

信义玻璃控股有限公司

跻身三甲 未来盈利增长源于快速扩张

信义玻璃是一家有近 19 年历史的民营玻璃企业，现为中国最大的汽车替换玻璃（AGR）出口商，公司目前在国际 AGR 市场和国内汽车玻璃出口市场的份额分别约为 15% 和 36%。公司于 2005 年在香港主板成功上市后，业务发展迅速。信义 2006 年涉足浮法玻璃生产、基本完成产业链垂直整合，加上玻璃行业景气正在复苏，未来几年公司盈利能力将更有保证。按盈利能力和营业收入规模，公司已跻身玻璃上市公司的三甲行列。我们预计，凭借汽车玻璃市场上的龙头地位和良好的成本控制，如未来三年产能快速扩张能够如期实现，公司的经营业绩将持续快速提升，2006-2009 年盈利可望实现高达 45% 的复合年增长率。鉴于玻璃行业未来景气可望持续，信义对汽车玻璃市场上的深刻理解和准确定位，以及更趋合理的产品结构等，我们对公司的发展前景感正面，预计公司在国内的玻璃行业内将通过各种整合运作继续做大做强，未来发展势头不可小觑。公司面临的风险是重油、纯碱等原材料、燃料价格上涨，人民币继续升值等。综合以上因素，我们预测公司 2007 至 2009 年的净利润分别为 6.50 亿、9.18 亿、13.20 亿（港币，下同），每股盈利分别为 0.37、0.53 及 0.76 元。估值取 PE 及 DCF 估值法的算术平均值，目标价为 14.50 元，为 2007/2008 年预测 EPS 的 39.2/27.4 倍，投资评级为买入。

- **最新进展** 2007 年上半年公司销售收入和净利润分别为 12.2 亿和 3 亿，分别按年增长 74.5% 和 114.4%，净利润排名可比上市公司第二，仅次于福耀，而以净利润率计则排名第一。此外，公司 2007 年 10 月 30 日宣布收购深圳南玻汽车玻璃有限公司，此举对公司继续巩固汽车玻璃出口市场较为有利。
- **产业链垂直整合比较成功，有助成本控制和稳定提升盈利空间** 公司净利润率近四年来一直保持在 20% 左右，在可比上市公司中排名第一。
- **汽车玻璃替换市场的龙头地位稳固** 公司自 2004 年起成功以“规模最大、品种最多，专业化最强”的优势在该细分市场持续保持龙头地位。
- **产品结构较为完整，品种属于国家鼓励项目或市场需求旺盛，抵御行业波动风险的能力较高** 以 2006 年为例，当年整个平板玻璃行业整体亏损 3.5 亿，但公司仍能维持盈利状态，净利润率高达 20%。
- **在规模和技术上具优势，具较强的定价能力及整合业内其它企业的动力和能力。**
- **风险** 重油、纯碱等原材料、燃料价格上涨、人民币升值对出口和成本等的影响，产能扩张计划能否如期实现及扩张后产能利用率会否低于预期。
- **估值** 取 PE 及 DCF 估值法（2007~2009 年的 WACC 分别为 11.7%/11.4%/11.3%，长期增长率为 7%）的算术平均值得出公司未来 12 个月的目标价为 14.50 元，为 2007/2008 年预测 EPS 的 39.2/27.4 倍，投资评级为买入。

盈利预测及估值

12 月 31 日 (港元百万)	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业额	1,380.8	1,933.2	2,788.3	4,015.2	5,818.0
增长 (%)	34.3	40.0	44.2	44.0	44.9
净利润	260.1	388.2	649.9	917.6	1,320.2
增长 (%)	10.3	49.3	67.4	41.2	43.9
每股盈利 (港仙)	17	25	37	53	76
增长 (%)	N.A.	47.1	48.0	43.2	43.4
市盈率 (x)	61.4	41.8	28.2	19.7	13.7

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

买入
(首次评级)

目标价：HK\$ 14.50

2007 年 10 月 31 日

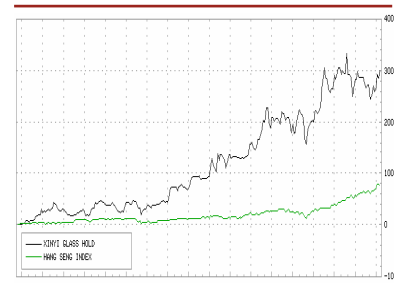
现价：HK\$10.44
 彭博：868 HK
 路透：0868.HK

股本数据

发行股数 (百万)	1,733
市值 (港元百万)	18,093
52 周高/低 (HK\$)	11.4/2.64
平均成交金额 (港元百万)	934.4
主要股东	持股 %
李贤义	20.96
自由流通量	42.01

分析师：徐锦
 852-3189-6888
 86-755-82960093
 xujin@ccs.com.cn

与恒指一年内回报比较



资料来源：彭博

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录	2
第一部分 公司简介	3
公司历史沿革之大事记	3
第二部分 公司行业背景分析及评论	6
玻璃行业新一轮的景气周期预计将至少维持到 2008 年年底	6
产业链及产品结构相对完整的公司其抗风险的能力较强，同时也具备较高的投资价值	10
下游深加工玻璃因需求前景广阔及产品附加值较高可以继续看好，尤其是深加工节能玻璃	12
出口市场是中国玻璃企业的另一重要市场	14
中国玻璃行业的集中度在未来几年将会得到很大提高	14
简评	15
第三部分 公司业务简介、经营数据及相对竞争优势分析	15
业务一览	15
经营数据分析	18
相对竞争优势分析	20
第四部分 与业内可比公司的综合比较及评论	22
业务构成比较	22
近年盈利能力及增长情况比较	22
产能扩张及新项目情况比较	24
公司未来发展战略评论	25
第四部分 盈利预测及估值	26
附录	

第一部分 公司简介

信义玻璃控股有限公司（以下简称“信义玻璃”或“公司”）是一家民营玻璃制造企业，1988年在香港成立。经过19年的风雨发展，公司现已发展壮大为集优质浮法玻璃（相关释义见附录）、汽车玻璃和建筑玻璃深加工、幕墙设计施工于一体的综合性大型玻璃企业。目前公司于深圳、东莞、芜湖及天津建有工业园，总占地面积100万平米；此外还在加、德、日成立了海外分公司。公司产品结构较为完整，产品60%出口，远销美、加、欧洲等100个国家和地区。截至2006年12月31日止5个年度，公司营业收入及净利润的年复合增长率分别为34.2%及26.4%。以2007年上半年的业绩表现来看，公司录得3亿的净利润，在业内仅次于福耀玻璃排名玻璃上市企业第二，但净利润率则以25%名列第一。以市场占有率看，公司与福耀共占汽车玻璃市场约70%的份额，但公司主攻汽车维修市场，国际汽车替换市场及国内汽车玻璃出口市场的份额分别约为15%和36%，名列全国第一，公司较晚涉足建筑玻璃深加工市场但发展迅速，目前已与南玻、耀皮成为低辐射镀膜玻璃（LOW-E）市场的三强。未来3年是公司大力建设时期，公司将以良好的成本控制、完整的玻璃制造产业链、已具规模的产品结构及优良的产品性能积极抓住行业发展的机会，公司盈利空间较大，生产规模及财务状况都颇为优良，发展前景值得投资者期待。

