

## 买入

## 浮法玻璃中长期需求乐观，股票期权提振信心

**信义玻璃 (0868.HK)**

2022-03-04 星期五

### 投资要点

**目标价：28.8 港元**
**现价：19.38 港元**
**预计升幅：49%**

### 重要数据

日期	2022-03-03
收盘价 (港元)	19.38
总股本 (百万股)	4,027
总市值 (百万港元)	77,888
净资产 (百万港元)	34,707
总资产 (百万港元)	56,499
52 周高低 (港元)	33.70/17.10
每股净资产 (港元)	8.61

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

### 主要股东

Realbest Investment Limited(17.95%)  
 High Park Technology Limited (6.6%)  
 Telerich Investment Limited (6.23%)  
 Copark Investment Limited (6.11%)

### 相关报告

深度报告-20210705  
 更新报告-20210806  
 更新报告-20211230

### 研究部

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

#### ➤ 2021 年盈利 115.56 亿港元，同比增长 79.9%：

2021 年公司实现收入 304.59 亿港元，同比增长 63.6%；归属股东盈利 115.56 亿港元，同比增长 79.9%；每股基本盈利为 287.0 港仙，全年共派息 142 港仙，派息率为 49.5%。公司收益增长主要得益于中国及全球市场浮法玻璃、建筑玻璃及汽车玻璃产品销量增长及售价上升。期内公司实现毛利 157.77 亿港元，同比增长 103%，毛利率大幅上升 10.1 个百分点至 51.8%，截至 2021 年 12 月 31 日，公司手头现金约 102.95 亿港元。公司整体业绩表现亮丽，经营稳健且保持稳定高派息率。

#### ➤ 中长期来看，浮法玻璃需求乐观，价格仍有支撑：

首先从浮法玻璃的终端应用房地产市场来看，2021 年售房面积较 2020 年同比增长约 5.5%。我们认为这部分竣工需求是客观存在的，竣工的时间节点主要取决于房地产企业资金链的改善。其次从供应端来看，在工信部产能置换政策下，预期 2022 年实际产量与 2021 年大致相当，而行业里超过 8 年的老窑炉未来将面临冷修、置换或者淘汰，中长期来看，浮法玻璃需求整体乐观，价格仍有支撑。

#### ➤ 股票期权提振信心，安全边际高：

于 2022 年 3 月 1 日，公司已根据购股权计划向承授人授出合共 3500 万份购股权，购股权的行使价为 21.80 港元，为授出日期的收市价，锁定期 3 年，显示管理层在当前时点对公司未来发展的信心。公司 2022 年动态 PE 约 6 倍，股息率约 7.2%，安全边际高。

#### ➤ 维持买入评级，目标价 28.8 港元：

我们更新公司目标价至 28.8 港元，相当于 2022 年和 2023 年 9 倍和 8.5 倍 PE，目标价较现价有 49% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业额	16,258	18,616	30,459	32,320	34,573
同比增长(%)	1.5%	14.5%	63.6%	6.1%	7.0%
净利润	4,478	6,422	11,556	12,780	13,655
同比增长(%)	5.7%	43.4%	79.9%	10.6%	6.8%
每股盈利 (港元)	1.1	1.6	2.9	3.2	3.4
PE@19.38HKD	17.3	12.2	6.8	6.1	5.7
每股股息 (港元)	0.6	0.8	1.4	1.6	1.7
股息率	2.84%	4.09%	7.34%	8.12%	8.67%

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

## 报告正文

### 2021 年盈利 115.56 亿港元，同比增长 79.9%：

2021 年公司实现收入 304.59 亿港元，同比增长 63.6%；归属股东盈利 115.56 亿港元，同比增长 79.9%；每股基本盈利为 287.0 港仙，全年共派息 142 港仙，派息率为 49.5%。公司收益增长主要得益于中国及全球市场浮法玻璃、建筑玻璃及汽车玻璃产品销量增长及售价上升。截至 2021 年 12 月 31 日，公司手头现金约 102.95 亿港元。公司整体业绩表现亮丽，经营稳健且保持稳定高派息率。

