

玻璃制造

浮法迎去库拐点，单位利润处低位

作者：

分析师鲍荣富SAC执业证书编号：S1110520120003

分析师王涛SAC执业证书编号：S1110521010001

联系人熊可为



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

浮法玻璃结束8月以来累库，浮法价格与利润持续下行

上周浮法玻璃国内均价环比下跌2.79%，国内浮法玻璃市场延续调整趋势，企业为促进出货成交重心下移。上周厂商库存4115万重箱，环比减少210万重量箱，**结束8月以来累库**，周内产能略降，约17.5万t/d，但近期利润回落情况下，预计冷修产能或逐步增加。上周成本端原燃料纯碱成交重心有所下移，但天然气价格进入冬季以来上涨较快，受玻璃价格大幅下降影响，浮法单位利润继续下行。我们认为后续若地产资金边际改善，浮法玻璃需求端仍有望出现短期反弹，但明年年内竣工面积出现拐点的概率仍较大。但随着浮法单箱利润的快速下行，我们认为浮法价格下行的速度有望减缓，在供需格局总体改善的情况下，龙头公司有望借助规模优势，拥有一定的壁垒利润。

光伏玻璃短期需求疲软，201豁免关税恢复及补贴预算或提振未来需求

上周2mm及3.2mm光伏镀膜玻璃价格达21.5/27.5元/平米，环比持平。厂商库存天数23.21天，环比上周增加4.01%。近期组件厂家操作谨慎，需求支撑有限。短期来看，终端电站装机推进暂无明显好转迹象。11月16日，美国正式恢复对进口双面太阳能组件的201关税豁免权同时中央预算平台发布新能源补贴预算，中长期看未来若上游原材料价格回落，叠加政策推动，光伏装机需求明年有望持续改善。供给侧，上周光伏玻璃日熔量41260吨，环比持平，Q4光伏玻璃投产计划较大，部分新产线点火有延期计划，我们认为Q4产能投放情况仍需观察。总体而言，我们认为全行业平均利润目前或仍处于底部区间，后续若需求加速好转，光伏玻璃价格仍有望调涨，继续看好龙头公司未来量价齐升的逻辑。

继续推荐光伏玻璃龙头，浮法龙头具备中长期投资价值

光伏行业需求有望边际改善，玻璃龙头成本优势显著，产能端具备高成长性，推荐【福莱特】（与电新联合覆盖），关注【信义光能】。浮法玻璃价格与利润随短期仍在向下，但浮法龙头股价已大幅调整，考虑均衡状态下其浮法业务的盈利与估值，以及光伏等新业务带来的额外成长性，我们认为当前浮法龙头已具备较好的中长期投资价值，推荐【旗滨集团】，【信义玻璃】，关注【南玻A】；玻璃新材料角度，UTG原片突破国外垄断，国产替代后产销有望快速增长，持续推荐【凯盛科技】。

风险提示：原材料普涨导致地产、光伏等下游需求延缓超预期；浮法产能及产能利用率提升超预期。

目录

- 1.供给：浮法、光伏玻璃产能环比持平
- 2.需求：法、光伏短期疲软，光伏需求长期向好
- 3.库存：浮法迎去库拐点，光伏玻璃库存压力仍存
- 4.价格：浮法价格继续回落，光伏玻璃主流价持平
- 5.成本：冬季天然气价格涨幅明显，单位利润处于低位
- 6.行业主要公司周度股价表现及估值

