

买入

2024 年 5 月 30 日

经营韧性强，持续受益于地产边际复苏

- **营收和利润端稳健，环比改善：**2023 年全年收入同比增长 4.1%至 268 亿元，下半年浮法玻璃销量和均价改善明显；受上半年成本高位影响毛利率同比略降 1.6ppts 至 32.1%，其中下半年毛利率环比改善 7.1ppts 至 34.8%；股东净利润同比上升 4.6%至 53.7 亿元，下半年利润环比增长 50%至 32.2 亿元。全年每股派息 63 港仙，保持稳定派息率 49%；在手现金 34 亿元，净资本负债比率降至历史低位 13.3%。
- **盈利改善趋势有望维持：**浮法/汽玻/建筑玻璃收入分别为 175/60/33 亿元，同比增长 5.3%/-1.6%/8.9%，毛利率分别同比下降 0.2/2.4/5.8ppts，但 2023 年下半年均全面环比改善。2024 年 Q1 浮法玻璃均价同比略增，4 月开始价格回落至去年同期水平，基于对当前政策刺激对玻璃需求的拉动仍谨慎乐观，上半年均价预计同比略增但环比回落，下半年有望企稳回升；成本端，纯碱价格因国内新增产能释放和海外进口扩大而处于低位震荡趋势，天然气价格同比回落，上半年浮法玻璃毛利率有望同比改善明显；汽玻收入下降主要受均价下降影响，其中附件产品收入占比提升支撑了毛利率，随着公司印尼等新产能的投放和高附加值产品的持续推出，汽车玻璃整体替换市场份额和毛利率有望保持稳定；建玻毛利率下半年环比提升 9ppts，在低辐射玻璃市场保持份额领先，收入和毛利率有望保持稳定。
- **供需形势有望边际向好：**1-4 月国内房屋竣工 1.88 亿平米，同比下降 20%，政策刺激起效仍需时间；供给端截至目前国内在产浮法玻璃产能仍在 17 万吨以上，属于历史高位，但投产高峰已于去年结束，今年下半年增量产能减少，以及冷修规模大于复产，预计下半年行业在产产能仍接近 17 万吨，整体供给有所收缩，我们对全年浮法玻璃供需形势保持相对平衡预期。
- **目标价 13 港元，维持买入评级：**我们仍看好公司长期的稳健经营和高股息逻辑，目前经营低点已经过去，价格和成本端均处于稳定趋势，自由现金流持续增厚支撑高派息能力。我们预计公司 2024-26 年归母净利润为 66 亿/73 亿/78 亿港元，给予未来 12 个月目标价 13 港元，对应 2024-26 年 8.3/7.6/7.1 倍预测市盈率，维持买入评级。

黄佳杰
852-25321599
harry.huang@firstshanghai.com.hk
陈晓霞
852-25321956
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要资料

行业	建筑材料
股价	9.78 港元
目标价	13.00 港元 (+32.9%)
股票代码	868
已发行股本	42.25 亿股
总市值	417.38 亿港元
52 周高/低	9.93 港元/9.63 港元
每股净资产	8.46 港元
主要股东	创始股东 64.92%

表 1：盈利摘要

截止12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
营业额（港元百万）	25,746	26,799	26,887	28,740	30,486
变动（%）	(15.5)	4.1	0.3	6.9	6.1
净利润（港元百万）	5,127	5,365	6,534	7,112	7,645
每股盈余（港元）	1.26	1.29	1.57	1.71	1.84
变动（%）	(55.6)	2.5	21.8	8.9	7.5
市盈率@9.78港元（倍）	7.8	7.6	6.2	5.7	5.3
市净率@9.78港元（倍）	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
每股股息（港元）	0.62	0.63	0.77	0.84	0.90
股息现价比率（%）	6.3	6.4	7.9	8.6	9.2

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


资料来源：Bloomberg

主要财务报表

损益表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	25,746.0	26,798.5	26,886.8	28,739.6	30,486.0
毛利	8,686.4	8,611.8	9,826.4	10,705.1	11,340.3
销售费用	(1,810.1)	(1,310.3)	(1,478.8)	(1,724.4)	(1,829.2)
管理费用	(2,394.4)	(2,263.2)	(2,419.8)	(2,730.3)	(2,896.2)
其他收入	856.0	609.3	609.3	609.3	609.3
营业收入	5,337.9	5,647.5	6,537.1	6,859.7	7,224.2
财务开支	(260.7)	(306.4)	(99.4)	(70.0)	(37.7)
营业外收支	922.8	1,003.2	1,282.9	1,614.2	1,847.2
税前盈利	6,000.0	6,344.3	7,720.7	8,404.0	9,033.8
所得税	(855.8)	(965.6)	(1,173.5)	(1,277.4)	(1,373.1)
少数股东应占利润	17.1	13.6	13.6	14.6	15.5
净利润	5,127.2	5,365.1	6,533.5	7,112.0	7,645.2
折旧及摊销	1,495.1	1,511.9	1,822.9	1,985.5	2,148.1
EBITDA	6,833.0	7,159.4	8,360.0	8,845.2	9,372.3
EPS（港元）	1.26	1.29	1.57	1.71	1.84
增长					
总收入（%）	-15.5%	4.1%	0.3%	6.9%	6.1%
EBITDA（%）	-51.2%	4.8%	16.8%	5.8%	6.0%
每股收益（%）	-55.6%	2.5%	21.8%	8.9%	7.5%

