



德邦证券
Topsperity Securities

2021年8月18日

证券研究报告 | 行业中期策略

聚焦地产竣工周期， 把握消费建材集中度提升

--2021年建材行业中期投资策略



证券分析师

姓名：闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

- **主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度。**过去三年地产销售面积均在17亿平米以上，随着交房周期的到来，地产新开工加速向竣工传导，在地产竣工周期支撑下，同时叠加单位建筑面积的玻璃用量增加，玻璃需求强劲；而新的产能置换政策下，新增产能愈发困难，存量产能博弈下产能冲击十分有限，行业供需格局不断改善，行业库存持续低位运行，价格不断超预期推升行业盈利水平；我们认为，下半年旺季价格上涨有望再超预期，浮法行业 β 复苏行情下，龙头企业自身 α 属性依旧突出，电子玻璃的爆发及光伏玻璃的产能扩张，有望迎来戴维斯双击。建议关注**旗滨集团、南玻A及信义玻璃**等。
- **主线二：消费建材的集中度提升。**近几年随着政策法规的引导、环保逐步趋严、成本不断上升以及地产集中度提升等多因素影响，消费建材行业发展愈发规范化，行业进入良币驱逐劣币阶段；我们认为，国内消费建材行业正经历由分散到集中，由单一品类向多元化发展的过程，而头部企业综合竞争优势明显，市场份额快速提升，看好防水材料、涂料、管材、瓷砖及石膏板等细分龙头长期成长性，建议关注**东方雨虹、北新建材、伟星新材、科顺股份、蒙娜丽莎、中国联塑、三棵树、亚士创能**等。
- **主线三：玻纤的供需再平衡。**当前市场担忧玻纤行业扩产节奏加快景气度下行，但从跟踪的情况来看，2021-2022年供需保持匹配，并未出现供给明显过剩，行业景气持续性或超市场预期；而产品结构分化带来的差异化值得重视，在当前高景气度的热塑纱、合股纱以及电子布等领域需求依旧旺盛，对冲今年风电需求可能的下滑，而明年风电需求大概率复苏；我们认为，随着玻纤下游应用领域的不断拓展，行业周期波动性将逐步平滑，尤其在中高端产品领域，龙头企业的竞争优势明显，产品结构优势及低成本构建的护城河将助力龙头企业平滑周期波动；建议关注**中国巨石、中材科技、长海股份**等。
- **风险提示：**地产投资大幅下滑，供给端大幅扩张超预期，原燃料价格大幅上涨超预期，新业务拓展及新产能投放不及预期

目录 CONTENTS

- 
- 01 行情回顾
 - 02 主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度
 - 03 主线二：消费建材的集中度提升
 - 04 主线三：玻纤的供需再平衡

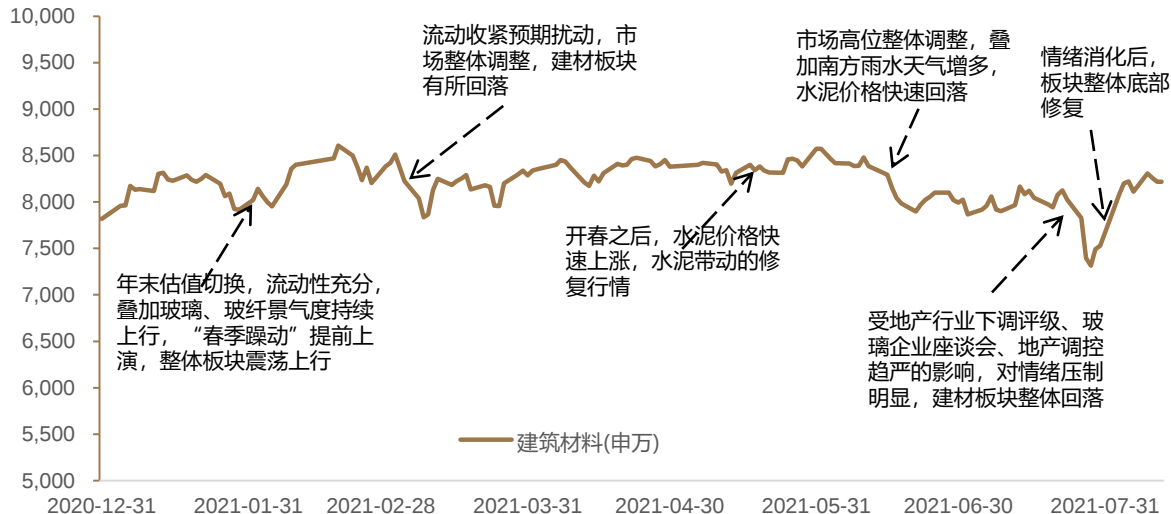
01

行情回顾

SEPARATOR PAGE

- 2021年以来，建材板块整体呈现震荡的态势，一季度随着估值切换，市场流动性宽松，“春季躁动”提前上演，板块整体上行；而二季度末流动性收紧预期及雨水天气增多，板块有所调整；进入三季度受到地产下调评级、玻璃企业座谈会以及地产调控趋严的影响，板块再次有所调整。

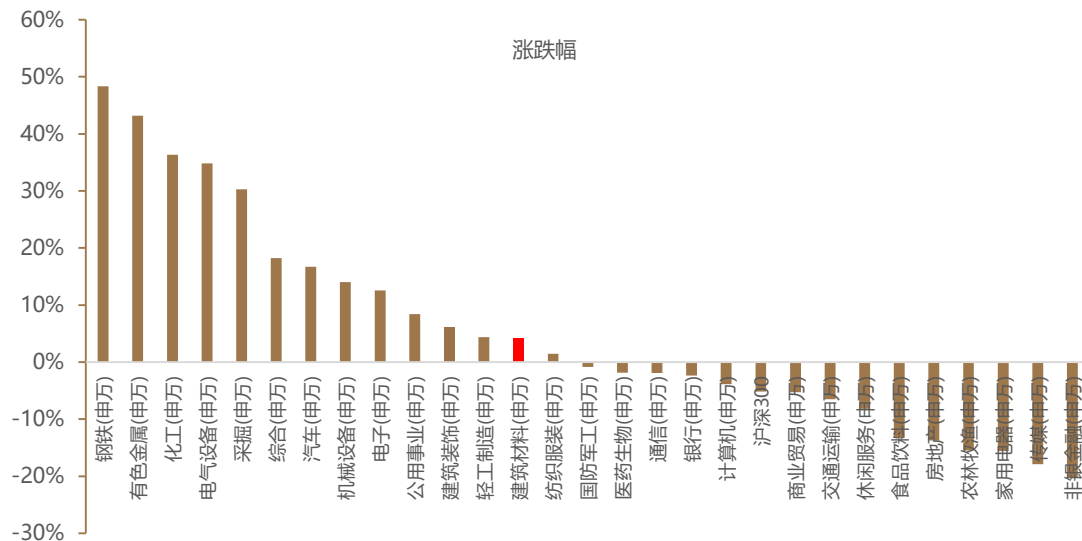
图表1：2021年以来申万建筑材料板块走势



资料来源：Wind，德邦证券研究所，注：时间截止2021/8/12

- 2021年以来，建材（申万）板块实现正收益约4.1%，位列申万一级板块涨跌幅第13位，跑赢沪深300指数9.3个pct，同期沪深300收益约为-5.2 %

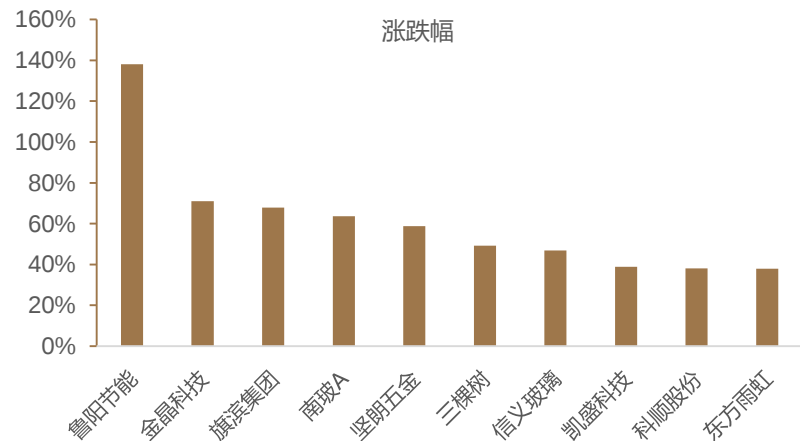
图表2：2021年以来申万建筑材料板块涨跌幅



资料来源：Wind，德邦证券研究所，注：时间截止2021/8/16

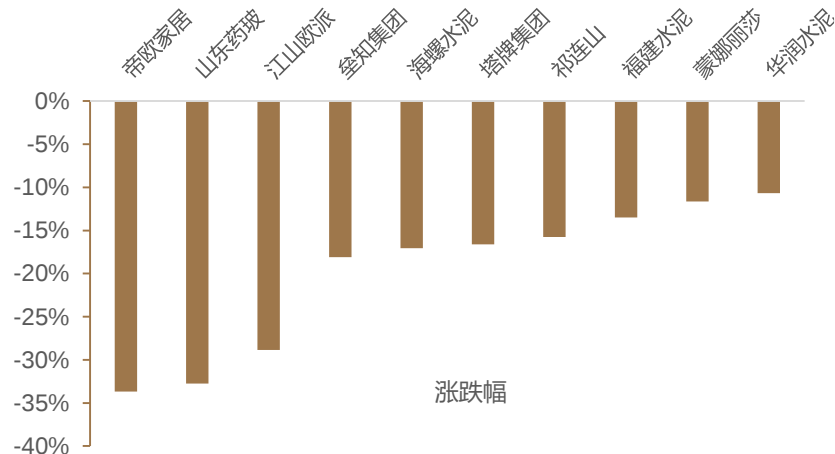
- 截止到2021年8月12日，建材板块涨幅居前的个股主要是，鲁阳节能（陶瓷纤维龙头，产品升级需求向好）；金晶科技（玻璃+纯碱业务价格上涨推升业绩弹性）；旗滨集团（浮法龙头业绩弹性十足，成长性业务稳步推进）；南玻A（受益浮法价格上涨，国内电子玻璃龙头）；坚朗五金（五金龙头规模效应凸显，费用率逐步下降，业绩维持高增长）；三棵树（PS战略下，工程+零售双轮驱动，营收保持高增长）；信义玻璃（浮法业务量价齐升，工程+汽车玻璃产能稳步扩张）；科顺股份（防水稳健增长，收购丰泽股份进入减隔震蓝海市场），东方雨虹（防水龙头，依托渠道优势，产品品类快速扩张，成长性突出）；受价格回落且缺乏业绩弹性的影响，水泥主要标的普遍处于负收益。

