


信义玻璃 (0868.HK)

世界浮法玻璃的信义“帝国时代”

评级: 增持

当前价格 (港元): 9.70

2017.12.24

	鲍雁辛 (分析师)	戚舒扬 (分析师)	赵晨阳 (研究助理)
	0755-23976830	0755-23976213	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	qishuyang@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880517050011	S0880117100137

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	5.71-9.73
当前股本 (百万股)	3,998
当前市值 (百万港元)	38,781

本报告导读:

我们认为,世界玻璃工业未来或将进入中国企业主导的“帝国时代”(参见我们的报告《管窥玻璃工业,谁主沉浮一百年》),我们认为信义玻璃是或将沿福耀玻璃路径成长的龙头:

摘要:

- **维持“增持”评级。**我们认为,世界玻璃工业未来或将进入中国企业主导的“帝国时代”(参见我们的报告《管窥玻璃工业,谁主沉浮一百年》),信义玻璃是或将沿福耀玻璃路径成长的龙头;因2017年国内环保调控愈发严格,浮法玻璃价格淡季不淡,未来环保趋严或将常态化,我们上调公司2017-19年净利润分别为39.12、47.38、57.83亿港元,对应eps为0.97、1.18、1.44港元,上调目标价至11.76港元。
- **全球浮法工业或进入“中国制造时代”:**浮法工艺稳定且实现了大规模工业化生产,自中国“洛阳浮法”80年代初诞生以来,经过近40年的快速发展,我们认为在重资产属性的玻璃工业,中国企业的全套国产化装备技术及生产效率已经具备明显的国际比较优势。
- **国际化成了必然的出路:**国内格局基本稳定,环保及能源和人工成本的上升,未来国内浮法行业格局不能仅仅局限于国内市场,将由全球比较优势重构,而海外低廉的成本、大规模自动化的生产组织为“走出去”的中国企业带来机遇,我们判断未来信义玻璃等优秀的中国制造业龙头在收获全球成长的同时,将实现对国内市场格局的变革。
- **信义——缔造世界浮法玻璃工业“帝国”:**信义玻璃独具品质溢价,是清洁能源的先行者,产能总规模全球领先,并且率先实现从劳动密集型产业向智能制造升级,其单线产能具规模优势;对比海外龙头及国内,期间费用管控显著低于行业,全套生产线设备已实现自主研发,建设成本更低,同时生产研发投入持续领先行业。我们认为,中国先进制造业出海的过程意味着弱化国内同质化竞争,绝不仅仅是量的增长,全球市场、全球制造、全球供货,生产前移的同时带来本土化人才的引入和全球化的物流体系,由此带来估值和业绩的双升,对标福耀玻璃,实现全球成长,业绩抬升的同时估值中枢稳步上移。
- **风险提示:海外建厂进展不及预期、国内地产需求断崖式下滑**

相关报告

《玻璃行业报告:环保高压持续发酵,淡季不淡,格局重塑》2017.12.04

《格局或重塑,淡季不淡是信号》2017.11.18

《管窥玻璃工业:谁主沉浮一百年?》2017.10.30

《浮法驱动业绩弹性,高股息提供安全边际》2017.08.02

《浮法汽玻双龙头,扬帆海外新成长》2017.07.02

财务摘要 (万港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,146,026	1,284,840	1,448,104	1,617,903	1,904,617
(+/-)%	5.52%	12.11%	12.71%	11.73%	17.72%
毛利润	313,269	465,925	528,337	621,323	752,183
净利润	211,314	321,343	391,245	473,783	578,346
(+/-)%	54.85%	52.17%	21.65%	21.10%	22.07%
PE	15.81	10.30	8.84	7.31	5.83
PB	2.62	2.52	2.44	2.34	2.25

目 录

1. 与众不同的观点:	3
1.1. 价值被低估, 估值业绩有望双升	3
2. 全球浮法工业或进入“中国制造时代”	3
2.1. 国内格局稳定, 排污许可证及排放新规或令供给出现缺口	4
2.2. 全球化——国际比较优势下的“海外加工厂”	7
3. 信义——缔造世界浮法玻璃工业“帝国”	9
3.1. 独具品质溢价, 清洁能源的先行者	10
3.2. 规模优势世界领先, 率先完成自动化升级	11
3.3. 费用管控体现国际接轨的经营能力	12
3.4. 生产研发投入持续领先行业	14
3.5. 生产基地覆盖核心经济带, 具备运输成本优势	15
4. 对比福耀, 开启全球化征程	15
5. 风险提示	16

1. 与众不同的观点:

“当凯撒跨过卢比孔河，一个时代开始了”

我们认为，世界玻璃工业未来或将进入中国企业主导的“帝国时代”（参见我们的报告《管窥玻璃工业，谁主沉浮一百年》），我们认为信义玻璃是或将沿福耀玻璃路径成长的龙头：

其一，2018年起国内严格执行排污许可证，且2018年6月1日新的平板玻璃排放标准即将施行，使得明年开始的未来3年，我们判断国内平板玻璃行业可能会产生供给缺口（参见我们的报告《格局或重塑，淡季不淡是信号20171118》）；

其二，信义开启的国际化，恰逢其时，已步入全球成长的轨道，考虑到产品可贸易性，未来的玻璃行业研究视角我们认为已经不能局限于国内，站在全球的视角，海外建厂将愈加获得国际比较优势，进而改变甚至颠覆全球及国内的玻璃工业的格局。

1.1. 价值被低估，估值业绩有望双升

信义主业分为浮法玻璃、汽车玻璃和建筑玻璃三大板块，业务形成除上游原材料外的玻璃产业链通路，且每块业务皆为龙头（浮法产能国内最大且定位高档玻璃，汽车后装市场玻璃市场份额最大，建筑玻璃国内市占率仅次于南玻）。公司属沪深港通标的，通过对比同处玻璃产业链的南玻、旗滨及福耀，我们发现公司价值被低估，考虑到其高股息率以及海外扩张带来的成长性，我们认为其估值业绩有望迎来双升。

