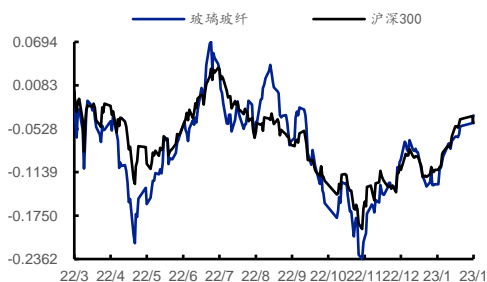


研究所  
 证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005  
 shengcs@ghzq.com.cn  
 联系人： 彭棋 S0350121080056  
 pengq@ghzq.com.cn

## 风电、汽车轻量化需求快速增长，行业有望底部回升

### ——玻璃玻纤行业深度研究

#### 最近一年走势



#### 行业相对表现

表现	1M	3M	12M
玻璃玻纤	11.2%	26.5%	-6.3%
沪深300	6.1%	17.1%	-10.0%

#### 相关报告

《——建筑材料行业周报：水泥价格持续回暖，关注水泥板块阶段性机会（推荐）\*建筑材料\*盛昌盛》

——2023-03-06

《——建筑装饰行业周报：建筑板块整体持续回暖，看好政策推动央企价值重估（推荐）\*建筑装饰\*盛昌盛》

——2023-03-06

《——建筑装饰行业周报：政策密集出台带动需求向好，看好建筑板块恢复性增长（推荐）\*建筑装饰\*盛昌盛》

——2023-02-27

《——建筑材料行业周报：市场需求持续恢复，水泥价格止跌回升（推荐）\*建筑材料\*盛昌盛》

——2023-02-27

《——建筑装饰行业月报：政策友好助力开工复工，基建板块需求有望恢复（推荐）\*建筑装饰\*盛昌盛》

——2023-02-20

#### 投资要点：

- **粗纱周期尾部去库存，电子纱价格反转初现。**2014年至今，粗纱价格经历了三轮周期，每轮周期持续时间为3年左右。第三轮上升周期在2020年四季度开始，2022年三、四季度受行业产能快速释放及海外需求下滑影响，粗纱价格快速走低，目前粗纱周期已持续两年多。我们判断，粗纱周期已处于尾部，当前粗纱价格维持稳定，待库存去化后风电及汽车轻量化需求有望带动粗纱价格回升。电子纱下游主要为电子元件印刷线路板，与PCB行业发展相关性较高。2022年12月，受产能释放完毕及下游需求改善影响，电子纱价格已出现回升态势。
- **行业集中度持续提升，产能扩张将放缓。**玻纤行业属于资金、技术密集型行业，同时还有政策准入门槛，行业重资产特性筑起行业壁垒，行业集中度逐年提升。截至2021年底，我国三大玻纤生产企业中国巨石、泰山玻纤、重庆国际的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的75%左右。根据中国巨石预测，2023年全球新增有效产能整体新增有限，增速也将放缓，预计新增供给增速在3%-4%。
- **需求结构改变，风电、汽车轻量化成为新增长点。**玻纤下游应用中建筑建材、电子电气、交通运输、管罐、工业应用以及新能源环保等领域占比分别约为34%、21%、16%、12%、10%和7%。近年来，房地产市场下行，建筑建材端玻纤需求增速放缓，但是受“双碳”政策影响，风电及汽车轻量化需求成为玻纤需求新的增长点。（1）风电：2022年，我国风电招标量大增，达96.12GW，同比增长77.67%，而2022年我国新增风电吊装容量为49.83GW。2023年风电项目进入建设周期，尤其是大基地项目，2023年进入批量装机阶段，有望带动风电用玻纤需求快速增长。（2）汽车轻量化：双碳背景推动汽车轻量化发展，2022年我国汽车产量达到2702.1万辆，同比增长3.6%。其中，新能源汽车产量达到705.8万辆，同比增长达到99.1%，带动汽车用各类热塑性复合材料制品快速增长。
- **行业评级。**2022年下半年，受疫情反复和海外需求减弱影响，玻纤需求下滑，同时国内新增产能释放导致供大于求，玻纤价格出现下滑。2022年年底，随着玻纤产能释放完毕及需求恢复，粗纱价格开始筑底，电子纱价格回升。我们判断，2023年建筑用玻纤需求有望