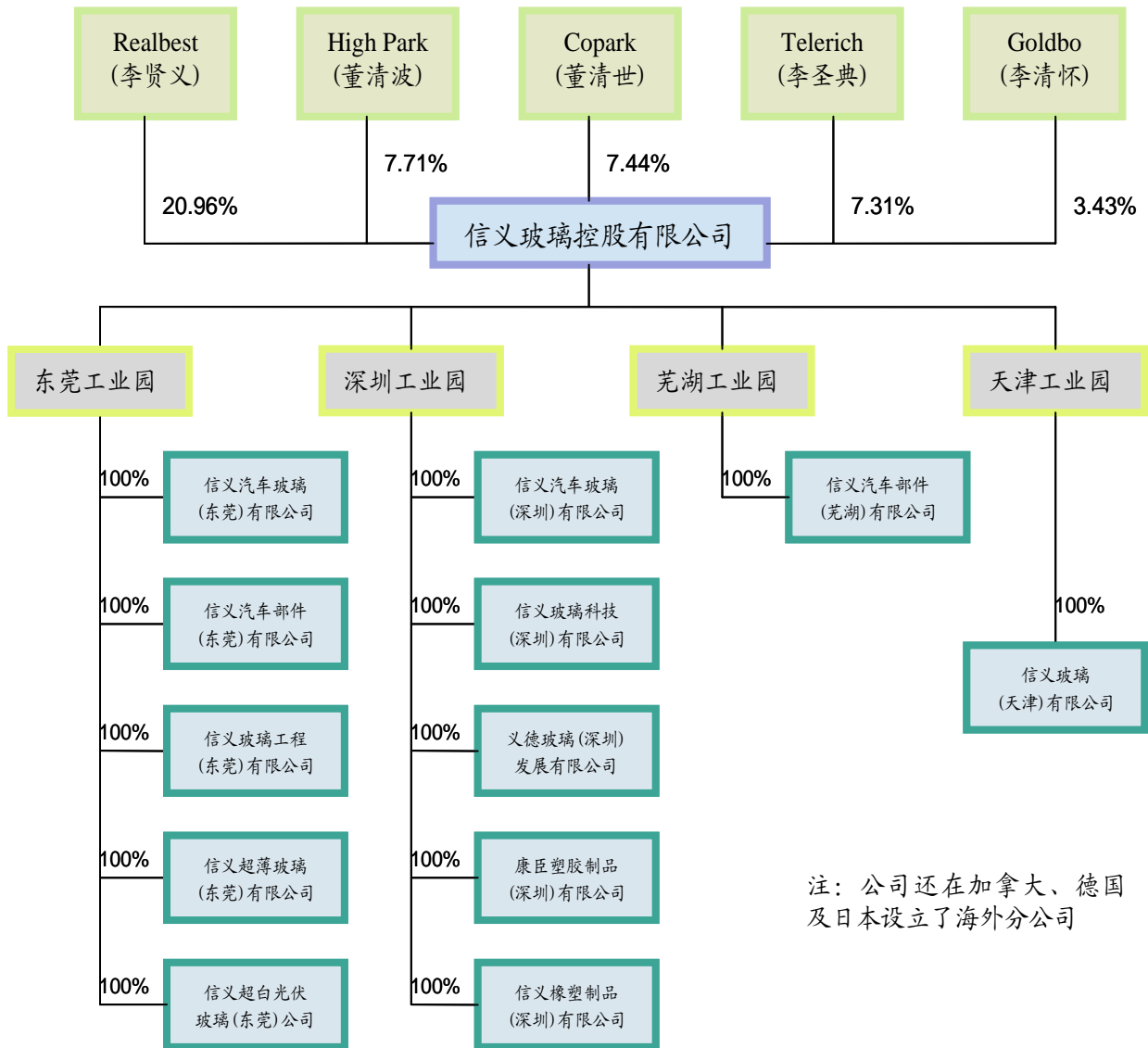
公司历史沿革之大事记

- 1988年公司在香港成立。
- 1989年开始涉足汽车玻璃业务。
- 1998年起开始发展建筑玻璃业务。
- 2004年起成为中国最大的汽车玻璃出口商，目前汽车玻璃占中国出口市场份额约36%，远销美、加、中东、欧洲等地。
- 2005年开始生产低辐射镀膜玻璃，连年成为最受欢迎产品之一。
- 2005年2月3日，公司以红筹形式在香港联交所主板上市，共募集资金8.4亿元，全数用于东莞及深圳工业园购置机器设备、厂房建设等。
- 2006年，两条日产能分别为700吨和500吨的优质浮法玻璃生产线于第二季度和第三季度点火投产，公司在玻璃产业链上形成了上下游业务的垂直整合，每年可节约10%的成本。
- 2006年5月25日，公司以每股3.1港元共配售0.67亿股份，共募集资金1.86亿用于超白光伏玻璃生产线建设。
- 2007年4月，美国商务部的“日落审查”终止了反倾销案。由于没有反倾销税适用于信义玻璃，公司得以维持在北美市场已有的领导地位。
- 2007年6月，第三条日容量500吨优质浮法玻璃生产线点火投产。
- 2006年8月，公司投入巨资开发的新产品——热反射汽车夹层玻璃通过技术鉴定。该产品技术处于国内领先水平，填补了国内空白。
- 2007年8月，首条日容量300吨高品质超白光伏玻璃生产线试产。
- 2007年9月，公司生产的汽车玻璃获得了由国家质检总局和中国名牌

战略推进委员会授予的“中国名牌”证明书。

- 2007年9月，公司分别向海南及广西的两家公司参资，开发硅砂矿。该两项目拟于2008年底投产，预计每年总产量为180万吨。公司开展硅砂开采业务有助于提升原材料供应的稳定性及增加成本效益。
- 2007年9月27日，公司以配股价10.32港元配售了1.75亿股份，共募集资金13.1亿，其中约50%将用作扩张浮法玻璃生产设施，25%将用于扩张及建造汽车玻璃生产设施，余下作一般营运资金。
- 2007年10月，公司在亚太区超过22,500间上市公司中被福布斯杂志选为“亚洲区销售额在10亿美元以下的200强”。此次参评标准包括销售额少于10亿美元、在过去3年的销售额和盈利均持续增长的公司。
- 2007年10月27日，公司第四条900T/D优质浮法玻璃生产线顺利点火。
- 2007年10月30日，公司出资2.37亿收购南玻集团旗下的附属公司——深圳南玻汽车玻璃有限公司。收购完成后，该公司将成为信义的全资附属公司，并有助信义扩大在国内汽车玻璃市场的份额。

图表 1: 公司目前股权架构示意图 (按主要公司)

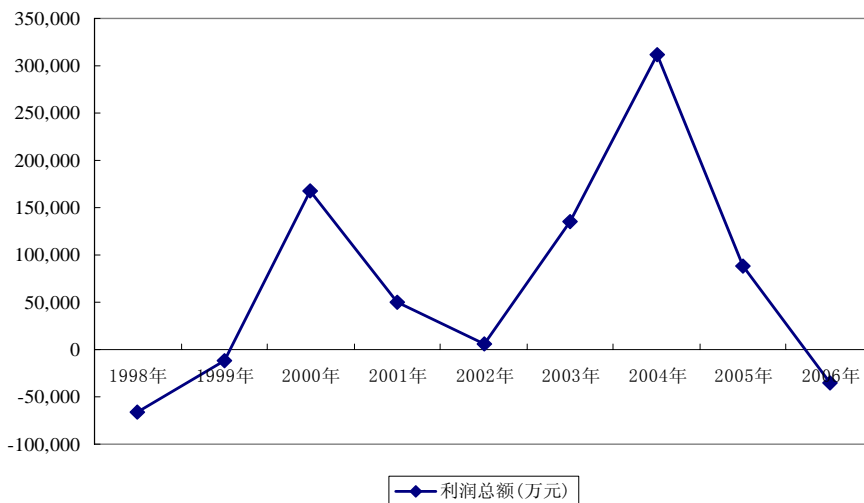


资料来源: 公司年报

第二部分 公司行业背景分析及评论

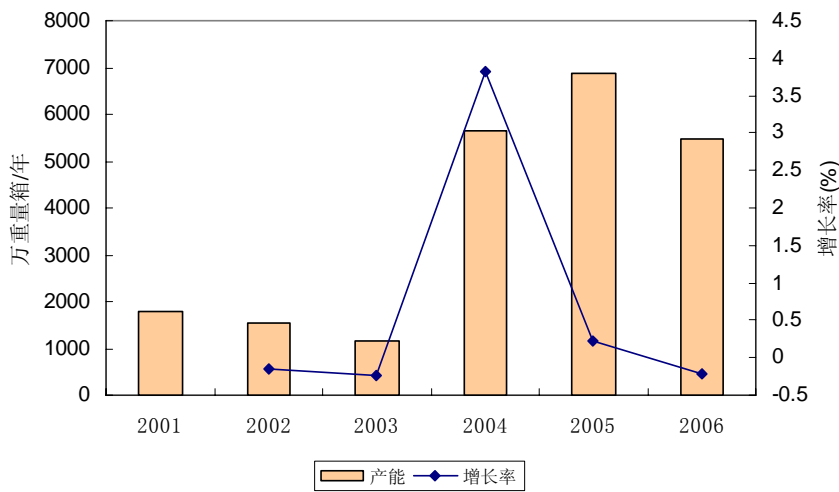
玻璃行业新一轮的景气周期预计将至少维持到 2008 年年底 处于玻璃行业上游的平板玻璃市场具有很明显的周期性,这主要是由于我国平板玻璃多年来需求的增长维持在 12-15%,而供给则相对显得波动得多。另一个重要原因是我国目前的玻璃加工企业有近 4,000 多家,年加工能力已达到 2.4 亿平方米,但各家规模不一,产品质量也参差不齐,行业竞争处于无序状态,为追逐利润的最大化,大家都争相建设浮法线以扩大产能,而随着每一次产能的集中释放,其结果必然导致整个行业利润率的下滑。以上一轮景气周期(2003~2006 年)为例,2004~2005 年是这一周期产能扩张的高峰期,2006 年平板玻璃的价格因为严重的供大于求而急剧下滑,导致该年整个平板玻璃行业亏损 3.5 亿元。伴随行业利润下滑,各玻璃制造商现金流严重不足,玻璃生产线的建设步伐再度放缓,从而令 2006 年下半年至 2007 年上半年新增的浮法线明显减少,平板玻璃供大于求的矛盾得到明显缓解。

图表 2: 平板玻璃行业前两轮周期的利润波幅示意图



资料来源: Wind

图表 3: 2001 年至 2006 年平板玻璃新增产能情况

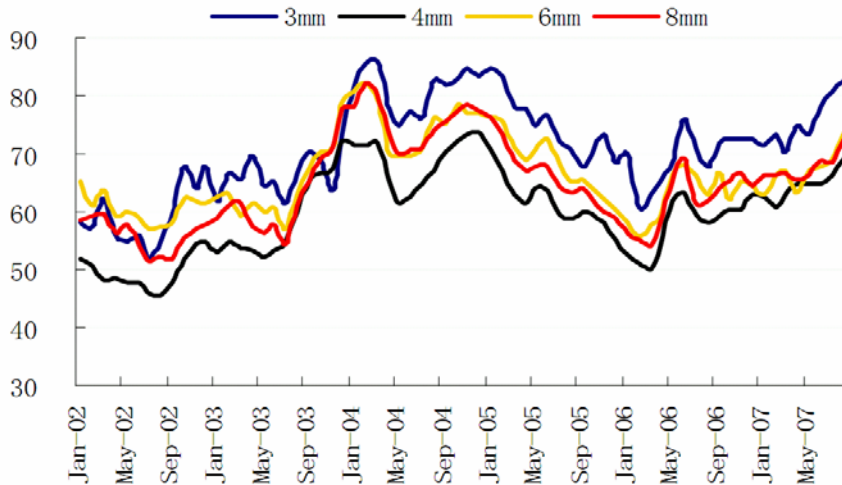


资料来源: Wind、招商证券(香港)

从近期浮法玻璃的价格变化情况及平板玻璃行业的毛利率来看,目前玻璃行业处于此轮景气周期的上升通道中。

以玻璃原片价格来看,根据中国建筑材料工业信息中心的统计,2007年6~8月的按月涨幅分别为1.21%、9.17%和15%,而8月份均价更创出72.43元/重量箱的新高。

图表 4: 重点联系企业浮法玻璃平均价格变动情况



资料来源: 中国建材信息总网、招商证券(香港)

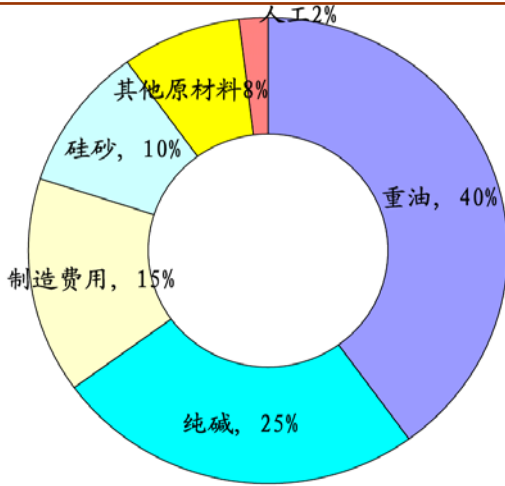
分析此轮玻璃价格上涨的原因主要有以下几点:

1. 2006年平板玻璃行业全体亏损令玻璃生产线的建设步伐放缓,纾缓了供大于求的矛盾 2006年由于行业亏损严重,各企业普遍现金流不足,2007年上半年只有6条浮法玻璃生产线投产,新增产能1,800万重量箱。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

