

0868.HK 信义玻璃

港股通（沪/深）

审慎增持（维持）

关注下半年供需格局改善

2020年6月9日

## 市场数据

日期	2020.06.08
收盘价(港元)	9.04
总股本(百万股)	4,019
流通股本(百万股)	4,019
总市值(亿港元)	363
流通市值(亿港元)	363
净资产(百万港元)	20,846
总资产(百万港元)	36,254
每股净资产(港元)	5.19

数据来源: Wind

## 主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	16,259	16,349	18,484	20,083
同比增长(%)	1.5	0.6	13.1	8.7
净利润(百万港元)	4,478	3,832	4,658	5,236
同比增长(%)	5.7	-14.4	21.5	12.4
毛利率(%)	36.2	34.2	35.4	35.7
净利润率(%)	27.5	23.4	25.2	26.1
净资产收益率(%)	21.4	16.8	18.5	18.8
每股收益(港元)	1.12	0.95	1.16	1.30
每股股息(港元)	0.55	0.47	0.57	0.64

数据来源: 公司公告、兴业证券经济与金融研究院

## 相关报告

19 年业绩点评:《龙头业绩稳健, 产能扩张持续推进》\_20200317

19 半年报业绩点评:《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

## 事件:

公司预告半年度业绩: 股东应占盈利预料将减少 25%至 40%。盈利减少主要归因于以下原因: (1) 并无因上年出售公司于信义光能的股权的权益摊薄及出售若干信义光能股份而取得的一次性总收益 6.33 亿港元; (2) 人民币贬值, 而公司财报计价货币为港币。(3) 由于新型冠状病毒的爆发以及多个国家采取的封锁措施, 汽车玻璃和浮法玻璃产品的需求和平均售价下降。

## 点评:

**玻璃下半年需求有望演绎反弹。**在累积的期房交付压力下, 竣工在 20 年的确定性仍然比较高, 下半年将集中成为核心竣工交付时间, 对应玻璃需求在 20 年有一定支撑。建安是竣工的领先指标, 剔除疫情影响, 这一指标自 19 年初以来持续向上, 表征竣工高峰的确定性到来。

**上半年集中冷修, 下半年供给偏紧。**窑龄到期, 且库存压力较大, 4-5 月, 行业共计冷修&停产生产线 9 条。展望下半年, 供应端变动量集中在冷修和复产, 当前利润并不支持企业加快速度或推迟冷修。节奏上, 1、2 季度冷修大过点火, 下半年点火大过冷修, 整体供应端仍然偏紧。

深加工业务主要为内需, 受海外疫情影响有限。汽车玻璃业务海外订单占比 75-80%, 随着欧美国家逐步复工复产, 五月份已经有订单层面的实质改善, 全年维度仍有望实现正增长。

**我们认为下半年景气向上, 看好信义玻璃为代表的龙头公司。**拉长维度, 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。

由于上半年业绩的疲软, 我们调整公司 2020-2022 年归母净利润分别为 38.32 亿 (-17%)、46.58 亿 (-10%) 和 52.36 (-6.7%) 亿港元, 综合考虑 20E 和 21E 业绩, 目标价维持 11.51 港元, “审慎增持”评级。

**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

### 事件:

- 公司预告 2020 年半年度业绩: 股东应占盈利预料将减少 25% 至 40%。盈利减少主要归因于以下原因:

(1) 并无因上年同期信义光能(00968.HK)于 2019 年 3 月发行新股而视作出售公司于信义光能的股权的权益摊薄及公司于 2019 年 6 月出售若干信义光能股份而取得的一次性总收益 6.33 亿港元;

(2) 人民币贬值, 而公司财报计价货币为港币。

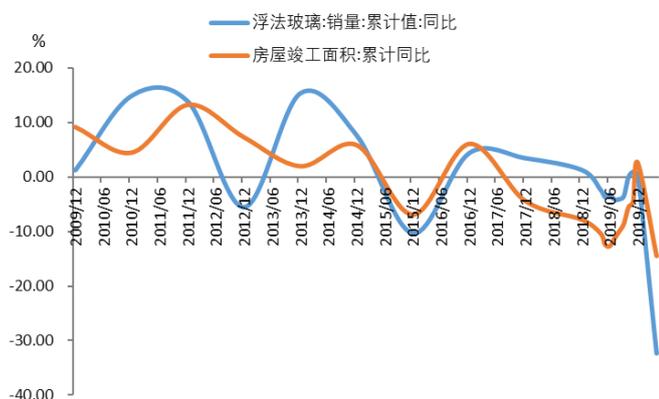
(3) 由于新型冠状病毒的爆发以及多个国家采取的封锁措施, 导致集团若干玻璃产品(例如汽车玻璃和浮法玻璃产品)的需求和平均售价下降。

