

0868.HK 信义玻璃

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

盈利水平优于行业，逆势扩张提升竞争力

2019年8月8日

市场数据

日期	2019.08.08
收盘价(港元)	7.75
总股本(百万股)	4,007
流通股本(百万股)	4,007
总市值(亿港元)	304
流通市值(亿港元)	304
净资产(百万港元)	19,707
总资产(百万港元)	35,778
每股净资产(港元)	4.92

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	16,014	15,869	18,202	20,171
同比增长(%)	8.7	-0.9	14.7	10.8
净利润(百万港元)	4,237	3,861	3,902	4,202
同比增长(%)	5.6	-8.9	1.0	7.7
毛利率(%)	36.7	35.9	33.8	33.5
净利率(%)	26.5	24.3	21.4	20.8
净资产收益率(%)	22.7	18.7	17.2	16.9
每股收益(港元)	1.06	0.96	0.97	1.05
每股股息(港元)	0.52	0.47	0.48	0.51

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

事件:

- 公司披露 2019 年上半年业绩: 实现收益 74.5 亿港元, 同比下滑 3.8%; 股东应占利润 21.2 亿元, 同比增长 5.8%; 基本每股收益 53.1 港仙; 拟每股派现 25.0 港仙。

点评:

(1) 汽车和建玻的增长抵消了浮法玻璃的下滑, 三大业务综合毛利率略下滑至 36.1%。浮法玻璃价格下跌和人民币贬值共同导致该板块收入下滑 14.7%, 毛利下滑 28.8%。贬值部分抵消北美关税的不利影响, 汽车玻璃实现 4% 的收入增长和 6% 的毛利增长。建筑玻璃板块延续良好势头, 公司扩大生产规模, LOE-E 玻璃量价齐升, 收入增长 15%, 毛利增长 19%。

(2) 美国进口关税、北海张家港新业务的前期开支及资金成本上升, 三项费用率升 3 个点至 19.4%。

(3) 期内出售及摊薄信义光能股份贡献了 6.33 亿利润, 若扣除该项所得, 公司税后利润为 14.93 亿, 同比下滑 25.8%。

我们的观点: 短期, 6 月份以来, 玻璃生产线冷修条数增加, 库存有所缓和, 玻璃价格止跌企稳, 纯碱价格回落, 我们预计即将到来的旺季效应有助于催化下半年业绩。中期, 无论是需求端下行还是供给端出清的周期均被显著拉长, 行业有一定压力, 但公司体现了较强的竞争力, 凭借下游产品差异化和上游延伸、成本控制的策略, 盈利尚可, 安全边际较高, 公司把握住行业低迷期的扩张机会, 加速低端无效产能的出清, 并有望最终实现产能和市场份额的同步扩张。我们维持“审慎增持”评级, 目标价 9.63 港元, 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 38.61 亿、39.02 亿港元和 42.02 亿港元, 2019/8/7 收盘价对应 2019 年预测 PE 为 7.8X, 股息率 6.3%。

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

相关报告

《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

分析师: 张忆东

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 韩亦佳

SAC: S0190517080003

hanyij@xyzq.com.cn



报告正文

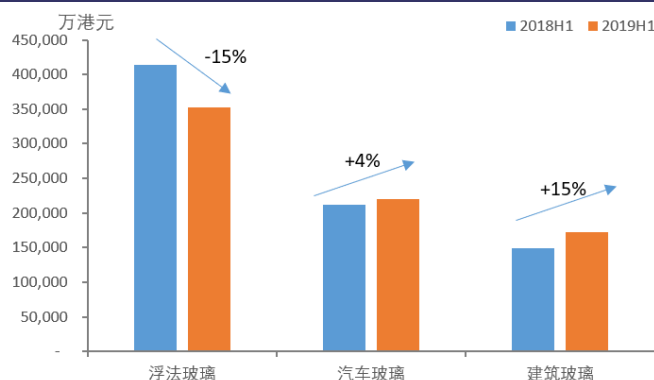
事件:

- 公司披露 2019 年上半年业绩: 实现收益 74.5 亿港元(单位下同), 同比下滑 3.8%; 股东应占利润 21.2 亿元, 同比增长 5.8%; 基本每股收益 53.1 港仙; 拟每股派现 25.0 港仙。

点评:

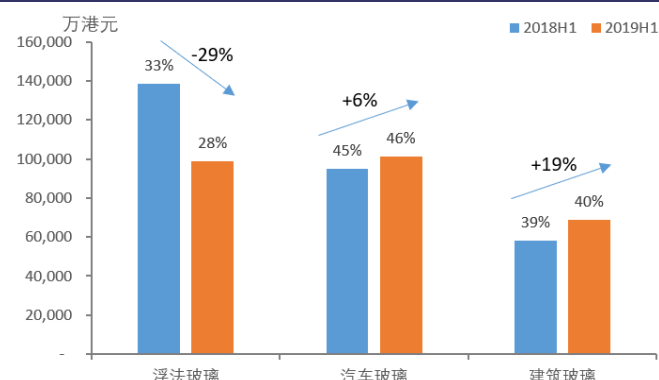
- **收益下滑是由于浮法玻璃业务有所下跌所致。**浮法玻璃价格下跌和人民币汇率贬值共同导致该板块收入下滑 14.7%, 毛利下滑 28.8%, 毛利率下滑 5.5 个百分点至 28%。人民币贬值部分抵消北美关税的不利影响, 汽车玻璃板块实现 4% 的收入增长和 6% 的毛利增长, 毛利率增加 1 个百分点至 46%。建筑玻璃板块延续良好势头, 公司扩大生产规模, LOE-E 玻璃量价齐升, 收入增长 15%, 毛利增长 19%。总体而言, 汽车和建玻板块的增长部分抵消了浮法玻璃业务的下滑。三大业务综合毛利率由 18 年的 36.7% 略下滑至 36.1%, 明显好于行业平均水平。
- **费用率有所上升。**美国进口关税、北海张家港新业务的前期开支及资金成本上升, 三项费用率上升 3 个点至 19.4%。
- 利润率由 25.9% 增至 28.5%, 主要由于期内出售及摊薄信义光能股份贡献了 6.33 亿利润, 若扣除该项所得, 公司税后利润为 14.93 亿港元, 同比下滑 25.8%。

图表 1、分板块营收规模



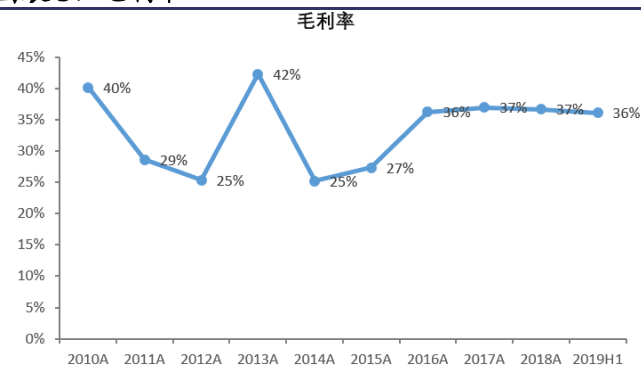
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、分板块毛利



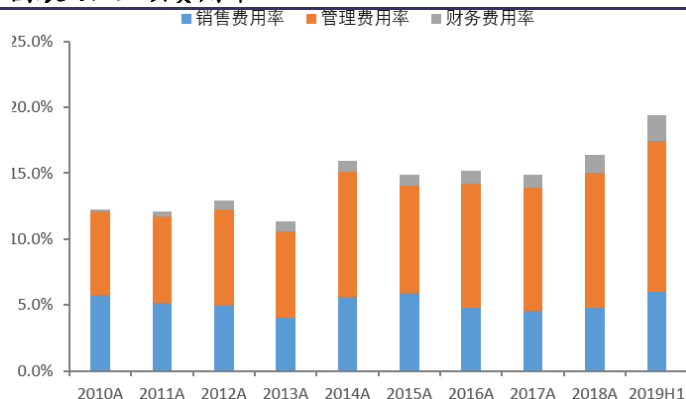
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、毛利率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、三项费用率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

6 月份以来, 玻璃生产线冷修条数增加, 库存有所缓和, 玻璃价格止跌企稳, 纯碱价格回落, 我们预计即将到来的旺季效应有助于催化下半年业绩。

信义在行业下行期保持战略定力, 具有逆周期扩张的实力、动力和机遇, 有望最终实现产能和市场份额的同步扩张。浮法玻璃行业平均毛利率在 20% 左右水平, 凭借下游产品差异化和上游延伸、成本控制的策略, 公司上半年实现 28% 的毛利率水平显著好于行业均值。较高盈利能力的同时, 公司把握住行业低迷期的扩张机会, 加速低端无效产能的出清, 并有望最终实现产能和市场份额的同步扩张。

