德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告：年度策略报告
2022年12月14日

建材行业2023年年度策略报告
-新周期，新平衡



证券分析师
姓名：闫广
资格编号：S0120521060002
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

报告摘要

◆我们认为，随着地产政策愈发积极，行业整体预期向上，盈利拐点已现，需求逐步边际好转， 23年行业机遇大于风险

- 主线一：**浮法玻璃将迎来底部反转：**当前行业持续亏损下，冷修线逐步增多，供给收缩价格止跌，推动行业进入新的紧平衡；而从当前大周期来看，过去4年地产销售高基数，随着“保交楼”政策的落地，地产竣工周期依旧韧性十足，需求回暖将推升新一轮价格抬升。建议关注**旗滨集团、信义玻璃、南玻A。**
- 主线二：**顺周期的玻纤，静待触底反弹：**随着玻纤下游应用领域不断拓展，与宏观经济紧密相关；当前受国内疫情反复以及欧美经济衰退的影响，全球宏观经济承压，行业价格回落至周期底部；但随着疫情的边际好转以及外部环境的改善，宏观经济有望逐步回暖，而23年国内新增产能有限，玻纤有望受益全球经济的回暖。建议关注**中国巨石、中材科技、长海股份。**
- 主线三：**消费建材集中度提升趋势确定：**当前消费建材板块深度调整后或提供新的配置良机，一方面随着地产政策愈发积极，地产至暗时刻或将过去，政策落地传导至需求将逐步释放；另一方面近期大宗原材料回落，毛利率有望逐季度修复，地产链迎来修复窗口期，建议重点关注：**东方雨虹、科顺股份**（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，明年有沥青价格回落的预期，毛利率有望继续改善）；其次是**三棵树**（行业细分龙头，市场认可度高）；**中国联塑**（管材龙头，估值低位）、**兔宝宝、蒙娜丽莎**（低估值、高弹性，c端销售稳定增长）；**伟星新材、北新建材**（经营稳健，现金流好）；**青鸟消防**（扩品类支撑收入高增长）。
- 主线四：**高端碳纤维的国产替代：**国内“风光氢”等新能源领域的需求快速增长，以及高端航空航天复材的发展，对碳纤维的需求与日俱增；而海外进口高端材料受到各种因素影响运输导致供给受限，碳纤维处于供需紧平衡状态，随着国内碳纤维企业突破技术壁垒，产能扩张迎来高速发展期。建议关注**中复神鹰**及**光威复材。**

- 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；海外环境恶化，进出口贸易受限



目 录
CONTENTS

01 ： 玻璃：迎接新一轮价格上行周期

02 ： 玻纤：顺周期品种，静待触底反弹

03 ： 消费建材：量与质的再平衡

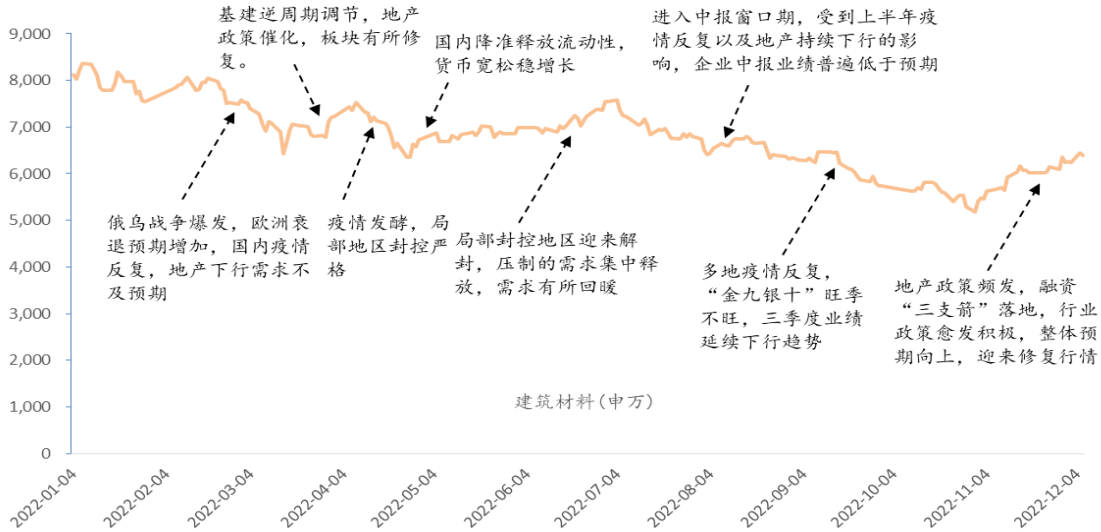
04 ： 碳纤维：国产替代正当时

05 ： 风险提示

行情回顾

- 2022年以来，建材板块整体呈现下行趋势，2月末俄乌战争爆发，欧洲经济衰退预期增加，叠加国内疫情反复及地产下行，板块整体调整；而进入二季度，疫情严重导致部分地区封控，国内稳经济政策频发，流动性宽松，板块迎来修复；进入三季度，迎来了中报窗口期，业绩普遍低于预期，金九银十旺季不旺，板块再次下行周期；进入四季度，地产政策愈发积极，随着房企融资端及居民信贷端边际放松，地产悲观情绪逐步修复。

图表1：2022年以来申万建筑材料板块走势

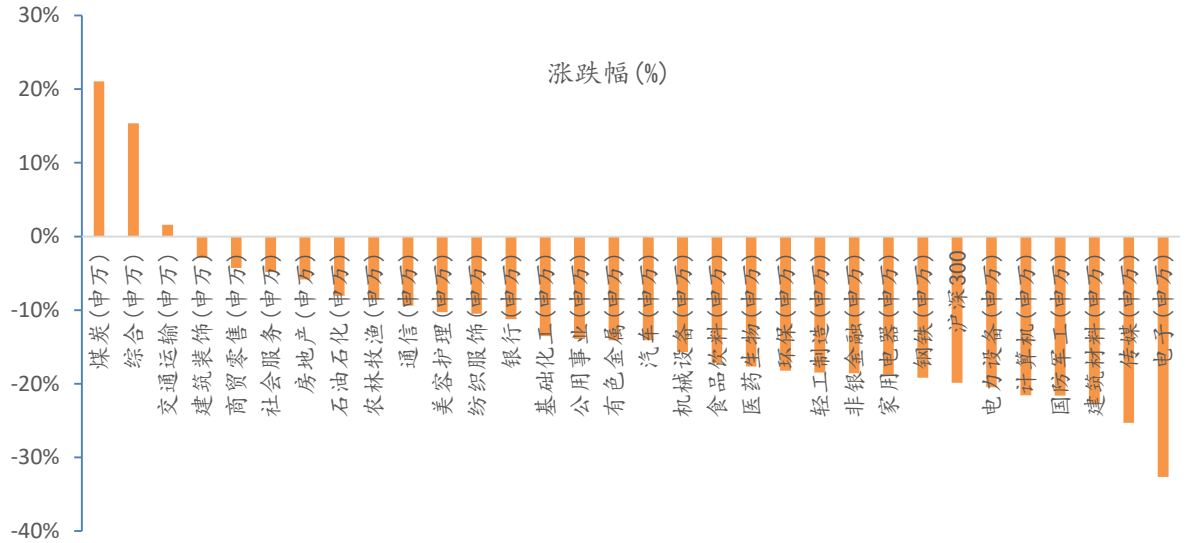


资料来源：Wind，德邦证券研究所，注：时间截止2022/12/7

行情回顾

➢ 2022年以来，建材（申万）板块实现收益-22.8%，位列申万一级板块涨跌幅第29位，跑输沪深300指数2.9个pct，同期沪深300收益约为-19.9%。

图表2：2022年以来申万建筑材料板块涨跌幅



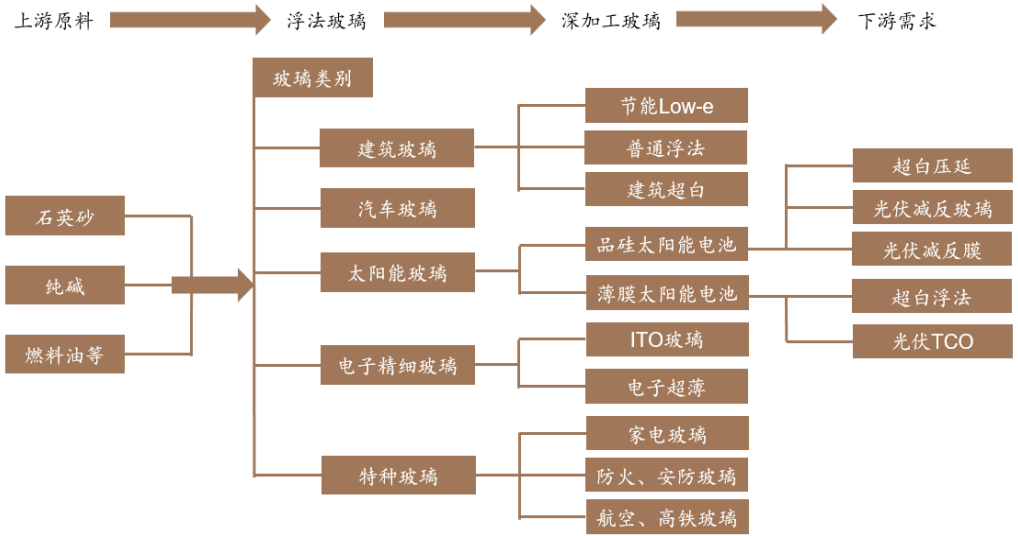
资料来源：Wind，德邦证券研究所,注：时间截止2022/12/7

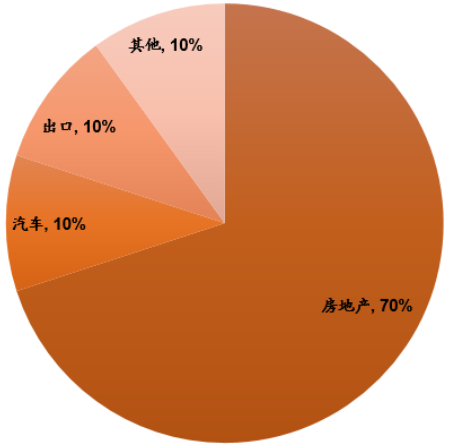
01 玻璃：迎接新一轮价格上行周期

1.1浮法玻璃上下游产业链

- **浮法玻璃需求与地产强相关。**浮法玻璃上游主要是石英砂、纯碱以及能源等，下游约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3：玻璃上下游产业链



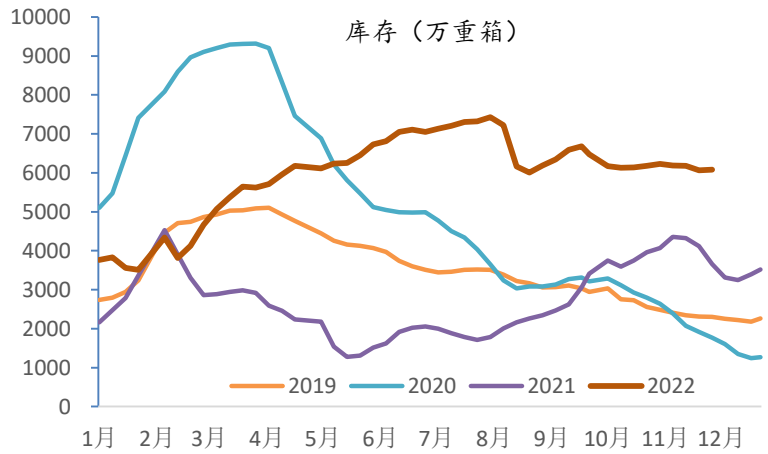


资料来源：全球玻璃网，德邦证券研究所

1.1 浮法玻璃现状：库存高位，价格走低

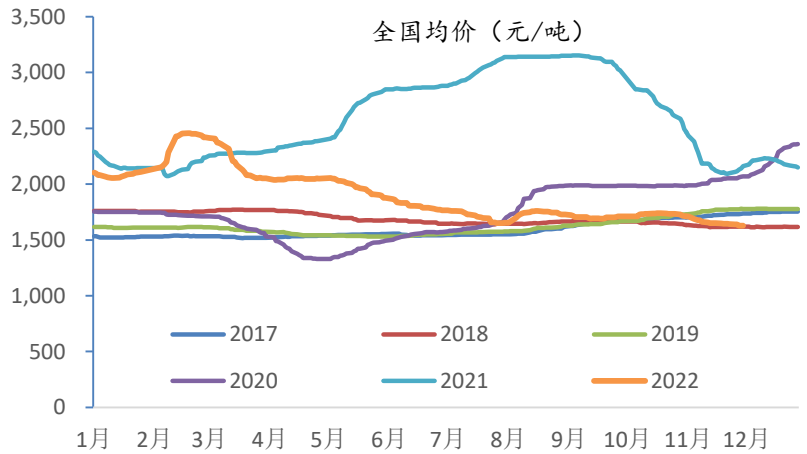
- 今年以来，受多地疫情反复的影响以及地产持续下行的冲击，玻璃需求不温不火，根据卓创资讯数据，行业库存从年初的3766万重箱上升至7月末的高点7425万重箱，目前行业库存约6084万重箱，仍处于历史高位。
- 高库存压力下，浮法玻璃价格整体呈下行趋势，目前价格约1600元/吨，处于阶段性底部。

图表4：全国浮法玻璃库存走势



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表5：全国玻璃价格走势

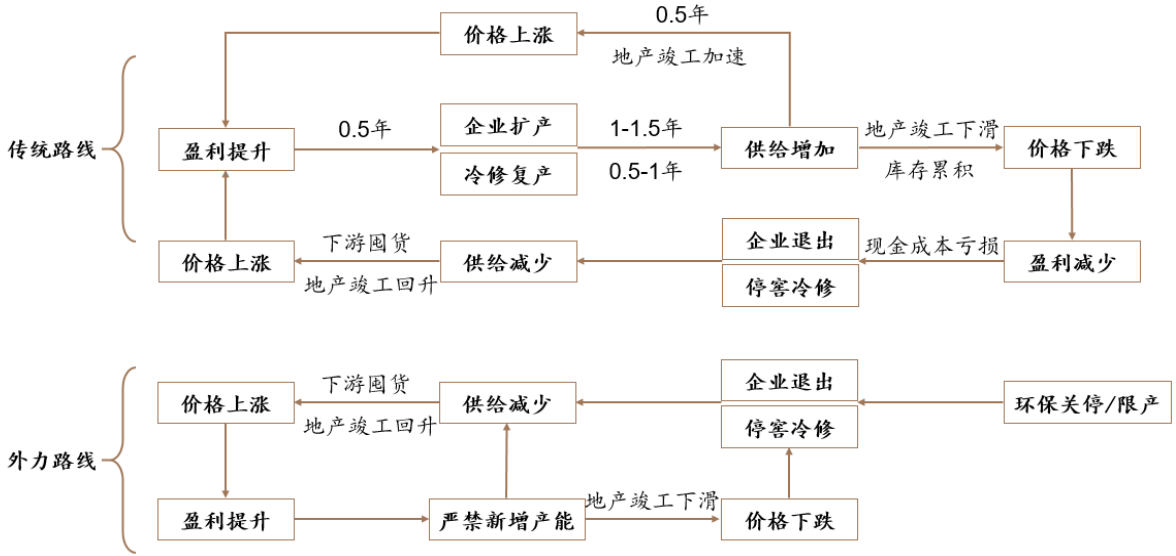


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

1.2 玻璃供需指标分析

- 供给指标：短期（1-3个月）看库存、中期（3个月-1年）看扩产/复产计划+停产占比，长期（1年以上）看产能周期；
- 需求指标：短期（1-3个月）看下游深加工企业开工率、中期（3个月-1年）看房地产竣工/销售数据，长期（1年以上）看地产周期；
- 价格：供需决定价格走势，跟踪日度高频数据

图表6：浮法玻璃供需分析

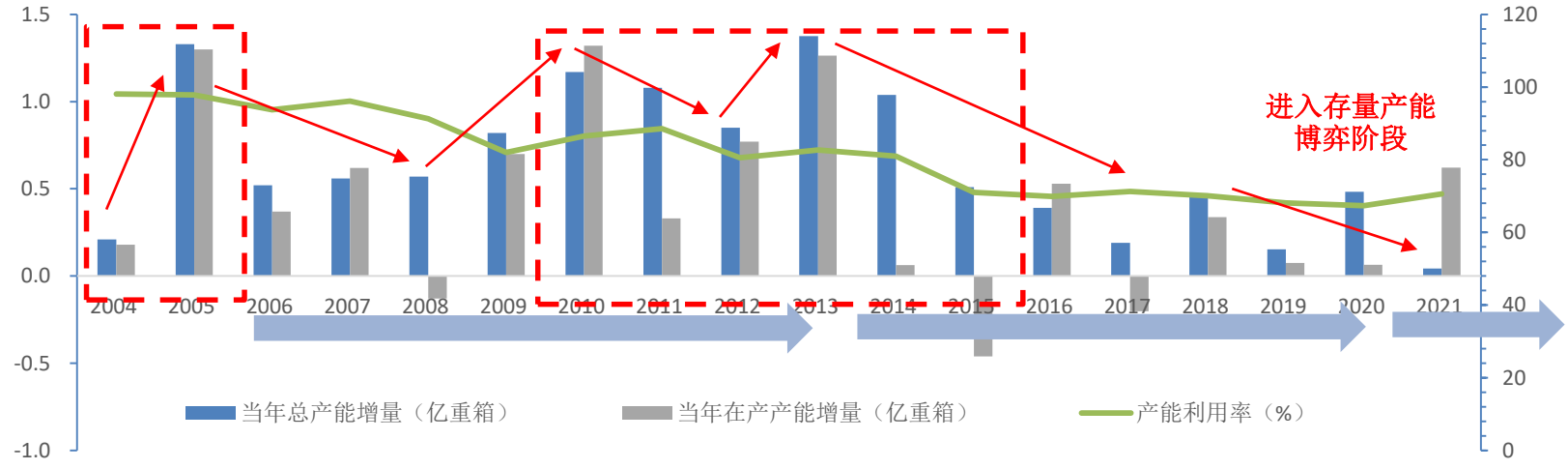


资料来源：德邦证券研究所绘制

1.2 玻璃供需指标分析

- 2004-2009年：年均新增产能0.67亿重箱，年均新增有效产能0.51亿重箱，产能利用率93%；07年发改委：颁布《平板玻璃行业市场准入条件》，加强对新增产能的控制，尤其是新增浮法生产线的控制；
- 2010-2015年：年均新增产能1亿重箱，年均新增有效产能0.55亿重箱，产能利用率约82%；11年工信部：下发《关于抑制平板玻璃产能过快增长引导产业健康发展的通知》；
- 2016-2021年：年均新增产能0.29亿重箱，年均新增有效产能0.24亿重箱，产能利用率70%；17年工信部：下发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，环保加速供给收缩；21年更新《水泥玻璃行业产能置换实施办法》，平板玻璃新增产能必须执行产能置换（执行愈发严格）；
- 玻璃生产线刚需生产，按照窑炉8-10年寿命周期，22-23年对应12-13年建设高峰期，理论上要进入冷修高峰期

