



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

惊蛰冰融雪半消，春江水暖初花俏

——2022 年建筑材料年度投资策略

增持（首次）

行业： 建筑材料行业
日期： 2021 年 12 月 22 日

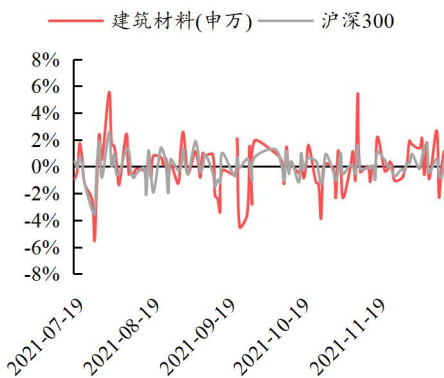
分析师： 金文曦
Tel: 021-53686142
E-mail: jinwenxi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100003

联系人： 蔡萌萌
Tel: 021-53686184
E-mail: caimengmeng@shzq.com
SAC 编号: S0870121110010

行业经济数据跟踪(2021 年 1-10 月)

销售收入(亿元)	52565.70
累计增长	15.30%
利润(亿元)	4329.60
累计增长	15.20%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



相关报告:

主要观点

消费建材：地产风险敞口修复，龙头亮剑多元化布局。恒大事件波及相关合作方乃至整个行业的总分包商。消费建材公司大宗精装业务受阻，坏账率显著提升，预计明年公司报表将缓慢修复。2021 年 1-10 月，全国房屋竣工面积 5.73 亿平方米，累计同比上升 16.30%。10 月，全国房屋竣工面积 0.63 亿平方米，同比下滑 20.56%。预计 2022 年上半年竣工数据仍有支撑，龙头企业趋利避害，拓宽和优质房企的合作范围，加强家装、零售等多渠道、多品类布局，投资价值凸显。相关标的：坚朗五金（002791.SZ）、三棵树（603737.SH）。

水泥：地产预期引导，基建或将提速，能源双控下水泥龙头盈利修复。政治局会议定调稳增长和“适度超前开展基础设施投资”，加强对房地产行业预期引导，探索新的发展模式并加速保障房建设，需求端整体稳定。专项债发行提速，基础设施建设或将提速，2021 年 1-10 月地方政府专项债发行总额 4.02 万亿，累计同比增长 1.01%。整体来看，预计 2022 年政策端以稳为主，地产基建预期强化，行业估值或将得到修复。相关标的：万年青（000789.SZ）。

玻璃：“电光”驱使旧动力向新势能转移。光伏玻璃受益于光伏行业景气度确定从而需求仍在，产能释放出现季节性错配；双碳政策之下浮法玻璃新增供给受限，11 月受竣工数据支撑，玻璃库存有所下降，随着技术进步工艺日益成熟，降低产能切换成本；智能手机出货量稳步增长，国产厂商产业链“自主意识”不断提升，高毛利的电玻国产化渐入佳境，实现量产销售，国产替代趋势仍在持续。相关标的：南玻 A（000012.SZ）、旗滨集团（601636.SH）。

玻纤：风电、汽车、PCB 拉动，玻纤行业景气向上。玻纤应用广泛，涵盖建筑材料等传统行业，也涉及新能源、风电等成长性行业。下游新能源汽车、风电、PCB 三大应用场景景气确定，需求扩张，玻纤行业需求有望进一步提升。相关标的：中国巨石（600176.SH）、中材科技（002080.SZ）。

新材料：碳纤维正处发展机遇期，风电拉动需求上升。全球碳纤维产能需求均处于上升期，国产碳纤维产能扩张，迎来发展机遇期；碳中和推动清洁能源发展，风力发电新增装机量带动需求上涨。相关标的：吉林碳谷（836077.BJ）。

风险提示

下游需求增长不及预期；能耗调控力度超预期。

目 录

一、消费建材：地产风险敞口修复，龙头亮剑多元化布局..... 5

1.1 房地产竣工支撑下消费建材需求提升..... 5

1.2 展望 2022：地产信用敞口修复，龙头亮剑多元化布局..... 6

1.3 相关标的..... 6

1.3.1 坚朗五金：消费建材龙头，产品结构多元..... 6

1.3.2 三棵树：计提减值准备，预计明年报表缓慢修复..... 7

二、水泥：基建或将提速，地产竣工仍有一定支撑..... 9

2.1 需求端：基建或将提速，地产预期引导，需求有望提升.. 9

2.2 供给端：能耗问题或持续影响水泥行业。..... 10

2.3 水泥价格有所回落，市场集中度进一步提升..... 11

2.4 相关标的：万年青..... 12

三、玻璃：“电光”驱使旧动力向新势能转移..... 13

3.1 建筑玻璃：节能玻璃或成行业增长新动能..... 13

3.2 光伏玻璃：“节能减碳”推动下的大势所趋..... 15

3.3 电子玻璃：“国产替代”成趋势，电子设备出货量支撑电玻需求..... 16

3.4 相关标的..... 17

3.4.1 南玻 A：电子玻璃增长潜力逐步兑现..... 17

3.4.2 旗滨集团：“一体两翼”打造公司新增长点..... 19

四、玻纤：风电、新能源汽车拉动，行业景气向上..... 20

4.1 供给：应用广泛，年产量稳步提升..... 20

4.2 需求：“三驾马车”拉动玻纤需求上升..... 22

4.3 相关标的..... 24

4.3.1 中国巨石：玻纤行业龙头，产能行业领先..... 24

4.3.2 中材科技：风电叶片龙头，隔膜业务打造新增长点..... 25

五、新材料：碳纤维正处国产替代机遇期，风电拉动需求上升. 26

5.1 全球碳纤维市场需求快速提升..... 26

5.2 多种合力推动，国内碳纤维市场机会涌现..... 27

5.3 相关标的：吉林碳谷..... 28

风险提示..... 30

图

图 1 全国房地产竣工面积及提速..... 5

图 2 房屋新开工与竣工累计同比剪刀差..... 5

图 3 全国商品房销售面积及增速..... 6

图 4 商品房销售金额及增速..... 6

图 5 坚朗五金营业收入及增速..... 7

图 6 坚朗五金产品收入占比..... 7

图 7 三棵树营业收入及增速..... 7

图 8 三棵树归母净利润及增速..... 7

图 9 三棵树产品营收结构..... 8

图 10 三棵树分产品毛利率..... 8

图 11	三棵树墙面涂料营收结构.....	8
图 12	地方政府专项债发行额.....	9
图 13	全国房屋新开工面积及增速.....	10
图 14	动力煤价格.....	11
图 15	水泥、煤炭价格差.....	11
图 16	全国水泥价格指数.....	11
图 17	各地区水泥价格指数.....	11
图 18	TOP10 企业熟料水泥产能集中度.....	12
图 19	2020 年 TOP5 企业水泥熟料产能占比.....	12
图 20	万年青营业收入及增速.....	12
图 21	万年青归母净利润及增速.....	12
图 22	万年青与可比公司期间费用率对比.....	13
图 23	万年青与可比公司 ROE 对比.....	13
图 24	2019-2021 浮法玻璃产能.....	14
图 25	全国玻璃企业库存.....	14
图 26	浮法玻璃价格走势.....	14
图 27	2011-2020 年新增光伏装机量.....	15
图 28	2021 年光伏玻璃单价.....	16
图 29	中国智能手机出货量及增速.....	17
图 30	平板电脑出货量及增速.....	17
图 31	5G 手机月度出货量及渗透率.....	17
图 32	公司营业收入及增速.....	18
图 33	公司归母净利润及增速.....	18
图 34	2016-2021H1 电显业务营收占比.....	19
图 35	2016-2021H1 电显业务毛利率.....	19
图 36	公司营业收入及增速.....	19
图 37	公司归母净利润及增速.....	19
图 38	玻纤材料下游应用.....	21
图 39	中国玻纤年产量及增速.....	21
图 40	中国玻纤及制品进口量.....	21
图 41	2019 年全球玻璃纤维行业企业竞争格局（按产能）.....	22
图 42	中国汽车产量及增速.....	22
图 43	中国汽车销量及增速.....	22
图 44	中国新能源汽车产量及增速.....	23
图 45	中国风电新增装机容量.....	23
图 46	中国 PCB 行业产值.....	24
图 47	公司营业收入及增速.....	24
图 48	公司归母净利润及增速.....	24
图 49	可比公司 ROE 对比.....	25
图 50	可比公司期间费用率对比.....	25
图 51	2016-2021 前三季度营业收入及增速.....	25
图 52	2016-2021 前三季度归母净利润及增速.....	25
图 53	2020 年全球碳纤维产能分布.....	26
图 54	中国大陆碳纤维年产能.....	27

图 55	2020 年全球碳纤维需求结构.....	28
图 56	2020 年中国碳纤维需求结构.....	28
图 57	公司营业收入及增速.....	29
图 58	公司归母净利润及增速.....	29
图 59	公司营业收入结构（按产品）.....	29
图 60	公司归母净利润及增速.....	29

表

表 1	三棵树工程产品 2021 年内多次提价.....	8
表 2	部分地区“双控”限产措施.....	10
表 3	玻璃产能置换相关政策.....	13
表 4	节能玻璃相关政策.....	15
表 5	公司转产、新建光伏玻璃产线.....	20
表 6	公司新建电子玻璃生产线.....	20
表 7	碳纤维相关政策.....	27

一、消费建材：地产风险敞口修复，龙头亮剑多元化布局

1.1 房地产竣工支撑下消费建材需求提升

房地产竣工持续修复，消费建材需求提升。2017年开始，房地产新开工面积与竣工面积累计同比剪刀差开始扩大，商品房交付压力之下促使开发商竣工提速，预计2022年上半年竣工数据仍有支撑，将带动消费建材需求提升。2021年1-11月，全国房屋竣工面积6.88亿平方米，累计同比上升16.20%。11月，全国房屋竣工面积1.15亿平方米，同比上升15.41%。

图 1 全国房地产竣工面积及提速

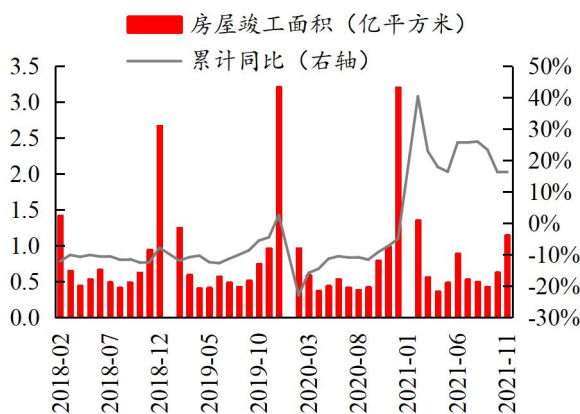
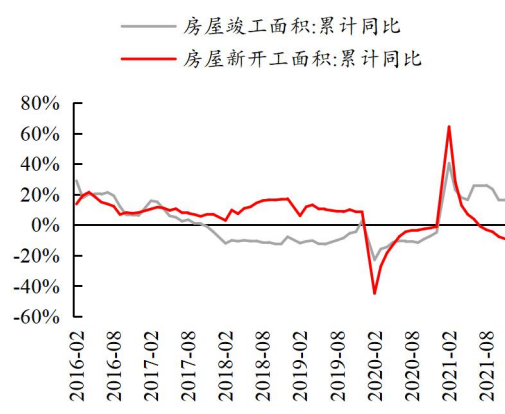


