

## 龙头业绩稳健，价格回升， 产能投放新增驱动

### 事件

**事件一：**2019年9月27日，公司发布2019年完整中期报告。公司2019年上半年实现营业收入74.50亿港元，同比减少3.8%；实现毛利26.89亿港元，同比减少7.8%；实现归母净利润21.25亿港元，同比增长5.8%。上半年每股收益达53.1港仙，每股派发股息25.0港仙。

**事件二：**9月初，工信部、国家发改委和国家能源局先后组织10个督导组奔赴全国，查处目前在全国存在的“未批先建”“批小建大”“批建不符”等违规建设的生产线。云南两条正在运营的浮法玻璃生产线被责令强制停产，产能分别为500吨和600吨。近期，河北省邢台市加强大气污染防治，18家玻璃企业受限产、停产影响。

**事件三：**10月11日，玻璃期货活跃合约报收1459元/吨，环比上涨0.90%，同比上涨9.62%。现货平均报价为80.22元/重量箱，环比上涨0.12%，同比下跌1.30%。2019年1-9月，玻璃期货活跃合约累计均价为1387.08元/吨，同比下跌3.34%；现货累计均价为75.87元/重量箱，同比下降6.43%。

### 我们的分析与判断

#### 营销策略+结构优化+产能释放发力，19H1业绩承压显韧性

2019年上半年业绩表现平稳，公司营业收入同比减少3.8%，主要原因是浮法玻璃业务有所下跌，由于市场竞争日趋激烈和人民币贬值，浮法玻璃收入同比降低14.7%。公司通过严格控制生产成本、更具附加值及升级的产品结构、更加优质的产品组合等策略，实现了建筑玻璃、汽车玻璃业务规模和盈利能力的增长，并获得更多的海外市场，同时受信义光能及信义能源的贡献，公司净利率保持增长。

分产品来看，2019年上半年公司浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃分别实现营收35.28、22.04、17.17亿港元，同比变动分别为-14.7%、4.2%、15.0%。其中：

## 信义玻璃 (00868)

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

罗乾生

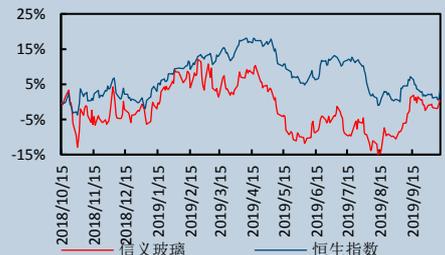
luoqiansheng@csc.com.cn

010-85130305

执业证书编号：S1440519060003

发布日期：2019年10月14日

### 股价表现



### 相关研究报告

18.08.01 信义玻璃2018中报点评：差异化战略  
下逆势增长，全球龙头地位稳固

浮法玻璃业务收入的下落 14.7%，主要原因是市场环境竞争激烈及人民币贬值；毛利率较 2018 年同期下降 5.5pct 至 28.0%，主要原因是中国房地产限制性政策导致目前建筑行业竞争激烈，售价降低，以及环保政策提高生产成本。2017 年受益于地产需求回暖、供给侧改革、环保压力等因素，浮法玻璃价格逐渐提升，18 年初均价达到高点 1650 元/吨；18 年下半年均价有所下滑，呈现整体高位，淡季不淡、旺季不旺；2019 年上半年，浮法玻璃价格较 18 年高点有回落，均价较 18 年上半年下跌 6.4%，随着进入旺季，浮法玻璃价格重新回升。

汽车玻璃的销售增长 4.2%，主要来自公司有效的营销策略令汽车玻璃的海外销量增长。18 年公司通过电动车引入适用于新车型的新产品及增值应用（如先进驾驶员辅助系统、抬头型显示器、隔音及天窗），实施灵活营销策略。同时公司持续开发新海外客户及加强现有客户联系，不断发掘商机并增加新产品销量，截至 2018 年末，公司汽车玻璃产品销往全球 140 多个国家。由于人民币贬值，约 78% 的汽车玻璃由海外销售，汽车玻璃产品的毛利率同比提升 1.0pct 至 45.9%，19 年预计保持相对稳定。