因2017年国内环保调控愈发严格，浮法玻璃价格淡季不淡，未来环保趋严或将常态化，我们上调公司2017-19年净利润分别为39.12、47.38、57.83亿港元，对应eps为0.97、1.18、1.44港元，上调目标价至11.76港元。

表 1: 比较发现，信义价值被低估（截至 2017 年 12 月 19 日）

	信义玻璃	旗滨集团	南玻 A	福耀玻璃
收入 (2016): 亿元	115.42	69.61	89.74	166.21
毛利率 (2016)	36.26	29.34	26.88	43.07
净利 (2016): 亿元	28.74	8.35	7.98	31.44
净利率 (2016)	24.92	11.99	8.96	18.91
PE (2017E)	9.30	14.33	27.57	20.57
目前市值 (亿元)	310	151	159	694

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2. 全球浮法工业或进入“中国制造时代”

当前世界平板玻璃工业建立在浮法工艺基础之上，与传统平拉法和引上法相比，浮法提升了自动化水平和单体产能规模，实现了成本的显著下降。自1950年代至今，并且我们判断在可见的未来，人类社会主流的建筑及汽车玻璃的工艺依然将基于浮法。

表 2: 玻璃生产工艺比较: 浮法工艺是现在玻璃工业的基础

时间	事件	诞生地	生产工艺	优缺点
1916 年	平拉法 (柯尔本法) 诞生	美国	在玻璃窑窑末端设置浅池引上室, 从引上室的玻璃液自有表面拉引玻璃, 玻璃液通过拉边辊时经冷却后粘度增加, 被连续拉引上升形成玻璃带, 同时被冷却到所需要的厚度和宽度, 当玻璃板垂直上升到 60cm 左右时, 用火焰将玻璃板加热软化, 然后借助转向辊将玻璃板弯成水平方向, 送入退火窑退火。	质量不稳定、能耗和生产成本高
1925 年	匹兹堡法 (无槽垂直引上法) 问世	美国	引上过程不使用槽子砖, 二是使用一块沉入熔融玻璃液面下 5-10cm 的细长耐火砖作为引砖, 引砖上面的玻璃液面上设置一对水平冷却器, 玻璃带通过冷却器冷却后被向上拉引	易厚薄不均
1952 年	皮尔金顿发明浮法玻璃生产工艺	英国	熔融玻璃从池窑中连续流入并漂浮在相对密度大的锡液表面上, 在重力和表面张力的作用下, 玻璃液在锡液面上铺开、摊平、形成上下表面平整、硬化、冷却后被引上过渡辊台。辊台的辊子转动, 把玻璃带拉出锡槽进入退火窑, 经退火、切裁。	能耗和生产成本显著降低、熔窑窑龄延长、产品质量提高
1981 年	中国洛阳浮法玻璃工艺正式诞生	中国		

数据来源: 国泰君安证券研究

浮法工艺稳定且实现了大规模工业化生产, 自中国“洛阳浮法”80 年代初诞生以来, 经过近 40 年的快速发展, 我们认为在重资产属性的玻璃工业, 中国企业的整套国产化装备技术及生产效率已经具备明显的国际比较优势。

国内供给侧改革收紧新建产线和环保趋严令成本增加的双重驱动下, 我们判断国内格局将基本稳定, 而环保及能源和人工成本的上升, 国际化成了必然的出路, 未来国内浮法行业格局不能仅仅局限于国内市场, 将由全球比较优势重构, 而海外低廉的成本、大规模自动化的生产组织为“走出去”的中国企业带来机遇, 我们判断未来信义玻璃等优秀的中国制造业龙头在收获全球成长的同时, 将实现对国内市场格局的变革。

2.1. 国内格局稳定, 排污许可证及排放新规或令供给出现缺口

浮法玻璃下游需求主要是地产 (约 70%) 和汽车 (约 15-20%) 及一部分出口, 需求随地产施工及竣工面积的扰动变化。当前国内需求进入成熟期或将维持稳定, 而供给侧改革和环保趋严的大背景下, 政府收紧新建生产线, 若环保排污许可证全国大范围推行, 以及 2018 年 6 月 1 日环保新规的执行 (环保新规对各排放指标进一步收紧, 除少数龙头企业外, 华北其他企业均不符合标准), 我们判断行业或将出现供给缺口。

表 3: 近两年玻璃行业去产能以及环保的相关政策

日期	部门	相关政策	规定
2017 年 5 月 31 日	水利部	《关于严格水资源管理促进供给侧结构性改革的通知》	对于钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等产能严重过剩行业新增项目, 以及采用《高耗水工艺、技术和装备淘汰目录(第一批)》中高耗水工艺、技术和装备的新、改、扩建项目, 原则上不得办理新增取水许可和入河排污口设置等相关手续。
2016 年 12 月 5 日	国务院	国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知 国发〔2016〕65 号	平板玻璃行业推进“煤改气”、“煤改电”, 禁止掺烧高硫石油焦等劣质原料, 未使用清洁能源的浮法玻璃生产线全部实施烟气脱硫, 浮法玻璃生产线全部实施烟气高效除尘、脱硝
2016 年 5 月 18 日	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(国发〔2016〕34 号)	2020 年前平板玻璃产量前 10 的企业生产及重度达 60% 左右; 2020 年底前, 严禁备案和新建扩大产能的平板玻璃建设项目; 2017 年底前, 暂停实际控制人不同的企业间平板玻璃产能置换; 新上工业玻璃项目, 熔窑能力超过 150 吨/天的, 应依托现有平板玻璃生产线进行技术改造; 支持平板玻璃行业通过联合重组等方式压减过剩产能; 倡导合理限产
2015 年 8 月 31 日	工信部	关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知	平板玻璃行业限制高硫石油焦燃料; 发展新型和深加工玻璃产品