图 2 房屋新开工与竣工累计同比剪刀差

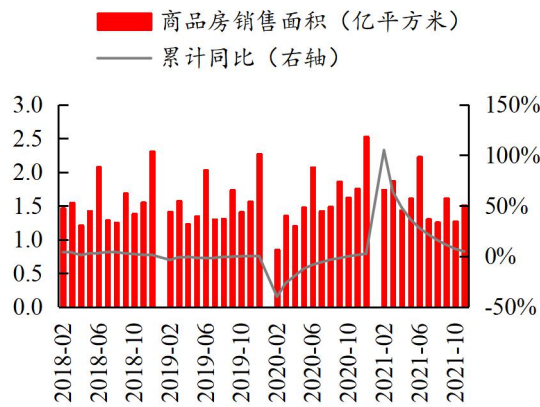


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

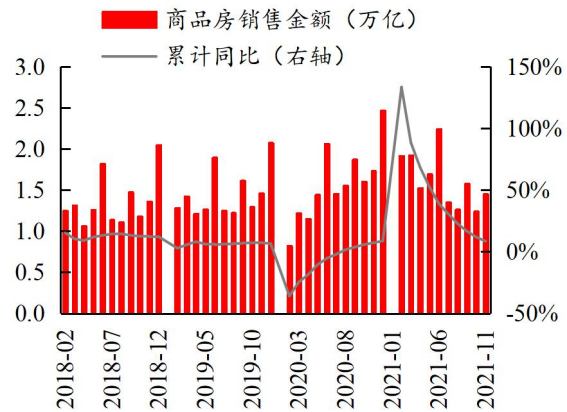
流动性收缩之下，下半年地产销售降温明显。整体来看，2021年上半年整体商品房销售去化较好，进入下半年，流动性偏紧，销售去化速度放缓，加之恒大信用风险事件，市场观望情绪抬头，销售市场降温明显。2021年1-11月，商品房销售累计销售面积15.81亿平方米，累计同比上升4.80%，累计销售金额16.17万亿，同比增长8.50%。11月单月，商品房销售面积1.51亿平方米，同比下滑13.97%，销售金额1.45万亿元，同比下滑16.31%。

图 3 全国商品房销售面积及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 商品房销售金额及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 展望 2022：地产信用敞口修复，龙头亮剑多元化布局

恒大事件波及产业链上下游供应商，消费建材公司大宗业务受阻，坏账率有所提升，预计明年公司报表将缓慢修复。预计 2022 年上半年竣工数据仍有支撑，龙头企业趋利避害，拓宽和优质房企的合作范围，加强家装、零售等多渠道、多品类布局，投资价值凸显。

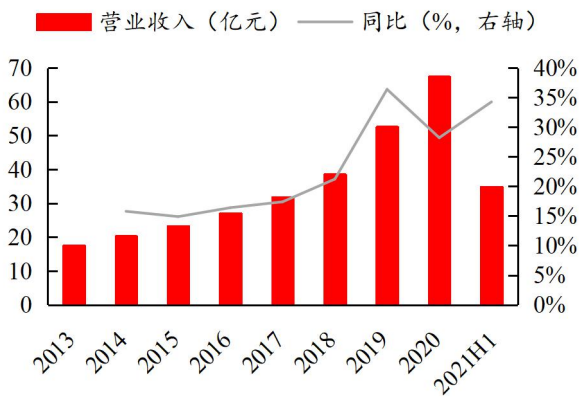
政策利好推动消费建材需求提升。2021 年 12 月，国家发改委农村经济司司长表示，要推动农村居民消费梯次升级。鼓励有条件的地区开展农村家电更新行动，实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡，促进农村居民耐用消费品更新换代。

1.3 相关标的

1.3.1 坚朗五金：消费建材龙头，产品结构多元

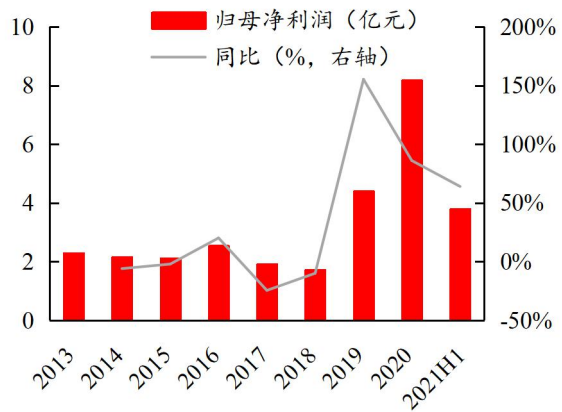
公司产品矩阵丰富，涵盖建筑门窗幕墙五金、门控五金系统、不锈钢护栏构配件，同时加大投入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品，基本可满足多元化建筑五金采购需求。2020 年，公司实现营业收入 67.37 亿元，同比增长 28.2%，实现归母净利润 8.17 亿元，同比增长 86.01%。2021H1，公司实现营业收入 34.87 亿元，同比增长 34.25%，实现归母净利润 3.79 亿元，同比增长 63.95%。

图 5 坚朗五金营业收入及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 坚朗五金产品收入占比

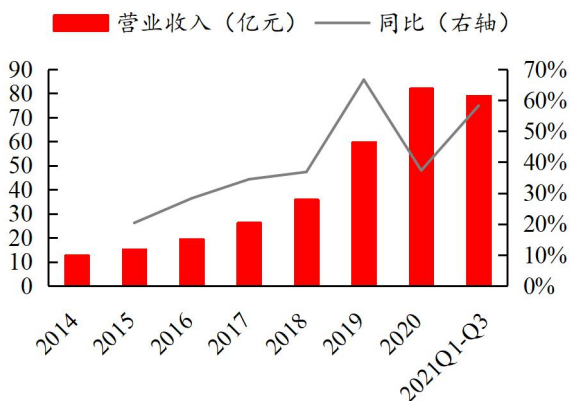


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3.2 三棵树：计提减值准备，预计明年报表缓慢修复

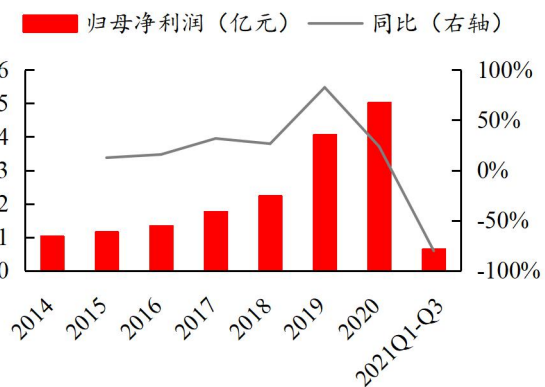
营收快速增长，计提减值准备影响净利润。公司深耕涂料行业，采取精益化生产，优化产品及渠道，在产品研发、渠道拓展、品牌提升等方面持续发力。2021 前三季度，公司实现营业收入 79.06 亿元，同比增长 58.26%。由于公司工程业务与地产公司、建筑工程公司建立长期合作关系，个别大型地产公司信用事件导致公司面临应收账款、应收票据无法回收的风险。公司对相关应收账款计提减值准备，1-9 月累计计提资产减值准备金额 3.40 亿元，将相应减少公司归母净利润 2.61 亿元。

图 7 三棵树营业收入及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

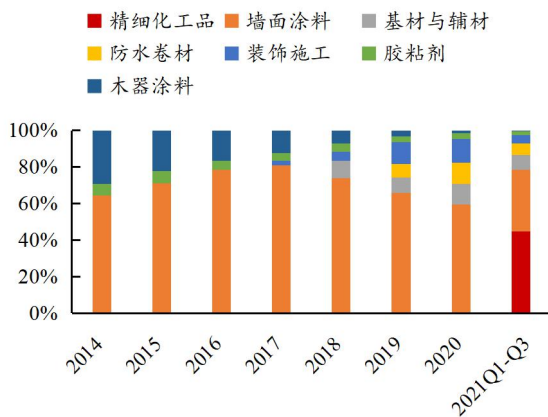
图 8 三棵树归母净利润及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

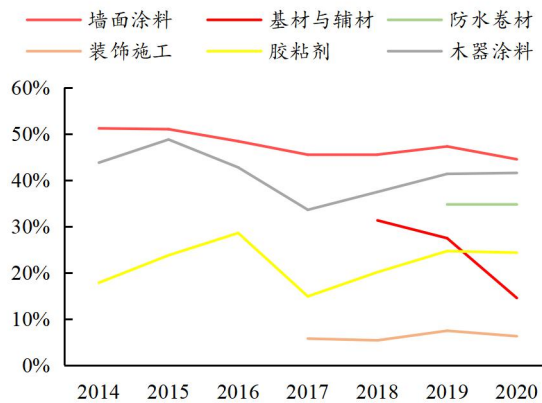
涂料毛利率整体稳定。木器涂料和胶粘剂毛利率自 2017 年开始整体提升，胶粘剂从 2017 年的 14.84% 提升至 2020 年的 24.30%，木器涂料毛利率从 2017 年的 33.57% 提升至 2020 年的 41.55%。

图 9 三棵树产品营收结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

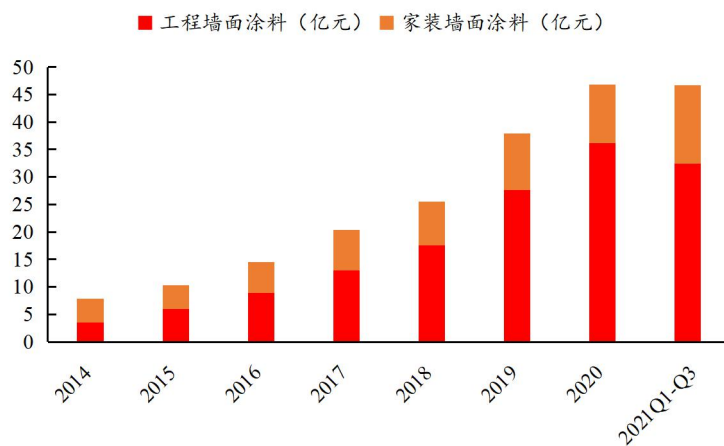
图 10 三棵树分产品毛利率



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司墙面涂料产品涵盖两大部分，工程墙面漆和家装墙面漆，从营收数据来看，工程墙面漆营收快速增长，2020 年工程墙面漆实现营业收入 36.12 亿元，同比增长 30.63%。随着上游大宗原材料产品提价，公司在 5 月、8 月、10 月分别上调部分产品价格，提价幅度在 5%-30%不等，量价齐升有望增厚公司未来收入水平。

