

产品输出到技术输出，全球龙头加速崛起

信义玻璃 (0868.HK)

公司概况：玻璃龙头，全球化征程开启：公司成立于 1988 年，是全球领先的综合玻璃制造商，七大工业园覆盖多个中国经济重点区域，首个海外工业园位于马来西亚马六甲。公司产品涵盖优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃等领域，是中国及亚洲最大的浮法玻璃生产商，替换市场中最大的中国汽车玻璃出口商，占全球汽车玻璃替换市场约 25% 的市场份额，是中国两大建筑玻璃生产商之一。截至 2017 年 12 月 31 日，公司 9 名创始股东持有集团 56.67% 的股权，股权结构稳定。主席李贤义先生及其他主要股东在 2017 年中报后共增持 3164.4 万股，充分体现管理层对公司未来发展的信心。公司 2017 营收 147.28 亿港元，同比增长 14.63%；归母净利润 40.14 亿港元，同比增长 24.91%。2017 毛利率、净利率分别为 36.97% 和 27.3%。自 2005 年上市以来至 2017 年的 13 年，公司营业收入复合增长率为 21.8%，归母净利润复合增长率为 25.6%。

行业：供给收缩为中期趋势，需求稳定，行业竞争格局向好：2017 年，平板玻璃产量 7.9 亿重量箱，同比增长 2.1%；产品价格稳中有升，平均价格同比上涨 14.6%；行业营收 759 亿元，同比增长 20%，利润 93 亿元，同比增长 81%。为近十年来的最好水平。2017 年盈利能力的大幅改善，主要是供给端收缩带来的供需改善，2017 年通过**环保督查**，有 21 条落后产能的生产线停产；没有取得**排污许可证**的生产线又停掉了 10 多条；“2+26”城市冬季取暖季节部分生产线提前安排冷修，有的实行了**限产 15%**的措施，4 月底邢台又公布在产企业从采暖季限产 15% 变为常态化全年限产 15% 以上，预计压减玻璃产能 250 万重量箱；政府担心新投产新线加重产能过剩和环保不达标的责任，不允许点火。**煤改气**是未来趋势，环保趋严、华北地区能源价格优势减弱使得全国竞争格局重构。**打击非标产品**，提高产品质量的同时降低供给 5%。

需求增速虽然有所降低，但仍保持较大幅度增长：全国房地产开发投资 10.97 万亿元，比上年名义增长 7.0%，房地产开发企业到位资金 15.6 万亿元，比上年增长 8.2%，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，比上年增长 15.8%，商品房销售面积 16.9 亿平方米，比上年增长 7.7%，汽车制造业产销均增长 3% 以上，连续九年保持全球第一的规模；超白压延玻璃强劲增长超过 30%。2017 年纯碱价格大幅波动创新高，预计 18 年相对稳定，改善企业盈利。公司依靠其海外网络采购纯碱以应对纯碱价格的大幅波动，以减轻价格波动的影响。

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2018 年 05 月 24 日

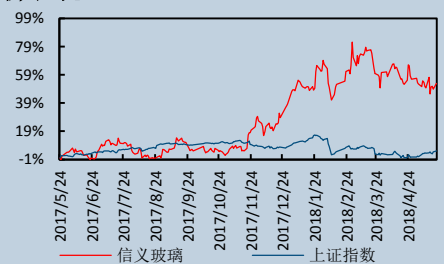
当前股价：11.32 港元

目标价格 6 个月：16.7 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

股价表现



相关研究报告

2018 年行业景气有望进一步提升：价格处于近五年高点，与前三个周期的高点仍有差距，价格变动周期拉长，第一，经历行业四年的长期低迷，众多企业扩产冲动被抑制，行业更加理性；第二，环保监管趋严，排污不达标生产线将逐渐退出历史舞台；第三，等量替换政策的严格执行；第四，行业自律的进一步完善。在供给弹性减弱的背景下，玻璃价格变动周期拉长是必然趋势，预计本轮玻璃价格上涨周期仍有一定上行空间。2018 中国平板玻璃大企业领导人圆桌会议（GT12 峰会）4 月 19 日在上海召开，会议提出，在明确淘汰对象、区域自律、提升环保标准、严查批小建大等措施的基础上，保证行业的经营效益的稳健增长，实现 2018 年行业利润比 2017 年实际增长 30% 的目标。

浮法玻璃：公司是中国乃至亚洲最大的浮法玻璃生产商，产能布局合理，技术领先品质高：覆盖中国经济最为活跃的几个区域，包括珠三角、长三角、京津冀、成渝经济带等，共拥有 22 条浮法生产线，截至 2017 年底，占全国市场份额的 10.07%。同时公司在芜湖、江门和虎门分别建有自用码头，方便原材料和成品的运输，降低成本。另外公司还在一带一路沿线地区的马来西亚马六甲设有浮法生产基地。同时，公司技术领先，是行业极少数能掌握 0.3mm 至 25mm 厚度的超薄、超厚和超长等高端浮法玻璃生产技术的厂家之一；并可生产多种特殊颜色玻璃可满足汽车玻璃、建筑节能玻璃国内外客户的各类需求。特殊颜色及特别尺寸玻璃占公司浮法玻璃收入的比例大于 35%，提高综合毛利率水平。包括日本旭硝子、圣戈班、皮尔金顿、福耀玻璃等中国乃至世界顶级的玻璃厂商都是公司浮法的客户，足见公司浮法玻璃的品质。公司单线产能大，并且是全国最早全面使用天然气作为燃料的企业之一在环保高压下优势凸显。

汽车玻璃：替换市场龙头，产品齐全、品质保障，产能扩张进行中：公司是汽车玻璃替换市场中最大的中国汽车玻璃出口商，按销量计算，信义玻璃的汽车玻璃占全球汽车玻璃替换市场约 25%，出口至超过 140 个国家，为中国最大的夹层汽车挡风玻璃出口商。公司为客户提供众多品种，同时不断推出新品，例如 ADAS 先进驾驶辅助系统、HUD 抬头显示器、隔音设备、遮阳棚顶等。OEM 市场方面，吉利、奇瑞、一汽、江淮汽车等均是公司长期客户。大中华地区汽车保险公司联盟保单认可信义玻璃品牌的汽车玻璃。公司有 60000 多个汽车玻璃模具，客户可一站式采购；同时，公司销售产品时全部包装好并送到码头，综合降低客户采购的难度和成本。公司汽车玻璃的高品质、齐全的品种和优质的服务，赢得了全球客户的青睐。公司 2017 年拥有汽车玻璃产能 1640 万件/年。预计 2018 年增加到 1700 万件/年。同时公司在广西北海拟新建年产量 400 万片的汽车前档夹层玻璃，未来增长强劲。

建筑玻璃：为中国两大建筑玻璃生产商之一。公司 Low-E 玻璃占全国 Low-E 玻璃市场 16% 的份额，是中国最大的高档 Low-E 节能玻璃生产商之一，以其高品质产品，成就了国内外众多地标性建筑。公司采用世界最先进的德国 Low-E 玻璃生产线，产品有力提高了各类玻璃的节能效果，策略性地集中发展节能及高增值的单中空及双中空 Low-E 玻璃产品，包括高性能及为客户订制的离线 Low-E 玻璃。公司 low-E 玻璃产品下游应用公装占比 60%，住宅占比 40% 左右。在全国乃至世界都能看到信义节能玻璃在各大标志性建筑上的应用，例如深圳汉国城市商业中心、深圳财富中心、深圳大运会主场馆、广州维多利亚广场、日本东京塔、世博会中国馆等。

西部布局，新产能不断释放，市场占有率持续提升：公司经过多年在中国沿海地区的发展经验，公司拟向生产及能源成本更低、能够提供更优惠税收待遇及其他奖励的地方扩张。2017 年底，公司计划在北海投资 20 亿元以上，建设年产量 400 万片汽车前挡夹层玻璃及四条日熔化量共约 3000 吨的特种玻璃基片生产线。目前公司的北海项目一切都在按计划推进中。

中国制造崛起，顺势而为加速全球化征程：人力成本优势降低，海外低廉的能源价格促使中国企业出海，中国人口红利带来的低人力成本优势逐渐丧失，海外的能源价格、税收政策等较中国更为优惠，另外，土地成

本、税收政策等方面较中国也有不同程度的优惠，综合成本考虑，中国企业海外建厂势头迅猛。**从产品输出到技术输出，中国优秀制造类企业进入新阶段**，正所谓平凡的公司各有各的平凡，而优秀的公司总有相似之处。中国制造的优秀企业都在走出去，海螺、福耀、巨石、信义等各领域的龙头都开始将自己的丰富经验输出到国外，成为全球化的龙头企业。国内巨头通过多年技术积累，在生产效率、自动化水平、能耗、工艺优化等众多方面都较国际企业相比有优势，产品输出到技术输出成了必然。**公司大规模扩产计划，全球化征程加速**，信义在 2013 至 2018 年（预测值），产能由 352.2 万吨/年提升 53.32%至 540 万吨/年，而这一时期却是全球同业包括旭硝子、圣戈班、皮尔金顿、加迪安等全球领先的玻璃企业产能退坡的时候。信义在全球同业停滞不前的时期内，以中国为基地，逐步蚕食全球市场，实现了高速增长。公司在马来西亚一期生产线已于 2017 年 2 季度投产，二期、三期也将在 2018 和 2019 年陆续投产，将更好地服务于东盟、印度、韩国及台湾客户。公司与加拿大安大略省政府正式签订投资框架协议，计划于当地建设两条大型优质浮法玻璃生产线。建成后将有效覆盖北美市场，叠合北美经济回暖，预计将实现良好收益。目前，日本板硝子、旭硝子和法国圣戈班产能均与信义玻璃相仿，年产能均在 1-1.2 亿重箱之间。而到 2020 年，公司计划在现有 525 万吨的基础上再提升 50%，届时公司将凭借的更大的单线规模、更低的单线成本、更优质的工艺和更大的总产能成为名副其实的全球霸主。

投资评级和建议：综合考虑浮法玻璃盈利弹性继续向上以及产能的扩张，我们预计公司 2018-2019 年主营业务收入分别为 172.66 亿元和 202.36 亿元港币，同比增长 17.23%和 17.20%；净利润分别为 49.25 亿元和 59.98 亿元港币，同比增长 22.71%和 21.77%。EPS 分别为 1.24 元港币/股和 1.51 元港币/股，对应 PE 分别为 9.06 倍和 7.44 倍。

