

买入

2023年3月3日

业绩承压，汽车玻璃持续增长，23年业绩有望好转

- 全年业绩承压：**公司2022年全年实现总收入257.46亿港元，同比下滑15.5%。期内毛利率为33.7%，较同期下降18.1%。权益持有人应占纯利为51.27亿港元，同比下降55.6%，归母净利润位于此前盈警公告中净利润减少55-65%的上限区间，符合预期。净利润率由37.9%下滑至19.9%，主要原因为1) 2022年全年中国建筑市场浮法玻璃需求受压，浮法玻璃产品平均售价在2022年年内接连下降；2) 2022年年内产品原材料以及能源成本大幅上升。
- 汽车玻璃持续增长，23年需求有望好转：**2022年全年公司浮法玻璃收入有较大幅度下滑，汽车玻璃以及建筑工程玻璃板块表现平稳。浮法玻璃收入为165.87亿港元，同比下滑24.3%，主要由于地产需求下滑导致浮法玻璃价格出现较大下滑，因此收入占比从同期的71.9%下落到64.4%，毛利率从53.8%下降到26.7%。汽车玻璃替换需求良好，销量实现双位数的增长，2022年全年收入为60.81亿港元，同比增长11.4%，超过80%的汽车玻璃销往海外超过140个国家。毛利率稳中有升，同比提升3.2个百分点至50.3%，为表现最好的业务。建筑工程玻璃全年收入为30.76亿港元，同比下滑0.6%，业绩表现基本持平；毛利率下降7个百分点至39.2%。全年来讲，公司汽车玻璃板块持续增长，按销量计算，公司汽车玻璃占全球汽车玻璃替换市场已经超过25%。基于汽车玻璃板块景气度持续高企，我们认为公司汽车玻璃在全球替换市场占有率将持续提升，未来将新投400万片新产能，有望为公司业绩带来持续的推动力。
- 目标价20.00港元，维持买入评级：**虽然短期内地产行业景气度依然偏低，但在政府年初不断推出的稳定房地产的政策推动下，二季度竣工端需求有望好转，公司业绩逐渐筑底。我们预计2023/2024/2025年收入预测为274亿/301亿/314亿港元；归母净利润预测为57.5亿/65.7亿/71.8亿港元，给予未来12个月目标价20.00港元，对应2023年14倍PE，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

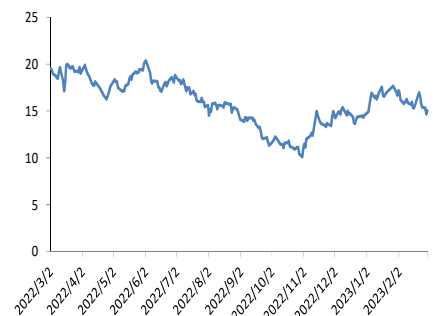
| | |
|--------|----------------------------------|
| 行业 | 建筑材料 |
| 股价 | 15.68 港元 |
| 目标价 | 20.00 港元 (+27.6%) |
| 股票代码 | 868 |
| 已发行股本 | 41.15 亿股 |
| 总市值 | 645.23 亿港元 |
| 52周高/低 | 21.96 港元/10.08 港元 |
| 每股净资产 | 7.77 港元 |
| 主要股东 | 李贤义 ··· 21.38% 董清世 ··· 11.17% |

表 1: 盈利摘要

| 截止12月31日 | 2021实际 | 2022实际 | 2023预测 | 2024预测 | 2025预测 |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业额 (港元百万) | 30,459 | 25,746 | 27,434 | 30,092 | 31,355 |
| 变动 (%) | 63.6 | (15.5) | 6.6 | 9.7 | 4.2 |
| 净利润 (港元百万) | 11,623 | 5,127 | 5,752 | 6,571 | 7,184 |
| 每股盈余 (港元) | 2.83 | 1.26 | 1.41 | 1.61 | 1.76 |
| 变动 (%) | 78.4 | (55.6) | 12.2 | 14.2 | 9.3 |
| 市盈率@15.68港元 (倍) | 5.5 | 12.5 | 11.1 | 9.7 | 8.9 |
| 市净率@15.68港元 (倍) | 1.8 | 2.0 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| 每股股息 (港元) | 1.42 | 0.62 | 0.71 | 0.81 | 0.88 |
| 股息现价比率 (%) | 9.1 | 4.0 | 4.5 | 5.2 | 5.6 |

