

证券研究报告·上市公司简评

建筑材料

## 差异化战略下逆势增长，全球龙头地位稳固

—2018 中报点评

# 信义玻璃 (00868)

### 事件

信义玻璃发布 2018 年中期报告。公司 2018 年上半年实现营业收入 77.48 亿港元，同比增长 16.0%；实现毛利 29.18 亿港元，同比增长 20.1%；实现归母净利 20.08 亿港元，同比增长 22.7%。上半年每股收益达 50.0 港仙，每股派发股息 25.0 港仙，派息比率约为 49.8%，维持在较高派息水平。

分产品类别看，2018 年上半年公司三大主营产品均呈现良好的营收增长态势。浮法玻璃实现营收 41.39 亿港元，同比增长 14.4%；汽车玻璃实现营收 21.16 亿港元，同比增长 13.1%；建筑玻璃营业收入也表现出 25.8% 的高速增长，总额达到 14.93 亿港元。

### 简评

#### 马来西亚生产线陆续投产，全年产能情况预计整体保持平稳

公司目前在全国拥有多个生产基地，已形成环渤海经济区、京津冀地区、长三角、成渝经济区和珠三角五大生产集群，工业园总面积近 700 万平米。2018 年上半年，公司在马来西亚的生产线已经投产，但与此同时由于部分生产线开始冷修，故产能基本持平。今年下半年，在马来西亚二线等新的产能陆续释放的同时，华北、长三角等环保敏感地区产能或将受到政府强制减产措施影响下降 20%-30%，所以我们预计今年公司的产能情况将整体保持平稳，变化不大。

#### 顶住浮法玻璃价格下行压力，差异化战略抬升产品均价及毛利率

2017 年浮法玻璃整体行情攀升至高位，公司受益行业形势。而今年上半年，尤其是第二季度，浮法玻璃的价格出现了明显的下降情况。但信义玻璃顶住浮法玻璃价格下行的压力，其相关产品的平均售价反而出现了抬升，抬升幅度高达 7% 左右，带动毛利率上升至 37.7%。这主要依赖于公司成功的差异化战略。目前市场中出现降价的产品主要是厚度在 4mm-12mm 区间内的普通浮法白玻璃，信义玻璃的产品与之形成了明显的差异化，即着眼于厚度小于 4mm 或者大于 12mm 的浮法玻璃产品以及茶玻、灰玻等多元品类。2018 年上半年，公司差异化浮法玻璃产品占比达到 39%，并计划于 2020 年提升占比达到 50% 及以上。我们预计，2018 年下半年浮法玻璃的价格应有所回升，公司的出货量也将比上半年高出 10% 左右，全年浮法玻璃产品的营收及利润或有良好提升。同时随着公司差异化战略的持续推进，公司在浮法玻璃领域或将实现一定程度上的价格风险免疫及反向获利，长期继续保持相对稳定的业绩增长。

维持

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 08 月 01 日

当前股价：9.15 港元

### 主要数据

#### 股价表现





### 政策鼓励下龙头地位持续稳固，四大壁垒强化浮法玻璃差异化形态

目前相关部门已经出台文件，对中西部部分省份外资企业的差异化产品制定鼓励政策。而目前内地制造浮法玻璃的大型外资企业只有信义玻璃和台玻两家，同时信义玻璃与台玻本身在产品形态上差异较大。随着信义玻璃于广西北海等地新建的新工业园区在政策加持下落成，公司的行业龙头地位将得到持续稳固。与此同时，公司采用的差异化战略对公司要求较为苛刻，四项因素是限制其他浮法玻璃生产商进军差异产品领域的壁垒。其一是相关的硬件设备配置；其二是对于技术的要求门槛很高；其三是市场份额的限制，如果企业没有足够密集的销售网络就展开差异化产品生产则会出现销售方面得不偿失的局面；最后则是来自于产品种类增加后导致的库存上升问题，如果没有充足的现金流作为支持，差异化将直接影响公司的流动性。这四大壁垒成为强化信义玻璃浮法玻璃差异化形态的关键。

