

首次覆盖
投资评级 优于大市

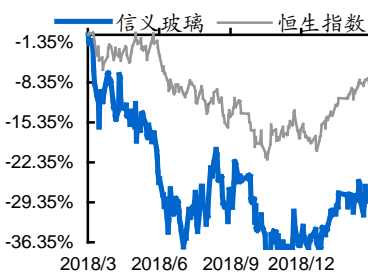
进击的玻璃龙头

股票数据

4月1日收盘价(港元)	9.11
52周股价波动(港元)	7.50-12.76
总股本/流通H股(百万股)	3995/3995
总市值/流通市值(亿港元)	36394/36394

相关研究

市场表现



分析师:杜市伟
Tel:(0755)82945368
Email:dsw11227@htsec.com
证书:S0850516080010
分析师:冯晨阳
Tel:(021)23212081
Email:fcy10886@htsec.com
证书:S0850516060004
联系人:申浩
Tel:(021)23154114
Email:sh12219@htsec.com

投资要点:

- **执信义行天下，缔造玻璃帝国。**公司创建于1988年，以汽车玻璃业务起家，至今已逐步发展成为集浮法玻璃（2006~2018年复合收入增速36%）、汽车玻璃（2001~2018年复合收入增速16%）、建筑玻璃（2001~2018年复合收入增速23%）、太阳能玻璃（联营）等四大玻璃相关产业，成长为名副其实的“玻璃帝国”。
- **汽车玻璃：千亿级市场，国产崛起。**我们测算2021年全球、中国汽车玻璃市场规模分别约899亿元、170亿元，其中全球、中国售后配件市场规模分别为141亿元、18亿元。行业集中度高（CR5超过80%），日系企业份额仍处于领先地位，但以信义、福耀为首的企业相比日本、欧美竞争对手在盈利水平上具备显著优势，我们认为多年的经验积累使得国产企业在产品、服务性价比持续提升，收入增长表现优于竞争对手。盈利水平之间的差异导致外资企业扩张意愿较低，而信义、福耀等企业却在海外加大产能扩张，我们认为实现反超只是时间问题。
- **浮法玻璃、建筑玻璃：期待冷修与竣工复苏共振。**浮法玻璃和建筑玻璃均主要应用于地产竣工领域。1)供给：综合考虑冷修、复产、新点火产能等3方面因素，我们预计2019年玻璃供给基本持平，节奏上供给增速有望持续放缓；2)需求：考虑到新开工面积增速领先玻璃需求半年~1年时间，我们认为2019年玻璃需求增速或因地产新开工向施工传导存在回升可能。
- **信义玻璃：进击的玻璃龙头。**1)单线规模效应（单耗、费用率低）以及较高的原片自给率使得公司盈利水平显著高于国内外竞争对手。2)公司历次在行业下行期/景气低位产能逆势扩张、精准卡位。在国内企业严禁新增产能环境下，公司通过港澳台投资背景（可参照、适用外商投资法，在中西部扩优质产能）、产能置换（淘汰原华尔润产线）、布局海外（享受税收/关税、能源成本、运费等优势）等方式继续拉开浮法玻璃产能领先距离，规划2020年底浮法玻璃日熔量较2017年底增加50%以上。
- **首次覆盖，给予“优于大市”评级。**短期来看公司将受益于纯碱价格转弱带来成本改善；公司玻璃生产线均采用清洁能源作为燃料，中期有望受益于行业环保政策带来的份额提升；公司有望凭借规模优势和精准卡位获得稳定增长。公司现金流充沛，长期维持高分红率，2019年4月1日收盘价对应股息率5.71%；前期重要股东增持+公司回购股票，认可公司投资价值。我们预计公司2019-2021年EPS分别约1.20、1.32、1.45港元，参考可比公司，给予2019年PE 9~11倍，合理价值区间10.80~13.20港元。
- **风险提示。**1)中美贸易战不确定性；2)地产竣工回升不确定性；3)成本端变化不确定性。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入(百万港元)	14727.54	16014.49	17417.62	18808.20	20300.08
(+/-) YoY (%)	14.63%	8.74%	8.76%	7.98%	7.93%
净利润(百万港元)	4013.76	4236.81	4779.33	5263.25	5807.12
(+/-) YoY (%)	24.91%	5.56%	12.80%	10.13%	10.33%
摊薄EPS(港元)	1.00	1.06	1.20	1.32	1.45
毛利率(%)	36.97%	36.69%	37.61%	37.60%	37.61%
净资产收益率(%)	25.55%	22.99%	24.97%	24.81%	23.72%

资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 执信义行天下，缔造玻璃帝国	6
1.1 三十年砥砺前行，成长记录优异	6
1.2 玻璃全产业链一体化布局，兼具周期、成长	7
1.3 股权结构稳定，股东增持+积极回购，持续高分红	8
2. 汽车玻璃：千亿级市场，国产崛起	9
2.1 千亿级市场规模，配套为主、配件为辅	9
2.2 竞争格局：群雄逐鹿，国产崛起	11
3. 浮法玻璃、建筑玻璃：期待冷修、竣工复苏共振	13
3.1 供给：行业冷修小高峰有望降低供给增速	13
3.1.1 玻璃行业已步入冷修小高峰	13
3.1.2 环保、盈利水平影响企业投产能力和意愿，供给收缩成大概率事件	16
3.2 需求：2019H1 房屋施工、竣工增速有望回升，玻璃需求随之回暖	17
4. 信义玻璃：进击的玻璃龙头	18
4.1 单线规模优势、高原片自给率带来高盈利能力	18
4.2 紧抓机遇，精准产能扩张	21
4.3 盈利预测及估值	22
5. 风险提示	23
财务报表分析和预测	24

图目录

图 1	公司核心三大产业发展成长轨迹.....	6
图 2	公司 2006~2018 年收入结构分拆.....	7
图 3	公司 2006~2018 年分地区收入分拆 (百万港元).....	7
图 4	公司上中下游产业链图示.....	7
图 5	公司 2007~2018 浮法玻璃自用、外销比例.....	8
图 6	公司 2006~2018 年分地区收入分拆 (百万港元).....	8
图 7	公司 2018 年股权结构.....	9
图 8	公司 2007~2018 年股息支付率.....	9
图 9	汽车玻璃应用部位图示.....	9
图 10	福耀玻璃 2014 年原料成本分拆.....	10
图 11	福耀玻璃 2017 年汽车玻璃营业成本分拆.....	10
图 12	全球汽车玻璃市场竞争格局 (2013).....	12
图 13	中国汽车玻璃市场竞争格局 (2013).....	12
图 14	玻璃部门人均销售及人均营业利润对比.....	12
图 15	各企业玻璃业务营业利润率对比.....	12
图 16	各企业营业收入增速对比.....	13
图 17	玻璃行业每年产量相比前一年变化量 (百万重箱).....	13
图 18	监测样本玻璃厂商库存水平同比基本持平.....	14
图 19	全国浮法玻璃销量、新开工面积累计增速对比.....	17
图 20	全国浮法玻璃销量、施工面积累计增速对比.....	17
图 21	全国浮法玻璃销量、销售面积累计增速对比.....	18
图 22	全国浮法玻璃销量、竣工面积累计增速对比.....	18
图 23	公司新建浮法基地单线产能持续提升.....	19
图 24	不同规模生产线单耗对比.....	19
图 25	不同玻璃燃料成本对比 (元/重箱).....	20
图 26	各玻璃企业综合毛利率对比.....	20
图 27	各玻璃企业浮法玻璃毛利率对比.....	20
图 28	各玻璃企业汽车玻璃毛利率对比.....	20
图 29	各玻璃企业建筑玻璃毛利率对比.....	20
图 30	各玻璃企业营业利润率对比.....	21

图 31	各玻璃企业净利润率对比.....	21
图 32	公司多次在行业下行期产能扩张.....	21

表目录

表 1	全球汽车玻璃市场规模测算（分 OEM、AM 市场）及预测	11
表 2	中国汽车玻璃市场规模测算（分 OEM、AM 市场）及预测	11
表 3	2017~2018 年进入冷修的生产线统计	14
表 4	2018 年底~2019 有冷修计划生产线不完全统计	15
表 5	2018 年复产生产线梳理	16
表 6	计划在 2019 年投产生产线梳理	17
表 7	公司各生产线梳理	19
表 8	公司分业务收支及预测	22
表 9	可比公司估值表	23

1. 执信义行天下，缔造玻璃帝国

公司创建于1988年，以汽车玻璃业务起家，至今已逐步发展成为集浮法玻璃（2006~2018年复合收入增速36%）、汽车玻璃（2001~2018年复合收入增速16%）、建筑玻璃（2001~2018年复合收入增速23%）、太阳能玻璃（联营）等四大玻璃相关产业，成长为名副其实的“玻璃帝国”。

