

# 业绩超预期，量价齐升显成长

——2021年中报点评



## 核心观点

- **核心业务高增长，浮法玻璃量价齐升。**21H1 公司实现营业总收入/净利润 137.96/53.77 亿港元，YOY+87%/289%。分业务，浮法/汽车/建筑玻璃收入 96.29/25.85/13.63 亿港元，YOY+139%/19.6%/45.4%。在行业低库存和下游竣工需求带动下，浮法玻璃量价齐升；汽车玻璃受益于海外市场回暖、出口量增加；建筑玻璃板块主要受益于绿色建筑政策推动以及竣工需求改善、公建玻璃订单稳步增长，且价格在浮法玻璃涨价传导下也有所提升。分区域，大中华/海外收入 YOY+122%/27%，大中华区增速远高于海外主要由于国内浮法玻璃同比大幅涨价，21H1 全国均价（卓创含税口径）YOY+52%。
- **盈利能力历史最佳，费用率稳步下降。**我们推算浮法玻璃单箱毛利达到 63.74 元（预计 21 年浮法玻璃有效产能 820 万吨/年，汇率为 1 港元=0.83 元人民币），同比增加 47.6 元。假设浮法玻璃板块净利率与整体净利率相同，推算出单箱净利为 45.6 元，同比增加 33 元。销售/管理/财务费用率下降 1.4/2.7/1.2pct，主要由于销售规模大幅提升摊平费用。实现经营性净现金流 25.25 亿港元，YOY+120%。
- **产能有望继续扩张，长期看好浮法玻璃行业格局。**在建筑浮法玻璃新增产能被政策严格限制的情况下，公司是为数不多保持产能增长的企业，目前营口/马来西亚仍有在建基地，并在报告期内成为中航特玻的重整投资人，预计 21 年产量 YOY+26%，且未来仍有 3200t/d 的产能新增量。目前浮法玻璃行业格局分散，CR5 仅 36%，我们认为未来市场集中度预计将模仿水泥行业，进一步提升，而公司通过积极扩张的战略，有望成为行业格局的重塑者。

## 财务预测与投资建议

- 预计 21-23 年 EPS 为 2.88/2.92/3.05 港元（原 EPS 为 2.14/2.24/2.38 港元），主要调增浮法/建筑玻璃的价格、汽车/建筑玻璃的销量和浮法玻璃的毛利率，可比公司 21 年平均估值 18X PE，考虑到浮法业务的周期性给予公司 15%折价至 15X PE，对应目标价为 43.20 港元，维持“买入”评级。

## 风险提示：

- 地产投资大幅下滑、原料成本上涨、收购不及预期

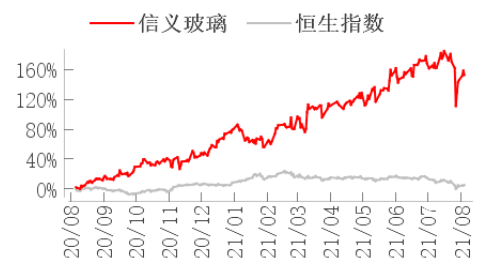
公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万港元）	16,412	18,774	33,277	35,459	37,933
同比增长	1.5%	14.4%	77.2%	6.6%	7.0%
营业利润（百万港元）	3,405	5,167	11,727	11,560	11,667
同比增长	-6.1%	51.8%	127.0%	-1.4%	0.9%
归属母公司净利润（百万港元）	4,478	6,422	11,674	11,845	12,350
同比增长	5.7%	43.4%	81.8%	1.5%	4.3%
每股收益（港元）	1.10	1.58	2.88	2.92	3.05
毛利率	36.2%	41.7%	49.0%	45.4%	43.5%
净利率	27.3%	34.2%	35.1%	33.4%	32.6%
净资产收益率	22.9%	25.7%	35.4%	27.8%	23.4%
市盈率（倍）	27.6	19.3	10.6	10.4	10.0
市净率（倍）	5.9	4.4	3.3	2.6	2.1

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 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年08月04日)	29.8 港元
目标价格	43.2 港元
52周最高价/最低价	34.2/11.66 港元
总股本/流通H股(万股)	405,501/405,501
H股市值(百万元港币)	120,839
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.01	-4.79	15.84	152.63
相对表现	3.59	1.31	22.85	147.36
恒生指数	0.42	-6.1	-7.01	5.27



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

**证券分析师** 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520090001

**证券分析师** 赵越峰  
021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

**联系人** 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn

## 相关报告

浮法玻璃龙头，引领行业新格局 2021-04-29

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，本应视本证券研究报告为唯一投资决策因素。

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。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

