

2019年3月13日

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
信義玻璃 0868HK	持有 目標價 10.25	信義玻璃投資評等為持有，目標價10.25港元，潛在漲幅13.4%，理由如下： 2018年營收160.1億港元，年增8.7%，主要受惠浮法玻璃及建築玻璃ASP上漲及銷售增加。預估2019年浮法玻璃及汽車玻璃低成長使獲利動能弱，目前PER 8.4倍並未低估。

廖景濤

GOLDMAN@JSUN.COM

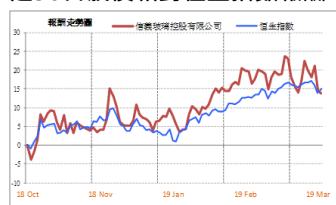
近期投資評等

03/13/2019	持有/中立
08/15/2018	持有/中立
-	-

公司基本資料

恒生指數(03/13/2019)	28,921
收盤價(元)	9.04
總市值(億元)	359
近 90 日均量(百萬元)	91.37
PER	8.4

近90日股價相對恆生指數報酬



資料來源：CMoney

重點摘要

- ◆ **2018年營收160.1億港元，年增8.7%**：其中，大中華市場營收114.4億港元，年增6.15%(增幅縮小)，歐美以外其他國家14.4億港元，年增19.9%。分品項來看，浮法玻璃營收84.2億港元，年增5.1%，特殊玻璃占比33-35%；汽車玻璃營收42.5億港元，年增8.7%；建築玻璃營收33.4億港元，年增19.2%，成長動能來自市占提升及單位需求量增加。淨利潤42.5億港元，年增5.8%，EPS 1.06港元。2H18營收82.7億港元，年增2.7%，增速放緩主要係中國內需疲弱影響，而玻璃成本調漲使得毛利率年減1.6個百分點至35.8%，淨利潤22.4億港元，年減5.9%，EPS 0.56港元。
- ◆ **2019年成長動能弱**：2019年汽車玻璃低成長及建築玻璃成長放緩，其成長動能偏弱。(1)2019年浮法玻璃日產能由1.9萬噸增至2萬噸(主要為馬來西亞新增二條生產線)，增幅約5.3%，而特殊玻璃占比提升至40%，抵消浮法玻璃跌價影響，預估營收年增0~5%，毛利率微降。(2)汽車玻璃年產能由1700萬片增至1800萬片，年增5.9%。汽車玻璃AM全球市占率超過25%，中國OEM市占10~15%(AM以前擋為主，品項少毛利率較OEM高)，美國提高關稅雖部份衝擊營運，惟美國汽車玻璃供給不足，公司可由馬來西亞廠取代，長期影響有限。AM汽車玻璃不受新車銷售疲弱影響，加上全球市占率持續提升(2018年約25%)，預估營收年增0~5%，因浮法玻璃成本下降，預估毛利率略優於2018年。(3)建築玻璃產能由4400萬平方米增至6000萬平方米(購併產能)，因特殊加工(如low-e、顏色及雙層或三層加工)單位玻璃消耗量增加，優化產品組合，中國市占率超過20%居市場第一，2019年因基期較高成長性減緩，預估營收年增10%，而擴產初期產能利用率下滑毛利率微降。
- ◆ **2019年成長動能弱**：公司AM汽車玻璃市占高且毛利率優於同業，優勢難被取代。預估2019年營收166.9億港元，年增4.2%，淨利潤43.1億港元，年增1.4%，EPS 1.08港元。目前PER 8.4倍，處歷史PE區間6~10倍中間值，考量浮法玻璃跌價及成長趨緩影響評價，投資評等為持有，目標價10.25港元(2019 PER 9.5倍)。

