

买入

2024年8月8日

以优异的盈利韧性抵御行业下行压力

- 收入下行但盈利稳健：**2024年上半年公司总收入同比减少6.4%至118.1亿港元，收入减少主要因为浮法玻璃均价下降导致；上半年毛利率同比提升5.3ppts至34.3%；主要受益于原材料及能源成本下降以及汽车玻璃业务毛利率的提升；净利润同比增长27.1%至27.3亿港元，主要因为财务费用大幅减少以及联营公司的利润贡献，中期股息每股31港仙，派息比例48%。
- 优异的成本控制及差异化布局：**浮法/汽玻/建玻收入分别为69.8/32.6/15.6亿港元，同比增长-12.9%/8.9%/-2.8%，浮法玻璃收入下降仍受国内房地产疲弱影响（竣工面积同比下降近22%），一季度后均价持续下跌至1600元每吨区间；但盈利端受益于纯碱和天然气价的同比下降而仍保持稳健，毛利率分别同比上升6.8/2.0/-2.6ppts至28.4%/49.6%/28.5%；鉴于对下半年地产刺激政策效果的谨慎预期，我们预计下半年浮法玻璃均价仍将承压，收入端叠加23H2高基数影响预计同比下滑明显；汽玻业务海外份额和高附加值产品比例持续提升，收入端有望保持较好增速；建玻业务预计在地方财政紧张及工建项目承压环境下，收入亦承压下滑。
- 浮法玻璃均价接近20H1低点，等待产能出清：**目前行业在产产能仍接近17万吨日熔量，而浮法玻璃库存已持续上行至历史高位，供给过剩状态下均价已持续下行至1400元每吨区间，次线企业盈利将明显承压，预计行业冷修加速甚至部分产能出清指日可待。
- 调整目标价至10.40港元，维持买入评级：**我们仍看好公司以差异化产品、优异的成本管控能力和海外业务增长来应对行业底部周期。考虑到地产端需求复苏周期较长以及当前的产能出清进度，我们预计浮法玻璃均价短期仍将保持低位，我们相应调整公司2024-26年收入为240/241/258亿港元，归母净利润为54亿/55亿/65亿港元，给与未来12个月目标价10.4港元，对应2024-26年8.0/7.8/6.8倍预测市盈率，维持买入评级。
- 风险因素：**国内地产行业复苏长期不及预期

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	7.77 港元
目标价	10.40 港元 (+35.1%)
股票代码	868
已发行股本	42.25 亿股
总市值	328.25 亿港元
52周高/低	12.04 港元/5.78 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

	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	23,951	24,116	25,756
变动 (%)	(15.5)	4.1	(10.6)	0.7	6.8
净利润 (港元百万)	5,127	5,365	5,380	5,540	6,347
每股盈利 (港元)	1.26	1.29	1.29	1.33	1.53
变动 (%)	(55.6)	2.5	0.3	3.0	14.6
市盈率@7.7港元 (倍)	6.1	6.0	6.0	5.8	5.0
市净率@7.7港元 (倍)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7
每股股息 (港元)	0.62	0.63	0.63	0.65	0.75
股息现价比率 (%)	8.1	8.2	8.2	8.5	9.7

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

财务报表摘要

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	23,951.1	24,115.7	25,756.3
毛利	8,686.4	8,611.8	7,966.6	7,944.7	8,886.3
销售费用	(1,810.1)	(1,310.3)	(1,245.5)	(1,254.0)	(1,339.3)
管理费用	(2,394.4)	(2,263.2)	(2,155.6)	(2,291.0)	(2,446.8)
其他收入	856.0	609.3	609.3	609.3	609.3
营业收入	5,337.9	5,647.5	5,174.8	5,008.9	5,709.4
财务开支	(260.7)	(306.4)	(99.4)	(75.7)	(56.5)
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	6,358.4	6,547.4	7,500.1
所得税	(855.8)	(965.6)	(966.5)	(995.2)	(1,140.0)
少数股东应占利润	17.1	13.6	12.1	12.2	13.1
净利润	5,127.2	5,365.1	5,379.7	5,540.0	6,347.0
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	6,997.7	6,994.4	7,857.5
EPS (港元)	1.26	1.29	1.29	1.33	1.53
增长					
总收入 (%)	-15.5%	4.1%	-10.6%	0.7%	6.8%
EBITDA (%)	-51.2%	4.8%	-2.3%	0.0%	12.3%
每股收益 (%)	-55.6%	2.5%	0.3%	3.0%	14.6%

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	3,363.6	4,133.0	5,088.9
应收账款	4,566.3	7,267.5	6,495.3	6,540.0	6,984.9
存货	4,296.7	3,807.9	3,403.3	3,426.7	3,659.8
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	13,808.0	14,645.4	16,279.4
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	52,969.4	55,935.6	59,768.6
应付帐款	5,396.6	4,879.5	4,288.6	4,338.7	4,526.2
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	10,757.6	10,807.7	10,995.2
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	14,356.7	14,406.8	14,594.3
少数股东权益	115.0	115.1	127.2	139.4	152.5
股东权益	31,972.7	35,750.8	38,485.5	41,389.4	45,021.9
每股账面值(港元)	7.90	8.61	9.25	9.95	10.82
营运资金	1,016.0	2,263.5	3,050.3	3,837.7	5,284.1

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%	33.3%	32.9%	34.5%
EBITDA 利率	26.5%	26.7%	29.2%	29.0%	30.5%
净利率	19.9%	20.0%	22.5%	23.0%	24.6%
ROE	15.4%	15.8%	14.4%	13.8%	14.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16.3%	13.3%	14.2%	14.7%	14.7%
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	82.3	77.1	76.7
应付账款天数	103.8	103.1	104.7	97.4	95.9
应收账款天数	35.8	30.5	31.4	28.0	25.8
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	0.45	0.43	0.43
总资产/股本	1.63	1.42	1.38	1.35	1.33
盈利对利息倍数	20.5	18.4	52.1	66.1	101.1

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	6,997.7	6,994.4	7,857.5
融资成本	260.7	306.4	99.4	75.7	56.5
营运资金变化	1674.9	(1203.8)	585.9	(18.0)	(490.5)
所得税	(1289.6)	(558.0)	(966.5)	(995.2)	(1140.0)
其他营运活动	(741.7)	(702.9)	(262.8)	(239.2)	(220.0)
营运现金流	6737.3	5001.2	6453.7	5817.7	6063.5
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	87.8	107.0
投资活动现金流	(6562.8)	122.3	(2435.9)	(2412.2)	(2393.0)
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)	(2636.1)	(2714.6)
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)	(2636.1)	(2714.6)
现金变化	(5228.3)	(1057.9)	1372.8	769.4	955.9
期初持有现金	9,220.4	3,180.2	1,990.8	3,363.6	4,133.0
期末持有现金	3,180.2	1,990.8	3,363.6	4,133.0	5,088.9

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。