图表7：浮法玻璃供需分析

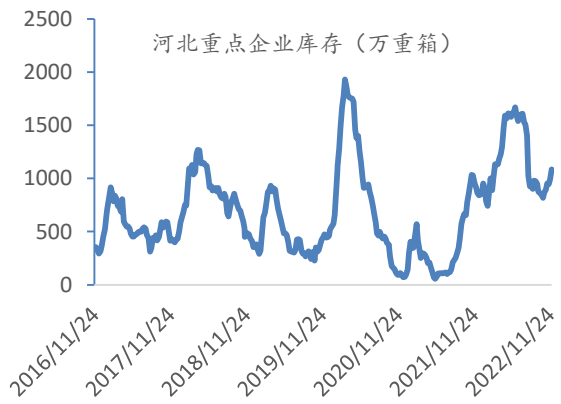


资料来源：Wind，玻璃协会，德邦证券研究所

1.3 供给端：短周期看库存，当前处于相对高位

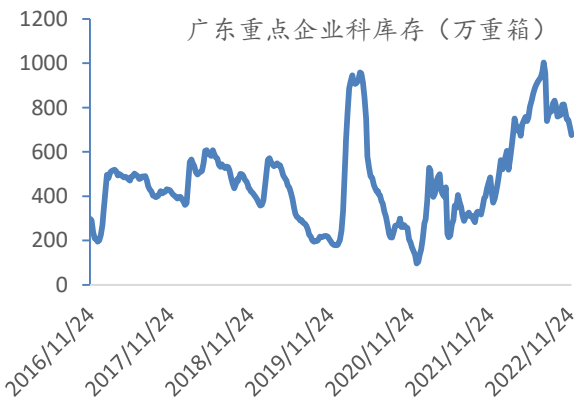
- 2021年下半年以来地产销售面积逐步走弱，玻璃终端需求逐步回落，重点省份玻璃库存呈现逐步增加趋势，以河北地区为例，21年5月末库存最低降至55万重箱，到22年6月初涨至1670万重箱，目前库存约1085万重箱；**近两年传统“金九银十”旺季不明显**，2022年以来，地产下行以及疫情反复导致需求恢复不及预期，行业整体库存处于累库趋势，当前临近春节小淡季，行业库存或再次增加。
- **库存增加，价格回落，进入冬季采暖季，天然气价格进一步上涨，**企业持续亏损背景下或加速冷修，预计未来一个季度仍有部分生产线进入冷修。

图表8：河北省重点企业库存



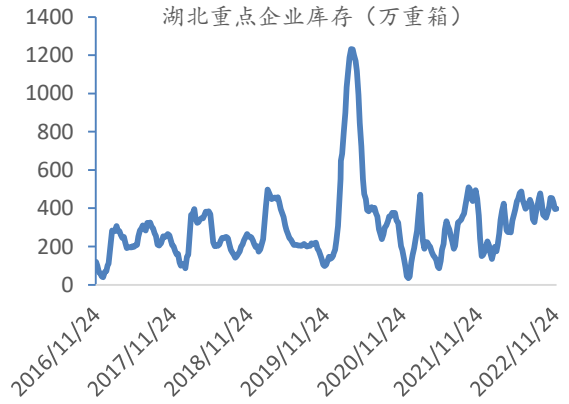
资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表9：广东重点企业库存



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表10：湖北重点企业库存

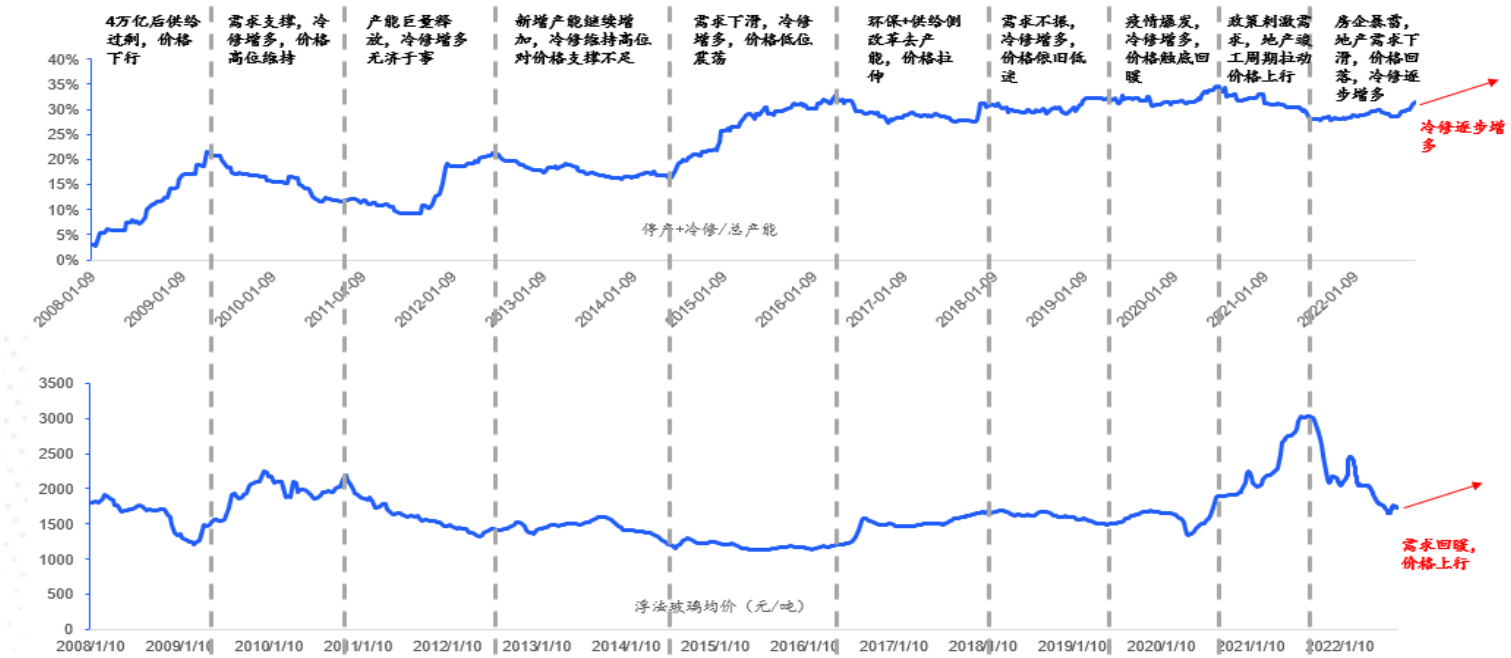


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

1.3 供给端：中期看（冷修+停产）/总产能

- 在行业新的产能置换政策之下，新增产能难度增加，进入到存量产能博弈阶段，（冷修+停产）/总产能指标变大意味着供给收缩

图表11：浮法玻璃产能与价格趋势对比



资料来源：Wind，玻璃协会，卓创资讯，德邦证券研究所

1.3 供给端：中期看（冷修+停产）/总产能

- 今年以来，国内新点火浮法产能2850吨/天，冷修复产产能9300吨/天；随着价格走低，复产产线大幅减少

图表12：浮法玻璃2022年新点火及复产产能

计划新点火	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注	合计（吨/天）
1	湖南	湖南雁翔湘实业有限公司一期一线	1000	2022.6.18点火	
2	海南	信义玻璃（海南）有限公司四线	600	2022.6.30点火	
3	辽宁	本溪玉晶玻璃有限公司技改二线	1250	2022.11.1点火	2850
计划复产	**地址**	**生产线**	**日熔化量（吨/天）**	**备注**	**合计（吨/天）**
1	福建	漳州旗滨玻璃公司四线	800	2022.1.10	
2	湖北	湖北三峡新型建材公司五线	650	2022.1.19	
3	湖北	荆州亿钧玻璃有限公司三线	900	2022.4.29	
4	四川	明达玻璃（成都）有限公司一线	500	2022.4.29	
5	广东	广东英德鸿泰二线	900	2022.5.8	
6	宁夏	金晶集团三线	600	2022.5.29	
7	海南	信义玻璃（海南）有限公司三线	600	2022.5.27	
8	湖北	湖北明弘玻璃有限公司一线	900	2022.6.18	
9	山东	山东金晶科技股份有限公司博山三线	600	2022.6.22	
10	海南	信义玻璃海南四线	600	2022.6.30	
11	广东	江门信义三线	950	2022.7.29	
12	广东	广东河源旗滨一线	800	2022.7.29	
13	山东	青岛（台玻）浮法玻璃有限公司	500	2022.8.27	9300
14	安徽	信义芜湖一线	500	预计22年下半年复产，建筑级白玻	
15	四川	台玻集团成都二线	900	预计22年下半年复产，建筑级白玻	
16	江苏	中国玻璃东台二线	600	预计22年下半年复产，建筑级白玻	
17	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	预计22年下半年复产，建筑级白玻	
18	福建	福耀集团福清二线	450	预计22年下半年复产，汽车级白玻	
19	江苏	吴江南玻一线	700	预计22年下半年复产，建筑级白玻	
20	广东	江门信义一线	600	预计22年下半年复产，汽车级白玻	14050

资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

1.3 供给端：中期看（冷修+停产）/总产能

德邦证券 Topsperity Securities

- 今年以来，浮法玻璃冷修产能21970吨/天，下半年以来冷修产能明显增加；仍有一部分窑龄到期的生产线，随着行业盈利承压，有望加速进入冷修

图表13：浮法玻璃2022年冷修产能

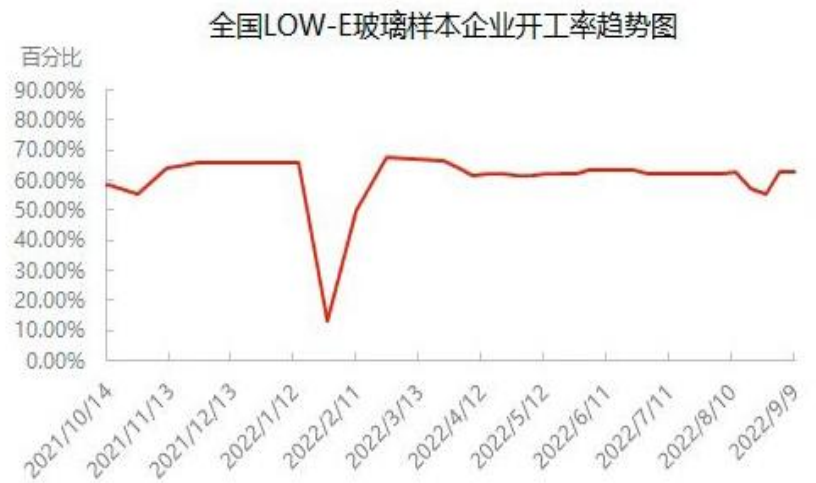
计划冷修	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
1	重庆	重庆市赛德化工有限公司一线	400	2022.01.12
2	江苏	中国玻璃东台二线	600	2022.01.28
3	山东	中国玻璃威海一线	450	2022.02.23
4	广东	广东河源旗滨一线	800	2022.03.8
5	山东	青岛（台玻）浮法玻璃有限公司	500	2022.04.06
6	江苏	东台中玻二线	600	2022.06.23
7	安徽	信义（芜湖）一线	500	2022.06.23
8	辽宁	本溪迎新玻璃有限公司一线	600	2022.07.06
9	广东	台玻东莞二线	900	2022.07.10
10	湖北	湖北三峡新型建材公司二线	600	2022.07.11
11	黑龙江	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司（二线）	600	2022.07.23
12	江西	江西宏宇能源二线	700	2022.07.25
13	广东	信义（江门）二线	900	2022.07.28
14	福建	漳州旗滨玻璃公司六线	800	2022.07.31
15	贵州	贵州凯荣玻璃有限公司一线	500	2022.08.22
16	湖北	湖北明弘建材有限公司二线	1000	2022.08.23
17	广东	广东四会新大明玻璃厂	170	2022.08.28
18	青海	青海曜华特种玻璃有限公司一线	600	2022.09.01
19	广东	广州富明玻璃公司	650	2022.09.02
20	广东	广东英德鸿泰一线	600	2022.09.06
21	山东	山东滕州金晶浮法二线	600	2022.09.07
22	天津	天津信义玻璃有限公司二线	600	2022.09.15
23	河北	河北沙河长红玻璃有限公司一线	600	2022.09.17
24	天津	天津台玻有限公司	700	2022.09.23
25	广东	广东八达玻璃有限公司浮法线	600	2022.09.25
26	辽宁	本溪玉晶玻璃有限公司浮法一线	800	2022.10.16
27	河南	洛阳浮法玻璃集团有限责任公司龙昊二线	600	2022.10.17	
28	湖南	巨强再生资源科技发展有限公司二线	500	2022.10.24	
29	佛山	三水西城玻璃制品有限公司产线原产普白	350	2022.10.25	
30	广东	广东玉峰玻璃集团有限公司一线	700	2022.10.30	
31	广东	信义环保特种玻璃有限公司江海一线	600	2022.10.31	
32	贵州	毕节明钧玻璃股份有限公司一线	600	2022.11.03	
33	河北	玉晶玻璃有限公司浮法一线	600	2022.11.19	
34	浙江	康力玻璃有限公司二线	600	2022.11.22	
35	安徽	冠盛蓝玻实业有限公司一线	600	2022.11.25	
36	河北	沙河长城玻璃浮法二线	450	2022.12.3	21970
37	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产	
38	河北	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产	
39	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	2010年7月投产	
40	福建	福耀集团福清二线	450	2010年6月投产	
41	广东	江门信义一线	600	2011年1月投产	
42	江苏	吴江南玻一线	700	2011年6月投产	
43	江苏	吴江南玻二线	900	2011月9月投产	
44	新疆	新疆普耀建材公司	500	2011年11月投产	
45	河北	河北沙河安全公司二线	550	2011年8月投产	
46	江苏	中国玻璃宿迁一线	400	2011年12月投产	
47	河北	秦皇岛弘耀一线	500	2012年8月投产	
48	河北	河北沙河鑫利玻璃有限公司四线	800	2012年9月投产	
49	陕西	台玻（咸阳）有限公司	1200	2012年5月投产	
50	新疆	新疆光耀玻璃	600	2012年9月投产	
51	天津	天津信义玻璃二线	600	2012年4月投产	
52	天津	天津信义玻璃三线	600	2012年7月投产	32570

资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

1.4 需求端：短期年前赶工不明显，中期看地产竣工韧性

- 深加工企业开工率：深加工企业从浮法厂采购原片，进行钢化、镀膜等深加工，对应建筑（占70%）、汽车等需求；今年以来受疫情、地产下行等影响，下游深加工企业开工率维持在60-70%，处于较低水平。
- 深加工企业订单天数：22年下半年以来，深加工企业订单天数有所回暖，但相较于去年同期仍低3-5天，由于今年春节假期较早，叠加多地疫情严重，年前赶工并不明显。

图表14：全国LOW-E玻璃样本企业开工率



资料来源：隆众资讯，德邦证券研究所

图表15：玻璃下游深加工企业订单天数



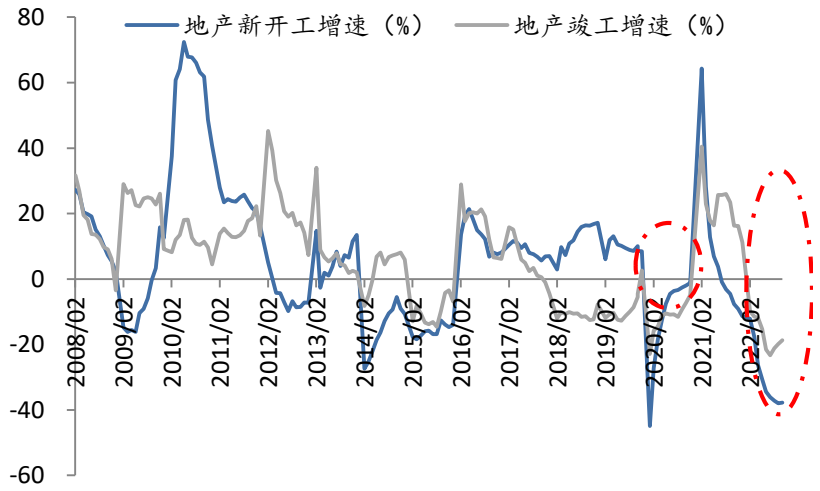
资料来源：隆众资讯，德邦证券研究所

1.4 需求端：短期年前赶工不明显，中期看地产竣工韧性

德邦证券 Topsperity Securities

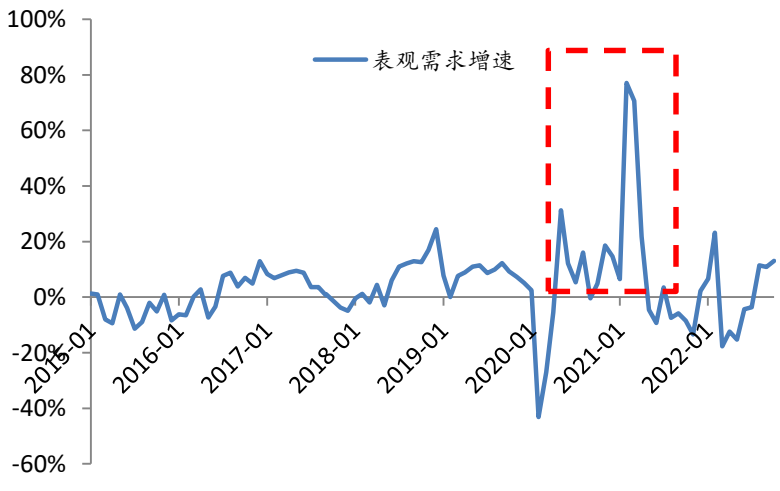
- 从地产新开工到竣工施工周期约2-3年，但由于20年以来的疫情反复以及房企暴雷导致施工周期波动较大，过去4年销售面积均在17亿平米以上，定性来看，当前仍处于竣工大周期；其次，22年下半年以来，继国开行等政策性银行的2000亿专项借款后，央行再推出2000亿“保交楼”贷款支持计划，推动保交楼稳步实施，因此，随着地产政策的落地，预计明年地产竣工端仍有韧性。

