专题报告

供需双强，值得期待

——2024 年上半年玻璃市场展望

2024 年 1 月 30 日

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

黑色金属研究组

闫丰　首席分析师

从业/投资咨询证号：

F0251054/Z0001643

安然　分析师

从业资格证号：F3059693

咨询从业资格：Z0017288

联系人：柴清华

从业咨询证号：F03118234

电话：0551-62832897

Email:tzzx@haqh.com

网址：www.haqh.com

华安期货温馨提示：

学期货，明规则

识风险，保权益

要点提示：

1. 高利润促进高供给
2. 政策、资金和竣工周期三个方面论证上半年玻璃需求值得期待
3. 目前处于低库存阶段，或在5月开始累库
4. 在低库存阶段厂商或倾向于保价格

市场展望：

展望2024年上半年，浮法玻璃供应将明显增加，需求端或延续23年的强势。受高利润刺激，以及由于玻璃生产连续性影响，2024年浮法玻璃产量大概率维持高位。针对房地产的竣工潮是可以延续的问题，本文分别从政策、资金和竣工周期三个方面论证对地产对玻璃的强需求或可延续到24年上半年。因此，在上半年“供需双强”背景下，根据玻璃的库存演进周期，我们预期2024年5月左右将开始新一轮累库周期。此外我们还预期在5月之前的低库存期间，厂商或采用挺价策略，但是一旦发生累库，厂商只能被动开始降价。

2024年上半年玻璃预期震荡偏多，但是需要关注现实与预期的偏差带来的风险与机会，若后续地产政策释放不及预期、地产投资和销售持续恶化、房企融资得不到缓解、地产竣工面积不及预期，价格可能不涨反跌。此外我们预期当前库存较低，若市场提前开始累库，价格会立刻出现较大跌幅。

