

买入

中期业绩亮丽，旺季需求支撑玻璃价格

信义玻璃 (0868.HK)

2021-08-06 星期五

投资要点

目标价: 40.5 港元
现价: 29.1 港元
预计升幅: 39%

重要数据

日期	2021-08-05
收盘价 (港元)	29.1
总股本 (百万股)	4,052
总市值 (百万港元)	118,002
净资产 (百万港元)	27,973
总资产 (百万港元)	45,071
52 周高低 (港元)	34.20/11.02
每股净资产 (港元)	6.90

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

Realbest Investment Limited(17.95%)
High Park Technology Limited (6.60%)
Copark Investment Limited (6.11%)
Telerich Investment Limited (6.23%)

相关报告

深度报告-20210705

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2021H1 浮法玻璃量价齐升，业绩亮丽：

2021 年上半年公司实现营业收入 135.75 亿港元，同比增长 90.3%；归母净利润 53.77 亿港元，同比增加 289.0%；公司业绩亮丽，接近预告上限，超出市场预期。从业务看，公司浮法玻璃、汽车玻璃、建筑工程玻璃收入分别为 96.3、25.8、13.6 亿港元，分别同比增长 138.6%、19.6%、45.4%；毛利润分别为 53.3、25.8、5.99 亿港元，分别同比增长 429.7%、26.2%、40%；毛利率分别为 55.3%、49.3%、43.9%，均创历史新高。

➤ 产能持续扩大，龙头地位巩固：

上半年公司收购海南中航特玻 4 条合计 2,400 吨/天浮法玻璃产线，预计在下半年将全部复产。2021 年预计年产能达到 8,200 吨，同比增长超过 29%，2022-2023 年公司将维持 10% 以上的产能扩张速度。作为浮法玻璃行业内少有实现产能持续扩张的企业，公司龙头地位日渐巩固。目前公司国内市占率超过 11%，随着未来产能不断扩大，预计公司市占率会进一步提升。

➤ 浮法玻璃供需紧张维持，价格高位持续性强：

目前我国浮法玻璃供求紧张关系明确，由于平板玻璃供给端改革，严格限制新增产能，供给端处于较为紧缺状态。从需求端看，房地产竣工大周期下，玻璃需求加大；此外双碳背景下，节能减排需求以及玻璃层数增加趋势，将带动节能玻璃需求量的持续增长。目前浮法玻璃供需紧张，行业库存处于历史低位，并呈下滑趋势，我们认为旺季需求有力支撑玻璃价格。

➤ 给予买入评级，提高目标价至 40.5 港元：

我们提高公司目标价至 40.5 港元，相当于 2021 年和 2022 年 14 倍和 12.8 倍 PE，目标价较现价有 39% 上升空间，给予买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	16,258	18,616	30,448	32,320	34,573
同比增长(%)	1.5%	14.5%	63.6%	6.1%	7.0%
净利润	4,478	6,422	11,646	12,785	13,658
同比增长(%)	5.7%	43.4%	81.3%	9.8%	6.8%
每股盈利 (港元)	1.1	1.6	2.9	3.2	3.4
PE@29.1HKD	26.0	18.3	10.1	9.2	8.6
每股股息 (港元)	0.6	0.8	1.4	1.6	1.7
股息率	1.89%	2.72%	4.97%	5.46%	5.83%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2021H1 浮法玻璃量價齊升，業績亮麗：

2021年8月2日，公司公布2021年中期業績公告。2021年上半年公司實現營業收入135.75億港元，同比增長90.3%；歸母淨利潤53.77億港元，同比增加289.0%；公司業績亮麗，接近預告上限，超出市場預期。

報告期內，公司浮法玻璃收入為96.3億港元，同比增長138.6%；毛利潤為53.3億港元，同比增長429.7%；毛利率為55.3%，較去年同期上漲30.4pct，創歷史新高。從價格來看，主要是由於國內旺盛的竣工需求、廠商的持續去庫存，國內玻璃供需情況持續緊張，浮法玻璃價格持續上漲。信義玻璃優質玻璃價格指數顯示，2021年上半年浮法玻璃平均價格（不含稅）為2,267.9元/噸，同比上漲54.2%。從銷售量來看，由於公司2020年新投產7條產線共計4900天/噸產能釋放，預計今年年產能將達到8200噸；目前公司處於銷大於產狀態，預計今年銷售量同比上漲50%。公司浮法玻璃業務總體處於量價提升狀態。