图表 5、信义玻璃的产能扩张计划

生产线	规模 (T/D)	计划点火时间表
广西北海 4 条特种玻璃生产线	3200	19 年下半年-20 年上半年陆续点火
张家港 2 条浮法玻璃生产线	1500	20 年上半年投产
广西北海汽玻生产线	400 片/年	20 年投产
马来西亚 3 期 (讨论中)		
加拿大项目 (讨论中)		

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点:** 中国经济面临短期趋势以及经济结构调整的阵痛, 对玻璃行业而言, 上半年延续了从紧的房地产政策, 无论是需求端下行还是供给端出清的周期均被显著拉长, 行业有一定压力, 但公司体现了较强的竞争力, 盈利尚可, 安全边际较高, 具有逆周期扩张的实力、动力和机遇。我们维持“审慎增持”公司评级, 目标价 9.63 港元, 预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 38.61 亿、39.02 亿港元和 42.02 亿港元, 2019/8/7 收盘价对应 2019 年预测 PE 为 8.0X, 股息率 6.1%。

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

图表 6、半年度业绩对比 (单位: 百万港元、港元/股、%)

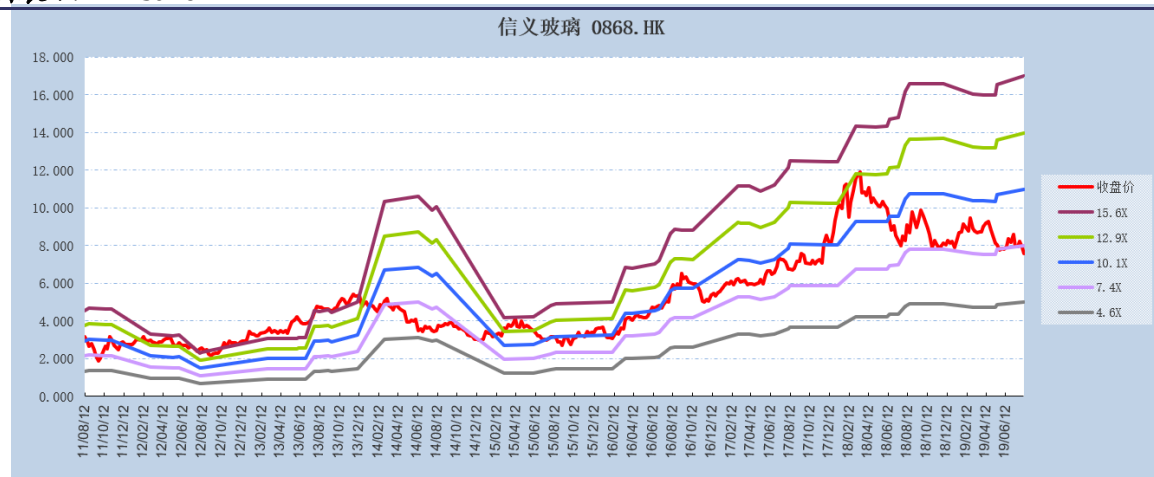
报告期	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	YOY
浮法玻璃板块						
收入	3,619	4,398	4,139	4,286	3,528	-15%
毛利	1,090	1,453	1,385	1,346	987	-29%
毛利率	30.0%	33.0%	33.5%	31.4%	28.0%	
汽车玻璃板块						
收入	1,871	2,039	2,116	2,136	2,204	4%
毛利	894	941	951	915	1,012	6%
毛利率	47.8%	46.2%	44.9%	42.9%	45.9%	
建筑玻璃板块						
收入	1,186	1,614	1,493	1,845	1,717	15%
毛利	445	621	582	696	690	19%
毛利率	37.5%	38.4%	39.0%	37.7%	40.2%	
营业收入	6,677	8,051	7,748	8,267	7,450	-4%
营业成本	4,248	5,036	4,830	5,309	4,761	-1%
毛利	2,429	3,015	2,918	2,957	2,689	-8%
销售费用	334	341	371	401	449	21%
管理费用	586	784	746	889	853	14%
财务费用	50	47	62	80	97	57%
其他收益	141	236	190	351	159	-16%
其他盈利-净额	-45	362	40	497	616	1423%
应占联营公司损益	368	332	364	202	290	-20%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

