

行业研究/动态点评

2021年01月07日

行业评级:

建材 中性 (维持)
玻璃 增持 (维持)

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

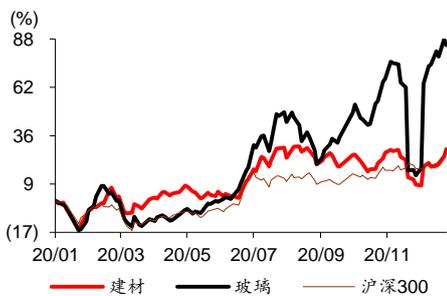
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1 《建材: 定价权带来高溢价, 继续推荐细分龙头》
2021.01
- 2 《建材: 周期行业数据周报 (第五十三周)》
2021.01
- 3 《建材: 耐材行业变革期, 龙头份额提升在即》
2020.12

一年内行业走势图



资料来源: Wind

玻纤产能有望进入有序扩张新阶段

玻纤行业“十四五”发展规划 (征求意见稿) 点评

玻纤行业有望进入产能有序扩张新阶段, 看好行业龙头

中国玻纤工业协会 1 月 5 日发布《玻璃纤维行业“十四五”发展规划 (征求意见稿)》(下文简称玻纤“十四五”规划意见稿), 明确将严控玻纤纱产能过快增长, 着力提升行业生产线技术水平并淘汰落后产能。我们判断需求高景气, 短期供给增幅边际放缓, 叠加下一轮冷修将至 (预计 21-22 年国内冷修产能超 50 万吨), 行业供需格局短期明显优化, 且受益供给侧调控长期或有持续性。行业龙头成本优势更大且产业链延伸能力更强, 重点推荐中国巨石 (全球玻纤龙头, 20Q4 调价效果逐步显现, 期待电子布价格弹性)、长海股份 (产业链一体化有优势, 玻纤纱产能快速扩张)。

五年规划层面首提供给侧改革, 行业或进入平稳高质量发展新局面

玻纤“十四五”意见稿明确在“十四五”期间行业发展目标, 具体分四方面阐述, 包括: 1) 将严格控制玻纤纱总产能过快增长, 将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制于不高于当年 GDP 增速 3pct; 2) 推进行业创新发展, 包括提升生产线自动化/智能化水平/生产效率等、推进配方研发并提升高性能及特种玻纤纱占比、积极发展玻纤制品深加工; 3) 淘汰低端落后产能, 十四五末降低出口占比至 20% 左右; 4) 进一步提升节能减排水平。我们认为, 在行业五年规划层面首提供给侧改革, 行业产能有序扩张, 或有助于推动行业进入平稳高质量发展的新局面。

供需格局优化, 本轮玻纤高景气或更有持续性

我国 19 年玻纤纱产量 527 万吨, 16-19 年玻纤纱产量 Cagr 为 13.0% (vs 同期我国 GDP 不变价 Cagr 为 6.6%), 供给快速增加致行业景气下行。17 年以来我国玻纤表观消费量增速与 GDP 增速比值超 2, 我们判断该比例短期较大率维持于较高水平 (参考《需求短期无虞, 长期有成长性》, 2020/12/29)。供给角度, 不考虑冷修关停 21/22 年新增玻纤纱产能均为 40 万吨左右 (占在产产能比例约 8%, 参考《龙头资产核心化, 周期演绎再平衡》, 2020/11/16), 短期供给增速边际放缓, 供需格局明显优于前期, 且供给侧调控下本轮玻纤高景气或更有持续性。

玻纤行业高景气延续, 继续首推工业新材料

我们近期发布多篇深度报告看多玻纤行业及行业龙头。系列一《降本趋势不改, 迎接玻纤新景气周期》(2020/10/18) 全面剖析玻纤行业及龙头成本变迁, 后续降本关注二次冷修及智能化, 率先开启降本之路的龙头企业享受溢价。系列二《需求短期无虞, 长期有成长性》(2020/11/09) 从多维度展望我国玻纤需求, 看好 21 年玻纤需求高增及持续性。系列三《玻纤制品新蓝海, 龙头成长可期》(2020/12/29) 详细拆分玻纤制品供求情况, 认为未来具备原纱-制品产业链一体化的企业更有优势。供需格局优化, 高质量发展可期, 重点推荐中国巨石、长海股份。