修复，风电及新能源汽车需求将保持高速增长，有望带动玻纤价格回升，从而带动玻纤企业基本面改善，基于此，首次覆盖，给予行业“推荐”评级。

- **重点推荐个股。**推荐行业内具有规模优势、品牌优势的龙头企业中国巨石，公司玻纤产能规模全球第一；推荐中材科技，公司同时具有风电叶片、锂电池隔膜等新材料业务，玻纤、风电叶片业务底部向上，锂电池隔膜业务盈利能力大幅提升，同时新材料业务收入占总收入的比重增长，有望带动公司估值提升，关注长海股份、山东玻纤。
- **风险提示：**产能投放超预期；玻纤需求持续疲软；原、燃材料价格持续上涨；行业竞争加剧；宏观经济变动产生不利影响；重点关注公司业绩不及预期。

#### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/03/06		EPS		PE			投资 评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002080.SZ	中材科技	23.94	2.01	2.48	2.88	16.92	9.65	8.31	买入
600176.SH	中国巨石	15.40	1.51	1.73	1.96	12.09	8.90	7.86	买入
300196.SZ	长海股份	16.15	1.40	1.79	2.08	12.52	9.02	7.76	买入
605006.SH	山东玻纤	9.10	1.09	1.14	1.36	12.73	7.98	6.69	买入

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 内容目录

1、 玻纤行业底部维稳，下游需求修复可期 .....	5
1.1、 玻纤兼具“周期”和“成长”属性 .....	5
1.2、 粗纱周期尾部去库存，电子纱价格反转初现 .....	6
2、 我国是玻纤产能第一大国，供需格局有望改善 .....	8
2.1、 行业集中度持续提升，产能扩张将放缓 .....	8
2.2、 需求结构改变，风电、汽车轻量化成为新增长点 .....	10
2.2.1、 房地产政策持续优化，有望带动玻纤需求修复 .....	10
2.2.2、 风电装机将快速增长，带动风电用玻纤需求提升 .....	12
2.2.3、 新能源汽车快速发展，带动汽车轻量化玻纤需求增长 .....	14
2.2.4、 海外需求总体保持增长趋势，短期海外需求下滑 .....	15
3、 行业龙头优势明显 .....	16
4、 行业评级及投资建议 .....	18
5、 风险提示 .....	19

## 图表目录

图 1: 2021 年玻纤主要需求领域占比情况.....	5
图 2: 粗砂价格和库存走势.....	6
图 3: 电子纱价格走势 (元/吨).....	7
图 4: 全球刚性覆铜板产值及增速.....	7
图 5: 2011 年以来我国刚性覆铜板产能及增速.....	7
图 6: 2011 年以来我国玻璃纤维纱总产量及增速变化情况.....	8
图 7: 2021 年末中国主要玻纤企业产能市占率 (%).....	9
图 8: 2011 年以来我国玻璃纤维池窑纱产量及增速变化情况.....	9
图 9: 2011 年以来我国池窑纱产量占比变化情况(%).....	9
图 10: 我国房地产投资完成额及增速.....	11
图 11: 我国房屋新开工面积及增速.....	11
图 12: 我国房屋竣工面积及增速.....	11
图 13: 我国历年风电招标量变化 (GW).....	13
图 14: 我国历年风电新增装机量及增速.....	14
图 15: 我国历年风电新增装机陆风、海风占比.....	14
图 16: 固定资产投资完成额累计同比: 汽车制造业 (%).....	14
图 17: 我国汽车及新能源汽车产量变化情况.....	14
图 18: 2016-2026 中国汽车改性塑料市场需求量 (万吨).....	15
图 19: 2011 年以来我国玻璃纤维及制品出口量及增速变化情况.....	15
图 20: 2022 年中国玻璃纤维纱及制品出口情况.....	15
图 21: 玻纤制造指数走势与粗纱价格走势对比.....	16
图 22: 玻纤行业毛利率走势 (%).....	16
图 23: 主要玻纤上市公司吨价格对比 (元/吨).....	17
图 24: 主要玻纤上市公司吨成本对比 (元/吨).....	17
图 25: 主要玻纤上市公司毛利率对比 (%).....	17
表 1: 2022 年我国玻纤产能变化.....	10
表 2: 房地产融资“三支箭”齐发.....	12

