

信义玻璃

# 中期业绩显超预期，下半年价格再攀新高



**陈彦, CFA**  
SAC 执证编号: S0080515060002  
SFC CE Ref: ALZ159  
yan3.chen@cicc.com.cn



**龚晴**  
SAC 执证编号: S0080520090002  
qing.gong@cicc.com.cn

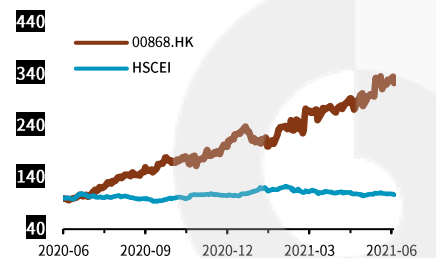


**杨茂达**  
SAC 执证编号: S0080120070150  
maoda.yang@cicc.com.cn

股票代码	股票评级	目标价
00868.HK	→ 跑赢行业	港币 40.70

跑赢行业	
股票代码	00868.HK
最新收盘价	港币 29.70
52 周最高价/最低价	港币 31.40-8.76
总市值(亿)	港币 1,204

纵轴: 相对股价 (%)



(港币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	16,258	18,616	26,739	27,415
增速	1.5%	14.5%	43.6%	2.5%
归属母公司净利润	4,478	6,422	10,976	11,547
增速	5.7%	43.4%	70.9%	5.2%
扣非后净利润	4,478	6,422	10,976	11,547
增速	5.7%	43.4%	70.9%	5.2%
每股净利润	1.10	1.58	2.71	2.85
每股净资产	5.14	6.88	8.80	10.31
每股股利	0.48	0.79	1.35	1.42
每股经营现金流	0.93	1.11	2.85	3.14
市盈率	26.9	18.7	11.0	10.4
市净率	5.8	4.3	3.4	2.9
EV/EBITDA	20.4	14.8	8.7	7.9
股息收益率	1.6%	2.7%	4.5%	4.8%
平均总资产收益率	13.0%	15.8%	22.0%	19.7%
平均净资产收益率	22.7%	26.4%	34.5%	29.8%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

## 公司动态

### 公司近况

公司发布 1H21 业绩预告: 预计 1H21 公司净利润同比增加 260%~290%至 49.77~53.91 亿港元, 超出我们及市场预期, 我们认为主要原因是上半年公司浮法玻璃量价超预期。我们认为, 公司收购+整合经验丰富、进取心强, 管理优质, 是为数不多浮法产能仍在快速增长的玻璃龙头, 下半年浮法玻璃价格有望再攀新高, 公司全年业绩仍有超预期空间, 维持跑赢行业评级。

### 评论

浮法玻璃盈利大幅增长, 参股公司亦贡献业绩增量。年初以来, 需求延续旺盛, 在高供给下浮法玻璃价格表现强势, 我们跟踪 1H21 全国浮法玻璃均价达 2,129.1 元/吨, 同比高 40.0%, 且 5~6 月淡季仍维持上扬, 累计增长 14.0%, 同期厂库大幅下降 69.1%至约 1200 万箱, 接近空库水平。受益于行业高景气度和 2H20 公司自身产能密集投放, 上半年浮法玻璃量价均同比大幅上升, 推动 1H21 业绩超预期, 此外, 其参股公司信义光能 1H21 净利润同比+100%~120%, 合计贡献 6.4~7.1 亿港元净利润, 占比约 12%~14%。

下半年浮法价格有望再攀新高, 公司受益 $\alpha+\beta$  双重弹性。根据我们统计, 2021 年公司浮法玻璃产能有望同比+26%至 800 万吨/年, 销量有望同比+20%以上; 同时, 我们认为 2017~2020 年强劲的新开工传导至竣工是一个连续的趋势, 下半年在竣工需求继续上行, 旺季到来有望进一步推动需求边际改善; 此外, 随着 3~4 月多数浮法改产的光伏背板转回建筑浮法, 我们认为供给端最大的风险已然提前释放, 即使考虑部分冷修产线复产, 下半年行业供给缺口仍有望边际走阔, 推动公司浮法玻璃售价再攀新高, 深加工建筑玻璃价格亦有望跟随上行, 全年看, 公司享受销量增长 $\alpha$ +价格上行 $\beta$ 的双重弹性, 全年业绩仍有超预期空间。