图 11 三棵树墙面涂料营收结构



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 1 三棵树工程产品 2021 年内多次提价

	5 月 20 日上调幅度	8 月 17 日上调幅度	10 月 18 日上调幅度
外墙涂料	15%-25% (仿石类涂料)	5%-18%	5%-15%
内墙涂料	15%-30% (乳胶漆)	8%-20%	5%-20%
基辅材	10%-15%	5%-15%	5%-35%
地坪涂料	15%-20%	5%-15%	10%-40%

一体板	3%-12%	5%-25%
保温板	5%-12%	5%-30%

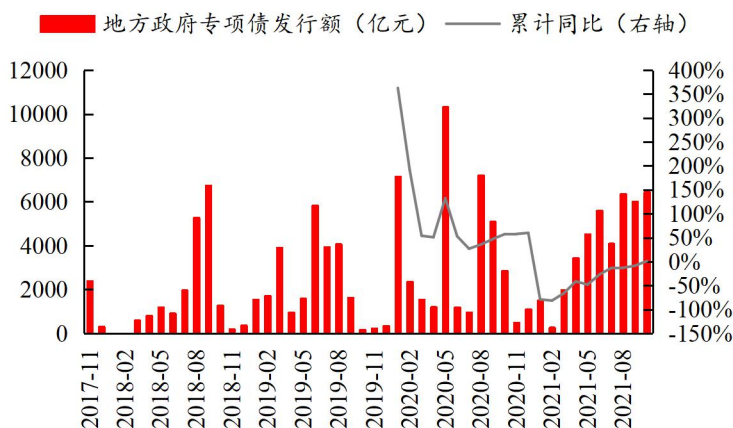
数据来源：中外涂料网 涂界 上海证券研究所

二、水泥：基建或将提速，地产竣工仍有一定支撑

2.1 需求端：基建或将提速，地产预期引导，需求有望提升

专项债发行加速，需求受基建端支撑。2021年1-10月地方政府专项债发行总额4.02万亿，累计同比增长1.01%。具体到月度发行情况来看，专项债发行下半年提速，10月新增发行5410亿元，同时财政部要求“新增专项债尽量在11月底前发行完成”，从资金投向看，10月份新增专项债券集中于市政及产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施等，基础设施建设提速将加大对水泥等建筑材料需求。

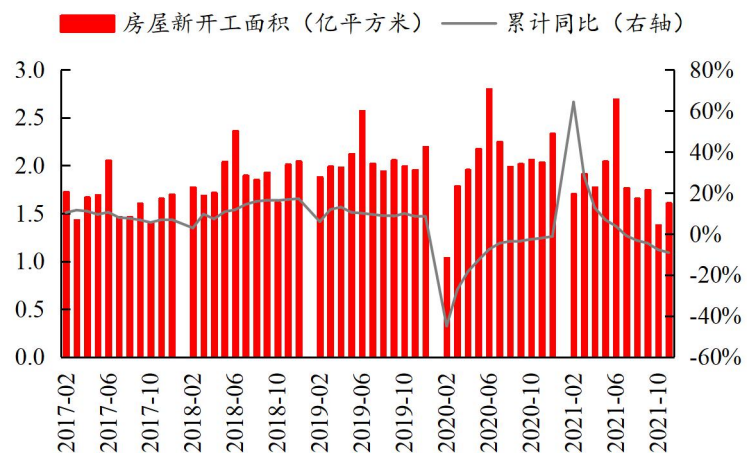
图 12 地方政府专项债发行额



数据来源：Wind 上海证券研究所

地产新开工略显疲软，2022 年地产预期引导，新开工或将修复。2021 年 1-11 月，全国房屋新开工面积 18.28 亿平方米，同比下滑 9.10%；11 月单月，全国房屋新开工面积 1.61 亿平方米，同比下降 21%，降幅较上月收窄。中央经济工作会议定调对地产“加强预期引导，因城施策促进房地产行业良性循环和健康发展”。政策边际改善之下预计 2022 年地产新开工数据或有改善，对水泥需求会有一定支撑。

图 13 全国房屋新开工面积及增速



数据来源：Wind 上海证券研究所

2.2 供给端：能耗问题或持续影响水泥行业。

“能耗双控”影响水泥供给。2021年下半年，受“能耗双控”及供电紧张影响，多地区出台“限电”、“错峰生产”等措施，水泥企业实行错峰生产。以四川省为例，四川省水泥协会发布文件称，四川省水泥熟料生产线统一参加错峰生产，10月份每条线错峰生产不少于8天。

表 2 部分地区“双控”限产措施

地区	时间	政策
云南	2021.09	2021年9月份水泥产量在8月产量基础上压减80%以上，10-12月全部水泥企业错峰生产时间不少于40天。
辽宁	2021.10	10月9日8:00起，对全省水泥企业实施有序用电措施。期间水泥熟料生产停止用电，有序用电时间预计不低于15天。
四川	2021.08	在春节、酷暑伏天、雨季、重大活动和秋冬季大气污染防治攻坚期间开展错峰生产工作。每条水泥熟料生产线年度错峰基准天数为110天，其中一季度40天、二季度20天、三季度30天、四季度20天。
	2021.10	四川省水泥协会发布文件称，四川省水泥熟料生产线统一参加错峰生产，10月份每条线错峰生产不少于8天。

数据来源：各省经济和信息化厅网站 潇湘晨报 中国化肥网 中国水泥网信息中心 上海证券研究所

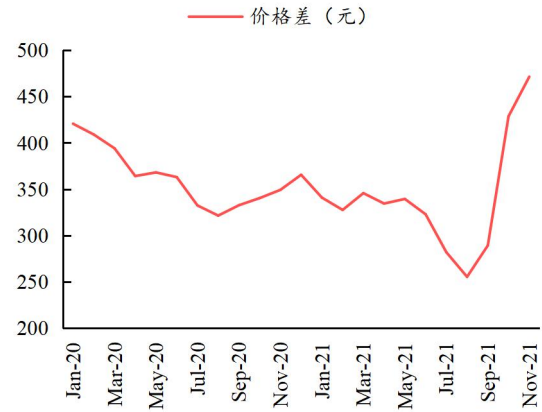
煤炭价格有望回落，企业盈利空间修复。2021年9月开始动力煤价格上涨迅速，9月中旬，发改委“保供”提出通过增产增供、投产优质产能、适度增加煤炭进口等多举措保障煤炭供应，10月下旬开始动力煤价格有所回落，水泥、煤炭价格差回升，水泥制造企业成本压力减少，盈利空间修复。

图 14 动力煤价格



数据来源: iFind 上海证券研究所

图 15 水泥、煤炭价格差



数据来源: 卓创资讯 上海证券研究所

2.3 水泥价格有所回落，市场集中度进一步提升

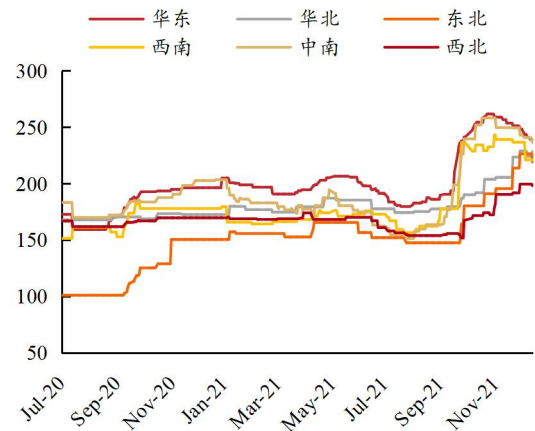
2021H2 受能耗双控及部分地区高耗能产业“限电”的影响，水泥价格上涨，随着煤炭价格回落，多地恢复正常生产，水泥价格有所回落，预计 2022 年水泥价格将调整到合理区间。2021 年 12 月 15 日，全国水泥价格指数为 222.62，较 10 月、11 月有所回落。

图 16 全国水泥价格指数



数据来源: iFind 上海证券研究所

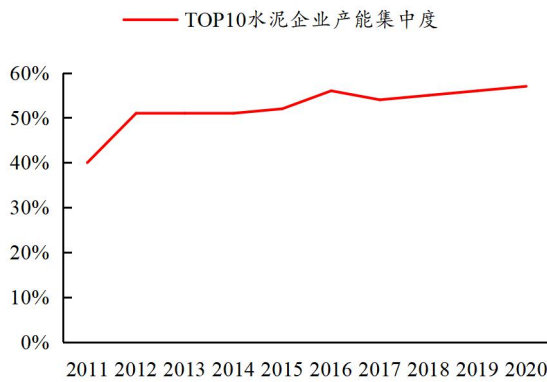
图 17 各地区水泥价格指数



数据来源: iFind 上海证券研究所

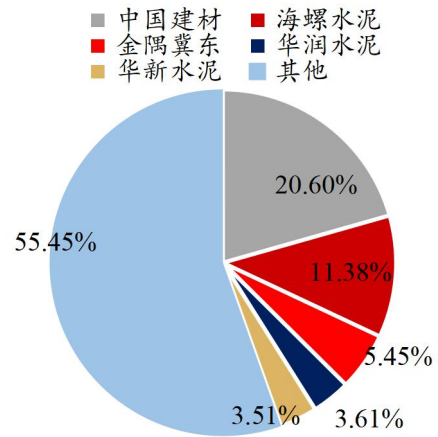
行业集中度提升、强者更强趋势延续。从水泥熟料产能集中度方面看，2011 年-2020 年，水泥行业 CR10 从 40%提升至 57%，行业集中度整体提升。行业集中度提升的趋势延续，头部企业利用并购重组等方式增强自身竞争力，行业格局得以优化。2021 年，天山股份收购中联水泥、南方水泥、西南水泥、中材水泥股权，重组完成后公司熟料产能进一步上升，跻身水泥行业龙头。

