

买入

差异化竞争优势显著，23年盈利改善可期

信义玻璃 (0868.HK)

2023-03-20 星期一

投资要点

目标价: **20 港元**
 现价: 13.54 港元
 预计升幅: 48%

➤ 受益浮法玻璃需求复苏，2023年盈利改善可期：

2022年受浮法玻璃价格下跌，叠加能源成本及纯碱价格上涨，期内公司收入257.46亿港元，同比减少15.5%；股东应占盈利51.27亿港元，同比减少55.6%；每股盈利基本126.6港仙。拟派末期股息22港仙，全年共派息62港仙，派息率49.1%。预期2023年浮法玻璃需求有望逐步复苏，将支撑浮法玻璃价格筑底回升，而随着能源成本和纯碱价格下降，浮法玻璃行业有望逐步走出盈利低谷，2023年公司盈利改善可期。

重要数据

日期	2023-3-20
收盘价 (港元)	13.54
总股本 (百万股)	4,116
总市值 (百万港元)	55,730
净资产 (百万港元)	32,088
总资产 (百万港元)	52,232
52周高低 (港元)	19.18/10.08
每股净资产 (港元)	7.78

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 龙头竞争优势稳固，高附加值产品毛利率保持稳定：

2022年公司浮法玻璃毛利率26.7%，差异化产品产量占浮法产品超过37%，汽车玻璃毛利率较2022年提升3个百分点达到50.3%，在行业普遍亏损的周期低谷，公司尽显龙头差异化优势。按2022年底日熔量计，公司在中国及全球的市场份额分别为12.9%和8.7%，稳居行业第一。展望未来，公司印尼新增4,400吨项目，一期2,200吨产线有望于2024年年中点火投产，海外产能扩充将进一步增强公司国际竞争力。

➤ 近期浮法玻璃去库明显，现货价格提涨：

隆众数据显示，截止3月16日，全国浮法玻璃样本企业总库存7,260万重箱，环比减少7.81%；国内浮法玻璃市场周均价1,703元/吨，环比上涨1.39%。目前价格水平下，大部分以天然气为燃料的浮法玻璃仍处在亏损边缘。总体来看，上半年需求偏弱，库存高企，将制约价格上涨空间；期待下半年房地产竣工改善刺激浮法玻璃需求，带来价格修复弹性。

主要股东

Realbest Investment Limited(18.05%)
 High Park Technology Limited (6.64%)
 Telerich Investment Limited (6.26%)
 Copark Investment Limited (6.14%)

相关报告

深度报告-20210705
 更新报告-20210806
 更新报告-20211230
 更新报告-20220304/0804
 更新报告-20230103

➤ 维持买入评级，目标价 20 港元：

我们更新公司盈利预测，给予目标价 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 13 倍和 10.8 倍 PE，目标价较现价有 48% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	30,459	25,746	27,700	30,222	31,815
同比增长(%)	63.6%	-15.5%	7.6%	9.1%	5.3%
净利润	11,556	5,127	6,293	7,671	8,538
同比增长(%)	79.9%	-55.6%	22.7%	21.9%	11.3%
每股盈利 (港元)	2.9	1.3	1.5	1.9	2.0
PE@13.54HKD	4.7	10.7	8.9	7.3	6.7
每股股息 (港元)	1.4	0.6	0.8	0.9	1.0
股息率	10.51%	4.52%	5.55%	6.75%	7.33%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

研究部

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

报告正文

受益浮法玻璃需求复苏，2023 年盈利改善可期：

2022 年受浮法玻璃价格下跌，叠加能源成本及纯碱价格上涨，期内公司收入 257.46 亿港元，同比减少 15.5%；股东应占盈利 51.27 亿港元，同比减少 55.6%；每股盈利基本 126.6 港仙。拟派末期股息 22 港仙，全年共派息 62 港仙，派息率 49.1%。预期 2023 年浮法玻璃需求有望逐步复苏支撑浮法玻璃价格筑底回升，而随着能源成本和纯碱价格下降，浮法玻璃行业将逐步走出盈利低谷，23 年公司盈利改善可期。

龙头竞争优势稳固，高附加值产品毛利率保持稳定：

2022 年公司浮法玻璃毛利率 26.7%，差异化产品产量占浮法产品超过 37%，同时基于公司深加工的高附加值产品，公司汽车玻璃毛利率较 2022 年提升 3 个百分点达到 50.3%，在行业普遍亏损的周期低谷下，公司利润水平尽显龙头规模成本优势。按 2022 年底日熔量计，公司在中国及全球的市场份额分别为 12.9% 和 8.7%，稳居行业第一。展望未来，公司印尼新增 4400 吨项目，一期 2200 吨产线有望于 2024 年年中点火投产，海外产能扩充将进一步增强公司国际竞争力。

近期浮法玻璃去库明显，现货价格提涨：

截止 3 月 16 日，全国浮法玻璃日产量为 15.78 万吨，全国浮法玻璃样本企业总库存 7,260 万重箱，环比减少 7.81%；国内浮法玻璃市场周均价 1,703 元/吨，环比上涨 1.39%。目前价格水平下，大部分以天然气为燃料的浮法玻璃仍处在亏损边缘。总体来看，上半年需求偏弱，库存高企，将制约价格上涨空间；期待下半年随着房地产资金改善，需求改善带来浮法价格修复弹性。

维持买入评级，目标价 20 港元：

我们更新公司盈利预测，给予目标价 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 13 倍和 10.8 倍 PE，目标价较现价有 48% 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