深加工兼具弹性与中期成长性。建筑玻璃: 我们认为, 竣工需求复苏叠加建筑节能趋严背景下, 行业需求将持续向好; 同时, 原片浮法玻璃涨价带动建筑玻璃价格上升。公司建筑玻璃产能持续扩张, 作为龙头之一, 有望延续渗透率+单位用量双重提升的趋势。汽车玻璃: 公司汽车玻璃主要供应海外后装市场, 有望受益海外经济复苏; 同时马来西亚新产线有望于年中投产, 产品销往美国和巴西市场, 有望显著减轻公司关税负担。

### 估值与建议

我们暂维持公司 2021/22e EPS 2.71/2.85 港币, 当前股价对应 2021/22e 11.0x/10.4x P/E。我们维持跑赢行业评级和公司目标价 40.70 港币不变, 对应 2021/22e 15.0x/14.3x P/E, 隐含 37.0%的上行空间。

### 风险

竣工增速不及预期, 原材料上涨超出预期。

## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	16,258	18,616	26,739	27,415	营业收入	1.5%	14.5%	43.6%	2.5%
营业成本	-10,375	-10,844	-13,372	-13,854	营业利润	1.7%	44.0%	69.7%	4.1%
营业费用	-940	-959	-1,283	-1,261	EBITDA	2.6%	38.3%	62.3%	4.1%
管理费用	-1,692	-1,805	-2,407	-2,495	净利润	5.7%	43.4%	70.9%	5.2%
其他	0	0	0	0	扣非后净利润	5.7%	43.4%	70.9%	5.2%
营业利润	5,198	7,485	12,699	13,215	<b>盈利能力</b>				
财务费用	-182	-155	-172	-36	毛利率	36.2%	41.7%	50.0%	49.5%
其他利润	0	0	0	0	营业利润率	32.0%	40.2%	47.5%	48.2%
利润总额	5,016	7,330	12,527	13,179	EBITDA 利润率	38.1%	46.0%	51.9%	52.7%
所得税	-533	-899	-1,541	-1,621	净利率	27.5%	34.5%	41.0%	42.1%
少数股东损益	5	9	11	12	扣非后净利率	27.5%	34.5%	41.0%	42.1%
归属母公司净利润	4,478	6,422	10,976	11,547	<b>偿债能力</b>				
EBITDA	6,188	8,556	13,888	14,452	流动比率	1.22	1.49	2.46	3.22
扣非后净利润	4,478	6,422	10,976	11,547	速动比率	0.98	1.20	2.13	2.88
<b>资产负债表</b>					现金比率	0.61	0.60	1.32	2.07
货币资金	5,098	5,245	12,225	19,612	资产负债率	42.3%	37.9%	34.9%	33.1%
应收账款及票据	3,086	4,916	7,061	7,240	净债务资本比率	27.3%	22.6%	0.1%	净现金
存货	2,045	2,496	3,078	3,189	<b>回报率分析</b>				
其他流动资产	77	284	382	390	总资产收益率	13.0%	15.8%	22.0%	19.7%
流动资产合计	10,305	12,941	22,746	30,430	净资产收益率	22.7%	26.4%	34.5%	29.8%
固定资产及在建工程	14,203	17,142	17,024	16,858	<b>每股指标</b>				
无形资产及其他长期资产	11,746	14,988	15,134	15,331	每股净利润 (港元)	1.10	1.58	2.71	2.85
非流动资产合计	25,949	32,130	32,158	32,189	每股净资产 (港元)	5.14	6.88	8.80	10.31
资产合计	36,254	45,071	54,905	62,619	每股股利 (港元)	0.48	0.79	1.35	1.42
短期借款	4,459	3,779	3,000	3,000	每股经营现金流 (港元)	0.93	1.11	2.85	3.14
应付账款	3,349	3,917	4,830	5,004	<b>估值分析</b>				
其他流动负债	613	998	1,420	1,455	市盈率	26.9	18.7	11.0	10.4
流动负债合计	8,422	8,694	9,250	9,459	市净率	5.8	4.3	3.4	2.9
长期借款	6,350	7,795	9,277	10,677	EV/EBITDA	20.4	14.8	8.7	7.9
其他非流动负债	555	609	609	609	股息收益率	1.6%	2.7%	4.5%	4.8%
非流动负债合计	6,905	8,403	9,885	11,285					
负债合计	15,327	17,098	19,135	20,745					
股本	402	404	405	405					
未分配利润	20,444	27,478	35,261	41,355					
归属所有者权益	20,846	27,882	35,666	41,760					
少数股东权益	81	92	103	114					
负债及股东权益合计	36,254	45,071	54,905	62,619					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	5,016	7,330	12,527	13,179					
折旧和摊销	990	1,186	1,188	1,237					
营运资本变动	-202	-1,548	-1,490	-88					
其他	-2,024	-2,464	-663	-1,585					
经营活动现金流	3,779	4,504	11,563	12,743					
资本开支	-2,944	-3,629	-1,068	-1,068					
其他	308	106	-200	-200					
投资活动现金流	-2,636	-3,523	-1,268	-1,268					
股权融资	137	183	0	0					
银行借款	840	764	703	1,400					
其他	-2,113	-1,972	-3,363	-5,489					
筹资活动现金流	-1,136	-1,025	-2,660	-4,089					
汇率变动对现金的影响	-85	305	0	0					
现金净增加额	-78	261	7,635	7,387					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