图 18 TOP10 企业熟料水泥产能集中度



数据来源：卓创资讯 上海证券研究所

图 19 2020 年 TOP5 企业水泥熟料产能占比

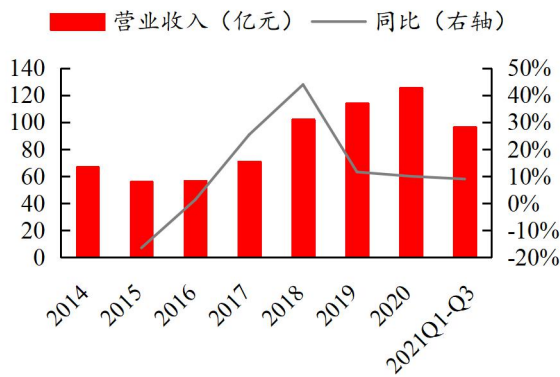


数据来源：中国水泥网 上海证券研究所

2.4 相关标的：万年青

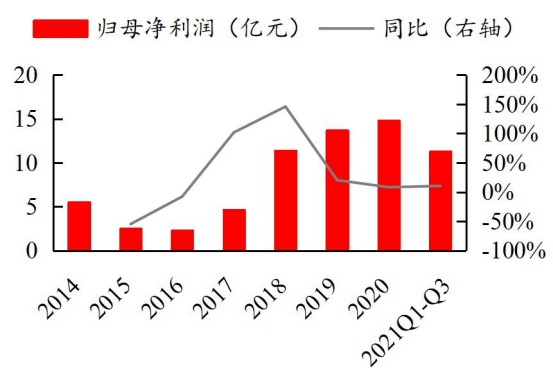
江西水泥龙头，多元化布局相关产业。公司在推动水泥主业稳健发展的同时，延伸产业链并开展多元化业务，打造新的增长极。截至 2021H1，公司拥有万年、玉山等 6 个熟料生产基地，7 家粉磨企业，年熟料产能 1500 万吨、水泥产能 2600 万吨。此外，公司通过新建和并购优化商砼市场布局，目前在省内布局商砼企业近 30 家，拥有商品混凝土产能 1700 万方，水泥、商砼产品在江西的市场占有率位居前列。2021 前三季度，公司实现营业收入 96.34 亿元，同比增长 8.99%，实现归母净利润 11.29 亿元，同比增长 10.36%。

图 20 万年青营业收入及增速



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 21 万年青归母净利润及增速

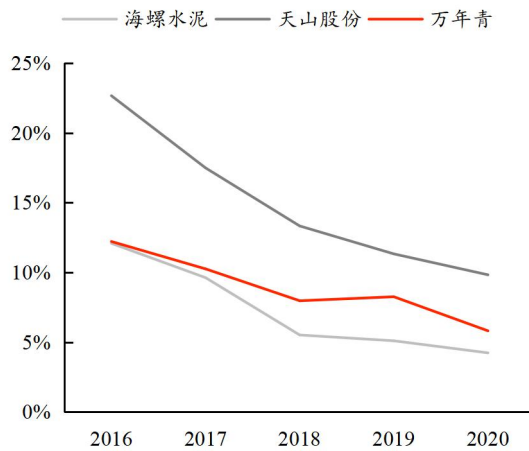


数据来源：Wind 上海证券研究所

成本费用管控能力突出。将公司与水泥制造行业龙头海螺水泥、天山股份对比，2020 年万年青期间费用率 5.81%，较 2019 年下滑 2.44pct，处于海螺水泥与天山股份之间，成本费用管理能力突出。从净资产收益率角度来看，2020 年公司 ROE 为 25.85%，高于海螺

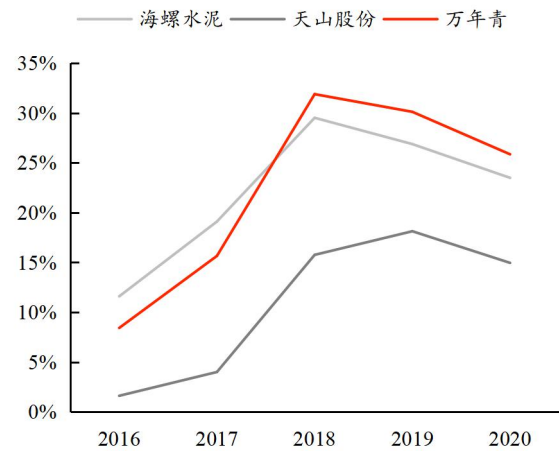
水泥及天山股份。但公司净利率仅为 17.53%，随着后期原材料价格企稳，成本进一步优化之后，公司净利率有望进一步改善。

图 22 万年青与可比公司期间费用率对比



数据来源: iFind 上海证券研究所

图 23 万年青与可比公司 ROE 对比



数据来源: iFind 上海证券研究所

三、玻璃：“电光”驱使旧动力向新势能转移

3.1 建筑玻璃：节能玻璃或成行业增长新动能

产能置换、能耗双控限制浮法玻璃产能扩张。浮法玻璃制造属高能耗行业，相关部门出台产能置换政策限制平板玻璃产能扩张，根据工信部发布的《关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》，位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 2:1 和 1.25:1。受产能置换和“能耗双控”等政策影响，预计未来平板玻璃产能扩张受限。

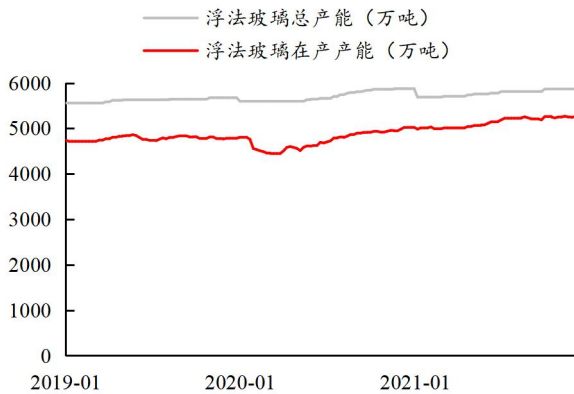
表 3 玻璃产能置换相关政策

时间	发布部门	文件名称	涉及内容
2021.07	工信部	《关于印发水泥玻璃行业产能置换实施办法的通知》	位于国家规定的大气污染防治重点区域实施产能置换的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 2:1 和 1.25:1；位于非大气污染防治重点区域的水泥熟料和平板玻璃建设项目，产能置换比例分别不低于 1.5:1 和 1:1。
2020.01	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法操作问答》	已停产两年或三年内累计生产不超过一年的平板玻璃生产线不能用于产能置换；环境敏感区，置换比例至少为 1.25:1，非环境敏感区比例至少为 1:1。
2021.08	工信部	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》（修订稿）	严禁备案和新建扩大产能的水泥熟料、平板玻璃项目。确有必要新建的，必须实施减量或等量置换，制定产能置换方案。

数据来源: 工业和信息化部网站 上海证券研究所

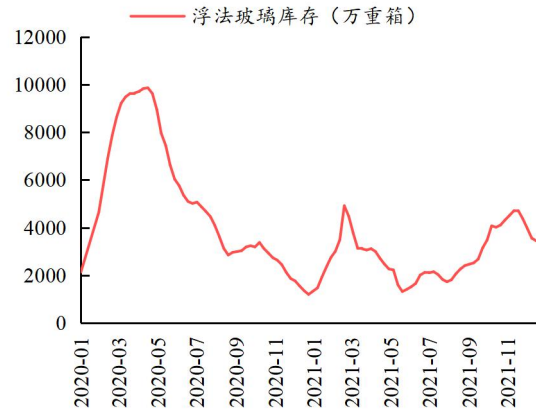
11月竣工数据复苏玻璃库存回落。2021年至今，浮法玻璃在产产能整体稳定，进入11月，地产竣工数据改善，全国房屋竣工面积1.15亿平方米，同比增长15.41%。地产竣工面积提升带动玻璃补库存需求，自11月下旬以来，玻璃行业库存整体下降，从11月19日的4700万重箱下降至12月10日的3553万重箱。展望2022年，地产竣工数据在上半年仍有支撑，依然可以支撑玻璃行业需求。

图 24 2019-2021 浮法玻璃产能



数据来源: iFind 上海证券研究所

图 25 全国玻璃企业库存



数据来源: iFind 上海证券研究所

图 26 浮法玻璃价格走势



数据来源: iFind 上海证券研究所

节能玻璃或成为增长新动能。中国是能源消耗大国，根据中国建筑节能协会数据，2018年，中国建筑全过程碳排放为49.3亿吨二氧化碳，占全国碳排放比重为51.3%。推进建筑绿色节能，降低建筑运行能耗，能够有效减少能源消耗。较普通平板玻璃，节能玻璃具有隔热性和保温性的节能属性，随着社会节能意识不断提高，未来建筑行业节能玻璃渗透率将会提升，从而带动节能玻璃市场空间进一步打开。

表 4 节能玻璃相关政策

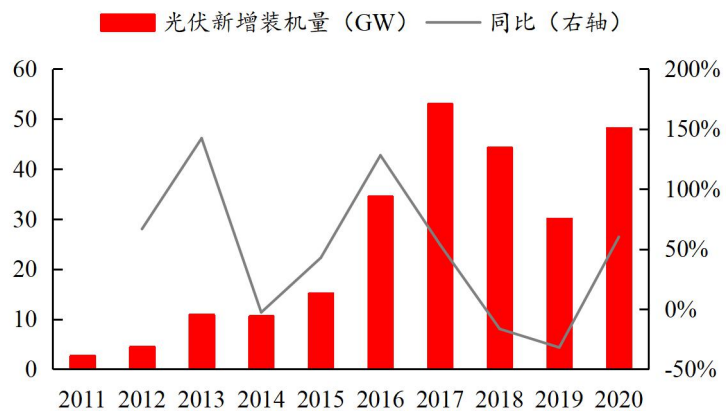
时间	发布部门	文件名称	涉及内容
2009/12	工信部	《工业和信息化部关于抑制产能过剩和重复建设引导平板玻璃行业健康发展的意见》	国内玻璃深加工率不足 30%，显著低于世界平均 55% 的水平；必须在保增长中更加注重结构调整和转变发展方式
2009/12	工信部	《促进中部地区原材料工业结构调整和优化升级方案》	重点发展超薄超厚超白优质浮法玻璃及 LOW-E、ITO 导电膜玻璃等深加工产品。
2016/05	国务院	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	发展高端玻璃，推广应用 Low-E 玻璃板材、真（中）空玻璃、安全玻璃、个性化幕墙、光伏光热一体化玻璃制品；积极发展建筑用防火玻璃板材、电致变色玻璃等新产品。
2019/09	工信部	《关于促进制造业产品和服务质量提升的实施意见》	加快平板玻璃产业转型升级，推广清洁高效生产工艺，实施绿色化、智能化改造，鼓励研发应用全流程质量在线监测、诊断与优化系统。

数据来源：中国政府网 工业和信息化部网站 上海证券研究所

3.2 光伏玻璃：“节能减碳”推动下的大势所趋

光伏发电装机量或迅速增加，发展潜力巨大。光伏玻璃是光伏装机组件的重要组成部分，而近年来相关部门出台多项政策支持光伏发电。碳达峰、碳中和目标下，2020 年我国光伏新增装机 48.2GW，此外，根据中国光伏行业协会预测，为达到 2030 年碳达峰的目标，我国光伏年均新增装机预计“十四五”期间为 70-90GW，其中 2021 年新增装机规模 55-65GW。

