

買入

2022 年 8 月 5 日

中期業績承壓，下半年需求有望好轉

- 需求低迷，中期業績承壓：**公司 2022 年上半年實現總收入 136.49 億港元，同比增加 0.5%。期內毛利率為 38.4%，較同期下降 14.6%。權益持有人應占純利為 33.05 億港元，同比下降 38.5%，位於此前盈喜公告中淨利潤減少 35-50% 的下限區間，符合預期。淨利潤率由 39.6% 下滑至 24.2%，主要因為 1) 今年上半年中國建築市場浮法玻璃需求受壓，浮法玻璃產品平均售價遠低於同期水準；2) 期內因供應短缺，使能源及原材料成本大幅上升。
- 汽車玻璃表現最佳，下半年需求有望好轉：**上半年公司浮法玻璃、汽車玻璃以及建築工程玻璃板塊表現平穩，浮法玻璃收入為 92.31 億港元，同比下滑 4.1%，浮法玻璃價格出現較大下滑，因此收入占比從同期的 70.9% 下跌到 67.6%，毛利率從 55.3% 下降到 34.3%。汽車玻璃需求良好，銷量實現雙位數的增長，上半年收入為 29.47 億港元，同比增長 14.0%，超過 80% 的汽車玻璃銷往海外超過 130 個國家。毛利率穩中有升，同比提升 1.3% 至 50.6%，為表現最好的業務。建築工程玻璃上半年收入為 14.71 億港元，同比增長 8.0%，主要得益於高端複合層玻璃加工比例的提升；毛利率下降 4.1% 至 39.8%。去年下半年開始，由於開發商資金緊張竣工有所放緩，需求出現較大幅度下滑，行業目前已處於虧損狀態，將有利於供應端的收緊，對價格形成支撐。
- 目標價 18 港元，維持買入評級：**公司產能繼續平穩擴張，今年將于印尼新建 4 條浮法玻璃生產線，合計產能 4400 噸。到今年年底，公司浮法玻璃產能將增長 8.5% 至 890 萬噸/年，汽車玻璃產能將增加 16.2% 至 2419 萬片/年，Low-E 玻璃產能將提升 5.5% 至 58 萬噸/年。雖然短期內地產處於下行週期，但在政府保交樓的政策下，下半年竣工端需求有望好轉。根據住房和城鄉建設部最新發佈，到 2025 年，完成既有建築節能改造面積 3.5 億平方米以上，建設超低能耗、近零能耗建築 0.5 億平方米以上。因此中長期來看，中空節能玻璃的滲透率有望不斷提升。我們給予 9 倍 PE 的估值中樞，目標價 18 港元，維持買入評級。

鄒煒

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk
陳曉霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

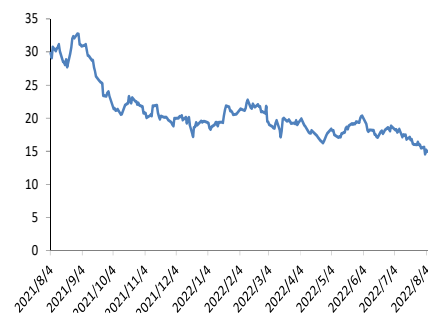
主要資料

行業	建築材料
股價	14.94 港元
目標價	18.00 港元 (+20.5%)
股票代碼	868
已發行股本	40.36 億股
總市值	602.95 億港元
52 周高/低	33.70 港元/14.40 港元
每股淨資產	8.13 港元
主要股東	李賢義 ··· 21.25% 董清世 ··· 11.26%

表 1: 盈利摘要

截止12月31日	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
营业额 (港元百万)	18,616	30,459	27,998	30,855	32,422
变动 (%)	14.5	63.6	(8.1)	10.2	5.1
净利润 (港元百万)	6,422	11,623	7,064	8,101	9,056
每股盈余 (港元)	1.59	2.83	1.73	1.99	2.22
变动 (%)	42.6	78.4	(38.9)	14.7	11.8
市盈率@14.94港元 (倍)	9.4	5.3	8.6	7.5	6.7
市净率@14.94港元 (倍)	2.2	1.7	1.7	1.5	1.3
每股股息 (港元)	0.79	1.42	0.87	1.00	1.11
股息现价比率 (%)	5.3	9.5	5.8	6.7	7.4

