

行业研究/动态点评

2019年02月14日

行业评级:

建材 中性 (维持)  
玻璃 II 增持 (维持)

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

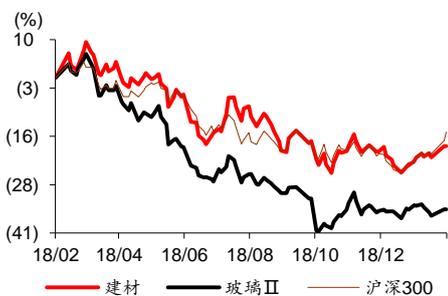
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**李振兴** 010-56793969  
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1 《建材: 行业周报 (第六周)》2019.02
- 2 《建材: PB-ROE 模型下建材龙头的长期投资价值》2019.01
- 3 《建材: 行业周报 (第四周)》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 核心矛盾在需求, 竣工改善首推玻璃

### 当前时点我们如何看建材系列之七

#### 竣工修复支持玻璃盈利改善, 维持行业“增持”评级

我们认为 19 年竣工大概率改善, 核心矛盾在需求端, 首推玻璃。13-14 年历史数据表明, 新开工向竣工传导确实存在, 19 年竣工增速大概率回正; 供给端, 19 年冷修规模预计将略大于 18 年、但也受到需求情况的影响, 因此 19 年玻璃行情核心矛盾在需求端。基于竣工端的相对乐观, 我们推荐自上而下逻辑顺畅的玻璃投资机会 (旗滨集团, 南玻 A), 而家装建材受二手房更新需求扰动, 竣工逻辑下弱于玻璃。

#### 玻璃行情核心矛盾在需求端, 竣工改善支撑玻璃需求

19 年竣工增速有望好于 14 年 (5.9%), 带动玻璃需求较大幅度改善。复盘历史数据, 我们认为 18-19 年新开工、竣工类似于 13-14 年, 12-14 年新开工是“M 型”走势, 其中 13 年新开工当时创历史新高, 14 年竣工增速回正, 新开工向竣工的传导确实存在, 相应 18 年新开工创历史新高, 19 年竣工预计将回升。18 年新开工没能向竣工传导主要因为 17 年新开工整体一般。供给端方面, 主要的不确定性是冷修, 也受到需求影响, 因此核心矛盾在需求: 我们预计 19 年冷修规模略大于 18 年 (冷修 18 条线), 如果玻璃需求改善兑现, 不确定因素冷修预计将限制玻璃行情的幅度。

#### 两个信号显示玻璃需求已经改善, 关注旗滨集团、南玻 A

2018/12 竣工数据和玻璃量价淡季不淡表明玻璃需求已经改善, 关注高股息旗滨集团和工程玻璃龙头南玻 A。我们预计, 由于冷修复产的影响, 旗滨集团 2019 年产销量预计仍将维持近 10% 的增长, 另外, 马来西亚产能、工程玻璃扭亏等因素带来新的利润增长点, 股权激励费用在 18 年基础上大幅度减少, 在玻璃盈利水平保持稳健的基础上, 预计 19 年公司利润将保持较快增长; 南玻 A 在 2018 年利润承压主要受光伏业务影响, 今年影响边际减弱, 公司有望重回正增长。

#### 家装建材也将受益于竣工逻辑, 但受二手房更新需求扰动

竣工改善也将提升新房装修需求, 有益于家装建材需求改善。但根据我们的测算, 2018 年国内主要一二三线城市 (93 个) 二手房交易占比 35%, 全国二手房交易占比预计在 20% 以上, 因此家装建材需求较大幅度受到二手房更新需求影响。地产调控未出现全国性松绑的情况下, 我们对地产销售偏谨慎, 因此二手房更新需求预计也不乐观, 对家装建材需求影响负面, 将抵消部分竣工改善的影响。因此, 竣工改善我们首推逻辑顺畅的玻璃, 家装建材投资机会更多要从自下而上的角度去挖掘。