## 公司简介

信义玻璃创建于1988年, 2005年2月在香港联交所主板上市, 是全球领先的综合玻璃制造商, 其业务范围包括优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃等产品的生产与销售, 主要营业收入来自中国大陆与中国香港 (占70%)。自上市以来, 公司在全国快速布局, 目前已在珠三角、长三角、京津冀、西部成渝经济带拥有深圳、东莞、江门、芜湖、天津、营口、德阳等7大生产基地。此外, 公司还在能源成本低廉的马来西亚和加拿大进行海外产能扩张, 目前马来西亚生产基地已投入使用, 据公司指引, 未来在马来西亚、加拿大仍有大量的海外产能投放。

图表 1: 可比公司估值表

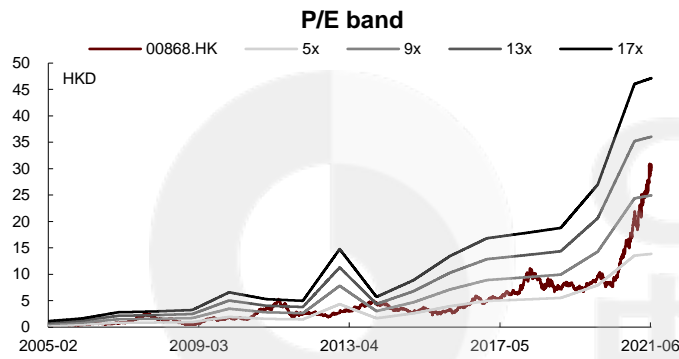
股票代码	公司名称	财报货币	收盘价	目标价	市盈率		市净率		每股收益 (财报货币)	
					2020A	2021E	2020A	2021E	2020A	2021E
601636.SH	旗滨集团*	CNY	17.24	18.00	25.4	9.4	4.9	3.4	0.68	1.82
00868.HK	信义玻璃*	HKD	29.70	40.70	18.7	11.0	4.3	3.4	1.58	2.71
600660.SH	福耀玻璃*	CNY	54.24	57.10	52.3	33.9	6.3	5.7	1.04	1.60
03606.HK	福耀玻璃*	CNY	50.15	56.70	40.7	26.9	4.9	4.6	1.04	1.60
000012.SZ	南玻 A	CNY	10.02	n.a.	24.6	19.3	2.9	2.7	0.25	0.52
600819.SH	耀皮玻璃	CNY	5.26	n.a.	19.5	N.M.	1.4	N.M.	0.19	n.a.
300395.SZ	菲利华	CNY	43.67	n.a.	49.7	42.8	6.7	N.M.	0.71	1.02
600529.SH	山东药玻	CNY	35.53	n.a.	36.3	27.1	4.8	4.4	0.95	1.31
中值					30.8	26.9	4.8	3.9	0.83	1.60
平均值					33.4	24.3	4.5	4.0	0.80	1.51