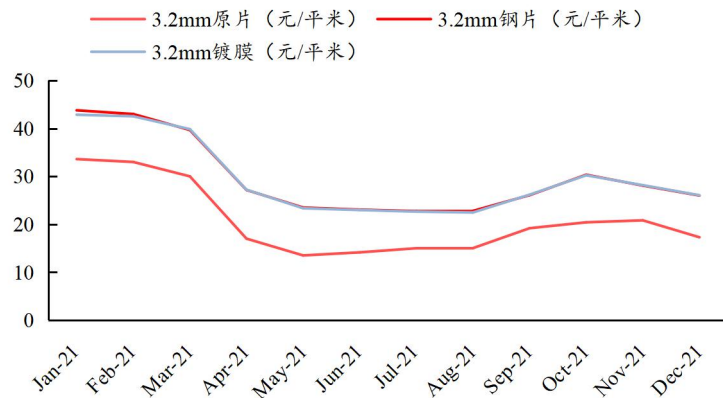
图 27 2011-2020 年新增光伏装机量



数据来源：中国光伏行业协会 上海证券研究所

行业销售单价持续下行。2021年以来，光伏玻璃销售单价持续下降，3.2mm原片销售单价自11月开始下行，从11月的20.82元/平方米降至12月的17.29元/平方米，3.2mm钢片和3.2mm镀膜价格自10月开始回落，3.2mm钢片价格从10月份的30.33元/平方米下降至12月的26元/平方米，3.2mm镀膜价格从10月的30.22元/平方米下降至12月的26.06元/平方米。

图 28 2021 年光伏玻璃单价



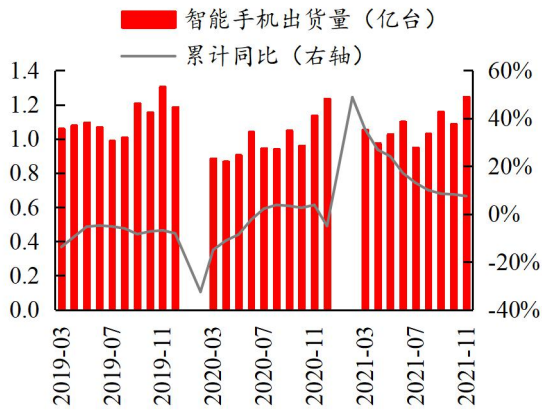
数据来源：卓创资讯 上海证券研究所

3.3 电子玻璃：“国产替代”成趋势，电子设备出货量支撑电玻需求

电子玻璃“国产替代”成趋势。电子玻璃在电子显示行业居核心地位。超薄电子玻璃是厚度在0.1~1.1mm范围内的电子玻璃，被广泛应用于智能手机、平板电脑、智能手表等领域。国外厂商美国康宁、日本旭硝子、电气硝子的市场认可度较高，市场份额较大。近几年，国内智能终端厂商“产业链可控”意识不断增强，国产电子玻璃的研发技术、产品质量不断提升，国产电子玻璃的成长空间广阔。

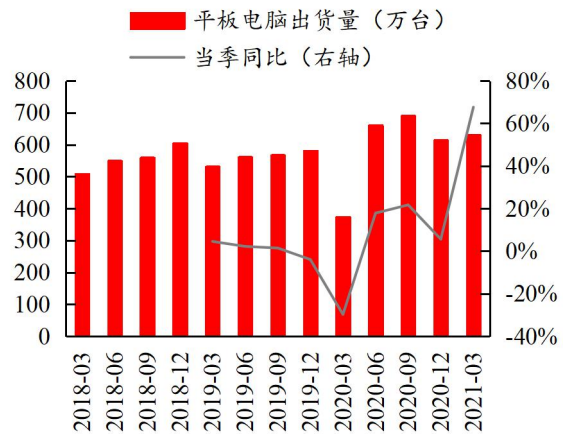
智能终端出货表现良好，电子玻璃需求获得支撑。2019年以来，中国智能手机出货量整体稳定，2021年1-11月，中国智能手机出货量9.63亿台，同比增长7.5%。全国智能手机出货量平板电脑出货量同比增加，在下游智能设备出货支撑下，电子玻璃需求或可长期看好。

图 29 中国智能手机出货量及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

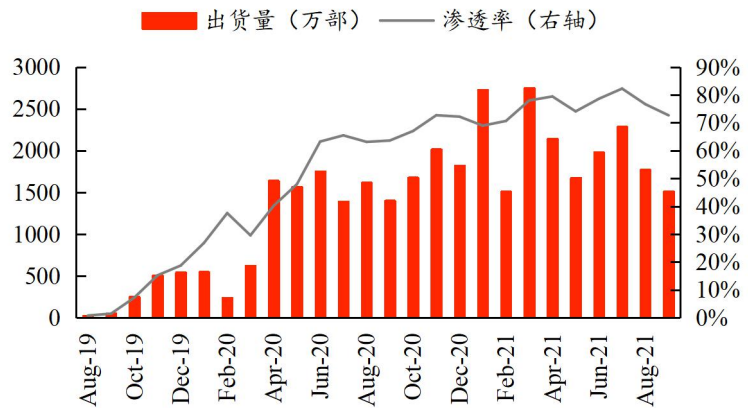
图 30 平板电脑出货量及增速



数据来源: iFind 上海证券研究所

5G、无线充电技术推动，需求有望提升。传统金属机壳对信号存在屏蔽作用，在 5G 手机市场应用受限。非金属机壳中，玻璃机壳电磁屏蔽效应较弱，相比于陶瓷、塑料等材料，具备更高的耐磨性和可塑性，成为主流机壳方案。此外，玻璃盖板因较弱的电磁屏蔽效应，可以减少无线充电过程中的能量损耗，提升充电速度。因此，随着 5G 手机和无线充电技术的普及，玻璃盖板市场需求有望进一步提升。

图 31 5G 手机月度出货量及渗透率



数据来源: iFind 上海证券研究所

3.4 相关标的

3.4.1 南玻 A：电子玻璃增长潜力逐步兑现

营收增速快速提升，2021 前三季度归母净利润大幅增加。公司聚焦玻璃主业，通过提升产品力，推动精细化管理，进一步增强公

司综合盈利能力。2020年，公司实现营业收入106.71亿元，同比增长1.90%，实现归母净利润7.79亿元，同比增长45.28%。2021前三季度，公司实现营业收入102.49亿元，同比增长37.20%，实现归母净利润15.10亿元，同比增长107.73%。

图 32 公司营业收入及增速

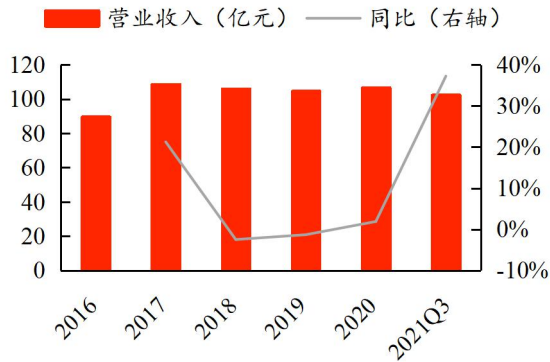
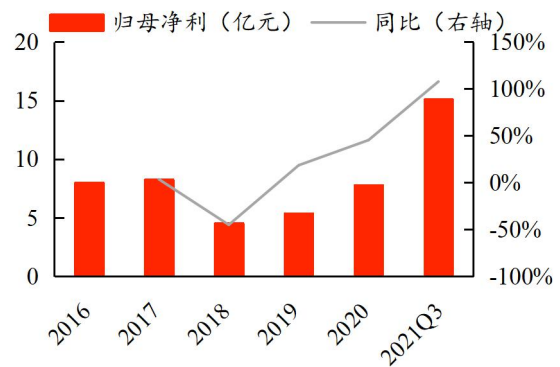


图 33 公司归母净利润及增速



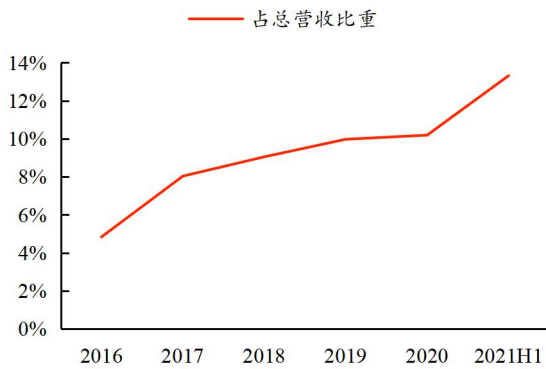
数据来源: iFind 上海证券研究所

数据来源: iFind 上海证券研究所

电子玻璃扩产能，巩固市场竞争基础。2021年3月，公司在河北视窗新建一条日熔量为110吨的超薄电子玻璃生产线及配套研发中心。此外，2021年，公司高铝二代电子玻璃凭借优异的产品性能，持续扩大高端市场份额，高铝三代产品已在实验室研制成功，目前正在按计划推进商业化生产。未来，公司电子玻璃产品有望覆盖更多电子玻璃产品的应用场景，形成更加稳固的市场竞争基础。

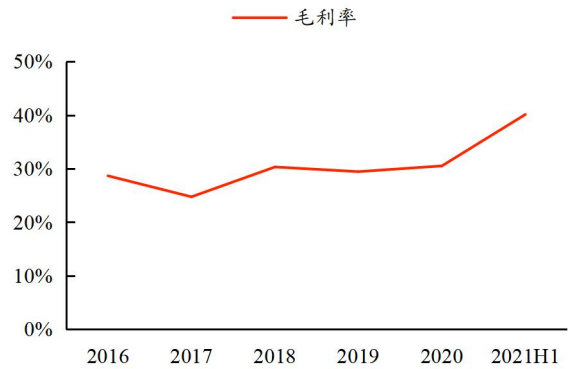
电显业务营收持续增长，毛利率及营收占比不断提高。2016-2020年公司电显业务营收呈上升趋势，2020年营收10.87亿元，同比增长4.13%；2021H1实现营收8.81亿元，同比增长117.58%。从营收占比来看，电显业务比重不断提升，2020年占比10.19%，较2019年增长0.22pct，2021H1占比13.32%。从毛利率来看，电显业务毛利率也呈现增长趋势，2020年毛利率为30.51%，比2019年增长1.07pct，2021H1毛利率为40.12%，为近年来最高水平。毛利率及营收占比提升表明，电子玻璃及显示器业务有望成为公司新的盈利增长点。

图 34 2016-2021H1 电显业务营收占比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 35 2016-2021H1 电显业务毛利率