风险提示: 地产公司资金链恶化影响竣工进度, 玻璃供给超预期扩张。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
601636	旗滨集团	4.24	买入	0.45	0.62	0.63	0.69	9.42	6.84	6.73	6.14
000012	南玻 A	4.71	增持	0.35	0.3	0.38	0.42	13.46	15.70	12.39	11.21
002372	伟星新材	16.91	买入	0.82	0.72	0.89	1.08	20.62	23.49	19.00	15.66

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

两个信号表明 19 年竣工有望全面好转.....	3
信号一：2018/12 竣工数据走强.....	3
信号二：玻璃淡季不淡，印证终端需求改善.....	3
关于市场的几个分歧.....	5
我们的研究表明 19 年竣工大概率回升.....	5
竣工改善有望超预期，玻璃投资机会需追求性价比.....	8
竣工改善推玻璃逻辑更顺，家装建材受二手房干扰.....	9

## 图表目录

图表 1：2018/12 房屋竣工面积：累计同比回升（单位：%）.....	3
图表 2：2018/12 房屋竣工面积：当月同比回正.....	3
图表 3：分年度 5mm 白玻价格走势（可分区域、城市选择）.....	3
图表 4：5mm 白玻价格走势.....	3
图表 5：2018 玻璃产销增速表现较好.....	4
图表 6：玻璃累计产量和产销率情况.....	4
图表 7：2018 年房屋新开工、竣工增速差距拉大（单位：%）.....	5
图表 8：根据 BASE 法则计算的房屋施工面积和实际的房屋施工面积并不相符.....	6
图表 9：2016-2018 新开工与 2012-2013 新开工类似.....	6
图表 10：2014 新房屋竣工面积增速回正（单位：%）.....	7
图表 11：商品房待售面积回落，地产有补库需求.....	7
图表 12：2018 商品房销售面积：现房：累计占比下降至 20% 以下.....	7
图表 13：2018 年房屋新开工累计增速强于 2013 年.....	7
图表 14：1Q2014-3Q2014 平板玻璃销量增速维持正增长.....	8
图表 15：2014 年玻璃价格表现整体较弱（单位：%）.....	8
图表 16：国内二手房交易占比估算（二手房比重=二手房交易量/（二手房交易量+新房交易量））.....	9

## 两个信号表明 19 年竣工有望全面好转

18 年竣工表现疲弱，两个信号表明 19 年竣工有望改善：第一，18 年 12 月竣工数据较大幅度改善；第二，淡季玻璃价格坚挺印证竣工数据乃至玻璃需求已经发生实质性改善。

### 信号一：2018/12 竣工数据走强

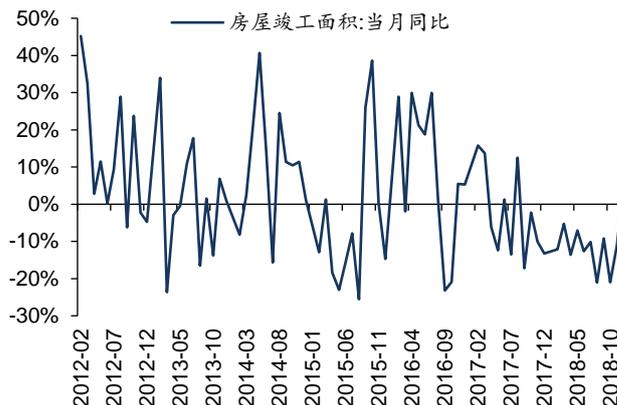
2018 年 12 月房屋竣工面积增速走强，累计增速从前 11 月的-12.3%回升至-7.8%，当月同比增速回正，为 5.76%。

图表1：2018/12 房屋竣工面积：累计同比回升（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2018/12 房屋竣工面积：当月同比回正