公司产能拓张步伐加快，同时不同的产品结构丰富，平滑单一浮法玻璃的周期变动，对应不同的细分产业周期，全球化的市场布局对应不同国家的经济周期，使得公司业绩的周期性减弱而成长属性增强。公司为周期品种中经营质量优异的难得的成长股，与可比公司对比，公司估值较低，按照 2018 年盈利预测给予 13.5 倍估值，目标价 16.7 港元。首次覆盖，给予“买入”评级。

预测和比率

	2017	2018E	2019E
营业收入（百万）	14,727.54	17,265.67	20,235.78
营业收入增长率	0.1463	17.23%	17.20%
净利润（百万）	4,013.7640	4,995.14	5,997.63
净利润增长率	24.91%	24.45%	20.07%
净利率	27.25%	28.93%	29.64%
EPS（元）	1.01	1.24	1.51
P/E	11.28	9.06	7.44

目 录

一、公司概况：玻璃龙头，全球化征程开启	4
二、行业：供给收缩为中期趋势，需求稳定，行业竞争格局向好.....	5
（一）2017 年盈利继续提高，供给收缩为主线.....	5
1、排污许可证的严格执行使得华北乃至全国供给收缩.....	5
2、邢台地区环保治理压力大，实行常态限产 15%	5
3、期待等量替换政策的严格执行	6
4、煤改气成未来趋势，环保趋严使得全国竞争格局重构.....	6
5、打击非标产品，提高产品质量，降低供给.....	7
6、需求增速虽然有所降低，但仍保持较大幅度增长.....	7
7、2017 年纯碱价格大幅波动创新高，预计 18 年相对稳定，改善企业盈利.....	8
（二）2018 年行业景气有望进一步提升.....	8
1、价格处于近五年高点，与前三个周期的高点仍有差距，价格变动周期拉长.....	8
2、第二届 GT12 峰会召开，2018 年行业景气有望进一步提升	9
三、国内龙头，产业链完整的	9
（一）公司产能布局合理，产业链完整，规模优势明显.....	9
（二）浮法玻璃：最大规模、高品质、高附加值、满足高端客户的各类需求.....	10
1、规模：中国乃至亚洲最大的浮法玻璃生产商，产能布局合理.....	10
2、技术领先：超白、超薄、超厚、超大尺寸以及特别颜色的高附加值产品占比高.....	11
3、产品：定位高端种类齐全，世界顶级的玻璃深加工厂商都是公司浮法客户.....	12
4、成本：单线规模大，燃料全部使用天然气，在环保高压下优势凸显.....	12
（三）汽车玻璃：替换市场龙头，	13
1、在全球汽车玻璃替换市场占有率约 25%	13
2、产品齐全、品质保障，深受客户青睐.....	13
3、巨大的汽车保有市场及新增市场，保证替换需求稳定增长.....	13
4、单车玻璃用量提升，下游需求不断提升.....	14
（四）建筑节能玻璃：领先的 Low-E 建筑玻璃生产商	14
1、中国两大建筑节能玻璃生产商之一，应用于全球多处标志性建筑.....	14
2、建筑节能标准提升，利好下游需求.....	14
（五）西部布局，新产能不断释放，市场占有率持续提升.....	15
四、中国制造全球崛起，顺势而为成就玻璃全球龙头.....	15
（一）人力成本优势降低，海外更优惠的能源价格和税收政策促使中国企业出海.....	15
（二）从产品输出到技术输出，中国优秀制造类企业进入新阶段.....	15
（三）全球化进程加速，超越全球范围内竞争对手，定义全球竞争新格局.....	16
1、逆全球行业周期崛起的龙头	16
2、公司积累经验丰富，技术输出正当时.....	16
3、马来西亚一期顺利投产，二期三期建设中，辐射东盟、印度、韩国、台湾等客户.....	16
4、加拿大生产基地签署投资框架协议，将有效覆盖北美市场.....	17
5、海外拓展计划 50%，成就全球霸主	17
五、财务表现：高附加值产品占比高，盈利能力强.....	17

(一) 公司财务表现: 收入利润复合增长率高.....	17
(二) 行业对比: 公司高附加值产品占比高, 盈利能力强.....	19
(三) 大股东增持频繁, 坚定看好公司发展.....	20
六、投资评级和建议: 周期中的成长股	21
七、风险提示	22

图 1: 信义玻璃股权结构 (截至 2017-12-31)	4
图 2: 信义玻璃生产线布局	4
图 3: 信义玻璃各基地产能占比	4
图 4: 全国平板玻璃产量及其增速 单位: 万重箱.....	7
图 5: 地产需求变动	7
图 6: 全国汽车产量及其增速 单位: 万量.....	7
图 7: 重质纯碱历史价格走势 单位: 元/吨.....	8
图 8: 重质纯碱历史年度均价 单位: 元/吨.....	8
图 9: 全国重点企业 5mm 浮法玻璃平均价格历史走势 单位: 元/重箱.....	9
图 10: 信义玻璃各生产基地发展历程梳理	10
图 11: 公司浮法产能历史变动 单位: 万重箱/年.....	11
图 12: 信义玻璃浮法平均价格明显高于全国平均价格.....	12
图 13: 公司生产线所在区域重点城市 5mm 浮法白玻价格走势 单位: 元/重箱.....	12
图 14: 公司汽车玻璃产能历史变动 单位: 万件/年.....	13
图 15: 公司汽车销量及其增速 单位: 万辆	13
图 16: 汽车单车玻璃用量不断攀升 单位: 平米.....	14
图 17: 公司建筑 Low-E 玻璃产能历史变动 单位: 万平米/年	15
图 18: 信义玻璃事业部、办事处遍布全球	17
图 19: 信义玻璃营业收入及其增速 单位: 亿元.....	18
图 20: 信义玻璃净利润及其增速 单位: 亿元.....	18
图 21: 信义玻璃各业务收入情况 单位: 亿元.....	18
图 22: 信义玻璃各业务毛利率	18
图 23: 信义玻璃多年来基本保持 50%左右的股利支付率.....	18
图 24: 玻璃上市公司毛利率对比	19
图 25: 玻璃上市公司期间费用率对比	19
图 26: 玻璃上市公司净利率对比	19
图 27: 玻璃上市公司 ROE 对比.....	19
图 28: 玻璃上市公司海内外收入构成对比	19
图 29: 玻璃上市公司收入结构对比	19
图 30: 玻璃上市公司国内总产能对比	20
图 31: 玻璃上市公司国内平均单线产能对比	20
图 32: 信义玻璃和福耀玻璃汽车玻璃毛利率对比.....	20
图 32: 信义玻璃和旗滨集团浮法玻璃毛利率对比.....	20

表 1: 对玻璃产能有调控作用的相关政策	5
表 2: 全国使用天然气燃料的生产线情况统计.....	6
表 3: 公司各生产基地情况汇总	10
表 4: 信义玻璃浮法玻璃生产线统计	11
表 5: 平板玻璃工业大气污染物排放指标变化.....	12
表 6: 浮法玻璃不同生产线规模的平均能耗.....	17
表 7: 预测和比率	21
表 8: 可比公司估值对比	22

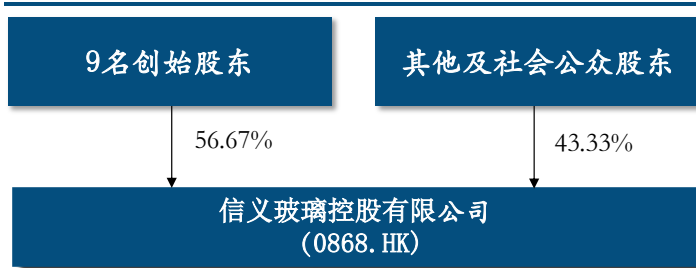
一、公司概况：玻璃龙头，全球化征程开启

公司成立于 1988 年，是全球领先的综合玻璃制造商，拥有高度垂直整合的玻璃制造系统，七个大型工业园覆盖多个中国经济重点区域，首个海外工业园位于马来西亚马六甲。公司产品涵盖优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃及超薄电子玻璃产品等领域，是中国及亚洲最大的浮法玻璃生产商，替换市场中最大的中国汽车玻璃出口商，占全球汽车玻璃替换市场约 25% 的市场份额，是中国两大建筑玻璃生产商之一。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司 9 名创始股东持有集团 56.67% 的股权，股权结构稳定。主席李贤义先生、副主席董清波先生及行政总裁董清世先生于 2017 年 8 月至 11 月共增持公司股票 2628 万股，主席李贤义先生及其他主要股东在 2017 年中报后共增持 3164.4 万股，充分体现管理层对公司未来发展的信心。

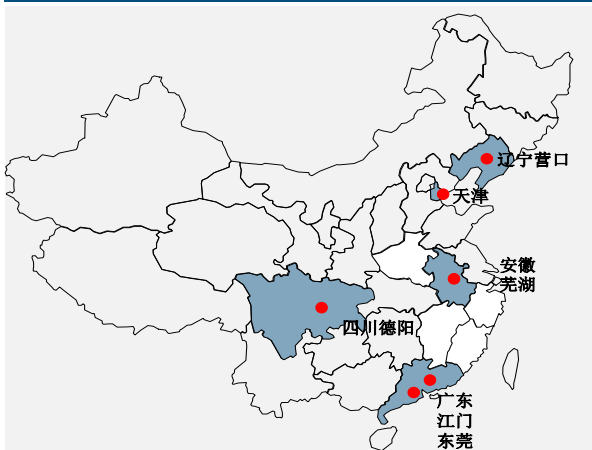
公司为玻璃行业龙头，2017 营收 147.28 亿港元，同比增长 14.63%；归母净利润 40.14 亿港元，同比增长 24.91%。2017 毛利率、净利率分别为 36.97% 和 27.3%。自 2005 年上市以来至 2017 年的 13 年，公司营业收入复合增长率为 21.8%，归母净利润复合增长率为 25.6%。

