

建材研究框架系列之一

玻璃行业研究方法、历史复盘与未来展望

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业点评报告*建材*稳增长预期强化，水泥、防水修复可期》 2022-01-19

《行业年度策略报告*建材*静待产业链修复，关注“碳中和”机遇》 2021-12-09

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（三）：能耗双控推动水泥涨价，后续盈利修复可期》 2021-11-02

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（二）：玻璃供需延续紧平衡，绿色节能空间广阔》 2021-07-15

《行业深度报告*建筑&建材*绿色建筑系列（一）：绿色建筑大势所趋，行业升级孕育新机》 2021-06-21

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

■ **研究方法：玻璃供需主导价格，行业周期性显著。**供给端，玻璃在产产能主要受新增点火、冷修停产和复产影响，当前主要关注冷修与复产。需求端，浮法玻璃主要应用于地产，可结合统计局地产销售、竣工判断需求，其中销售面积增速与玻璃价格相关性较好，更多从预期角度影响，竣工尽管绝对值存在失真可能，但增速仍可反映当下需求。因供给相对刚性、需求受地产周期性影响，玻璃行业量、价亦具周期性，2009年以来经历四轮周期，每轮时长3-4年，经历价格由升转跌。考虑库存反映供需匹配程度，期货价格领先现货两周左右，二者可作为短期价格、景气度跟踪指标。成本端，玻璃以纯碱、燃料为主，占比超过一半。纯碱需求近四成来自玻璃、价格与后者有一定相关性；燃料类型不一、其中石油焦应用较广，受油价影响波动较大。可跟踪玻璃-纯碱-石油焦价差判断盈利。尽管成本存在波动，但中长期看玻璃利润以价格主导，后者亦与上市公司股价相关性较高。

■ **复盘历史：供需错配带来五轮周期演变。2001-2008：**城镇化、经济高速发展带动房地产、汽车产业高速发展，玻璃产业快速发展、呈现供需两旺；2008年金融危机袭来，地产销售、竣工下行以及出口下滑导致玻璃行业量价承压。**2009-2011：**金融危机导致玻璃盈利下行、产能收缩，而受益政策积极救市、楼市复苏走强，供需改善下玻璃价格走高；随着产能大幅扩张，需求预期转弱下玻璃价格回落，叠加成本上涨，企业普遍面临业绩下滑。**2012-2015：**盈利压力致产能供给收缩，而需求端随着货币、地产政策松动而有所改善，玻璃价格逐步回升；随着2014年楼市下行压力大、产能过剩问题日益严重，玻璃价格回落。**2016-2018：**供给侧改革开启，政策限制新增产能且沙河等地环保限产，玻璃产能供给收缩，需求端地产支持政策密集出台，楼市逐步升温，带动玻璃价格走高；但因竣工节奏放缓，2018年需求不及预期，玻璃价格小幅回落。**2019-2021：**供给端继续限制新增产能、冷修高峰逐步来临，同时竣工高峰来临，需求旺盛下2020H2开始玻璃价格大幅攀升，屡创历史新高；随着2021H2房企资金压力加大、甚至频繁违约，竣工节奏放缓，玻璃价格回落。

■ **展望未来：短期竣工或难有起色，下半年需求不悲观。**对比过往周期，当前存在两点差异，一是不同于过去产能扩张加速行业景气度下行，2021H2以来玻璃价格下行主要因房企资金压力陡增、需求迅速转弱；二是受燃料价格上升影响，本轮周期玻璃价格起点更高。短期来看，地产基本面未见修复，房企资金压力犹大，考虑政策存在时滞、市场信心恢复仍需时间，短期竣工仍然承压，玻璃库存走高，印证下游需求疲弱，但因燃料涨价，玻璃价格下行空间亦相对有限。中期来看，若地产政策持续发力，房企资金环境显著改善，加上“保交房”政策要求，交房高峰期压力下，竣工修

复速度将快于开工，叠加 2021H2 以来积压竣工需求逐步释放，预计 2022H2 竣工有望步入正轨，同时供给端复产产线对产能冲击或有限，冷修高峰延续亦有助于缓解产能压力，供需改善下玻璃景气度不必悲观，有望迎来新一轮周期演变。

- **投资建议：**复盘过去 20 余年，平板玻璃行业周期性显著，供给相对刚性，需求受地产周期影响起伏波动，供需主导玻璃价格涨跌，继而影响玻璃企业股价表现。站在当前时点，我们认为不同于过去几轮周期、行业景气度下行更多源于需求迅速转弱，产能扩张无需过度担忧，实际上，后续复产产线冲击有限、冷修高峰逻辑延续，产能供给整体趋于收缩，因此行业景气度更多关注需求端。尽管短期竣工仍然承压、油价上涨亦导致盈利阶段性承压，但随着地产政策持续发力，叠加“保交房”政策要求，竣工高峰逻辑支撑下玻璃需求仍然可期，建议关注行业龙头旗滨集团、信义玻璃。
- **风险提示：**1) 地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产销售、竣工修复水平与速度，既而影响玻璃需求规模与价格表现。2) 若后续纯碱、硅砂等原材料价格上升，天然气、石油焦、重油等燃料价格因地缘政治影响继续上涨，将导致行业盈利承压，拖累玻璃企业利润。3) 若后续环保限产政策执行不及预期，导致新点火或复产产线增加，将加大玻璃供给端压力。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS				P/E				
		2022-3-29	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
旗滨集团	601636.SH	12.82	0.68	1.65	1.73	2.01		18.8	7.8	7.4	6.4	
信义玻璃	0868.HK	19.14	1.60	2.88	2.73	3.03	3.29	12.0	6.7	7.0	6.3	5.8

注：盈利预测来自 Wind 过去 180 天一致预期；旗滨集团股价、EPS 为人民币；信义玻璃股价、EPS 为港元，2021 年年报已披露、EPS 根据最新总股本摊薄计算

正文目录

一、 研究方法：玻璃供需主导价格，行业周期性显著	7
1.1 生产具有连续特征，供给端关注冷修复产节奏	7
1.2 玻璃需求以地产为主，关注竣工、销售指标	8
1.3 供需错配致量价周期性波动，短期关注库存	10
1.4 成本端关注纯碱、燃料，燃料价格波动较大	12
1.5 玻璃价格对业绩影响大，与股价相关性亦高	14
二、 复盘历史：供需错配带来五轮周期演变	16
2.1 2001-2008：玻璃产业快速发展，但金融危机下行业承压	16
2.2 2009-2011：政策救市下行业复苏，但产能扩张埋下隐患	18
2.3 2012-2015：供需矛盾有所缓和，但楼市下行致需求转弱	20
2.4 2016-2018：供给侧改革开启，但需求释放不及预期	22
2.5 2019-2021：竣工高峰逐步来临，但房企违约潮来袭	24
三、 展望未来：短期竣工或难有起色，下半年需求不悲观	26
3.1 本轮周期需求恢复为关键，玻璃价格起点高	26
3.2 短期房企资金压力犹大，需求难见明显恢复	27
3.3 下半年竣工或重回正轨，玻璃景气度不必悲观	28
四、 投资建议	29
五、 风险提示	29

图表目录

图表 1	近年来浮法玻璃冷修规模逐步提升	7
图表 2	浮法玻璃总生产线与开工情况	8
图表 3	浮法玻璃总产能与在产产能	8
图表 4	国内历年浮法玻璃生产线状态	8
图表 5	玻璃产量增速与房屋竣工面积增速走势	9
图表 6	玻璃产量与房屋竣工面积比值变化	9
图表 7	商品房销售面积与竣工面积差距持续扩大	9
图表 8	主流房企 2018 年竣工明显提速	9
图表 9	玻璃产量增速与商品房销售面积增速走势	10
图表 10	玻璃产量增速与房屋施工面积增速走势	10
图表 11	玻璃产量增速与玻璃价格走势基本一致	10
图表 12	玻璃价格与商品房销售面积增速走势	10
图表 13	平板玻璃产量增速呈现周期性波动	11
图表 14	玻璃价格呈现周期性波动	11
图表 15	玻璃价格与库存具有较强的负相关性	11
图表 17	旗滨集团优质浮法玻璃原片成本构成	12
图表 18	旗滨集团主要原材料、燃料采购金额占比情况	12
图表 19	纯碱产量及玻璃消耗占比情况	13
图表 20	纯碱价格走势与玻璃价格呈现一定相关性	13
图表 21	2016 年以前石油焦价格涨幅远不如油价	13
图表 22	重油价格受油价影响波动较大	13
图表 23	天然气价格波动相对平稳	14
图表 24	玻璃价格与龙头企业收入增速趋势较为接近	14
图表 25	玻璃价格与龙头企业毛利率趋势基本一致	14
图表 26	玻璃价格与玻璃指数收盘价趋势有一定相关性	15
图表 27	玻璃价格与玻璃龙头股价走势	15
图表 28	调整后申万玻璃指数与玻璃现货价格	15
图表 29	玻璃板块业绩指数与现货价格	15
图表 30	玻璃相对估值指数与现货价格	16
图表 31	旗滨集团 PE(TTM)变化	16
图表 32	2001-2008 年房地产投资保持高增长	16
图表 33	2001-2007 年商品房销售面积表现较好	16
图表 34	2001-2007 年房屋竣工面积显著增长	17

图表 35	2003-2008 年乘用车销量持续增长.....	17
图表 36	2002-2008 年浮法玻璃产能.....	17
图表 37	2001-2008 年平板玻璃产量.....	17
图表 38	2008 年玻璃生产线开工率显著下滑	18
图表 39	2008 年四季度浮法玻璃价格快速下滑.....	18
图表 41	2009 年地产销售、竣工显著恢复.....	19
图表 42	2009、2010 年乘用车销售增速超过 30%.....	19
图表 43	2002-2008 年浮法玻璃产能.....	19
图表 44	2009 年玻璃价格快速走高、库存回落.....	19
图表 45	平板玻璃产量与滞后 1 年的商品房销售面积增速.....	20
图表 46	2011 年上市玻璃企业多数面临业绩下滑（单位 %）.....	20
图表 47	2011 年重油价格进一步上升.....	20
图表 48	2012-2013 年商品房销售逐步好转.....	21
图表 49	2012-2013 年乘用车销售增速走高.....	21
图表 50	2012-2013 年玻璃价格有所回升	21
图表 51	2013 年主流玻璃企业归母净利润增速转正（单位 %）.....	21
图表 52	2014-2015 年房地产库存大幅累积.....	22
图表 53	玻璃产能进一步扩张.....	22
图表 54	2016 年以来国家频繁发文限制平板玻璃新增产能	22
图表 55	2015 年以来玻璃新点火产能明显降低.....	23
图表 56	2016-2019 年商品房销售面积与竣工增速走势	23
图表 57	2016 年玻璃价格回升	23
图表 58	2004 年以来主要房地产调控措施.....	24
图表 59	商品住宅精装修比例持续提高.....	24
图表 60	玻璃产线 2018 年以后冷修数量较多	25
图表 61	玻璃在产产能保持平稳.....	25
图表 62	竣工高峰逐步来临	25
图表 63	2020 年下半年开始玻璃价格大幅攀升	25
图表 64	2019-2021 年主流玻璃企业归母净利润实现良好增长（单位 %）.....	26
图表 65	2021 年全国商品房销售持续走弱.....	26
图表 66	2021H2 以来全国竣工明显放缓	26
图表 67	石油焦价格持续攀升.....	27
图表 68	天然气价格亦震荡向上（单位 元/吨）.....	27
图表 70	3 月重点 50 城新房日均成交同比降 47.3%.....	28
图表 71	房企到位资金增速持续回落.....	28
图表 73	剔除僵尸产线后玻璃生产线情况	29

图表 74 剔除僵尸产线后玻璃在产产能情况..... 29

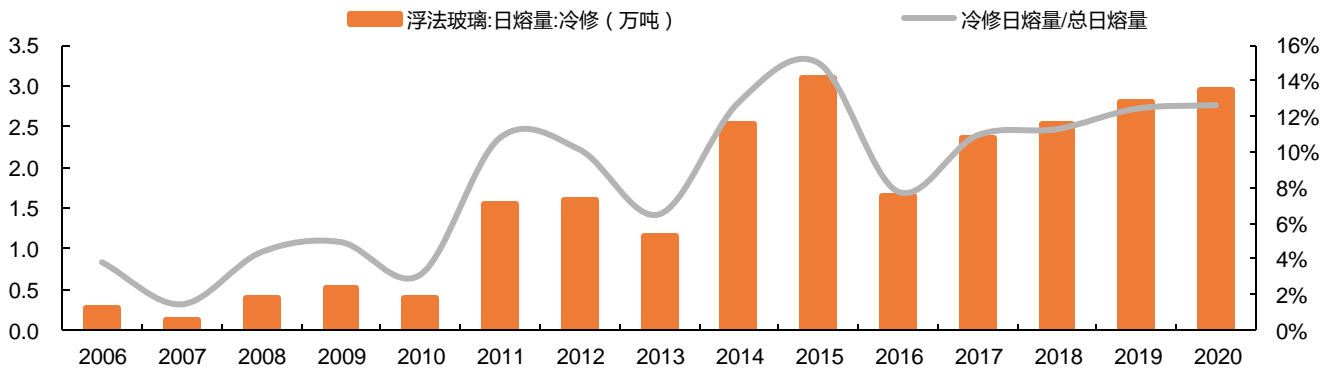
一、研究方法：玻璃供需主导价格，行业周期性显著

1.1 生产具有连续特征，供给端关注冷修复产节奏

国内平板玻璃以浮法生产工艺为主。国内平板玻璃生产工艺主要包括浮法与压延法，其中浮法为最主要生产方式、产能占比8成以上，压延法主要用于生产光伏和部分建筑如室内隔断、部分门窗玻璃。由浮法或压延法生产的平板玻璃亦称为玻璃原片，经过深加工后可得到镀膜玻璃、钢化玻璃、夹层玻璃、中空玻璃等，进而应用于多种领域，成为建筑玻璃（工程玻璃为主、节能玻璃如Low-E玻璃）、汽车玻璃、光伏玻璃、电子玻璃、家电玻璃等。

浮法玻璃生产具有连续、不间断特点，通常8-10年后需进行6个月左右冷修。浮法玻璃制造具有高温、连续、不间断的生产特性，生产期间熔融的玻璃液在锡槽中均匀摊开（锡主要作用是在玻璃还是液体时像水一样把油托起），生产一旦开始，每天24小时不停。一般而言，一条浮法玻璃生产线在窑炉点火投产后有8-10年生产周期，之后需进行停产冷修，冷修周期为6个月左右。2009-2014年玻璃生产线投产较多，按照8-10年窑龄冷修周期测算，推算2017-2024年玻璃行业将进入冷修高峰期。2016-2020年，全国浮法玻璃冷修日熔量从1.65万吨升至2.96万吨，占浮法玻璃总日熔量比重从7.8%升至12.7%。值得一提的是，优质窑炉生产周期可能超过10年，特别当玻璃价格高企，企业为追求高额利润可能延迟冷修停产。

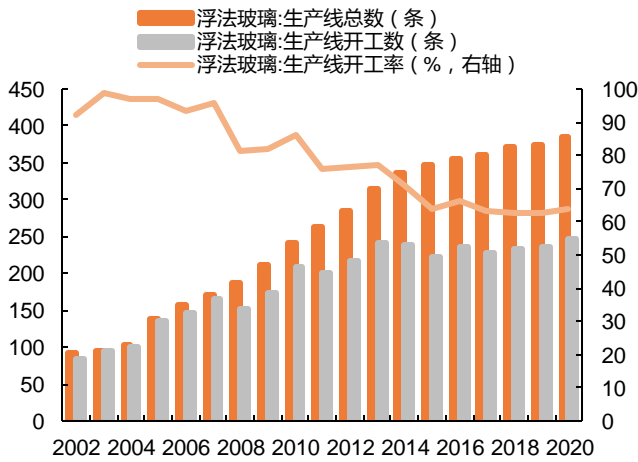
图表1 近年来浮法玻璃冷修规模逐步提升



资料来源：Wind，平安证券研究所 注：冷修日熔量/总日熔量指标为右轴

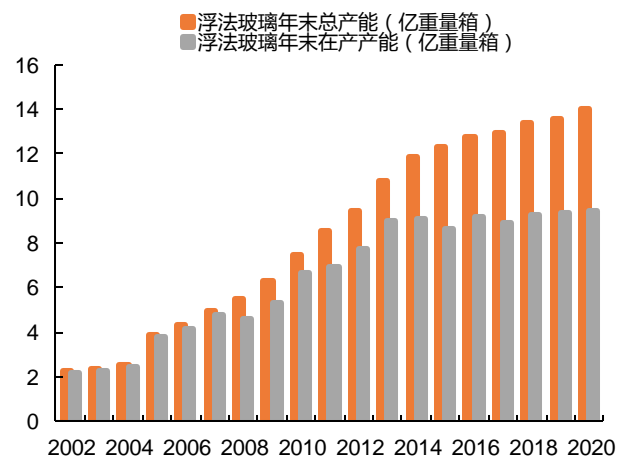
窑炉陆续冷修停产，叠加房地产进入存量市场，2013年以来玻璃在产产能趋于平稳，与总产能差距扩大。2008年以前，国内浮法玻璃总产能与在产产能基本保持同步，一方面因国内玻璃产能大多于2001年以后投产，按照8-10年窑龄计算，冷修需求不大；另一方面因房地产市场蓬勃发展、下游需求旺盛，玻璃行业景气度高，停产冷修对厂商来说代价巨大。2008年以后浮法玻璃在产产能与总产能出现背离，主要因：1）随着房地产逐步进入存量房市场，玻璃需求亦有所放缓，需要的实际产能规模趋于平稳；2）行业冷修需求逐步来临，尤其是当产能过剩问题日益严重，例如2009、2010年在四万亿政策和房地产新一轮周期带动下，玻璃产能需求持续增加，随着供求矛盾逆转、玻璃行业进入低谷，玻璃企业选择提前冷修；3）政策要求淘汰落后产能，例如《建材工业“十二五发展规划”》中提出“十二五”期间淘汰落后平板玻璃产能5000万重量箱目标，2011-2015年停产生产线从21条升至68条，到2020年末进一步升至77条。2013年以来，浮法玻璃生产线开工数、在产产能在较小区间范围波动。

图表2 浮法玻璃总生产线与开工情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

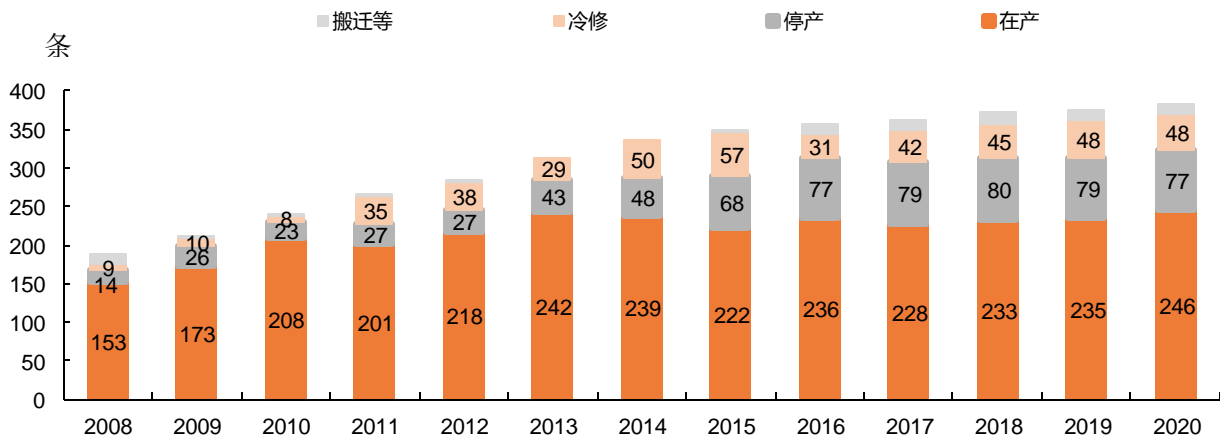
图表3 浮法玻璃总产能与在产产能



资料来源: Wind, 平安证券研究所

当前玻璃行业供给主要关注冷修停产、复产节奏。玻璃实际产能主要受新增点火投产产线、冷修停产产线和冷修复产产线三者影响,在过去不同阶段对产能供给影响存在差异。2008年以前行业尚未进入冷修期,供给主要受新增点火投产产线影响;2009-2015年,随着产线陆续进入冷修期,新增产线、冷修停产和冷修复产产线均对供给有较大影响,但新增产线仍为关键,2009-2014年为玻璃产能密集投产期;2016年以来随着政策严禁玻璃新增产能,新增产线逐步减少,冷修停产与复产成为影响供给主要因素。

图表4 国内历年浮法玻璃生产线状态



资料来源: Wind, 平安证券研究所

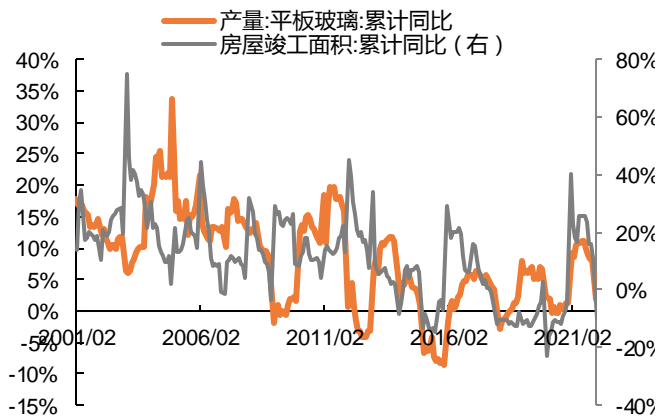
1.2 玻璃需求以地产为主, 关注竣工、销售指标

玻璃下游需求主要来自地产。浮法玻璃下游需求主要来自房地产,占比或超过七成,主要因房屋建成之后需要玻璃作为门窗和室内装修材料,写字楼、酒店、商场亦广泛使用大面积玻璃取代混凝土材料作为幕墙,并大量使用玻璃护栏、栏板;另外汽车需求占比 20%左右,家电、出口等占比 10%左右。压延法玻璃产能规模远小于浮法玻璃,且应用以光伏领域为主,不作为下文分析重点。

房屋竣工统计数据存在失真,不宜简单用其判断玻璃需求。考虑商品房竣工交付前半年左右会安装外墙窗玻,理论上玻璃需

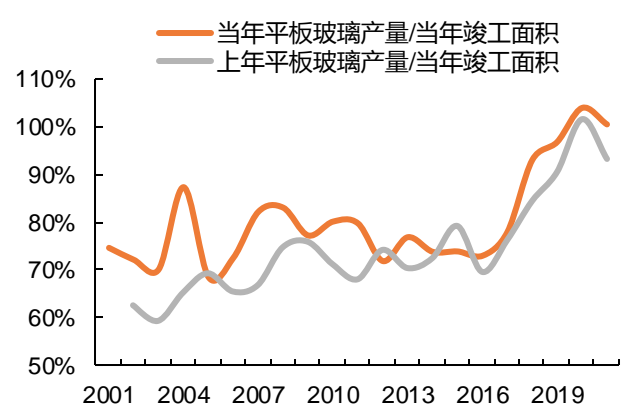
求应该与房屋竣工高度相关、且领先半年左右，但统计局平板玻璃产量、房屋竣工数据拟合显示两者相关性并不强。我们认为竣工指标难以成为玻璃需求单一跟踪指标，主要因竣工数据存在失真、口径可能偏小，我们此前在《地产数据深度观察系列之二：竣工高峰何时至——解惑逻辑与现实的反差》指出，尽管统计局对竣工填报有严格规定，但实操中部分房企因避税等原因可能存在竣工漏报或延报，尤其是2016年以来房企境内外融资持续收紧，叠加三四线城市火热、对项目填报要求可能不如一二线城市严格，导致全国真实竣工存在被低估的可能。对比玻璃产量与竣工面积，可以看到2001年以来两者比值在65%-90%间波动，但2018年以来大幅走高，而统计的10家左右主流房企2018年竣工亦明显提速，侧面印证近年来统计局竣工绝对值可能存在一定低估。

图表5 玻璃产量增速与房屋竣工面积增速走势



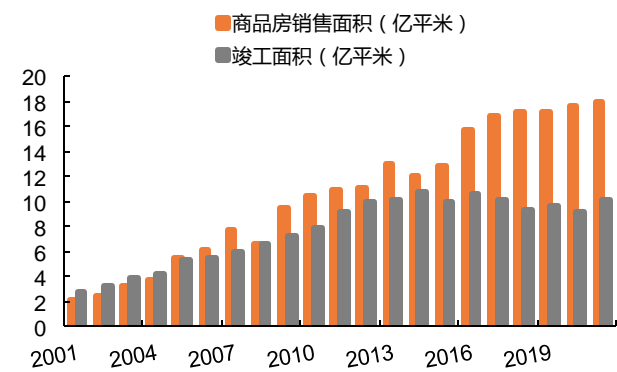
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 玻璃产量与房屋竣工面积比值变化



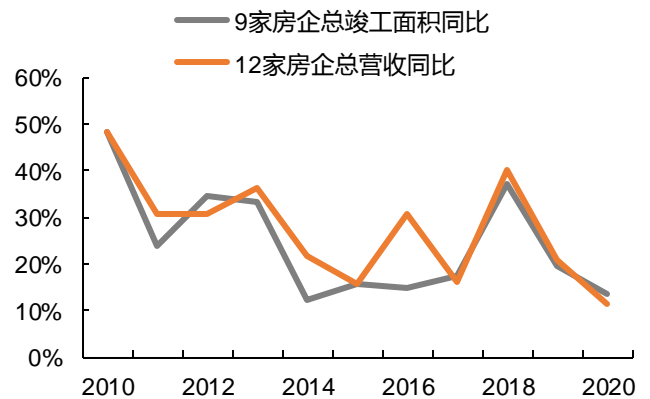
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 商品房销售面积与竣工面积差距持续扩大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 主流房企2018年竣工明显提速

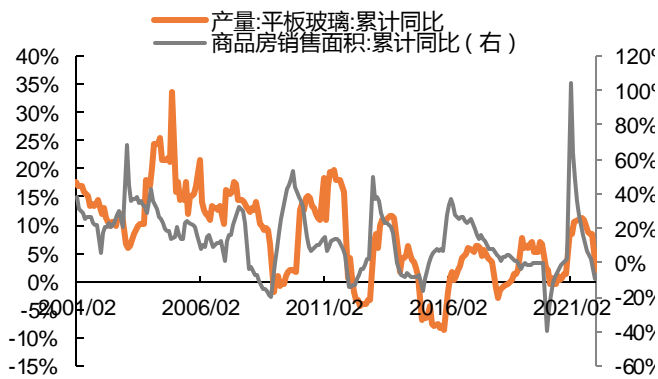


资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 9家房企为万科、保利地产、金地集团、新城控股、金地集团、中国海外发展、世茂房地产、建业地产、恒大; 12家房企为碧桂园、万科A、中国恒大、融创中国、保利地产、绿地控股、中国海外发展、新城控股、世茂集团、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉控股集团、中南建设、金科股份、中国金茂。

商品房销售作为领先指标，可与竣工结合共同判断玻璃需求。尽管有观点认为玻璃产量与施工面积增速走势较为一致，可将后者作为需求反应指标，但我们认为施工面积口径偏大，包括本期新开工的面积、上期跨入本期继续施工的房屋面积、上期停缓建在本期恢复施工的房屋面积、本期竣工的房屋面积以及本期施工后又停缓建的房屋面积，而玻璃需求仅涉及施工后期。

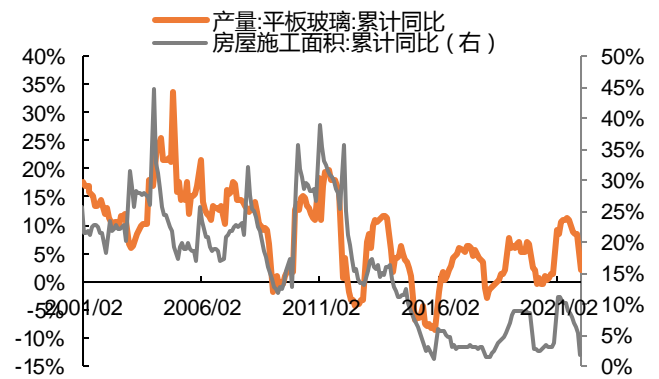
相比之下，我们认为可以将竣工与销售结合起来共同分析。**因为销售作为竣工领先指标，亦可以作为玻璃需求的领先指标，实际上，房地产销售改善将提升玻璃市场预期，并通过期货市场引导玻璃价格，玻璃价格提升促使加工厂商增加备货，带动原片厂商扩大产量。实际数据表明，房地产销售面积增速明显领先于玻璃价格。**当然，我们也在《地产数据深度观察系列之二：竣工高峰何时至——解惑逻辑与现实的反差》指出，**由于2016年以来资金收紧、三四线销售占比高等原因，全国房地产销售到竣工周期有所拉长，因此销售与平板玻璃量价关系亦有所滞后；同时考虑尽管统计局竣工数据存在失真可能，但只要统计口径变动不大，同比增速仍能一定程度反映竣工情况，尤其是2021H1竣工大增，增速远高于前两年销售增速，而玻璃价格亦屡创新高，表明近两年平板玻璃需求与竣工相关性更强。**

图表9 玻璃产量增速与商品房销售面积增速走势



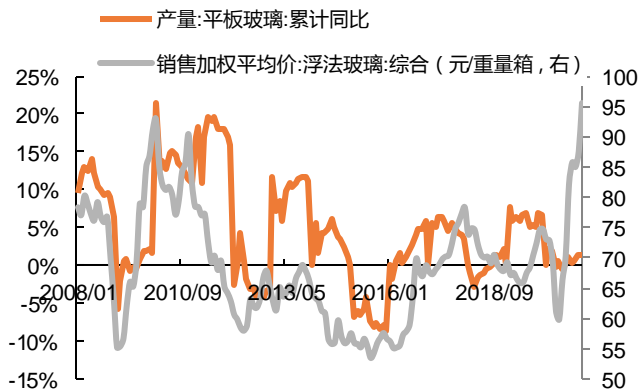
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 玻璃产量增速与房屋施工面积增速走势



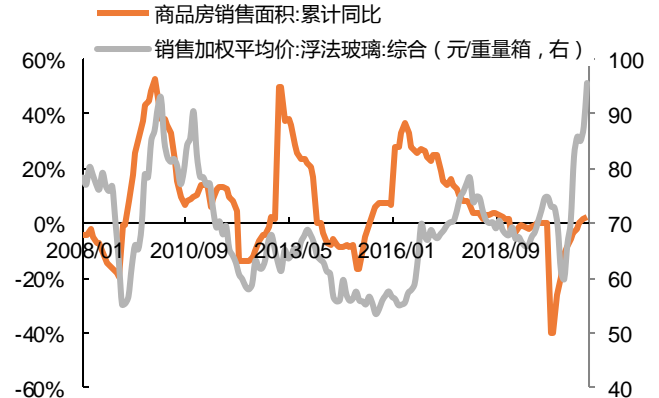
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 玻璃产量增速与玻璃价格走势基本一致



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 玻璃价格与商品房销售面积增速走势



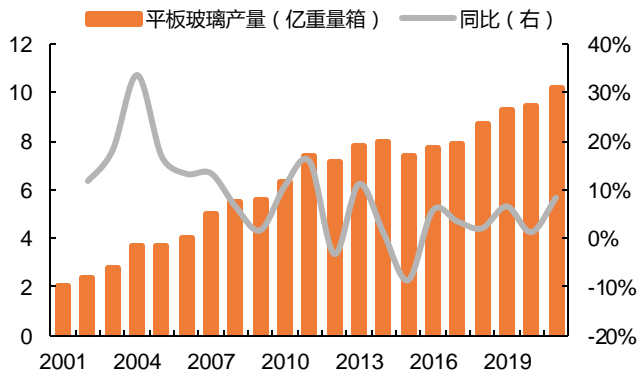
资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 供需错配致量价周期性波动，短期关注库存

受房地产周期性影响，玻璃行业量、价呈现周期波动。供给端，因浮法玻璃新产能投放、冷修或停产产线复产需要时间，平板玻璃供给存在一定刚性，滞后于市场行情变动。需求端，房地产为典型的周期性行业，对玻璃等上游建材需求亦存在周期波动。当经济下行压力大时，政策开启逆周期调节，地产销售投资向好，玻璃下游需求回暖，供需矛盾加大、库存持续下滑促使玻璃涨价，玻璃企业随后加大生产线开工率或新增产能，带动产能供给增加；随着经济出现过热迹象，政策趋于收紧，地产投资销售下行，玻璃需求趋弱，供需矛盾逆转、库存持续累积下玻璃价格、产能利用率下滑，由于玻璃同质性高与阶段性产能过剩，甚至可能引发激烈价格战导致行业面临亏损，整体看行业景气度重复着“市场需求旺盛—玻璃涨价—产能扩张—供给过剩而需求转弱—玻璃降价—行业洗牌—市场复苏”的周期性演绎，与水泥行业较为相似，周期性驱动力都在于房地

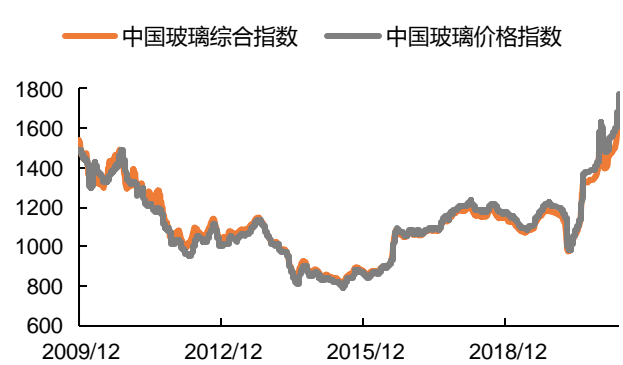
产，但水泥主要应用于施工前期，水泥价格亦与房地产新开工走势更为密切。

图表13 平板玻璃产量增速呈现周期性波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

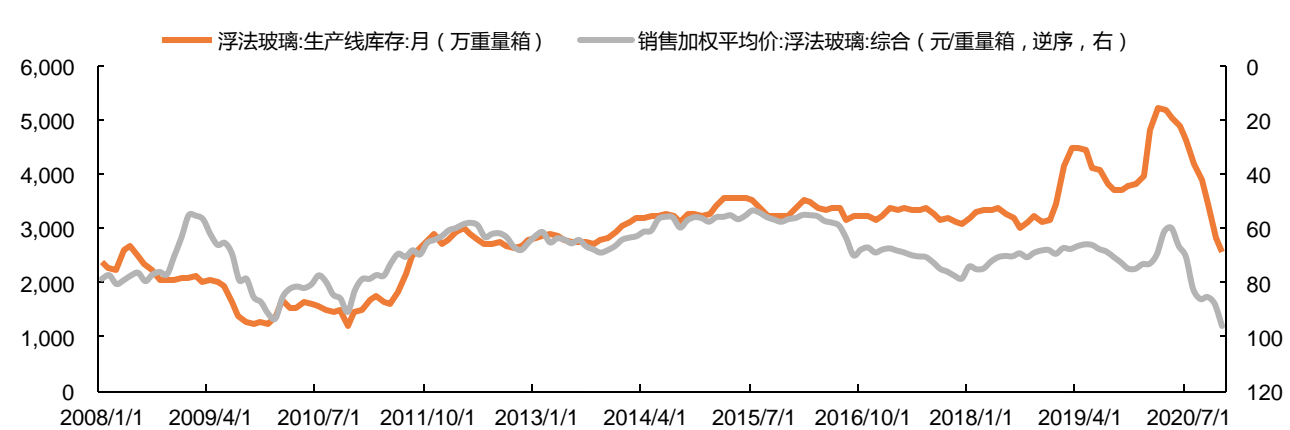
图表14 玻璃价格呈现周期性波动



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 中国玻璃综合指数反映中国浮法玻璃行业的发展和市场动态, 2009年1月1日为中国综合指数的时间基点, 初始基点=1000

考虑玻璃库存反映当前供需匹配程度, 可作为短期价格、景气度判断指标。如前文分析, 玻璃供需差异将导致水泥价格波动, 但由于差异程度难以量化, 往往只能定性分析, 而玻璃库存反映当前供需匹配程度, 可作为短期价格判断指标。从历史走势看, 玻璃库存与价格具有较强的负相关性, 且略微领先价格走势。另外, 玻璃库存呈现季节性波动, 春节前后库存往往升至较高水平, 主要因春节期间施工需求少, 供给保持刚性, 库存被动上升, 随着假期结束、天气好转, 施工旺季来临, 库存水平则逐步下行。

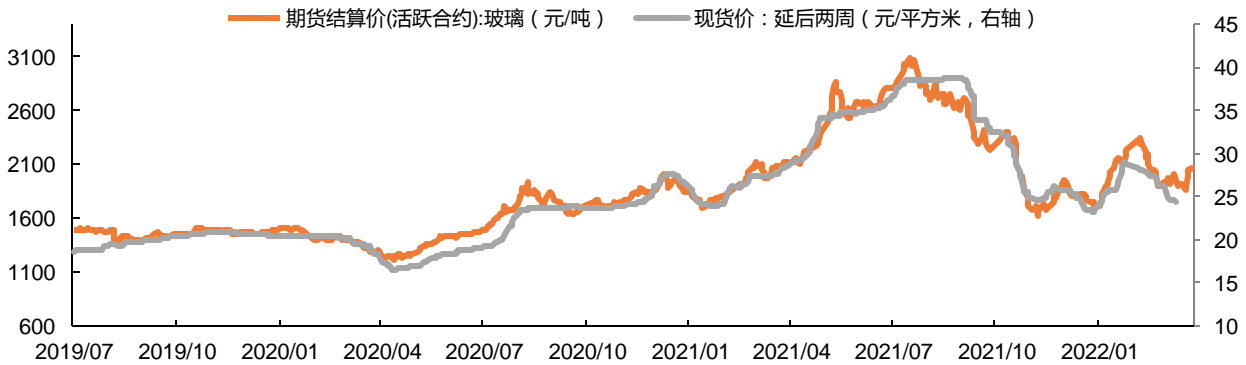
图表15 玻璃价格与库存具有较强的负相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

玻璃期货价格与现货价格高度相关, 且领先现货价格大约两周, 亦可以作为玻璃价格走势观察指标。

图表16 玻璃期货价格为玻璃现货价格领先指标

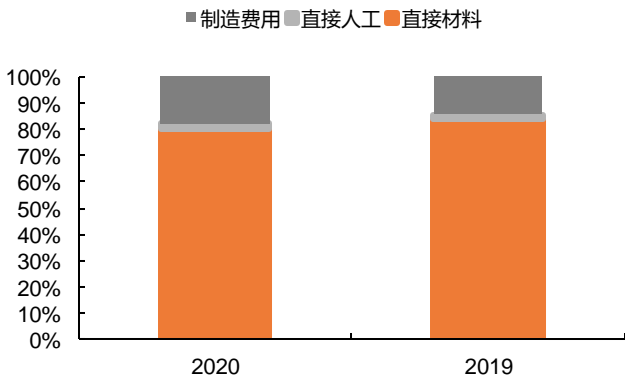


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 成本端关注纯碱、燃料，燃料价格波动较大

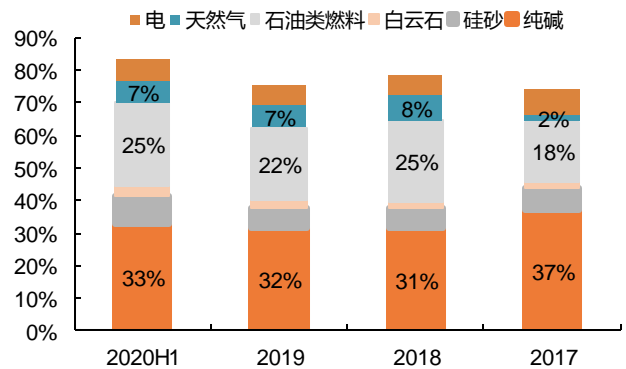
玻璃生产成本以纯碱、燃料为主，合计占比超过一半。玻璃原材料包括纯碱、石英砂、石灰石、白云石、芒硝等，燃料主要包括重油、石油焦、天然气、煤制气四种类型。从成本占比看，纯碱占玻璃生产成本比重约 20%-30%，燃料占 30%-40%，其他材料占比较小，价格波动也较低，因此纯碱、燃料为影响玻璃成本的主要因素。

图表17 旗滨集团优质浮法玻璃原片成本构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

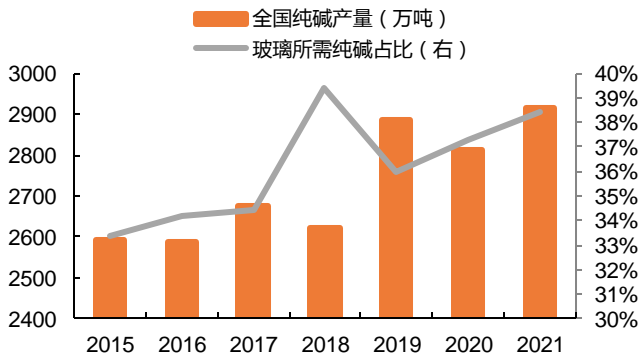
图表18 旗滨集团主要原材料、燃料采购金额占比情况



资料来源: 公司可转债募集书, 平安证券研究所

纯碱需求以玻璃为主，价格波动与玻璃价格呈现一定相关性。纯碱即碳酸钠，上游原材料为盐与氨气，下游需求来自玻璃、无机盐、氧化铝、洗涤用品等行业，其中玻璃消耗纯碱占比最大、接近四成，因此玻璃需求对纯碱量价影响最大，纯碱价格走势亦与玻璃价格呈现一定相关性，且滞后于后者。

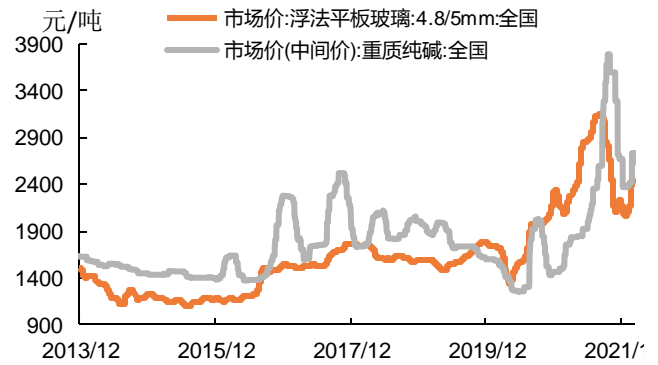
图表19 纯碱产量及玻璃消耗占比情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 假设1吨玻璃需要0.22吨纯碱

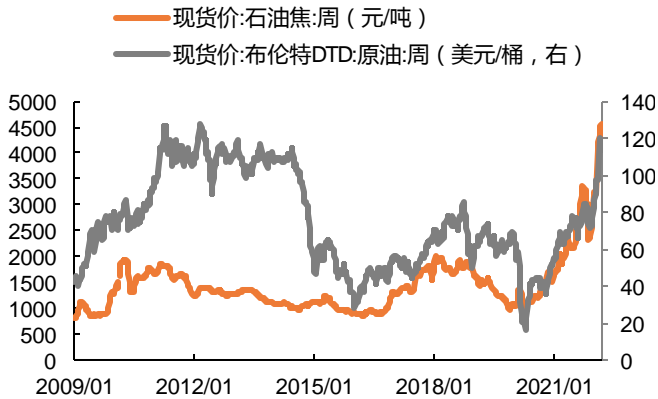
图表20 纯碱价格走势与玻璃价格呈现一定相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

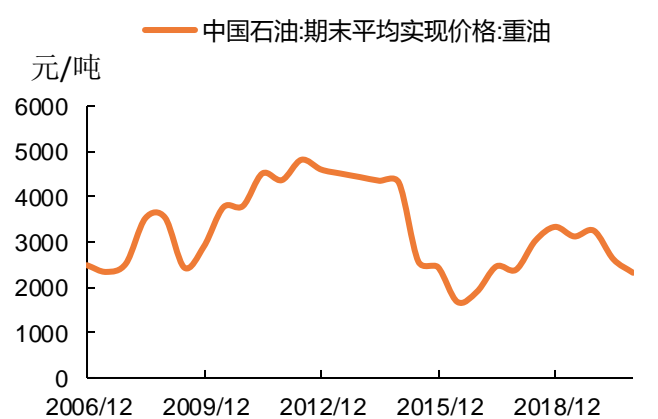
四种玻璃燃料各有优劣, 目前石油焦应用较广。重油、石油焦、天然气、煤制气四种燃料类型中, 重油过去曾是玻璃生产的主要燃料, 具有热值高等优点, 但2009年以来受油价大幅上涨影响, 重油价格水涨船高, 价格相对低廉的石油焦逐步成为玻璃生产最主要燃料类型。煤制气主要在河北沙河地区以及北方地区使用, 燃烧过程中会产生粉尘及氮硫氧化物的污染。天然气作为清洁能源, 随着环保政策趋严, 叠加2020年石油焦跟随油价大幅上涨, 近年来在玻璃生产中亦逐步推广。值得一提的是, 不同燃料类型的使用促使玻璃企业生产成本产生差异, 当然规模优势与技术工艺亦为优质企业奠定成本基础。

图表21 2016年以前石油焦价格涨幅远不如油价



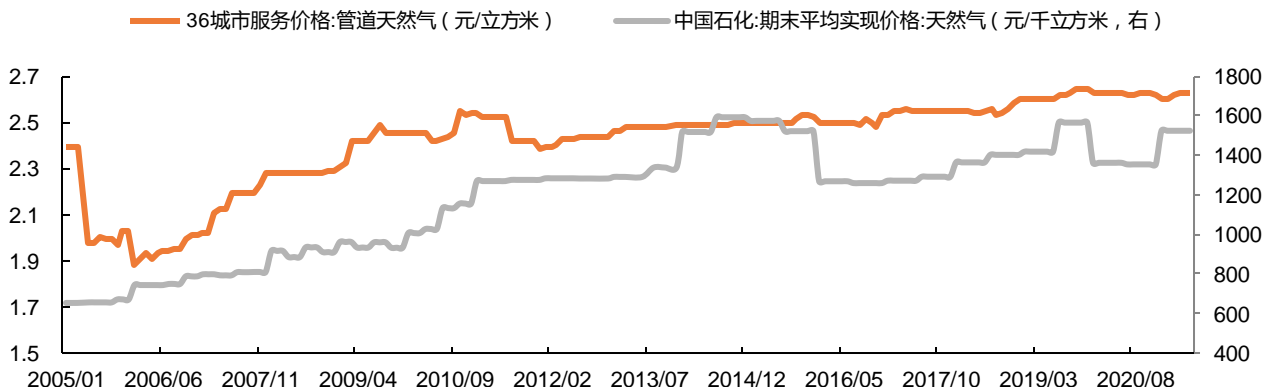
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表22 重油价格受油价影响波动较大



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 天然气价格波动相对平稳

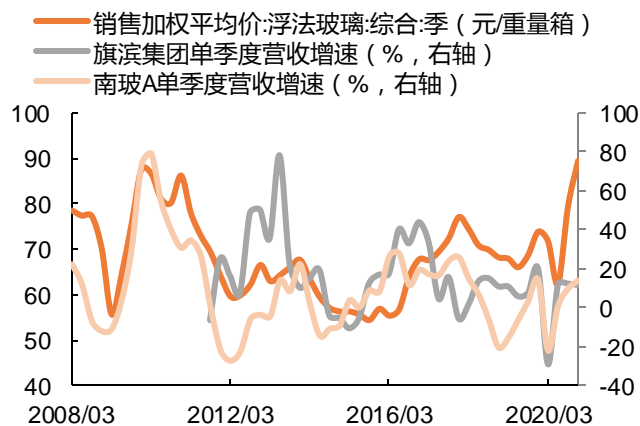


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.5 玻璃价格对业绩影响大，与股价相关性亦高

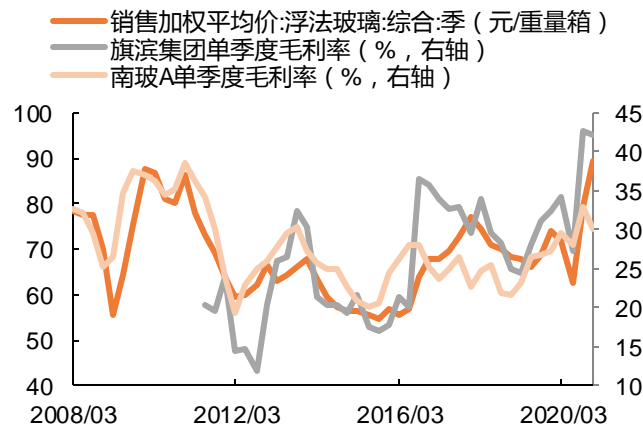
尽管成本端存在波动，但玻璃利润以价格为主导。因玻璃为纯碱重要需求来源，纯碱价格与玻璃价格走势相近，同时为应对燃料价格波动，玻璃生产企业通常为生产线配备两套或更多的燃烧系统，或是向下游转移成本，因此尽管成本端存在波动，尤其是油价波动导致石油焦、重油价格调整，但玻璃企业仍能一定程度上缓解成本端压力，玻璃利润率与价格走势基本一致；同时玻璃价格涨跌亦促使企业调整产能供给，通过量的维度影响企业收入业绩。从历史数据看，玻璃价格与旗滨、南玻等主流玻璃企业营收、毛利率趋势基本一致。

图表24 玻璃价格与龙头企业收入增速趋势较为接近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

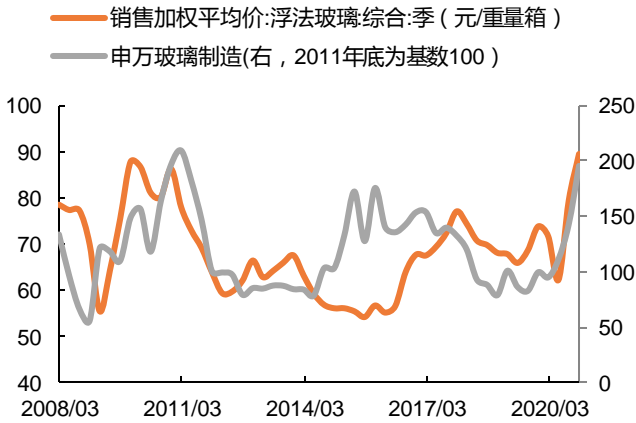
图表25 玻璃价格与龙头企业毛利率趋势基本一致



资料来源: Wind, 平安证券研究所

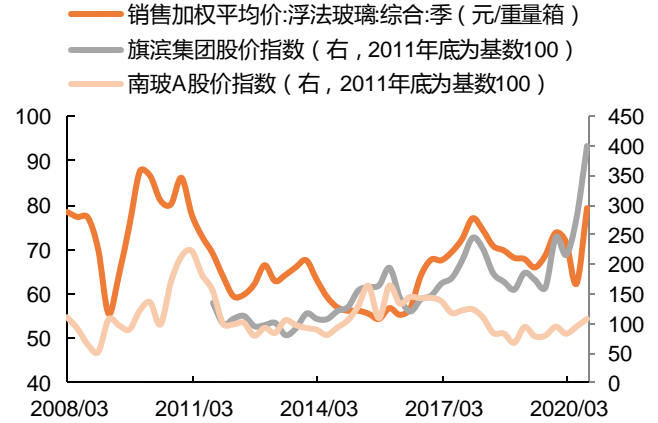
受此影响，玻璃价格与上市公司股价相关性亦高。从历史走势看，玻璃价格与玻璃指数收盘价趋势有一定相关性，旗滨集团、南玻 A 作为行业主流企业，其股价表现亦与玻璃价格呈现一定相关性，尤其是 2020 年以来，玻璃价格上涨对玻璃企业业绩、股价拉动效应尤为显著。

图表26 玻璃价格与玻璃指数收盘价趋势有一定相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

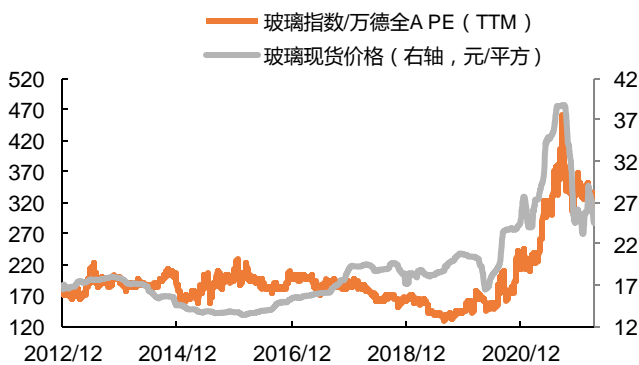
图表27 玻璃价格与玻璃龙头股价走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

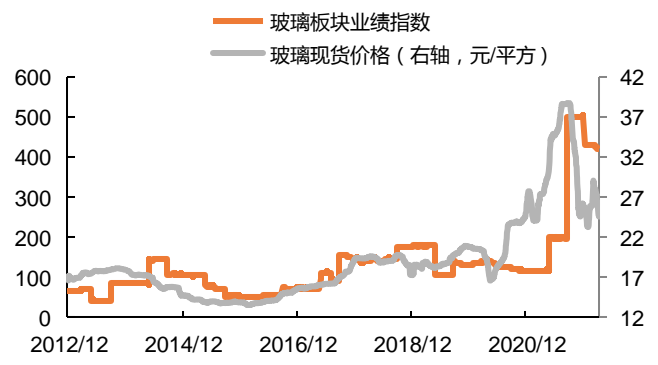
拆分玻璃指数可知,玻璃价格与业绩表现高度相关,近年板块估值波动弱化。为剔除市场情绪波动对玻璃板块股价表现影响,我们将申万玻璃制造指数除以万德全 A 的 PE (TTM) 得到调整后玻璃指数,因 Wind 披露的浮法玻璃销售加权平均价只更新至 2020 年底且为月频数据、玻璃现货价格为日频数据、自 2012 年 12 月 3 日期更新,我们将调整后玻璃指数与玻璃现货价格拟合如下图,可见两者自 2019H2 以来相关性很高,但 2012-2019H1 相关性一般。我们进一步将该指数拆分为业绩指数 (申万玻璃制造指数/申万玻璃制造指数 PE(TTM)) 与板块相对估值指数 (申万玻璃制造指数 PE(TTM)/万德全 A 指数 PE(TTM)), 可见玻璃板块业绩指数与现货价格走势高度一致、略微滞后于现货价格,印证玻璃价格对企业业绩端的重要影响,而 2012-2016 年玻璃板块相对估值指数波动较大,反映市场对玻璃这种周期行业风险偏好存在变动,2017 年以来随着行业发展相对平稳、周期波动弱化,相对估值亦趋于平稳。

图表28 调整后申万玻璃指数与玻璃现货价格



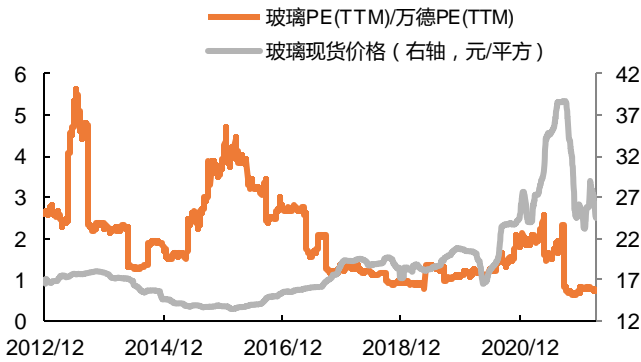
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 玻璃板块业绩指数与现货价格



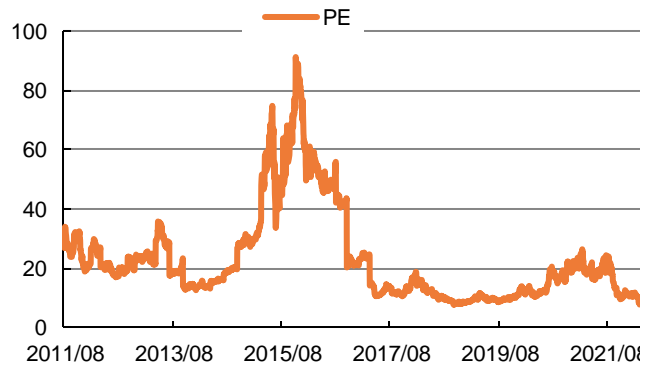
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表30 玻璃相对估值指数与现货价格



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 旗滨集团 PE(TTM)变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 复盘历史：供需错配带来五轮周期演变

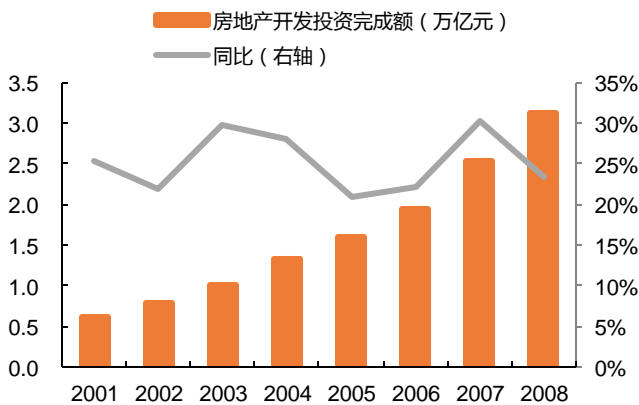
根据玻璃价量表现，我们将 2001 年以来玻璃行业发展分为五个阶段：2001-2008、2009-2011、2012-2015、2016-2018、2019-2021，除 2001-2008 年行业处于成长期外，其余四轮周期普遍历时 3-4 年，经历玻璃价格由升转跌的变化。

2.1 2001-2008：玻璃产业快速发展，但金融危机下行业承压

2001-2007 年，玻璃行业进入高速发展期，呈现供需两旺局面。

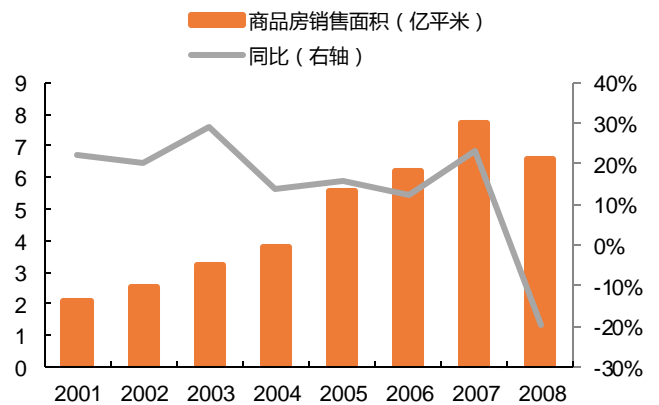
需求端，城镇化、经济高速发展带动房地产、汽车产业高速发展。1998 年房改以来，受益于经济高速发展、按揭贷款与公积金等制度不断成熟、居民购买力显著提升，叠加城镇化快速推进、带来大量住房需求释放，房地产市场迎来高速发展。2001-2007 年房地产投资增速保持 20% 以上，商品房销售面积从 1.7 亿平米增长至 7.7 亿平米，竣工面积亦从 2.3 亿平米增长至 6.1 亿平米，带来大量玻璃需求。此外，汽车作为平板玻璃另一重要应用领域，行业同样发展快速，2003-2007 年乘用车销量从 197.2 万辆升至 629.8 万辆，年增速保持 15% 以上。

图表32 2001-2008 年房地产投资保持高增长



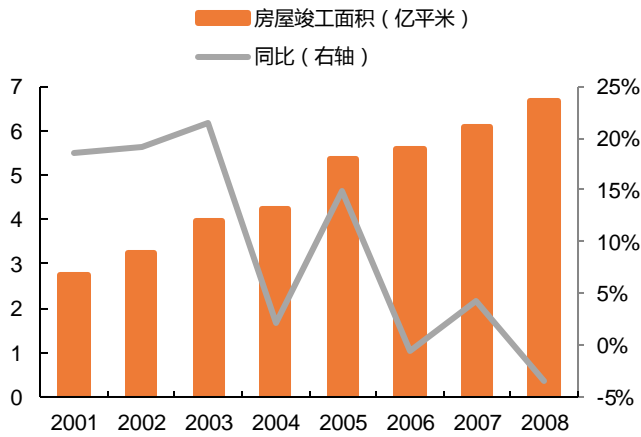
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 2001-2007 年商品房销售面积表现较好



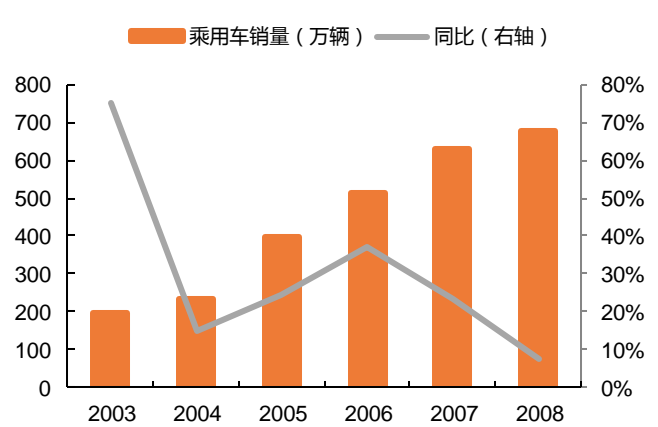
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表34 2001-2007年房屋竣工面积显著增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

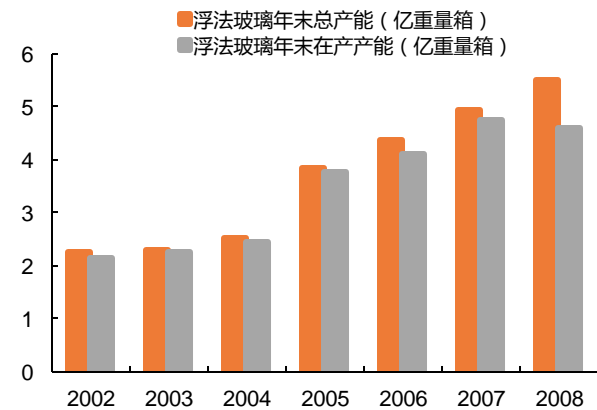
图表35 2003-2008年乘用车销量持续增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

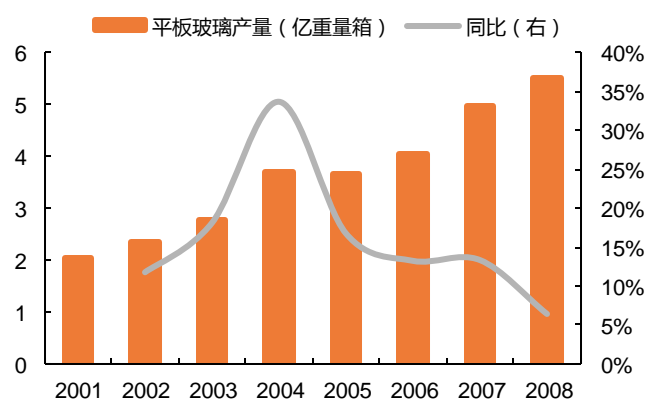
供给端, 玻璃产能快速提升, 行业供需两旺。2002-2007年, 浮法玻璃总产能从2.25亿重箱升至4.92亿重箱, 在产产能从2.14亿重箱升至4.74亿重箱, 平板玻璃产量也从2001年2.04亿重箱升至2007年4.97亿重箱, 年增速保持10%以上。

图表36 2002-2008年浮法玻璃产能



资料来源: Wind, 平安证券研究所

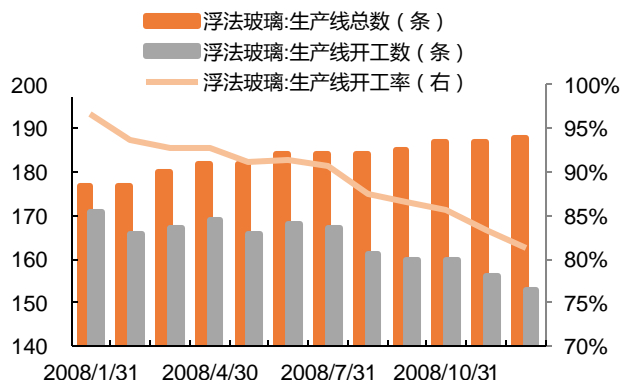
图表37 2001-2008年平板玻璃产量



资料来源: Wind, 平安证券研究所

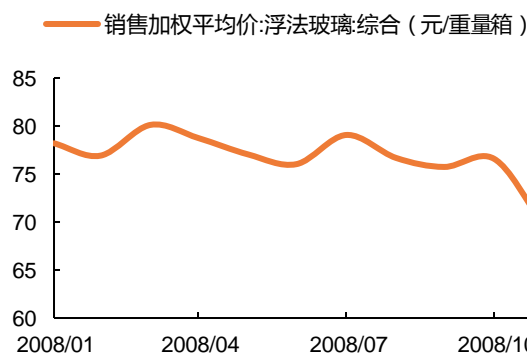
随着 2008 年金融危机袭来, 玻璃行业受到明显冲击。受金融危机影响, 2008 年下半年房地产单月投资增速显著回落, 全年商品房销售面积、销售额分别同比下滑 14.7%、16.1%, 资金端压力也促使房企暂缓竣工, 全年竣工面积同比下滑 3.5%, 增速较上年下滑 7.8PCT。国内下游需求放缓亦对玻璃行业形成冲击, 叠加外围经济不振、人民币升值以及平板玻璃出口退税率下降(2007年7月1日起出口退税率由11%降至5%), 影响平板玻璃出口, 2008年我国平板玻璃产量仅同比增长6.5%, 增速较上年下滑6.9pct, 生产线开工率显著降低, 四季度玻璃价格快速下滑, 行业利润率亦持续承压, 如南玻A单季度毛利率从2008年一季度32.5%降至四季度25.3%, 全年归母净利润同比下滑2.6%。

图表38 2008年玻璃生产线开工率显著下滑



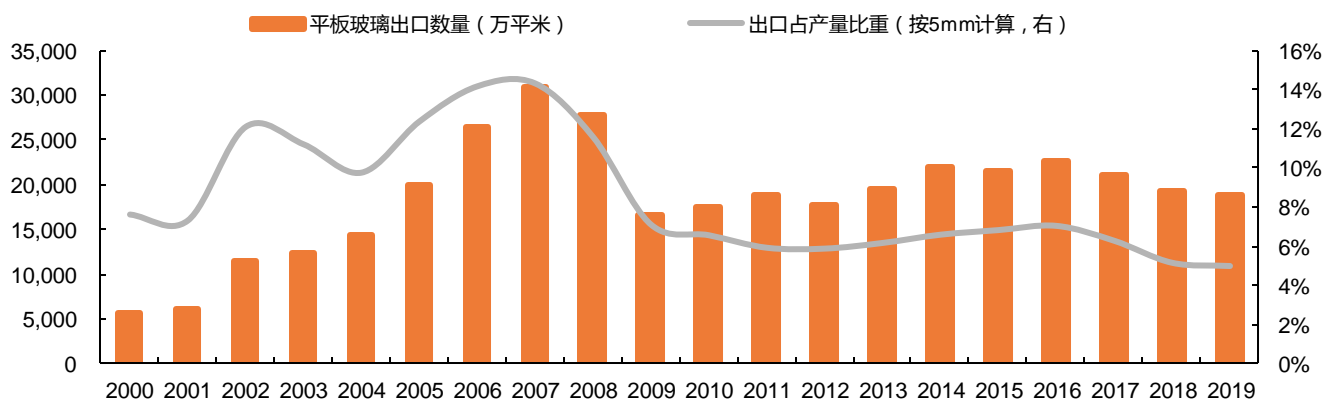
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表39 2008年四季度浮法玻璃价格快速下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表40 2008年以后平板玻璃出口数量减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 2009-2011: 政策救市下行业复苏, 但产能扩张埋下隐患

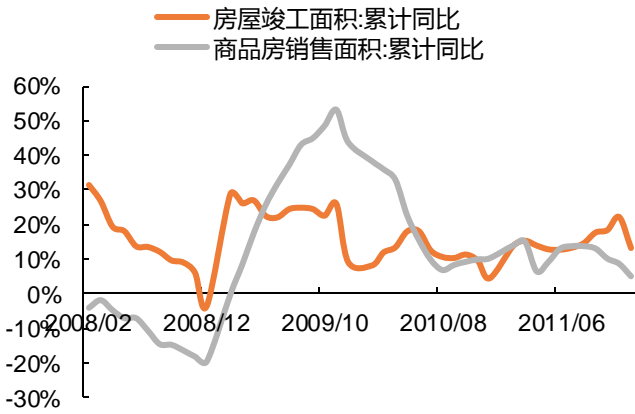
受益于货币、地产支持政策, 2009-2010年玻璃行业复苏, 量价表现均好。

需求端, 货币、地产支持政策密集出台, 带动楼市复苏走强。

- **货币政策持续宽松:** 5年期以上贷款基准利率从2008年9月初的7.83%连续5次下调, 到2008年12月降到5.94%; 大型金融机构的存款准备金率连续三次下调, 从17.5%下调到15.5%。受此影响, M2同比增速自2009年2月起, 连续15个月保持20%以上的增速, 最高逼近30%的增速。
- **房地产政策转向刺激:** 1) 信贷方面, 2008年10月房贷利率下限降至基准利率0.7倍, 最低首付款比例下调至20%, 地产项目最低资本金此后也下调至20%。2) 税收方面, 2008年10月财政部提出首次购买90平米以下普通住房的, 契税税率下调至1%, 对个人销售或购买住房暂免征收印花税, 对个人销售住房暂免征收土地增值税。3) 住房保障方面, 2008年11月国务院常务会议提出“四万亿”投资计划, 包括加快建设保障性安居工程, 总投资约4000亿元。
- **地产销售、竣工显著恢复:** 受益政策大幅刺激, 叠加城镇化快速推进、住房需求尚未见顶, 全国销售面积单月同比增

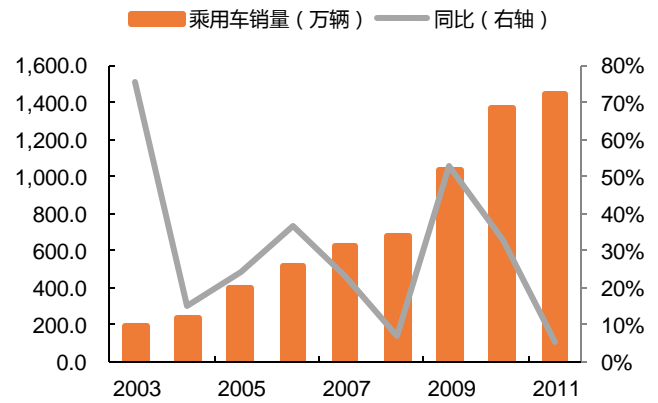
速自 2009 年 3 月转正 (+16.4%)，11 月达到 99.6% 的高点，2009、2010 年全国商品房销售面积分别同比增 43.60%、10.10%，危机导致的竣工交付搁置问题亦得到缓解，2009、2010 年房屋竣工面积分别同比增长 9.20%、4.50%。另外受益经济向好，2009、2010 年乘用车销量分别同比增长 53%、33%。

图表 41 2009 年地产销售、竣工显著恢复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

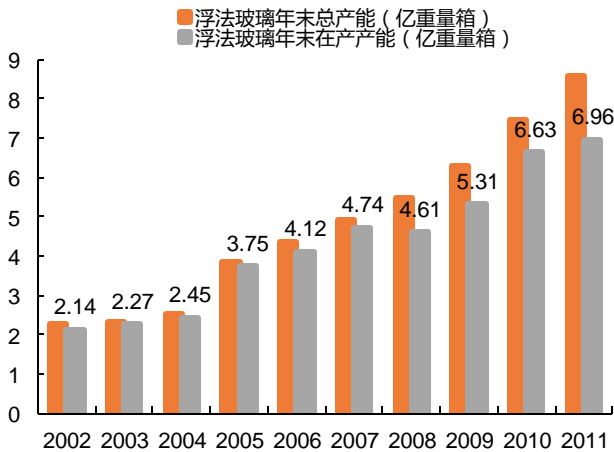
图表 42 2009、2010 年乘用车销售增速超过 30%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

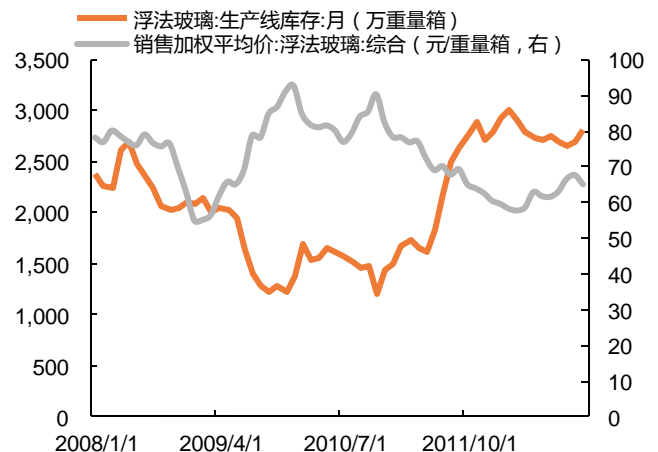
供给方面，金融危机导致玻璃产能收缩，供求关系改善下玻璃价格快速走高。2008 年金融危机导致玻璃行业面临亏损压力，当年末停产产线较 2007 年末增加 13 条至 14 条，冷修产线亦增加 6 条至 9 条，促使玻璃当年在产产能下滑、供给能力收缩，随着政策积极救市，地产、汽车产业复苏，玻璃供求关系得到较大改善，2009 年平板玻璃产量仅增长 1.7%，玻璃库存回落，价格快速走高；2010 年需求支撑下玻璃产量同比增长 10.90%，价格维持较高水平。

图表 43 2002-2008 年浮法玻璃产能



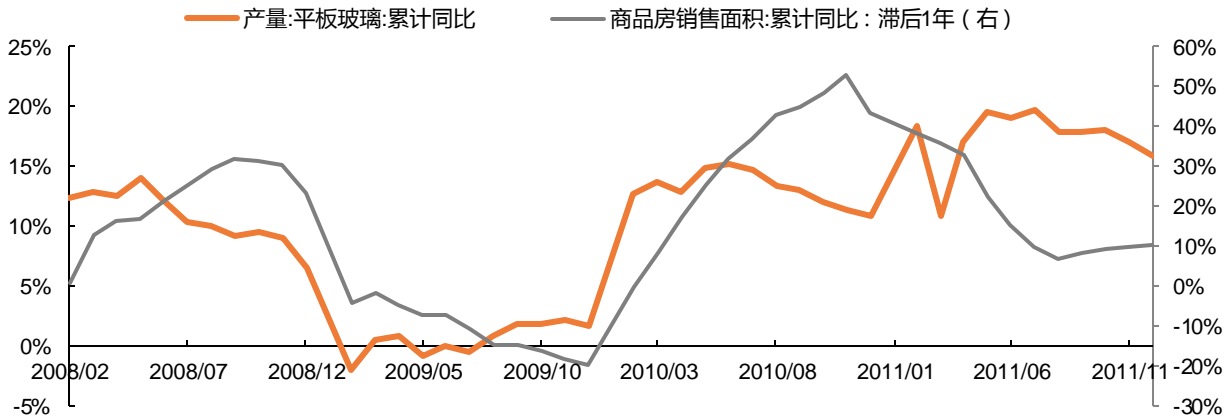
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 44 2009 年玻璃价格快速走高、库存回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表45 平板玻璃产量与滞后1年的商品房销售面积增速



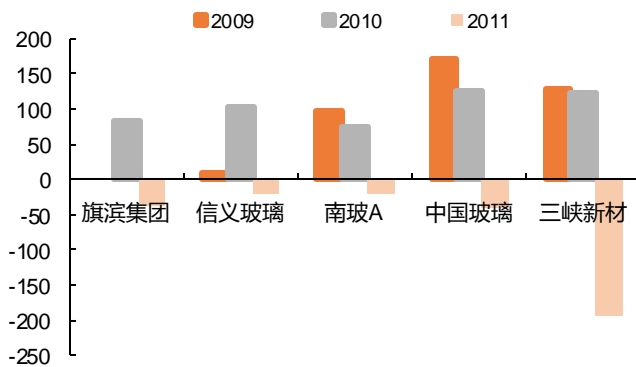
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2011年随着产能大幅扩张,需求预期转弱,供需宽松下玻璃价格走低,行业盈利承压。

需求端,随着经济逐步复苏,房地产出现过热迹象,2010年地产调控政策开始收紧,1月国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》,要求增加保障性住房和普通商品住房有效供给,加大差别化信贷政策执行力度、购房首付比例提高等,此后调控政策密集出台,部分城市开始限购,2011年央行多次上调存贷款基准利率。受此影响,2011年商品房销售面积增速由上年10.6%降至4.4%,需求预期逐步转弱。

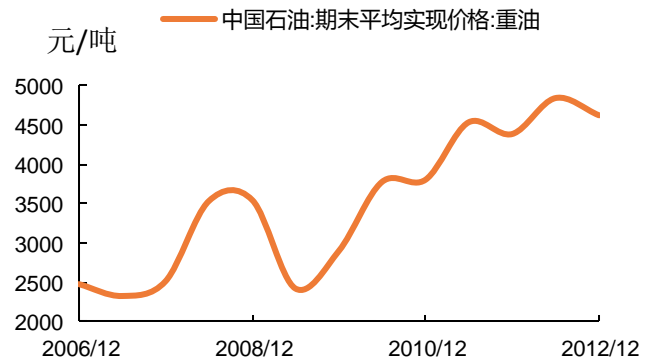
供给端,2009年以来需求向好、价格上升带动下,2010、2011年玻璃新点火产能大幅增加,促使2009年末至2011年末浮法玻璃总产能从6.31亿重箱升至8.56亿重箱,在产产能从5.31亿重箱升至6.96亿重箱。从产量看,2011年平板玻璃产量同比增长15.80%,与领先指标2010年销售面积同比增长10%相符,印证全年真实需求不弱,但玻璃产能扩张与需求预期转弱,促使玻璃价格大幅回落,叠加2011年油价大涨、燃料价格上升,上市玻璃企业多数面临业绩下滑,旗滨集团、信义玻璃、南玻A、中国玻璃、三峡新材2011年归母净利润降幅在19%以上,增速较上两年大幅下滑。

图表46 2011年上市玻璃企业多数面临业绩下滑(单位: %)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表47 2011年重油价格进一步上升



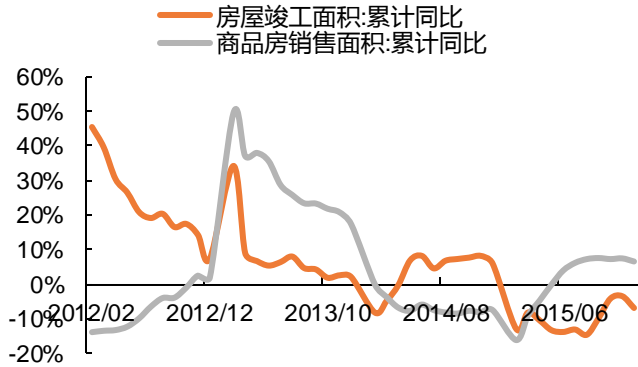
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 2012-2015: 供需矛盾有所缓和,但楼市下行致需求转弱

2012-2013年玻璃行业供需矛盾有所缓和,价格逐步回升。

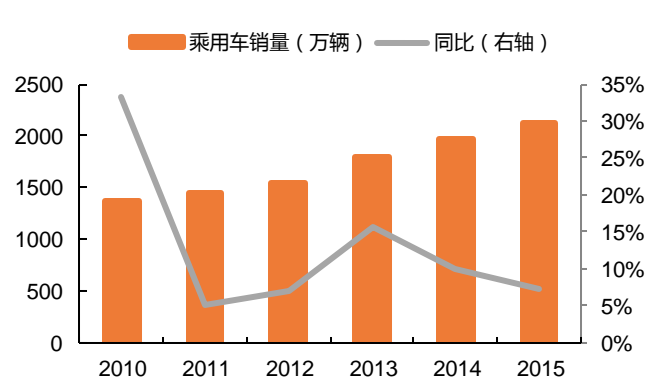
需求方面有所改善：受益货币政策宽松、房贷利率下行、部分城市变相放松“限购”或减免契税，2012年下半年商品房单月销售面积增速转正，楼市热度逐步回升，2012年商品房销售面积、销售额分别同比增长1.8%、10.0%，2013年进一步升至17.3%、26.3%。此外2012-2013年乘用车销售增速走高，带动玻璃下游需求逐步改善。

图表48 2012-2013年商品房销售逐步好转



资料来源: Wind, 平安证券研究所

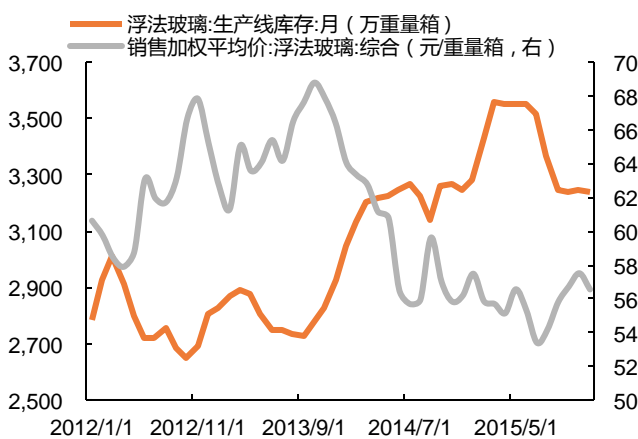
图表49 2012-2013年乘用车销售增速走高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

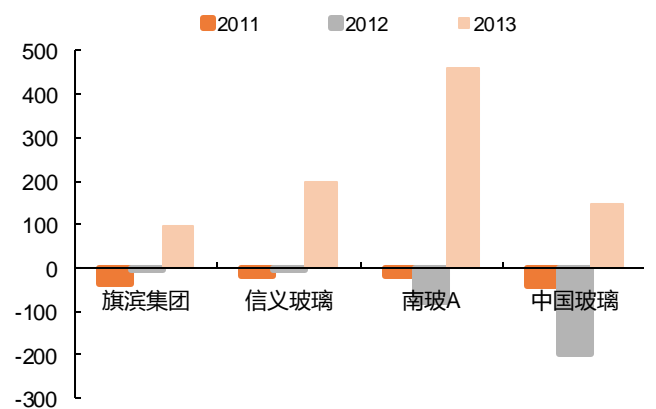
盈利压力致产能供给收缩：产能扩张导致2011年行业竞争加剧，玻璃价格、行业盈利大幅下行，信义等玻璃龙头业绩大幅下滑，2011年末在产生产线较2010年末下降7条至201条，2012年玻璃产能投放有所放缓，叠加下游需求与预期改善，玻璃供需矛盾略有缓和，价格回升，但燃料价格维持高位，行业盈利仍不乐观，2012年信义、旗滨、南玻A等归母净利润仍同比下滑。随着需求端进一步改善，玻璃价格进一步走高，行业盈利状况显著好转，信义、旗滨、南玻A等业绩转正。值得一提的是，由于此轮周期地产需求弱于2009-2010年，玻璃上涨最高价格亦不如后者。

图表50 2012-2013年玻璃价格有所回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表51 2013年主流玻璃企业归母净利润增速转正 (单位: %)

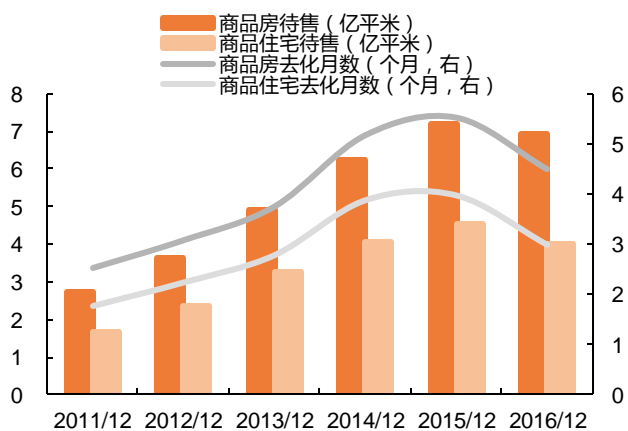


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2014年楼市下行压力加大，需求转弱下玻璃价格回落。需求端，2013年2月国务院发布“新国五条”，出台五项调控政策措施并要求各直辖市、计划单列市和除拉萨外的省会城市要按照保持房价基本稳定，此后调控政策趋紧，叠加行业逐步进入存量房时代，购房需求逐渐见顶，导致楼市下行压力加大。2014年商品房销售面积、销售金额分别同比下滑7.6%、6.3%，库存大幅累积。供给端，随着玻璃行业盈利改善，2013、2014年新点火产线再次大增，尽管2013年停产产线增加16条至43条，2014、2015年冷修产线增加至50条、57条(2013年仅29条)，但总产能仍进一步扩张，产能过剩问题日益严重，

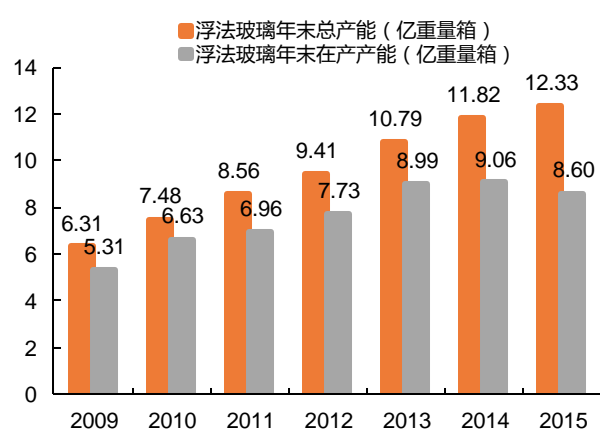
叠加楼市下行压力大，玻璃价格逐步回落。2014、2015年平板玻璃产量增速分别降至1.10%、-8.60%。

图表52 2014-2015年房地产库存大幅累积



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表53 玻璃产能进一步扩张



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.4 2016-2018: 供给侧改革开启, 但需求释放不及预期

2016-2017年供给侧改革开启, 供给收缩叠加需求回暖, 玻璃价格逐步回升。

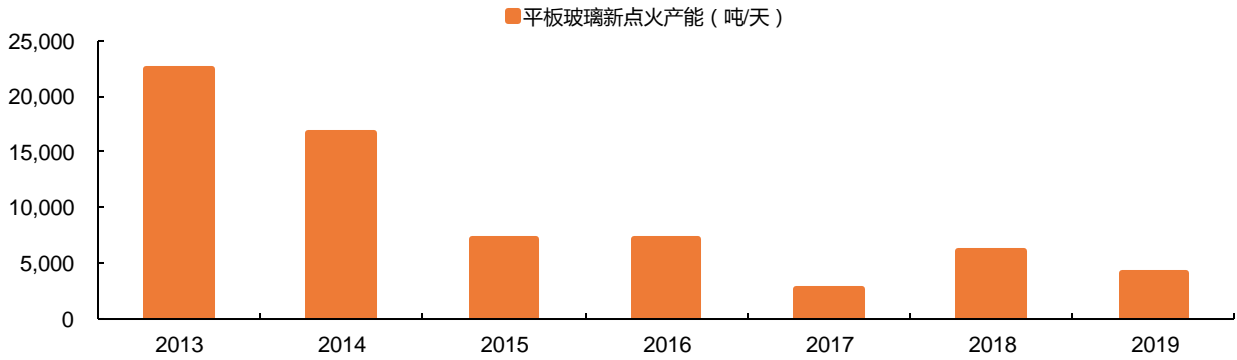
供给端, 政策限制新增产能, 叠加沙河等地环保限产, 玻璃产能供给收缩。随着行业产能过剩问题日益凸显, 叠加玻璃生产存在高耗能、污染大问题, 2016年5月国务院办公厅发布《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》, 提出2020年底前严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目, 导致新点火玻璃产能减少; 同时国家环保政策执行趋严, 河北沙河市作为玻璃生产重要产地, 因排污许可证问题面临玻璃产线停炉改造, 2017年11月和2018年8月沙停产产能分别高达3840万重箱和1620万重箱, 占全国总产能比重为3.0%和1.2%, 占在产产能比重为4.3%、1.8%。值得一提的是, 政策端对于玻璃行业产能约束强度不如水泥, 叠加产能开关不如水泥行业灵活、企业协同生产能力差, 决定了2016年供给侧改革以来玻璃供给收缩幅度弱于水泥, 玻璃涨价弹性亦不如水泥。

图表54 2016年以来国家频繁发文限制平板玻璃新增产能

时间	颁布单位	政策	相关内容
2016.5	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》(国办发〔2016〕34号)	2020年底前, 严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃建设项目; 水泥熟料、平板玻璃产量排名前10家企业的生产集中度达60%左右。
2016.12	国务院	《国务院关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》	玻璃、水泥、钢铁、煤炭等行业实行产能等量置换或减量置换, 推进平板玻璃“煤改气”、“煤改电”
2017.02	工业和信息化部、安全监管总局	《水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查方案》	组织开展水泥、玻璃行业专项督查, 对落后产能进行清理整顿。
2018.08	工信部、发改委	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃新增产量的通知》	严格把控平板玻璃建设项目备案源头关口, 不得以其他任何名义、任何方式备案新增平板玻璃产能的建设项目。

资料来源: 国务院, 工信部, 智研咨询, 平安证券研究所

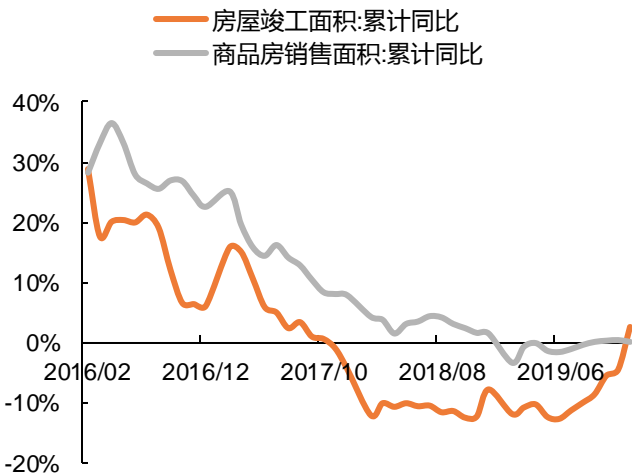
图表55 2015年以来玻璃新点火产能明显降低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

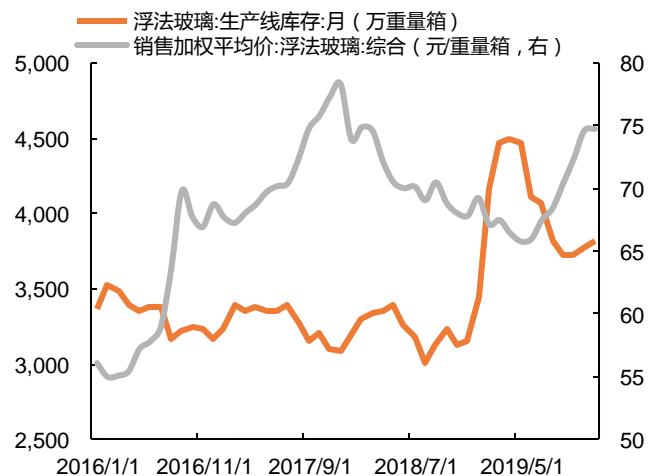
需求端，地产支持政策密集出台，楼市逐步升温。2014年经济下行压力加大，货币政策转向宽松，央行多次降准降息；同时地产政策转向放松，呼和浩特率先取消限购，此后大部分城市跟进取消；2014年“930”、2015年“330”等新政陆续出台，包括取消“认房认贷”，降低购房首付比例、降低房贷利率，降低契税等，带动楼市自2015年二季度开始恢复，2016年楼市进一步升温，带动玻璃价格走高。

图表56 2016-2019年商品房销售面积与竣工增速走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表57 2016年玻璃价格回升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

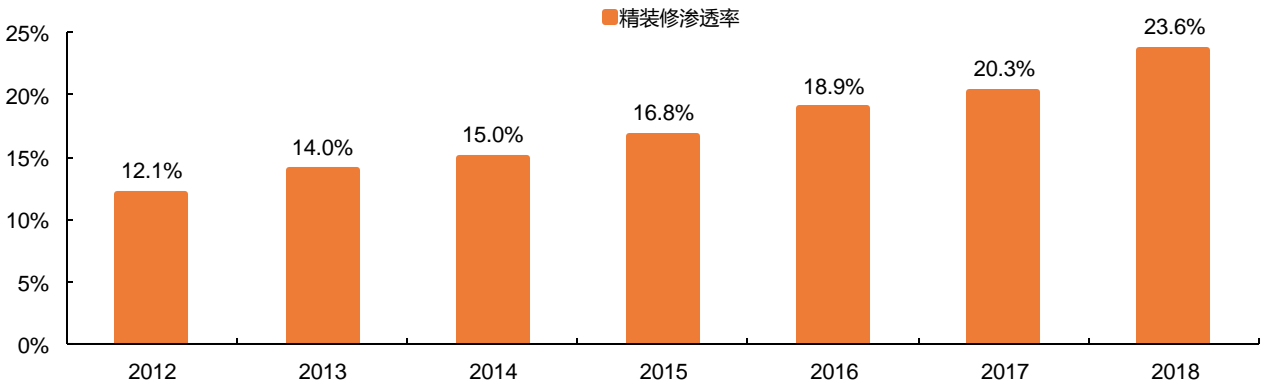
但地产竣工交付节奏放缓，2018年玻璃需求不及预期，价格小幅回落。尽管政策刺激下2016年全国楼市火热，2017-2018年三四线棚改货币化大范围推广促使销售保持韧性，但因三四线预售门槛低、竣工距离销售周期较一二线更长，2016年以来地产融资政策趋紧、房企暂缓竣工交付，叠加商品房精装修比例逐步提高，导致全国商品房销售到竣工周期拉长，2018年玻璃需求不及预期，价格持续回落至2019年5月。当然，因本轮玻璃供给侧改革、产能限制，玻璃价格回落幅度明显弱于前两轮周期下行期。

图表58 2004年以来主要房地产调控措施



资料来源:政府官网, Wind, 平安证券研究所

图表59 商品住宅精装修比例持续提高



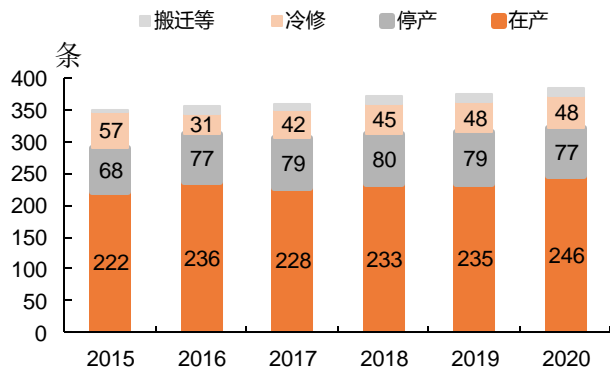
资料来源:政府官网, Wind, 平安证券研究所

2.5 2019-2021：竣工高峰逐步来临，但房企违约潮来袭

2019H2至2021H1，地产竣工高峰逐步来临，需求旺盛下2021H1玻璃价格持续创新高。

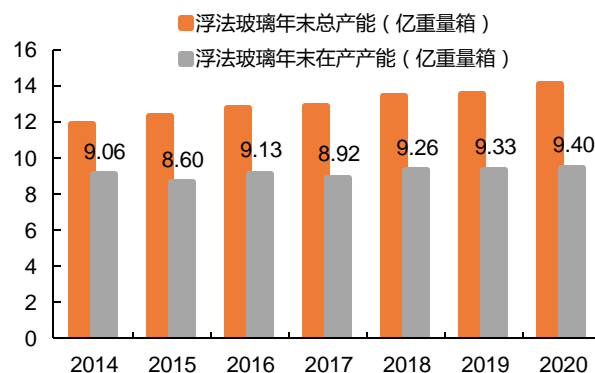
供给端，政策继续限制新增产能，冷修高峰逐步来临。2020年1月工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》，要求位于环境敏感区的平板玻璃建设项目，产能置换比例分别至少为1.25:1，已停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换。同时玻璃产线也逐步进入冷修高峰期，尤其是2010-2014年新点火产能规模大，按照8-10年计算，2018年以后冷修数量较多，促使玻璃在产产能保持平稳。

图表60 玻璃产线 2018 年以后冷修数量较多



资料来源: Wind, 平安证券研究所

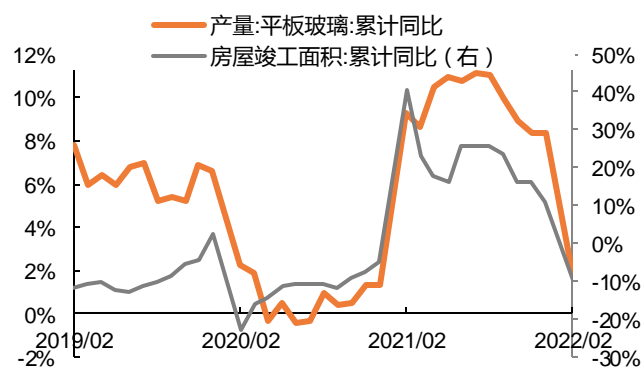
图表61 玻璃在产产能保持平稳



资料来源: Wind, 平安证券研究所

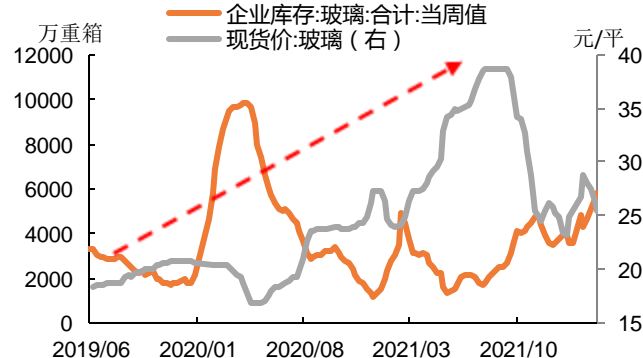
需求端，竣工高峰逐步来临，玻璃需求陆续释放。尽管销售至竣工周期拉长，但随着 2016 年以来销售进入交房阶段，2019 年下半年开始竣工需求逐步释放，2019 年全国竣工面积同比增长 2.60%，2020 年新冠疫情影响地产施工进度，竣工面积略有回落（同比降 4.90%），但随着疫情得到控制，2021 年前八月竣工面积同比增长 26%。玻璃需求旺盛支撑下，玻璃价格持续上涨，尤其是 2020 年下半年开始玻璃价格大幅攀升，屡创历史新高，带动玻璃行业利润水平大幅改善。

图表62 竣工高峰逐步来临



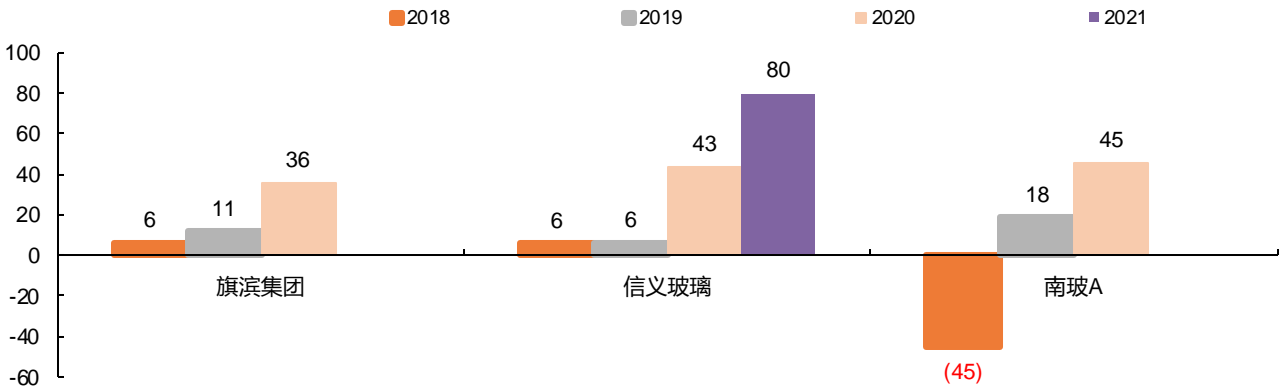
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表63 2020 年下半年开始玻璃价格大幅攀升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

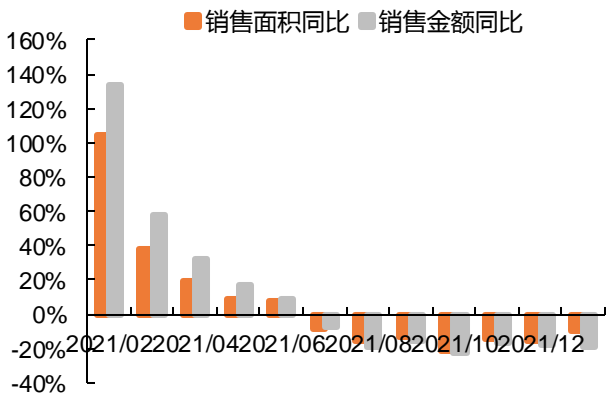
图表64 2019-2021年主流玻璃企业归母净利润实现良好增长(单位%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

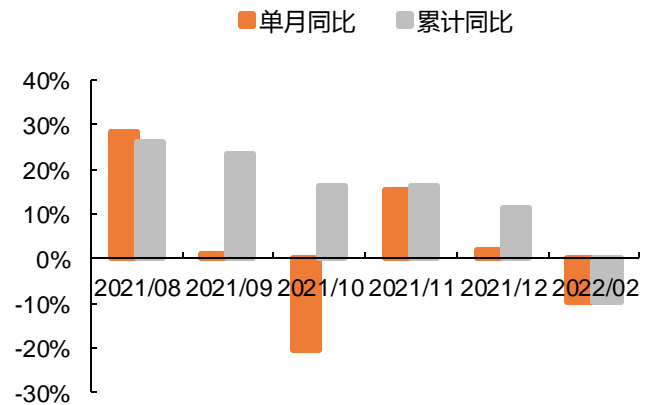
随着2021H2房企资金压力加大、甚至频繁违约,竣工节奏放缓,玻璃价格回落。受2020年下半年以来楼市调控、房贷政策收紧,2021年下半年以来房地产销售快速回落,叠加“三道红线”、“房贷集中度”新规对房企资金端限制,2021年下半年地产资金压力显著加大,部分房企信用事件频发,导致房地产竣工节奏明显放缓,全年竣工增速回落至11.2%,2022年1-2月竣工增速进一步降至-9.8%;2021年九、十月限电限产对玻璃深加工企业亦有所约束。产能供给保持平稳而需求端大幅减弱背景下,玻璃库存持续走高,价格亦明显回落。

图表65 2021年全国商品房销售持续走弱



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表66 2021H2以来全国竣工明显放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、展望未来:短期竣工或难有起色,下半年需求不悲观

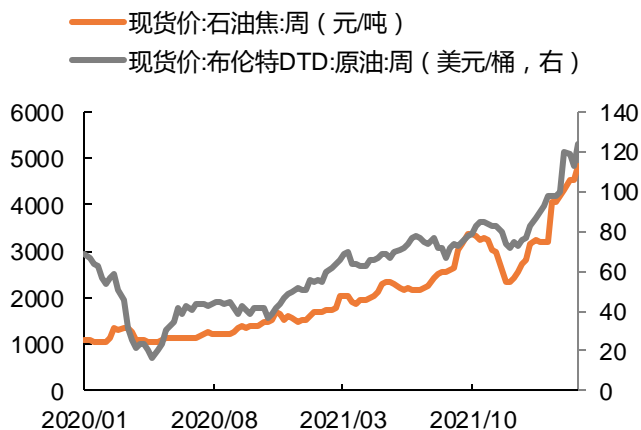
3.1 本轮周期需求恢复为关键,玻璃价格起点高

一方面,不同于过去产能扩张加速景气度下行,2021H2以来玻璃价格下行主要因需求迅速转弱。2009-2011年、2012-2015年两轮玻璃周期,行业重复着“需求旺盛—玻璃涨价—产能扩张—需求转弱而供给过剩—玻璃降价—行业洗牌—市场复苏”的周期性演绎,2016年以来随着供给侧改革、新增产能大幅减少,行业景气度下行更多源于需求转弱,尤其是2019-2021年这轮周期,随着竣工高峰来临,需求旺盛支撑下2021年上半年玻璃价格大幅上涨、屡创历史新高,下半年则显著回落,

景气度大幅反转并非为玻璃产能扩张拖累，而是因房企资金端紧张、竣工交房节奏被迫延缓、下游玻璃加工厂商垫资换业务意愿亦大幅下滑所致，有点类似 2020 年疫情期间。2022 年作为可能的新一轮周期起点，后续需求恢复尤为关键。

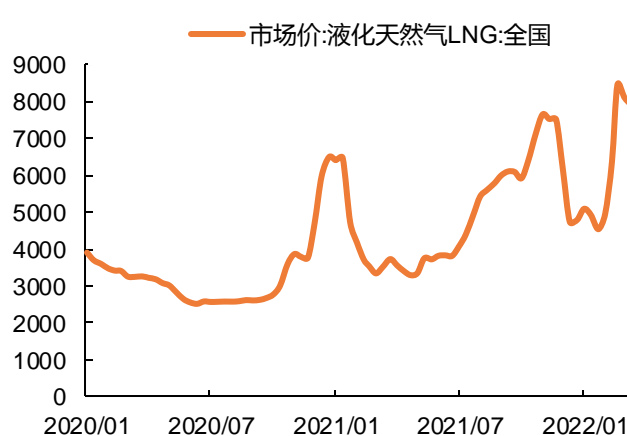
另一方面，受燃料价格上升影响，本轮周期玻璃价格起点更高。受供给不足、经济修复、冷冬预期等影响，2021 年下半年以来天然气价格持续上涨，年初以来原油价格受地缘政治等影响亦大幅攀升，带动石油焦价格上涨，导致浮法玻璃利润水平明显回落。因此，尽管 2021H2 需求迅速转弱，但玻璃厂家涨价意愿较高，价格仍保持较高水平。截至 2022/3/20，全国 4.8/5mm 浮法平板玻璃市场价 2250 元/吨，显著高于 2020 年同期 1688 元/吨。

图表67 石油焦价格持续攀升



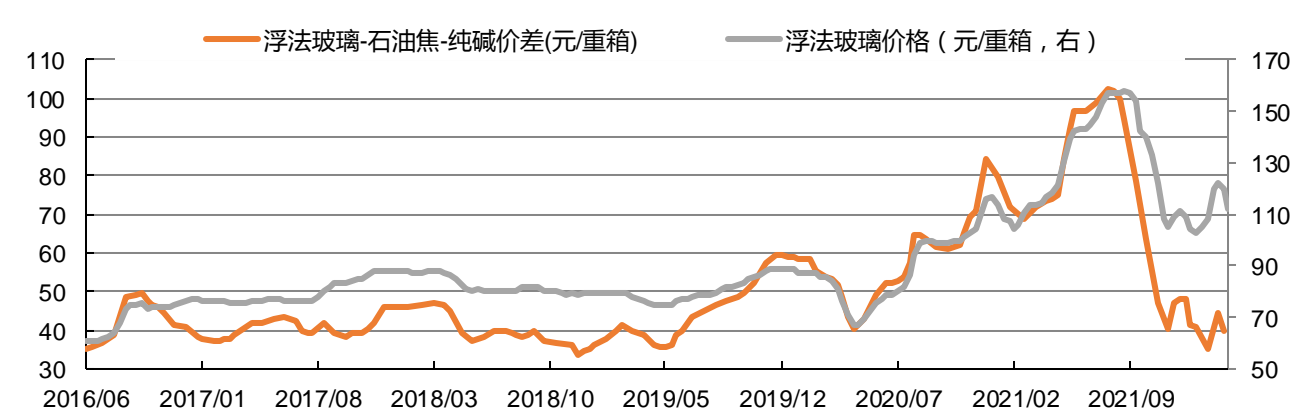
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表68 天然气价格亦震荡向上(单位 元/吨)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表69 2021 年 Q4 以来浮法玻璃利润水平明显回落



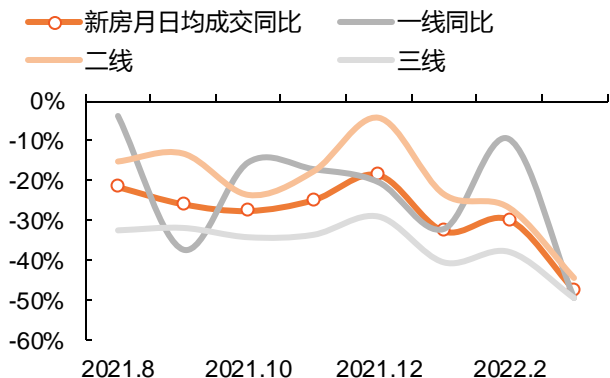
资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 按照 1 吨玻璃需要 0.22 吨石油焦、0.22 吨纯碱计算

3.2 短期房企资金压力犹大，需求难见明显恢复

地产基本面未见修复，房企资金压力犹大。2022 年 1-2 月全国销售面积同比下降 9.6%，3 月前 18 日重点 50 城新房日均成交同比降 47.3%，降幅较 2 月扩大 17.6pct，销售未见明显回暖；并且 3 月仍有个别大型房企出现债务展期情况，民营房企资金环境未见明显好转。从郑州松绑“认房又认贷”到广西降首付比例，近期政策力度明显加大，结合 3 月 16 日国务院金融稳定发展委员会的定调与多部委积极发声，后续政策端改善力度有望持续加大。但考虑地产政策存在时滞、市场信心恢复

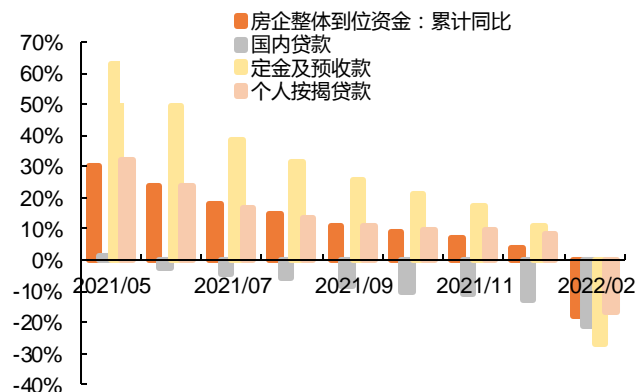
仍需时间，短期竣工与玻璃需求仍然承压。

图表70 3月重点50城新房日均成交同比降47.3%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

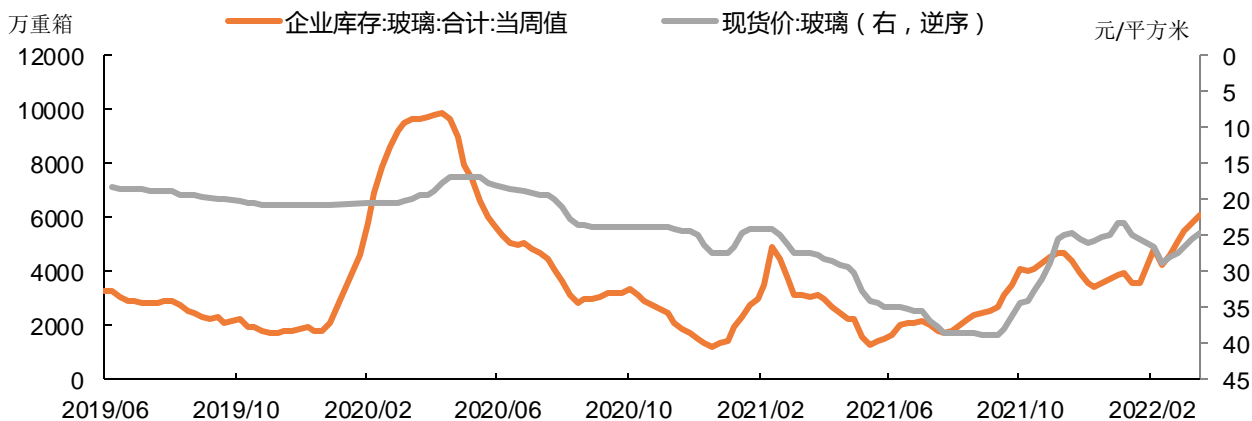
图表71 房企到位资金增速持续回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

行业库存走高，印证需求疲弱，短期玻璃价格或难有起色。如前文分析，玻璃库存与价格具有较强的负相关性，且略微领先价格走势。当期玻璃库存逐步走高，印证下游需求疲弱，较高的玻璃库存可能会对短期玻璃价格形成拖累。当然，正如前文分析，因燃料价格大幅上行，后续玻璃价格下行空间亦相对有限。从玻璃期货价格看，作为玻璃现货领先指标（大约领先两周），玻璃期货价格近期延续震荡态势。

图表72 当前较高的玻璃库存可能会对玻璃价格形成拖累



资料来源: Wind, 平安证券研究所

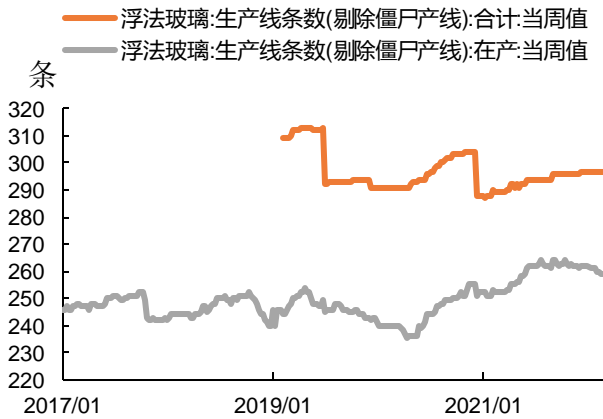
3.3 下半年竣工或重回正轨，玻璃景气度不必悲观

若后续地产政策如期改善，下半年竣工有望重回正轨。如前文所述，2022年作为可能的新一轮周期起点，需求恢复尤为关键。若后续地产政策持续如期发力，房企资金环境逐步改善，叠加“保交房”政策要求，交房高峰期压力下，竣工修复速度将快于开工，叠加2021年下半年以来积压竣工需求逐步释放，预计2022年下半年竣工有望步入正轨，此外老旧小区改造加速、购房者对采光要求提高、汽车全景天幕使用等，亦将带动玻璃需求释放。

供给端趋于收缩，冷修高峰延续亦有助于缓解产能压力。考虑政策严控玻璃新增产能，供给端主要关注冷修、复产节奏。冷

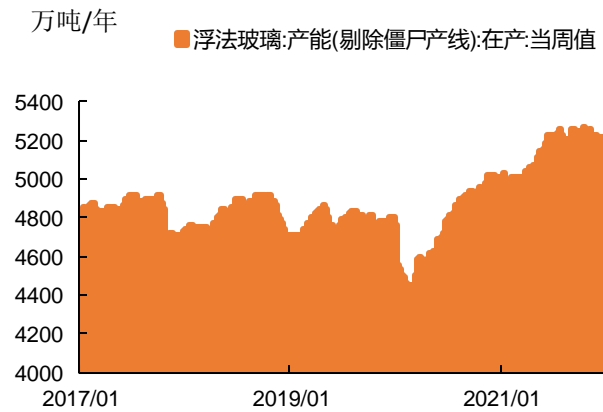
修产线方面，2009-2014年玻璃生产线投产较多，按照8-10年窑龄冷修周期测算，推算2017-2024年玻璃行业将处于冷修高峰期。尽管现有冷修产线将逐步恢复生产，但后续逐步进入冷修的产线数量规模更多，对产能供给形成调节。停产产线方面，玻璃价格自2016年以来走高，企业盈利改善下停产产能理应更多复产，但2016-2020年末停产产线维持77条，或因其中包含许多停产两年以上而无法进行置换，以及技术改造、搬迁成本较高的产能。据隆重网估计，截至3月18日，浮法玻璃剔除僵尸产线后在产产线259条、总产线297条。往后看，考虑产能置换操作问答明确从2021年起已停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换，预计未来复产产线对产能供给冲击有限。供需改善下玻璃景气度不必悲观，有望迎来新一轮周期演变。

图表73 剔除僵尸产线后玻璃生产线情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表74 剔除僵尸产线后玻璃在产产能情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、投资建议

复盘过去20余年，平板玻璃行业周期性显著，供给相对刚性，需求受地产周期影响起伏波动，供需主导玻璃价格涨跌，继而影响玻璃企业股价表现。站在当前时点，我们认为不同于过去几轮周期，行业景气度下行更多源于需求迅速转弱，产能扩张无需过度担忧。实际上，后续复产产线冲击有限、冷修高峰逻辑延续，产能供给整体趋于收缩，因此行业景气度更多关注需求端。尽管短期竣工仍然承压、油价上涨亦导致盈利阶段性承压，但随着地产政策持续发力，叠加“保交房”政策要求，竣工高峰逻辑支撑下玻璃需求仍然可期，建议关注行业龙头旗滨集团、信义玻璃。

五、风险提示

- 1、地产基本面承压背景下，若后续政策支持力度过小或出台时间过于滞后，将影响地产销售、竣工修复水平与速度，既而影响玻璃需求规模与价格表现。
- 2、若后续纯碱、硅砂等原材料价格上升，天然气、石油焦、重油等燃料价格因地缘政治影响继续上涨，将导致行业盈利承压，拖累玻璃企业利润。
- 3、若后续环保限产政策执行不及预期，导致新点火或复产产线增加，将加大玻璃供给端压力。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 0% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 1 层
邮编：100033