

买入

期待明年上半年需求好转，公司回购提振信心

信义玻璃 (0868.HK)

2021-12-30 星期四

投资要点

目标价: **26.0 港元**
 现价: 19.36 港元
 预计升幅: 34%

➤ 预期 2021 年盈利同比增长 70-85%:

公司发布 2021 年正面盈利预告，预计全年实现净利润 109-119 亿港元，同比增长 70%-85%；对应 2021 年下半年实现净利润 55.2-65.2 亿港元，较 2021 年上半年 63.77 亿港元，环比增长 2.7%-21%。2021 年全年业绩大幅提升主要：1) 玻璃需求旺盛，公司浮法玻璃量价齐升；2) 双碳背景下，光伏玻璃需求旺盛，联营公司信义光能 (968.HK) 业绩大幅提升，利润贡献增加。

重要数据

日期	2021-12-29
收盘价 (港元)	19.36
总股本 (百万股)	4,027
总市值 (百万港元)	77,965
净资产 (百万港元)	31,305
总资产 (百万港元)	51,632
52 周高低 (港元)	33.70/17.10
每股净资产 (港元)	7.7

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 期待 2022 年上半年玻璃需求好转:

近期玻璃市场逐渐进入淡季，企业产销率明显下降，库存开始增加。但同时，市场数据显示，2021 年期房销售面积增幅有望超过 10%，而期房销售在总销售面积中的占比 85% 左右，该部分竣工需求叠加 2021 年下半年施工计划中未释放的竣工需求，预期有望随着地产政策的边际放松，于 2022 年上半年延后集中释放。预期 2022 年玻璃需求增速或超过 2021 年水平达 7% 以上，而供应端，受制产能置换政策以及高龄产线检修等影响，阶段性供需紧张或仍将有利支撑玻璃价格。因此，我们认为淡季中玻璃价格筑底，实则孕育着中长期布局机会。

主要股东

Realbest Investment Limited (17.89%)
 High Park Technology Limited (6.58%)
 Telerich Investment Limited (6.21%)
 Copark Investment Limited (6.09%)

➤ 公司持续回购+股东增持提振市场信心:

经初步统计，2021 年内至今为止公司累计购回 3,903.3 万股，占已发行股份数目的 0.97%。此外，截至 2021 年 12 月 30 日，管理层累计增持 8,645.8 万股，占公司占已发行股份数目的 2.15%。我们认为，公司持续的股票回购和管理层的持续增持，彰显管理层对公司未来发展的信心。

相关报告

深度报告-20210705
 更新报告-20210806

➤ 维持买入评级，目标价 26.0 港元:

我们更新公司目标价至 26.0 港元，相当于 2021 年和 2022 年 9 倍和 8.2 倍 PE，目标价较现价有 34% 上升空间，维持买入评级。

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@19.36HKD	17.3	12.2	6.7	6.1	5.7
每股股息 (港元)	0.6	0.8	1.4	1.6	1.7
股息率	2.85%	4.09%	7.48%	8.21%	8.77%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

報告正文

2021年浮法玻璃量價齊升，業績增長亮眼：

公司發布2021年正面盈利預告，預計全年實現淨利潤109-119億港元，同比增長70%-85%；對應2021年下半年實現淨利潤55.2-65.2億港元，較2021年上半年63.77億港元，環比增長2.7%-21%。2021年全年業績大幅提升主要：1) 玻璃需求旺盛，公司浮法玻璃量價齊升；2) 雙碳背景下，光伏玻璃需求旺盛，聯營公司信義光能(968.HK)業績大幅提升，利潤貢獻增加。

進軍硅料，打造新業務增長點：

2021年12月16日，公司與信義光能(0968.HK)宣布最高出資33億元聯合成立合營信義晶矽，於雲南曲靖市開展多晶矽生產項目，公司和信義光能分別持有信義晶矽48%和52%權益。公告顯示，該多晶矽生產項目，年產能6萬噸，之後將分階段將總產能提高到20萬噸，白炭黑年產能為1萬噸。目前，曲靖市政府已同意就土地使用權、廠房建設、相關行政許可提供政策及行政支持。根據計劃，項目將於政府主管部門頒發相關施工及行政許可後60日內動工，預計建設週期為2年，即最早於2023年投產。

我們認為，短期來看，受多晶矽價格週期性波動影響，公司晶矽項目投產後實際盈利情況存在一些不確定性；但從中長期來看，基於多晶矽行業的供需格局，預期多晶矽業務有合理的利潤空間。作為全球領先的製造企業，公司擁有成熟生產工藝和豐富的成本管控經驗，有望在以成本為核心競爭力的多晶矽行業打造自己的競爭優勢。由於多晶矽和光伏玻璃產品面向相似的客戶群體，通過布局多晶矽產業，與光伏玻璃形成協同效應，公司有望迎來新的盈利增長點；同時，硅料業務未來可以在一定程度上抵禦浮法玻璃業務因受房地產調控，業績週期性波動風險。

