠三角、長三角以及京津等經濟發達地區，並且都有自己的運輸碼頭，公司通過海運採購原材料，同時也通過海運運輸產品至分銷商，節約了中間成本。此外信義也是國內最大的玻璃製造企業之一，規模化生產使得生產效率提升，並降低了綜合運營成本，保持了企業的競爭優勢。

品牌及管道優勢

公司在汽車玻璃及建築玻璃領域已經打下良好的品牌基礎，在業內擁有很好的口碑。品牌優勢也造成了汽車玻璃行業一定的進入壁壘。同時公司在也是全球最大汽車售後玻璃供應商，在海外建立了廣泛的分銷網路，這也是公司的一個優勢。

產品結構優勢維持高毛利率

公司的產品結構豐富，比一般的玻璃企業更能夠抵禦行業週期的影響。

公司的產品結構豐富，比一般的玻璃企業更能夠抵禦行業週期的影響。2011 上半年浮法玻璃毛利率下降，但是汽車玻璃和光伏玻璃的毛利率同比上升了，這有助於公司穩定綜合毛利率。

此外公司的玻璃產品大多定位中高端，在銷售價格上相比同行有溢價，這也是公司毛利率高於大多數同行的原因。

銷售預測及獲利能力分析

收入預測

總收入：FY10-13 年
CAGR 為 25.6 %

我們認為信義的汽車玻璃定位於售後維修市場，積累了多年的銷售管道，運營比較平穩，預計未來兩三年這塊業務將會以 10%-15% 的速度增長。

房地產增速放緩，但是高端產品占比會增加，因此我們認為信義的建築玻璃未來會呈現高速增長，平均增長率達到 25% 左右。

浮法玻璃價格波動大，現在行業處於低谷，許多小企業處於虧損狀態，我們認為明年行業會有所好轉，預計明年國內浮法玻璃需求增長在 10%-15%。另外，國家對淘汰落後產能的加強使得信義的市場份額還會提高，我預計未來兩三年公司的浮法玻璃業務年均增長率在 20% 左右。

光伏行業週期性很強，我們認為明年是行業比較困難的時候。信義是全球最大的光伏玻璃生產商之一，在行業中具有規模優勢。公司的光伏玻璃產能增長非常快，這對銷量的增長有一定的促進，但是行業低迷的狀態使得光伏玻璃價格有往下走的趨勢。我們認為公司的光伏玻璃業務未來兩三年平均增長率應該在 30% 左右。

我們預計公司 2013 年總收入將達到 126.2 億港元，CAGR 為 25.6%。

圖表 28: 2010 年-2013 年收入預測表

銷售額 (千港元)	2010A	2011E	2012E	2013E
汽車玻璃	2,378,772	2,859,750	3,263,400	3,638,880
建築玻璃	926,016	1,099,644	1,400,946	1,784,806
浮法玻璃	1,981,759	3,089,066	3,799,375	4,415,443
光伏玻璃	1,077,767	1,679,397	2,441,585	2,783,407
合計	6,364,314	8,727,857	10,905,306	12,622,536
增長	60.80%	37.14%	24.95%	15.75%

