

# 浮法玻璃量价齐升， 继续看好下半年价格弹性

信义玻璃中报业绩接近此前预告上限，略超市场预期

2021年8月2日晚，信义玻璃发布2021年中期业绩公告。2021年上半年公司实现营业收入135.75亿港元，同比增长90.3%；股本权益持有人应占纯利53.77港元，同比增长289%，纯利接近此前中报预告的上限。同时，公司拟派发中期股利66港仙，派息比率达到49.8%。

## 浮法玻璃量价齐升，汽车玻璃和建筑玻璃销售较快增长

分业务来看，浮法玻璃、汽车玻璃、建筑工程玻璃2021年上半年分别实现营业收入96.3/25.8/13.6亿港元，同比增长138.6%/19.6%/45.4%。浮法玻璃量价齐升，根据信义优质浮法玻璃价格指数，2021年上半年浮法玻璃不含税价2258.4元/吨，相较2020年上半年1470.4元/吨均价上涨54%。主要由于地产竣工需求旺盛、受到去年疫情延误的工程项目集中赶工、今年就地过年导致下游复工时间较早、以及流动性宽松背景下全球大宗商品价格集体上涨。另一方面，公司在2020年相继投产北海3条产线 and 张家港2条浮法玻璃产线，2021年公司年产能达到820万吨，同比增加29%。由于去年同期受疫情影响，玻璃出货受到影响，库存积压严重，因此今年销量增幅远大于产量增长，我们测算销量同比增长55%左右。从毛利率来看，受益于玻璃价格大幅上涨，浮法玻璃毛利率由2020H1的24.9%上升至2021H1的55.3%。

汽车玻璃出口复苏，信义汽车玻璃主要出口至海外。2021年上半年公司销往北美、欧洲及其他国家收入分别同比增长13.5%/47.7%/33.2%。汽车玻璃毛利率也由2020H1的46.65%上升至49.25%；

竣工需求旺盛叠加节能玻璃渗透率提升带动建筑玻璃较快增长。建筑工程玻璃毛利率由2020H1的45.6%略微下降至43.9%。整体来看，公司综合毛利率为53%，较2020H1提高19pct，主要是受到浮法玻璃毛利率大幅提升所致。

## 销售费用、行政费用同比上升，但期间费用率下降

2021H1公司销售费用为6.81亿港元，同比增长44.9%，主要是由于国际海运费受到运力紧缺影响成本上升显著，而公司汽车玻璃主要出口至海外，导致销售费用增加；2021H1公司行政开支10.97亿港元，同比增长39.6%，主要是由于研发开支增加以及去年同期疫情期间政府税费基数相对较低；2021H1公司财务费用6950万港元，同比减少43.5%，主要由于借款利率下降及部分利息资本化。整体来看，虽然公司期间费用同比增长34.7%，但由

## 信义玻璃 (0868.HK)

**维持**
**买入**
**杨光**

yangguang@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440519110003

SFC 中央编号: BQE142

**杨欣达**

yangxinda@csc.com.cn

SAC 执证编号: S1440520070006

发布日期: 2021年08月04日

当前股价: 29.7 港元

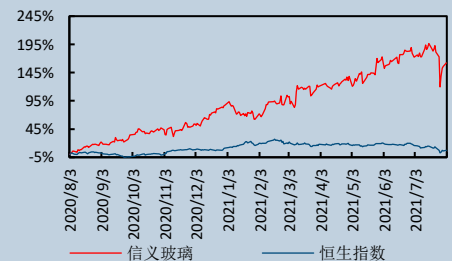
目标价格 6 个月: 43.9 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.16/2.83	10.0/18.67	170.4/163.73
12 月最高/最低价 (港元)			34.2/11.4
总股本 (万股)			405,395.98
流通 H 股 (万股)			405,395.98
总市值 (亿港元)			1,204.03
流通市值 (亿港元)			1,204.03
近 3 月日均成交量 (万股)			907.17
主要股东			
Realbest Investment Limited			18.03%

### 股价表现



### 相关研究报告

21.03.03	【中信建投玻璃制造 II】信义玻璃 (0868):浮法玻璃量价齐升,玻璃行业龙头将充分受益价格高景气
20.08.17	【中信建投玻璃制造 II】信义玻璃 (0868):玻璃行业实力担当,三大业务齐头并进

