

光伏玻璃供需格局修复，坚定看好量利齐升



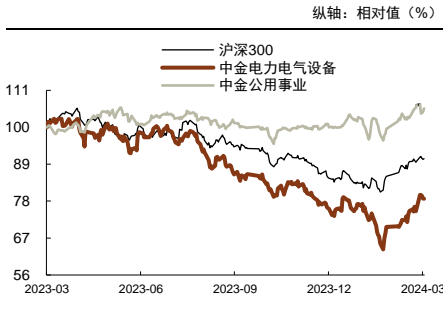
马妍 分析员

SAC 执证编号: S0080521070002
SFC CE Ref: BST413
yan6.ma@cicc.com.cn

陈显帆 分析员

SAC 执证编号: S0080521050004
SFC CE Ref: BRO897
xianfan.chen@cicc.com.cn

石玉琦 联系人

SAC 执证编号: S0080122080242
yuqi.shi@cicc.com.cn

股票名称	股票评级	目标价格	P/E (x) 2024E	P/E (x) 2025E
信义光能-H	中性	7.07	10.7	8.5

中金一级行业：公用事业、工业

资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

观点聚焦

投资建议

我们认为光伏玻璃是光伏产业链中的优质赛道，具备穿越周期能力，主要原因为：1) 行业供需格局向好，供给受政策限制持续放缓；2) 行业格局稳定，龙头两家公司合计市占率约为 60%，规模优势明显，盈利显著领先其他厂商，竞争优势能够维持；3) 技术迭代较少，产品以 3.2mm 和 2.0mm 玻璃为主；4) 价格有望上涨带动盈利改善，单月若组件排产大幅提升，玻璃或将供应紧缺，价格上升。综上，我们认为龙头企业盈利能力较强，基本面持续改善支撑股价上涨，建议关注**信义光能、福莱特（未覆盖）**。

理由

产能受政策管控严格，供需格局持续修复。为改善光伏玻璃供给过剩情况、实现行业供需平衡，国家出台听证会及产能风险预警政策，2022 年 10 月至今听证会分别批复 21000 吨、26250 吨和 22400 吨光伏玻璃产能，已获批的项目整体投产进度不及预期，我们预期未来产能批复将考虑当地组件产能与玻璃产能匹配情况。我们预期今年国内新增产能为 1.5-2 万吨/天，海外新增产能 3600 吨，年末名义总产能达到约 12.5-13 万吨/天，增速持续放缓。此外，我们认为库存天数变动能够反映供需关系变化，去年 3 月玻璃库存天数单周降幅为 1-1.7 天，今年同期库存天数单周下降 2.3-2.8 天。今年的降幅不仅超过了去年同期水平，也超过了去年玻璃最为紧缺的时间段 7-9 月单周 0.5-1.37 天的库存降幅。因此，我们判断今年玻璃供需格局较去年有较大改善，阶段性供给偏紧的压力高于去年。周期方面，我们认为供给偏紧的时间将以行业需求最好的 Q3 为中心，向 Q2 下旬及 Q4 上旬蔓延。

价格弹性有望增强。我们认为当库存天数下降时光伏玻璃价格持稳或上涨，去年安全库存天数为 22 天，若低于 22 天，玻璃价格上涨。而库存天数若下降速度较快，则价格上涨幅度或将提升，今年节后光伏玻璃库存单周下降速度远快于去年玻璃涨价两个时间段，因为我们预计今年春节后光伏玻璃价格弹性增强，4 月若下游组件排产持续提升，光伏玻璃价格有望上调。

听证会批复产能无论是否释放，或都将利好一梯队公司。若产能释放进度和前两批听证会产能释放量接近，则多地批复分散导致产能规模化效应较差，企业面临不便建设管道气，以及重碱和石英砂等原材料运费难以摊薄等问题，进而导致新产线成本难以超越一梯队企业产业园规模化效应所带来的低成本优势，形成一梯队成本安全垫。若批复量下滑，或者未来只允许置换不得新增产能，则一梯队企业或将收购产能指标，市占率有望快速提升。

估值与建议

维持相关公司估值、盈利预测、目标价不变。

风险

政策性风险，下游需求不及预期，原燃料价格波动风险，产品替代风险。

目录

供给：产能增长受限，阶段性供给偏紧	4
项目批复：批复多点开花，产能受限	4
产能情况：释放符合预期下限	8
实际库存量：库存天数波动	9
需求：双玻渗透率提升，需求增速超过行业增速	11
海内外需求共振，装机量持续攀升	11
国内集中式地面电站放量，双玻渗透率持续攀升	11
供需：结构持续改善，月度供应或将偏紧	13
利润：季度盈利持续改善	14
价格：弹性有望增强	14
成本：2024 年成本有望步入下行通道	15
盈利：看好 2024 年盈利逐季度改善	15
行业复盘：板块节后表现活跃	16
推荐标的：龙头企业基本面向好	17
信义光能：2H23 业绩超预期，成本管控能力较强	17
福莱特：自供石英砂保证成本优势，销售订单充沛	18
风险提示	21

