

# 兴业证券2009年投资策略会

## 行业维持底部运行，重点关注两类机会

——玻璃行业2009年投资策略

兴业证券研发中心

王金祥

2008年11月



# 投资要点

---

## □ 09年平板玻璃行业将维持底部运行，维持行业“中性”评级。

- 随着行业亏损的出现，08年有约30条生产线提前冷修或停产，同时09年新建产能也将明显减缓，我们对产能供给并不担心，房地产及出口市场的低迷成为压制09年行业表现的主要原因。
- 随着上游成本的大幅回落，同时企业价格协商机制的发挥，我们预计09年行业盈利将较08年三季度不会继续恶化，可能会略有改善，但行业整体不会有起色，整体将维持底部区域运行。
- 房地产市场的走向可能成为平板玻璃行业景气走向的风向标，我们预计2010年行业有望出现转机。

## □ 重点关注公司

- 金晶科技、福耀玻璃

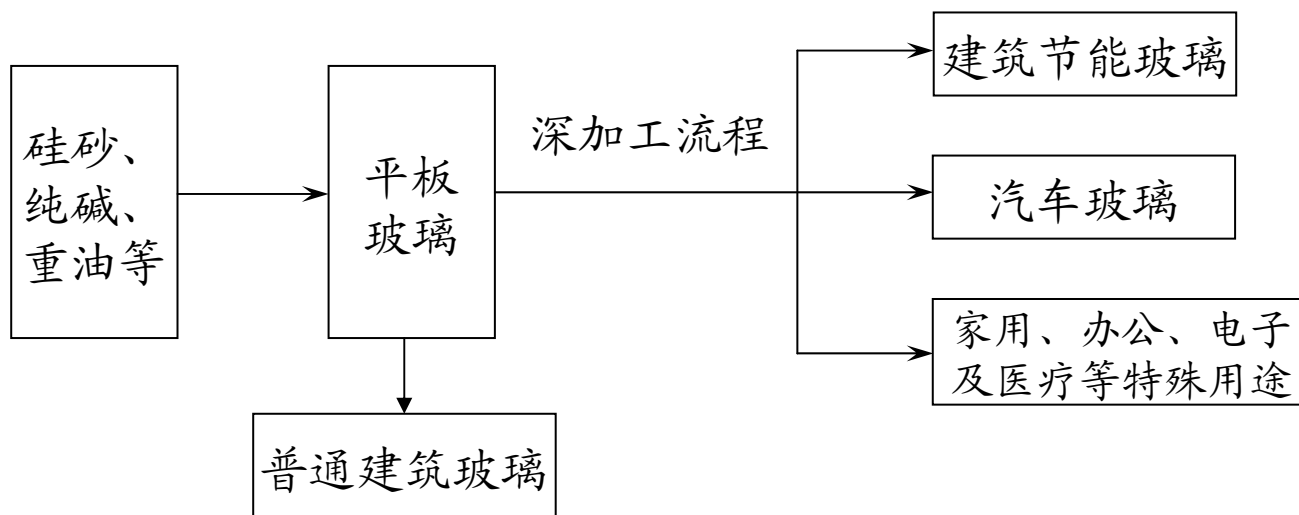
# 目录

---

- 玻璃工业的产业链构成
- 2008年平板玻璃行业回顾
- 2009年平板玻璃行业展望
