

行业底部龙头地位凸显，竣工修复盈利有望回升

——信义玻璃年报点评

核心观点

- **浮法玻璃价格下跌，公司盈利出现明显下滑。**公司发布 2022 年报，全年营收 266.0 亿港元，YoY-13.3%，归母净利润 51.3 亿港元，YoY-55.6%。浮法/汽车/建筑玻璃分别贡献收入 165.9/60.8/30.8 亿港元，YoY -24.3%/+11.4%/-0.6%，毛利率为 26.7%/50.3%/39.2%，YoY-27.1/+3.2/-7.0pct。地产竣工需求疲软，浮法玻璃销售价格明显下跌，同时纯碱天然气原材料高增，毛利率明显下降，是导致公司业绩下滑的主要原因。联营子公司贡献利润 9.2 亿港元，YoY-22.2%，主要因光伏玻璃行业产能大幅投放，产品价格持续低迷，盈利水平有所下滑。
- **浮法玻璃销售保持增长并盈利，龙头地位进一步凸显。**参照国家统计局浮法玻璃价格数据，估算 2022 年公司浮法玻璃销量约 1.71 亿重箱，YoY+6.7%，税后单价 97.3 港元，YoY-29.1%，箱净利 13.5 港元，YoY-75.1%，出现大幅下滑。2022 年浮法玻璃在地产竣工低迷背景下价格持续下跌，而纯碱天然气价格持续高位进一步压缩浮法玻璃盈利空间。在全年地产竣工 YoY-14.9% 的背景下，公司销售仍能保持+6.7% 的增速实属不易；在全行业企业普遍亏损的情况下，公司单箱净利仍能维持 13.5 港元（11.6 元/箱）的水平更进一步凸显公司行业龙头地位。2022 年公司建筑玻璃产能 58 万吨，YoY+5.5%，增速有所放缓，对应建筑玻璃收入出现小幅下滑
- **预计 2023 年浮法玻璃价格有望企稳回升，成本压力有望有所缓解。**我们认为保竣工保交楼驱动下，2023 年地产竣工需求有望改善，预计浮法玻璃价格有望企稳回升，参照往年产能冷修复产以及需求释放节奏，预计下半年价格修复空间更大；而考虑 2023 年下半年纯碱行业将有较大规模产能投放，预计下半年行业成本压力将有所缓解。

盈利预测与投资建议

- 考虑原材料价格高位，浮法价格持续低位等因素。我们预测公司 23-25 年 EPS 1.51、1.78、2.03 港元（原预计 2023-2024 年 EPS 2.66、2.81 港元），可比公司 23 年 PE 12X，现阶段公司业务仍以浮法玻璃为主，较汽车、光伏玻璃等其他品类周期性波动更强，我们给予 15% 折价，对应 2023 年 10X PE，目标价 15.10 港元，维持“买入”评级。

风险提示

地产投资大幅下滑，原材料成本大幅波动

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万港元)	30,677	26,602	28,250	30,269	32,300
同比增长	63.3%	-13.3%	6.2%	7.1%	6.7%
营业利润(百万港元)	11,987	5,344	6,157	6,927	7,735
同比增长	132.0%	-55.4%	15.2%	12.5%	11.7%
归属母公司净利润(百万港元)	11,556	5,127	6,215	7,322	8,361
同比增长	79.9%	-55.6%	21.2%	17.8%	14.2%
每股收益(港元)	2.80	1.24	1.51	1.78	2.03
毛利率	52.1%	35.9%	36.7%	37.8%	38.9%
净利率	37.7%	19.3%	22.0%	24.2%	25.9%
净资产收益率	37.0%	15.4%	18.5%	19.8%	20.5%
市盈率(倍)	5.3	11.9	9.8	8.3	7.3
市净率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级

买入（维持）

股价（2023年04月21日）	14.82 港元
目标价格	15.10 港元
52 周最高价/最低价	19.09/10.08 港元
总股本/流通 H 股（万股）	412,469/412,469
H 股市值（百万港币）	61,128
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2023 年 04 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	1.51	7.86	-12.31	-6.49
相对表现	3.29	3.62	-3.38	-3.56
恒生指数	-1.78	4.24	-8.93	-2.93



证券分析师

余斯杰	yusjie@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521120002
施静	021-63325888*3206 shijing1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090002 香港证监会牌照：BMO306

相关报告

浮法玻璃创新高，静待销量再提升：——	2022-03-23
信义玻璃年报点评	
业绩超预期，量价齐升显成长：——	2021 2021-08-05
年中报点评	
浮法玻璃龙头，引领行业新格局	2021-04-29