数据来源: 政府网站, 国泰君安证券研究

表 4: 平板玻璃工业大气污染物排放指标明年或将进一步收紧

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

数据来源: 环保部网站, 国泰君安证券研究

河北环保高压持续发酵: 因未取得煤炭消耗指标, 河北沙河 11 月以来沙河地区关停浮法总产能已达 7850t/d, 约占全国运行总产能的 5.2%。我们统计, 当前依旧有 10-20 条浮法产线因环保不达标面临关停压力(加上已关的 12 条线, 约占运行总产能的 10%), 未来对环保的监管治理或将扩散至其他“2+26”城市。

表 5: 2017 年 11 月起, 河北沙河地区或将有 12 条浮法线因环保关停

生产线	公司	产能 (t/d)	停产日期
安全五线	沙河市安全实业有限公司	500	2017.11.15
安全六线		700	2017.11.04
长城四线	河北长城玻璃有限公司	500	2017.11.06
长城六线		700	2017.11.15
吉恒园	河北吉恒源实业集团有限公司	600	2017.11.15
长红一线	沙河长红玻璃有限公司	500	2017.11.15
长红二线		700	2017.11.15
德金三线	沙河市德金玻璃有限公司	800	2017.11.07
德金四线		800	2017.11.15
鑫利二线	河北沙河鑫利玻璃有限公司	650	即将停产

鑫利三线	700	即将停产
鑫利四线	700	即将停产
合计	7850	

数据来源：中国玻璃期货网，国泰君安证券研究

我们观察到，政府亦加大对批建不符产线的查处力度：平板玻璃企业 2017 年 12 月 31 日前均需完成排污许可证申领，此外政府重点治理批小建大、燃煤弃气等遗留问题。而明年新排放标准或将出台，各指标将进一步收紧（二氧化硫等排放指标或将收紧一倍以上）。我们认为申领截止日的临近加剧了无证企业的环保压力，而对批建不符产线的治理也使供给侧产能进一步收缩。

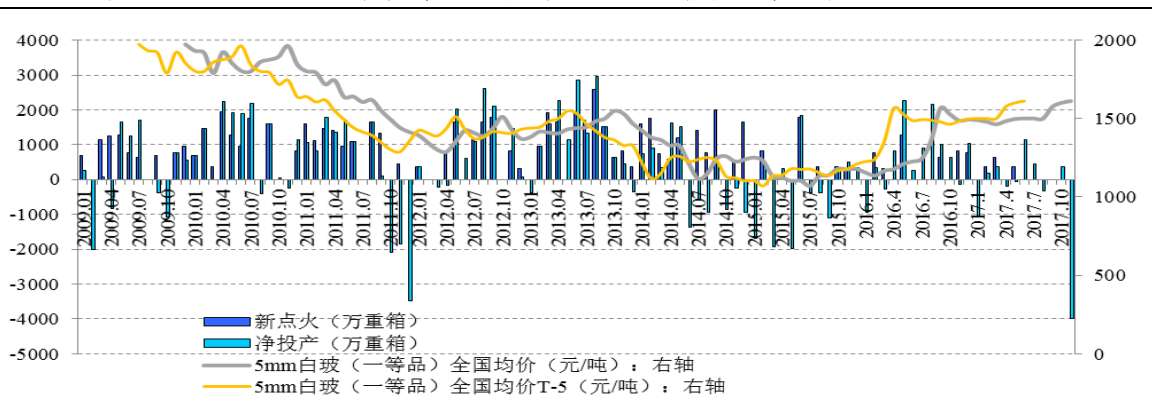
表 6：国内玻璃产业使用清洁能源生产高端浮法产能占比依旧不足

燃料	生产线	年产能	比例
焦炉煤气	10	3810	4.14%
煤焦油	21	8280	9%
煤制气	70	25770	28.02%
石油焦	54	21168	23.02%
天然气	65	27499	29.90%
重油	16	5436	5.91%
合计	236	91963	100%

数据来源：中国玻璃期货网，国泰君安证券研究

政府监管叠加高复产成本，关停产能难以复产。一方面，政府重视监管，产线关停后复产难以获批；另一方面，环保高压下企业复产成本增加，我们测算一条普通玻璃生产线复产投入约 5000 万元~1 亿元，改变燃烧装置成本增加（并且未必能解决燃料供应），此外脱硫脱硝等环保装置日运行成本约 2 万元。且银行收紧对玻璃等产能过剩行业的融资贷款，我们判断此次退出的产能很难再次投产。

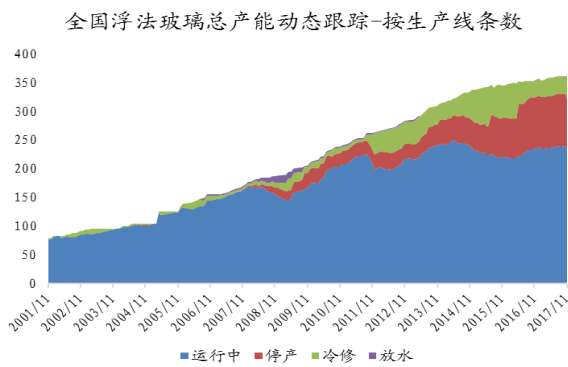
图 1 平板玻璃价格处于五年最高位，新增产能 2015 年来显著下降



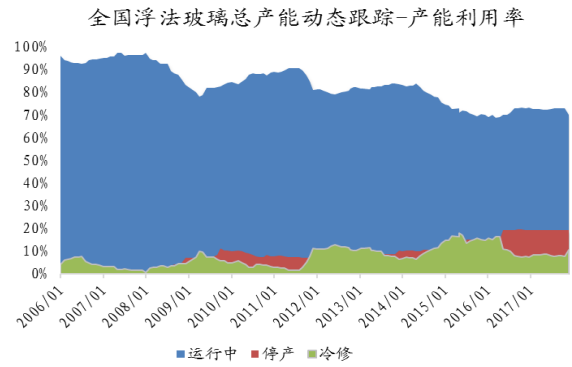
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 2：玻璃运行产能近年保持平稳（条）