报告内容不代表协会观点，不构成任何投资建议。

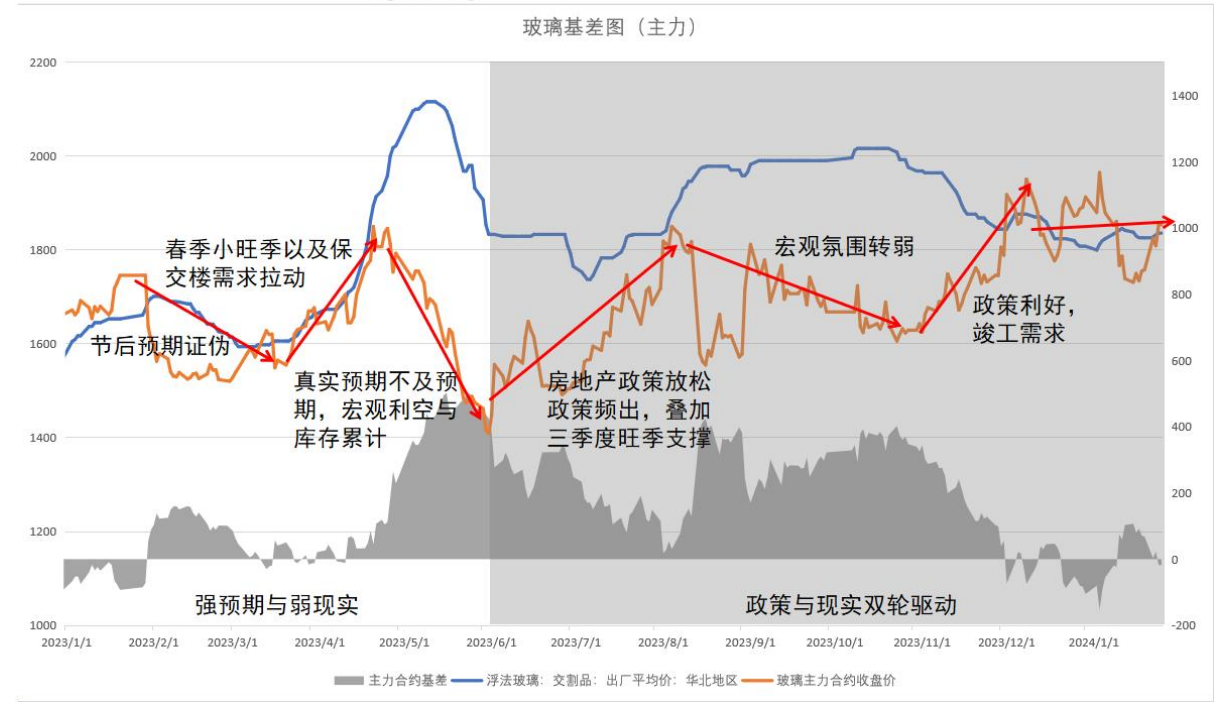
一、2023 玻璃行情回顾

在竣工大年的背景下，2023 年玻璃行情走势算是打了一个不错的翻身仗，从 6 月开始的地产政策松动预期开始，玻璃一改颓势正式反攻，随着地产政策频发，叠加三季度刚需支撑，行情开始在震荡上行，特别是在年底竣工超预期、保交楼和“三大工程”（保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设）等利好政策刺激下，在 11 月再度拉涨。本文把 2023 年的行情主要分为两个阶段：

第一阶段：强预期与弱现实（2023.01-2023.05）。在这个阶段市场掀起了两次强预期，分别是年前的对疫情后宏观转暖后下游补库的强预期，以及四月对春季小旺季和保交楼的强预期，但从上游缓慢减少的库存就能发现，下游确有补库热情，但难以支撑市场过高的期望。

第二阶段：政策与现实的双轮驱动（2023.06-至今）。市场预期的地产政策的松动终于在下半年姗姗来迟，在下游需求端，央行、财政部、住建部等部门相继推出“认房不认贷”、降低存量房贷利率、置换税费优惠等政策相继推出；在投资端，“三大工程”被提出以及很快的落实推进；在融资端，“三支箭”（信贷支持、债券融资和股权融资）再被强调均衡发力共同助力房企融资环境改善。除了政策的不断加码，竣工周期在 2023 年迎来大爆发，截止 2023 年 12 月低，全年累计竣工 99,831.09 万平方米，同比去年增加了 15.78%，政策加码和强现实共同驱动下半年的浮法玻璃上涨。

图表 1：2023 年玻璃行情



数据来源：同花顺iFinD；华安期货研究所

二、2024 基本面分析

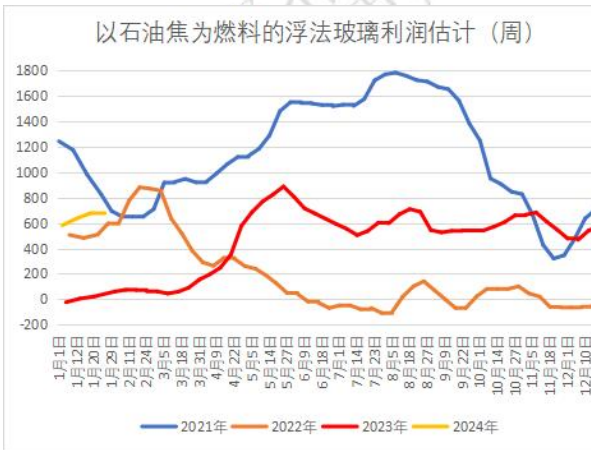
1.高利润促进高开工

玻璃厂利润方面，从 2022 年下半年到 2023 年度一季度，全国绝大部分玻璃厂仍处于亏损状态，年初时以天然气为燃料的浮法玻璃利润还为亏损 238 元/吨，煤制气为燃料的也为亏损 215 元/吨，石油焦可以保持在 0 附近。从四月开始，随着需求转好现货开始提价，玻璃厂于 4 月中旬起基本实现扭亏为盈并保持在较高的利润区间。以煤制气为例，为沙河地区的主要燃料方式，目前的利润为 328 元/吨，其利润较为可观。

