

投资评级 优于大市 维持

浮法量价齐升，周期成长标杆

股票数据

03月03日收盘价(股)	23.45
52周股价波动(元)	18.52-25.15
总股本/流通A股(百万股)	4040/4040
总市值/流通市值(百万元)	94312/94312
注: 以上货币单位为 HKD	

相关研究

《20H2 玻璃景气有望显著改善》2020.8.5
《浮法盈利回升，高分红延续》2020.3.18

投资要点:

事件: 近日公司公布 2020 年度业绩: 公司 2020 年收入 186.2 亿港元、同比 +14.5%，归母净利润约 64.2 亿港元、同比+43.4% (此前业绩预告区间为 20%~35%)；其中 2020H2 收入为 114.8 亿港元、同比+30.3%，归母净利润约 50.4 亿港元、同比+114.2%；2020 年 EPS 约 1.59 港元/股；公司 2020 年全年分红率为 49.7%，延续多年以来的高分红政策。

点评:

- **全年建玻、汽玻销量增长平稳，20H2 浮法玻璃景气大幅回升带动公司盈利水平创历史新高。**
- **浮法玻璃:** 20H2 在疫情后竣工需求带动下，玻璃均价创历史新高，同时公司自 20Q4 开始供应超白浮法玻璃用作太阳能面板的背板玻璃，且人民币升值对公司毛利率提升亦有推动作用，公司 20H1、20H2 综合毛利率分别为 34.2%、46.4%，分别同比-1.9pct、+10.2pct。2020 全年浮法玻璃收入 117.9 亿港元、同比+22.3%，浮法玻璃毛利率为 39.2%、同比+9.7pct。
- **汽车玻璃&建筑玻璃:** 在疫情和美国政府加征进口关税不利影响下，公司汽玻仍实现一定增长，2020 年汽玻收入同比+2.4% (20H2 同比+6.5%)、至 46.1 亿港元。公司凭借强势的营销策略以及多元化的附加值及先进结构玻璃产品，建筑玻璃业务保持合理增长，2020 年建玻收入同比+4.8%、至 22.1 亿港元。汽玻毛利率同比+0.8pct、至 47.2%，建玻毛利率同比-1.0pct、至 43.9%。
- **分区域:** 大中华、北美、欧洲、其他地区收入分别同比+22%、+1%、-11%、-1%，收入比重分别为 73%、11%、3%、13%，国内收入增长表现较强。
- **规模效应带动费用率下降，信义光能股权继续增厚公司利润。**
- 公司 2020 年销售和推广开支费用率同比-0.6pct、至 5.1%，行政开支费用率同比-0.7pct、至 9.7%，我们认为公司规模效应带动费用率下降。2020 年财务成本同比-29.6%、至 1.9 亿港元，主要系香港银行同业拆息下降所致。
- 2020 年应占联营公司利润为 11.2 亿港元，同比+75.8%，占全年税前利润的 15%，主要系联营公司信义光能业绩大幅增长。2020 年净利润率同比+7.0pct、至 34.5%。
- **维持“优于大市”评级。**短期来看我们预计公司将受益于玻璃价格高景气带来的业绩高增长；位于广西北海、江苏张家港的第一期产线已于 2020H2 全面投产，同时已于 2020 年收购江门蓬江 3 条产线 2250t/d，广西北海、辽宁营口 2 个厂房的第二期产线将于 2021 年建成，在行业限制新增产能背景下，公司将持续获取更高市场份额。公司现金流充沛，长期维持高分红率，2021 年 3 月 3 日收盘价对应 2020 年股息率为 3.4%；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 2021~2023 年 EPS 分别为 2.22、2.46、2.66 港元/股，给予 2021 年 PE 12~14 倍，合理价值区间 26.64~31.08 港元。
- **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。