图 3：2015 年来，产能利用率约稳定在 70%-75%



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

2.2. 全球化——国际比较优势下的“海外加工厂”

海外平板玻璃需求金额约是中国的 2 倍, 产品定位更高端化。美国 The Freedonia Group 的调研显示, 2013 年全球平板玻璃总需求约 720 亿美元, 其中中国平板玻璃需求约为 218 亿美元, 占比 30%。其预测 2018 年全球平板玻璃总需求将增至 1023 亿美元, 而中国占比将提升至 37% 约为 379.5 亿美元, 相应而言, 海外玻璃需求约为 643.5 亿美元, 是中国的 2 倍。而从生产线来看, 中国幕墙网的数据显示 2013 年全球共 432 条运行线, 其中 243 条在中国, 占比超过 50%。需求金额与产线数量占比的偏差说明海外玻璃定位更高端, 售价更高。

表 7: 海外平板玻璃需求约为中国的两倍 (单位: 百万美元)

国家 (地区)	2013	2018	2023	十年复合增速
世界平板玻璃需求	72000	102300	139900	6.87%
北美	13000	17050	20750	4.79%
西欧	13800	16450	18900	3.19%
中国	21750	37950	60600	10.79%
日本	6780	7350	7910	1.55%
其他亚太国家	8970	12650	17390	6.84%
其他地区	7700	10850	14350	6.42%

数据来源: The Freedonia Group, 国泰君安证券研究

当前, 中国龙头玻璃企业在海外建厂的综合生产成本显著低于国内。信义玻璃将海外基地设在加拿大和东南亚, 我们以马来产线为例, 天然气价格约为国内的 1/2, 纯碱和人工成本亦低于国内, 即便是以加拿大项目为例, 当年加拿大浮法玻璃全部进口, 我们估算加拿大五大湖区域浮法玻璃价格超过 400 美元/吨, 工业用天然气价格约为中国的 1/4 (加拿大约 0.6 元/方, 中国约 2.5 元/方), 而纯碱价格稳定在 1600 元/吨以下 (2017 年国内纯碱均价约 1950 元/吨)。而加拿大工人工资约为 2 万元/月。假设信义在加拿大产线总日熔量为 2000 吨/天, 按照信义 5.7 吨/人的产能, 我们测算纯碱、天然气以及人工三项成本一年约比国内低 4.1 亿元。

表 9: 综合看, 信义海外生产成本具有明显优势

每单位比国	每吨用量	每吨玻璃节	年产能	每年节省成
-------	------	-------	-----	-------

	内节省		省 (元)		(万吨)	本 (万元)
天然气	1.9 元/方	200	380	72	27360	
纯碱	350 元/吨	0.8	280		20160	
人工	-18 万元/年			350 人	-6300	
合计					41220	

数据来源: 国泰君安证券研究

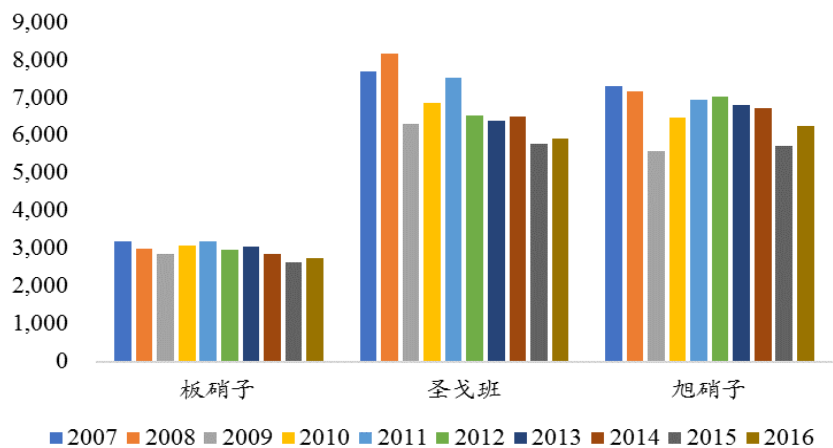
信义为代表的中国企业出海建厂具有优势: 一方面, 于发达国家而言, 重资产的浮法玻璃工业日渐式微, 浮法产线逐渐退出竞争的舞台。我们测算, 2005-2015 年间, 北美浮法产线从 44 条削减至 34 条, 欧洲国家也见证了浮法产能的退出; 另一方面, 东南亚等发展中国家经济发展迅速但装备技术、产能落后, 在中国激烈的竞争环境中脱颖而出的信义、旗滨等浮法龙头进入或将迅速抢占市场。

表 8: 发达国家浮法产线逐渐退出 (单位: 条)

地区	国家	2005	2015
北美	美国	35	21
	加拿大	2	0
	英国	4	3
欧洲	芬兰	1	0
	比利时	6	2
	意大利	7	5
	西班牙	6	5

数据来源: 国泰君安证券研究

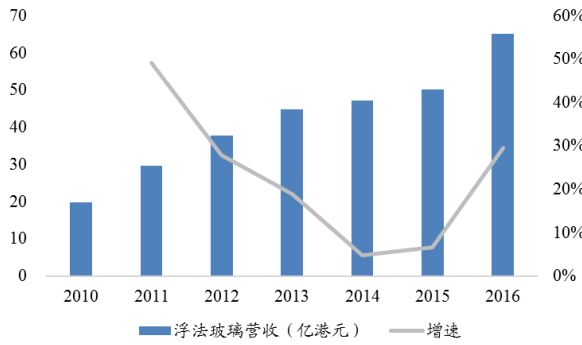
图 4 海外玻璃巨头十年来玻璃板块营收增长停滞 (单位: 百万美元)



