



建材

信义玻璃 (0868.HK)

评级: **增持**

当前价格 (港元): 7.28

2017.06.22

## 浮法汽玻双龙头，扬帆海外新成长

 鲍雁辛 (分析师)

0755-23976830

 baoyanxin@gtjas.com

证书编号 S0880513070005

## 交易数据

52周内股价区间 (港元)	5.20-7.95
当前股本 (百万股)	3,998
当前市值 (百万港元)	30,106

### 本报告导读:

我们认为公司是玻璃行业龙头，盈利能力为行业翘楚，同时公司高股息率持续稳定，具有吸引力。且2016年底马来工厂投产，公司海外市场成长空间打开。

### 摘要:

- **首次覆盖给予“增持”评级。**我们预计2017-2018年公司净利润分别为37.33、42.81亿港元，对应每股收益0.93、1.07元，给予2017年10.75倍PE，目标价10.00港元，对比现价有37%的空间。
- **盈利能力为行业翘楚：**公司是浮法玻璃、汽车玻璃以及建筑玻璃行业龙头，2012年以来公司营收复合增速超过11%，并历经行业寒冬时期后率先复苏。公司浮法、汽车玻璃和建筑玻璃各大业务板块盈利能力长期处于行业领先水平，我们认为公司作为中国最大的浮法制造企业，凭借自身的成本及布局竞争优势将显著受益于供给侧改革，浮法玻璃的景气格局延续，而汽车玻璃业务不断拓展品类，有望从后装向前装拓展；建筑玻璃板块公司专注于“LOW-E”，顺应了国家推广节能建筑的大趋势，公司盈利能力维持可期。
- **马来建厂，迈开海外扩张第一步：**公司在马来西亚所建设的1200t/d的玻璃生产线已经于2017年二季度投产，另外两条浮法玻璃生产线正在建设中，预计2018年中期投产。我们认为公司响应国家“一带一路”战略积极海外布局，马来建厂仅是公司国际化扩张第一步，未来会有更多海外工厂落地，公司海外市场成长空间打开。
- **未来资本开支保持平稳，高股息率或将维持，具有吸引力：**未来公司主要的资本开支集中在海外，2017年公司预计资本支出25亿港元，2018资本开支或将不高过2017年。资本开支稳定，公司股利支付率有望保持高水平平稳。假设公司2017年维持47%的平均比率派息，则当前2017年8倍左右PE对应股息率超过5%，颇具吸引力。
- **风险提示：**房地产调控趋紧持续、海外经营不及预期、汇率变动风险。

财务摘要 (百万港元)	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	10,861	11,460	12,848	14,605	16,029
(+/-)%	9.35%	5.52%	12.11%	13.67%	9.74%
毛利润	2,733	3,133	4,659	5,188	5,773
归母净利润	1,364	2,113	3,213	3,730	4,277
(+/-)%	-61.28%	54.85%	52.17%	16.06%	14.68%
PE	20.80	13.48	8.77	7.83	6.80
PB	2.31	2.24	2.15	2.07	2.00

## 目录

1. 投资故事.....	3
2. 公司盈利能力为行业翘楚.....	4
2.1. 廿九年来, 公司迅速成长为玻璃制造龙头.....	4
2.2. 龙头本色, 盈利能力为行业翘楚.....	6
3. 浮法玻璃板块: 供需生态改善, 龙头优先受益.....	7
3.1. 浮法玻璃景气格局稳定.....	8
3.1.1. 供给生态有所改善.....	8
3.1.2. 需求维持相对稳定.....	9
3.1.3. 原料成本短期构不成压力.....	10
3.2. 公司作为龙头受益于行业供需改善.....	11
4. 汽车玻璃: 积极开拓 OEM 市场, 成长空间打开.....	12
5. 建筑玻璃: 专注“LOW-E”, 市场空间可期.....	14
5.1. 节能建筑的推广为 LOW-E 玻璃的发展带来机遇.....	15
5.2. 公司 LOW-E 玻璃研发能力领先, 具有品牌溢价.....	15
6. 马来建厂, 迈开海外扩张第一步.....	16
7. 资本开支保持平稳, 高股息率有望维持.....	16
8. 风险提示.....	17

## 1. 投资故事

- **盈利能力为行业翘楚：**公司汽车玻璃和建筑玻璃两大业务板块盈利能力长期处于行业领先水平，我们认为受益于浮法玻璃景气格局延续，公司盈利能力维持可期。
- **浮法龙头，受益供给侧改革市占率提升：**我们认为公司作为中国最大的浮法玻璃制造企业，凭借自身的竞争优势将显著受益于供给侧改革，而建筑玻璃行业我们认为公司专注于“LOW-E”，顺应国家推广节能建筑的大趋势，近年高速发展已成为第二大建筑玻璃制造企业，业务份额有望进一步扩大。
- **马来建厂，迈开海外扩张第一步：**公司在马来西亚所建设的1200t/d的玻璃生产线已经于2017年二季度投产，另外两条浮法玻璃生产线正在建设中，预计2018年中期投产。我们认为公司响应国家“一带一路”战略积极海外布局，我们认为，马来建厂仅是公司国际化扩张第一步，未来会有更多海外工厂落地，公司海外市场成长空间打开。
- **资本开支保持平稳，高股息率或将维持：**未来公司主要的资本开支集中在海外，2017年公司预计资本支出25亿港元，2018资本开支或将不高过2017年。资本开支稳定，公司股利支付率有望保持高水平平稳。假设公司2017年维持47%的平均比率派息，则当前2017年8倍左右PE对应股息率超过5%，颇具吸引力。

我们预计2017-2018年公司净利润分别为37.33、42.81亿港元，对应每股收益0.93、1.07元。从可比估值来看，公司为沪深港通标的，港股的福耀玻璃、海螺水泥，A股的旗滨集团、南玻A为其对标公司，同时我们根据公司历史PE，给予公司10.75倍PE，对应目标价10.00元，对比现价有37%的空间。首次覆盖给予“增持”评级。

表 1: 关键假设表

	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>浮法玻璃</b>					
销售收入 (万港元)	471,238	502,220	650,980	763,003	830,502
收入 YOY		6.57%	29.62%	17.21%	8.85%
销量 (万吨/年)	423	425	490	525	554
销量 YOY		0.40%	15.27%	7.14%	5.56%
销售单价 (港元/吨)	1,113	1,181	1,329	1,453	1,499
毛利率	6.99%	11.07%	27.51%	29.98%	29.98%
<b>汽车玻璃</b>					
<b>ARG</b>					
销售收入 (万港元)	305,419	321,861	318,613	340,496	363,882
收入 YOY		5.38%	-1.01%	6.87%	6.87%
销量 (万件/年)	1,106	1,280	1,293	1,394	1,496
销量 YOY		15.73%	1.00%	7.83%	7.30%
销售单价 (港元/件)	276	251	246	244	243
毛利率	41.80%	44.35%	48.98%	45.04%	46.12%
<b>OEM</b>					