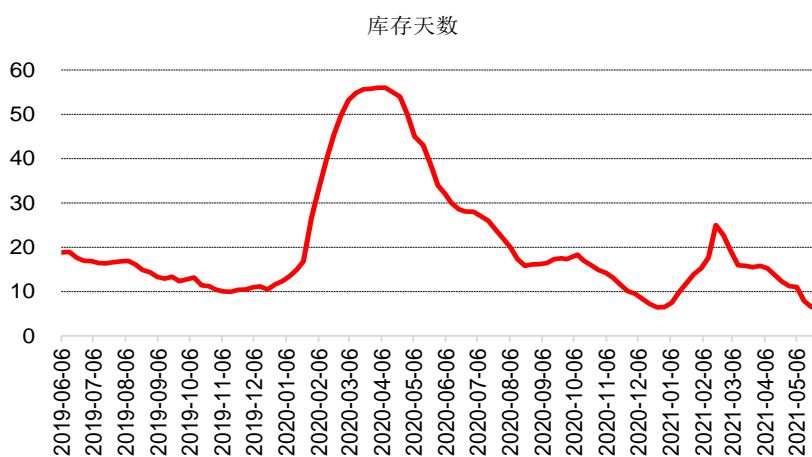
于公司收入增长显著，2021H1 期间费用率相比 2020H1 下降 5.5pct 至 13.43%。

2021H1 信义玻璃应占联营公司溢利 7.29 亿港元，2020 年同期为 3.56 亿港元，应占联营公司溢利主要来自信义光能和信义能源的参股收益。2021 年一季度光伏玻璃价格维持较高水平以及信义光能光伏玻璃产能快速扩张，信义光能 2021 年上半年实现净利润 30.7 亿港元，同比增长 118.4%。虽然二季度开始光伏玻璃价格出现下行，但信义光能在大尺寸和薄玻璃领域有相对较强优势。我们判断下半年随着硅料价格见顶回落，光伏装机将迎来旺季，同时目前 10 余条转产光伏背板的超白浮法产线在二季度已经陆续转回生产建筑玻璃，下半年光伏玻璃供需向好，预计价格将小幅回升。此外，信义光能加快 2022 年光伏玻璃扩产计划，2022 年全年将投产 8 条 1000t/d 光伏窑炉，到明年底合计形成 21800t/d 产能规模，继续扩大市场份额。我们预计 2021/2022 年信义光能净利润分别为 50/55 亿港元。

### 继续看好玻璃板块投资机会，上调信义玻璃目标价至 43.9 港元

玻璃的价格归根结底由供需决定。需求端来看，四分之三的玻璃用于建筑及家具等地产后周期领域。地产竣工大潮来临以及雄安新区竣工高峰都将支撑玻璃需求的高景气。7 月 30 日，京津冀协同发展领导小组办公室有关负责人在接受新华社专访时透露，按照总体工作部署，从今年起将以在京部委所属高校、医院和央企总部为重点，分期分批推动相关非首都功能向雄安新区疏解。从供给端来看，最新的水泥玻璃产能置换实施办法也严格限制平板玻璃新增产能，下半年我们预计新建、复产、冷修的玻璃产线分别为 1/8/10 条，玻璃产能预计与上半年持平。目前玻璃企业库存仅 8.3 天，社会库存亦处于低位，整体库存处于极低状态，而随着下半年需求旺季的来临，玻璃价格将确定性的上涨。我们判断全年玻璃价格高点在 3200-3300 元/吨。玻璃价格缓慢上涨对于玻璃股投资是好事，因为强周期性将弱化，玻璃的价格上涨周期将更长，我们继续看好信义玻璃。

**图表1：全国样本玻璃企业库存天数**



资料来源：隆众资讯，中信建投

我们预计信义玻璃 2021-2022 年营业收入为 289.4/327.9 亿港元，同比增长 55.5%/13.3%；净利润 122.9/135.6 亿港元，同比增长 92.4%/10.3%。

**图表2：信义玻璃盈利预测**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
浮法玻璃内部抵消后收入 (亿港元)	50.2	65.1	80.2	84.2	79.6	118.0	209.5	239.7
同比 (%)	6.6	29.6	23.2	5.1	-5.5	48.2	77.6	14.4
汽车玻璃收入 (亿港元)	37.9	37.5	39.1	42.5	45.0	46.1	51.2	55.2
同比 (%)	5.4	-1.0	4.3	8.7	5.9	2.4	11.0	7.8
建筑玻璃收入 (亿港元)					21.1	22.1	28.8	33.1
同比 (%)						4.8	30.0	15.0
营收总收入 (亿港元)	114.6	128.5	147.3	160.1	162.5	186.2	289.4	327.9
同比 (%)	5.5	12.1	14.6	8.7	1.5	14.6	55.5	13.3
毛利率 (%)	27.3	36.3	37.0	36.7	36.2	41.7	55.2	49.2
净利率 (%)	18.4	25.0	27.3	26.5	27.6	34.5	42.5	41.4
净利润 (亿港元)	21.1	32.1	40.2	42.5	44.8	64.3	122.9	135.6
同比 (%)	55.1	52.1	25.2	5.7	5.4	43.4	92.4	10.3

