

## 买入

## 旺季需求逐步恢复，下半年盈利改善可期

**信义玻璃 (0868.HK)**

2023-08-02 星期三

### 投资要点

目标价: **17.2 港元**  
 现价: 12.26 港元  
 预计升幅: 40%

#### ➤ 2023 年盈利同比下降 35%，派息率 49.9%：

2023 年上半年，公司收入为 126.212 亿港元，同比减少 7.5%；公司股东应占盈利为 21.479 亿港元，同比将减少 35.0%；基本每股盈利为 52.1 港仙，拟派每股中期股息 26.0 港仙，派息率 49.9%。公司收入和利润下降主要由于国内房地产行业政策及资金链短缺影响，浮法玻璃需求下降带来浮法玻璃平均售价下跌，以及人民币贬值等多种因素所致。

### 重要数据

日期	2023-08-02
收盘价 (港元)	12.26
总股本 (百万股)	4,126
总市值 (百万港元)	50,585
净资产 (百万港元)	31,729
总资产 (百万港元)	51,600
52 周高低 (港元)	17.56/9.9
每股净资产 (港元)	7.66

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

#### ➤ 旺季需求逐步恢复，下半年盈利改善可期：

2023 年上半年公司毛利率 29%，同比下降 9.4 个百分点，主要因为上半年天然气和纯碱成本持续上升，叠加浮法玻璃供求不平衡带来平均售价下降。7 月份，浮法玻璃供需关系好转，行业去库存明显。而近期房地产政策释放积极信号，市场信心开始好转，预期 Q3 旺季需求将逐步恢复，浮法玻璃价格将得到支撑。因此，随着下半年天然气和纯碱价格下降，浮法玻璃毛利率将环比改善。

#### ➤ 海内外产能布局，巩固行业龙头地位：

在国内浮法玻璃新增产能严格限制背景下，2022 在印尼泗水分期投资 2 条浮法玻璃生产线，并积极寻求其他海外投资设厂计划。公司长远战略规划在印尼联合其他光伏产业公司建设新能源产业园区，并有意向上游硅砂/工业硅产业延伸。此外公司于 2023 年 6 月成功收购的重庆两条共 1,400 日熔量的生产线，通过增加高端多元差异化产品，有利于增强公司在川渝区域的竞争力，进一步巩固行业领先地位。

### 主要股东

RealbestInvestment Limited (18.12%)  
 HighParkTechnologyLimited (6.66%)  
 Copark Investment Limited (6.17%)  
 施丹紅(5.23%)

### 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

#### ➤ 维持买入评级，目标价 17.2 港元：

我们维持公司目标价 17.2 港元，相当于 2023 年和 2024 年 12 倍和 9.2 倍 PE，目标价较现价有 40% 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	27,135	30,222	31,815
同比增长(%)	63.6%	-15.5%	5.4%	11.4%	5.3%
净利润	11,556	5,127	5,894	7,671	8,538
同比增长(%)	79.9%	-55.6%	15.0%	30.1%	11.3%
每股盈利 (港元)	2.9	1.3	1.4	1.9	2.0
PE@12.26HKD	4.3	9.7	8.6	6.6	6.1
每股股息 (港元)	1.4	0.6	0.7	0.9	1.0
股息率	11.60%	5.00%	5.74%	7.45%	8.10%

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

### 2023 年盈利同比下降 35%，派息率 49.9%：

2023 年上半年，公司收入为 126.212 亿港元，同比减少 7.5%；公司股东应占盈利为 21.479 亿港元，同比将减少 35.0%；基本每股盈利为 52.1 港仙，拟派每股中期股息 26.0 港仙，派息率 49.9%。公司收入和利润下降主要由于国内房地产行业政策及资金链短缺影响，浮法玻璃需求下降带来浮法玻璃平均售价下跌，以及人民币贬值等多种因素所致。

### 旺季需求逐步恢复，下半年盈利改善可期：

2023 年上半年公司毛利率 29%，同比下降 9.4 个百分点，主要因为上半年天然气和纯碱成本持续上升，叠加浮法玻璃供求不平衡带来平均售价下降。7 月份，浮法玻璃供需关系好转，行业去库存明显。而近期房地产政策释放积极信号，市场信心开始好转，预期 Q3 旺季需求将逐步恢复，浮法玻璃价格将得到支撑。因此，随着下半年天然气和纯碱价格下降，浮法玻璃毛利率将环比改善。

### 海内外产能布局，巩固行业龙头地位：

在国内浮法玻璃新增产能严格限制背景下，2022 在印尼泗水分期投资 2 条浮法玻璃生产线，并积极寻求其他海外投资设厂计划。公司长远战略规划在印尼联合其他光伏产业公司建设新能源产业园区，并有意向上游硅砂/工业硅产业延伸。此外公司于 2023 年 6 月成功收购的重庆两条共 1,400 日熔量的生产线，通过增加高端多元差异化产品，有利于增强公司在川渝区域的竞争力，进一步巩固行业领先地位。

