

买入

浮法玻璃周期拐点显现，重点关注需求改善

信义玻璃 (0868.HK)

2023-01-03 星期二

投资要点

目标价：**20 港元**
 现价：14.54 港元
 预计升幅：38%

➤ 公司发布盈警，预期 22 年盈利同比减少 55%-65%：

公司发布盈警，预计截止 2022 年 12 月 31 日止年度，公司权益持有人应占综合纯利的金额同比减少 55.0%至 65.0%，至 52.0 亿港元与 40.4 亿港元的范围（2022 年纯利约为 115.6 亿港元）。盈利倒退原因，一是建筑浮法玻璃产品需求减少带来价格下降；二是原材料及能源成本不断上升。公司盈警预示行业盈利低谷筑底完成，23 年触底反弹可期。

重要数据

日期	2023-01-03
收盘价 (港元)	14.54
总股本 (百万股)	4,107
总市值 (百万港元)	59,716
净资产 (百万港元)	32,810
总资产 (百万港元)	58,750
52 周高低 (港元)	21.70/10.08
每股净资产 (港元)	8.13

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 房地产“保交付”政策持续加持，浮法玻璃需求有望逐步修复：

近期，房地产宽融资政策落地、政策性银行专项借款出台、交房刚性约束和民生维护保交付政策持续推进。预期前期积压的施竣工需求将逐步释放，进而拉动浮法玻璃需求改善。但目前主要大中城市销售面积数据仍然偏弱，房企资金改善仍需较长时间，从销售端到竣工端，再传导至浮法玻璃需求端，需要一定时间周期。

➤ 期待浮法玻璃节后需求逐步复苏：

行业数据显示，近期国内浮法玻璃市场周均价 1,572 元/吨，环比微涨。截止到 12 月 22 日，全国浮法玻璃样本企业总库存 6,724.5 万重箱，环比减少 2.54%，库存持续改善。从供应端来看，22 年 7 月以来冷修提速，浮法玻璃在产产能较 6 月底下降 7.9%，而 10 年以上窑炉年限占比 16%，产能达 2.5 万吨以上，预期 2023-2024 年仍有大量窑炉到期需要检修的产线。因此，目前行业库存仍处于高位，淡季持续筑底，预期 23 年春节后浮法玻璃供需将逐步改善。

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

➤ 维持买入评级，目标价 20 港元：

我们更新公司盈利预测，更新目标价 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	18,616	30,459	27,598	30,657	33,451
同比增长(%)	14.5%	63.6%	-9.4%	11.1%	9.1%
净利润	6,422	11,556	4,518	7,997	9,209
同比增长(%)	43.4%	79.9%	-60.9%	77.0%	15.2%
每股盈利 (港元)	1.6	2.9	1.1	2.0	2.2
PE@14.54HKD	9.1	5.1	13.0	7.3	6.5
每股股息 (港元)	0.8	1.4	0.6	1.0	1.1
股息率	5.45%	9.78%	3.80%	6.71%	7.54%

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

報告正文

公司发布盈警，预期 22 年盈利同比减少 55%-65%：

公司发布盈警，预计截止 2022 年 12 月 31 日止年度，公司权益持有人应占综合纯利的金额同比减少 55.0%至 65.0%，至 52.0 亿港元与 40.4 亿港元的范围（2022 年纯利约为 115.6 亿港元）。

盈利倒退原因，一是建筑浮法玻璃产品需求减少带来价格下降；二是原材料及能源成本不断上升。公司盈警预示行业盈利低谷筑底完成，23 年触底反弹可期。

房地产“保交付”政策持续加持，浮法玻璃需求有望逐步修复：

近期，房地产宽融资政策落地、政策性银行专项借款出台、交房刚性约束和民生维护保交付政策持续推进。预期前期积压的施竣工需求将逐步释放，进而拉动浮法玻璃需求改善。但目前主要大中城市销售面积数据仍然偏弱，房企资金改善仍需较长时间，从销售端到竣工端，再传导至浮法玻璃需求端，需要一定时间周期。

期待浮法玻璃节后需求逐步复苏：

行业数据显示，近期国内浮法玻璃市场周均价 1,572 元/吨，环比微涨。截止到 12 月 22 日，全国浮法玻璃样本企业总库存 6,724.5 万重箱，环比减少 2.54%，库存持续改善。从供应端来看，22 年 7 月以来冷修提速，浮法玻璃在产产能较 6 月底下降 7.9%，而 10 年以上窑炉年限占比 16%，产能达 2.5 万吨以上，预期 2023-2024 年仍有大量窑炉到期需要检修的产线。因此，目前行业库存仍处于高位，淡季持续筑底，预期 23 年春节后浮法玻璃供需将逐步改善。