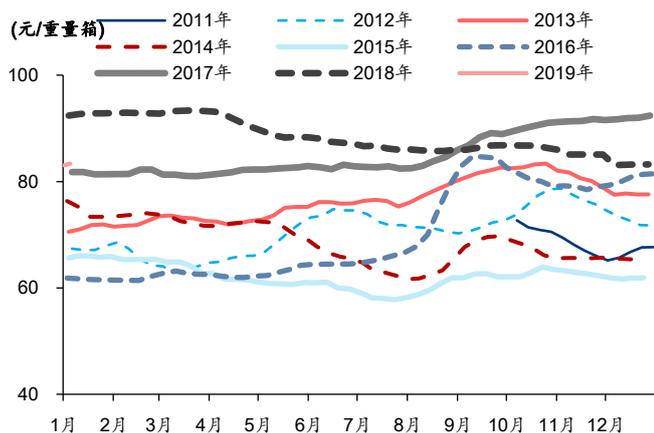


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 信号二：玻璃淡季不淡，印证终端需求改善

玻璃淡季不淡，或表明竣工改善导致的终端需求已经实质性走强。从玻璃价格来看，2018 年四季度 5mm 白玻价格降中有稳，进入 2018/12 及之后一直维持在 83 元/重量箱附近，稳定性和价格绝对值表现仅差于 2017 年四季度（当时因为沙河停产），整体较为坚挺。

图表3：分年度 5mm 白玻价格走势（可分区域、城市选择）



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表4：5mm 白玻价格走势



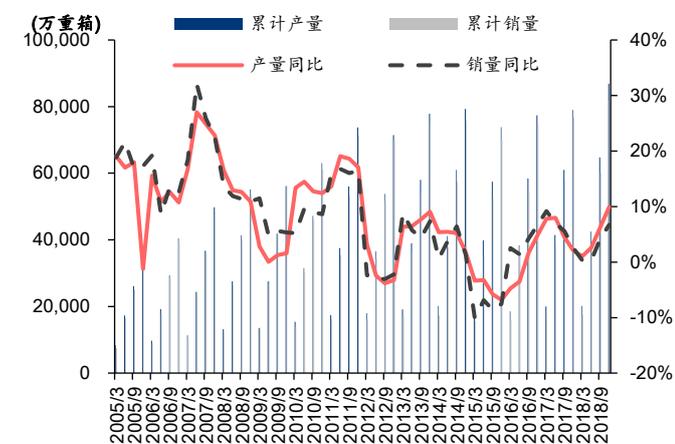
资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

玻璃淡季不淡，更体现在产销情况和冬储方面。2018 年玻璃产销量同比增速表现较好，2018 年产量同比增长近 10%，销量同比 6.70%，2018 年产销率因为产量大增相比 2017 年有所走弱，但整体仍处于较高水平（97.40%）。

另外，冬储情况也显示这个冬天玻璃需求较为强劲。北方由于天气原因整个冬天都是淡季，因此为了回笼资金、消化库存，会以降价优惠的形式，加快玻璃出货。根据卓创资讯的信息，2018 年东北冬储降价幅度与 2017 年持平，2018 年完成收款任务耗时半月有余，2017

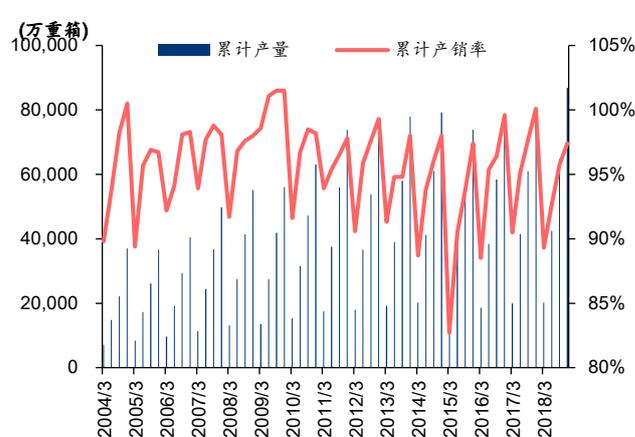
年只有一周,2018/12东北各厂库存情况控制良好;整体来看东北2018年冬储情况与2017年持平,考虑到2017年四季度沙河供给减少带来的行情,2018年冬储情况表现已经是一种较好的情景。

图表5: 2018玻璃产销增速表现较好



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 玻璃累计产量和产销率情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 关于市场的几个分歧

