

地产复苏超预期，纯碱趋势向好

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《化工：房地产景气回升，底部投资

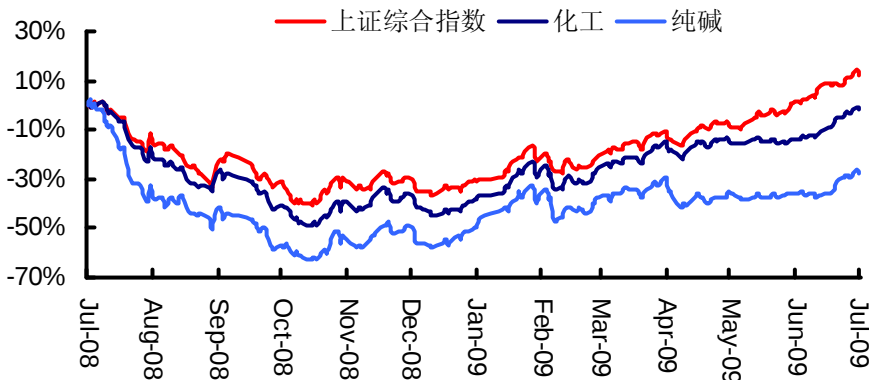
纯碱行业》20090520

《化工：纯碱行业开工率逐渐回升》

20090613

- 6 月份房地产行业新开工面积 6 月份环比增长 54.43%，同比增长 11.93%，增幅远超市场预期。联合证券房地产行业新开工领先指数继续上扬，同时新开工同步指数也开始出现明显反转，未来几个月房地产新开工面积仍有望继续维持高位运行。
- 玻璃行业 6 月份数据良好。产销量继续上升，环比升幅均在 2% 以上，库存环比继续下降约 4%。玻璃价格连续 4 个月回升，浮法玻璃比 5 月上涨 1.06%，普通平板玻璃平均价格比 5 月上涨 4.87%。平板玻璃行业 2 季度实现扭亏为盈，利润 0.85 亿。
- 根据我们初步统计显示，近 2 个月，新投产玻璃生产项目 9 个，新开工项目 2 个，停产改造和搬迁生产线 2 条，玻璃产能增加约 160 万吨/年。我们认为玻璃行业正经历此前房地产行业价格和销量上升——库存下降——供给增加的过程。停产的玻璃生产线陆续复产只是时间早晚的问题。
- 7 月份纯碱价格略有下降，目前全国平均水平轻质纯碱在 1020 元每吨左右，重质纯碱在 1150 元每吨左右，基本维持在纯碱行业生产成本线附近，大部分纯碱企业仍然很难盈利。6 月份纯碱产量 160.47 万吨，对应 84% 的行业开工率，环比增长 2%，同比下降 1%。部分企业存在一定库存压力。
- 考虑到房地产复苏超出我们预期，平板玻璃行业复苏态势也比较明确，我们认为纯碱行业趋势向好，维持对纯碱行业的增持评级。上市公司对比来看，山东海化估值存在有一定优势，纯碱业务弹性最大，三友化工和双环科技其次，青岛碱业弹性最小。

