

投资评级 优于大市 维持

20H2 玻璃景气有望显著改善

股票数据

08月04日收盘价(股)	11.98
52周股价波动(元)	7.49-12.00
总股本/流通A股(百万股)	4023/4023
总市值/流通市值(百万元)	48223/48223
注:以上货币单位为HKD	

相关研究

《浮法盈利回升,高分红延续》2020.3.18

分析师:杜市伟

Tel:(0755)82945368

Email:dsw11227@htsec.com

证书:S0850516080010

分析师:冯晨阳

Tel:(021)23212081

Email:fcy10886@htsec.com

证书:S0850516060004

分析师:申浩

Tel:(021)23154114

Email:sh12219@htsec.com

证书:S0850519060001

投资要点:

事件: 近日公司公布 2020 半年度业绩: 公司 2020H1 收入 71.3 亿港元, 同比 -4.2%; 归母净利润约 13.8 亿港元, 同比 -34.9%; EPS 约 0.34 港元; 公司中期拟每股派息 0.17 港元, 分红率约 49.4%。

点评:

- **疫情影响下各业务收入不同程度下降, 浮法玻璃价格呈 V 型走势, 上半年均价下跌带动收入下降。**
 - 受到新冠病毒影响, 公司三大玻璃业务收入均同比下降, 浮法、汽车、建筑玻璃收入分别同比 -6.7% (20H1 均价下降, 4 月均价显著下跌后出现大幅反弹, 5~6 月舒缓了 20Q1 的疲弱表现)、-2.0% (国内销量下降)、-2.1% (付运延误、人民币贬值)。
 - 分区域: 大中华、北美、欧洲、其他地区收入分别同比 -3%、+7%、-12%、-14%, 收入比重分别为 67%、13%、4%、17%。
- **浮法、建筑玻璃价格下降拉低公司整体毛利率水平, 汽车玻璃毛利率略有提升。** 公司 20H1 综合毛利率同比 -1.9pct, 主要系浮法玻璃均价下降、建筑玻璃向客户提供价格奖励, 浮法、建筑玻璃毛利率分别为 24.7% (同比 -3.3pct)、36.9% (同比 -3.3pct), 汽车玻璃毛利率为 46.7%、同比 +0.7pct, 主要受人民币贬值影响, 海外销售占汽车玻璃收入约 83.8%。
- **期间费用率平稳, 剔除其他一次性盈利影响, 20H1 归母净利润同比 -8.4%。** 公司 20H1 销售和推广开支费用率同比 +0.6pct、至 6.6%, 主要系中美贸易摩擦美国额外进口关税税率于 2019 年 5 月份由 10% 提升至 25%; 行政开支费用率同比 -0.4pct、至 11.4%, 主要系研发开支较低、中国地方政府税项及费用受新冠病毒影响。银行借贷利率下降带动公司 20H1 财务成本同比 -12.6%、至 1.23 亿港元。20H1 其他盈利为 -0.48 亿港元 (19H1 为 6.16 亿港元, 主要系出售信义光能股权盈利 4.86 亿港元以及摊薄于联营公司权益盈利 1.48 亿港元), 若剔除 19H1 非经常性因素影响, 20H1 归母净利润同比 -8.4%。
- **维持“优于大市”评级。** 2020 年 5 月开始浮法玻璃价格在复工复产推动下大幅回升, 同时纯碱等原料成本仍处低位, 我们预计 20H2 公司盈利水平有望显著回升; 公司于广西北海第 2 条生产线已于 20Q2 投产、其余位于北海、江苏张家港的生产线计划于 20H2 全面运营。公司现金流充沛, 长期维持高分红率, 2020 年 8 月 4 日收盘价对应 2020 年股息率 4.37% (按分红率 50% 测算); 公司重要股东增持+公司回购股票, 认可公司投资价值。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别约 1.05、1.28、1.39 港元。PE 估值: 按照可比公司给予 2020 年 PE 12~13 倍, 合理价值区间 12.60~13.65 港元/股; PB 估值: 按照可比公司给予 2020 年 PB 2.0~2.3 倍, 对应 12.46~14.33 港元/股; 综上, 公司合理价值区间为 12.60~13.65 港元/股。
- **风险提示。** 1) 中美贸易摩擦不确定性; 2) 地产竣工回升不确定性。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万港元)	16014	16258	16564	18576	19773
(+/-)YoY(%)	8.7%	1.5%	1.9%	12.1%	6.4%
净利润(百万港元)	4237	4478	4208	5131	5606
(+/-)YoY(%)	5.6%	5.7%	-6.0%	21.9%	9.2%
全面摊薄 EPS(港元)	1.06	1.11	1.05	1.28	1.39
毛利率(%)	36.7%	36.2%	35.8%	38.2%	38.2%
净资产收益率(%)	22.7%	21.5%	16.8%	17.0%	15.7%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分业务收支分拆及预测

		2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
浮法玻璃 (外销)	营业收入 (百万港元)	5022	6510	8017	8424	7963	8043	9203
	yoy (%)	6.6%	29.6%	23.2%	5.1%	-5.5%	1.0%	14.4%
	毛利率 (%)	11.1%	27.5%	31.7%	32.4%	29.5%	28.4%	33.7%
汽车玻璃	营业收入 (百万港元)	3787	3748	3910	4252	4503	4728	5201
	yoy (%)	5.4%	-1.0%	4.3%	8.7%	5.9%	5.0%	10.0%
	毛利率 (%)	44.3%	49.0%	46.9%	43.9%	46.4%	46.5%	46.5%
建筑玻璃	营业收入 (百万港元)	2651	2590	2801	3338	3793	3793	4172
	yoy (%)	3.8%	-2.3%	8.1%	19.2%	13.6%	0.0%	10.0%
	毛利率 (%)	33.9%	39.9%	38.0%	38.3%	38.1%	38.0%	38.0%
合计	营业收入 (百万港元)	11460	12848	14728	16014	16258	16564	18576
	yoy (%)	5.5%	12.1%	14.6%	8.7%	1.5%	1.9%	12.1%
	毛利率 (%)	27.3%	36.3%	37.0%	36.7%	36.2%	35.8%	38.2%