1.1 三十年砥砺前行，成长记录优异

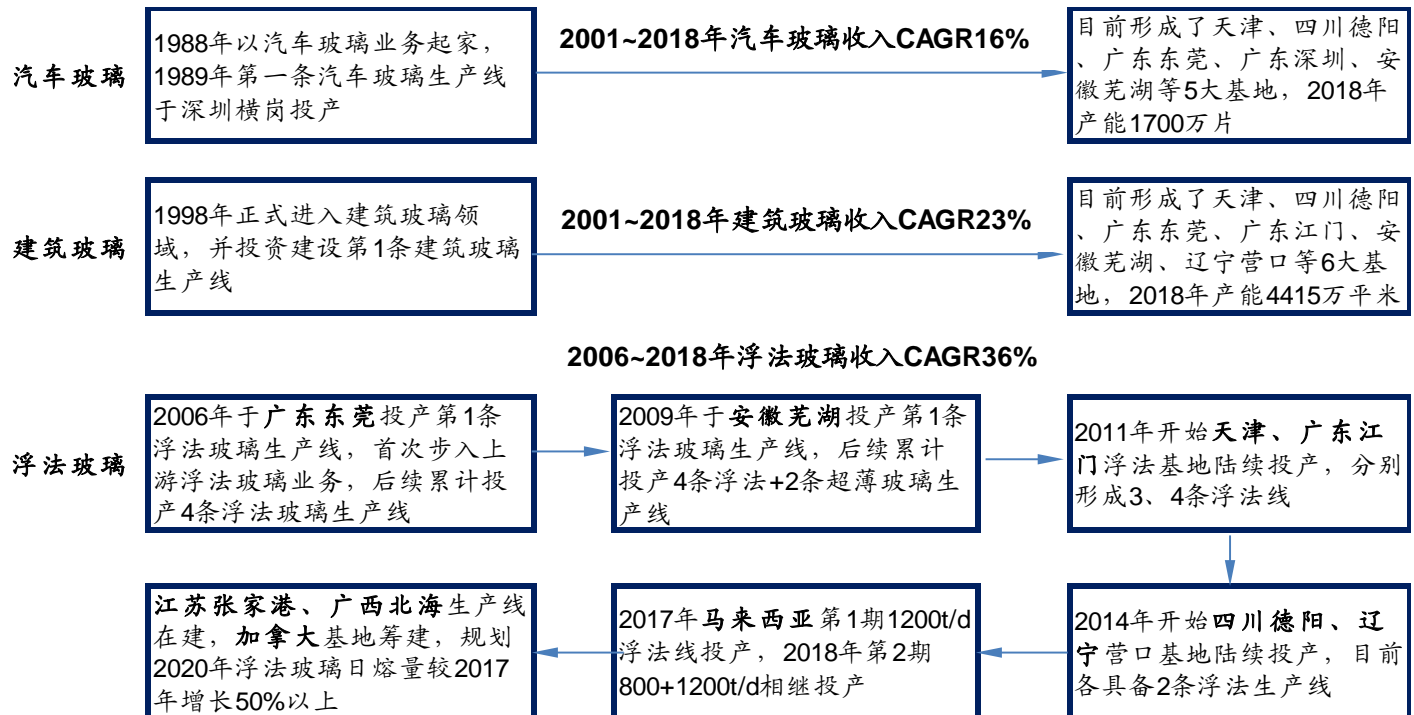
汽车玻璃：公司1988年于深圳从替换玻璃市场起家，目前形成了天津、四川德阳、广东东莞、广东深圳、安徽芜湖等5大基地，2001~2018年收入规模由3.6亿港币持续成长至42.5亿港币，复合增速达16%。服务于中国香港的汽车玻璃销售的信义香港（08328.HK）亦于2016年独立上市。

建筑玻璃：公司1998年开始从事建筑玻璃业务，2001~2018年收入规模由1.1亿港币持续成长至33.3亿港币，复合增速达23%。

浮法玻璃：2006年开始公司首次由玻璃深加工业务向上游浮法玻璃业务延伸，在较短时间内成长为全国玻璃原片龙头企业，2006~2018年收入规模由2.1亿港币持续成长至84.2亿港币，复合增速达36%。

太阳能玻璃：公司2013年将原有太阳能玻璃业务剥离单独上市，由信义光能（00968.HK）独立经营太阳能玻璃、发电、EPC等业务，信义光能为公司联营企业，2018年末公司直接持有信义光能29.7%股权。

图1 公司核心三大产业发展成长轨迹

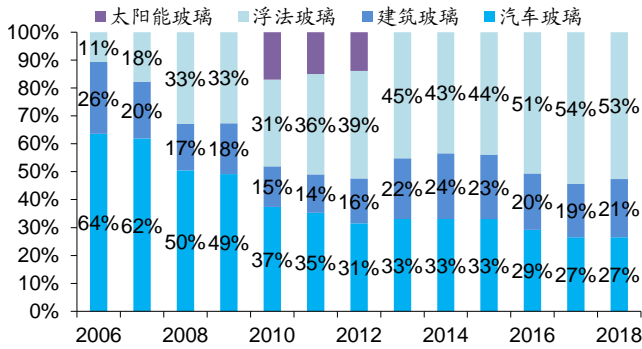


资料来源：公司官网，2018年业绩发布会资料，招股说明书，WIND，海通证券研究所

1.2 玻璃全产业链一体化布局，兼具周期、成长

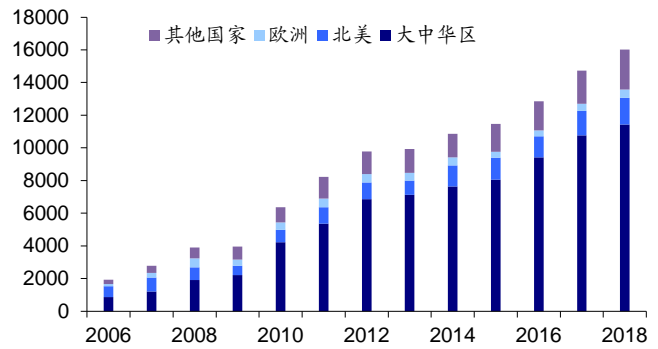
公司已打通由上游硅砂、中游浮法玻璃生产销售到下游汽车玻璃、建筑玻璃等深加工环节。2018 年公司收入结构中浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃分别占 53%、27%、21%，兼具周期、成长属性；从分区域收入来看，大中华地区（包括大陆、港澳台等）为公司收入贡献核心地区，其中我们预计公司海外收入中汽车玻璃出口为主要贡献部分。

图2 公司 2006~2018 年收入结构分析



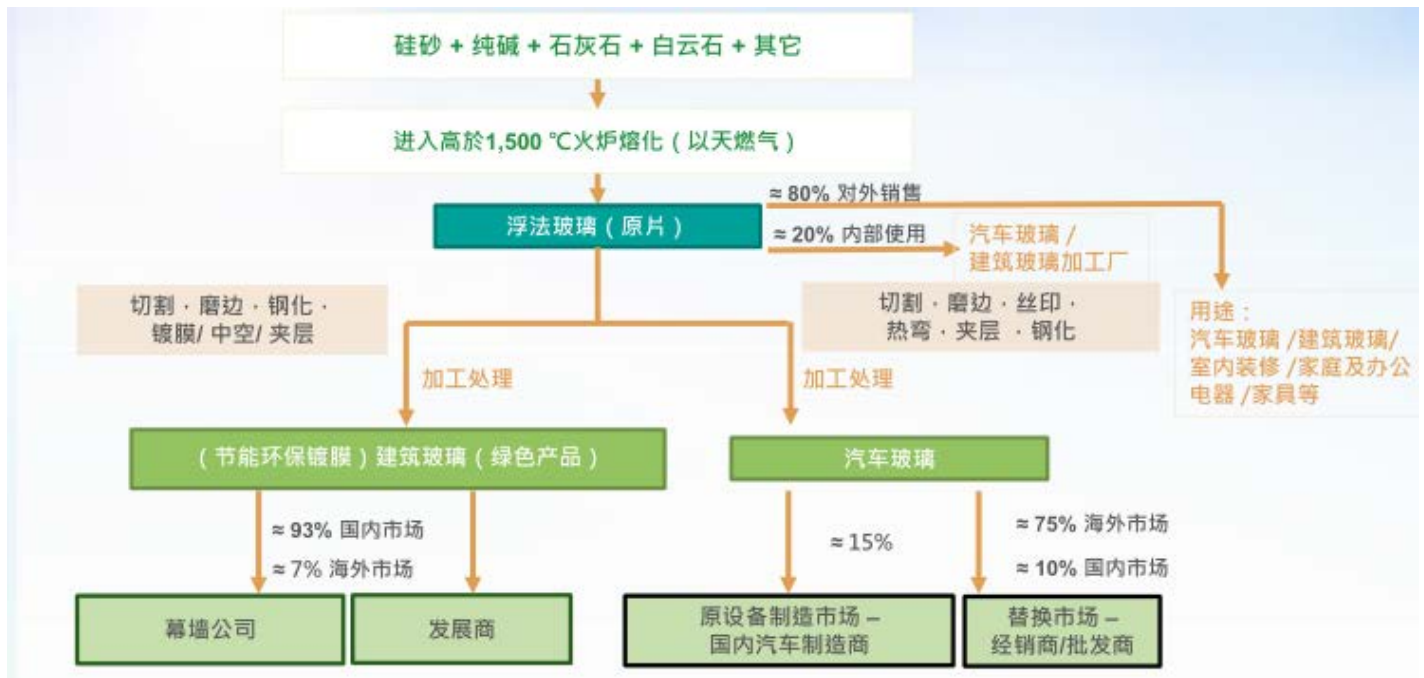
资料来源：公司财报（2006~2018），海通证券研究所

图3 公司 2006~2018 年分地区收入分析（百万港元）



资料来源：公司财报（2006~2018），海通证券研究所

图4 公司上中下游产业链图示



资料来源：2018 年业绩发布会资料，海通证券研究所

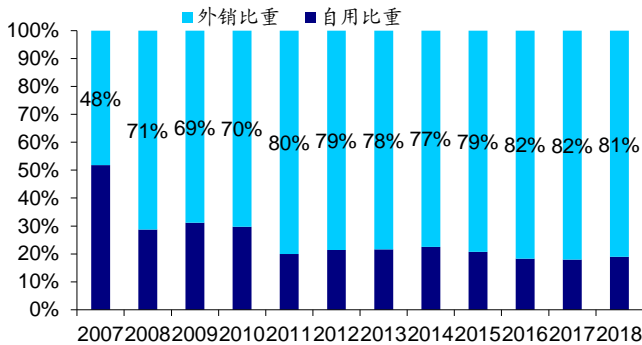
上游方面：公司分别持有北海义洋矿业、东源县新华丽石英砂 45%、20% 股权，公司在广西北海、广东河源的石英砂资源掌控可帮助其在环保趋严、硅砂涨价背景下，成本端与外购石英砂企业逐步拉开领先优势。

中游方面：公司 2018 年浮法玻璃产能（按 15200t/d 测算，不含海外生产线）占 2018 年末全国在产产能约 10%，产能份额为全国第一，且仍处于快速扩张趋势。目前公司原片产能仍处于快速扩张阶段，加拿大、江苏张家港、广西北海均有新产能布局。

规划到 2020 年底日熔量规模较 2017 年底增长达 50%以上。

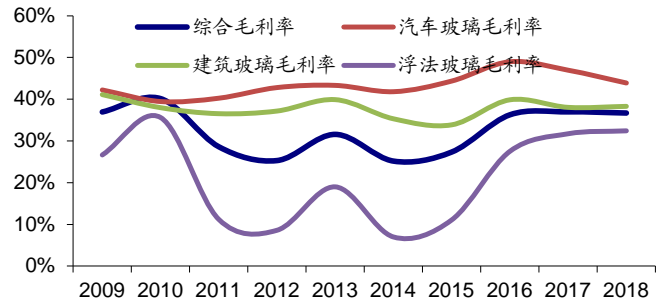
下游方面：汽车玻璃、建筑玻璃深加工均为行业翘楚。近年来公司浮法玻璃对外销售比例维持在 80%左右，公司汽车玻璃、建筑玻璃深加工产品均使用自有浮法原片，因此其汽车玻璃、建筑玻璃业务毛利率均显著高于其浮法玻璃业务毛利率。

