

买入

维持稳定高派息，持续差异化策略应对行业整合

信义玻璃 (0868.HK)

2024-08-07 星期二

目标价: **10.8 港元**
现价: 7.7 港元
预计升幅: 40%

重要数据

日期	2024-08-06
收盘价 (港元)	7.7
总股本 (百万股)	4,225
总市值 (百万港元)	40,034
净资产 (百万港元)	35,854
总资产 (百万港元)	51,078
52 周高低 (港元)	12.38/5.78
每股净资产 (港元)	8.46

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

RealbestInvestmentLimited
(18.40%)
HighParkTechnologyLimited
(6.64%)
CoparkInvestmentLimited (6.27%)
施丹紅(5.55%)

相关报告

深度报告-20210705/0806
更新报告-20211230
更新报告-20220304/0804
更新报告-20230103/0321
更新报告-20230630/0802/20240311

研究部

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

投资要点

➤ 2024 年上半年盈利同比增长 27.1%，中期派息率 48%：

2024H1 公司实现收入 11,807.2 百万港元，同比轻微下跌 6.4%。毛利同比上升 10.6%至 4,046.7 百万港元，毛利率提升 5.3 个百分点至 34.3%，实现纯利 2,729.9 百万港元，同比上升 27.1%，纯利率上升至 23.1%(2023H1: 17%)，每股基本盈利为 64.6 港仙，中期每股股息 31 港仙，派息比率为 48%。公司上半年盈利增长主要受益汽车玻璃销量提升，浮法玻璃成本下降提升毛利率以及利息成本下降等综合因素作用。

➤ 玻璃持续累库价格承压，行业进入产能出清阶段：

今年玻璃需求疲弱，库存高，价格承压下行。隆众资讯截至 20240801 数据显示，全国浮法玻璃周均价 1439 元/吨，环比-26.73 元/吨；浮法日熔量 16.97 万吨，周环比-0.35%，国内玻璃生产线共计 301 条，其中在产 250 条，冷修停产 51 条；全国浮法玻璃样本企业总库存 6909 万重箱，环比+199.9 万重箱，环比+2.98%，同比+51.13%，折库存天数 29.5 天，较上期+0.9 天；玻璃深加工企业订单天数 9.7 天，环比-3%，同比-43.9%。

➤ 公司持续差异化策略应对行业周期低谷：

应对浮法玻璃利润承压以及国内产能限制政策，公司差异化竞争策略主要体现在优化燃料和纯碱采购管道和采购策略严格管控成本，提升高附加值产品组合比重以及积极有序海外扩产形成多元化市场布局。目前公司海外业务占比约 28.8%，差异化产品销量占浮法产品约 47%，印尼第一条生产线将于 2024 年底投产，将有助于优化海外产品的供应结构。

➤ 维持买入评级，目标价 10.8 港元：

我们更新公司目标价 10.8 港元，相当于 2024 年和 2025 年 9 倍和 8.4 倍 PE，目标价较现价有 40%上升空间，维持买入评级。

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	25,746	26,798	25,767	27,499	28,885
同比增长(%)	-15.5%	4.1%	-3.8%	6.7%	5.0%
净利润	5,127	5,365	5,022	5,450	5,490
同比增长(%)	-55.6%	4.6%	-6.4%	8.5%	0.7%
每股盈利 (港元)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
PE@7.7HKD	6.1	6.0	6.5	6.0	5.9
每股股息 (港仙)	62.0	63.0	58.4	63.4	63.9
股息率	8.05%	8.18%	7.59%	8.24%	8.30%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

報告正文

2024 年上半年盈利同比增长 27.1%，中期派息率 48%：

2024H1 公司实现收入 11,807.2 百万港元，同比较轻微下跌 6.4%。毛利同比上升 10.6% 至 4,046.7 百万港元，毛利率提升 5.3 个百分点至 34.3%。实现纯利 2,729.9 百万港元，同比上升 27.1%，纯利率上升至 23.1%（2023H1：17%）。每股基本盈利为 64.6 港仙。中期每股股息 31 港仙，派息比率为 48%。公司上半年盈利增长主要受益汽车玻璃销量提升，浮法玻璃成本下降提升毛利率以及利息成本下降等综合因素作用。