- 投资策略及重点关注公司

# 玻璃工业的产业链构成

图：玻璃产业的构成



资料来源：兴业证券研发中心

# 目录

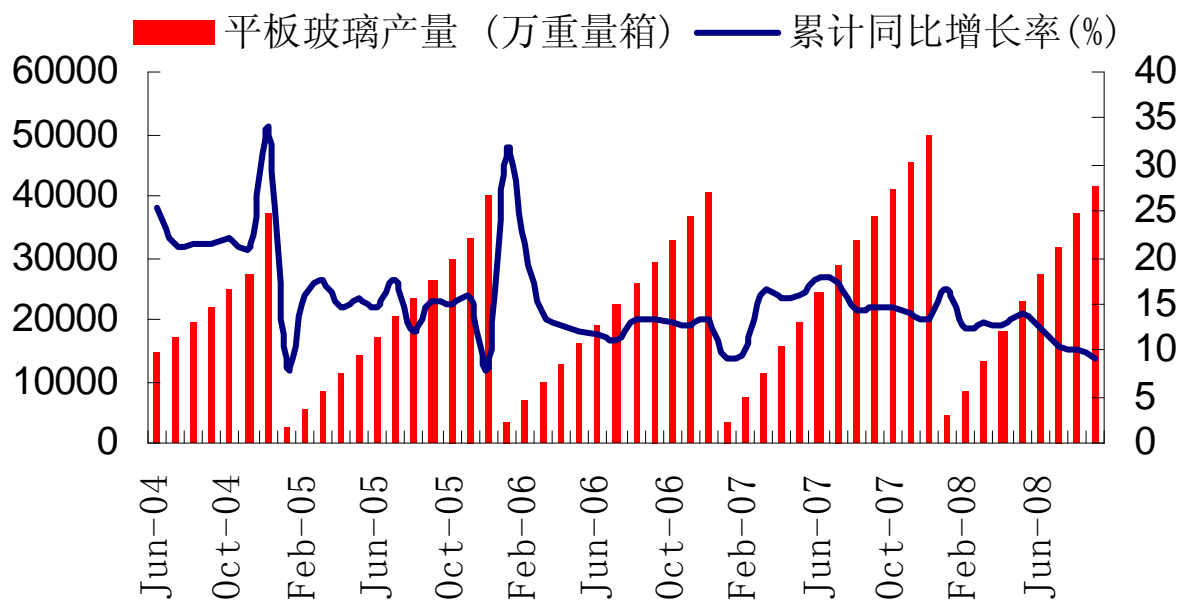
---

- 玻璃工业的产业链构成
- **2008年平板玻璃行业回顾**
- 2009年平板玻璃行业展望
- 投资策略及重点关注公司

# 平板玻璃产量逐月有所下滑

- 2008年1-9月，平板玻璃产量同比增长9.2%，产量增速逐月有所下滑，主要是由于成本大幅上涨及需求相对低迷，使得一些生产线提前放水冷修或被迫放水停产。

图：平板玻璃产量及同比增长情况

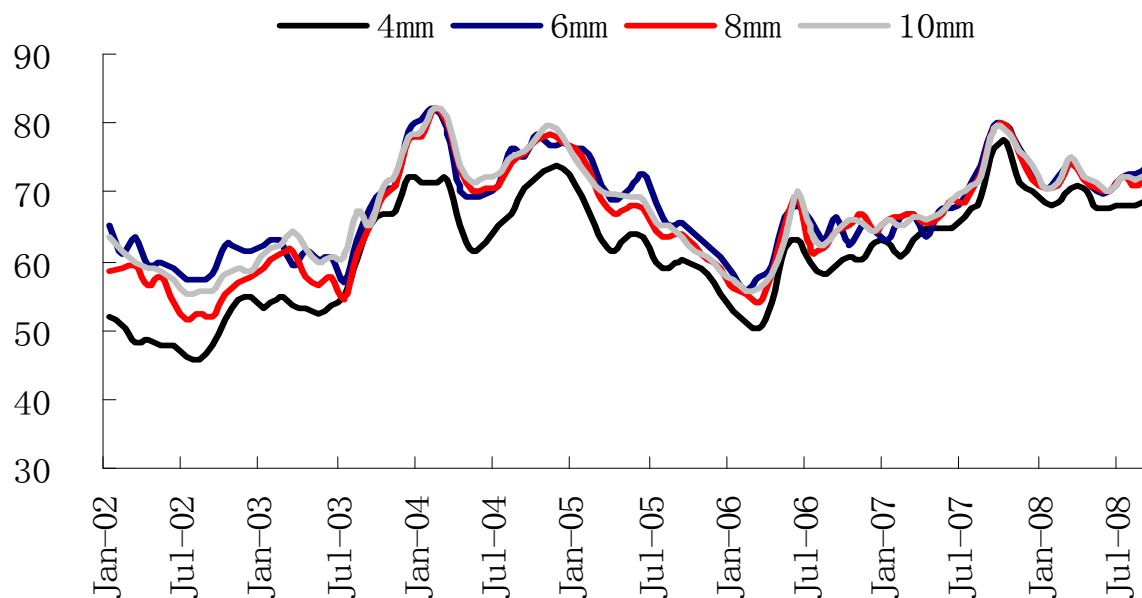


资料来源：Wind资讯

# 平板玻璃价格维持相对高位

- 尽管国内需求不旺，且出口量也有所萎缩，但平板玻璃价格整体仍维持相对高位，主要是由于：一方面，国内平板玻璃企业亏损，据悉到目前国内有近**30**条生产线提前冷修或被迫放水停产，使得供应面得到一定抑制；另一方面，平板玻璃行业协会一直在努力推动企业协商维持价格。