資料來源：公司資料，第一上海預測

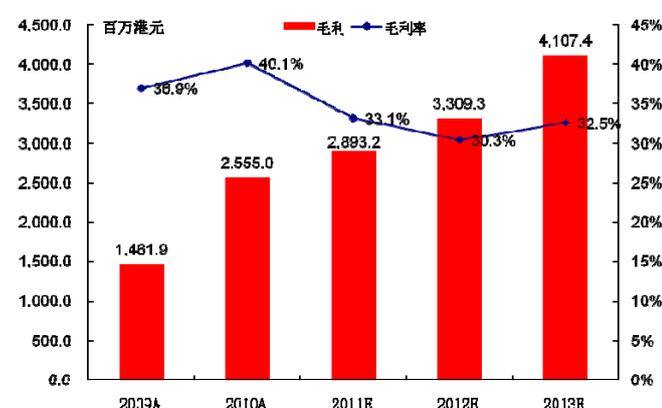
財務分析

盈利能力：毛利率有下降壓力,ROE 有所提升

公司未來兩三年毛利率將下降至 31%-33%。

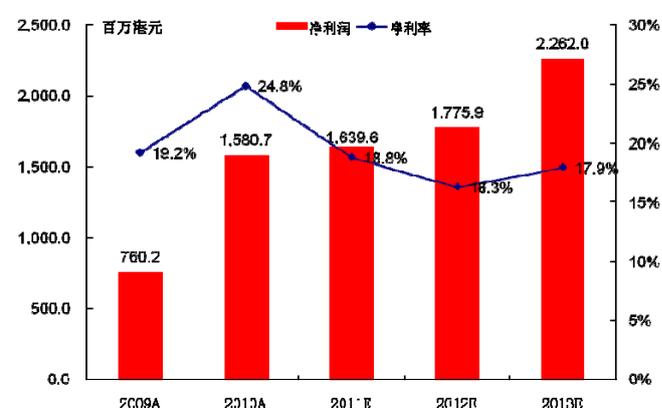
公司 2011 上半年毛利率為 35.3%，比去年同期低了將近 5%，下半年毛利率還有下降的趨勢。分產品來看，汽車玻璃毛利率將穩定在 40%左右；LOW-E 玻璃價格穩定，隨著產量的上升毛利率還有提升空間，我們認為未來公司的建築玻璃毛利率應該在 35%左右；浮法玻璃週期性波動大，現在是行業低谷，毛利率大約為 22%，預計明年會有所好轉，毛利率可以恢復至 25%左右；光伏玻璃去年毛利率超過 50%，今年價格下降幅度大，毛利率降至 40%以下，預計明年行業仍然會是比較困難的時期，我們預計 2012 年光伏玻璃毛利率下跌至 25%的水準。受到浮法玻璃和光伏玻璃的拖累，我們認為信義未來兩三年毛利率將下降至 31%-33%的水準。

圖表 29: 毛利潤及毛利率



資料來源：公司資料，第一上海預測

圖表 30: 淨利潤及淨利率

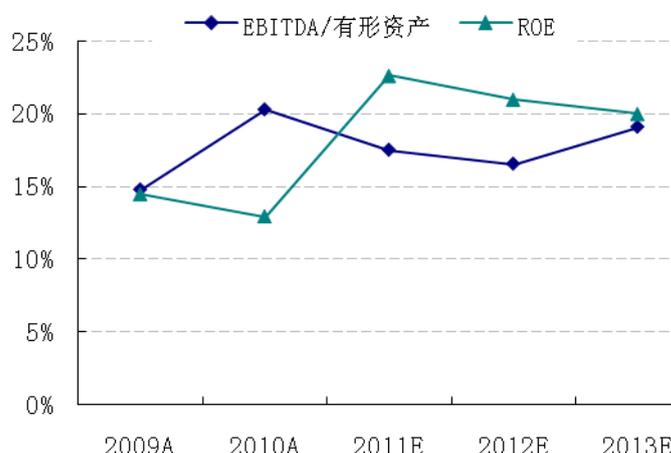


資料來源：公司資料，第一上海預測

我們認為 ROE 和 EBITDA 能夠保持在較高水準。

由於淨利潤的提升，我們認為公司今年 ROE 將上升至 20%以上，但是由於較多固定資產投入使用，EBITDA/有形資產會有所下降。整體來看，公司的 ROE 和 EBITDA 回報率都會保持在較高水準。

