

买入

2018年3月5日

毛利率持续提升，行业基本面改善，海外扩张脚步稳健

- 全年业绩公布，毛利率持续提升：**2017 全年公司实现总收入 147.28 亿港元，同比上升 14.6%；权益持有人应占纯利达 40.14 亿港元，同比上升 24.9%；期内毛利率 37%，较 2016 年上升 0.7 个百分点；每股净利 101.14 港仙，拟派期末息 28 港仙，全年派息率 47%。期内收入增加主要依靠浮法玻璃销售及毛利亮眼，分别同比上升 23%及 42%至 80 亿及 25 亿港元，其平均售价的上升致使浮法玻璃毛利率从去年同期的 27.5%上升至 31.7%，但因此导致汽车玻璃及建筑玻璃毛利率分别降低 2.1、1.9 个点至 46.9%、38.0%。汽车玻璃和建筑玻璃销售收入均录得小幅升高。
- 全球化扩张脚步稳健：**汽车玻璃及浮法玻璃去年分别新增产能 24 万片及 39 万吨，建筑玻璃产能保持不变。全球化将成为信义未来增长点，马来西亚二期日产能 2000 吨已于今年下半年投产，三期已在计划中。当地更低的原材料和人工成本、更高的售价以及税收优惠将有力提升未来浮法玻璃的毛利率。加拿大新厂有望今年二季度开始建设，有望于明年年底前投产。公司计划到 2020 年浮法玻璃产能将在 2017 年产能基础上增长 50%。2017 年资本开支 32.5 亿港元，预计 2018 年资本开支总量相仿，主要用于土地购买及租赁以及新厂房及设备的投入。
- 落后产能淘汰力度加大：**产能置换规定出台后，预计未来两年行业产能增加不大。排污许可证的推行及今年 6 月大气污染物排放新标推行后，今年预计有小部分落后产能将淘汰，叠加玻璃产线进入冷修期，供给端总产能预计将下降。需求方面，房地产新开工及售房面积趋稳，部分地区 3 层 low-E 玻璃需求增加。供给端产能下降及下游需求的拉动有助于支持明年浮法玻璃价格维持。
- 提升目标价至 14.56 港元，维持买入评级：**鉴于汽车玻璃及建筑玻璃需求稳中趋升、玻璃行业“去产能”实施力度加大且供需得到进一步改善，我们预计 18/19/20 年公司营收分别为 168 亿、185 亿及 199 亿港元，净利润约 45 亿、52 亿及 58 亿港元。提升信义玻璃未来 12 个月的目标价至 14.56 港元，相当于 2018 年的 13 倍 PE 及 3 倍 PB，维持买入评级。

陈晓霞

852-25321956

Xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要资料

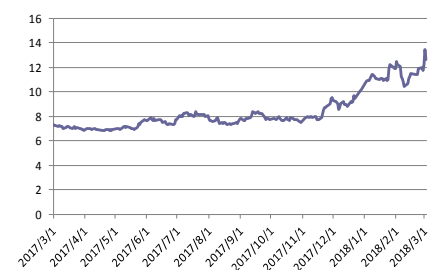
行业	玻璃制造
股价	12.60 港元
目标价	14.56 港元 +15.56%
股票代码	868
已发行股本	40.18 亿股
总市值	506.27 亿港元
52 周高/低	13.44 港元/6.75 港元
每股净资产	4.54 港元
主要股东	YIN YEE LEE ••• 20.70% CHING SAI TUNG ••• 8.79% LEE SING DIN ••• 6.86%

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2016实际	2017实际	2018预测	2019预测	2020预测
营业额 (港元百万)	12,848	14,728	16,821	18,525	19,860
变动 (%)	12.1	14.6	14.2	10.1	7.2
净利润 (港元百万)	3,213	4,014	4,485	5,205	5,754
每股盈余 (港元)	0.83	1.00	1.12	1.30	1.43
变动 (%)	53.6	20.7	11.7	16.0	10.6
市盈率@12.6港元 (倍)	15.2	12.6	11.3	9.7	8.8
每股股息 (港元)	0.40	0.48	0.54	0.62	0.69
股息现价比率 (%)	3.2	3.8	4.3	4.9	5.5