图表3：2021年建材主要标的涨幅前十名



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表4：2021年建材主要标的跌幅前十名



资料来源：Wind，德邦证券研究所

02

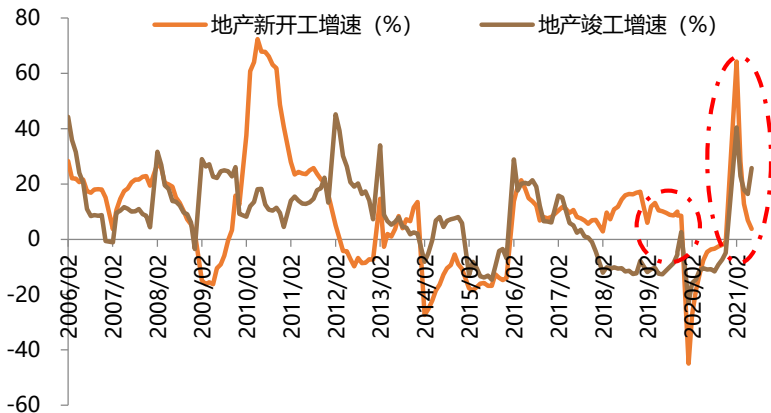
主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

SEPARATOR PAGE

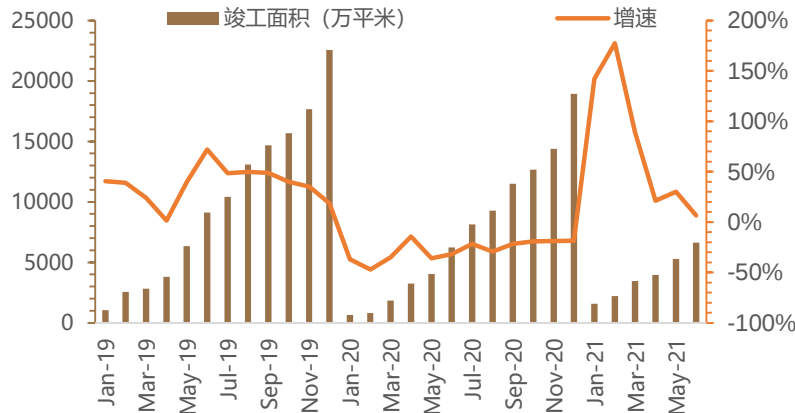
主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **地产新开工加速向竣工传导。**从2019年下半年起，地产新开工开始加速向竣工端传导，竣工周期支撑玻璃需求，但由于2020年H1疫情影响，竣工节奏再次被打乱，直到下半年才重回加速传导。我们认为，18-20年地产销售面积均超过17亿平米，而随着交房周期的到来，新开工有望继续加速向竣工端传导，21年1-6月份地产竣工同比增长25.7%，竣工需求保持稳定且有韧性。
- 从中国建筑公布的竣工数据来看，其竣工面积占全国竣工面积的20-25%，从2020年下半年以来逐月恢复，2021年1-6月份累计竣工面积约6630万平米，同比增长6.5%。

图表5：地产新开工加速向竣工传导



图表6：中国建筑竣工面积及增速



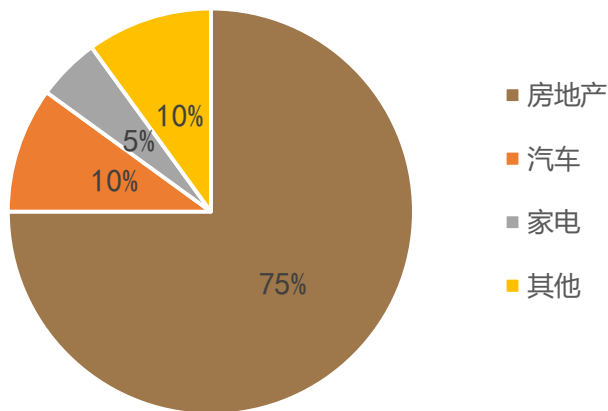
资料来源：Wind，德邦证券研究所

资料来源：中国建筑公告，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **浮法玻璃需求与地产强相关。**浮法玻璃约70%-75%的需求来自于房地产，其广泛应用于门窗、幕墙及装饰领域，其次是汽车、家电及出口等，而玻璃的实际应用靠近地产竣工端，因此浮法玻璃需求与地产周期强相关；同时随着汽车车窗、天窗面积日益增大，汽车单车玻璃的用量也在稳步提升。

图表7：浮法玻璃下游需求分布占比

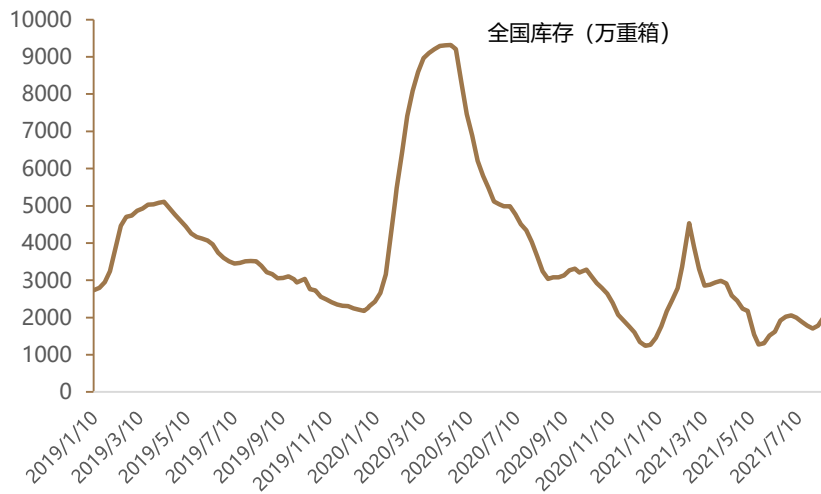


资料来源：玻璃行业协会，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

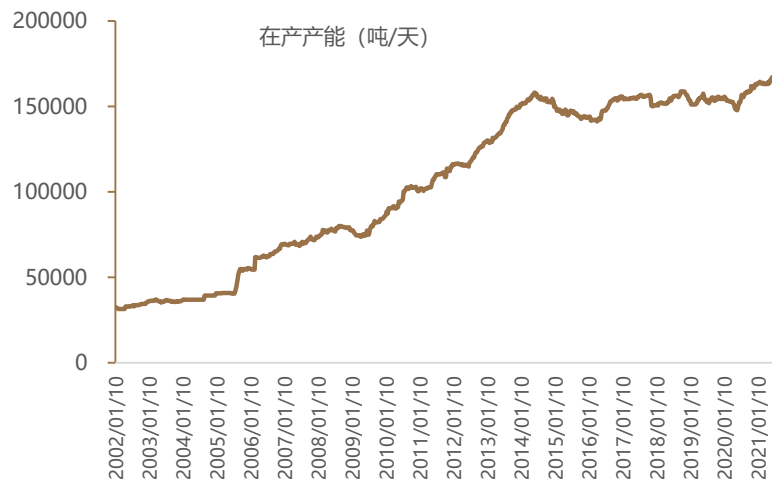
- **地产竣工周期支撑需求：**2021年以来行业库存持续下行，到8月初行业主要样本城市库存降至约1780万重箱左右，处于近年来低位；而目前行业在产产能约10.18亿重箱，较2020年同期增加约8500万重箱，产能大幅增加的背景下库存持续走低，表明行业需求十分强劲。我们认为，本轮行业高景气度延续的核心驱动力是地产竣工需求的支撑。

图表8：浮法玻璃行业库存持续走低



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表9：国内浮法玻璃在产产能



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **单位建筑玻璃用量逐年增加。**近年来，随着开窗面积变大以及双、三层玻璃的广泛使用，单位建筑面积的玻璃用量在稳步提升；考虑到地产新开工向竣工端加速传导，我们假设2021年地产竣工增速为5%，单位建筑面积玻璃用量为0.69重箱/平米，我们测算，预计2021年地产端玻璃用量约6.6亿重箱，保持稳定增长。

图表10：近几年单位建筑面积玻璃用量逐年增加

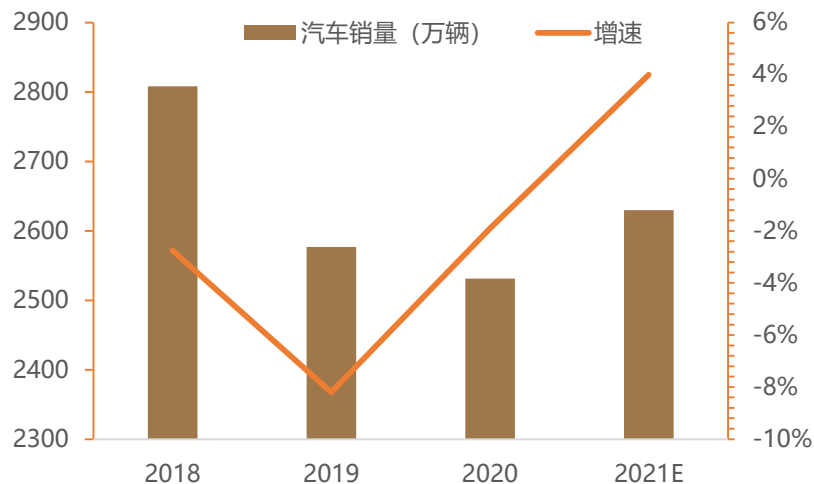
时间	房屋累计竣工面积（万平方米）	平板玻璃产量（万重箱）	平均库存（万重箱）	假设地产用量占比	地产用量（万重箱）	单位建筑面积玻璃用量（重箱/平米）
2015	100,039	73,863	3,406	70%	49,320	0.49
2016	106,128	77,403	3,289	70%	51,880	0.49
2017	101,486	79,024	3,276	70%	53,023	0.52
2018	93,550	86,864	3,225	70%	58,547	0.63
2019	95,942	92,670	4,002	70%	62,068	0.65
2020	91,218	94,572	4,268	70%	63,213	0.69
2021E	95,779				66,088	0.69

资料来源：Wind，玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **汽车消费稳步回升：**2020年以来国家出台一系列政策促进汽车消费，2020年下半年起汽车消费逐月好转，根据中汽协测算，预计2021年我国汽车销量有望达到2630万辆，同比增长约4%；而随着汽车开窗面积变大，玻璃的用量也在逐步提升，根据调研数据目前单车平均玻璃用量约5.2平米左右；同时到2020年底我国汽车保有量约2.81亿量，假设按照5%的替换率测算，我们预计2021年我国汽车玻璃用量约5246万重箱，若考虑出口用量，则消费量更大。

图表11：近几年我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，德邦证券研究所

图表12：我国汽车玻璃需求测算

内容	测算
预计2021年汽车销量 (万辆)	2630
我国2020年末汽车保有量 (亿量)	2.81
保有量替换率	5%
合计总量 (万辆)	4035
单车玻璃用量 (平米)	5.2
汽车玻璃厚度 (毫米)	5
单车玻璃用量转换成重量 (吨)	0.065
每年汽车玻璃用量 (万重箱)	5245.5

资料来源：Wind，中汽协，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **海外经济逐步恢复，出口有望加速好转：**根据IMF的最新预测，预计2021年全球经济同比增长5.5%，其中发达国家经济增速为4.3%，新兴及发展中国家为6.3%；从主要经济体来看，预计美国经济增长4.1%，欧盟增长4.2%，日本增长3.1%，英国增长4.5%，中国增长8.1%，印度增长11.5%，俄罗斯增长3%，随着疫情影响边际减弱，预期全球经济将触底反弹，国内出口也有望加速好转。