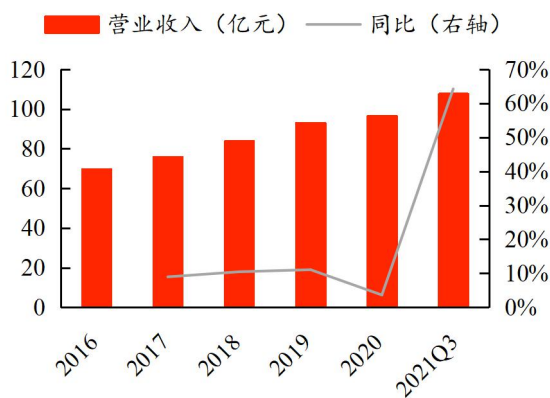


数据来源：公司公告 上海证券研究所

3.4.2 旗滨集团：“一体两翼”打造公司新增长点

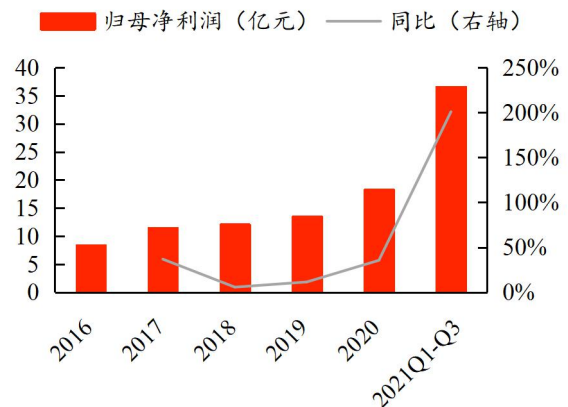
营业收入、归母净利润增长迅速。旗滨集团充分发挥龙头企业规模优势，降低经营成本，提升盈利水平，公司营业收入和归母净利润获得快速增长。2020年，公司实现营业收入96.44亿元，同比增长3.63%，实现归母净利润18.25亿元，同比增长0.36%。2021年前三季度，公司实现营业收入107.66亿元，同比增长64.24%，实现归母净利润36.58亿元，同比增长200.85%。

图 36 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 37 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

资源整合，公司打造光伏玻璃业务平台。公司将郴州、漳州多条浮法玻璃生产线转产光伏玻璃，并在绍兴、郴州、东山、宁波投资新建光伏玻璃项目，快速扩张光伏玻璃产能，预计扩张后公司光伏玻璃产能将处于行业领先的地位。

表 5 公司转产、新建光伏玻璃产线

生产线	地点	预计日融量 (吨/日)	来源
漳州旗滨一线	福建	1000	转产
漳州旗滨七线	福建	500	转产
郴州旗滨 350t/d 生产线	湖南	350	转产
郴州旗滨 1200t 光伏组件高透材料生产线项目	湖南	1200	新建
绍兴 1200t/d 光伏高透材料及深加工项目	浙江	1200	新建
宁波 1200t/d 光伏玻璃生产线 (两条)	浙江	2400 (两条合计)	新建
东山 1200t/d 光伏玻璃生产线	福建	1200	新建

数据来源: 公司公告 上海证券研究所

投建高性能电子玻璃生产线, 完善公司产品结构。为加快技术升级、产业转型, 进一步完善公司产品结构, 促进产品高端化, 提升市场综合竞争能力, 公司于 2018 年宣布投产一条 65 吨/天的高性能电子玻璃生产线, 总投资 3.72 亿元, 目前该生产线正式商业化运营。2021 年 6 月, 公司宣布新增投资建设一条高性能电子玻璃生产线, 项目总投资 4.95 亿元, 建设周期 13 个月。

表 6 公司新建电子玻璃生产线

项目	投资金额	产能	状态
高性能电子玻璃生产线 (一期)	3.72 亿元	65 吨/天	商业化运营
高性能电子玻璃生产线 (二期)	4.95 亿元	65 吨/天	在建

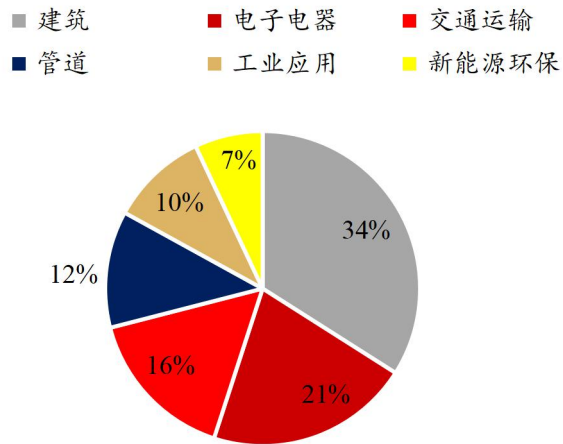
数据来源: 公司公告 上海证券研究所

四、玻纤: 风电、新能源汽车拉动, 行业景气向上

4.1 供给: 应用广泛, 年产量稳步提升

玻纤应用广泛, 涉及众多上下游。玻璃纤维作为一种优异的无机非金属材料, 被广泛的应用于建筑材料、风力发电、电子设备、新能源汽车等领域。玻纤材料应用在建筑领域占比 34%, 用在电子电器领域占比 21%, 其次为交通运输, 占比 16%, 玻纤材料既可以应用在建筑材料等传统周期行业, 也能应用在新能源环保等成长性行业, 应用广泛, 下游市场空间广阔。

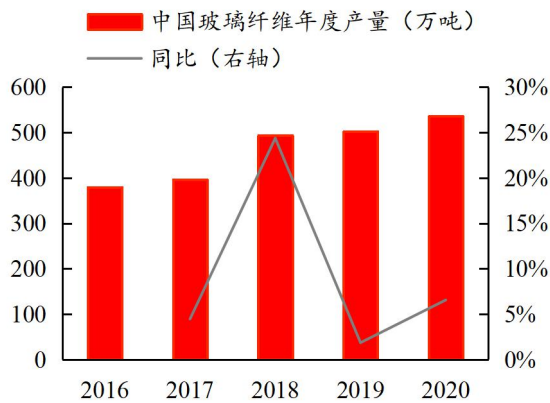
图 38 玻纤材料下游应用



数据来源：中国巨石 2020 年报 上海证券研究所

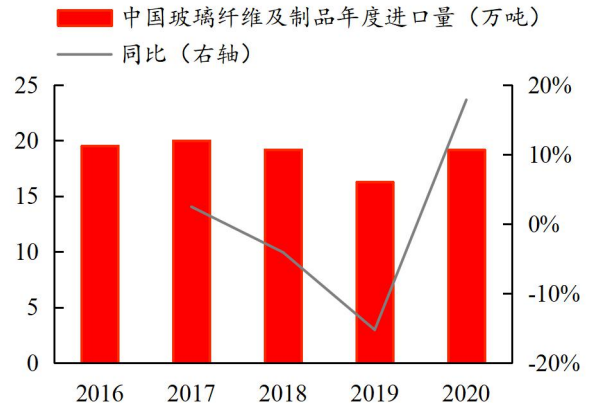
随着下游需求的持续扩张，我国玻纤产量持续增长。2020 年，中国玻璃纤维产量达到 536 万吨，同比增长 6.56%。2017-2019 年，玻纤及制品进口量持续下滑，2019 年，中国玻纤及制品进口量 16.28 万吨，同比下滑 15.24%；2020 年玻纤及制品进口量有所回升，达到 19.18 万吨，同比增长 17.86%。

图 39 中国玻纤年产量及增速



数据来源：卓创资讯 上海证券研究所

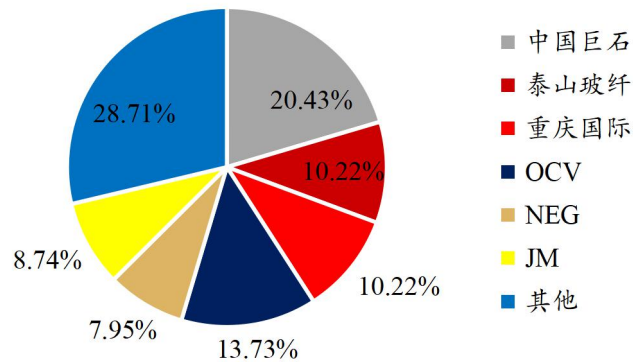
图 40 中国玻纤及制品进口量



数据来源：卓创资讯 上海证券研究所

玻纤行业集中度高，CR4 约 55%。建设玻纤产线需要大量的资金投入，部分资金实力不足的中小企业无法“从零到一”自建玻纤生产线参与行业竞争。根据前瞻产业研究院数据，2019 年，按产能划分，中国巨石市场份额居首位，达到 20.43%，其次为 OCV，占全球玻纤市场份额的 13.73%，重庆国际和泰山玻纤的市场份额均为 10.22%。行业 CR4 约为 54.6%，行业集中度较高。

图 41 2019 年全球玻璃纤维行业企业竞争格局（按产能）

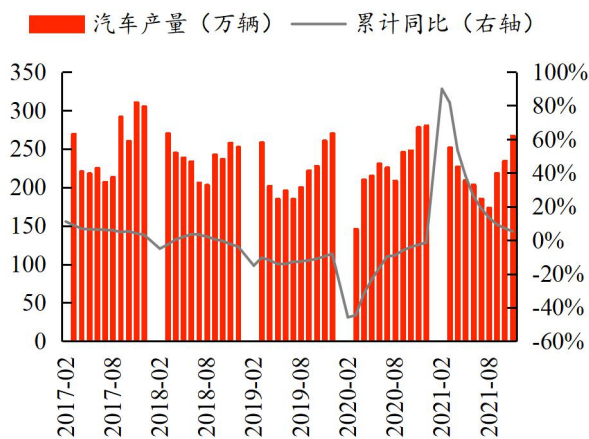


数据来源：前瞻产业研究院 上海证券研究所

4.2 需求：“三驾马车”拉动玻纤需求上升

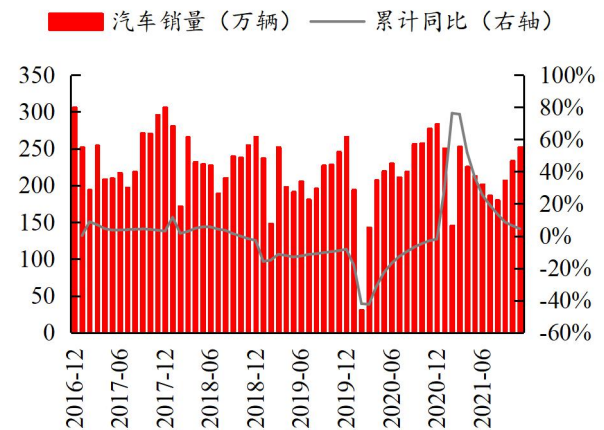
汽车轻量化助力节能减排，玻纤行业迎来发展机遇。汽车轻量化有助于降低能耗，减少污染物排放，就燃油车而言，汽车轻量化能够降低单位油耗，2021年1-11月，全国汽车产量1971.43万量，累计同比增长5.30%，全国汽车销量同比增长4.50%，汽车行业产销情况均保持稳定的增长态势，将拉动玻纤需求增长。就新能源车而言，汽车轻量化能够降低能耗，增加续航里程。2021年1-11月，全国新能源汽车283.80万辆，同比增长155%，新能源汽车持续保持快速增长，将持续拉动玻纤需求量提升。