图 1：信义玻璃股权结构（截至 2017-12-31）



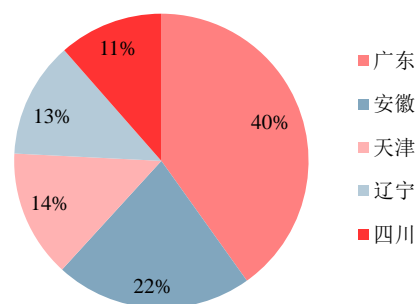
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 2：信义玻璃生产线布局



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

图 3：信义玻璃各基地产能占比



二、行业：供给收缩为中期趋势，需求稳定，行业竞争格局向好

（一）2017 年盈利继续提高，供给收缩为主线

2017 年，平板玻璃产量 7.9 亿重量箱，同比增长 2.1%；产品价格稳中有升，平均价格同比上涨 14.6%；行业营收 759 亿元，同比增长 20%，利润 93 亿元，同比增长 81%。为近十年来的最好水平。2017 年盈利能力的大幅改善，主要是供给端收缩带来的供需改善，2017 年通过环保督查，有 21 条落后产能的生产线停产；没有取得排污许可证的生产线又停掉了 10 多条；“2+26”城市冬季取暖季节部分生产线提前安排冷修，有的实行了限产 15%的措施；政府担心新投产新线加重产能过剩和环保不达标的责任，不允许点火。

1、排污许可证的严格执行使得华北乃至全国供给收缩

2017 年 10 月 31 日邢台市环保局发出《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企业实施停产的函》，要求 9 条未取得排污许可证的玻璃产线停产。从 11 月 5 日到 15 日，河北长城 700 吨五线、700 吨六线；安全 700 吨五线、700 吨六线；德金 800 吨三线、800 吨四线；吉恒源 600 吨一线；长红 600 吨一线、600 吨二线，共计 9 条生产线放水停产，日熔量共计 6200 吨，占全国在产产能的近 4%。河北供给突然收窄，造成当地及周边市场的原片价格上涨，库存收窄。停产的生产线不仅对华北市场本身产生较大冲击，价格上涨 70 元/吨，库存下降 110 万重箱；也使得以往沙河地区玻璃南下情况缓解，华东、华南、华中区域的玻璃价格顺势上涨，达到近五年最高水平。

2017 年 12 月上旬，河北沙河地区 13 条玻璃生产线被撤销已核发的排污许可证，并要求实施停产，其中浮法生产线为河北鑫利 600 吨一线、600 吨二线、800 吨三线，涉及产能 2000 吨（目前还在产），另外涉及 10 条压延生产线，涉及产能日熔量在 1000 吨左右。未取得和被撤销排污许可证的生产线共涉及产能 9200 吨，占全国在产产能的 6%左右。政府监管严格加之高昂的复产成本，停产产能复产概率低。

表 1：对玻璃产能有调控作用的相关政策

颁布日期	政策名称	发布单位
2013 年 10 月	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	国务院
2015 年 4 月	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	工信部
2016 年 5 月	《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》	国务院办公厅
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》	国务院办公厅
2016 年 12 月	《排污许可证管理暂行规定》	环保部
2017 年 5 月	《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告（征求意见稿）》	环保部
2017 年 8 月	《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》	环保部
2017 年 10 月	《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企业实施停产的函》	邢台市环保局
2018 年 1 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	工信部

资料来源：政府网站，中信建投证券研发部

2、邢台地区环保治理压力大，实行常态限产 15%

邢台市工信局就 2017-2018 年采暖季的错峰生产做出安排，其中水泥（含粉磨站）、新型墙材（不含以天然气为燃料）、陶瓷（不含以天然气为燃料）、岩棉（不含电炉）、石膏板等行业，全部实施停产。玻璃生产线采暖季限产 15%以上，同时鼓励玻璃企业在采暖季进行冷修。沙河地区生产线首次限产。

河北省环保厅公布了 2018 年第一季度全省空气质量状况排名情况。一季度，全省 11 个设区市按空气质量综合指数由小到大的顺序邢台排名最后一位。全省 168 个县（市、区）空气质量综合指数排名倒数 20 名的，邢台占了 6 个。2018 年 4 月 27 日，邢台市政府召开新闻发布会，要求玻璃企业未取得排污许可证的一律不得生产，在产企业从采暖季限产 15% 变为常态化全年限产 15% 以上，预计压减玻璃产能 250 万重量箱。

3、期待等量替换政策的严格执行

2018 年 1 月 8 日，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的通知，平板玻璃项目延续原办法的置换比例，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。

虽然置换比例延续了原办法，但对用于置换的产能限定更加严格，用于置换的产能应当为 2018 年 1 月 1 日以后在省级工信部门公告关停退出的产能。已超过国家明令淘汰期限的落后产能，已享受奖补资金和政策支持的退出产能，项目建设手续不合规的产能，均不得用于产能置换。之前部分行业人士对沙河关停的 9 条生产线复产仍有预期，从该最新的规定来看，预计此部分产能将永久性关闭。

整体来看，2018 年华北地区计划复生产线有 3 条，产能 1450 吨/日，而炉窑到期产能可达 8050 吨/日，加之鑫利被撤销排污许可证但仍在产的 2000 吨/日，2018 年华北地区浮法玻璃产能缩减最大可达 8600 吨/日，在产产能 25000 吨/日。全国区域来看，若 2018 年计划复产及新点火的企业按期投产，并全部严格按照置换要求来全国产能将缩减 5650 吨/日左右。

4、煤改气成未来趋势，环保趋严使得全国竞争格局重构

随着环保标准的不断加强，浮法玻璃行业燃料逐步从以煤炭、煤焦油、石油焦、重油为主，转变为以天然气为主。从 2011 年开始，广东地区就开始了天然气逐步取代煤焦油的过程。从全国范围来看，到 2015 年，全国使用天然气为燃料的生产线 90 条，年产能 3.98 亿重箱，占总产能比例 40.71%。到 2016 年，天然气燃料生产线增加 4 条，但比例几乎没有改变。直到 2017 年，环保治理加码，山东、安徽等区域生产线燃料由煤气改用天然气，天然气为燃料的产能占比大幅提升至 48%。大气污染治理的大背景下，未来南方局部区域以石油焦为燃料的生产线或也将受到影响，未来各区域的均衡发展模式或将开启。

河北地区的玻璃原片价格过去长期保持全国较低水平，一方面是巨大的产能和相对不足的需求，导致区域严重供大于求；一方面是燃料成本低廉。区域 70% 的玻璃原片需要外流到其他区域进行消化，过去依靠低廉的能源成本，异地销售仍有相当的价格优势。煤改气后，吨成本上升约 300 元左右，成本一方面将推动华北地区玻璃价格上涨；另一方面，玻璃外销压力增大，加大当地库存，反向压制价格，最终淘汰盈利能力差的产线。使得区域竞争格局重构。

从全国范围看，各地区价格差距缩小，区域间货源流动减少，华北区域外流的产能下降，对全国的价格冲击减少，各区域产能将逐步趋于平衡化，依靠低成本大量外输货源盈利的模式一去不复返。供给的收缩和物流成本的降低，有利于行业盈利能力改善。对于玻璃深加工行业来说，煤改气带来成本上升，大型加工厂优势愈加突出，原片企业涉足加工链条更有优势，未来或将形成以大型加工厂、原片企业配套加工厂为主的加工结构。

表 2：全国使用天然气燃料的生产线情况统计

年份	天然气燃料生产线 条数	天然气燃料产能 (吨/日)	天然气燃料产能 (万重箱/年)	天然气燃料生产线 平均产能	产能占比

请参阅最后一页的重要声明

2015 年	90	60,630	39834	674	40.71%
2016 年	94	64,220	42193	683	40.70%
2017 年	108	74,170	48730	687	48.05%

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研发部

5、打击非标产品，提高产品质量，降低供给

行业内普遍存在的非标产品普遍采用下公差，刻意减少产品的厚度，从而降低原料和燃料的使用，降低成本。玻璃产品的安全性难以保证；由于产品厚度不同，下游深加工的型材都要随之调整；加工钢化玻璃自爆、镀膜成品率低，应用在建筑上也出现过不少问题；非标产品是制约整体质量水平提升的毒瘤。据协会初步调研，目前全国非标产品主要集中在 4mm，5mm，6mm 几个规格，比例在 20% 以上，相当于 10 条 600t/d 浮法线的产量，折合占总产能的 5%。打击非标产品，也相对于降低了供给。

6、需求增速虽然有所降低，但仍保持较大幅度增长

2017 年，在玻璃关联产业中，房地产业虽然增速有所降低，但仍保持了较大幅度的增长。这为消化成本、提升效益提供了非常好的基础条件。全国房地产开发投资 10.97 万亿元，比上年名义增长 7.0%，房地产开发企业到位资金 15.6 万亿元，比上年增长 8.2%，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，比上年增长 15.8%，商品房销售面积 16.9 亿平方米，比上年增长 7.7%，汽车制造业产销均增长 3% 以上，连续九年保持全球第一的规模；超白压延玻璃强劲增长超过 30%。

图 4：全国平板玻璃产量及其增速 单位：万重箱

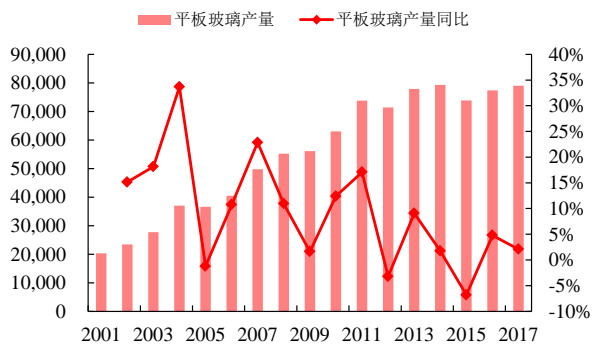
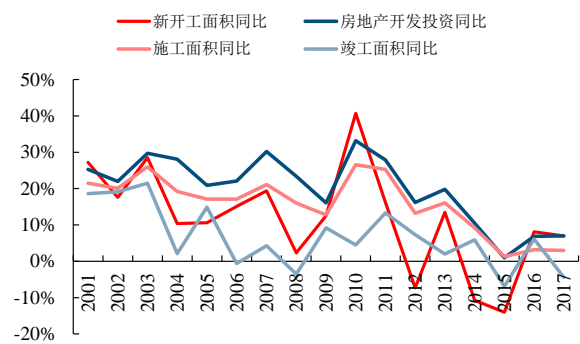
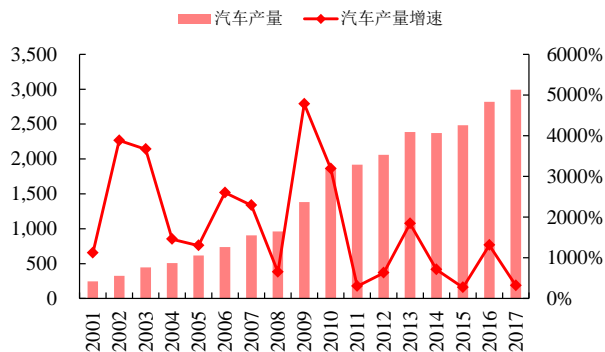