维持买入评级，目标价 20 港元：

我们更新公司盈利预测，更新目标价 20 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 9 倍 PE，目标价较现价有 38% 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	32.75	761	22.2	17.8	14.1	11.7	2.7	2.7	2.5	2.3
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	18.88	361	15.6	15.5	10.8	8.0	2.7	1.3	1.0	0.8
平均					18.9	16.7	12.5	9.8	2.7	2.0	1.8	1.6
000012.SZ	南玻A	HKD	6.71	161	13.5	9.7	8.1	7.0	1.7	1.6	1.4	1.2
601636.SH	旗滨集团	HKD	11.39	306	7.2	16.6	11.7	8.9	2.5	2.2	2.0	1.7
600586.SH	金晶科技	HKD	8.71	124	9.5	18.3	12.5	9.3	2.3	2.1	1.9	1.7
平均					10.1	14.9	10.8	8.4	2.1	2.0	1.8	1.5
0868.HK	信义玻璃	HKD	14.54	597	5.1	13.0	7.3	6.5	1.8	1.5	1.3	1.3

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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	18,616	30,459	27,598	30,657	33,451
营业成本	(10,844)	(14,682)	(19,620)	(18,939)	(20,061)
毛利	7,771	15,777	7,977	11,718	13,390
其他收入	1,353	729	1,868	2,228	2,431
销售费用 行政费用及其他营业 费用	(959)	(1,562)	(1,932)	(1,839)	(2,007)
	(1,805)	(2,446)	(3,477)	(3,679)	(4,014)
经营利润	6,361	12,472	4,436	8,428	9,800
财务收入	38	66	80	96	115
财务费用	(193)	(155)	(280)	(312)	(348)
应占联营公司损益	1,124	1,186	1,055	1,108	1,163
税前盈利	7,330	13,502	5,291	9,319	10,731
所得税	(899)	(1,931)	(757)	(1,305)	(1,502)
少数股东应占利润	9	15	16	18	20
归属股东净利润	6,422	11,556	4,518	7,997	9,209
折旧及摊销	1,170	1,532	1,789	2,070	2,378
EBITDA	6,354	12,125	3,783	7,561	8,700
增长					
总收入 (%)	14%	64%	-9%	11%	9%
净利润 (%)	43%	80%	-61%	77%	15%

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	42%	52%	29%	38%	40%
EBITDA 利率 (%)	34%	40%	14%	25%	26%
净利率 (%)	34%	38%	16%	26%	28%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	10%	8%	13%	12%	12%
实际税率 (%)	12%	14%	14%	14%	14%
股息支付率 (%)	50%	50%	49%	49%	49%
库存周转	76	76	76	76	76
应付账款天数	49	49	49	49	49
应收账款天数	48	48	48	48	48
ROE (%)	23%	33%	11%	18%	20%
ROA (%)	14%	20%	7%	11%	12%
财务状况					
总资产负债率 (%)	38%	39%	37%	38%	38%
净负债/股本	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
收入/总资产	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
总资产/股本	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
收入对利息倍数	96.6	196.4	98.6	98.2	96.2

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	5,245	9,220	8,085	10,131	10,489
应收账款	4,916	5,669	4,766	4,786	5,229
存货	2,496	4,169	4,516	4,360	4,618
其他流动资产	284	374	594	621	658
流动资产	12,941	19,432	17,962	19,898	20,993
固定资产	17,142	18,785	25,432	27,142	29,394
其他固定资产	14,988	18,282	20,452	22,991	25,303
非流动资产	32,130	37,067	45,884	50,134	54,697
总资产	45,071	56,499	63,845	70,031	75,690
流动负债	8,694	10,286	11,224	12,701	13,851
应付帐款	1,471	4,306	2,661	2,568	2,720
短期银行贷款	3,779	4,603	4,833	5,558	6,391
其他短期负债	3,445	1,377	3,730	4,575	4,739
非流动负债	8,403	11,506	12,606	13,815	15,144
长期银行贷款	7,795	10,890	11,979	13,177	14,495
其他负债	609	616	627	638	649
总负债	17,098	21,792	23,830	26,516	28,995
少数股东权益	92	108	113	119	125
股东权益	27,882	34,599	39,902	43,396	46,570
每股账面值(港元)	6.95	8.62	9.94	10.81	11.32
营运资金	4,246	9,146	6,738	7,196	7,142

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	6,354	12,125	3,783	7,561	8,700
融资成本	193	155	280	312	348
营运资金变化	(1,064)	(948)	(711)	1,632	326
所得税	(590)	(1,659)	(757)	(1,305)	(1,502)
营运现金流	4,504	10,947	3,366	8,805	8,427
资本开支	(3,199)	(2,398)	(2,637)	(3,429)	(4,457)
其他投资活动	(439)	(2,619)	(682)	(543)	(396)
投资活动现金流	(3,638)	(5,017)	(3,319)	(3,972)	(4,853)
负债变化	765	3,910	1,181	1,299	1,429
股本变化	2	(2)	0	0	0
股息	2,208	3,191	5,727	2,222	3,927
其他融资活动	(3,999)	(9,218)	(8,255)	(6,472)	(8,737)
融资活动现金流	(1,025)	(2,119)	(1,346)	(2,951)	(3,381)
现金变化	(158)	3,812	(1,299)	1,882	193
期初持有现金	5,098	5,245	9,220	8,085	10,131
汇率变动	305	164	164	164	164
期末持有现金	5,245	9,220	8,085	10,131	10,489

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。