我们在 20180530 《“策论建材”之三：供给突围，推“玻”助澜》中开始推荐玻璃，在跟市场沟通遇到几个分歧：1.玻璃之所以不讨喜，主要由于玻璃竞争格局较差，供给向下弹性太小、向上弹性太大，导致玻璃的行情持续性和幅度都要差于水泥，因此，在建材行业的比较，投资者更加关注水泥（18年下半年水泥表现确实好于玻璃）、而非玻璃，这是玻璃投资机会的第一分歧，原因很简单，投资者认为玻璃行业格局比较差；2.关于竣工是否能真的持续改善，市场也有较大分歧；3.就算竣工能起来，如果幅度不够大，由于供给扰动玻璃的盈利不一定能起来，也难以把握玻璃股票的投资机会。

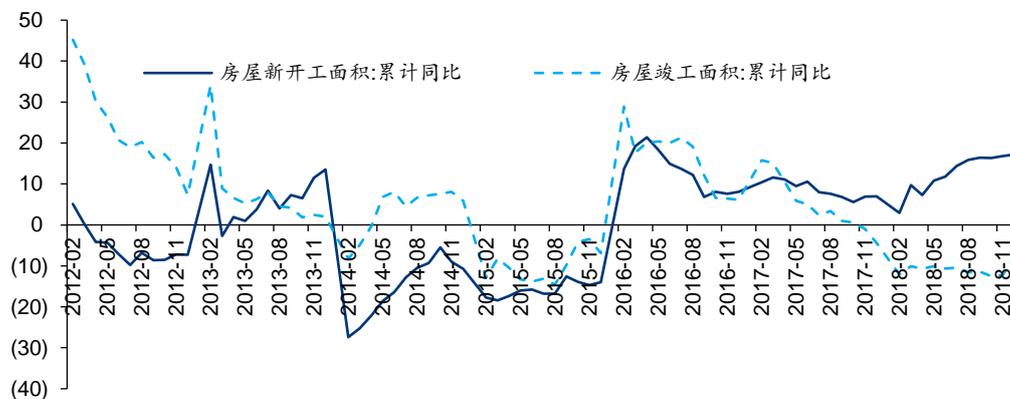
对此，我们的观点基本如下：1.我们认可玻璃行业格局限制玻璃行情的持续性和幅度，但行业格局主要在供给端，需求如果能起来，玻璃是可能有机会的，这也让第二个分歧和第三个分歧成为主要矛盾；2.我们倾向认为，竣工大概率能起来；3.竣工如果能起来，足够便宜的玻璃股有投资机会。下面我们重点论述第二和第三个分歧。

## 我们的研究表明 19 年竣工大概率回升

部分投资者认为新开工在地产公司资金面偏紧的情况下，新开工不能向竣工传导，特别是无法准确判断停工影响也有所怀疑竣工能否起来。即使 2018/12 单月数据显著走强，也可能是年底赶工以及 2017/12 低基数导致的。

我们认为新开工对竣工的传导将在 2019 年发生，2014 年历史数据也证明我们的观点。从逻辑上讲，建房子既然开工了，就必然向竣工传导，但 2018 年房屋新开工增速和竣工增速剪刀差越拉越大。