图5 公司 2007~2018 浮法玻璃自用、外销比例



资料来源：公司财报（2007~2018），海通证券研究所

图6 公司 2009~2018 年综合及分业务毛利率表现



资料来源：公司财报（2006~2018），海通证券研究所

1) 汽车玻璃：公司在全球汽车玻璃替换市场（AM 市场、主要是售后维修）拥有约 25% 份额。公司是全球领先的汽车玻璃生产商之一，主要生产 SOLAR-X 热反射汽车玻璃、HUD 抬头显示玻璃、前挡风夹层玻璃、钢化玻璃、发热丝天线钢化玻璃等产品，产品和解决方案已经应用于全球 140 多个国家和地区。汽车玻璃在浮法玻璃原片基础上通过切割、磨边、热弯、夹层等流程制作而成。公司汽车玻璃收入中 85% 通过经销商/批发商销售、用于替换市场（以海外市场为主），约 15% 则直接向国内整车厂销售。

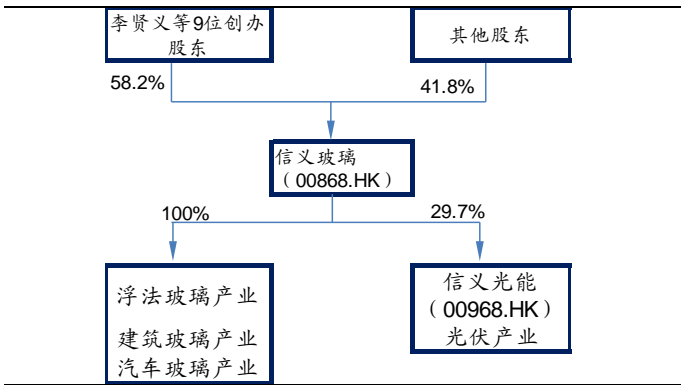
2) 建筑玻璃：公司为全国前两大建筑玻璃厂商，占中国 LOW-E 节能玻璃市场超过 20% 的份额。公司是中国领先的建筑 LOW-E 节能玻璃制造商，主要生产低辐射镀膜玻璃（LOW-E 玻璃）、热反射镀膜玻璃、中空玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、彩釉玻璃等高档节能玻璃产品。目前信义玻璃为国内外大中城市标志性建筑提供高质量的建筑节能玻璃产品，如上海世博会中国馆、世界大运会主场馆、三亚美丽之冠七星大酒店、数字北京大厦、日本新东京塔、新加坡生物谷等。

1.3 股权结构稳定，股东增持+积极回购，持续高分红

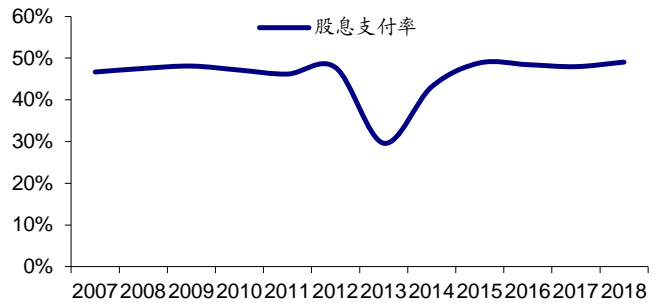
公司上市以来股权结构较为稳定，2018 年末包括公司董事局主席李贤义在内的 9 名创办股东合计持有上市公司 58.2% 的股权。

重要股东增持+公司回购：2018 年李贤义及其他主要股东合计在二级市场直接增持 4562 万股，占 2018 年末股本的 1.1%。此外 2018 年公司累计回购合计 3835 万股，占 2018 年末股本的 1.0%，回购均价约 9.65 港元/股。

常年高分红：公司自上市以来持续维持接近 50% 的高比例股息支付率（除信义光能分拆上市的 2013 年）。

图7 公司 2018 年股权结构


资料来源：公司 2018 年业绩发布会资料，海通证券研究所

图8 公司 2007~2018 年股息支付率


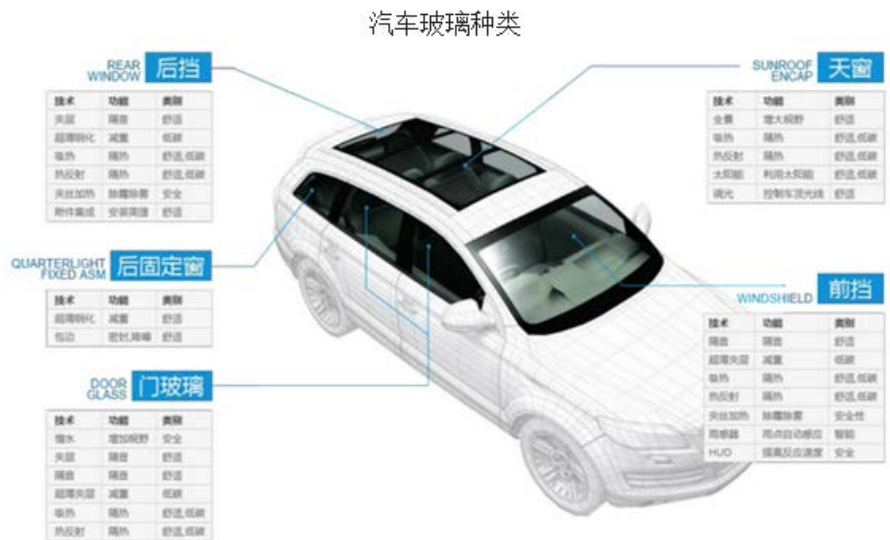
资料来源：公司财报 (2007~2018)，海通证券研究所

2. 汽车玻璃：千亿级市场，国产崛起

我们测算 2021 年全球、中国汽车玻璃市场规模分别约 899 亿元、170 亿元，其中全球、中国售后配件市场规模分别为 141 亿元、18 亿元。行业集中度高 (CR5 超过 80%)，日系企业份额仍处于领先地位，但以信义、福耀为首的企业相比日本、欧美竞争对手在盈利水平上具备显著优势，我们认为多年的经验积累使得国产企业在产品、服务性价比持续提升，收入增长表现优于竞争对手。盈利水平之间的差异导致外资企业扩张意愿较低，而信义、福耀等企业却在海外加大产能扩张，我们认为实现反超只是时间问题。

2.1 千亿级市场规模，配套为主、配件为辅

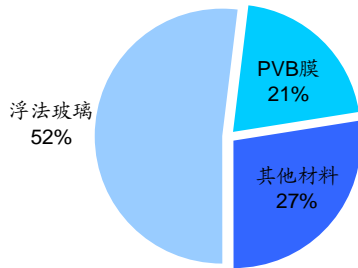
汽车玻璃的面积约占汽车表面积的三分之一 (一般而言一辆车上汽车玻璃面积约 4 平方米)，根据应用部位，汽车用玻璃主要包括前挡玻璃、后挡玻璃、天窗玻璃、门玻璃和后固定窗玻璃等。

图9 汽车玻璃应用部位图示


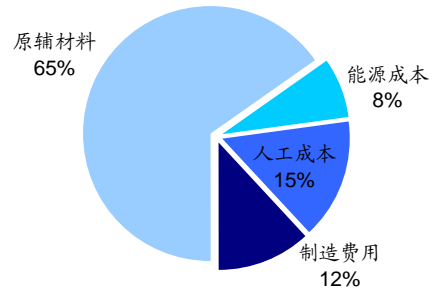
资料来源：产业信息网，海通证券研究所

汽车玻璃生产核心原料为浮法玻璃、PVB (用于夹胶玻璃之夹层) 及油墨等，根据福耀玻璃 2017 年报数据，原辅材料、能源、人工、制造费用分别占营业成本 65%、8%、

15%、12%，其中原辅材料主要由浮法玻璃、PVB膜、其他材料组成（如包装材料），分别占原辅材料成本比重的52%、21%、27%（2014年数据）。

图10 福耀玻璃 2014 年原料成本分析


资料来源：福耀玻璃招股书，海通证券研究所

图11 福耀玻璃 2017 年汽车玻璃营业成本分析


资料来源：福耀玻璃 2017 年报，海通证券研究所

汽车玻璃市场需求是由两部分组成，一部分为 OEM 市场，即当年给新车生产作为配套，另一部分为 AM 市场，主要是售后维修，其主要通过且玻璃批发商向保险公司、4S 店、汽车维修店、汽车玻璃店等终端用户销售。OEM 市场需求主要看当年的汽车产量，每辆车配一套汽车玻璃。AM 市场需求主要看汽车保有量以及汽车玻璃平均损坏率。

我们根据对汽车行业的理解、常识做了部分假设以测算全球及中国汽车玻璃市场规模（分 OEM、AM）：

1) 假设每年汽车的损坏率、报废率均为 5%（即 20 年更换一次）；

2) 玻璃损坏点主要集中在前挡风玻璃，而其他玻璃大部分则可通过回收等方式重复利用，因此我们假设单车替换玻璃需求是新车配套玻璃需求的 1/4；

3) 我们通过对单车玻璃用量、玻璃厚度、玻璃密度、浮法玻璃成本占汽车玻璃成本等，再结合福耀玻璃销售价格合理假设 2018 年国内汽车玻璃单车用量为 510 元，假设全球均价高于国内、为 720 元/辆。考虑到未来前档玻璃的平均倾斜率增加（视野加大）以及天窗渗透率的持续提升，单车汽车玻璃采购量有望增加。

根据以上假设，我们测算 2021 年全球、中国汽车玻璃市场规模分别约 899 亿元、170 亿元，其中全球、中国售后配件市场规模分别为 139 亿元、18 亿元。

表 1 全球汽车玻璃市场规模测算 (分 OEM、AM 市场) 及预测

全球市场规模测算	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球汽车保有量 (万辆)	128227	131314	134478	136908	139399	141953	144570
yoy (%)		2.4%	2.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
全球汽车产量 (万辆)	9068	9498	9730	9154	9337	9524	9714
yoy (%)		4.7%	2.4%	-5.9%	2.0%	2.0%	2.0%
全球汽车玻璃规模 (万套)	10671	11139	11411	10865	11079	11298	11521
其中: 全球汽车玻璃 OEM 规模 (万套)	9068	9498	9730	9154	9337	9524	9714
其中: 全球汽车玻璃 AM 规模 (万套)	1603	1641	1681	1711	1742	1774	1807
单套汽车玻璃价格假设 (元/套)	660	680	700	720	740	760	780
全球汽车玻璃规模 (亿元)	704	757	799	782	820	859	899
其中: 全球汽车玻璃 OEM 规模 (亿元)	598	646	681	659	691	724	758
其中: 全球汽车玻璃 AM 规模 (亿元)	106	112	118	123	129	135	141

