



建材

信义玻璃 (0868)

**评级: 增持**

当前价格 (港元): 11.42

2018.01.09

## 全球化的信义，业绩估值双升可期

**鲍雁辛 (分析师)**      **赵晨阳 (研究助理)**  
0755-23976830      0755-23976911  
baoyanxin@gtjas.com      zhaochenyang@gtjas.com  
证书编号 S0880513070005      S0880117100137

### 交易数据

52周内股价区间 (港元) 5.95-11.78  
当前股本 (百万股) 3,998  
当前市值 (百万港元) 45,882

### 本报告导读:

地产政策的变化令需求端更为乐观，同时环保趋严对玻璃产能的影响进一步打破了纯碱的平衡，纯碱跌价增厚了玻璃的盈利，我们上调目标价。

### 相关报告

《XYG Leads to an Imperial Age in flat glass》  
2017.12.26

《世界浮法玻璃的信义“帝国时代”》  
2017.12.24

《浮法驱动业绩弹性，高股息提供安全边际》  
2017.08.02

《浮法汽玻双龙头，扬帆海外新成长》  
2017.07.02

### 摘要:

- **维持“增持”评级。**地产政策的变化令需求端更为乐观，同时环保趋严对玻璃产能的影响进一步打破了纯碱的平衡，纯碱跌价增厚了玻璃的盈利，我们上调目标价。我们预计公司 2017-19 年净利润分别为 39.12、47.38、57.83 亿港元，对应 eps 为 0.97、1.18、1.44 港元，给予公司 2018 年 14 倍估值，目标价 16.1 元，对比现价仍有 40% 空间。
- **淡季不淡，需求韧性强，玻璃价格或高企高走。**我们观察到地产政策边际放松，南京、郑州、武汉等城市局部限购政策松动，住建部亦宣布 2018 年棚户区改造 580 万套，超出市场预期。而 50 大中城 2017 卖地金额同增 34%，雄安新区规划框架业已步入审批阶段，显示出未来地产韧性十足。当前平板玻璃库存仅 12 天左右，处于 3 年最低位，环保令产线关停，玻璃价格淡季不淡，2018 年玻璃价格有望高企高走。
- **环保高压常态化，玻璃供给收缩或令纯碱价格下行。**河北沙河、南河 9 条线因批建不符而关停，复产成本高企叠加气源不足致短期内难以复产。而根据平板玻璃产能置换实施办法，环境敏感区淘汰产能需不低于建设项目的 1.25 倍，供给侧进一步收紧。此外，2018 年中期新的环保排放标准将出台，届时京津冀及周边地区 SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub> 以及颗粒物排放标准或降至 100/400/20mg/m<sup>3</sup>，河南、山西部分产线或因难以达标而关停。供给收缩带来的涨价限制了纯碱的需求，纯碱价格有望进一步下行。
- **对标福耀，国际化有望驱动信义估值业绩双升。**近十年板硝子等巨头玻璃板块业绩增长近乎停滞，而中国企业的全套国产化装备技术及生产效率已经具备明显的国际比较优势，而海外市场生产成本更低，需求更加稳定。信义单线产能具规模优势，研发开支引领行业，且期间费用管控显著低于海外竞争对手。我们认为当前的信义极似 2014 年的福耀玻璃，国际化进程带来的全球市场、全球制造、全球供货将弱化其周期属性，由此步入价值成长轨道，估值业绩有望迎来双升。
- **风险提示：全球化进程不及预期、环保力度不及预期**

财务摘要 (万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,146,026	1,284,840	1,448,104	1,617,903	1,904,617
(+/-)%	5.52%	12.11%	12.71%	11.73%	17.72%
毛利润	313,269	465,925	528,337	621,323	752,183
净利润	211,314	321,343	391,245	473,783	578,346
(+/-)%	54.85%	52.17%	21.65%	21.10%	22.07%
PE	18.62	12.13	10.41	8.61	6.86
PB	3.09	2.97	2.88	2.75	2.65

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**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		