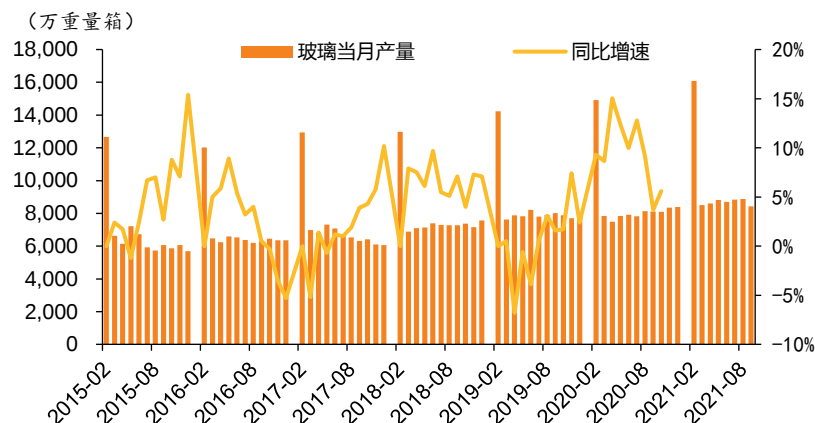
1

供给：浮法、光伏玻璃产能环比持平

● 浮法玻璃：周内产能持平

- **本周产能无变化。**据卓创资讯，截至上周四（11月25日），日熔量共计175425吨，环比持平，产能时点值较去年末增加5.1%。
- 浮法玻璃产能增量主要来自于产能置换新线投产、冷修线复产、产线转产等，产能减量主要来自于产线冷修和转产（如建筑超白转做光伏背板等）。根据玻璃协会预测，2021年计划停产冷修线18条共1.21万吨/d，而复产线0.995万吨/d，整体供给偏紧。根据金晶科技的统计，价格坚挺情况下，部分产线或延迟冷修（超龄窑炉27条共1.73万吨/t），预计全年产能净增量4000t/d，产能同比增3%左右。目前看，全年全国产能净增量或超出此前预期。
- 据统计局，10月平板玻璃产量0.85亿重量箱，相比19/20年9月增长8.4%/5.6%，基数影响下，同比增速有所回落。前10月累计产量8.54亿重量箱，相比19/20年增长10.4%/9.2%，我们预计玻璃全年产量增幅或超10%。