最近 52 周股价表现



分析师

肖晖

+755-82493656

xiaohui@lhqz.com

李辉

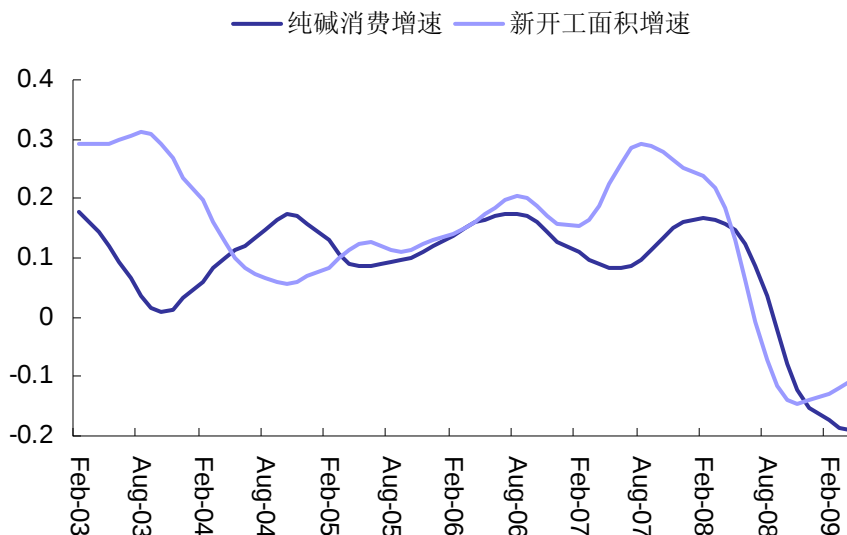
+755-82364424

lihuijys@lhqz.com

地产复苏超预期

根据我们测算，纯碱消费的 50% 集中在玻璃行业，而玻璃需求又与房地产市场紧密相关。根据我们之前分析（见 6 月 23 日报告：纯碱行业开工率逐渐回升），房地产行业新开工面积是我们分析纯碱需求的先行指标。

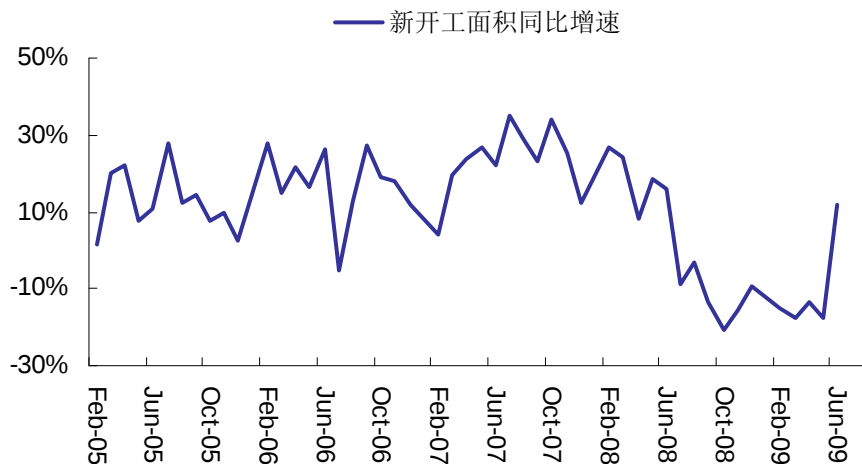
图 1、新开工面积增速与纯碱需求增速



数据来源：WIND、联合证券

自去年 11 月房地产新开工面积增速见底以来，已经低位运行长达半年。在今年 2 月份，房地产销售数据见底连续 4 个月回升的带动下，6 月份房地产行业新开工面积环比增长 54.43%，同比增长 11.93%，增幅远超市场预期。