图表13：全球主要经济体GDP增速预测

(实际GDP, 年百分比变化)	估计值	预测值	
	2020	2021	2022
世界产出	-3.5	5.5	4.2
发达经济体	-4.9	4.3	3.1
美国	-3.4	5.1	2.5
欧元区	-7.2	4.2	3.6
德国	-5.4	3.5	3.1
法国	-9.0	5.5	4.1
意大利	-9.2	3.0	3.6
西班牙	-11.1	5.9	4.7
日本	-5.1	3.1	2.4
英国	-10.0	4.5	5.0
加拿大	-5.5	3.6	4.1
其他发达经济体	-2.5	3.6	3.1
新兴市场和发展中经济体	-2.4	6.3	5.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	-1.1	8.3	5.9
中国	2.3	8.1	5.6
印度	-8.0	11.5	6.8
东盟五国	-3.7	5.2	6.0
欧洲新兴市场和发展中经济体	-2.8	4.0	3.9
俄罗斯	-3.6	3.0	3.9
拉丁美洲和加勒比	-7.4	4.1	2.9
巴西	-4.5	3.6	2.6
墨西哥	-8.5	4.3	2.5
中东和中亚	-3.2	3.0	4.2
沙特阿拉伯	-3.9	2.6	4.0
撒哈拉以南非洲	-2.6	3.2	3.9
尼日利亚	-3.2	1.5	2.5
南非	-7.5	2.8	1.4
各分项			
低收入发展中国家	-0.8	5.1	5.5

来源：国际货币基金组织《世界经济展望最新预测》，2021年1月。

注释：印度的数据和预测值是按财年列示的，财年2020/2021从2020年4月开始，基于日历年。2020年印度经济增速预测值为-7.6%，2021年为11.0%。

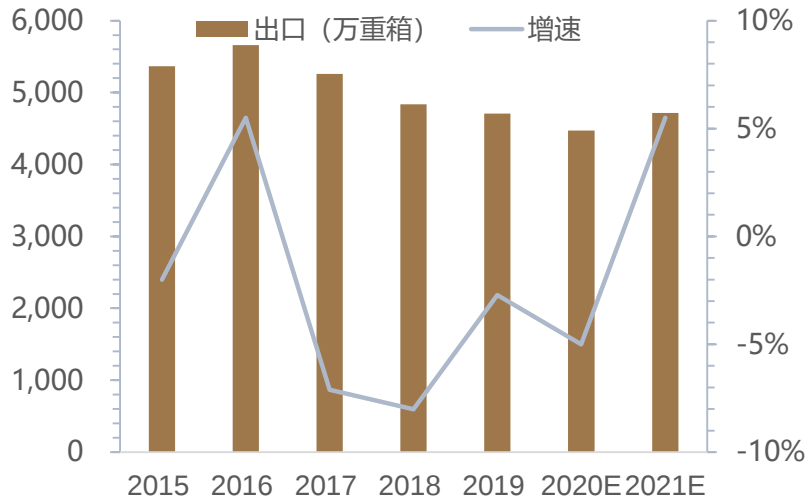
国际货币基金组织

资料来源：国际货币基金组织，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **出口有望回暖：**受疫情影响，预计2020年玻璃出口规模同比下滑5%左右；而随着海外经济的复苏，2021年海外出口有望重回正增长，从美国房屋销售来看，2020年美国二手房销售达到564万套，创2006年以来新高，流动性充裕下，美国房地产市场有望维持火热，支撑玻璃需求回暖。

图表14：以5mm厚度测算平板玻璃出口规模

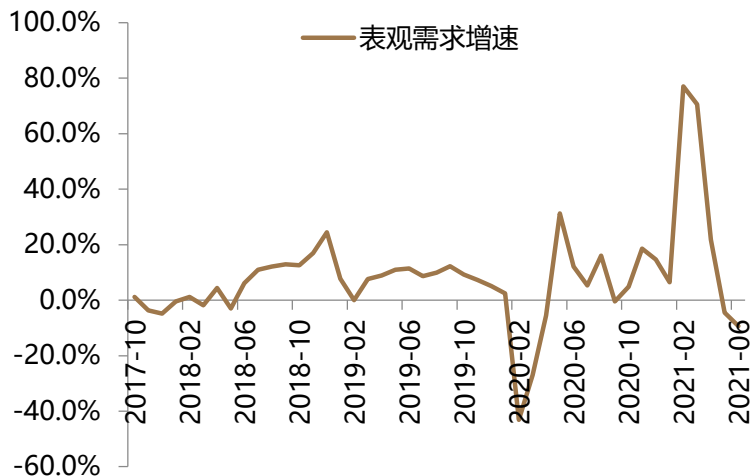


资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **从玻璃的表观需求来看**，我们测算，2020年5月份以来需求增速保持正增长，行业库存持续下降与价格上涨与之相互验证，进入2021年，新开工有效向竣工端传导支撑需求，同时随着开窗面积的增大、双层、三层玻璃应用的普及，单位建筑面积使用的玻璃逐步增加，汽车及出口端的复苏，2021年玻璃需求端将保持稳定增长（今年5-6月份增速有所下滑，主要是去年同期基数较高，从绝对需求量来看，仍是近一年来的较高水平）。

图表15：21年以来玻璃表观需求增速维持高位



资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **供给端新增产能供给十分有限。**根据工信部颁布的《水泥玻璃行业置换实施办法》(工信部原【2021】80号)，从2021年1月1日起，停产2年及以上的生产线不再具备复产指标，这标志着僵尸产能将永久退出，新建生产线难度将增加，行业将进入存量产能博弈阶段。按照窑炉正常的冷修复产节奏，我们测算，2021年行业产能或净增加约3407吨/天，整体冲击十分有限，若考虑到旗滨等部分企业生产线转产光伏背板，则2021年建筑玻璃供给依旧偏紧。

图表16：近几年国内浮法产能变化情况

	新点火		冷修复产		冷修停产		净变化	
	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)	生产线	日熔量 (吨/天)
2016	6	5200	16	10780	10	5830	12	10150
2017	6	3800	13	7600	26	15380	(7)	(3980)
2018	5	2850	18	12410	22	13350	1	1910
2019	3	2550	17	10700	18	11700	2	1550
2020	9	6150	25	16600	23	15430	11	7320
2021E	8	5707	17	11700	22	14000	3	3407

资料来源：Wind，玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **产能置换政策带来新机遇：**根据我们统计，仍有不少生产线窑龄即将到期或已到期，虽然短期由于行业盈利较好，部分生产线推迟冷修时间，但并不能长时间推迟，考虑到生产效率及安全性，2021年仍有部分生产线将进入冷修周期。

图表17：2021年具备冷修可能的生产线

	地区	生产线	日熔量 (吨/天)	备注
1	山东	金晶集团滕州二线	600	于2021.2.1冷修
2	安徽	信义芜湖一线	500	于2021.2.8冷修
3	新疆	新疆晶华浮法玻璃厂	600	于2021.3.5冷修
4	四川	成都台玻二线	900	于2021.4.28冷修
5	广东	广东中山玉峰三线	600	于2021.5.15冷修
6	江苏	台玻东海改造二线	800	于2021.6.18冷修
7	河北	河北沙河安全公司三线	500	2007年11月投产
8	河北	秦皇岛北方集团工业园二线	600	2010年1月投产
9	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
10	河北	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产
11	河北	河北沙河德金玻璃有限公司二线	500	2010年2月投产
12	河北	沙河长城玻璃有限公司五线	900	2010年6月投产
13	江苏	中国玻璃东台二线	600	2010年3月投产
14	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
15	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	2010年7月投产
16	山东	金晶集团三线	450	2010年11月投产
17	浙江	浙江玻璃股份有限公司一线	400	2010年8月投产
18	福建	福耀集团福清二线	450	2010年6月投产
19	浙江	福莱特嘉兴一线	600	2011年1月投产
20	广东	江门信义一线	600	2011年1月投产
21	河北	河北迎新玻璃行唐三线	800	2011年2月投产
22	江苏	吴江南玻一线	700	2011年6月投产

资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- 从产能增加的角度来看，按照20Q4以来的高盈利及即将实施的产能置换政策，具备复产能力的生产线基本都已经复产，未来新增产能难度加大，2021年计划新点火的生产线均是2020年产能置换线，冷修及复产生产线基本都是存量产能博弈。

图表18：21年计划新点火以及冷修复产生产线

计划新点火	地区	生产线	日熔化量 (吨/天)	备注
1	广东	广东明轩二线	1000	2021.4.21点火
2	福建	福建龙泰玻璃有限公司	700	2021.5.1点火
3	黑龙江	中建材佳星（黑龙江）有限公司二线	600	2021.6.6点火
4	河南	河南中联搬迁二线	600	2021.6.29点火
5	贵州	贵州黔玻永太新材料公司置换线	727	计划2021年12月点火
6	辽宁	信义玻璃营口有限公司置换线	800	计划2021年12月31日点火
7	辽宁	中玻（朝阳）新材料有限公司置换线	900	计划2021年10月点火
8	辽宁	凌海聚源微晶新材料有限公司置换线	380	计划2021年12月点火
计划复产	地区	生产线	日熔化量 (吨/天)	备注
1	辽宁	本溪迎新玻璃有限公司三线	900	2021.1.8
2	湖北	武汉明达（原亿钧）玻璃有限公司	700	2021.1.28
3	河南	安阳安彩一线	500	2021.2.28
4	江苏	台玻东海改造一线	800	2021.4.24
5	安徽	信义芜湖一线	500	2021.5.18
6	山东	金晶集团滕州二线	600	2021.5.18
7	河北	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	500	2021.06.8
8	陕西	中国玻璃陕西二线	450	2021.06.19
9	广东	台玻东莞一线	700	2021.06.23
10	江苏	中国玻璃宿迁三线	600	2021.06.28
11	四川	台玻集团成都二线	900	2021.7.1
12	河北	河北长城玻璃有限公司七线	1200	2021.7.8
13	河北	河北沙河迎新玻璃厂四线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
14	广东	江门华华润三线	1050	预计2022年下半年复产，建筑级白玻
15	山西	山西虎黎城一线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
16	湖北	湖北三峡新型建材公司三线	700	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
17	江苏	中国玻璃东台一线	600	预计2021年下半年复产，建筑级白玻

资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- **玻璃行业维持紧平衡。**从玻璃供需情况来看，我们判断，由于新的产能置换政策以及部分浮法产能转产光伏的催化，2021年行业净增产能十分有限，而在竣工周期支撑下以及汽车、出口逐步回暖，行业需求有望保持稳定增长，供需紧平衡态势使得行业高景气度延续，而当前库存持续低位运行的状态下，现货价格易涨难跌。