图 5：地产需求变动



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 6：全国汽车产量及其增速 单位：万辆



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

7、2017 年纯碱价格大幅波动创新高，预计 18 年相对稳定，改善企业盈利

2017 年国内纯碱市场价格大幅波动的同时创下 2006 年以来的新高，全年均价同比上涨 20% 左右。2016 年底纯碱价格开始暴涨，短短两个月上涨 35%，2017 年伊始，纯碱市场又上演暴跌行情，从 8 月份开始价格再度大涨，12 月份纯碱价格再度大跌，年内振幅近 60%。市场的炒作、纯碱与下游客户之间的博弈导致了纯碱价格的大幅波动。

图 7：重质纯碱历史价格走势 单位：元/吨

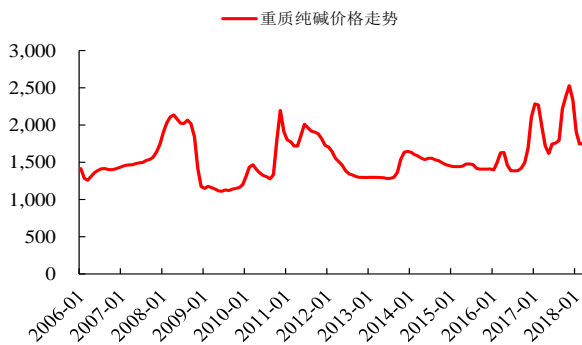
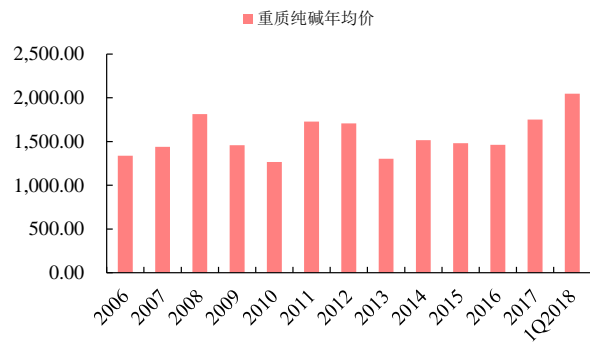


图 8：重质纯碱历史年度均价 单位：元/吨



资料来源：wind，中信建投证券研发部

(二) 2018 年行业景气有望进一步提升

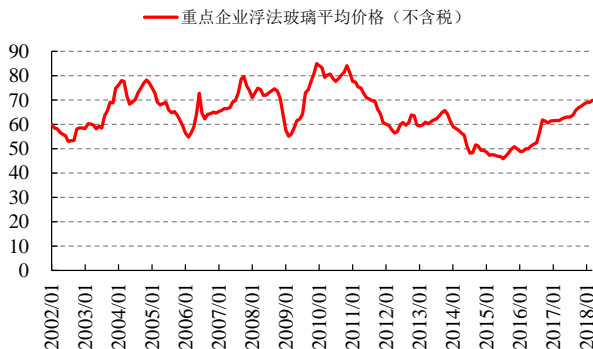
1、价格处于近五年高点，与前三个周期的高点仍有差距，价格变动周期拉长

2017 年，全国平板玻璃产量 7.9 亿重箱，同比增长 2.1%。玻璃下游需求 75% 以上为地产及其相关领域，15% 为汽车。从历史上看，2015 年地产中的新开工和竣工面积增速均为负值，施工面积和投资增速也出现明显下滑，汽车产量增速也处于历史低位，相应的 2015 年玻璃产量也出现明显的负增长。历史另外两次玻璃产量增速的明显下滑出现在 08-09 年以及 12 年，同样也对应了地产和汽车需求的下滑。

价格方面，2002 到 2012 年十年间玻璃价格涨跌周期较短，价格低点和产量增速的低点基本重合。而 2012 年以后玻璃价格的涨跌周期被明显拉长，2012、2013 年由于产能的扩张，玻璃价格在当时的相对低位盘整；2014、2015 年价格由于下游需求尤其是地产需求的萎缩的进一步下滑，创出历史新低；2016、2017 年一方面受益于地产需求的回暖，一方面受益于供给侧改革，环保压力等供给减少，同时受到纯碱等原材料价格上升的推动，使得玻璃价格逐渐提升，目前处于近五年来的新高，但与 02-12 年三个周期高点仍有差距。

2002-2012 年玻璃价格完成一个涨跌周期的变动历时较短，只需要 3 年左右，那个阶段一方面下游需求弹性较大，另一方面，市场扩产冲动较强，市场一旦好转，迅速有产能投放，使得价格回调。而一旦大家扩产冲动被价格抑制，需求弹性一旦起来，又会迅速拉动价格上涨。而 2012 年后，过剩产能问题较为严重，需求又长期低于前期增速，导致行业出清时间较长，直到 16-17 年，地产好转叠加供给侧改革，使得价格持续上涨。

综上所述，我们预计未来玻璃行业供给侧相对收缩将成为长期趋势：第一，经历行业四年的长期低迷，众多企业扩产冲动被抑制，行业更加理性；第二，环保监管趋严，排污不达标的生产线将逐渐退出历史舞台；第三，等量替换政策的严格执行；第四，行业自律的进一步完善。在供给弹性减弱的背景下，玻璃价格变动周期拉长是必然趋势，预计本轮玻璃价格上涨周期仍有一定上行空间。

图 9：全国重点企业 5mm 浮法玻璃平均价格历史走势 单位：元/重箱


资料来源：卓创资讯、wind，中信建投证券研发部

2、第二届 GT12 峰会召开，2018 年行业景气有望进一步提升

2018 中国平板玻璃大企业领导人圆桌会议（GT12 峰会）4 月 19 日在上海召开，会议上与会企业达成共识，（一）控制新增产能，要协助政府严格执行国家政策规定，2020 年前严禁新建和严禁扩大技术雷同的浮法玻璃项目建设，逐步淘汰日熔量低于 500 吨的普通浮法玻璃生产线；（二）调控现有产能，鼓励按时冷修，延期点火复产。鼓励冬季取暖季节及部分重点敏感地区的企业在淡季延长执行限产 15%的时间。会议原则要求按照企业合法产能的 20%比例压减在产产能。会议提出，在明确淘汰对象、区域自律、提升环保标准、严查批小建大等措施的基础上，保证行业的经营效益的稳健增长，实现 2018 年行业利润比 2017 年实际增长 30%的目标。

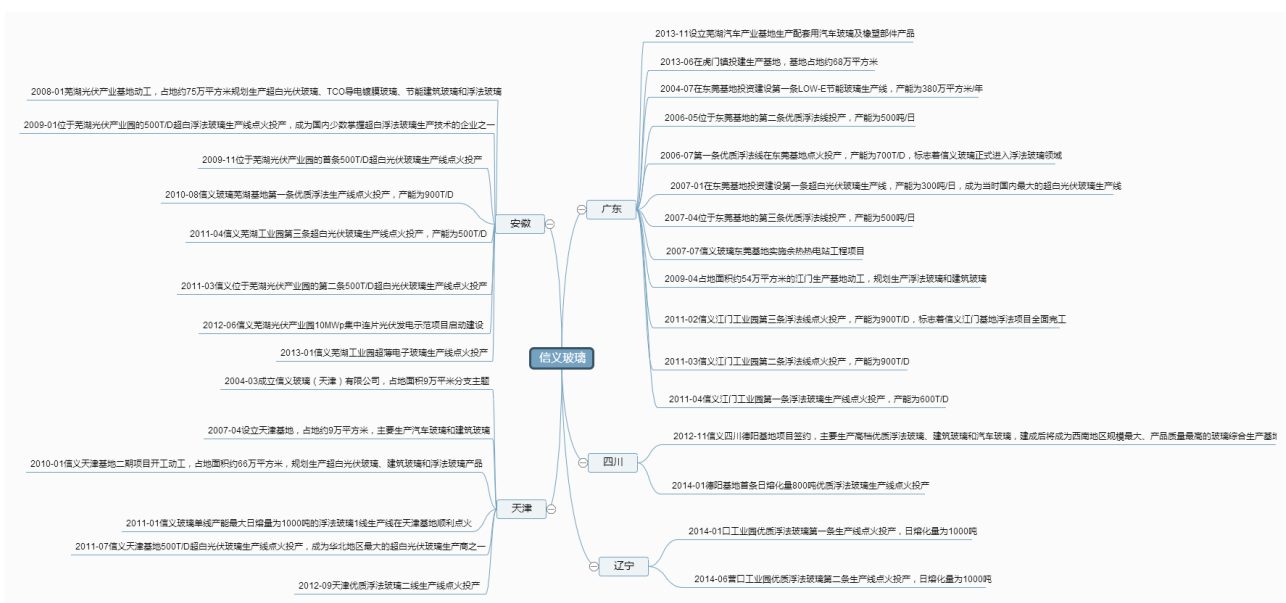
三、国内龙头，产业链完整的

（一）公司产能布局合理，产业链完整，规模优势明显

公司拥有从上游硅砂、优质浮法原片生产到玻璃深加工包括汽车玻璃、建筑玻璃、光伏玻璃（已分拆上市，信义玻璃持有 29.53%股权）等的完整产业链。完整产业链在提升整体盈利能力的同时，能够更好的应对各种市场环境。