资料来源: OICA, WIND, 海通证券研究所

表 2 中国汽车玻璃市场规模测算 (分 OEM、AM 市场) 及预测

中国市场规模测算	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
中国汽车保有量 (万辆)	16284	18282	20269	21826	23382	24940	26502
yoy (%)		12.3%	10.9%	7.7%	7.1%	6.7%	6.3%
中国汽车产量 (万辆)	2450	2812	2901	2570.6	2648	2727.1	2808.9
yoy (%)		14.8%	3.2%	-11.4%	3.0%	3.0%	3.0%
中国汽车玻璃规模 (万套)	2654	3041	3154	2843	2940	3039	3140
其中: 中国汽车玻璃 OEM 规模 (万套)	2450	2812	2901	2571	2648	2727	2809
其中: 中国汽车玻璃 AM 规模 (万套)	204	229	253	273	292	312	331
单套汽车玻璃价格假设 (元/套)	480	490	500	510	520	530	540
中国汽车玻璃规模 (亿元)	127	149	158	145	153	161	170
其中: 中国汽车玻璃 OEM 规模 (亿元)	118	138	145	131	138	145	152
其中: 中国汽车玻璃 AM 规模 (亿元)	10	11	13	14	15	17	18

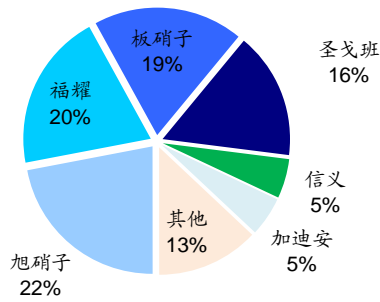
资料来源: OICA, WIND, 海通证券研究所

2.2 竞争格局: 群雄逐鹿, 国产崛起

汽车玻璃行业集中度较高, 外资厂商份额仍高, 以信义、福耀为首的国产企业亦不遑多让。根据福耀玻璃招股书数据, 汽车玻璃行业经过多年的竞争, 市场集中度较高, 2013 年 CR5 就已超过 80%, 逐步形成了外资、国产两大阵营, 其中外资三大家 (旭硝子、板硝子、圣戈班) 全球市场份额超过 50%, 国产阵营则以信义、福耀为首, 根据我们测算 2018 年信义、福耀汽车玻璃全球市占率合计接近 30%。

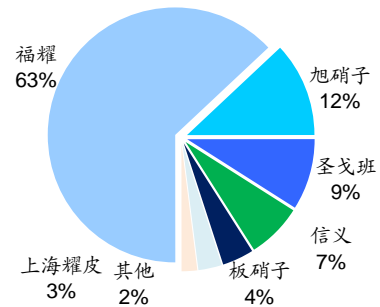
市场进入门槛较高: 汽车玻璃为充分竞争市场, 其通常由已经与汽车生产商建立了长期合作关系的少数主要汽车玻璃生产商支配, 获得相关技术的途径亦较为有限。

图12 全球汽车玻璃市场竞争格局 (2013)



资料来源: 福耀玻璃招股书, 海通证券研究所

图13 中国汽车玻璃市场竞争格局 (2013)

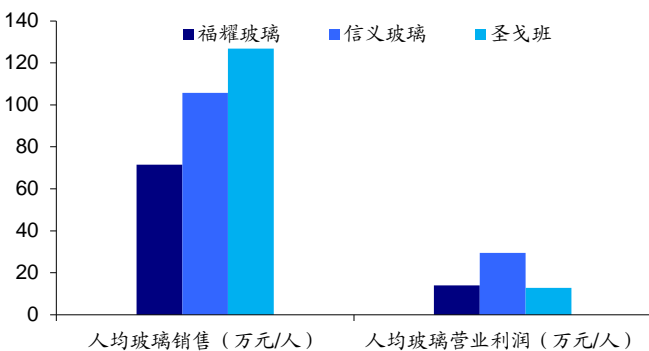


资料来源: 福耀玻璃招股书, 海通证券研究所

信义、福耀等企业相比日本、欧洲的竞争对手在盈利水平上有显著优势, 收入扩张速度快于竞争对手。信义、福耀等企业在人均费用、单位生产成本表现优于竞争对手, 2017年信义、福耀人均销售额较圣戈班(玻璃事业部)低的基础上, 人均营业利润高于后者, 从直观的营业利润率角度来看, 国产企业显著优于竞争对手。凭借超过30年的汽车玻璃行业经验, 我们认为信义、福耀在产品质量、生产技术水平、产品设计、定价、付款期、交货速度、客户服务及品牌知名度等指标上均具备较强竞争力, 因此近年来国产企业收入增速表现持续优于竞争对手。

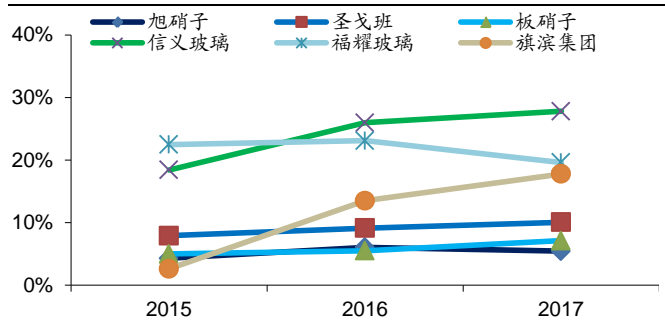
盈利水平之间的差异导致外资企业扩张意愿不高, 而信义、福耀等企业在海外加大产能扩张。1) 福耀玻璃: 公司在俄罗斯, 美国俄亥俄州、伊利诺伊州通过自建、收购持续扩张; 2) 信义玻璃: 公司在马来西亚、加拿大积极扩充浮法玻璃产能。3) 近年来外资企业收入增长缓慢, 由于外资企业总体投资资本回报率不高, 我们预计其扩张规模的意愿较为有限。最为典型的企业如美国企业PPG, 将部分玻纤、玻璃资产分别出售给板硝子、福耀玻璃, 退出上述市场, 聚焦涂料业务。

图14 玻璃部门人均销售及人均营业利润对比

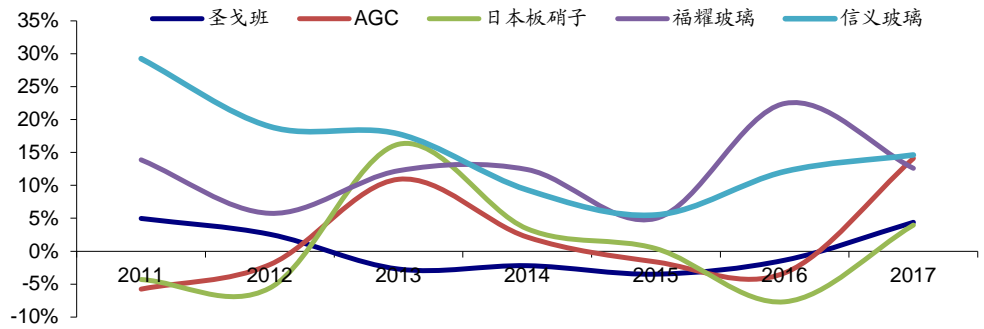


资料来源: 圣戈班、福耀玻璃、信义玻璃 2017 年报, 海通证券研究所

图15 各企业玻璃业务营业利润率对比



资料来源: 各公司年报 (2015-2017), WIND, 海通证券研究所

图16 各企业营业收入增速对比


资料来源: WIND, 海通证券研究所

3. 浮法玻璃、建筑玻璃: 期待冷修、竣工复苏共振

浮法玻璃和建筑玻璃均主要应用于地产竣工领域: **1) 供给:** 综合考虑冷修、复产、新点火产能等3方面因素, 我们预计2019年玻璃供给基本持平, 节奏上供给增速有望持续放缓; **2) 需求:** 考虑到新开工面积增速领先玻璃需求半年~1年时间, 我们认为2019年玻璃需求增速或因地产新开工向施工传导存在回升可能。

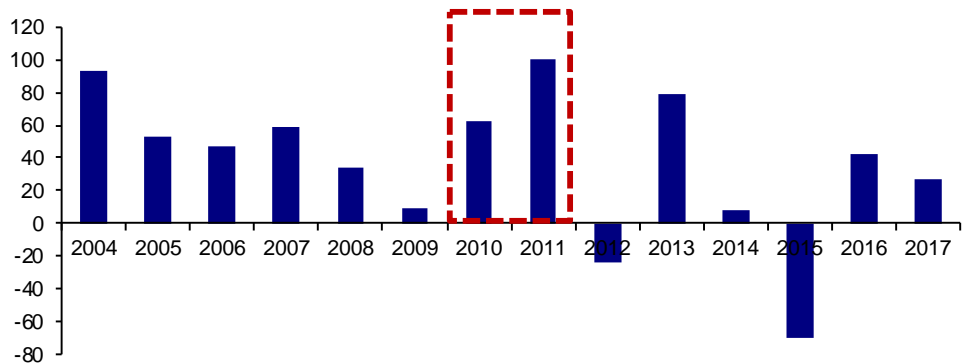
3.1 供给: 行业冷修小高峰有望降低供给增速

玻璃行业供给端变化主要由3方面组成, 分别为冷修、复产、新点火, 我们预计2019年玻璃供给同比基本持平, 节奏上供给增速有望持续放缓。

3.1.1 玻璃行业已步入冷修小高峰

综合考虑行业盈利水平、季节性、窑龄, 我们认为2018年11月是玻璃行业冷修小高峰的开始。

由于玻璃新点火窑炉一般需要7~8年进行一次冷修(全面更换耐火砖、更换部分老旧设备等), 2010~2011年期间玻璃产能集中投放, 考虑到7~8年的冷修周期, 2017~2019年这些窑炉均已经到达需要冷修的时间, 由于2017~2018H1玻璃行业整体盈利处于较高水平, 多数企业选择将窑炉冷修时间延后。