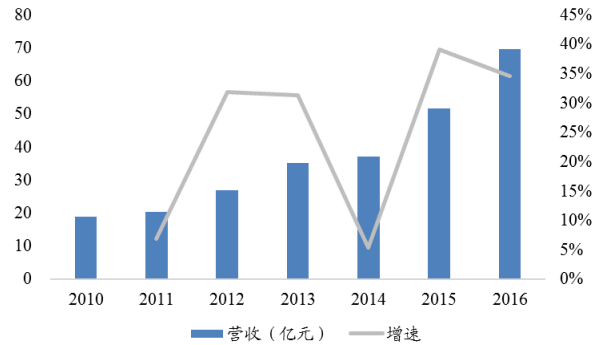
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 5 信义玻璃浮法业务营收增长迅速

图 6 旗滨集团营收高速增长



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

马来基地或将成为信义的“海外玻璃加工厂”。东南亚国家经济发展迅速，根据 The Freedonia Group 的测算其玻璃需求 2013-2023 年年均复合增速高达 6.84%，仅次于中国。且全球玻璃巨头布局相对较少、产线老旧且多为收购。而本土企业生产技术、装备亦比较落后，中国企业具有相对比较优势。目前马来共有 5 条生产线（板硝子 2 条，旗滨 2 条，信义 2 条），我们估算总产能约 3800t/d，其中仅 30%内供，约 70%出口至印尼、韩国、越南、印度等国家。

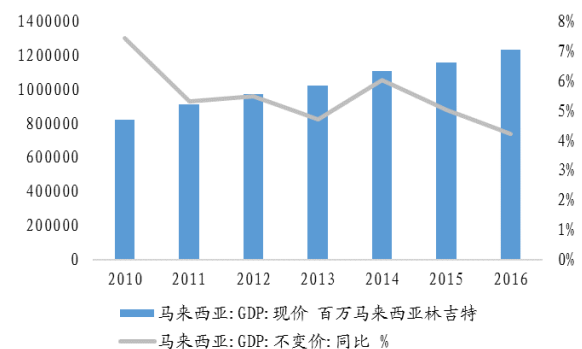
信义等浮法龙头马来建厂，除满足东南亚市场外，未来或实现以外供内。2018 年中期信义两条共 2000t/d 的产能将在马来释放，而 2020 年前信义等或将有新线持续落地东南亚。当前国内格局的稳定、原燃料的高企以及优质产能不足，而国内浮法价格高位维稳或为信义等龙头企业以外供内提供了契机，马来西亚作为“海外加工厂”格局初现。

表 10: 外资巨头东南亚布局相对较少

公司	东南亚生产线
板硝子	马来西亚 (2)、越南 (2)
旭硝子	泰国 (3)、菲律宾 (1)、印度尼西亚 (2)
圣戈班	0
加迪安	泰国 (2)、印度 (1)

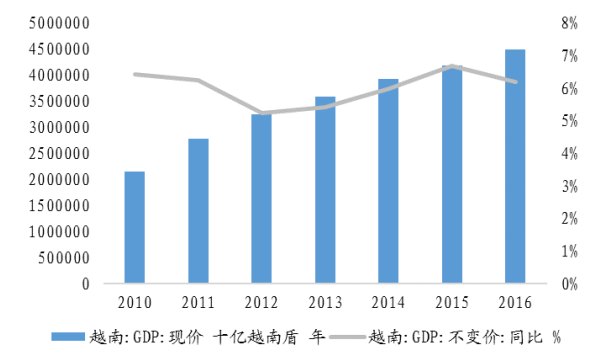
数据来源: 国泰君安证券研究

图 7 马来西亚 GDP 高速可观



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 8 越南经济发展迅速



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

3. 信义——缔造世界浮法玻璃工业“帝国”

信义 1988 年以生产销售汽车后市场替换玻璃起家，产品致力于出口海外，90 年代末期切入建筑玻璃领域，06 年开始从深加工进入浮法原片的生产，以自供为目的，浮法定位于高档优质玻璃。

