

證券業務部每周證券評論

信義玻璃控股有限公司 (股份代號:00868)

Xinyi Glass Holdings Limited

31 JUL 2017

目標價 \$8.88

公司簡介

重點財務數據

(截至31/12/2016止)

每股基本盈利 港幣0.8278元

全年每股股息 港幣0.4元

市盈率(x) 7.66

市帳率(x) 1.87

派息比率 48.321%

資料來源:

彭博、信義玻璃控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)

kathy.wong@icbcasia.com

信義玻璃控股有限公司(以下稱“信義玻璃”或“集團”),集團於1988年成立,並於2005年2月3日於香港聯合交易所主板成功掛牌上市。集團業務主要是生產及銷售多種玻璃產品,當中包括浮法玻璃(包括超白光伏玻璃)、汽車玻璃、電子玻璃和工程玻璃等產品。而目前集團於東莞、深圳、江門、蕪湖、天津、營口、德陽及馬來西亞八大生產基地,總佔地面積530多萬平方米,現有員工近1.2萬人。在浮法玻璃產品方面,集團是國際領先優質浮法玻璃生產商,目前擁有總計日熔量15200噸的優質浮法玻璃生產線。在汽車玻璃產品方面,集團是中國最大的汽車玻璃生產商之一,佔有全球汽車玻璃替換市場20%以上份額,產品和解決方案已經應用於全球140多個國家和地區,與奇瑞、宇通、福田等民族自主品牌結為長期戰略合作夥伴關係,具有與整車主機廠同步研發能力。在節能玻璃產品方面,集團是中國最大的高檔LOW-E節能玻璃生產商之一,佔有中國LOW-E節能玻璃市場約15%份額。集團已將其玻璃產品出口至香港、美國、加拿大、澳洲、新西蘭、中東、歐洲、非洲、中美洲及南美洲等130多個國家及地區。而集團的客戶包括從事汽車玻璃製造、玻璃批發及分銷、汽車維修、汽車製造、建築承建商、建築玻璃製造、傢俬及家居電器製造和太陽能系統製造等行業的公司。

業績回顧 (截至31/12/2016止)

截至2016年12月31日止的12個月,集團的收益同比增長12.1%至128.48億元(港幣,下同);整體毛利同比增長48.7%至46.59億元;毛利率較去年同期的27.3%提升了8.9個百分點至36.3%;股東應佔溢利同比增長52.1%至32.13億元。每股基本盈利同比增長53.6%至0.8278元。

財務方面,截止2016年12月31日止,集團持有的現金及現金等價物為27.63億元,較2015年底的12.98億元增加1.13倍;資產總值為240.22億元,較2015年年底的214.22億元,增長12.1%;負債總額為107.75億元,較2015年年底的86.96億元,增長23.9%;集團的流動比率為1.09x,較2015年底的1.01x提升了0.08x;集團淨負債資本比率(即淨銀行債務[按借貸總額減去現金、銀行結餘及已抵押銀行存款計算]除以權益總額計算)為37.0%,較2015年底的37.2%下降了0.2個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2016	2015	變動%
港幣千元			
收益	12,848,400	11,460,263	12.1%
毛利	4,659,250	3,132,693	48.7%
毛利率	36.3%	27.3%	8.9%
股東應佔利潤	3,213,428	2,113,143	52.1%
人民幣千元	2016年6月30日	2015年12月31日	變動%
總資產	24,022,321	21,421,653	12.1%
總負債	10,775,431	8,695,946	23.9%
流動比率(x)	1.09	1.01	0.08
現金及現金等價物	2,763,072	1,298,255	112.8%
淨負債資本比率(%)	37.0%	37.2%	-0.2%

資料來源: 信義玻璃控股有限公司

投資要點及利好因素

圖表二

分部收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
分部收入(港幣千元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
浮法玻璃	50.7%	6,509.8	43.8%	5,022.2	29.6%
汽車玻璃	29.2%	3,748.4	33.0%	3,786.6	-1.0%
建築玻璃	20.2%	2,590.2	23.1%	2,651.5	-2.3%
總計	100.0%	12,848.4	100.0%	11,460.3	12.11%
分部毛利(港幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
佔比%	金額	佔比%	金額	變動%	
浮法玻璃	38.4%	1,791.0	17.7%	555.8	222.2%
汽車玻璃	39.4%	1,835.9	53.6%	1,679.2	9.3%
建築玻璃	22.2%	1,032.3	28.7%	897.7	15.0%
總計	100.0%	4,659.2	100.0%	3,132.7	48.7%
分部收入(港幣千元)	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
佔比%	金額	佔比%	金額	變動%	
大中華	73.3%	9,419.8	70.32%	8,058.5	16.9%
北美洲	10.1%	1,296.0	11.72%	1,343.7	-3.5%
歐洲	2.8%	355.4	3.18%	364.8	-2.6%
其他	13.8%	1,777.2	14.78%	1,693.3	5.0%
總計	100.0%	12,848.4	100.00%	11,460.3	12.1%

資料來源: 信義玻璃控股有限公司

1. **分部業績及營運表現(圖表二)**。集團去年的收入同比增長12.1%至128.48億元，增長主要由於浮法玻璃產品銷售強勁增長所致。毛利方面，集團去年的毛利同比增長48.7%至46.59億元，而期內的毛利率則較2015年同期的27.3%提升了8.9個百分點至36.3%，毛利率提升主要由於材料成本及能源成本減少、生產效率提高及產品組合擴大所致。集團的業務主要分為浮法玻璃、汽車玻璃及建築玻璃。去年集團三大分部的收入及營運如下：

浮法玻璃：佔集團整體收入50.7%的浮法玻璃分部，其去年的收入同比增長29.6%至65.1億元，毛利同比大幅增長2.22倍至17.91億元；

汽車玻璃：佔集團整體收入29.2%的汽車玻璃分部，其去年的收入同比下跌1.0%至37.48億元，毛利同比增長9.3%至18.36億元；

建築玻璃：佔集團整體收入20.2%的建築玻璃分部，其去年的收入同比下跌2.3%至25.9億元，毛利同比增長15.0%至10.32億元。

從地區看，佔集團整體收入73.3%的大中華地區，其去年的收入同比增長16.9%至94.2億元；佔集團整體收入10.1%的北美洲地區，其去年的收入同比下跌3.5%至12.96億元；佔集團整體收入2.8%的歐洲地區，其去年的收入同比下跌2.6%至3.55億元；佔集團整體收入13.8%的其他地區(澳洲、新西蘭、非洲、中東、中美洲、南美洲及其他國家)，其去年的收入同比增長5.0%至17.77億元。

2. **玻璃需求重拾增長**。在供給側改革下，去產能和去庫存仍是政府的工作重點之一。玻璃行業淘汰落後產能已從環保、能耗、品質、安全、技術等條件入手，若不達標則需退出。今年2月時，內地的環保部、質檢總局會同發改委等部委則印發《水泥玻璃行業淘汰落後產能專項督查方案》，且於2月12日至22日展開水泥、玻璃行業專項督查，意味玻璃業去產能工作將加碼實施，以進一步去掉玻璃行業的過剩產能，令行業內的供求關係更趨平衡。

在供應面方面，因內地政府已制定有關收緊新增浮法玻璃生產線建設的政策，將以更嚴格的排放環保標準淘汰過時的生產線，令浮法玻璃的價格能保持穩定。據中國玻璃網的數據顯示，今年7月份，國內的浮法玻璃生產線總數360條，總產能12.88億重量箱；生產線開工數238條，生產線開工率66.11%；上半年新增3條浮法玻璃生產線，新增產能1400萬重量箱，產量增幅逐步擴大，庫存較上年同期小幅回升。但中央繼續去除玻璃的過剩產能，以及行業將於今年至後年進入停產冷修期，屆時產能將會進一步下降，在一停一減，即過剩產能減、新增產能停的情況下，集團作為國內玻璃行業的龍頭企業之一，將會受惠於國內的玻璃市場的供求將會明顯好轉之下。

在需求方面，雖然上半年是傳統的玻璃消費淡季，但在房地產去庫存的刺激下，房屋新開工面積和商品房銷售面積累計同比在歷史高位，雖然房地產仍受制調控之下但已較2014及2015年放鬆。由今年初至今，國內的浮法玻璃價格繼續回升，反映出內地的房地產行業已回暖從而拉動玻璃需求，在供需平衡下，隨著房地產開工旺季即將來臨，加上玻璃庫存壓力不大下，浮法玻璃價格降價下半年將會維持平穩向上。

另外，根據《能源發展戰略行動計畫(2014-2020年)》提出，要實施綠色建築行動計畫。加強建築用能規劃，實施建築能效提升工程，儘快推行75%的居住建築節能設計標準，加快綠色建築建設和既有建築改造，推行公共建築能耗限額和綠色建築評級與標識制度，大力推廣節能電器和綠色照明，積極推進新能源城市建設。大力發展低碳生態城市和綠色生態城區，到2020年，城鎮綠色建築占新建建築的比例達到50%。加快推進供熱計量改革，新建建築和經供熱計

投資要點及利好因素

量改造的既有建築實行供熱計量收費。此計劃將會加大對環保玻璃和優質浮法玻璃需求，有助提升集團於浮法及建築玻璃的收入。

3. **產能提升、能源生產成本下降。**佔浮法玻璃生產成本三至四成的天然氣價 2015 年已兩度下調，加上上月發改委印發了《關於加強配氣價格監管的指導意見》，《指導意見》打破其自然壟斷屬性，對第三方開放，從而實現下游大型用戶對天然氣的直接採購，由管道運營商配送，減少中間環節，有助減輕集團在能源成本上的支出，進一步降低生產成本，提升毛利率至更高的水平。
- 雖然國內現時仍暫停玻璃的新增產能，但集團已將玻璃產能走出去。集團於馬來西亞的新玻璃廠房，該廠將專注於生產浮法玻璃及低輻射玻璃產品。土地毗鄰信義光能將收購的地塊。玻璃生產廠為集團首個海外項目，亦是集團加強海外銷售之重大策略舉措。而馬來西亞的新廠房有助集團可通過優惠進口稅待遇、適當定價政策以及更短運輸距離，使集團能更好地服務東盟的客戶。第 1 期項目的第一條優質浮法玻璃生產線，以及一條低輻射鍍膜玻璃生產線已於今年 1 月開始投產。投產後集團的浮法玻璃產能將會增加 7.1% 至 525 萬噸；售後汽車玻璃產能將會增加 1.5% 至 1640 萬片；輻射鍍膜玻璃產能維持 4415 萬方米。集團預計今年開工建設第二期項目，第二期項目將會新增兩條浮法玻璃生產線，兩條浮法玻璃生產線將會新增總產能 2000 噸/日，預計於 2018 年下半年投產。因馬來西亞新廠房的生產成本只是內地的 40%，同時享有稅務優惠不單有助集團增加海外銷售，以滿足東盟各國的玻璃需求，同時又能为集團在產能上及營運效率上提升至更高層次。

股價走勢

集團於 7 月 28 日的收市價為 \$7.98，股價按年升 33.89%。走勢上，集團股價由今年 5 月時 7 元以下的位置逐步升至 7 月 20 日 8.42 元的新高，現時股價已於高位回落至上周五收市 7.98 元。14 天相對強弱指數已回落至 50.3752 的水平，股價於 10 天、20 天及 50 天移動平均線以上。而 MACD 線及訊號線於利好的區間內，集團股價於整固後有力再向上。集團去年業績有驚喜，盈利創新高，毛利率大升，5 個年度期間銷售的複合年增長率為 8.8%。現時國內的玻璃行業的整合度提高、過剩產能已逐步淘汰，加上房地產企業及環保因素拉動需求下，供求已漸趨平衡，令玻璃價格在去年開始已止跌回升，加上集團已將產能走出去，相信集團未來銷售會繼續增加及成本繼續下跌。投資者可考慮於 7.5 元附近的位置增持或吸納，集團未來的業務發展、收入及盈利值得憧憬。資料來源：彭博

估值預測

以 7 月 28 日的收市價 \$7.98 計算，其市盈率及市帳率分別為 9.64 及 2.36 的位置，集團的市盈率及市帳率處於同行及行業中偏低水平。現時國內玻璃行業最壞的時間已過，雖然國家仍努力去玻璃行業的過剩產能，但力度已較過去的兩年減弱，庫存亦已由高位下降至合理的水平，行業的整合度已提高，加上國內的房地產行業已回暖，提升對浮法玻璃的需求，在供求平衡下，帶動浮法玻璃的價格由去年開始大幅反彈，同時提升集團於浮法玻璃的銷量及盈利。除玻璃行業整體供求好轉外，又因天然氣價格下降，令集團在生產玻璃的能源成本減少，令集團浮法玻璃的毛利大幅提升。相信國際油價下跌天然氣價格不會大幅提升之下，加上集團亦已實施一系列增強對原材料使用水平控制、主要原材料回收再利用及重建製造流程之措施以提升生產效率，並實施使用太陽能及餘熱發電供內部使用之措施下，將有助毛利率繼續向上。汽車玻璃業務方面，集團亦加大研發力度，先後研發了 SOLARX 熱反射汽車玻璃及 HUD 抬頭顯示玻璃等產品，亦積極引入新產品如天窗等，隨著新能源汽車產量加快，在集團積極優化產品下將會帶動汽車玻璃銷售回升。信義玻璃的管理層亦預計，今年汽車玻璃和建築玻璃的銷量按年會有 5 至 10% 的增長。加上今年初集團位於馬來西亞馬六甲的第一期項目的第一條優質浮法玻璃生產線以及一條低輻射鍍膜玻璃生產線已開始投產。得益於優惠進口稅務待遇、適當定價政策以及更短運輸距離，新廠能令集團更好地服務於東盟客戶。而集團計劃於今年建造第二期兩條浮法玻璃生產線。相信隨著玻璃行業供求轉趨

估值預測

平衡，集團的產能加大並走出去服務及滿足更多東盟線的客戶，加上在環保需求下信義光能(968.HK)業績將會有不俗的增長，這亦會為信義玻璃貢獻更多收入。在多個利好因素下未來集團發展及收入將會得到進一步的提升。所以會將信義玻璃的目標價定在\$8.88即相當於9.45市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有11.28%的潛在升幅。

資料來源: 彭博

風險因素

- 集團業務遍及 130 多個國家及地區，匯率波動或會為集團的盈利帶來負面的影響
- 中國仍是集團的重要市場，而國家正進行去除玻璃過剩產當中，若政府提高去除過剩產能的目標，或會影響集團未來的收入
- 天然氣及材料價格若回升，會削弱集團的盈利

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負責或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。