图1：平板玻璃当月产量及同比增速



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图2：浮法玻璃在产日熔量（t/d）

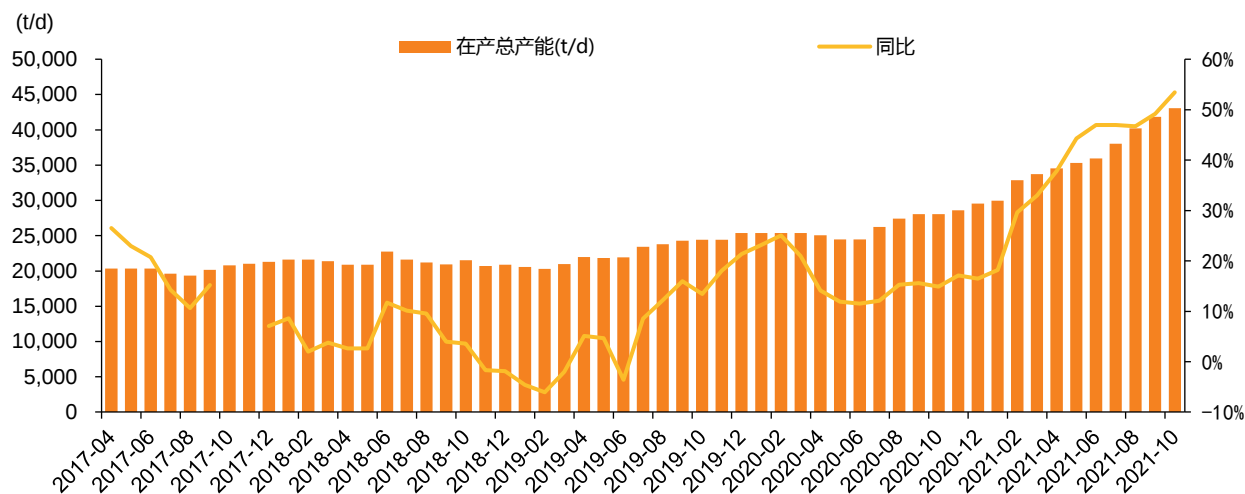


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

● 光伏玻璃：周内产能环比略减，关注Q4产能释放

- 据卓创资讯，截至上周四（11月25日），全国光伏玻璃在产生产线共计231条，日熔量合计41260t/d，环比持平，同比增加44.22%。
- 根据卓创资讯的统计，2021年初超白压延在产产能29540t/d，至今达到41260t/d，净增量达11720t/d，Q4产能或持续增加。3月后光伏玻璃价格出现大幅下行，叠加“双碳”背景下地方政府能耗指标或有收紧趋向，当前不能排除后续产线延期投产可能，**据卓创资讯，目前行业内少数产线的点火计划延期。**
- 考虑到今年光伏玻璃拟投产新产能量较大，总体来看，今年光伏玻璃形成供大于求的局面可能性较大，但由于光伏装机今年可能同样存在季度间大幅波动的情况，因此在个别季度或存在供需偏紧的情况。

图3：光伏玻璃月度在产产能



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2

需求：浮法、光伏短期疲软，光伏需求长期向好

● 浮法玻璃：周内市场刚需补货成交为主

- 据卓创资讯，短期赶工需求略有释放。分区域看，周内华北成交一般，沙河区域出货持续性欠佳；华东走货稍有好转；华中地区外发加补货下产销尚可；东北、西南、西北地区价格均有所松动，保持出货为主。
- **地产端：**根据行业经验，玻璃及门窗安装一般在新开工后1-1.5年，我们利用房地产新开工面积单月值，用每月的前12-18个月的新开工面积均值表征当月需要进行玻璃及门窗安装的施工面积需求，我们预计地产端玻璃需求的高景气或延续至明年1月，而明年6月后的走势与今年剩余月份的新开工数据相关。
- **我们预计明年1月或是竣工实际需求的高峰，随后需求或边际回落。**21M1-10销售/拿地/新开工/施工/竣工面积同比分别+7.3%/-11%/-7.7%/+7.1%/+16.3%，相比19M1-10，21M1-10销售/拿地/新开工/施工/竣工面积同比分别+7.3%/-13.9%/-10.2%/+10.3%/+5.7%，相比19M10分别-9.7%/-28.5%/-30.8%/-28.5%/-15.9%，与19年相比地产数据有所降低。