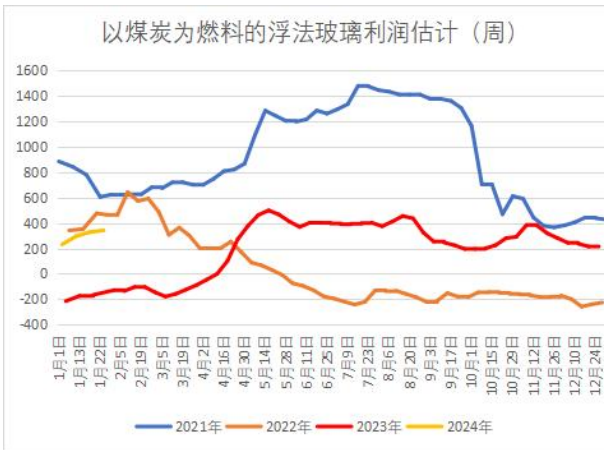
受利润由负转正影响，2023 年玻璃供应先降后升，下半年产量明显增加。2023 年 1 月，在产日熔量最低降至 157780T/D，随着四月开始的利润回正，日熔量也在持续回升，截至 2023 年 12 月底，在产日熔量为 173775T/D，较年初增加 10.14%。周度产量也从年初的 111.366 万吨增长到年底的 121.117 万吨，涨幅达 8.76%。高利润将促使厂商高开工，在 2022 年底检修潮后，2023 年产线也陆续点火，从年初的 238 条线到年底的 254 条，新增 16 条产线点火。

可以预见的是，目前上游玻璃厂的高利润，将促使企业高开工。根据隆众资讯统计，截止当前剔除僵尸产线后国内共有 306 条浮法玻璃产线，其中 51 条产线冷修中，255 条产线运行中，点火超过 10 年的潜在冷修日熔量大约为 23500T/D，目前正在冷修而潜在复产的日熔量大约为 24000T/D。在目前利润较为可观的情况下，复产的产线还有继续增长的预期，高利润促进高开工，高开工带来高产量。此外由于玻璃生产的连续性，玻璃一经投产很难降低产量，只能被动维持高产量较长时间。