表 1：2021 年公司分部收入及增长情况

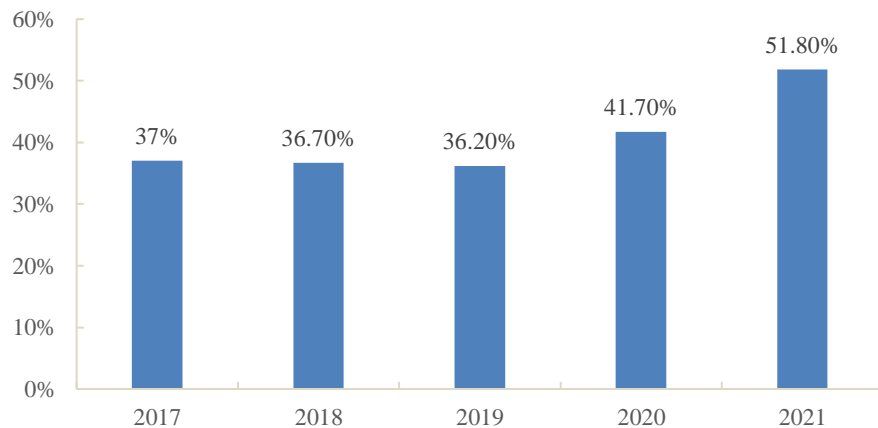
分部	营业额			占比	
	2021	2020	增长	2021	2020
浮法玻璃	21,907.5	11794.7	86%	71.90%	63.40%
汽车玻璃	5,457	4609	18%	17.90%	24.80%
建筑工程玻璃	3,094.6	2212.2	40%	10.20%	11.90%

数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 2021 年浮法玻璃毛利率高达 53.8%，同比上升 14.6 个百分点：

2021 年公司实现毛利 157.77 亿港元，同比增长 103%，毛利率大幅上升 10.1 个百分点至 51.8%，毛利上升主要由于：2021 年上半年浮法玻璃平均售价及销量大幅提高以及汽车玻璃及建筑工程玻璃销量显著上升。其中浮法玻璃毛利率达到 53.8%，较 2020 年 39.2% 同比上升 14.6 个百分点。

图 1：公司历年综合毛利率



数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 中长期来看，浮法玻璃需求乐观，价格仍有支撑：

首先从浮法玻璃的终端应用房地产市场来看，2021年售房面积较2020年同比增长约5.5%。我们认为这部分竣工需求是客观存在的，竣工的时间节点主要取决于房地产企业资金链的改善。其次从供应端来看，在工信部产能置换政策下，预期2022年实际产量与2021年大致相当，而行业里超过8年的老窑炉未来将面临冷修、置换或者淘汰，中长期来看，浮法玻璃需求整体乐观，价格仍有支撑。

### 股票期权提振信心，安全边际高：

于2022年3月1日，公司已根据购股权计划向承授人授出合共3500万份购股权，购股权的行使价为21.80港元，为授出日期的收市价，锁定期3年，显示管理层在当前时点对公司未来发展的信心。公司2022年动态PE约6倍，股息率约7.2%，安全边际高。

### 维持买入评级，目标价28.8港元：

我们更新公司目标价至28.8港元，相当于2022年和2023年9倍和8.5倍PE，目标价较现价有49%上升空间，维持买入评级。

### 风险提示：

原料价格、能源成本大幅上涨、浮法玻璃需求低于预期、新增产能不及预期

表 2：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿元人民币)	PE				PB			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	34.60	728	29.2	18.0	11.5	8.9	2.9	2.7	2.3	0.8
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	33.05	572	36.7	24.8	16.3	0.0	5.2	0.0	0.0	0.0
<b>平均</b>					<b>32.9</b>	<b>21.4</b>	<b>13.9</b>	<b>4.5</b>	<b>4.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.1</b>	<b>0.4</b>
000012.SZ	南玻A	HKD	8.44	193	33.3	13.3	9.8	7.8	2.3	2.2	1.9	1.6
601636.SH	旗滨集团	HKD	15.31	411	22.5	9.2	8.6	7.4	3.3	3.2	2.6	2.2
600586.SH	金晶科技	HKD	8.53	122	36.8	7.0	5.5	4.7	2.2	2.2	1.7	1.3
<b>平均</b>					<b>30.9</b>	<b>9.8</b>	<b>7.9</b>	<b>6.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>
0868.HK	信义玻璃	HKD	19.38	779	12.1	6.8	6.1	5.7	2.3	2.2	1.9	1.8