图表16：地产新开工及竣工累计增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

图表17：浮法玻璃表观需求增速

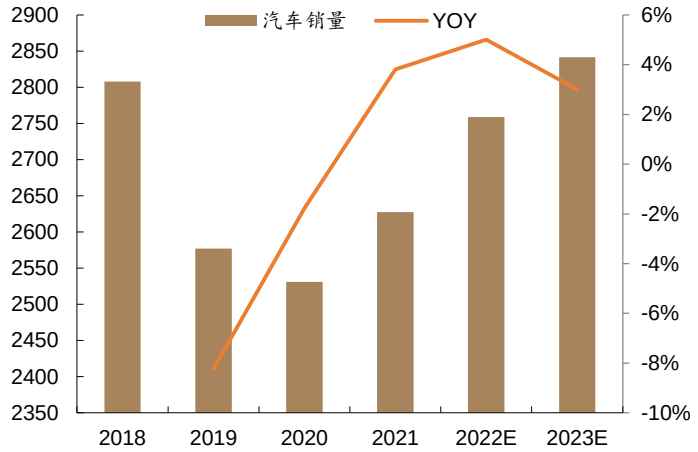


资料来源：Wind，卓创资讯，德邦证券研究所

1.4 需求端：汽车消费回暖锦上添花

- **汽车消费回升锦上添花：**今年以来国家出台一系列政策促进汽车消费，国内汽车消费也逐步回暖，1-10月份国内汽车销量约2198万辆，同比增长4.6%，预计全年销量在2700万辆以上；当前新能源车渗透率快速提升以及多地出台相关政策刺激汽车消费，我们预计2023年汽车销量保持小幅增长（按3%测算增长）；而随着汽车开窗面积变大，玻璃的用量也在逐步提升，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，假设到2021年末保有量约3亿量，按照5%的替换率测算，我们预计2022-2023年我国汽车玻璃用量约5532、5776重箱，若考虑出口用量，则消费量更大。

图表18：近几年我国汽车销量及增速



资料来源：中汽协，乘联会，德邦证券研究所测算

图表19：我国汽车玻璃需求测算

项目	2021	2022E	2023E
汽车销量（万辆）	2627.5	2758.9	2841.6
我国汽车保有量（亿量）	2.8	3.0	3.2
保有量替换率	5%	5%	5%
合计总量（万辆）	4032.5	4255.2	4442.7
单车玻璃用量（平米）	5.2	5.2	5.2
汽车玻璃厚度（毫米）	5	5	5
单车玻璃用量转换成重量（吨）	0.065	0.065	0.065
每年汽车玻璃用量（万重箱）	5242.25	5531.8	5775.5

资料来源：Wind，中汽协，乘联会，德邦证券研究所测算

1.5 玻璃供需平衡表

- **从供需平衡表来看，**我们判断，随着今年下半年以来的浮法玻璃产能的收缩，预计明年产量保持小幅下滑；地产竣工端仍有支撑，仍维持近几年的高位支撑玻璃需求，而汽车需求小幅提升；出口环比略有回暖；
- 整体来看，玻璃供需重回紧平衡，预计地产企稳回暖将推升新一轮价格的上涨。

图表20：国内玻璃供需平衡表测算

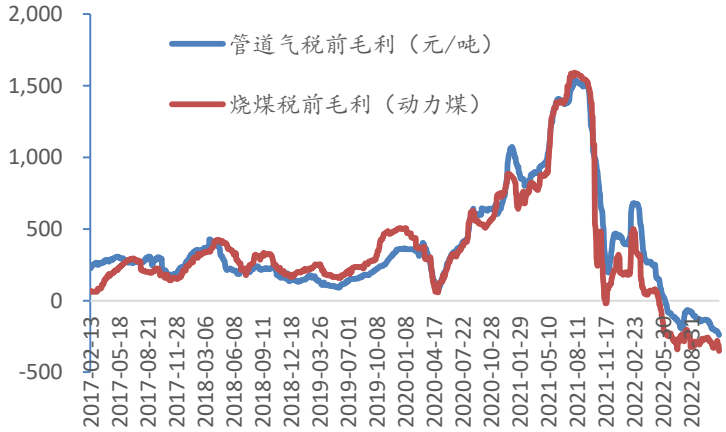
	平板玻璃产量（万重箱）	实际增速	平均库存（万重箱）	5mm出口（万重箱）	汽车销量（万辆）	增速	汽车玻璃需求（万重箱）	建筑需求（万重箱）	增速	其他需求
2015	73862.7	-6.81%	3406	5365.0	2,459.80	4.7%	3197.74	49319.69	-8.2%	12574.3
2016	77403.0	4.79%	3289	5660.3	2,802.80	13.7%	3643.64	51879.80	5.2%	12930.3
2017	79023.5	2.09%	3276	5258.0	2,887.90	3.1%	3754.27	53023.25	2.2%	13712.0
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
2021	101664.7	7.50%	2723	4954.9	2,627.50	2.10%	3415.75	69259.19	9.6%	21311.9
2022E	98106.4	-3.50%	5000	4707.2	2,758.90	5.00%	3,586.57	65174.51	-5.9%	19638.2
2023E	93210.1	-5.00%	3500	4848.4	2,841.60	3.00%	3,694.08	65157.05	0.0%	19382.0

资料来源：Wind，卓创资讯，德邦证券研究所测算

1.6 当前行业处于盈利底部

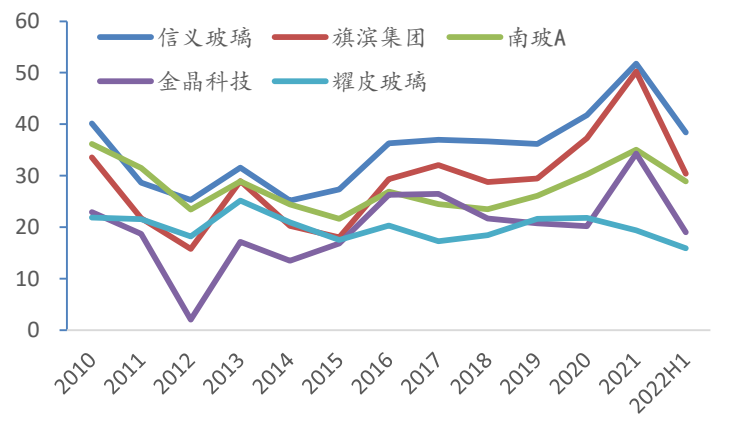
- **从盈利角度来看，**当前处于周期底部，以天然气及煤炭为燃料的浮法玻璃，当前均处于亏损状态，尤其进入冬季采暖季，天然气价格进一步上涨，行业亏损加剧，在持续亏损的状态下以及接下来的行业淡季，企业冷修的意愿增加，一方面窑龄到期的生产线主动进行冷修，另一方面由于现金流压力被迫冷修，供给收缩使得价格止跌。
- 从主要企业毛利率情况来看，今年以来毛利率呈下行趋势，其中单三季度旗滨集团毛利率为15.25%，南玻A为28.68%，金晶科技为12.8%

图表21：不同燃料系统下盈利情况



资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

图表22：主要玻璃企业毛利率



资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

1.7 周期展望：供给收缩价格止跌，需求恢复支撑价格反弹

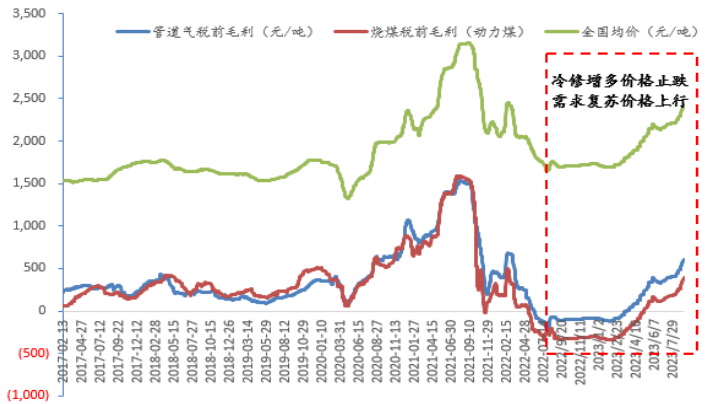
- 上行周期：或在2023年二季度价格逐步上行
- 供给端：当前价格下，多数企业已出现亏损，7月份以来冷修线明显增多，行业进入冷修高峰期、供给端收缩。
- 对于企业而言，长时间亏损是加速冷修的推动器，窑龄到期+持续亏损或使得行业迎来冷修高峰期，类似于20年初；目前行业新增产能必须严格执行产能置换，新增产能愈发困难，基本是存量产能博弈，因此随着冷修产能增多，供给收缩。
- 需求端：地产经历一年多的持续下行，随着地产政策持续落地，行业或触底企稳回升，在“保交楼”的支撑下，竣工需求或重回增长，需求恢复支撑价格上行。

图表23：浮法玻璃价格走势



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所

图表24：不同燃料系统下盈利趋势及价格走势预测



资料来源：玻璃期货网，德邦证券研究所测算

1.8 重点企业

- 我们认为，在新的产能置换政策下，新增产能愈发困难，行业进入到存量产能博弈阶段，当前行业处于亏损状态，冬季采暖季天然气进一步上涨推升成本压力，行业冷修加速，供给收缩价格止跌；而需求端地产竣工韧性依旧，过去4年地产销售17亿平的高基数以及当前“保交楼”的支撑下，随着地产预期向上，明年开春玻璃需求望集中释放，行业迎来新一轮价格上涨。
- **旗滨集团：**浮法行业触底反弹，公司成本及规模优势明显；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；光伏玻璃明年新产能逐步投放，提供中期增量。
- **南玻A：**重新聚焦玻璃主业，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；同样光伏玻璃新产能在22-23年逐步释放，提供中期增量以及硅料的扩产，受益行业高景气度。
- **信义玻璃：**在浮法产能置换指标收紧的背景下，公司通过并购产能依然保持产能稳定扩张，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，受益浮法玻璃价格触底反弹；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25：主要玻璃企业盈利预测（收盘价截止2022/12/9）

公司名称	收盘价（元/港元）	总市值（亿元/港元）	归母净利润（亿元/亿港币）			PE（x）		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
信义玻璃	15.4	632.54	115.56	67.72	82.14	5.47	9.34	7.70
南玻A	7.33	225	15.29	21.33	25.44	14.72	10.55	8.84
旗滨集团	10.93	293.31	42.34	19.11	32.14	6.93	15.35	9.13

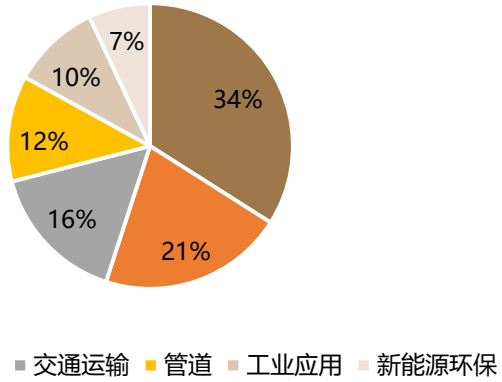
资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所，注：南玻A、信义玻璃盈利预测选取wind一致预测，旗滨集团22-23年业绩为德邦研究测算

02 玻纤：顺周期品种，静待触底反弹

2.1 玻纤下游应用占比

➢ **玻纤典型顺周期品种，受益全球经济复苏。**玻纤下游应用场景不断拓展，既有偏周期的建筑建材、管罐领域；也有汽车轻量化、5G以及风电比较新兴的领域，玻纤行业兼具“周期”与“成长”双重属性。下游需求的不断拓展使得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。

图表26：国内玻纤下游需求分布



资料来源：中国巨石2021年年报，德邦证券研究所

2.1 玻纤的周期复盘

➢ 2020年以来，行业经历了高景气周期，价格创阶段性新高；进入2022年下半年，受国内疫情反复经济受阻的影响，以及下半年欧美经济衰退，海外需求逐步下滑；供需错配下，价格高位回落，当前时点价格接近周期阶段性底部。

图表27：国内玻纤下游需求分布

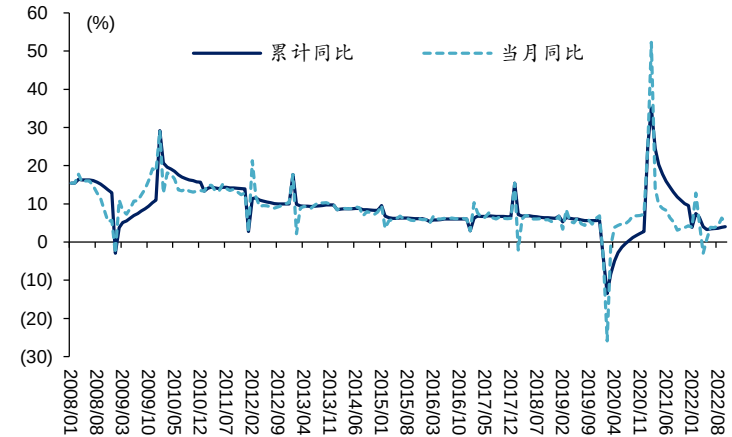


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

2.2 需求端：国内疫情反复，制造业承压

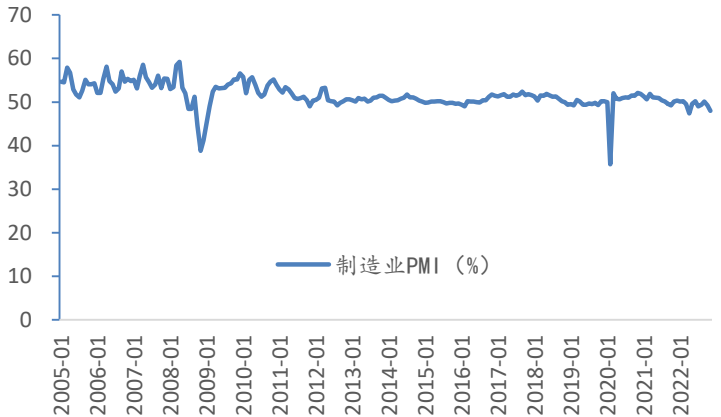
- 2022年以来，国内疫情反复，需求持续下行，国内制造业景气度持续走弱，制造业PMI基本维持在荣枯线及以下的位置，当前受到地产投资下行以及消费疲软的影响，制造业生产需求不温不火；工业增加值增速环比逐月下滑，而玻纤下游应用交通运输、管道、工业应用等占比分别为16%、12%、10%，与工业制造业紧密相关，需求疲软导致玻纤价格逐步回落。

图表28：国内工业增加值增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表29：我国制造业PMI走势

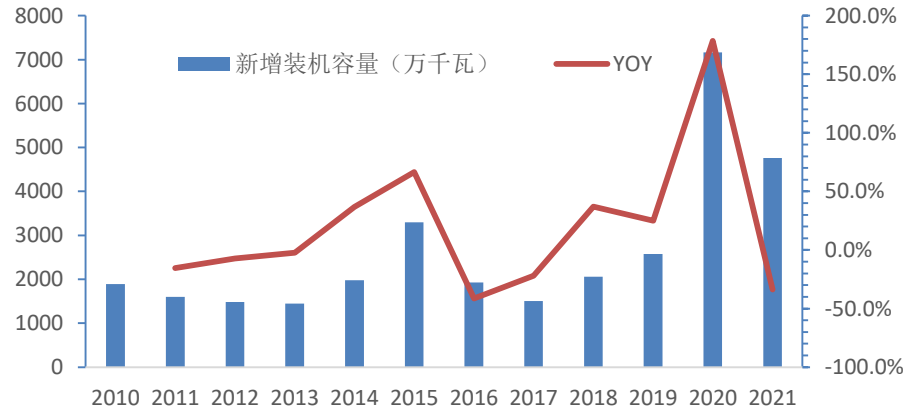


资料来源：Wind，德邦证券研究所

2.2 需求端：风电仍处上行周期，大尺寸化增加玻纤需求

- **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年风电抢装之后，21年新增装机回落，2022年1-10月份风电新增装机21.14GW，同比增加1.94GW；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30：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

2.2 需求端：新能源车快速发展，汽车轻量化拉动玻纤用量

- **新能源汽车发展迅速，汽车轻量化市场广阔。**汽车轻量化是指在保证汽车的强度和安全性能的前提下，尽可能地降低汽车的整车重量，从而提高汽车的动力性，减少燃料消耗，降低排气污染。根据巨石年报披露，若汽车整车重量降低10%，燃油效率可提高 6%-8%；汽车整车重量每减少100 公斤，每百公里油耗可降低 0.3-0.6 升。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。玻璃纤维复合材料作为汽车轻量化领域传统金属材料的重要替代品，近年随着汽车的节能减排以及新能源汽车的推广，需求快速增长。