风险提示: 玻纤需求增速不及预期, 涨价执行不及预期, 产能扩张超预期。

重点推荐

| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价 (元) | 投资评级 | 目标价 (元) | EPS (元) | | | | P/E (倍) | | | |
|-----------|------|---------|------|---------|---------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 600176 CH | 中国巨石 | 22.10 | 买入 | 24.38 | 0.61 | 0.63 | 1.06 | 1.26 | 36.23 | 35.08 | 20.85 | 17.54 |
| 300196 CH | 长海股份 | 17.43 | 买入 | 20.20 | 0.71 | 0.76 | 1.01 | 1.32 | 24.55 | 22.93 | 17.26 | 13.20 |

资料来源: 华泰证券研究所

行业图表

图表1: “十四五”规划征求意见稿与“十三五”规划比较

| | 玻纤行业“十四五”发展规划（征求意见稿） | 纤维复合材料行业“十三五”发展规划 |
|-----------|--|---|
| 发展目标 | <p>1) 产能调控目标: 严格控制玻纤纱总产能过快增长, 将行业年度玻纤纱实际总产量同比增速控制在不高于当年 GDP 增速 3 个百分点及以上, 重点做好行业供给侧结构性改革, 不断优化行业产能及产品结构, 增加有效供给, 积极拓展玻纤应用新领域新市场。</p> <p>2) 创新发展目标: a) 提升生产线自动化/智能化水平/生产效率等。截止到“十四五”末, 行业各类生产线重点运行指标平均水平要达到: 普通无碱粗纱池窑生产线综合成品率达到 90%, 人均玻纤纱年产量 240 吨 (注: “十三五”期间最高可达人均 400 吨); 普通无碱细纱池窑生产线综合成品率达到 80%, 人均玻纤纱年产量 130 吨 (注: “十三五”期间最高可达人均 180 吨); 坩埚拉丝生产线综合成品率达到 92% (不含玻璃球熔成率), 人均玻纤纱年产量 120 吨 (以 7 微米计); 球窑生产线综合成品率达到 85%。b) 积极开展玻璃配方研发工作, “十四五”末实现各类高性能及特种玻璃纤维纱在玻纤纱总产量中的占比要从目前的 30% 左右提升至 50% 及以上。; c) 要积极发展玻纤制品深加工, 提升玻纤制品附加值水平, “十四五”末, 实现行业人均主营业务收入要达到 150 万元及以上。</p> <p>3) 结构调整目标: 利用环保等产业政策淘汰低端落后产能, 推动高性能及特种玻纤纱产品的池窑化生产和规模化应用; 大力发展玻纤制品深加工; 逐步降低行业产品外贸出口比例至 20% 左右。</p> <p>4) 节能减排目标: “十四五”末, 各主要生产线产品综合能耗要比“十三五”末降低 10% 及以上, 即: 池窑粗纱产品综合能耗降低至 0.35 吨标煤/吨纱, 池窑细纱产品综合能耗降低至 0.5 吨标煤/吨纱, 坩埚纱产品综合能耗降低至 0.3 吨标煤/吨纱, 无碱球及中碱球产品综合能耗分别降低至 0.3 吨标煤/吨球和 0.2 吨标煤/吨球。“十四五”末, 全行业碳排放水平比“十三五”末降低 10% 及以上。</p> | <p>1) 鼓励大企业走出去, 进行全球产能布局, 同时将国内玻纤产量增速控制在较低水平上, 国内玻纤及制品的出口比例控制在 30% 以内。(注: 19 年我国玻纤纱及制品出口占比 29.2%, 首次降低至 30% 以下)。</p> <p>2) 调整产品结构: 大力发展高性能热塑性玻璃纤维。</p> <p>3) 积极进行复合材料产业结构调整。积极扩大热塑性纤维复合材料制品、高性能复合材料制品的应用领域和市场规模。</p> <p>4) 大力发展玻纤制品深加工。扩大玻纤复合材料制品在中高端应用领域的市场规模, 提升产品质量及附加值水平。</p> |
| 需求预测 | <p>1) 复合材料增强市场: “十四五”期间, 复合材料增强市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 2-3 个百分点左右的同比增速。(19 年各类复合材料制品玻纤需求约 220 万吨)。</p> <p>2) 产业用纺织品市场: “十四五”期间, 产业用纺织品市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 4 个百分点左右的同比增速。(19 年各类产业纺织品领域玻纤需求约 80 万吨)。</p> <p>3) 覆铜板市场: “十四五”期间, 覆铜板市场需求预计将保持高于当期国家 GDP 约 3 个百分点左右的同比增速。(19 年覆铜板领域玻纤需求约 70 万吨)。</p> | <p>预计到 2020 年, 国内各类玻纤消费需求合计约 310 万吨 (注: 19 年我国玻纤宏观消费量为 389 万吨)。其中:</p> <p>1) 国内各类热固性复合材料市场需求约 110 万吨;</p> <p>2) 国内各类热塑性复合材料市场需求约 115 万吨;</p> <p>3) 国内电子覆铜板市场, 需求约 50 万吨;</p> <p>4) 国内产业用纺织品市场, 需求约 35 万吨;</p> |
| 主要任务/发展重点 | <p>1) 积极构建产业生态平衡, 实现行业规范协调发展;</p> <p>2) 不断提升池窑生产工艺技术与装备水平;</p> <p>3) 做好玻纤及制品的应用研究与产品开发;</p> <p>4) 实施清洁生产, 不断提升行业资源综合利用效率。</p> | <p>1) 完善提升玻璃纤维池窑技术水平, 注重玻纤市场应用研究与产品开发;</p> <p>2) 大力发展玻璃纤维制品深加工, 不断提升企业专业化、差异化经营能力;</p> <p>3) 提升复合材料生产企业的绿色发展意识, 确保行业健康可持续发展;</p> <p>4) 重点发展热塑性复合材料, 推动纤维复合材料产业结构调整与优化</p> <p>5) 积极扩大纤维复合材料的应用领域和市场规模, 重点培育市场包括风电、汽车、轻质建筑、电气绝缘、农牧养殖用复合材料</p> |