图 42 中国汽车产量及增速



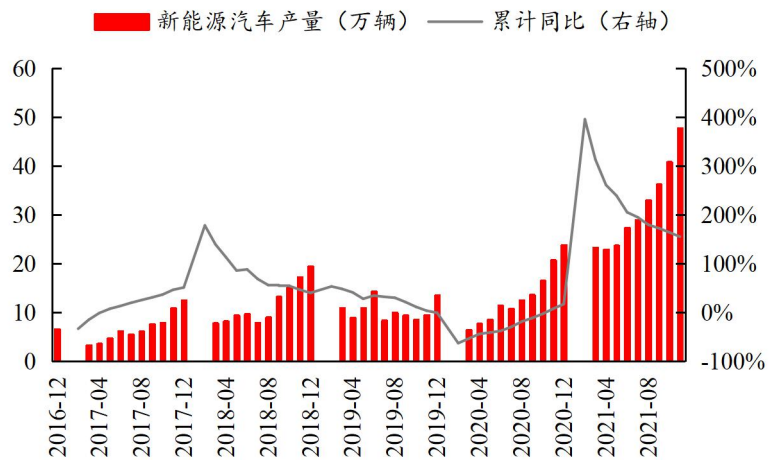
数据来源：iFind 上海证券研究所

图 43 中国汽车销量及增速



数据来源：iFind 上海证券研究所

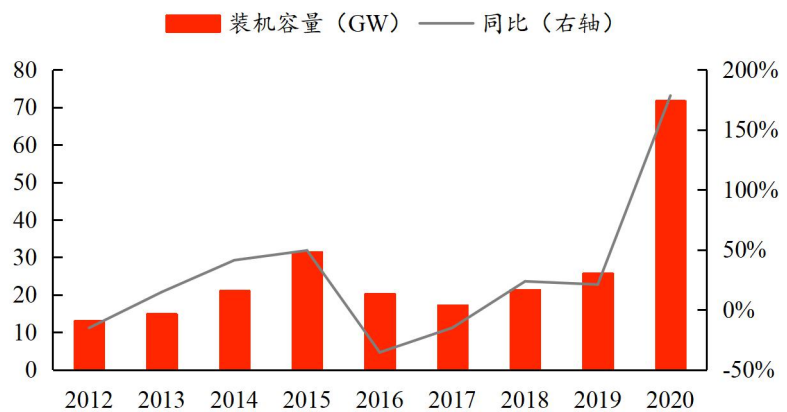
图 44 中国新能源汽车产量及增速



数据来源: iFind 上海证券研究所

风电快速发展将为玻纤注入成长因子。玻纤增强复合材料凭借其质量轻、强度高、耐腐蚀性强等特点,使其成为风电叶片建造的重要材料。碳达峰、碳中和背景下,风电行业发展势头迅猛。2020年11月风电企业联合发布《风能北京宣言》,提出要保证年均新增风电装机50GW以上。央行于11月推出碳减排融资支持工具,政策利好风电产业发展。

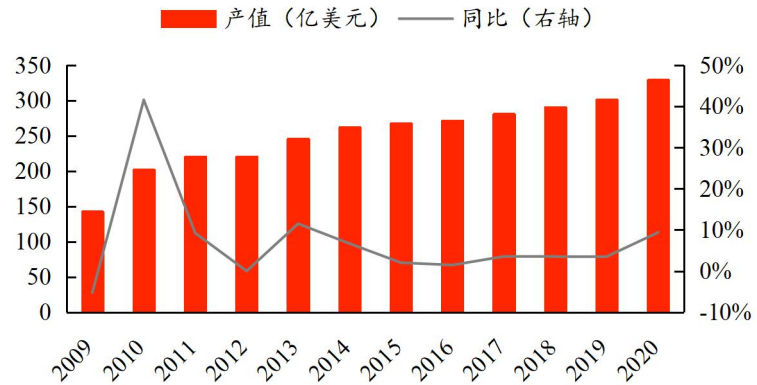
图 45 中国风电新增装机容量



数据来源: iFind 上海证券研究所

PCB行业快速发展,带动电子纱需求量上升。印制电路板(PCB)是指在绝缘基材上,按照设定连接导线及印制组件的印制板,在电子设备中起到支撑、连接部分电路组件的作用,PCB在智能手机、平板、笔记本电脑等电子产品中应用广泛。PCB成本中,覆铜板占据20%-40%,玻纤电子纱是制造覆铜板的重要原料,因此,PCB行业产值的提升,可以直接拉升玻纤(电子纱)的需求。

图 46 中国 PCB 行业产值



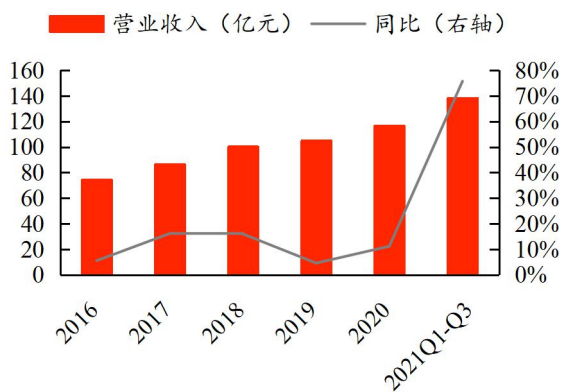
数据来源: iFind 上海证券研究所

4.3 相关标的

4.3.1 中国巨石：玻纤行业龙头，产能行业领先

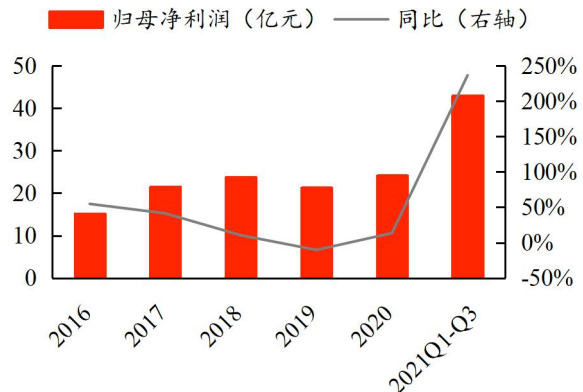
中国巨石是全球玻纤行业巨头，产能规模行业领先。在国内拥有浙江桐乡、江西九江、四川成都三大生产基地，国外拥有埃及苏伊士、美国南卡两个生产基地，产能规模位居全球首位。2021 年前三季度，公司实现营业收入 138.36 亿元，同比增长 75.69%，实现归母净利润 43.05 亿元，同比增长 236.40%。

图 47 公司营业收入及增速



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

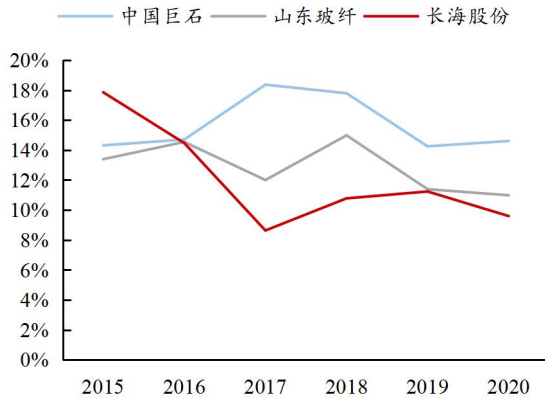
图 48 公司归母净利润及增速



数据来源: 公司公告 上海证券研究所

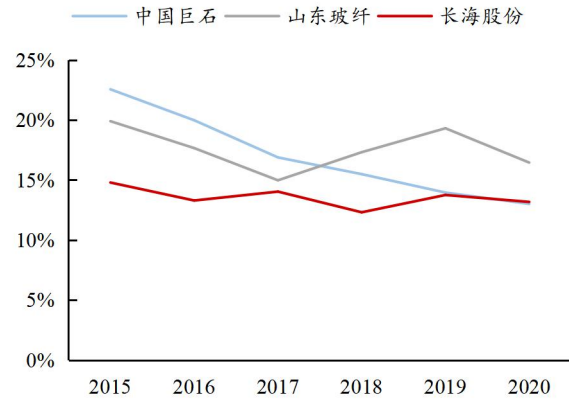
中国巨石凭借产能优势和研发能力，建立了充分的成本优势，2020 年公司 ROE 为 14.61%，高于山东玻纤和长海股份；期间费用率约为 13.01%，低于可比公司山东玻纤和长海股份。

图 49 可比公司 ROE 对比



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 50 可比公司期间费用率对比

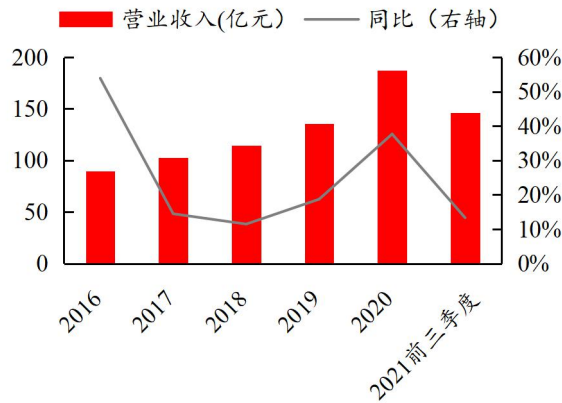


数据来源：公司公告 上海证券研究所

4.3.2 中材科技：风电叶片龙头，隔膜业务打造新增长点

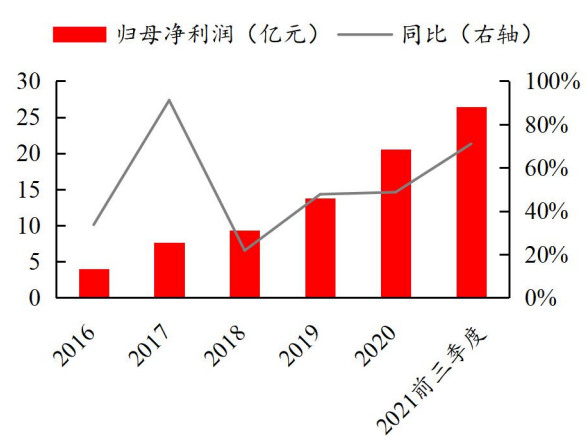
公司布局玻纤、风电、锂电池隔膜三大业务领域，受益于相关产业景气度提升，2021 前三季度归母净利润快速增长。2020 年，公司实现营业收入 187.11 亿元，同比增长 37.68%；归母净利润 20.52 亿元，同比增长 48.70%。2021 年前三季度，公司实现营业收入 146.42 亿元，同比增长 13.33%；实现归母净利润 26.47 亿元，同比增长 71.02%。

图 51 2016-2021 前三季度营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 52 2016-2021 前三季度归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

积极布局风电和锂电池隔膜，培育新的盈利增长点。公司拥有江苏阜宁、河北邯郸、江西萍乡、甘肃酒泉、内蒙古锡林浩特、吉林白城、和内蒙古兴安盟七大风电叶片产业基地，规模化、专业化水平业内领先。同时公司积极进入锂电池隔膜行业，在山东滕州、