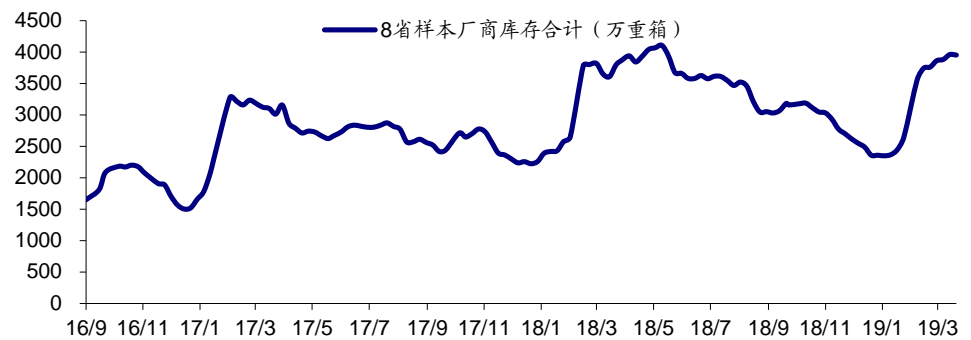
图17 玻璃行业每年产量相比前一年变化量 (百万重箱)


资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所 注: 因每年统计口径不同, 我们根据直接披露的增速倒退出数据

我们梳理了 2017~2018 年行业冷修生产线，2017~2018 年行业累计冷修生产线数量 29 条，可以看到 2017H2 剔除 8 条因采暖季期间政府鼓励企业冷修外（期间政府要求限产 15%、沙河地区出现重污染橙色预警），仅 1 条生产线正常进入冷修，2018H1 仅 2 条生产线冷修（2017H2~2018H1 行业盈利水平相对较高，见图 4），而多数生产线是在盈利水平较低的 2018Q4 进行冷修，即进入 2018 年 11 月之后。

我们认为玻璃企业选择冷修的时点是考虑了行业盈利水平（一般选择盈利水平较低时期）、季节性（一般选择淡季冷修）、窑龄（7~8 年需要冷修，若延后会对玻璃质量、营运成本产生影响）等因素综合决定，从实际情况来看，2018 年 11 月开始行业冷修高峰已逐步显现。根据卓创资讯统计数据，2018Q3 开始玻璃库存逐步下行，2019Q1 由于需求淡季库存季节性回升，但同比变化不大。

图18 监测样本玻璃厂商库存水平同比基本持平



资料来源：卓创资讯，海通证券研究所

表 3 2017~2018 年进入冷修的生产线统计

2018 年冷修生产线					
编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量(t/d)	冷修时间
1	河北	沙河市德金玻璃有限公司	鸿升线	200	2018 年 4 月
2		河北沙河建祥玻璃制品有限公司	二线	1100	2018 年 8 月
3		河北迎新浮法玻璃有限公司	迎新二线	450	2018 年 8 月
4			迎新三线	600	2018 年 9 月
5		河北鑫利浮法玻璃有限公司	鑫利二线	600	2018 年 8 月
6		河北润安建材有限公司	迁安二线	700	2018 年 12 月
7		中国耀华玻璃集团有限公司	北方一线	500	2018 年 12 月
8	山西	山西青春玻璃有限公司	黎城二线	600	2018 年 11 月
9		山西利虎玻璃（集团）有限公司	交城二线	500	2018 年 12 月
10	山东	威海蓝星玻璃股份有限公司	威海三线	450	2018 年 11 月
11	江苏	台玻长江昆山玻璃有限公司	昆山三线	600	2018 年 12 月
12	安徽	信义节能玻璃(芜湖)有限公司	芜湖三线	900	2018 年 11 月
13		安徽冠盛蓝玻实业有限公司	六安一线	600	2018 年 11 月
14	湖北	湖北亿钧耀能新材有限公司	亿钧二线	900	2018 年 12 月
15	广东	华尔润集团江门玻璃有限公司	江门二线	900	2018 年 3 月
16	福建	漳州旗滨玻璃有限公司	漳州二线	600	2018 年 12 月
17	海南	中航三鑫股份有限公司	中航一线	600	2018 年 8 月
18	陕西	中玻（陕西）新技术有限公司	一线	350	2018 年 11 月

合计				11250	
2017年冷修生产线					
1	河北	河北安全玻璃有限公司	安全五线	700	2017年11月
2			安全六线	700	2017年11月
3		沙河市长城玻璃有限公司	长城五线	700	2017年11月
4			长城六线	700	2017年11月
5		沙河市德金玻璃有限公司	德金三线	800	2017年11月
6			德金四线	800	2017年11月
7		南和县县长红玻璃有限公司	长红二线	600	2017年11月
8		河北吉恒源实业集团有限公司	吉恒源一线	600	2017年11月
9		迁安耀华玻璃有限公司	迁安一线	500	2017年6月
10	广东	广东新大明玻璃厂	大明一线	200	2017年5月
11	新疆	新疆信源浮法玻璃制品有限公司	信源一线	500	2017年11月
合计				6800	

资料来源：卓创资讯，海通证券研究所 注：标灰底色冷修时间为2018H1

根据沙河玻璃网不完全统计，2018年底~2019年有计划冷修的生产线占在产产能的8.4%。根据沙河玻璃网不完全统计，2018年底~2019年有冷修计划的玻璃生产线有21条，合计产能13250t/d，占全国在产产能的8.4%，从冷修计划来看，多数生产线将在19H1进入冷修期，因此我们预计此轮冷修小高峰将使得19H1供给端收缩幅度较大，有望进一步拉低玻璃行业库存水平。

表4 2018年底~2019有冷修计划生产线不完全统计

编号	生产企业	生产线	日熔量(t/d)	计划冷修时间	点火时间
1	中国耀华玻璃	北方一线	500	19年初(已冷修)	2008.09
2	中国耀华玻璃	北方二线	600	19H1	2010.10
3	石家庄玉晶玻璃	三线	800	19H1	2011.09
4	沙河长城玻璃	六线	800	19年底	2009.12
5	河北润安建材	迁安二线	700	2019年1月(已冷修)	2010.10
6	山西利虎玻璃集团	青春二线	600	2018年11月(已冷修)	2010
7	山西利虎玻璃集团	利虎二线	500	2018年11月(已冷修)	2009
8	威海蓝星玻璃	威海三线	450	2018年11月(已冷修)	2012.10
9	青岛圣戈班韩洛玻璃	青岛圣戈班一线	500	19年6~7月冷修	2005.01
10	滕州金晶玻璃	滕州三线	800	未定	2010.09
11	东台中玻特种玻璃	东台一线	600	未定	2009.12
12	天津耀皮	耀皮一线	550	19年4~5月份	2008.10
13	漳州旗滨玻璃	漳州二线	600	未定	2009.01
14	信义江门	江门二线	900	19H1	2011
15	信义江门	江门一线	600	19年底冷修	2011
16	黑龙江佳星玻璃	佳星二线	600	19H1	2010.12
17	荆州亿钧玻璃	亿钧二线	900	2019年1月(已冷修)	2010.09
18	江西宏宇能源发展	宏宇一线	700	未定	
19	青海耀华特种玻璃	耀华一线	600	19H1	2012.09
20	陕西蓝星玻璃	陕西蓝星一线	350	2018年11月(已冷修)	2011.05
21	安徽蓝翔节能玻璃	六安一线	600	2018年11月(已冷修)	
合计			13250		

资料来源：沙河玻璃网，海通证券研究所

3.1.2 环保、盈利水平影响企业投产能力和意愿，供给收缩成大概率事件

我们预计玻璃未来的供给增量主要来自生产线复产和新线点火。

复产方面，我们预计 2019 年复产产能占目前在产产能 5.7%。一般而言生产线正常冷修所需时间约半年~1 年时间（特别快的可短至 3 个月，如仅更换耐火材料），但由于环保压力和不同省区对用煤指标的控制，我们预计部分生产线复产难度较大，比如 2017 年 11 月沙河地区集中停产冷修的多条生产线至 2019 年 3 月尚未复产。此外，从 2018 年生产线复产的节奏来看，大部分生产线选择在盈利水平较好的上半年进行复产点火，这与我们上文分析的行业实际盈利水平变化较为一致。

2017~2018 年进入冷修状态的 29 条生产线，合计产能 18050t/d，占全国在产产能比重约 11.5%，假设其中有 50% 的产能会在 2019 年复产，即新增供给约 5.7%；考虑到 2017~2018H1 行业高盈利水平持续长达 1 年半时间，2017 年之前进入冷修但仍尚未复产的生产线，其在 2019 年复产的可能性较低，我们暂时不予考虑。

表 5 2018 年复产生产线梳理

编号	省份	生产企业	生产线名称	日熔量 (t/d)	点火时间	冷修时间
1	河北	永年县耀威玻璃有限公司	耀威一线	450	2018 年 1 月	2017 年 8 月
2		廊坊金彪玻璃有限公司	廊坊二线	600	2018 年 2 月	2015 年 5 月
3		南和县长红玻璃有限公司	长红一线	600	2018 年 6 月	2017 年 11 月
4		中国耀华玻璃集团有限公司	耀华二线	560	2018 年 6 月	2016 年 4 月
5		河北南玻玻璃有限公司	南玻一线	600	2018 年 9 月	2017 年 4 月
6	浙江	浙江旗滨玻璃有限公司	长兴一线	900	2018 年 1 月	2017 年 4 月
7		嘉兴福莱特玻璃有限公司	福莱特一线	600	2018 年 5 月	2017 年 12 月
8	安徽	信义节能玻璃(芜湖)有限公司	芜湖二线	700	2018 年 7 月	2018 年 2 月
9		安徽凤阳玻璃有限公司	凤阳一线	600	2018 年 11 月	2018 年 6 月
10	湖北	宜昌南玻光电玻璃有限公司	宜昌超薄线	200	2018 年 1 月	2017 年 7 月
11		湖北三峡新型建材股份有限公司	三峡四线	1000	2018 年 4 月	2017 年 11 月
12	湖南	醴陵旗滨玻璃集团股份有限公司	醴陵五线	700	2018 年 3 月	2017 年 8 月
13	江西	江西安源玻璃有限公司浮法玻璃厂	萍乡二线	650	2018 年 2 月	2017 年 1 月
14	广东	广东英德市鸿泰玻璃有限公司	鸿泰一线	600	2018 年 9 月	2018 年 6 月
15	福建	漳州旗滨玻璃有限公司	漳州一线	1000	2018 年 1 月	2017 年 3 月
16	云南	云南马龙海生润新材料有限公司	浮法二线	700	2018 年 5 月	2016 年 3 月
合计				10460		

资料来源：卓创资讯，海通证券研究所 注：标灰底色复产点火时间为 2018H1

新线方面，我们预计 2019 年新点火生产线产能占目前在产产能 3.3%。根据卓创资讯统计数据，计划在 2019 年投产的生产线有 9 条，合计产能 5200t/d，约占目前在产产能 3.3%。考虑部分生产线计划年末投产，实际有效产能贡献将更低。