### 我们点评如下:

#### 玻璃下半年需求有望演绎反弹

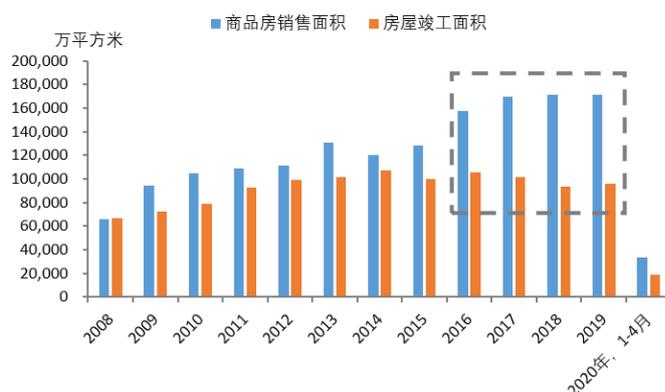
在累积的期房交付压力下, 竣工在 20 年的确定性仍然比较高, 下半年将集中成为核心竣工交付时间, 对应玻璃需求在 20 年有一定支撑。建安是竣工的领先指标, 剔除疫情影响, 这一指标自 19 年初以来持续向上, 表征竣工高峰的确定性到来。

图表 1、房屋竣工面积和玻璃销量存在明显相关性



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、商品房销售面积和竣工面积



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 3、奥维云网对竣工的预判



数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、奥维云网对竣工的预判



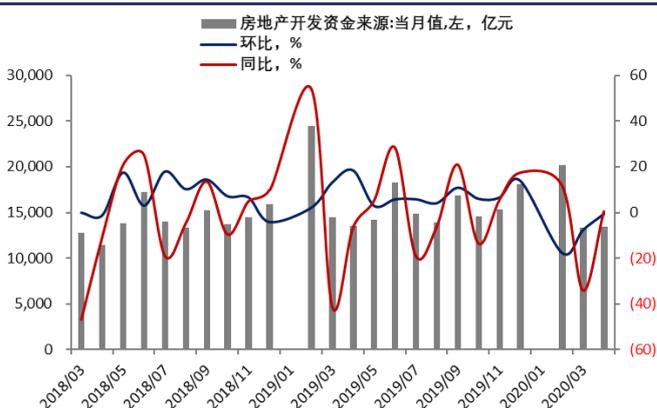
数据来源: 奥维云网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、建安投资自 19 年初以来持续向好



数据来源：WIND，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 6、房企到位资金环比有所改善



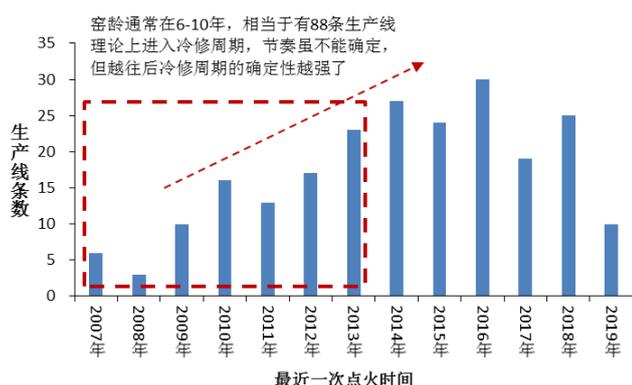
数据来源：奥维云网，兴业证券经济与金融研究院整理

### 上半年集中冷修，下半年供给偏紧

窑龄到期，且库存压力较大，4-5 月，行业共计冷修&停产生产线 9 条。展望下半年，供应端变动量集中在冷修和复产，当前利润并不支持企业加快速度或推迟冷修。节奏上，1、2 季度冷修大过点火，下半年点火大过冷修，整体供应端仍然偏紧。

往后看，从生产线最近一次点火的时间分布来看，08-13 年点火的生产线在稳步增加，预示着现阶段往后将逐步进入到冷修周期的高峰，且冷修周期越往后确定性越强，从而持续对供给端形成约束。

图表 7、冷修周期



数据来源：玻璃信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 8、吨利润测算



数据来源：玻璃信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 9、3-5 月，玻璃行业的产能变化

生产线	产能 (t/d)	状态	时间
江西宏宇能源一线	700	冷修放水，停产	3 月初
四川成都台玻集团一线	700	冷修放水，停产	4 月初
辽宁本溪迎新三线	900	冷修放水，停产	4 月下旬
沙河金仓玻璃有限公司	600	冷修放水，停产	4 月下旬

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

沙河鑫磊玻璃有限公司	500	冷修放水, 停产	4月底
河北沙河长城玻璃八线	1450	冷修放水, 停产	5月第一周
河北秦皇岛弘耀二线	600	冷修放水, 停产	5月第一周
河北唐山蓝欣一线	400	冷修放水, 停产	5月第四周
河北海生玻璃有限公司一线	700	冷修放水, 停产	5月第四周
<b>停产产能合计:</b>	<b>6550 t/d</b>		
山西利虎二线	600	冷修结束, 点火	4月初
福建漳州旗滨五线	600	冷修结束, 点火	5月第二周
广西北海信义二线	1100	新点火	5月第三周
<b>点火产能合计:</b>	<b>2300 t/d</b>		
山西神木瑞诚二线	600	冷修结束, 预计6月点火	
河北沙河迎新搬迁线	1200	搬迁线, 预计6月点火	
福建新福兴二线	900	预计6月新点火	
河南中联搬迁线	900	搬迁线, 预计6月点火	
张家港信义一线	900	预计7月新点火	
湖南巨强一线	400	冷修结束, 预计7月点火	
<b>待点火合计:</b>	<b>4900 t/d</b>		

