

## 信义玻璃 [0868.HK]

### 正面讯号浮现; 维持买入评级

在过去一段时间内, 信义玻璃的表现落后于部分建材和商品同业, 我们认为这是由于市场关注以下问题: (a) 在房地产政策收紧下, 来自房地产开发商的下游需求会否受到影响; (b) 浮法玻璃价格见顶; (c) 生产成本上涨, 特别是天然气和苏打灰。尽管市场担心下游需求, 但浮法玻璃价格在2017年3月中旬跌至今年以来的低位后一直回升。在2016年12月底至2017年4月7日之间, 中国重点城市的平均浮法玻璃价格仅上涨0.3%, 但同比而言, 今年初至今主要城市的平均浮法玻璃价格上涨了23.9%。我们认为, 浮法玻璃价格之所以回升, 是由于下游需求改善, 这是部分是受到稳定的建筑活动所带动。在上一个周期顶部(2009 - 2012年)投产的浮法玻璃生产线将需要进行冷修, 这将使供需情况对龙头企业(包括信义玻璃)更为有利。中国政府将在未来12个月内对全国玻璃行业进行全面的检查, 我们仍然认为, 信义玻璃将是中国供给侧改革的主要受益者之一。除了浮法玻璃近日涨价的因素外, 以下迹象对于行业和信义玻璃来说亦是正面: (1) 苏打灰价格在今年初至今回落了18%; (2) 行业库存自今年3月初以来有所下降; (4) 中国玻璃市场信心指数反弹。考虑到中国政府的供给侧改革和施工的周期, 我们认为浮法玻璃业的上升周期将维持较长时间。信义玻璃目前的2017年市盈率为7.3倍, 预测股息收益率为6.8%。由于估值不高, 我们维持买入评级, 目标价为8.69港元(基于9倍2017年市盈率, 低于历史平均水平和同业平均水平)。

### 投资亮点

- 浮法玻璃价格保持上涨。** 尽管市场担心下游需求, 但浮法玻璃价格仍然坚挺, 中国重点城市的平均浮法玻璃价格在2016年12月底至2017年4月7日之间上涨0.3%, 达到1,445.6元人民币每吨, 亦较3月中旬的今年以来低位有所回升。同比而言, 目前的浮法玻璃价格上涨了23.9%。我们还留意到, 玻璃生产线的数量从2016年初的348条增加到2017年4月7日的358条, 但利用率仍然保持在65%左右, 反映下游需求稳固。我们认为, 浮法玻璃价格回升是由于下游需求改善, 这是部分受到稳定的建筑活动所带动。建设活动的淡季(农历新年)已结束, 浮法玻璃价格在短期内有望继续上涨。
- 冷修需求有望进一步支持浮法玻璃价格。** 一般而言, 浮法玻璃生产线在运营6-8年后需要进行冷修。因此, 在上一个周期顶部(2009 - 2012年)投产的浮法玻璃生产线将需要在2017-2019年进行冷修, 以保持产品质量和控制排放。市场估计, 在2017至2019年间, 将有47条生产线(约占运营中生产线总数的13%)进入冷修期。虽然很难明确预测这些生产线在何时关闭及进行冷修, 但这仍对行业龙头正面, 因为供需情况将会改善。
- 行业消息趋向正面。** 由于天然气和苏打灰的价格上涨, 市场担心行业的利润率将受压。但是我们留意到, 浮法玻璃行业的消息面趋向正面, 浮法玻璃生产商有望受益。在今年初至2017年4月2日, 苏打灰价格下跌18%至每吨1,811元人民币。我们也认同信义玻璃管理层的看法, 即是该公司将受益于天然气供应商较低的定价。浮法玻璃的行业库存水平从2017年3月初的高峰34.2重量箱下降了2.2%至3月底的33.5重量箱。玻璃行业信心指数自2017年3月初以来一直保持稳定, 我们认为这反映业界人士对行业短期前景的信心有所恢复。目前我们看不到有导致浮法玻璃价格急跌的重大诱因。
- 股价表现不佳。** 平均而言, 水泥、造纸、钢铁、煤炭等上市商品板块的股价在今年初至今上涨了30.8%, 而信义玻璃的表现则相对落后, 在期内仅上涨10.6%。考虑到上述的各种正面讯号, 我们仍认为信义玻璃较弱的股价表现并不合理。