图4：房地产新开工面积滚动均值（滞后12-18个月）

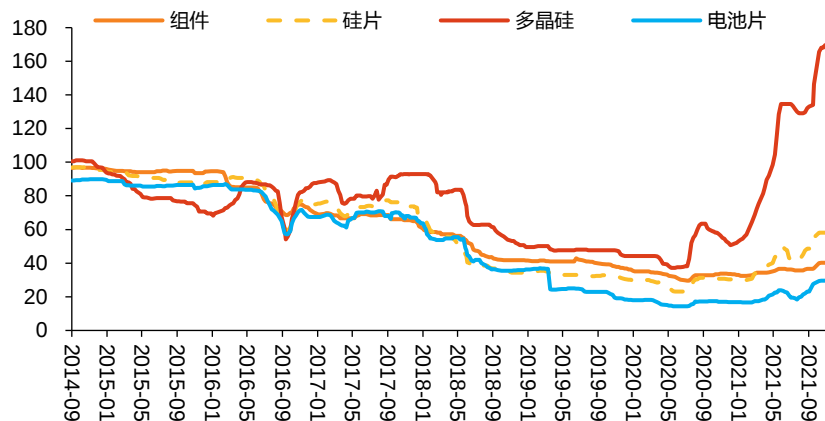


资料来源：Wind，天风证券研究所

● 光伏玻璃：201豁免权恢复、新能源补贴预算出台或提振需求

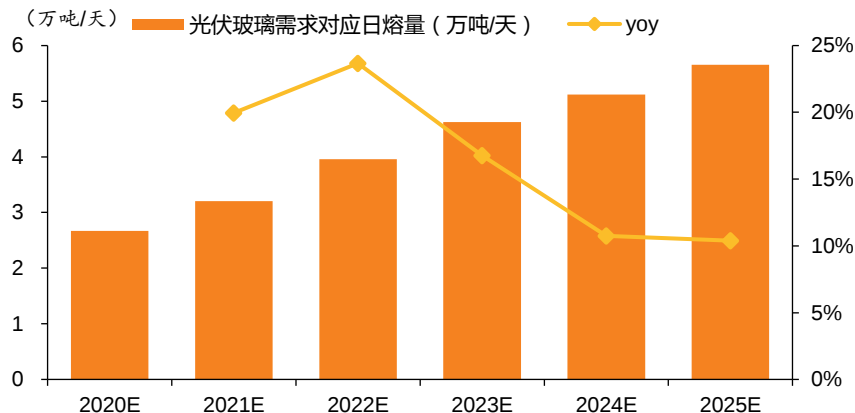
- 据卓创资讯，组件厂家近期消化成品库存为主，开工偏低情况下，补货意愿一般：近期组件厂家利润空间压缩明显，开工维持低位，多数采购较为谨慎，需求端支撑有限。玻璃厂家订单跟进转弱，双玻成交欠佳。组件环节看，近期组件企业执行前期订单为主，主流报价维稳，大尺寸小幅下滑，我们预计短期需求难以明显好转。
- 政策支持下长期需求向好：据国家能源局，1-10月国内光伏新增装机合计28.2GW，yoy+23.7%。3月初迄今九部委陆续发文支持，首次将光伏定为主体能源，增强行业信心。7月26日，发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，核心聚焦完善分时电价机制及其后续执行，10月24日，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，推动新能源发展。11月16日，美国正式恢复对进口双面太阳能组件的201关税豁免权同时中央预算平台发布新能源补贴预算，其中光伏22.8亿元（优先扶贫及分布式自然人项目），BIPV发展提速或迎良机；长线来看，新型能源占比提升背景下，随着分布式等推进，市场有望逐步向好。