盈利预测与投资建议

盈利预测

相比较上篇点评报告，我们对 2023-2025 年经营情况做如下预测：

- 下调浮法玻璃收入与毛利率预期：**2022 年全年浮法玻璃价格下跌超预期，目前 2023 年初仍处于低位，同时参照公司对 2023 年浮法玻璃产能预期，我们下调浮法玻璃价格与销量预期，预计 2023-2025 年浮法玻璃收入分别为 188.0、203.2、218.5 亿港元（原预测 2023-2024 年收入为 251.4、247.0 亿港元）。考虑浮法玻璃价格仍处于低位，且纯碱天然气等成本项仍处于高位，下调浮法玻璃毛利率预期，预计 2023-2025 年浮法玻璃毛利率分别为 31.2%、33.0%、34.8%（原预测 2023-2024 年毛利率为 40.7%、38.5%）。
- 调整汽车玻璃收入与毛利率预期：**考虑同行福耀玻璃经营数据以及 2022 年公司汽车玻璃板块经营情况，同时参照公司 2023 年汽车玻璃产能预期，我们下调 2023-2025 年汽车玻璃收入预期为 60.0、62.5、65.0 亿港元（原预测 2023-2024 年收入为 65.3、67.4 亿港元）；参考公司 2022 年汽车玻璃毛利率水平，上调 2023-2025 年汽车玻璃毛利率预期为 50.0%、50.0%、50.0%（原预测 2023-2024 年毛利率为 47.1%、47.1%）。
- 下调建筑玻璃收入与毛利率预期：**考虑公司 2022 年建筑玻璃实际销售情况以及 2023 年公司建筑玻璃产能预期，我们下调 2023-2025 年建筑玻璃收入预期为 32.5、35.0、37.5 亿港元（原预测 2023-2024 年收入为 37.0、40.0 亿港元）；下调 2023-2025 年建筑玻璃毛利率预期为 40.0%、40.0%、40.0%（原预测 2023-2024 年毛利率为 46.0%、46.0%）。

表 1：核心假设及盈利预测变动分析表

百万港币（标注除外）	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
分产品盈利预测					
浮法玻璃					
销售收入	25,137.0	24,700.0	18,800.3	20,319.0	21,850.0
变动幅度			-25.2%	-17.7%	
毛利率	40.7%	38.5%	31.2%	33.0%	34.8%
变动幅度			-9.5%	-5.5%	
汽车玻璃					
销售收入	6,525.0	6,742.5	6,000.0	6,250.0	6,500.0
变动幅度			-8.0%	-7.3%	
毛利率	47.1%	47.1%	50.0%	50.0%	50.0%
变动幅度			2.9%	2.9%	
建筑玻璃					
销售收入	3,700.0	4,000.0	3,250.0	3,500.0	3,750.0
变动幅度			-12.2%	-12.5%	
毛利率	46.0%	46.0%	40.0%	40.0%	40.0%
变动幅度			-6.0%	-6.0%	
销售收入合计	35,562.0	35,642.5	28,250.3	30,269.0	32,300.0
变动幅度			-20.6%	-15.1%	
综合毛利率	42.8%	42.8%	36.7%	37.8%	38.9%
变动幅度			-6.1%	-5.0%	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：主要财务数据变动分析表

百万港币（标注除外）	调整前		调整后		
	2023E	2024E	2023E	2024E	2025E
营业收入	35,562.0	35,642.5	28,250.3	30,269.0	32,300.0
变动幅度			-20.6%	-15.1%	
营业利润	10,620.9	10,644.7	6,156.8	6,927.2	7,735.0
变动幅度			-42.0%	-34.9%	
归母净利润	10,700.3	11,297.4	6,215.1	7,321.9	8,361.1
变动幅度			-41.9%	-35.2%	
每股收益(港币)	2.66	2.81	1.51	1.78	2.03
变动幅度			-43.4%	-36.8%	
毛利率(%)	42.8%	42.8%	36.7%	37.8%	38.9%
变动幅度			-6.1%	-5.0%	
净利率(%)	30.1%	31.7%	22.0%	24.2%	25.9%
变动幅度			-8.1%	-7.5%	

数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

我们选择其他主营浮法玻璃和光伏玻璃上市公司作为可比公司。2023-2024 年经过调整后可比公司平均 PE 估值为 12、9X。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.51、1.78、2.03 港元/股。由于现阶段公司业务仍以浮法玻璃为主，较汽车、光伏玻璃等其他品类的周期性波动更强，我们给予 15% 的估值折价，即 2023 年 10X PE，对应目标价为 15.10 港元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表（截止 2023 年 4 月 21 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
南玻 A	000012.SZ	6.25	0.50	0.63	0.86	1.08	12.5	9.9	7.2	5.8
福耀玻璃	600660.SH	34.20	1.23	1.82	1.62	2.01	27.8	18.8	21.1	17.0
福莱特	601865.SH	38.46	0.99	0.99	1.40	1.91	38.8	38.8	27.5	20.1
金晶科技	600586.SH	6.20	0.92	0.25	0.99	1.19	6.8	24.8	6.3	5.2
旗滨集团	601636.SH	11.00	1.61	1.41	1.67	2.00	6.8	7.8	6.6	5.5
调整后平均估值							15.7	17.8	11.6	9.4