### 受汇率影响汽车玻璃毛利率小幅下滑，长期视角下贸易战影响可控

公司上半年汽车玻璃的营业额保持了 13.1% 的同比增长，但是毛利 6.3% 的增速远低于浮法玻璃和建筑玻璃 30% 左右的高速提升，毛利率也由去年同期的 47.8% 降至 44.9%，表现出小幅下滑。其主要原因在于汽车玻璃的销售以出口为主，尤其销往美国的产品基本均为汽车玻璃，并且以美元为单位结算，上半年受到了国际贸易和汇率波动的影响。但是由于美国的汽车玻璃依赖进口，其中 80% 来自中国，所以公司议价能力较强。在和美国的客户进行了充分的交流和协商之后，目前客户已经表示贸易战产生的额外税收将由买方负责承担。在这种情况下，我们认为目前汽车玻璃的盈利情况不佳是可以理解的，受益于强悍的议价能力和庞大的汽车替换市场，预计 2018 年下半年汽车玻璃出货量将呈现单位数稳步上涨，长期视角下贸易战的影响仍然是可控的，对公司的影响不大。

### 与房地产市场关联性不大，建筑玻璃订单充裕、增长良好

虽然房地产市场仍处于低潮期，难以察觉政策利好信息，但是公司三大主营产品中的建筑玻璃在 2018 年上半年的销售情况表现优异。截至 6 月 30 日，建筑玻璃业务实现营收 14.93 亿港元，同比高速增长 25.8%，在三项业务营收的占比也从去年同期的 17.8% 提升至 19.3%。其毛利增速更是突破 30%，毛利率提升至 39.0%。建筑玻璃增长的主要原因是多方面的，最根本的因素在于公司的该类产品瞄准的是高档商业和公共建筑，与房地产市场关联性不大，加之国内材料节能政策的出台导致建筑玻璃刚性需求增加，国外需求也相对旺盛，出口量也在增大。当前公司的建筑玻璃订单充裕，珠三角产区的生产压力已经较大，经过测算我们预计公司下半年建筑玻璃的出货量或将出现 10% 以上的涨幅，继续良好的增长趋势。

### 国际化战略稳步推进，全球龙头未来可期

作为国内玻璃行业全方面的龙头企业，公司的国际化战略仍在稳步推进中。一方面，公司计划在马来西亚的两条生产线中一线已经于上半年投产，虽然马来西亚的产品售价偏低，但是在成本和税赋等方面相对国内更具优势，所以目前其毛利率与国内相当。目前马来西亚的一线处于满产状态，库存大约稳定维持在 30 天左右，我们预计未来二线投产之后，规模效应和差异化产品等多重因素将进一步提升马来西亚的毛利贡献。而另一方面，公司原计划在 2019 年底建成的加拿大生产线未能在第一选址城市展开建设，但是安大略省其他城市已经争相主动联系公司前去建厂，该项国际化战略的环节虽有延迟但预计仍将顺利进行。信义浮法玻璃产能全球第一，同时品牌优于同业，随着国际化战略的持续推进，未来的发展空间将非常广阔。

### 投资评级和建议

**看好玻璃行业**在短期调整后继续维持供给侧改革、环保加码等背景下的供需紧平衡状态，对 18 年下半年浮法玻璃价格保持乐观。信义玻璃作为浮法玻璃生产的全球龙头，在上半年整体不利的环境形势下维持了逆势增长，**国内市场**持续推进浮法玻璃产品差异化战略、缓冲汽车玻璃在贸易战中所受影响、保有建筑玻璃充裕订单；



**国外市场** 马来西亚二线即将投产、加拿大扩张顺利开展；看好公司未来发展，维持“买入”评级。

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 7.45 倍和 6.12 倍。

#### 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	9.15	7.45	6.12



## 分析师介绍

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。

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。

## 研究服务

### 社保基金销售经理

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

### 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

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@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 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

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