單位：百萬元(港元)	2017	2018	2019F	1H17	2H17	1H18	2H18	1H19F	2H19F
營業收入	14,728	16,014	16,692	6,677	8,051	7,748	8,267	7,963	8,729
營業毛利	5,444	5,875	6,082	2,429	3,015	2,918	2,957	2,922	3,160
營業利益	4,014	4,404	4,498	1,555	2,458	1,969	2,435	1,967	2,531
淨利潤	4,014	4,248	4,307	1,638	2,376	2,013	2,235	1,959	2,348
EPS(港元)	1.02	1.06	1.08	0.42	0.60	0.50	0.56	0.49	0.59
毛利率(%)	37.0	36.7	36.4	36.4	37.4	37.7	35.8	36.7	36.2
營業利益率(%)	27.3	27.5	26.9	23.3	30.5	25.4	29.5	24.7	29.0
淨利率(%)	27.3	26.5	25.8	24.5	29.5	26.0	27.0	24.6	26.9
營業收入YoY/HoH(%)	14.6	8.7	4.2	-4.1	20.6	-3.8	6.7	-3.7	9.6
營業利益YoY/HoH(%)	22.7	9.7	2.1	-7.2	24.1	-3.2	1.4	-1.2	8.1
淨利潤YoY/HoH(%)	24.8	5.8	1.4	-22.7	58.0	-19.9	23.7	-19.2	28.7

資料來源：CMoney

2019年3月13日

◆ 亞洲最大浮法玻璃及全球最大AM汽車玻璃製造商：

信義玻璃產品涵蓋浮法玻璃、汽車玻璃、建築節能玻璃及超薄電子玻璃產品。中國七大生產基地位元於中國經濟發展最活躍的珠三角、長三角、京津冀、西部成渝經濟帶，在深圳、東莞、江門、蕪湖、天津、營口、德陽建有大型生產基地(浮法玻璃產能1.6萬噸/日，2019年擴產廣西北海及張家港基地總產能達2.1萬噸/日)，占中國玻璃產能約10%。信義玻璃於馬來西亞基地(產能2,000噸/日，2018年擴產至3,200噸/日)。

信義玻璃先後開發了可鋼化、可熱彎的LOW-E玻璃、SOLAR-X熱反射汽車玻璃等新型節能環保產品，開發了HUD玻璃、防水玻璃、光觸媒玻璃、超強高抗穿透高速列車玻璃等新型產品，是中國少數幾家掌握超薄電子玻璃及超白浮法玻璃技術的廠家之一。公司也是行業極少數能掌握0.3mm至25mm厚度的超薄、超厚和超長等高價值浮法玻璃生產技術的廠家之一；並可生產多種特殊顏色玻璃可滿足汽車玻璃、建築節能玻璃國內外客戶的各類需求。特殊顏色及特別尺寸玻璃占公司浮法玻璃收入的比例大於33~35%，提高綜合毛利率水準。包括日本旭硝子、聖戈班、皮爾金頓、福耀玻璃等中國乃至世界頂級的玻璃廠商都是公司浮法的客戶。

公司也是亞洲最大的AM汽車玻璃生產廠商，年產能1700萬片(2017年1,640萬片)，在全球AM汽車玻璃市占率約25%，中國OEM市占率10~15%，中國主要客戶包括吉利、奇瑞、一汽、江淮汽車。2018年營收比重：浮法玻璃52.5%、汽車玻璃26.5%及建築玻璃21%。

圖一、2018年各產品線營收

銷售產品收益之明細如下：

	二零一八年	二零一七年
浮法玻璃銷售	8,424,394	8,016,910
汽車玻璃銷售	4,251,854	3,910,000
建築玻璃銷售	3,338,242	2,800,632
總計	<u>16,014,490</u>	<u>14,727,542</u>

資料來源：公司，JS整理

◆ 2018年營收160.1億港元，年增8.7%：

2018年營收160.1億港元，年增8.7%，其中，大中華市場營收114.4億港元，年增6.15%(增幅縮小)，歐美以外其他國家(新加坡及紐澳等)14.4億港元，年增19.9%。品項來看，浮法玻璃營收84.2億港元，年增5.1%，特殊玻璃占比33-35%；汽車玻璃營收42.5億港元，年增8.7%，AM為主，全球市占率25%，9成外銷，美國市場為主，美國AM市占率超過50%；另外中國打入OEM市占10~15%(AM前擋為主較OEM品項少，毛利率較高)；建築玻璃營收33.4億港元，年增19.2%(市占提升及單位需求量增加)。淨利潤42.5億港元，年增5.8%，EPS 1.06港元。其中，2H18營收82.7億港元，年增2.7%，增速放緩主要係中國內需疲弱影響，而玻璃成本調漲使得毛利率年減1.6個百分點至35.8%，淨利潤22.4億港元，年減5.9%，EPS 0.56港元。

