|  |  |
| --- | --- |
| **买入** | **浮法玻璃行业盈利低谷，龙头抗周期能力显著** |
| **信义玻璃（0868.HK）** | 2022-08-04 星期四 |
| |  |  | | --- | --- | | 目标价： | **21.6港元** | | 现 价： | 15.18港元 | | 预计升幅: | 42% |  |  |  | | --- | --- | | **重要数据** |  | | 日期 | **2022-08-03** | | 收盘价（港元） | 15.18 | | 总股本（百万股） | 4,036 | | 总市值（百万港元） | 61,266 | | 净资产（百万港元） | 32,810 | | 总资产（百万港元） | 58,750 | | 52周高低（港元） | 33.70/17.10 | | 每股净资产（港元） | 8.13 | | *数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理* | |  |  |  | | --- | --- | | **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 |  |  | | --- | | **研究部** | | 姓名：杨义琼 | | SFC：AXU943 | | 电话：0755-21516065 | | Email:yangyq@gyzq.com.hk | | **投资要点**   * **2022H1盈利约33.05亿港元，同比下降38.5%：**   2022H1公司实现收入136.49亿港元，同比增长0.5%；盈利约33.05亿港元，同比下降38.5%；每股基本盈利为82.1港仙，中期派息40港仙，派息率为48.8%。2022H1公司综合毛利率38.4%，同比下降14.6个百分点，其中浮法玻璃毛利率34.3%（2021H1:55.3%）。毛利率下降主要因为国内房地产建筑浮法需求受压，同时能源及原材料成本上升所致。期内纯利率由39.6%下降至24.2%，主要由于浮法玻璃及建筑玻璃的毛利减少所致。   * **2022Q3冷修，短期浮法玻璃价格下行有限，但周期反转尚待时日：**   受房地产需求，疫情影响叠加能源及原材料成本上升，浮法玻璃价格自2021Q2开始从高位持续下降，行业进入盈利低谷，大面积亏损带来2022Q3冷修，供给减少消化库存，短期供需有望改善，浮法玻璃价格将得到一定程度支撑，再度下行空间有限，但价格走出低谷主要还取决于需求的改善。最新行业数据显示，全国浮法玻璃样本企业总库存8111.4万重箱，折库存天数40.4天，行业周期反转尚待时日。   * **浮法玻璃龙头规模效益显著，深加工业务差异化竞争优势明显：**   2022H1在行业盈利周期低谷，公司规模成本控制能力，使得浮法玻璃盈利显著领先行业。同时深工业业务方面，公司汽车玻璃表现型业务良好，受益差异化竞争的产品结构，收入和毛利分别同比增长14%和17%，毛利率50.6%（2021H1:49.3%）。   * **维持买入评级，目标价21.6港元：**   我们更新公司盈利预测，下调目标价至21.6港元，相当于2022年和2023年12倍和8.7倍PE，目标价较现价有42%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 | 28,535 | 32,967 | 35,105 | | 同比增长(%) | 14.5% | 63.6% | -6.3% | 15.5% | 6.5% | | 净利润 | 6,422 | 11,556 | 7,195 | 10,001 | 10,636 | | 同比增长(%) | 43.4% | 79.9% | -37.7% | 39.0% | 6.3% | | 每股盈利（港元） | 1.6 | 2.9 | 1.8 | 2.5 | 2.6 | | [PE@15.18HKD](mailto:PE@15.18HKD) | 9.5 | 5.3 | 8.5 | 6.1 | 5.9 | | 每股股息（港元） | 0.8 | 1.4 | 0.9 | 1.2 | 1.3 | | 股息率 | 5.22% | 9.37% | 5.78% | 8.03% | 8.34% |   数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理 |

|  |  |
| --- | --- |
|  | **报告正文**  **2022H1盈利约33.05亿港元，同比下降38.5%：**  2022H1公司实现收入136.49亿港元，同比增长0.5%；盈利约33.05亿港元，同比下降38.5%；每股基本盈利为82.1港仙，中期派息40港仙，派息率为48.8%。  2022H1公司综合毛利率38.4%，同比下降14.6个百分点，其中浮法玻璃毛利率34.3%（2021H1:55.3%）。毛利率下降主要因为国内房地产建筑浮法需求受压，同时能源及原材料成本上升所致。期内纯利率由39.6%下降至24.2%，主要由于浮法玻璃及建筑玻璃的毛利减少所致。  截至2022年6月30日，公司在手现金约136亿港元，总资产负债率43.96%，净资本负债率6.6%。公司2022年全年计划资本开支约30亿港元，其中上半年实际资本性开支约为 8.67 亿港元。 |
|  | 表1：公司历年毛利率和净利率 |
|  |  |
|  | 数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理 |
|  | **2022Q3冷修，短期内浮法玻璃价格下行有限，但周期反转尚待时日：**  受房地产需求，疫情影响叠加能源及原材料成本上升，浮法玻璃价格自2021Q2开始从高位持续下降，行业进入盈利低谷，大面积亏损带来2022Q3冷修，供给减少消化库存，短期供需有望改善，浮法玻璃价格将得到一定程度支撑，再度下行空间有限，但价格走出低谷主要还取决于需求的改善。最新行业数据显示，全国浮法玻璃样本企业总库存8111.4万重箱，折库存天数40.4天，行业周期反转尚待时日。 |
|  | **浮法玻璃龙头规模效益显著，深加工业务差异化竞争优势明显：**  2022H1在行业盈利周期低谷，公司规模成本控制能力，使得浮法玻璃盈利显著领先行业。同时深工业业务方面，公司汽车玻璃表现型业务良好，受益差异化竞争的产品结构，收入和毛利分别同比增长14%和17%，毛利率50.6%（2021H1:49.3%）。 |
|  | 表2：公司分业务收入和毛利率 |
|  | |  |  |  |  | | --- | --- | --- | --- | | 收入（百万港元） | 2022 | 2021 | 2022 占比 | | 浮法玻璃 | 9231.1 | 9628.5 | 67.60% | | 汽车玻璃 | 2947 | 2584.5 | 21.60% | | 建筑工程玻璃 | 1471.3 | 1362.5 | 10.80% | |  |  |  |  | | 毛利率 | 2022 | 2021 | 变动 | | 浮法玻璃 | 34.30% | 55.30% | -21.00% | | 汽车玻璃 | 50.60% | 49.30% | 1.30% | | 建筑工程玻璃 | 39.80% | 43.90% | -4.10% | |
|  | 数据来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理 |
|  | **维持买入评级，目标价21.6港元：**  我们更新公司盈利预测，下调目标价至21.6港元，相当于2022年和2023年12倍和8.7倍PE，目标价较现价有42%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3：行业估值 | |
|  | |
| 资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理 | |



**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 |
|  |  |

**免责条款**

**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客进行任何决策前，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着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**