

## 浮法玻璃录得高增长，海外建厂扩充产能，提升目标价至 8.37 港元

- 浮法玻璃业绩亮眼：**2016 年公司实现总销售额 128 亿港元，同比上升 12%；净利润 32 亿港元，同比上升 52%，毛利率 36.3%，较 2015 年 27.3% 上涨 9%；派息 0.40 港元，派息率 48.4%。期内，浮法玻璃销量年比上升 29.6%，录得最快速增长。其材料和能源成本下降以及平均售价的上升致使浮法玻璃毛利率从 2015 年 11.1% 上升至 27.5%，并且降低以其为原料的汽车玻璃成本，从而拉高整体毛利率。汽车玻璃和建筑玻璃销售收入均录得小幅下跌。
- 海外建厂增加产能：**公司预计汽车玻璃及浮法玻璃今年分别新增产能 24 万片、35 万吨，新增占比 1.5%、7.1%，建筑玻璃产能保持不变。国外新增产能将会是未来重点，马来西亚新建浮法玻璃生产线第一期已于今年 1 月投产。第二期新增总产能 2000 吨/日也将于今年开工，预计 2018 年下半年投产。公司表示当地更低的原材料和人工成本将有力提升未来浮法玻璃的毛利率。
- 供给侧改革持续且行业需求趋好：**随着玻璃行业去产能的进一步实行，公司预计今年会有 4000-5000 万吨落后产能会被强制关掉，行业总供应量可能略降，利好龙头企业。公司对各产品需求方面皆给出正面指引，2016Q2 卖房量的升高以及家用和汽车方面对浮法玻璃的需求提升将会支持其销售量的持续升高。去年全球和中国汽车销量分别同比增加 4.6% 和 13.7%，公司预计今年汽车玻璃需求录得小幅正增长。政府节能政策将持续推动双层 Low E 玻璃，也将刺激用在建筑上的浮法玻璃需求。
- 提升目标价至 8.37 港元，维持买入评级：**鉴于汽车玻璃及建筑玻璃需求趋稳、浮法玻璃收入及毛利有望提升以及玻璃行业持续去产能，我们预计 17/18/19 年公司营收分别为 141 亿、153 亿及 156 亿港元，净利润约 36 亿、41 亿及 44 亿港元。提升信义玻璃未来 12 个月的目标价至 8.37 港元，等于 2017 财年的 9 倍 PE 和 2.1 倍 PB，维持买入评级。
- 风险因素：**1. 汇率波动；2. 房地产政策进一步收紧，3. 天然气价格上升。

陈晓霞

852-25321956

Xx.chen@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

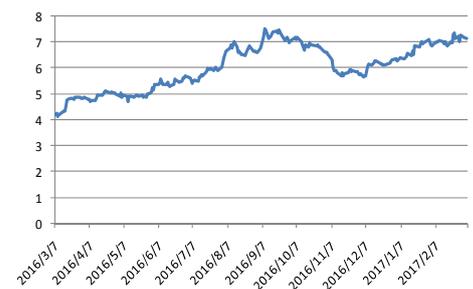
行业	玻璃制造
股价	7.16 港元
目标价	8.37 港元 (+16.90%)
股票代码	868
已发行股本	38.93 亿股
总市值	279 亿港元
52 周高/低	7.73 港元/4.34 港元
每股净资产	3.40 港元
主要股东	Realbest Investment Ltd. (18.69%)

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2015实际	2016实际	2017预测	2018预测	2019预测
营业额 (港元百万)	11,460	12,848	14,083	15,277	15,614
变动 (%)	5.5	12.1	9.6	8.5	2.2
净利润 (港元百万)	2,113	3,213	3,616	4,135	4,447
每股盈余 (港元)	0.54	0.83	0.93	1.06	1.14
变动 (%)	54.8	53.6	12.2	14.3	7.5
市盈率@7.16港元 (倍)	13.3	8.6	7.7	6.7	6.3
每股股息 (港元)	0.26	0.40	0.44	0.50	0.54
股息现价比率 (%)	3.7	5.6	6.1	7.0	7.5

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

## 主要财务报表

## 损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
收入	11,460.3	12,848.4	14,083.0	15,276.9	15,613.8
毛利	3,132.7	4,659.3	5,166.9	5,745.4	5,885.0
销售费用	(679.5)	(620.0)	(704.1)	(763.8)	(780.7)
管理费用	(935.0)	(1,202.4)	(1,323.8)	(1,436.0)	(1,467.7)
其他收入	594.5	500.8	539.8	582.3	628.7
<b>营业收入</b>	<b>2,112.6</b>	<b>3,337.7</b>	<b>3,678.7</b>	<b>4,127.8</b>	<b>4,265.3</b>
财务开支	(50.2)	(76.8)	(73.6)	(80.8)	(66.8)
营业外收支	317.3	562.6	703.3	879.1	1,098.8
<b>税前盈利</b>	<b>2,379.6</b>	<b>3,823.5</b>	<b>4,308.4</b>	<b>4,926.1</b>	<b>5,297.4</b>
所得税	(266.0)	(607.3)	(689.3)	(788.2)	(847.6)
少数股东应占利润	0.5	2.7	2.8	2.8	2.9
<b>净利润</b>	<b>2,113.1</b>	<b>3,213.4</b>	<b>3,616.2</b>	<b>4,135.1</b>	<b>4,447.0</b>
折旧及摊销	795.1	843.8	832.2	934.8	963.2
<b>EBITDA</b>	<b>2,907.7</b>	<b>4,181.5</b>	<b>4,510.9</b>	<b>5,062.6</b>	<b>5,228.6</b>
EPS (港元)	0.54	0.83	0.93	1.06	1.14
<b>增长</b>					
总收入 (%)	5.5%	12.1%	9.6%	8.5%	2.2%
EBITDA (%)	36.0%	43.8%	7.9%	12.2%	3.3%
每股收益 (%)	54.8%	53.6%	12.2%	14.3%	7.5%