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 | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021年 实际 | 2022年 实际 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 2025年 预测 |
| 收入 | 30,459.1 | 25,746.0 | 27,433.9 | 30,092.4 | 31,354.9 |
| 毛利 | 15,777.1 | 8,686.4 | 9,494.2 | 10,597.4 | 11,248.4 |
| 销售费用 | (1,562.2) | (1,810.1) | (1,928.8) | (2,115.7) | (2,204.5) |
| 管理费用 | (2,472.3) | (2,394.4) | (2,743.4) | (3,009.2) | (3,135.5) |
| 其他收入 | 729.4 | 856.0 | 856.0 | 856.0 | 856.0 |
| 营业收入 | 12,472.0 | 5,337.9 | 5,678.1 | 6,328.5 | 6,764.4 |
| 财务开支 | (88.7) | (260.7) | (152.9) | (81.0) | (78.0) |
| 营业外收支 | 1,185.7 | 922.8 | 1,107.3 | 1,328.8 | 1,594.6 |
| 税前盈利 | 13,569.1 | 6,000.0 | 6,632.5 | 7,576.3 | 8,281.0 |
| 所得税 | (1,931.0) | (855.8) | (862.2) | (984.9) | (1,076.5) |
| 少数股东应占利润 | 14.8 | 17.1 | 18.2 | 19.9 | 20.8 |
| 净利润 | 11,623.2 | 5,127.2 | 5,752.1 | 6,571.5 | 7,183.7 |
| 折旧及摊销 | 1,532.8 | 1,389.1 | 1,298.3 | 1,359.9 | 1,424.8 |
| EBITDA | 14,004.8 | 6,727.0 | 6,976.3 | 7,688.4 | 8,189.2 |
| EPS (港元) | 2.83 | 1.26 | 1.41 | 1.61 | 1.76 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 63.6% | -15.5% | 6.6% | 9.7% | 4.2% |
| EBITDA (%) | 86.0% | -52.0% | 3.7% | 10.2% | 6.5% |
| 每股收益 (%) | 78.4% | -55.6% | 12.2% | 14.2% | 9.3% |

资产负债表

| 百万港元, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021年 实际 | 2022年 实际 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 2025年 预测 |
| 现金 | 9,220.4 | 3,180.2 | 8,172.6 | 8,571.6 | 8,527.5 |
| 应收账款 | 5,668.6 | 4,566.3 | 5,838.8 | 6,084.4 | 6,022.7 |
| 存货 | 4,169.2 | 4,296.7 | 5,951.8 | 8,487.2 | 11,496.3 |
| 其他流动资产 | 373.8 | 875.6 | 155.5 | 171.1 | 188.2 |
| 总流动资产 | 19,431.9 | 12,918.7 | 20,118.8 | 23,314.3 | 26,234.7 |
| 固定资产 | 18,784.5 | 17,555.5 | 18,433.2 | 19,354.9 | 20,322.7 |
| 无形资产 | 894.2 | 870.2 | 834.3 | 799.9 | 767.0 |
| 其他固定资产 | 17,387.9 | 20,887.4 | 17,332.9 | 18,883.5 | 20,711.0 |
| 总资产 | 56,498.7 | 52,231.8 | 56,719.3 | 62,352.7 | 68,035.3 |
| 应付帐款 | 4,305.7 | 5,396.6 | 4,540.0 | 5,427.0 | 6,156.9 |
| 短期银行贷款 | 4,602.7 | 5,794.4 | 5,852.4 | 5,910.9 | 5,970.0 |
| 其他短期负债 | 1,377.4 | 711.7 | 691.5 | 691.5 | 691.5 |
| 总短期负债 | 10,285.8 | 11,902.7 | 11,083.8 | 12,029.3 | 12,818.4 |
| 长期银行贷款 | 10,890.1 | 7,721.2 | 7,875.7 | 8,033.2 | 8,193.8 |
| 其他负债 | 616.3 | 520.2 | 519.3 | 519.3 | 519.3 |
| 总负债 | 21,792.1 | 20,144.2 | 19,478.8 | 20,581.9 | 21,531.6 |
| 少数股东权益 | 107.9 | 115.0 | 133.1 | 153.0 | 173.8 |
| 股东权益 | 34,598.6 | 31,972.7 | 37,107.3 | 41,617.8 | 46,329.9 |
| 每股账面值(港元) | 8.59 | 7.90 | 9.11 | 10.22 | 11.37 |
| 营运资金 | 9,146.2 | 1,016.0 | 9,035.0 | 11,285.0 | 13,416.3 |