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>收入</b>	16,258	18,616	30,459	32,320	34,573
营业成本	(10,375)	(10,844)	(14,682)	(15,224)	(16,277)
<b>毛利</b>	5,883	7,771	15,777	17,096	18,297
其他收入	1,307	1,353	729	2,349	2,513
销售费用	(940)	(959)	(1,562)	(1,831)	(1,958)
行政费用及其他营业费用	(1,692)	(1,805)	(2,446)	(4,073)	(4,357)
<b>经营利润</b>	4,558	6,361	12,472	13,541	14,494
财务收入	92	38	66	80	96
财务费用	(274)	(193)	(155)	(280)	(312)
应占联营公司损益	640	1,124	1,186	1,245	1,307
<b>税前盈利</b>	5,016	7,330	13,502	14,586	15,585
所得税	(533)	(899)	(1,931)	(1,789)	(1,911)
少数股东应占利润	5	9	15	16	18
<b>归属股东净利润</b>	4,478	6,422	11,556	12,780	13,655
折旧及摊销	1,074	1,170	1,532	1,789	2,070
<b>EBITDA</b>	4,216	6,354	12,125	13,077	13,826
<b>增长</b>					
总收入 (%)	2%	14%	64%	6%	7%
净利润 (%)	5%	43%	80%	11%	7%

**财务分析**

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	36%	42%	52%	53%	53%
EBITDA 利率 (%)	26%	34%	40%	40%	40%
净利率 (%)	28%	34%	38%	40%	39%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	10%	10%	8%	13%	13%
实际税率 (%)	11%	12%	14%	12%	12%
股息支付率 (%)	49%	50%	50%	50%	50%
库存周转	67	76	76	76	76
应付账款天数	48	49	49	49	49
应收账款天数	37	48	48	48	48
ROE (%)	21%	23%	33%	32%	32%
ROA (%)	12%	14%	20%	20%	20%
<b>财务状况</b>					
总资产负债率 (%)	42%	38%	39%	37%	38%
净负债/股本	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1
收入/总资产	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
总资产/股本	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6
收入对利息倍数	59.4	96.6	196.4	115.4	110.8

**资产负债表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E
现金	5,098	5,245	9,220	10,926	12,918
应收账款	3,086	4,916	5,669	4,294	4,593
存货	2,045	2,496	4,169	3,504	3,747
其他流动资产	77	284	374	594	621
<b>流动资产</b>	10,305	12,941	19,432	19,318	21,878
固定资产	14,203	17,142	18,785	23,591	24,428
其他固定资产	11,746	14,988	18,282	20,452	22,991
<b>非流动资产</b>	25,949	32,130	37,067	44,043	47,420
<b>总资产</b>	36,254	45,071	56,499	63,361	69,298
<b>流动负债</b>	8,422	8,694	10,286	10,628	12,340
应付帐款	1,544	1,471	4,306	2,064	2,207
短期银行贷款	4,459	3,779	4,603	4,833	5,558
其他短期负债	2419	3445	1377	3730	4575
<b>非流动负债</b>	6,905	8,403	11,506	12,606	13,815
长期银行贷款	6,350	7,795	10,890	11,979	13,177
其他负债	555	609	616	627	638
<b>总负债</b>	15,327	17,098	21,792	23,234	26,155
少数股东权益	81	92	108	113	119
<b>股东权益</b>	20,846	27,882	34,599	40,014	43,024
每股账面值(港元)	5.22	6.95	8.62	9.97	10.71
营运资金	1,884	4,246	9,146	8,690	9,538

**现金流量表**

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>EBITDA</b>	4,216	6,354	12,125	13,077	13,826
融资成本	274	193	155	280	312
营运资金变化	(267)	(1,064)	(1,935)	301	1,110
所得税	(567)	(590)	(1,931)	(1,789)	(1,911)
<b>营运现金流</b>	3,779	4,504	8,302	9,368	10,237
资本开支	(2,875)	(3,199)	(3,519)	(3,871)	(4,258)
其他投资活动	816	(439)	(409)	(371)	(331)
<b>投资活动现金流</b>	(2,058)	(3,638)	(3,928)	(4,242)	(4,589)
负债变化	840	765	841	925	1,018
股本变化	3	2	(2)	0	0
股息	2,082	2,208	3,191	5,727	6,334
其他融资活动	(4,061)	(3,999)	(4,733)	(10,378)	(11,312)
<b>融资活动现金流</b>	(1,136)	(1,025)	(703)	(3,726)	(3,960)
<b>现金变化</b>	585	(158)	3,671	1,401	1,688
期初持有现金	4,599	5,098	5,245	9,220	10,926
汇率变动	(85)	305	305	305	305
期末持有现金	5,098	5,245	9,220	10,926	12,918

## 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>