汽車玻璃、建築玻璃穩定增長：

2021H1，公司汽車玻璃收入為25.8億港元，同比增長19.6%；毛利潤為12.7億港元，同比增長26.2%；毛利率為49.3%，較去年同期上漲2.6pct。雖然今年國際海運價格大幅上漲導致公司銷售費用的上升，公司依舊保持穩定增長，彰顯公司成本管控能力。

2021H1，公司建築工程玻璃收入為13.6億港元，同比增長45.4%；毛利潤為5.99億港元，同比增長40%；毛利率為43.9%，同比小幅上漲1.7pct。下游房地產旺盛的竣工需求以及節能玻璃滲透率的不斷上漲帶動建築玻璃板塊穩定增長。雙碳背景下，節能玻璃需求將持續增長，作為國內Low-E玻璃龍頭企業，未來建玻業務將大放異彩。

產能持續擴大，龍頭地位鞏固：

平板玻璃供給側改革下，行業新增產能受限。公司通過持續收購產能置換指標擴產。上半年公司收購海南中航特玻4條合計2400噸/天浮法玻璃產線，預計下半年可以全部復產，進一步擴大公司產能。2016-2020年，公司產能CAGR為5.3%，超出行業平均。2021年預計年產能達到8200噸，同比增長超過29%。2022-2023年公司將維持10%以上的產能擴張速度。作為浮法玻璃行業內少有實現產能持續擴張的企業，公司龍頭地位日漸鞏固。目前公司國內市占率超過11%，隨著未來產能不斷擴大，預計公司市占率將進一步提升。

浮法玻璃供需紧张维持，价格高位持续性强：

玻璃价格主要取决于供需关系。目前我国浮法玻璃供求紧张关系明确，由于平板玻璃供给端改革，严格限制新增产能，未来产能落地存在障碍，供给端处于较为紧缺状态。从需求端看，房地产竣工大周期下，玻璃需求加大；此外双碳背景下，节能减排需求以及玻璃层数增加趋势，将带动节能玻璃需求量的持续增长。目前行业供需紧张，行业库存处于历史低位，并呈下滑趋势。我们认为随着旺季到来，下半年玻璃价格维持在高位可能性大，预计下半年浮法玻璃平均售价会高于上半年。

给予买入评级，提高目标价至 40.5 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，提高公司目标价至 40.5 港元，相当于 2021 年和 2022 年 14 倍和 12.8 倍 PE，目标价较现价有 39% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

原料价格大幅上涨、浮法玻璃需求低于预期、新增产能不及预期

表 2：行业估值

玻璃行业	代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
						2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
H股	3606.HK	福耀玻璃	HKD	56.65	1,478	47.9	31.0	26.0	22.5	4.9	5.2	4.6	4.1
	6865.HK	福莱特玻璃	HKD	41.85	898	46.4	32.6	25.8	20.7	7.0	7.1	0.0	0.0
	平均					47.1	31.8	25.9	21.6	6.0	6.2	2.3	2.0
A股	000012.SZ	南玻A	CNY	12.20	450	48.1	14.4	12.0	10.3	3.5	3.0	2.5	2.1
	601636.SH	旗滨集团	CNY	21.25	686	31.3	13.5	11.9	10.0	5.5	4.5	3.7	3.0
	600586.SH	金晶科技	CNY	10.13	174	43.7	10.5	8.4	7.1	3.1	2.9	2.3	1.8
	平均					37.5	12.0	10.2	8.6	4.3	3.7	3.0	2.4
	0868.HK	信义玻璃	HKD	29.10	1,180	18.4	14.0	12.8	11.9	3.8	4.8	4.2	3.9