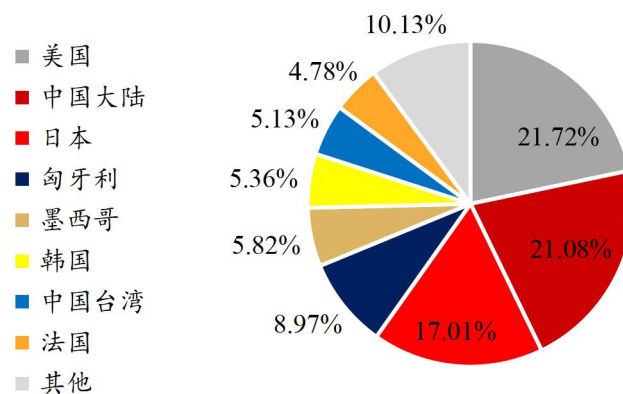
湖南常德、湖南宁乡以及内蒙呼和浩特布局了四个生产基地，年产基膜可达 10 亿平米，能够覆盖国内外主流锂电池客户市场。

五、新材料：碳纤维正处国产替代机遇期，风电拉动需求上升

5.1 全球碳纤维市场需求快速提升

全球碳纤维需求增长迅速。碳纤维具备耐高温、抗摩擦、导电、导热及耐腐蚀等特性，在风电叶片、航空航天、体育休闲等领域应用广泛。近年来，全球碳纤维需求增长迅速。从碳纤维产能布局来看，全球碳纤维产能相对集中。2020 年，全球碳纤维年产能达到 17.17 万吨，美国产能占比领先全球，达到 21.72%，其次为中国大陆和日本，产能占比分别为 21.08%、17.01%，产能前三的区域占比之和超过 50%，从世界范围来看，碳纤维产能相对集中。

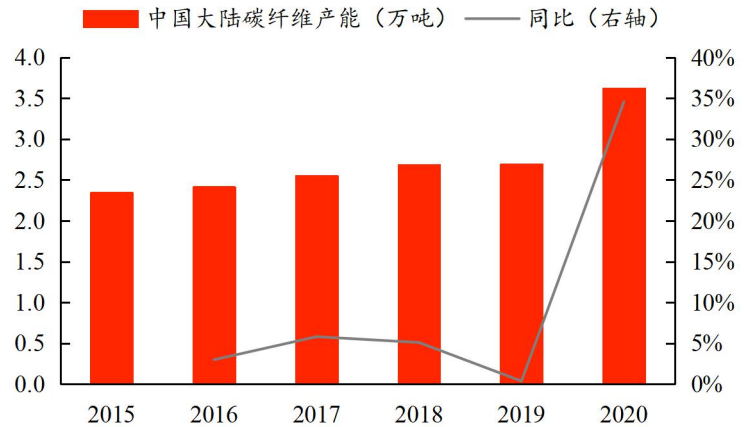
图 53 2020 年全球碳纤维产能分布



数据来源：赛奥碳纤维技术 上海证券研究所

国内碳纤维需求量呈现出快速增加的态势。供给方面，2015-2019 年中国大陆碳纤维产能较为平稳，2020 年明显增加，2020 年产能达到 3.62 万吨，同比增速 34.57%。

图 54 中国大陆碳纤维年产能



数据来源：中简科技招股说明书 上海证券研究所

5.2 多种合力推动，国内碳纤维市场机会涌现

政策推动，碳纤维行业未来发展环境良好。近年来，国家出台了一系列碳纤维材料相关政策，持续引导并提升行业的专业化水平，推动行业产能扩张，促进了碳纤维及其复合材料的发展。2021年，碳纤维材料被列入《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，为未来碳纤维行业的发展以及碳纤维制造技术的进步提供良好的政策环境。

表 7 碳纤维相关政策

发布主体	时间	文件	相关内容
十三届全国人大四次会议	2021	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	加强碳纤维、芳纶等高性能纤维及其复合材料、生物基和生物医用材料研发应用
发改委、科技部、财政部	2020	《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》	加快在光刻胶、高纯靶材、高温合金、高性能纤维材料、高强高导耐热材料、耐腐蚀材料、大尺寸硅片、电子封装材料等领域实现突破。
工信部	2019	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019年版）》	将高强、高强中模、高模型碳纤维等列为关键战略材料

数据来源：商务部网站 发改委网站 工信部网站 上海证券研究所

风电装机量上升、大型化趋势拉动需求增长。全球碳中和大背景下，风力发电受重视程度增加，推动风电装机量提升。风力发电

机的成本随着发电机功率的增大而降低，风电叶片大小与功率成正比，因此风电叶片大型化成为趋势。叶片大型化需要考虑抗腐蚀、叶片强度等多种特性，碳纤维强度高、耐腐蚀、重量轻等优点使其成为叶片主要强化材料之一。随着叶片大型化，碳纤维材料渗透率也将提高，带动碳纤维需求上升。

需求结构调整利好创新型企业。与国外碳纤维需求领域相比，我国碳纤维需求领域中，体育休闲等低附加值领域占比较大，价格竞争压力明显。未来，我国在航空航天、压力容器、碳碳复合材料等领域应用场景广阔，利于自主创新能力强，拥有自主知识产权的企业将具有竞争优势。

图 55 2020 年全球碳纤维需求结构

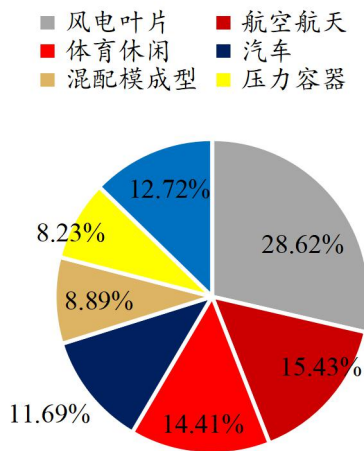
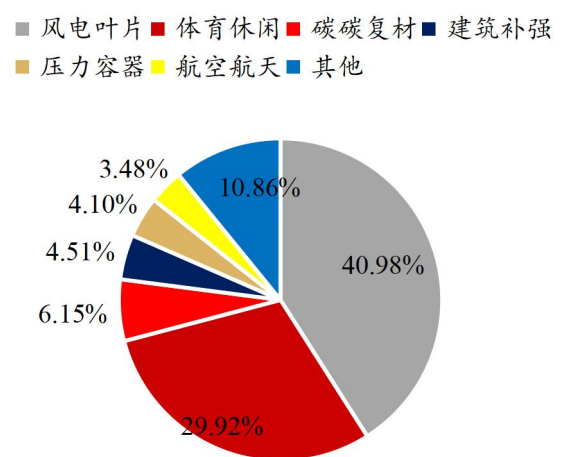


图 56 2020 年中国碳纤维需求结构



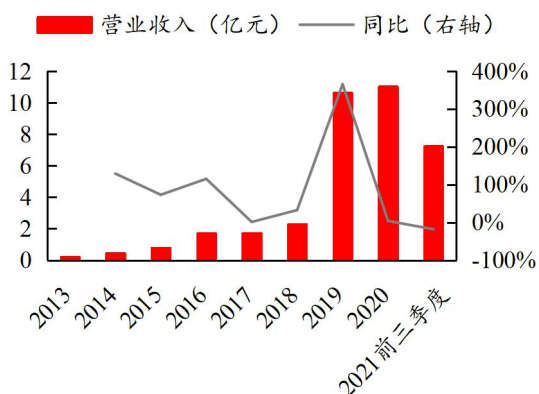
数据来源：赛奥碳纤维技术 上海证券研究所

数据来源：赛奥碳纤维技术 上海证券研究所

5.3 相关标的：吉林碳谷

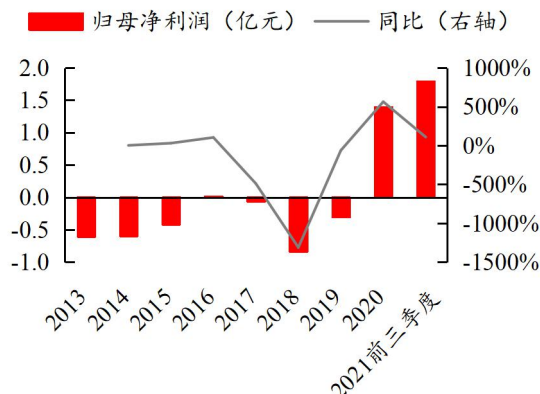
碳纤维行业龙头，产品性能优越。公司作为碳纤维行业龙头，在碳纤维生产和研发制造方面具备明显优势，2020 年，公司实现营业收入 11.02 亿元，同比增长 3.72%，2021 前三季度，公司实现营业收入 7.23 亿元，同比下降 18.23%。公司持续提升生产技术，加大科技投入，2020 年，实现归母净利润 1.39 亿元，同比增长 563.39%。

图 57 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

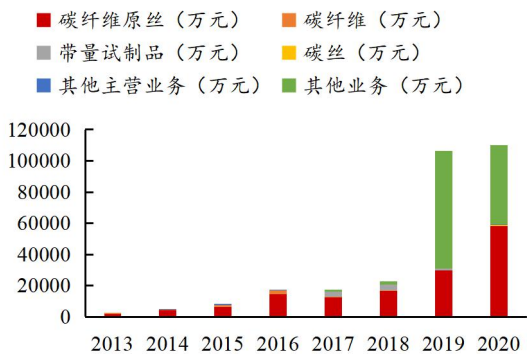
图 58 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

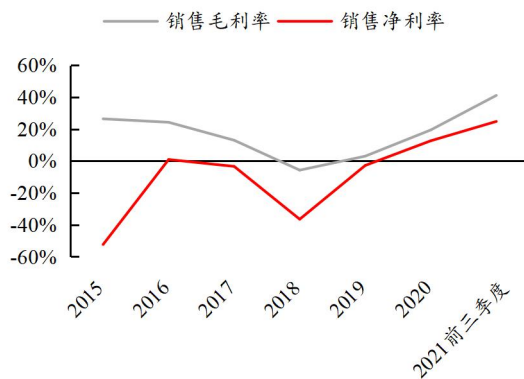
2019年后，公司营收和盈利能力整体提升。公司碳纤维原丝的主要原材料为丙烯腈，丙烯腈为石油化工产品，采购价格受国际石油价格波动影响。2018年，主要原料丙烯腈价格涨幅较大，产品成本上行，公司为了保持国内碳纤维市场稳定，对碳纤维销售价格调整不大，从而导致2018年公司毛利率和净利率下滑。2019年，随着丙烯腈价格回落，公司大丝束产品进一步放量，公司营收和盈利能力获得大幅提升。期间，其他业务收入增加主要因公司为增加收益、降低成本，经营主要原料丙烯腈所致。

图 59 公司营业收入结构（按产品）



数据来源：公司公告 上海证券研究所

图 60 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告 上海证券研究所

风险提示

1. 下游需求增长不及预期: 建筑材料下游需求一方面来自房地产及基建需求, 玻纤等细分赛道的需求来自新能源、风电等成长性行业, 后期下游需求增长是否符合预期或将影响建筑材料行业景气度。

2. 能耗调控力度超预期: 建筑材料子行业多为高能耗产业, “能耗双控”政策实施以来, 企业受到管控力度较大, 后期政策调控力度或将对建材行业供给端产生较大影响。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数20%以上
增持	股价表现将强于基准指数5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。