图表31：玻纤在汽车上的应用



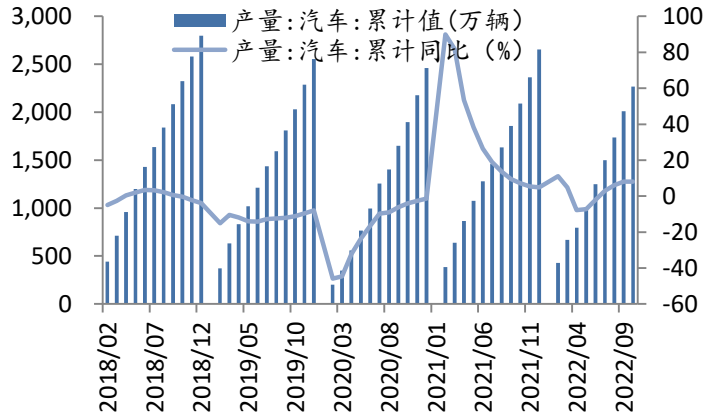
资料来源：2020年中国巨石年报，德邦证券研究所

2.2 需求端：新能源车快速发展，汽车轻量化拉动玻纤用量

德邦证券 Topsperity Securities

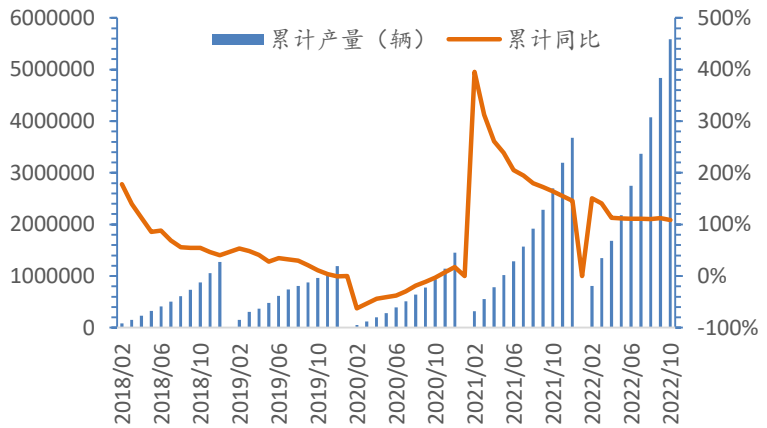
- 2022年1-10月份，国内汽车产量为2267万辆，同比增长8.1%；新能源汽车产量为559万辆，同比增长108.4%，传统汽车消费触底回暖，新能源车保持高速发展。根据工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》，规划明确2025年我国新能源车销量占比要达到当年汽车总销量的25%左右；我们认为，汽车轻量化趋势明显，玻纤在汽车及厢内设施制造方面应用广泛，占到全球玻璃纤维总消费量的20%左右；目前国内经济型轿车增强塑料用量每辆16-20公斤，载货汽车为20-30公斤，而欧美平均每辆轿车使用增强塑料达117公斤，占轿车重量的5-10%，其中42%为玻璃纤维增强热塑性塑料；未来国内玻纤复合材料渗透率仍有很大提升空间。

图表32：国内汽车产量及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

图表33：国内新能源汽车产量及增速

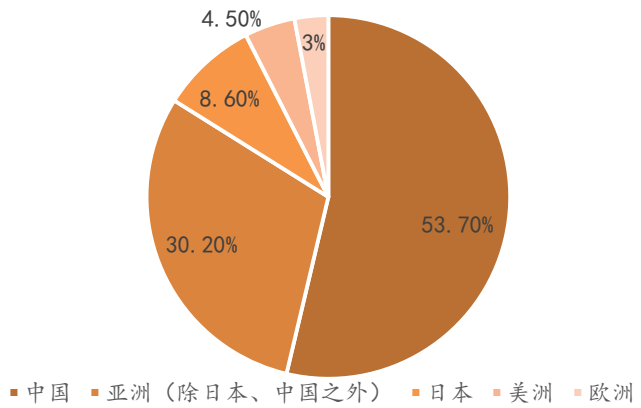


资料来源：Wind，德邦证券研究所

2.2 需求端：PCB产业发展带动电子纱需求

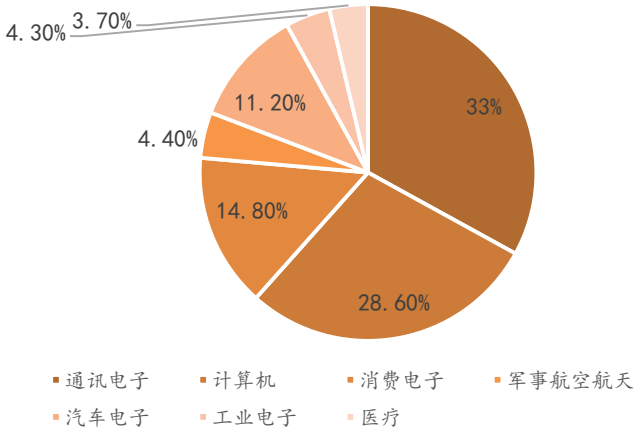
➢ **PCB产业快速发展拉动电子纱需求。**电子玻纤纱是一种绝缘性较好的玻纤材料，可制成玻纤布，用于印制电路板（PCB）的核心基材-覆铜板的生产。电子玻纤纱约占覆铜板成本的 25%-40%，而覆铜板占PCB成本的35%-40%左右，是制备PCB的重要原材料，其需求与 PCB 行业发展息息相关。在区域分布上，全球 PCB 产业经历了由“欧美主导”转为“亚洲主导”的发展变化，目前中国大陆的 PCB 产值约占全球的 50%；从下游应用领域来看，通讯电子及计算机二者占比超过60%。

图表34：2019年全球PCB产值地区分布



资料来源：Prismark，Wind，德邦证券研究所

图表35：2019年全球PCB下游应用领域分布

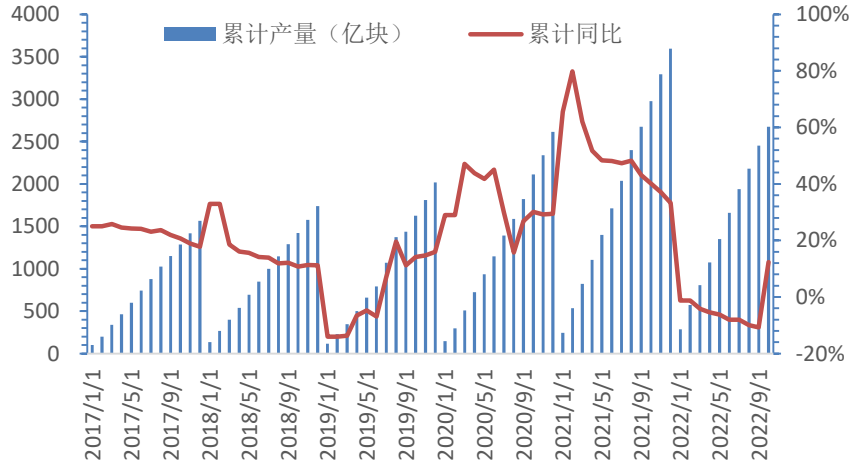


资料来源：Prismark，Wind，德邦证券研究所

2.2 需求端：短期PCB产业增速放缓，电子纱价格承压

➢ **短期集成电路增速回落，电子纱价格承压。**在智能化、信息化的时代浪潮中，5G基建、大数据中心等数字新基建的发展对PCB 及上游电子纱/电子布原材料的供应数量和质量提出了更高要求。经历了2021年的高增长之后，受宏观经济的整体影响，2022年1-10月份我国集成电路产量约2675亿块，同比下滑12.3%，需求下滑导致电子纱价格回落，从年初的14500元/吨，回落至9月末的7750元/吨，目前电子纱价格约为9250元/吨，电子布价格约4.1元/米，仍处于周期底部区间。

图表36：近几年我国集成电路产量及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

2.2 需求端：PCB产业发展带动电子纱需求

- 根据Prismark 预计到2023 年全球和中国PCB产值将分别达到747和 423 亿美元，则对应2019-2023年CAGR 约为5.1%和6.5%；按电子纱占PCB成本10%以及当前电子纱价格约9000元/吨去测算，则我们测算，2021-2023年我国每年新增电子纱需求约20万吨左右，需求保持稳定增长，而2023年行业新增电子纱产能有限，行业供需有望重回紧平衡，价格迎来触底回升。

图表37：国内电子纱需求测算

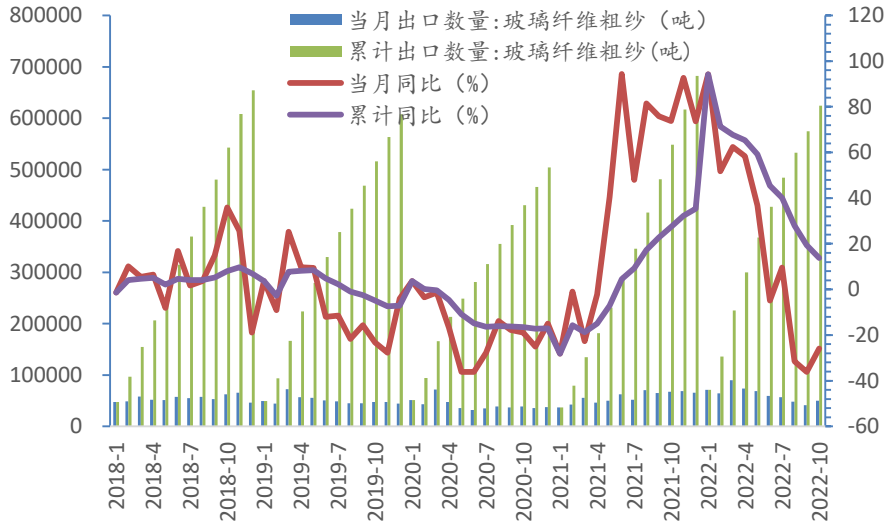
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
PCB产值（亿美元）	329.2	351.3	374.9	400.1	423.0
同比增速		6.47%	6.47%	6.47%	6.47%
电子纱成本占PCB比重	10%	10%	10%	10%	10%
电子纱价格(元/吨)	8374	8226	9000	9000	9000
电子纱需求（万吨）	275.17	298.94	291.60	311.19	329.00

资料来源：Prismark，德邦证券研究所，美元兑人民币汇率按照7计算

2.2 需求端：欧美经济衰退，玻纤出口回落

- 22年上半年玻纤出口强劲，1-10月份粗纱累计出口增速为13.76%，但从6月份单月出口开始同比下滑，其中10月份玻纤粗纱单月出口下滑25.84%，受制于能源价格高涨，欧洲经济出现衰退，下半年出口整体承压，而随着外部环境的变化，23年海外通胀有望有所缓解，经济或有所复苏支撑玻纤需求。

图表38：玻纤粗纱出口及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

2.3 供给端:23年新增产能有限

- 根据我们统计，预计22-23年新增产能分别为63和60万吨，考虑到投放时间的不同，我们测算当年有效产能分别为27万吨和35万吨，若考虑到部分企业的冷修线，以及实际投产进度低于预期，则实际新增有效产能更少；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39：2022-2023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	热塑纱	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
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	已投产	新点火	2021/08	15	4
江苏	常州	长海股份新建10万吨产能	长海股份	无碱纱	10	已投产	新点火	2021/09	10	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	已投产	新点火	2021/09	9	3
山东	泰安	泰山玻纤6万吨技改项目	山东玻纤	细纱	6	建设中	新点火	2021/12	6	3
2021小计					92				92	46
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	已投产	新点火	2022/03	10	7
四川	德阳	四川裕达特种玻璃纤维有限责任公司无碱粗纱产线	四川裕达	无碱粗纱	3	已投产	新点火	2022/05	3	2
重庆	重庆	重庆三磊二线	重庆三磊	无碱纱	10	已投产	新点火	2022/06	10	5
重庆	重庆	重庆国际15万吨ECT玻纤智能制造生产线	重庆国际	无碱粗纱	15	建设中	新点火	2022/06	15	0
浙江	成都	巨石成都智能制造	中国巨石	短切原丝	15	已投产	新点火	2022/05	15	8
浙江	桐乡	巨石电子纱三期	中国巨石	电子纱	10	已投产	新点火	2022/06	10	5
2022小计					63				63	27
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	2023年H1	10	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	2023年H2	15	8
江西	九江	巨石九江20万吨一期	中国巨石	无碱纱	20	建设中	新点火	2023年Q1	20	15
山西	太原	泰玻（山西）30万吨一线	泰山玻纤	无碱纱	15	建设中	新点火	2023年H2	15	7
2023小计									60	35

资料来源：卓创资讯，各公司公告，德邦证券研究所

2.3 供给端:23年新增产能有限

- 根据我们统计，预计2022年冷修产能约14万吨，2023年巨石、长海等龙头企业均有计划冷修技改生产线，因此，行业实际新增有效产能有限，新增产能冲击大幅减少。

图表40：2019-2022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	冷修时间	产能减少
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	冷修	2021/02	4
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
山东	临沂	山东玻纤沂水3线	山东玻纤	无碱纱	3	冷修	2021/07	3
浙江	桐乡	巨石桐乡基地	中国巨石	无碱纱	4	冷修	2021H1	4
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	2021Q4	8
2021小计					24			24
山东	泰安	泰山玻纤泰安邹城4线	泰山玻纤	无碱纱	6	冷修	2022/05	4
重庆	重庆	重庆国际大渡口F02	重庆国际	无碱纱	5	冷修	2022/11	1
四川	成都	台嘉成都玻璃纤维有限公司	台嘉玻纤	电子纱	3	冷修	2022/09	3
2022小计					14			8

资料来源：卓创资讯，各公司公告，德邦证券研究所

2.4 玻纤供需平衡表

- 随着玻纤应用领域不断拓展，其需求增速与宏观经济增速呈正相关，按照过去经验数据来看，当前一个国家玻纤需求增速约为GDP增速的1.5-2倍。由于22年国内疫情持续反复，预计22年国内整体增速较低，但疫情逐步缓解之后，展望明年有望整体经济复苏，供需紧平衡下，价格有望触底回升。

图表41：玻璃纤维行业供需平衡表

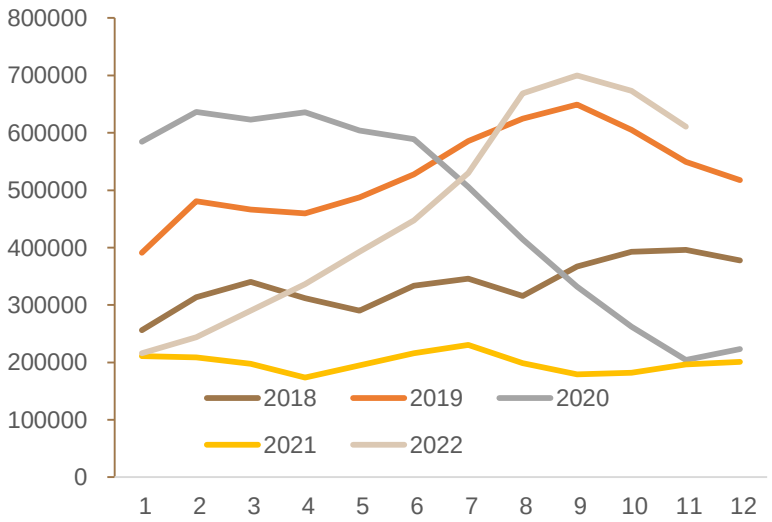
单位：万吨	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
玻璃纤维纱						
全球产量	**770**	**800**	**800**	**840**	**882**	**908**
同比%	6.9%	3.9%	0.0%	5.0%	5.0%	3.0%
中国产量	**468**	**527**	**541**	**624**	**665**	**724**
同比%	14.7%	12.6%	2.7%	15.3%	6.5%	8.9%
其中：池窑产量	438	492	502	580	635	693
占比%	93.6%	93.4%	92.8%	92.9%	95.5%	95.7%
其中：坩埚及其他落后产能产量	30	35	39	44	30	31
占比%	6.4%	6.6%	7.2%	7.1%	4.5%	4.3%
中国产量全球占比%	**60.8%**	**65.9%**	**67.6%**	**74.3%**	**75.4%**	**79.6%**
加权非电子纱纱池窑产能（万吨/年）	382	451	474	554	652	712
加权电子纱池窑产能（万吨/年）	67	76	82	94	99	99
减：加权冷修减少产能（万吨/年）	(19)	(25)	(25)	(24)	(10)	(10)
当年加权池窑产能（万吨/年）	**430**	**502**	**531**	**624**	**741**	**801**
加权产能利用率%	**101.9%**	**98.0%**	**94.5%**	**92.9%**	**85.6%**	**86.5%**
当年年底池窑产能（万吨/年）	**516**	**545**	**582**	**653**	**719**	**785**
理论产能利用率%	**85.0%**	**90.4%**	**86.3%**	**88.9%**	**88.3%**	**88.3%**
进口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）（万吨）	10	9	11	9	10	10
出口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）（万吨）	(97)	(77)	(64)	(87)	(85)	(85)
表观消费量	**381**	**459**	**488**	**546**	**590**	**649**
表观消费量增速%	**14.1%**	**20.4%**	**6.2%**	**12.0%**	**8.0%**	**10.0%**

资料来源：卓创资讯，中国玻璃纤维工业协会，德邦证券研究所测算

2.5 玻纤价格逐步触底企稳

- 由于今年以来国内需求恢复不及预期以及下半年以来出口下滑，所以导致国内玻纤库存水平持续上升至历史高位；进入四季度，局部供给收缩以及年底刚需赶工等因素影响，玻纤库存环比有所下降，价格也有望触底企稳。

图表42：玻璃纤维行业库存走势（万吨）

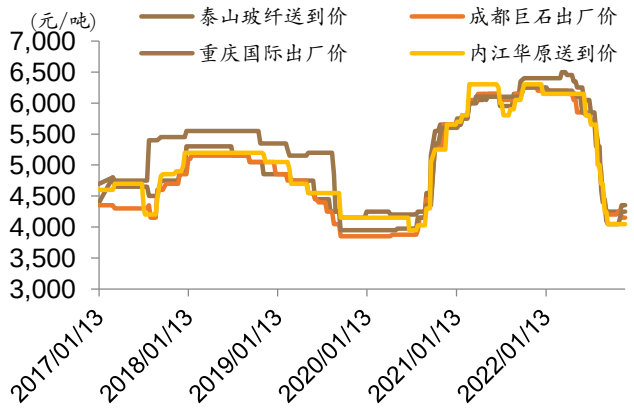


资料来源：卓创资讯，德邦证券研究所

2.5 玻纤价格逐步触底企稳

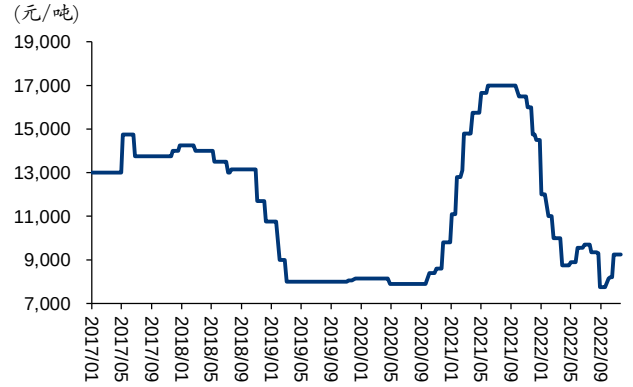
- 受海外预期经济衰退以及国内疫情反复的影响，行业库存持续增加，创近几年新高，无碱粗纱价格继续走弱，国内无碱2400tex缠绕直接纱多数报价4100-4300元/吨，回落至周期底部；而电子纱价格主流成交价在9000-9500元/吨，电子布价格主流报价维持在4-4.2元/米，价格触底后有所反弹；我们认为，供需关系修复情况下，玻纤价格在9月筑底已基本确认，目前价格底部震荡。玻纤作为典型顺周期品种，短期由于经济压力进入下行周期，但随着价格降至中小企业成本线且下游需求逐步修复转暖，预计后续价格修复预期较强。从跟踪的行业扩产规划来看，2022年新增产能基本都已投产，而2023年新增供给有限，行业供需保持匹配，未来随着疫情的缓解以及各地刺激经济政策出台，经济复苏或带来新一轮景气周期。