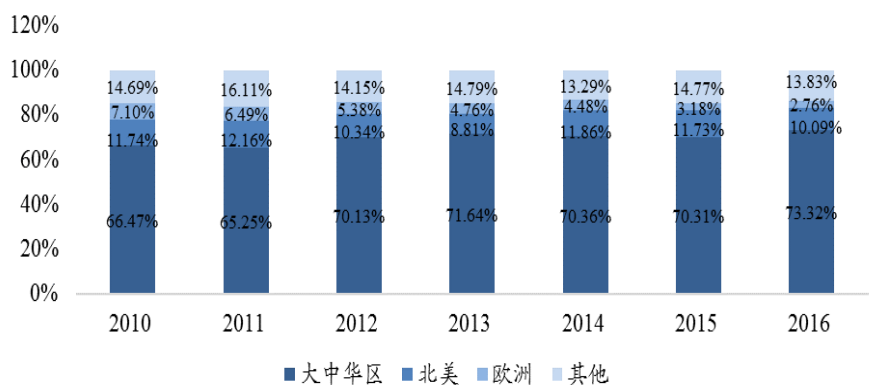
图 9 拾级而上，信义迅速成长为玻璃制造龙头



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

截至 2016 年末，公司产品已经销往 160 多个国家和地区，其中美国反倾销案胜诉打开了海外客户对公司产品的认知。

图 10 信义产品销往全球 160 多个国家和地区（营收占比）



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.1. 独具品质溢价，清洁能源的先行者

燃料结构是平板玻璃生产成本和产品品质的核心决定因素之一，使用清洁能源天然气问题在于高成本高品质产品本身是否能获得市场认同；

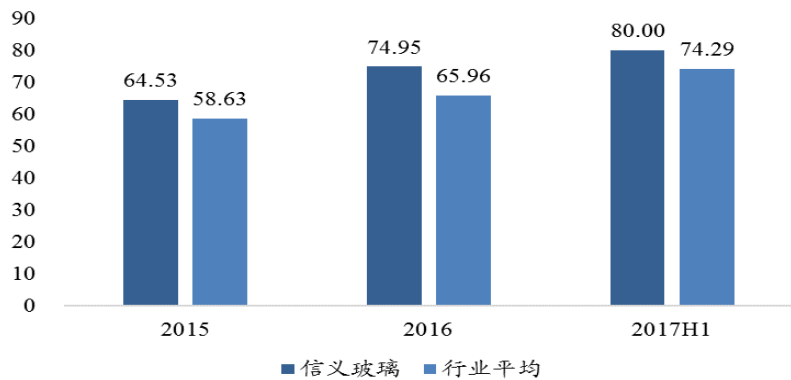
信义玻璃是业内少有的全部使用天然气的企业，没有环保压力，且玻璃品质口碑领先于行业（天然气生产玻璃品质更加稳定）。我们的研究发现，信义浮法售价高于行业平均 5-10%，且产品线覆盖 1-25mm 玻璃（国内独家同时可生产超薄超厚玻璃），各类色玻（绿玻、蓝玻、灰玻及超白等），品类齐全，品质跻身世界一流。

表 11: 信义浮法较行业普通玻璃品质领先、品类更全

	信义玻璃	普通玻璃
良品率	95%	85% (行业平均)
燃料	天然气	石油焦、重油、煤制气等
品类	齐全 (白玻, 各类色玻, 超厚、超薄等)	普通白玻
下游	汽车级、建筑级	建筑级
原材料	高品质硅砂, 芒硝等, 杂质少	杂质较多
其他	气泡含量少, 强度大, 罕有波纹, 不易爆裂	容易产生气泡、波纹, 易爆裂

数据来源: 中国玻璃期货网, 国泰君安证券研究

图 11 公司产品定位高端, 售价高于行业平均 (单位: 元/重箱)

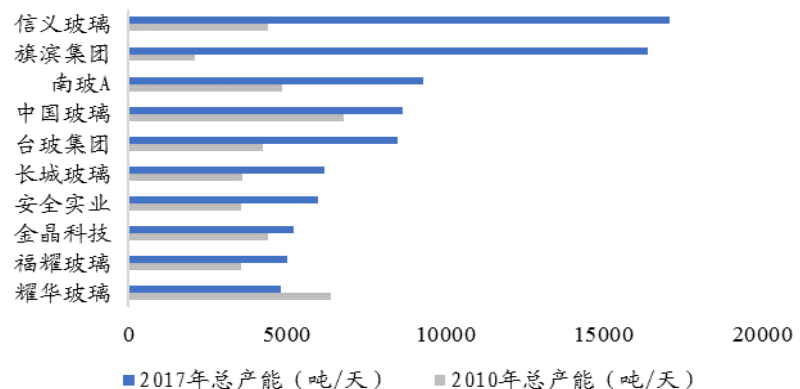


数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2. 规模优势世界领先, 率先完成自动化升级

产能总规模全球领先, 单线产能具优势: 玻璃加工属于重资产制造业, 因此规模效应显著。截止 2017 年 11 月底, 信义浮法日熔量达 17100t/d, 为全国最大的浮法制造企业, 全球仅次于板硝子。公司计划以 2017 年总产能为基数, 至 2020 年至少扩产 50%, 全部在海外, 届时公司浮法总产有望实现全球第一。而同板硝子、旭硝子等海外玻璃龙头相比, 信义平均单线规模具有明显优势。

图 12 信义为全国产能最大的浮法企业 (截至 2017 年 12 月 18 日)



数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

表 12: 信义玻璃单线产能显著领先海外竞争对手

公司	年产能 (万吨)	生产线条数	单线日熔量 (吨/天)
信义玻璃	593	20	812
旭硝子	590	27	599
板硝子	625	46	372
圣戈班	526	31	465
加迪安	474	27	481

数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

注: 旭硝子、板硝子、圣戈班、加迪安产能为截至 2015 年 6 月

率先实现从劳动密集型产业向智能制造升级: 我们从浮法系统生产技术员工数、人均日产能以及人均创收三个方面反应公司自动化程度, 通过比较发现, 信义自动化程度显著领先于竞争对手。高自动化率有效降低人工成本, 减少损耗, 提高良品率。

表 13: 与海外龙头相比, 信义自动化程度更高

公司	浮法系统员工数 (2016)	人均日产能 (吨/人)	年人均创收 (万美元/人) (2016)
信义玻璃	3013	5.7	28
板硝子	15412	1.1	18
圣戈班	33000	0.4	18
旭硝子	32689	0.5	19

数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

注: 信义浮法系统员工数为估算, 板硝子、圣戈班、旭硝子为 2015 年人均日产能

表 14: 员工数逐年减少, 生产效率提升

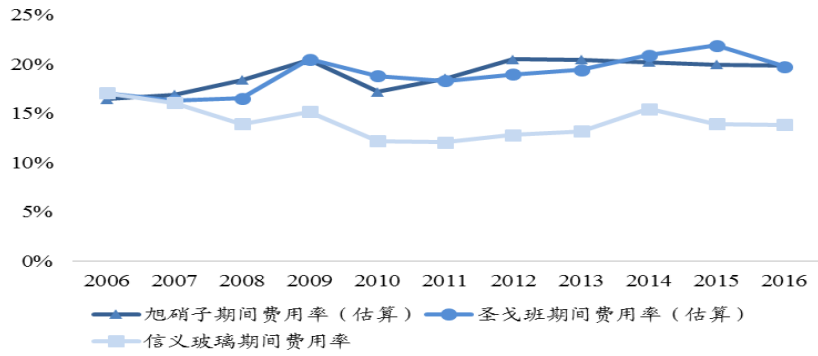
年份	信义玻璃	信义浮法系统
2014	13833	3321
2015	13783	3268
2016	12745	3013
2017H1	11765	2909