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	16,258	18,616	30,448	32,320	34,573
营业成本	(10,375)	(10,844)	(14,337)	(15,224)	(16,277)
毛利	5,883	7,771	16,111	17,096	18,297
其他收入	1,307	1,353	2,213	2,349	2,513
销售费用	(940)	(959)	(2,195)	(1,831)	(1,958)
行政费用及其他营业费用	(1,692)	(1,805)	(3,837)	(4,073)	(4,357)
经营利润	4,558	6,361	12,291	13,541	14,494
财务收入	92	38	45	54	65
财务费用	(274)	(193)	(231)	(251)	(280)
应占联营公司损益	640	1,124	1,181	1,240	1,302
税前盈利	5,016	7,330	13,286	14,584	15,581
所得税	(533)	(899)	(1,630)	(1,789)	(1,911)
少数股东应占利润	5	9	10	11	12
归属股东净利润	4,478	6,422	11,646	12,785	13,658
折旧及摊销	1,074	1,170	1,532	1,789	2,070
EBITDA	4,216	6,354	11,985	13,046	13,790
增长					
总收入 (%)	2%	14%	64%	6%	7%
净利润 (%)	5%	43%	81%	10%	7%

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
毛利率 (%)	36%	42%	53%	53%	53%
EBITDA 利率 (%)	26%	34%	39%	40%	40%
净利率 (%)	28%	34%	38%	40%	40%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	10%	10%	13%	13%	13%
实际税率 (%)	11%	12%	12%	12%	12%
股息支付率 (%)	49%	50%	50%	50%	50%
库存周转	67	76	76	76	76
应付账款天数	48	49	49	49	49
应收账款天数	37	48	48	48	48
ROE (%)	21%	23%	35%	33%	33%
ROA (%)	12%	14%	21%	21%	20%
财务状况					
总资产负债率 (%)	42%	38%	38%	36%	37%
净负债/股本	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5
总资产/股本	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
收入对利息倍数	59.4	96.6	131.6	128.9	123.6

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	5,098	5,245	7,982	9,087	9,621
应收账款	3,086	4,916	5,897	6,331	6,834
存货	2,045	2,496	3,300	3,504	3,747
其他流动资产	77	284	431	614	647
流动资产	10,305	12,941	17,611	19,536	20,849
固定资产	14,203	17,142	20,265	23,591	25,785
其他固定资产	11,746	14,988	16,452	18,170	20,230
非流动资产	25,949	32,130	36,718	41,761	46,016
总资产	36,254	45,071	54,328	61,297	66,865
流动负债	8,422	8,694	10,510	11,257	12,877
应付账款	1,544	1,471	1,944	2,064	2,207
短期银行贷款	4,459	3,779	4,535	4,762	5,476
其他短期负债	2,419	3,445	4,031	4,431	5,193
非流动负债	6,905	8,403	9,974	10,920	11,959
长期银行贷款	6,350	7,795	9,354	10,289	11,318
其他负债	555	609	620	631	641
总负债	15,327	17,098	20,484	22,177	24,836
少数股东权益	81	92	101	106	111
股东权益	20,846	27,882	33,743	39,014	41,917
每股账面值(港元)	5.22	6.95	8.41	9.72	10.44
营运资金	1,884	4,246	7,101	8,279	7,972

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	4,216	6,354	11,985	13,046	13,790
融资成本	274	193	231	251	280
营运资金变化	(267)	(1,064)	(2,066)	(222)	(263)
所得税	(567)	(590)	(1,630)	(1,789)	(1,911)
营运现金流	3,779	4,504	8,333	8,814	8,829
资本开支	(2,875)	(3,199)	(3,519)	(3,871)	(4,258)
其他投资活动	816	(439)	(409)	(371)	(331)
投资活动现金流	(2,058)	(3,638)	(3,928)	(4,242)	(4,589)
负债变化	840	765	841	925	1,018
股本变化	3	2	0	0	0
股息	2,082	2,208	3,191	5,828	6,398
其他融资活动	(4,061)	(3,999)	(6,003)	(10,526)	(11,426)
融资活动现金流	(1,136)	(1,025)	(1,972)	(3,773)	(4,010)
现金变化	585	(158)	2,433	800	230
期初持有现金	4,599	5,098	5,245	7,982	9,087
汇率变动	(85)	305	305	305	305
期末持有现金	5,098	5,245	7,982	9,087	9,621

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。