图表7： 2018 年房屋新开工、竣工增速差距拉大（单位：%）

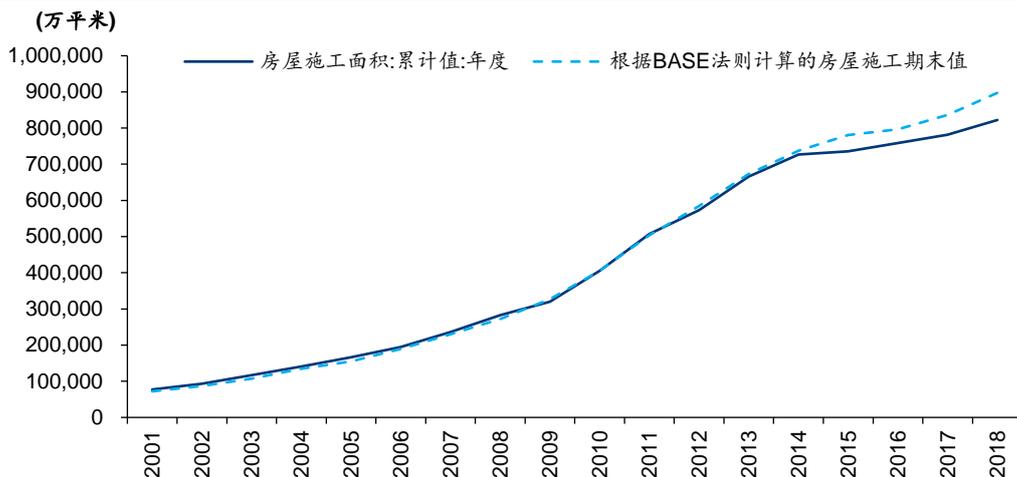


资料来源：Wind，华泰证券研究所

而根据 base 法则，房屋施工面积期末值=房屋施工面积期初值+新开工-竣工。但事实是上述等式关系并不成立，根据 BASE 法则计算出来的房屋施工面积长期是低于实际的房屋施工面积的。我们认为，出现这种情况的原因是根据 BASE 法则计算的等式右侧漏算了停工的影响。而已开工项目又停工会受到地产公司资金链情况影响，很难准确预测，所以新开工向竣工传导也难以准确把握。

另外，上述等式的原因在于竣工数据因为税收原因导致被低估，这里不再详细论述。

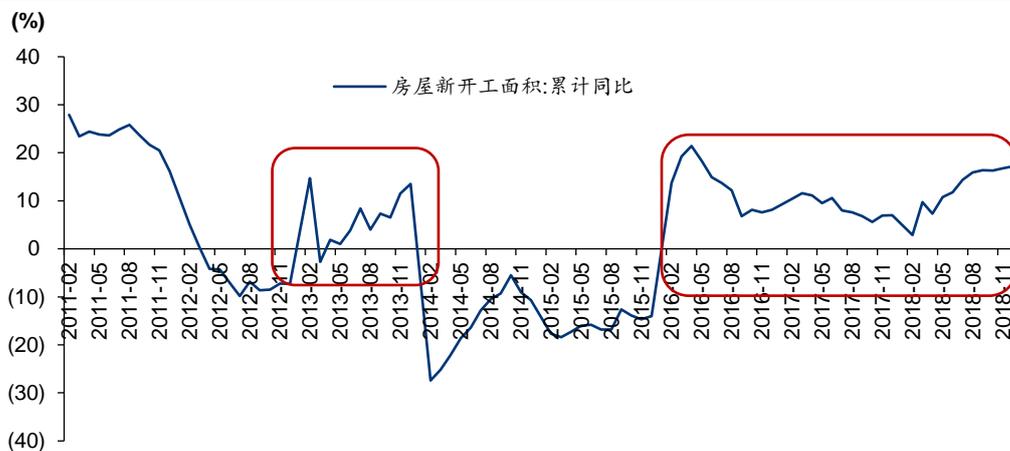
**图表8：根据BASE法则计算的房屋施工面积和实际的房屋施工面积并不相符**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

虽然新开工向竣工传导难以准确量化，但经验数据给的启示表明 2019 年竣工大概率回升。距离 2016-2019 年最近的地产周期是 2012-2015，两轮地产周期有较强的相似性，都呈现“M 形”走势：2012 年初房屋新开工随销售起来、然后迅速回落，2012 房屋新开工整体疲弱，但 2013 年房屋在补库等逻辑支持下，重新走强，2013 年新开工超过 20 亿平，当时创历史新高，仅次于 2018 年，进入 2014 年则再次回落；2016-2018 新开工增速在幅度和形态上（都是冲高、回落、再冲高）都与 2012-2013 有较强的相似性，2018 年新开工也再次创历史新高，而持续时间主要是由于三四线去库存的影响，周期被拉长。因此，从新开工来看，我们说 2016-2019 的地产周期与 2012-2015 的地产周期有较强的相似性。