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

分析师:潘莹练

Tel:(021)23154122

Email:pyl10297@htsec.com

证书:S0850517070010

主要财务数据及预测

主要财务数据和预测	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万港元)	16014	18616	22487	24869	26533
(+/-)YoY(%)	8.7%	14.5%	20.8%	10.6%	6.7%
净利润(百万港元)	4237	6422	8964	9942	10742
(+/-)YoY(%)	5.6%	43.4%	39.6%	10.9%	8.1%
全面摊薄 EPS(港元)	1.06	1.59	2.22	2.46	2.66
毛利率(%)	36.7%	41.7%	46.3%	46.3%	46.2%
净资产收益率(%)	22.7%	23.0%	24.3%	21.2%	18.7%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 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

盈利预测假设。

浮法玻璃：我们认为受益于玻璃价格高景气以及行业新增产能受限，考虑到 2020H2 开始玻璃价格已有较为明显的抬升并且保持历史高位，我们预计 2021~2023 年毛利率维持在高位水平，考虑到玻璃均价的提升以及有效产能的释放，我们预计公司 2021 年收入增速较快、2022~2023 年有所回落。

汽车玻璃：汽车玻璃后市场需求主要取决于全球汽车保有量，我们预计需求保持相对稳定低速增长，考虑到 2020 年疫情造成的低基数原因，我们假设 2021 年收入增速略快，2022~2023 年回落至 5% 的水平。我们假设 2021~2023 年毛利率水平基本和 2020 年持平，保持平稳。

建筑玻璃：我们预计随着竣工需求稳定增长以及玻璃渗透率、双片三片玻璃应用比例的逐步推升，同时考虑到 2020 年疫情造成的低基数原因，我们假设 2021 年收入增速略快，2022~2023 年回落至 10% 的水平。我们认为公司高端产品具备较强定价能力，假设 2021~2023 年毛利率维持在 45.0%，略高于 2020 年的 43.9%。

表 1 分业务收支分拆及预测

		2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
浮法玻璃（外销）	营业收入（百万港元）	5022	6510	8017	8424	9645	11795	14874	16747	17865
	yoy（%）	6.6%	29.6%	23.2%	5.1%	0.0%	22.3%	26.1%	12.6%	6.7%
	毛利率（%）	11.1%	27.5%	31.7%	32.4%	29.5%	39.2%	46.2%	46.1%	46.0%
汽车玻璃	营业收入（百万港元）	3787	3748	3910	4252	4503	4609	5070	5323	5590
	yoy（%）	5.4%	-1.0%	4.3%	8.7%	5.9%	2.4%	10.0%	5.0%	5.0%
	毛利率（%）	44.3%	49.0%	46.9%	43.9%	46.4%	47.2%	47.5%	47.5%	47.5%
建筑玻璃	营业收入（百万港元）	2651	2590	2801	3338	2110	2212	2544	2798	3078
	yoy（%）	3.8%	-2.3%	8.1%	19.2%	0.0%	4.8%	15.0%	10.0%	10.0%
	毛利率（%）	33.9%	39.9%	38.0%	38.3%	44.9%	43.9%	45.0%	45.0%	45.0%
合计	营业收入（百万港元）	11460	12848	14728	16014	16258	18616	22487	24869	26533
	yoy（%）	5.5%	12.1%	14.6%	8.7%	1.5%	14.5%	20.8%	10.6%	6.7%
	毛利率（%）	27.3%	36.3%	37.0%	36.7%	36.2%	41.7%	46.3%	46.3%	46.2%

资料来源：公司年报（2015~2020），海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	收盘价（港元）	EPS（港元/股）一致预期			PE（倍）			PB（倍）
		2021/3/3	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	（按最新每股净资产计算）
00914.HK	海螺水泥	51.60	7.65	7.92	8.03	6.7	6.4	6.3	1.5
01313.HK	华润水泥控股	9.42	1.23	1.49	1.50	7.6	6.3	6.2	1.5
601636.SH	旗滨集团	18.08	0.60	0.83	1.19	20.5	15.0	10.4	4.6
03606.HK	福耀玻璃	53.75	1.16	1.02	1.49	44.8	50.5	34.6	5.2
平均值						19.9	19.6	14.4	3.2

