

00868.HK 信义玻璃

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

竣工行情延续，业绩大增

2021年08月03日

市场数据

日期	2021/8/2
收盘价(港元)	29.70
总股本(百万股)	4,054
流通股本(百万股)	4,054
总市值(亿港元)	1,204
流通市值(亿港元)	1,204
净资产(百万港元)	31,207
总资产(百万港元)	51,632
每股净资产(港元)	7.70

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港元)	18,616	29,958	31,925	31,572
同比增长(%)	14.5	60.9	6.6	-1.1
净利润(百万港元)	6,422	11,966	12,916	12,775
同比增长(%)	43.4	86.3	7.9	-1.1
毛利率(%)	41.7	54.1	54.1	52.9
净利润率(%)	34.5	39.9	40.5	40.5
净资产收益率(%)	23.0	35.2	31.9	27.2
每股收益(港元)	1.60	2.97	3.21	3.17
每股股息(港元)	0.79	1.47	1.59	1.57

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

相关报告

《业绩超预期，逆境布局，顺境收获》_20210302
《利润预增 20-35%，景气延续》_20210217
《业绩符合预期，价格有望创历史新高》_20200804
《关注下半年供需格局改善》_20200609
《龙头业绩稳健，产能扩张持续推进》_20200317
《盈利水平优于行业，逆势扩张提升竞争力》_20190808
《行业承压，方显优秀属性》—_20190226
《公司优势凸显，业绩稳健增长》_20180731
《管理层屡次增持，估值吸引力凸显》_20180613
《信义玻璃深度报告：全球化的信义，成长超越周期》_20180207

海外原材料研究

联系人: 韩亦佳

SFC: BOT963

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn

投资要点

公司披露 2021 年半年度业绩，营业额上升 90.3% 至 136 亿港元，纯利同比增 289% 至 53.8 亿港元。每股基本盈利为 133.4 港仙，派息 66 港仙。

我们的点评:

浮法玻璃量价齐升，毛利率 55.3%，至历史高点。浮法玻璃期内收入 96 亿港元，同比增 139%，毛利 53 亿港元，同比增 430%。

1) 旺盛的竣工端需求下，厂商库存持续去化，玻璃价格持续攀高并创历史新高，上半年行业均价同比增长 55%。下半年玻璃传统旺季将至，供需缺口将边际走阔，在连续 4 年多的“天量”销售/新开工的支撑下，竣工端行情延续至 2022 年中是大概率事件。

2) 信义于 2020 年新投产(含并购)7 条生产线，合计 4900t/d，大部分新线于 2020Q4 投产，我们预计 2021 上半年信义外销产量同比增了 60% 左右。

3) 纯碱在期间的价格中枢同比小幅上涨了 16%，中国 LNG 出厂价格指数同比上涨了 25% 左右的水平，这两者合计占生产成本的 50%，其它成本较为稳定，浮法玻璃的单位毛利持续走阔。

4) 因此，浮法玻璃期间毛利率来到了 55.3%，是历史最好水平。

建筑玻璃和汽车玻璃温和增长。汽车玻璃收入 25.8 亿港元，同比增 19.6%，毛利 12.7 亿港元，毛利率 49.3%，同比升 2.6 个百分点；建筑玻璃收入 13.6 亿港元，同比增 45.4%，毛利 6.9 亿港元，毛利率 43.9%，同比下降 1.7 个百分点。

联营信义光能(信义能源的盈利贡献是 7.3 亿，较去年同期增加了 105%/+3.7 亿。

我们的观点:

下半年玻璃传统旺季将至，供需缺口将边际走阔，在连续 4 年多的“天量”销售/新开工的支撑下，竣工端行情至少延续至 2022 年中是大概率事件。信义具备逆周期扩张的定力和实力，信义今明两年产能的大幅攀升是过去几年逆周期扩张的战果，行业景气攀升&自身产能攀升，实力优秀。

我们上调信义玻璃 2021-2023 年盈利预测分别为 120 亿（浮法玻璃价格中枢 yoy+50%）、129 亿（价格中枢 yoy 持平）、128 亿港元（价格中枢 yoy 下降 3%），同比增速分别为 86%、8%和-1%，目标价上调至 35 港元，维持“审慎增持”评级。当前股价对应 2021E 的 PE 为 10 倍。