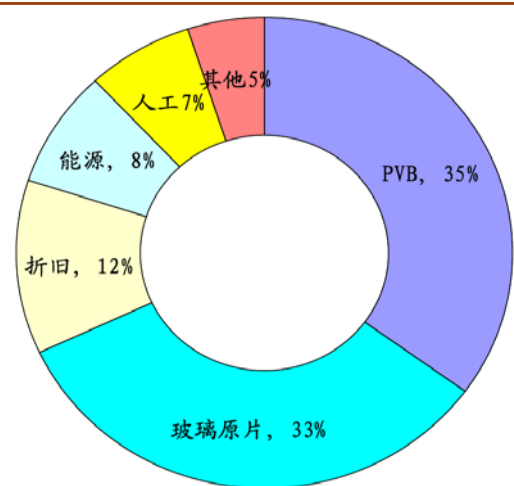
2. 人民币升值、国家出口退税率下调及重油、纯碱等原料价格上涨推高了综合生产成本 其中重油价格由 2006 年年初的 1,600 元/吨升至现在的 3,000 元/吨以上，最高点为 3,500 元/吨；纯碱价格也由 2006 年的 1,300 元/吨升至目前的 1,650 - 1,700 元/吨。

图表 5: 浮法玻璃生产成本构成



资料来源: 中国玻璃网、招商证券(香港)

图表 6: 汽车玻璃生产成本构成



资料来源: 中国玻璃网、招商证券(香港)

图表 7: 国际重油价格走势



资料来源: Bloomberg

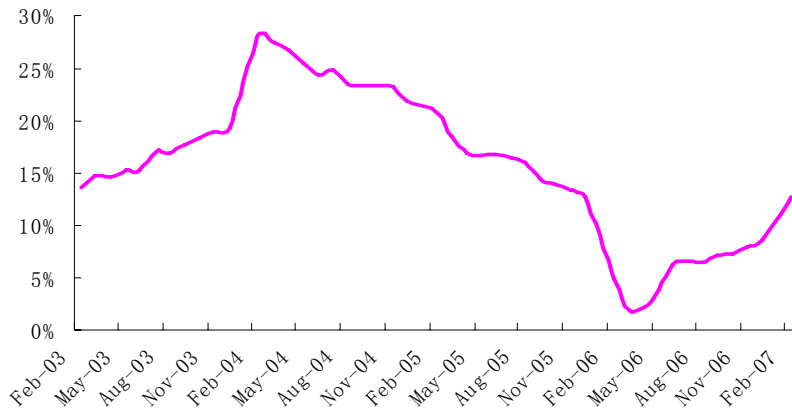
3. 价格协调机制有效避免了企业间的价格战 针对产能过剩所引起的价格战，中国建筑玻璃与工业玻璃协会从 2006 年起开始组织企业进行区域价格协调，取得了较好的效果。

从行业整体业绩来看，2007 年的行业毛利率已从 2006 年第一季度的低点反弹并迅速上升。2007 年 2 月份的毛利率比 2006 年 3 月份最低谷时高出

请务必阅读正文之后的免责条款部分

约 10 个百分点，但仍比 2004 年 2 月份的最高峰低 18 个百分点。

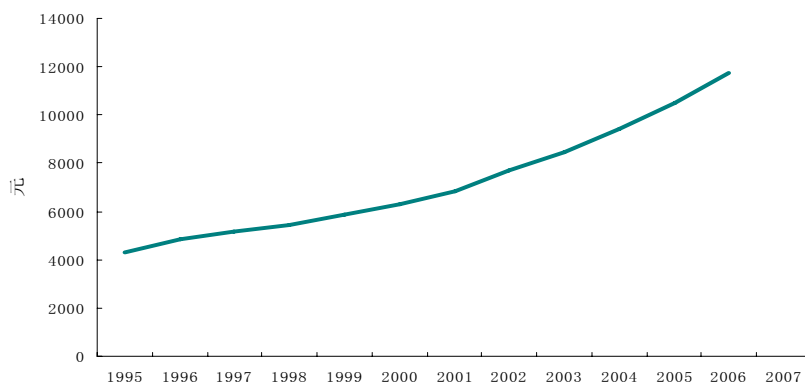
图表 8: 玻璃行业毛利率情况



资料来源: 中经网

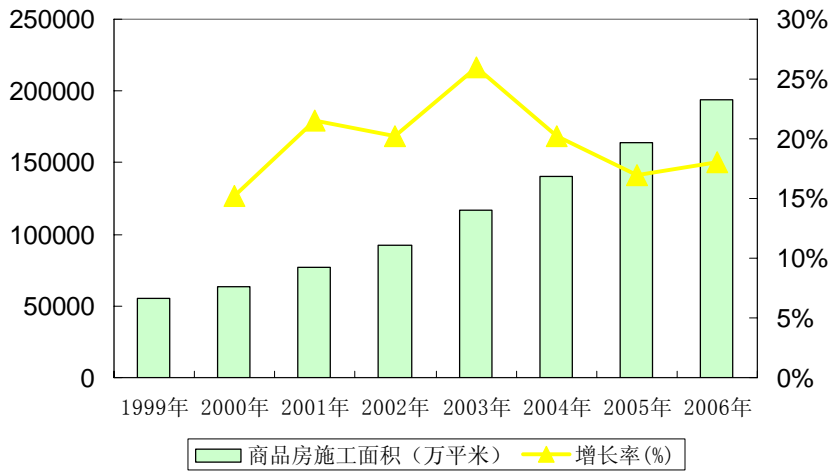
从玻璃行业所处的国、内外宏观环境来看，各项经济动因都在不断提升玻璃市场的需求，这些因素包括我国国民经济每年的稳定增长及人均收入的提高、房地产业、公路运输业、电子信息和太阳能等产业的发展。随着我国经济的不断发展及人民消费能力的提高，玻璃制品将被更广泛地运用于建筑内外装饰、汽车、信息产业和清洁能源，玻璃行业的市场空间还会不断增大。

图表 9: 城镇居民家庭人均可支配收入绝对数统计



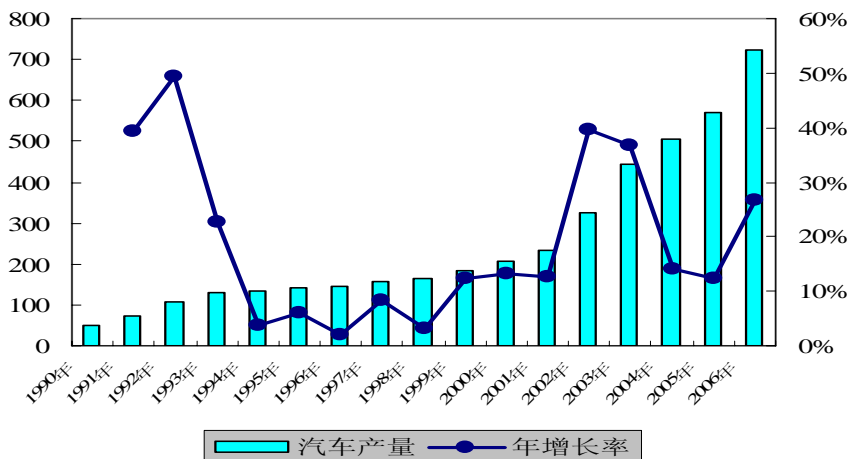
资料来源: Wind

图表 10: 商品房施工面积及增长率统计



资料来源: Wind、招商证券(香港)

图表 11: 我国汽车产量增长迅猛 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会、招商证券(香港)

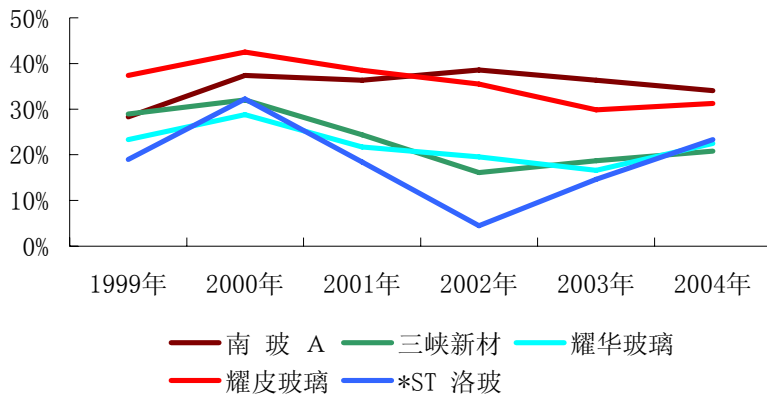
产业链及产品结构相对完整的公司其抗风险的能力较强,同时也具备较高的投资价值 前面我们提到玻璃行业每 3~4 年就有一次周期波动,这一特性在处于上游的平板玻璃市场表现得特别明显;但是,即便是处于行业低谷,有一些产品仍能获得较好的回报,部分企业也能较好地避免行业下滑的风险,这类公司一般是产品结构较为完整的公司。

以 1999~2002 年的周期为例,经过 01-02 年平板玻璃产能的大扩张,2002 年整个行业处于微利状态,但 A 股上市公司中的南玻和耀皮玻璃的盈利水平仍能保持相对稳定的水平,主要原因有二:一是该两个公司浮法玻璃产品属优质浮法玻璃产品,特别是 3mm 的薄玻璃和 19mm 厚玻璃的毛利高,能抵消浮法玻璃因产能扩张所引发的价格下跌风险;二是该两公司的产品结

请务必阅读正文之后的免责条款部分

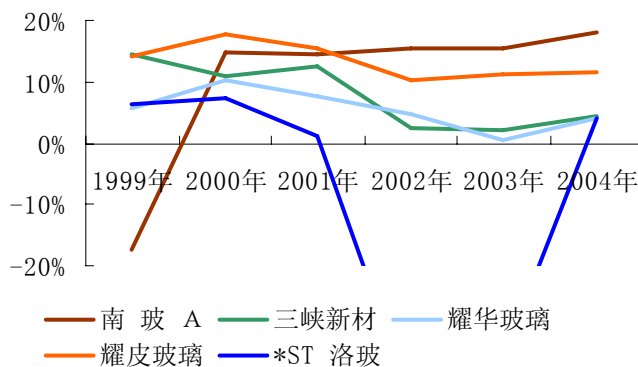
构相对完整，特别是南玻产品几乎覆盖了玻璃行业的所有领域，且在建筑节能玻璃领域内属龙头企业，故能通过技术和规模的差异化竞争提升其抵抗行业波动风险的能力。