表 6 计划在 2019 年投产生产线梳理

编号	生产企业	生产线名称	日熔量(t/d)	进展
1	江苏苏华达新材料有限公司	新区二线	600	老厂区三线搬迁项目
2		新区三线	150	筹建
3	安徽华光光电材料科技集团有限公司	防火玻璃	150	在建
4	河南省中联玻璃有限责任公司	一线	600	退市进园, 计划 2019 年年底投产
5		二线	600	退市进园, 计划 2019 年年底投产
6	福建连江瑞玻有限公司	连江一线	800	在建, 计划 2019 年初点火
7	福建龙泰实业有限公司	一线	700	在建, 计划 2019 年初点火
8	福州新福兴浮法玻璃有限公司	一线	1000	2017 年 11 月 9 日奠基, 2018 年四季度建成, 推迟至 2019 年点火
9	本溪福耀浮法玻璃有限公司	本溪三线	600	视行情点火
合计			5200	

资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

综合考虑冷修、复产、新点火产能等 3 方面因素, 我们预计 2019 年玻璃供给基本持平 (+0.6%), 节奏上供给增速有望持续放缓。

3.2 需求: 2019H1 房屋施工、竣工增速有望回升, 玻璃需求随之回暖

我们认为目前地产链节奏处于由新开工向施工环节传导过程中, 期待 2019 年施工带动玻璃需求回升。

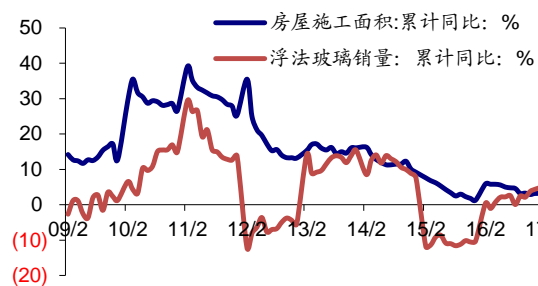
对比 2009 年以来玻璃行业销量增速和地产新开工、施工面积、销售面积、竣工面积增速, 其中玻璃销量与新开工、施工面积增速相关性尚可(相关系数分别为 0.47、0.56), 与销售、竣工面积增速相关性较低(相关系数分别为 0.19、0.14)。图 19 数据表明玻璃销量增速一般滞后于新开工面积增速半年~1 年时间, 而与施工面积增速较为同步。我们认为这主要是因为玻璃需求发生在施工期间, 而施工环节滞后于新开工, 由于 2018 年 1~12 月新开工面积增速处于高位, 同时竣工面积增速处于低位, 施工面积增速持续提升, 因此后续玻璃施工需求有望得到改善。

图19 全国浮法玻璃销量、新开工面积累计增速对比



资料来源: 国家统计局, 中国建筑玻璃与工业玻璃协会, 海通证券研究所

图20 全国浮法玻璃销量、施工面积累计增速对比



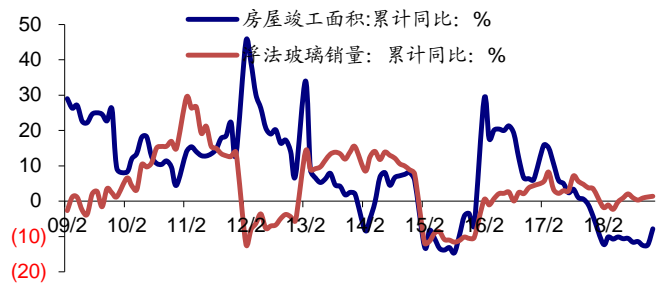
资料来源: 国家统计局, 中国建筑玻璃与工业玻璃协会, 海通证券研究所

图21 全国浮法玻璃销量、销售面积累计增速对比



资料来源：国家统计局，中国建筑玻璃与工业玻璃协会，海通证券研究所

图22 全国浮法玻璃销量、竣工面积累计增速对比



资料来源：国家统计局，中国建筑玻璃与工业玻璃协会，海通证券研究所

逻辑上而言，玻璃装修应用处于建筑物施工偏后环节，在房屋验收（竣工）之前，因此2018年高增长的新开工面积无法对玻璃需求形成拉动（剔除提前采购备货影响），同时玻璃集中安装的施工环节在2018年增速表现一般，导致2018年玻璃需求总体表现较为平淡。考虑到新开工面积增速领先玻璃需求半年~1年时间，我们认为2019年玻璃需求增速或因地产新开工向施工传导存在回升可能。

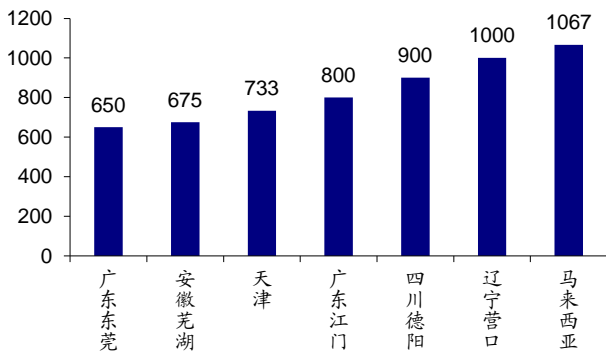
4. 信义玻璃：进击的玻璃龙头

1) 单线规模效应（单耗、费用率低）以及较高的原片自给率使得公司盈利水平显著高于国内外竞争对手。

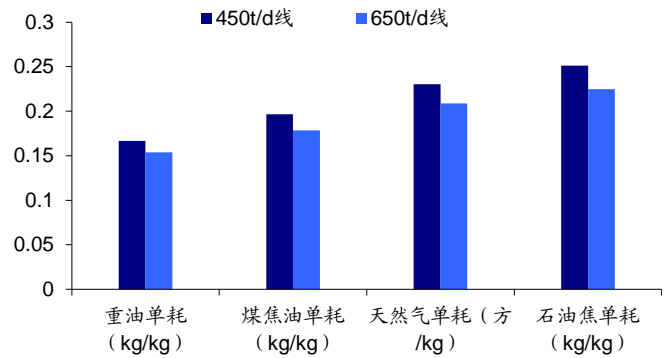
2) 公司历次在行业下行期/景气低位产能逆势扩张、精准卡位。在国内企业严禁新增产能环境下，公司通过港澳台投资背景（可参照、适用外商投资法，在中西部扩优质产能）、产能置换（淘汰原华尔润产线）、布局海外（享受税收/关税、能源成本、运费等优势）等方式继续拉开浮法玻璃产能领先距离，规划2020年底浮法玻璃日熔量较2017年底增加50%以上。

4.1 单线规模优势、高原片自给率带来高盈利能力

单线规模持续提升，规模效应下单耗优势渐现。公司自2006年开始向上游扩充浮法玻璃产能，从最早的广东东莞基地到最新的马来西亚基地，公司单线产能规模持续提升，由早期的500t/d上升至1200t/d。公司目前单位生产线规模约767t/d，较2018年末全国平均水平（663t/d）具备显著优势。由于单位生产线规模的扩大，使得无论在燃料的单耗还是固定费用的摊销均较小规模产线有显著优势。

图23 公司浮法单线产能 (t/d) 持续提升 (按投产时间顺序)


资料来源: 卓创资讯, 公司官网, 海通证券研究所

图24 不同规模生产线单耗对比


资料来源: 《浮法玻璃燃料的选择与节能降耗》, 海通证券研究所

表7 公司各生产线梳理

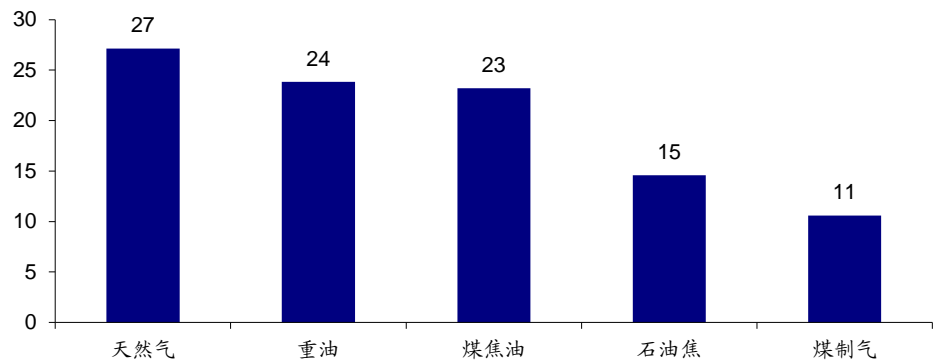
	生产线	日熔量 (t/d)	新建投产日期	最近点火时间	备注
1	辽宁营口信义一线	1000	2014.01		
2	辽宁营口信义二线	1000	2014.02		
3	天津信义玻璃一线	1000	2011.08		
4	天津信义玻璃二线	600	2012.04		
5	天津信义玻璃三线	600	2012.07		
6	安徽信义芜湖一线	500	2009.09		预计 2019 年冷修
7	安徽信义芜湖二线	700	2009.10	2018.07	
8	安徽信义芜湖三线	900	2010.08	冷修中	预计 2019H1 复产
9	安徽信义芜湖四线	600	2011.08		
10	芜湖电子级玻璃#1	500	2013.04		
11	芜湖电子级玻璃#2	200			
12	广东东莞虎门信义一线	500	2006.03	2015.04	
13	广东东莞虎门信义二线	700	2006.07	2015.05	预计 2019 年冷修
14	广东东莞虎门信义三线	500	2007.06	2013.05	
15	广东东莞虎门信义四线	900	2007.10	2015.08	
16	广东江门信义一线	600	2011.01		
17	广东江门信义二线	900	2011.03		
18	广东江门信义三线	900	2011.05		
19	广东江门信义四线	800	2015.06		
20	四川信义德阳一线	800	2014.11		
21	四川信义德阳二线	1000	2015.02		
22	马来西亚一期	1200	2017.1		
23	马来西亚二期	800	2018H2		
24	马来西亚二期	1200			
	合计日熔量 (t/d)	18400			
	信义平均单线规模 (t/d)	767			
	全国平均单线规模 (t/d)	663			
25	加拿大	未公开披露			筹备
26	广西北海	未公开披露			在建
27	江苏张家港	未公开披露			在建