图表

图表 1：光伏组件产能，玻璃产能，地方装机量对比	5
图表 2：听证会三次批复项目地区分布	6
图表 3：2022 年至今听证会项目批复情况	7
图表 4：2023 年全球新增光伏压延玻璃产线	8
图表 5：2021-2024E 光伏玻璃产能变化（单位：吨）	9
图表 6：2023-2024 年 2 月中国光伏玻璃月度产能产量及出货率	9
图表 7：2023-2024 年 3 月光伏玻璃周度库存天数统计	10
图表 8：2023-2024 年 3 月库存天数周度变动情况	10
图表 9：全球光伏装机及 YoY	11
图表 10：国内光伏装机及 YoY	11
图表 11：国内光伏装机类型	12
图表 12：双玻组件渗透率	12
图表 13：组件产量及开工率	12
图表 14：光伏玻璃产能供给敏感度测试	13
图表 15：月度光伏玻璃供需情况	13
图表 16：光伏玻璃价格及库存天数拟合图	14
图表 17：重质纯碱价格变动	15
图表 18：天然气价格变动	15
图表 19：光伏玻璃板块市值及估值变动	16
图表 20：同业对比情况	17



图表 21: 信义光能 2018-2023 年营业收入及增速	18
图表 22: 信义光能 2018-2023 年归母净利及增速	18
图表 23: 营业收入及同比增速	19
图表 24: 归母净利润及同比增速	19
图表 25: 公司融资情况	20
图表 26: 可比公司估值表	21



供给：产能增长受限，阶段性供给偏紧

项目批复：批复多点开花，产能受限

根据各省市工信部披露的听证会文件¹，我们认为从项目批复流程上看，可以根据项目在听证会申报时的建设进度情况分为走听证会流程和走地方政府风险评估流程两类。项目在听证会制度开始时尚未开工建设，则需要申请听证会批复流程；若项目已经开工，则需要申报地方政府风险评估流程。

听证会项目批复情况

听证会批复项目的宗旨是改善光伏压延玻璃供给过剩情况，最终实现行业供需平衡，因此项目批复谨慎，进程相对较慢。2022 年听证会审核制度开始后，2022 年 10 月至今分别批复 21000 吨、26250 吨和 22400 吨产能。依据目前项目批复的结果，我们总结出项目批复的特点：

- ▶ **组件产能和光伏压延玻璃产能匹配失衡，并且运输半径之内无过剩压延玻璃产能的地区或将留有项目批复空间。**以四川地区为例，2023 年末组件产能为 16GW 产能，2025 年 PV Infolink 预期增长到 36GW，我们按照 65% 双玻渗透率计算，四川（涵盖重庆区域）只有 18.2GW 光伏压延玻璃产能。光伏玻璃运输半径约为 200 公里，超出运输半径，高昂的运费及较高的碎片率将使得玻璃利润被压缩。四川周边没有过剩的压延玻璃产能可为该地区的组件产能配套，因此 2023 年批复了凯盛新能在四川自贡的 2 条 1200 吨的产线，按照双玻渗透率 65% 计算，可以供给 12.5GW 组件，合计供给量为 30.7GW，若双玻渗透率进一步上升，则还需要新的玻璃产能投放。根据计算，我们认为符合这种情况的地区还有江苏、江西、内蒙古等地区，因此 2022-2024 年，这三个省分别获批产能 12000/7800/7200 吨，可匹配 59/41/38GW 组件，暂时缓解供需偏紧的情况。至于浙江省，虽然玻璃供给严重不足，但地理位置与安徽相邻，安徽光伏玻璃产能过剩较为明显，可以运输至浙江地区消化，因此三次产能批复并未涉及浙江项目。

根据 2024 及 2025 年组件产能释放计划来看，除浙江、安徽以外，江苏、陕西、广东组件产能释放增量较大，目前这三个区域光伏玻璃供给处于紧平衡或者紧缺状态。我们认为，在能耗指标尚存额度的前提下，未来这三个地区的项目仍有希望获得批复。

¹ <https://jx.ah.gov.cn/sy/wjgg/148260231.html>

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/948007012036006047>