

[2009.08.05]

玻璃行业复苏，调评级至增持

韩其成

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

本报告导读： 玻璃进入景气复苏期，推荐南玻、金晶、福耀，估值高是风险

投资要点：

- 1999 年以来玻璃盈利经历了 3 个周期，波动规律：（1）毛利率上升周期约有 5-8 个季度，下降周期约 8 个季度；（2）净利润率上升周期约有 7-8 个季度，下降周期约有 7-9 个季度，其中 4 个季度处于亏损期。
- 本轮周期毛利率和净利润率自 06 年 Q4 开始触底反弹 5 个季度，至 07 年 Q4 达到盈利高峰，之后开始回落 5 个季度至 09 年 Q1，其中 08 年 Q3 至 09 年 Q1 共 3 个季度行业亏损。09 年 Q2 触底反弹，实现盈利。
- 09 年 6 月房地产新开工面积同比增长 12%，新开工触底反弹；房地产投资单月同比增长 18%，平板玻璃出口环比增长 11%。行业迎来 5-8 个季度的盈利上升周期，基于玻璃行业景气复苏调行业评级至增持。
- BMI 玻璃企业库存/产量自今年 2 月以来持续下降远低于 08 年同期水平。6 月玻璃销售率为 101%，玻璃平均价格为 62 元/重量箱环比上涨 1.06%，7 月中旬 80 地区数据显示玻璃价格仍处于加速上升通道之中。
- 根据我们之前建立的“玻璃-重油与纯碱价格差”模型，6 月“玻璃-重油与纯碱价格差”14.5，同比增加 620%、环比上月增加 13%，创 16 个月新高、处于上升通道中。与上轮周期 06 年 Q4 复苏初期相若。
- 盈利水平提升源于纯碱与重油价格下降。玻璃价格自 2 月以来反弹 21%因房屋竣工面积和施工面积增加而停产产能复苏缓慢所致，预期随新开工复苏施工面积继续增加、成本上升亦有助于玻璃价格上升。
- 在仍有部分产能没有复产、随盈利上升未来继续复产情况下，价格和盈利的反弹在未来 1-2 个季度或有限度。因玻璃新建产能少而目前房屋新开工到明年开始陆续使用玻璃，届时将迎来真正价格弹性空间。
- 目前主流玻璃 2009-10 年平均 PE 38、23 倍，类同于新能源估值水平，对大盘 PE 溢价 1.4 倍左右。该背景下玻璃未来 1 个季度投资逻辑：（1）首先假设大盘和新能源估值合理，立足于新能源估值的玻璃具有支撑。
- （2）房地产复苏的主题性投资，未来 3 个月披露的房地产新开工和投资数据持续向好；（3）因玻璃有 20%左右出口国外，全球经济触底导致的出口主题性投资；（4）进入景气上升周期 EPS 具有向上弹性。
- 主要推荐福耀玻璃、南玻、金晶科技，维持之前谨慎增持评级。耀皮玻璃、三峡新材、方兴科技仅建议适度关注。风险是：（1）第一个假设前提即基于大盘和新能源估值基础发生松动，相对估值高；（2）纯碱和重油价格上涨超出预期，而玻璃因房地产波动价格上升低于预期。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

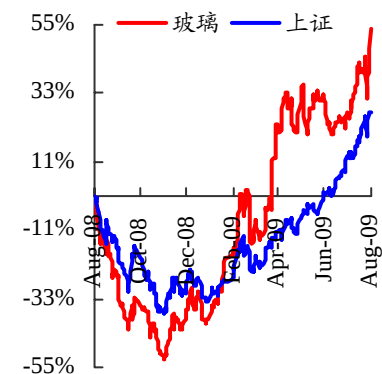
细分行业评级

玻璃及玻璃制品业 增持

重点推荐上市公司

600586	金晶科技	谨慎增持
600660	福耀玻璃	谨慎增持
000012	南玻 A	谨慎增持

行业指数走势



相关报告

10 月“玻璃重油价格差”环升同降

(2008.10.15)

7 月“玻璃-重油与纯碱价格差”：续降

(2008.08.19)