主要品种浮法玻璃价格走势

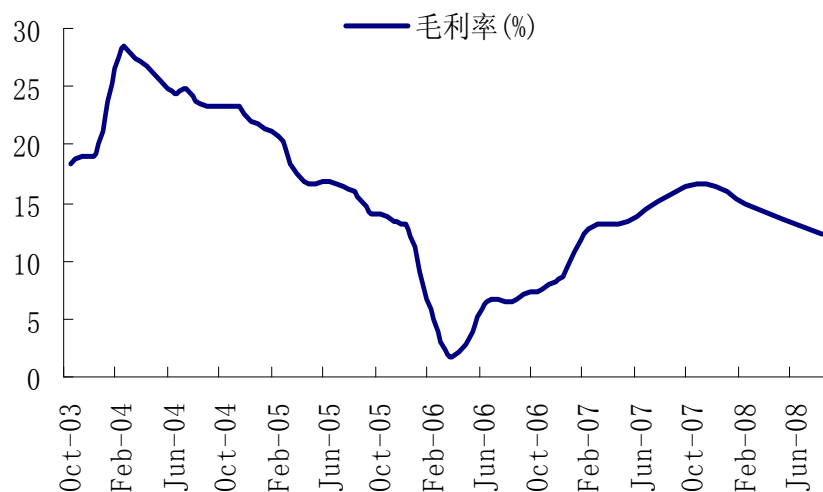


资料来源：中国建材信息网

# 平板玻璃行业已经开始出现亏损

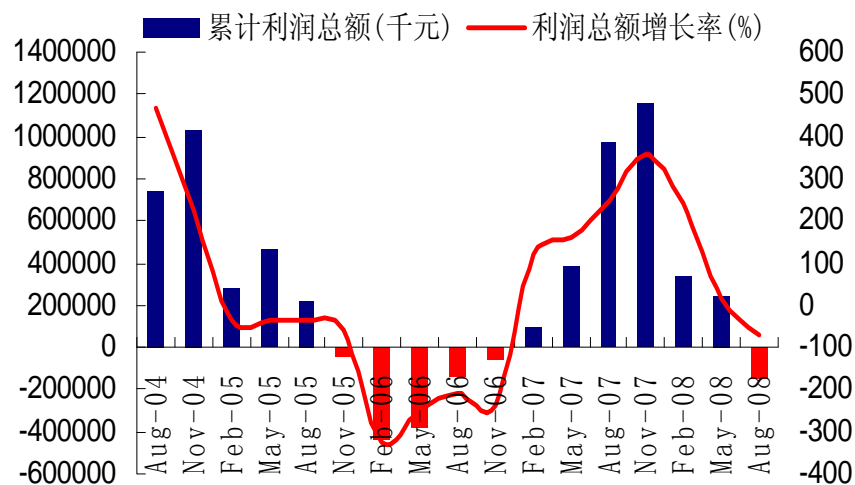
- 三季度重油、纯碱价格处于历史最高位，平板玻璃行业已经开始亏损：
  - 08年1-8月，行业毛利率为12.32%，同比下降3.23个百分点；
  - 08年1-8月，平板行业实现利润总额4.2亿元，同比下降70.8%；其中6-8月份行业亏损1.49亿。

平板玻璃行业毛利率走势情况



资料来源：Wind资讯

平板玻璃行业利润总额及同比增长情况



资料来源：Wind资讯



# 目录

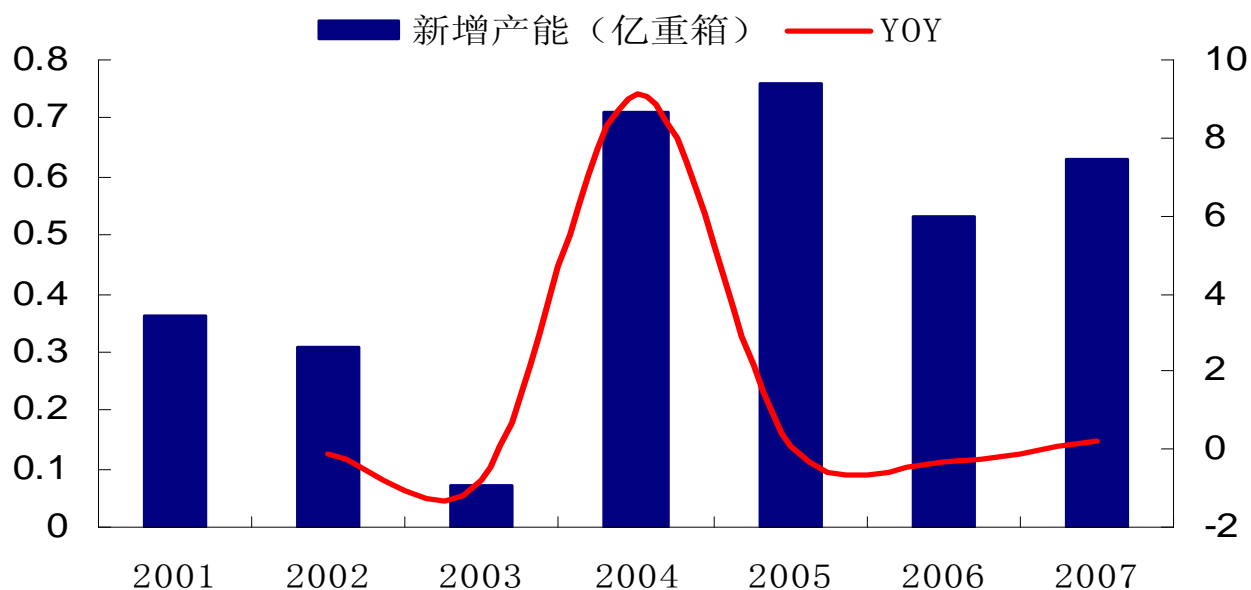
---

- 玻璃工业的产业链构成
- 2008年平板玻璃行业回顾
- **2009年平板玻璃行业展望**
- 投资策略及重点关注公司

# 供给：预计09-10年新建产能将逐年减少

- 08年H1投产8条生产线，新增产能3158万重箱，预计全年新增产能7000万重箱左右；
- 我们对后市产能供给并不担心：(1)随着平板玻璃出现全行业亏损，我们预计后市新建产能将大大减缓，预计09年新增产能将小于6000万重箱，2010年新增产能将会更少；(2)由于08年行业成本高位运行，据悉国内已经有约30条生产线放水停产或冷修，特别是停产的企业，如果对后市预期不乐观，应该不会轻易恢复生产。