数据来源: 玻璃信息网, 兴业证券经济与金融研究院整理

深加工业务主要为内需, 受海外疫情影响有限。公司汽车玻璃业务海外订单占比75-80%, 随着欧美国家逐步复工复产, 五月份已经有订单层面的实质改善, 全年维度仍有望实现正增长。

**我们认为下半年景气向上, 看好信义玻璃为代表的龙头公司。**

由于上半年业绩的疲软, 我们调整公司2020-2022年归母净利润分别为38.32亿(-17%)、46.58亿(-10%)和52.36(-6.7%)亿港元, 综合考虑20E和21E业绩, 目标价维持11.51港元, “审慎增持”评级。拉长维度, 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。

图表 10、PE band



资料来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,259	16,349	18,484	20,083
营业成本	10,375	10,754	11,945	12,918
销售费用	940	945	1,068	1,161
管理费用	1,692	1,635	1,848	2,008
财务费用	-366	-353	-371	-392
其他收益及亏损	1,946	1,375	1,672	1,909
除税前溢利	5,016	4,247	5,169	5,801
所得税	533	414	511	565
年度全面收益	4,483	3,832	4,658	5,236
少数股东损益	5	-	-	-
归属股东净利润	4,478	3,832	4,658	5,236
BPS(港元)	1.12	0.95	1.16	1.30

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>10,305</b>	<b>10,894</b>	<b>12,444</b>	<b>14,218</b>
货币资金	5,142	5,996	6,949	8,262
应收账款	3,086	2,897	3,275	3,559
存货	2,045	1,969	2,187	2,365
其它	33	33	33	33
<b>非流动资产</b>	<b>25,949</b>	<b>27,195</b>	<b>28,369</b>	<b>29,547</b>
物业、厂房及设备	14,203	15,018	15,728	16,331
于联营公司的投资	5,554	5,984	6,449	7,024
其它	6,153	6,153	6,153	6,153
<b>资产总计</b>	<b>36,254</b>	<b>38,089</b>	<b>40,813</b>	<b>43,765</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,422</b>	<b>8,310</b>	<b>8,668</b>	<b>8,961</b>
短期借款	4,459	4,459	4,459	4,459
应付账款	3,349	3,237	3,596	3,888
其他	610	610	610	610
<b>非流动负债</b>	<b>6,905</b>	<b>6,905</b>	<b>6,905</b>	<b>6,905</b>
长期借款	6,350	6,350	6,350	6,350
其他	551	551	551	551
<b>负债合计</b>	<b>15,327</b>	<b>15,215</b>	<b>15,573</b>	<b>15,866</b>
股本	402	402	402	402
储备	20,444	22,391	24,757	27,416
少数股东权益	81	81	81	81
<b>股东权益合计</b>	<b>20,927</b>	<b>22,874</b>	<b>25,240</b>	<b>27,899</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>36,254</b>	<b>38,089</b>	<b>40,813</b>	<b>43,765</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	4,478	3,832	4,658	5,236
折旧和摊销	1,079	1,184	1,291	1,397
经营资本变动	-248	153	-238	-169
其它非现金调整	-1,530	-957	-1,103	-1,310
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,779</b>	<b>4,213</b>	<b>4,608</b>	<b>5,154</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,058</b>	<b>-1,473</b>	<b>-1,362</b>	<b>-1,265</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,136</b>	<b>-1,886</b>	<b>-2,292</b>	<b>-2,576</b>
现金净变动	585	853	954	1,313
现金的期初余额	4,599	5,098	5,951	6,905
<b>现金的期末余额</b>	<b>5,098</b>	<b>5,951</b>	<b>6,905</b>	<b>8,218</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	1.5	0.6	13.1	8.7
营业利润增长率	0.3	-22.4	21.9	9.8
净利润增长率	5.7	-14.4	21.5	12.4
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	36.2	34.2	35.4	35.7
归属股东净利率	27.5	23.4	25.2	26.1
ROE	21.4	16.8	18.5	18.8
<b>偿债能力(%)</b>				
净资产负债率	23.0	16.9	10.1	35.5
流动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.0	1.1	1.2	1.3
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	5.6	5.5	6.0	5.9
<b>每股资料(港元)</b>				
每股收益	1.12	0.95	1.16	1.30
每股净资产	5.19	5.67	6.26	6.92
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	8.1	9.5	7.8	6.9
PB	1.7	1.6	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](http://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

兴证国际证券股份有限公司及/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、信源企业集团有限公司、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、云能国际股份有限公司、徽盟集团、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、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团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。