建筑玻璃增速为 15%，同时毛利率同比提升 1.2pct 至 40.2%，主要由于报告期内平均售价上升。在地产竣工数据好转、一二线地产销售渐企稳以及 19 年地产趋势先抑后扬预期下，我们认为建筑玻璃将继续保持增长态势。

### 产能持续扩张，高分红价值优

作为全球玻璃行业领先企业，公司持续通过产能扩张来提升规模经济效应，不断巩固自身领导地位。目前产能遍及全国，海外扩张选择具备原料和地理优势的国家。公司在京津冀地区、成渝经济区、长江三角洲、珠江三角洲均有工业园区，拥有浮法产能 540 万吨，预计公司在国内北海、张家港新建的生产线也将于 2019-2020 年陆续投产，在海外扩张方面，2018 年公司在马来西亚的两条新浮法玻璃生产线顺利投产，目前在马来西亚拥有三条产线，日产能 3200 吨，为公司实现更多海外业务。

同时，公司保持稳定、持续的高分红，投资价值凸显。根据 19 年中期报告，公司 2019 年上半年每股基本收益 53.1 港仙，每股派发股息 25.0 港仙，派息比率约为 47.1%，继续保持稳定的高分红比例。

### 整体毛利率小幅下滑，销售费用有所增长

盈利能力方面，公司 2019 年上半年整体毛利率为 36.1%，较 18 年同期下滑 1.6pct，主要系公司浮法玻璃业务毛利率明显下滑所致。在毛利率下滑的情况下，公司进行生产成本严格控制及生产效率管理提升，通过研发投入、技术改良和规模效应等提高生产效率，扩展高附加值产品，于 2019 年上半年销售净利率为 28.52%，同比提升 2.6pct。

期间费用方面，2019 年上半年公司销售费用率为 5.9%，同比提升 1.2pct，提升的主要原因是中美贸易战下加征的美国进口关税部分及运输及航运保险成本；财务费用率为 1.9%，同比提升 0.7pct，主要是未偿还银行借贷增加及香港银行同业拆息上升所致；管理费用率为 11.2%，同比提升 1.8pct，主要原因是新业务拓展及工厂产生的业务开发及营运前开支较高。

### 投资建议：

我们预计 2019-2020 年信义玻璃营业收入分别为 160.91、183.20 亿港元，同比增长 0.48%、13.85%；归母净利润为 43.51、48.02 亿港元，同比增长 2.69%、10.36%；对应 P/E 分别为 8.06、7.30 倍，维持“买入”评级。

### 风险因素：

原料价格波动、行业竞争加剧、项目进展不达预期。

**图表 1：信义玻璃财务数据**

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	H1FY2019
营业总收入（亿元）	<b>108.61</b>	<b>114.60</b>	<b>128.48</b>	<b>147.28</b>	<b>160.14</b>	<b>74.50</b>
同比（%）		5.52%	12.11%	14.63%	8.74%	-3.85%
毛利润（亿元）	<b>27.33</b>	<b>31.33</b>	<b>46.59</b>	<b>54.44</b>	<b>58.75</b>	<b>26.89</b>
同比（%）		14.61%	48.73%	16.85%	7.92%	-7.85%
归母净利润（亿元）	<b>13.64</b>	<b>21.13</b>	<b>32.13</b>	<b>40.14</b>	<b>42.37</b>	<b>21.25</b>
同比（%）		54.96%	52.07%	24.91%	5.56%	5.83%
整体毛利率(%)	<b>25.17%</b>	<b>27.34%</b>	<b>36.26%</b>	<b>36.97%</b>	<b>36.69%</b>	<b>36.09%</b>
归母净利率(%)	12.56%	18.44%	25.01%	27.25%	26.46%	28.52%
销售费用率(%)	5.59%	5.92%	4.81%	4.54%	4.78%	5.90%
财务费用率(%)	0.84%	0.79%	0.99%	1.02%	1.32%	1.85%
EPS（最新摊薄股本）	0.34	0.53	0.80	1.00	1.06	0.53
PE	21.39	13.80	9.08	7.27	6.88	-