销售收入 (万港元)	53,898	56,799	56,226	79,515	112,452
收入 YOY		5.38%	-1.01%	41.42%	41.42%
销量 (万台套/年)	180	180	180	255	360
销量 YOY		0.00%	0.00%	41.42%	41.42%
销售单价 (港元/台套)	299	316	312	312	312
<b>建筑玻璃</b>					
销售收入 (万港元)	255,554	265,147	259,020	277,521	296,023
收入 YOY		3.75%	-2.31%	7.14%	6.67%
销量 (万平方米/年)	2,380	2,775	3,091	3,311	3,532
销量 YOY		16.60%	11.37%	7.14%	6.67%
销售单价 (港元/平方米)	107	96	84	84	84
毛利率	35.30%	33.86%	39.86%	36.34%	36.68%

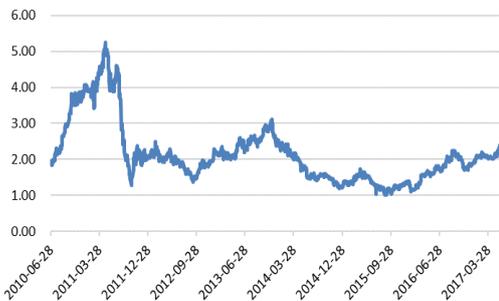
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**表 2: 可比估值 (2017/6/22)**

		股价	EPS	PE
福耀玻璃	3606.HK	30.1 (港元)	1.62 (港元)	18.58
安徽海螺水泥股份	0914.HK	25.25 (港元)	2.41 (港元)	10.48
旗滨集团	601636	4.38	0.40	10.95
南玻 A	000012	9.12	0.56	16.29

数据来源: wind, 国泰君安证券研究, 其中 EPS 为 2017 wind 一致预期值

**图 1 信义玻璃历史 PB (MRQ)**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 2 信义玻璃历史 PE (TTM)**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 2. 公司盈利能力为行业翘楚

### 2.1. 廿九年来, 公司迅速成长为玻璃制造龙头

信义玻璃 1988 年以生产汽车玻璃发家, 凭借着管理层强大的执行力, 二十九年来公司获得了长足的发展, 目前公司已经是中国最大的浮法玻璃生产商, 以及全球汽车玻璃替换市场的龙头。

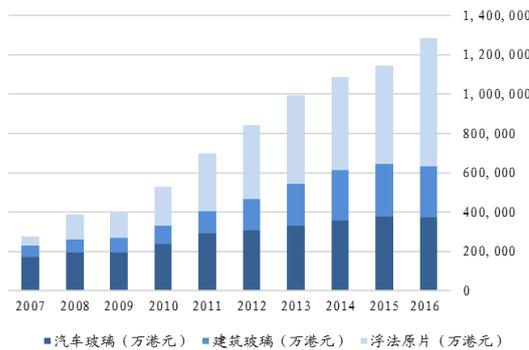
**图 3 拾级而上, 信义迅速成长为玻璃制造龙头**



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

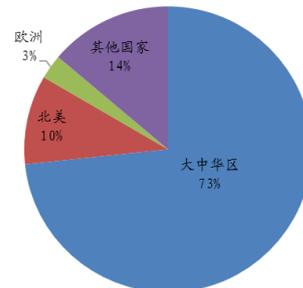
公司主营业务(营收占比)分为浮法玻璃(50%)、汽车玻璃(30%)以及建筑玻璃(20%)三个板块, 其中汽车玻璃和浮法玻璃分别贡献公司毛利润的39%、38%, 建筑玻璃占比22%。公司当前业务主要来自国内市场, 我们认为随着公司海外建厂战略的推进, 海外市场份额有望提升。

图4 公司业务分为三个板块



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

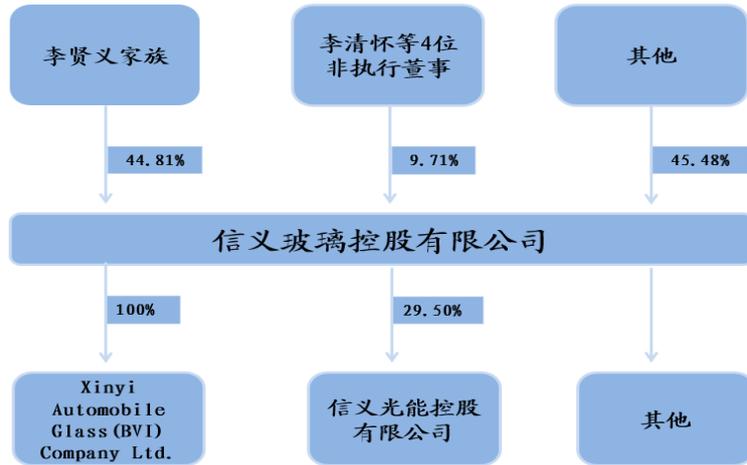
图5 当前营收主要来自国内市场



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

截至2016年12月31日, 公司实际控制人、董事会主席李贤义家族共持股44.81%, 公司行政总裁为李贤义先生之姻弟董清世先生。

图6 公司实际控制人、董事会主席李贤义家族持股44.81%

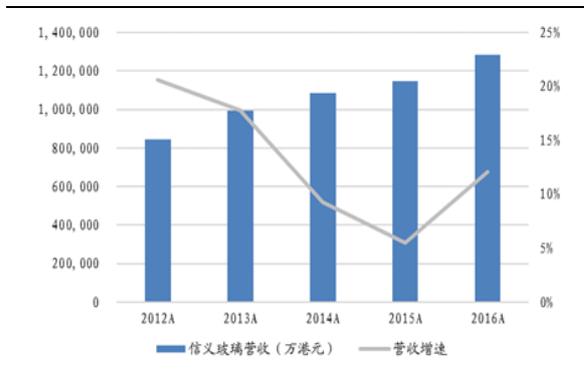


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

## 2.2. 龙头本色, 盈利能力为行业翘楚

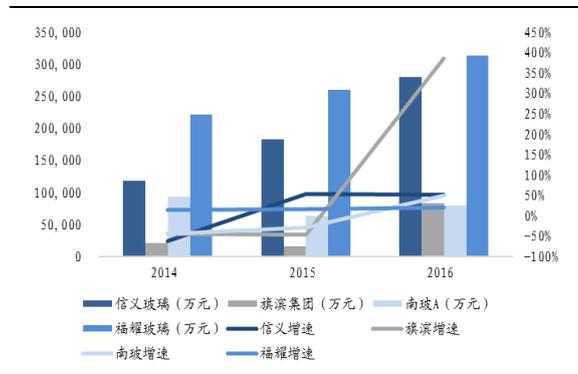
公司多板块布局, 盈利稳定性好于普通建筑浮法企业, 2012 年以来公司营业收入复合增速超过 11%(因太阳能玻璃板块 2013 年分拆入信义光能, 故除去太阳能玻璃板块营收); 我们认为当前国内浮法玻璃供给侧改革带来的竞争生态改善、以及马来西亚生产线 2017 年二季度投产, 公司 2017 年营收有望保持增长。