圖表 31: 公司 ROE 和 EBITDA 回報率



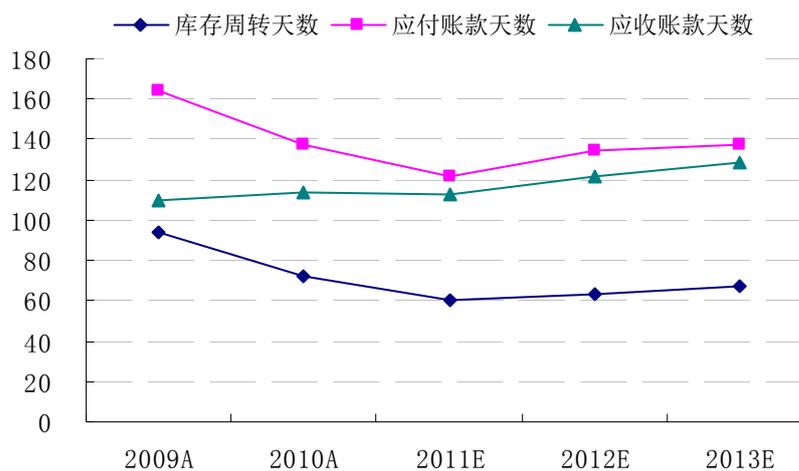
資料來源：公司資料，第一上海預測

營運能力：太陽能行業低迷可能會使應收賬款天數增加

公司在庫存周轉方面有較好的表現。

在過去兩年，公司的庫存周轉天數在下降，主要因為行業景氣度高，下游需求旺盛。我們認為公司未來兩年庫存周轉天數有上升的可能性。光伏行業明年可能仍然處於不景氣的狀態，太陽能電池價格下降擠壓了電池廠商的利潤，而公司的光伏玻璃產能大幅增加，因此公司可能會給下游客戶更長的應收賬期。

圖表 32: 公司營運能力分析



資料來源：公司資料，第一上海預測

目標價 4.66 港元，持有評級

公司現階段的估值水準低於 A 股上市的玻璃企業。

我們觀察香港和大陸上市的幾家玻璃企業，發現這些企業在 2011 年和 2012 年的平均市盈率在 19.8 倍和 13.7 倍，平均市淨率在 2.2 倍和 1.8 倍，信義玻璃的估值水準比 A 股要低，但是比港股上市的中國玻璃高。

圖表 33: 同行估值比較

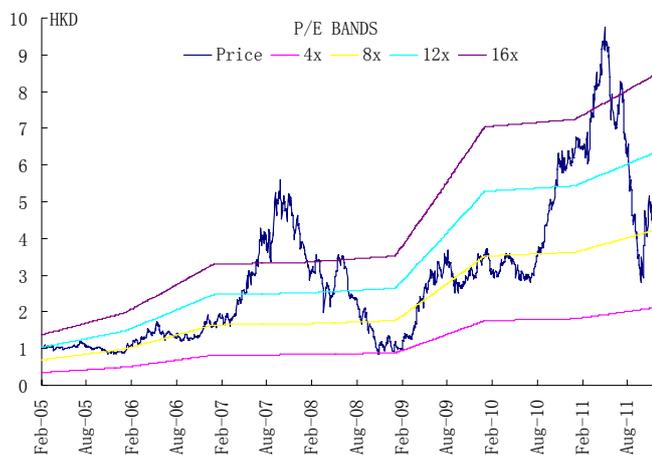
	代码	币种	价格	市值	PE (09)	PE (10)	PE (11)	PE (12)	PB (09)	PB (10)	PB (11)	PB (12)
南玻	000012. CH	CNY	11.96	24,827	29.9	17.1	14.8	10.8	4.7	3.9	3.3	2.6
福耀玻璃	600660. CH	CNY	8.46	16,945	15.1	9.5	9.4	8.1	3.9	2.9	2.5	2.0
耀皮玻璃	600819. HK	CNY	12.03	8,797	N/A	44.6	N/A	N/A	4.9	4.4	N/A	N/A
金晶科技	600586. CH	CNY	6.03	8,550	60.3	19.5	26.2	20.1	2.9	2.6	N/A	N/A
旗滨集团	601636. CH	CNY	10.16	6,486	37.6	20.7	29.0	22.1	12.5	7.8	2.2	2.0
中航三鑫	002163. CH	CNY	6.08	4,870	101.3	67.6	35.8	19.0	6.6	3.3	N/A	N/A
中国玻璃	3300. HK	HKD	1.32	2,046	6.8	3.4	3.7	2.4	1.6	1.0	0.6	0.5
行业平均					41.8	26.0	19.8	13.7	5.3	3.7	2.2	1.8
信義玻璃	868. HK	HKD	4.23	15,579	19.2	9.6	9.6	8.6	2.7	2.3	2.1	1.8