公司规模优势明显，该规模优势主要体现在几个方面，一是降低采购成本，公司由于采购量大，各个生产基地与供应商统一谈判，再由供应商就近配送，由此可以获得更优惠的价格；二是生产线多，可以更好的实现产品的差异化、多元化，不用频繁切换产品品种，也可以更好的保证产品品质和降低生产成本；三是可以提供更全的品类，使得客户可以一站式采购，并保证供货能力，获得更大的客户信任；四是规模经济效应大量节约生产及固定成本，并提升了能耗效率。公司将进一步提高其设施自动化水平，以进一步提升营运效率从而维持公司作为全球领先玻璃制造商的竞争力。

图 10：信义玻璃各生产基地发展历程梳理



资料来源：公司官网，中信建投证券研发部

表 3：公司各生产基地情况汇总

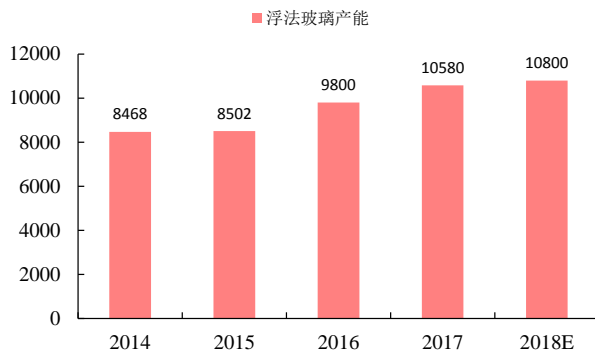
	总面积 (平方米)	优质浮法玻璃	汽车玻璃	建筑玻璃
广东省深圳市	165,184		✓	
广东省东莞市	653,783	✓	✓	✓
广东省江门市	538,879	✓		✓
四川省德阳市	598,966	✓	✓	✓
安徽省芜湖市	1,035,088	✓	✓	✓
天津市	925,689	✓	✓	✓
辽宁省营口市	578,669	✓		✓
广西省北海市（规划中）	--	✓	✓	
马来西亚马六甲	609,886	✓		

资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

（二）浮法玻璃：最大规模、高品质、高附加值、满足高端客户的各类需求

1、规模：中国乃至亚洲最大的浮法玻璃生产商，产能布局合理

规模方面，公司是中国乃至亚洲最大的浮法玻璃生产商，产能覆盖中国经济最为活跃的几个区域，包括珠三角、长三角、京津冀、成渝经济带等，在深圳、东莞、江门、芜湖、天津、营口、德阳等七地建有大型生产基地，共拥有 22 条浮法生产线，截至 2017 年底，占全国市场份额的 10.07%。同时公司在芜湖、江门和虎门分别建有自用码头，方便原材料和成品的运输，降低成本。另外公司还在一带一路沿线地区的马来西亚马六甲设有浮法生产基地。

图 11：公司浮法产能历史变动 单位：万重箱/年


资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

表 4：信义玻璃浮法玻璃生产线统计

	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨)	
1	天津	天津信义玻璃有限公司	天津一线	1000	2200
2			天津二线	600	
3			天津三线	600	
4	安徽	信义节能玻璃（芜湖）有限公司	芜湖一线	500	3400
5			芜湖二线	700	
6			芜湖三线	900	
7			芜湖四线	600	
8			电子一线	250	
9			电子二线	450	
10			广东	信义环保特种玻璃（江门）有限公司	
11	江门信义二线	900			
12	江门信义三线	900			
13	江门信义四线	1200			
14		信义超薄玻璃（东莞）有限公司	东莞信义一线	600	2700
15			东莞信义二线	700	
16			东莞信义三线	500	
17			东莞信义四线	900	
18	四川	信义节能玻璃四川有限公司	德阳一线	800	1800
19			德阳二线	1000	
20	辽宁	信义玻璃(营口)有限公司	营口一线	1000	2000
21			营口二线	1000	

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研发部

2、技术领先：超白、超薄、超厚、超大尺寸以及特别颜色的高附加值产品占比高

技术方面，信义玻璃不仅从产能上具有绝对优势，也长期致力于高端浮法玻璃的生产技术研发，是行业极少数能掌握 0.3mm 至 25mm 厚度的超薄、超厚和超长等高端浮法玻璃生产技术的厂家之一；在特殊颜色玻璃上，公司生产超白玻、绿玻、灰玻、茶玻、蓝玻、黑玻和白玻等产品，可满足汽车玻璃、建筑节能玻璃国内外客户

的各类需求。优质特种浮法玻璃，如超白、超薄、超厚、超大尺寸以及特别颜色的浮法玻璃产品占浮法玻璃收入的比例大于 35%，加强产品组合，有效提高了公司产品的平均售价，从而提高综合毛利率水平。信义玻璃浮法产品均价明显高于全国平均价格。

图 12：信义玻璃浮法平均价格明显高于全国平均价格

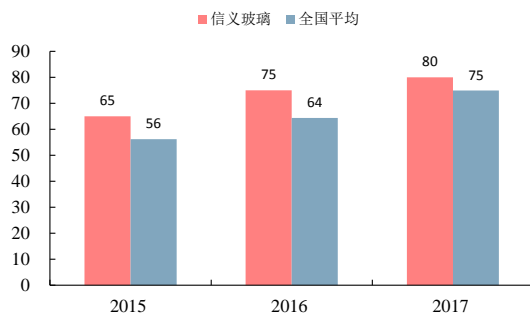
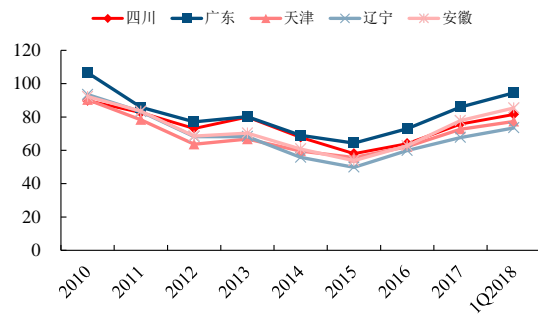


图 13：公司生产线所在区域重点城市 5mm 浮法白玻价格走势 单位：元/重箱



资料来源：公司公告，卓创资讯，wind，中信建投证券研发部

3、产品：定位高端种类齐全，世界顶级的玻璃深加工厂商都是公司浮法客户

公司从源头保证产品品质，在全国精选几十个优质矿区，经多道检测工序，对硅砂的成分、水分、粒度要求极高。燃料选择方面，公司是全国最早全面使用天然气作为燃料的企业之一，天然气是所有燃料中生产玻璃品质最高的燃料。包括日本旭硝子、圣戈班、皮尔金顿、福耀玻璃等中国乃至世界顶级的玻璃厂商都是公司浮法的客户，足见公司浮法玻璃的品质。

4、成本：单线规模大，燃料全部使用天然气，在环保高压下优势凸显

环保部“2+26”城市平板玻璃排放限值，最后确定的排放标准为：颗粒物 20mg/Nm³、二氧化硫 100mg/Nm³、氮氧化物 400mg/Nm³，自 2018 年 6 月 1 日起实施，该新规定较当前排放指标相比大幅下降。

企业为达到环保部要求的排放限值，开始加大脱硫脱硝设备的投入和所使用燃料的改造，一条日熔量在 500 吨左右的生产线的脱硫脱硝设备需要 2500 万以上，运行成本高昂。而目前华北市场燃料主要以石油焦和煤炭为主，即使投入脱硫脱硝的设备，也很难达到要求。如果后期环保部严格按照此标准检查，对于使用煤炭和石油焦的企业来说，将面临或者增加脱硫脱硝设备或者进行燃料系统改造的选择，而不论走哪条路，都面临着成本的大幅提升。公司所有生产线均采用天然气为燃料，在当前环保高压的态势下，公司优势明显。

另外公司单线产能较大，成本有比较优势。公司还通过实施一系列增加对原材料使用水平控制、主要原材料回收再利用及重建制造流程的措施以提升生产效率，并使用太阳能及循环低温余热发电等降低能源消耗降低成本。

表 5：平板玻璃工业大气污染物排放指标变化

	当前	2018 年 6 月 1 日新标准
氮氧化物	700mg/m ³	400
二氧化硫	400mg/m ³	100
颗粒物	50mg/m ³	20

资料来源：环保部，中信建投证券研发部

（三）汽车玻璃：替换市场龙头，

1、在全球汽车玻璃替换市场占有率约 25%

公司是汽车玻璃替换市场中最大的中国汽车玻璃出口商，按销量计算，信义玻璃的汽车玻璃占全球汽车玻璃替换市场约 25%，出口至超过 140 个国家，为中国最大的夹层汽车挡风玻璃出口商。公司 2017 年拥有汽车玻璃产能 1640 万件/年。预计 2018 年增加到 1700 万件/年。同时公司在广西北海拟新建年产量 400 万片的汽车前档夹层玻璃，未来增长强劲。

2、产品齐全、品质保障，深受客户青睐

公司为客户提供 SOLAR-X 热反射汽车玻璃，前挡风夹层玻璃、钢化玻璃，发热丝天线钢化玻璃等多个品种。同时，公司还不断研发新产品以适用于更多车型以及更多新车的推出，例如 ADAS 先进驾驶辅助系统、HUD 抬头显示器、隔音设备、遮阳棚顶等，以更好的挖掘和服务客户。OEM 市场方面，吉利、奇瑞、一汽、江淮汽车等均是公司长期客户。大中华地区汽车保险公司联盟保单认可信义玻璃品牌的汽车玻璃。

公司有 60000 多个汽车玻璃模具，品种全覆盖，客户从公司一家就可以采购到所需要的绝大多数替换玻璃品种，不需再找多家供应商；同时，公司销售产品时全部包装好并送到码头，综合降低客户采购的难度和成本。公司汽车玻璃的高品质、齐全的品种和优质的服务，赢得了全球客户的青睐。