图 7 公司营收增长迅速 (除去太阳能玻璃板块营收)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 8 近三年信义净利润保持高速增长

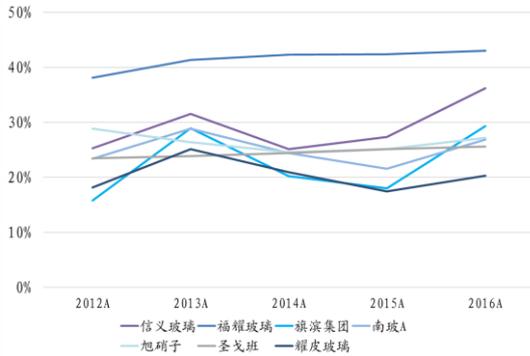


数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

公司盈利能力突出, 与旗滨集团、南玻等国内玻璃制造企业以及圣戈班、旭硝子等海外玻璃巨头相比, 公司毛利率更高, 仅次于福耀玻璃, 主要原因是福耀业务聚焦于汽车玻璃, 而汽车玻璃毛利率更高。得益于浮法玻璃利润率显著提升, 2016 年公司 ROE 首次达到 25%, 我们认为在 2017 年浮法玻璃供求向好且价格高位维稳的情况下, 盈利能力有望延续。

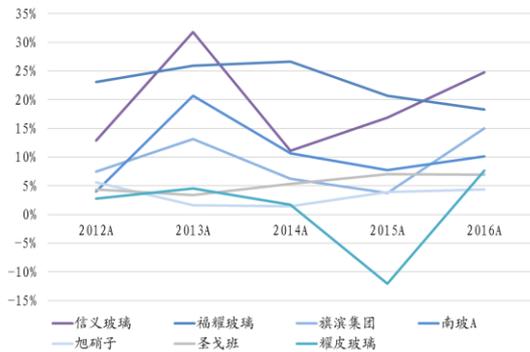
图 9 公司毛利率仅次于福耀 (汽玻营收占比超过 95%)

图 10 信义汽车业务毛利率高于福耀

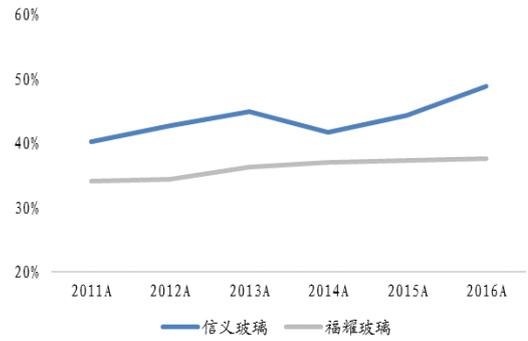


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 11 公司 ROE 水平行业领先**

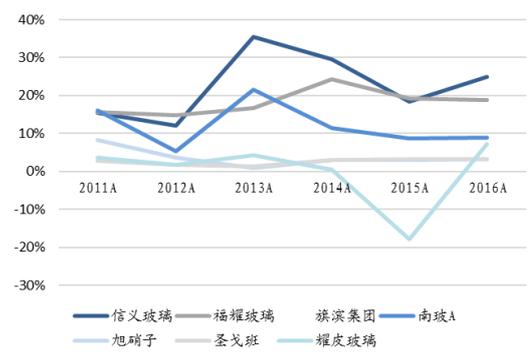


数据来源: wind, 国泰君安证券研究



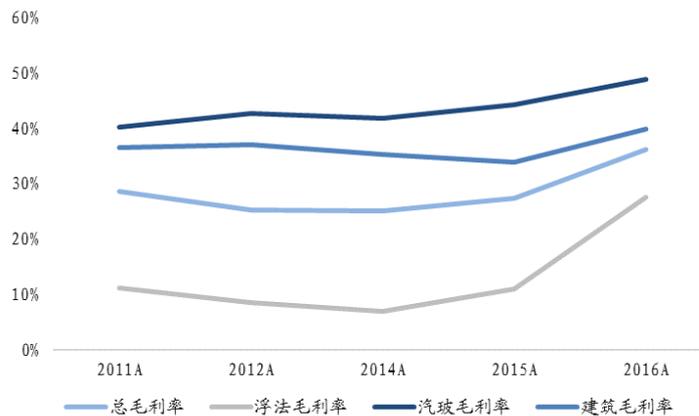
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 12 公司销售净利率高于竞争对手**



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**图 13 信义玻璃的浮法板块毛利率明显回升**



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

### 3. 浮法玻璃板块: 供需生态改善, 龙头优先受益

公司自 2006 年起的 10 年时间发展成为中国最大的浮法玻璃生产商, 市场份额超过 10%。下游客户中 50% 以上为建筑玻璃厂商, 20% 为汽车玻璃厂商。我们认为, 供给侧改革令浮法玻璃供需关系边际改善, 玻璃价格有望维持, 同时成本端天然气暂无上行压力, 浮法玻璃行业景气格局或将维持, 信义作为浮法玻璃龙头企业将优先受益。

目前国内限制新建浮法生产线, 公司国内产线满产满销, 未来浮法板块营收增长主要来自于海外建厂。不考虑信义浮法玻璃品牌溢价以及海外

毛利率更高的因素，我们预计公司 2017-18 年浮法玻璃板块分别实现营收 76.30、83.05 亿港元，毛利润 22.88、24.90 亿港元。

### 3.1. 浮法玻璃景气格局稳定

#### 3.1.1. 供给生态有所改善

供给侧改革从源头控制了新增产能的投放，赋予行业一个“去周期化”外力。与此同时，“4 万亿”投资时期所建生产线即将冷修期，并且环保力度趋严。我们认为，从政策上看，国家政策收紧、环保力度趋严驱使玻璃行业过剩产能出清，龙头市占率有望进一步提升。