图表19：国内玻璃供需平衡表测算

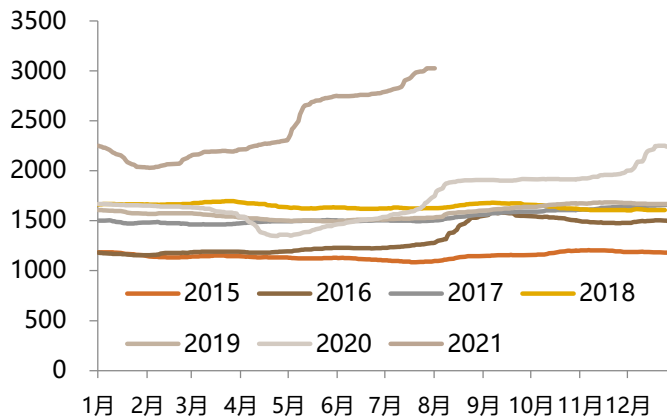
	平板玻璃产量 (万重箱)	实际增速	平均库存 (万重箱)	5mm出口 (万重箱)	汽车销量 (万辆)	增速	汽车玻璃需求 (万重箱)	建筑需求 (万重箱)	增速	其他需求
2015	73862.7	-6.81%	3406	5365.0	2,459.80	4.7%	3197.74	49319.69	-8.2%	12574.3
2016	77403.0	4.79%	3289	5660.3	2,802.80	13.7%	3643.64	51879.80	5.2%	12930.3
2017	79023.5	2.09%	3276	5258.0	2,887.90	3.1%	3754.27	53023.25	2.2%	13712.0
2018	86863.5	9.92%	3225	4836.8	2,808.10	-2.8%	3650.53	58546.95	10.4%	16604.3
2019	92670.2	6.68%	4002	4705.5	2,576.90	-8.2%	3349.97	62067.74	6.0%	18545.0
2020	94572.3	2.05%	4268	4470.2	2,531.10	-1.9%	3290.43	63213.01	1.8%	19330.6
2021E	96806.3	2.36%	3000	4707.1	2,630.00	3.9%	3419.00	66088.00	4.5%	19385.9

资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

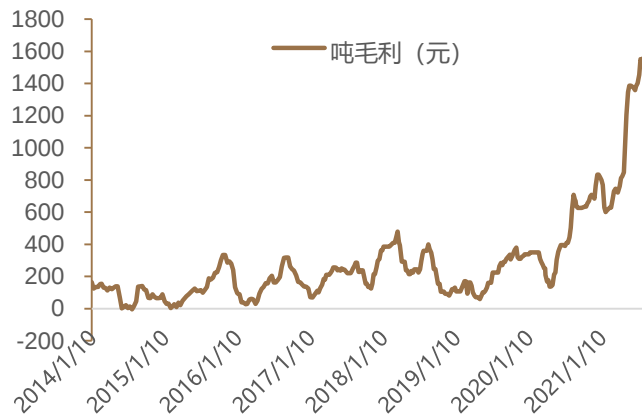
- **浮法玻璃价格及行业盈利均创新高。**浮法玻璃供需格局持续改善，2021年浮法玻璃价格实现高开高走，尤其二季度旺季以来价格持续走高，截止到8月初，全国浮法玻璃均价突破3025元/吨，沙河地区燃煤薄板吨毛利突破1550元/吨，均创历史新高。我们认为，基于当前偏紧的供需格局，库存处于绝对低位，下半年有望旺季更旺。

图表20：2021年浮法玻璃全国均价高开高走（元/吨）



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

图表21：沙河地区部分燃煤薄板生产线盈利情况

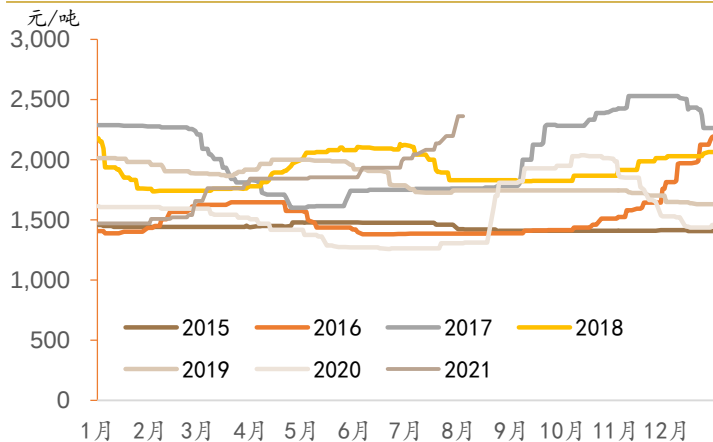


资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

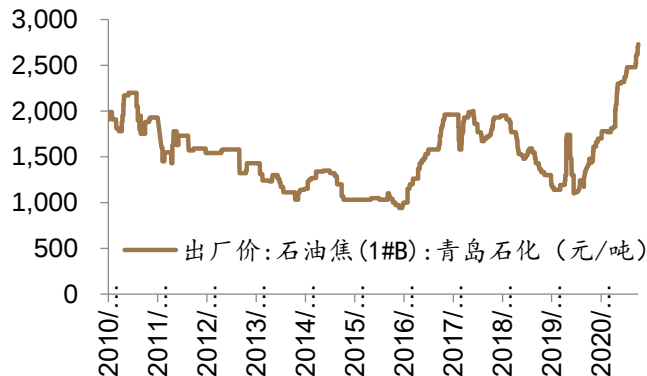
- **成本逐步抬升，龙头企业优势凸显。**目前纯碱价格约2300-2400元/吨左右，今年以来价格持续上涨（纯碱价格每上涨100元/吨，大概玻璃箱成本提升1元/重箱），由于国内浮法玻璃在产产能持续增加以及光伏玻璃新建产能扩张，纯碱需求不断增加，价格也随之上行；同时石油焦跟随原油价格波动，近期价格有所上涨（石油焦价格每上涨100元/吨，大概玻璃箱成本也上升1元/重箱），能源成本或有所上升。
- 对于有库存能力的龙头企业来说，可以在原材料（纯碱）价格较低时加大采购量锁定未来一定时期的成本，同时龙头企业石英砂自给率更高，成本优势更加突出。

图表22：2021年以来纯碱价格持续走高



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表23：石油焦价格跟随原油价格持续走高



资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- 我们按照当前燃料价格，测算沙河地区不同燃料体系下生产成本，以天然气作为清洁燃料也是生产高端产品必不可少的燃料，未来随着环保趋严以及产品升级，清洁燃料占比有望继续提升；石油焦及煤制气成本相对较低，但近期随着煤价及原油价格上涨，整体成本有所提升。

图表24：以沙河地区为例不同燃料系统下的生产成本

项目	单位	含税单价	生产单吨玻璃耗能	单位成本（元）	备注
煤制气	元/吨	840	0.35	294	秦皇岛动力末煤平仓价
重油	元/吨	2679	0.2	535.8	燃料油期货结算价
石油焦	元/吨	2480	0.22	545.6	青岛石化石油焦出厂价
天然气	元/方	2.63	200	526	36城市管道天然气价格
重质纯碱	元/吨	1932	0.22	425.04	全国重质纯碱平均价
石英砂	元/吨	200	0.69	138	以沙河地区数据计算
白云石	元/吨	95	0.17	16.15	以沙河地区数据计算
石灰石	元/吨	95	0.06	5.7	以沙河地区数据计算
长石	元/吨	224	0.05	11.2	以沙河地区数据计算
芒硝	元/吨	564	0.01	5.64	以沙河地区数据计算
水	元/吨	3.56	0.66	2.35	以沙河地区数据计算
电	元/度	0.57	13	7.41	以沙河地区数据计算
工资福利	元/吨			50	以沙河地区数据计算
环保	元/吨			60	以沙河地区数据计算
制造费用	元/吨			100	以沙河地区数据计算
生产成本（煤）	元/吨			1115.49	55.8元/重量箱
生产成本（油）	元/吨			1357.29	67.9元/重量箱
生产成本（石油焦）	元/吨			1367.09	68.4元/重量箱
生产成本（气）	元/吨			1347.49	67.4元/重量箱

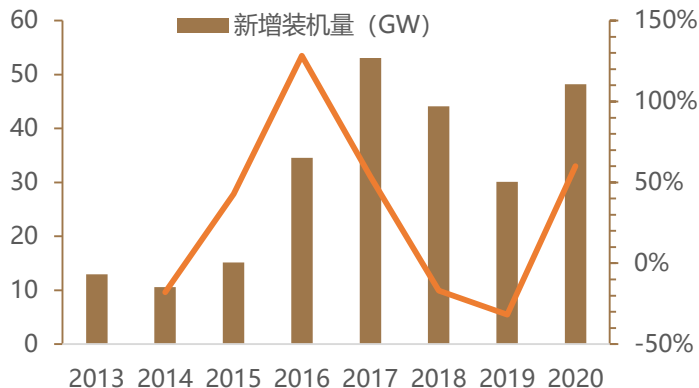
资料来源：Wind，玻璃行业协会，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

◆ 玻璃需求延展，光伏玻璃扩张加速

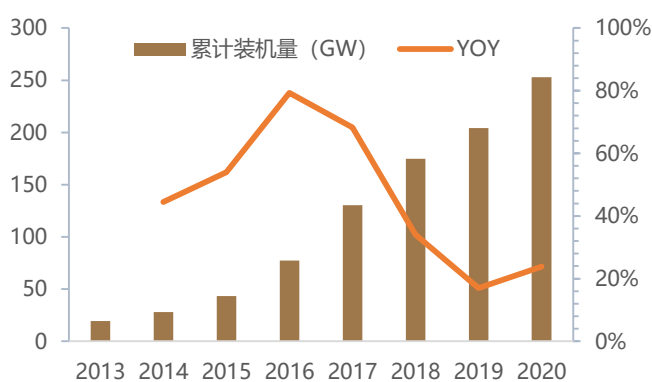
- 根据中国“二氧化碳”排放力争于2030年实现碳达峰，2060年实现碳中和的目标，到2030年，非化石能源占一次能源消费比重将达到25%，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上；因此，发展可再生能源势在必行，而太阳能有清洁、安全、取之不尽等优势，已成为发展最快的可再生能源。
- 2020年我国光伏新增装机48.2GW，同比增长60%，其中Q4在抢装的支撑下，新增装机29.4GW，同比增长108.5%。我们认为，2021年进入碳达峰启动元年，光伏新增装机有望保持快速发展，国家明确规定2021年风电光伏保障性并网规模不低于90GW。

图表25：2013-2020年我国光伏新增装机量及增速



资料来源：国家能源局，德邦证券研究所

图表26：2013-2020年我国光伏累计装机量及增速



资料来源：国家能源局，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- 根据中国光伏行业协会的预测，为达到2030年碳达峰的目标，预计“十四五”期间，我国光伏年均新增装机或在70-90GW，其中2021年装机55-65GW；按照2020年光伏新增装机量来看，中国新增装机量约占全球的37%，在各国“碳中和”的目标、清洁能源转型及绿色发展的推动下，预计“十四五”期间，全球每年新增光伏装机约210-260GW，其中2021年装机约150-170GW，相较于“十三五”，装机量再上一台阶，将推动整个行业快速发展。

图表27：2021-2025年我国新增光伏装机预测



资料来源：CPIA，德邦证券研究所

图表28：2021-2025年全球新增光伏装机预测



资料来源：CPIA，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

- 根据未来全球光伏新增装机量、双玻组件渗透率提升以及单位组件对应光伏玻璃需求；我们测算得出，1GW组件对应传统单玻（3.2mm）的光伏玻璃需求为5.4万吨，对应双玻（2.0mm）的光伏玻璃需求为6.9万吨。假设按照2021年全球新增装机量160GW测算，则全球需求光伏玻璃约1250万吨，同比增长约26%。
- 根据卓创资讯统计，截止2021年8月初，全国光伏玻璃在产生产线约217条，日熔量约38040吨/天，假设按照80%的良率测算，则实际有效产能约为30432吨/天，全年日熔量约为1111万吨。