資料來源：彭博

目標價 4.66 港元，首次評級為持有

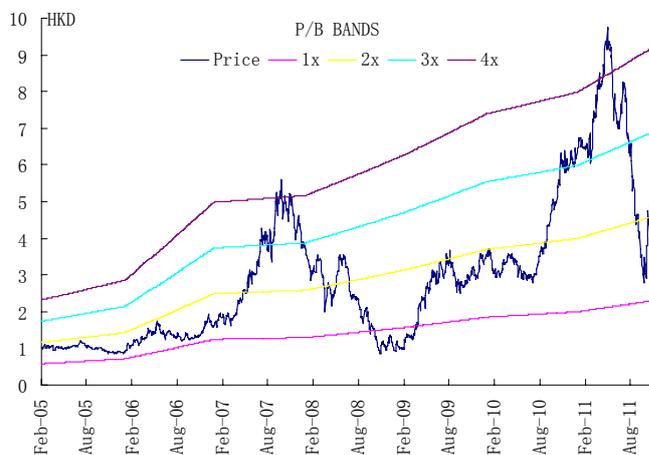
我們認為，信義玻璃在規模和盈利能力上與南玻和福耀玻璃在同一水準，因此我們認為信義的估值水準應該和這兩家公司的平均水準相似。我們以信義 2012 年 9.5 倍的市盈率作為公司的估值參考，得到公司 12 個月內目標價為 4.66 港元。該目標價為 2011 年每股盈利的 10.6 倍，較現價 4.23 港元有 10.2% 的上升空間，首次評級為持有。

圖表 34: PE BAND



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 35: PB BAND



資料來源：公司資料，第一上海

風險因素

- 浮法玻璃價格大幅波動帶來毛利率壓力 浮法玻璃行業有產能過剩的情況，而且生產線停產對企業造成很大損失，供過於求將會對玻璃價格造成壓力。如果浮法玻璃價格發生大幅波動，可能導致公司浮法玻璃業務的毛利率有較大變動，。
- 光伏行業受政策影響大 由於光伏發電成本高，全球有多個國家地區政府都對光伏產業出臺各種補貼鼓勵政策。如果這些政策停止執行將對光伏行業造成較大影響，從而導致光伏玻璃需求受到限制。
- 能源價格波動影響盈利 玻璃行業是高耗能產業，燃料成本占總成本超過 4 成。如果天然氣價格或者電價大幅提升將會使得公司盈利能力下降。

主要財務報表

损益表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2009年 实际	2010年 实际	2011年 预测	2012年 预测	2013年 预测
收入	3,958.0	6,364.3	8,727.9	10,905.3	12,622.5
毛利	1,461.9	2,555.0	2,893.2	3,309.3	4,107.4
销售费用	(268.2)	(365.2)	(480.0)	(578.0)	(656.4)
管理费用	(323.3)	(405.9)	(541.1)	(654.3)	(732.1)
其他收入	33.6	85.0	93.6	102.9	113.2
营业收入	904.0	1,869.0	1,965.6	2,179.9	2,832.1
财务开支	(8.4)	(3.7)	(12.5)	(38.7)	(104.7)
营业外收支	(85.0)	37.3	0.6	0.6	0.7
税前盈利	810.7	1,902.6	1,953.6	2,141.8	2,728.1
所得税	(47.4)	(320.7)	(312.6)	(364.1)	(463.8)
少数股东应占利润	3.1	1.2	1.4	1.8	2.3
净利润	760.2	1,580.7	1,639.6	1,775.9	2,262.0
折旧及摊销	263.2	343.4	465.4	628.6	727.6
EBITDA	1,167.3	2,212.4	2,430.9	2,808.5	3,559.7
EPS (港元)	0.22	0.44	0.44	0.49	0.63
增长					
总收入 (%)	N/A	60.8%	37.1%	24.9%	15.7%
EBITDA (%)	N/A	89.5%	9.9%	15.5%	26.7%
每股收益 (%)	N/A	100.0%	-0.3%	12.6%	27.4%