资料来源：公司公告，中信建投

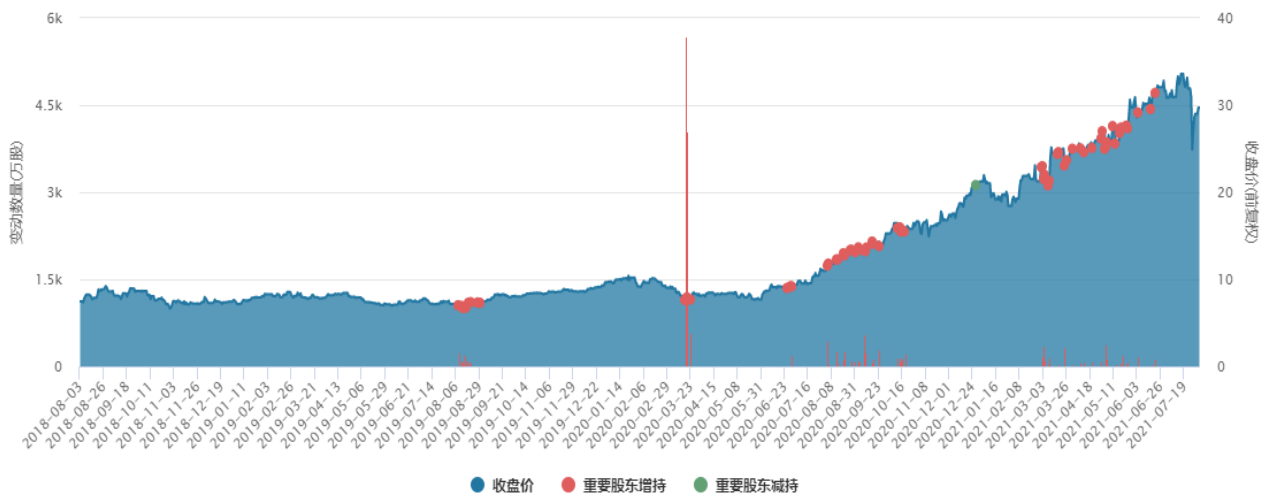
公司高管持续看好公司，2021 年至今已累计增持近 8 亿港元。公司今年估值 10 倍，按照 50% 分红率对应 5% 股息率。不考虑价格因素，未来三大业务将维持 10% 以上的产能扩张，是非常优质的资产。公司通过产能指标购买的方式为后续浮法玻璃产能扩张做好储备，是行业内稀缺的有浮法产能扩张的公司。我们采取分部估值，目标市值 1780 亿港元，上调目标价至每股 43.9 港元，维持“买入”评级。

**图表3：信义玻璃目标市值**

	浮法玻璃	汽车玻璃	建筑玻璃	信义光能	合计
2021 年市值	1045.0	294.2	152.3	289	1780.5
2021 年收入 (亿元)	209.5	51.2	28.8	173.0	289.4
2021 年净利润 (亿元)	87.1	11.8	7.6	50.0	117.9
净利率	41.6%	23.0%	26.5%	28.9%	22.0%
2021 年 PE	12	25	20	20	13.3
备注	12 倍 PE，50% 分红率 下股息率为 4-5%	福耀玻璃 2021 年 40 亿利润，A/H 股 2021 年 PE 35/29x		信义光能市值 1557 亿，信义玻璃持有 22.82% 股份	

资料来源：Wind，中信建投

图表4：信义玻璃高管今年以来持续增持



资料来源：Wind，中信建投

## 风险分析

地产竣工不及预期；

供给侧改革力度减弱；

对大宗商品价格进行行政调控。

## 分析师介绍

**杨光：**香港理工大学金融学硕士，2015-2018 年任职于安信证券，连续四年为新财富/水晶球第一名团队核心成员，2019 年加入中信建投证券。

**杨欣达：**加州大学圣地亚哥分校金融学硕士。2018 年加入中信建投证券研究发展部。2019 年获得第七届 WIND 最佳分析师建筑工程行业第二名。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话：(8610) 8513-0588  
 联系人：李祉瑶  
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话：(8621) 6882-1600  
 联系人：翁起帆  
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话：(86755) 8252-1369  
 联系人：曹莹  
 邮箱：caoying@csc.com.cn

### 中信建投（国际）

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话：(852) 3465-5600  
 联系人：刘泓麟  
 邮箱：charleneliu@csci.hk