图 2、新开工面积速度有望继续加快

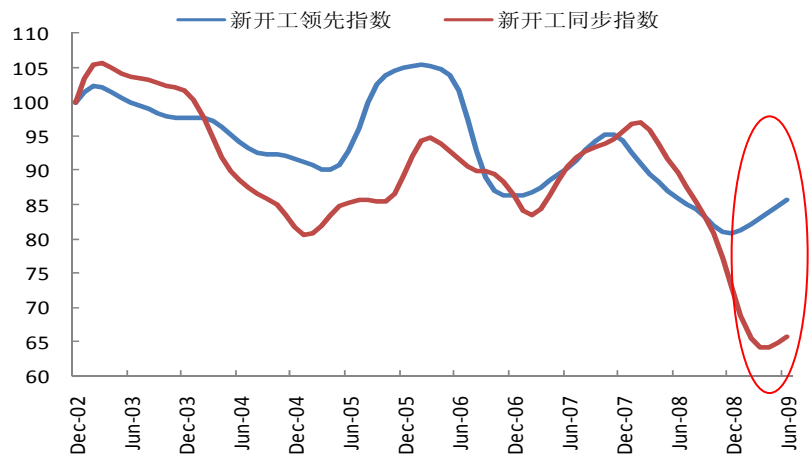


数据来源：WIND 联合证券研究所

6 月份，联合证券房地产行业新开工领先指数继续上扬，同时新开工同步指数也开始出现明显反转，我们房地产行业研究员预计未来几个月新开工面积增速

有望继续加快。

图 3、新开工面积速度有望继续加快



数据来源：联合证券研究所

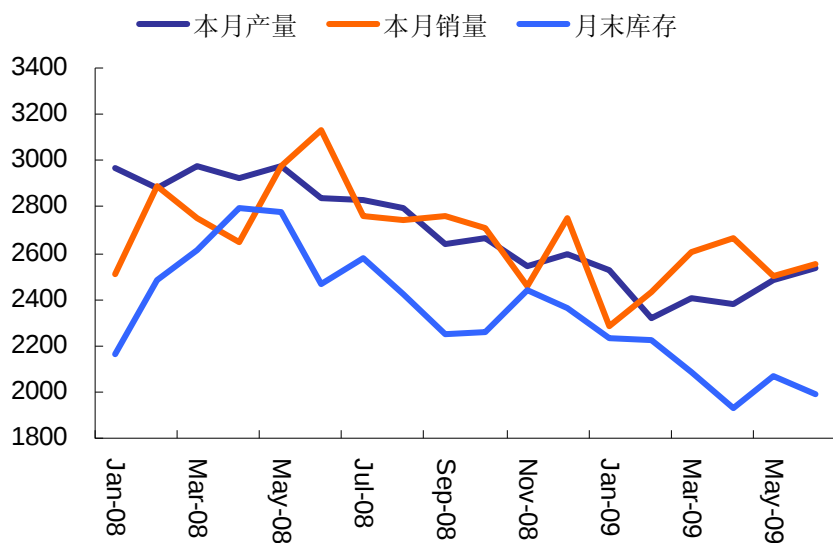
注：新开工领先指数的选取变量包括房地产开发投资，商品房竣工面积，销售面积和销售价格，按照向量自回归的技术和方差分解来确定权重进行编制。

玻璃行业二季度扭亏，产销态势良好

通过产业链传导，房地产行业销量上升——库存下降——新开工面积增加的一幕，现在正逐渐在玻璃行业上演。根据国家统计局公布的数据，6 月份平板玻璃行业产量环比增长 10%，同比增长 1.3%。