资料来源: 公司年报 (2015~2019), 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价(元)	EPS (元或港元/股) 一致预期				PE (倍)			PB (倍)
		2020/8/4	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	按 WIND 一致预期 2020E 每股净资产计算	
3606.HK	福耀玻璃	23.35	1.28	1.36	1.62	18.2	17.2	14.4	2.4	
601636.SH	旗滨集团	9.21	0.50	0.57	0.66	18.4	16.2	14.0	2.7	
1313.HK	华润水泥控股	10.62	1.23	1.30	1.33	8.6	8.1	8.0	1.6	
0914.HK	海螺水泥	60.90	7.05	7.25	7.32	8.6	8.4	8.3	1.8	
平均值						13.5	12.5	11.2	2.1	

资料来源: WIND, 海通证券研究所 注: 港股单位为港元, A 股单位为 RMB, 汇率取 1HKD 兑换 0.9RMB

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (港元)					营业总收入	16258	16564	18576	19773
每股收益	1.11	1.05	1.28	1.39	营业成本	10375	10639	11472	12215
每股净资产	5.18	6.23	7.50	8.90	毛利率%	36.2%	35.8%	38.2%	38.2%
每股经营现金流	0.94	1.22	1.43	1.53	营业费用	940	994	1077	1107
每股股利	0.55	0.52	0.64	0.70	营业费用率%	5.8%	6.0%	5.8%	5.6%
价值评估 (倍)					管理费用	1692	1656	1858	1977
P/E	10.76	11.45	9.39	8.60	管理费用率%	10.4%	10.0%	10.0%	10.0%
P/B	2.31	1.92	1.60	1.35	财务费用	274	222	237	185
股息率%	4.59%	4.37%	5.32%	5.82%	财务费用率%	1.7%	1.3%	1.3%	0.9%
盈利能力指标 (%)					投资收益	787	800	999	1249
毛利率	36.2%	35.8%	38.2%	38.2%	利润总额	5016	4956	6043	6601
净利润率	27.5%	25.4%	27.6%	28.4%	所得税	533	743	906	990
净资产收益率	21.5%	16.8%	17.0%	15.7%	有效所得税率%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
资产回报率	12.4%	10.5%	11.7%	11.9%	少数股东损益	5	5	5	5
盈利增长 (%)					归属母公司所有者净利润	4478	4208	5131	5606
营业收入增长率	1.5%	1.9%	12.1%	6.4%					
净利润增长率	5.7%	-6.0%	21.9%	9.2%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	42.3%	37.1%	31.0%	24.1%	货币资金	5098	5820	6520	7020
流动比率	1.2	1.2	1.4	1.8	交易性金融资产	0	0	0	0
速动比率	1.0	1.0	1.2	1.4	应收账款及应收票据	3086	3144	3526	3753
现金比率	0.6	0.7	0.7	0.9	存货	2045	2097	2261	2407
经营效率指标					其它流动资产	77	79	85	91
应收帐款周转天数	69.3	69.3	69.3	69.3	流动资产合计	10305	11139	12391	13271
存货周转天数	71.9	71.9	71.9	71.9	长期股权投资	5554	5554	5554	5554
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	固定资产	14059	16935	19610	22097
固定资产周转率	1.2	1.0	0.9	0.9	无形资产	3747	3754	3762	3768
					商誉	0	0	0	0
					其他非流动资产	2533	2533	2533	2533
					非流动资产合计	25949	28832	31514	34009
现金流量表 (百万港元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	36254	39972	43906	47279
净利润	4478	4213	5136	5611	短期借款	4459	4879	4253	2727
折旧与摊销	1074	1316	1518	1706	应付票据及应付账款	1544	1583	1707	1818
营运资本变动	-267	-27	-129	-90	应交税金	763	778	872	928
其他非现金调整	-1506	-577	-763	-1064	其它流动负债	1655	1686	1891	2013
经营活动现金流	3779	4925	5763	6162	流动负债合计	8422	8926	8724	7486
投资活动现金流	-2058	-3400	-3201	-2951	长期借款	6350	5350	4350	3350
融资活动现金流	-1136	-802	-1863	-2712	其它长期负债	555	555	555	555
现金净流量	499	722	700	500	非流动负债合计	6905	5905	4905	3905
					负债总计	15327	14831	13629	11391
					实收资本	402	402	402	402
					普通股股东权益	20846	25054	30186	35792
					少数股东权益	81	86	91	96
					负债和所有者权益合计	36254	39972	43906	47279

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 04 日
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

杜市伟 建筑工程行业
冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中国巨石,鲁阳节能,中设集团,中材国际,龙元建设,中国建筑,华新水泥,三棵树,隧道股份,伟星新材,冀东水泥,岭南股份,中国中铁,祁连山,东方雨虹,海螺水泥,中材科技,文科园林,中钢国际,北新建材,中国交建,信义玻璃,华润水泥控股,金螳螂,中国化学,苏交科,东易日盛,塔牌集团,东方园林,旗滨集团

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。