图表 12: 部分 A 股上市玻璃公司毛利率变化情况比较



资料来源: 聚源系统、中国玻璃信息网

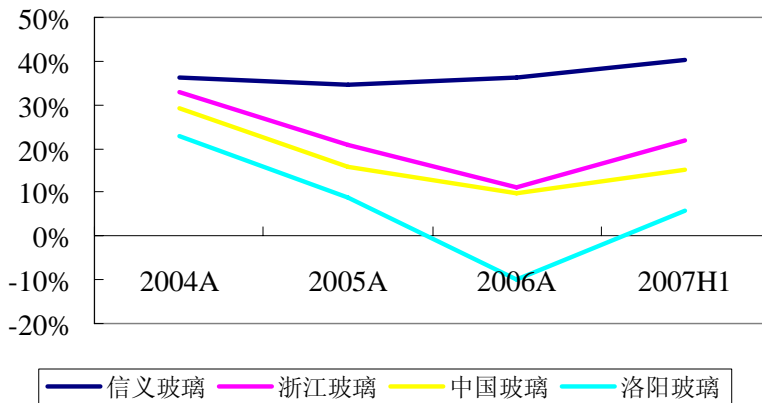
图表 13: 部分 A 股上市玻璃公司净利率情况变化比较



资料来源: 聚源系统、中国玻璃信息网

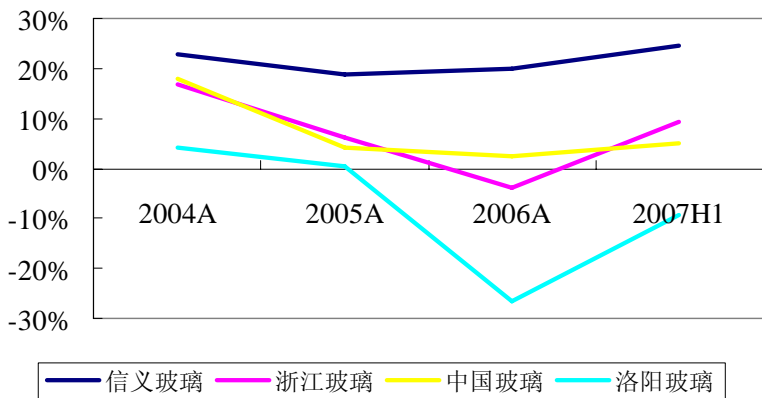
与 A 股上市公司相比，信义玻璃的盈利情况在同业中亦表现不俗，这主要是因为其于 2006 年第二季度开始自产优质浮法玻璃，不仅满足了自身对上游玻璃原片的需求，还降低了约 10% 的成本。更为重要的是，通过建设浮法生产线，使得公司的玻璃业务完成了上下游垂直整合，产品结构跟南玻一样几乎覆盖了所有领域，公司近几年的盈利情况更是表现不俗。

图表 14: 香港主要上市玻璃企业毛利率情况比较



资料来源: 各公司年报, 招商证券(香港)

图表 15: 香港主要上市玻璃企业净利率情况比较

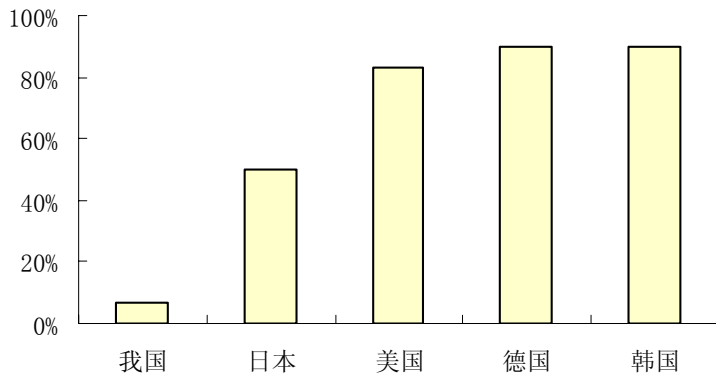


资料来源: 各公司年报, 招商证券(香港)

下游深加工玻璃因需求前景广阔及产品附加值较高可以继续看好, 尤其是深加工节能玻璃 玻璃的深加工包括汽车玻璃、LOW-E 玻璃等建筑玻璃和用于太阳能电池的超白压花玻璃等。玻璃深加工领域值得被看好的理由有以下几点:

1. 中国的玻璃深加工率较低, 与发达国家相比有较大的发展空间 我国现有玻璃加工企业近 4,000 多家, 年加工能力达 2.4 亿平方米, 但深加工率仅为 25%, 而发达国家深加工率普遍在 70% 以上。中国作为玻璃消费大国, 中空玻璃、隔热防辐射等深加工玻璃的消费量都较发达国家低。以中空玻璃为例, 发达国家的使用率一般在 80% 以上, 而我国新建建筑的中空玻璃使用率不足 10%, 既有建筑的中空玻璃使用率尚不足 1%, 民用建筑因门窗未使用节能产品而导致的能源浪费现象仍然相当严重。针对此种情况, 国家在“十一五规划”中提出我国的玻璃深加工率必须从 25% 增至 40% 以上。

图表 16: 我国与发达国家中空玻璃使用率的比较



资料来源: 中国玻璃网

2. 我国城镇人口消费能力的不断升级将提高对隔热、隔音等深加工玻璃的需求。

3. 各项政策、法规的颁布刺激节能玻璃的市场需求 中国政府为促进节能环保所颁布的《公共建筑节能设计标准》、《民用建筑节能管理规定》和《节能中长期专项规划》等强制性政策法规的实施,为 LOW-E 中空玻璃、真空玻璃、太阳能玻璃等深加工玻璃市场带来无限的商机,同时也是一件利国利民的举措。按照以上规划,中国政府规定至 2010 年,建筑玻璃要在 1980 年单片白玻的能耗水平基础上节能 50%, 2020 年要节能 65%。

LOW-E 中空玻璃作为建筑节能玻璃主要品种,在欧洲的市场占有率 1998 年就接近了 100%,目前该种玻璃产品已成为发达国家运用于节能玻璃领域的主流产品。发达国家广泛强制使用节能建筑玻璃还要追溯到上世纪 70 年代石油危机引起的节能需求。据统计,石油危机前全美建筑物窗户由于保温隔热性能不良损失的能量约占全美总能耗的 3%,而瑞典则高达 7%。目前美国的 LOW-E 中空玻璃年产能已达到 6,000 万平米。

我国作为能耗大国,每年消耗的能源相当于 15 亿吨标准煤,其中 30% 左右为建筑消耗,而建筑门窗的能耗又占建筑物消耗的 50% 左右。我国北方地区与同等气候条件的瑞典、丹麦、芬兰等节能较为先进的国家比,每年因建筑能耗高而多消耗标准煤 1,800 万吨,直接经济损失达 70 亿人民币,同时造成的温室气体多排放 5,200 万吨。根据国际机构的预测,中国最早会在 2008 年超过美国成为世界上第一能源消耗大国,节能形势十分严峻。

我们预计随着中国政府各项强制性建筑节能政策的实施,各种节能玻璃的产量将高速增长。以 LOW-E 玻璃为例,其自 2001 年引入中国市场,是近年来市场需求增长最快的节能玻璃,2005 年使用量约 500 万平米,2006 年约 1,000 万平米,预计到 2010 年的需求量可以达到 5,000 万平米以上。另根据国家建设部数据,未来 10 年内国家用于节能补贴、常规消耗和购买节能产品的支出将高达 5 万亿人民币,即使 5% 用于建筑节能玻璃和门窗也达到 2,500 亿人民币。目前在我国生产 LOW-E 等高档节能玻璃的企业主要有

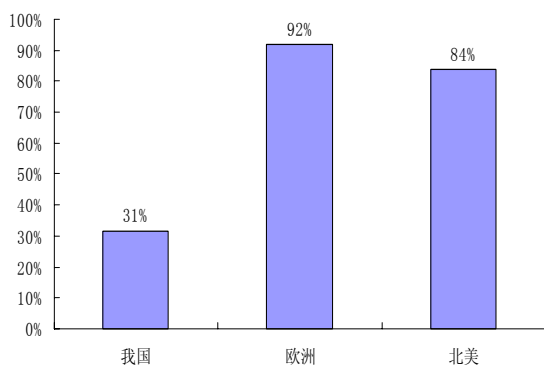
请务必阅读正文之后的免责条款部分

南玻、耀皮、信义、格兰特、蓝星及秦皇岛玻璃等，其中南玻、耀皮和信义分别位于前三甲，其中又以信义近年来产能扩张较为快速。

出口市场是中国玻璃企业的另一重要市场 国际玻璃产业链因成本等因素已转移到中国。2007年1~5月我国平板玻璃累计出口达13,369万平方米，按年增长71%；出口金额为32,803万美元，按年增长75.1%。目前平板玻璃出口已占到总量的15%左右，相当于18条600吨日容量的浮法生产线产量。在深加工玻璃出口方面，目前做得比较好的有福耀玻璃和信义玻璃，其中福耀几乎垄断了OEM（汽车配套玻璃）市场，而信义则是中国最大的汽车零配玻璃出口商，市场占有率为36%。

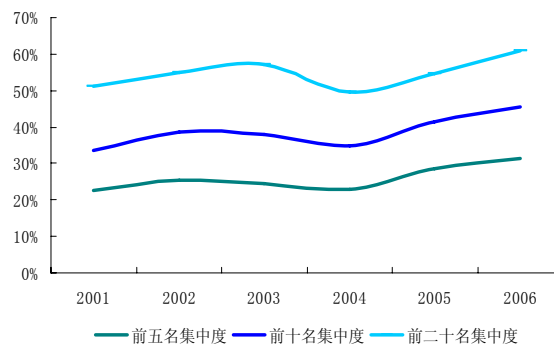
中国玻璃行业的集中度在未来几年将会得到很大提高 我国玻璃行业前五名的集中度只有31%，而在全球玻璃消费量第二和第三大的欧洲和北美，这一数字分别高达92%和81%。

图表 17: 玻璃行业市场集中度（前五名）比较



资料来源：中经网

图表 18: 我国平板玻璃行业市场集中度变化情况



资料来源：中经网

虽然我国玻璃行业的集中度低于发达国家，但近两年的提升速度较快。如图表 18 所示，我国玻璃行业中前五名（CR5）和前十名（CR10）集中度提高的幅度明显大于前二十名（CR20）市场集中度的增幅，这说明平板玻璃行业未来比较有话语权的企业可能不超过 10 家甚至 5 家。