玻璃持续累库价格承压，行业进入产能出清阶段：

今年玻璃需求疲弱，库存高，价格承压下行。隆众资讯截至 20240801 数据显示，全国浮法玻璃周均价 1439 元/吨，环比-26.73 元/吨；浮法日熔量 16.97 万吨，周环比-0.35%，国内玻璃生产线共计 301 条，其中在产 250 条，冷修停产 51 条；全国浮法玻璃样本企业总库存 6909 万重箱，环比+199.9 万重箱，环比+2.98%，同比+51.13%，折库存天数 29.5 天，较上期+0.9 天；玻璃深加工企业订单天数 9.7 天，环比-3%，同比-43.9%。

公司持续差异化策略应对行业周期低谷：

应对浮法玻璃利润承压以及国内产能限制政策，公司差异化竞争策略主要体现在优化燃料和纯碱采购管道和采购策略严格管控成本，提升高附加值产品组合比重以及积极有序海外扩产形成多元化市场布局。

目前公司海外业务占比约 28.8%，差异化产品销量占浮法产品约 47%，印尼第一条生产线将于 2024 年底投产，有助于优化海外产品的供应结构。

维持买入评级，目标价 10.8 港元：

我们更新公司目标价 10.8 港元，相当于 2024 年和 2025 年 9 倍和 8.4 倍 PE，目标价较现价有 40% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

地产政策推进不及预期

原料价格、能源成本大幅上涨

玻璃需求低于预期

产能扩张不及预期

表 1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	39.10	1,175	16.4	14.3	12.2	10.3	2.9	2.7	2.4	2.1
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	12.14	439	9.3	7.2	5.7	4.6	1.1	1.0	0.9	0.8
平均					12.9	10.7	8.9	7.5	2.0	1.9	1.6	1.4
000012.SZ	南玻A	HKD	5.03	122	9.3	8.9	8.4	7.9	1.1	1.1	1.0	1.0
601636.SH	旗滨集团	HKD	5.95	160	9.1	8.0	6.8	6.0	1.1	1.1	1.0	0.9
600586.SH	金晶科技	HKD	5.70	81	17.6	18.1	14.2	9.6	1.4	1.3	1.2	1.1
平均					12.0	11.6	9.8	7.8	1.2	1.1	1.1	1.0
0868.HK	信义玻璃	HKD	7.70	325	6.0	6.5	6.0	5.9	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要

损益表							财务分析						
百万港元, 财务年度截至12月31日													
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	30,459	25,746	26,798	25,767	27,499	28,885	盈利能力						
营业成本	(14,682)	(17,060)	(18,187)	(17,918)	(18,834)	(19,850)	毛利率 (%)	52%	34%	32%	30%	32%	31%
毛利	15,777	8,686	8,611	7,849	8,665	9,035	EBITDA 利率 (%)	40%	18%	18%	14%	14%	12%
其他收入	729	856	609	1,042	1,085	901	净利率 (%)	38%	20%	20%	19%	20%	19%
销售费用	(1,562)	(1,810)	(1,310)	(1,391)	(1,485)	(1,560)	营运表现						
行政费用及其他营业费用	(2,446)	(2,388)	(2,263)	(2,783)	(3,135)	(3,293)	SG&A收入 (%)	8%	9%	8%	11%	11%	11%
经营利润	12,472	5,338	5,643	4,717	5,130	5,083	实际税率 (%)	14%	14%	15%	14%	14%	14%
财务收入	66	111	197	236	284	340	股息支付率 (%)	50%	49%	49%	49%	49%	49%
财务费用	(155)	(372)	(503)	(154)	(168)	(184)	库存周转	76	76	76	76	76	76
应占联营公司损益	1,186	923	1,007	1,058	1,111	1,166	应付账款天数	49	49	49	49	49	49
税前盈利	13,502	6,000	6,344	5,857	6,356	6,405	应收账款天数	48	48	48	48	48	48
所得税	(1,931)	(856)	(966)	(820)	(890)	(897)	ROE (%)	33%	16%	15%	14%	15%	14%
少数股东应占利润	15	17	14	15	16	18	ROA (%)	20%	10%	11%	10%	10%	10%
归属股东净利润	11,556	5,127	5,365	5,022	5,450	5,490	财务状况						
折旧及摊销	1,532	1,789	2,070	2,378	2,716	3,086	总资产负债率 (%)	39%	39%	29%	28%	28%	29%
EBITDA	12,125	4,583	4,778	3,633	3,809	3,504	净负债/股本	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
							收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
增长							总资产/股本	1.6	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
总收入 (%)	64%	-15%	4%	-4%	7%	5%	收入对利息倍数	196.4	69.3	53.2	167.2	163.5	156.6
净利润 (%)	80%	-56%	5%	-6%	9%	1%							