图5：光伏组件相关价格指数



资料来源：Wind，天风证券研究所

图6：光伏玻璃中长期需求日熔量预测



资料来源：CPIA，天风证券研究所

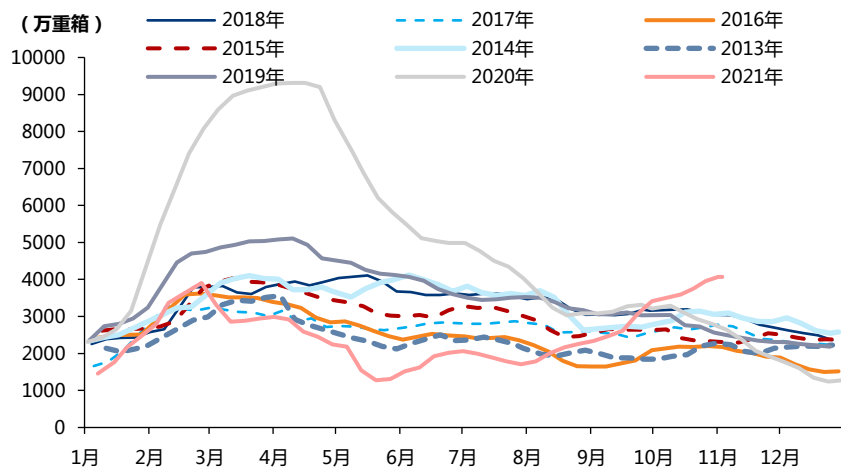
3

库存：浮法迎去库拐点，光伏玻璃库存压力仍存

● 浮法玻璃迎去库拐点，光伏玻璃库存压力仍存

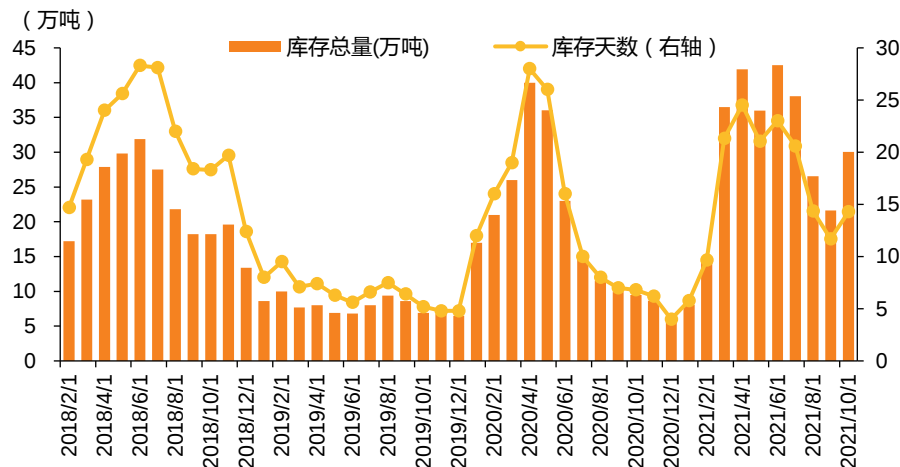
- **浮法玻璃：**国内浮法玻璃企业库存维持上升趋势。据卓创资讯，上周企业库存总量为4115万重量箱，较上周去库210万重量箱，降幅4.86%，结束8月以来的累库趋势。
- **分区域看：**分区域来看，华北周内部分出货好转，京津唐部分小幅去库，沙河整体库存小幅下降，目前厂家库存约816万重量箱，仍保持低位；华东近期下游提货稍有增量，局部低价货源产销良好；华中周内成交情况良好，库存降幅明显；华南整体库存变动不大，库存增速放缓；西南周内产销小幅好转；东北近日出货恢复，个别厂产销良好；西北近期产销一般，加之外来低价货源冲击，多数厂库存小增。
- **光伏玻璃：**据卓创资讯，截至11月25日，库存天数约23.21天，环比上周增加4.01%。光伏下游组件厂原材料端价格压力致使组件厂减产应对，供需矛盾有待解决。我们预计随着后续存量项目，已规划的保障性并网项目及部分分布式项目的需求放量，累库情况或有改善。