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期，最新价格为 2023 年 4 月 21 日收盘价

风险提示

地产投资大幅下滑。地产产业链占据了超过 70%的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的末端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地已经放缓的情况下，如果施工数据下滑会明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。

原料成本快速上涨。随着玻璃产量的提高，特别是光伏玻璃新增产能在 2023 年大量投产将推动需求持续好转，未来纯碱价格依然具备向上的弹性。此外，目前硅砂公司也不能做到完全自给，长期看硅砂供应紧缺的格局仍将存在，光伏对硅的强劲需求下，未来原材料有可能会继续涨价。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万港元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9,220	3,180	5,041	7,747	10,857	营业总收入	30,677	26,602	28,250	30,269	32,300
交易性金融资产	314	734	734	734	734	主营业务收入	30,459	25,746	28,050	30,069	32,100
应收款项合计	5,669	4,566	5,101	5,465	5,832	其他营业收入	218	856	200	200	200
存货	4,169	4,297	4,472	4,708	4,938	营业总支出	18,690	21,258	22,094	23,342	24,565
其他流动资产	59	141	170	195	224	营业成本	14,682	17,060	17,886	18,832	19,750
流动资产合计	19,432	12,919	15,517	18,850	22,585	营业开支	4,008	4,198	4,208	4,510	4,815
固定资产净值	18,614	17,555	17,151	16,779	16,437	营业利润	11,987	5,344	6,157	6,927	7,735
权益性投资	9,483	9,349	10,284	11,313	12,444	净利息支出	89	261	430	392	323
其他长期投资	2,733	6,392	7,351	8,086	8,894	权益性投资损益	1,118	923	1,303	1,788	2,126
商誉及无形资产	5,651	5,096	5,155	5,214	5,271	其他非经营性损益	-132	-6	0	0	-2
其他非流动资产	586	921	1,013	1,114	1,225	非经常项目前利润	12,884	6,000	7,030	8,323	9,536
非流动资产合计	37,067	39,313	40,954	42,505	44,271	非经常项目损益	617	0	240	240	240
资产合计	56,499	52,232	56,471	61,355	66,857	除税前利润	13,502	6,000	7,270	8,563	9,776
应交税金	1,627	691	761	837	920	所得税	1,931	856	1,037	1,221	1,394
短期借贷及长期借贷到期部分	4,603	5,794	6,374	7,011	7,712	少数股东损益	15	17	18	19	21
其他流动负债	2,572	2,694	2,721	2,748	2,776	持续经营净利润	11,556	5,127	6,215	7,322	8,361
流动负债合计	10,286	11,903	12,578	13,319	14,131	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
长期借贷	10,890	7,721	8,107	8,513	8,938	归属普通股股东净利润	11,556	5,127	6,215	7,322	8,361
其他非流动负债	616	520	572	629	692	EPS (摊薄)	2.80	1.24	1.51	1.78	2.03
非流动负债合计	11,506	8,241	8,680	9,142	9,631						
负债合计	21,792	20,144	21,258	22,461	23,762	主要财务比率					
归属母公司股东权益	34,599	31,973	35,080	38,741	42,922	成长能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	108	115	133	152	173	营业收入	63.3%	-13.3%	6.2%	7.1%	6.7%
所有者权益合计	34,707	32,088	35,213	38,894	43,095	营业利润	132.0%	-55.4%	15.2%	12.5%	11.7%
负债和股东权益	56,499	52,232	56,471	61,355	66,857	归属于母公司净利润	79.9%	-55.6%	21.2%	17.8%	14.2%
						获利能力					
						毛利率	52.1%	35.9%	36.7%	37.8%	38.9%
						净利率	37.7%	19.3%	22.0%	24.2%	25.9%
						ROE	37.0%	15.4%	18.5%	19.8%	20.5%
						ROA	22.8%	9.4%	11.4%	12.4%	13.0%
						偿债能力					
						资产负债率	38.6%	38.6%	37.6%	36.6%	35.5%
						净负债率	8.5%	9.1%	3.7%	-2.8%	-9.8%
						流动比率	188.9%	108.5%	123.4%	141.5%	159.8%
						速动比率	148.4%	72.4%	87.8%	106.2%	124.9%
						营运能力					
						应收账款周转率	5.4	5.8	5.5	5.5	5.5
						存货周转率	3.5	4.0	4.0	4.0	4.0
						总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						每股指标 (元)					
						每股收益	2.80	1.24	1.51	1.78	2.03
						每股经营现金流	2.65	1.50	1.74	2.03	2.28
						每股净资产	8.39	7.75	8.50	9.39	10.41
						估值比率					
						市盈率	5.3	11.9	9.8	8.3	7.3
						市净率	1.8	1.9	1.7	1.6	1.4
						市销率	2.0	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。