2001年以来每年新增浮法玻璃产能及同比增长情况



资料来源：《中国建材》

# 供给：落后淘汰对产能供给影响不大

□ “十一五”期间淘汰落后产能**3000**万重箱（具体如表所示），但由于落后产能占平板玻璃总产能仅**17%**左右，所占的比重不大，因此，落后淘汰对整体的产能供给影响不大。

表：“十一五”期间落后玻璃产能淘汰计划（单位：重量箱）

	“十一五”期间	2007	2008	2009	2010
河北	1800	720	360	360	360
山东	300	120	60	60	60
湖北	125	50	25	25	25
河南	90	36	18	18	18
辽宁	60	24	12	12	12
广东	60	24	12	12	12
四川	60	24	12	12	12
武汉	60	24	12	12	12
重庆	60	24	12	12	12
黑龙江	60	24	12	12	12
天津	60	24	12	12	12
吉林	60	24	12	12	12
江苏	60	24	12	12	12
合计	<b>3000</b>	<b>&gt;1200</b>	<b>&gt;600</b>	<b>&gt;600</b>	<b>&gt;600</b>

资料来源：国家发改委

# 2008年拟投产及淘汰的玻璃生产线

表：2008年拟投产的浮法玻璃生产线

	拟投产生产线	日熔量	投产时间
1	浙江玻璃9线	800T/D	2008.3
2	河北沙河迎新4线	500T/D	2008
3	河北沙河安全玻璃4线	500T/D	2008
4	河北沙河路世通1线	500T/D	2008
5	河北沙河鑫利1线	700T/D	2008
6	河北沙骏威1线	500T/D	2008
7	河北沙河大光明1线	700T/D	2008
8	河北蓝星唐山1线	400T/D	2008.4
9	河北蓝星唐山2线	400T/D	2008.6
10	陕西神木芮城2线	500T/D	2008
11	武汉长力3线	600T/D	2008
12	安徽凤阳玻璃1线	600T/D	2008
13	河北廊坊CSG1线	600T/D	2008.9
14	河北廊坊CSG2线	700T/D	2008.10
15	常熟耀皮2线	700T/D	2008.10
16	常熟耀皮3线	600T/D	2008.11
17	台玻东莞洪梅1线	900T/D	2008
18	明达武汉1线	600T/D	2008
19	晶华玻璃新疆1线	500T/D	2008
20	华玻璃德州3线	600T/D	2008
21	金晶淄博3线	600T/D	2008
		12500T/D (7200万重箱/年)	

资料来源：兴业证券研发中心

表：2008年因搬迁等因素需淘汰的玻璃生产线

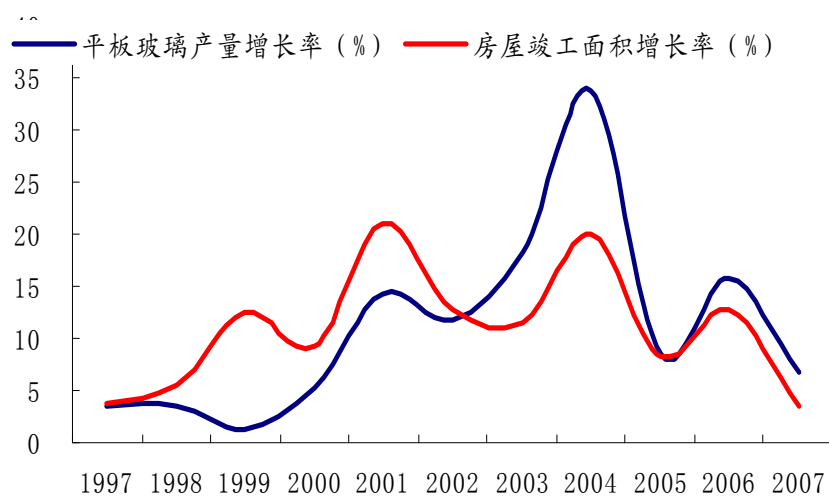
	拟投产生产线	日熔量	投产时间
1	耀华集团1线	500T/D	2008.3
2	耀华集团1线	450T/D	2008
3	耀华集团国投1线	500T/D	2008
4	秦皇岛北方集团2线	430T/D	2008
5	秦皇岛北方集团3线	400T/D	2008
6	秦皇岛北方集团1线	180T/D	2008
7	上海耀皮1线	500T/D	2008
8	上海耀皮2线	450T/D	2008.4
		3410T/D (1964万重箱/年)	