图7：浮法玻璃库存各年月度波动



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图8：光伏玻璃月度库存



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

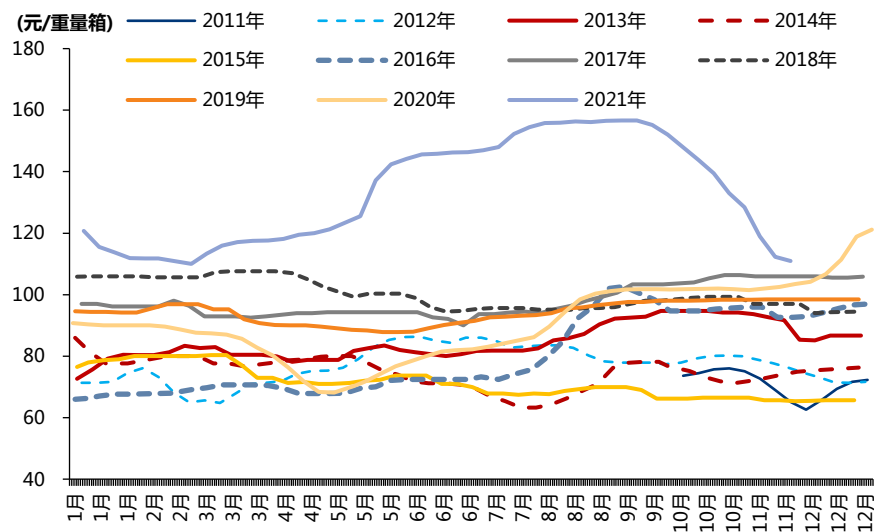
4

价格：浮法价格继续回落，光伏玻璃主流价持平

● 浮法玻璃价格继续回落，光伏玻璃价格环比持平

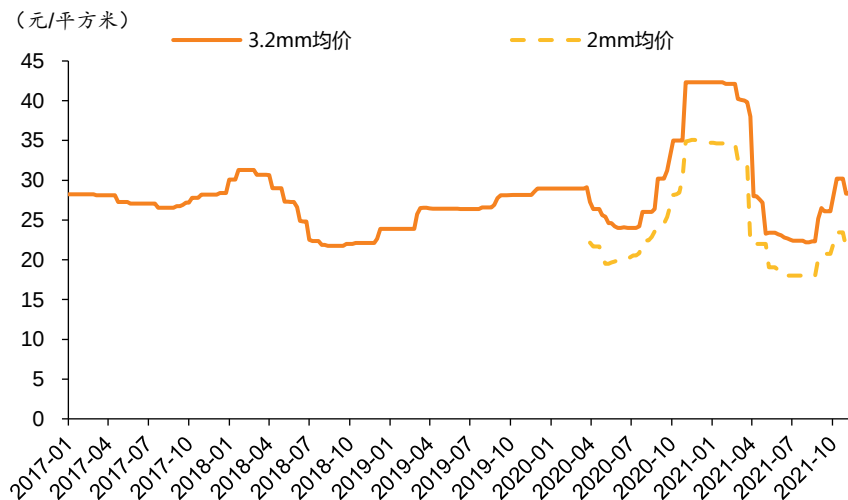
- **浮法玻璃：**据卓创，上周浮法玻璃均价2104.81元/吨，环比跌幅2.79%，本周国内浮法玻璃市场延续弱势下行，价格成交重心继续下移，局部区域跌幅扩大。上周四（11月24日）FG201收于1794元/吨，较上周+4.24%。
- **分区域看：**上周全国市场价格涨跌互现，华北区域涨跌互现；华中区域部分厂家试探性推涨，幅度1-3元/重箱不等；华东部分厂家涨幅1-2元/重箱；西南主流成交价格98-105元/重箱；东北地区下调3-6元/重箱；西北价格有所松动。
- **光伏玻璃：**上周3.2mm镀膜玻璃均价27.5元/平方米，2mm镀膜均价21.5元/平方米，环比均持平。周内主流周内主流报价维稳部分成交重心下移。