资料来源: 卓创资讯, 金融界, 海通证券研究所

公司使用天然气作为燃料, 玻璃价格、成本均高于使用其他燃料类别企业。由于天然气为环保清洁能源, 且烧制出来的浮法玻璃原片杂质含量低, 一般用于汽车玻璃、高端楼宇建筑玻璃、电子玻璃均需要天然气烧制的浮法玻璃原片。公司所有的产线均采用天然气作为燃料, 客户中包含了旭硝子、福耀玻璃等汽车、电子玻璃厂商。由于天然气作为燃料, 其单位生产成本显著高于其他燃料, 因此我们预计公司浮法玻璃在单位价格、成本均较使用其他燃料的生产企业高, 毛利率表现上虽不具备绝对优势, 但我们预计公

司在单位玻璃毛利绝对值上处于领先水平。

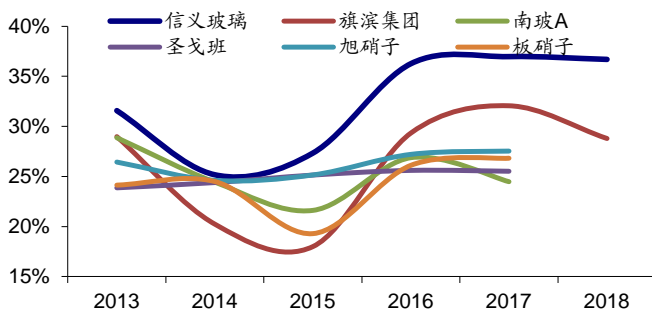
图25 不同玻璃燃料成本对比 (元/重箱)



资料来源:《浮法玻璃燃料的选择与节能降耗》,海通证券研究所

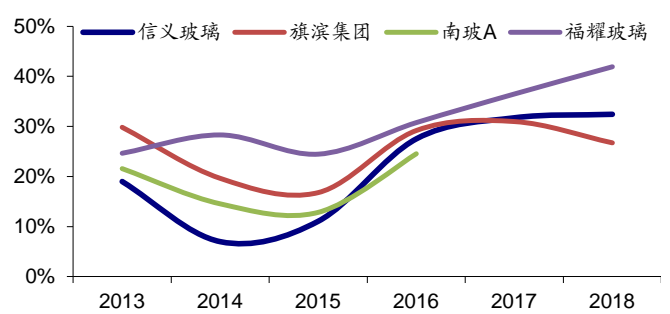
玻璃原片高自给率使得公司汽车玻璃毛利率表现强于福耀玻璃。公司作为全国浮法玻璃产能规模第一大企业,原片供给充足,公司汽车玻璃均使用自产浮法原片,而竞争对手福耀玻璃自给率低于公司,因此从汽车玻璃毛利率来看,公司盈利水平更强。

图26 各玻璃企业综合毛利率对比



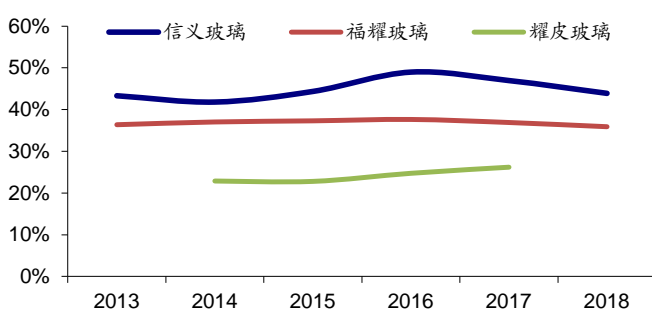
资料来源:各企业财报(2013-2018),海通证券研究所

图27 各玻璃企业浮法玻璃毛利率对比



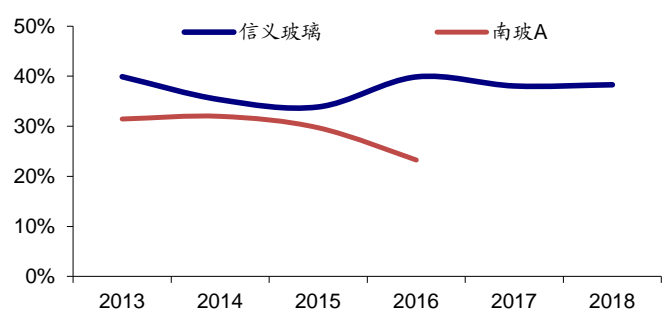
资料来源:各企业财报(2013-2018),海通证券研究所

图28 各玻璃企业汽车玻璃毛利率对比

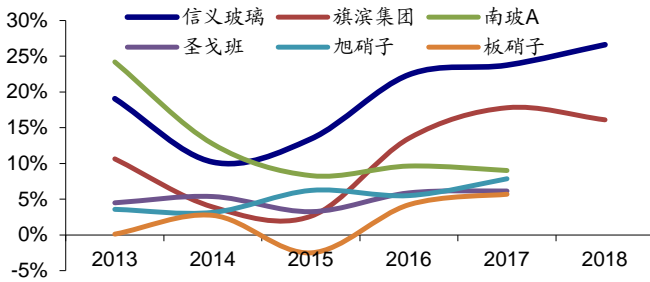


资料来源:各企业财报(2013-2018),海通证券研究所

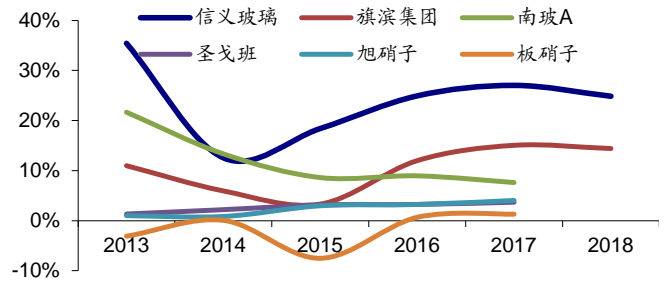
图29 各玻璃企业建筑玻璃毛利率对比



资料来源:各企业财报(2013-2018),海通证券研究所

图30 各玻璃企业营业利润率对比


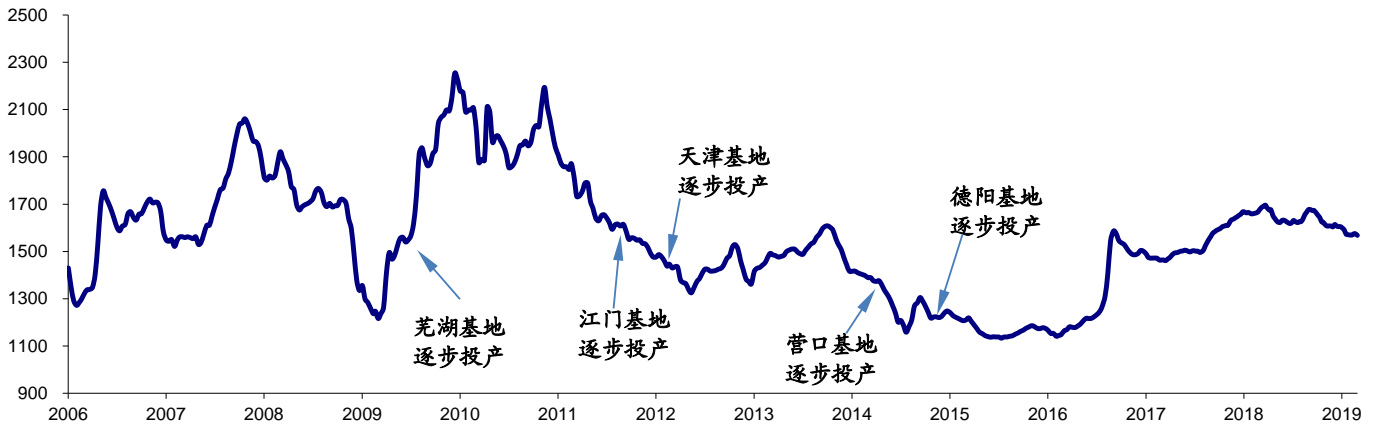
资料来源: 各企业财报 (2013~2018), 海通证券研究所

图31 各玻璃企业净利润率对比


资料来源: 各企业财报 (2013~2018), 海通证券研究所

4.2 紧抓机遇, 精准产能扩张

公司历次在行业下行期/景气低位产能逆势扩张、精准卡位。观察公司历来各基地的产能扩张节奏, 江门、天津、营口、德阳等基地均在行业下行或低谷期逐步实现产能扩张, 在享受随后的行业上行期盈利的同时实现精准卡位, 体现出较强的战略执行力。

图32 公司多次在行业下行期产能扩张 (曲线为玻璃市场均价: 元/吨)


资料来源: 卓创资讯, 公司官网, 中国玻璃期货网, 海通证券研究所

国内企业严禁新增产能环境下, 公司通过港澳台投资背景 (可参照、适用外商投资法)、产能置换、布局海外等方式继续拉开浮法玻璃产能领先距离, 规划 2020 年浮法玻璃日熔量较 2017 年增加 50% 以上。

1) 抓住港澳台投资背景红利, 扩充玻璃产能。根据国办发[2016]34 号文, 在 2020 年之前严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目, 但信义玻璃具备属于港澳台投资背景, 可参照、适用外商投资法, 因此可享受国家商务部 2017 年 33 号文政策, 鼓励外商投资中西部地区, 允许投资项目包括高档玻璃制品、特殊品种优质浮法玻璃技术开发及深加工。公司有效利用此有利政策, 已规划在广西北海投建玻璃生产线项目。

2) 置换江苏张家港华尔润玻璃产能, 加大华东产能布局: 根据江苏省工信厅《关于张家港华尔润玻璃产业有限公司平板玻璃产能置换方案的公告》(苏工信材料[2019]7 号), 淘汰原有的三条浮法玻璃生产线 (日熔化量分别为 450 吨、500 吨、900 吨),

采用二代浮法工艺技术，并对原有公辅设施进行适应性改造，建设两条日熔化量分别为 580 吨和 900 吨优质浮法玻璃生产线及配套深加工生产线，主要生产汽车玻璃和 Low-E 节能玻璃等高附加值玻璃。

3) 积极加码马来西亚、加拿大玻璃产能投建，有望受益当地税收和能源成本优势。 公司已于 2017~2018 年相继在马来西亚完成第 1 期 (1200t/d)、第 2 期 (800+1200t/d) 项目建设投产，我们预计不排除公司未来在东南亚其他地区仍有新产能规划。此外，公司在加拿大计划投资两条浮法生产线。我们预计海外项目在税收和能源成本较国内生产线有较大优势，其中马来西亚项目辐射东盟市场及“一带一路”沿线，有望打破韩国、印度对中国的反倾销风险；加拿大项目地处五大湖区北面，与底特律、芝加哥等核心城市距离较近，可大幅缩减运输成本及享受低价天然气的优势。