风险提示：需求下滑、海外扩张不及预期、反倾销风险、汇率风险

报告正文

公司披露 2021 年半年度业绩, 营业额上升 90.3% 至 136 亿港元, 纯利同比增 289% 至 53.8 亿港元。每股基本盈利为 133.4 港仙, 派息 66 港仙。

我们的点评:

浮法玻璃量价齐升, 毛利率 55.3%, 至历史高点。浮法玻璃期内收入 96 亿港元, 同比增 139%, 毛利 53 亿港元, 同比增 430%。

1) 旺盛的竣工端需求下, 厂商库存持续去化, 玻璃价格持续攀高并创历史新高, 上半年行业均价同比增长 55%。下半年玻璃传统旺季将至, 供需缺口将边际走阔, 在连续 4 年多的“天量”销售/新开工的支撑下, 竣工端行情延续至 2022 年中是大概率事件。

2) 信义于 2020 年新投产(含并购)7 条生产线, 合计 4900t/d, 大部分新线于 2020Q4 投产, 我们预计 2021 上半年信义外销产量同比增了 60% 左右。

3) 纯碱在期间的价格中枢同比小幅上涨了 16%, 中国 LNG 出厂价格指数同比上涨了 25% 左右的水平, 这两者合计占生产成本的 50%, 其它成本较为稳定, 浮法玻璃的单位毛利持续走阔。

4) 因此, 浮法玻璃期间毛利率来到了 55.3%, 是历史最好水平。

建筑玻璃和汽车玻璃温和增长。汽车玻璃收入 25.8 亿港元, 同比增 19.6%, 毛利 12.7 亿港元, 毛利率 49.3%, 同比提升 2.6 个百分点; 建筑玻璃收入 13.6 亿港元, 同比增 45.4%, 毛利 6.9 亿港元, 毛利率 43.9%, 同比下降 1.7 个百分点。

费用绝对值稳定, 费用率大幅下降, 三项费用合计 18.2 亿元(去年同期: 13.5 亿元), 费用率下降 5.7pct 至 13.6%。

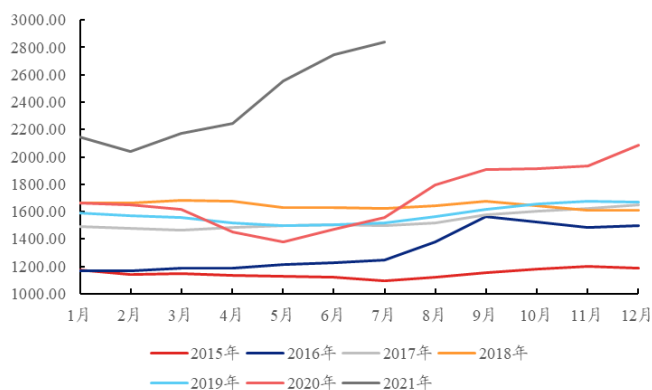
联营信义光能\信义能源的盈利贡献是 7.3 亿, 较去年同期增加了 105%/+3.7 亿。

我们的观点:

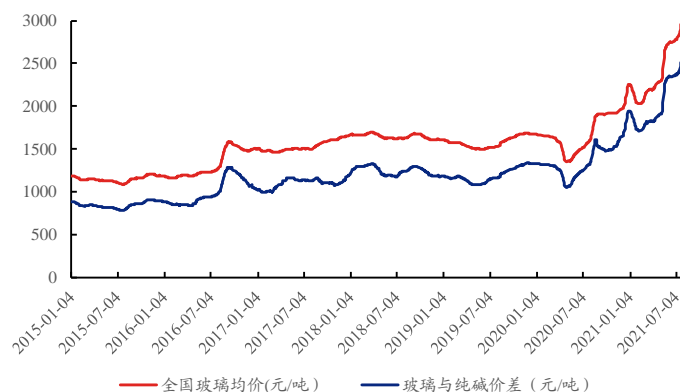
下半年玻璃传统旺季将至, 供需缺口将边际走阔, 在连续 4 年多的“天量”销售/新开工的支撑下, 竣工端行情至少延续至 2022 年中是大概率事件。信义具备逆周期扩张的定力和实力, 信义今明两年产能的大幅攀升是过去几年逆周期扩张的战果, 行业景气攀升&自身产能攀升, 实力优秀。