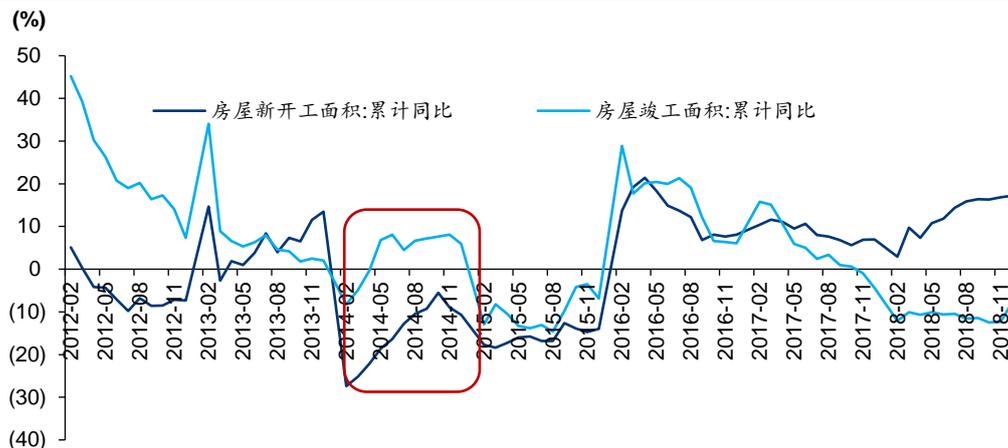
**图表9：2016-2018 新开工与 2012-2013 新开工类似**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年房屋竣工面积有望像 2014 年已经有所回升，新开工更多取决于商品房销售，在没有强刺激下相对谨慎。2013 年新开工增速走强，当时创历史新高，2014 年竣工走强，同样 2018 年新开工增速很强，新开工面积再次创历史新高，两轮地产周期相似度较高，我们认为，2019 年房屋竣工数据有望复制 2014 年走势，重回正增长。

**图表10： 2014 新房屋竣工面积增速回正（单位：%）**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

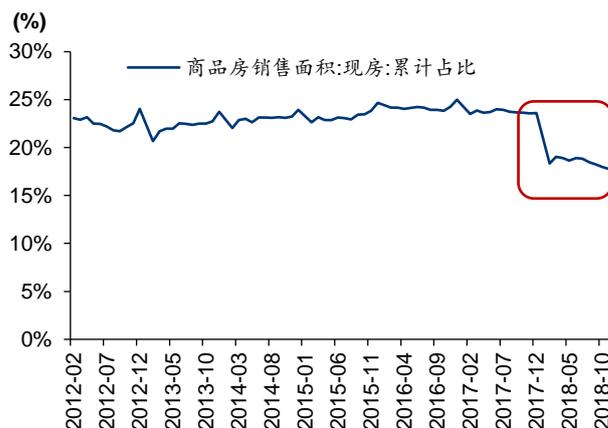
我们还认为，三个因素会导致 2019 年竣工走强的幅度大于 2014 年：第一，更低的库存，补库的需求；第二，商品房销售期房占比更高，交房的需求；第三，地产公司集中度提升，大型地产公司按时交房更具刚性，停工影响有望减弱；第四，2018 年房屋新开工本身也要强于 2013 年。

**图表11： 商品房待售面积回落，地产有补库需求**



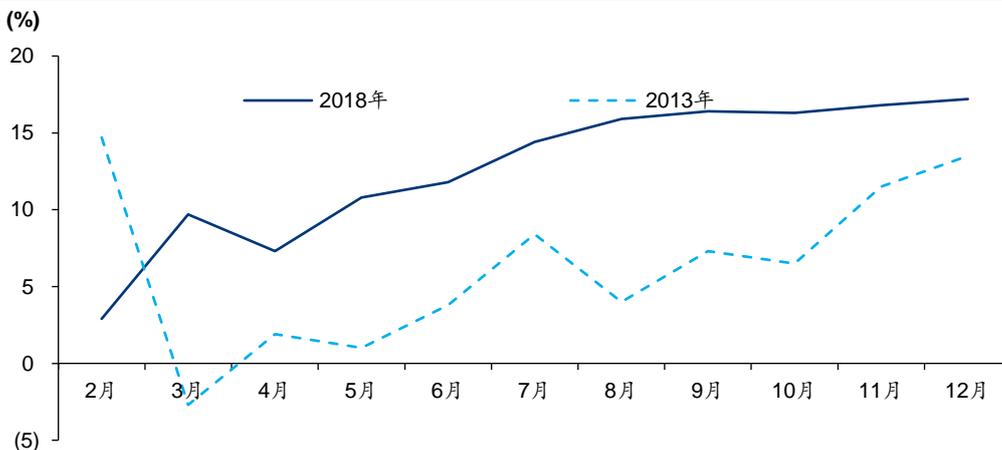
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表12： 2018 商品房销售面积：现房：累计占比下降至 20%以下**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表13： 2018 年房屋新开工累计增速强于 2013 年**