**表 1：核心假设及盈利预测变动分析表**

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>核心假设</b>						
浮法玻璃单位售价（元/箱）	110	105	103	135	130	128
变动幅度				22.73%	23.81%	24.27%
建筑玻璃单位售价（元/平米）	156.72	149.59	146.75	192.34	185.21	182.36
变动幅度				22.73%	23.81%	24.27%
汽车玻璃销量（万吨）	94.9	103.22	119.14	109.50	117.97	124.10
变动幅度				15.38%	14.29%	4.16%
建筑玻璃销量（万平米）	1600	2000	2400	1700.00	2500.00	2800.00
变动幅度				6.25%	25.00%	16.67%
浮法玻璃毛利率	44.00%	42.00%	40.00%	50.00%	45.00%	42.00%
变动幅度				6.00%	3.00%	2.00%
<b>分产品盈利预测</b>						
<b>浮法玻璃</b>						
销售收入	15,605	15,570	15,592	19,337	19,277	20,452
变动幅度				23.92%	23.81%	31.17%
毛利率	44.00%	42.00%	40.00%	50.00%	45.00%	42.00%
变动幅度				6.00%	3.00%	2.00%
<b>汽车玻璃</b>						
销售收入	4,365	4,903	5,719	4,928	5,427	5,833
变动幅度				12.89%	10.68%	1.99%
毛利率	47.50%	48.00%	49.00%	47.50%	48.00%	49.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
<b>建筑玻璃</b>						
销售收入	2,507	2,992	3,522	3,270	4,630	5,106
变动幅度				30.42%	54.75%	45.89%
毛利率	45.00%	44.00%	43.00%	45.00%	44.00%	43.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	22,478	23,465	24,833	27,535	29,334	31,391
变动幅度				22.50%	25.01%	26.41%
综合毛利率	44.80%	43.50%	42.50%	49.00%	45.30%	43.50%
变动幅度				4.20%	1.80%	1.00%

资料来源：wind，东方证券研究所

注：主要核心假设和分版块业务收入仍以人民币计价

**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		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	27,192	28,396	30,042	33277	35459	37933
变动幅度				22.38%	24.87%	26.27%
营业利润	8,283	8,436	8,676	11727	11560	11667
变动幅度				43.40%	37.04%	34.48%
归属母公司净利润	8,666	9,081	9,650	11674	11845	12350
变动幅度				34.71%	30.45%	27.98%
每股收益（港元）	2.14	2.24	2.38	2.88	2.92	3.05
变动幅度				34.71%	30.45%	27.98%
毛利率(%)	44.80%	43.50%	42.50%	49.00%	45.30%	43.50%
变动幅度				4.20%	1.80%	1.00%
净利率(%)	31.90%	32.00%	32.10%	35.10%	33.40%	32.60%
变动幅度				3.20%	1.40%	0.50%

资料来源：wind，东方证券研究所

注：主要财务指标已换算为以港币计价，与公司财报原始披露币种保持一致；营业收入包含其他业务收入

## 投资建议

公司是浮法玻璃龙头，具备产能规模优势和成本优势，未来有望通过国内并购整合及海外扩产进一步提升市占率。由于 1) 公司的建筑玻璃业务可能需要部分垫资；2) 生产过程中的库存（原材料、在产品等）会占用部分营运资金，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 21 年 15X PE，对应目标价 43.20 港元。我们选择其他主营玻璃生产加工的 A/H 股公司作为可比公司，2021 年可比公司调整后平均 PE 估值为 18X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.88/2.92/3.05 港元/股，目前股价对应 PE 分别为 10.6/10.4/10.0X。由于现阶段公司业务仍以浮法玻璃为主，较汽车、光伏等其他品类的周期性波动更强，我们给予 15% 的估值折价，即 2021 年 15X PE，对应目标价为 43.20 港元，维持“买入”评级。

**表 3：可比公司估值**

公司名称	代码	最新价格（元/港元）	每股收益（元/港元）				市盈率			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
南玻 A	000012.SZ	10.21	0.17	0.25	0.85	1.02	58.44	40.84	12.01	10.01
福耀玻璃	3606.HK	50.65	1.39	1.25	1.83	2.18	36.44	40.52	27.68	23.23
福莱特	6865.HK	40.00	0.41	0.97	1.28	1.62	97.56	41.24	31.25	24.69
金晶科技	600586.SH	10.17	0.07	0.23	0.97	1.20	147.61	44.22	10.48	8.48

旗滨集团	601636.SH	22.85	0.50	0.68	1.58	1.78	45.59	33.60	14.46	12.84
调整后平均							67.20	40.87	18.05	15.36

资料来源：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 2021 年 8 月 4 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

## 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尾端，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。**纯碱目前的总产能虽然处于过剩的状态，但随着玻璃产量的提高、特别是光伏玻璃新增产能在 21-22 年大量投产将推动需求端持续好转，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料有可能会继续涨价。