利润总额	1,638	2,376	2,013	2,235	2,126	5.6%
归母净利润	1,636	2,695	2,008	2,229	2,125	5.8%
EPS	0.42	0.59	0.50	0.55	0.53	

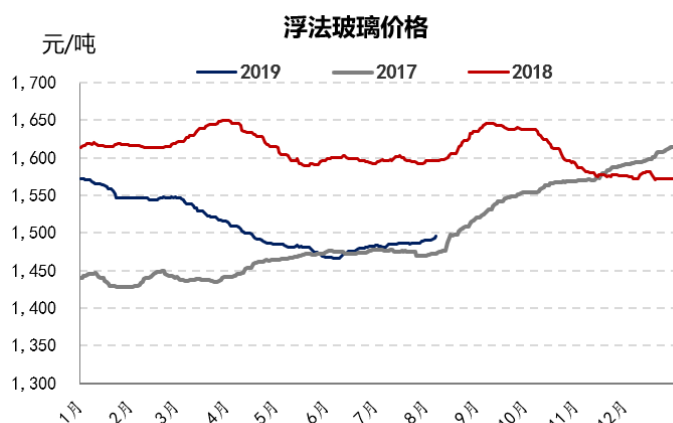
资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图表 7、PE band



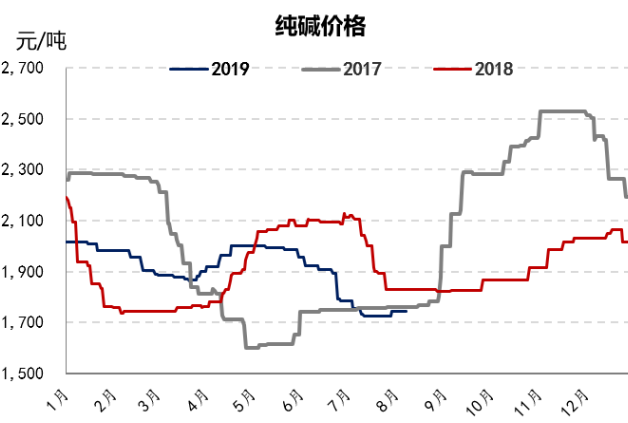
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、浮法玻璃价格



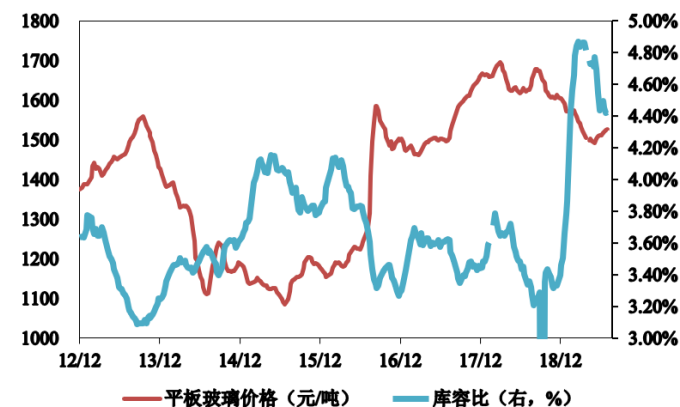
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、纯碱价格



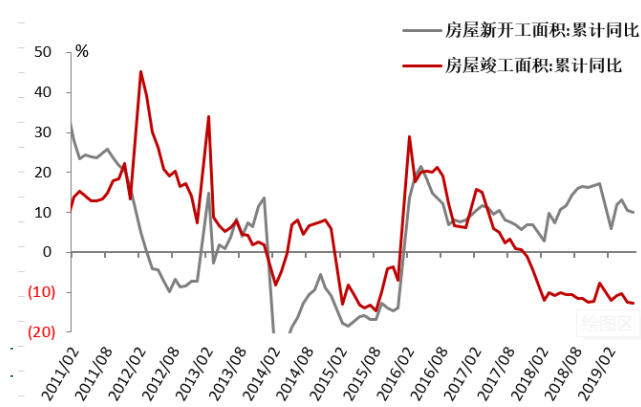
资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 10、玻璃原片企业存货