資料來源：公司資料，第一上海預測

股價表現


資料來源：Bloomberg

主要財務報表

損益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
收入	18,615.9	30,459.1	27,997.8	30,854.6	32,422.0
毛利	7,771.4	15,777.1	10,247.7	11,557.7	12,518.2
销售费用	(958.7)	(1,562.2)	(1,371.9)	(1,511.9)	(1,588.7)
管理费用	(1,804.7)	(2,472.3)	(2,799.8)	(3,085.5)	(3,242.2)
其他收入	1,353.0	729.4	729.4	729.4	729.4
营业收入	6,361.0	12,472.0	6,805.4	7,689.7	8,416.6
财务开支	(155.0)	(88.7)	(93.2)	(68.8)	(38.1)
营业外收支	1,124.3	1,185.7	1,422.9	1,707.5	2,049.0
税前盈利	7,330.3	13,569.1	8,135.1	9,328.4	10,427.5
所得税	(899.1)	(1,931.0)	(1,057.6)	(1,212.7)	(1,355.6)
少数股东应占利润	9.0	14.8	13.6	15.0	15.7
净利润	6,422.2	11,623.2	7,064.0	8,100.7	9,056.1
折旧及摊销	1,169.6	1,532.8	1,389.1	1,455.2	1,524.7
EBITDA	7,530.6	14,004.8	8,194.6	9,144.9	9,941.4
EPS (港元)	1.59	2.83	1.73	1.99	2.22
增长					
总收入 (%)	14.5%	63.6%	-8.1%	10.2%	5.1%
EBITDA (%)	33.7%	86.0%	-41.5%	11.6%	8.7%
每股收益 (%)	42.6%	78.4%	-38.9%	14.7%	11.8%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
现金	5,244.6	9,220.4	11,107.3	13,410.2	15,903.1
应收账款	4,916.2	5,668.6	4,950.0	5,182.3	5,173.3
存货	2,496.3	4,169.2	3,832.3	4,223.3	4,437.8
其他流动资产	283.7	373.8	65.3	71.8	79.0
总流动资产	12,940.7	19,431.9	19,954.9	22,887.6	25,593.2
固定资产	17,142.0	18,784.5	19,723.8	20,709.9	21,745.4
无形资产	484.4	894.2	857.4	822.0	788.2
其他固定资产	14,504.0	17,387.9	17,999.5	19,947.8	22,249.6
总资产	45,071.1	56,498.7	58,535.5	64,367.4	70,376.4
应付账款	3,917.1	4,305.7	4,945.1	5,107.3	5,004.5
短期银行贷款	3,779.2	4,602.7	4,648.7	4,695.2	4,742.1
其他短期负债	998.0	1,377.4	1,346.6	1,346.6	1,346.6
总短期负债	8,694.3	10,285.8	10,940.4	11,149.0	11,093.3
长期银行贷款	7,794.8	10,890.1	11,107.9	11,330.0	11,556.6
其他负债	608.6	616.3	594.8	594.8	594.8
总负债	17,097.7	21,792.1	22,643.1	23,073.8	23,244.7
少数股东权益	91.8	107.9	121.5	136.5	152.2
股东权益	27,881.6	34,598.6	35,771.0	41,157.1	46,979.5
每股账面值(港元)	6.92	8.59	8.77	10.10	11.52
营运资金	4,246.4	9,146.2	9,014.5	11,738.6	14,500.0

资料来源：公司资料，第一上海预测

财务分析

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
盈利能力					
毛利率	41.7%	51.8%	36.6%	37.5%	38.6%
EBITDA 利率	40.5%	46.0%	29.3%	29.6%	30.7%
净利率	34.5%	38.2%	25.2%	26.3%	27.9%
ROE	26.3%	36.9%	20.0%	21.1%	21.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.8%	13.2%	14.9%	14.9%	14.9%
实际税率 (%)	12.3%	14.2%	13.0%	13.0%	13.0%
股息支付率 (%)	49.8%	49.3%	50.1%	50.1%	50.1%
库存周转天数	76.4	82.9	82.3	76.2	79.4
应付账款天数	122.3	102.2	95.1	95.1	92.7
应收账款天数	34.0	27.6	34.2	29.7	28.8
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
收入/总资产	0.41	0.54	0.48	0.48	0.46
总资产/股本	1.62	1.63	1.64	1.56	1.50
盈利对利息倍数	41.0	140.6	73.0	111.8	220.6

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2020年 实际	2021年 实际	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测
EBITDA	7,530.6	14,004.8	8,194.6	9,144.9	9,941.4
融资成本	155.0	88.7	93.2	68.8	38.1
营运资金变化	(1064.0)	(948.2)	1695.0	(461.2)	(308.3)
所得税	(590.0)	(1659.2)	(1057.6)	(1212.7)	(1355.6)
其他营运活动	(1527.2)	(538.8)	(260.8)	(240.4)	(213.8)
营运现金流	4504.3	10947.1	8664.3	7299.4	8101.9
资本开支	(3176.0)	(2397.6)	(2520.8)	(2646.9)	(2779.2)
其他投资活动	(461.6)	(2619.2)	1207.1	920.5	954.5
投资活动现金流	(3637.7)	(5016.8)	(1313.7)	(1726.4)	(1824.7)
负债变化	764.5	3910.3	263.8	268.6	273.6
股本变化	182.6	204.8	0.0	0.0	0.0
股息	(1892.9)	(5184.3)	(5727.5)	(3538.8)	(4057.9)
其他融资活动	(78.9)	(1049.4)	(0.0)	0.0	0.0
融资活动现金流	(1024.8)	(2118.7)	(5463.7)	(3270.1)	(3784.3)
现金变化	(158.1)	3811.6	1886.9	2302.9	2492.8
期初持有现金	5,097.9	5,244.6	9,220.4	11,107.3	13,410.2
期末持有现金	5,244.6	9,220.4	11,107.3	13,410.2	15,903.1

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話：(852) 2522-2101

傳真：(852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司（“第一上海”）編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法（「一九三四年證券法」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法（下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」）或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。