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 | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021年 实际 | 2022年 实际 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 2025年 预测 |
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 51.8% | 33.7% | 34.6% | 35.2% | 35.9% |
| EBITDA 利率 | 46.0% | 26.1% | 25.4% | 25.5% | 26.1% |
| 净利率 | 38.2% | 19.9% | 21.0% | 21.8% | 22.9% |
| ROE | 36.9% | 15.4% | 17.4% | 18.3% | 18.1% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 13.2% | 16.3% | 17.0% | 17.0% | 17.0% |
| 实际税率 (%) | 14.2% | 14.3% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 股息支付率 (%) | 49.3% | 49.3% | 50.2% | 50.2% | 50.1% |
| 库存周转天数 | 82.9 | 90.6 | 104.3 | 135.2 | 181.4 |
| 应付账款天数 | 102.2 | 103.8 | 101.1 | 93.3 | 105.1 |
| 应收账款天数 | 27.6 | 35.8 | 30.1 | 28.2 | 27.5 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 0.6 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| 收入/总资产 | 0.54 | 0.49 | 0.48 | 0.48 | 0.46 |
| 总资产/股本 | 1.63 | 1.63 | 1.53 | 1.50 | 1.47 |
| 盈利对利息倍数 | 140.6 | 20.5 | 37.1 | 78.1 | 86.7 |

现金流量表

| 百万港元, 财务年度截至12月31日 | | | | | |
|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021年 实际 | 2022年 预测 | 2023年 预测 | 2024年 预测 | 2025年 预测 |
| EBITDA | 14,004.8 | 6,727.0 | 6,976.3 | 7,688.4 | 8,189.2 |
| 融资成本 | 88.7 | 260.7 | 152.9 | 81.0 | 78.0 |
| 营运资金变化 | (948.2) | 2065.7 | (3784.3) | (1894.0) | (2217.4) |
| 所得税 | (1659.2) | (1386.5) | (862.2) | (984.9) | (1076.5) |
| 其他营运活动 | (538.8) | (567.5) | (290.9) | (222.2) | (222.4) |
| 营运现金流 | 10947.1 | 7099.4 | 2191.8 | 4668.3 | 4750.9 |
| 资本开支 | (2397.6) | 408.5 | (2351.5) | (2469.1) | (2592.5) |
| 其他投资活动 | (2619.2) | 83.6 | 1529.3 | 868.8 | 873.4 |
| 投资活动现金流 | (5016.8) | 492.1 | (822.2) | (1600.3) | (1719.1) |
| 负债变化 | 3910.3 | (1977.1) | 212.4 | 216.0 | 219.8 |
| 股本变化 | 204.8 | 9.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (5184.3) | (5727.5) | (2525.8) | (2885.1) | (3295.7) |
| 其他融资活动 | (1049.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | (0.0) |
| 融资活动现金流 | (2118.7) | (7695.5) | (2313.4) | (2669.1) | (3075.9) |
| 现金变化 | 3811.6 | (103.9) | (943.8) | 399.0 | (44.1) |
| 期初持有现金 | 5,244.6 | 9,220.4 | 9,116.5 | 8,172.6 | 8,571.6 |
| 期末持有现金 | 9,220.4 | 9,116.5 | 8,172.6 | 8,571.6 | 8,527.5 |

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，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

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。此档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。