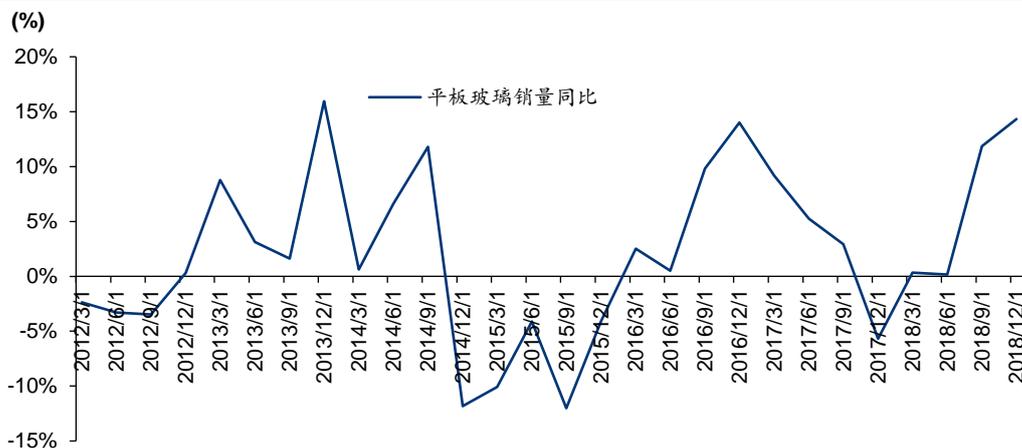


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 竣工改善有望超预期，玻璃投资机会需追求性价比

2014年房屋竣工数据走强，而玻璃盈利表现一般，股价有绝对收益。2014年竣工数据表现较好，玻璃需求相应也比较坚挺，2014前三季度玻璃销量增速维持正增长，并且增速环比提升；玻璃盈利要早于竣工数据，原因在于时间上的顺序是先下订单、玻璃出货、确认收入、安装玻璃、最后竣工，因此2015Q1竣工数据表现较差，玻璃销量增速在2014Q4就出现了大幅下滑。

图表14：1Q2014-3Q2014 平板玻璃销量增速维持正增长

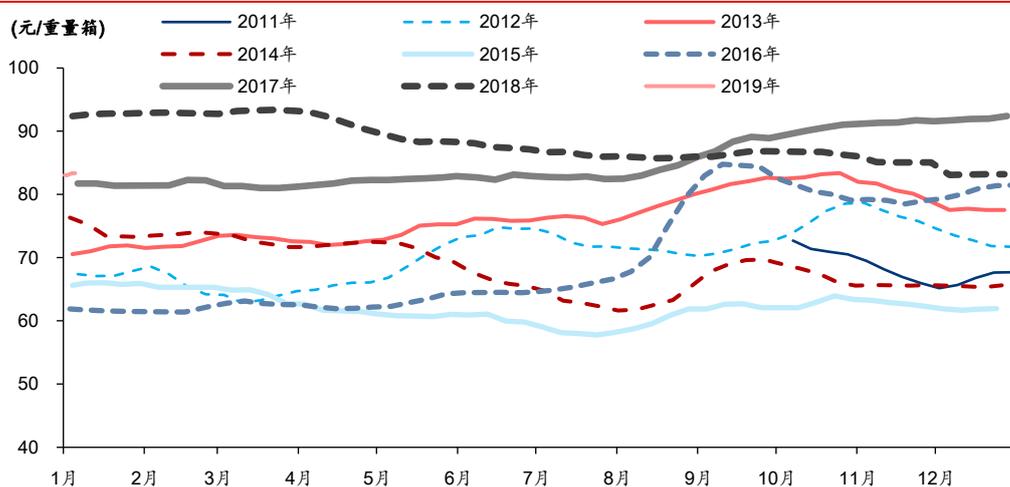


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2014年玻璃价格表现整体较弱，导致玻璃企业如旗滨集团、南玻A盈利均出现下滑。因此，竣工改善幅度如果不够大，带来的需求改善很可能会被供给增加、经销商去库存等因素抵消，价格反而走弱。前面我们已经论述过，2019年竣工有望比2014年更强，意味着2019年玻璃需求改善的幅度更大。