资产负债表							现金流量表						
百万港元, 财务年度截至12月31日							百万港元, 财务年度截至12月31日						
	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	9,220	3,180	1,991	3,603	5,214	5,582	EBITDA	12,125	4,583	4,778	3,633	3,809	3,504
应收账款	5,669	4,566	7,268	5,318	6,022	6,259	融资成本	155	372	503	154	168	184
存货	4,169	4,297	3,808	4,124	4,335	4,569	营运资金变化	(948)	1,675	(1,204)	(1,334)	(2,061)	(1,438)
其他流动资产	374	876	546	715	786	880	所得税	(1,659)	(1,290)	(558)	(820)	(890)	(897)
流动资产	19,432	12,919	13,612	13,761	16,358	17,291	营运现金流	10,947	6,737	5,001	4,552	4,492	5,420
固定资产	18,785	17,555	18,215	17,018	16,807	17,332	资本开支	(2,398)	(1,997)	(2,862)	(3,721)	(3,758)	(3,833)
其他固定资产	18,282	21,758	18,986	18,269	18,844	20,646	其他投资活动	(2,619)	(4,566)	2,984	1,282	1,397	1,520
非流动资产	37,067	39,313	37,201	35,287	35,651	37,977	投资活动现金流	(5,017)	(6,563)	122	(2,438)	(2,361)	(2,313)
总资产	56,499	52,232	50,813	49,048	52,009	55,268	负债变化	3,910	(1,936)	(5,382)	1,594	1,753	(450)
流动负债	10,286	11,903	11,348	9,780	10,810	11,990	股本变化	(2)	9	11	0	0	0
应付账款	4,306	5,397	4,880	2,430	2,554	2,692	股息	3,191	5,727	2,521	2,636	2,468	2,679
短期银行贷款	4,603	5,794	5,254	6,042	6,948	7,991	其他融资活动	(9,218)	(9,203)	(3,332)	(4,599)	(4,609)	(4,836)
其他短期负债	1,377	712	1,215	1,308	1,308	1,308	融资活动现金流	(2,119)	(5,403)	(6,181)	(369)	(388)	(2,608)
非流动负债	11,506	8,241	3,599	3,903	3,851	3,801	现金变化	3,812	(5,228)	(1,058)	1,744	1,743	499
长期银行贷款	10,890	7,721	2,920	3,212	3,148	3,085	期初持有现金	5,245	9,220	3,180	1,991	3,603	5,214
其他负债	616	520	679	691	703	716	汇率变动	164	(812)	(132)	(132)	(132)	(132)
总负债	21,792	20,144	14,948	13,683	14,661	15,791	期末持有现金	9,220	3,180	1,991	3,603	5,214	5,582
少数股东权益	108	115	115	121	127	133							
股东权益	34,599	31,973	35,751	35,245	37,221	39,344							
每股账面值(港元)	8.62	7.80	8.49	8.37	8.84	9.35							
营运资金	9,146	1,016	2,263	3,982	5,548	5,301							

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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>