图表 2：以石油焦为燃料的浮法玻璃利润估计（周）

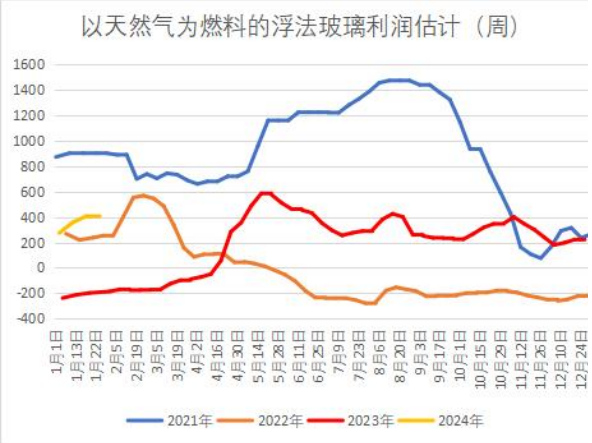


图表 3：以煤炭为燃料的浮法玻璃利润估计（周）

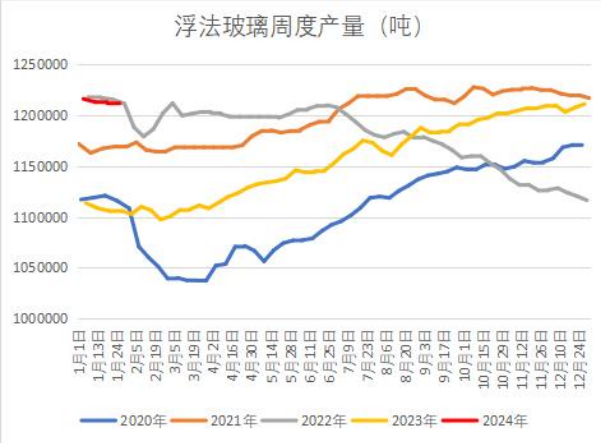


数据来源：隆众化工；华安期货研究所

图表 4：以天然气为燃料的浮法玻璃利润估计（周）



图表 5:浮法玻璃周度产量（吨）



数据来源：隆众化工；华安期货研究所

2.房地产的巨量竣工还能持续多久

根据国家统计局数据，23 年年底商品房销售面积 11.17 亿平，同比下降 17.14%，新开工面积 9.54 亿平，同比下降 20.91%，房地产施工面积 83.84 亿平，同比下降 7.36%，整体表现低于 23 年年初预期。

2023 年地产销售端并不理想，整体成交面积相较往年同期处于最低值。但是玻璃作为为地产竣工端工业品，竣工端数据较为亮眼。23 年竣工表现高于市场前期预期，1-4 季度分别同比增长 14.73%、23.71%、20.89%、12.75%。主要有三个原因，一方面，保交楼政策托底，存量待竣工的房屋大量集中竣工，即保交楼政策取得成效。二是一季度新房销售回暖明显，企业现金流回款情况较好，竣工资金相对充裕。第三也是最核心的一点，地产本身的开工-竣工周期驱动浮法玻璃行业景气度上升。我们也将从以上三个方面分别论证房地产的竣工潮是否可持续。

第一，以“保交楼”为代表的政策驱动是否可以期待。根据百年建筑的调研，今年 5 月全国保交楼完成交付比例 34%。而到了 23 年年底，根据公开信息显示，在全国列入“保交楼”项目涉及的 350 万套住房中，已实现交付超 268 万套，总体交付率超 76%，国家对于保交楼政策执行的决心和成效已经初步展现，此外关于支持房地产的“金融 16 条”部分政策也将延长至 2024 年底，因此我们可以预期，在至少上半年，保交楼剩余部分将继续助力玻璃需求。

此外，23 年 10 月底召开的中央金融工作会议中还指出加快保障性住房、城中村改造“平急两用”公共基础设施等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。有别于此前城中村改造的“拆除新建”，本轮改造可以采用整治提升和拆整结合的改造模式，相比水泥和钢筋这类施工前中期所用到的建材，以玻璃和 PVC 为代表的装修建材受“三大工程”的拉动作用更为明显。城中村是我国城乡二元土地制度和城市建成区持续扩张带来的特有产物，也是城市更新的重点内容之一，若

“三大工程”建设顺利推进，预期也可以一定程度拉动玻璃需求。

据广发证券估计，“中性情形下预计城中村改造2024年投资规模约有7000亿元，可撬动地产投资5.8个百分点；中性情形下保障性住房体系建设明年投资规模约有2340亿元，可撬动地产投资2.0个百分点。2024年“三大工程”对地产投资规模的贡献预计或有0.93万亿元，拉动7.8个百分点（保守和乐观情形下则或可分别拉动5.5和10.9个百分点）。**在不考虑“三大工程”的情况下，按照地产投资-10%来预期（参照广发地产团队2024年前瞻乐观和谨慎-8%、-11%），而城中村改造和保障性住房有望将2024年地产投资上拉至-3%以内。**”

第二，房企回款压力是否影响24年地产竣工。23年房地产企业资金普遍紧张，尤其是民营房企多数陷入经营困难，房企资金紧张将限制了国内房地产竣工面积的增加和对玻璃需求的转换。前文论述目前“保交楼”已经完成了76%，但是当前销售端持续下降使得房企资金变的较为紧张，“保交楼”的推进已经进入深水区。值得期待的是，23年下半年以来，国内出台系列稳地产政策，融资端“三支箭”再被强调，若“三个不低于”以及“白名单”能够相继落实，房企资金问题能够得到一定缓解，上半年玻璃的需求仍可期待。