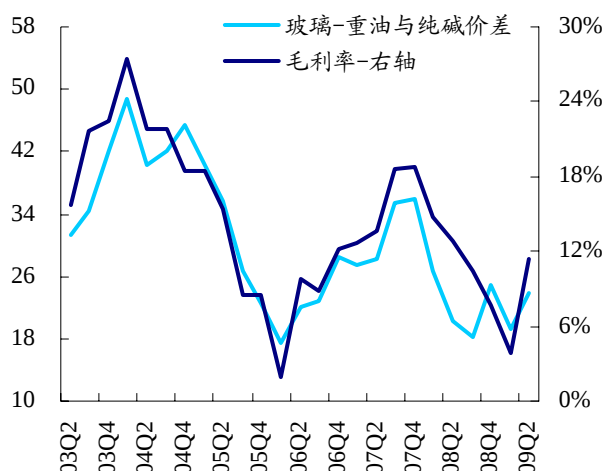
客观非悲观：对周期保持应有谨慎

(2008.06.16)

玻璃：循着历史的足迹辨析趋势

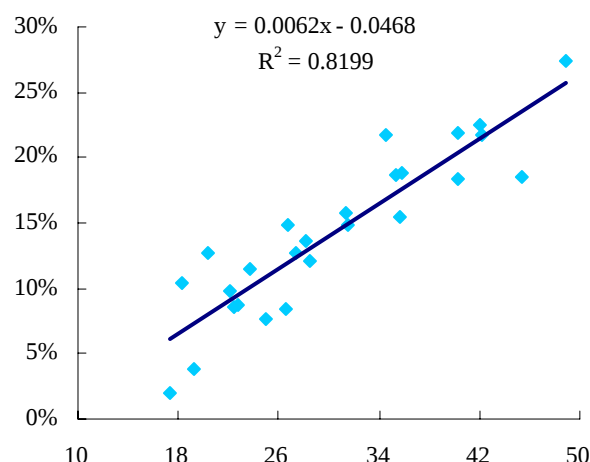
(2008.05.23)

图 1: 玻璃-重油与纯碱价差与毛利率拟合



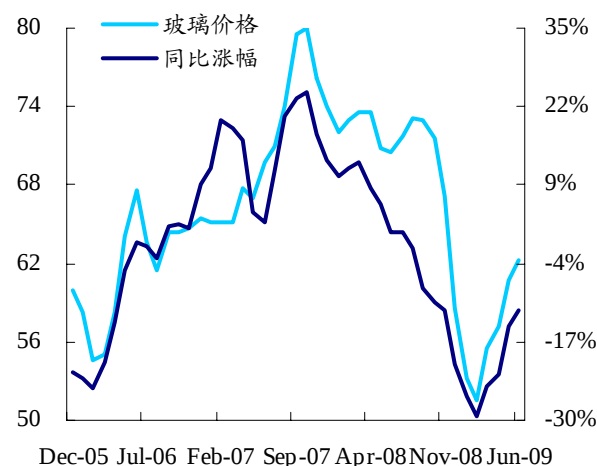
数据来源: BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 2: 玻璃价格差与毛利率线性相关度高



数据来源: BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 3: 月度玻璃价格及其同比涨幅



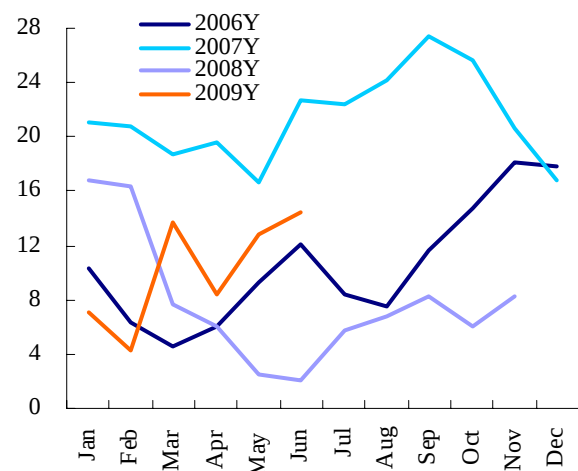
数据来源: BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 4: 月度纯碱与重油价格