资产负债表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2009年 实际	2010年 实际	2011年 预测	2012年 预测	2013年 预测
现金	543.3	642.0	219.9	597.8	980.2
应收账款	843.5	1,533.8	2,103.5	2,891.1	3,179.0
存货	678.2	820.3	1,125.0	1,476.0	1,708.4
其他流动资产	41.4	3.1	0.0	0.0	0.0
总流动资产	2,106.4	2,999.3	3,448.4	4,964.8	5,867.6
固定资产	4,787.8	6,486.0	8,807.8	10,195.5	10,831.5
无形资产	95.5	98.8	96.8	94.9	93.0
其他固定资产	1,019.9	1,432.4	1,647.8	1,834.1	1,973.1
总资产	8,009.7	11,016.5	14,000.8	17,089.3	18,765.1
应付帐款	1,361.8	1,507.7	2,424.8	3,156.7	3,361.7
短期银行贷款	579.7	470.5	1,070.5	1,605.8	1,686.1
其他短期负债	110.0	149.8	149.8	149.8	149.8
总短期负债	2,051.5	2,128.0	3,645.1	4,912.3	5,197.6
长期银行贷款	522.5	2,254.0	2,930.2	3,809.2	3,999.7
其他负债	5.1	78.6	78.6	78.6	78.6
总负债	2,579.1	4,460.6	6,653.9	8,800.2	9,275.9
少数股东权益	20.1	19.6	21.1	22.9	25.2
股东权益	5,410.5	6,536.3	7,325.8	8,266.2	9,463.9
每股账面值(港元)	1.54	1.85	1.99	2.34	2.67
营运资金	54.9	871.3	(196.7)	52.5	669.9

資料來源：公司資料，第一上海預測

财务分析					
	2009年 实际	2010年 实际	2011年 预测	2012年 预测	2013年 预测
盈利能力					
毛利率	36.9%	40.1%	33.1%	30.3%	32.5%
EBITDA 利率	29.5%	34.8%	27.9%	25.8%	28.2%
净利率	19.2%	24.8%	18.8%	16.3%	17.9%
ROE	14.4%	12.9%	22.6%	21.0%	20.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.9%	12.1%	11.7%	11.3%	11.0%
实际税率 (%)	5.8%	16.9%	16.0%	17.0%	17.0%
股息支付率 (%)	34.0%	34.9%	47.0%	47.0%	47.0%
库存周转天数	94.3	71.8	60.8	62.5	68.2
应付账款天数	163.9	137.5	123.0	134.1	139.7
应收账款天数	110.0	113.9	113.8	120.0	130.1
财务状况					
净负债/股本	0.5	0.7	0.9	1.1	1.0
收入/总资产	0.49	0.58	0.62	0.64	0.67
总资产/股本	1.48	1.69	1.91	2.07	1.98
盈利对利息倍数	107.2	501.3	157.3	56.3	27.0

现金流量表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2009年 实际	2010年 实际	2011年 预测	2012年 预测	2013年 预测
EBITDA	1,167.3	2,212.4	2,430.9	2,808.5	3,559.7
融资成本	8.4	3.7	12.5	38.7	104.7
营运资金变化	(741.4)	42.8	(406.6)	(315.3)	0.0
所得税	(23.9)	(32.9)	(16.3)	(40.0)	(108.3)
其他营运活动	912.1	(876.0)	124.3	(494.1)	(883.8)
营运现金流	1322.6	1350.0	2144.8	1997.8	2672.3
资本开支	(1363.6)	(2197.5)	(3000.0)	(2200.0)	(1500.0)
其他投资活动	(0.4)	(85.3)	3.7	1.1	3.4
投资活动现金流	(1364.1)	(2282.9)	(2996.3)	(2198.9)	(1496.6)
负债变化	(104.0)	1622.3	1276.2	1414.3	270.8
股本变化	513.6	33.4	0.0	0.0	0.0
股息	(258.2)	(551.4)	(771.3)	(835.5)	(1064.2)
其他融资活动	(9.4)	(187.3)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	142.0	916.9	504.9	578.8	(793.5)
现金变化	100.5	(16.0)	(346.6)	377.7	382.2
期初持有现金	435.7	531.9	564.6	218.0	595.7
期末持有现金	531.9	564.6	218.0	595.7	977.9

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司("第一上海")編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人作出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認為可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2011 一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。