资产负债表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	3,180.2	1,990.8	3,594.2	4,886.3	6,439.3
应收账款	4,566.3	7,267.5	7,291.5	7,793.9	8,267.6
存货	4,296.7	3,807.9	3,820.5	4,083.8	4,331.9
其他流动资产	875.6	545.7	545.7	545.7	545.7
总流动资产	12,918.7	13,612.0	15,251.9	17,309.6	19,584.5
固定资产	17,555.5	18,215.4	19,031.3	19,680.6	20,163.1
无形资产	870.2	1,238.9	1,233.8	1,228.8	1,223.8
其他固定资产	20,887.4	17,747.2	18,896.3	20,380.9	22,102.4
总资产	52,231.8	50,813.4	54,413.3	58,599.8	63,073.7
应付帐款	5,396.6	4,879.5	4,577.3	4,838.7	5,136.8
短期银行贷款	5,794.4	5,253.9	5,253.9	5,253.9	5,253.9
其他短期负债	711.7	1,215.1	1,215.1	1,215.1	1,215.1
总短期负债	11,902.7	11,348.5	11,046.3	11,307.6	11,605.8
长期银行贷款	7,721.2	2,920.1	2,920.1	2,920.1	2,920.1
其他负债	520.2	679.0	679.0	679.0	679.0
总负债	20,144.2	14,947.6	14,645.4	14,906.7	15,204.9
少数股东权益	115.0	115.1	128.7	143.3	158.7
股东权益	31,972.7	35,750.8	39,639.3	43,549.9	47,710.2
每股账面值（港元）	7.90	8.61	9.53	10.47	11.47
营运资金	1,016.0	2,263.5	4,205.6	6,002.0	7,978.7

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					
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
盈利能力					
毛利率	33.7%	32.1%	36.5%	37.2%	37.2%
EBITDA 利率	26.5%	26.7%	31.1%	30.8%	30.7%
净利率	19.9%	20.0%	24.3%	24.7%	25.1%
ROE	15.4%	15.8%	17.3%	17.0%	16.7%
营运表现					
SG&A/收入（%）	16.3%	13.3%	14.5%	15.5%	15.5%
实际税率（%）	14.3%	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%
股息支付率（%）	49.2%	49.3%	49.0%	49.0%	49.0%
库存周转天数	90.6	81.3	81.6	80.0	80.2
应付账款天数	103.8	103.1	101.2	95.3	95.1
应收账款天数	35.8	30.5	29.5	27.2	25.9
财务状况					
净负债/股本	0.6	0.4	0.4	0.3	0.3
收入/总资产	0.49	0.53	0.49	0.49	0.48
总资产/股本	1.63	1.42	1.37	1.35	1.32
盈利对利息倍数	20.5	18.4	65.8	98.1	191.9

现金流量表					
百万港元，财务年度截至12月31日					
	2022年 预测	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
EBITDA	6,833.0	7,159.4	8,360.0	8,845.2	9,372.3
融资成本	260.7	306.4	99.4	70.0	37.7
营运资金变化	1674.9	(1203.8)	(338.7)	(504.4)	(423.6)
所得税	(1289.6)	(558.0)	(1173.5)	(1277.4)	(1373.1)
其他营运活动	(741.7)	(702.9)	(262.8)	(233.4)	(201.1)
营运现金流	6737.3	5001.2	6684.3	6899.9	7412.1
资本开支	(1997.2)	(2862.1)	(2500.0)	(2500.0)	(2500.0)
其他投资活动	(4565.5)	2984.4	64.1	93.5	125.8
投资活动现金流	(6562.8)	122.3	(2435.9)	(2406.5)	(2374.2)
负债变化	(1935.9)	(5381.5)	0.0	0.0	0.0
股本变化	224.0	171.4	0.0	0.0	0.0
股息	(3658.3)	(946.9)	(2645.0)	(3201.4)	(3484.9)
其他融资活动	(32.6)	(24.3)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流	(5402.8)	(6181.3)	(2645.0)	(3201.4)	(3484.9)
现金变化	(5228.3)	(1057.9)	1603.4	1292.0	1553.0
期初持有现金	9,220.4	3,180.2	1,990.8	3,594.2	4,886.3
期末持有现金	3,180.2	1,990.8	3,594.2	4,886.3	6,439.3

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。