国家发改委今年颁布的《平板玻璃行业准入条件》是在中国平板玻璃行业处在历史上最快发展时期出台的一份重要文件；该调控政策与 2006 年年底发布的《关于促进平板玻璃工业结构调整的若干意见》共同对中国玻璃行业未来几年的发展作出了明确要求。其中规定：

1. 支持技术水平高、市场前景好、有效益、对产业升级有重大作用的大企业进行技术改造；
2. 鼓励发展特殊品种（超白、超薄、在线 LOW-E）优质浮法玻璃和深加工技术开发；限制普通浮法玻璃；淘汰落后的“平拉工艺”玻璃生产线；
3. 国家有关部门将制定支持大集团发展的具体政策，力争在“十一五”

期间全行业形成 10 余家大型企业集团，增强在区域市场的调控能力。

我们认为随着该系列政策的实施，目前平板玻璃产能扩张过快、企业盲目扩建和无序竞争的混乱局面将得到控制，同时也有利于节能减排。同时，国家对玻璃行业的调控可规范行业的竞争行为，促进行业内的兼并收购。有竞争优势的企业如福耀、南玻、信义等有望从中获益。

简评 玻璃行业一般有 3~4 年的行业周期，目前的这轮周期正处于上升通道中，预计会维持至 2008 年年底。由于处于上游的平板玻璃行业产能长期处于过剩状态，且行业集中度亟待提高，故上游企业间的竞争激烈并导致行业利润率周期性大幅波动，行业风险较高。目前为规范市场竞争行为，国家已从多方面颁布调控政策以控制上游行业重复建设和无序竞争的局面，传统的能耗高、污染重的平拉工艺玻璃属淘汰范围，普通浮法玻璃亦受到限制，属鼓励项目的有优质浮法玻璃和超白、超薄和 LOW-E 等深加工玻璃。相比之下，下游板块的深加工玻璃不仅附加值高，且因我国经济发展的不断增长和人民生活水平的提高、房地产和汽车工业的发展，及国家大力倡导建设节能社会，市场前景十分广阔。更为重要的是，产业链相对完整的企业其抗风险的能力较强，可通过差异化的竞争来分散风险。我们预期，我国玻璃行业的市场集中度会在国家政策的指引和市场竞争的二力作用下不断提高，目前产业链较为完整的企业或者在深加工领域内已有良好竞争优势的企业（包括福耀玻璃、南玻玻璃、信义玻璃等）有着较好的发展机遇，并会通过兼并、重组进一步做强。

第三部分 公司业务简介、经营数据及相对竞争优势分析

业务一览 目前公司三大主营业务包括汽车玻璃、建筑玻璃及浮法玻璃。其中汽车玻璃收入是公司的主要盈利来源。2007 年上半年，汽车玻璃的销售收入及经营溢利占比分别为 64.3%、71%。公司约 60.9%的营业收入来自出口，其中北美市场的份额占 36.3%，是公司最大的海外市场。以 2007 年上半年业绩来看，公司的净利润为 3 亿，排名国内同业上市公司第二，仅次于福耀玻璃；但净利润率高达 25%，排名业内第一。以竞争优势来看，公司的业绩连续多年的稳步增长主要得益于产业链在上下游的垂直整合节省了原料成本、产能已具规模及较强的专业化生产能力和相对完整的产品品种。凭借公司在玻璃行业累计的行业经验、成本竞争优势和遍布世界的长期客户群，公司未来的业绩增长空间颇为广阔。

图表 19: 主营业务内容简析

业务类型	产能		原材料	品种	功能	产地	基本情况
	2007	2010E					
汽车玻璃	AGR:850万片 OEM:70万套	AGR:1200万片 OEM:350万套	PVB膜、浮法玻璃	前车窗夹层玻璃、热反射汽车玻璃、夹丝夹层玻璃、钢化玻璃、加发热丝、天线钢化玻璃	安全、隔音、防紫外线、隔热、耐磨、省油、寿命长、高机械强度性、热稳定性、加热、除霜、防雾、天线	东莞、深圳、芜湖、天津	品种共有4万左右, 90%销往替换市场, 其中国际订单占70-80%。在汽车玻璃出口市场上, 信义占约36%的份额, 为业内之首。公司在OEM市场的份额占约7%。
建筑玻璃	200万平方米	1500万平方米	优质浮法玻璃	高透型、遮阳型、双银及可异地加工LOW-E玻璃等	隔热、高透性、太阳辐射低透过性、节能	东莞、天津	2007年上半年的销售占比为21%。目前在业内处于第三, 未来发展空间较大。
浮法玻璃	2900日溶吨	9500日溶吨	硅砂、纯碱、白云石、石灰石等	超薄、超白光伏等优质浮法玻璃	作为建筑材料或太阳能电池用玻璃	东莞	45%自用, 其它外销。每年为公司节省10%左右的成本。优质浮法玻璃受行业波幅的影响较小。
其它产品还包括高速列车、船舶用安全玻璃及防弹等特种玻璃。此外公司还生产密封胶条及五金配件以提供一站式供货服务。公司还拥有幕墙施工一级资质, 可提供幕墙设计、施工等一条龙服务。							
注: AGR指汽车替换市场, 玻璃用于旧车; OEM指原设备制造市场, 玻璃用于新车。							

资料来源: 公司

我们预期, 随着未来3年各业务分部产能计划的实现, 汽车玻璃收入占总销售收入的比例会有所下降, 而公司大力发展的浮法玻璃和建筑深加工玻璃的比例会增加。同时, 由于未来中国建筑节能玻璃市场前景广阔, 公司来自出口部分的收入会降至50%左右。

图表 20: 北京 SOHO - 尚都幕墙展示 (品种: LOW-E 中空、镀膜中空、夹层的玻璃)



资料来源: 公司

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表 21: 北京第五广场幕墙展示 (LOW-E 中空玻璃)



资料来源: 公司

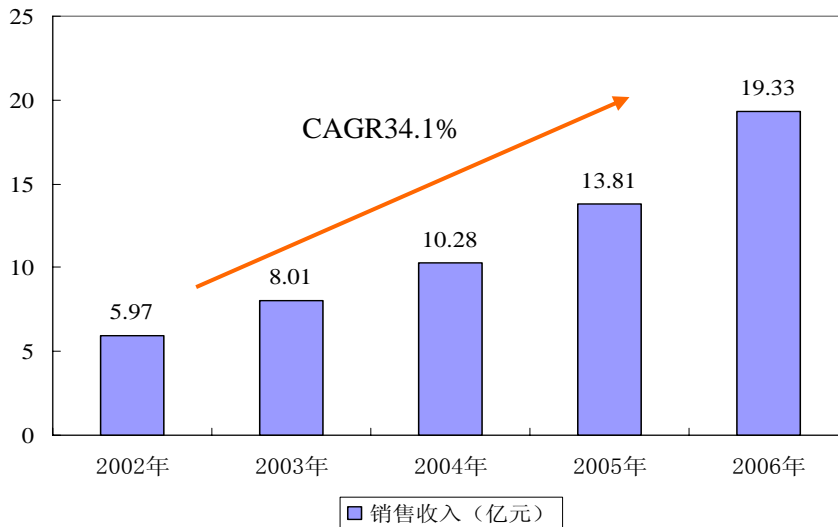
图表 22: 部分公司长期合作的汽车玻璃客户群



资料来源: 公司

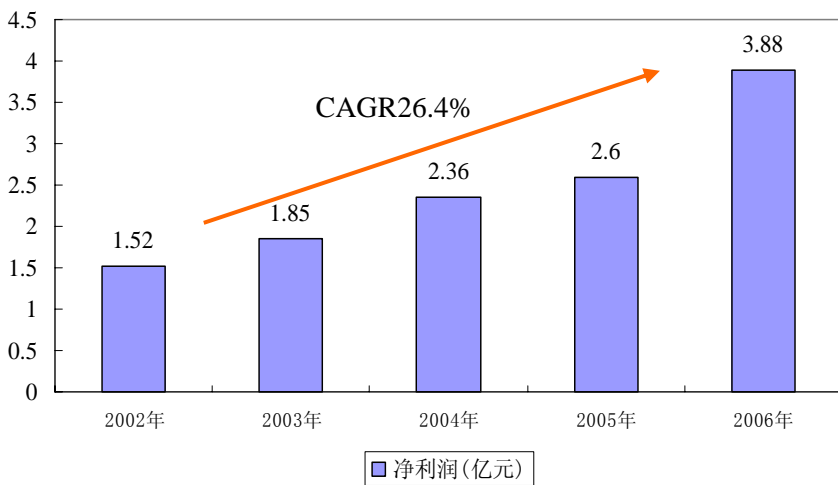
经营数据分析 截至 2006 年 12 月 31 日止 5 个年度，公司营业收入及净利润的年复合增长率分别为 34.1% 及 26.4%。与以往年度特别是 2006 年全年业绩相比，公司在 2007 年的中期业绩增长更为迅猛，期内销售收入及纯利润分别为 12.2 亿和 3 亿，分别按年增长 74.5% 及 114.3%。以纯利润来看，2007 年中期已达到 2006 年全年的 77.3%，预计 2007 年公司净利将达到 6.5 亿左右。

图表 23: 公司 5 年销售收入保持稳定增长



资料来源: 公司年报、招商证券(香港)

图表 24: 公司 5 年净利润增长稳定



资料来源: 公司年报、招商证券(香港)

图表 25: 2006 及 2007 年上半年主要经营数据比较

百万港元	2006H1	2007H1	变动
销售收入	701.6	1,224.2	74.5%
销售成本	446.9	731.6	63.7%
毛利	254.7	492.6	93.4%
毛利率	36.3%	40.2%	10.8%
经营溢利	145.1	331.1	128.2%
经营溢利率	20.7%	27.0%	30.8%
税前溢利	145.3	319.3	119.8%
税项	7.2	18.3	154.2%
实际税负	5.0%	5.7%	15.7%
净利润	140.0	300.1	114.4%
净利润率	20.0%	24.5%	22.9%
每股基本盈利(港仙)	9.0	18.7	107.8%
股息(港仙)	4.0	9.0	125.0%
资产负债率	29.1%	34.8%	19.6%
有息负债率	11.9%	16.3%	37.0%

