

## 浮法玻璃成绩亮眼，海外建厂扩充产能

- 中期业绩公布，浮法玻璃业绩亮眼：**截止至6月30日，公司实现总收入67亿港元，同比上升13.5%；净利润16亿港元，同比上升19.5%，毛利率36.4%，较去年同期上升1.7个百分点；每股净利41.64港仙，拟派息20港仙。期内收入增加主要依靠浮法玻璃和信义光能成绩亮眼，浮法玻璃销售额同比上升35.3%，其平均售价的上升致使浮法玻璃毛利率从去年同期的22%上升8个百分点至30%，但因此导致汽车玻璃及建筑玻璃毛利率分别降低0.9、1.5个百分点至47.8%、37.5%。汽车玻璃和建筑玻璃销售收入均录得小幅下跌。
- 全球化扩张，海外建厂增加产能：**汽车玻璃及浮法玻璃今年分别新增产能24万片、35万吨，新增占比1.5%、7.1%，建筑玻璃产能保持不变。管理层认为全球化是信义未来增长点，马来西亚一期产线已在第二季度投产，二期日产能2000吨也已经开工，将于明年下半年投产。当地更低的原材料和人工成本、更高的售价以及税收优惠将有力提升未来浮法玻璃的毛利率。公司计划到2020年浮法玻璃产能将在今年产能基础（525万吨）上再增长50%。今年资本开支30亿，主要用于土地购买及租赁以及新厂房及设备的投入。
- 供给侧拉动，生产线进入冷修期：**环保政策愈发严格的情况下新产能批复将非常困难，预计2016-2018年行业产能增加不大。需求方面，房地产开工和售都有回温，去年三、四季度以来房地产销售带动了玻璃现货需求增加。另外，正常的浮法玻璃生产线在开工6-8年后需要进入冷修期，上一个投产高峰期是2009-2011年，行业预计2017-2019年全国将有47条生产线进入冷修，占全国总玻璃生产线的13%。产能增加压力的减小和下游需求的拉动有助于支持下半年浮法玻璃价格稳中有升。
- 提升目标价至9.20港元，维持买入评级：**鉴于汽车玻璃及建筑玻璃需求趋稳、浮法玻璃收入及毛利有望提升以及玻璃行业产能增加压力不大且基本面改善，我们预计17/18/19年公司营收分别为145亿、158亿及171亿港元，净利润约37亿、41亿及45亿港元。提升信义玻璃未来12个月的目标价至9.20港元，等于2017年的10倍PE和2.4倍PB，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

Xx.chen@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

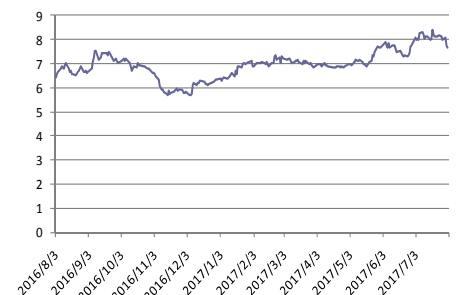
行业	玻璃制造
股价	7.65 港元
目标价	9.20 港元 +20.26%
股票代码	868
已发行股本	39.99 亿股
总市值	304 亿港元
52 周高/低	8.42 港元/5.62 港元
每股净资产	3.85 港元
主要股东	YIN YEE LEE ••• 20.70% CHING SAI TUNG ••• 8.79% LEE SING DIN ••• 6.86%

表 1: 盈利摘要

截止12月31日	2015实际	2016实际	2017预测	2018预测	2019预测
营业额 (港元百万)	11,460	12,848	14,539	15,824	17,075
变动 (%)	5.5	12.1	13.2	8.8	7.9
净利润 (港元百万)	2,113	3,213	3,683	4,101	4,457
每股盈余 (港元)	0.54	0.83	0.92	1.03	1.11
变动 (%)	55.0	53.6	11.2	11.4	8.7
市盈率@7.65港元 (倍)	14.2	9.2	8.3	7.5	6.9
每股股息 (港元)	0.26	0.40	0.44	0.49	0.54
股息现价比率 (%)	3.7	5.6	6.2	6.9	7.5

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

## 浮法玻璃成绩亮眼，海外建厂发展全球化

### 中期业绩公布，浮法玻璃业绩亮眼

截止至6月30日，公司实现总收入67亿港元，同比上升13.5%；净利润16亿港元，同比上升19.5%，毛利率36.4%，较去年同期上升1.7个百分点；每股净利41.64港仙，拟派息20港仙。期内收入增加主要依靠浮法玻璃和信义光能成绩亮眼，浮法玻璃销售额同比上升35.3%，其平均售价的上升致使浮法玻璃毛利率从去年同期的22%上升8个点至30%，但因此导致汽车玻璃及建筑玻璃毛利率分别降低0.9、1.5个百分点至47.8%、37.5%。