数据来源: 国泰君安证券研究

3.3. 费用管控体现国际接轨的经营能力

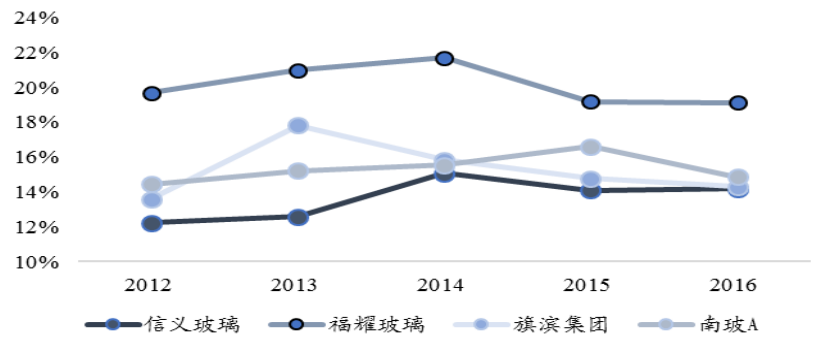
对比海外龙头及国内, 信义的期间费用管控都显著低于行业。我们认为生产的高度自动化、扁平化管理结构及海外 (香港) 融资成本低是公司期间费用控制得当的先天优势。

图 13 信义期间费用率显著低于海外巨头旭硝子、圣戈班



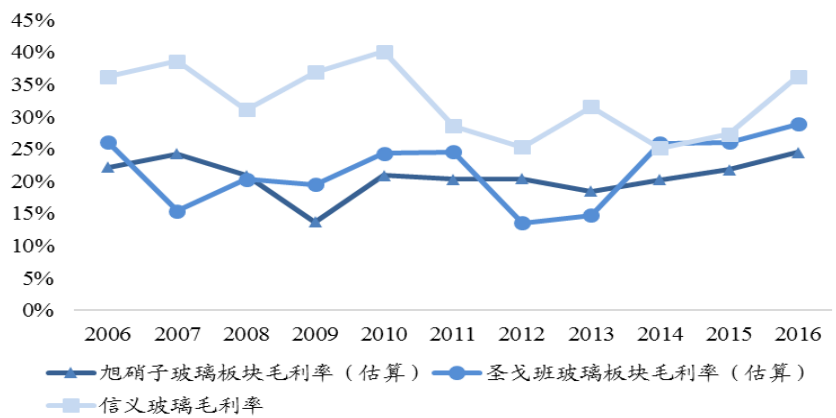
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 14 信义期间费用管控领先国内竞争对手



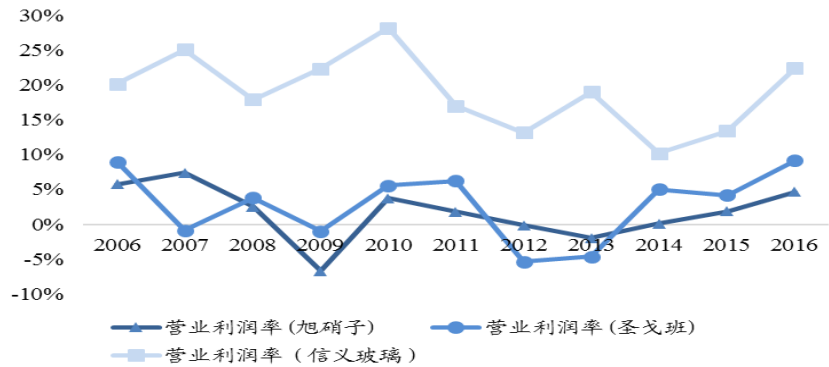
数据来源: 玻璃信息网, 国泰君安证券研究

图 15 信义领先于旭硝子、圣戈班玻璃板块毛利率



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 16 信义显著超越旭硝子、圣戈班玻璃板块营业利润率



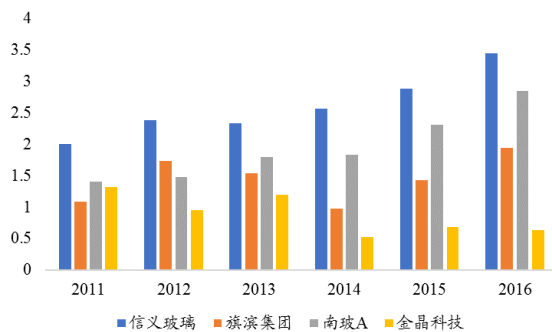
数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

3.4. 生产研发投入持续领先行业

研发支出持续稳定, 领先行业: 信义每年研发费用/收入比率稳定在 3%, 研发开支绝对额显著领先行业。我们认为平稳持续的研发投入是信义产品品质领先的关键。

全套生产线设备实现自主研发, 建设成本更低: 不同于行业普遍的外包 EPC 模式, 当前信义实现生产线自主搭建, 建设成本更低、效率更加优化。我们以信义四川德阳生产基地项目为例, 1000T/D+800T/D 优质浮法玻璃及深加工生产线建设项目总投资约 6.17 亿元, 显著低于行业。

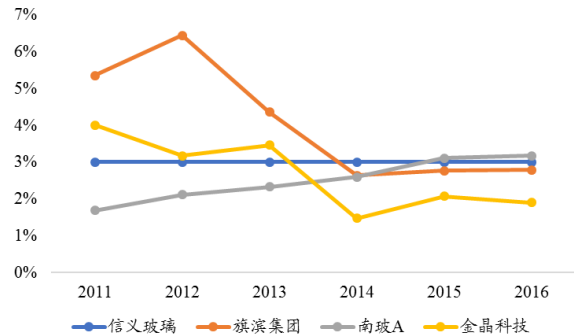
图 17 信义研发投入领先对手 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