资料来源：兴业证券研发中心

# 需求： 房地产低迷将进一步影响需求

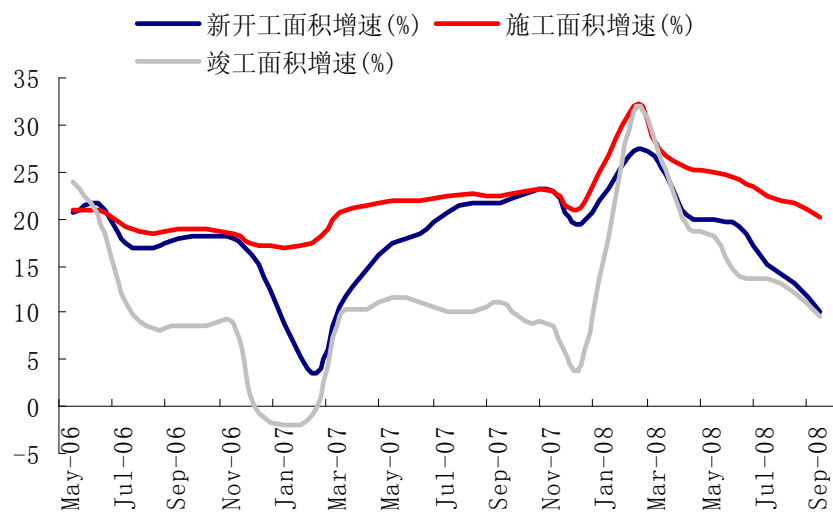
- 平板玻璃需求约**85%**来自国内市场，其中约**80%**是用于房屋建筑市场。目前来看房地产新开工面积大幅下滑，将会影响到**09年**商品房竣工面积，并将进一步影响平板玻璃的需求。