6 月份重点联系玻璃企业的产销量均环比上升，库存环比继续下降。

图 4、玻璃企业产销库存情况

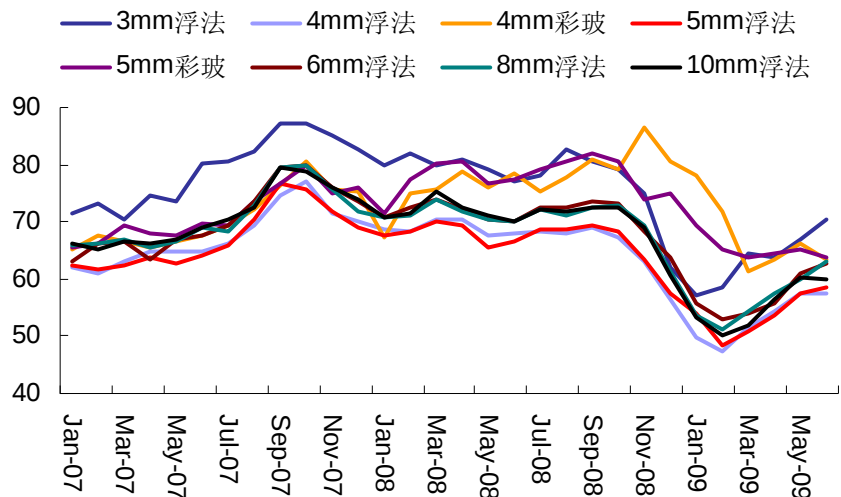


数据来源：联合证券研究所

6 月玻璃价格继续上涨，汇总企业浮法玻璃平均价格为 62.16 元/重量箱，比

5 月上涨 0.65 元/重量箱，涨幅为 1.06%。普通平板玻璃平均价格为 58.34 元/重量箱，比 5 月上涨 2.71 元/重量箱，涨幅为 4.87%。

图 5、平板玻璃价格继续上涨

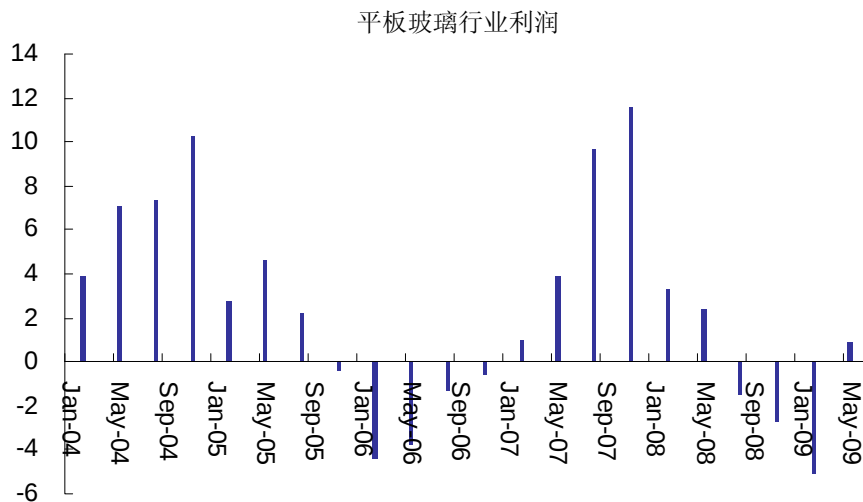


数据来源：联合证券研究所

更为可喜的是，受到汽车和房地产市场带动，二季度平板玻璃行业整体实现扭亏为盈。

图 6、平板玻璃价格继续上涨

亿元



数据来源：WIND 联合证券研究所

平板玻璃价格上涨，库存下降，产销量持续回升，玻璃企业生产信心逐渐恢复，过去两个月，经过我们初步统计，新投产玻璃生产项目 9 个，新开工项目 2 个，停产改造和搬迁生产线 2 条，玻璃产能增加约 160 万吨/年。

表 1、近期玻璃产能变化

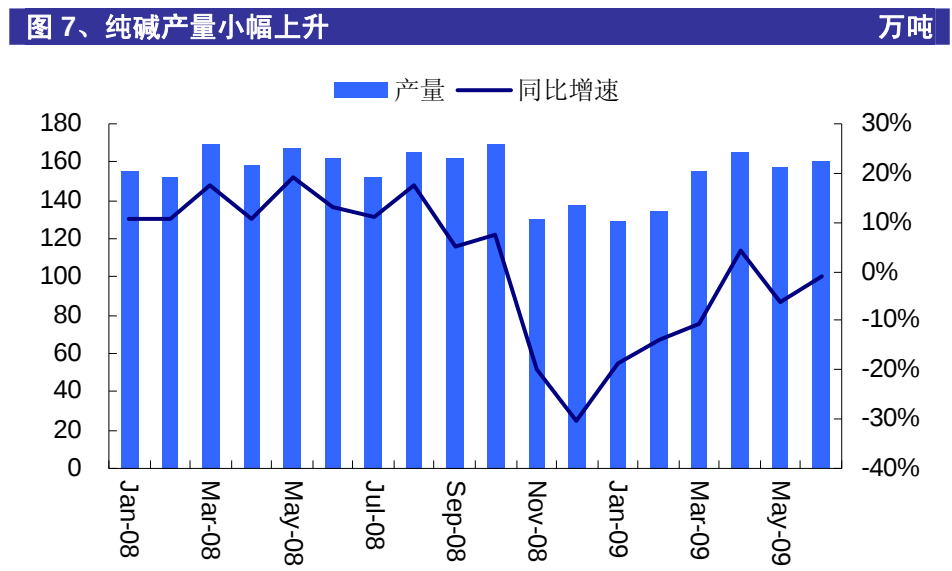
时间	公司名称	产能 万吨/年
投产项目		
6 月	河北鑫利	16.5
6 月	重庆永川渝琥	20
6 月	兰州蓝天	16.5
6 月	云南云翔	35
6 月	大光明集团嘉晶玻璃公司	50
7 月	明达玻璃成都公司	25
7 月	江苏烨泰玻璃	一期 9 万吨投产，总规划 22 万吨
7 月	广安慧博玻璃	不详
7 月	金晶科技	18 万吨停产改造 4 个月
7 月	新疆华兴玻璃	投产 8 万吨，二期三期规划 10 万吨
合计		162
新建项目		
7 月	台玻福建	2010 年 6 月投产 9 万吨，二期三期规划 50 万吨
7 月	和合科技集团绍兴公司	2010 年 3 月投产 9 万吨