图表43：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44：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

2.6 玻纤进入差异化发展阶段

◆ **以中国巨石为例，行业的差异化竞争加速，龙头竞争优势凸显**

- 自2009年以来，中国巨石通过玻璃液、浸润剂配方升级，实现高端产品突破，开拓风电纱、热塑纱、电子纱、工业防腐、环保等高端市场，走向了产品差异化的发展之路。
- **玻纤配方方面，**中国巨石于2009年推出E6配方，与传统玻纤配方相比，配料成本更低，物理性能、耐腐蚀性、环保性能更好，是中国首个具有自主产权并取得国际专利授权的高性能玻璃纤维配方。2014年，中国巨石成功研发E7配方，在模量和强度方面均有提升，拓宽了公司产品在大功率风电叶片、高压力容器、高性能拉挤型材中的应用。2016年，公司瞄准高端市场，成功推出E8高模量玻璃纤维，填补超高模量市场空白，进一步推动大型风力叶片的革新和应用；2020年公司E9配方问世，模量首次超过100Gpa，将玻纤行业带到一个全新高度的模量水平。
- **浸润剂方面，**公司2014年通过浸润剂配方及生产工艺的创新，使高分散性LFT用纱产品工艺性能显著提升，力学性能提高，并进入批量稳定生产阶段。2016年，公司成功开发高性能电子布用处理剂和高性能电子纱用浸润剂，大幅提高了公司电子布和电子细纱产品在高端市场的竞争力；公司在浸润剂技术上，完全实现自主知识产权，自主研发的高性能玻璃纤维，达到国际领先水平。
- **电子纱产能的快速扩张，**考虑到电子纱细分领域的高壁垒、稳定的需求增长以及良好的盈利水平，巨石在电子纱领域的扩张将进一步助力公司差异化战略，并使得电子纱业务成为未来公司业绩增长的主要动力之一。
- **稳步推进“三地五洲”战略，**自2014年起，产自中国的玻纤产品受到欧洲、印度、土耳其以及美国等地的反补贴、反倾销的影响。为抵消反倾销税影响并进一步拓展海外市场，公司分别在埃及（20万吨）、美国（9.6万吨）建设生产基地，公司是国内率先在海外建厂的玻纤企业，一方面可以减少“双反”带来的影响；另一方面，实现“以外供外”，减少物流运输成本，加速抢占当地市场份额。

2.7 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），差异化竞争愈发明显，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，我们认为，2023年玻纤行业景气度有望触底回升；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）、弹性玻纤及制品小龙头**长海股份**（未来新建玻纤产能60万吨，玻纤制品及树脂均有扩产，产能弹性十足）。

图表45：主要玻璃纤维企业盈利预测（收盘价截止2022/12/9）

			归母净利润（亿元）			PE（x）		
公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中国巨石	14.75	590.46	60.28	66.87	56.54	9.80	8.83	10.44
中材科技	24.15	405.27	33.37	30.25	35.2	12.14	13.40	11.51
长海股份	15.32	62.62	5.72	7.32	8.2	10.95	8.55	7.64

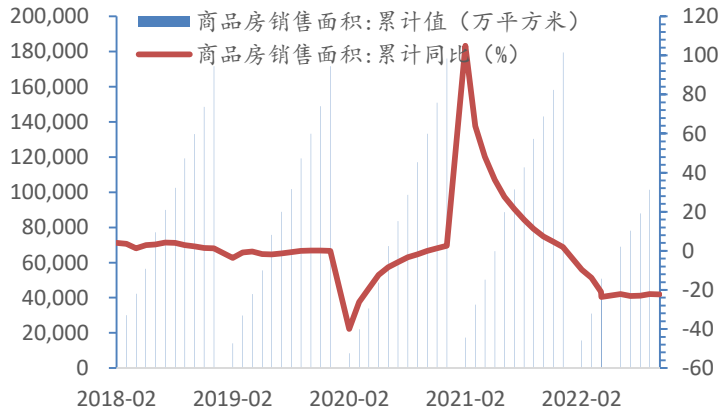
资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所；注：长海股份盈利预测为Wind一致预测，中国巨石、中材科技为德邦研究预测

03 消费建材：量与质的再平衡

3.1房企融资收紧，地产链整体承压

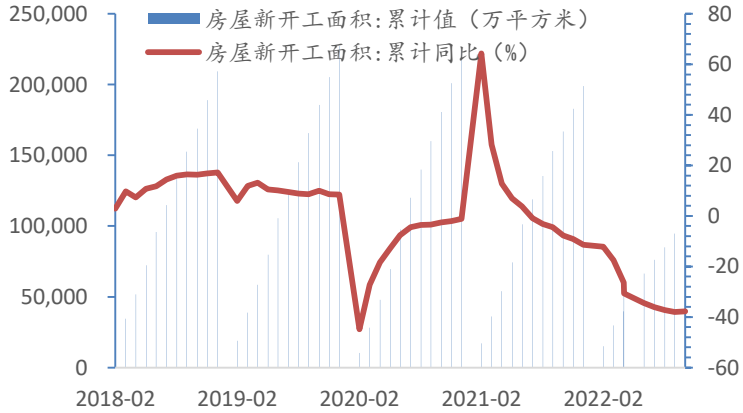
- 在前期地产调控政策趋严的背景下，从2021年下半年开始，地产销售面积开始逐步走弱，地产销售及新开工均呈现震荡下行趋势，至此下行周期已接近1年半的时间，地产持续下行对于地产链需求冲击较大，消费建材企业出现收入增速下降、应收账款坏账比例提升等问题，行业进入周期底部区间。

图表46：地产销售面积及增速



资料来源：wind，德邦证券研究所

图表47：地产新开工面积及增速



资料来源：Wind，德邦证券研究所

3.1 房企融资收紧，地产链整体承压

◆ 根据全国企业破产重整案件信息网查询，2022年上半年，已有200多家房地产企业破产，2021年全国约有343家房企发布了相关破产文书，预计今年全年房企破产数量将再创新高。在前期地产调控趋严的大背景下，地产行业融资收紧，部分企业受制于资金及资源匮乏，生存愈发艰难，地产增速放缓逐步进入存量博弈时代，地产集中度进一步提升；同时房企违约也给行业敲响警钟，过去一味的加杠杆，高周转的模式将会转变，而房企集中度提升的背景下，与上游材料企业合作预计会呈现出一些特点：

- 头部房企注重打造自身品牌，对材料供应商品牌更看重，因此房企会优先选择消费建材里的品牌龙头；
- 头部房企项目覆盖范围广，考验材料供应商综合配套服务能力，对于供应链及服务要求比较高；
- 项目的定制化需求，地产商不同的项目要求不同，对于个性化需求，龙头材料供应商具备更加扎实的研发技术，充分满足客户需求。
- 消费建材企业的市场拓展也将有所改变，一味地追求规模、追求市占率，而忽略了现金流及应收账款等问题的发展模式需要转变，需要关注经营质量与成长性的再平衡。

3.1房企融资收紧，地产链整体承压

- 受地产新开工及销售面积下滑的影响，大部分消费建材企业整体营收增速也逐季度放缓（21年上半年有20年低基数的影响），但从21Q3开始收入增速呈现放缓趋势，体现出了行业下行的压力，这一轮地产调整从调整幅度及调整时间来看都相对大，地产从过去粗放的高周转、高杠杆的模式向降低经营风险、提升经营质量转型，相应的产业链上的建材企业或将迎来经营模式的变化。

图表48：21年以来主要消费建材企业单季度营收增速

	21Q1营收同比增速（%）	21Q2营收同比增速（%）	21Q3营收同比增速（%）	21Q4营收同比增速（%）	22Q1营收同比增速（%）	22Q2营收同比增速（%）	22Q3营收同比增速（%）
东方雨虹	118.13	40.11	36.46	37.01	17.31	1.65	-4.51
科顺股份	80.57	24.30	14.64	9.78	18.71	4.62	-5.50
北新建材	99.96	22.54	12.18	9.03	10.47	-3.24	-14.84
凯伦股份	81.78	47.42	33.02	-6.42	-26.85	-23.08	-12.93
三棵树	241.20	48.17	34.22	9.93	14.49	-5.98	0.54
亚士创能	163.65	63.23	25.47	-9.03	-18.77	-45.68	-33.21
永高股份	86.56	21.21	24.01	9.99	8.11	-13.12	-13.44
雄塑科技	50.55	6.56	22.39	-4.60	1.33	-26.04	-35.77
蒙娜丽莎	105.62	59.95	19.25	34.80	6.74	-10.70	-4.18
坚朗五金	55.42	24.83	28.97	28.11	3.93	-12.81	-12.86
东鹏控股	135.28	17.22	-2.22	-6.24	-14.73	-13.09	-8.94
帝欧家居	46.16	3.07	16.78	-7.58	-33.99	-37.38	-24.28
伟星新材	58.99	20.11	15.80	25.32	12.21	0.39	1.31
兔宝宝	188.01	65.54	32.43	18.43	18.97	-14.48	-13.88

资料来源：Wind，各公司公告，德邦证券研究所

3.1房企融资收紧，地产链整体承压

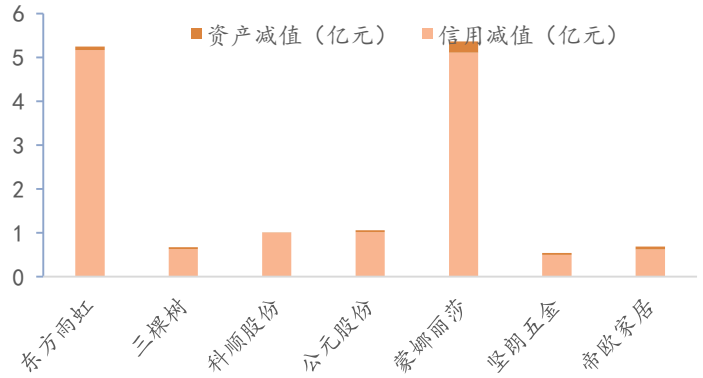
- 当前消费建材大B端集采的商业模式，普遍存在付履约保证金的情况；地产客户为保证其地产项目顺利推进，有必要与综合能力较强的上游供应商建立长期战略合作关系，由上游供应商为地产客户提供包括但不限于产品研发、设计、生产、安装及售后服务，并初步约定战略合作期的意向采购额。为确保签订战略合作协议后的履约能力，地产客户一般要求向供应商收取一定金额的履约保证金。同时，为了保障供应商的合理利益，根据保证金的占用期限，供应商相应收取一定的资金占用费。
- 截止到22年6月末，防水、涂料、瓷砖主要头部企业均存有一定规模的履约保证金，这种模式与地产商深度绑定无疑可以带来更多的订单，抢占更多的市场份额；而随着政策调控趋严，大中型地产企业增速放缓，并出现“暴雷”情况，这无疑给上游材料供应商带来更多应收账款及坏账的风险。我们认为，随着地产增速逐步放缓，行业将由过去粗放生长模式（履约保证金、商票、垫资等情况换订单）向量质双升（收现比提升，更注重经营质量）转变，或将带动整个地产链商业模式的转变。

图表49：主要消费建材企业履约保证金情况

公司名称	2022年6月末保证金余额（万元）	保证金余额占其他应收款余额比例	保证金余额占2021年度营业收入比例	2022年6月末资产负债率
东方雨虹	233927.16	95.40%	7.33%	42.47%
亚士创能	44254.4	90.01%	9.39%	76.51%
科顺股份	47576.74	92.66%	6.12%	56.63%
凯伦股份	18562.9	92.89%	7.18%	58.74%
三棵树	47200	93.55%	4.13%	83.22%
帝欧家居	30330.5	70.80%	4.93%	58.13%
蒙娜丽莎	36850.84	96.80%	5.27%	69.26%

资料来源：Wind，各公司公告，德邦证券研究所

图表50：截止到22年上半年末主要消费建材企业减值情况

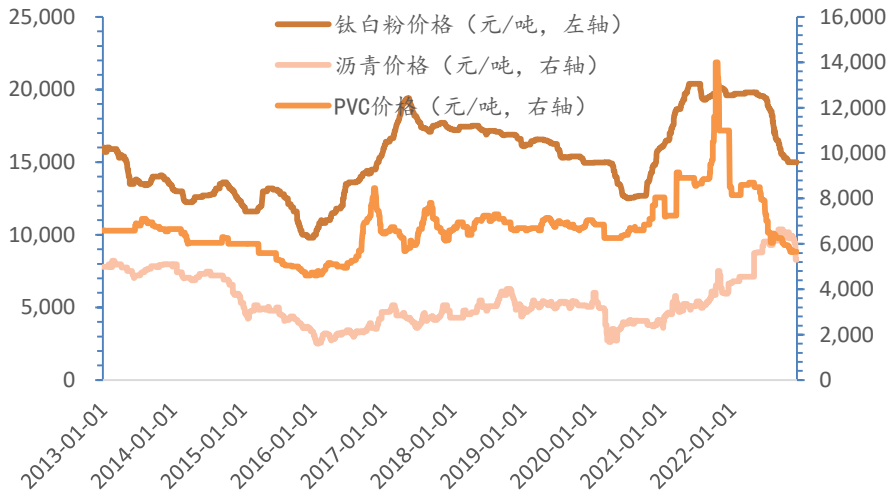


资料来源：Wind，各公司公告，德邦证券研究所

3.2 成本抬升带来的生存压力

- **成本不断抬升，龙头企业优势逐步显现：**2016年以来，沥青、钛白粉、PVC等消费建材原材料呈上升趋势，尤其到21年年中左右，大宗原材料价格达到近几年的高点，一定程度推升企业生产成本，22年部分原材料价格已经大幅回落；同时随着环保趋严，企业的环保成本也在增加；在当前地产进入下行周期，中小企业在加速出清中，而龙头企业拥有规模、资金、渠道、品牌等多重优势，抗风险能力突出，有望抢占更多市场份额。

图表51：2016年以来消费建材主要原材料呈上升趋势

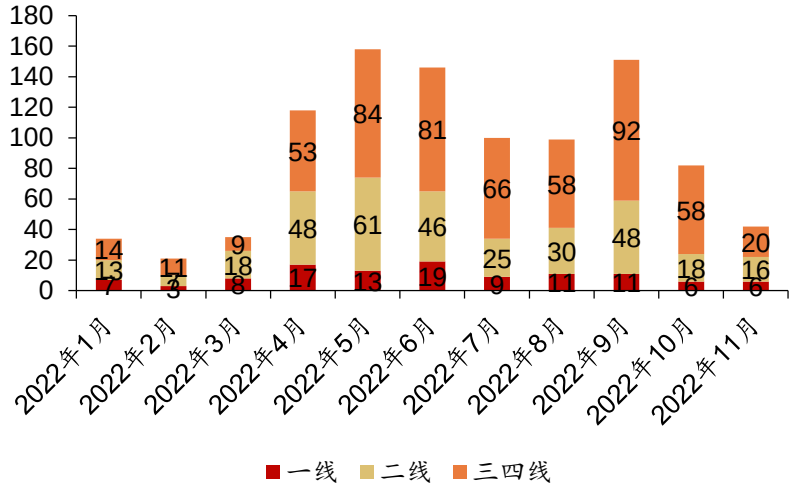


资料来源：Wind，德邦证券研究所

3.3 地产迎来政策底，保交楼、稳民生

- 今年以来，各地针对地产放松政策频发，根据中指研究院的统计，一共发布了约986条相关政策，其中一二线城市分别为110和330条政策，从各地房贷利率下调到近期的地产融资“三支箭”，地产政策愈发积极，刺激力度也逐步加大，地产迎来政策底。

图表52：今年以来不同城市地产放松政策统计



资料来源：中指研究院，德邦证券研究所

3.3 地产迎来政策底，保交楼、稳民生

- 今年以来，**中央**关于地产也发布了一系列放松政策，从放松限贷（LPR下调、降准、降低房贷利率），到房企融资端放松的“三支箭”（信贷融资、债券融资、股权融资），以及“保交楼”的专项资金支持。
- 我们认为，中央积极出台政策“保交楼、稳民生”，地产最困难的阶段或已过去，后续政策将逐步向实际需求的传导，基本面拐点渐行渐近。