### 维持买入评级，目标价 17.2 港元：

我们维持公司目标价 17.2 港元，相当于 2023 年和 2024 年 12 倍和 9.2 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

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			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
3606.HK	福耀玻璃	CNY	34.35	821	16.8	-	-	-	2.6	-	-	-
6865.HK	福莱特玻璃	CNY	22.40	440	20.2	14.3	10.7	8.8	2.9	2.7	2.2	1.8
<b>平均</b>					<b>18.5</b>	<b>14.3</b>	<b>10.7</b>	<b>8.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.2</b>	<b>1.8</b>
000012.SZ	南玻A	HKD	6.18	148	9.3	7.8	6.6	5.4	1.4	1.3	1.1	1.0
601636.SH	旗滨集团	HKD	9.14	245	18.6	11.3	8.1	6.5	1.9	1.7	1.5	1.3
600586.SH	金晶科技	HKD	7.93	113	31.8	15.1	10.5	8.5	2.1	1.9	1.7	1.4
<b>平均</b>					<b>19.9</b>	<b>11.4</b>	<b>8.4</b>	<b>6.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>
0868.HK	信义玻璃	HKD	12.26	506	9.7	8.6	6.6	6.1	1.6	1.4	1.4	1.4

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**

<b>损益表</b>						<b>财务分析</b>					
百万港元, 财务年度截至12月31日											
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	30,459	25,746	27,135	30,222	31,815	<b>盈利能力</b>					
营业成本	(14,682)	(17,060)	(17,225)	(18,248)	(18,650)	毛利率 (%)	52%	34%	37%	40%	41%
<b>毛利</b>	15,777	8,686	9,910	11,974	13,165	EBITDA 利率 (%)	40%	18%	19%	23%	24%
其他收入	729	856	1,000	1,153	1,193	净利率 (%)	38%	20%	22%	25%	27%
销售费用	(1,562)	(1,810)	(1,628)	(1,632)	(1,718)	<b>营运表现</b>					
行政费用及其他营业费用	(2,446)	(2,388)	(3,256)	(3,445)	(3,627)	SG&A/收入 (%)	8%	9%	12%	11%	11%
<b>经营利润</b>	12,472	5,338	6,026	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
<b>税前盈利</b>	13,502	6,000	6,876	8,944	9,955	应收账款天数	48	48	48	48	48
所得税	(1,931)	(856)	(963)	(1,252)	(1,394)	ROE (%)	33%	16%	18%	22%	23%
少数股东应占利润	15	17	19	21	23	ROA (%)	20%	10%	11%	13%	14%
<b>归属股东净利润</b>	11,556	5,127	5,894	7,671	8,538	<b>财务状况</b>					
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%
<b>EBITDA</b>	12,125	4,583	5,058	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
<b>增长</b>						总资产/股本	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6
总收入 (%)	64%	-15%	5%	11%	5%	收入对利息倍数	196.4	69.3	107.5	106.7	100.1
净利润 (%)	80%	-56%	15%	30%	11%						

<b>资产负债表</b>						<b>现金流量表</b>					
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	4,668	5,312	3,903	<b>EBITDA</b>	12,125	4,583	5,058	6,849	7,557
应收账款	5,669	4,566	4,626	5,265	5,788	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	590	(1,843)
其他流动资产	374	876	707	775	866	所得税	(1,659)	(856)	(963)	(1,252)	(1,394)
<b>流动资产</b>	19,432	12,919	13,966	15,553	14,850	<b>营运现金流</b>	10,947	4,287	7,536	7,090	5,152
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
<b>非流动资产</b>	37,067	39,313	41,732	42,687	44,913	<b>投资活动现金流</b>	(5,017)	(4,278)	(4,018)	(5,274)	(6,942)
<b>总资产</b>	56,499	52,232	55,698	58,240	59,763	负债变化	3,910	(3,154)	1,181	2,834	4,805
<b>流动负债</b>	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	2,897	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)	(5,896)	(7,067)	(8,357)
其他短期负债	1,377	712	4,727	3,553	860	<b>融资活动现金流</b>	(2,119)	(6,213)	(2,194)	(1,336)	216
<b>非流动负债</b>	11,506	8,241	9,023	9,883	10,827	<b>现金变化</b>	3,812	(6,204)	1,324	480	(1,573)
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	4,668	5,312
其他负债	616	520	530	540	550	汇率变动	164	164	164	164	164
<b>总负债</b>	21,792	20,144	22,750	23,573	23,030	期末持有现金	9,220	3,180	4,668	5,312	3,903
少数股东权益	108	115	121	127	133						
<b>股东权益</b>	34,599	31,973	32,828	34,540	36,600						
每股账面价值(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。