**收购不及预期。**在盈利预测中，我们预计未来公司产销量将保持增长，主要由于我们判断公司可以凭借资金/平台优势在市场中收购其他产线，使得产能逐步提升。但收购的具体执行方案、节奏等会受到政策、市场、管理层等多方面影响，存在一定不确定性，若实际收购不能落地，可能会造成业绩不及预期。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万港币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万港币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,098	5,245	11,824	18,899	27,751	营业总收入	16,412	18,774	33,277	35,459	37,933
交易性金融资产	0	224	226	226	226	主营业务收入	16,258	18,616	33,133	35,299	37,773
应收款项合计	3,086	4,916	7,857	9,850	11,591	其他营业收入	153	159	144	160	160
存货	2,045	2,496	3,288	4,283	5,042	营业总支出	13,007	13,608	21,550	23,898	26,266
其他流动资产	44	60	72	87	104	营业成本	10,375	10,844	16,911	19,274	21,356
流动资产合计	10,305	12,941	23,268	33,345	44,715	营业开支	2,632	2,763	4,639	4,624	4,911
固定资产净值	14,059	16,997	16,478	15,992	14,666	营业利润	3,405	5,167	11,727	11,560	11,667
权益性投资	5,554	8,231	9,170	10,087	11,095	净利息支出	182	155	163	12	-152
其他长期投资	1,725	1,763	2,053	2,362	2,716	权益性投资损益	787	2,294	1,616	1,816	2,145
商誉及无形资产	3,802	4,444	4,604	4,704	4,813	其他非经营性损益	107	-177	0	0	0
其他非流动资产	808	696	775	853	938	非经常项目前利润	4,117	7,129	13,180	13,364	13,965
非流动资产合计	25,949	32,130	33,080	33,998	34,228	非经常项目损益	898	202	144	156	132
资产合计	36,254	45,071	56,349	67,343	78,943	除税前利润	5,016	7,330	13,325	13,521	14,097
应交税金	763	1,162	1,295	1,424	1,567	所得税	533	899	1,634	1,658	1,729
短期借贷及长期借贷到期部分	4,459	3,779	4,019	4,220	4,642	少数股东损益	5	9	16	17	18
其他流动负债	1,655	2,282	2,542	2,797	2,825	持续经营净利润	4,478	6,422	11,674	11,845	12,350
流动负债合计	8,422	8,694	9,495	10,243	11,016	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
长期借贷	6,350	7,795	8,289	8,704	9,139	净利润	4,478	6,422	11,674	11,845	12,350
其他非流动负债	555	512	563	620	682	优先股利及其他调整项	0	0	0	0	0
非流动负债合计	6,905	8,403	8,967	9,449	9,959	归属普通股股东净利润	4,478	6,422	11,674	11,845	12,350
负债合计	15,327	17,098	18,462	19,692	20,975	EPS ( 摊薄 )	1.10	1.58	2.88	2.92	3.05
归属母公司股东权益	20,846	27,882	37,778	47,524	57,824						
少数股东权益	81	92	109	126	144						
所有者权益合计	20,927	27,973	37,887	47,650	57,969						
负债和股东权益	36,254	45,071	56,349	67,343	78,943						

现金流量表					
单位:百万港币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,779	4,504	10,077	10,895	11,657
净利润	4,478	6,422	11,674	11,845	12,350
折旧与摊销	1,074	1,170	1,478	1,419	1,381
营运资本变动	-267	-1,064	-3,091	-2,386	-2,092
其他非现金调整	-1,506	-2,023	16	17	18
投资活动现金流	-2,058	-3,638	-2,017	-2,336	-1,612
出售固定资产收到的现金	10	29	29	29	29
资本性支出	2,912	3,616	1,142	1,371	547
投资减少	1,709	201	224	246	271
其他投资活动现金流量净额	289	411	-70	-78	-85
融资活动现金流	-1,136	-1,025	-1,548	-1,483	-1,193
债务净增	837	751	586	615	857
股本增加	137	183	0	0	0
支付的股利合计	2,084	1,892	2,134	2,099	2,050
其他筹资活动现金流量净额	-1	-1	0	0	0
汇率变动	-85	305	0	0	0
现金净增加额	499	147	6,512	7,075	8,852

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长率	3.8%	7.5%	75.0%	6.6%	7.0%
营业利润增长率	-4.0%	42.6%	124.1%	-1.4%	0.9%
归属普通股股东净利润增长率	8.0%	34.8%	79.5%	1.5%	4.3%
获利能力					
毛利率	36.2%	41.7%	49.0%	45.4%	43.5%
净利率	27.3%	34.2%	35.1%	33.4%	32.6%
ROE	22.9%	25.7%	35.4%	27.8%	23.4%
ROA	13.1%	15.4%	22.9%	19.2%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	42.3%	37.9%	32.8%	29.2%	26.6%
流动比率	122.4%	148.8%	245.1%	325.5%	405.9%
速动比率	98.1%	120.1%	210.4%	283.7%	360.2%
每股指标 ( 港元 )					
每股收益	1.10	1.58	2.88	2.92	3.05
每股经营现金流	0.93	1.11	2.49	2.69	2.87
每股净资产	5.14	6.88	9.32	11.72	14.26
估值比率					
P/E	27.6	19.3	10.6	10.4	10.0
P/B	5.9	4.4	3.3	2.6	2.1
P/S	7.5	6.6	3.7	3.5	3.3

资料来源：东方证券研究所

## 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。

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](http://www.dfzq.com.cn)