### 平板玻璃产量与房屋竣工面积的相关性



资料来源：Wind资讯

### 商品房新开工、施工及竣工面积增速

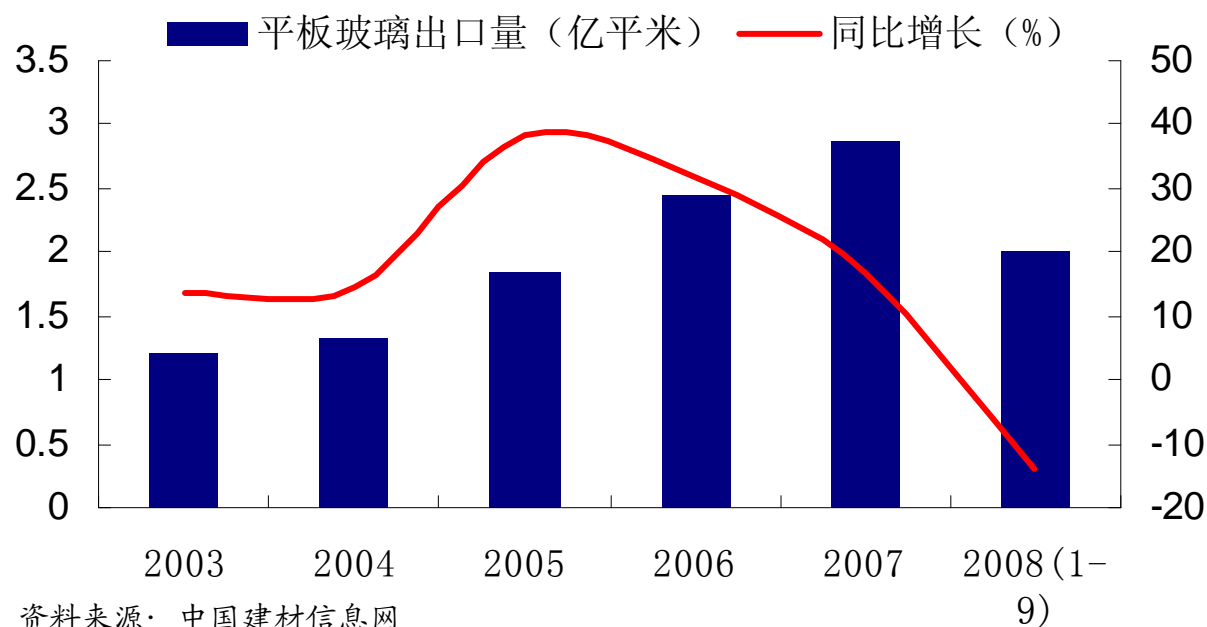


资料来源：Wind资讯

# 需求：全球经济下滑也将影响玻璃出口

- 平板玻璃约15%用于出口，今年1-9月份平板玻璃出口量同比下降14%，随着全球经济出现下滑，我们认为09年玻璃出口也将处于相对低迷态势。

## 2003年以来平板玻璃出口量及同比增长情况



# 2009年行业供需格局依然不乐观

- 根据我们对行业供需格局的测算，尽管新建产能扩张没有失控，但由于房地产及出口市场的低迷表现，09年行业的开工率较08年仍将有所下滑，行业的供需格局依然不乐观。

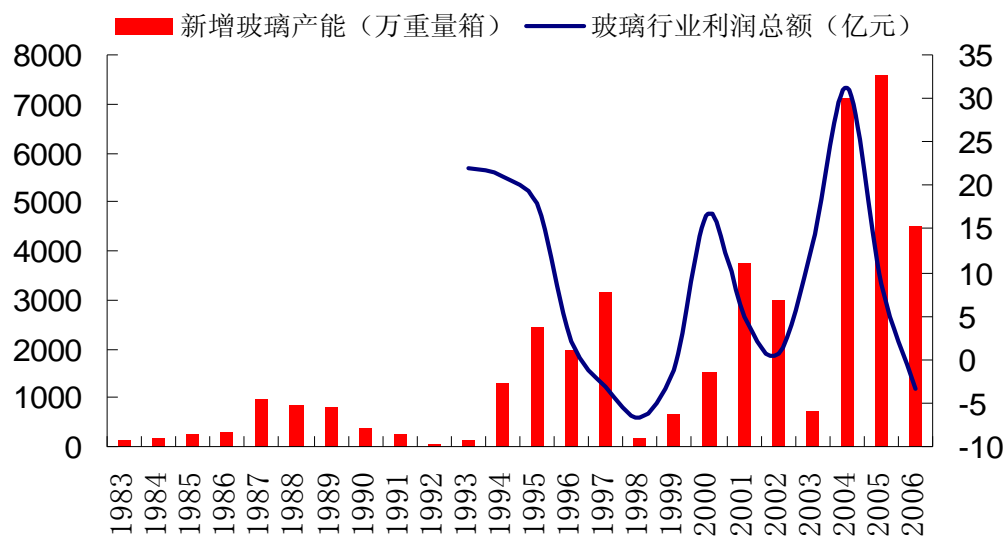
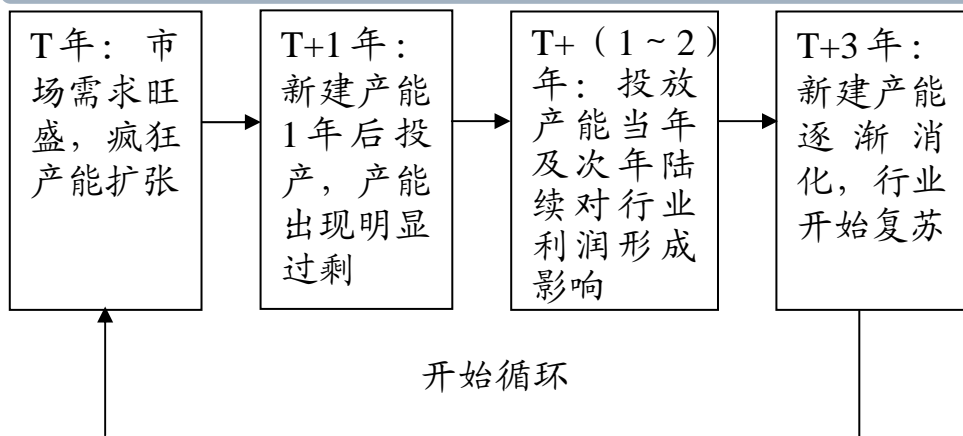
表：2008-2010年平板玻璃行业供需格局（单位：亿重箱）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
平板玻璃总产能	5.1	5.61	6.11	6.6	6.99
YOY		10.0%	8.9%	8.0%	5.9%
其中：浮法玻璃产能	4.13	4.76	5.46	6.01	6.46
新投浮法产能	0.53	0.63	0.7	0.55	0.45
落后产能淘汰	0	0.12	0.2	0.06	0.06
产量	4.66	5.32	5.68	5.87	6.51
YOY		14.2%	6.7%	3.5%	14.7%
表观消费量	4.12	4.67	5.14	5.39	5.93
YOY		13.3%	10.0%	5.0%	10.0%
进口量	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
出口量	0.61	0.72	0.61	0.55	0.65
开工率	91.4%	94.8%	92.9%	89.0%	93.2%

资料来源：兴业证券研发中心

# 平板玻璃行业与下游需求关系趋于密切

平板玻璃的“3-5年一循环”的怪圈



□ 从历史情况来看，平板玻璃行业周期性很短，影响行业景气的关键看产能扩张情况；

□ 国家目前对新建产能控制较为严格，尽管产能建设仍保持一定速度，但并未出现产能盲目扩张的情况；

□ 08年上游原材料价格大幅上涨，企业间协商提价并不顺畅，主要是受下游需求低迷所致。



# 行业可能要到2010年才会有转机

- 根据我们的供需测算结果，我们预计2010年行业可能有所转机。
  - 从供给来看：由于08年3Q出现全行业亏损，投资热情进一步被浇灭，预计09-10年新建的平板玻璃产能继续下降；
  - 从需求来看：(1)房地产可能在2009年下半年或2010年才会有所转机；(2)2008-2009年以业，各城市保障性住房规划力度加大，这也将2009年底或2010年开始对玻璃形成新增需求。