图表29：组件与光伏玻璃需求测算

参数	单位	传统单玻	传统双玻
光伏玻璃厚度	MM	3.2	2
单吨光伏玻璃对应面积	平方米/吨	125	200
组件用玻璃成品良率	%	76%	71.30%
所需光伏玻璃面积（166/60片）	平方米	1.66	3.32
组件功率	W	325	335
1GW组件对应光伏玻璃面积	平方米	5107692	9910448
1GW组件对应光伏玻璃重量	万吨	5.4	6.9

资料来源：CPIA，德邦证券研究所

图表30：全球光伏新装机对应光伏玻璃需求测算

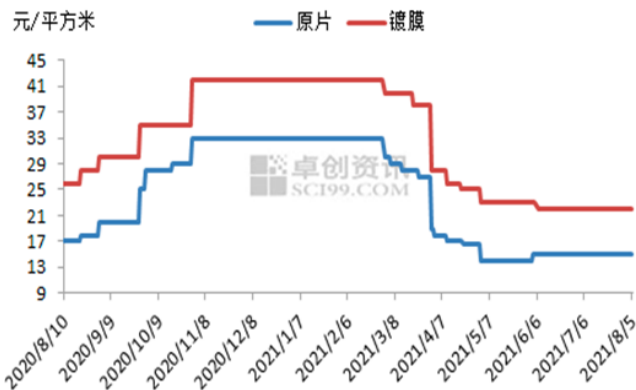
参数	单位	2020A	2021E	2022E
国内装机量	GW	48.2	60	75
增速			24.5%	25.0%
全球装机量	GW	130	160	200
增速			23.1%	25.0%
容配比	组件容量/ 逆变器容量	1.3	1.3	1.3
对应组件规模	GW	169	208	260
双玻渗透率		30.0%	40.0%	48.0%
双玻装机量	GW	50.7	83.2	124.8
单玻装机量	GW	118.3	124.8	135.2
对应2.0MM双玻需求	万吨	352.36	578.23	867.34
对应3.2MM单玻需求	万吨	636.04	670.99	726.91
光伏玻璃总需求	万吨	988.40	1249.21	1594.24
增速			26.4%	27.6%

资料来源：CPIA，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

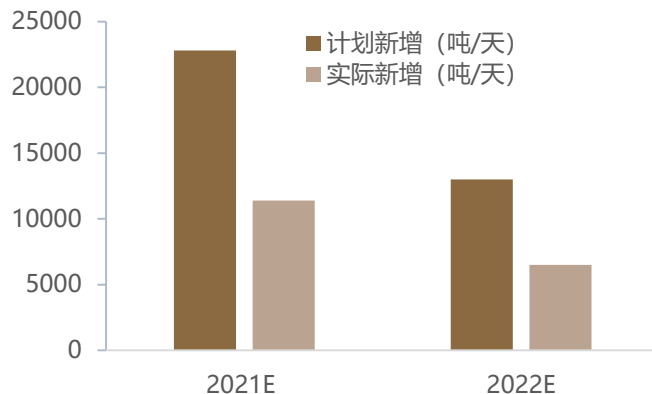
- 由于20年下半年双玻组件渗透率快速提升，导致光伏玻璃供应紧张，光伏价格一路上行，3.2MM镀膜玻璃一度涨至42元/平米，企业盈利水平也大幅提升，同时基于对光伏行业未来发展的信心，许多企业加大新建生产线力度，据不完全统计，2021、2022年计划新建产能约为22800吨/天、13000吨/天，而由于上游硅料短缺价格大幅上涨导致21H1装机量低于预期，同时光伏玻璃龙头企业欲抑制行业无序扩张，光伏玻璃价格从3月份以来持续下行，目前3.2MM镀膜玻璃已经降至22元/平米，当前价格体系下，小企业基本不赚钱，部分转产的生产线已转回建筑玻璃，一定程度抑制产能扩张的节奏，而对于大企业拥有成本、资金等优势，有望加速抢占市场份额。
- 考虑到资金压力及建设周期等因素，预计当年实际产能增加不超过计划的50%，我们判断，随着下半年的装机旺季来临，部分小企业推迟产能建设计划，同时部分转产生产线回转建筑玻璃，行业格局有望改善，价格或底部逐步回升。

图表31：2020-2021年光伏玻璃价格走势



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表32：2021-2022年全国计划新建光伏玻璃产能



资料来源：各公司官网，行业协会，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

◆ 龙头企业产业链延伸至电子玻璃

- 高端盖板对玻璃的保护性能以及光学性能要求较高，目前经过二次强化的超薄高铝玻璃成为高端市场的主流产品，而当前国内高端手机盖板市场主要被美国康宁、日本旭硝子、德国肖特等海外巨头占据，根据调研情况，三家市占率超过90%，国内企业占比仅约10%左右（国内主流企业彩虹、南玻、旭虹、中建材、旗滨等）；康宁“大猩猩”六代产品售价在400元/平米以上，而国内同等产品质量的原片售价仅约140-150元/平米，我们测算21年国内高端手机国产替代的市场空间约3500万平米，对应市场规模约60亿元，若考虑电脑、平板的盖板需求，则市场空间更大，在中美贸易冲突加剧的背景下，国产替代空间非常大。

图表33：电子玻璃主要性能指标

性能	内容	代表产品
保护性能	抗跌落的高度以及抗划痕的强度	康宁GG6产品抗2米跌落；彩虹的“熊猫”抗1.5-2米跌落，南玻KK6抗1.5米跌落
光学性能	光透过率以及色彩还原度	南玻KK6色彩还原度等指标好于康宁GG6

资料来源：公开资料，德邦证券研究所

图表34：全国及全球智能手机需求空间测算

	2019	2020	2021E
全球智能手机出货量（亿部）	13.67	12.65	13.8
中国智能手机出货量（亿部）	3.71	3.3	3.96
智能手机背板渗透率	30%	35%	40%
原片到成品转换率	20%	20%	20%
全球智能手机盖板玻璃需求（亿平米）	1.11	1.07	1.21
中国智能手机盖板玻璃需求（亿平米）	0.30	0.28	0.35
产品单价（元/平米）	180	180	180
全球智能手机盖板玻璃市场规模（亿元）	200	192	217
中国智能手机盖板玻璃市场规模（亿元）	54	50	62

资料来源：IDC，公司资料，德邦证券研究所

主线一：地产竣工周期强劲，玻璃延续高景气度

◆ 重点企业

- 我们认为，地产竣工周期支撑下，玻璃需求强劲，而新的产能置换政策下，新增产能愈发困难，存量产能博弈下产能冲击十分有限，行业库存持续低位运行，价格不断超预期推升行业盈利水平；行业高景气度将贯穿全年，行业β复苏行情下，龙头企业自身α属性依旧突出，有望迎来戴维斯双击。
- **旗滨集团**：浮法业务带来业绩弹性，有望逐季度超预期；电子玻璃+中性硼硅管有望实现技术突破放量，高门槛下国产替代空间巨大，提供想象空间；光伏玻璃未来三年逐年有新产能投放，提供中期增量。
- **南玻A**：重新聚焦玻璃主业，受益浮法行业景气度回升，浮法业务盈利弹性显现，深加工业务继续扩张，巩固龙头地位；电子玻璃十年磨一剑，进入中高端市场，有望凭借先发优势带来新的业绩增长点；同样光伏玻璃未来三年逐年有新产能投放，提供中期增量。
- **信义玻璃**：在浮法产能置换指标收紧的背景下，公司通过并购依然保持20%以上的产能扩张速度，体现了公司管理层的魄力及强大的执行力，未来2年仍有望是头部企业中保持持续扩张的龙头，21年量价齐升业绩弹性十足；汽车玻璃有望随着汽车消费回暖稳步增长；同样建筑节能玻璃顺应绿色节能玻璃的理念保持稳步扩张。

图表35：重点玻璃企业盈利预测（收盘价截止2021/8/13）

公司名称	收盘价 (元/港元)	总市值 (亿元/港元)	归母净利润 (亿元/亿港元)			PE (x)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
信义玻璃	30.05	1219	117.25	131.16	137.71	10.39	9.29	8.85
南玻A	11.9	365	31.49	39.68	45.6	11.59	9.20	8.00
旗滨集团	20.5	551	49.86	57.42	68.19	11.05	9.59	8.08

资料来源：Wind，德邦证券研究所，注：信义玻璃盈利预测选取wind一致预测，旗滨集团、南玻A已外发报告

03

主线二：消费建材的集中度提升

SEPARATOR PAGE

主线二：消费建材的集中度提升

- 近年来，国家出台一系列政策法规以及监管措施来保护生态环境，引导企业规范化发展，我们认为，随着我国经济不断发展，对生态环境的保护愈发重视，原来不安装环保装置、生产运营比较粗放的企业将被逐步要求整改甚至淘汰，行业进入良币驱逐劣币阶段，龙头企业具有资金、渠道、品牌优势，进一步提升市场份额。

图表36：近年来一系列的环保政策及监管措施

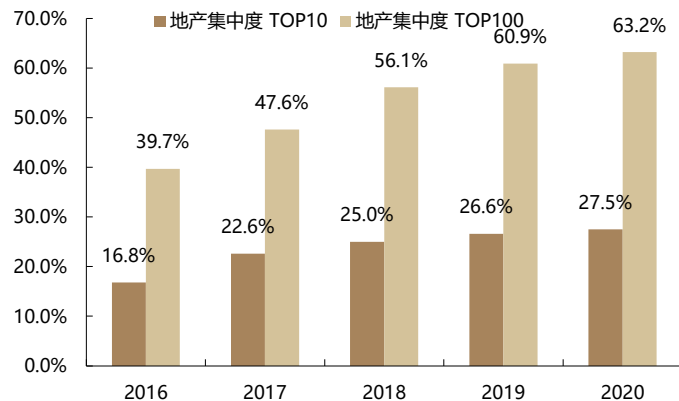
相关部门	政策/监管内容
中国建筑防水材料工业协会	着手编制防水行业大气污染物排放标准，召开行业环保节能创新技术论坛、组织专家探寻环保出路
全国人大常委会	2016年年末通过环境保护税法，与以往排污法有两点不同，一是规定了大气污染物和水污染物的税额幅度，二是根据减排幅度增加一档税收减免的规定。
国务院	出台《“十三五”节能减排综合工作方案》，推进工业污染物减排，出台有机溶剂产品挥发性有机物含量限值强制性环保标准
环保部	2017年第一季度空气质量专项督查的18个督查组进驻京津冀及周边地区18个城市，走访督导检查137个部门和企业
京津冀政府	制定了《建筑类涂料与胶粘剂挥发性有机化合物含量限值标准》，目标锁定建筑类涂料与胶粘剂VOCs（挥发性有机化合物）排放标准。
中央环境保护督察组	2017年第二季度进驻天津市、山西省、辽宁省、安徽省、福建省、湖南省、贵州省等七省市开展环境保护督察
环保部	大气污染防治强化督查组已完成十轮次督查工作，挥发性有机物（VOCs）治理问题仍较严重，缺乏治理设施、治理设施运行不规范的情况仍较为普遍。
环保部等7个部门	印发《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，多处涉及防水材料生产企业
国家市场监督管理总局	防水涂料及建筑防水卷材被列入《全国重点工业产品质量安全监管目录（2020年版）》
工信部	《2020年工业节能监察重点工作计划》：将对沥青基防水卷材、岩棉等建材行业等重点用能企业开展强制性单位产品能耗限额标准执行情况专项监察
住建部	《屋面工程质量验收规范》、《地下防水工程质量验收规范》两项验收规范被局部修订，前述政策将促使防水企业的产品、施工及服务向更高质量发展
国家认证认可监督管理委员会	《关于发布绿色产品认证实施规则的公告》：绿色产品认证实施规则“防水密封材料”适用于各类防水与密封材料的绿色产品认证，包括沥青基防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封胶
生态环境部	《重污染天气重点行业应急减排技术指南（2020年修订版）》：完善相关指标和减排措施，开展重点行业绩效分级，主要适用于以沥青或类似材料为主要原料制造防水材料的企业
国家发展改革委等13部门	《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》：制造业绿色化改造行动，推动提高建材、纺织、造纸等行业绿色化水平
工业和信息化部	《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021-2023年）》：防水材料行业重点形成自动上料计量、过程质量控制、制造执行管理、封装仓储物流等集成系统解决方案
财政部和住建部	《绿色建筑和绿色建材政府采购基本要求（试行）》规定，防水卷材和防水涂料的性能应分别符合团体标准T/CECS 10038-2019《绿色建材评价防水卷材》和T/CECS 10040-2019《绿色建材评价防水涂料》的规定。优异的耐久性和环保性是产品入选的必备条件
生态环境部	《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》：将碳排放影响评价纳入环境影响评价体系，加强生态环境分区管控和规划约束、严格“两高”项目环评审批、推进“两高”行业减污降碳协同控制、依排污许可证强化监管执法、保障政策落地见效