## 1、玻纤行业底部维稳，下游需求修复可期

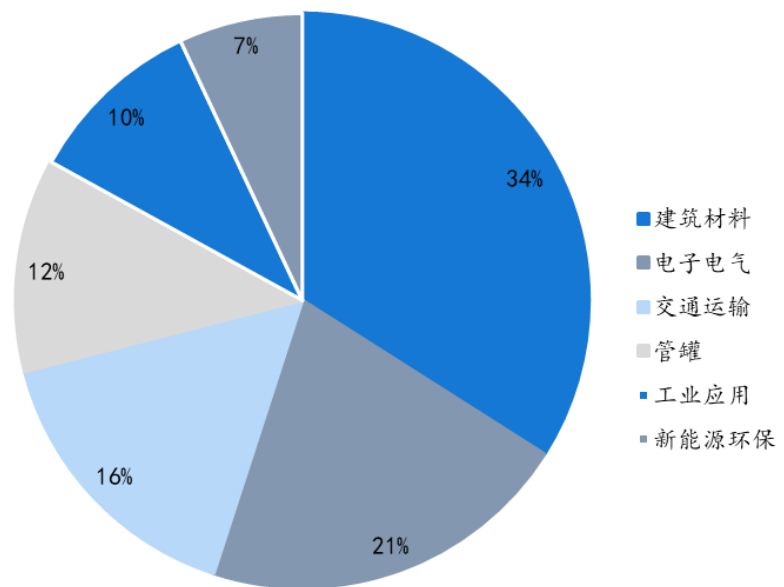
### 1.1、玻纤兼具“周期”和“成长”属性

玻纤是一种性能优异的无机非金属材料，种类繁多，具有绝缘性好、耐热性强、抗腐蚀性好，机械强度高优点，通常用作复合材料中的增强材料、电绝缘材料和绝热保温材料，电路基板等国民经济各个领域，是国家重点鼓励发展的新材料产业。

按照纤维的直径划分，玻纤可分为粗砂和细纱。粗砂是指单丝直径在 10 微米以上的纱线，可分为直接纱和合股纱，主要应用领域为建筑建材、交通运输、管罐、工业应用以及新能源环保等；细纱是指单丝直径小于 10 微米的纱线，常见直径有 5、7、9 微米，主要用作电子纱和工业纱，电子纱可用于生产电子布，下游为电子元件印刷线路板。

玻纤行业兼具“周期”和“成长”双重属性。据中国巨石 2021 年年报数据，截至 2021 年年末，就全球而言，玻纤下游应用中建筑建材、电子电气、交通运输、管罐、工业应用以及新能源环保等领域占比分别约为 34%、21%、16%、12%、10% 和 7%。其中有相对偏周期的应用领域（建筑建材、管罐等），也有比较新兴的应用领域（汽车轻量化、5G、风电），伴随着这些行业的发展进步，其“成长”属性不断增强。