## 资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
现金	1,298.3	2,763.1	3,504.0	4,257.6	5,289.4
应收账款	2,381.3	2,377.0	2,475.1	2,550.7	2,476.6
存货	1,222.7	1,320.5	1,447.4	1,570.1	1,604.7
其他流动资产	93.3	76.0	38.5	39.1	39.7
<b>总流动资产</b>	<b>4,995.5</b>	<b>6,536.5</b>	<b>7,465.0</b>	<b>8,417.5</b>	<b>9,410.4</b>
固定资产	11,971.0	11,830.6	13,250.3	13,647.8	14,057.3
无形资产	75.0	71.7	68.6	65.7	62.8
其他固定资产	4,380.2	5,583.5	6,567.0	7,516.1	8,688.5
<b>总资产</b>	<b>21,421.7</b>	<b>24,022.3</b>	<b>27,350.9</b>	<b>29,647.1</b>	<b>32,219.0</b>
应付帐款	2,112.5	2,296.9	2,375.8	2,412.8	2,339.6
短期银行贷款	2,514.0	3,165.4	3,481.9	3,412.3	3,446.4
其他短期负债	332.7	537.9	537.9	537.9	537.9
<b>总短期负债</b>	<b>4,959.2</b>	<b>6,000.2</b>	<b>6,395.6</b>	<b>6,363.0</b>	<b>6,323.9</b>
长期银行贷款	3,514.3	4,509.1	5,410.9	5,302.7	5,408.7
其他负债	222.5	266.1	218.1	218.1	218.1
<b>总负债</b>	<b>8,695.9</b>	<b>10,775.4</b>	<b>12,024.6</b>	<b>11,883.8</b>	<b>11,950.8</b>
少数股东权益	7.2	66.0	68.8	71.6	74.4
<b>股东权益</b>	<b>12,718.5</b>	<b>13,180.9</b>	<b>15,257.5</b>	<b>17,691.7</b>	<b>20,193.8</b>
每股账面值(港元)	3.24	3.39	3.92	4.54	5.19
营运资金	36.3	536.3	1,069.4	2,054.5	3,086.5

## 财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率	27.3%	36.3%	36.7%	37.6%	37.7%
EBITDA 利率	25.4%	32.5%	32.0%	33.1%	33.5%
净利率	18.4%	25.0%	25.7%	27.1%	28.5%
ROE	16.9%	24.7%	25.3%	25.0%	23.4%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	14.1%	14.2%	14.4%	14.4%	14.4%
实际税率 (%)	11.2%	15.9%	16.0%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)	48.9%	48.4%	47.0%	47.0%	47.0%
库存周转天数	59.2	56.7	56.7	57.8	59.6
应付账款天数	89.6	98.3	95.6	91.7	89.1
应收账款天数	50.1	44.6	40.4	38.6	37.8
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.7	0.8	0.8	0.7	0.6
收入/总资产	0.53	0.53	0.51	0.52	0.48
总资产/股本	1.68	1.82	1.79	1.68	1.60
盈利对利息倍数	42.1	43.4	50.0	51.1	63.9

## 现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2015年 实际	2016年 实际	2017年 预测	2018年 预测	2019年 预测
<b>EBITDA</b>	<b>2,907.7</b>	<b>4,181.5</b>	<b>4,510.9</b>	<b>5,062.6</b>	<b>5,228.6</b>
融资成本	50.2	76.8	73.6	80.8	66.8
营运资金变化	374.5	90.9	(146.2)	(161.3)	(33.7)
所得税	(222.7)	(343.3)	(689.3)	(788.2)	(847.6)
其他营运活动	(473.2)	(440.9)	(188.7)	(214.1)	(197.5)
<b>营运现金流</b>	<b>2636.6</b>	<b>3564.9</b>	<b>3560.3</b>	<b>3979.7</b>	<b>4216.6</b>
资本开支	(1914.1)	(1344.0)	(2529.1)	(1399.4)	(1443.4)
其他投资活动	394.0	(543.4)	41.0	52.1	63.4
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1520.1)</b>	<b>(1887.4)</b>	<b>(2488.1)</b>	<b>(1347.3)</b>	<b>(1380.1)</b>
负债变化	(17.5)	1646.2	1218.4	(177.9)	140.2
股本变化	0.6	(3.0)	0.0	0.0	0.0
股息	(607.9)	(1032.3)	(1555.3)	(1700.9)	(1944.8)
其他融资活动	0.0	(818.0)	0.0	0.0	(0.0)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(624.8)</b>	<b>(207.2)</b>	<b>(336.9)</b>	<b>(1878.8)</b>	<b>(1804.7)</b>
<b>现金变化</b>	<b>491.7</b>	<b>1470.4</b>	<b>735.3</b>	<b>753.6</b>	<b>1031.8</b>
期初持有现金	831.2	1,298.3	2,768.7	3,504.0	4,257.6
期末持有现金	1,298.3	2,768.7	3,504.0	4,257.6	5,289.4

资料来源：公司资料，第一上海预测

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2017 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。