我们上调信义玻璃 2021-2023 年盈利预测分别为 120 亿(浮法玻璃价格中枢 yoy+50%)、129 亿(价格中枢 yoy 持平)、128 亿港元(价格中枢 yoy 下降 3%), 同比增速分别为 86%、8%和-1%, 目标价上调至 35 港元, 维持“审慎增持”评级。当前股价对应 2021E 的 PE 为 10 倍。

图表 1、浮法玻璃价格(元/吨)



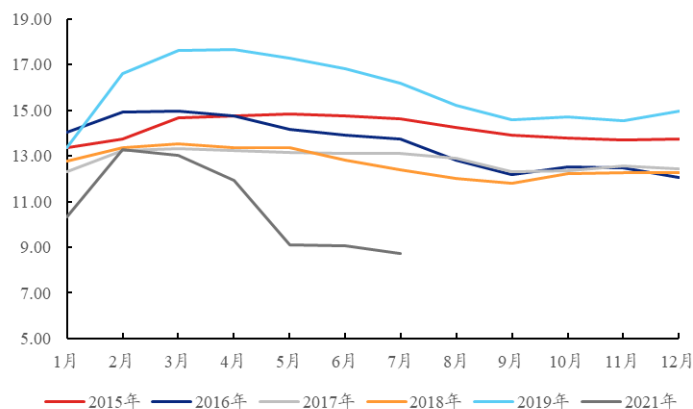
图表 2、玻璃纯碱价差



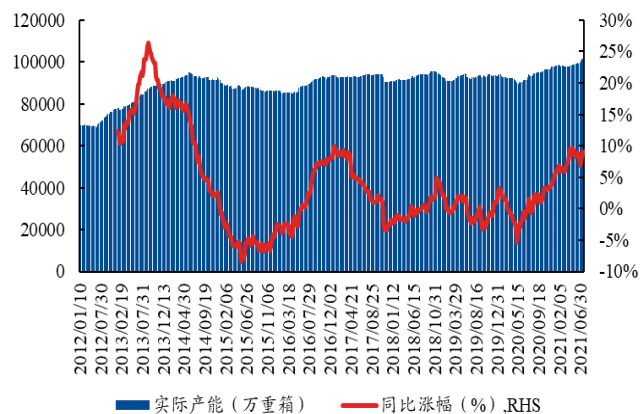
资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、玻璃原片企业存货(天)



图表 4、在产产能



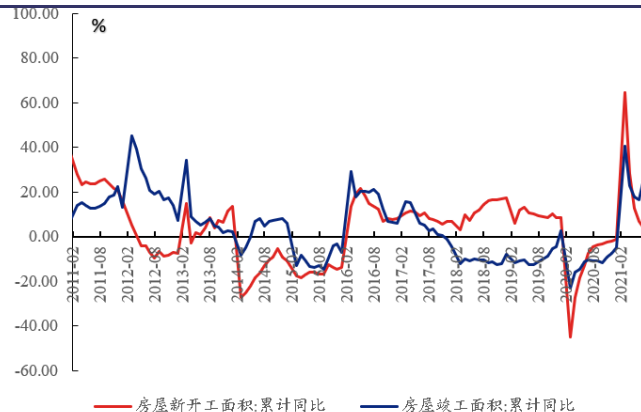
资料来源: 玻璃协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 玻璃协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、新开工 VS 价格



图表 6、房屋新开工和竣工面积



资料来源: 玻璃协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 玻璃协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示: 需求下滑、海外扩张不及预期、反倾销风险、汇率风险

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,616	29,958	31,925	31,572
营业成本	10,844	13,762	14,654	14,857
销售费用	959	1,498	1,596	1,579
管理费用	1,805	2,876	3,065	3,031
财务费用	-231	-262	-288	-324
其他收益及亏损	2,477	2,418	2,701	2,948
除税前溢利	7,330	14,103	15,201	14,979
所得税	899	2,128	2,276	2,194
年度全面收益	6,431	11,975	12,925	12,784
少数股东损益	9	9	9	9
归属股东净利润	6,422	11,966	12,916	12,775
BPS(港元)	1.60	2.97	3.21	3.17