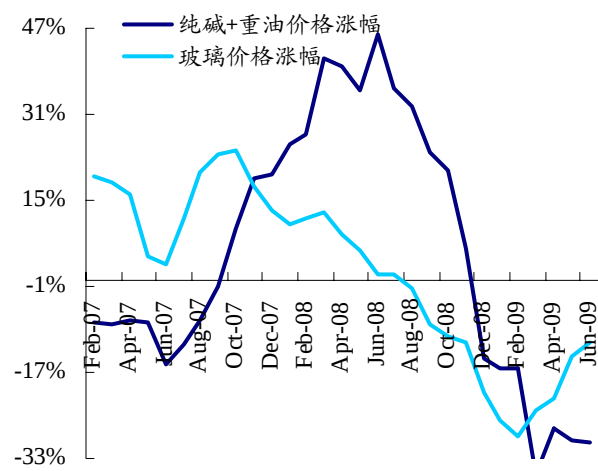
数据来源: BMI, CPCIA, 国泰君安证券销售交易部

图 5: 月度玻璃-重油与纯碱价格差



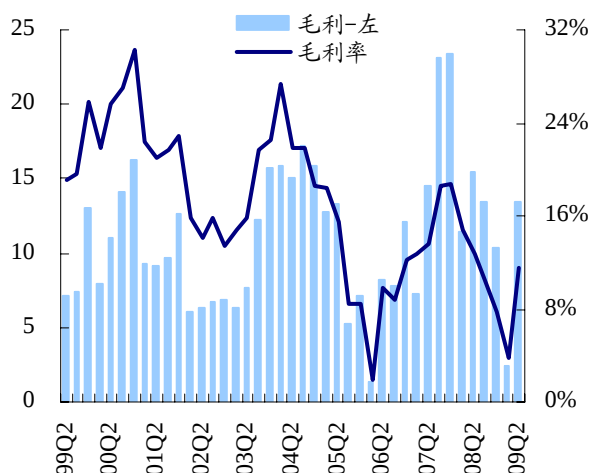
数据来源: BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 6: 纯碱+重油价格与玻璃价格同比涨幅



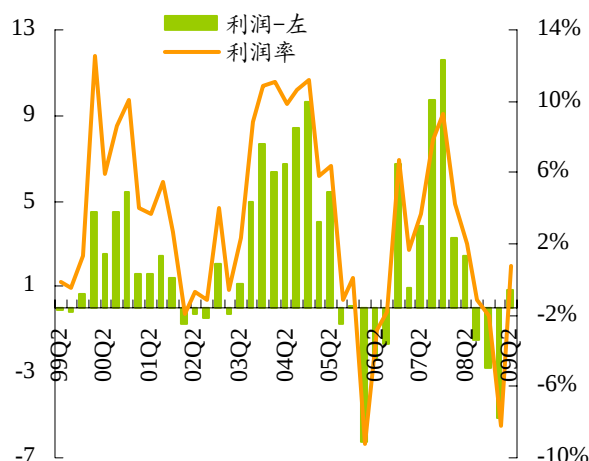
数据来源: BMI, CPCIA, 国泰君安证券销售交易部

图 7：玻璃行业单季度毛利额、毛利率



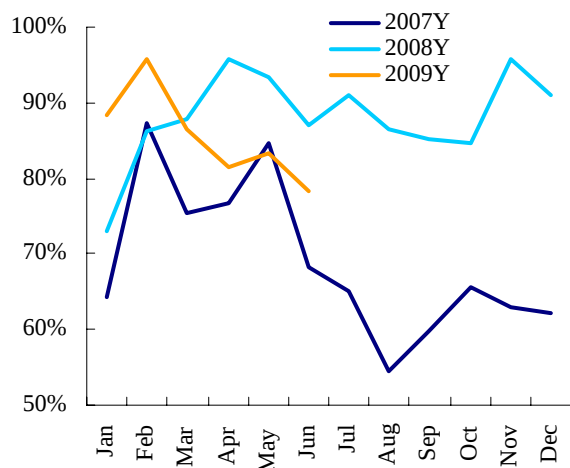
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 8：玻璃行业单季度利润额、净利润率



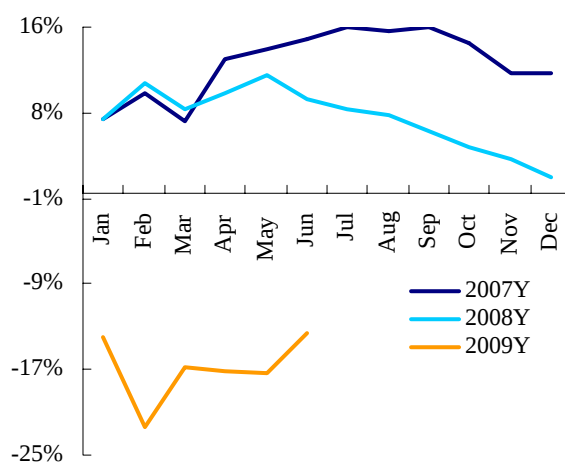
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 9：BMI 重点玻璃企业月度库存/产量