图表53：中央关于地产放松政策

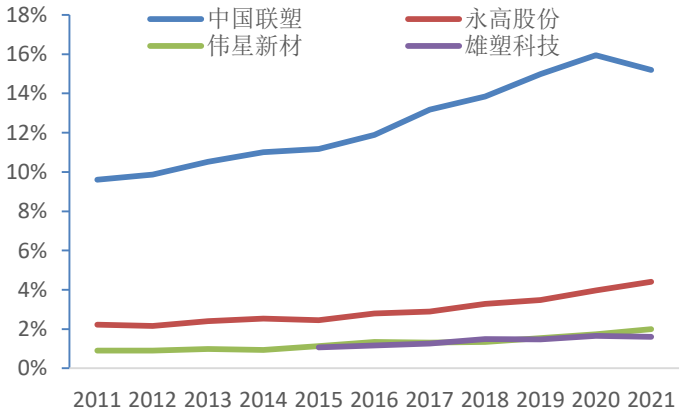
中央重点政策/措施				
	类型	月份	部委/单位	具体内容
				LPR下调
				降准
需求端	限贷	2月	央行	中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，1年期LPR为3.7%，5年期以上LPR为4.6%，均与上月持平。
		4月	人民银行、银保监会	金融机构要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，更好满足购房者合理住房需求。
		5月	人民银行、银保监会	①普通自住房首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。 ②人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。
				阶段性突破房贷利率下限
	信贷融资	11月	央行、银保监会	11月21日，央行和银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会，要求稳定房企开发贷，支持个人住房贷款合理需求；11月23日，央行、银保监会正式发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》（简称“金融16条”），其中供给侧方面提出要保持房地产融资合理适度。
			各大银行	各银行落实中央会议精神，与优质房企签署战略合作协议。会后，农行、交行、中行等六大国有行率先与中海、华润、万科等房企签署总对总战略合作协议，合计已披露授信额度超16550亿元，主要涉及开发贷、并购贷、个人按揭贷款、保函置换债售监管资金、供应链融资及结算服务。债券承销与投资、租赁住房融资7个方面。
	债券融资	5月	深交所、证监会	示范性房企
			银保监会	做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务。
		6月	深交所、证监会	支持优质房地产企业盘活存量资产。允许优质房地产企业进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目，促进房地产行业平稳健康发展。
		8月		示范性房企
		11月	交易商协会	为落实稳经济一揽子政策措施，坚持“两个毫不动摇”，支持民营企业健康发展，在人民银行的支持和指导下，交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过扣保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式，支持民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
			中国银行间市场交易商协会、中国房地产业协会、中债信用增进投资公司	11月1日，中国银行间市场交易商协会、中国房地产业协会联合中债信用增进投资公司，召集8月以来的第三次民企座谈会，参会房企包括金辉、新希望等21家民企：
			中国银行间市场交易商协会	11月8日，中国银行间市场交易商协会提出继续推进并扩大民企债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房企在内的民企发债融资。近期交易商协会已受理优质民企龙湖、美的、新城，以及混合制万科、金地约930亿融资规模申请。截至11月23日中债增将为龙湖、美的置业、金辉三家民企出具发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中票。
	股权融资	10月	证监会	对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在A股市场融资：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过10%；参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过10%。
		11月	证监会	（1）恢复涉房上市公司并购重组及配套融资：允许符合条件的房地产企业实施重组上市，重组对象须为房地产行业上市公司。允许房地产行业上市公司发行股份或支付现金购买涉房资产；发行股份购买资产时，可以募集配套资金；募集资金用于存量涉房项目和支付交易对价、补充流动资金、偿还债务等，不能用于拿地拍地、开发新楼盘等。建筑等与房地产紧密相关行业的上市公司，参照房地产行业上市公司政策执行，支持“同行业、上下游”整合。 2）恢复上市房企和涉房上市公司再融资：允许上市房企非公开方式再融资，引导募集资金用于政策支持的房地产业务，包括与“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及符合上市公司再融资政策要求的补充流动资金、偿还债务等。允许其他涉房上市公司再融资，要求再融资募集资金投向主业；调整完善房地产企业境外市场上市政策：与境内A股政策保持一致，恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资；恢复主业非房地产业务的其他涉房H股上市公司再融资。 3）进一步发挥REITs和私募股权投资基金作用。
	保交楼	7月	中共中央政治局	7月首提“保交楼”，目前推进速展显著，有效促进存量项目建设交付。2022年7月28日中共中央政治局首次提及“保交楼”，其后中央各部门以及各地方跟进推出专项借款及纾困基金。
		8月	银保监会	①积极支持更加有力地推进“保交楼、稳民生”工作，银保监会积极指导银行在配合地方政府压实各方责任的有序安排下，积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，千方百计推动“保交楼、稳民生”。同时指导银行稳妥实施房地产金融审慎管理制度，坚持风险可控。②下一步，银保监会将继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，进一步落实好房地产金融审慎管理制度，有效满足房地产企业合理融资需求，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，以新市民和城镇年轻人为重点，更好满足刚性和改善性住房需求。加强与各方工作协同，配合积极推进“保交楼、稳民生”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。
		9月	人民银行货币政策委	①稳字当头、稳中求进，强化跨周期和逆周期调节，加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。②因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
		11月	央行	11月央行向商业银行提供2000亿元免息再贷款，支持商业银行提供配套资金用于助力“保交楼”，有望再次促进一批项目建设交付。

资料来源：证监会，央行，银保监会网站，中国政府网，央视网，新京报等媒体网站，德邦证券研究所整理

3.4 消费建材的集中度提升趋势延续

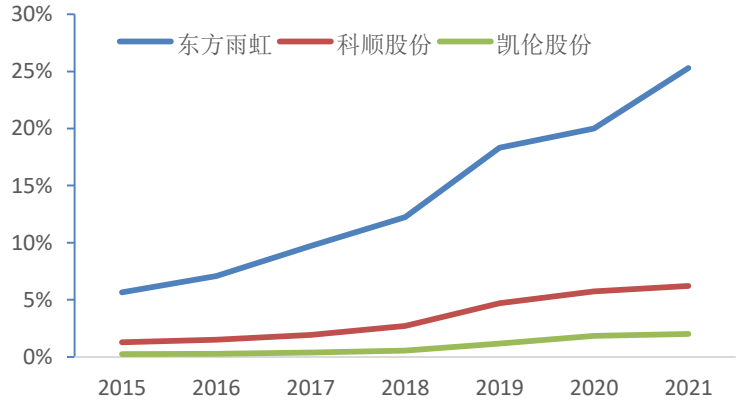
➢ **消费建材集中度提升趋势依旧延续。**在这两年行业下行周期，中小企业加速出清的背景下，行业集中度提升趋势依旧；我们选取管材及防水上市企业为例，上市企业具有融资优势，产能规模及渠道快速扩张，市占率均保持快速提升。例如中国联塑作为管材龙头，以塑料管道产量为基数，市占率从2011年的9.6%提升至2021年15.2%；东方雨虹作为防水的行业龙头，按照规模以上收入企业规模测算，市占率从2015年的5.6%提升至2021年的25%，龙头优势愈发明显。

图表54：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55：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，中国建筑防水协会，智研咨询，德邦证券研究所；注：行业规模采用规模以上企业营收

3.5 重点企业

- 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，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，市场份额逐步提升，体现出成长性。**而地产“三道红线”后，行业由粗放发展抢占市场到探索量质再平衡**，经过前期调整后，当前消费建材估值性价比显现，随着地产悲观预期的修复，拥有强α属性的龙头企业，将进一步巩固龙头地位，拉开与竞争对手差距。
- 当前消费建材板块深度调整后或提供新的配置良机，一方面随着地产政策愈发积极，地产至暗时刻或将过去，政策落地传导至需求将逐步释放；另一方面近期大宗原材料回落，毛利率有望逐季度修复，地产链迎来修复窗口期，建议重点关注：东方雨虹、科顺股份（防水新规提标扩容，有效对冲地产下行带来的压力，明年有沥青价格回落的预期，毛利率继续改善）；其次是三棵树（行业细分龙头，市场认可度高）；中国联塑（管材龙头，估值低位）、兔宝宝、蒙娜丽莎（低估值、高弹性，c端销售稳定增长）；伟星新材、北新建材（经营稳健，现金流好）；青鸟消防（扩品类支撑收入高增长）。

图表56：主要消费建材盈利预测（收盘价截止2022/12/9）

行业	公司名称	收盘价（元/港元）	总市值（亿元/港元）	归母净利润（亿元）			PE（x）		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
防水材料	东方雨虹	34.79	876.17	42.05	29.13	43.85	20.84	30.08	19.98
	科顺股份	14	165.32	6.73	4.19	7.29	24.56	39.46	22.68
建筑涂料	三棵树	124.96	470.4	-4.16	6.37	10.5	-113.08	73.85	44.80
石膏板	北新建材	27.53	465.12	35.1	30.1	41.61	13.25	15.45	11.18
管材	中国联塑	9.18	284.8	30.4	32.9	40.97	9.37	8.66	6.95
	伟星新材	22.16	352.81	12.23	13.13	15.77	28.85	26.87	22.37
瓷砖	蒙娜丽莎	20.95	86.87	3.15	-0.85	5.97	27.58	-102.20	14.55
板材	兔宝宝	11.3	87.33	7.11	5.72	7.73	12.28	15.27	11.30
消防产品	青鸟消防	29.18	164.66	5.3	6.48	8.89	31.07	25.41	18.52

资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所;三棵树、中国联塑、伟星新材、蒙娜丽莎盈利预测为Wind一致预测，其余为德邦研究预测

04 碳纤维：国产替代正当时

4.1 国产替代加速的背景

- **背景一：新冠疫情影响，全球贸易受到冲击：**2020年以来受全球新冠疫情的影响，全球贸易整体受到较大冲击，国外碳纤维出口到国内的难度加大，国内碳纤维市场整体呈现供不应求的局面。
- **背景二：受政治因素影响，海外封锁，高端材料进口难度加大：**2020 年下半年以来，日本、美国加强了对碳纤维出口中国的政策管控，导致国内碳纤维境外供应难度进一步加大。 2020年12月，国际碳纤维巨头日本东丽碳纤维出口至未获日本《外汇及外国贸易法》许可的中国企业，日本经济产业省对该公司实施了行政指导警告，要求东丽子公司防止再次发生此类事件，并彻底做好出口管理；2021年 2 月 24 日，美国总统拜登签署了行政命令，在联邦机构间展开为期 100 天的审查，以解决四个关键产品供应链中的漏洞，其中包括碳纤维，主要目标是增强供应链的弹性，以保护美国免于未来面临关键产品的短缺。
- **风光需求快速爆发拉动需求：**在“双碳”背景下，清洁能源快速发展，根据《风能北京宣言》来看，预计“十四五”期间，我国风电新增装机量不低于50GW（“十三五”年均新增装机量约为30.5GW）；而风电叶片大尺寸化趋势明显，2021年我国新增风电装机3MW及以上叶片占比约80%，随着叶片逐步大尺寸化，对碳纤维的需求与日俱增；根据CPIA最新预测，22-25年期间全球每年光伏装机约232-286GW，国内装机约83-99GW，保持稳定增长，而生产单晶硅的拉制炉与多晶铸锭炉的热场材料对碳纤维需求与日俱增，未来随着光伏新增装机的增加，预计碳碳复材的需求也将快速增长；其次，未来氢能源的发展对高压气瓶的需求，以及高端航空航天复材的发展，对碳纤维的需求有望与日俱增。
- 供需紧平衡下，国内碳纤维企业迎来高速发展期，国内碳纤维企业也迎来了国产替代的机遇期。

4.2 当前国内碳纤维的现状

- **国内供应占比逐步提升，国产替代加速：**2015年之后，国内碳纤维需求保持快速增长，虽然国内企业供给逐步增加，但海外进口比重依旧较大，2021年海外碳纤维进口占比为53.1%，相较于高端产品性能、稳定性以及产线运行效率等，国内大部分碳纤维企业与海外龙头企业仍有差距，未来碳纤维市场国产替代空间依旧很大。

图表57：2014-2021年中国碳纤维需求以及国内外供应占比

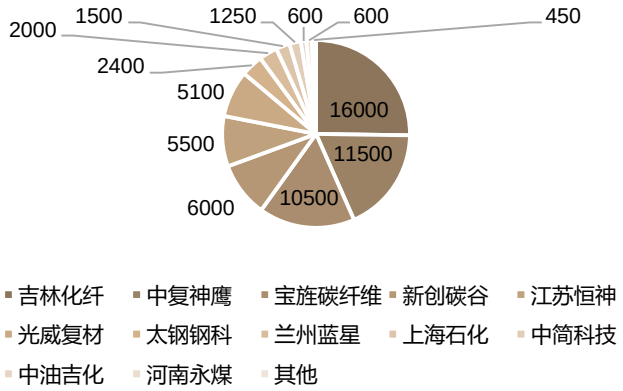
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
国内供应（吨）	2000	2500	3600	7400	9000	12000	18500	29250
增速	33%	25%	44%	106%	22%	33%	54%	59%
占比	14%	15%	18.4%	31.5%	29.0%	31.7%	37.9%	46.9%
国外进口（吨）	12793	14408	15963	16087	22000	25840	30351	33129
增速	-6%	13%	11%	1%	37%	17%	17%	9%
占比	86.5%	85.2%	81.6%	68.5%	71.0%	68.3%	62.1%	53.1%
总需求(吨)	14793	16908	19563	23487	31000	37840	48851	62379
增速	-2%	14.3%	16%	20%	32%	22%	29%	28%

资料来源：《2021全球碳纤维复合材料市场报告》，德邦证券研究所

4.2 当前国内碳纤维的现状

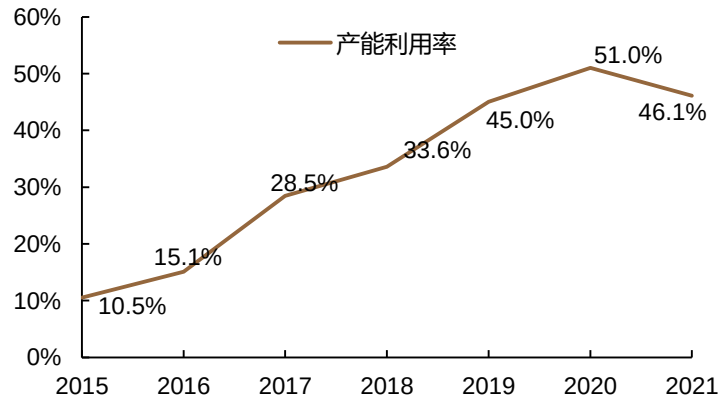
- **行业产能利用率较低，实际产出仍不足。**根据奥赛碳纤维的统计数据，2021年国内碳纤维运行产能达到63400吨，销量为29250吨，按照赛奥碳纤维的数据，按照销量/产能计算的产能利用率仅有46%，低于国际通常的产能利用率65-85%；虽然部分国内企业产能利用率达到70-80%，但整体运行效率较国外还是有较大的差距，未来国内企业需要在进一步提升产线运行效率，提升产品性能及稳定性。

图表53：2021年中国碳纤维运行产能（吨）



资料来源：《2021全球碳纤维复合材料市场报告》，德邦证券研究所；注：运行产能允许企业用12K去折算它3K的产能

图表54：国内碳纤维产能利用率（销量/产能）

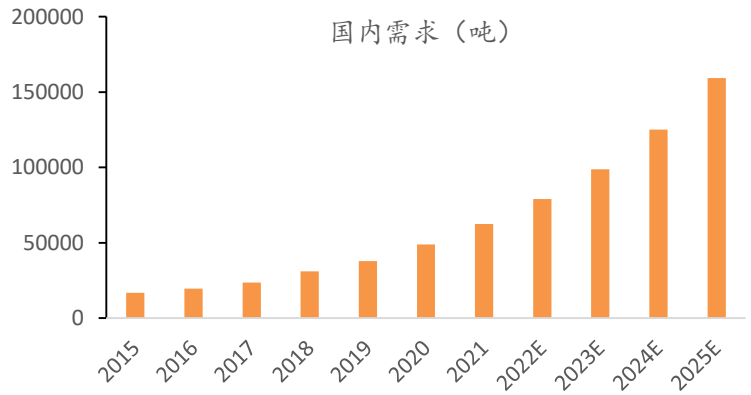


资料来源：赛奥碳纤维，德邦证券研究所；注：运行产能允许企业用12K去折算它3K的产能

4.2 当前国内碳纤维的现状

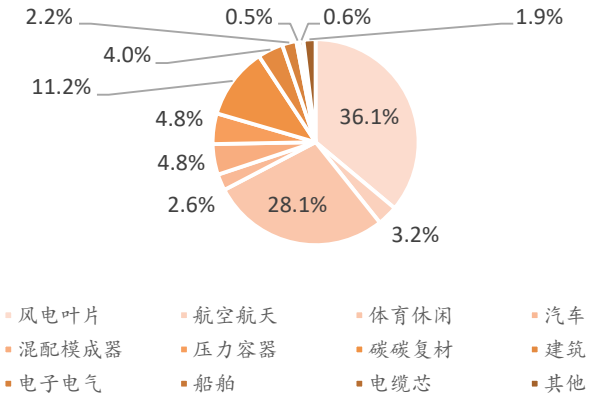
- **国内需求快速增长，但自供比例仍偏低。**根据《2021年全球碳纤维复合材料市场报告》的统计，2021年我国碳纤维需求约为6.24万吨，同比增长28%，连续5年保持20%以上的增速，国内体育休闲应用保持稳定发展，而风电、光伏等清洁能源的快速增长，进一步拉动碳纤维需求，预计到2025年国内需求或超过15万吨量级。
- 从下游需求分布占比来看，2021年国内碳纤维风电需求占比约36%，得益于近几年风电的快速发展；而与全球需求结构不同的是，国内第二大占比是体育休闲领域，接近30%，相较于航空航天领域，体育休闲领域进入门槛相对较低，同时对产品性能要求也比较低，这也是当前国内碳纤维企业面临的问题，产品性能亟需提升，向高端领域迈进。

图表55：2015-2025年中国碳纤维需求及预测



资料来源：赛奥碳纤维，德邦证券研究所，注：22及24年数据为基于赛奥碳纤维20-25年复合增速测算得来

图表56：2021年中国碳纤维需求占比分布



资料来源：《2021全球碳纤维复合材料市场报告》，德邦证券研究所

4.3 国内碳纤维产能快速扩张

德邦证券 Topsperity Securities

- 随着国内碳纤维的需求快速增长，国内碳纤维企业也加快了产能扩张的步伐，近三年，国内头部碳纤维企业均抛出了扩产计划，由于碳纤维属于投资强度比较大的行业，同时考虑到前期国产碳纤维企业生产效率不足，投资回报率较低，高资金壁垒使得大量企业较难进入到这一行业。随着核心工艺的突破，以及生产效率的不断提升，国内碳纤维产能有望快速崛起。