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 0.83RMB

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万港元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (港元)					营业总收入	18616	22487	24869	26533
每股收益	1.59	2.22	2.46	2.66	营业成本	10844	12070	13362	14269
每股净资产	6.90	9.12	11.58	14.24	毛利率%	41.7%	46.3%	46.3%	46.2%
每股经营现金流	1.11	2.15	2.38	2.55	营业费用	959	1147	1268	1353
每股股利	0.79	1.11	1.23	1.33	营业费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
价值评估 (倍)					管理费用	1692	2024	2238	2388
P/E	14.75	10.57	9.53	8.82	管理费用率%	9.1%	9.0%	9.0%	9.0%
P/B	3.40	2.57	2.02	1.65	财务费用	193	274	252	265
股息率%	3.37%	4.73%	5.25%	5.67%	财务费用率%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%
盈利能力指标 (%)					投资收益	1124	1687	2024	2429
毛利率	41.7%	46.3%	46.3%	46.2%	利润总额	7330	10196	11308	12217
净利率	34.5%	39.9%	40.0%	40.5%	所得税	899	1224	1357	1466
净资产收益率	23.0%	24.3%	21.2%	18.7%	有效所得税率%	12.3%	12.0%	12.0%	12.0%
资产回报率	14.2%	17.9%	16.6%	15.4%	少数股东损益	9	9	9	9
盈利增长 (%)					归属母公司所有者净利润	6422	8964	9942	10742
营业收入增长率	14.5%	20.8%	10.6%	6.7%					
净利润增长率	43.4%	39.6%	10.9%	8.1%					
偿债能力指标					资产负债表 (百万港元)	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	37.9%	26.3%	21.5%	17.5%	货币资金	5245	6369	12548	19794
流动比率	1.5	2.7	3.5	4.4	交易性金融资产	224	224	224	224
速动比率	1.2	2.2	3.0	3.9	应收账款及应收票据	4916	5939	6568	7007
现金比率	0.6	1.1	2.0	2.9	存货	2496	2778	3076	3285
经营效率指标					其它流动资产	60	67	74	79
应收帐款周转天数	96.4	96.4	96.4	96.4	流动资产合计	12941	15377	22489	30388
存货周转天数	84.0	84.0	84.0	84.0	长期股权投资	8231	8231	8231	8231
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	固定资产	17142	19802	22276	24577
固定资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	无形资产	4298	4278	4259	4241
					商誉	0	0	0	0
					其他非流动资产	2459	2459	2459	2459
					非流动资产合计	32130	34771	37225	39508
现金流量表 (百万港元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	45071	50147	59714	69896
净利润	6422	8973	9951	10751	短期借款	3779	0	0	0
折旧与摊销	0	1560	1745	1917	应付票据及应付账款	1471	1637	1812	1935
营运资本变动	0	-429	-318	-222	应交税金	967	1168	1292	1379
其他非现金调整	0	-1412	-1772	-2164	其它流动负债	2477	2993	3310	3531
经营活动现金流	4504	8692	9606	10282	流动负债合计	8694	5798	6414	6844
投资活动现金流	0	-2513	-2176	-1771	长期借款	7795	6795	5795	4795
融资活动现金流	0	-5053	-1252	-1265	其它长期负债	609	609	609	609
现金净流量	147	1125	6178	7246	非流动负债合计	8403	7403	6403	5403
					负债总计	17098	13201	12817	12248
					实收资本	404	404	404	404
					普通股股东权益	27882	36845	46787	57530
					少数股东权益	92	101	110	119
					负债和所有者权益合计	45071	50147	59714	69896

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 03 日, 公司暂未披露 2020 年详细现金流量表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 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： 天山股份,中国巨石,西部水泥,帝欧家居,华新水泥,万年青,三棵树,伟星新材,兔宝宝,祁连山,冀东水泥,科顺股份,海螺水泥,长海股份,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,惠达卫浴,永高股份,北新建材,上峰水泥,信义玻璃,震安科技,凯伦股份,东宏股份,华润水泥控股,蒙娜丽莎,旗滨集团,塔牌集团

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;	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。
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。	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。