注: 标\*公司为中金覆盖, 采用中金预测数据; 其余使用市场一致预期

000012.SZ, 600819.SH, 300395.SZ, 600529.SH 收盘于北京时间 2021-06-11; 601636.SH, 600660.SH 收盘于北京时间 2021-06-16; 港股收盘于北京时间 2021-06-16

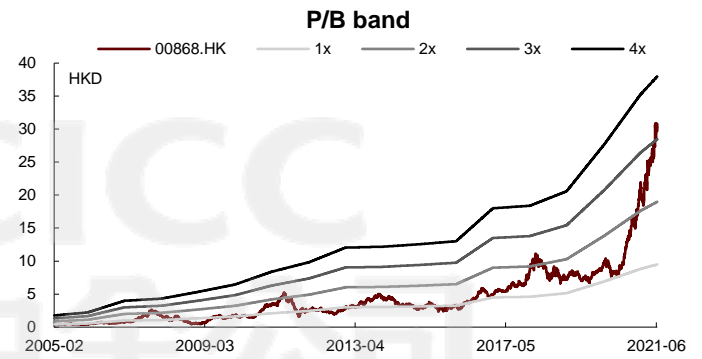
资料来源: 万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E



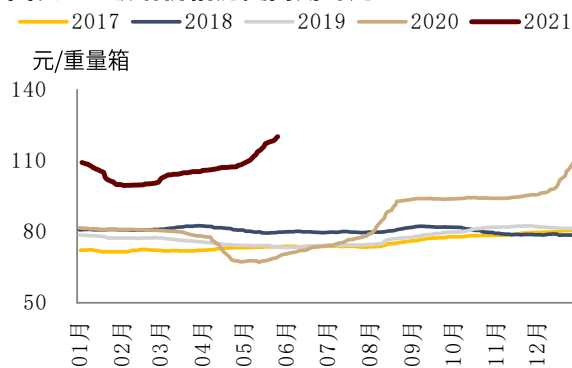
资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 3: 历史 P/B



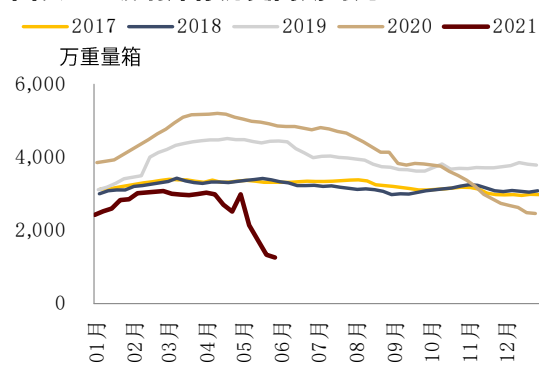
资料来源: 万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表 4: 玻璃价格历史同期对比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 5: 玻璃库存历史同期对比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）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定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，应同时考量各自的投资目的、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，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

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，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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中金公司的客户、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。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。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。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司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，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

#### 中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

#### 股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

#### 行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。



中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

#### 美国

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

#### 英国

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44 - 20) 7367 5718  
Fax: (+44 - 20) 7367 5719

#### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

#### 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

#### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

#### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路 5033 号  
平安金融中心 72 层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229