图表57：国内主要碳纤维企业扩产计划

新点火及复产产能

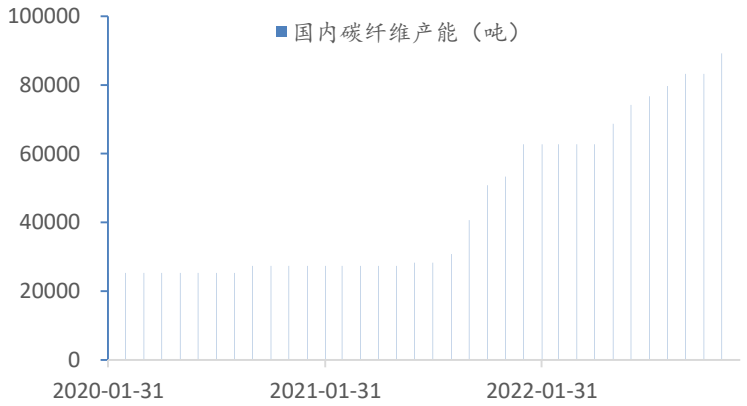
省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能（吨）	状态	性质	开工建设日期	（预计）投产日	上年底在产产能（吨）	投产后总产能（吨）	当年有效新增产能（吨）
青海	西宁	中复神鹰万吨线一期	中复神鹰	小丝束	10000	已投产	新点火	2019/09	2021年底	5500	11500	6000
吉林	吉林	国兴碳纤维1.5万吨1号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火	2020/5/7	2021/07	2000	6000	4000
	吉林	国兴碳纤维1.5万吨2号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火		2021/12		10000	4000
吉林	吉林	凯美克公司首条碳化线	吉林化纤	小丝束	600	已投产	新点火	2021/04	2021/10		600	600
吉林	吉林	吉林宝旌碳纤维一线	宝武+吉林化纤	大丝束	2000	已投产	新点火		2021H2	6000	8000	2000
吉林	吉林	吉林宝旌碳纤维二线	宝武+吉林化纤	大丝束	2000	已投产	新点火		2021H2		10500	2500
江苏	常州	新创碳谷一期	新创碳谷	大丝束	6000	已投产	新点火	2020/9/26	2020/05	3000	6000	3000
江苏	常州	中简科技千吨线	中简科技	小丝束	1000	已投产	技改扩建		2021/09	150	1150	1000
2021年小计					**30600**					**16650**	**39750**	**23100**
青海	西宁	中复神鹰万吨线二期	中复神鹰	小丝束	10000	已投产	新点火	2019/09	2022/03	11500	13500	2000
青海	西宁	中复神鹰1.4万吨线一期	中复神鹰	小丝束	10000	已投产	新点火	2019/09	2022H2	11500	17500	4000
吉林	吉林	国兴碳纤维1.5万吨3号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火	2020/5/7	2022H1	10000	14000	4000
	吉林	国兴碳纤维1.5万吨4号碳化线	吉林化纤	大丝束	3000	已投产	新点火		2022H1		17000	3000
	吉林	国兴碳纤维1.2万吨1号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火	2020/5/7	2022H1		21000	4000
	吉林	国兴碳纤维1.2万吨2号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火		2022H1		25000	4000
	吉林	国兴碳纤维1.2万吨3号碳化线	吉林化纤	大丝束	4000	已投产	新点火		2022H2		29000	4000
浙江	吉林	吉林宝旌碳纤维二线	宝武+吉林化纤	大丝束	2000	建设中	新点火		2022H2	10500	12500	2000
新疆	乌鲁木齐	新疆隆炬一期6000吨	新疆隆炬新材料	大丝束	6000	建设中	新点火		2022/09		6000	6000
上海	上海	上海石化12000吨大丝束碳纤维项目一期	上海石化	大丝束	6000	已投产	新点火	2020/3/7	2022/10	1500	7500	6000
2022年小计					**47000**					**45000**	**79155**	**39000**
内蒙古	包头	光威复材万吨线一期	光威复材	小丝束	4000	建设中	新点火		2023H1	2655	6655	4000
青海	西宁	中复神鹰1.4万吨线二期	中复神鹰	小丝束	10000	已投产	新点火	2019/09	2023H1	17500	27500	10000
内蒙古	包头	光威复材万吨线二期	光威复材	大丝束	6000	建设中	新点火		2023H2	6655	12655	6000
2023年小计					**16000**					**26810**	**46810**	**20000**

资料来源：中复神鹰公告，光威复材公告，上海石化公告，中国发展网，复合材料前沿，德邦证券研究所

4.3 当前国内碳纤维产能及产量

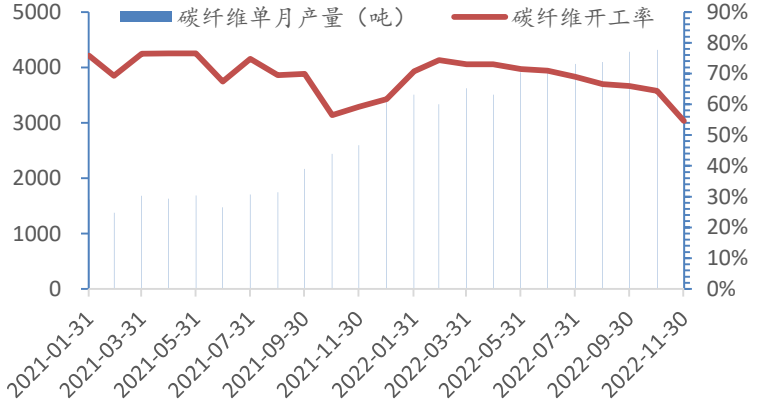
- 21年以来国内碳纤维产能快速扩张，从21年初的3万吨左右上升至当前8万吨以上；月产量超过4000吨，碳纤维产量基本稳定；但目前装置平均开工率从22年年初的70%以上降至当前的约55%左右，处于相对较低的水平。

图表58：国内碳纤维产能及有效产能



资料来源：百川盈孚，德邦证券研究所

图表59：国内碳纤维月度产量及开工率



资料来源：百川盈孚，德邦证券研究所

4.4 国内“十四五” 碳纤维需求或翻倍

- **2025年国内碳纤维需求量有望达12.5万吨，行业规模175亿元。**我们详细测算了航空航天、风电叶片、碳碳复材、高压气瓶和体育休闲共计五个碳纤维主要应用领域的需求量，其余应用领域如汽车、建筑等碳纤维需求量假设维持25%的年均复合增速，销售均价参考全球各领域碳纤维销售均价。综合测算下，2025年国内碳纤维行业市场规模有望扩容至175亿元，2021-2025年CAGR约15.8%。

- 国内碳纤维需求快速释放，随着国内碳纤维企业的核心工艺愈发成熟，有效产能快速扩张，迎来国产替代最佳时期。

图表60：国内主要应用领域需求测算

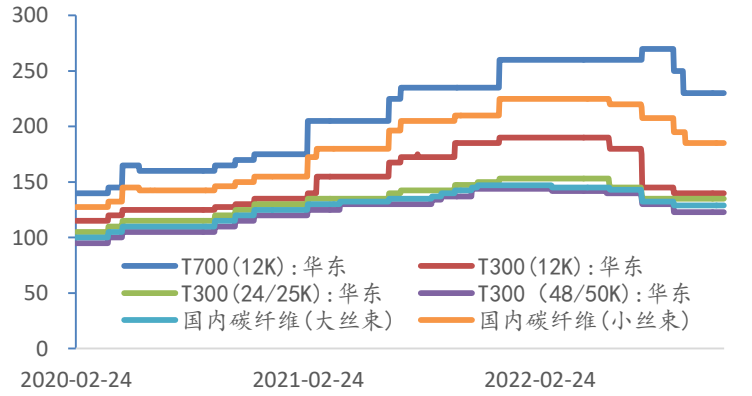
	2021	2025E	2021-2025 CAGR
中国需求总量（千吨）	62.4	124.8	18.9%
中国碳纤维市场规模（亿元）	97.2	174.8	15.8%
其中：			
航空航天需求总量（千吨）	2.0	4.1	19.9%
中国航空航天碳纤维市场规模(亿元)	9.6	17.1	15.6%
风电叶片需求总量（千吨）	22.5	46.6	19.9%
中国风电叶片碳纤维市场规模(亿元)	25.0	46.6	16.8%
碳碳复材需求总量（千吨）	7.0	14.7	20.4%
中国碳碳复材碳纤维市场规模(亿元)	10.0	21.1	20.4%
高压气瓶需求总量（千吨）	3.0	12.8	43.6%
中国高压气瓶碳纤维市场规模(亿元)	4.8	17.9	39.1%
体育休闲需求总量（千吨）	17.5	21.3	5.0%
中国体育休闲碳纤维市场规模(亿元)	32.0	33.7	1.3%
其他领域碳纤维需求总量（千吨）	10.4	25.3	25.0%
中国其他领域碳纤维市场规模(亿元)	15.8	38.6	25.0%

资料来源：赛奥碳纤维、CWEA、CPIA、金博股份公告、国家能源局、国家发改委等，德邦研究所测算

4.5 碳纤维价格及盈利

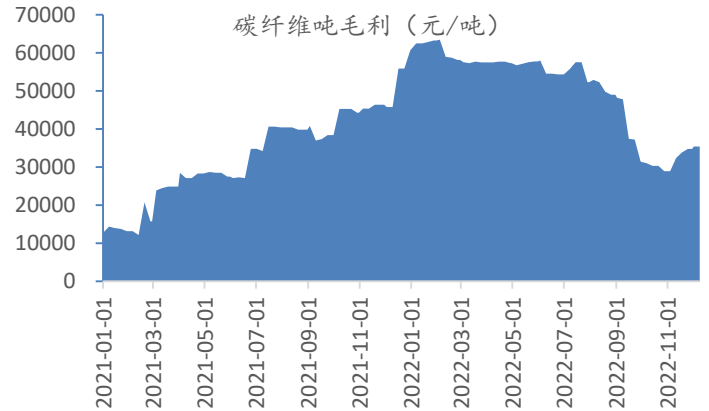
- 2020年以来，在疫情影响及海外进口不便的情况下，国内碳纤维价格整体呈上升趋势，行业盈利也逐步提升；22年下半年以来，受国内疫情反复以及欧美经济衰退的影响下，近期价格逐步回落。截至目前，国产T300级别12K碳纤维市场价格约14万元/吨；国产T300级别24/25K碳纤维市场价格约13-14万元/吨；国产T300级别48/50K碳纤维市场价格约12-13万元/吨；国产T700级别12K碳纤维市场价格约23万元/吨，均较高点有所回落。目前行业吨毛利约3万元/吨，较年初高点下降约50%。
- 我们认为，随着国内碳纤维产能的释放，供需紧张格局有所缓解，产品价格走势有所分化，T700及以上强度的产品价格依旧维持高位，T300级别的产品价格则明显回落，未来竞争或逐步加剧，龙头企业具有产品结构化优势。

图表61：国内碳纤维价格走势（元/千克）



资料来源：百川盈孚，德邦证券研究所

图表62：碳纤维行业单位毛利情况



资料来源：百川盈孚，德邦证券研究所

4.6 重点企业：中复神鹰

- 中复神鹰碳纤维股份有限公司成立于2006年，隶属于国务院国资委管理的世界500强企业——中国建材集团有限公司，是集碳纤维及复合材料研发、生产、销售为一体的国家级高新技术企业。目前建有连云港、西宁两个生产基地，产能规模位居国内前列。
- 经过十余年的发展，中复神鹰已成长为国内碳纤维行业的领导企业，系统掌握了T700级、T800级碳纤维千吨规模生产技术以及T1000级的中试技术，在国内率先实现了干喷湿纺的关键技术突破和核心装备自主化，率先建成了千吨级干喷湿纺碳纤维产业化生产线。2018年1月，“干喷湿纺千吨级高强/百吨级中模碳纤维产业化关键技术及应用”荣获2017年度国家科学技术进步一等奖。

图表63：中复神鹰发展历程

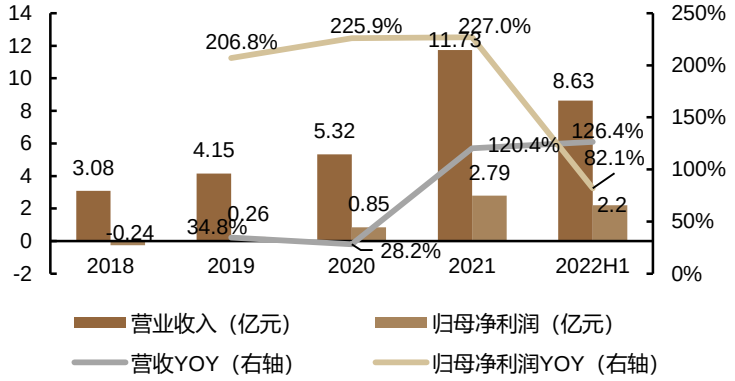


资料来源：公司官网,德邦证券研究所

4.6 重点企业：中复神鹰

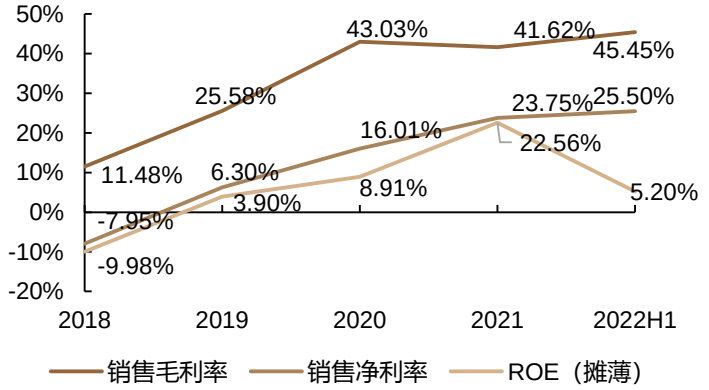
- 公司从2006年涉足碳纤维行业，到2016年形成稳定销售，历经十余年时间，突破配方、工艺及工程壁垒，逐步成为国内碳纤维龙头企业。2018-2021年营收复合增速达到56.2%，其中22年上半年实现营收约8.63亿元，同比增长约126.39%，保持快速增长；同时盈利水平也逐步提升，毛利率从2018年的11%提升至21年的41.62%，净利率从2018年的-8%提升至22H1的25.5%，随着公司工艺装备愈发成熟，产品性能不断提升，逐步向高附加值领域渗透，未来随着西宁基地2.5万吨产能逐步释放，公司成长性十足。

图表64：中复神鹰营收及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

图表65：中复神鹰毛利率及净利率走势



资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

4.6 重点企业：中复神鹰

- 从2018-2020年公司产品下游应用领域来看，产品结构持续优化，附加值相对较低的体育休闲领域占比逐步降低，而以风电、光伏碳碳复材以及储氢瓶为主的压力容器呈现快速增长，在“双碳”背景下，清洁能源快速发展，也拉动碳纤维的需求爆发，未来长期成长性可期；同时，航空航天领域的需求逐步放量，随着国产大飞机的落地，未来高附加值的航空航天领域占比预计将逐步提升；22年上半年新能源领域产品销售占比50%，航空航天占比10%以上。
- 从成本端来看，碳纤维的生产需求电力、煤炭、天然气、蒸汽等能源，属于高能耗行业；2019年11月，按照连云港市大气污染防治行动要求，公司不再使用锅炉自产蒸汽，改为对外直接采购蒸汽；而主要原材料为丙烯腈，属于化工大宗品，供给充足，价格随行就市波动，当前丙烯腈价格较2021年高位有所回落。

图表66：中复神鹰近3年不同应用领域销量

中复神鹰（单位/吨）	2018	2019	2020	复合增速
体育休闲	1420	1469	1079	-13%
交通运输	712	879	817	7%
风电叶片	72	157	568	181%
压力容器	223	540	549	57%
碳碳复材	73	118	424	141%
航空航天	119	152	255	46%
合计（吨）	2735	3422	3761	17%

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

图表67：中复神鹰碳纤维成本构成

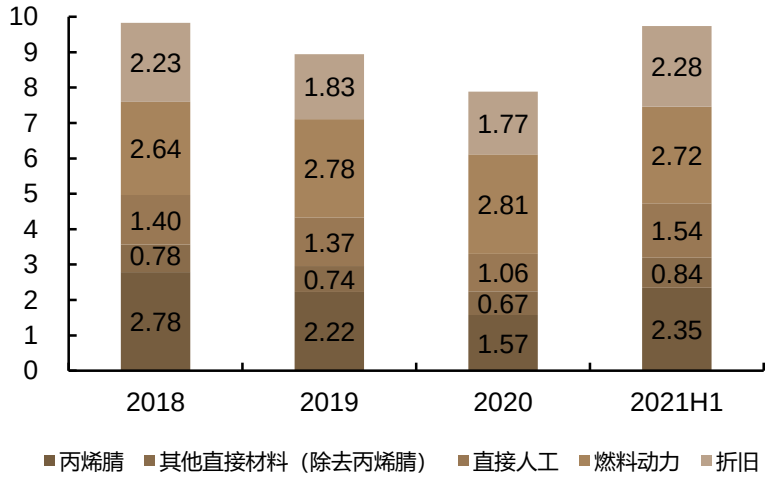
	2018	2019	2020
碳纤维产量（吨）	2979.9	3342.2	3777.2
用电量（万千瓦时）	8979.0	9906.7	10765.6
单位用电量（万千瓦时/吨）	3.0	3.0	2.9
煤炭用量（吨）	34731.6	36800.0	
天然气（万立方米）	199.8	203.9	2.9
蒸汽用量（吨）		28595.1	282633.8
单位煤炭耗用量（吨）	11.7	11.0	
单位天然气耗用量（立方米/吨）	670.6	610.1	7.7
单位蒸汽耗用量（吨）		8.6	74.8
丙烯腈采购量（吨）	6235.0	7062.9	8057.8
采购均价（万元/吨）	1.4	1.1	0.8

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

4.6 重点企业：中复神鹰

- 从中复神鹰成本端来看，在西宁基地投产前，公司吨成本在8-10万之间波动；今年随着西宁工厂一期投产，折旧摊销增加，整体成本有所上升，预计未来随着新增产能的投产，整体生产效率的提升，成本将继续回落。