图 1：2021 年玻纤主要需求领域占比情况



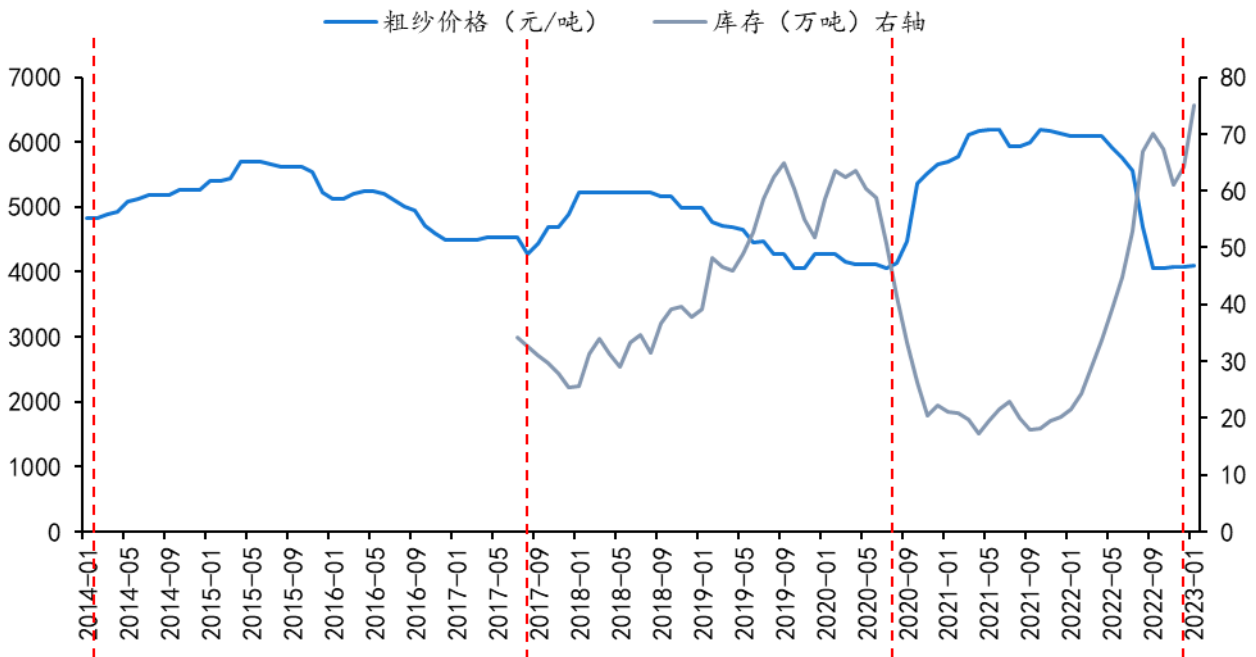
资料来源：中国巨石 2021 年年报，国海证券研究所

## 1.2、粗纱周期尾部去库存，电子纱价格反转初现

玻纤粗纱下游需求主要为建筑建材、管罐、汽车轻量化、风电等，近年来，随着汽车轻量化和风电需求占比增长，玻纤行业受这些新兴行业的影响也越来越大。根据全球风能理事会数据，2014年，全球新增风电装机容量首次超过50GW到51.48GW，同比增长44%，拉动风电用玻纤需求快速增长，进而推动粗纱价格上涨；2017年，我国玻纤行业在国家环保政策的引导和驱动下，一批低端落后产能逐渐被迫实施关停并转，行业供需格局得到改善，粗纱价格再次走高；2020年4季度，受海外需求旺盛及国内需求回暖影响，粗纱价格持续走高。

2014年至今，粗纱价格经历了三轮周期，每轮周期持续时间为3年左右。第三轮上升周期在2020年四季度开始，2022年三、四季度受行业产能快速释放及海外需求下滑影响，粗纱价格快速走低，目前粗纱周期已持续两年多。我们判断，粗纱周期已处于尾部，当前粗纱价格维持稳定，待库存去化后风电及汽车轻量化需求有望带动粗纱价格回升。

