

供需仍待再平衡，关注龙头企业估值修复和第二曲线 ——2024年水泥、玻璃行业年度策略

证券分析师：黄诗涛

执业证书编号：

S0600521120004

联系邮箱：

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师：房大磊

执业证书编号：

S0600522100001

联系邮箱：

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师：石峰源

执业证书编号：

S0600521120001

联系邮箱：

shify@dwzq.com.cn

2023年12月31日

- **水泥：景气底部供给侧有望优化，行业景气和估值有望迎来修复。**（1）2023年行业景气降至历史底部，需求下行对市场平衡带来新考验。全国水泥产量从23-24亿吨的高位平台回落至20-21亿吨，行业景气降至历史底部，水泥协会预计2023年行业利润总额为2011年以来的最低值。但历史高盈利对企业资产负债表的修复以及水泥自身产能特性导致存量产能难以快速出清。市场平衡面临全面考验，传统错峰效果减弱。（2）我们预计2024年传统淡季错峰力度维持或趋强，行业供给主动控制有望更为有力。尤其是经历行业效益大幅下滑后，非采暖季企业调控供给匹配需求、主动稳价的意愿明显增强，部分区域市场秩序也在竞合破局之后得到再平衡。（3）2024年宏观强化逆周期调节，三大工程有望托底地产需求，水泥需求有望企稳。中性情形下，我们预计2024年水泥需求同比有望持平，一是地产投资和新开工降幅有望明显收窄，二是地方化债的推进和PPP新规的出台有望稳定传统市政公用类投资，三是财政工具发力以及三大工程落地有望贡献需求增量。（4）预计2024年行业库存中枢有望较2023年下移，反映在旺季价格弹性改善，全年价格中枢或将企稳回升，市场集中度高以及旺季产能利用率高的区域弹性或更加显著（如长三角）。（5）龙头企业成本优势稳固、外延贡献增量，有望迎来估值修复。与2015年行业景气底部相比，海螺、华新利润增长明显，反映龙头企业成本优势维持、外延成效显现。
- **玻璃：中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清，龙头企业第二曲线有望对冲浮法景气下行压力。**（1）2023年：盈利显著修复推动供给重回扩张，社会库存去化充分。厂商库存由春节后的高点显著去化，处于历史同期中枢偏下位置，下游贸易商和加工厂库存的回补在下半年弱于季节性，沙河地区贸易商库存水平低于同期。（2）供给展望：短期开工率有望维持，行业供给有韧性。（3）需求展望：前期高开工积压需求和保交楼继续支撑，但下行压力加大。2019-2021年我国地产新开工量处于高位，且2021年以来整体交付周期拉长，积压需求体量较大，但2022年开始地产新开工降幅较大，影响需求持续性，保交楼工作继续推进有望推动烂尾项目安装需求释放。（4）中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清。随着2024年上半年季节性旺季到来，厂商库存向中下游贸易商、加工厂的转移过程有望推动玻璃价格反弹，企业盈利有望修复。中期盈利持续性需观察保交楼落地和下游地产景气度的修复。若2024年窑炉开工率维持，全年有效产能预计同比+4.7%，全年厂商库存或将有所累积，行业景气有下行压力。（5）龙头企业源于硅砂资源、规模化采购的成本优势难以复制，将持续享有超额利润，第二曲线有望逐步进入业绩释放期。
- **投资建议：**（1）水泥：板块市净率估值处于历史底部，龙头企业综合竞争优势凸显，若宏观进一步强化逆周期调节提振中期需求预期，景气有望底部反弹，估值迎来修复。推荐中长期产业链延伸有亮点的龙头企业：华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份、冀东水泥等。（2）玻璃：龙头企业的成本优势难以复制，将持续享有超额利润，第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力。产能置换政策的落实有利于把控长期供给总量和行业格局的优化，中长期随着供给出清，玻璃龙头企业有望凭借成本持续享受超额利润和现金流。2020-2021年龙头在行业景气高位加速布局光伏玻璃等第二曲线，逐步迎来业绩释放期。随着地产链景气企稳和新增长点的兑现，龙头估值有望迎来修复。推荐旗滨集团，建议关注南玻A、金晶科技、信义玻璃等。
- **风险提示：**基建、地产需求不及预期的风险；原燃料价格上升超预期的风险；行业竞合态势超预期恶化的风险。

水泥：景气底部供给侧有望优化，行业景气和估值有望迎来修复

- 2023年：产能过剩矛盾加剧、行业景气降至历史底部
- 2023年：需求下行对市场平衡带来新考验，传统错峰效果减弱
- 2024年：传统淡季错峰力度维持或趋强，行业供给主动控制有望更为有力
- 2024年：宏观强化逆周期调节，三大工程有望托底地产需求，水泥需求有望企稳
- 2024年：供给侧优化有望推动行业库存中枢下移，全年价格中枢或将企稳回升
- 龙头企业成本优势稳固、外延贡献增量，有望迎来估值修复
- 投资建议及推荐标的

玻璃：中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清，龙头企业第二曲线有望对冲浮法景气下行压力

- 2023年：盈利显著修复推动供给重回扩张，社会库存去化充分
- 2024年供给展望：短期开工率有望维持，行业供给有韧性
- 2024年需求展望：前期高开工积压需求和保交楼继续支撑，但下行压力加大
- 中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清
- 龙头企业第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力
- 投资建议

风险提示

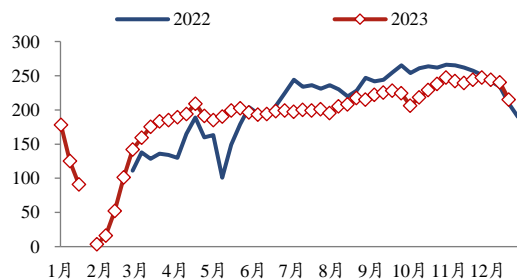
- 水泥：景气底部供给侧有望优化，行业景气和估值有望迎来修复
 - 2023年：产能过剩矛盾加剧、行业景气降至历史底部
 - 2023年：需求下行对市场平衡带来新考验，传统错峰效果减弱
 - 2024年：传统淡季错峰力度维持或趋强，行业供给主动控制有望更为有力
 - 2024年：宏观强化逆周期调节，三大工程有望托底地产需求，水泥需求有望企稳
 - 2024年：供给侧优化有望推动行业库存中枢下移，全年价格中枢或将企稳回升
 - 龙头企业成本优势稳固、外延贡献增量，有望迎来估值修复
 - 投资建议及推荐标的

1.1.1、2023年：产能过剩矛盾加剧、行业景气降至历史底部

2023年水泥需求继续下行，主要受地产、市政需求拖累。全国水泥产量从23-24亿吨的高位平台（2019-2021年）回落至20-21亿吨。2023年前11月全国水泥产量同比-0.9%，从百年建筑网的统计来看，基建重点工程直供量同比基本持平，商混用量同比出现明显下降，反映房地产和市政类需求下行对水泥需求持续形成拖累。

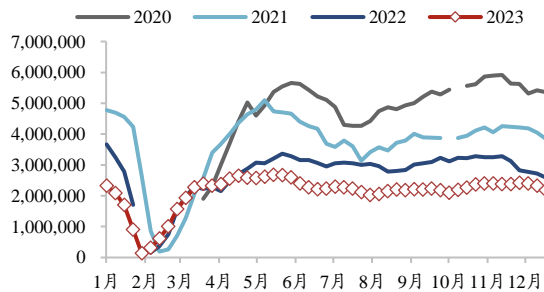
产能过剩矛盾加剧，行业景气降至历史底部。我们测算2023年全国熟料设计产能利用率66.7%，较2020年的高点下降11.5pct。需求下行+产能过剩矛盾加剧导致行业景气继续探底，水泥协会预计2023年水泥行业利润总额为2011年以来的最低值。

图1：2023年百年建筑网统计的水泥直供量未出现明显的下降（单位：万吨）



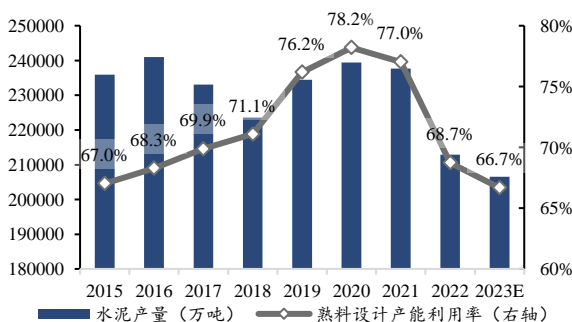
数据来源：百年建筑网、东吴证券研究所

图2：2023年百年建筑网统计的商混产量出现明显的下滑（单位：立方米）



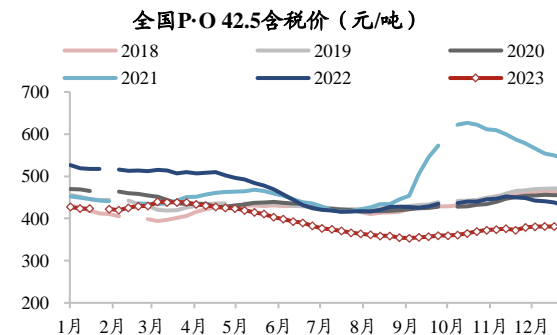
数据来源：百年建筑网、东吴证券研究所

图3：我们测算全国熟料产能利用率自2021年起出现明显下滑



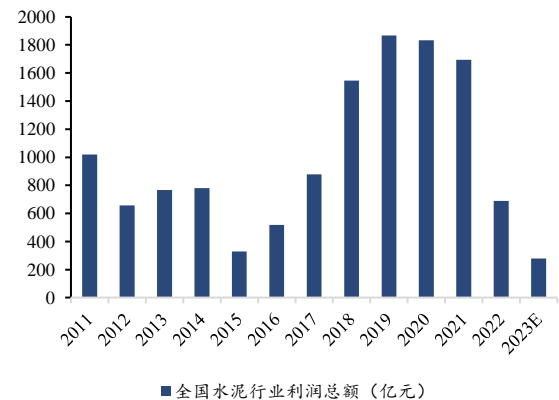
数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图4：2023年全国水泥价格历史低位运行



数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图5：水泥行业利润总额回落至历史低位



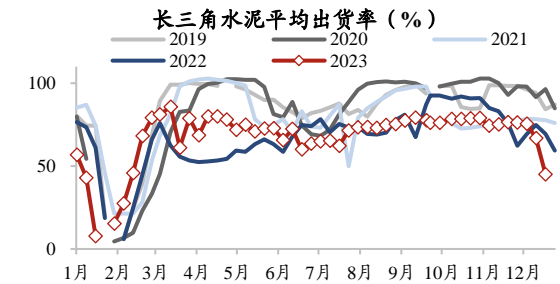
数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

1.1.2、2023年：需求下行对市场平衡带来新考验，传统错峰效果减弱

2017-2021年高盈利对企业资产负债表的修复以及水泥自身产能特性导致存量产能难以快速出清。

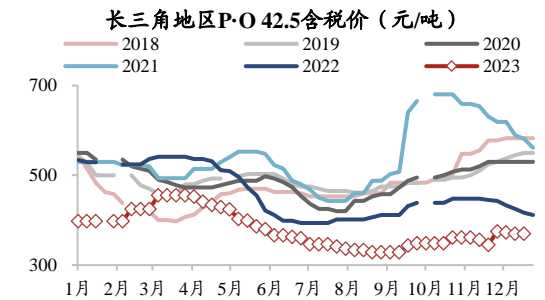
- 2017-2021年行业高景气下企业现金流持续改善，叠加新增/置换产能的政策约束限制企业资本开支，行业多数企业资产负债表得到充分修复，带息债务规模缩减。
- 熟料产能灵活启停特性使得企业可以通过调整窑线开停控制亏损幅度。行业库容较小导致库存对短期市场供需平衡情况较为敏感，市场平衡面临全面考验，传统错峰效果减弱。
- 全国水泥旺季出货率从2019-2020年的80%左右降至2023年的60%左右，过去旺季存在供给缺口的长三角地区2023年旺季出货率高点也下降至80%左右。
- 因此全国大多数市场供需平衡不仅依靠传统的有组织的淡季错峰，还有赖于旺季的灵活错峰和主动停窑。但旺季错峰容易受到市场竞争态势和跨区域流动水泥影响，供需平衡较为脆弱。
- 2023年水泥库存在旺季未出现有效的下降，旺季价格弹性明显减弱。

图6：长三角水泥2023年旺季出货率在80%左右



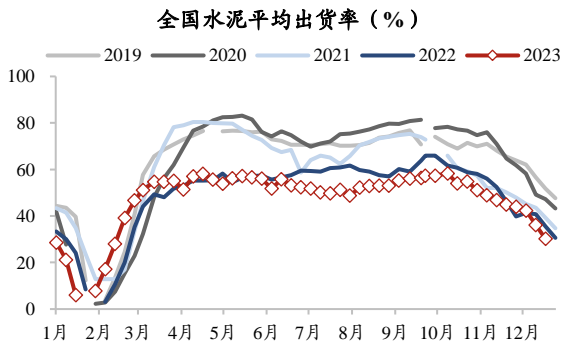
数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图7：2023年旺季长三角水泥价格弹性较弱



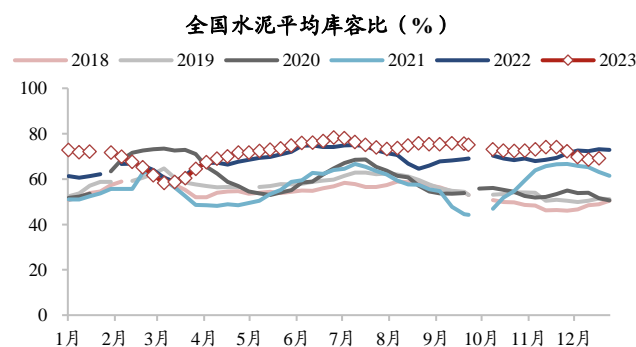
数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图8：全国水泥出货率在旺季出现明显下降



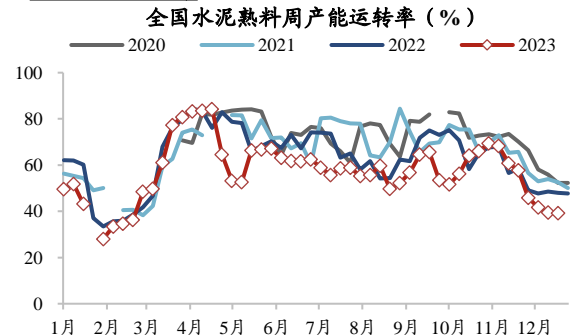
数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图9：全国水泥库存在旺季未出现明显的消化



数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

图10：全国水泥熟料周产能利用率在传统旺季出现明显下降



数据来源：百年建筑网、东吴证券研究所

1.2、2024年：传统淡季错峰力度维持或趋强，行业供给主动控制有望更为有力

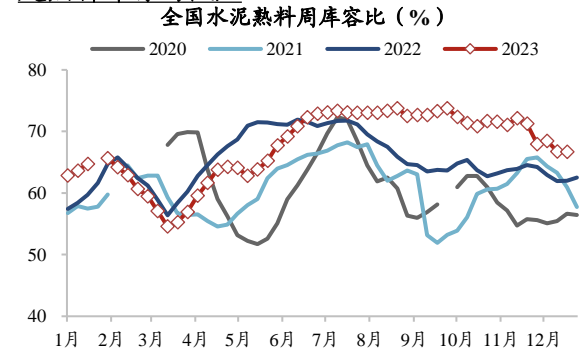
2024年传统淡季常态化错峰生产力度维持或趋强，将有效化解当前行业高库存压力，为2024年上半年旺季奠定良好基础。

- 从当前陕西、山东等代表性北方省份出台的错峰生产方案来看，采暖季错峰生产天数和执行力度基本维持。
- 2023年南方省份实施常态化错峰生产的范围逐步扩大，力度逐步增强，预计2024年有望维持。

2024年行业供给主动控制有望更为有力，竞合秩序有望改善。

- 经历行业效益大幅下滑后，企业调控供给匹配需求、主动稳价的意愿明显增强，部分区域市场秩序也在竞合破局之后修复得到再平衡。

图11：淡季常态化错峰效果良好，每年春节后是熟料库存的低点



数据来源：百年建筑网、东吴证券研究所

表1：典型北方省份2023-2024年采暖季水泥行业错峰生产方案情况

省份	2023-2024年采暖季方案内容	错峰天数	与2022-2023年方案对比
陕西	2023年12月1日零时至2024年3月10日24时，省内所有水泥熟料生产线开展冬季错峰生产。对错峰生产未按规定执行的生产线，两年内暂停该集团生产线作为产能置换指标交易，三年内不得申报大气污染防治专项资金，重污染天气重点行业绩效评级给予降级处理。	101天	收紧自主化、差异化错峰的条件，并加强监督措施：对错峰生产未按规定执行的生产线，两年内暂停该集团生产线作为产能置换指标交易，三年内不得申报大气污染防治专项资金，重污染天气重点行业绩效评级给予降级处理。
甘肃	常态化错峰和差异化错峰相结合。实行常态化错峰生产企业的水泥熟料生产线，从2023年12月1日至2024年3月10日按计划停产100天。	100天	基本维持
黑龙江	各有窑企业在2023年10月15日-2024年3月15日期间，连续停窑5个月	153天	基本维持
辽宁	2024年下半年停窑具体时间确定为：9月、10月各10天，12月25天。6-8月份停窑时间不得与以上3个时段置换。如有特殊情况导致企业无法在9月、10月停窑的，须在11月补停，确保全年错峰时间5个月。 2024年错峰停窑时间确定为：1月1日-3月15日，4月、6月、8月各15天，12月1日-31日。如有特殊情况导致企业无法在4、6、8月停窑的，须在3月16日-31日、11月1日-31日两个时段停窑错峰。其他时段停窑，不计入常态化错峰停窑时间，也不可参与以上2种停窑计划中的时段置换。	151天	基本维持
山东	采暖季错峰生产从2023年11月15日至2024年3月15日，共计120天。	120天	基本维持
河南	A级企业自2023年11月15日至2024年3月15日实施自主减排； B级企业按照2023年11月15日至2024年1月20日、2024年2月10日至3月15日两个时间段实施错峰停产； C级企业按照2023年11月15日至2024年1月31日、2024年2月11日至3月15日两个时间段实施错峰停产； D级企业自2023年11月15日至2024年3月15日实施错峰停产。	100-121天	A、B级别企业错峰生产天数有所减少
新疆	全疆生产线所处地区执行不同的错峰天数，电石渣水泥熟料生产企业通过“错峰置换”参与错峰生产，协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物的企业、使用生物质燃料替代化石燃料的企业可根据“利废量”申请适当延长开窑时间。	166-228天	基本维持

数据来源：数字水泥网、东吴证券研究所

1.3、2024年：宏观强化逆周期调节，三大工程有望托底地产需求，水泥需求有望企稳

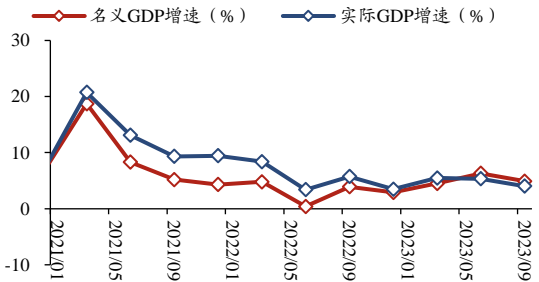
2023年12月召开的经济工作会议要求2024年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，要强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。

(1) 财政政策针对“适度加力”提出扩大专项债用作资本金的范围。(2) 货币政策表述重视“结构”和“存量”，提升效能。(3) 地产方面继续提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求”，加快三大工程。(4) 重点工作提出着力扩大国内需求，强调形成消费和投资相互促进的良性循环。

基建方面：(1) 财政政策继续发力，专项债用作资本金的范围扩大，保障广义财政对基建投资资金来源的支撑；(2) 2023年增发1万亿特别国债首批项目清单在12月下达，预计实物工作量将主要在2024年形成。

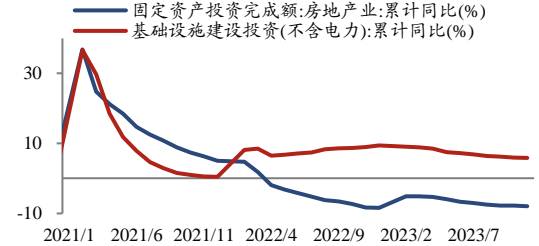
地产方面：短期房地产需求端和供给端政策的持续放松有望推动2024年市场温和复苏。城中村改造和保障房的逐步推进将成为拉动房地产开发投资的有力抓手。地产组预测2024年房地产开发投资预计同比下降5.4%至10.0万亿元，新开工面积预计同比下降10.0%至8.6亿方，降幅较2023年收窄。

图12：我国GDP实际和名义增速



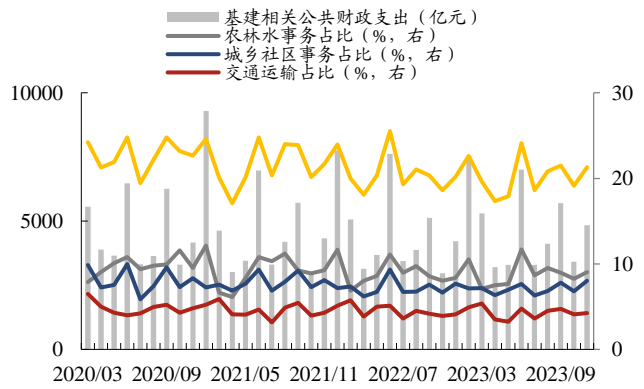
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图13：基建投资的增长一定程度上对冲地产的下行



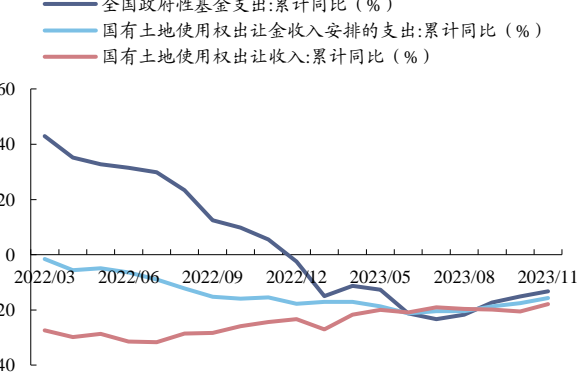
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图14：全国一般公共预算对基建相关支出维持较高的强度



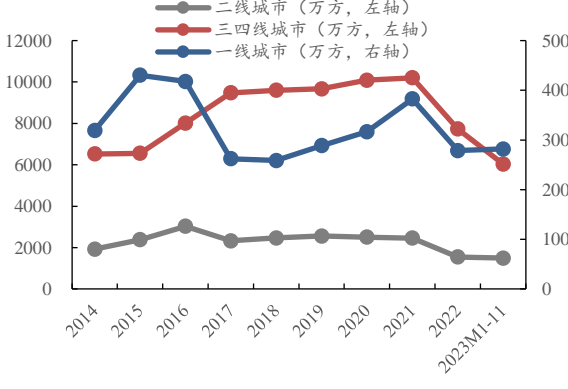
数据来源：Wind、东吴证券研究所

图15：专项债发力对冲土地出让收入下行的影响



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图16：不同能级城市2014-2023年月均住宅销售面积



数据来源：Wind、中指、东吴证券研究所

1.4、2024年：供给侧优化有望推动行业库存中枢下移，全年价格中枢或将企稳回升

中性情形下，我们预计2024年水泥需求同比有望持平。（1）地产投资和新开工降幅有望明显收窄，（2）地方化债的推进和PPP新规的出台有望稳定传统市政公用类投资，（3）财政工具的进一步发力以及三大工程的落地有望贡献需求增量。（乐观/中性/悲观情形下我们分别假设2024年水泥需求同比+3%/0%/-3%）

乐观/中性/悲观情形下，我们测算全国熟料设计产能利用率分别为**68.7%/66.7%/64.7%**，分别同比+2.0/0.0/-2.0pct。上述供需的重新平衡对应分别需要新增6.8天/持平/减少6.8天的错峰天数。

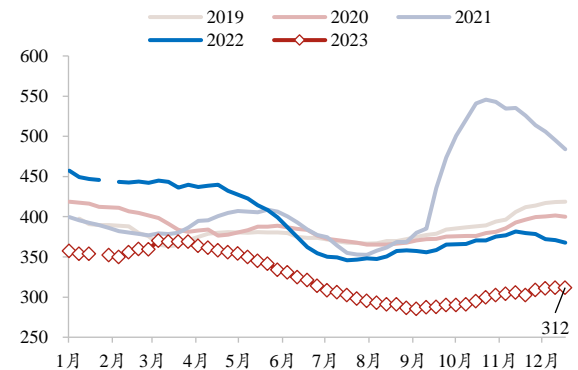
中性情形下，预计行业库存中枢有望较2023年下移，反映在旺季价格反弹幅度上有望提高，全年价格中枢或将企稳回升。

考虑到2023年下半年以来行业盈利已经下行至历史底部区域，企业调控供给匹配需求、主动稳价的意愿明显增强，部分区域市场秩序也在竞合破局之后修复得到再平衡。

预计2024年行业供给主动控制有望更为有力，竞合秩序有望改善，2024年行业库存中枢有望下移。

若行业景气反弹，市场集中度高以及旺季产能利用率高的区域价格弹性有望更加显著，例如长三角地区。

图17：2023年水泥煤炭价差中枢低于2022年（单位：元/吨）



数据来源：Wind、东吴证券研究所测算

表2：2024年熟料设计产能利用率测算值

年份	水泥产量 (万吨)	熟料产量及测算值 (万吨)	熟料设计产能利用率
2016	241031	137614	68.7%
2017	233084	139966	69.7%
2018	223610	142269	71.1%
2019	234431	152325	76.1%
2020	239471	157878	78.6%
2021	237724	155984	77.2%
2022	212927	139122	68.7%
2023E	206539	134948	66.7%
乐观情形	212736	138997	68.7%
2024E 中性情形	206539	134948	66.7%
悲观情形	200343	130900	64.7%

数据来源：Wind、东吴证券研究所测算

1.5、龙头企业成本优势稳固、外延贡献增量，有望迎来估值修复

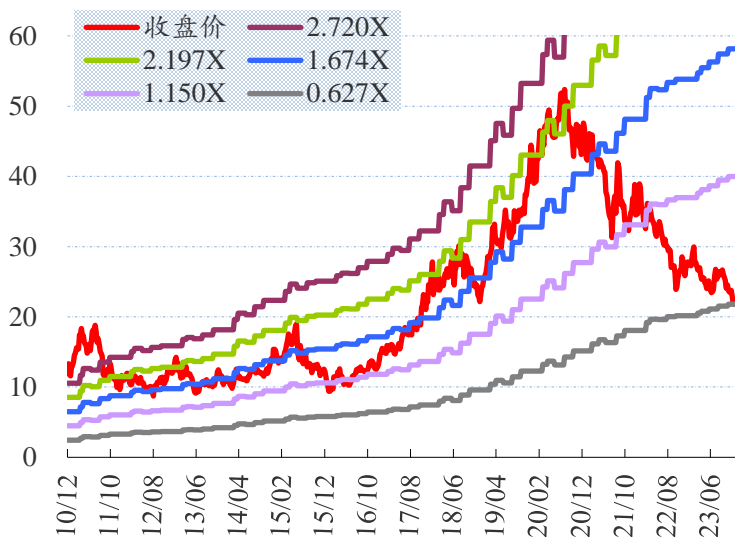
此轮以海螺水泥为代表的龙头企业市净率已经跌破2015年的低点。

龙头企业成本优势稳固。产业政策严格化有利于把控长期供给总量和去化过剩产能，保障行业长期盈利中枢，而龙头企业相对于区域中小型企业仍然享有一定的成本优势。难以复制的成本优势来源于：（1）石灰石资源带来的原材料成本优势。（2）产能规模带来的能源等采购成本优势。（3）码头资源的物流优势：沿江大型码头。（4）高规格生产线的折旧和效率优势：单线或中小型企业难以缩小差距。

龙头企业积极培育第二曲线，估值中的成长性溢价有望进一步显现。2020年以来随着以华新为代表的水泥企业海外水泥产能和产业链延伸业务贡献占比增大，水泥公司个体“α”逐步凸显，估值中的成长性溢价有望进一步显现。

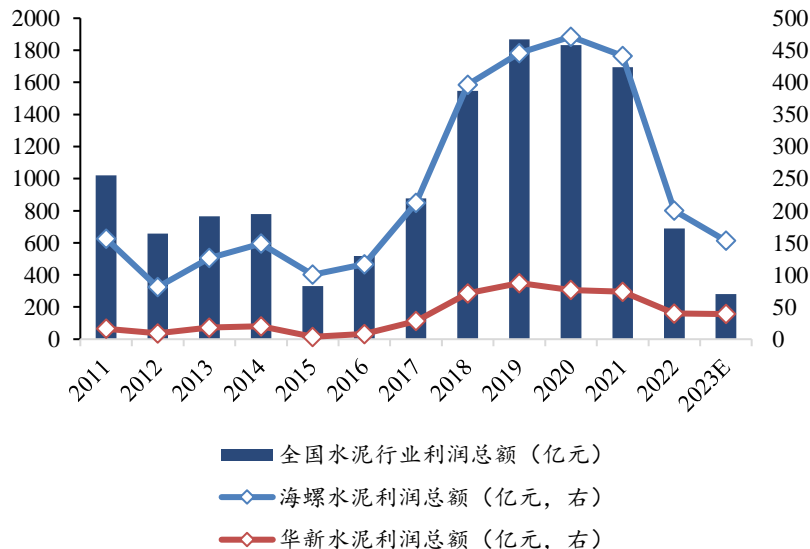
与2015年行业景气底部相比，海螺、华新利润仍有明显增长，反映龙头企业成本维持优势以及外延布局的成效。若行业景气企稳向上，龙头企业有望迎来估值修复。

图18：海螺水泥市净率已经低于2015年的底部



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图19：与2015年行业景气底部相比，海螺、华新利润仍有明显增长



数据来源：Wind、东吴证券研究所

1.6、投资建议

(1) 短期淡季临近，需求逐步走弱，价格的稳定主要依赖于主动错峰停窑对供给端的限制，但成本支撑下预计水泥回落幅度有限。

(2) 中期来看，行业景气处于底部，企业自律控制供给、维护价格意愿增强，随着冬季错峰生产方案陆续出台，考虑到整体力度维持或有所加强，冬季错峰落实有望缓解当前产能过剩、库存高企的状态，为2024年旺季景气反弹奠定基础。中期逆周期调节政策有望继续落地，实物需求有望企稳回升。我们认为需求预期的稳定有望改变行业预期，加速竞合秩序修复，2024年价格和盈利有望企稳改善。

(3) 水泥企业市净率估值处于历史底部，龙头企业综合竞争优势凸显，叠加中期需求预期提振，景气有望底部反弹，估值有望迎来修复。推荐中长期产业链延伸有亮点的龙头企业：**华新水泥、海螺水泥、上峰水泥、天山股份、冀东水泥**等。

表3: 相关标的盈利预测与估值表 (以12月28日收盘价测算)

代码	简称	市值 (亿元)	市净率 (MRQ)	归母净利润 (亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600585.SH	海螺水泥	1195.52	0.65	156.61	119.09	137.87	156.86	7.6	10.0	8.7	7.6
600801.SH	华新水泥	263.41	0.93	26.99	26.51	33.57	38.10	9.8	9.9	7.8	6.9
000672.SZ	上峰水泥	77.94	0.89	9.49	8.54	10.40	12.76	8.2	9.1	7.5	6.1
000877.SZ	天山股份	587.38	0.74	45.42	22.97	27.86	35.34	12.9	25.6	21.1	16.6
000401.SZ	冀东水泥	170.39	0.57	13.58	(7.66)	7.12	10.97	12.6	-22.2	23.9	15.5

上述标的盈利预测均来自于东吴证券研究所
数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.7、推荐标的：华新水泥

公司是国内水泥龙头企业之一，熟料、水泥产能位居行业前五。截至2023年中报，公司具备水泥产能1.22亿吨/年（粉磨能力，含联营企业产能）、水泥设备制造5万吨/年、商品混凝土8,990万方/年（含租赁）、骨料2.4亿吨/年、废弃物处置1,598万吨/年（含已获环评批复但尚未投产项目）的总体产能。公司水泥业务重点布局华中（湖北湖南）和西南地区（云南、四川、西藏等），是湖北、湖南、云南等省市的核心主导企业。

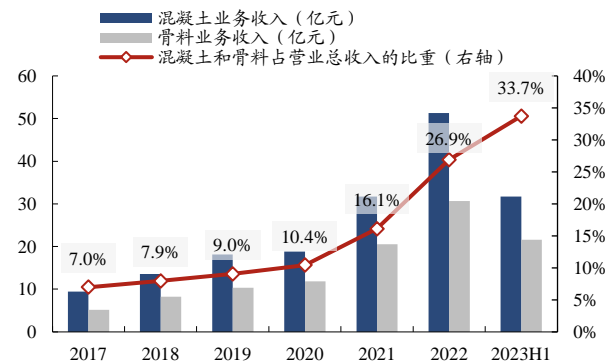
海外水泥产能扩张和产业链延伸布局均位居行业第一梯队，第二曲线进入业绩释放期。2023年上半年公司非水泥业务收入占比48%，归母净利润占比56%，已成为公司利润的重要贡献点。

海外业务方面：公司已在亚洲的塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、柬埔寨、尼泊尔、阿曼，非洲的坦桑尼亚、赞比亚、马拉维等九个国家实现产能扩张，推动南非、莫桑比克项目并购完成，已经成为中亚水泥市场的领军者。截至2023年6月30日，公司海外水泥粉磨产能达到1,677万吨/年。

产业链一体化方面：2023年上半年骨料销售5051万吨，同比增长103.3%，混凝土销售1095万方，同比增长82.3%，混凝土和骨料占总毛利的比重从2017年的7.7%提升至2023年上半年的36%。

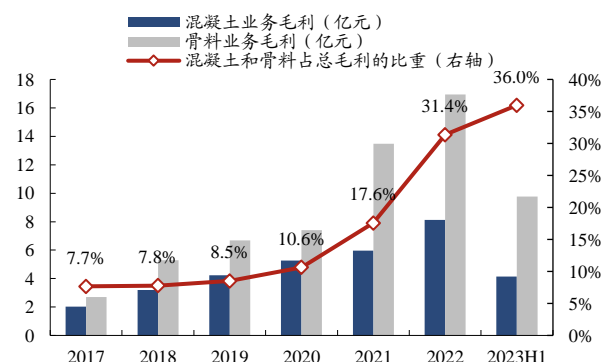
公司水泥主业盈利有望稳步改善，非水泥+海外业务有望贡献新的增长点。我们预计2023-2025年归母净利润分别为26.5/33.6/38.1亿元，维持“增持”评级。

图20：华新水泥混凝土和骨料业务收入占比持续提升



数据来源：Wind、公司定期报告、东吴证券研究所

图21：华新水泥混凝土和骨料业务毛利占比持续提升



数据来源：Wind、公司定期报告、东吴证券研究所

1.7、推荐标的：海螺水泥

行业景气低位凸显公司难以被复制的成本优势。（1）公司矿山、码头等要素在生态环保严格管控下难以低成本复制，公司优质矿山储量大，原材料成本低廉，石灰石矿山价值量提升，同时公司沿江布局拥有稀缺的优质码头资源，物流环节优势突出。（2）高运转率+高标准化生产线使得单位固定开支亦低于同行。（3）需求下行期凸显公司成本优势，公司在行业景气底部享受超额利润，市场整合并购也有望加速。

产业链延伸以及海外扩张潜力大，富余现金再投资提升中长期成长性。截至2023年三季报，公司货币资金余额达到684亿元，（1）公司产业链延伸持续推进，大力发展骨料产业，截至2023年中报，骨料产能达到1.3亿吨/年（2020年末为5830万吨/年），商品混凝土3330万方/年（2020年末为420万方/年），上半年马鞍山绿色建材、芜湖建科等8个骨料项目顺利投产，并积极通过新建、并购和租赁等方式新增了八个在运营商品混凝土项目。（2）海外产能扩张持续推进，已布局印尼、缅甸、老挝、乌兹别克斯坦等“一带一路”重点市场，乌兹别克斯坦塔什干海螺、上峰友谊公司和柬埔寨金边海螺的水泥熟料生产线项目建设有序推进。（3）加快新能源产业风光水储一体化发展，积极向上游产业延伸，做大新业态，打造新优势，并进一步做大做强环保产业。

公司下行期彰显成本领先等综合优势，产业链扩张提供新的增长动能。当前市净率估值已低于2015年的底部，随着逆周期调节发力，地产景气企稳，龙头企业估值有望迎来修复。我们预计2023-2025年归母净利润为119/138/157亿元，维持“增持”评级。

图22：海螺水泥2020年以来资本开支力度明显增强

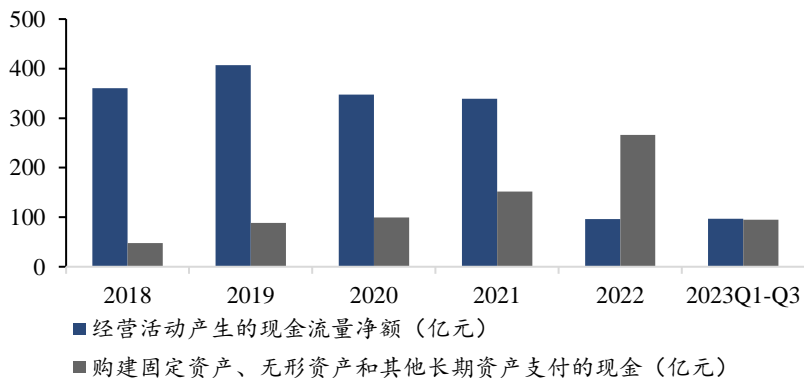
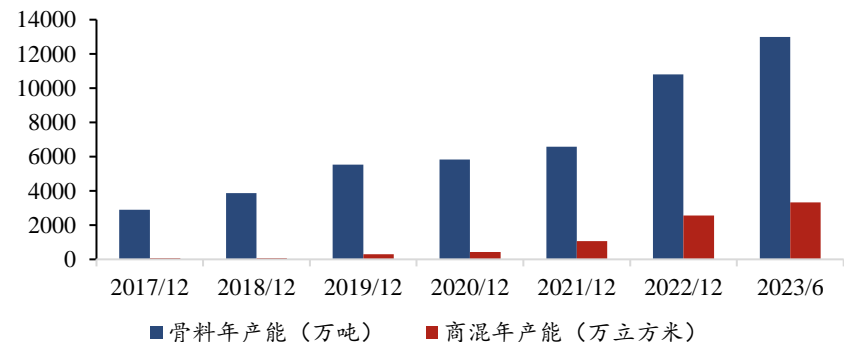


图23：海螺水泥骨料产能加速增长



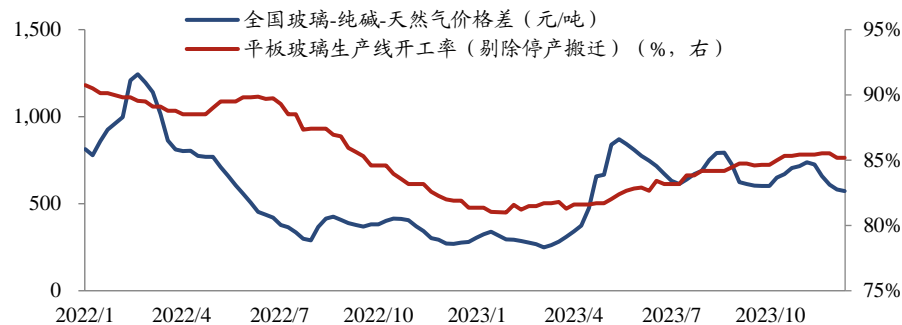
- 玻璃：中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清，龙头企业第二曲线有望对冲浮法景气下行压力
 - 2023年：盈利显著修复推动供给重回扩张，社会库存去化充分
 - 2024年供给展望：短期开工率有望维持，行业供给有韧性
 - 2024年需求展望：前期高开工积压需求和保交楼继续支撑，但下行压力加大
 - 中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清
 - 龙头企业第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力
 - 投资建议

2.1、2023年：盈利显著修复推动供给重回扩张，社会库存去化充分

2023年：供需错配下上半年行业实现有效去库，产品价格和盈利反弹，推动供给重回扩张。

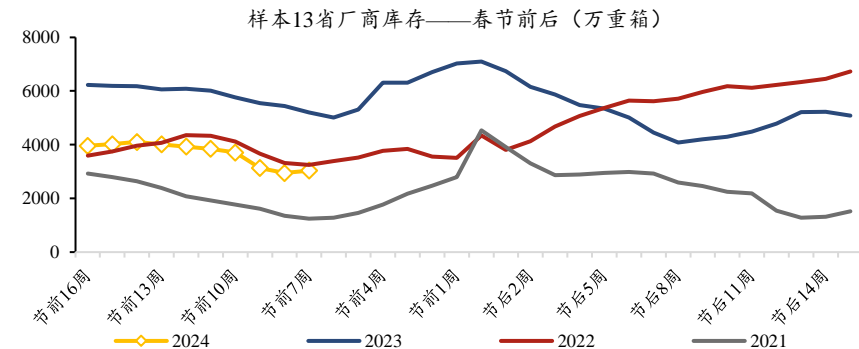
- **2022年低盈利下供给明显收缩，随着2023年需求修复，供需错配下库存去化和盈利反弹幅度可观：**（1）**供给：**2022年下半年行业亏损面加速扩大，浮法窑炉开工率持续下降，行业供给明显收缩。（2）**终端需求：**进入2023年，疫情管控放松推动家装需求释放，保交付推动延期交付项目需求落地，玻璃终端需求同比改善。（3）**厂商库存：**厂商库存由春节后的高点显著去化。
- **下游贸易商和加工厂库存的回补在下半年弱于季节性，源于对地产竣工需求下行、供给扩张的担忧。以沙河地区为例，当前贸易商库存水平低于同期正常水平。**

图24：玻璃盈利修复推动生产线开工水平持续回升



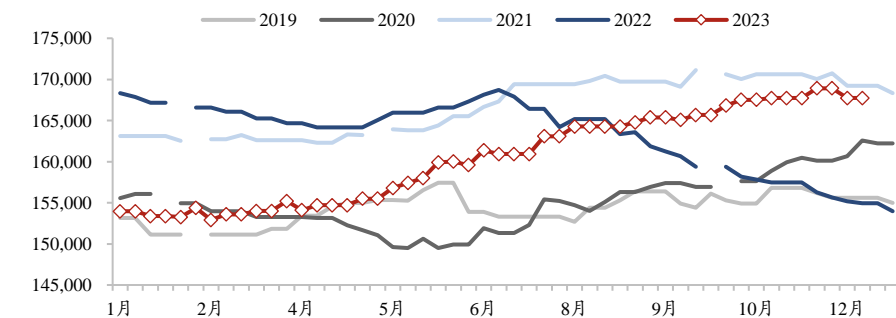
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图26：全国玻璃厂商库存处于历史同期中枢偏下位置



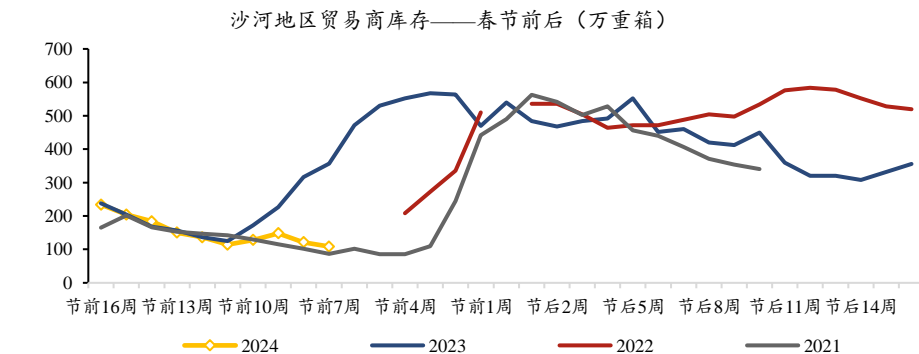
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图25：玻璃在产产能2023年内持续增加（单位：日熔量，t/d）



数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

图27：沙河地区贸易商库存水平低于同期正常水平



数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

2.2、2024年供给展望：短期开工率有望维持，行业供给有韧性

当前行业绝大多数产能保有一定利润，对短期开工率有一定支撑。

- 按照当前主流市场1800-2150元/吨的玻璃现货价格以及我们对典型玻璃企业成本的测算：燃煤生产线的单位税前利润在201元-591元/吨之间，石油焦生产线的单位税前利润在115元-505元/吨之间，重油生产线的单位税前利润在73元-463元/吨之间，天然气生产线的单位税前利润在-13元-586元/吨之间。
- 除了华北地区的正常价格管道天然气生产线，以及华北地区外购硅砂的燃料油生产线处于亏损或者较低利润区间以外，其他主流市场的生产线预计均保持一定利润。
- 根据上述测算，考虑2023年以来冷修待复产的产线日熔量合计6710t/d，当前行业盈利分布下预计浮法窑炉短期开工率或将维持，供给端有一定韧性。

表4：满足硅砂自供、燃煤、低价管道气等要素的企业有成本优势（元/吨）

	外购硅砂	自供硅砂
完全成本		
燃煤生产线	1625	1533
天然气生产线（正常管道气）	1839	1747
天然气生产线（低价管道气）	1630	1538
燃料油生产线	1753	1661
石油焦生产线	1711	1619
现金成本		
燃煤生产线	1475	1383
天然气生产线（正常管道气）	1689	1597
天然气生产线（低价管道气）	1480	1388
燃料油生产线	1603	1511
石油焦生产线	1561	1469

备注：外购/自给硅砂成本按照200/100元/吨计算，正常/低价管道气成本按照3.5/2.5元/立方米计算

表5：根据典型玻璃企业成本和当前主流市场价格测算行业利润分布

元/吨	华北	华东	华中	华南
区域白玻价格	1826	2079	1981	2124
外购硅砂产线单位税前利润-550t/d				
燃煤生产线	201	453	355	499
天然气生产线（正常管道气）	-13	239	142	285
天然气生产线（低价管道气）	196	448	350	494
燃料油生产线	73	325	228	371
石油焦生产线	115	367	270	413
自给硅砂产线单位税前利润-550t/d				
燃煤生产线	293	545	447	591
天然气生产线（正常管道气）	79	331	234	377
天然气生产线（低价管道气）	288	540	442	586
燃料油生产线	165	417	320	463
石油焦生产线	207	459	362	505

数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所测算

2.2、2024年供给展望：短期开工率有望维持，行业供给有韧性

表6：2023年以来冷修并复产的产线日熔量合计17150t/d

省份	企业名称	产线名称	产能/日熔量 (t/d)	产品	复产日期	冷修日期
浙江省	绍兴旗滨玻璃有限公司	长兴浮法二线	800	白玻	2023/10/29	2023/06/01
湖北省	咸宁南玻玻璃有限公司	咸宁浮法二线	700	超白	2023/10/15	2023/01/30
湖南省	湖南巨强再生资源科技发展有限公司	巨强浮法湘乡二线	550	白玻	2023/10/04	2022/10/24
河北省	河北金仓玻璃有限公司	河北金仓浮法一线	600	白玻	2023/10/03	2020/04/21
江西省	江西宏宇能源发展有限公司	宏宇浮法二线	700	白玻	2023/09/20	2022/07/25
广东省	信义环保特种玻璃(江门)有限公司	信义江门浮法一线	600	白玻	2023/09/16	2022/10/31
山东省	滕州金晶玻璃有限公司	滕州浮法二线	600	白玻	2023/09/08	2022/09/07
河南省	中国洛阳浮法玻璃集团有限责任公司	洛玻集团浮法龙昊二线	600	白玻	2023/09/08	2022/10/17
贵州省	毕节明钧玻璃股份有限公司	毕节明钧浮法一线	600	白玻	2023/08/01	2022/11/03
青海省	青海耀华特种玻璃股份有限公司	青海耀华浮法一线	600	白玻	2023/07/28	2022/08/30
广东省	广东旗滨节能玻璃有限公司	旗滨河源浮法二线	600	白玻	2023/07/19	2023/03/08
湖北省	湖北亿钧耀能新材股份公司	亿钧浮法一线	600	白玻	2023/07/18	2023/03/25
广东省	英德市鸿泰玻璃有限公司	英德鸿泰浮法二线	900	白玻	2023/06/21	2023/01/07
广东省	台玻华南玻璃有限公司	台玻东莞浮法二线	900	白玻	2023/06/19	2022/06/12
江苏省	东台中玻特种玻璃有限公司	东台浮法一线	600	白玻	2023/06/05	2022/06/23
广东省	佛山市三水西城玻璃制品有限公司	三水西城浮法一线	300	白玻	2023/06/02	2022/10/25
广东省	广州市白云区富明平板玻璃厂	广州富明浮法一线	600	白玻	2023/05/19	2022/08/31
天津市	台玻天津玻璃有限公司	天津台玻浮法一线	600	白玻	2023/05/18	2022/09/23
广东省	广东玉峰玻璃集团股份有限公司	中山玉峰浮法三线	700	白玻	2023/05/09	2021/12/08
河北省	沙河市长城玻璃有限公司	河北长城浮法七线	1200	白玻	2023/03/20	2014/06/21
湖北省	湖北明弘玻璃有限公司	明弘浮法二线	1000	白玻	2023/03/08	2022/08/23
天津市	信义玻璃(天津)有限公司	天津信义浮法二线	600	白玻	2023/02/25	2022/09/15
安徽省	信义节能玻璃(芜湖)有限公司	芜湖浮法一线	500	白玻	2023/02/19	2022/06/23
湖北省	湖北三峡新型建材股份有限公司	三峡浮法二线	600	白玻	2023/02/06	2022/07/11
山东省	山东蓝星玻璃(集团)有限公司	威海浮法二线	500	欧洲茶	2023/02/05	2022/02/23
江苏省	东台中玻特种玻璃有限公司	东台浮法二线	600	白玻	2023/01/31	2022/01/28
合计			17150			

数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

表7：2023年以来冷修待复产的产线日熔量合计6710t/d

省份	企业名称	产线名称	产能/日熔量 (t/d)	停产前在产规格型号	开始时间
山东省	滕州金晶玻璃有限公司	滕州浮法一线	600	福特蓝	2023/10/31
山东省	山东金晶科技股份有限公司	淄博金晶浮法六线	600	F绿	2023/10/19
天津市	天津耀皮玻璃有限公司	天津耀皮浮法二线	600	黑玻	2023/10/14
湖南省	株洲旗滨集团股份有限公司	醴陵旗滨浮法一线	1000	白玻	2023/09/15
辽宁省	信义玻璃(营口)有限公司	营口信义浮法一线	1000	白玻	2023/09/01
陕西省	中玻(咸阳)镀膜玻璃有限公司	咸阳浮法二线	500	福特蓝	2023/06/23
山东省	山东蓝星玻璃(集团)有限公司	威海浮法四线	500	威海蓝	2023/06/03
河北省	沙河市长城玻璃有限公司	河北长城浮法一线	450	白玻	2023/03/24
河北省	河北鑫利玻璃有限公司	河北鑫利浮法一线	600	白玻	2023/02/16
云南省	云南云腾建材有限公司	云南云腾浮法一线	600	白玻	2023/01/13
重庆市	重庆渝荣玻璃有限公司	重庆渝荣浮法一线	260	白玻	2023/01/06
合计			6710		

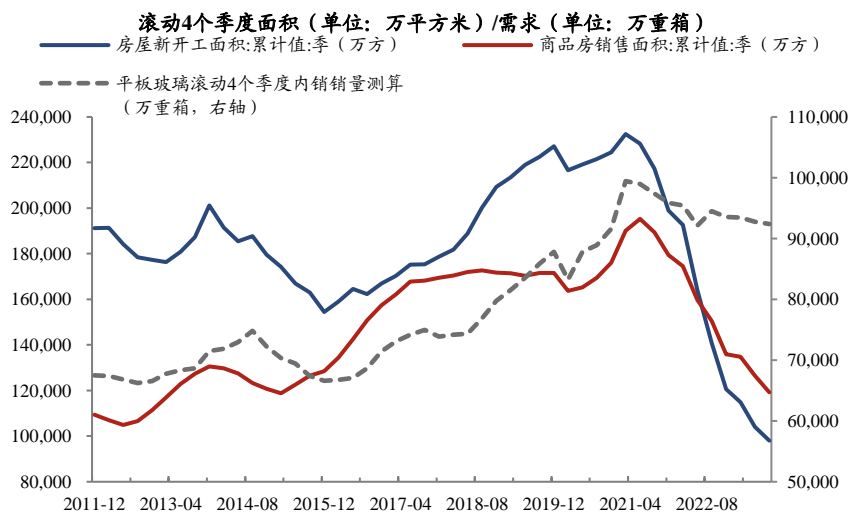
数据来源：卓创资讯、东吴证券研究所

2.3、2024年需求展望：前期高开工积压需求和保交楼继续支撑，但下行压力加大

我们预计2024年浮法玻璃需求仍有前期高开工积压需求和保交楼支撑，但下行压力加大。

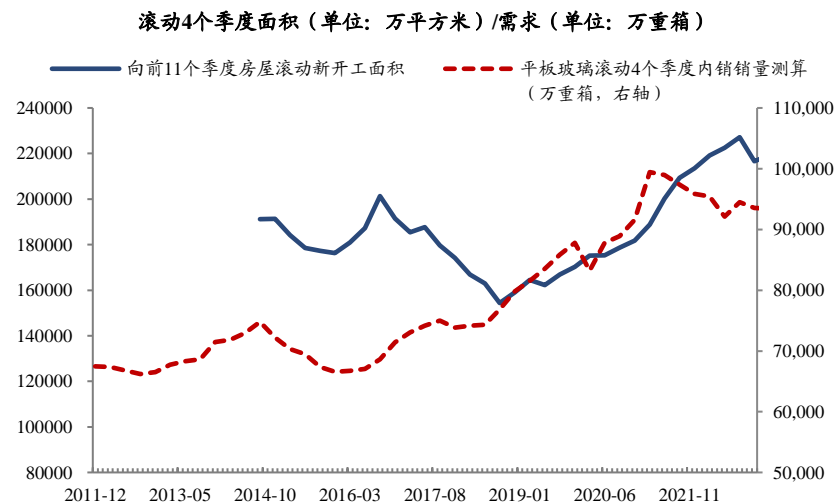
- 总量上，建筑领域约占我国浮法玻璃需求的80%以上，新兴应用领域增长良好但体量仍小，历史玻璃需求的波动主要由地产周期主导。
- 施工和时间规律上，玻璃安装属于房屋施工尾部的环节，领先于房屋竣工节点，一般从新开工到竣工交付的周期在2.5-3年左右。
- 房企资金链恶化、疫情散发导致交付节奏延迟（反映在2021年以来房屋整体交付周期拉长），随着保交楼工作的落实和深化，前期延期交付的需求有望继续释放。2023年12月召开的全国住房城乡建设工作会议提出“持续抓好保交楼保民生保稳定工作”。
- 2024年玻璃需求展望：（1）积压待交付需求仍处高位，但支撑边际趋弱。2019-2021年我国地产新开工量处于高位，且2021年以来整体交付周期拉长，但2022年开始地产新开工降幅较大，影响需求持续性。（2）保交楼工作继续推进有望推动烂尾项目安装需求释放。

图28：玻璃实际需求数据测算值反映地产竣工安装需求具有一定韧性



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所测算

图29：玻璃实际需求数据测算值与滞后11个季度地产新开工数据自2017年以来拟合度较好（滚动4个季度）



备注：2021年的背离预计源于地产交付周期拉长。

数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所测算

2.4、中短期盈利有一定韧性，中长期仍需供给侧的出清

我们认为中短期浮法玻璃盈利或有一定的韧性。

- 厂商高库存经过2023年内的充分去化已经低于历史中枢，华北沙河等标志性市场厂商库存已处低位，中下游社会库存与历史同期相比明显偏低，预计淡季玻璃价格下方有支撑。
- 随着2024年上半年季节性旺季到来，厂商库存向中下游贸易商、加工厂的转移过程有望推动玻璃价格反弹，企业盈利有望修复。

中期浮法玻璃盈利的持续性需要观察保交楼需求的落地情况和下游地产景气度的修复情况。

- 若2024年窑炉开工率维持，全年有效产能预计将同比增长4.7%。考虑到需求的下行压力和当前行业利润情况对供给的支撑，全年厂商库存或将有所累积，行业景气存下行压力。
- 因此行业盈利修复的持续性取决于行业库存累积的速度，变量主要在于保交楼的落地情况以及下游地产景气度对产业资金链和预期的影响，仍需进一步跟踪。

随着地产链需求回归中枢，中长期供需重新平衡的过程有待供给侧的有效出清。

- 产能置换政策的落实有利于把控长期供给总量和行业格局的优化，也有利于加速僵尸产能的淘汰。2021年出台的《水泥玻璃行业产能置换实施办法》提出2013年以来，连续停产两年及以上的水泥熟料、平板玻璃生产线产能不能用于产能置换，且汽车玻璃项目不再豁免产能置换。

2.5、龙头企业第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力

龙头企业的成本优势难以复制，将持续享有超额利润。

(1) 自有硅砂资源优势

河海砂资源开采管控导致外购硅砂成本上涨。华北、西南等地外购硅砂到厂成本从过去的不到100元/吨上涨至200元/吨左右，增加单吨玻璃成本约50-100元。龙头企业在硅砂资源储备上享有明显优势，自给率明显高于行业平均水平。此外在“绿色、集约”的政策导向下，大型企业在获取采矿权方面也有着绝对优势。

(2) 规模化采购优势

玻璃上游纯碱、石油焦、重油/乙烯油等能化原燃料可通过规模化采购或海外采购获得一定成本优势。

(3) 此外，环保标准的提升和环保管控的趋严将逐步缩小燃料结构带来的玻璃成本差异，企业相对难以凭借使用较为低廉的燃料获取大规模的中长期超额利润，有利于环保投入大、运行规范度高的大型企业。

产能严格约束下龙头企业加速打造第二成长曲线，布局多元业务板块。

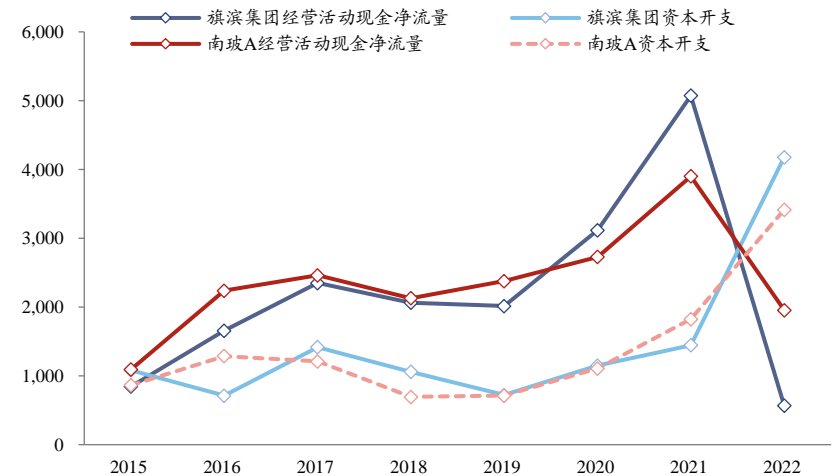
以旗滨集团和南玻A为例的玻璃龙头企业近年来资本开支持续增长，除了继续完善玻璃深加工业务布局以外，光伏玻璃业务的战略布局和扩张、电子玻璃等业务的拓展也是龙头企业完善多元业务板块的重点。

表8: 硅砂和燃料的单耗以及龙头企业的成本优势

	单耗 (吨、立方米、 度/吨玻璃)	单位成本 (元/吨、立 方米、度)	自供硅砂/规 模化采购优势 下单位成本 (元/吨、立 方米、度)	对应单吨玻璃 成本节约 (元/吨)
燃料	重油	0.1538	3900	3705
	石油焦	0.2246	2350	2232.5
原材料	重碱	0.21	2700	2565
	硅砂	0.69	200	100

备注：假设规模化采购下重油、石油焦、重碱等大宗原材料成本可以获得5%的采购成本优势。

图30: 旗滨集团和南玻A近年来的现金流和资本开支情况 (百万元)



2.6、投资建议

我们认为中短期浮法玻璃盈利或有一定的韧性。厂商高库存经过2023年内的充分去化已经低于历史中枢，华北沙河等标志性市场厂商库存已处低位，中下游社会库存与历史同期相比明显偏低，预计淡季玻璃价格下方有支撑。随着2024年上半年季节性旺季到来，厂商库存向中下游贸易商、加工厂的转移过程有望推动玻璃价格反弹，企业盈利有望修复。但中期浮法玻璃盈利的持续性需要观察保交楼落地情况和下游地产景气度的修复情况，随着地产链需求回归中枢，中长期供需重新平衡有待供给侧的有效出清。

龙头企业的成本优势难以复制，将持续享有超额利润，第二曲线有望在一定程度上对冲浮法景气下行压力。产能置换政策的落实有利于把控长期供给总量和行业格局的优化，中长期随着供给出清，玻璃龙头企业有望凭借成本持续享受超额利润和现金流。2020-2021年龙头在行业景气高位加速布局光伏玻璃等第二曲线，逐步迎来业绩释放期。随着地产链景气企稳和新增长点的兑现，龙头估值有望迎来修复。推荐**旗滨集团**，建议关注**南玻A**、**金晶科技**、**信义玻璃**等。

表9：相关标的盈利预测与估值表（以12月28日收盘价测算）

代码	简称	市值 (亿元)	市净率 (MRQ)	归母净利润(亿元)				市盈率			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
601636.SH	旗滨集团	184.36	1.45	13.17	17.67	18.94	23.47	14.0	10.4	9.7	7.9
000012.SZ	南玻A*	171.04	1.23	20.37	19.16	22.61	25.29	8.4	8.9	7.6	6.8
600586.SH	金晶科技*	95.30	1.66	3.56	5.98	7.70	10.13	26.8	15.9	12.4	9.4

备注：旗滨集团盈利预测来自于东吴证券研究所，南玻A和金晶科技盈利预测来自于Wind一致预期。

数据来源：Wind、东吴证券研究所

■ 基建、地产实物需求不及预期的风险；

水泥需求主要源于下游基建、地产行业，玻璃需求主要来自地产竣工安装需求，若基建实物需求落地不及预期、保交楼与三大工程推进不及预期或地产景气进一步下滑，将加剧水泥、玻璃供需矛盾。

■ 原燃料价格上升超预期的风险；

水泥、浮法玻璃生产使用的原燃料价格（煤炭、纯碱、天然气、石油焦、重油等）若大幅上涨，将影响水泥、玻璃环节的利润。

■ 行业竞合态势超预期恶化的风险。

行业竞合态势恶化将导致行业供给无法有效出清，高库存下产品价格有加速下跌的风险。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园