汽车玻璃及建筑玻璃销售收入分别录得6%、2%的小幅下跌。受到外汇亏损拖累，汽车玻璃在部分海外新兴市场销售下滑。同时，巴西的反倾销条例使得公司当地销售量跌至零。对此，公司表示将针对汽车替换市场在海外设立生产基地以及转向发展OEM市场，未来目标是截止2020年OEM产能占全球份额从现在的2%提升至6%。

公司对未来浮法玻璃前景表示很有信心，上半年浮法玻璃收入增长约35%，产能增长7%。原材料纯碱价格从去年四季度拉涨，今年二季度回撤，浮法玻璃价格涨幅足以抵消原材料价格波动，二季度人员成本低于去年平均值，产品毛利下降空间不大。

### 全球化扩张，海外建厂增加产能

汽车玻璃及浮法玻璃今年分别新增产能24万片、35万吨，新增占比1.5%、7.1%，建筑玻璃产能保持不变。管理层认为全球化是信义未来增长点，马来西亚一期产线已在第二季度投产，二期日产能2000吨也已经开工，将于明年下半年投产。当地更低的原材料和人工成本、更高的售价以及税收优惠将有力提升未来浮法玻璃的毛利率。公司计划到2020年浮法玻璃产能将在今年产能基础（525万吨）上再增长50%。今年资本开支30亿，主要用于土地购买及租赁以及新厂房及设备的投入。

### 供给侧拉动，生产线进入冷修期

环保政策愈发严格的情况下新产能批复将非常困难，预计2016-2018年行业产能增加不大。需求方面，房地产开工和售都有所回温，去年三、四季度以来房地产销售带动了玻璃现货需求增加。随着浮法双中空的推行，浮法玻璃作为原材料应用也越来越广。上半年整体玻璃现货价格平稳，原本属于销售淡季却未见到明显下滑，淡季不淡。三季度进入玻璃传统旺季后，预计销售将好于上半年。另外，正常的浮法玻璃生产线在开工6-8后需要进入冷修期，上一个投产高峰期是2009-2011年，行业预计2017-2019年全国将有47条生产线进入冷修，占全国总玻璃生产线（361条）的13%。产能增加压力的减小和下游需求的拉动有助于支持下半年浮法玻璃价格稳中有升。

### 提升目标价至9.20港元，维持买入评级

鉴于汽车玻璃及建筑玻璃需求趋稳、浮法玻璃收入及毛利有望提升以及玻璃行业产能增加压力不大且基本面改善，我们预计17/18/19年公司营收分别为145亿、158亿及171亿港元，净利润约37亿、41亿及45亿港元。提升信义玻璃未来12个月的目标价至9.20港元，等于2017财年的10倍PE和2.4倍PB，维持买入评级。

### 风险因素

1. 汇率波动；2. 房地产政策进一步收紧，3. 原材料价格上升。

## 主要财务报表

损益表					
百万港元, 财务年度截至12月31日					
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	11,460.3	12,848.4	14,539.1	15,824.0	17,075.1
毛利	3,132.7	4,659.3	5,373.1	5,930.1	6,367.7
销售费用	(679.5)	(620.0)	(727.0)	(791.2)	(853.8)
管理费用	(935.0)	(1,202.4)	(1,366.7)	(1,487.5)	(1,605.1)
其他收入	594.5	500.8	500.8	500.8	500.8
营业收入	2,112.6	3,337.7	3,780.3	4,152.3	4,409.7
财务开支	(50.2)	(76.8)	(73.6)	(83.4)	(79.2)
营业外收支	317.3	562.6	675.1	810.2	972.2
税前盈利	2,379.6	3,823.5	4,381.8	4,879.1	5,302.7
所得税	(266.0)	(607.3)	(696.0)	(775.0)	(842.2)
少数股东应占利润	0.5	2.7	3.1	3.4	3.6
净利润	2,113.1	3,213.4	3,682.7	4,100.7	4,456.8
折旧及摊销	795.1	826.8	815.5	941.0	1,019.8
EBITDA	2,907.7	4,164.5	4,595.7	5,093.2	5,429.5
EPS (港元)	0.54	0.83	0.92	1.03	1.11
增长					
总收入 (%)	5.5%	12.1%	13.2%	8.8%	7.9%
EBITDA (%)	36.0%	43.2%	10.4%	10.8%	6.6%
每股收益 (%)	55.0%	53.5%	11.2%	11.4%	8.7%