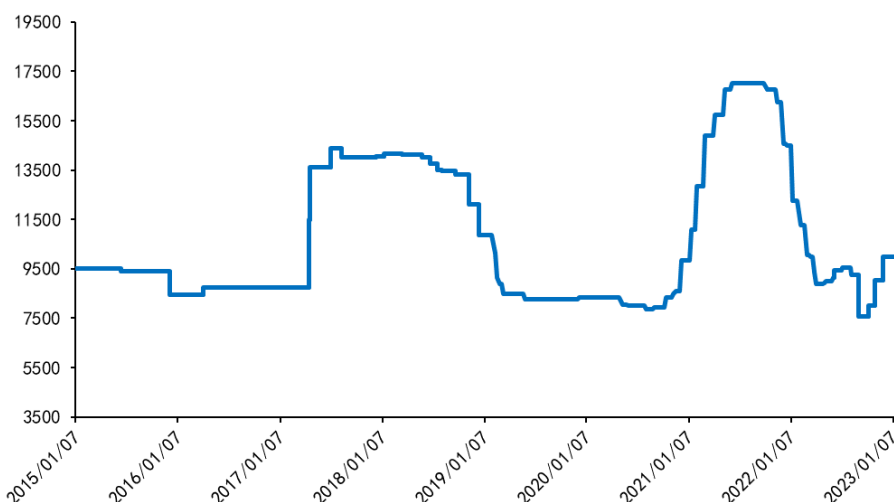
图 2：粗纱价格和库存走势



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

电子纱下游主要为电子元件印刷线路板，与 PCB 行业发展相关性较高。2017年2季度，在国家环保政策的引导和驱动下，电子纱行业供需格局同样得到改善，同时电子玻纤布的需求上升，电子纱价格上涨；2020年11月电子纱价格从底部快速上行，主要原因是下游需求回暖。2022年12月，受产能释放完毕及下游需求改善影响，电子纱价格已出现回升态势。我们判断，受 PCB 行业高景气影响，电子纱价格将持续回升。

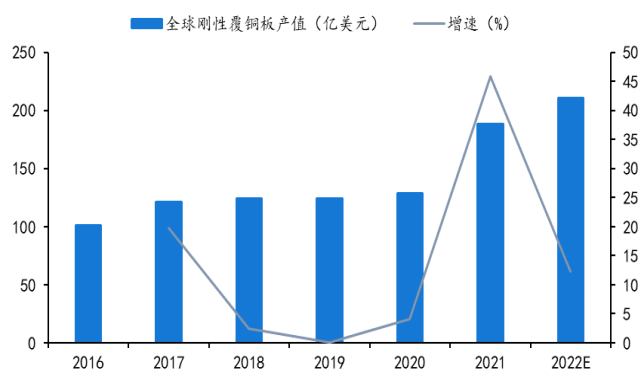
图 3: 电子纱价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

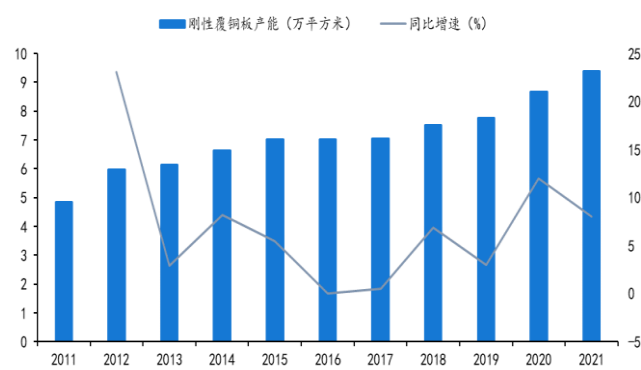
2017-2021 年, 中国 PCB 产值规模整体呈现逐步上涨的态势, 增速波动较为明显。2021 年, 由于需求复苏、技术要求升级以及原材料价格大幅度上涨等因素影响, 中国 PCB 产值强劲增长。据 WECC 数据, 2021 年, 我国 PCB 产值规模达到 511.66 亿美元, 同比增长 28.4%。据中国电子材料协会覆铜板材料分会统计, 2021 年玻纤布基覆铜板项目投产、开工建设和立项产能分别达到 5350 万平方米/年、20266 万平方米/年和 9444 万平方米/年, 覆铜板行业出现“多年来前所未有”的大规模投建项目热潮, 带动电子玻纤毡布制品需求快速增长, 进而带动电子纱需求快速提升。