中国建筑行业 -

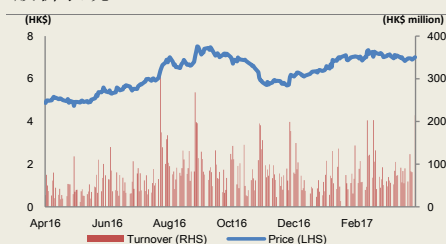
建材

# 买入

收盘价: 7.02港元 (2017年4月10日)

目标价: 8.69港元 (+23.7%)

### 股价表现



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

市值	35.20亿美元
发行在外股数	35.549亿股
核数师	PricewaterhouseCoopers
自由流通量	45.0%
52周交易区间	4.74-7.53港元
三个月日均成交量	960万美分
主要股东	李贤义 (20.3%)

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

**布家杰, CFA — 高级分析师**

(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	10,861.1	11,460.3	12,848.4	14,093.5	15,430.6
变动(同比 %)	9.3	5.5	12.1	9.7	9.5
毛利	2,733.4	3,132.7	4,659.3	5,150.9	5,629.4
毛利率(%)	25.2	27.3	36.3	36.5	36.5
净利润	1,364.3	2,113.1	3,213.4	3,746.0	4,172.9
净利润率(%)	12.6	18.4	25.0	26.6	27.0
每股收益(基本)	0.35	0.54	0.83	0.97	1.08
变动(同比 %)	(61.3)	54.9	54.2	16.6	11.4
每股派息	\$0.150	\$0.265	\$0.400	\$0.476	\$0.531
净资产收益率(%)	11.1	16.9	24.8	26.4	25.5
股息收益率(%)	2.14	3.77	5.70	6.79	7.56
市盈率(倍)	20.3	13.1	8.5	7.3	6.5
市净率(倍)	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6
自由现金流收益率(%)	-0.66%	3.81%	6.27%	4.86%	9.86%
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	0.3	0.7
净负债比率(%)	42.0	37.2	37.3	35.7	27.3

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

## Xinyi Glass [0868.HK]

Positive signals have been emerging. Maintain BUY.

Shares of Xinyi Glass (XYG) have underperformed in the building materials and commodity sectors, in our view, due to concern about (a) downstream demand from property developers in response to tightening policies released by the Chinese government; (b) a peak in the float glass price; and (c) higher production costs, especially for natural gas and soda ash. Despite concerns about downstream demand, the float glass price has held up well and rebounded from a YTD tough in mid-Mar 2017. The average float glass price in key cities in China was up only 0.3% from end-Dec 2016 to 7 Apr 2017. But the YTD average float glass price in key cities has increased 23.9% YoY. We maintain the view that the resilience of the float glass price is due to better downstream demand, which is attributable partly to stable construction activity. The float glass production lines coming onstream during the previous peak in 2009-2012 will require cold repairing in 2017-2019, which will make the supply/demand dynamic more favourable to the leading players, including XYG. We maintain the view that XYG will be one of the major beneficiaries of supply-side reform in China, as the Chinese government will conduct intensive nationwide inspections in the coming 12 months. In addition to the recent pick-up in the float glass price, an 18% YTD retreat in the soda ash price, a drop in inventory since the beginning of Mar 2017 and a rebound in Glass Industry Confidence Index are positive signals for the industry and XYG. We maintain the view that the float glass up-cycle will last longer, given the Chinese government's supply side reforms and the construction cycle. XYG is now trading at a 7.3x 2017 PER and an estimated yield of 6.8%. With its undemanding valuation, we maintain our BUY call with a target price of HK\$8.69 (based on a 9x 2017E PER, lower than its historical average and the average of its listed peers).

