

买入

2021年8月4日

利润大幅增长创新高，供不应求格局难以改变，高景气度有望持续

- 浮法玻璃价格大幅上涨，利润创历史新高：**公司 2021 年上半年实现总收入 135.76 亿港元，同比增加 90.3%。期内毛利率为 53%，较同期上升 18.8%。权益持有人应占纯利为 53.77 亿港元，同比上升 289%。净利润率为 39.6%，同比上升 20.2%，主要原因是 1) 浮法玻璃价格大幅上涨创下历史新高以及公司新增产能带动销量和毛利的提升；2) 汽车玻璃和建筑工程玻璃销量得到显著增长。每股盈利 1.33 港元，中期股息每股 0.66 港元。
- 供不应求格局难以改变，下半年价格有望延续增长势头：**上半年公司浮法玻璃、汽车玻璃以及建筑工程玻璃板块均有大幅度的增长，其中以浮法玻璃为甚。浮法玻璃上半年收入为 96.29 亿港元，同比增长 138.6%，由于浮法玻璃价格的大幅上升，上半年浮法玻璃收入占比从同期的 56.6% 上升到 70.9%，毛利率从 24.9% 上升到 55.3%。鉴于短期内供不应求格局难以改变以及玻璃库存处于历史低位，我们预计下半年浮法玻璃价格有望延续增长势头，高位运行。汽车玻璃上半年收入为 25.85 亿港元，同比增长 19.6%，超过 80% 的汽车玻璃销往海外超过 130 个国家。建筑工程玻璃上半年收入为 13.63 亿港元，同比增长 45.4%，主要得益于建筑工程行业对玻璃需求的强势增长。综合来看，玻璃价格的飞涨以及需求报复性反弹带动了收入和盈利的强势增长，随着三季度下游迎来需求旺季，我们预计盈利水平有望维持。
- 高景气度有望持续，目标价至 42.60 港元，维持买入评级：**近日工信部修订了《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，对平板玻璃新增产能提出了更高的要求，浮法玻璃作为双高产业，为响应国家未来碳达峰碳中和的要求，我们预计浮法玻璃供给将日趋紧俏，供求关系趋于明确，建筑中空玻璃渗透率的提升以及地产开工端向竣工端转移为需求带来增量，高景气度有望延续。通过自建产线和产能指标的并购，我们预计公司未来几年产能将维持年复合增长率约 10% 的增长，助力业绩不断提升。鉴于行业高景气度持续性和公司未来业绩成长性，我们给予估值中枢 14 倍 PE，维持目标价 42.6 港元，维持买入评级。

邹炜

852-25321597

wilson.zou@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

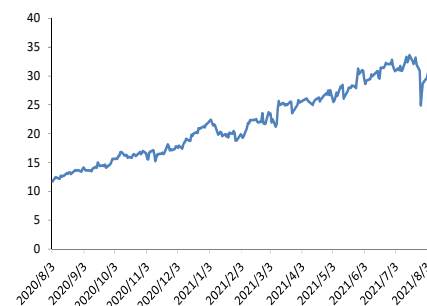
主要资料

行业	建筑材料
股价	30.50 港元
目标价	42.60 港元 (+39.7%)
股票代码	868
已发行股本	40.54 亿股
总市值	1236.46 亿港元
52 周高/低	34.20 港元/11.40 港元
每股净资产	6.88 港元
主要股东	李贤义 ··· 21.13% 董清世 ··· 10.42%

表 1: 盈利摘要

截止12月31日	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
营业额 (港元百万)	16,258	18,616	29,862	32,991	36,116
变动 (%)	1.5	14.5	60.4	10.5	9.5
净利润 (港元百万)	4,478	6,422	12,178	13,429	14,816
每股盈余 (港元)	1.11	1.59	3.01	3.32	3.67
变动 (%)	5.4	42.6	89.6	10.3	10.3
市盈率@30.5港元 (倍)	27.4	19.2	10.1	9.2	8.3
市净率@30.5港元 (倍)	5.9	4.4	3.3	2.7	2.3
每股股息 (港元)	0.55	0.79	1.51	1.66	1.83
股息现价比率 (%)	1.8	2.6	5.0	5.5	6.0

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

损益表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
收入	16,258.5	18,615.9	29,862.3	32,991.1	36,115.9
毛利	5,883.3	7,771.4	14,827.0	16,359.7	17,889.5
销售费用	(939.7)	(958.7)	(1,493.1)	(1,616.6)	(1,769.7)
管理费用	(1,692.3)	(1,804.7)	(2,986.2)	(3,299.1)	(3,611.6)
其他收入	1,306.9	1,353.0	1,353.0	1,353.0	1,353.0
营业收入	4,558.1	6,361.0	11,700.6	12,797.0	13,861.2
财务开支	(181.9)	(155.0)	(94.0)	(40.8)	(49.5)
营业外收支	639.6	1,124.3	2,248.7	2,698.4	3,238.1
税前盈利	5,015.8	7,330.3	13,855.3	15,454.6	17,049.7
所得税	(533.1)	(899.1)	(1,662.6)	(2,009.1)	(2,216.5)
少数股东应占利润	4.9	9.0	14.5	16.0	17.5
净利润	4,477.8	6,422.2	12,178.1	13,429.5	14,815.7
折旧及摊销	1,074.2	1,169.6	1,245.7	1,306.2	1,369.8
EBITDA	5,632.4	7,530.6	12,946.4	14,103.2	15,231.0
EPS (港元)	1.11	1.59	3.01	3.32	3.67
增长					
总收入 (%)	1.5%	14.5%	60.4%	10.5%	9.5%
EBITDA (%)	1.5%	33.7%	71.9%	8.9%	8.0%
每股收益 (%)	5.4%	42.6%	89.6%	10.3%	10.3%