资料来源: 公司年报、招商证券(香港)

从上图可以看出, 公司 2007 年的财务状况及经营业绩都较为理想, 特别是净利润率上升 4.5 个百分点; 在各项原材料包括重油、纯碱等大幅涨价的情况下, 公司期内的成本控制理想, 成本上涨的幅度低于销售收入的涨幅; 公司派息稳定; 实际税负低, 对处于快速扩张期的公司有利; 公司负债少, 有进一步借贷融资的空间。在下一章节中, 我们将对公司及同业进行包括经营业绩、产能等方面的综合比较。

图表 26: 2006 及 2007 年中期销售收入比较

	销售收入(百万港元)			销售收入占比	
	2006H1	2007H1	变动	2006H1	2007H1
汽车玻璃	518.3	787.1	51.9%	73.9%	64.3%
建筑玻璃	178.2	257.0	44.2%	25.4%	21.0%
浮法玻璃	5.1	180.1	3431.4%	0.7%	14.7%

资料来源: 公司、招商证券(香港)

图表 27: 2006 及 2007 年中期毛利及毛利率比较

	毛利(百万港元)			毛利率	
	2006H1	2007H1	变动	2006H1	2007H1
汽车玻璃	200.6	344.5	71.7%	38.7%	43.8%
建筑玻璃	56.2	83.4	48.4%	31.6%	32.5%
浮法玻璃	(2.1)	64.7	不适用	不适用	35.9%

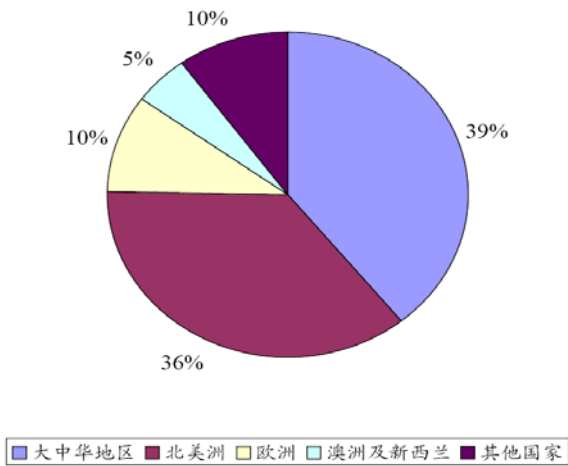
资料来源: 公司、招商证券(香港)

从图表 26 及图表 27 可看出, 公司自 2006 年涉足浮法玻璃生产后, 在 2007 年上半年整体销售收入增长的背景下, 浮法玻璃的销售也增长迅猛, 所占比例按年增长至 14.7%。我们预期随着公司未来 3 年约 7 条优质浮法玻

请务必阅读正文之后的免责条款部分

璃陆续建成投产，浮法玻璃的盈利贡献将得到显著提高。同时，由于公司自产浮法玻璃，不仅可保证上游产品质量的稳定，同时因产业链上下游的一体化经营也可降低原料成本（每年因减少包装费和运输费支出节约 10%左右的成本支出），提升盈利空间，体现在分部业绩上主要表现为汽车及建筑玻璃的毛利率都有所提高。

图表 28: 各地销售收入统计



资料来源：公司年报

相对竞争优势分析 通过以上对行业发展及公司经营数据的分析，我们认为信义玻璃的竞争优势有以下几点：

1. 汽车玻璃生产高度专业化，规模最大及品种最多 目前公司的汽车玻璃品种多达 4 万左右，跨越世界各国的汽车品牌和不同年代的型号，面对市场不同的需求公司随机整合的能力很高，目前能满足全球客户 98%左右的需求。在专业化生产方面，公司从美国及德国等地进口了先进设备，同时公司的研发中心具备较强的创新能力，2006 年 8 月试制的热反射汽车玻璃 (Solar-X)因省油及防紫外线等性能填补了国内技术空白。

在对东莞工业园进行调研的过程中，我们亲眼目睹了研发人员使用扫描仪对客户运来的汽车玻璃进行各项数据采集，这些数据将用于电脑程序设计，并最终生产出客户需要的汽车玻璃。在调研中我们还了解到，公司曾因汽车玻璃品种较为齐全故其供货周期快并招致美国和加拿大的反倾销控诉，在 2002~2004 年中国的反倾销诉讼案中，公司全胜而返，得以维持北美市场的领导地位。

2. 公司产业链的垂直整合比较成功，成本控制效果较佳，有助提升盈利空间 2006 年公司建设的两条优质浮法玻璃生产线成功点火投产，这在公司近 19 年的发展历程上有着里程碑式的意义。通过生产优质浮法玻璃不仅能为汽车玻璃及建筑玻璃深加工提供原材料，更重要的是能保证原材料的高品质和供应的稳定性，并通过节省玻璃的包装费及运输费降低成本开支。在 2007 年原材料普遍上涨的情况下，公司的成本涨幅却能低于销售收入的

涨幅，自产浮法玻璃是一个很重要的原因。另公司于2007年9月收购了两个硅砂矿，将进一步提高公司的成本效益。

此外，公司良好的成本控制还来源于选址的考虑。目前中国经济的高速增长区域主要为珠三角和长三角区域，特别是珠三角对浮法玻璃的需求高达市场总需求的近40%。因此，通过在虎门及芜湖建厂辐射珠江三角洲及长江三角洲，缩短运输距离能为公司节约不少的包装费支出（约省100元/吨）和运输费用。

3. 公司产品结构较为完整，产品属于国家鼓励项目或市场需求旺盛，抵御行业波动风险的能力较高 公司目前的产品已几乎涵盖玻璃行业产业链的各个领域，能较好地通过产品的差异化竞争降低行业波动风险。首先看浮法玻璃板块，公司生产的优质浮法玻璃属国家鼓励项目，受平板玻璃市场周期波动的影响小；其次，汽车玻璃的市场需求很大，随着国内汽车人均拥有量的提高，公司的汽车玻璃销售收入还会有较大的增长空间。同时，因为目标市场为替换市场，公司汽车玻璃销售收入受汽车行业波动的风险亦较小；最后，公司虽然刚进入建筑玻璃深加工领域不久，但由于该细分市场因国家强制性建筑节能等标准的实施，建筑节能玻璃在未来将以倍数增长。未来公司有望以优良的产品质量和高速的产能扩张来增加市场份额，扩大公司的盈利空间。

4. 公司在规模和技术上已具优势，具有较强的产品定价能力 玻璃产业既是资本密集型产业，也是技术密集型产业。从根本上讲将是规模和技术的竞争。目前信义在汽车玻璃替换市场的龙头地位相当稳固，公司多年的经验累积、品牌效应及资本规模的扩大令其具备了抢滩其它细分市场的实力。而良好的研发能力和较高的生产效率更为公司锦上添花。此外，通过不断向上下游延伸，公司的成本效应亦为其将来的市场拓展打下较好的基础。2007年7月，信义针对人民币升值、各项原材料、燃料和包装材料的上涨，率先在业内提价，这充分地证明了其较强的市场定价能力。

5. 公司具备整合业内其它企业的能力和动力 玻璃行业市场集中度的提高是趋势，预计将在国家调控政策的指引和市场竞争的二力作用下实现。目前信义在国内玻璃企业中的优势体现为：1) 对汽车玻璃替换市场的近乎垄断；2) 生产经营延伸至上下游的各个领域，在成本控制、规模、技术研发和产品质量上具优势；3) 公司的经营策略及重点发展的产品符合国家产业政策。我们认为如果公司未来三年产能扩张计划能够顺利实现，加上公司通过行业内兼并、收购等运作，未来很有希望成为中国玻璃行业中最具实力的行业龙头之一。

第四部分 与业内可比公司的综合比较及评论

信义玻璃的主要可比公司包括国内 A 股上市的福耀玻璃(600660.SH)、南玻 A(000012.SZ)、耀皮玻璃(600819.SH)、耀华玻璃(600716.SH)、金晶科技(600576.SH)，香港上市的浙江玻璃(0739.HK)以及上海、香港两地上市的洛阳玻璃(600876.SH, 1108.HK)等。其中福耀玻璃与信义目前的业务最为接近，均以汽车玻璃为核心业务。下面从各公司的业务构成、近年盈利能力及增长情况、产能及新项目情况等方面进行一些综合比较。

业务构成比较 可比公司中大部分的业务构成均以浮法玻璃为主。截至 2006 年，主营业务涉足汽车玻璃的仅福耀、南玻两家；从事玻璃深加工业务的则包括南玻、耀皮和耀华三家（这也是中国内地除信义外目前真正能上规模批量生产 LOW-E 玻璃的厂家）。从信义玻璃的业务构成看，与这些可比公司相比，信义的主要产品不是浮法玻璃，面临的市场竞争相对较少，这也许从一个侧面解释了信义在过去的玻璃行业低迷期业务和盈利表现相对平稳的原因。

图表 29: 2006 年部分国内上市玻璃企业业务构成情况

公司	目前主要产品类型	2006年营业收入(亿)	2006年业务分布			备注
			汽车玻璃	工程玻璃	浮法玻璃	
信义玻璃	汽车玻璃, 工程玻璃, 浮法玻璃	19.33	74%	25%	1%	
福耀玻璃	汽车玻璃, 优质浮法玻璃, 普通浮法玻璃	38.84	74%		26%	与信义一样属于实力民营企业
南玻	浮法玻璃, 汽车玻璃, 工程玻璃, CF玻璃, ITO玻璃	29.52	7%	51%	42%	业务覆盖玻璃全产业链
耀皮玻璃	优质浮法玻璃, 汽车玻璃, 工程玻璃	17.75	N/A	N/A	42%	国内最先进的建筑玻璃加工基地
耀华玻璃	普通浮法玻璃, 工程玻璃	11.19		10%	90%	业务覆盖玻璃全产业链
洛阳玻璃	普通浮法玻璃	11.96			100%	三大浮法工艺之“洛阳浮法”诞生地
金晶科技	超白玻璃, 普通浮法玻璃, 优质浮法玻璃	7.61			100%	与PPG合作, 国内第一家掌握超白生产技术 超白玻璃06年约占14%
浙江玻璃	优质浮法玻璃, 纯碱	15.21			64%	纯碱业务占29%, 第一家H股民企
中国玻璃	优质浮法玻璃, 工程玻璃	5.73		N/A	N/A	主要产品为浮法玻璃

资料来源: 各公司年报, 招商证券(香港)