第三，本轮地产竣工周期还能够持续多久。在地产施工流程中，从最开始的土方及支护进场（新开工），到总包进场施工，按照惯例一般在主体结构完成1/3时进行期房销售（商品房销售面积），玻璃的的安装发生机构封顶之后的外架拆除环节，比较靠近最后的专项验收竣工备案（竣工面积）的环节。但是需要注意的是竣工端数据和玻璃需求并不是同步数据，这里是因为房企或由于资金、退税、集中上报等问题，平板玻璃产量或领先竣工的6至8个月。而新开工到竣工端一般为2.5-3年，因此玻璃需求通常滞后开工端数据约24个月，这与我们此前把单月开工面积同比滞后24个月和单月玻璃产量同比两个指标实证拟合得到的结论是类似的。

但是这并不符合最近的现实，开工端数据从2021年上半年见顶后开始滑落，即对应着2023年上半年开始竣工将迎来周期性见顶，随即将断崖式滑落，但是事实是23年1-4季度分别同比增长14.73%、23.71%、20.89%、12.75%，这极大的超出了此前的市场预期，其主要原因是疫情的干扰，以及2020年后的地产打压政策，这极大的推延了此前的开工-竣工周期，如果用新开工数据向后36个月平移，竣工高景气度还将持续到2024年的1-2季度，即在2024年4月见顶，9月起增速转负，按照竣工端滞后玻璃的需求6个月计算，玻璃的高需求可以持续到2023年的3月。

仅供客户使用，不代表公司投资建议。研究报告请以公司官网发布为准。

图表 6：房地产新开工施工面积:累计同比



图表 7：房地产竣工面积：累计同比



数据来源：国家统计局；华安期货研究所

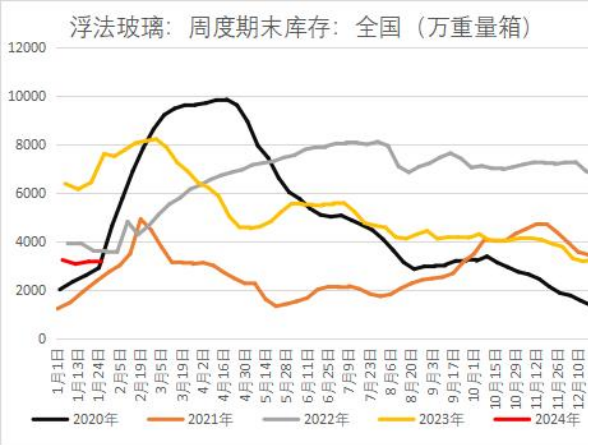
3.高产量低库存下的库存周期演进

2023 年以来，除了第一季度延续此前的累库周期以外，后三个季度浮法玻璃厂库库存均维持震荡下行趋势，进入去库周期。截至 2024 年 1 月 26 日，全国浮法玻璃厂库库存总计 3197.7 万重量箱，相比 2023 年初 1 月 5 日的 6378.9 万重量箱，已经去库 3181.2 万重量箱，库存下降了 49.87%。此外，沙河地区作为全国浮法玻璃的“风向标”，周度期末库存自 2023 年 5 月开始就一直保持着较低库存区间。

