

信义玻璃 [0868.HK]

起步吧!

中国主要城市的平均浮法玻璃价格已升至2014年初以来的最高水平，主要是由于供需情况改善，这对信义玻璃等中国玻璃生产商有利。在本季，主要城市平均浮法玻璃价格对比上半年平均上涨了2.5%。我们仍然认为，信义玻璃的疲弱股价表现是不合理的，因为市场对以下方面的忧虑正消退：公司的海外扩张计划、中国建筑玻璃的需求、信义光能[0968.HK]的业绩，以及利润率的走势。我们仍认为，公司将公布详细的扩张计划，当中包括具体的生产设施位置，而海外扩张计划将提振公司的盈利能力。管理层重申，预计汽车玻璃制品的销售增长将在2017年下半年回升，公司亦表示正就建筑玻璃产品物色高端项目。我们认为，中国浮法玻璃行业的供需情况将进一步转好，因为冷修周期将很可能从2018年展开，而随着其他玻璃生产商整合，行业产能将会下降，这对信义玻璃是为正面。另外，市场对信义光能的想法转好，亦对信义玻璃有利。信义玻璃现时的2017年市盈率为8.9倍，预测股息收益率为5.5%。考虑到估值不高，我们维持买入评级，目标价为10.13港元（基于11倍2017年市盈率，低于历史平均水平及同业平均）。

投资亮点

- 浮法玻璃价格已升至三年高位。**浮法玻璃价格升至三年高位，走势符合其他受需求驱动上升的商品。在2017年9月11日，中国主要城市平均浮法玻璃价格达到1,535.9元人民币/吨，是2014年初以来的最高水平，主要由于供需情况改善，这对信义玻璃等中国玻璃生产商是为正面。在本季，主要城市平均浮法玻璃价格对比上半年平均已上涨2.5%。由于供应紧张，东莞的浮法玻璃价格涨至2,000元人民币/吨以上。我们认为，浮法玻璃价格强势反映下游需求回升，而需求部分是受到建筑活动趋稳带动。玻璃行业信心指数自2017年3月初以来一直保持坚挺，我们认为这反映业内人士对近期行业前景充满信心。我们看不到有任何会导致浮法玻璃价格急跌的重大因素。浮法玻璃价格走势也反映，玻璃生产商能够将成本的上涨转嫁给客户。基于我们的理解，信义玻璃还以较低的成本从海外供应商取得纯碱，这将有助维持公司的盈利能力，尤其中国的纯碱价格正在上涨。
- 海外扩张计划正面。**至于海外扩张计划，信义玻璃很可能将重点放在马来西亚和加拿大等国家，我们认为这两个地区的风险较为可控，有望降低投资者的忧虑。到2017年，信义玻璃的浮法玻璃产能将较2017年的530万吨增加50%。由于公司拥有专业知识和高品质的产品，公司的海外扩张计划将使公司受益于东盟、欧洲和美国对浮法玻璃的巨大需求。我们也认为，只要公司准备就绪，其将会发布扩张计划的细节。海外扩张应会提振公司的整体盈利能力。我们认为，市场对公司的海外扩张计划过度忧虑。
- 冷修期和行业整合有望进一步支持浮法玻璃价格。**我们仍然认为，中国的浮法玻璃行业将于2017-19年间进入冷修高峰期（占总营运产能约13%），由于供需情况将转好，这对龙头企业是正面的。另外我们认为，浮法玻璃行业有可能迎来新一轮整合（自华尔润在2015年倒下后，行业进入了上升周期），该整合由其他浮法玻璃生产商带领（请参阅我们的中国玻璃[3300.HK]报告）。信义玻璃作为行业龙头之一，将是行业整合的主要受益者之一。
- 非浮法玻璃业务于2017年下半年开始复苏。**预期公司的汽车玻璃业务将于2017年下半年复苏，因为分拆信义香港[8328.HK]及巴西反倾销案件的影响已消退。另外，近期汇率走势对公司有利，加上公司致力挑选更优质的项目，都将支持公司的建筑玻璃业务恢复增长。另外，光伏玻璃价格趋稳，将提振市场对信义光能的投资情绪，这对信义玻璃也是间接的正面因素。在多头受惠需求上升的商品股龙头中，信义玻璃的表现相对落后。