资料来源：各政府部门网站，中国防水协会等，德邦证券研究所

主线二：消费建材的集中度提升

- 近年来政府坚定推行“房住不炒”政策，2020年8月份住建部及央行明确了重点房地产企业资金监测及融资管理规则，提出地产“三道红线”（剔除预收款项后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍）；房地产企业将不能一味通过大举负债来扩大规模，高杠杆的房地产企业面临更大降负债的压力，同时房地产企业整体融资难度提高，尤其是中小房地产企业资金周转能力较差，通过融资渠道实现扩张难度增大。**行业马太效应将进一步凸显，整体资产质量较好的头部房企市占率有望进一步提升。**
- 房企集中度提升倒逼上游材料供应商市场份额提升**，集采模式的出现，房企也会优先选择头部品牌合作集中采购，一方面头部企业产品品质更有保障；另一方面头部企业有更强的资金实力及供应链能力，可以承揽大的工程项目，集采模式使得房企与供应商绑定更深，随着房企集中度提升获得更多的市场份额。

图表37：我国百强地产集中度持续提升



资料来源：中指研究院，德邦证券研究所

图表38：国内涉及“三道红线”问题的部分房企

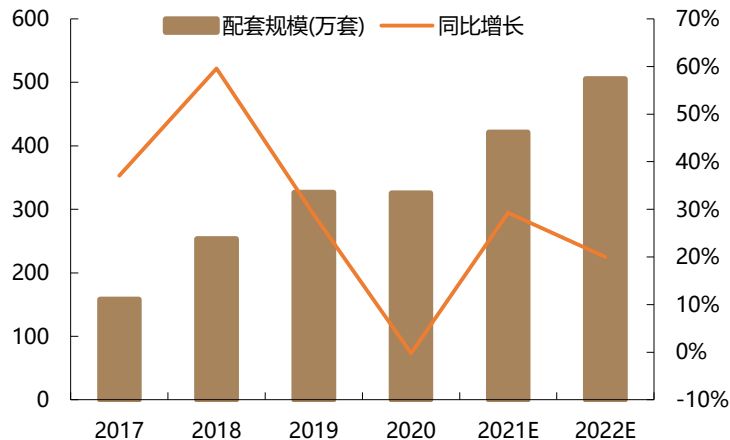
企业名称	触及红线量	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	1年降档变量	性质
恒大	3	83.43	152.89	0.47	0	民企
绿地	3	83.36	140.96	0.79	0	国资背景
富力	3	76.66	130.19	0.4	0	民企
首开股份	3	74.84	178.56	0.89	0	国企
祥生	2	82.37	136.4	1.1	1	民企
华发股份	2	76.5	181.6	1.11	1	国企
首创	2	74.3	123.6	1.14	0	国企
碧桂园	1	80.53	55.59	1.74	1	民企
万科	1	70.44	18.4	2.21	1	国资背景
融创	1	78.69	96.2	1.08	2	民企
旭辉	1	72.55	64.04	2.73	0	民企
绿城	1	71.94	63.84	1.83	0	国资背景
新城	1	74.12	35.61	1.86	0	民企
中南置地	1	79.76	97.27	1.04	2	民企
阳光城	1	78.64	94.9	1.06	1	民企
中梁	1	79.87	65.8	1.09	1	民企
佳兆业	1	69.75	100.54	1.56	1	民企
正荣	1	76.57	64.7	1.81	0	民企
美的	1	77.62	79.33	1.52	0	民企
雅居乐	1	72.26	61	1.09	1	民企
新力	1	73.17	63.36	1.24	2	民企

资料来源：各公司年报，房地产协会，德邦证券研究所；注：时间截止2020年末

主线二：消费建材的集中度提升

- **精装修渗透率提升利于B端集采放量。**近几年国内精装修渗透率持续提升，推行精装修住宅一方面通过集中装修可以发挥规模优势，避免资源浪费；另一方面精装修住宅可以做个性化装修，成为房企新的卖点。因此，近年来精装房市场规模不断扩大，根据奥维云网统计，2020年中国精装住宅配套规模约为325万套，预计2021-2022年精装修住宅将同比增长29.3%和20%，到2022年中国精装住宅配套规模将超过500万套。精装修渗透率提升将使得房企集采规模增大，进一步加强与头部供应商的合作，倒逼上游供应商市场份额的提升。

图表39：2017-2022年中国房地产住宅精装修市场规模预测

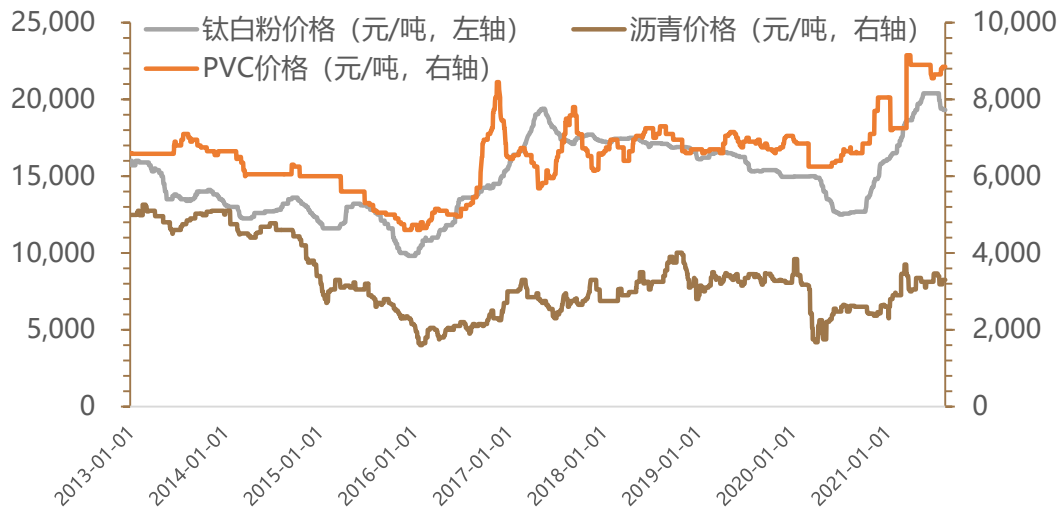


资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

主线二：消费建材的集中度提升

- 2016年以来，沥青、钛白粉、PVC等消费建材原材料呈上升趋势，一定程度推升企业生产成本，同时随着环保趋严，企业的环保成本也在增加；而对于头部企业，有原材料集采优势，同时可以有效向下游传导成本压力，因此，在成本上升阶段，龙头优势愈发突出。

图表40：2016年以来消费建材主要原材料呈上升趋势

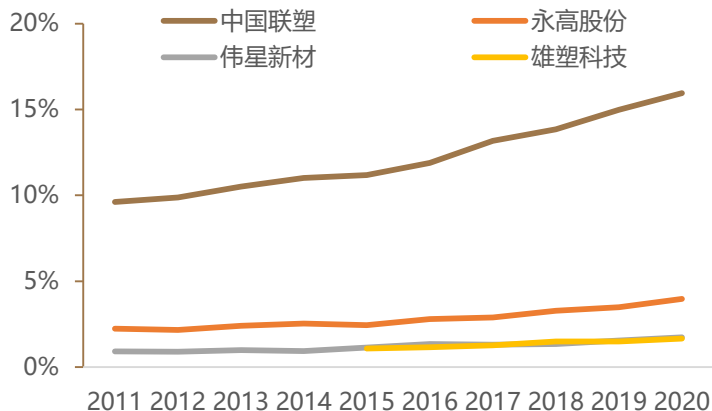


资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线二：消费建材的集中度提升

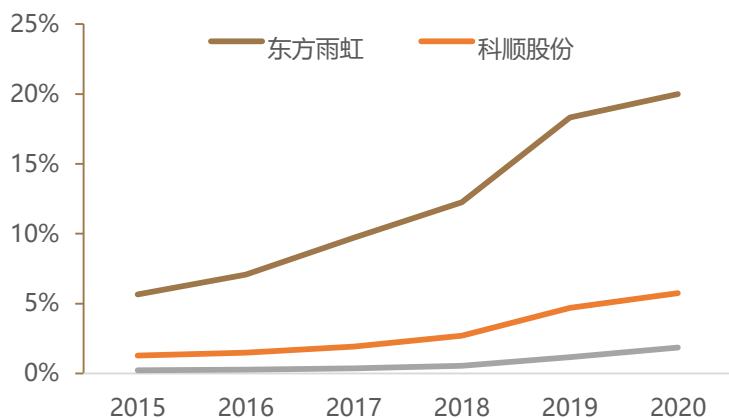
- 我们认为，随着近几年政策法规的引导、环保逐步趋严、成本不断上升以及地产集中度提升等多因素影响，消费建材行业发展愈发规范化，行业进入良币驱逐劣币阶段，而龙头企业具有资金、渠道及品牌优势于一体，市场份额呈快速提升的趋势。
- 我们选取管材及防水上市企业为例，作为上市企业借助资本力量，产能规模及渠道快速扩张，市占率均保持快速提升，例如中国联塑作为管材龙头，市占率从2011年的9.6%提升至2020年15.9%；东方雨虹作为防水的行业龙头，按照规模以上收入企业规模测算，市占率从2015年的5.6%提升至2020年的20%，马太效应愈发明显。

图表41：国内主要上市管材企业的市占率(按产量)



资料来源：各企业年报，中国塑料加工工业协会塑料管道专业委员会，德邦证券研究所

图表42：国内主要上市防水企业的市占率(按营收)