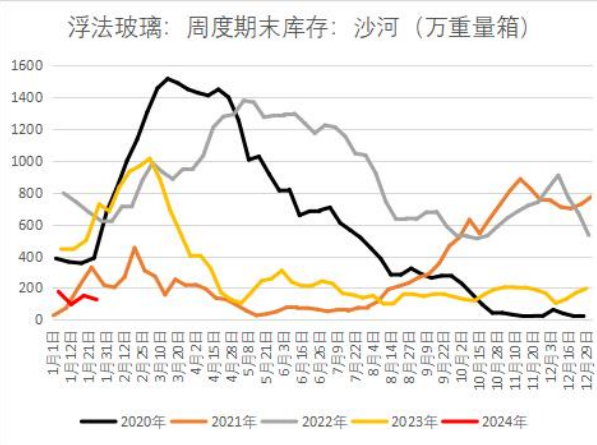
关于高产量和低库存下的库存周期演进，可以参考上一轮库存周期中库存的变化情况。在 2020 年全年增产的基础上，2021 年伊始周度产量基数就相当高，经过 2021 年一整年的高位产能生产后，库存累库却是开始于 2021 年 8 月沙河地区，随后则又经过 6 个月的时间才传导到全国库存，这波累库周期在 2023 年的 2 月来到顶峰，然后就是持续到现在的去库周期。通过历史不难发现在去库周期比累库周期更快，上一轮去库仅用时约 6 个月，在低库存下保持了 9 个月的时间。而累库周期则是一个缓慢且有传导的过程，整个累库周期可达 19 个月。发生累库时沙河地区最为敏感，其先于全国整体库存开始累库，随后才缓慢传导到全国，这一过程花费约 3 个月。

如图所示，库存周期分为去库、低库存、累库、高库存四个阶段，上一个周期从 2020 年 5 月开始到 2023 年 2 月截止，共持续 2 年零 10 个月。在每个库存阶段的价格走势不尽相同，但大都保持着“劈叉”关系，即累库时库存增高价格下跌，去库时库存降低价格上涨，这也基本符合我们的基础认知。总结归纳上一轮库存周期最大意义在于可以提炼规律把握玻璃现在所处的阶段，以及研判未来玻璃的走势。

图表 8：浮法玻璃：周度期末库存：全国（万重量箱）

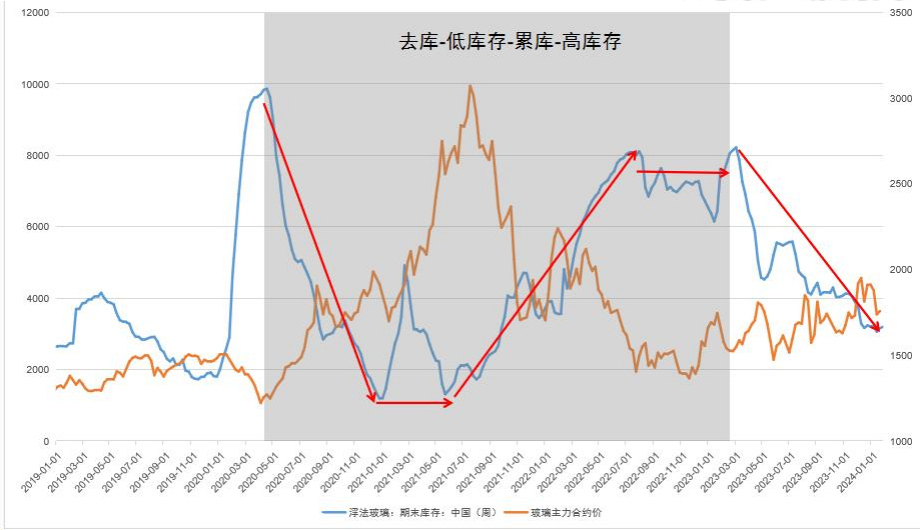


图表 9：浮法玻璃：周度期末库存：沙河（万重量箱）



数据来源：隆众化工；华安期货研究所

图表 10：库存周期：去库-低库存-累库-高库存



数据来源：华安期货研究所

在回归本次去库周期，从 2023 年 3 月开始去库，花费约 6 个月的时间把库存将至低位，若按照上轮经验低库存将持续 9 个月的话，将在 2024 年 5 月开始迎来下一轮累库周期，当然具体的时间也会将根据上游销售策略以及下游需求情况进行推迟或者提前。我们也将持续跟踪本轮库存周期的具体演进路径。