供给端，冷修有望加速释放，但如果需求超预期，玻璃供给增加的弹性较大，将限制玻璃盈利改善的幅度。根据卓创资讯数据，2018年11/12月两个月玻璃全行业冷修11条线，超出预期，表明在当时的盈利水平，冷修加速释放，2019年盈利水平整体估计要略低于2018年，因此我们判断2019年整体冷修规模有望大于2018年（18年冷修18条）。我们认为，玻璃供给变化受到需求影响，玻璃盈利的核心矛盾是需求，竣工带来需求改善，盈利有望维持在现有水平上或环比小幅改善。盈利水平小幅改善，建议从性价比角度关注玻璃投资机会，推荐低估值、稳健增长的旗滨集团，关注南玻A。

图表15：2014年玻璃价格表现整体较弱（单位：%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 竣工改善推玻璃逻辑更顺，家装建材受二手房干扰

房屋竣工玻璃是刚需，如果竣工的改善有持续性，玻璃需求也将持续改善。虽然玻璃需求略早于竣工（从2014年来看，玻璃需求早于竣工一个季度见顶），但滚动来看，玻璃需求至少是在中前期是改善的。我们认为本轮竣工改善持续性较强，因此玻璃需求的改善也有望有一定的持续性。

我们汇总了2018年数据可得93个城市的地产交易数据（主要的一二三线城市），二手房交易占比在35%左右，这是地产家装上市公司的主要目标市场，因此二手房交易引致的更新需求整体而言对家装公司业绩有较大影响。

全国地产而言，二手房的交易占比预计在20%以上，占比相对较高。其他城市（数据不可得）包括未纳入统计的其他所有城市（以三四五线为主），地产市场发达程度整体较低，因此我们估计二手房交易占比相应较低（低于25%），我们假设这些城市二手房交易占比分别为10%和20%这两种情景，分布对应全国二手房交易占比分别为22%和27%，都在20%以上。

因此，对于家装公司而言，如果二手房交易下滑，将会对冲掉一部分竣工改善带来的需求，竣工改善的逻辑对平板玻璃相比家装建材更加顺畅。当然，竣工端的家装建材可能有自下而上的逻辑，关注管道主业业绩高稳定性、防水涂料有望放量的伟星新材。

图表16：国内二手房交易占比估算（二手房比重=二手房交易量/（二手房交易量+新房交易量））

2018年	商品房销售面积（万平方米）	二手房成交面积（估计，万平方米）	样本城市二手房比重（右）
一线城市（4个）	43,896,946.97	72,233,427.40	62%
二线城市（15个）	224,894,974.10	130,909,677.65	37%
三线城市（30个）	319,941,642.15	133,529,020.32	29%
其他城市（数据可得，44个）	84,259,904.18	28,711,176.06	25%
主要一二三线城市合计（93个）	672,993,467.40	365,383,301.43	35%
<b>情景一：假设其他城市（数据不可得）二手房比重为10%</b>			
其他城市（数据不可得）	1,021,084,732.60	113,453,859.18	10%
全国合计	1,694,078,200.00	478,837,160.61	22%
<b>情景二：假设其他城市（数据不可得）二手房比重为20%</b>			
其他城市（数据不可得）	1,021,084,732.60	255,271,183.15	20%
全国合计	1,694,078,200.00	620,654,484.58	27%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：地产公司资金链恶化，部分地产公司可能选择延迟交房来缓解资金压力，影响竣工进度；玻璃冷修产线、在建产线集中点火投产，导致供给超预期扩张。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com