图 14：公司汽车玻璃产能历史变动 单位：万件/年

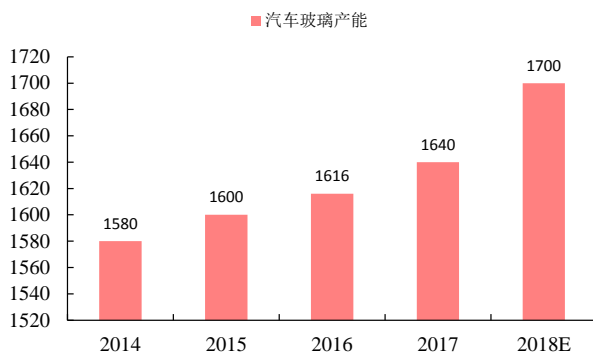
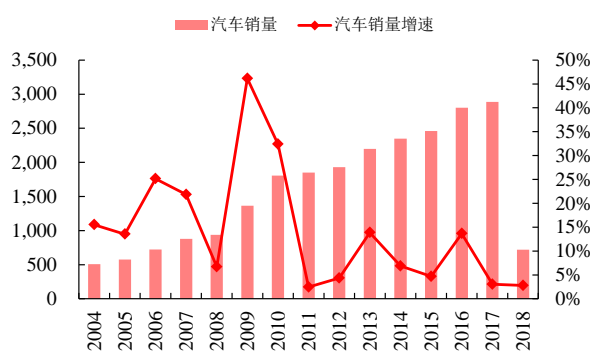


图 15：公司汽车销量及其增速 单位：万辆



资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

3、巨大的汽车保有市场及新增市场，保证替换需求稳定增长

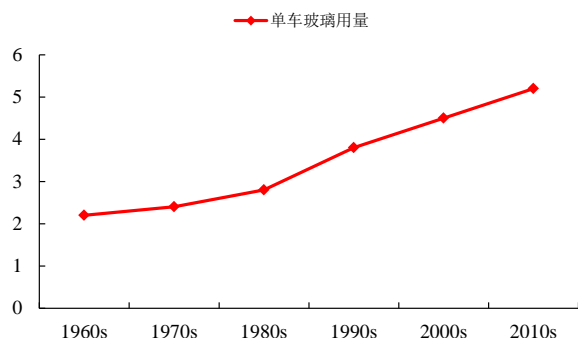
2017 年中国新车销售 2888 万辆，同比增长 3.04%，预计 2018 年汽车销售 2998 万辆，同比增长 3.8%。2017 年，中国汽车保有量为 2.17 亿辆，百人汽车拥有率为 15.5 辆，仍低于国际平均水平 19 量。更远低于美国人均 0.766 辆的水平。中国汽车销量和保有量增长仍有空间。全球范围来看，2017 年全球汽车总销售量在 9531 万辆，预计 2018 年销量 9626 万辆，2017 年全球汽车保有量为 14 亿辆左右，2011-2017 年保有量的复合增长率在 4% 左右。

全球汽车市场较为集中，从新增角度看，2017 年中国新增占全球总新增量的接近 30%，北美新增量占比 20%，欧洲 22%，日韩 13%。这几大区域占比 85%。海外的新增市场是中国市场的两倍以上，而存量市场则海外占比更高，因此信义玻璃的全球化布局很有必要。

4、单车玻璃用量提升，下游需求不断提升

单车玻璃用量受益于全景天窗渗透率的提升和前挡风玻璃倾斜度的提升等因素，呈现不断上升的趋势。盖世汽车研究院数据显示，06-16 年之间单车玻璃用量年复合增长率达 1.4%。当前单车玻璃用量平均为 5.2 平方米左右。保有量的提升和单车玻璃用量的提升都使得替换市场空间不断增长。

图 16：汽车单车玻璃用量不断攀升 单位：平米



资料来源：盖世汽车研究院

（四）建筑节能玻璃：领先的 Low-E 建筑玻璃生产商

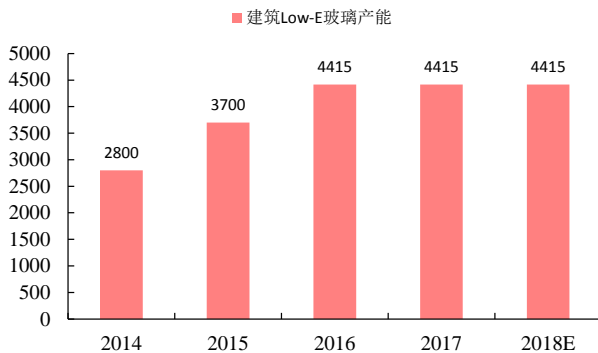
1、中国两大建筑节能玻璃生产商之一，应用于全球多处标志性建筑

在建筑节能工程玻璃方面，信义玻璃为中国两大建筑玻璃生产商之一。公司 Low-E 玻璃占全国 Low-E 玻璃市场 16% 的份额，是中国最大的高档 Low-E 节能玻璃生产商之一，以其高品质产品，成就了国内外众多地标性建筑。

公司采用世界最先进的 Low-E 玻璃生产线，产品有力提高了各类玻璃的节能效果，产品包括高透性 Low-E 玻璃、遮阳性 Low-E 玻璃、单银/双银/三银 Low-E 玻璃、可异地加工 Low-E 玻璃等，同时策略性地集中发展节能及高增值的单中空及双中空 Low-E 玻璃产品，包括高性能及为客户订制的离线 Low-E 玻璃。公司 low-E 玻璃产品下游应用公装占比 60%，住宅占比 40% 左右。在全国乃至世界都能看到信义节能玻璃在各大标志性建筑上的应用，例如深圳汉国城市商业中心、深圳财富中心、深圳大运会主场馆、广州维多利亚广场、日本东京塔、世博会中国馆等。

2、建筑节能标准提升，利好下游需求

建筑玻璃方面，随着建筑节能标准的不断提升，对优质建筑节能玻璃的要求提高，加之玻璃原片由于煤改气等带来的成本提升，小型深加工镀膜企业的生存空间被压缩，有利于龙头企业。中央政府持续推广使用节能及环保建筑物料，刺激市场对 Low-E 玻璃的需求：根据《能源发展策略行动计划（2014-2020）》，到 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑的比率将达到 50%。政府于 2017 年 3 月发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划的通知》，指出城镇新建建筑的能效水平将比 2015 年增加 20%，绿色建材应用比重将超过 40%。

图 17：公司建筑 Low-E 玻璃产能历史变动 单位：万平米/年


资料来源：公司资料，中信建投证券研发部

（五）西部布局，新产能不断释放，市场占有率持续提升

公司对浮法玻璃市场以及平均售价在可预见的未来继续改善持乐观态度。同时，对汽车玻璃在全球市场持续良好表现以及节能单双层绝缘低辐射玻璃的增长潜力持乐观预期。

公司经过多年在中国沿海地区的发展经验，公司拟向生产及能源成本更低、能够提供更优惠税收待遇及其他奖励的地方扩张。2017 年底，公司计划在北海投资 20 亿元以上，建设年产量 400 万片汽车前挡夹层玻璃及四条日熔化量共约 3000 吨的特种玻璃基片生产线。目前公司的北海项目一切都在按计划推进中。

四、中国制造全球崛起，顺势而为成就玻璃全球龙头

（一）人力成本优势降低，海外更优惠的能源价格和税收政策促使中国企业出海

中国人口红利带来的低人力成本优势逐渐丧失，同时随着生产线自动化水平不断提升，对人力的消耗也大幅降低，例如中国玻纤龙头过去十年在产能翻番的过程中，实现了员工数量的下降，平均单人产能是十年前的近三倍，而福耀玻璃的平均单人产能也实现了近 30% 的增长。信义玻璃也实现了营收的持续增长和人员的相对稳定。

于此同时，海外的能源价格、税收政策等较中国更为优惠，美国的天然气成本比中国低 50% 以上，而加拿大大部分地区天然气价格甚至是中国的 1/3-1/4，另外，土地成本、税收政策等方面较中国也有不同程度的优惠。例如公司在马来西亚的生产基地有相当优惠的税收返还政策。

（二）从产品输出到技术输出，中国优秀制造类企业进入新阶段

中国各制造领域的优质企业，经过改革开放 30 年来的砥砺前行，众多企业已经通过自身积累摸索出更高效和低成本的生产线建造技术。如中国玻纤龙头拥有自主知识产权的大型无碱池窑；研发首创了纯氧燃烧技术并进行了工业化应用，大幅降低了能源消耗；不断提升设备的自动化水平。其单线产能、单位产能能耗、以及单个人员产值都处于世界领先水平。

目前，中国巨石在埃及规划的三个项目已经全部投产，共实现产能 8+8+4 万吨；同时公司美国南卡州 8 万吨生产线预计 18 年底投产，将有效的覆盖北美市场，并无惧美国发起的贸易战的影响；印度 10 万吨产能预计 2019 年底建成投产。福耀玻璃产品从中国到欧洲再到北美，直到在美国俄亥俄州、伊利诺伊州和密歇根州设立的工厂形成汽车玻璃的完整产业链，并在俄罗斯设厂辐射整个欧洲。高温融制类企业均选择的全球化布局，中国制造企业已经从产品输出，进入到产能输出、技术输出的新阶段。

正所谓平凡的公司各有各的平凡，而优秀的公司总有相似之处。中国制造的优秀企业都在走出去，海螺、福耀、巨石、信义等各领域的龙头都开始将自己的丰富经验输出到国外，成为全球化的龙头企业。

而在同为建材的水泥生产线方面，中材国际自 2002 年起就开始大规模实施“国际化”战略，近十年签订境外合同总金额逾 2000 亿元人民币，在境外 72 个国家承接了 206 条水泥生产线，55 个粉磨站，水泥工程主业的全球市场占有率 45%，连续九年保持世界第一。尽管其通常采用 EPC 模式，但是也说明了我国在传统制造领域生产线制造技术的优势。

（三）全球化进程加速，超越全球范围内竞争对手，定义全球竞争新格局

1、逆全球行业周期崛起的龙头

信义在 2013 至 2018 年（预测值），产能由 352.2 万吨/年提升 53.32%至 540 万吨/年，而这一时期却是全球同业包括旭硝子、圣戈班、皮尔金顿、加迪安等全球领先的玻璃企业产能退坡的时候。信义在全球同业停滞不前的时期内，以中国为基地，逐步蚕食全球市场，实现了高速增长。

2、公司积累经验丰富，技术输出正当时

通过在中国广大市场和激烈竞争下积累的丰富技术、设备、工艺和管理经验，公司开始在全球范围寻找市场环境好、生产和能源成本低、税收优惠的海外投资和收购机会。

信义玻璃生产线 80%以上自主搭建，实现了更高效率和更低的建设成本，以四川德阳生产基地为例，日熔量 1000+800 吨的两条的浮法玻璃及深加工生产线建设项目总投资约 6.17 亿元，而南玻吴江两条日熔量 800 吨的浮法生产线投资 8.5 亿元，旗滨日熔量 600 吨的浮法生产线投资 3.2 亿元。公司将凭借多年积累的生产线建设运营经验，实现低成本高效的生产线海外布局，凭借更低的生产成本，更好的玻璃品质，填补全球经济回暖背景下新增玻璃需求的空白，并抢占其他巨头的市场空间。