4. 低库存下厂商保库存还是保价格

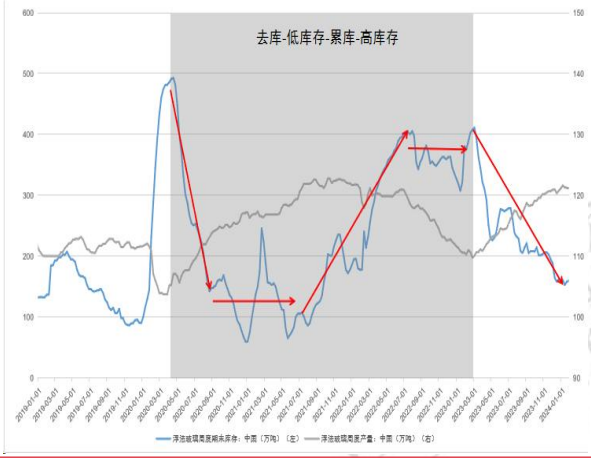
我们顺着上一小结关于库存周期结论，即目前仍处于去库存后的低库存周期，按照历史经验这一阶段或能保持到 24 年的 5 月份，那么会引申一个问题，在累库到来之前如果下游需求发生扰动时，上游玻璃厂会选择何种销售策略？是降价保证低库存，还是挺价任由库存变动，我们不妨还是回到历史中找寻答案。

玻璃的生产具有连续性的特征，主要原因是生产玻璃的高炉维持高温比较容易，但重新点火再升至高温就十分的困难，因此一条玻璃生产线一般会至少服役 10 年以上才会停火冷修，因此玻璃厂常常陷入船大难掉头的情况，但是通过图 11

我们发现在不同的库存周期呈现不同的特征，去库意味着玻璃行业进如新一轮景气周期，这时厂商会非常灵敏，去库和上产量一般同时发生；而在低库存期间，玻璃厂往往利润较好，产线仍会继续上马；但是一旦进入累库周期，玻璃生产连续性所引申出来的船大难掉头的问题就显现出来，往往需要等到累库结束进入高库存期间玻璃产线才会开始停火冷修。

上一轮低库存周期出现在 2020 年 9 月至 2021 年 8 月，期间我们能发现库存有一个异常的上扬，此时期货价先于现货发生异动，上游玻璃厂选择挺价策略，被动接受库存的变动。回望整个库存周期，不同阶段厂商选择的价格销售策略也并不相同，在去库时，厂商选择保库存战略，去库不及预期甚至会采用降价促销的策略；在低库存期间，厂商选择挺价；累库时，厂商被动选择降价；高库存时，厂商同样选择保库存而降价策略。

图表 11：累库时厂商船大难掉头，去库时厂商却很灵敏



图表 12：低库存下厂商或倾向于保价格？



数据来源：华安期货研究所

三、2024 上半年展望

展望 2024 年上半年，浮法玻璃供应将明显增加，需求端或延续 23 年的强势。受高利润刺激，以及由于玻璃生产连续性影响，2024 年浮法玻璃产量大概率维持高位。针对房地产的竣工潮是可以延续的问题，本文分别从政策、资金和竣工周期三个方面论证对地产对玻璃的强需求或可延续到 24 年上半年。因此，在上半年“供需双强”背景下，根据玻璃的库存演进周期，我们预期 2024 年 5 月左右将开始新一轮累库周期。此外我们还预期在 5 月之前的低库存期间，厂商或采用挺价策略，但是一旦发生累库，厂商只能被动开始降价。

2024 年上半年玻璃预期震荡偏多，但是需要关注现实与预期的偏差带来的风险与机会，若后续地产政策释放不及预期、地产投资和销售持续恶化、房企融资得不到缓解、地产竣工面积不及预期，价格可能不涨反跌。此外我们预期当前库存较低，若市场提前开始累库，价格会立刻出现较大跌幅。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752

研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用，不构成任何投资建议。