新增产能不及预期

表 1：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	33.50	767	22.7	15.0	14.0	12.6	2.7	2.7	2.4	2.2
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	19.38	365	16.0	15.2	11.1	8.0	2.7	1.3	1.1	0.8
平均					19.4	15.1	12.6	10.3	2.7	2.0	1.7	1.5
000012.SZ	南玻A	HKD	6.67	159	13.4	9.5	8.3	7.1	1.6	1.6	1.4	1.3
601636.SH	旗滨集团	HKD	10.25	275	6.5	18.8	11.5	8.7	2.2	2.1	1.8	1.6
600586.SH	金晶科技	HKD	9.24	132	10.1	26.0	14.9	11.1	2.4	2.3	2.1	1.8
平均					10.0	18.1	11.6	9.0	2.1	2.0	1.8	1.6
0868.HK	信义玻璃	HKD	13.54	557	4.7	10.7	8.9	7.3	1.7	1.7	1.7	1.6

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	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	30,459	25,746	27,700	30,222	31,815	盈利能力					
营业成本	(14,682)	(17,060)	(17,225)	(18,248)	(18,650)	毛利率 (%)	52%	34%	38%	40%	41%
毛利	15,777	8,686	10,476	11,974	13,165	EBITDA 利率 (%)	40%	18%	20%	23%	24%
其他收入	729	856	1,000	1,153	1,193	净利率 (%)	38%	20%	23%	25%	27%
销售费用	(1,562)	(1,810)	(1,662)	(1,632)	(1,718)	营运表现					
行政费用及其他营业费用	(2,446)	(2,388)	(3,324)	(3,445)	(3,627)	SG&A/收入 (%)	8%	9%	12%	11%	11%
经营利润	12,472	5,338	6,490	8,050	9,013	实际税率 (%)	14%	14%	14%	14%	14%
财务收入	66	111	133	160	192	股息支付率 (%)	50%	49%	49%	49%	49%
财务费用	(155)	(372)	(252)	(283)	(318)	库存周转	76	76	76	76	76
应占联营公司损益	1,186	923	969	1,017	1,068	应付账款天数	49	49	49	49	49
税前盈利	13,502	6,000	7,339	8,944	9,955	应收账款天数	48	48	48	48	48
所得税	(1,931)	(856)	(1,027)	(1,252)	(1,394)	ROE (%)	33%	16%	19%	22%	23%
少数股东应占利润	15	17	19	21	23	ROA (%)	20%	10%	11%	13%	14%
归属股东净利润	11,556	5,127	6,293	7,671	8,538	财务状况					
折旧及摊销	1,532	1,789	2,070	2,378	2,716	总资产负债率 (%)	39%	39%	41%	40%	39%
EBITDA	12,125	4,583	5,522	6,849	7,557	净负债/股本	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
						收入/总资产	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
增长						总资产/股本	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6
总收入 (%)	64%	-15%	8%	9%	5%	收入对利息倍数	196.4	69.3	109.7	106.7	100.1
净利润 (%)	80%	-56%	23%	22%	11%						

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	2023E	2024E	2025E		2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
现金	9,220	3,180	4,901	5,777	4,601	EBITDA	12,125	4,583	5,522	6,849	7,557
应收账款	5,669	4,566	4,393	4,800	5,090	融资成本	155	372	252	283	318
存货	4,169	4,297	3,965	4,200	4,293	营运资金变化	(948)	(491)	2,525	823	(1,611)
其他流动资产	374	876	707	775	866	所得税	(1,659)	(856)	(1,027)	(1,252)	(1,394)
流动资产	19,432	12,919	13,966	15,553	14,850	营运现金流	10,947	4,287	7,934	7,323	5,385
固定资产	18,785	17,555	17,643	17,018	17,507	资本开支	(2,398)	(3,596)	(4,675)	(6,078)	(7,901)
其他固定资产	18,282	21,758	24,090	25,669	27,406	其他投资活动	(2,619)	(682)	657	804	960
非流动资产	37,067	39,313	41,732	42,687	44,913	投资活动现金流	(5,017)	(4,278)	(4,018)	(5,274)	(6,942)
总资产	56,499	52,232	55,698	58,240	59,763	负债变化	3,910	(3,154)	1,181	2,834	4,805
流动负债	10,286	11,903	13,727	13,691	12,202	股本变化	(2)	9	0	0	0
应付帐款	4,306	5,397	2,336	2,475	2,529	股息	3,191	5,727	2,521	3,093	3,769
短期银行贷款	4,603	5,794	6,664	7,663	8,813	其他融资活动	(9,218)	(8,796)	(6,062)	(7,262)	(8,357)
其他短期负债	1,377	712	4,727	3,553	860	融资活动现金流	(2,119)	(6,213)	(2,360)	(1,336)	216
非流动负债	11,506	8,241	9,023	9,883	10,827	现金变化	3,812	(6,204)	1,556	713	(1,340)
长期银行贷款	10,890	7,721	8,493	9,343	10,277	期初持有现金	5,245	9,220	3,180	4,901	5,777
其他负债	616	520	530	540	550	汇率变动	164	164	164	164	164
总负债	21,792	20,144	22,750	23,573	23,030	期末持有现金	9,220	3,180	4,901	5,777	4,601
少数股东权益	108	115	121	127	133						
股东权益	34,599	31,973	32,828	34,540	36,600						
每股账面值(港元)	8.62	7.80	8.00	8.40	8.69						
营运资金	9,146	1,016	239	1,862	2,648						

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。