值得一提的是, 与信义同为实力民企的福耀玻璃, 目前在国内汽车玻璃 OEM 市场上拥有超过 40% 的份额, 且该项业务毛利率自 1995 年以来一直保持在不低于 30% 的水平; 其汽车玻璃国际 OEM 销售增长迅猛, 2006 年录得 103% 的增长, 2007 年前三个季度的增长更达到 152% (最新季报数字); 该公司浮法玻璃业务随着行业景气的复苏也正走出低谷, 前期收购的浮法业务正扭亏为盈, 将带来业绩增长。此外该公司还引入高盛集团作为战略投资者。我们认为, 福耀在汽车玻璃 OEM 市场的成功、玻璃行业内的兼并收购整合等均有值得信义借鉴之处。

近年盈利能力及增长情况比较 与可比公司相比, 信义玻璃无论是盈利能力、盈利的稳定性还是近年来的增长速度均是最优秀的, 公司稳步高速

成长,基本没有受平板玻璃行业周期低点的影响。从营业额规模及盈利能力而言,信义也已经跻身玻璃上市企业的三甲行列。

图表 30: 部分可比公司盈利及增长情况

		2004	2005	2006	2007H1
信义玻璃 (0868.HK)	营业额(百万港元)	1,028.3	1,380.8	1,933.2	1,224.2
	增长率(%)	28.4	34.3	40.0	74.5
	净利润(百万港元)	235.8	260.1	388.2	300.1
	增长率(%)	27.2	10.3	49.3	114.3
福耀玻璃 (600660.SH)	净利润率(%)	23%	19%	20%	25%
	主营业务收入(百万元)	2,345.2	2,911.2	3,884.0	2,272.8
	增长率(%)	35.3	24.1	33.4	33.4
	净利润(百万元)	394.6	391.7	607.2	416.7
南玻 (000012.SZ)	增长率(%)	22.9	-0.7	55.0	44.7
	净利润率(%)	17%	13%	16%	18%
	主营业务收入(百万元)	1,882.0	2,302.0	2,951.6	1,287.3
	增长率(%)	41.5	22.3	28.2	43.3
耀皮玻璃 (600819.SH)	净利润(百万元)	339.0	316.4	332.1	149.3
	增长率(%)	66.3	-6.7	5.0	-1.9
	净利润率(%)	18%	14%	11%	12%
	主营业务收入(百万元)	1,660.4	1,842.5	1,774.9	1,136.1
耀华玻璃 (600716.SH)	增长率(%)	40.1	11.0	-3.7	35.4
	净利润(百万元)	192.9	125.3	23.2	51.6
	增长率(%)	44.5	-35.0	-81.5	748
	净利润率(%)	12%	7%	1%	5%
洛阳玻璃 (600876.SH)	主营业务收入(百万元)	1,250.7	1,225.3	1,118.8	655.1
	增长率(%)	74.5	-2.0	-8.7	31.1
	净利润(百万元)	51.9	-7.1	-291.4	5.3
	增长率(%)	1,506.5	-113.6	-4,027.2	扭亏
金晶科技 (600586.SH)	净利润率(%)	4%	-1%	-26%	1%
	主营业务收入(百万元)	1,133.89	1,031.86	1,195.99	689.8
	增长率(%)	15.8	-9	15.9	55.5
	净利润(百万元)	46.1	4.95	-317.48	-63.9
浙江玻璃 (0739.HK)	增长率(%)	113.46	-89.26	-6513.74	减亏
	净利润率(%)	4%	0%	-27%	-9%
	主营业务收入(百万元)	445.56	576.97	761.25	630.3
	增长率(%)	43.4	29.5	31.9	101.7
中国玻璃 (3300.HK)	净利润(百万元)	70.08	35.84	60.33	91.3
	增长率(%)	122.9	-48.86	68.33	187.6
	净利润率(%)	16%	6%	8%	14%
	营业额(百万元)	1,212.9	1,195.6	1,520.5	1,016.3
中国玻璃 (3300.HK)	增长率(%)	43.5	-1.4	27.2	362.0
	净利润(百万元)	205.0	74.1	-57.0	96.0
	增长率(%)	10.6	-63.9	-176.9	-268.4
	净利润率(%)	17%	6%	-4%	9%
中国玻璃 (3300.HK)	营业额(百万元)	429.7	386.5	573.1	883.0
	增长率(%)	22.3	-10.1	48.3	301.4
	净利润(百万元)	76.7	16.1	14.6	43.4
	增长率(%)	65.1	-79.0	-9.3	扭亏
	净利润率(%)	18%	4%	3%	5%

资料来源: 各公司年报, 招商证券(香港)

此外, 根据 wind 资讯的数据, A 股上市各玻璃公司, 近年来资产负债率普遍在 60% 以上, 部分公司更高达 75%。而信义玻璃以前保持着很低

的负债水平，近两年业务快速扩张，资产负债率也只在 30% 左右。较低的财务杠杆体现了公司稳健扩张的风格（2003 年之前信义的财务政策是“三不政策”，即不租、不借和不欠），但公司资产和业务规模达到相当水平之后，进一步的规模扩张和业务高速发展需要大量资本支持，我们预计公司继近期的配售融资之后，未来可能需要继续采取股本融资来满足扩张的资本需求。

产能扩张及新项目情况比较 从图表 31 和图表 32 可以看出，产能扩张以福耀、南玻、信义最为进取，扩张规模及资本开支都排在业内前列。需要说明的是，这几家龙头企业在未来扩张战略中基本上都是扬长避短，继续强化自己在各细分市场中已有的强势地位。此外，各家均很重视优质浮法玻璃产能的扩大以提高成本效益。其中，信义作为业内增长较为迅速的企业，产能扩张的速度尤其快。未来三年的产能扩张集中在汽车玻璃 OEM 市场、建筑用 LOW-E 玻璃和浮法玻璃三块，预计未来两年的产能扩张速度在 67% - 197% 之间，可谓相当进取；福耀近期仍将投资重点放在汽车玻璃上和优质浮法玻璃上；南玻的投资重点是建筑用 LOW-E 玻璃，以继续巩固其在建筑玻璃上的龙头地位。

图表 31：预计信义玻璃的产能扩张情况

	2007年	2008年	2009年	2010年
汽车玻璃ARG市场(万片)	850	950	1,050	1,200
年增长率		12%	11%	14%
汽车玻璃OEM市场(万套)	70	120	200	350
年增长率		71%	67%	75%
LOW-E玻璃(万平米)	200	435	1,290	1,500
年增长率		118%	197%	16%
浮法玻璃(日溶吨)	2,900	3,860	7,270	9,500
年增长率		33%	88%	31%

资料来源：公司资料，招商证券(香港)估计

图表 32: 主要可比公司的产能扩张和新建项目情况

公司	新建项目等情况
福耀玻璃	广州增城汽车安全玻璃项目, 投资6亿元; 北京通州汽车安全玻璃项目, 投资3.7亿元; 海南高档优质浮法玻璃项目, 投资7亿元; 以上均在2006年开工, 将在2007年下半年逐步建成投产。此外, 公司还对一些参资公司进行增资, 部分子公司也投资改造生产线等。
南玻集团	天津年产42万吨浮法玻璃生产线, 吴江 250 万平方米/年、天津 250 万平方米/年建筑节能 LOW-E 中空玻璃项目, 成都浮法深加工项目, 东莞工程玻璃和超白玻璃项目, 湖北宜昌 1500 吨/年多晶硅项目等。
耀皮玻璃	新建天津耀皮工程玻璃公司、扩建上海耀皮工程玻璃公司、上海耀皮康桥汽车玻璃有限公司新增产能等项目将于2007-2008年陆续建成投产, 还将成立江苏华东耀皮玻璃有限公司、广东耀皮工程玻璃有限公司两家全资子公司, 分别实施耀皮济阳路地块迁建项目和拓展华南加工玻璃业务项目。
耀华玻璃	对秦皇岛耀华玻璃工业园有限增资1426.53万元; 2007年, 公司计划生产浮法玻璃1480万重箱; 其中LOW-E玻璃等功能玻璃200万平方米。
洛阳玻璃	计划将浮法三线由现代灰改为翡翠绿生产, 以提高产销率和附加值。优化子公司龙玻、龙海公司品种结构, 加大盈利品种产销量, 提高生产稳定性, 增强市场竞争力。
浙江玻璃	2007年上半年投资人民币503,000,000元, 主要用于在浙江省兴建两条新的平板玻璃生产线及在青海省第二条纯碱生产线的基建。

资料来源: 各公司定期报告, 招商证券(香港)

公司未来发展战略评论 作为一间民营玻璃制造商, 信义在经过 19 年的发展后, 以其稳健的经营策略得以在市场竞争中生存、发展及壮大, 以盈利能力和营业收入计, 目前排在福耀和南玻之后, 已经跻身国内玻璃行业三甲之列。

公司在 2003 年后因发展需要开始筹建优质浮法生产线, 并导致较大的资本开支需求, 故在 2005 年以红筹方式在香港上市, 成功募集 8.4 亿元资金。上市后, 公司各方面的业绩继续保持稳定增长, 近几年净利润率都保持在 20% 左右, 且保持着良好的派息记录, 显示了公司较强的成本控制能力和管理水平。步入 2006 年, 公司的两条浮法线先后点火投产, 完成玻璃产业链上下游的垂直整合, 公司盈利增长更为迅速。

在公司未来发展规划上, 信义显示了非常强的魄力, 产能扩张相当进取, 也的确存在一定的风险, 但我们认为与公司现时的资产规模, 行业经验、市场占有率及稳定的客户群体是相匹配的。在发展方针的确立上, 公司对行业的理解非常到位, 重点发展国家政策鼓励的项目和未来市场需求量较大的 LOW-E 建筑节能玻璃, 有助降低经营风险。值得一提的是, 中国制造企业有投资趋同的通病, 未来同一细分市场的竞争可能会增加。相信以信义在产品差异化竞争方面的经验和不断提高的研发能力, 其抵抗此类风险的能力会提高。

在品牌建立方面, 信义目前在国内的知名度比不上福耀及南玻, 仍有相当数量的国内玻璃用户对信义缺乏了解, 而品牌不是短期能够建立和巩固的, 因此信义需要在业务发展和规模扩张的过程中通过各种手段加强品牌建设。

