

信义玻璃 (00868)

证券研究报告

2023年03月27日

22h2 浮法盈利水平或触底，深加工业务增长有韧性

公司近期公告 22 年全年业绩，22fy 收入 257 亿港元，yoy-15.5%；归母净利润 51 亿港元，yoy-56%。其中 22h2 收入 121 亿港元，yoy-28%，hoh-11%；归母净利润 18 亿港元，yoy-71%，hoh-45%。22 年全年业绩高于前期业绩预告中位数（*前期预告 22fy 公司归母净利润同比增速为-55%~65%*），预计 22h2 股息每股 22 港仙，预计 22 年全年分派股息 62 港仙，对应全年派息率 49.1%（以 2023/03/25 收盘价计算，22 年全年派息对应股息率 4.5%）。

22h2 浮法盈利或进入底部，深加工业务显示增长及盈利韧性

收入角度，公司 22h2 浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃收入 yoy 分别-28%、+9%、-7%至 74、31、16 亿港元，hoh 分别为-20%、+6%、+9%。结合产线变化（*据卓创资讯，22h1 公司复产 500t/d、600t/d 两条产线，并冷修一条 600t/d 产线*），我们预计 22h2 公司玻璃产品整体产销环比大致稳定，22h2 浮法玻璃因地产景气仍在筑底、需求较疲弱，价格持续向下并筑底（*据卓创资讯，22h2 浮法玻璃每重箱 88 元，hoh -19%/-20 元，其中 22q3、22q4 均价分别为 90、86 元，最新 2023/03/23 价格为 93 元*），为收入增长疲弱的主要原因。

盈利能力角度，公司 22h2 综合毛利率、归母净利率分别为 28.5%、15.1%，yoy 分别-22.3、-21.5pct，hoh 分别-9.9、-9.1pct。分业务看，22h2 公司浮法玻璃、汽车玻璃、建筑玻璃毛利率分别为 17.1%、50.0%、38.7%，yoy 分别为-35.5、+4.8、-9.2pct，hoh 分别-17.2、-0.6、-1.0pct。22h2 浮法玻璃业务盈利能力环比较多下滑，核心反映下游地产需求延续较低景气水平。汽车玻璃业务盈利能力基本稳定高水平，显示公司较好的产品组合及客户结构；建筑玻璃业务盈利能力环比大致企稳。后续行业浮法玻璃在产产能冷修节奏及地产需求景气恢复情况或较为关键，整体上我们判断 22h2 较大概率为浮法盈利水平相对底部区域，23fy 其单位盈利水平或有边际改善机会。

浮法玻璃原片及深加工龙头持续成长，持续高分红蕴含高安全边际

公司作为具备全球视野的浮法玻璃龙头，产能仍稳步提升（*如公司将在印度尼西亚建立新浮法玻璃综合生产厂房以增加在东南亚国家联盟的业务覆盖率*），优于竞争对手，在国内浮法玻璃新增产能严格受限背景下，资源属性逐步凸显；同时公司成本管控能力有优势且有壁垒，原料、原片、深加工一体化布局，其中深加工环节的汽车玻璃、建筑玻璃在业内均为龙头地位，且增长有韧性有前景。此外，公司控股全球最大光伏玻璃企业（*控股信义光能*），及联合信义光能布局多晶硅前景亦值得关注（*前期工作进展顺利，预计 23h2 投产*），公司光伏资产价值不容忽视。公司 15 年以来派息比率于 48-50%区间小幅波动，分红比例高且稳定，亦为投资者提供较好股利回报预期及较扎实安全边际。

下调公司业绩预测，重视弹性及价值，继续维持“买入”评级

下游地产需求恢复节奏低于我们前期预期，主要下调浮法玻璃均价假设，我们下调公司 23/24 年收入预测至 272/294 亿港元（*前值分别为 338/369 亿港元*），新增 25 年收入预测为 313 亿港元，23-25 年收入 yoy 分别 6%/8%/7%。同步下调 24/25 年归母净利润预测至 61/73 亿港元（*前值分别为 104/128 亿港元*），新增 25 年归母净利润 88 亿港元，23-25 年归母净利润 yoy 分别 19%/21%/19%，对应 23-25 年 EPS 分别为 1.48/1.78/2.12 港元（*采用最新股本*）。最新交易价格对应公司 23 年 PE 约 9.3x，价值属性凸显，结合公司高分红特征、盈利底部蕴含的向上弹性、汽车玻璃/建筑玻璃业务的龙头优势及增长韧性，给予公司 23 年 15x 目标 PE，小幅下调目标价至 22.20 港元，维持“买入”评级。

风险提示：需求低于预期、浮法供给侧调控力度减弱、原材料价格大幅波动、公司战略执行效果低于预期、不同市场估值体系不同致估值不准确风险

投资评级

行业	工业/工业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.56 港元
目标价格	22.20 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,115.78
港股总市值(百万港元)	55,810.04
每股净资产(港元)	7.78
资产负债率(%)	38.57
一年内最高/最低(港元)	20.40/10.08

作者

武慧东	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002	
wuhuidong@tfzq.com	
鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
林晓龙	联系人
linxiaolong@tfzq.com	
吴红艳	联系人
wuhongyan@tfzq.com	