圖二、2018年大中華區為最大營收來源

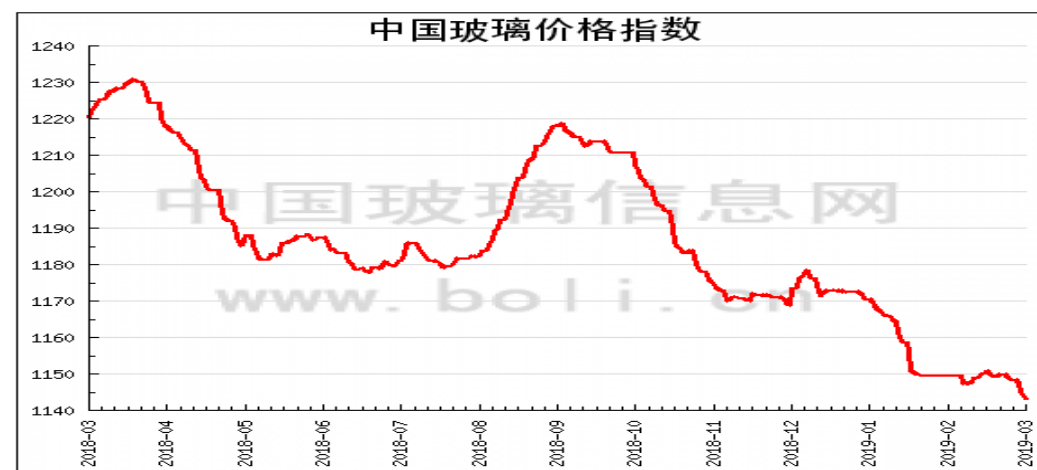
	二零一八年	二零一七年
大中華	11,437,932	10,774,385
北美洲	1,621,704	1,489,496
歐洲	510,437	434,091
其他國家	2,444,417	2,029,570
	<u>16,014,490</u>	<u>14,727,542</u>

資料來源：公司，JS整理

◆ 2019年成長動能偏弱：

2018年信義玻璃在建築玻璃高成長帶動下維持一定成長性，預估2019年汽車玻璃低成長及建築玻璃成長放緩，其營運成長性將進一步下滑。(1)2019年浮法玻璃日產能由1.9萬噸增至2萬噸(主要為馬來西亞新增二條生產線)，增幅約5.3%，而特殊玻璃占比提升至40%(2018年33-35%)，抵消浮法玻璃跌價，預估營收增幅0~5%，毛利率微降。(2)汽車玻璃年產能由1700萬片增至1800萬片，年增5.9%。汽車玻璃AM全球市占率25%，中國OEM占10~15%(AM以前擋為主，品項少毛利率較OEM高)，公司AM汽車玻璃美國市占超過50%，美國提高關稅將部份衝擊營運，惟美國汽車玻璃供給不足，公司亦可由馬來西亞廠取代，長期影響有限。中國OEM客戶主要為宇通，江淮汽車，長城汽車等。AM汽車玻璃不受新車銷售疲弱影響，加上全球市占率持續提升(2018年約25%)，預估營收增幅0~5%，因浮法玻璃成本下降，毛利率略優於2018年。(3)建築玻璃產能由4400萬平方米增至6000萬平方米(購併產能)，因特殊加工(如low-e、頻色及雙層或三層加工)單位玻璃消耗量增加優化產品組合，中國市占率超過20%居市場第一，2019年茵基期較高成長性減緩，預估營收增幅10%，而擴產初期產能利用率下滑亦影響毛利率。2019年整體而言營收小幅成長，毛利率則有小幅下滑壓力。

圖三、2H18後中國玻璃價格一路下跌



資料來源：公司，JS整理

2019 年 3 月 13 日

◆ 2019年成長動能弱，評價未低估：

公司30年AM汽車玻璃經驗，累積數萬套模具，可滿足客戶一次購足需求，AM市占高且毛利率優於同業，優勢難被取代。預估2019年營收小幅成長，毛利率則有微幅下滑壓力。預估2019年營收166.9億港元，年增4.2%，淨利潤43.1億港元，年增1.4%，EPS 1.08港元。目前PER 8.4倍，處歷史PE區間6~10倍中間值，考量玻璃跌價及成長趨緩影響評價，投資評等為持有，目標價10.25.港元(2019 PER 9.5倍)。

2019 年 3 月 13 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。

客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。

本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。

非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7%
	近期股價將呈持平走勢
	無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股