中国建筑业 -

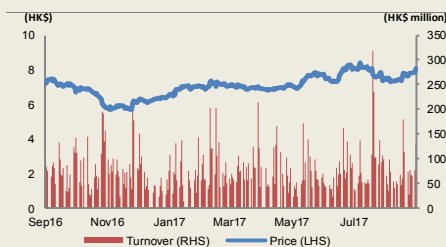
建材

买入

收盘价：8.05港元（2017年9月12日）

目标价：10.13港元（+25.8%）

股价表现



来源：彭博，中国银河国际证券研究部

市值	41.25亿美元
发行在外股数	39.99亿股
核数师	PricewaterhouseCoopers
自由流通量	46.3%
52周交易区间	5.69-8.39港元
三个月日均成交量	1,010万美分
主要股东	李贤义 (20.3%)

布家杰, CFA — 高级分析员

(852) 3698-6318

markpo@chinastock.com.hk

王志文, CFA — 研究部主管

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

主要财务指标 (百万港元)	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	10,261.1	11,460.3	12,848.4	14,346.4	16,008.0
变动(同比 %)	9.3	5.6	12.1	11.7	11.6
毛利润	2,733.4	3,132.7	4,659.3	5,191.2	5,742.9
毛利率 (%)	25.2	27.3	36.3	36.2	35.9
净利润	1,364.3	2,113.1	3,213.4	3,606.3	4,031.0
净利润率 (%)	12.6	18.4	25.0	25.1	25.2
每股收益 (基本)	0.35	0.54	0.83	0.90	1.01
变动(同比 %)	(61.3)	54.9	54.2	8.9	11.8
每股股息	\$0.150	\$0.265	\$0.400	\$0.445	\$0.497
净资产收益率 (%)	11.1	16.9	24.8	25.7	25.4
股息收益率 (%)	1.86	3.29	4.97	5.53	6.18
市盈率 (倍)	23.2	15.0	9.7	8.9	8.0
市净率 (倍)	2.6	2.5	2.4	2.2	1.9
自由现金流收益率 (%)	-0.58%	3.32%	5.46%	3.06%	7.28%
资本开支 (百万元)	(1,729.0)	(1,967.0)	(1,853.0)	(2,500.0)	(1,501.0)
每股自由现金流	(0.0)	0.3	0.4	0.2	0.6
净负债比率 (%)	42.0	37.2	37.3	38.3	31.7

Xinyi Glass [0868.HK]

Get Set, Go!

The average float glass price in key cities in China reached the highest level since the beginning of 2014, due to more favourable supply/demand dynamics, which is positive for Chinese glass manufacturers such as Xinyi Glass (XYG). The average float glass price in key cities has increased 2.5% this quarter from 1H 2017. We still don't believe that XYG's share price underperformance is justified, as concerns about overseas expansion, demand for construction glass in China, Xinyi Solar's (XYS) [0968.HK] performance, and potential margin pressure are expected to fade. We also maintain the view that the detailed expansion plan, with the exact locations of the production facilities, etc., will be released going forward and that the overseas expansion will have a positive impact on the XYG's profitability. Management reiterated the view that growth in sales of auto glass products is expected to pick up in 2H 2017 and said that it is looking for high-end projects for its architectural glass products. We believe that the float glass industry in China will see more favourable supply/demand dynamics, as the cold repairing cycle is likely to start in 2018, which will reduce production capacity, as will potential industry consolidation triggered by other glass manufacturers, which is positive for XYG. The improvement in sentiment on XYS is also positive for XYG. XYG is now trading at a 8.9x 2017 PER and an estimated yield of 5.5%. With its undemanding valuation, we maintain our BUY call, with a target price of HK\$10.13 (based on a 11x 2017E PER, lower than its historical average and the average of its listed peers).