图表68：中复神鹰2018-2021H1成本拆分

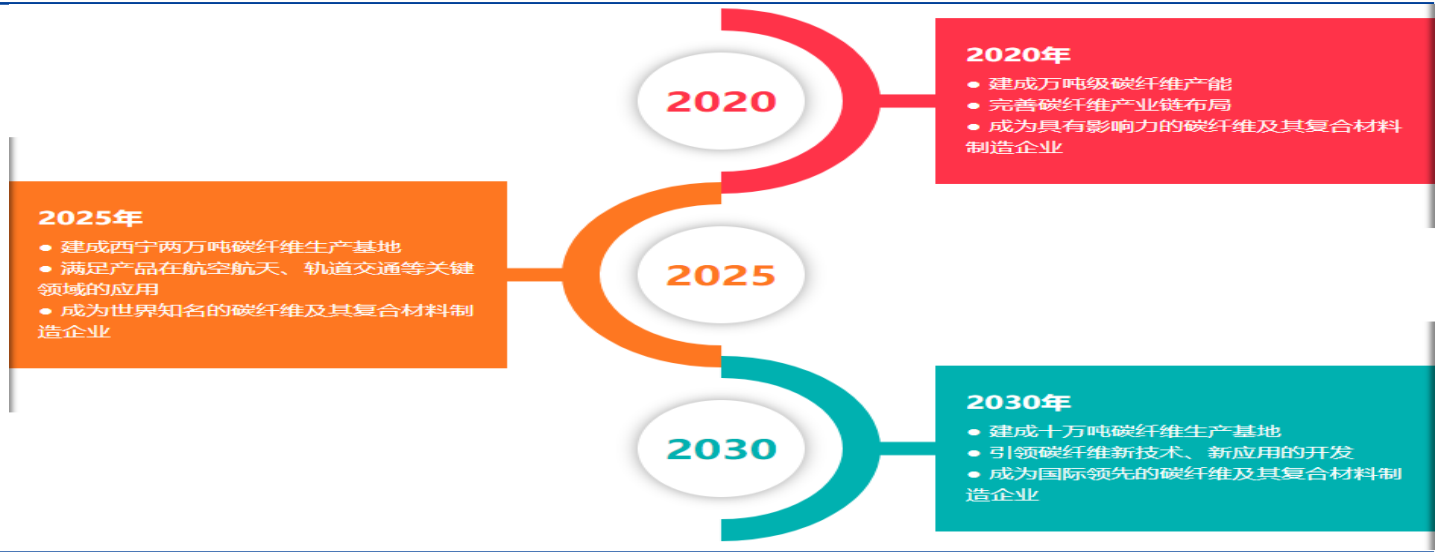


资料来源：公司公告,德邦证券研究所

4.6 重点企业：中复神鹰

- 经过十余年发展，公司已成为国内民用小丝束龙头，根据公司规划，随着西宁基地一期已于22年5月建成投产，产能达到14500吨，完善碳纤维产业链布局；到2025年建成西宁2.5万吨碳纤维生产基地，实现在航空航天、轨道交通等关键领域的突破；到2030年建成10万吨碳纤维生产基地，引领碳纤维新技术、新应用的开发，未来成长性可期。

图表69：中复神鹰中期规划

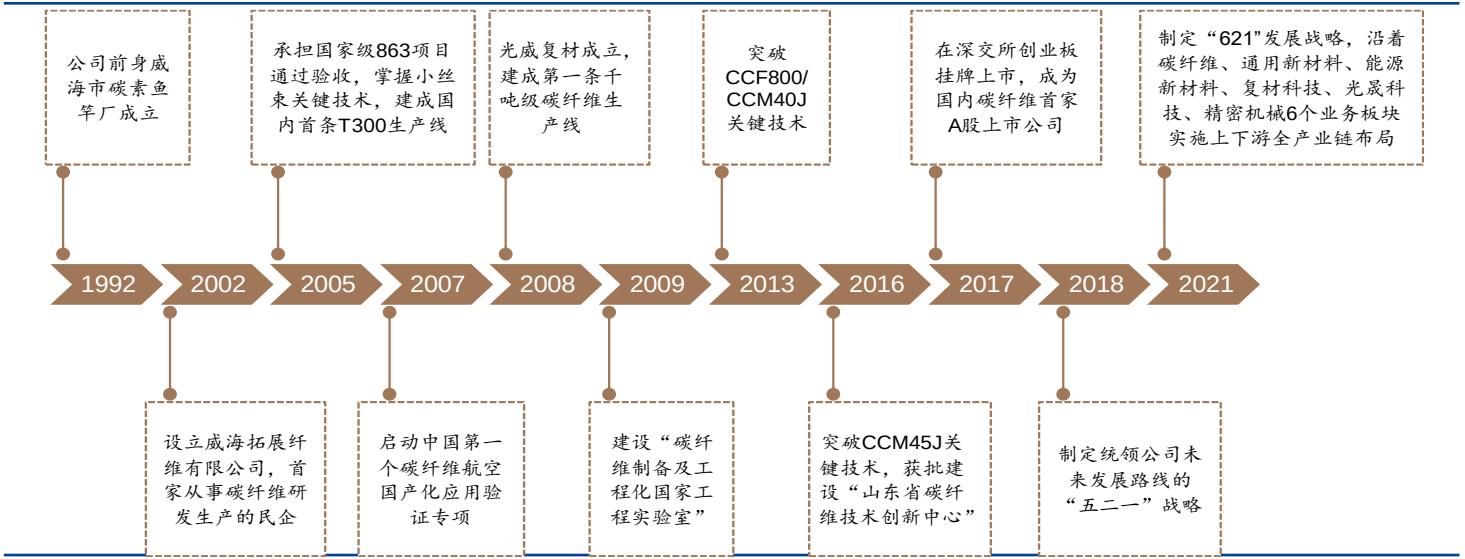


资料来源：公司官网，德邦证券研究所

4.6 重点企业：光威复材

➢ **碳纤维首家A股上市公司，碳纤维国产化领军企业。**光威复材成立于1992年，前身为威海市碳素鱼竿厂，早在2002年便开始投身碳纤维产业研发和生产事业，并于2005年攻克小丝束关键技术，建成国内首条T300级别碳纤维生产线。2017年公司登陆创业板，目前已形成**从原丝开始的碳纤维、织物、高性能预浸材料、复合材料制品的完整的产业链布局，**是目前国内碳纤维行业生产品种齐全、生产技术先进、产业链完整的龙头企业之一。

图表70：光威复材发展历程

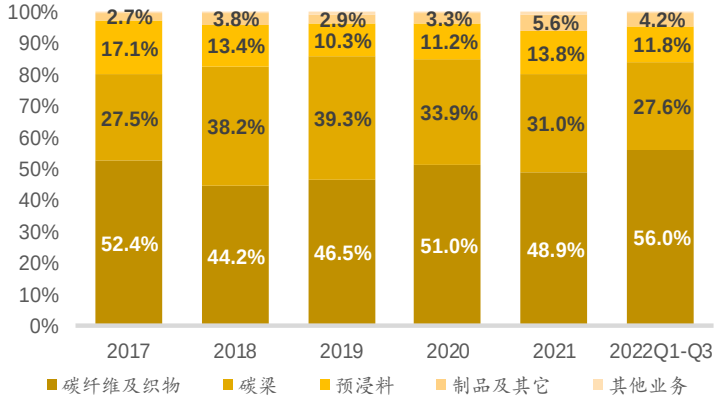


资料来源：公司官网，光威复材招股说明书，德邦证券研究所

4.6 重点企业：光威复材

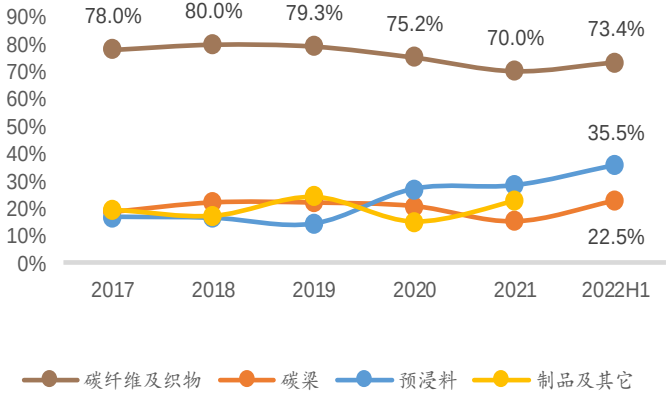
- 分业务来看，目前公司三大业务为碳纤维及织物、碳梁以及预浸料，碳纤维及织物是公司传统核心业务，主要客户为军工企业，营收占比始终维持在5成左右。2021年公司碳纤维及织物业务占营业收入比重分别为48.9%；公司民品业务主要以风电碳梁和预浸料为主，其中风电碳梁是公司第二大营收和利润来源，2021年占营业收入为31.0%，预浸料业务2021年占营业收入比重为13.8%。
- 从盈利端来看，由于公司碳纤维军品占比较高，军品进入壁垒高，竞争格局相对稳定，且调价周期较长，因此公司碳纤维整体毛利率相对较高；而碳梁业务主要是为维斯塔斯做代工，毛利率相对较低。2021年公司碳纤维及织物、碳梁、预浸料、制品及其他毛利率分别为70.0%、15.1%、28.1%和22.7%，而截至2022年上半年，公司三大主力产品毛利率均呈现修复趋势，碳纤维及织物、碳梁、预浸料毛利率分别为73.4%、22.5%和35.5%。

图表71：光威复材各业务收入占比



资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

图表72：光威复材主要业务毛利率情况

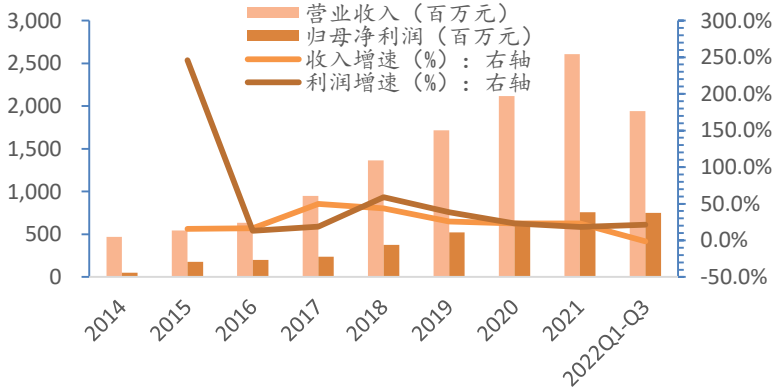


资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

4.6 重点企业：光威复材

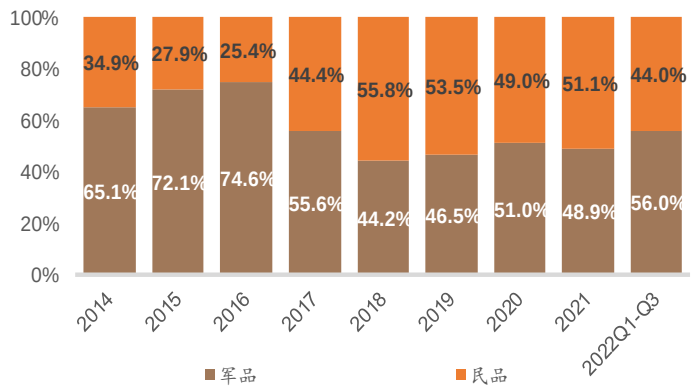
- 2017-2021年公司营收复合增速约28.7%，利润复合增速为33.7%，保持稳定增长；受订单交付周期以及疫情的影响，2022年前三季度收入增速为-1.14%，利润增速为21.36%；未来随着包头万吨产能逐步释放，有望带来新的成长空间。
- **军品碳纤维技术壁垒高，公司具备先发卡位优势，客户粘性较强。**公司锚定高门槛的军用高端碳纤维领域，早在2005年突破T300级核心技术后，便成为军方T300级小丝束碳纤维的主要供货商，稳定供货超十年。根据军方现行武器装备采购体制，只有通过军方设计定型批准的产品才可实现向军方批量销售，所以一般经过军方批准后不会轻易改变供应商。而公司军方型号产品研制均经过立项、方案论证、工程研制、设计定型与生产定型等阶段，方才实现稳定供货，公司在军品碳纤维领域具备显著的先发优势。

图表73：光威复材营收、利润及增速



资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所

图表74：光威复材军品及民品销售占比

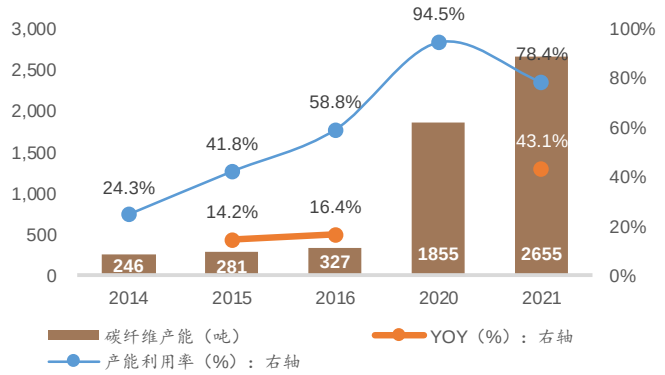


资料来源：光威复材招股说明书、公司公告，德邦研究所；2017年起军品收入取自碳纤维及织物收入

4.6 重点企业：光威复材

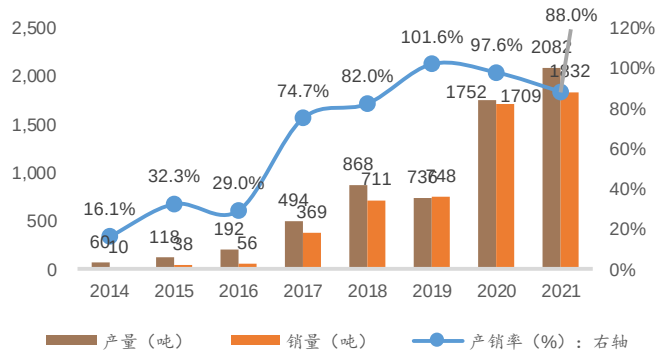
- **公司现有产能利用率及产销率均处于行业第一梯队。**2014年以来随着公司核心技术的突破和生产线稳步建设，公司产能不断扩张，2021年碳纤维产能达2655吨/年，由于2021Q2募投项目建成投产导致当年产能利用率有所下降，随着生产线爬坡进入稳步运营期，公司产能利用率有望逐步回升。2021年公司碳纤维及织物产量及销量分别为2082吨和1832吨，由于下游景气度高企拉动碳纤维需求，核心矛盾在于产能限制无法满足需求，公司碳纤维销售随产能释放逐步走高。

图表75：2014-2021年光威复材碳纤维产能及产能利用率情况



资料来源：光威复材招股说明书、公司公告，德邦研究所

图表76：2014-2021年光威碳纤维及织物产量、销量及产销率



资料来源：光威复材招股说明书、公司公告，德邦研究所；注：2019年起含碳纤维织物

4.6 重点企业：光威复材

- **建成项目稳定运营，在建项目产能加速释放。**公司2021年末碳纤维产能2655吨/年，主要包括上市前已建成的威海生产基地，以及两个募投项目-高强高模型碳纤维产业化项目、军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目。公司在建产能包括内蒙古光威万吨项目、 年产30吨QM4035/QM4050的多功能碳纤维生产线项目，以及通过技改在原实验线基础上形成的新的千吨级生产线项目。
- **随着公司产能的扩大有利于成本的摊薄，凸显规模效应。**公司新建的包头项目具有一定区位优势，包头能源资源丰富导致能源供应能力较强，不受地区拉闸限电影响，且包头能源价格比较优势明显，如电价、生产过程中消耗量较大的蒸汽及天然气价格均低于公司原生产基地威海。

图表77：光威复材未来建设规划

项目类型	项目名称	投资规模（亿元）	拟使用募集资金（亿元）	原有产能（吨/年）	新增产能（吨/年）	项目情况
已建成项目	原生产基地	/	/	327 吨/年（2016 年）		2021 年完成一条已停产的原丝生产线的异地重建，产能增加至 500 吨/年
募投项目	军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目	4.70	4.20	/	2000 吨/年，T700S/T800，12K	2021Q2 投产
	高强高模型碳纤维产业化项目	2.71	2.55	/	20 吨/年，M40J 级/M55J	2021 年投产
在建非募投项目	内蒙古光威碳纤维项目	20.24	/	/	10000 吨/年	一期 4000 吨/年，预计 2023H1 投产；二期 6000 吨/年将在一期投产后启动建设
	多功能碳纤维生产线	/	/	/	30 吨/年，M40J 级/M55J	计划 2022 年投产
	技改项目	/	/	/	1000 吨/年，湿法工艺 800 级/700 级	通过技改在原实验线基础上形成一条新的千吨级产业化生产线，预计 2022 投产

资料来源：公司公告,德邦证券研究所

4.7 盈利预测

- **中复神鹰：**我们认为，随着技术突破碳纤维的渗透率不断提升，叠加下游应用领域高景气度持续，国内碳纤维市场有望保持供不应求的利好局面。公司作为国内民用碳纤维龙头，不仅掌握干喷湿纺核心技术，实现碳纤维T300、T700、T800、M30、M35千吨级和T1000百吨级产业化、规模化生产，23年产能有望跳跃式增长至2.85万吨，进一步构筑规模和成本护城河。考虑到西宁项目顺利投产带来的规模效应，我们预计22-23年归母净利润预计为6.18、9.32亿元。
- **光威复材：**碳纤维行业进入壁垒极高，公司作为国内高端碳纤维领域龙头具备显著的核心竞争优势，有望率先受益于碳纤维国产替代以及对其他材料替代驱动的需求高增，考虑到公司在小丝束领域的先发优势，且2023年产能扩张有望落地。我们预计公司2022-2023年归母净利润分别为8.97、12.19亿元。

图表78：主要碳纤维企业盈利预测（收盘价截止2022/12/9）

			归母净利润（亿元/亿港币）			PE（x）		
公司名称	收盘价（元）	总市值（亿元）	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
中复神鹰	43.73	393.57	2.79	6.18	9.32	141.06	63.68	42.23
光威复材	71.19	368.01	7.58	8.97	12.19	48.55	41.03	30.19

资料来源：Wind，公司公告，德邦证券研究所；注：中复神鹰、光威复材22-23年业绩均为德邦研究预测值

05 风险提示

5.1 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
- 海外环境恶化，进出口贸易受限

信息披露

分析师及研究助理简介

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；	股票投资评级	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。	行业投资评级	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

分析师声明：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
Topsperity 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