3、马来西亚一期顺利投产，二期三期建设中，辐射东盟、印度、韩国、台湾等客户

公司于 2016 年在马来西亚投资建设大规模海外生产基地，开启了信义全球化战略新格局；公司位于马来西亚马六甲的一期项目的第一条优质浮法玻璃生产线已于 2017 年 2 季度开始投产。位于马六甲的第二期项目（两条浮法玻璃生产线）已经开工建设，并将于 2018 年下半年投产。位于马六甲的第三期项目计划于 2019 年下半年开始陆续投产。马来西亚生产线有非常优惠的税收返还政策，生产线将使公司更好地服务于东盟、印度、韩国及台湾客户，而更短的运输距离亦有利于亚洲以外的客户。

4、加拿大生产基地签署投资框架协议，将有效覆盖北美市场

2017年11月，公司与加拿大安大略省政府正式签订投资框架协议，成为继马来西亚后第二个海外基地，计划於当地建设两条大型优质浮法玻璃生产线，成为加拿大唯一的优质浮法玻璃工厂。加拿大天然气成本是中国的二分之一到三分之一，湖区有非常丰富的技术工人储备。建成后将有效覆盖北美市场，叠合北美经济回暖，预计将实现良好收益。

5、海外拓展计划 50%，成就全球霸主

目前，日本板硝子、旭硝子和法国圣戈班产能均与信义玻璃相仿，年产能均在 1-1.2 亿重箱之间。而到 2020 年，公司计划在现有 525 万吨的基础上再提升 50%，并全部布局在海外，届时公司浮法总产能将远超其他巨头，而公司的领先地位还不仅仅体现在产能上，而且还体现在公司的更大的单线规模、更低的单线成本、更优质的工艺，从而从质和量两个方面都成为名副其实的全球霸主。

表 6：浮法玻璃不同生产线规模的平均能耗

生产线规模	250	300	400	500	600	700	800	900
单位能耗 (kcal/kg)	1971.7	1918.6	1812.4	1706.2	1600	1493.8	1387.6	1281.4

资料来源：中信建投证券研发部

图 18：信义玻璃事业部、办事处遍布全球



资料来源：公司官网，中信建投证券研发部

五、财务表现：高附加值产品占比高，盈利能力强

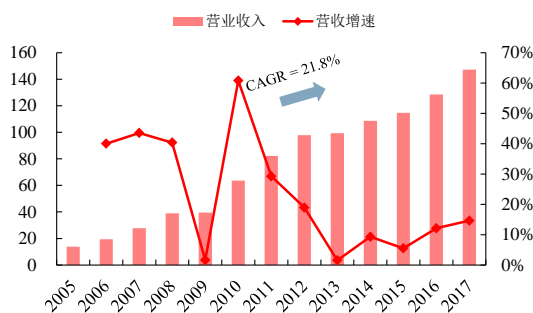
（一）公司财务表现：收入利润复合增长率高

公司为玻璃行业龙头，2017 营收 147.3 亿港元，同比增长 14.6%；归母净利润 40.1 亿港元，同比增长 24.9%。2017 毛利率、净利率分别为 37.0%和 27.3%。自 2005 年上市以来至 2017 年的 13 年，公司营业收入从 13.8 亿元增长至 147.3 亿元，复合增长率为 21.8%；公司归母净利从 2.6 亿元增长至 40.1 亿元，归母净利润复合增长率为 25.6%。

具体到各个业务分部，汽车玻璃从 2005 年的 9.9 亿元，增长至 2017 年的 39.1 亿元，复合增长率 12.12%；建筑玻璃从 2005 年的 3.9 亿元，增长至 2017 年的 28.0 亿元，复合增长率 17.9%；浮法玻璃及超白光伏玻璃从 2006 年开始实现营业收入 2.1 亿元，增长至 2017 年的 80.2 亿元，复合增长率 39.5%。汽车玻璃和建筑玻璃的毛利率波动较小，建筑玻璃毛利率在 35-40%之间波动，汽车玻璃毛利率整体呈上升态势，中枢从 40% 上升至 45%。公司浮法玻璃收入增速最大，毛利率弹性也较大。2016 至 2017 年间，浮法玻璃行业盈利能力整体好转，也使得公司毛利率明显提升。

公司 2006 年至 2017 年，每年均进行分红，股息分配率在 50%左右。较高分红率也印证了公司现金生成能力强、盈利水平高的特点。

图 19：信义玻璃营业收入及其增速 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 20：信义玻璃净利润及其增速 单位：亿元

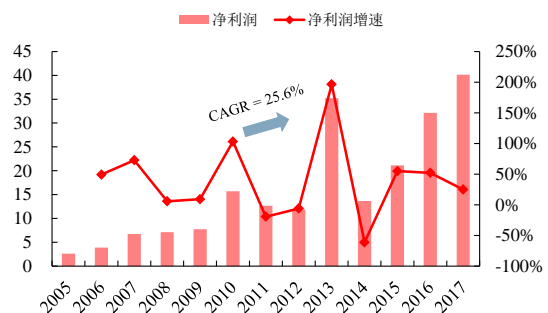
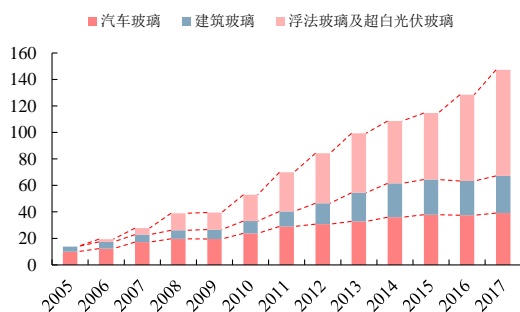


图 21：信义玻璃各业务收入情况 单位：亿元



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 22：信义玻璃各业务毛利率

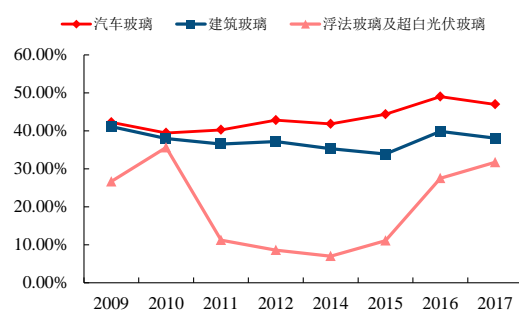
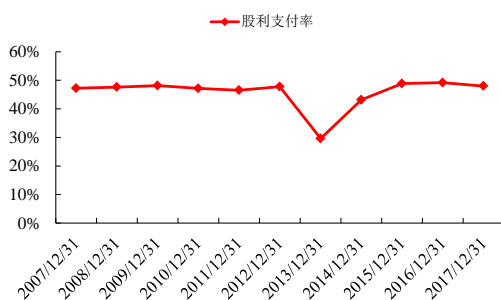


图 23：信义玻璃多年来基本保持 50%左右的股利支付率



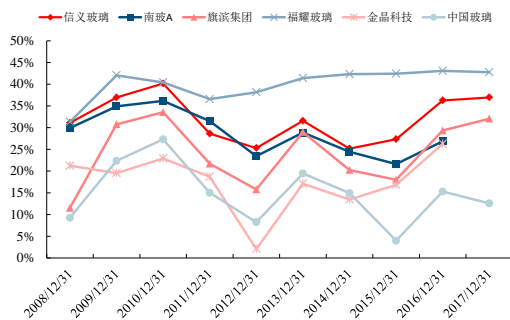
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

（二）行业对比：公司高附加值产品占比高，盈利能力强

与其他玻璃上市公司对比，公司毛利率水平仅次于福耀玻璃，2014年以前公司盈利能力与南玻相近，之后公司毛利率开始领先南玻，并向福耀玻璃靠拢。公司期间费用控制能力强大，始终位于行业较低水平，明显低于福耀玻璃。

从产品结构看，2017年公司浮法收入与深加工玻璃收入比例近似55:45，与南玻和中国玻璃的浮法占比较为相近，福耀玻璃85%为附加值较高的汽车玻璃；金晶科技浮法占比也较低，但盈利波动较大主要是涉足更加上游的纯碱；旗滨集团目前几乎所有收入来自浮法原片。

图 24：玻璃上市公司毛利率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 25：玻璃上市公司期间费用率对比

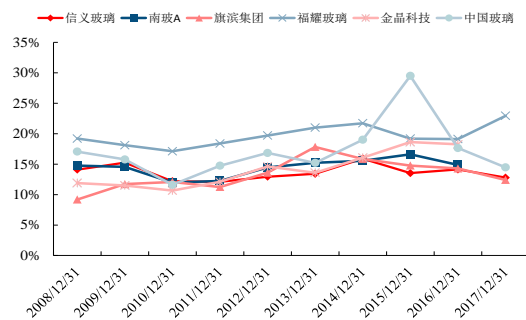
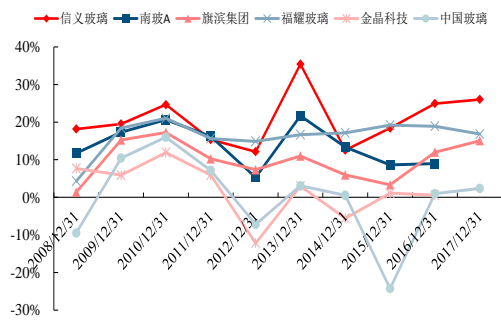


图 26：玻璃上市公司净利率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 27：玻璃上市公司 ROE 对比