资产负债表					
百万港元, 财务年度截至12月31日					
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
现金	1,298.3	2,763.1	2,878.8	2,988.3	3,981.4
应收账款	2,381.3	2,377.0	2,555.2	2,642.0	2,708.4
存货	1,222.7	1,320.5	1,494.3	1,626.3	1,754.9
其他流动资产	93.3	76.0	38.5	39.1	39.7
总流动资产	4,995.5	6,536.5	6,966.8	7,295.8	8,484.4
固定资产	11,971.0	11,830.6	13,605.2	14,693.7	15,428.3
无形资产	75.0	71.7	68.7	65.9	63.2
其他固定资产	4,380.2	5,583.5	6,594.9	7,696.5	8,756.1
总资产	21,421.7	24,022.3	27,235.7	29,751.8	32,732.0
应付帐款	2,112.5	2,296.9	2,442.4	2,504.5	2,574.9
短期银行贷款	2,514.0	3,165.4	3,481.9	3,412.3	3,446.4
其他短期负债	332.7	537.9	537.9	537.9	537.9
总短期负债	4,959.2	6,000.2	6,462.2	6,454.7	6,559.3
长期银行贷款	3,514.3	4,509.1	4,960.0	4,860.8	4,958.0
其他负债	222.5	266.1	218.1	218.1	218.1
总负债	8,695.9	10,775.4	11,640.3	11,533.6	11,735.4
少数股东权益	7.2	66.0	69.1	72.4	76.1
股东权益	12,718.5	13,180.9	15,526.3	18,145.8	20,920.6
每股账面值(港元)	3.24	3.39	3.88	4.54	5.23
营运资金	36.3	536.3	504.6	841.0	1,925.1

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

财务分析					
百万港元, 财务年度截至12月31日					
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
盈利能力					
毛利率	27.3%	36.3%	37.0%	37.5%	37.3%
EBITDA 利率	25.4%	32.4%	31.6%	32.2%	31.8%
净利率	18.4%	25.0%	25.3%	25.9%	26.1%
ROE	16.9%	24.7%	25.5%	24.3%	22.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.1%	14.2%	14.4%	14.4%	14.4%
实际税率 (%)	11.2%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
股息支付率 (%)	62.5%	48.4%	48.0%	48.0%	48.0%
库存周转天数	59.2	56.7	56.0	57.6	57.6
应付账款天数	89.6	98.3	94.4	91.2	86.6
应收账款天数	50.1	44.6	39.8	38.6	36.8
财务状况					
净负债/股本	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
收入/总资产	0.53	0.53	0.53	0.53	0.52
总资产/股本	1.68	1.82	1.75	1.64	1.56
盈利对利息倍数	42.1	43.4	51.4	49.8	55.7

现金流量表					
百万港元, 财务年度截至12月31日					
	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
EBITDA	2,907.7	4,164.5	4,595.7	5,093.2	5,429.5
融资成本	50.2	76.8	73.6	83.4	79.2
营运资金变化	374.5	(217.7)	(206.6)	(156.7)	(124.5)
所得税	(222.7)	(341.8)	(696.0)	(775.0)	(842.2)
其他营运活动	(473.2)	(116.8)	(156.5)	(177.8)	(171.0)
营运现金流	2636.6	3565.0	3610.3	4067.2	4370.8
资本开支	(1967.5)	(1853.9)	(3003.4)	(2318.0)	(1839.2)
其他投资活动	447.4	(425.9)	296.7	298.4	300.0
投资活动现金流	(1520.1)	(2279.7)	(2706.7)	(2019.6)	(1539.2)
负债变化	(17.5)	1611.4	767.4	(168.8)	131.3
股本变化	0.6	142.3	0.0	0.0	0.0
股息	(607.9)	(1320.6)	(1555.3)	(1769.2)	(1970.0)
其他融资活动	0.0	(208.3)	0.0	(0.0)	0.0
融资活动现金流	(624.8)	224.7	(787.9)	(1938.0)	(1838.6)
现金变化	491.7	1510.0	115.7	109.6	993.1
期初持有现金	831.2	1,298.3	2,763.1	2,878.8	2,988.3
期末持有现金	1,298.3	2,763.1	2,878.8	2,988.3	3,981.4

**第一上海证券有限公司**

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2017 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。