注: 信义研发开支按每年研发费用率 3%估算

图 18 信义研发费用率持续稳定



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 16: 信义单吨玻璃产线建设成本低于行业

项目	亿元	投产日期	条数	单线日熔量	年产能(万吨)	元/吨
南玻吴江浮法项目	8.46	2011	2	800*2	52.56	1610
旗滨醴陵 5 线(不含土地)	3.20	2016	1	600	19.71	1624
福耀重庆万盛浮法	6.80	2011、2012	2	600*2	39.42	1725
信义四川德阳生产线项目	6.17	2014、2015	2	1000、800	59.00	1046

假设:

- 1、建设一条浮法线原材料价格维持稳定、假设企业良品率为 90%
- 2、福耀重庆项目为汽车级(高于建筑级)且包含部分后端加工, 信义德阳生产线建设项目还包含中空 LOW-E、汽车玻璃深加工生产线等, 此处未做剔除(我们估计投入约 1-1.5 亿元)。

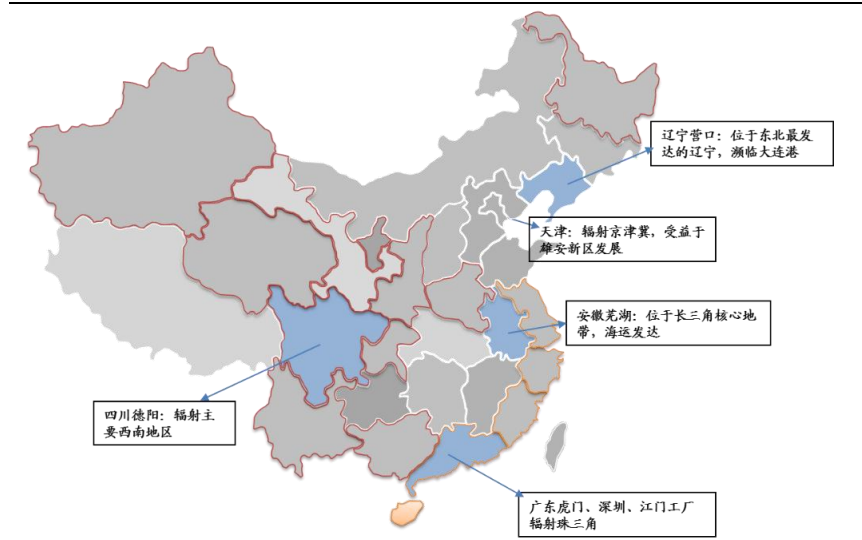
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3.5. 生产基地覆盖核心经济带，具备运输成本优势

信义国内现有广东江门、虎门，四川德阳，安徽芜湖，天津以及辽宁营口六大生产基地，能够辐射我国各大核心经济地带。且在芜湖、江门和虎门分别建有自用码头，原材料和成品可直接水运，运输成本低（水运成本约为陆运的 1/3）。

公司已经在马来西亚马六甲区域建设生产基地，海运便利，销售范围可辐射东盟、韩国以及印度，亦可以运回国内。而公司即将在加拿大五大湖区设立浮法生产基地，除满足加拿大国内需求之外，也可以借助发达的水路、陆路销往美国。

图 19 信义工厂能够辐射全国核心区域



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4. 对比福耀，开启全球化征程

我们认为国际化绝不仅仅是量的增长，全球市场、全球制造、全球供货，生产前移的同时带来本土化人才的引入和全球化的物流体系，中国先进制造业出海的过程意味着弱化国内的同质化竞争，由此带来估值和业绩的双升。福耀玻璃实现全球成长，业绩抬升的同时估值中枢稳步上移。

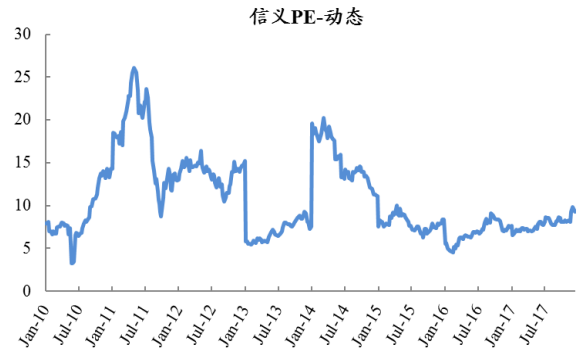
信义马来建厂，再通过布局加拿大进入北美市场，走的是和福耀相似的路径：一流的产品（产线自建，掌握核心工艺）、一流的成本（全行业最低）以及精准的布局（贴近核心市场），信义已经具备了全球化成功的要素。信义当前估值似 2014 年的福耀，未来其海外扩张，估值业绩有望双升。

图 20 福耀 2014 年出海，估值中枢上行

图 21 类似 2014 年福耀，信义估值处于底部



数据来源: wind, 国泰君安证券研究



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

表 17: 比较后发现, 信义和福耀行业地位和企业经营情况类似

	信义玻璃	福耀玻璃
毛利率 (2016)	36.26%	43.07%
行业平均	23.57%	23.57%
高出行业平均	12.5%	19.5%
净利率 (2016)	24.92%	18.91%
ROE (2016)	24.81%	17.44%
市场地位	浮法(国内市占率 10%)、汽玻(ARG 全球市占率 23%) & 建玻龙头(国内市占率 20%)	配套汽车玻璃龙头(国内市占率 65%)

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 风险提示

海外建厂不及预期。我们的主要逻辑是基于信义海外建厂, 若海外生产基地进展不及预期, 会影响公司业绩。

国内地产需求大幅下滑。公司主营业务是在国内, 若地产需求出现断崖式下滑, 势必会冲击浮法玻璃市场。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		