图 4: 全球刚性覆铜板产值及增速



资料来源: 中商产业研究院, 国海证券研究所

图 5: 2011 年以来我国刚性覆铜板产能及增速

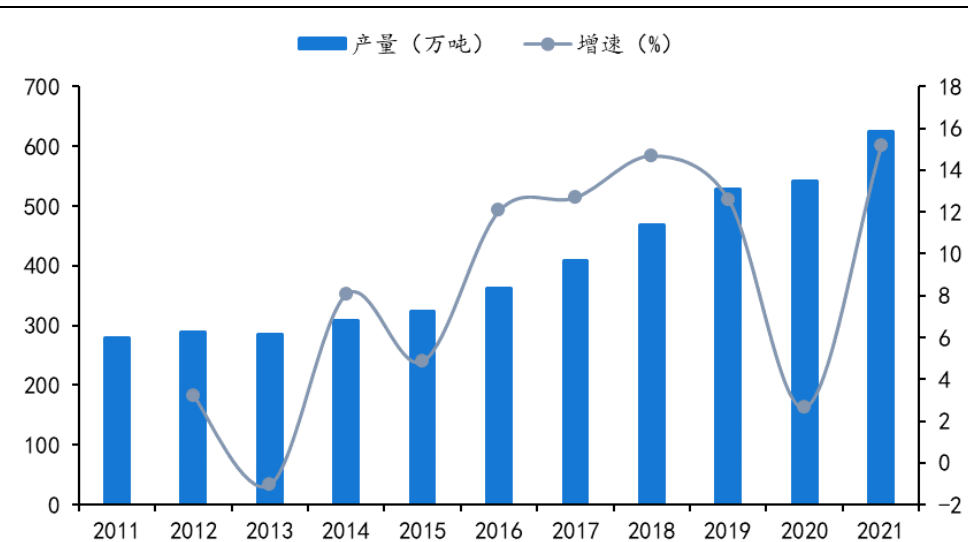


资料来源: 中国电子材料行业协会覆铜板材料分会, 国海证券研究所

## 2、我国是玻纤产能第一大国，供需格局有望改善

近几年来，我国玻纤行业规模逐步扩大，在全球市场的地位日益提升，已成为全球玻纤产能第一大国。据中国玻璃纤维工业协会统计，2021年国内玻纤纱总产量达到624万吨，同比增长15.2%。受“双碳”发展战略影响，国内新能源汽车、建筑节能、电子电器及风电新能源等领域需求开始持续发力，同时海外需求不断增长，使得我国玻纤行业保持稳定增长态势。