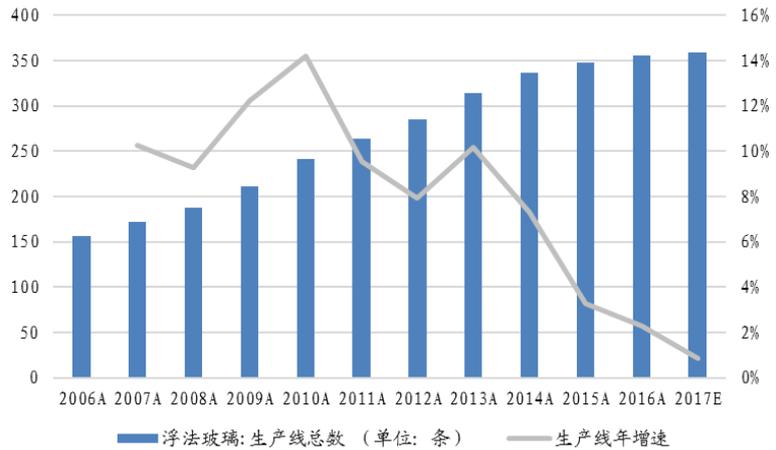
**表 3: 近两年玻璃行业去产能以及环保的相关政策**

日期	部门	相关政策	规定
2017 年 5 月 31 日	水利部	《关于严格水资源管理促进供给侧结构性改革的通知》	对于钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业新增项目，以及采用《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录（第一批）》中高耗水工艺、技术和装备的新、改、扩建项目，原则上不得办理新增取水许可和入河排污口设置等相关手续。
2017 年 1 月 5 日	国务院	关于印发“十三五”节能减排综合工作方案的通知 国发〔2016〕74 号	分区域、分流域制定实施平板玻璃限期整治方案，升级改造环保设施，实施行业全面达标排放治理工程
2016 年 12 月 5 日	国务院	国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知 国发〔2016〕65 号	平板玻璃行业推进“煤改气”、“煤改电”，禁止掺烧高硫石油焦等劣质原料，未使用清洁能源的浮法玻璃生产线全部实施烟气脱硫，浮法玻璃生产线全部实施烟气高效除尘、脱硝
2016 年 5 月 18 日	国务院办公厅	关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见（国发〔2016〕34 号）	2020 年前平板玻璃产量前 10 的企业生产及重度达 60%左右；2020 年底前，严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目；2017 年底前，暂停实际控制人不同的企业间平板玻璃产能置换；新上工业玻璃项目，熔窑能力超过 150 吨/天的，应依托现有平板玻璃生产线进行技术改造；支持平板玻璃行业通过联合重组等方式压减过剩产能；倡导合理限产
2015 年 8 月 31 日	工信部	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知	平板玻璃行业限制高硫石油焦燃料；发展新型和深加工玻璃产品

数据来源：政府网站，国泰君安证券研究

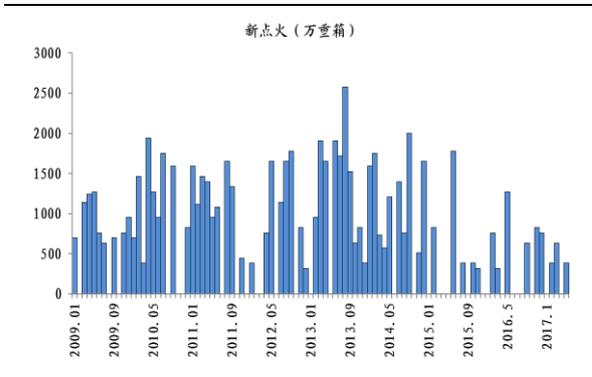
从新增产能来看，国家 2015 年以来停止了浮法玻璃新建产线的审批，近两年新增产能的冲击明显下降。目前，15 年之前已经拿到批文尚未建设的生产线全国仅有 5-6 条，未来新增产能压力已很小。

**图 14 中国浮法每年新增产线明显减少**



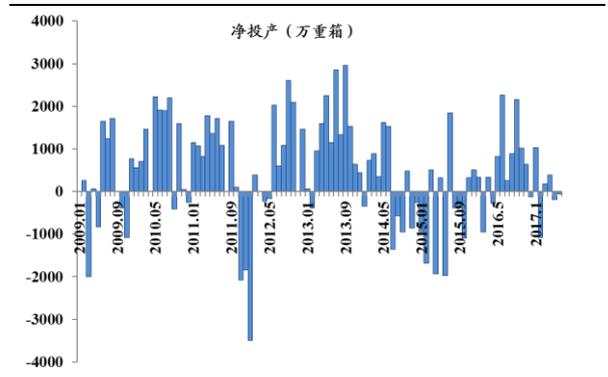
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 15 浮法玻璃新投产近年明显减少



数据来源: 中国玻璃期货网, 国泰君安证券研究

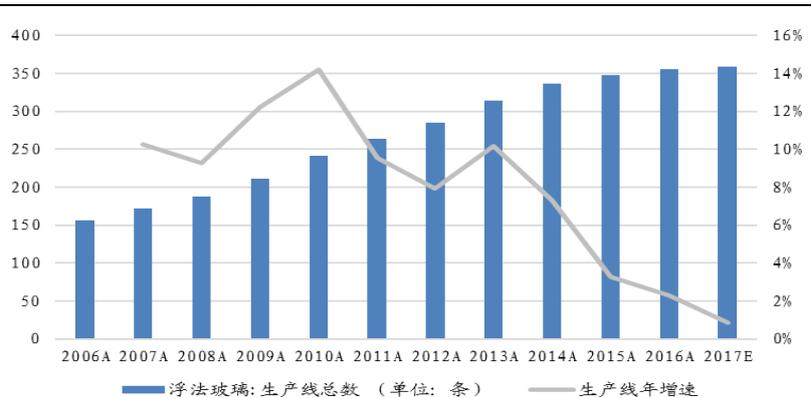
图 16 浮法玻璃净投产压力减小



数据来源: 中国玻璃期货网, 国泰君安证券研究

从存量市场来看, 目前全行业共有产线 359 条, 其中运行中 237 条, 停产 90 条, 冷修 32 条, 同时“4 万亿”投资时期投产的产线即将陆续冷修 (一般 5-8 年进入冷修期)。

图 17 中国浮法每年新增产线明显减少



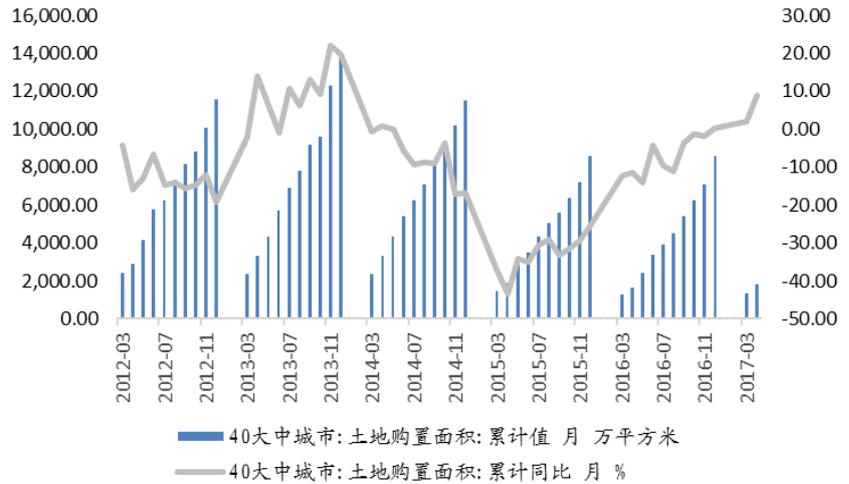
数据来源: 中国玻璃期货网, 国泰君安证券研究

### 3.1.2. 需求维持相对稳定

玻璃的下游比较集中, 主要是房地产市场 (占比 70%)、汽车市场 (15%) 以及出口 (10%)。虽然 17 年国家相继出台了地产限购政策, 对商品房销售产生了一定的影响, 但我们认为考虑到三四线城市的需求启动, 从