资产负债表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
现金	5,097.9	5,244.6	8,980.7	12,659.4	16,524.7
应收账款	3,085.9	4,916.2	7,491.9	7,863.0	8,177.3
存货	2,044.6	2,496.3	4,004.3	4,423.9	4,842.9
其他流动资产	76.9	283.7	66.1	72.7	79.9
总流动资产	10,305.3	12,940.7	20,543.1	25,019.0	29,624.8
固定资产	14,202.8	17,142.0	17,999.1	18,899.0	19,844.0
无形资产	65.3	484.4	464.4	445.3	426.9
其他固定资产	11,680.8	14,504.0	16,914.4	19,813.1	23,261.4
总资产	36,254.3	45,071.1	55,920.9	64,176.3	73,157.1
应付帐款	3,349.2	3,917.1	5,159.4	5,421.7	5,644.6
短期银行贷款	4,459.1	3,779.2	3,817.0	3,855.2	3,893.7
其他短期负债	613.4	998.0	967.2	967.2	967.2
总短期负债	8,421.7	8,694.3	9,943.5	10,244.1	10,505.5
长期银行贷款	6,350.4	7,794.8	7,950.7	8,109.7	8,271.9
其他负债	554.8	608.6	556.2	556.2	556.2
总负债	15,326.9	17,097.7	18,450.4	18,909.9	19,333.6
少数股东权益	81.1	91.8	106.3	122.3	139.9
股东权益	20,846.3	27,881.6	37,364.3	45,144.0	53,683.7
每股账面值(港元)	5.20	6.92	9.28	11.17	13.28
营运资金	1,883.6	4,246.4	10,599.5	14,774.9	19,119.3

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

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
盈利能力					
毛利率	36.2%	41.7%	49.7%	49.6%	49.5%
EBITDA 利率	34.6%	40.5%	43.4%	42.7%	42.2%
净利率	27.5%	34.5%	40.8%	40.7%	41.0%
ROE	22.6%	26.3%	37.5%	33.0%	30.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	16.2%	14.8%	15.0%	14.9%	14.9%
实际税率 (%)	10.6%	12.3%	12.0%	13.0%	13.0%
股息支付率 (%)	49.4%	49.8%	50.1%	50.1%	50.1%
库存周转天数	66.8	76.4	78.9	92.5	92.8
应付账款天数	109.9	122.3	110.2	116.1	110.8
应收账款天数	37.9	34.0	27.8	31.2	29.7
财务状况					
净负债/股本	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
收入/总资产	0.45	0.41	0.53	0.51	0.49
总资产/股本	1.74	1.62	1.50	1.42	1.36
盈利对利息倍数	25.1	41.0	124.4	313.5	279.8

现金流量表

百万港元，财务年度截至12月31日

	2019年 实际	2020年 实际	2021年 预测	2022年 预测	2023年 预测
EBITDA	5,632.4	7,530.6	12,946.4	14,103.2	15,231.0
融资成本	181.9	155.0	94.0	40.8	49.5
营运资金变化	(266.6)	(1064.0)	(2841.5)	(528.3)	(510.5)
所得税	(566.7)	(590.0)	(1662.6)	(2009.1)	(2216.5)
其他营运活动	(1201.9)	(1527.2)	(223.1)	(172.8)	(68.6)
营运现金流	3779.1	4504.3	8313.1	11433.8	12484.9
资本开支	(2906.9)	(3176.0)	(2273.6)	(2387.3)	(2506.6)
其他投资活动	848.7	(461.6)	699.3	531.3	409.0
投资活动现金流	(2058.3)	(3637.7)	(1574.3)	(1856.0)	(2097.6)
负债变化	840.1	764.5	193.7	197.2	200.7
股本变化	136.9	182.6	0.0	0.0	0.0
股息	(2085.2)	(1892.9)	(3196.3)	(6096.3)	(6722.8)
其他融资活动	(28.1)	(78.9)	(0.0)	0.0	0.0
融资活动现金流	(1136.3)	(1024.8)	(3002.6)	(5899.1)	(6522.0)
现金变化	584.6	(158.1)	3736.2	3678.7	3865.3
期初持有现金	4,598.5	5,097.9	5,244.6	8,980.7	12,659.4
期末持有现金	5,097.9	5,244.6	8,980.7	12,659.4	16,524.7

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”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、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的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

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。此文件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。