

# 信义玻璃 (00868)

证券研究报告  
2021年12月21日

## 浮法低潮期或已渡过，关注联合布局多晶硅前景

信义玻璃公告 2021 年度盈利预告，预计公司 21FY 归母净利润 109~119 亿港元，YoY +70~+85%；对应 21H2 公司 55~65 亿港元，HoH +3%~+21%，21H2 归母净利润中位数 60 亿港元，HoH +12%。略低于我们前期预期，我们认为主要反映 21h2 纯碱、燃料等价格上涨影响及 21q4 因地风险事件带来的浮法玻璃价格调整。

公司近日亦公告，公司与联营公司信义光能（公司为其第一大股东，21H1 未持股占比 22.85%）成立合营企业信义晶硅（信义光能持有 52% 股权，信义玻璃持有 48% 股权），公司与信义光能提供最高出资承担总额 33 亿元（其中信义玻璃最高承担 16 亿元）。信义晶硅拟在云南曲靖市麒麟区投资建设多晶硅生产厂房（先期项目规划年产能 6 万吨多晶硅及最多 1 万吨白炭黑），建设期预计小于 2 年，后续可选择分不同阶段将多晶硅年产能提升至 20 万吨。同时曲靖市政府已同意提供相关政策/行政支持。

### 21H2 浮法单位净利环比或变化不大，我们对浮法需求前景保持乐观

据卓创资讯，21H2 浮法玻璃每重箱均价（截止 2021/12/17）140 元，HoH +13%/+16 元。公司在产浮法产线变化不大，据卓创资讯，公司 21h1 对芜湖 1 线（500 t/d）进行冷修及复产、2021/06 公司完成海南中航特玻收购（在产 2 条线，各 600 t/d，其中 1 条为 2021/11 新点火），我们预计公司 21H2 浮法产销量环比均有小幅增长。我们推测 21H2 公司核心业务浮法玻璃单位净利环比或基本稳定或小幅改善，21H2 均价上行积极影响或大部分被原燃材料涨价对冲（参考 2021/11/06 外发报告《玻璃系列 2：几块玻璃成本变化及影响？》）。

21Q4 地风险事件致阶段性建筑玻璃需求波动，致浮法玻璃价格出现较明显回落，近期政策层面密集表态引导地产行业平稳健康规范发展，销售悲观预期边际缓解，料有持续性，同时保障性租赁住房对冲潜在开发投资下行，我们判断建筑玻璃需求向上修复有一定持续性。近期浮法玻璃现货销售价格已有一定小幅上调，11 月后持续处于去库状态。同时我们认为本轮持续较久的浮法景气向上周期对潜在供给挖掘相对充分，行业整体亦存在较大冷修压力，需求变化为影响浮法供需的核心变量，判断后续浮法玻璃价格中枢或逐步上移。

### 布局多晶硅长期前景值得期待

近期我们外发报告《信义光能：布局多晶硅短期影响偏中性，长期前景值得期待》，我们认为公司联合信义光能成立信义晶硅进军多晶硅领域对信义集团深耕光伏产业链有较好积极意义，信义玻璃作为信义晶硅主要出资人之一及信义光能第一大股东，一方面该笔投资对公司并未明显增加公司财务负担（按照出资额，假设信义玻璃分 2 年分别各投资 8.0 亿元/9.8 亿港元，占其 21H1 末现金及其等价物规模比例仅约 13.5%），另一方面，多晶硅产业特征与玻璃有较多相似性，潜在竞争力提升及财务回报亦值得重视（考虑公司通过信义光能享有权益及对信义晶硅持股，在相对保守的单吨多晶硅净利 1.5 万元假设下，测算 6 万吨多晶硅项目满产满销对信义玻璃归母净利润贡献约 6.6 亿港元，占公司 20FY 归母净利润比例约 10.3%），同时应重视后续降本+扩产蕴含的弹性。

