



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



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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39896