股价走势



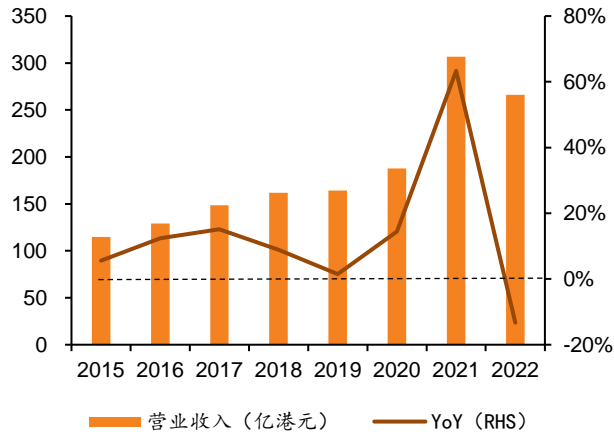
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《信义玻璃-公司点评:22h1 浮法盈利水平或处于底部区域，关注需求变化》2022-08-07
- 《信义玻璃-公司点评:21h2 盈利能力下滑，关注需求变化，有安全边际》2022-03-04
- 《信义玻璃-公司点评:浮法低潮期或已渡过，关注联合布局多晶硅前景》2021-12-21

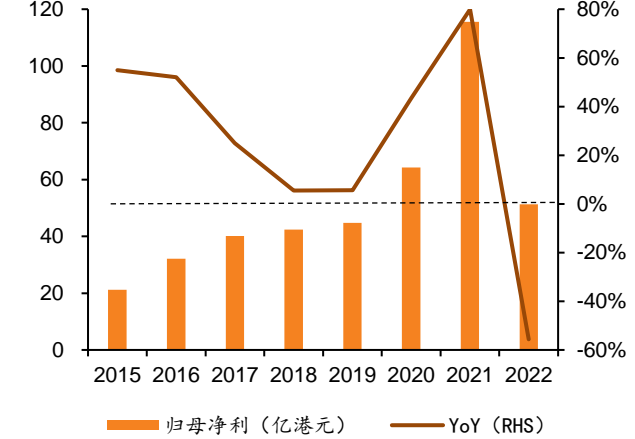
公司经营核心数据估值及盈利预测

图 1：公司近年收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS (元/股)				P/E			
				21A	22A	23E	24E	21A	22A	23E	24E
601636.SH	旗滨集团	279	10.38	1.58	0.54	0.87	1.16	6.6	19.1	11.9	9.0
000012.SZ	南玻 A	164	6.87	0.50	0.70	0.81	0.92	13.8	9.8	8.5	7.5
600586.SH	金晶科技	136	9.50	0.92	0.36	0.62	0.83	10.4	26.7	15.4	11.4
3606.HK	福耀玻璃	995	33.85	1.21	1.96	2.10	2.32	24.6	15.1	14.1	12.8
0968.HK	信义光能	794	8.92	0.55	0.43	0.61	0.83	16.1	20.8	14.7	10.7
	平均值							12.3	18.3	12.9	10.3
	中位数							12.1	19.1	14.1	10.7
0868.HK	信义玻璃	558	13.56	2.81	1.25	1.48	1.78	4.8	10.9	9.2	7.6

注：股价时间 2023/03/27；除信义玻璃外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；H/A 上市公司对应市值分别为亿港元/亿元、对应收盘价分别为港元/元；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 4：公司业绩预测情况

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万港元）	18,616	30,459	25,746	27,176	29,362	31,317
YoY	14.5%	63.6%	-15.5%	5.6%	8.0%	6.7%
其中：浮法玻璃	11,795	21,908	16,588	17,342	18,396	19,515
YoY	48.1%	85.7%	-24.3%	4.5%	6.1%	6.1%
其中：汽车玻璃	4,609	5,457	6,081	6,757	7,733	8,408
YoY	2.4%	18.4%	11.4%	11.1%	14.4%	8.7%
其中：建筑玻璃	2,212	3,095	3,077	3,077	3,232	3,395
YoY	-41.7%	39.9%	-0.6%	0.0%	5.0%	5.0%
综合毛利率	41.7%	51.8%	33.7%	36.1%	37.4%	38.5%
其中：浮法玻璃	39.2%	53.8%	26.7%	29.6%	30.9%	32.3%
其中：汽车玻璃	47.2%	47.1%	50.3%	50.9%	51.3%	51.6%
其中：建筑玻璃	43.9%	46.2%	39.2%	40.4%	41.0%	41.6%
整体毛利润（百万港元）	7,771	15,777	8,686	9,813	10,983	12,053
其他收益（百万港元）	464	521	657	657	657	657
其他盈利-净额（百万港元）	889	115	193	200	200	200
销售及推广成本（百万港元）	(959)	(1,562)	(1,810)	(1,848)	(1,918)	(1,966)
行政及其他经营开支（百万港元）	(1,805)	(2,446)	(2,388)	(2,904)	(3,015)	(3,089)
财务费用净额（百万港元）	(155)	(89)	(261)	(275)	(296)	(315)
应占联营公司溢利（百万港元）	1,124	1,186	923	1,411	1,872	2,496
除税前溢利（百万港元）	7,330	13,502	6,000	7,055	8,483	10,035
所得税支出	(899)	(1,931)	(856)	(951)	(1,114)	(1,271)
净利润（百万港元）	6,431	11,571	5,144	6,103	7,369	8,764
少数股东损益（百万港元）	9	15	17	24	28	32
归母净利润（百万港元）	6,422	11,556	5,127	6,079	7,341	8,732
YoY	43.4%	79.9%	-55.6%	18.6%	20.8%	18.9%
归母净利率	34.5%	37.9%	19.9%	22.4%	25.0%	27.9%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com