总量来看未来地产需求并不悲观。

图 18 土地购置面积月增量加速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

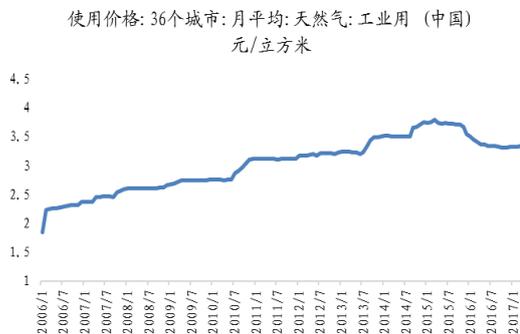
### 3.1.3. 原料成本短期构不成压力

燃料和纯碱是浮法玻璃生产成本的主要影响因素，共占浮玻生产成本约 65% 左右（燃料约占 40%，纯碱约占 25%）。自 2011 年底开始，信义浮法玻璃生产全面使用天然气作燃料。

我国天然气由政府定价，与其他国家相较我国天然气价格高企（美国天然气价格仅为国内的 1/4）。随着国家油气改革的全面启动，天然气定价市场化不断推进，未来天然气成本有望随之下行。

纯碱价格经历暴涨暴跌后维持稳定。纯碱价格曾于 2016 年 9 月-2017 年 1 月暴涨，但随着纯碱场开工率上升价格随之下跌，短期很难重现暴涨因素。

图 19 油气改革或将促使气价下行



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

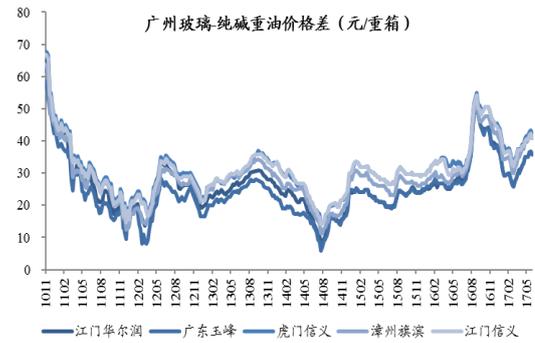
图 20 重质纯碱价格暴涨暴跌后处于相对低位



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 21 当前玻璃价格维持稳定

图 22 玻璃纯碱重油差趋于提升



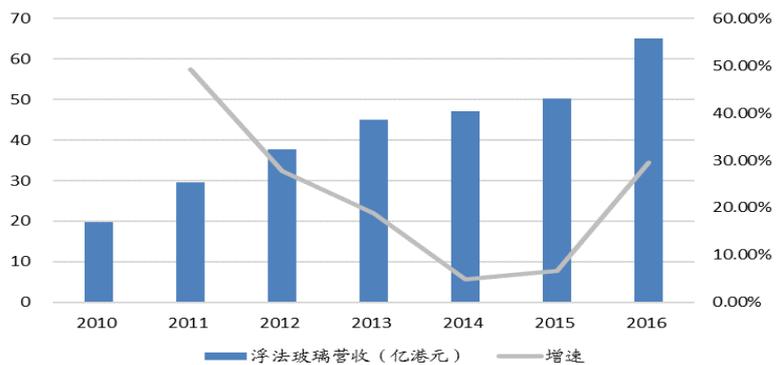
数据来源：中国玻璃期货网，国泰君安证券研究

数据来源：中国玻璃期货网，国泰君安证券研究

### 3.2. 公司作为龙头受益于行业供需改善

公司浮法玻璃营收规模增长迅速，自 2016 年以来，随着行业供需格局改善，浮法玻璃价格回升，我们预计 2017 年浮法玻璃业务盈利能力将保持稳定。

图 23 公司浮法玻璃营收增长迅速

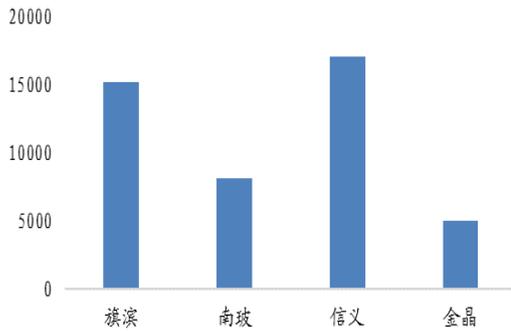


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

同时，我们认为公司作为龙头有其本身的竞争优势：

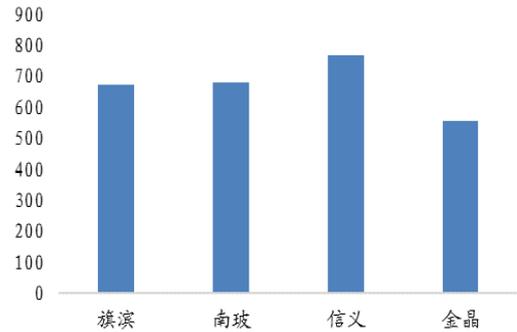
- 1) 信义玻璃总产能和单线浮法产能显著领先竞争对手，供需格局改善公司能迅速反应，优先受益。截止到 2017 年 6 月 20 日，公司浮法玻璃有效日熔量达 17100t/d，同行业中仅旗滨集团可比（14300t/d）。且公司单线平均产能达 815t/d，远超其他竞争对手，促使产品单位成本更低。