### Investment Highlights

- Float glass price holding up well.** Despite concern about downstream demand, the float glass price has held up well, with the average float glass price in key cities in China up 0.3% from end-Dec 2016 to RMB1,445.6/tonne on 7 Apr 2017 and a rebound from the YTD tough in mid-Mar 2017. The current float glass price in key cities still represents a YoY increase of 23.9%. We also note that the number of float glass lines commencing production increased from 348 at the beginning of 2016 to 358 at 7 Apr 2017, but the utilization rate still held up well, at around 65%, another indication that downstream demand is solid. We maintain the view that the resilience of the float glass price is due to better downstream demand, which is attributable partly to stable construction activity. The low season (around Chinese New Year) of construction activity has ended, and we should see the float glass price to continue to go up in the near term.
- Requirement for cold repairing might further support the float glass price.** A normal float glass production line must undergo cold repairing after 6-8 years of operation. Therefore, the lines that commenced production during previous cycle peak during 2009-2012 will required cold repairing in 2017-2019 to maintain product quality and control emissions. The market is estimating that 47 production lines (about 13% of total operating production lines) will enter the cold repairing period in 2017-2019. It is difficult to estimate when these lines will actually be closed down for cold repairing, but this is positive for the leading players, as the supply/demand dynamic will become more favourable.
- News flow is turning more favourable.** There was concern about potential margin pressure, given the increase in the price of natural gas and soda ash. However, we saw that the news flow is turning more favourable for float glass producers. The soda ash priced dropped 18% YTD to RMB1,811 per tonne as of 2 Apr 2017. We also share XYG management's view that XYG will enjoy favourable pricing from gas suppliers. The inventory level of the float glass industry dropped 2.2% from the recent peak of 34.2 DWC in early Mar 2017 to 33.5 DWC at the end of Mar 2017. The Glass Industry Confidence Index has held up well since early Mar 2017 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.

Key Financials (in HKDm)	2014	2015	2016	2017E	2018E
Revenue	10,861.1	11,460.3	12,848.4	14,093.5	15,430.6
Change (YoY %)	9.3	5.5	12.1	9.7	9.5
Gross Profit	2,733.4	3,132.7	4,659.3	5,150.9	5,629.4
Gross Margin %	25.2	27.3	36.3	36.5	36.5
Net Profit	1,364.3	2,113.1	3,213.4	3,746.0	4,172.9
Net Margin %	12.6	18.4	25.0	26.6	27.0
EPS (Basic)	0.35	0.54	0.83	0.97	1.08
Change (YoY %)	(61.3)	54.9	54.2	16.6	11.4
DPS	\$0.150	\$0.265	\$0.400	\$0.476	\$0.531
ROE (%)	11.1	16.9	24.8	26.4	25.5
Dividend Yield (%)	2.14	3.77	5.70	6.79	7.56
PER (x)	20.3	13.1	8.5	7.3	6.5
PBR (x)	2.2	2.2	2.1	1.8	1.6
FCF Yield (%)	-0.66%	3.81%	6.27%	4.86%	9.86%
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	0.3	0.7
Net Gearing (%)	42.0	37.2	37.3	35.7	27.3

Source: Bloomberg, CGIS Research

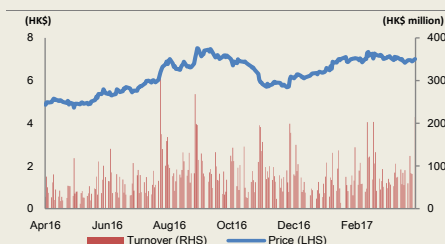
### China Construction Sector - Building Materials

# BUY

Close: HK\$7.02 (Apr 10, 2017)

Target Price: HK\$8.69 (+23.7%)

### Share Price Performance



Source: Bloomberg, CGIS Research

Market Cap	US\$3,520m
Shares Outstanding	3,554.9m
Auditor	Pricewaterhouse-Coopers
Free Float	45.0%
52W range	HK\$4.74-7.53
3M average daily T/O	US\$9.6m
Major Shareholder	Mr Lee Yin Yee (20.3%)

Source: Bloomberg, CGIS Research

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)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