资料来源：玻璃协会，兴业证券经济与金融研究院整理

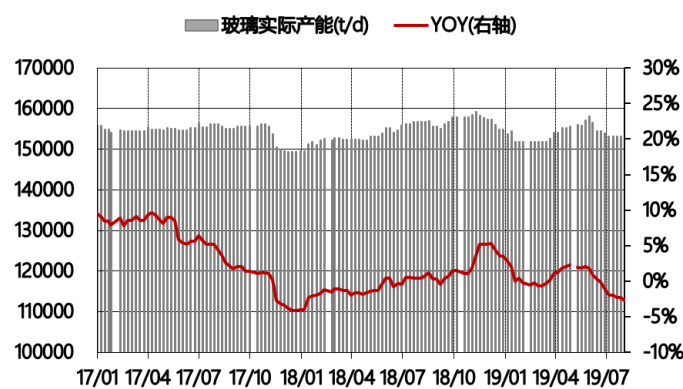
图表 11、竣工面积持续下滑



资料来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 12、在产产能

图表 13、新开工 VS 价格



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

利润表				
单位: 百万港元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	16,014	15,869	18,202	20,171
营业成本	10,139	10,170	12,056	13,420
销售费用	772	957	855	928
管理费用	1,635	1,818	1,729	1,916
财务费用	-285	-369	-394	-458
其他收益及亏损	1,644	1,656	1,229	1,229
除税前溢利	4,970	4,386	4,564	4,915
所得税	723	523	662	713
年度全面收益	4,248	3,863	3,902	4,202
少数股东损益	11	2	-	-
归属股东净利润	4,237	3,861	3,902	4,202
BPS(港元)	1.06	0.96	0.97	1.05

资产负债表				
单位: 百万港元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,203	8,182	10,483	12,975
货币资金	4,692	3,523	5,084	6,990
应收账款	2,676	2,848	3,266	3,620
存货	1,755	1,731	2,052	2,285
其它	80	80	80	80
非流动资产	23,477	25,895	27,008	28,015
物业、厂房及设备	13,079	15,170	15,922	16,568
于联营公司的投资	4,680	4,984	5,337	5,689
其它	5,717	5,741	5,750	5,757
资产总计	32,679	34,076	37,491	40,989
流动负债	6,603	6,766	7,602	8,323
短期借款	3,094	3,420	3,749	4,104
应付账款	2,897	2,734	3,241	3,608
其他	611	611	611	611
非流动负债	7,374	6,639	7,230	7,866
长期借款	6,875	6,140	6,731	7,367
其他	499	499	499	499
负债合计	13,977	13,405	14,831	16,188
股本	399	399	399	399
储备	18,225	20,193	22,181	24,323
少数股东权益	78	79	79	79
股东权益合计	18,702	20,672	22,660	24,801
负债及权益合计	32,679	34,076	37,491	40,989

现金流量表				
单位: 百万港元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	4,237	3,861	3,902	4,202
折旧和摊销	884	1,110	1,248	1,354
经营资本变动	656	-312	-233	-219
其它非现金调整	-926	-749	-854	-888
经营活动现金流	4,850	3,911	4,063	4,449
投资活动现金流	-2,683	-2,777	-1,508	-1,472
融资活动现金流	-617	-2,303	-994	-1,071
现金净变动	1,551	-1,170	1,562	1,906
现金的期初余额	3,049	4,599	3,429	4,990
现金的期末余额	4,599	3,429	4,990	6,896

主要财务比率				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	8.7	-0.9	14.7	10.8
营业利润增长率	11.1	-12.0	0.5	8.6
净利润增长率	5.6	-8.9	1.0	7.7
盈利能力(%)				
毛利率	36.7	35.9	33.8	33.5
归属股东净利率	26.5	24.3	21.4	20.8
ROE	22.7	18.7	17.2	16.9
偿债能力(%)				
净资产负债率	27.4	21.7	15.4	45.9
流动比率	1.4	1.2	1.4	1.6
速动比率	1.1	1.0	1.1	1.3
营运能力(次)				
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	5.6	5.7	6.0	5.9
每股资料(港元)				
每股收益	1.06	0.96	0.97	1.05
每股净资产	4.65	5.14	5.63	6.17
估值比率(倍)				
PE	7.3	8.0	8.0	7.4
PB	1.7	1.5	1.4	1.3

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。

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.xyzq.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兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、天美（控股）有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶（香港）航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司和旷世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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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犯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条定义为本「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。