图 24 公司产能显著领先



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

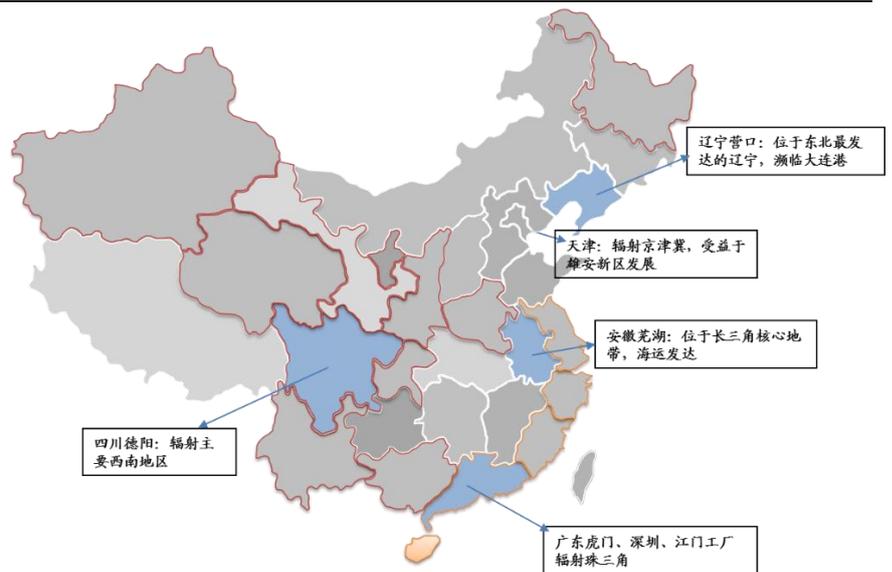
图 25 公司单线产能最大



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

- 2) 随着公司自动化程度的提高,公司生产效率不断提升。2014 年以来,公司浮法系统员工人数不断缩减,但人均创收随销售收入的增长不断提高,公司从劳动密集型产业逐渐向智能制造升级。
- 3) 公司生产基地能够满足全国各核心区域的需求。目前有七大生产基地,且公司在芜湖、江门、虎门分别建有 5000、3000、1000 吨的自用码头,运输非常便利。

图 26 信义工厂能够辐射全国核心区域



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

- 4) 与传统燃料煤焦油、石油焦相较,以天然气为燃料生产的玻璃成品率更高、质量更好、安全性更强。并且近年来环保趋严,公司 2011 年后已全部使用天然气生产,在国家大力提倡清洁能源的背景下,公司几无环保风险,已取得先发优势。

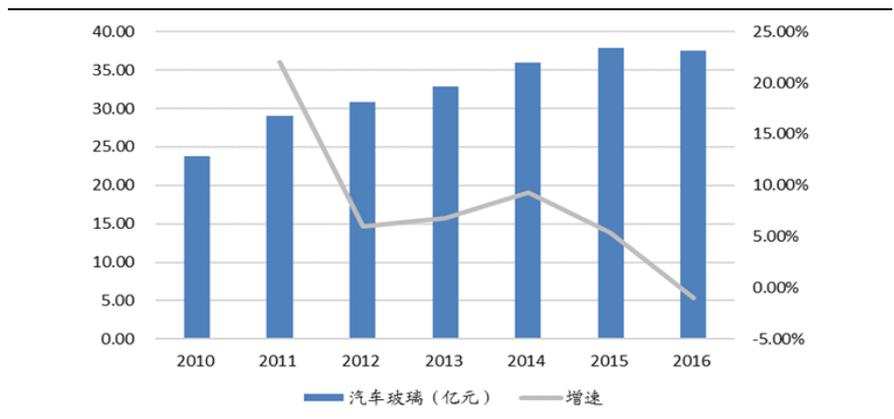
#### 4.汽车玻璃: 积极开拓 OEM 市场, 成长空间打开

汽车玻璃的上游包括浮法玻璃,下游市场包括新车配套市场(OEM)和替换市场( ARG)。公司汽玻营业收入稳步增长,十年复合增速高达 12.85%,目前已经成为 ARG 汽车玻璃龙头,我们认为随着公司高举高

打进入 OEM 业务，公司汽车玻璃板块业务打开成长空间。

我们认为随着汽车保有量的增长，替换市场汽玻容量将不断增加。同时公司改革产品销售模式，由传统的经销模式向经销与直销并举转化（2016 年在广东成立信义易车直接对接终端消费者），将进一步扩大公司市场份额及产品定价能力。未来公司 ARG 市场将着眼于提高产能利用率，OEM 市场公司将不断投放新产能，我们预计公司汽车玻璃板块 2017-18 年将分别实现营收 42.00、47.63 亿港元，毛利润 18.92、21.97 亿港元。

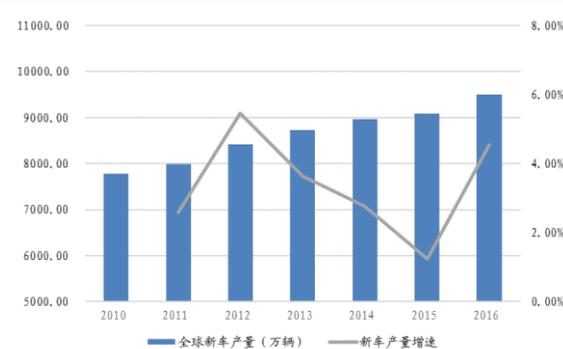
图 27 公司近年汽玻营收稳步增长



数据来源：罗兰贝格，国泰君安证券研究

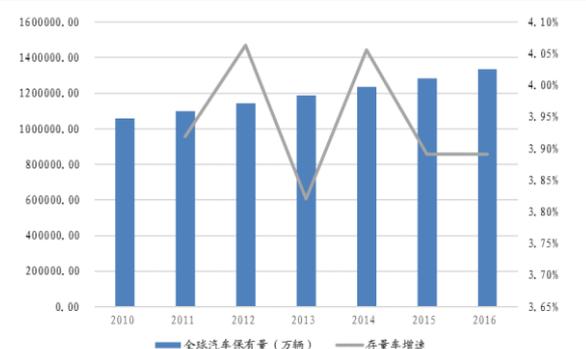
我们认为未来全球汽玻需求稳中有升，中国市场潜力较大。全球汽车市场发展稳定，整体来说，全球汽车工业年平均增速在 3.5%-4.5% 左右稳定。中国是世界三大新兴汽车市场，汽车产量与销量多年高于发达国家增速，2010-2016 年产量 CAGR 为 7.46%，销量 CAGR 为 7.60%，汽车保有量增速也一直保持在 10% 以上。但与发达国家相比，我国人均汽车保有量有较大差距：2014 年美国汽车保有量是我国的 1.67 倍，人均保有量是我国 7.36 倍，未来中国汽车市场的发展潜力仍较大。