资料来源：各公司年报，中国防水协会，德邦证券研究所；
注：行业规模采用规模以上企业营收

主线二：消费建材的集中度提升

◆ 重点企业

- 我们认为，我国消费建材行业正经历由分散到集中，由单一品类向多元化发展的过程，近几年随着政策法规的引导、环保逐步趋严、成本不断上升以及地产集中度提升等多因素影响，行业进入良币驱逐劣币阶段，头部企业综合竞争优势明显，市场份额快速提升，成长性突出。看好防水材料、涂料、管材、瓷砖及石膏板等细分龙头长期成长性。

图表43：重点消费建材企业盈利预测（收盘价截止2021/8/13）

行业	公司名称	收盘价（元/港元）	总市值（亿元/港元）	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
防水材料	东方雨虹	53.1	1,339.0	43.83	56.54	71.67	30.55	23.68	18.68
	科顺股份	16.3	186.3	11.47	15.88	21.28	16.24	11.73	8.76
建筑涂料	三棵树	157.2	591.6	8.04	12.39	16.96	73.59	47.73	34.88
	亚士创能	32.9	98.4	4.75	6.79	9.41	20.71	14.48	10.46
石膏板	北新建材	36.6	618.4	38.47	45.71	52.38	16.07	13.53	11.81
管材	伟星新材	20.3	323.7	13.77	15.89	18.16	23.5	20.37	17.82
	中国联塑	16.2	501.4	43.64	50.18	56.43	9.57	8.32	7.4
瓷砖	蒙娜丽莎	28.9	118.3	7.57	9.8	12.46	15.63	12.07	9.49

资料来源：Wind，德邦证券研究所，注：除东方雨虹、科顺股份外，其余标的盈利预测采用Wind一致预测

04

主线三：玻纤的供需再平衡

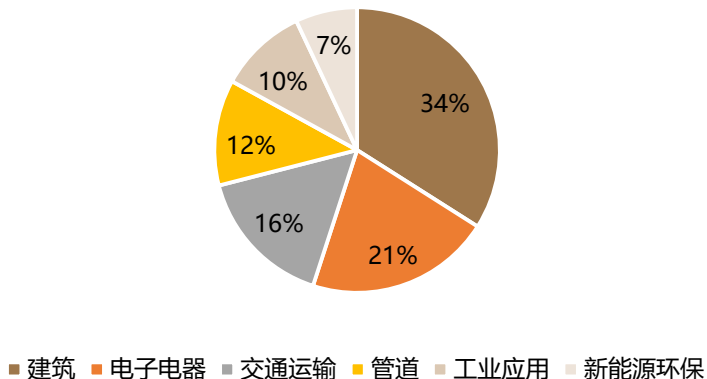
SEPARATOR PAGE

主线三：玻纤的供需再平衡

◆ 玻纤典型顺周期品种，受益全球经济复苏

- 随着玻纤下游应用场景的不断拓展，玻纤需求与宏观经济密切相关，经济复苏对玻纤需求拉动明显，同时玻纤作为全球贸易型产品，属于典型的顺周期行业；
- 2020年下半年以来，国内经济恢复继续超预期，风电纱、热塑纱、电子纱需求旺盛，建筑地产等行业需求保持稳定，国内整体需求快速回暖；同时，随着国外疫情影响边际减弱，海外经济也逐步复苏，新一轮经济复苏周期开启，带动玻纤需求稳步提升。

图表44：国内玻纤下游需求分布



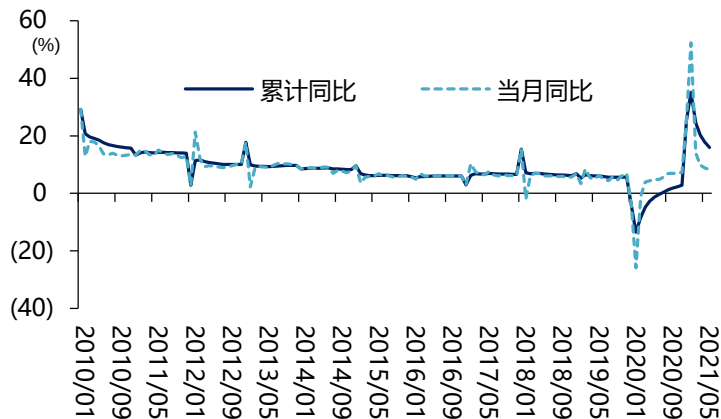
资料来源：中国巨石2020年年报，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

◆ 从需求端来看

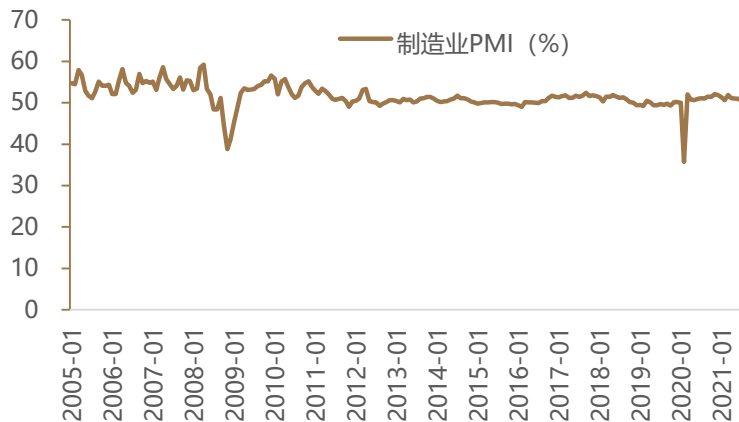
- 2020年下半年以来，随着国内疫情的缓解，国内经济快速恢复，制造业PMI快速回到荣枯线以上，工业增加值增速快速回升，玻纤下游应用交通运输、管道、工业应用等占比分别为16%、12%、10%，制造业的快速回暖拉动玻纤需求。

图表45：国内工业增加值增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

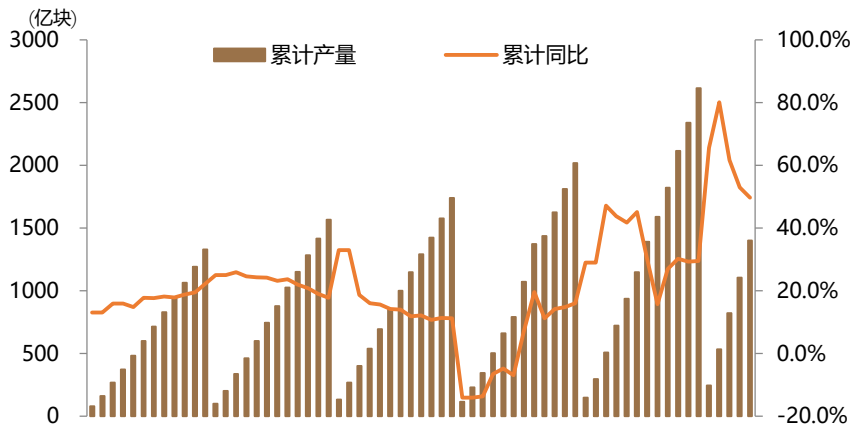
图表46：制造业PMI持续处于荣枯线以上



主线三：玻纤的供需再平衡

- **集成电路保持高增长，电子纱需求旺盛。**随着5G时代的到来，物联网等智能终端对集成电路需求快速增长，2021年上半年我国集成电路产量约1712亿块，同比增长48.1%，集成电路的高增长对玻纤电子纱拉动明显，今年以来电子纱价格持续走高，从年初的9800元/吨，上涨至目前的17000元/吨，行业景气度持续提升。

图表47：国内集成电路产量及增速

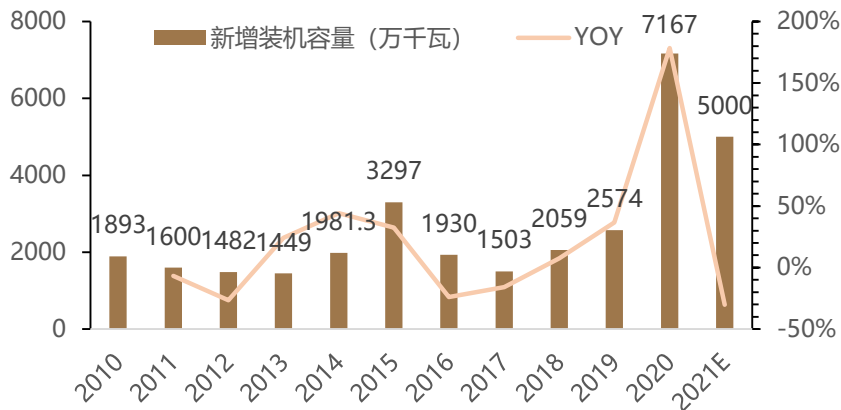


资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

- **十四五期间风电需求旺盛：**受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的共同影响，我国风电市场保持高速增长态势，2020年新增装机量或超过71.67GW，同比增长178.44%，从实际装机情况来看，预计有部分风电订单平移至2021年；根据《风能北京宣言》来看，预计“十四五”期间年均风能新增装机量不低于50GW（“十三五”年均装机量约为30.5GW），风电保持快速发展。
- 2021年陆上风电进入平价时代，未来风电需求的增长主要依赖于度电成本的下降，大容量、长叶片、高塔架被认为是降低度电成本的主要手段。1GW风电叶片约需1万吨玻纤用量，随着风机机型容量越来越大，风机叶片朝着大型化趋势演变，每兆瓦风电叶片所需玻纤用量增加，长期利好风电用玻纤产品需求。

图表48：我国风电每年新增装机量及增速

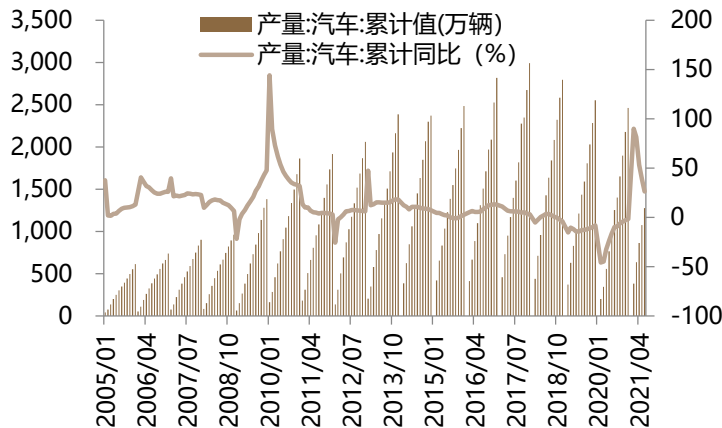


资料来源：国家能源局，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

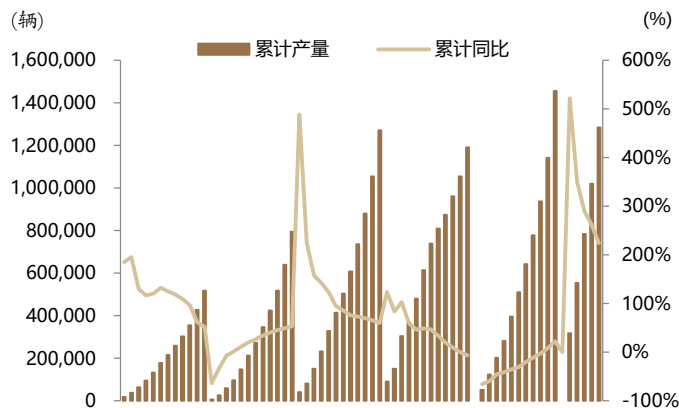
- **新能源汽车保持快速发展，汽车轻量化空间广阔。**2021年上半年，国内汽车产量为1279万辆，同比增长26.4%；新能源汽车产量为128.4万辆，同比增长205%，传统汽车消费触底回暖，新能源车保持高速发展，根据工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，规划明确2025年我国新能源车销量占比要达到当年汽车总销量的20%左右；我们认为，节能减排是汽车轻量化的核心驱动力，材料轻量化成重点内容，玻纤在汽车及厢内设施制造方面应用广泛，占到全球玻璃纤维总消费量的20%左右；而欧美平均每辆轿车使用增强塑料达117公斤，占轿车重量的5-10%，其中42%为玻璃纤维增强热塑性塑料；国内经济型轿车增强塑料用量每辆16-20公斤，载货汽车为20-30公斤，因此未来国内玻纤复合材料渗透率仍有很大提升空间。