公司持續回購+股東增持提振市場信心：

2021年12月24日，公司斥資2,309.62萬港元回購120萬股，每股價格18.98-19.46港元。2021年內至今為止公司累計購回3,903.3萬股，占已發行股份數目的0.97%，累計回購金額為10.13億港元。此外，2021年以來，公司持續增持股票，截至2021年12月30日，管理層累計增持8,645.8萬股，占公司占已發行股份數目的2.15%。

我們認為，在公司股價走弱時，公司的股票回購和管理層的持續增持，表明公司對玻璃行業前景的信心，有利於公司股價的穩定以及企業形象的維護，提高公司的資金使用效率，提振市場投資者對公司的信心。

表 1: 公司回购股票统计 (2021 年)

日期	回购数量 (万股)	回购金额 (万港元)
2021-12-24	120.00	2,309.62
2021-12-23	126.20	2,439.42
2021-12-22	311.90	5,839.38
2021-12-21	288.40	5,308.92
2021-09-24	289.10	6,714.24
2021-09-21	121.00	3,017.03
2021-09-20	210.60	5,395.31
2021-09-15	200.00	5,554.00
2021-09-13	296.50	8,501.38
2021-08-20	200.00	5,552.46
2021-08-17	150.40	4,201.55
2021-08-16	289.10	8,179.69
2021-08-10	106.40	3,227.33
2021-08-05	500.00	14,503.24
2021-08-04	693.70	20,554.33
合计	3,903.30	101,297.87

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

表 2: 公司管理层增持统计

管理层	职务	交易时间	累计增持股数 (万股)	估算金额 (万港元)
李贤义	董事会主席	2021/03/02-2021/11/30	2,521.60	57,923.35
董清波	董事会副主席 /执行董事	2021/03/04-2021/12/15	1,413.20	30,140.62
董清世	执行董事	2021/03/03-2021/12/09	2,552.60	59,507.26
李清怀	非执行董事	2021/05/13-2021/11/25	350.00	7,756.20
李清凉	非执行董事	2021/10/21-2021/11/26	400.00	8,323.66
施能狮	非执行董事	2021/05/03-2021/11/30	435.00	9,271.07
吴银河	非执行董事	2021/10/25-2021/10/27	200.00	4,488.09
李圣典	股东	2021/10/21-2021/11/30	773.40	16,210.33
合计			8,645.80	193,620.58

数据来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

期待 2022 年上半年玻璃需求好转：

近期玻璃市场逐渐进入淡季，企业产销率明显下降，库存开始增加。但同时，市场数据显示，2021 年期房销售面积增幅有望超过 10%，而期房销售在总销售面积中的占比 85%左右，该部分竣工需求叠加 2021 年下半年施工计划中未释放的竣工需求，预期有望随着地产政策的边际放松，于 2022 年上半年延后集中释放。预期 2022 年玻璃需求增速或超过 2021 年水平达 7%以上，而供应端，受制产能置换政策以及高龄产线检修等影响，阶段性供需紧张或仍将有利支撑玻璃价格。因此，我们认为淡季中玻璃价格筑底，实则孕育着中长期布局机会。

维持买入评级，目标价 26.0 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，更新公司目标价至 26.0 港元，相当于 2021 年和 2022 年 9 倍和 8.2 倍 PE，目标价较现价有 34% 上升空间，维持买入评级。

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 3：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	40.40	862	34.1	22.0	17.4	14.2	3.4	0.0	2.7	0.8
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	33.90	595	37.6	26.6	20.0	15.3	5.3	6.0	5.1	3.9
平均					35.9	24.3	18.7	14.7	4.4	3.0	3.9	2.3
000012.SZ	南玻A	HKD	9.78	221	38.5	12.9	9.8	8.0	2.6	2.5	2.1	1.8
601636.SH	旗滨集团	HKD	17.24	463	25.4	9.6	8.4	7.3	3.7	3.6	3.0	2.4
600586.SH	金晶科技	HKD	8.89	127	38.4	7.5	5.8	5.0	2.3	2.3	1.8	1.4
平均					34.1	10.0	8.0	6.8	2.9	2.8	2.3	1.9
0868.HK	信义玻璃	HKD	19.36	780	12.1	6.7	6.1	5.7	2.5	2.3	2.0	1.9

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。