图 28 全球新车产量及增速



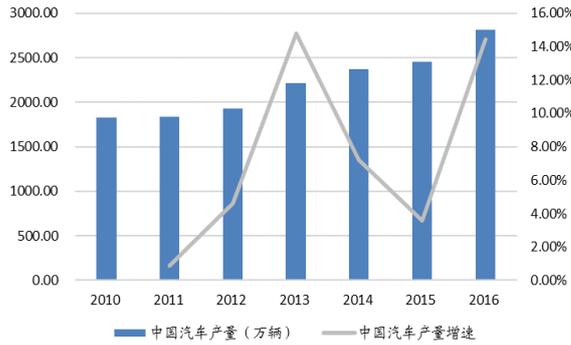
数据来源：OICA，国泰君安证券研究

图 29 全球汽车保有量及增速



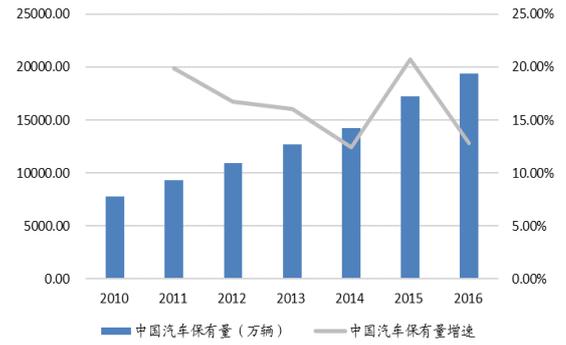
数据来源：OICA，国泰君安证券研究

图 30 中国新车产量及增速



数据来源: OICA, 国泰君安证券研究

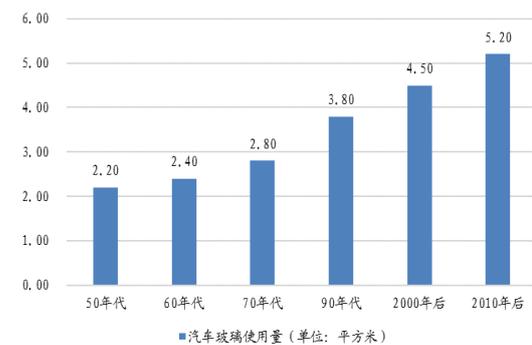
图 31 中国汽车保有量及增速



数据来源: OICA, 国泰君安证券研究

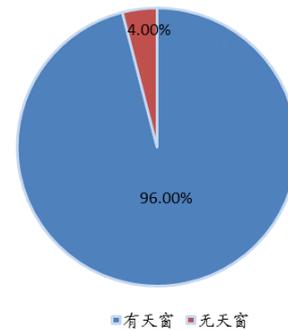
消费升级助推汽车玻璃量价齐升: 相关统计显示, 每车汽车玻璃用量在过去十年内以 1.4% 的复合增长率在增长, 由于为扩大视野而增加前挡风玻璃的倾斜度以及汽车天窗的需求量增加及节能、智能的需求提升, 带来产业良性发展。

图 32 单位汽车玻璃使用量逐年增加



数据来源: 盖世汽车, 国泰君安证券研究

图 33 消费者倾向于购买有天窗汽车



数据来源: 盖世汽车研究院, 国泰君安证券研究

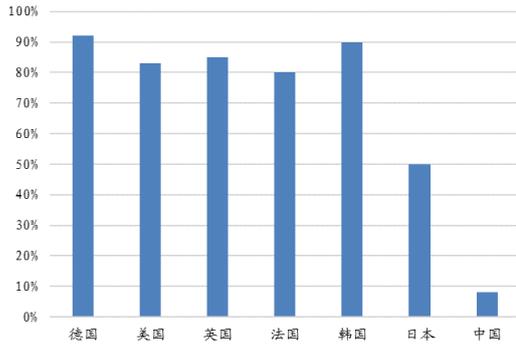
公司近两年在巩固 ARG 市场的同时, 积极开拓 OEM 市场, 公司目标 2020 年 OEM 市场占比达到 6% (目前 1.5%)。我们认为公司拥有在 OEM 汽车玻璃领域成功的品质: 公司浮法原片完全自给, 成本端构成竞争优势; 公司已经与奇瑞、一汽、吉利等国内民族品牌形成长期稳定的供货关系, 产品质量已经被客户认可, 未来有望向合资品牌渗透。

## 5. 建筑玻璃: 专注“LOW-E”, 市场空间可期

LOW-E 玻璃是建筑玻璃发展的新趋势, 具有优异的隔热保温的效果, 目前我国 LOW-E 使用率远低于发达国家平均水准, 当前国家正大力推广节能建筑, 行业成长空间打开。

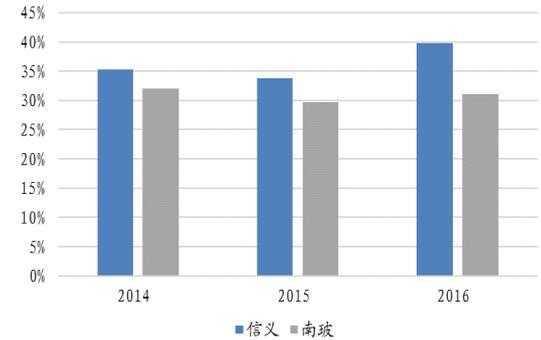
信义是我国第二大 LOW-E 生产商, 市场份额达到 20%, 浮法原片完全自给, 产品溢价能力强, 毛利率水平明显高于行业平均。我们预计 2017 年公司 2017-18 年产能利用率分别提高为 75%、80%, 假设建筑玻璃价格维持稳定, 我们预计公司建筑玻璃板块 2017-18 年将分别实现营收 27.75、29.60 亿港元, 毛利润 10.08、10.86 亿港元。

图 34 我国 LOW-E 使用率远逊于国外



数据来源：国泰君安证券研究

图 35 信义工程玻璃毛利率可观



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 5.1. 节能建筑的推广为 LOW-E 玻璃的发展带来机遇

根据十三五规划约束性指标要求 2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，当前北京和天津已强制要求使用中空节能玻璃，我们认为随着环保压力不断上升，后续将会不断出台更严厉的政策，推动 LOW-E 玻璃的发展。

表 4: 十三五规划发展规划国家大力推广节能建筑

指标	2015	2020	年均增速	性质
城镇新建建筑能效提升(%)	--	--	[20]	约束性
城镇绿色建筑占新建建筑比重(%)	20	50	[30]	约束性
城镇新建建筑中绿色建材应用比例(%)	--	--	[40]	预期性
实施既有居住建筑节能改造(亿平方米)	--	--	[5]	约束性
公共建筑节能改造面积(亿平方米)	--	--	[1]	约束性
城镇既有公共建筑能耗强度下降比例(%)	--	--	[(5)]	预期性
城镇既有居住建筑中节能建筑所占比例(%)	40	60+	[20]	预期性

数据来源：《十三五规划》，国泰君安证券研究

我们测算，如果以发达国家 LOW-E 使用率中的较低水平 50%估算，即使未来房屋建设竣工面积维持不变，我国 LOW-E 玻璃需求量仍将达到 10450 万平方米。如果加上存量建筑改造需求，LOW-E 玻璃的需求将进一步提高。

### 5.2. 公司 LOW-E 玻璃研发能力领先，具有品牌溢价

我们认为，信义的优势在于专注于高端建筑市场，产品定位高端价格更高，毛利率水平领先竞争对手。公司覆盖多类型的 Low-E 玻璃产品，包括高透性 Low-E 玻璃、遮阳性 Low-E 玻璃、双银/单银 Low-E 玻璃、离线 Low-E 玻璃等，产品质量领先，建筑玻璃已通过美国 ANSI 认证，英国 BS6206 认证，澳洲 AS/NZS2208 认证，中国 3C 和 CSGC101AI 认证。此外，公司在香港设立专门研究玻璃节能环保技术研发中心，重点研究高性能 Low-E 玻璃等深加工环保节能产品，具备优秀的研发能力。