表：2008-2009年主要城市保障性住房规划情况

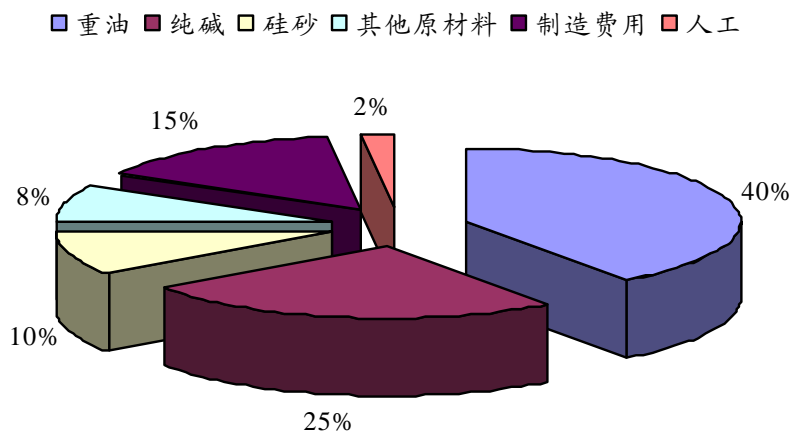
	2008			2009		
	新建住房	保障性住房	占比	新建住房	保障性住房	占比
北京	2750	1150	41.8%	2830	1230	43.5%
上海	2000	400	20.0%	1800	800	44.4%
深圳	1216	226	18.6%	982	172	17.5%
广州	850-1180	100-180	11.8%-15.3%	908-1200	158-200	17.4%-16.7%
合计	6816-714	1876-1956	27.4%-27.5%	6520-6812	2360-2402	35.3%-36.2%

资料来源：兴业证券研发中心

# 企业的成本压力将明显减小

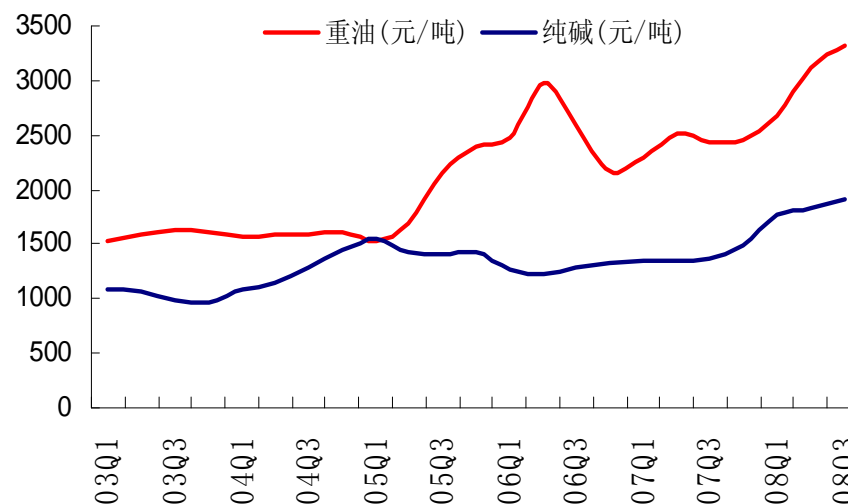
- 目前重油、纯碱的价格已经出现较大的回落，平板玻璃生产企业的成本压力将大大减缓。