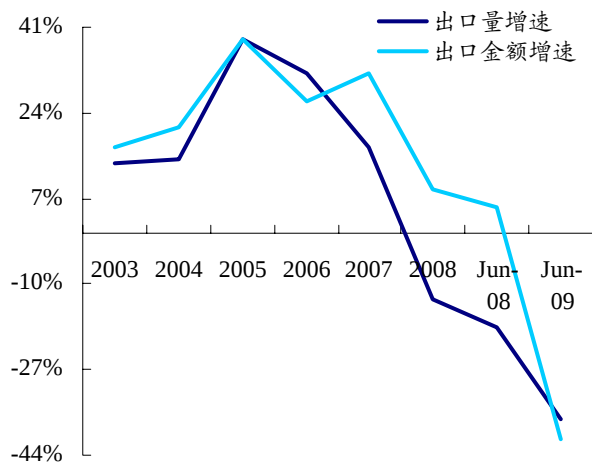
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 10：BMI 重点玻璃企业月度累计产量同比增速



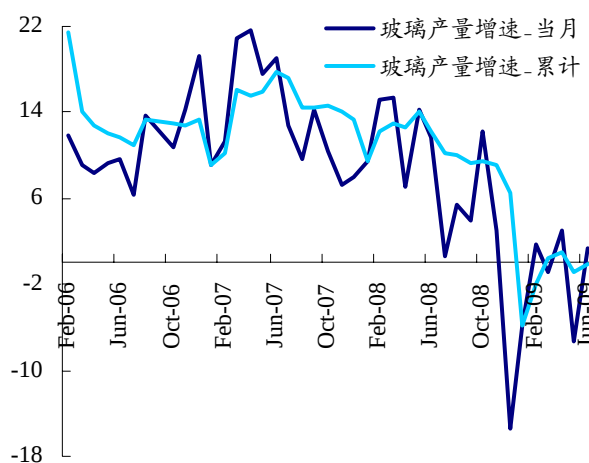
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 11：玻璃行业月度累计出口同比增速



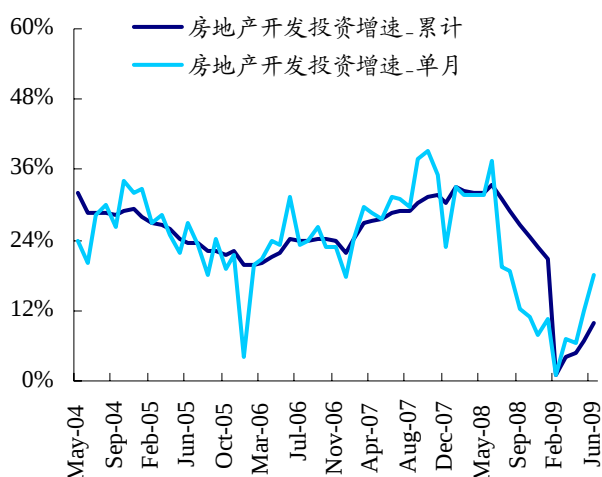
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 12：玻璃行业月度产量同比增速



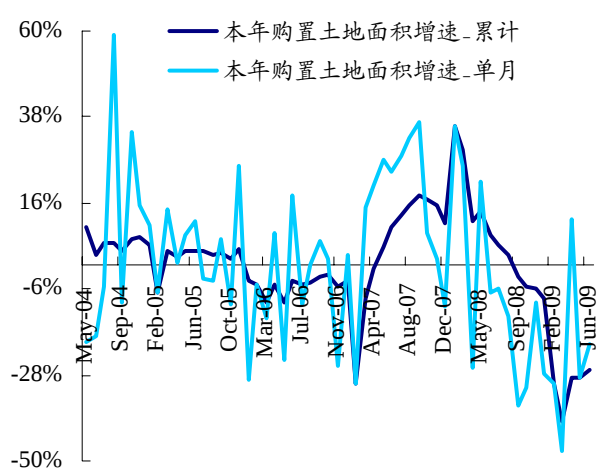
数据来源：CEI, BMI, 国泰君安证券销售交易部

图 13: 房地产开发投资累计与单月同比增速



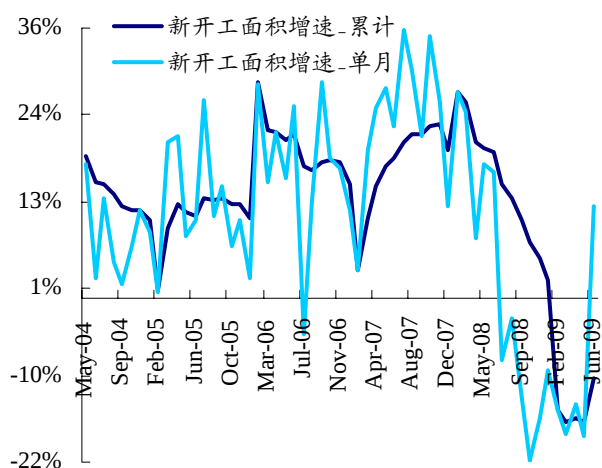
数据来源: CEI, 国泰君安证券销售交易部

图 14: 本年购置土地面积累计与单月同比增速



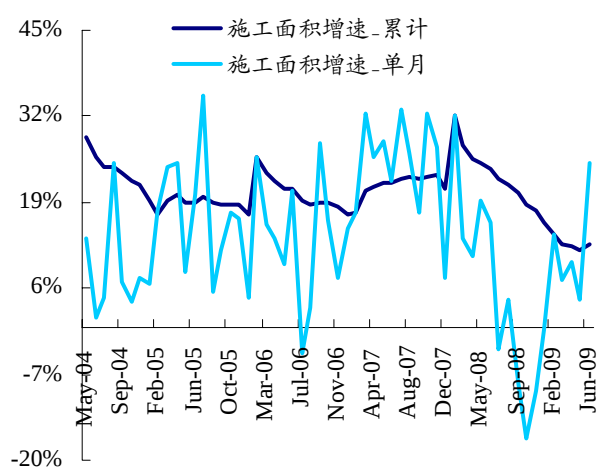
数据来源: CEI, 国泰君安证券销售交易部

图 15: 商品房本年新开工面积累计与单月增速



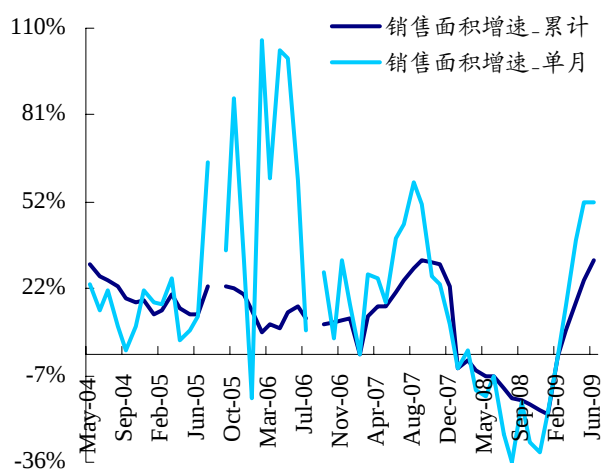
数据来源: CHINA-MOR, 国泰君安证券销售交易部

图 16: 商品房本年施工面积累计与单月增速



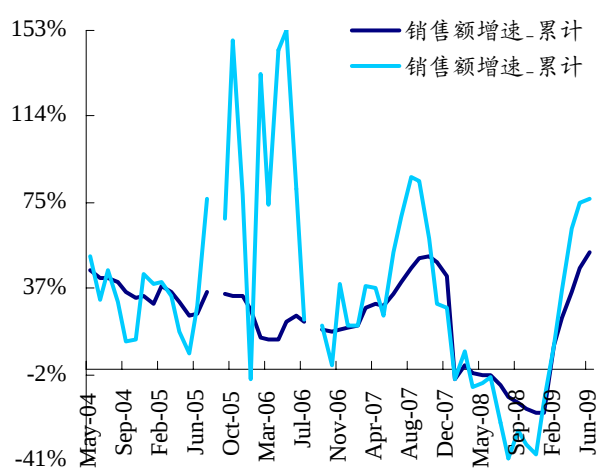
数据来源: CHINA-MOR, 国泰君安证券销售交易部

图 17: 商品房销售面积累计与单月增速



数据来源: MTPRC, 国泰君安证券销售交易部

图 18: 商品房销售额累计与单月增速



数据来源: MTPRC, 国泰君安证券销售交易部

表 1: 公司相对估值与投资评级

	股价	08EPS	09EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	PB	市值	评级
福耀玻璃	11.9	0.12	0.41	0.60	97.1	28.8	20.0	7.11	239	谨慎增持
南玻 A	19.4	0.34	0.57	0.86	57.1	34.0	22.4	5.02	237	谨慎增持
金晶科技	18.2	0.19	0.36	0.70	94.3	50.9	26.2	4.76	108	谨慎增持
3 家平均值					82.8	37.9	22.9	5.6		
新能源						37.0	27.1			
房地产						32.0	24.5	4.98		
汽车						31.1	24.4	3.56		
建材						27.8	21.4	4.08		
全部 A 股						26.7	21.9	3.91		

数据来源: WIND, 国泰君安证券销售交易部

作者简介:

韩其成: 建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士, 山科大采矿工程学学士。
2005 年进入国泰君安证券研究所。

2008 年新财富最佳分析师非金属建材第三名, 入围建筑与工程行业。2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第三名。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com