资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 中国复合材料工业协会, 中国纤维复材网, 华泰证券研究所

重点推荐公司

中国巨石 (601636 CH, 买入, 目标价: 24.38 元)

公司是全球玻纤龙头, 有望充分受益行业高景气, Q4 价格弹性有望体现, 同时电子布需求迎来好转, 我们认为公司 21 年有望受益电子布价格弹性及海外需求恢复, 且公司成都智能制造基地达产后, 成本优势或在明年有所体现。预计公司 20-22 年归母净利润 21.9/37.2/44.1 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 18.7xPE (万得一致预测, 2020.12.25), 考虑到公司作为行业龙头拥有显著成本优势, 给予公司 21 年 23xPE, 目标价 24.38 元, 维持“买入”评级。风险提示: 玻纤需求增长不及预期, 涨价执行情况不及预期。

长海股份 (300196 CH, 买入, 目标价: 20.20 元)

我们认为长海原纱—制品—复合材料产业链一体化优势显著, 盈利稳定性高, 资产属性较轻, 且报表质量持续优化, 未来加杠杆空间充足, Q4 涨价效果将体现, 21 年原纱/制品/树脂开启新一轮扩张, 同时行业需求较旺, 利润有望迎来快速增长。预计公司 20-22 年归母净利润 3.1/4.1/5.4 亿元。

采用可比公司估值法, 参考可比公司 21 年平均 17xPE (万得一致预测, 2020.10.21), 考虑到公司 21 年新投产产能较多, 或带来市场份额进一步提升, 我们认可给予公司 21 年 20xPE, 目标价 20.20 元, 维持“买入”评级。风险提示: 风电新增装机容量不及预期; 玻纤需求回升不及预期。

图表2: 重点公司估值表

| 公司代码 | 公司简称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | 目标价 (元) | 评级 | EPS (元) | | | PE (X) | | |
|-----------|------|-----------|------------|------------|----|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 600176 CH | 中国巨石 | 22.10 | 774 | 24.38 | 买入 | 0.63 | 1.06 | 1.32 | 35.1 | 20.8 | 16.7 |
| 300196 CH | 长海股份 | 17.43 | 71 | 20.20 | 买入 | 0.76 | 1.01 | 1.32 | 22.9 | 17.3 | 13.2 |

注: 表中股价及市值为截至 2021 年 1 月 7 日收盘, 20-22 年 EPS 为华泰证券研究所预测;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

需求恢复不及预期。玻纤下游需求较为分散, 包含风电、基建、工业、汽车、电子等各个领域, 各个领域需求的影响因素不同, 若受宏观经济或行业政策影响导致某一领域需求下滑, 则玻纤需求也会相应下降。

涨价进展不及预期。目前上游玻纤纱价格虽有较多增长, 但下游制品价格弹性相对更低, 具体涨价落实情况仍需持续观察, 若最终实际落实进度不及预期, 或对玻纤公司收入和利润的改善产生一定影响。

产能扩张超预期。目前在行业需求快速增长的背景下, 各企业均有加快产能投放的动作, 若产能投放时点及规模比原计划提前, 或对行业带来短期的供给冲击。

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、武慧东、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、武慧东、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com