图9：浮法玻璃价格各年月度波动（5mm白玻）



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图10：光伏镀膜玻璃价格变化



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

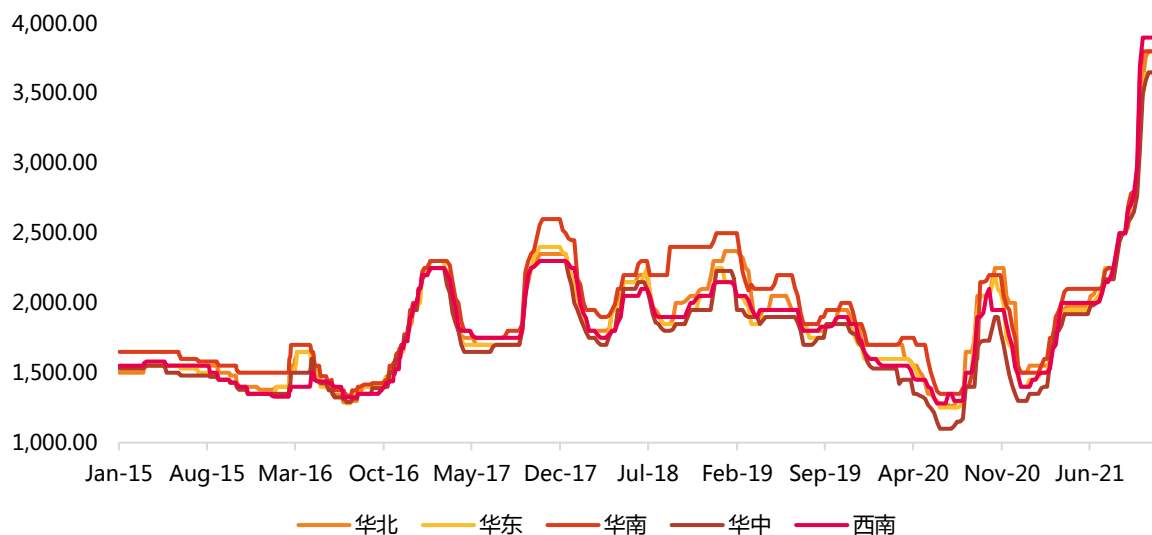
5

成本：冬季天然气价格涨幅明显，单位利润处于低位

● 纯碱市场走势疲软，浮法单位利润处于低位

- **重碱成交重心下移：**据卓创资讯，上周国内纯碱市场行情低迷，国内重碱主流送到终端价格在3000—3500元/吨（低端交割库货源）。
- **利润：**上周国内浮法玻璃行业平均利润64.64元/吨，较上周缩减60.1元/吨，周内综合行业利润环比下跌48.18%。本周主要原料价格纯碱价格成交偏灵活，主流价格稍有回落，但天然气价格入冬后处于高位，后续建议关注沙河未来煤改气情况。考虑到Q4光伏玻璃新产能拟投产产量较大，可能会对22Q1的纯碱供给形成一定扰动，若明年需求对浮法玻璃的支撑力度有所回落，则明年浮法玻璃价格上行动力或将减弱，届时来自纯碱成本端的压力可能更加明显。

图11：各区域重质纯碱成交均价(元/吨)



资料来源：Wind，天风证券研究所

6

行业主要公司周度股价表现及估值

图13：玻璃行业重点公司股价表现及估值

		周涨跌幅 (%)	总市值 (亿元)	当前股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
					2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0868.HK	信义玻璃	(2.96)	793.28	19.70	1.59	2.98	3.33	3.53	12.35	6.61	5.91	5.58
601636.SH	旗滨集团	(0.63)	426.30	15.87	0.68	1.81	2.05	2.37	23.35	8.77	7.75	6.69
000012.SZ	南玻A	(0.30)	305.53	9.95	0.25	0.76	1.02	1.30	39.20	13.18	9.72	7.66
600586.SH	金晶科技	0.64	134.59	9.42	0.23	1.19	1.53	1.78	40.67	7.93	6.17	5.28
0968.HK	信义光能	(8.78)	1,200.18	13.50	0.51	0.60	0.74	0.92	26.31	22.35	18.13	14.75
601865.SH	福莱特	(3.06)	987.57	46.00	0.76	1.10	1.49	1.84	60.63	41.83	30.86	24.94
002623.SZ	亚玛顿	(1.32)	77.48	38.92	0.69	0.75	1.46	1.93	56.24	51.83	26.65	20.16
1108.HK	洛阳玻璃股份	12.30	69.02	13.78	0.51	0.67	0.87	1.33	27.17	20.71	15.90	10.38
3300.HK	中国玻璃	(5.31)	32.48	1.75	-0.05	0.45	0.59	0.61	-37.88	3.93	2.98	2.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至20211126,21-23年EPS为Wind一致预测，信义玻璃数据单位为港币，中国玻璃、洛阳玻璃股份EPS单位为人民币，总市值与股价单位为人民币，换算汇率为最新央行中间价港币：人民币=0.819。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS