

供需格局改善，上行拐点确立

——玻璃行业深度报告

核心观点

- **5 月份供给加速收缩，20H2 供需将维持紧平衡。**1-5 月停产线（含冷修）达 15 条，其中 5 月停产线达 5 条，全部来自河北地区。截至 5 月底在产产能约 9 亿重箱，比年初净减少 3.5%（3528 万重箱）。根据中国玻璃期货网，预计 6-12 月新点火/复产/冷修产线分别为 7/10/16 条，净新增产能 528 万重箱。在产产能增长有限，我们预计全年产量约 9.1 亿重箱，YoY-1.9%。在需求端，刚性的交房压力以及资金从拿地到施工的转移支撑竣工回暖，我们统计的 9 家房企（19 年销售排名 20 名内）20 年计划竣工面积平均增速近 25%，东方证券地产团队预计 19/20 年实际竣工增速 6.5%/5.5%，地产竣工对玻璃需求形成了较强支撑，同时由于汽车和出口等需求下滑较多，建筑玻璃需求占比将有所提升，预计全年需求超 9 亿重箱，YoY+0.44%，供需基本维持紧平衡。
- **库存高位已过，下半年价格有望反转。**Q1 疫情导致下游复工延迟，4 月 17 日库存增至历史高位 9316 万重箱（较年初增加 7000 万重箱），伴随玻璃价格断崖式下滑，5 月初均价低点达到 68.2 元/重箱，较年初的高位下滑 22.8 元/重箱，较去年同期下滑 11.7 元/重箱。随着下游全面复工复产/河北地区部分产线因环保问题关停，周度库存单边下降，现货价格在 5 月上旬企稳，中旬开始每箱反弹 8 元。在需求回暖/价格持续上涨的预期下，近期加工商/贸易商囤货有所增加，充当了蓄水池功能，缓解了原片厂商的部分库存压力。我们认为随着地产竣工的环比改善，库存将出现持续下滑态势。与 19 年类似，下半年厂商去库存若超预期，在施工逐渐进入旺季后价格具备反转的动力。
- **纯碱/燃料有望继续保持低位，盈利韧性较强。**纯碱价格较年初下滑超过 20%，一方面是由于 19 年扩产后纯碱产能处于高位，另一方面是由于今年玻璃在产产能收缩压制纯碱需求，预计纯碱短期价格将保持低位。玻璃的主要燃料石油焦/天然气/重油价格相比年初下跌 5%/10%/51%，主要由于原油价格大幅下滑，东方证券化工团队预计全年布伦特原油均价为 30-40 美元/桶，玻璃燃料受油价压制短期内难有反弹。截至 5 月底以石油焦/重油/天然气为燃料的玻璃盈利同比分别增长 26%/81%/41%，燃料的降价使盈利具备较强韧性。我们判断下半年随着价格拐点向上、成本继续保持低位，盈利有望持续改善。
- **19 年行情复盘，产能快速收缩后价格持续上行。**Q1 淡季，累库造成每重箱价格下滑近 2 元，4-5 月新点火/冷修分别为 7/1 条，短期供给集中增加使价格继续承压（每重箱下滑 4 元），6-7 月 8 条产线集中冷修，在产产能比 5 月减少 2460 万重箱。地产竣工需求逐步释放，库存得到有效削减，推动价格持续上行。现货价格从 6 月底 80 元/重箱涨至 12 月底 91 元/重箱，超出市场预期。

投资建议与投资标的

- 预计今年玻璃供给将收缩，竣工需求确定性较强；下半年行业供需格局将改善，原燃料成本处于历史低位，目前盈利已高于去年同期，价格反转后盈利有望继续提升。龙头企业具备产能规模及成本优势，盈利能力领先，去库速度明显优于同行，下半年有望产销两旺。重点推荐旗滨集团(601636, 买入)，建议关注信义玻璃(00868, 未评级)

风险提示

- 地产投资大幅下滑，原料价格快速提升，环保限产落实不及预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

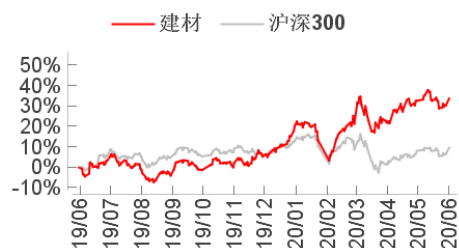
行业

建材行业

报告发布日期

2020 年 06 月 02 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

黄骥

021-63325888*6074

huangji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520030001

联系人

江剑

021-63325888*7275

jiangjian@orientsec.com.cn

联系人

聂磊

021-63325888*7504

nielei@orientsec.com.cn

相关报告

玻璃/玻纤反转在即，基建设计强者恒强：—— 2020-05-19
——20 年年度建材/建筑投资策略

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

5 月份供给加速收缩，20H2 供需将维持紧平衡	4
产能收缩超预期，20 年供给收缩 1.9%	4
地产竣工支撑玻璃需求回暖，20 年需求增长 0.44%	8
库存高位已过，价格有望反转	12
原燃料成本有望继续保持低位，盈利韧性较强	14
2019 年玻璃价格走势复盘	17
风险提示	18

图表目录

图 1：2016 年至今浮法玻璃每月在产产能.....	5
图 2：6-12 月浮法玻璃在产产能预测.....	8
图 3：2013 年至今玻璃年平均在产产能	8
图 4：2013 年至今玻璃年产量.....	8
图 5：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速（%）	9
图 6：玻璃销量与施工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）	9
图 7：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋竣工面积累计同比增速（%）	9
图 8：玻璃销量与竣工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）	9
图 9：2010-2019 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速	10
图 10：2012/02-2020/04 商品房销售面积累计同比	10
图 11：2012/02-2020/04 地产商拿地面积累计同比	10
图 12：2015 年至今浮法玻璃库存（万重量箱）	13
图 13：2015 年至今全国玻璃价格走势（元/重量箱）	14
图 14：纯碱下游需求分布.....	14
图 15：2011-2019 年纯碱销量与浮法玻璃在产产能	15
图 16：全国重质纯碱均价.....	15
图 17：2016/01-2020/01 原油价格.....	16
图 18：2017/01-2020/01 玻璃主要燃料价格.....	16
图 19：2017-2020/05 玻璃板块股价走势.....	16
图 20：2018/01-2020/04 玻璃行业盈利水平（以天然气为燃料）	16
图 21：2019 年浮法玻璃库存及价格之间的变动.....	17
图 22：2019 年玻璃在产产能变动情况.....	18
表 1：近一年河北出台的环境治理相关政策	4
表 2：今年以来因环保问题停产的河北玻璃生产线	4
表 3：20 年 1-5 月实际的产能变动及 6-12 月预计的产能变动	5
表 4：1-5 月实际冷修停产/复产/新点火的产线	6
表 5：6-12 月预计冷修/复产/新点火的产线.....	6
表 6：部分前 20 地产商 19/20 年竣工计划增速	11
表 7：2013-2020 年地产施工面积测算	11
表 8：2020 年平板玻璃需求预测	12
表 9：不同燃料结构下的玻璃盈利水平	17

5 月份供给加速收缩，20H2 供需将维持紧平衡

产能收缩超预期，20 年供给收缩 1.9%

河北环保治理力度加大，上半年玻璃停产超预期。根据中国玻璃期货网的统计数据，剔除僵尸产能后河北省目前共有 66 条浮法玻璃生产线，产能占全国的比重近 20%。由于浮法玻璃属于高排放、重污染产业且河北地区产线布局过于集中，河北省空气污染严重，环境质量常年位居全国末位。近几年从中央到地方政府都在环保整治上逐步加码，2017 年环保部提出对京津冀地区“2+26”城市作为大气污染传输通道进行重点整治，2019 年河北省又将邢台、唐山等八市划定为大气传输通道一级红线区，禁止新建和扩建钢铁、平板玻璃等工业项目。针对中国玻璃产能最集中的邢台沙河地区，邢台市 2020 年《政府工作报告》中直接提出 PM2.5 退出全国倒数前十的目标，虽然强调不能搞“一刀切”，但该地区环保不达标的玻璃产能将严格清退。在不断加码的环保治理压力下，今年 1-5 月河北地区共有 5 条产线（共计产能 2190 万重量箱）因环保问题而关停，明显超出年初的市场预期。

表 1：近一年河北出台的环境治理相关政策

时间	部门	文件名称	主要内容
2019 年 4 月	河北省生态环境厅	《关于改善大气环境质量实施区域差别化环境准入的指导意见》	邯郸、邢台、石家庄、保定、廊坊、唐山、定州、辛集划定为大气传输通道一级红线区，禁止新建和扩建水泥、钢铁、平板玻璃等 11 个工业项目。
2019 年 12 月	邢台市政府	《邢台市工业企业大气污染防治条例》	邢台市实行大气污染物排污许可管理制度。纳入固定污染源排污许可分类管理名录的工业企业，应当依法取得排污许可证；对产能严重过剩行业、大气重污染企业，实行阶梯排污收费、差别信贷、差别水价、惩罚性电价。
2020 年 1 月	邢台市政府	《政府工作报告》	坚决打赢蓝天保卫战，聚焦 PM2.5 “退倒 10” 的年度目标，加快重化企业转型升级和退城搬迁，严查“散乱污”企业。
2020 年 3 月	河北省生态环境厅	《平板玻璃工业大气污染物超低排放标准(DB13/2168-2020)》	增加了氨逃逸控制指标，指标限值为 8mg/m ³ 。加强了对大气污染物无组织排放管控，厂界颗粒物排放限值由现行的 1.0mg/m ³ 变为 0.5mg/m ³ ；同时增加了无组织排放氨逃逸控制指标，排放限值为 1.0mg/m ³ 。同时，对重点行业超低排放改造等项目受理行政许可后 7 个工作日内办结。

资料来源：河北省政府、邢台市政府官网，东方证券研究所

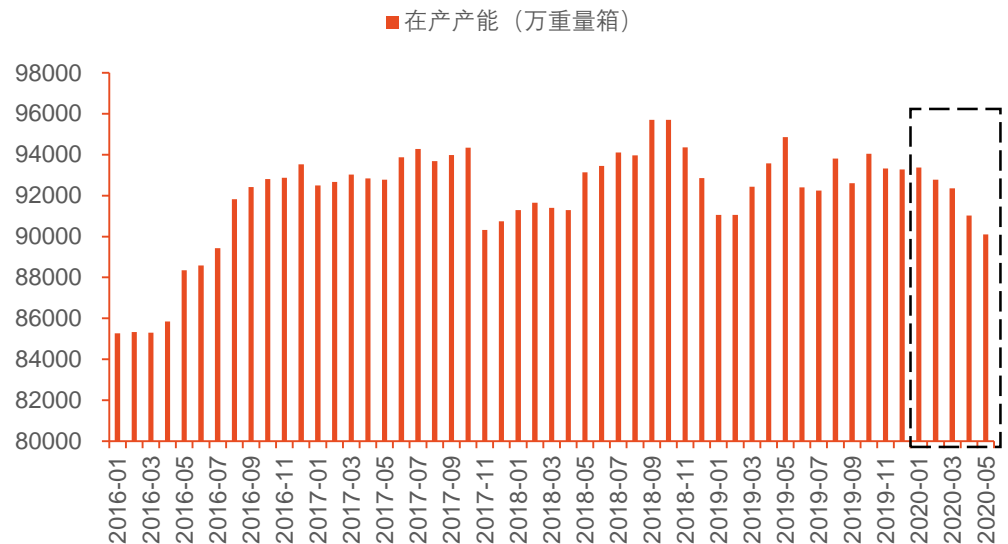
表 2：今年以来因环保问题停产的河北玻璃生产线

时间	公司	生产线	产能（万重量箱）
1 月 20 日	河北迎新玻璃集团有限公司	迎新四线	390
4 月 21 日	河北金仓玻璃有限公司	浮法一线	360
5 月 5 日	河北长城玻璃有限公司	长城八线	720
5 月 25 日	河北海生玻璃有限公司	海生一线	360
5 月 27 日	河北海生玻璃有限公司	海生二线	360

资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

供给收缩明显，截至 5 月在产产能约 9 亿重箱，比年初下降 3.5%。根据中国玻璃期货网的统计，1-5 月全国新点火产线 2 条（增加产能 1140 万重箱），冷修及停产产线 15 条（减少产能 6168 万重箱），复产产能 4 条（增加产能 1500 万重箱），总体来看由于停产较多在产产能呈现收缩趋势，截至 5 月底全国在产产能 9.01 亿重箱，比年初减少 3528 万重箱，下降 3.5%。

图 1：2016 年至今浮法玻璃每月在产产能



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

预计下半年净增产能有限，到年底在产产能基本与目前持平。不考虑意外的停产或限产，预计下半年有冷修计划的产线共 16 条（减少产能 6060 万重箱），有新点火计划的产线共 7 条（增加产能 3168 万重箱），有复产计划的产线共 10 条（增加产能 3420 万重箱），因此到年底在产产能估计仅比目前增加 528 万重箱，约为 9.06 亿重箱，比 19 年底少 2640 万重箱。

表 3：20 年 1-5 月实际的产能变动及 6-12 月预计的产能变动

	新点火产能 (万重量箱)	冷修及停产产能 (万重量箱)	复产产能 (万重量箱)	净增产能 (万重量箱)
1-5 月	1140	6168	1500	-3528
6-12 月预计	3168	6060	3420	528

资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

表 4：1-5 月实际冷修停产/复产/新点火的产线

生产线	地区	产能（万重量箱）	时间
冷修停产			
中国洛阳浮法玻璃集团五线	河南	138	2020.01.01
河北沙河迎新玻璃厂四线	河北	300	2020.01.20
虎门信义三线	广东	360	2020.01.21
天津信义玻璃一线	天津	600	2020.02.01
武汉明达玻璃有限公司	湖北	420	2020.02.09
江西宏宇能源一线	江西	420	2020.03.05
台玻集团成都一线	四川	420	2020.04.02
本溪迎新三线	辽宁	540	2020.04.13
沙河金仓玻璃有限公司	河北	360	2020.04.21
沙河鑫磊玻璃有限公司	河北	360	2020.04.25
沙河长城玻璃有限公司八线	河北	870	2020.05.04
秦皇岛弘耀二线	河北	360	2020.05.02
唐山市蓝欣玻璃有限公司一线	河北	240	2020.05.22
沙河海生玻璃有限公司一线	河北	420	2020.05.25
沙河海生玻璃有限公司二线	河北	360	2020.05.27
复产			
重庆渝虎玻璃二线	重庆	420	2020.01.06
山西利虎黎城二线	山西	360	2020.04.02
漳州旗滨五线	福建	360	2020.05.12
青海耀华金鼎玻璃	宁夏	360	2020.05.25
新点火			
福建瑞玻	福建	480	2020.01.01
广西北海信义集团有限公司二线	广西	660	2020.05.18

资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

表 5：6-12 月预计冷修/复产/新点火的产线

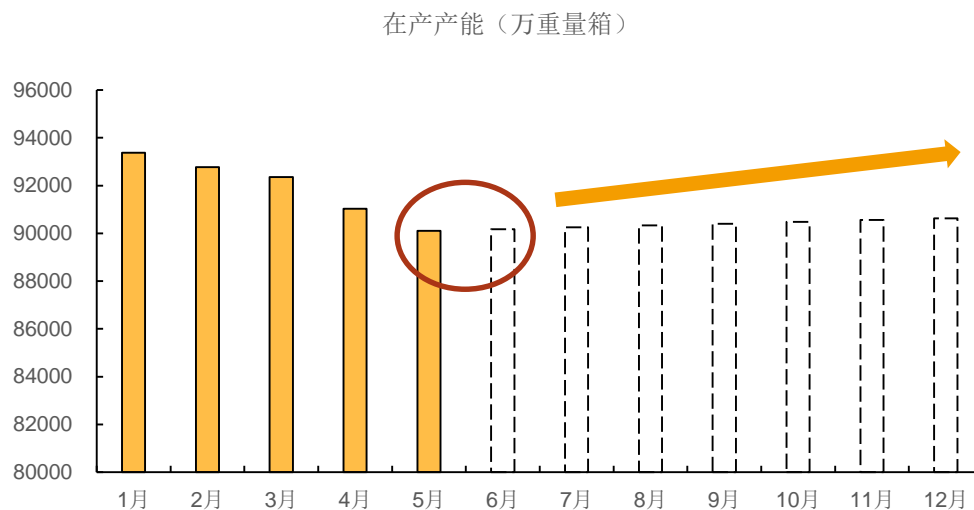
生产线	地区	产能（万重量箱）
冷修		
台玻东莞二线	广东	540
河北沙河德金一线	河北	360
明达玻璃成都一线	四川	300
河北沙河鑫利一线	河北	300
南玻成都三线	四川	600
山西利虎一线	山西	300
信义芜湖一线	安徽	300
中国玻璃东台一线	江苏	360
漳州旗滨三线	福建	360
河北沙河德金二线	河北	300

明达玻璃成都二线	四川	420
中国玻璃东台二线	江苏	360
河北沙河长城五线	河北	540
宁波晶达玻璃	浙江	300
秦皇岛北方集团二线	河北	360
黑龙江佳星二线	黑龙江	360
复产		
昆山长江三线	江苏	420
重庆福耀二线	重庆	360
金晶滕州三线	山东	360
天津耀皮一线	天津	330
广东英德鸿泰一线	广东	360
湖南巨强微晶玻璃	湖南	240
云南海生一线	云南	300
陕西神木瑞诚二线	陕西	420
中国玻璃陕西一线	陕西	210
河北润安二线	河北	420
新点火		
龙泰龙岩一线	福建	540
新福兴福清二线	福建	360
本溪福耀三线	辽宁	360
广东新八达	广东	360
广西信义一线	广西	660
张家港复润新一线	江苏	540
张家港复润新二线	江苏	348

资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

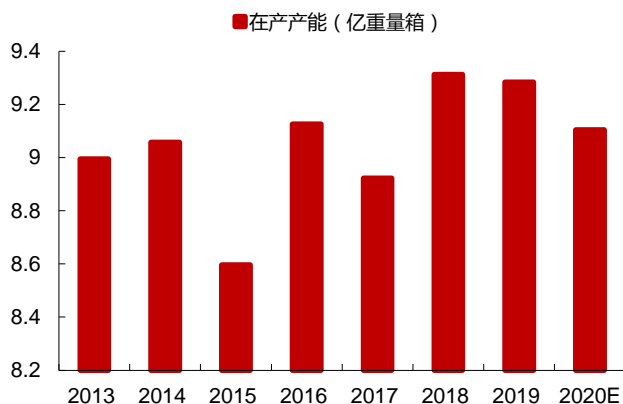
全年平均供给预计 9.1 亿重箱，YOY-1.9%。在最保守的情况下，我们假设 5 月即为玻璃在产产能的年内低点，此后逐月线性增长，到 12 月达到 9.06 亿重箱，则可以得到全年平均在产产能约为 9.1 亿重箱，比 2019 年下降 1.9%。从近几年来看，玻璃行业平均产能利用率较高，我们预计 20 年产能利用率与 19 年持平，对应产量 9.1 亿重箱，YOY-1.9%。

图 2：6-12 月浮法玻璃在产产能预测



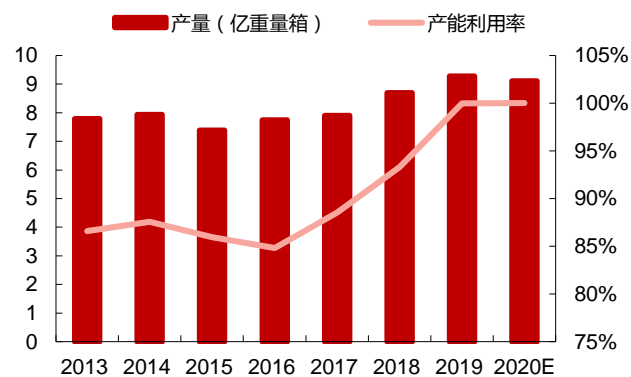
资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 3：2013 年至今玻璃年平均在产产能



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

图 4：2013 年至今玻璃年产量



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

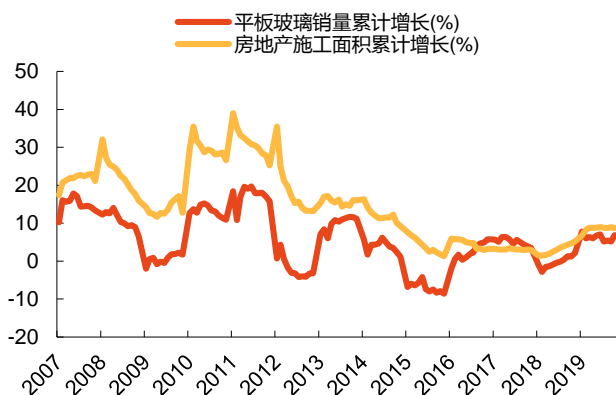
注：产能利用率=产量/在产产能

地产竣工支撑玻璃需求回暖，20 年需求增长 0.44%

玻璃需求大部分来源于地产施工，与地产施工面积相关性较强。根据产业信息网的数据，建筑玻璃占平板玻璃需求的 75%左右，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时，因此理论上施工数据应该是玻璃需求的领先指标，而竣工数据则是玻璃需求的滞后指标。从 2005 年至今的月度数据上看（总计 168 个样本），施工面积与玻璃销量的相关性较强，当施工面积落后玻璃销量 1 个月时，二者相关系数达到最大值 0.74。而竣工面积与玻璃销量的相关性较低，当竣工面积落后

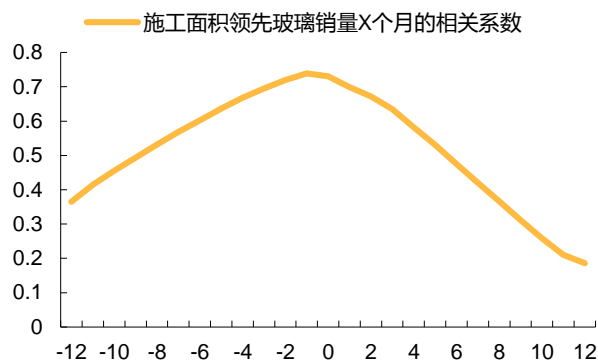
玻璃销量 10 个月时相关系数才达到最大值 0.35。我们认为玻璃销量与竣工数据相关性较低的原因可能在于近几年地产商为了延迟报税而有意拖延竣工结算，从而导致统计局的竣工数据失真。

图 5：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋施工面积累计同比增速（%）



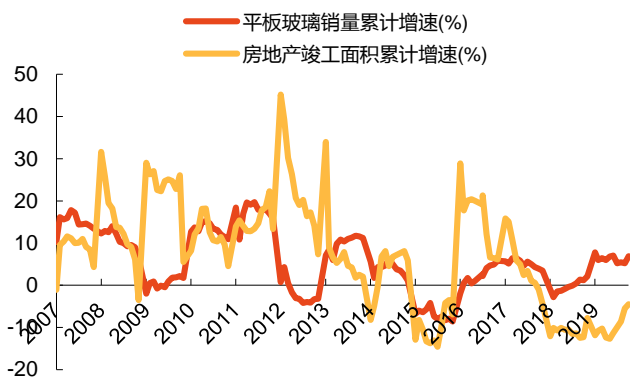
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：玻璃销量与施工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）



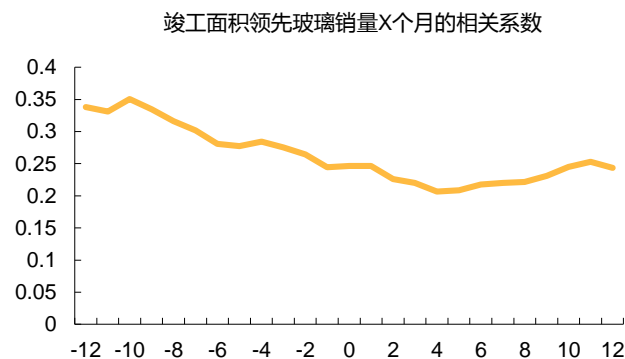
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2007-2019 年平板玻璃销量与房屋竣工面积累计同比增速（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：玻璃销量与竣工面积的相关系数变化图（2005-2019 年）



资料来源：Wind，东方证券研究所

刚性的交房压力以及资金从拿地向施工的转移支撑竣工回暖，全年需求确定性相对较强。在“新开工-销售-竣工”的地产传导链条中，新开工面积是竣工端的领先指标。从近 10 年数据来看，竣工面积增速峰值出现在开工面积增速峰值 2-3 年后，而 2016 年以来新开工面积的高速增长至今还未体现在竣工端。考虑到预售交房的刚性约束下，地产商违约交房资金成本较高，竣工与新开工时滞不太可能进一步拉长。此外，由于目前土地价格高企但新房销售却不振，房企为规避风险拿地意愿明

显降低，截至 2019 年 4 月累计购置土地面积同比下滑 12%且最近一年均为负增长，在宽松的资金环境下房企很可能将更多资金用于施工端，从而支撑施工的回暖。

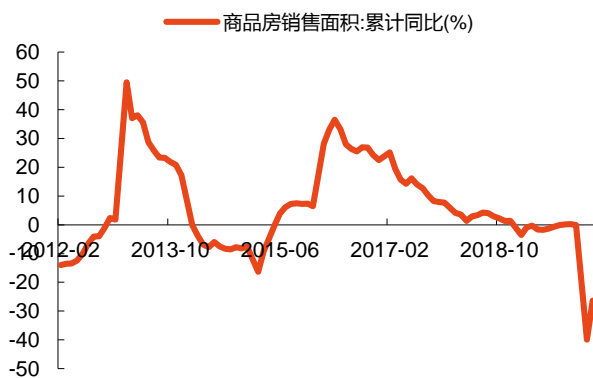
图 9：2010-2019 年房屋新开工面积与竣工面积累计增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

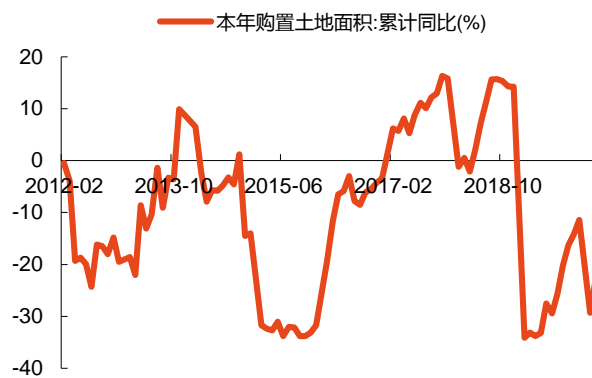
注：2020Q1 增速的大幅下滑主要受疫情停工影响。

图 10：2012/02-2020/04 商品房销售面积累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 11：2012/02-2020/04 地产商拿地面积累计同比



资料来源：Wind，东方证券研究所

主要房企 20 年计划竣工面积增速较快，预计 19/20 年为实际的竣工高峰。我们统计了 9 家前 20 地产商 20 年的计划竣工面积，总体比 19 年实际竣工面积增长近 25%，微观企业层面看 20 年地产竣工确实存在大量需求。另一方面，东方证券地产团队认为竣工周期的拉长一是房企资金周转的问题，二是由于房企在向统计局申报竣工时因避税等原因存在延报或漏报的现象，导致近几年真实的竣工数据被低估，其中 2019 年竣工增速仅为 2.6%，而东方证券地产团队预计 19/20 年实际的竣工增

速应为 6.5%/5.5%，考虑到实际的竣工规模可能要提前于统计局数据，未来一年很有可能都是竣工的高峰。

表 6：部分前 20 地产商 19/20 年竣工计划增速

2019 年销 售额排名	公司名称	2020 年预计竣工 面积（万平方米）	2019 年实际竣工 面积（万平方米）	2019 年预计竣工 面积（万平方米）	2018 年实际竣工 面积（万平方米）	2019 YOY	19/18 YOY
2	万科	3,319.30	3,007.90	3,076.60	2756	10.35%	11.63%
5	保利	3400	2973	2750	2217	14.36%	24.04%
7	中海地产	1900	1634	1600	1364	16.28%	17.30%
8	新城控股	3,596.53	1,853.65	1,881.03	980	94.02%	91.94%
11	龙湖集团	2000	1500	1500	950	33.33%	57.89%
12	招商蛇口	1100	1021.15	1000	498.7	7.72%	100.52%
14	金地集团	1158	925	876	672	25.19%	30.36%
15	旭辉控股	554	561	561	570	-1.25%	-1.58%
20	华夏幸福	1,077.60	1,037.00	1,037	690	3.92%	50.29%
	合计	18,105.43	14,512.70	14,281.63	10,697.70	24.76%	33.50%

资料来源：克而瑞，公告年报，东方证券研究所

注：龙湖集团及旭辉控股未公布 2019 年计划竣工面积，我们假设与当年实际竣工面积相同

我们预计 20 年地产施工面积 YoY+7.14%，玻璃需求有保障。按照国家统计局的统计口径，地产施工面积可以拆分成如下几个部分：施工面积=本期新开工面积+上期跨入本期继续施工的面积+净（停）复工面积，其中上期跨入本期继续施工的面积=上期施工面积-上期竣工面积。由于当前“房住不炒”的调控政策下新房销售低迷，房企新开工的意愿或降低，预计 2020 年新开工增速或放缓，同时随着信贷的边际宽松以及房企交付压力增加，预计 2020 年净停工面积将减少，施工面积将继续回升。东方地产团队预计 2020 年新开工面积增速 0.5%，同时净（停）复工面积基本与 2019 年持平，则根据上述公式可以推出 2020 年预计施工面积为 95.77 亿 m²，YoY+7.14%。

表 7：2013-2020 年地产施工面积测算

	施工面积 (亿 m ²)	竣工面积 (亿 m ²)	新开工面积 (亿 m ²)	上年转入本年的施工面积 (亿 m ²)	净（停）复工面积 (亿 m ²)
2013	66.56	10.14	20.12	47.40	-0.96
2014	72.65	10.75	17.96	56.41	-1.72
2015	73.57	11.88	15.45	61.90	-3.78
2016	75.90	11.15	16.69	61.69	-2.49
2017	78.15	11.73	17.87	64.75	-4.46
2018	82.23	13.84	20.93	66.42	-5.13
2019	89.38	14.72	22.71	68.39	-1.72
2020E	95.77	14.89	22.83	74.66	-1.72

资料来源：Wind，东方证券研究所

注：根据东方地产团队 2020 年初外发的研究报告《竣工周期拉长难挡竣工复苏大趋势》，2015 年来竣工面积与新开工及销售在总量和走势上出现明显背离，使得官方的竣工数据参考意义下降，因此我们参考报告的估计对 2015 年至今的地产竣工面积进行了调整。

2020 年平板玻璃需求预计超过 9 亿重量箱，YOY+0.44%，对应产销率 99%。19 年玻璃总销量为 89936 万重箱，根据产业信息网假设其中 75% 的需求为建筑玻璃，对应建筑玻璃销量 67452 万重箱。我们假设 20 年建筑玻璃需求增速与上文施工面积增速 7.14% 相同，即 72268 万重箱，但由于受疫情影响出口和汽车对应的需求下滑明显（今年 1-4 月按美元计价的全国出口同比下降 9%，汽车产量同比下降 32.3%），因此预计建筑玻璃需求的占比会有所提升，在中性假设下建筑玻璃需求提升占比至 80%，对应 2020 年平板玻璃总销量约为 9.03 亿重箱，YOY+0.44%，在前文预计产量 9.1 亿重箱的基础上，全年产销率约为 99%，基本维持供需紧平衡。

表 8：2020 年平板玻璃需求预测

情景	乐观	中性	悲观
建筑玻璃需求（万重量箱）	72268	72268	72268
建筑玻璃需求占比	75%	80%	85%
玻璃总需求（万重量箱）	96357	90335	85021
YOY	7.14%	0.44%	-5.46%

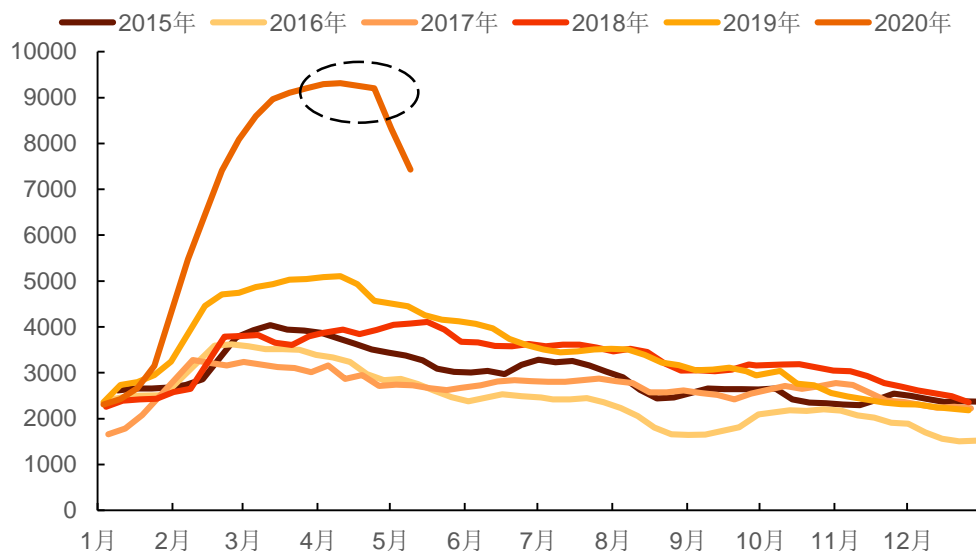
资料来源：卓创资讯，统计局，东方证券研究所

注：乐观/中性/悲观的假设针对的是玻璃总需求

库存高位已过，价格有望反转

库存高位已过，下半年去库速度或超预期。一季度新冠疫情导致下游复工延迟，全国库存刷新历史高位至 9316 万重箱（数据来自卓创资讯），进入 4 月下旬后随着地产全面复工复产、以及河北地区部分产线因环保问题而意外关停，高库存压力逐步得到释放。另一方面，由于一季度玻璃价格下滑时贸易商备货较少、以观望为主，在需求回暖以及下半年施工旺季的预期下，近期贸易商囤货有所增加，缓解了厂商的部分库存压力。我们判断，短期供给收缩的趋势或将延续，而竣工数据降幅的逐步缩窄较大程度上印证了全年施工需求的确定性，下半年玻璃企业去库存的速度或超预期。

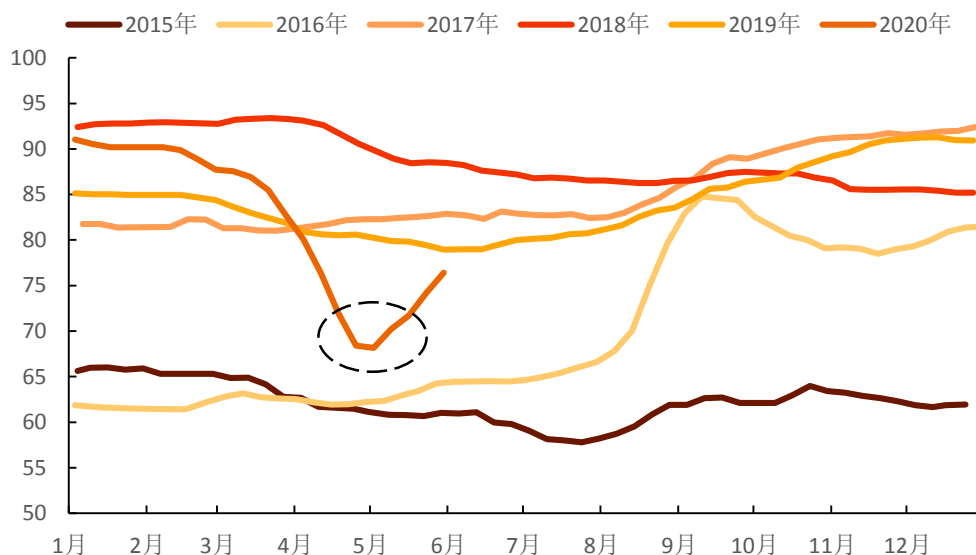
图 12：2015 年至今浮法玻璃库存（万重量箱）



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

价格拐点确立，中期看 V 型反转。1 月疫情前玻璃价格延续去年底的相对高位，2 月由于交通封锁、复工不复产导致市场交易冷淡，处于“有价无市”状态，因此价格表现比较稳定。3 月后随着全面复工复产，一方面厂商不断累库，另一方面贸易商观望不备货，厂商面临爆库的压力而不得不选择降价去库存，玻璃价格断崖式下滑，到 5 月初全国平均价格低点达到 68.2 元/重箱，相对年初的高位下滑 22.8 元/重箱，比去年同期下滑 11.7 元/重箱。5 月厂商高库存压力逐步缓解后，价格已基本企稳并有小幅回暖，我们认为由于未来供给增长弹性不大，因此玻璃价格继续向下的可能性较小。与 19 年类似，下半年厂商去库存若超预期，在施工逐渐进入旺季后价格具备反转的动力。

图 13：2015 年至今全国玻璃价格走势（元/重量箱）

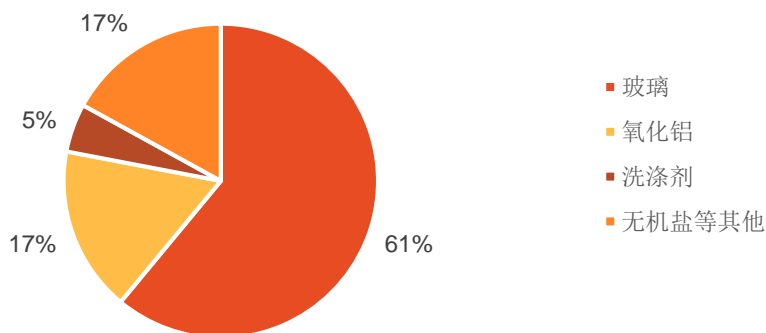


资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

原燃料成本有望继续保持低位，盈利韧性较强

纯碱需求中超过 60%来自玻璃，其他化工品需求分散。纯碱是玻璃的主要生产原料，根据智研咨询，纯碱下游需求中玻璃占比达到 61%，氧化铝占 17%，合成洗涤剂占 5%，其他无机盐占 17%。其中无机盐和合成洗涤剂需求较为稳定，而氧化铝作为高温耐火材料广泛应用于航空、化工、建材等领域，需求较为分散，因此纯碱的需求弹性主要集中在玻璃领域。

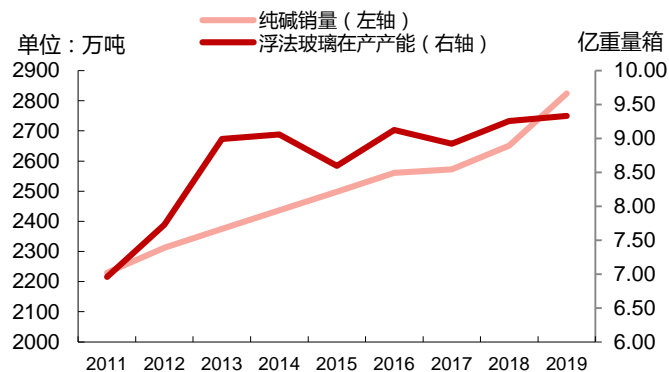
图 14：纯碱下游需求分布



资料来源：智研咨询，东方证券研究所

纯碱处于产能高位，玻璃在产产能收缩对纯碱需求的影响较大，预计 20 年价格将低位企稳。玻璃生产线一旦点火之后，产量水平基本固定，除冷修或其他意外事件发生的情况下，通常是 24 小时不间断生产，因此在产玻璃生产线对纯碱的需求是相对刚性的。玻璃主要是通过产产能的变动直接影响纯碱需求端，从历史数据看，纯碱销量与浮法玻璃在产产能变动的方向基本一致。从供给端来看，纯碱的供给变化主要受新增产能和限产政策的影响，而生产线冷修时间较短，一般不超过 15 天，因此对于整体的供给影响不大。今年来由于纯碱产能处于历史高位且玻璃在产产能持续减少，纯碱价格下滑较多，截至 2020 年 5 月底重质纯碱全国现货均价为 1274 元/吨，比年初下滑超过 20%，由于下半年仍有玻璃产线计划冷修，年内玻璃在产产能低点仍未出现，因此预计纯碱短期价格将持续偏弱，但由于部分企业已处于亏损状态且行业有望同步实施协议减产，价格继续向下空间有限，综合来看 2020 年价格或低位企稳。

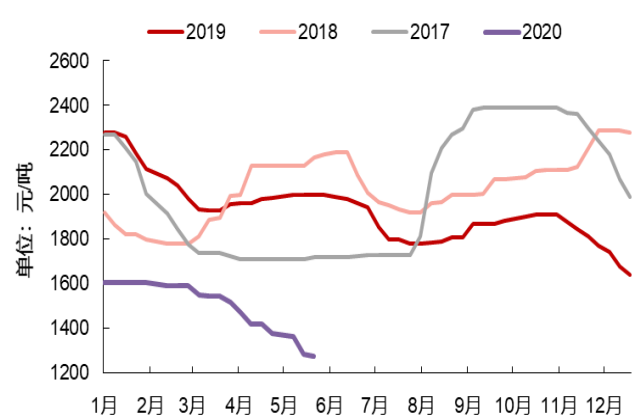
图 15：2011-2019 年纯碱销量与浮法玻璃在产产能



资料来源：wind，卓创资讯，东方证券研究所

注：由于纯碱销量在 2013-2015 年缺少数据，因此采用插值法进行平滑处理，该时期纯碱销量与玻璃产能之间的相关性不具备参考意义。

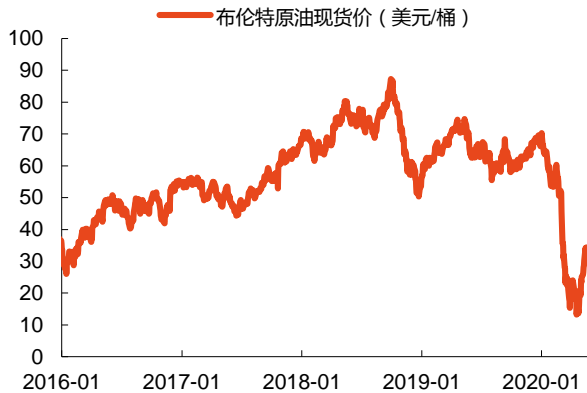
图 16：全国重质纯碱均价



资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

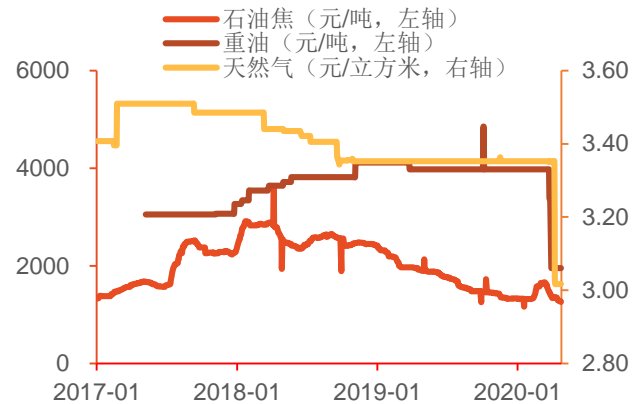
燃料价格低于历史同期，油价压制下短期难有大幅反弹。2020 年以来，由于沙特和俄罗斯价格战以及新冠疫情导致的需求萎缩，国际原油价格大幅下挫，截至 2020 年 5 月底，布伦特原油现货价格约为 34 元/桶，较年初下跌 50%。受到原油价格的拖累，主要能化产品均出现不同程度的下跌，玻璃的主要燃料石油焦/天然气/重油价格相比年初分别下跌 5%/10%/51%。东方证券化工团队预计全年布伦特原油均价为 30-40 美元/桶，我们认为需求短期完全恢复的可能性较小，全年来看油价缺乏大幅上涨的动力，玻璃行业燃料成本也将持续低于历史同期水平。

图 17: 2016/01-2020/01 原油价格



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 18: 2017/01-2020/01 玻璃主要燃料价格



资料来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

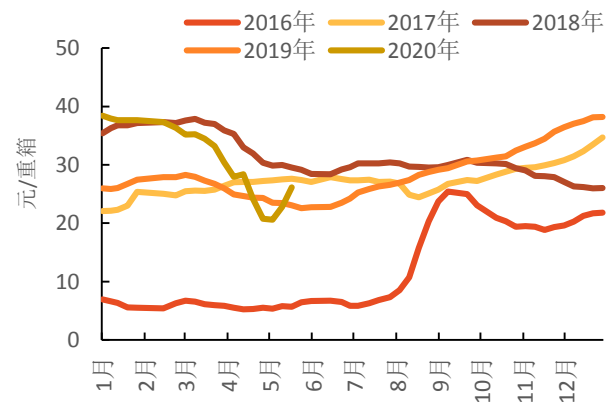
盈利水平好于去年同期, 板块具备向上动能。虽然年初以来玻璃价格下滑较多, 但由于原燃料成本也下降至近几年同期低位, 玻璃企业的盈利水平仍具备较强韧性, 截至 5 月底以石油焦/重油/天然气为燃料的玻璃盈利同比增长 26%/81%/41%。年初至今受到疫情影响、市场预期企业盈利和销量将下滑, 因此玻璃 (中信) 板块指数由年初的高位回落近 12%。但到目前为止我们看到玻璃的盈利水平并不差, 且我们判断下半年价格将拐点向上、成本有望继续保持低位, 因此随着盈利持续改善、板块估值中枢上行动力较强。

图 19: 2017-2020/05 玻璃板块股价走势



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 20: 2018/01-2020/04 玻璃行业盈利水平 (以天然气为燃料)



资料来源: 卓创资讯, 东方证券研究所

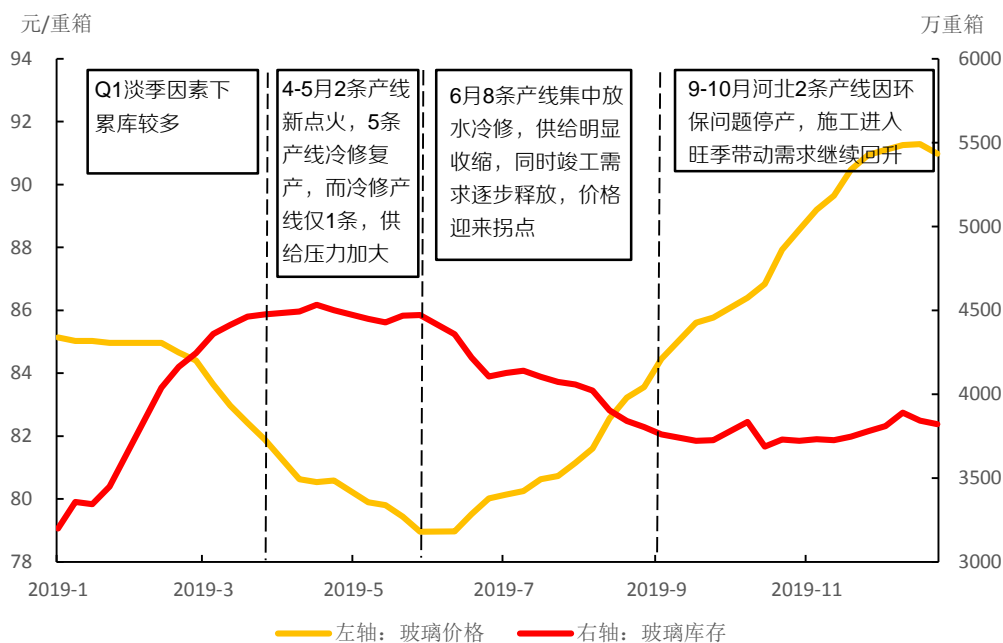
表 9：不同燃料结构下的玻璃盈利水平

单位：元/重量箱	2020/05/31	2019/05/31	YOY
玻璃-纯碱-石油焦	50.50	40.22	25.56%
玻璃-纯碱-重油	47.02	25.97	81.06%
玻璃-纯碱-天然气	31.89	22.59	41.17%

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

2019 年玻璃价格走势复盘

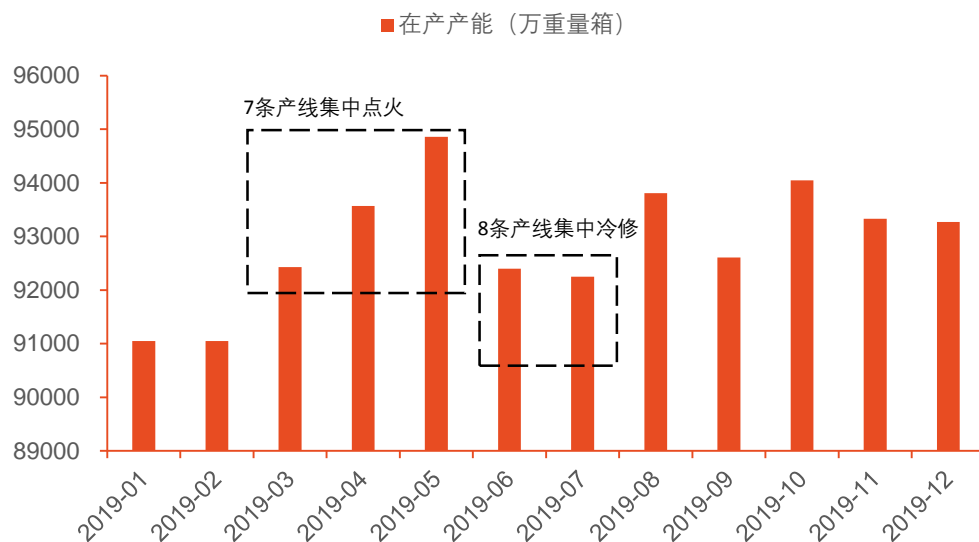
19 年玻璃价格基本与库存反向变动，产能与价格拐点均出现在 6 月初。复盘 2019 年玻璃价格与库存的走势，我们可以大致分为 4 个阶段：1）Q1 为玻璃下游地产需求的传统淡季，厂商出货较少，库存累积造成每箱价格下滑近 2 元；2）4-5 月共有 7 条产线点火投产（包括新点火及冷修复产），而同期冷修仅有 1 条产线，短期内供给端压力增加，虽然该阶段库存并未明显累积（可能的原因是贸易商为下半年旺季提前备货，充当了库存的中间蓄水池），但价格继续承压、每箱再跌 4 元；3）6 月份开始多达 8 条产线集中冷修，在产产能比 5 月减少 2460 万重量箱，同时地产竣工需求逐步释放，库存得到有效削减，8 月竣工面积降幅环比收窄 1.27pct，市场预期好转推动价格快速上行，到 8 月底已涨回至年初的价格水平；4）9-10 月河北沙河地区 2 条产线因环保问题而停产，市场对供给收缩的预期以及地产施工旺季等因素推动价格继续提升，该阶段供需基本紧平衡，库存保持稳定。

图 21：2019 年浮法玻璃库存及价格之间的变动


资料来源：卓创资讯，中国玻璃期货网，东方证券研究所

注：玻璃价格为全国均价，库存为企业生产线库存

图 22：2019 年玻璃在产产能变动情况



资料来源：中国玻璃期货网，东方证券研究所

风险提示

地产投资大幅下滑。地产产业链占据了超过 75% 的玻璃下游需求，玻璃的安装位于建筑施工的尾端，时间上临近竣工完成时。在房企拿地已经放缓的情况下，如果施工数据下滑会明显拖累地产投资，从而影响玻璃的安装需求。

原料价格快速提升。纯碱目前的总产能虽然处于过剩的状态，但随着玻璃产量的提高需求端在好转，且行业协会协议减产供给有望继续收缩，未来纯碱价格依然具备向上的弹性。石油焦是石油工业的副产品，如果未来中东地区冲突再次升级或者欧佩克进入下一轮减产周期，油价或继续上行，从而推高石油焦的价格。

环保限产落实不及预期。上半年华北玻璃供给受到环保政策影响，停产超出市场预期。但下半年如果该地区环保限产的政策不能一贯地严格执行，可能短期内会有部分产线重新复产，对市场供给造成一定的冲击。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