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

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
收入	12,848.4	14,727.5	16,821.2	18,525.2	19,859.7
毛利	4,659.3	5,444.1	6,353.5	7,170.4	7,799.6
销售费用	(620.0)	(675.2)	(771.2)	(849.3)	(910.5)
管理费用	(1,202.4)	(1,369.9)	(1,564.6)	(1,723.1)	(1,847.3)
其他收入	500.8	694.4	694.4	694.4	694.4
营业收入	3,337.7	4,093.4	4,712.0	5,292.4	5,736.2
财务开支	(76.8)	(96.6)	(81.2)	(103.6)	(95.1)
营业外收支	562.6	699.7	839.6	1,007.5	1,209.0
税前盈利	3,823.5	4,696.4	5,470.4	6,196.3	6,850.1
所得税	(607.3)	(682.4)	(984.7)	(991.4)	(1,096.0)
少数股东应占利润	2.7	0.3	0.3	0.3	0.3
净利润	3,213.4	4,013.8	4,485.4	5,204.6	5,753.7
折旧及摊销	826.8	815.5	939.6	1,023.5	1,074.5
EBITDA	4,164.5	4,908.9	5,651.7	6,315.9	6,810.7
EPS (港元)	0.83	1.00	1.12	1.30	1.43
增长					
总收入 (%)	12.1%	14.6%	14.2%	10.1%	7.2%
EBITDA (%)	43.2%	17.9%	15.1%	11.8%	7.8%
每股收益 (%)	53.6%	20.7%	11.7%	16.0%	10.6%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
现金	2,763.1	3,048.6	1,387.5	2,096.9	2,840.6
应收账款	2,377.0	3,072.0	3,333.3	3,487.5	3,551.7
存货	1,320.5	1,697.6	1,938.9	2,135.3	2,289.1
其他流动资产	76.0	113.3	55.2	55.5	55.8
总流动资产	6,536.5	7,931.6	6,715.0	7,775.2	8,737.3
固定资产	11,830.6	12,929.5	13,963.8	14,662.0	15,395.1
无形资产	71.7	69.7	66.8	64.1	61.4
其他固定资产	5,583.5	9,374.3	10,899.2	12,112.4	13,537.3
总资产	24,022.3	30,305.0	31,644.9	34,613.7	37,731.1
应付帐款	2,296.9	2,554.2	2,736.0	2,819.5	2,844.9
短期银行贷款	3,165.4	2,067.7	2,026.3	2,046.6	2,067.1
其他短期负债	537.9	534.9	534.9	534.9	534.9
总短期负债	6,000.2	5,156.8	5,297.3	5,401.0	5,446.9
长期银行贷款	4,509.1	6,398.7	6,270.7	6,396.1	6,524.0
其他负债	266.1	443.3	335.1	335.1	335.1
总负债	10,775.4	11,998.8	11,903.1	12,132.3	12,306.1
少数股东权益	66.0	69.0	69.3	69.6	69.9
股东权益	13,180.9	18,237.2	19,672.5	22,411.8	25,355.1
每股账面值(港元)	3.39	4.56	4.90	5.58	6.31
营运资金	536.3	2,774.7	1,417.7	2,374.2	3,290.3

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
盈利能力					
毛利率	36.3%	37.0%	37.8%	38.7%	39.3%
EBITDA 利率	32.4%	33.3%	33.6%	34.1%	34.3%
净利率	25.0%	27.3%	26.7%	28.1%	29.0%
ROE	24.7%	25.4%	23.6%	24.7%	24.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.2%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
实际税率 (%)	15.9%	14.5%	18.0%	16.0%	16.0%
股息支付率 (%)	48.4%	47.5%	48.0%	48.0%	48.0%
库存周转天数	56.7	59.3	63.4	65.5	67.0
应付账款天数	98.3	95.4	92.2	89.3	85.7
应收账款天数	44.6	39.6	37.7	36.4	35.1
财务状况					
净负债/股本	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5
收入/总资产	0.53	0.49	0.53	0.54	0.53
总资产/股本	1.82	1.66	1.61	1.54	1.49
盈利对利息倍数	43.4	42.4	58.0	51.1	60.3

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2016年 实际	2017年 实际	2018年 预测	2019年 预测	2020年 预测
EBITDA	4,164.5	4,908.9	5,651.7	6,315.9	6,810.7
融资成本	76.8	96.6	81.2	103.6	95.1
营运资金变化	(217.7)	(814.9)	(320.8)	(267.1)	(192.7)
所得税	(341.8)	(568.4)	(984.7)	(991.4)	(1,096.0)
其他营运活动	(116.8)	(215.5)	(176.0)	(195.8)	(189.6)
营运现金流	3565.0	3406.6	4251.4	4965.2	5427.5
资本开支	(1853.9)	(3217.2)	(3256.5)	(2524.6)	(2620.8)
其他投资活动	(425.9)	(34.7)	301.2	276.3	286.9
投资活动现金流	(2279.7)	(3251.9)	(2955.3)	(2248.3)	(2333.9)
负债变化	1611.4	791.9	(169.3)	145.7	148.4
股本变化	142.3	12.6	0.0	0.0	0.0
股息	(1320.6)	(1556.6)	(1905.0)	(2153.2)	(2498.3)
其他融资活动	(208.3)	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)
融资活动现金流	224.7	(752.0)	(2074.3)	(2007.5)	(2350.0)
现金变化	1510.0	(597.4)	(778.2)	709.4	743.7
期初持有现金	1,298.3	2,763.1	2,165.7	1,387.5	2,096.9
期末持有现金	2,763.1	2,165.7	1,387.5	2,096.9	2,840.6

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。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

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。

©2018 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。