表 5: 信义建筑 LOW-E 玻璃售价更高 (2017/6/21)

离线普通单银 (出厂价_含税)		
	5mm(元/平方米)	6mm(元/平方米)
咸宁南玻	40	43
河北衡水鑫美	28	31
湖北明弘	31	35
河南安彩高科	36	38
<b>芜湖信义</b>	<b>43</b>	<b>46</b>
石家庄迎新	29	32
广东惠州龙玻	38	40

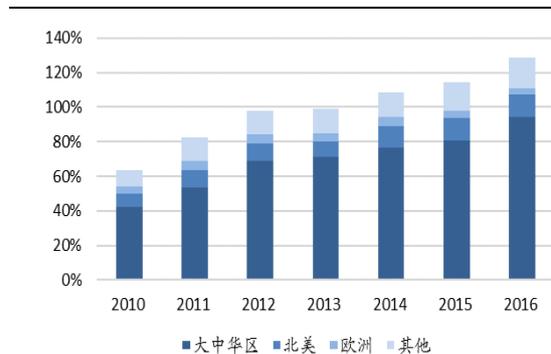
数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

## 6. 马来建厂, 迈开海外扩张第一步

公司于 2015 年启动马来西亚投资项目, 其中 1200T/d 的浮法玻璃生产线于 2017 年二季度投产。公司二期两条浮法生产线(1200t/d 及 800t/d)正在筹建中, 预计将于 2018 年中期投产。

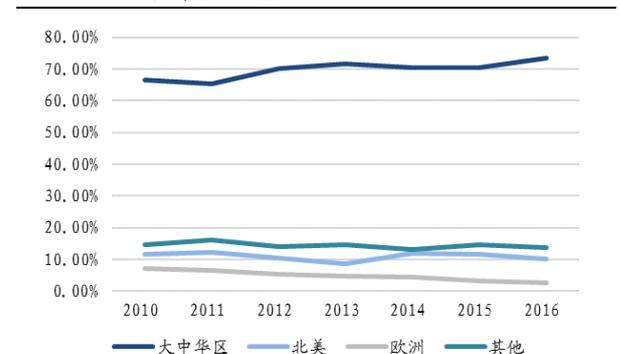
公司在马来的项目对接东盟市场, 总人口超过 5 亿人, 且处于快速发展的城镇化进程中, 市场空间较大, 公司凭借自身产品和技术优势势必将迅速抢占市场份额, 我们判断马来建厂仅是公司海外扩张的第一步, 未来会有更多的海外工厂落地, 公司海外成长空间打开。

图 36 大中华区营收增长迅猛



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 37 大中华区营收占比逐渐提升, 未来公司海外业务有望放量

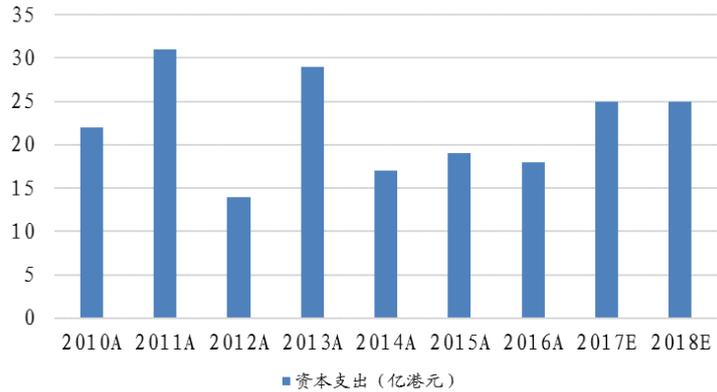


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 7. 资本开支保持平稳, 高股息率有望维持

我们测算近 3 年信义的资本开支未来中枢有望维持在 25 亿元。后续的资本开支主要在公司海外工厂的建设以及国内新建汽车玻璃产线上。目前公司在马来西亚二期生产线正在建设, 2018 年中期投产, 预计 2017 年资本开支为 25 亿港元, 我们测算 2018 年资本开支或将不高过 2017 年。

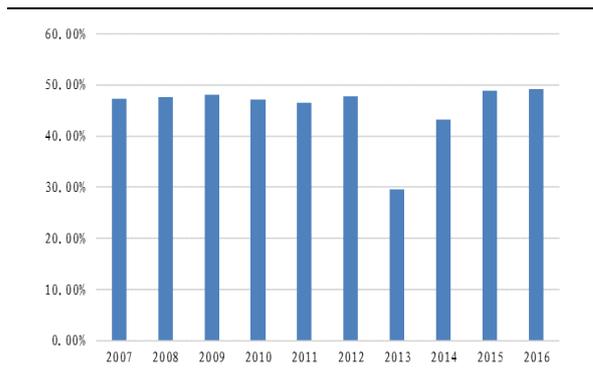
图 38 公司资本开支中枢有望维持在 25 亿港元



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

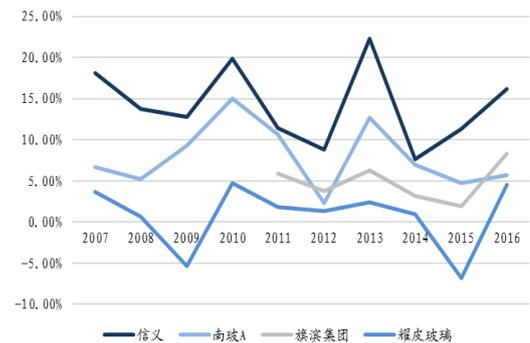
2016 年公司全年派息比率约 48.4%，近十年平均派息比率约为 47.0% (信义玻璃于 2013 年 12 月分拆信义光能 (968.HK) 时，按 1 比 1 派送信义光能股份作特别股息)，假设 2017 年公司股利支付率维持 47%，则目前公司股价对应股息率约为 5%，股息率依然颇具吸引力。

图 39 信义派息持续且稳定



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 40 公司 ROIC (投入资本回报率) 显著高于竞争对手



数据来源：wind，国泰君安证券研究

注：ROIC=归属于母公司股东的净利润\*2 / (期初全部投入资本+期末全部投入资本)；全部投入资本=股东权益(不含少数股东权益)+负债合计-无息流动负债-无息长期负债

## 8. 风险提示

**房地产调控政策持续趋紧。**玻璃的下游主要是房地产市场，其政策的变动将直接影响到玻璃的需求。

**海外经营不及预期。**公司在马来建厂，意在渗透东盟市场。若其政策环境、经营环境出现变动，对公司的海外市场拓展影响极大。

**汇率变动风险。**公司海外业务在马来西亚以马币结算，在马来西亚以外的地方，以美元结算。若汇率大幅波动，合并报表时对各财务指标造成的影响比较大。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的比较标准</b> 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		