资料来源：联合证券研究所整理

纯碱整体平淡

6 月份纯碱产量 160.47 万吨，环比增长 2%，同比下降 1%。进入 7 月份后价格仍然低位运行，销售存在一定压力，部分企业出现一定库存压力，山东海化目前库存约 6 万吨。天气和市场因素，导致进行检修的企业逐渐增多。西南地区五钠开工率逐渐提高，纯碱需求略有增加。

图 7、纯碱产量小幅上升



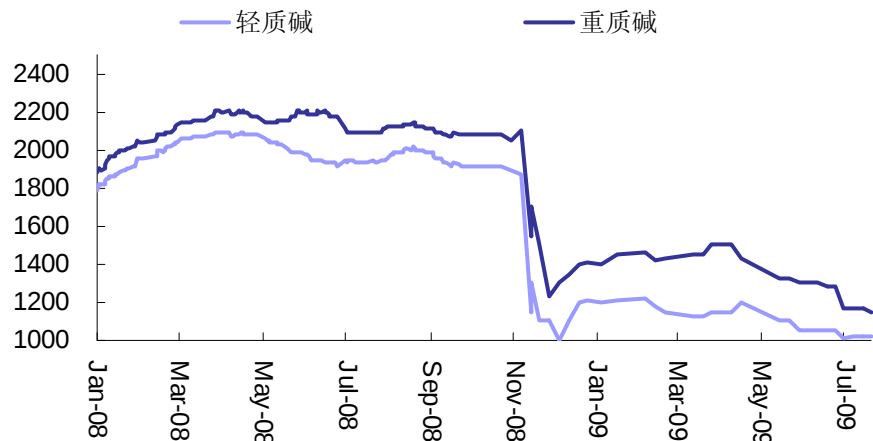
数据来源：WIND 联合证券研究所

7 月纯碱价格出现小幅下滑，目前全国平均水平轻质纯碱在 1020 元每吨左右，重质纯碱在 1150 元每吨左右，基本维持在纯碱行业生产成本线附近，大部分纯碱企业仍然很难盈利。西南地区受五钠开工率提升影响，价格小幅上升 30 元/吨，华中地区检修企业较多，供给略偏紧，企业有涨价意愿。其它地区价格基本保持不变。

由于产能相对过剩，而平板玻璃生产线复产需要一定时间，纯碱价格的修复是一个缓慢的过程。

图 8、纯碱价格略有下降

元/吨



数据来源：WIND 联合证券研究所

维持“增持”评级

房地产复苏超出预期，平板玻璃行业扭亏为盈，价格上升将会带动生产线陆续复产。纯碱行业趋势向好，复苏可期。相关上市公司估值具有安全边际，我们维持对纯碱行业的增持评级。

纯碱相关上市公司中，山东海化存在一定估值优势，PB 仅 1.78 倍，低于纯碱和化工行业平均水平。业绩弹性方面，山东海化每股纯碱产量最大，敏感性最高，三友化工和双环科技基本接近，青岛碱业最低。

表 2、纯碱上市公司对比分析

简称	总股本 (亿股)	市盈率 PE			市净 率	目前产能 (万吨)	每万股产 能(吨)
		TTM	09E	10E			
青岛碱业	3.96	-77.21	0.00	13.11	2.66	60	15.16
三友化工	9.39	-112.80	29.64	22.58	2.80	200	21.30
双环科技	4.64	82.85	41.49	29.16	2.26	100	21.54
山东海化	8.95	-125.20	67.25	28.60	1.78	280	31.28

资料来源：WIND 联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。