4.3 盈利预测及估值

浮法玻璃：公司预计 2019~2021 年的销量增长按照每年有效产能提升幅度测算，假设每年有效产能提升 1000t/d。我们预计竣工回升以及供给放缓有望改善玻璃供需，价格有提升空间，年初以来纯碱价格下行有望对毛利率有正向贡献。

汽车玻璃：由于公司所在市场主要为 AM 市场，行业增速取决于保有量的变化，我们预计全球汽车保有量表现平稳，预计 2019~2021 年汽车玻璃收入增速为 5%。由于玻璃原片采用自产玻璃，因此汽车玻璃成本取决于浮法玻璃生产成本，预计 2019 年汽车玻璃毛利率微幅提升。

建筑玻璃：我们预计 2019 年开始竣工面积增速有望回升，此外公司凭借较强的产品竞争力有望在份额上得到提升，因此假设 2019~2021 年收入增速分别 20%、15%、15%。由于玻璃原片采用自产玻璃，因此建筑玻璃成本取决于浮法玻璃生产成本，预计 2019 年汽车玻璃毛利率微幅提升。

表 8 公司分业务收支及预测

		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
浮法玻璃 (外销)	营业收入 (百万港元)	5022	6510	8017	8424	8947	9514	10080
	yoy (%)	6.6%	29.6%	23.2%	5.1%	6.2%	6.3%	6.0%
	毛利率 (%)	11.1%	27.5%	31.7%	32.4%	34.0%	34.0%	34.0%
汽车玻璃	营业收入 (百万港元)	3787	3748	3910	4252	4464	4688	4922
	yoy (%)	5.4%	-1.0%	4.3%	8.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率 (%)	44.3%	49.0%	46.9%	43.9%	44.0%	44.0%	44.0%
建筑玻璃	营业收入 (百万港元)	2651	2590	2801	3338	4006	4607	5298
	yoy (%)	3.8%	-2.3%	8.1%	19.2%	20.0%	15.0%	15.0%
	毛利率 (%)	33.9%	39.9%	38.0%	38.3%	38.5%	38.5%	38.5%
合计	营业收入 (百万港元)	11460	12848	14728	16014	17418	18808	20300
	yoy (%)	5.5%	12.1%	14.6%	8.7%	8.8%	8.0%	7.9%
	毛利率 (%)	27.3%	36.3%	37.0%	36.7%	37.6%	37.6%	37.6%

资料来源：公司年报 (2015~2018)，海通证券研究所

首次覆盖，给予“优于大市”评级。短期来看公司有望受益于纯碱价格转弱带来成本改善；公司玻璃生产线均采用清洁能源作为燃料，中期有望受益于行业环保政策带来的份额提升；公司有望凭借规模优势和精准卡位获得稳定增长。公司现金流充沛，长期维持高分红率，2019 年 4 月 1 日收盘价对应股息率 5.71%；前期重要股东增持+公司回购股票，认可公司投资价值。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别约 1.20、1.32、1.45 港元，参考可比公司，给予 2019 年 PE 9~11 倍，合理价值区间 10.80~13.20 港元，给予“优于大市”评级。

表 9 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元或港元/股) 一致预期				PE (倍)			PB (倍)
		2019/4/1	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	(按最新每股净资产计算)	
03606.HK	福耀玻璃	27.10	1.47	1.92	2.06	18	14	13	3.0	
601636.SH	旗滨集团	4.74	0.43	0.45	0.51	11	11	9	1.7	
01313.HK	华润水泥控股	8.45	0.52	1.14	1.21	16	7	7	1.6	
00914.HK	海螺水泥	49.10	3.51	6.59	6.56	14	7	7	2.0	
平均值						15	10	9	2.1	

资料来源: WIND, 海通证券研究所 注: 港股单位为港元, A 股单位为 RMB, 汇率取 1HKD 兑换 0.8544RMB。

5. 风险提示

- 1) 中美贸易战不确定性: 公司部分产品向美国销售, 若后续中美局势恶化或对公司对美销售产生不利影响。
- 2) 地产竣工回升不确定性: 公司浮法玻璃、建筑玻璃产品主要用于建筑装修, 应用环节接近竣工端, 若后续地产竣工增速低于预期可能导致公司收入增长放缓。
- 3) 成本端变化不确定性: 公司核心原料成本为纯碱、天然气, 若后续纯碱、天然气价格大幅上升将压低公司整体盈利水平。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万港元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (港元)					营业总收入	16014.49	17417.62	18808.20	20300.08
每股收益	1.06	1.20	1.32	1.45	营业成本	10139.14	10867.07	11735.38	12665.37
每股净资产	4.66	4.92	5.70	6.56	毛利率%	36.69%	37.61%	37.60%	37.61%
每股经营现金流	0.89	1.22	1.35	1.49	其他经营净收益	540.95	600.00	600.00	600.00
每股股利	0.52	0.59	0.65	0.71	其他收入-经营	537.46	500.00	500.00	500.00
价值评估 (倍)					营业费用	772.27	836.05	846.37	852.60
P/E	8.59	7.61	6.91	6.27	营业费用率%	4.82%	4.80%	4.50%	4.20%
P/B	1.95	1.85	1.60	1.39	管理费用	1634.78	1741.76	1824.40	1908.21
P/S	2.27	2.09	1.93	1.79	管理费用率%	10.21%	10.00%	9.70%	9.40%
股息率 (%)	5.71%	6.44%	7.09%	7.82%	财务费用	142.47	150.00	150.00	150.00
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.89%	0.86%	0.80%	0.74%
毛利率	36.69%	37.61%	37.60%	37.61%	营业利润	4546.71	5072.74	5502.06	5973.90
净利润率	26.46%	27.44%	27.98%	28.61%	投资收益	565.90	700.00	840.00	1008.00
净资产收益率	22.99%	24.97%	24.81%	23.72%	利润总额	4970.14	5622.74	6192.06	6831.90
资产回报率	13.45%	14.36%	14.77%	14.79%	所得税	722.56	843.41	928.81	1024.79
盈利增长 (%)					有效所得税率%	14.54%	15.00%	15.00%	15.00%
营业收入增长率	8.74%	8.76%	7.98%	7.93%	少数股东损益	10.77	0.00	0.00	0.00
净利润增长率	5.56%	12.80%	10.13%	10.33%	归属母公司所有者净利润	4236.81	4779.33	5263.25	5807.12
偿债能力指标									
资产负债率	42.77%	42.01%	39.06%	36.36%					
流动比率	1.39	1.55	1.71	1.88					
速动比率	1.01	1.17	1.32	1.49					
现金比率	0.70	0.84	0.98	1.13					
经营效率指标 (%)									
应收帐款周转天数	65.50	57.48	55.89	54.37	资产负债表 (百万港元)	2018	2019E	2020E	2021E
存货周转天数	39.34	38.05	37.71	37.38	货币资金	4598.51	5691.83	6884.39	8191.81
总资产周转率	0.51	0.52	0.53	0.52	应收款项	2675.79	2809.58	2950.06	3097.56
固定资产周转率	1.23	1.27	1.25	1.22	存货	1754.51	1877.33	2008.74	2149.36
					其它流动资产	173.76	173.76	173.76	173.76
					流动资产合计	9202.57	10552.49	12016.95	13612.48
					长期股权投资	4679.89	4913.88	5159.58	5417.56
					固定资产	13079.44	14387.39	15826.12	17408.74
					无形资产	3744.19	4043.72	4367.22	4716.59
					非流动资产合计	23476.70	23344.99	25352.92	27542.89
					资产总计	32679.27	33897.49	37369.87	41155.37
现金流量表 (百万港元)	2018	2019E	2020E	2021E	短期借款	3094.44	3156.33	3219.46	3283.85
净利润	4236.81	4779.33	5263.25	5807.12	应付账款	2897.08	3041.94	3194.04	3353.74
营运资金变动	682.21	-111.75	-119.80	-128.41	其它流动负债	611.26	611.26	611.26	611.26
经营活动现金流	3554.60	4891.08	5383.04	5935.53	流动负债合计	6602.79	6809.53	7024.75	7248.84
投资活动现金流	-1389.18	-1607.48	-1762.24	-1931.99	长期借款	6874.93	7012.43	7152.68	7295.73
融资活动现金流	-615.41	-2190.28	-2428.25	-2696.12	其它长期负债	417.67	417.67	417.67	417.67
现金净流量	1550.00	1093.32	1192.56	1307.42	非流动负债合计	7374.22	7430.10	7570.35	7713.40
					负债总计	13977.01	14239.63	14595.10	14962.25
					实收资本	399.32	399.46	399.46	399.46
					普通股股东权益	18624.73	19657.85	22774.76	26193.13
					少数股东权益	77.53	81.41	85.48	89.76
					负债和所有者权益合计	32679.27	33897.49	37369.87	41155.37

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 01 日
 资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
冯晨阳 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,中国巨石,中设集团,龙元建设,中国建筑,华新水泥,葛洲坝,三棵树,伟星新材,棕榈股份,隧道股份,冀东水泥,中国中铁,岭南股份,东方雨虹,中钢国际,海螺水泥,文科园林,铁汉生态,中国交建,北新建材,金螳螂,苏文科,华润水泥控股,东易日盛,东方园林,塔牌集团,旗滨集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 联系人
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 联系人
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 联系人
 谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zxh12382@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
 郑子勤(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 联系人
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 联系人
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
 梁广楷(010)56760096 lglk12371@htsec.com
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
 联系人
 曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 联系人
 史岳 sy11542@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
 谢茂莹 xmx12344@htsec.com

互联网及传媒

 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 联系人
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业

 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com
 尹苓(021)23154119 yl11569@htsec.com
 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
 联系人
 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com

煤炭行业

 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 联系人
 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
 房青(021)23219692 fangq@htsec.com
 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
 联系人
 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
 联系人
 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com
 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com
 于成龙 ycl12224@htsec.com
 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
 联系人
 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com
 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
 联系人
 李芳洲(021)23154127 lzf11585@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
 罗月江(010)56760091 lry12399@htsec.com
 联系人
 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com
 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com

纺织服装行业

梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com
 联系人
 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com
 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
 联系人
 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com
 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
 周丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
 联系人
 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
 张欣劼 zxx12156@htsec.com
 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com
 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
 联系人
 孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
 戚珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
 张恒恒 zhx10170@htsec.com
 联系人
 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
 解巍巍 xww12276@htsec.com
 林加力(021)23214395 lj12245@htsec.com
 联系人
 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
 联系人
 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣颖永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com