Investment Highlights

- Float glass price has reached a 3.5-year high.** In line with other local demand-driven commodities, the float glass price reached a 3.5-year high this week. The average float glass price in key cities in China reached RMB1,535.9/tonne on 11 Sep 2017, the highest level since the beginning of 2014, due to more favourable supply/demand dynamics, which is positive for Chinese glass manufacturers such as XYG. The average float glass price in key cities has increased 2.5% this quarter from 1H 2017. The float glass price rose to over RMB2,000/tonne in Dongguan, thanks to tight supply. We maintain the view that the strong float glass price is a reflection of resilient downstream demand, which is attributable partly to stable construction activity. The Glass Industry Confidence Index also rose to a 3-year high last week. which in our view, indicates that the industry players are gaining confidence in the near-term outlook for the industry. We don't see a major reason for a sharp fall in the float glass price. The float glass price movement also indicates that glass makers are able to pass on cost increases to their customers. Based on our understanding, XYG also secured a supply of soda ash at lower cost from overseas suppliers, which will help protect the Company's profitability in the face of an increase in the soda ash price in the China market.
- Overseas expansion is positive.** Regarding overseas expansion, XYG is likely to focus on countries such as Malaysia and Canada, where we think the risks are more controllable, so investors should have less concern. XYG's float glass capacity will increase by 50% by 2020 from 5.3mt in 2017. The overseas expansion will enable XYG to benefit from the huge demand for float glass in ASEAN, Europe and the US, given its expertise and high product quality. We also maintain the view that the Company will release the details of its expansion plan once it is ready. The overseas expansion should have a positive effect on XYG's overall probability. Concern about XYG's overseas expansion is somewhat overdone, in our view.
- Cold repairing cycle and industry consolidation might further support the float glass price.** We reiterate the view that float glass industry will enter a cold repairing cycle (about 13% of total capacity) in 2017-2019, which is positive for the leading players, as the supply/demand dynamics will become more favourable. We also believe that the float glass industry is likely to enter another round of consolidation (recall that the industry entered an upcycle after the collapse of Farrun Group in 2015), led by other float glass manufacturers (for details, please refer to our update on China Glass Holdings [3300.HK]). As a leading player in the industry, XYG will be one of the major beneficiaries of industry consolidation.
- Non-float glass operations to pick up in 2H 2017.** XYG's automobile glass division is expected to pick up in 2H 2017, as the impact of the spin-off of Xinyi HK [8328.HK] and the anti-dumping case in Brazil has faded. A more favourable currency environment and improved project selection will also help XYG's architectural glass operation resume growth. Stabilization of the solar glass

Key Financials (in HKDm)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	10,861.1	11,460.3	12,848.4	14,346.4	16,008.0
Change (YoY %)	9.3	5.5	12.1	11.7	11.6
Gross Profit	2,733.4	3,132.7	4,659.3	5,191.2	5,742.9
Gross Margin %	25.2	27.3	36.3	36.2	35.9
Net Profit	1,364.3	2,113.1	3,213.4	3,606.3	4,031.0
Net Margin %	12.6	18.4	25.0	25.1	25.2
EPS (Basic)	0.35	0.54	0.83	0.90	1.01
Change (YoY %)	(61.3)	54.9	54.2	8.9	11.8
DPS	\$0.150	\$0.265	\$0.400	\$0.445	\$0.497
ROE (%)	11.1	16.9	24.8	25.7	25.4
Dividend Yield (%)	1.86	3.29	4.97	5.53	6.18
PER (x)	23.2	15.0	9.7	8.9	8.0
PBR (x)	2.6	2.5	2.4	2.2	1.9
FCF Yield (%)	-0.58%	3.32%	5.46%	3.06%	7.28%
Capex (m)	(1,729.0)	(1,967.0)	(1,853.0)	(2,500.0)	(1,501.0)
Free cash flow per share	(0.0)	0.3	0.4	0.2	0.6
Net Gearing (%)	42.0	37.2	37.3	38.3	31.7

Source: Bloomberg, CGIS Research

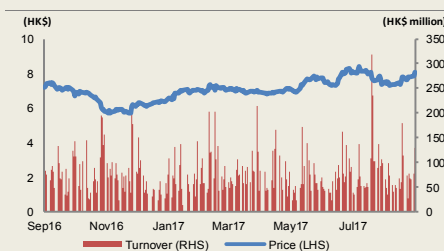
China Construction Sector - Building Materials

BUY

Close: HK\$8.05 (Sep 12, 2017)

Target Price: HK\$10.13 (+25.8%)

Share Price Performance



Source: Bloomberg, CGIS Research

Market Cap	US\$4,125m
Shares Outstanding	3,999m
Auditor	Pricewaterhouse-Coopers
Free Float	46.3%
52W range	HK\$5.69-8.39
3M average daily T/O	US\$10.1m
Major Shareholder	Mr Lee Yin Yee (20.3%)

Mark Po, CFA — Senior Analyst

(852) 3698-6318

markpo@chinastock.com.hk

Wong Chi Man, CFA — Head of Research

(852) 3698-6317

cmwong@chinastock.com.hk

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888