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12,941	16,797	20,799	24,542
货币资金	5,304	7,253	10,645	14,422
应收账款	4,916	6,439	6,861	6,786
存货	2,496	2,881	3,068	3,111
其它	224	224	224	224
非流动资产	32,130	35,015	37,840	40,622
物业、厂房及设备	17,142	19,242	21,164	22,908
于联营公司的投资	8,231	9,016	9,919	10,956
其它	6,716	6,716	6,716	6,716
资产总计	45,071	51,812	58,639	65,164
流动负债	8,694	9,388	9,687	9,755
短期借款	3,779	3,779	3,779	3,779
应付账款	3,917	4,611	4,909	4,978
其他	967	967	967	967
非流动负债	8,403	8,403	8,403	8,403
长期借款	7,795	7,795	7,795	7,795
其他	556	556	556	556
负债合计	17,098	17,791	18,090	18,158
股本	404	404	404	404
储备	27,478	33,517	40,036	46,483
少数股东权益	92	101	110	119
股东权益合计	27,973	34,022	40,549	47,006
负债及权益合计	45,071	51,813	58,639	65,164

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6,422	11,966	12,916	12,775
折旧和摊销	1,071	1,400	1,578	1,756
经营资本变动	-1,848	-1,214	-311	101
其它非现金调整	-1,141	-1,572	-1,823	-2,117
经营活动现金流	4,504	10,580	12,360	12,516
投资活动现金流	-3,638	-2,704	-2,570	-2,412
融资活动现金流	-1,025	-5,927	-6,397	-6,328
现金净变动	-158	1,949	3,393	3,776
现金的期初余额	5,098	5,244	7,193	10,586
现金的期末余额	5,244	7,193	10,586	14,362

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.5	60.9	6.6	-1.1
营业利润增长率	39.6	100.0	6.7	-3.8
净利润增长率	43.4	86.3	7.9	-1.1
盈利能力(%)				
毛利率	41.7	54.1	54.1	52.9
归属股东净利率	34.5	39.9	40.5	40.5
ROE	23.0	35.2	31.9	27.2
偿债能力(%)				
净资产负债率	15.4	2.7	-7.0	24.5
流动比率	1.5	1.8	2.1	2.5
速动比率	1.2	1.5	1.8	2.2
营运能力(次)				
资产周转率	0.4	0.6	0.5	0.5
应收账款周转率	4.7	5.3	4.8	4.6
每股资料(港元)				
每股收益	1.60	2.97	3.21	3.17
每股净资产	6.92	8.42	10.04	11.64
估值比率(倍)				
PE	18.6	10.0	9.3	9.4
PB	4.3	3.5	3.0	2.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与华立大学集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司第一服务控股有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司、中国恒大集团、朗诗绿色生活服务有限公司、上海中南金石企业管理有限公司、大丰港和顺科技股份有限公司、山东钢铁集团有限公司、广州产业投资基金管理有限公司、广州金融控股集团有限公司、中国东方资产管理(国际)控股有限公司、中国光大银行股份有限公司香港分行、中国科大教育集团有限公司、云南省交通投资建设集团有限公司、水发集团有限公司、东航海外(香港)有限公司、归创通桥医疗科技股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团、长兴城市建设投资集团有限公司、龙光集团有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、华夏幸福基业股份有限公司、旭辉控股集团、时代中国控股有限公司、国厚资产管理股份有限公司、武汉市江夏农业集团有限公司、河南投资集团有限公司、环球新材国际控股有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、重庆市南岸区城市建设发展(集团)有限公司、香港华发投资控股有限公司、浙江长兴经开建设开发有限公司、烟台市蓬莱区城市建设投资集团有限公司、诺辉健康、淮南建设发展控股(集团)有限公司、深圳星河智善生活股份有限公司、靖江港口集团有限公司、潍坊滨海投资发展有限公司、福建省投资开发集团有限责任公司、德信服务集团有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为“主要美国机构投资者”除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。