### 小幅下调公司业绩预测，下调目标价至 38.18 港元，现阶段低估较明显

考虑到 21H2 浮法玻璃单位成本上行幅度超我们预期，相应向上调整我们对其单位成本假设，小幅下调公司 21-23 年归母净利润预测至 115/ 128/ 149 亿港元（前值 125/ 134/ 151 亿港元），YoY 分别为 79%/ 11%/ 17%。公司作为浮法玻璃龙头，且产能仍有较好潜在提升空间（后续或有部分海南产线投产、辽宁营口产线投产及云南潜在新增产能布局），我们继续看好公司受益浮法行业周期弱化及价格中枢潜在上移机会。同时公司汽车玻璃、建筑玻璃业务稳健成长空间亦值得期待，布局多晶硅或为进一步夯实公司发展前景。现价对应公司 22 年 PE 仅 5.4x，我们认为存在显著低估，认可给予公司 22 年 12x 目标 PE，小幅下调目标价至 38.18 港元（前次为 43.30 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；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准

### 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	17.18 港元
目标价格	38.18 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	4,027.04
港股总市值(百万港元)	69,184.51
每股净资产(港元)	7.70
资产负债率(%)	39.37
一年内最高/最低(港元)	34.20/17.10

### 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
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001	wangtao@tfzq.com
林晓龙	联系人
linxiaolong@tfzq.com	

### 股价走势



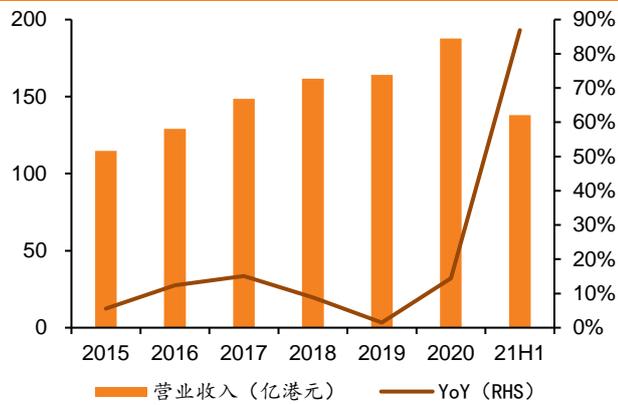
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《信义玻璃(一干)-公司点评:21h1 业绩超预期，浮法龙头仍成长》 2021-08-04
- 2 《信义玻璃-首次覆盖报告:全球领先综合玻璃龙头制造商，行业变革红利受益者》 2021-06-27

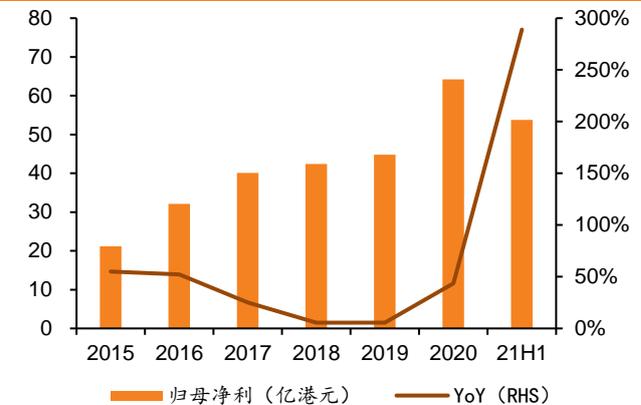
## 公司经营核心数据及估值

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

表 1: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			P/E		
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601636.SH	旗滨集团	464	17.27	0.68	1.79	2.04	25.4	9.6	8.5
000012.SZ	南玻 A	217	9.60	0.25	0.76	0.99	37.8	12.6	9.7
600586.SH	金晶科技	131	9.14	0.23	1.19	1.53	39.5	7.7	6.0
3300.HK	中国玻璃	31	1.71	-0.05	0.45	0.58	-30.2	3.1	2.4
3606.HK	福耀玻璃	1,320	38.20	1.00	1.50	1.90	31.3	20.8	16.4
0968.HK	信义光能	1,154	12.98	0.51	0.60	0.76	25.3	21.5	17.2
<b>平均值</b>							<b>21.5</b>	<b>12.6</b>	<b>10.0</b>
<b>中位数</b>							<b>28.4</b>	<b>11.1</b>	<b>9.1</b>
0868.HK	信义玻璃	692	17.18	1.59	2.86	3.18	10.8	6.0	5.4

注: 股价时间 2021/12/20; 除信义玻璃外, 其他业绩预测源自 Wind 一致预期;

资料来源: 公司公告, Wind, 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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com