### 浮法玻璃生产成本构成



资料来源：兴业证券研发中心

### 重点联系玻璃企业纯碱及重油进厂价走势



资料来源：中国建材信息网

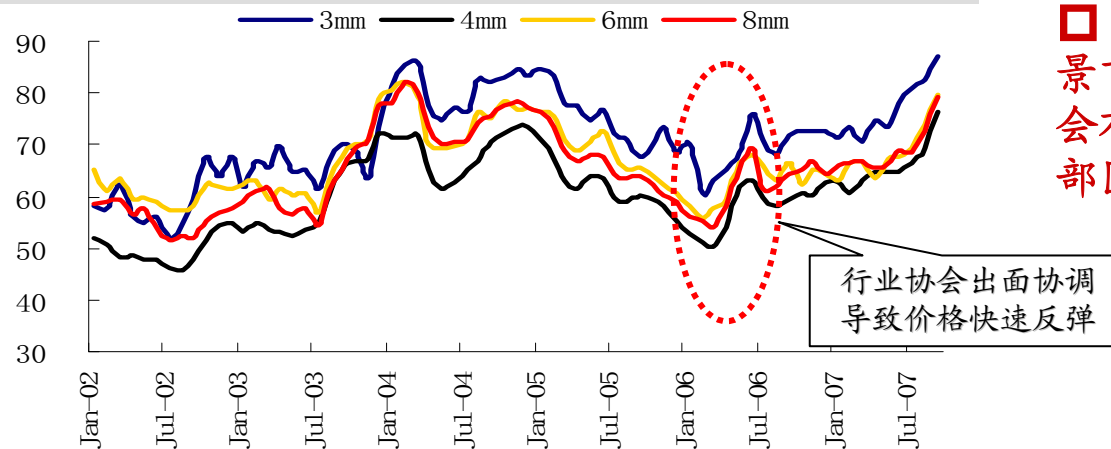
# 价格联盟&成本回落⇨盈利不会继续恶化

表：2005年平板玻璃前十强

序号	企业名称	省区市
1	江苏华尔润集团有限公司	江苏
2	山东玻璃总公司	山东
3	中国耀华玻璃集团公司	河北
4	中国洛阳浮法玻璃集团公司	河南
5	福耀玻璃工业集团公司	福建
6	浙江玻璃股份有限公司	浙江
7	山东蓝星玻璃(集团)有限公司	山东
8	明达玻璃(厦门、成都)	福建、四川
9	中国南玻集团股份有限公司	广东
10	上海耀华皮尔金顿股份公司	上海

资料来源：兴业证券研发中心

主要品种浮法玻璃价格走势



□ 目前企业间对价格联盟的意识增强，一月一次价格协调会已成为惯例，08年价格维持相对高位与价格协调机制密不可分；

□ 对08年Q3出现全行业亏损更多是由于成本大幅上升所致，随着成本出现大幅回落，同时企业价格协商机制的作用下，盈利应该不会较08年三季度继续恶化，可能会略有改善。

□ 但在房地产没有明显起色的背景下，我们认为平板玻璃行业也不会有大的起色，预计行业仍将在底部区域运行。

# 目录

---

- 玻璃工业的产业链构成
- 2008年平板玻璃行业回顾
- 2009年平板玻璃行业展望
- 投资策略及重点关注公司

## 维持“中性”评级，关注一体化及差异化企业

---

- 尽管09年房地产仍相对低迷，但随着成本的回落及企业协商机制的发挥，我们认为行业盈利较08年三季度不会继续恶化，可能会略有改善，但行业整体仍将在底部区域运行，预计行业要到2010年才会出现转机。
- 维持平板玻璃行业“中性”评级，重点关注差异化产品及上下游一体化的企业，如金晶科技、福耀玻璃。

# 金晶科技：业绩调整后有望酝酿新一轮增长

- 公司超白玻璃生产线正试生产薄膜电池用基板玻璃，如果能够试生产成功，09年超白玻璃有望出现较大的放量，乐观该生产线可能全年满产，我们保守假设08-09年超白销量180万重箱、250万重箱，分别贡献净利润1亿、1.4亿。
- 公司的纯碱业务是“从无到有”，调试正常后09年将进入全面销售，公司纯碱项目资源优势明显、管理效率也比较高，纯碱项目将开始贡献效益，预计08-09年并表销量15万吨、80万吨，贡献净利润0.24亿、1.24亿元；
- 防紫外线玻璃生产线08年处于调试及寻找目标客户阶段，预计该生产线08年也只是微利约7-800万元，目前来看调试已经稳定并寻找到工业领域的客户（液晶电视、复印机等），该生产线明年贡献利润也有望提升。
- 受房地产持续低迷影响，09年普通浮法玻璃业务不会有大的表现，我们认为随着成本的大幅回落，盈利继续下滑的可能性也不大，预计08年浮法玻璃贡献净利润约5500万元，且其占的利润比重越来越小，对总利润的影响逐渐减弱。
- 08年是公司业绩调整年，未来增长预期较明确，维持公司“强烈推荐”评级。

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	136914	194119	309728	355486
净利润(万元)	20663	21760	35516	51042
净利润增长率(%)	233.47	5.31	63.22	43.72
EPS(元)	0.35	0.37	0.60	0.87

## 福耀玻璃：出口OEM有助抵御公司业绩下滑

- 尽管重油及纯碱价格已经出现回落，公司成本上的压力大大减小，但房地产低迷及国内汽车市场可能下滑将持续影响公司经营。
  - 房地产市场的持续低迷将压制公司普通浮法玻璃业务的表现；
  - 09年国内汽车厂商日子将更加难过，预计09年国内汽车产销量有可能负增长，公司汽车玻璃的国内销售将面临一定压力；
- 尽管国际车厂纷纷宣布减产，但在国际车厂寻求降低成本的背景下，公司汽车玻璃凭借着价格上的优势，可能在竞争上更占据优势，汽车玻璃OEM出口业务有助抵御公司业绩下滑。
- 考虑到公司在行业中的竞争力及长期投资价值，公司目前的估值水平偏低，维持公司“推荐”评级。

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	516572	572875	575156	623875
净利润(万元)	91721	93115	102944	125022
净利润增长率(%)	49.39	1.52	10.55	21.45
EPS(元)	0.46	0.46	0.51	0.62

---

# 欢迎交流

兴业证券研发中心 王金祥

**wangjx@xyzq.com.cn**  
**(021) 68419393-1137**