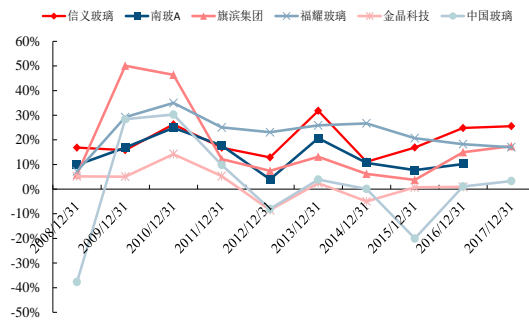
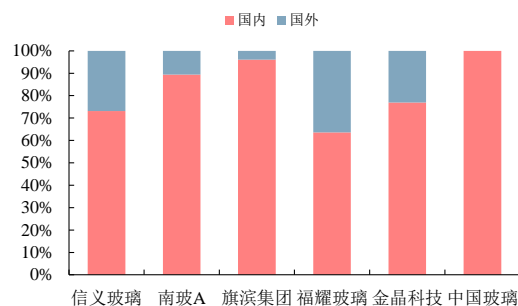
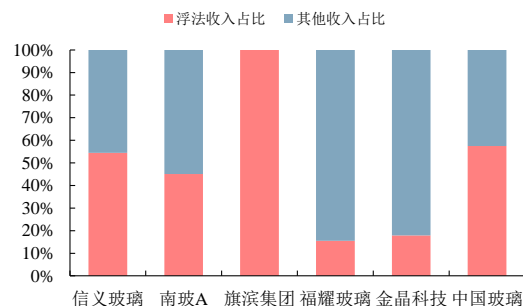


图 28：玻璃上市公司海内外收入构成对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 29：玻璃上市公司收入结构对比



信义玻璃目前浮法产能位居全国第一，略高于旗滨玻璃，南玻浮法产能为信义玻璃的一半，而金晶科技和中国玻璃为信义玻璃的三分之一左右。就单条生产线而言，信义玻璃平均单线产能达到了 752 吨/日，也为几家企业最高。从地理分布上看，信义玻璃生产基地覆盖中国各主要经济发展地区，呈现出全国发展的态势；而旗滨玻璃、南玻生产线主要位于浙江、广东、四川等南方省份，中国玻璃相对集中在北方地区，而金晶科技主要集中于山东省内。

图 30：玻璃上市公司国内总产能对比

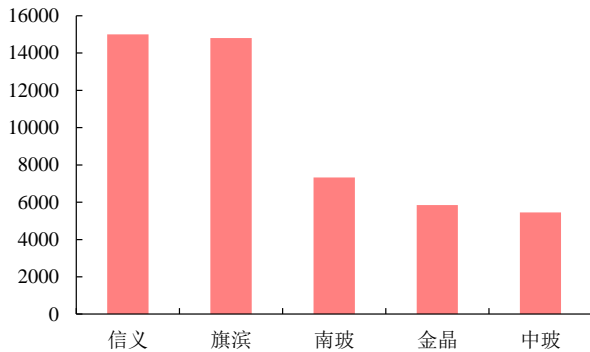
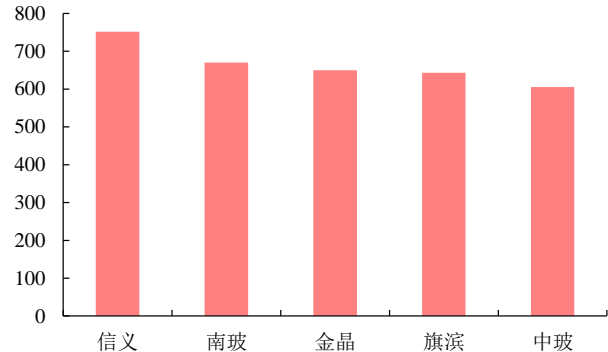


图 31：玻璃上市公司国内平均单线产能对比



资料来源：卓创资讯，中信建投证券研发部

信义玻璃汽车玻璃毛利率始终高于福耀玻璃。一方面是公司浮法自给率高；一方面是公司面向更多替换市场，毛利率相对更高。浮法玻璃方面，公司浮法板块毛利率一度低于旗滨集团，2017 年反超旗滨集团，公司是国内较早全部使用天然气生产的企业之一，过去在环保压力的时候，成本较使用石油焦等的企业更高，而在环保日益严苛，煤改气成为大趋势的背景下，公司凭借更大的单线产能、更优的管理能力、成熟环保的生产工艺，将获得更高的盈利能力。

图 32：信义玻璃和福耀玻璃汽车玻璃毛利率对比

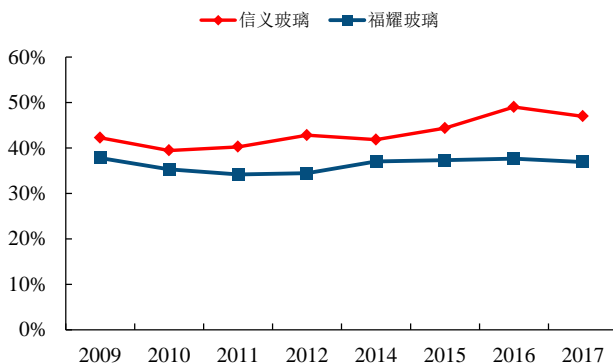
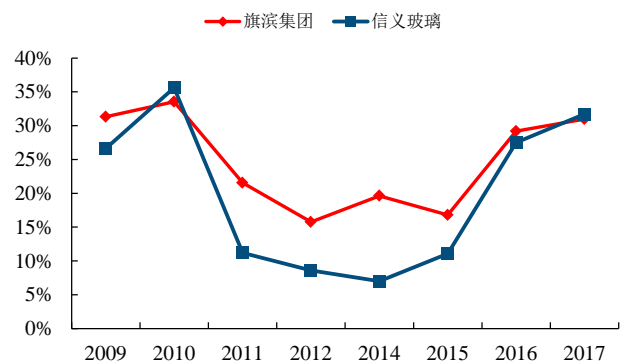


图 33：信义玻璃和旗滨集团浮法玻璃毛利率对比



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

（三）大股东增持频繁，坚定看好公司发展

主席李贤义先生、副主席董清波先生及行政总裁董清世先生于 2017 年 8 月至 11 月共增持公司股票 2628 万股，主席李贤义先生及其他主要股东在 2017 年中报后共增持 3164.4 万股，充分体现管理层对公司未来发展的信心。

因二级市场估值吸引,集团资金充裕,于 2018 年 5 月 18 日、23 日分别于公开市场回购了 916.2 万股和 145.8 万股,共港币 1.16 亿元,回购的股票按香港法例须注消。集团将于 7 月第一周派发 2017 年末期股息,在 9 月第一周派发 2018 年中期股息,在未来 4 个月内派发近全年股息,按 18 日平均回购价,股息率约 4.47%,香港的银行贷款年利率约 2%,股息率高于贷款利率,回购符合公司利益,也体现集团对公司未来发展的信心。

六、投资评级和建议：周期中的成长股

受益环保趋严,等量替换等政策,浮法玻璃供给收缩是趋势。未来玻璃价格波动周期拉长。在需求稳定的基础上,玻璃价格有望维持相对高位,纯碱价格的稳定利好玻璃企业盈利能力改善。下游地产保持稳定增长,龙头集中度提升对高端玻璃需求提升,利好龙头玻璃企业。公司下游需求还受益于汽车保有量的稳步提升、单车玻璃用量的提升以及建筑节能标准的不断提高。

公司浮法产能国内第一,生产线布局合理,并全部使用天然气为原料,在日益严格的环保排放标准中优势明显。公司是全球最大的汽车替换玻璃供应商,占全球替换玻璃市场的约 25%,是中国最大的高档 Low-E 节能玻璃生产商之一。

同时,与众多周期龙头不同的是,公司仍然保持非常积极的拓张态势,在国内,把先进经验从沿海向西部输出,公司计划在北海投资 20 亿元以上,建设年产量 400 万片汽车前挡夹层玻璃及四条日熔化量共约 3000 吨的特种玻璃基片生产线。在海外,公司位于马来西亚马六甲的一期项目已于 2017 年 2 季度投产。二期、三期拟分别于 2018 年下半年和 2019 年下半年陆续投产。同时,加拿大生产基地建设框架协议签署,建成后有效覆盖北美市场。公司拟在 2017 年底产能基础上至 2020 年再扩张 50%产能,届时不论从质还是量的角度看都将成为全球龙头。凭借更高的自动化程度、更大的单线产能,改写全球浮法玻璃竞争格局。

综合考虑浮法玻璃盈利弹性继续向上以及产能的扩张,我们预计公司 2018-2019 年主营业务收入分别为 172.66 亿元和 202.36 亿元港币,同比增长 17.23%和 17.20%;净利润分别为 49.25 亿元和 59.98 亿元港币,同比增长 22.71%和 21.77%。EPS 分别为 1.24 元港币/股和 1.51 元港币/股,对应 PE 分别为 9.06 倍和 7.44 倍。

公司产能拓张步伐加快,同时不同的产品结构丰富,平滑单一浮法玻璃的周期变动,对应不同的细分产业周期,全球化的市场布局对应不同国家的经济周期,使得公司业绩的周期性减弱而成长属性增强。与可比公司对比,公司估值较低,按照 2018 年盈利预测给予 13.5 倍估值,目标价 16.7 港元。首次覆盖,给予“买入”评级。

表 7：预测和比率

	2017	2018E	2019E
营业收入(百万)	14,727.54	17,265.67	20,235.78
营业收入增长率	0.1463	17.23%	17.20%
净利润(百万)	4,013.7640	4925.38	5,997.63
净利润增长率	24.91%	22.71%	21.77%
净利率	27.25%	28.53%	29.64%
EPS(元)	1.01	1.24	1.51
P/E	11.28	9.06	7.44

表 8：可比公司估值对比

		PE		EPS		
		2017	2018E	2017	2018E	
600585.sh	海螺水泥	11.87	9.04	3.00	3.94	人民币
0914.hk	海螺水泥	13.79	10.50			
600660.sh	福耀玻璃	20.44	15.39	1.25	1.66	人民币
3606.hk	福耀玻璃	19.32	14.55			
600176.sh	中国巨石	21.44	16.53	0.74	0.96	人民币
601636.sh	旗滨集团	13.43	9.97	0.45	0.60	人民币
000012.sz	南玻 A	22.06	19.30	0.35	0.40	人民币
0868.hk	信义玻璃	11.28	9.06	1.01	1.24	港币

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

七、风险提示

- 1、浮法玻璃行业价格大幅下滑，纯碱等原材料成本大幅上升带来公司盈利能力下滑之风险。
- 2、公司新产能未能按时投产，或投产后盈利能力未达预期之风险。

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

周瑞 010-85130749 zhourui@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

李雪梅 lixuemeizgs@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以恒生指数的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859