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 2：信义玻璃业绩拆分**

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	H1FY2019
营业收入	<b>108.61</b>	<b>114.60</b>	<b>128.48</b>	<b>147.28</b>	<b>160.14</b>	<b>74.50</b>
同比（%）	9.31	5.52	12.11	14.63	8.73	-3.85
分产品						
汽车玻璃	<b>35.93</b>	<b>37.87</b>	<b>37.48</b>	<b>39.10</b>	<b>42.52</b>	<b>22.04</b>
同比（%）	9.31	5.38	-1.01	4.31	8.74	4.16
占比（%）	33.08	33.04	29.17	26.55	26.55	29.59
毛利率(%)	41.80	44.35	48.98	46.95	43.88	45.93
建筑玻璃	<b>25.56</b>	<b>26.51</b>	<b>25.90</b>	<b>28.01</b>	<b>33.38</b>	<b>17.17</b>
同比（%）	18.61	3.75	-2.31	8.12	19.20	15.01
占比（%）	23.53	23.14	20.16	19.02	20.85	23.05
毛利率(%)	35.30	33.86	39.86	38.04	38.29	40.17
浮法玻璃及超白光伏玻璃	<b>47.12</b>	<b>50.22</b>	<b>65.10</b>	<b>80.17</b>	<b>84.24</b>	<b>35.28</b>
同比（%）	4.85	6.57	29.62	23.15	5.08	-14.74
占比（%）	43.39	43.82	50.67	54.43	52.61	47.36
毛利率(%)	6.99	11.07	27.51	31.72	32.42	27.97
分地区						
大中华区	<b>76.43</b>	<b>80.58</b>	<b>94.20</b>	<b>107.74</b>	<b>114.38</b>	<b>48.98</b>
同比（%）	7.36	5.44	16.89	14.38	6.16	-12.06
占比（%）	70.37	70.32	73.32	73.16	71.42	65.74

北美		<b>12.88</b>	<b>13.44</b>	<b>12.96</b>	<b>14.90</b>	<b>16.22</b>	<b>8.88</b>	
	同比 (%)	47.27	4.32	-3.55	14.93	8.88	9.19	
	占比 (%)	11.86	11.72	10.09	10.11	10.13	11.92	
欧洲		<b>4.87</b>	<b>3.65</b>	<b>3.55</b>	<b>4.34</b>	<b>5.10</b>	<b>2.90</b>	
	同比 (%)	2.88	-25.02	-2.57	22.13	17.59	13.20	
	占比 (%)	4.48	3.18	2.77	2.95	3.19	3.89	
其他国家		<b>14.44</b>	<b>16.93</b>	<b>17.77</b>	<b>20.30</b>	<b>24.44</b>	<b>13.75</b>	
	同比 (%)	-1.77	17.30	4.95	14.20	20.44	23.92	
	占比 (%)	13.29	14.78	13.83	13.78	15.26	18.45	

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 3: 信义玻璃分红派息统计**

	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	H1FY2019
每股收益 (港元)	0.44	0.32	0.92	0.35	0.54	0.83	1.01	1.06	0.53
每股派息 (港元)	0.21	0.16	0.27	0.15	0.27	0.40	0.48	0.52	0.25
派息比例 (%)	47.27	50.44	29.38	43.13	49.18	48.32	47.46	49.20	47.17

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 4: 玻璃现货价格走势 (元/重量箱)**



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**图表 5: 玻璃期货价格走势 (元/吨)**



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## 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。

**罗乾生：**中国人民大学管理学学士、硕士，轻工消费研究员，2016 年加入中信建投。2018《水晶球》最佳分析师造纸印刷行业第二名、Wind 金牌分析师轻工制造行业第一名团队成员。

**研究助理 翟延杰：**轻工制造行业研究员，北京大学金融硕士，2019 年加入中信建投。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn  
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn  
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn  
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn  
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn  
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

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  
赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn  
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn  
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn  
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn  
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn  
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn  
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn  
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn  
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn  
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn  
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn  
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn  
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn  
许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn  
许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn  
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn  
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@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