在过去公司的经营方针上, 信义曾执行“不租、不借, 不欠”的三不政

请务必阅读正文之后的免责条款部分

策,我们认为符合尚处于成长阶段的公司实际的。但今天的信义,不仅在汽车玻璃市场上成为福耀玻璃的劲敌,而且在建筑深加工领域也敢于挑战南玻,不能不说有些武士风范。

未来只是在自己的手里,当羽翼丰满后,信义选择翱翔蓝天应该是每一个投资者所愿意见到的。

第四部分 盈利预测及估值

根据以上的行业背景分析,及考虑公司在行业中的地位、成本控制的优势及未来各项产能扩张计划,我们预测公司 2007 年~2009 年的销售收入基本上能保持 44% 的年复合增长率,分别为 27.9 亿、40.2 亿和 58.2 亿,该三年的净利润分别为 6.5 亿、9.2 亿和 13.2 亿元;不考虑未来股本摊薄的因素,每股盈利分别为 37 港仙、53 港仙和 76 港仙。

估值方面,我们分别采用动态市盈率法(P/E)和未来现金流贴现法(DCF)进行估值。其中,参照目前国际可比玻璃上市公司 2008 年平均市盈率 25 倍,同时就信义在成本控制、生产规模及产品结构上的优势,我们再给予 15% 的溢价,未来 12 个月公司的目标价为 2008 年预测每股盈利(53 港仙)的 29 倍,为 15.4 港元。另采用 DCF 估值法(估值参数详见图表 34)得出的目标价为 13.6 元。我们取两种估值法的简单算术平均值,得出信义的目标价为 14.5 元,相当于 2007/2008 预测 EPS 的 39.2/27.4 倍,投资评级为买入。

图表 33: 国际可比玻璃上市企业的估值情况(按 2007 年 10 月 31 日收盘价算)

股票代码	股票名称	币别	总市值(百万)	收盘价	每股盈利(EPS)			市盈率(PE)		
					2007E	2008E	2009E	2007E	2008E	2009E
600660	福耀玻璃	RMB	31,747.33	31.70	0.87	1.20	1.53	36.6	26.5	20.8
000012	南玻A	RMB	26,265.86	22.11	0.37	0.54	0.99	60.3	41.2	22.2
600586	金晶科技	RMB	8,503.11	28.82	0.67	1.07	1.48	42.8	27.0	19.5
5202 JP	NIPPON SHEET GLA	JPY	467,346.60	698.00	69.62	27.90	32.35	10.0	25.0	21.6
5201 JP	ASAHI GLASS CO	JPY	1,865,417.00	1,572.00	80.60	106.93	117.58	19.5	14.7	13.4
SGO FP	SAINT GOBAIN	EURO	27,305.63	73.07	5.54	6.11	6.71	13.2	12.0	10.9
5214 JP	NIPPON ELEC GLAS	JPY	934,187.30	1,949.00	104.24	123.14	134.96	18.7	15.8	14.4
3300 HK	CHINA GLASS HLDG	HKD	2,204.80	5.30	0.20	N.A.	0.22	26.2	N.A.	23.8
739 HK	ZHEJIANG GLASS-H	HKD	7,323.66	10.16	0.29	0.27	0.89	35.4	37.6	11.4
平均								29.2	25.0	17.6

资料来源: Bloomberg、Wind

图表 34: DCF 估值模型主要参数

参数名称	参数值
Beta	1.02
R_f (无风险收益率)	4.38%
risk premium (风险溢价)	7.39%
R_e (股权成本)	11.92%
R_D (债务成本)	4.80%
D (债务, 亿元, 2007~2009 年)	5.5/11.4/14.9
E (股本市值, 亿元)	180.9
V (企业值, 亿元, 2007~2009 年)	186.5/192.3/195.9
$R_d(1-T_c)$	3.84%
WACC (2007~2009 年)	1.7%/11.4%/11.3%
Long-term g (长期增长率)	7%

资料来源: 招商证券(香港)预测

简明综合损益预测表

港币百万	2005	2006	2007E	2008E	2009E
营业收入	1,381	1,933	2,788	4,015	5,818
销售成本	(902)	(1,233)	(1,673)	(2,409)	(3,491)
毛利	479	700	1,115	1,606	2,327
其它收入及收益	20	32	48	55	64
销售及推广成本	(148)	(211)	(300)	(442)	(640)
行政开支	(72)	(111)	(151)	(201)	(268)
经营溢利	279	410	712	1,018	1,483
财务费用净额	1	(8)	(20)	(30)	(45)
应占一间联营公司业绩	(0)	(1)	1	2	2
税前溢利	280	402	694	990	1,441
所得税开支	(19)	(16)	(42)	(69)	(115)
本期纯利	260	386	652	921	1,325
股东应占盈利	260	388	650	918	1,320
少数股东权益	0	(2)	2	3	5
每股盈利(港仙)	17	25	37	53	76
股息	123	177	325	413	594
每股股息(港仙)	8	11	19	24	34

综合现金流表预测摘要

百万港元	2,005	2,006	2007E	2008E	2009E
经营活动现金流量	228	366	700	980	1,280
投资活动现金流量	(744)	(469)	(680)	(1,200)	(1,160)
融资活动现金流量	417	124	1,150	200	(300)
净现金流量	(99)	21	1,170	(20)	(180)
年初现金	235	141	173	1,343	1,323
年底现金(含汇率变动)	141	173	1,343	1,323	1,143

综合资产负债表预测

港币百万	2005	2006	2007E	2008E	2009E
非流动资产	1,629.8	2,055.8	2,639.3	3,701.6	4,714.8
租赁土地及土地使用权	120.8	128.5	136.3	144.4	153.1
物业、厂房及设备	1,495.7	1,911.1	2,483.9	3,533.9	4,532.8
可供出售财务资产	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
联营公司权益	11.9	11.9	13.1	14.4	15.9
递延所得税资产	0.9	3.7	5.5	8.3	12.4
流动资产	771.3	1,189.3	2,764.5	3,311.2	3,923.9
存货	235.2	371.1	519.5	727.3	1,018.2
贸易及其他应收款项	376.0	568.9	796.5	1,115.1	1,561.2
应收建设工程款	19.2	61.2	85.7	120.0	168.0
其它财务资产(公平值)	0.0	15.2	19.8	25.7	33.5
现金及现金等价物	140.9	172.8	1,343.0	1,323.0	1,143.0
总资产	2,401.0	3,245.0	5,403.9	7,012.8	8,638.7
权益					
股东应占资本及储备	1,747.6	2,248.0	4,034.0	4,898.0	5,980.4
股本及股份溢价	825.0	1,011.3	2,321.0	2,321.0	2,321.0
其他储备	122.5	238.4	357.6	536.5	804.7
保留盈余	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
—股息	77.1	112.3	144.4	324.9	412.9
—其他	722.9	886.0	1,210.9	1,715.6	2,441.8
少数股东权益	2.5	(1.7)	(2.2)	(2.9)	(3.8)
权益总计	1,750.1	2,246.3	4,031.8	4,895.1	5,976.6
非流动负债	125.7	79.9	119.9	669.9	1,019.9
银行借贷	125.6	79.9	119.9	669.9	1,019.9
递延所得税负债	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	525.3	918.8	1,252.2	1,447.8	1,642.2
贸易及其他应付款项	306.9	570.7	799.0	953.4	1,129.8
应付工程款	0.0	1.2	1.6	2.3	3.2
银行借贷	208.3	334.7	435.1	469.9	479.3
应付所得税	10.0	12.2	16.5	22.2	30.0
负债总计	651.0	998.7	1,372.1	2,117.7	2,662.1
总权益及负债	2,401.0	3,245.0	5,403.9	7,012.8	8,638.7

附录:

1. 什么叫做浮法玻璃?

浮法玻璃是优质平板白玻璃(原片)的一种专业术语。“浮法”玻璃的术语源自其生产工艺,是以浮法方式所生产的玻璃的通称,并不是指单一一种玻璃产品。平板玻璃的生产,自古以来有吹制、铸造等方式,最新式的浮法起源于1950年代的英国。

浮法玻璃的生产工艺:原材料(石英砂、钙、氧化物、纯碱,镁等)按适当比例混合好,放入加热至1500°C高温的池窑中融化,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,高度粘稠状的玻璃液在锡液面上铺开、摊平、形成上下表面平整的液态玻璃板且硬化、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、切裁后得到浮法玻璃成品。

浮法与其他成型工艺比较,其优点是:适合于高效率制造优质平板玻璃,如没有波筋、厚度均匀、上下表面平整、互相平行;生产线的规模不受成形方法的限制,单位产品的能耗低;成品利用率高;易于科学化管理和实现全现机械化、自动化,劳动生产率高;连续作业周期可长达几年,有利于稳定生产;可为在线生产一些新品种提供适合条件,如电浮法反射玻璃、退火时喷涂膜玻璃、冷端表面处理等。

在此次调研中,我们专门参观了信义的浮法生产线,所用设备都是从芬兰、意大利等国进口,生产线为电脑全自动控制。我们了解到,浮法生产线从立项、规划到建成最少耗时两年,且在点火后需试产1~2个月方能进行批量生产。一条产品线点火后不能停火,在使用10年后会停火进行大修。

2. 什么叫低辐射镀膜(LOW-E)玻璃?

LOW-E玻璃全称是低辐射镀膜玻璃,是目前组成中空或真空玻璃的主要原材料。用LOW-E玻璃组合而成的中空玻璃不仅能够有效的阻止玻璃两侧的空间通过热辐射传递热量,阻止太阳光通过热辐射增加房屋内的温度,还能保证可见光的透过率,保证建筑内的采光量,因此是目前建筑幕墙中广泛运用的材料。

目前生产LOW-E玻璃的方法主要有两种,在线LOW-E和离线LOW-E。这两种方法生产的LOW-E产品各有特色。在线LOW-E玻璃是在浮法玻璃生产冷却过程中,将金属或者非金属膜喷溅在玻璃表面形成膜系。

以下为高透性LOW-E玻璃的产品性能:

- 1) 较高的可见光透射率: 采光自然,效果通透,有效避免“光污染”危害;
- 2) 较高的太阳能透过率; 冬季太阳热辐射透过玻璃进入室内增加室内的热能; 适用于寒冷的北方地区。
- 3) 极高的中远红外线反射率: 优良的隔热性能,较低V值(传热系数)。

室内的暖气、家电、人体等发出的远红外被阻隔反射回室内，有效地降低暖气能耗。

- 4) 制作成中空玻璃（膜面在第3面）使用节能效果更加优良。

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人未持有该公司股票及其相关衍生证券

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852)31896888 传真: (852)31010828