图表49：国内汽车产量及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表50：国内新能源汽车产量及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

◆ 从供给端来看

- 根据我们统计，预计21-22年新增产能分别为72和65万吨，考虑到投放时间的不同，我们测算当年有效产能分别为44万吨和33万吨，若考虑到中国巨石以及山东玻纤的冷修线，则实际新增有效产能则更少；相较于2018年增加约100万吨的产能，新增产能冲击大幅减少。

图表51：2021-2022年国内预计新增玻纤产能

省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能 (万吨)	状态	性质	(预计) 投产日	实际新增产能 (万吨)	当年有效新增产能 (万吨)
浙江	嘉兴	中国巨石智能制造电子纱二线	中国巨石	电子纱	6	已投产	新点火	2021/03	6	3
浙江	嘉兴	中国巨石成都基地智能3线	中国巨石	无碱粗纱	15	已投产	新点火	2021/05	15	8
河北	邢台	邢台金牛年产20万吨玻纤一期	邢台金牛	无碱纱	10	已投产	新点火	2021/03	10	8
河北	邢台	邢台金牛一线	邢台金牛	无碱纱	4	已投产	冷修复产	2021/03	4	3
重庆	长寿	重庆国际复合材料长寿F08线	重庆国际	无碱纱	12	已投产	冷修复产	2021/04	12	8
四川	内江	内江华原电子材料6线	内江华原	无碱纱	5	已投产	冷修复产	2021/05	5	4
山东	临沂	10万吨玻纤高端制造项目	山东玻纤	无碱纱	10	建设中	新点火	2021年H2	10	5
江苏	常州	长海股份新建10万吨产能	长海股份	无碱纱	10	建设中	新点火	2021年Q3	10	5
2021小计					72				72	44
河北	邢台	邢台金牛年产20万吨玻纤二期	邢台金牛	无碱纱	10	拟建	新点火	2022年H1	10	5
山东	泰安	泰山玻纤6万吨技改项目	山东玻纤	细纱	6	拟建	新点火	2022年H1	6	3
山东	泰安	泰山玻纤泰安新址9线	泰山玻纤	高模量粗纱	9	建设中	新点火	2022年H1	9	5
江苏	常州	长海股份新建15万吨产能	长海股份	无碱纱	15	拟建	新点火	2022年H1	15	8
浙江	桐乡	巨石15万吨短切原丝生产线	中国巨石	短切原丝	15	建设中	新点火	2022年H1	15	8
浙江	桐乡	巨石电子纱三期	中国巨石	电子纱	10	建设中	新点火	2022年H1	10	5
2022小计					65				65	33

资料来源：卓创资讯，各公司公告，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

◆ 从供给端来看

- 根据我们统计，预计21-22年新增产能分别为72和65万吨，考虑到投放时间的不同，我们测算当年有效产能分别为44万吨和33万吨，若考虑到中国巨石以及山东玻纤的冷修线，则实际新增有效产能则更少；相较于2018年增加约100万吨的产能，新增产能冲击大幅减少。

图表52：2019-2020年国内玻纤生产线冷修情况

省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能 (万吨)	状态	(预计) 投产日	产能减少	备注
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂2线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/11	4	
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂3线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/06	4	
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂9线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/11	4	
四川	成都	巨石成都一线	中国巨石	无碱纱	9	停产	2019/11	9	
2019小计					8			21	
四川	成都	巨石成都二线	中国巨石	无碱纱	8	停产	2020/02	8	
四川	成都	巨石成都三线	中国巨石	无碱纱	5	停产	2020/02	5	
四川	成都	巨石成都四线	中国巨石	无碱纱	5	停产	2020/02	5	
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂1线	泰山玻纤	无碱纱	1	停产	2020/08	1	
2020小计					19			19	
河北	邢台	邢台金牛	邢台金牛	无碱纱	4	停产	2021/02	4	3月18日复产
四川	内江	内江华原电子材料6线	内江华原	无碱纱	5	冷修	2021/03	5	5月1日复产
山东	临沂	山东玻纤沂水3线	山东玻纤	无碱纱	3	冷修	2021/07	2	计划3改10
浙江	桐乡	巨石桐乡基地	中国巨石	无碱纱	4	冷修	2021H1	2	计划4改5
埃及	埃及	中国巨石埃及8万吨生产线	中国巨石	无碱纱	8	冷修	2021H2	6	计划8改10
2021小计					24			19	

资料来源：卓创资讯，各公司公告，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

- 随着玻纤应用领域不断拓展，玻纤需求与经济强正相关，根据IMF预计2021年中国GDP增速为8.1%，需求保持稳定增长。我们预计2021年国内表观需求增速有望达到15%左右，而供给端有效产能预计增加在10%左右，供需依旧匹配，行业景气度维持高位。

图表53：玻璃纤维行业供需平衡表

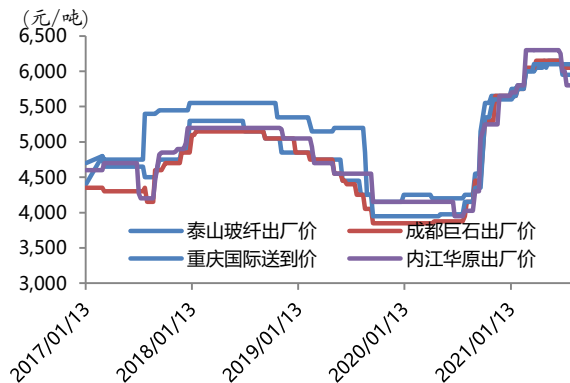
单位：万吨	2017	2018	2019	2020E	2021E
玻璃纤维纱					
全球产量	720	770	800	800	840
同比%	18.0%	6.9%	3.9%	0.0%	5.0%
中国产量	408	468	527	541	614
同比%	12.7%	14.7%	12.6%	2.7%	13.5%
其中：池窑产量	388	438	492	502	584
占比%	95.1%	93.6%	93.4%	92.8%	95.1%
其中：坨窑及其他落后产能产量	20	30	35	39	30
占比%	4.9%	6.4%	6.6%	7.2%	4.9%
中国产量全球占比%	56.7%	60.8%	65.9%	67.6%	73.1%
加权非电子纱池窑产能（万吨/年）	332	382	451	474	516
加权电子纱池窑产能（万吨/年）	63	67	76	82	85
减：加权冷修减少产能（万吨/年）	(5)	(19)	(25)	(25)	(10)
当年加权池窑产能（万吨/年）	390	430	502	531	591
加权产能利用率%	99.4%	101.9%	98.0%	94.5%	98.8%
当年年底池窑产能（万吨/年）	410	516	545	582	608
理论产能利用率%	94.6%	85.0%	90.4%	86.3%	96.2%
进口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）（万吨）	13	10	9	11	11
出口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）（万吨）	(87)	(97)	(77)	(64)	(64)
表观消费量	334	381	459	488	561
表观消费量增速%	11.8%	14.1%	20.4%	6.2%	15.0%

资料来源：卓创资讯，中国玻璃纤维工业协会，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

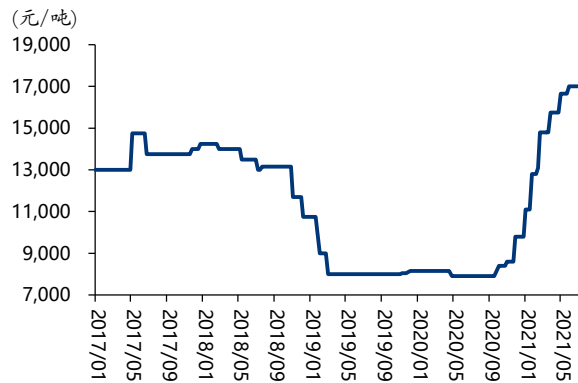
- 随着玻纤供需格局改善，无碱粗纱2400tex缠绕直接纱价格从20年Q3的4000元/吨上涨到21年Q3的6000元/吨。电子布价格也从3元/米上涨至目前的8.8-9元/米，行业景气度持续上行。
- 随着前期新增产能逐步投产，近期直接纱价格有所回落，我们认为，即使价格环比小幅回落并不代表行业景气度的反转，由于前期行业处于景气高点，市场预期比较充分，担忧行业扩产节奏加快景气度下行，但随着价格有所松动后，市场担忧的风险有望逐步释放。从跟踪的情况来看，2021-2022年供需保持匹配，并未出现供给明显过剩，而产品结构分化带来的差异化值得重视，在当前高景气度的热塑纱、合股纱以及电子布等领域需求依旧旺盛，对冲今年风电需求可能的下滑，而明年风电需求大概率复苏，当前行业需求并不会因某一领域需求阶段性减弱而出现大幅波动，行业稳定性大幅提升。

图表54：无碱2400tex缠绕直接纱价格



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表55：G75电子纱主流市场价格



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

主线三：玻纤的供需再平衡

◆ 重点企业

- 我们认为，随着玻纤下游应用领域的不断拓展，行业周期波动性将逐步平滑，尤其在中高端产品领域（电子纱、热塑纱以及风电纱等），龙头企业的竞争优势明显，产品结构优势及低成本构建的护城河将助力龙头企业平滑周期波动；建议关注行业龙头中国巨石（粗纱产能稳步扩张，电子纱成为业绩增长新的驱动力）、中材科技（玻纤产能全国第二，风电叶片全国第一，锂电隔膜规模快速扩张）、弹性品种长海股份（未来新建产能60万吨，薄毡及树脂同步扩产，产能弹性十足）。

图表56：重点玻纤企业盈利预测（收盘价截止2021/8/13）

公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE（x）		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
中国巨石	17.47	699	47.42	53.96	59.67	14.75	12.96	11.72
中材科技	28.33	475	30.0	34.89	39.75	15.86	13.63	11.96
长海股份	19.97	82	4.91	6.09	7.35	16.63	13.4	11.11

资料来源：Wind，德邦证券研究所 注：盈利预测均采用wind一致预测



风险提示

- 地产投资大幅下滑，需求不及预期
- 供给端政策执行不及预期，落后及不符合政策标准的产能退出低于预期
- 原材料价格大幅上涨，成本压力超预期
- 新业务拓展及产能投放进度不及预期

分析师与研究助理简介

闫广，建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

投资评级说明

类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	买入	相对强于市场表现20%以上；
	增持	相对强于市场表现5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话： +86 21 68761616 传 真： +86 21 68767880
400-8888-128