图 6：2011 年以来我国玻璃纤维纱总产量及增速变化情况



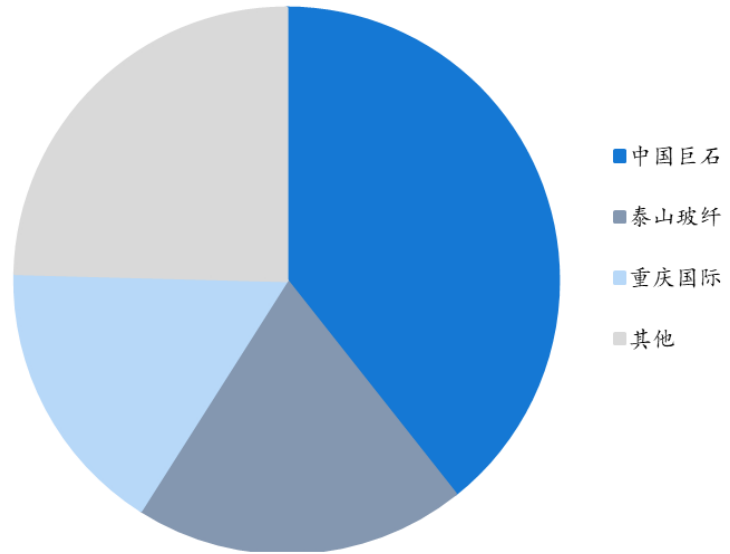
资料来源：中国玻璃纤维工业协会，国海证券研究所

### 2.1、行业集中度持续提升，产能扩张将放缓

玻纤行业属于资金、技术密集型行业，同时还有政策准入门槛，行业重资产特性筑起行业壁垒，行业集中度逐年提升。截至2021年底，我国三大玻纤生产企业中国巨石、泰山玻纤、重庆国际的玻纤年产能合计占到国内玻纤产能的75%左右。全球玻纤企业中，中国巨石、OC、NEG、泰山玻纤、重庆国际、JM这六大玻纤生产企业的玻纤年产能合计也占到全球玻纤总产能的75%以上。



图 7: 2021 年末中国主要玻纤企业产能市占率 (%)

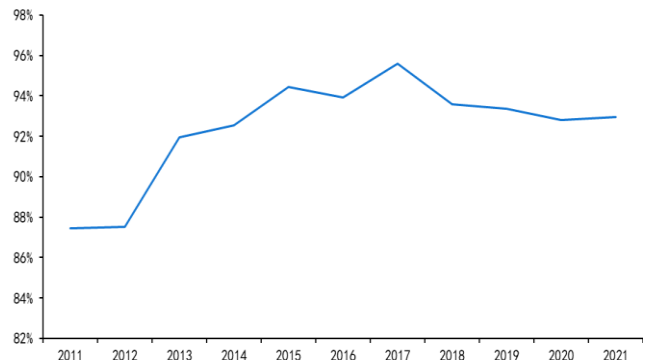
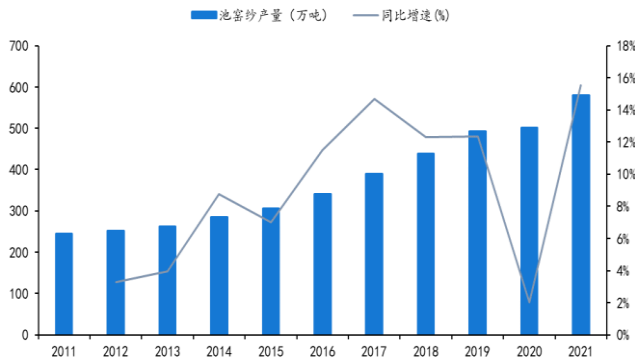


资料来源: 各公司公告, 重庆国际官网, 投资者关系互动平台 (中国巨石), 国海证券研究所

我国玻纤纱中绝大部分为池窑纱, 近年来池窑纱产量占比均保持在 93%。近年来我国池窑纱产量持续增长, 2021 年国内池窑纱总产量达到 580 万吨, 同比增长 15.5%。受 2020 年以来各品种玻纤纱价格持续上涨影响, 国内玻纤产能扩张意愿强烈, 但在国家持续实施严格能耗“双控”政策影响下, 部分池窑新建或冷修扩建项目被迫延期投产。尽管如此, 2021 年年内完成的新建及冷修扩建投产池窑仍达到 15 座, 新增产能 90.2 万吨。

图 8: 2011 年以来我国玻璃纤维池窑纱产量及增速变化情况

图 9: 2011 年以来我国池窑纱产量占比变化情况(%)



资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 国海证券研究所

资料来源: 中国玻璃纤维工业协会, 国海证券研究所

据卓创资讯统计, 2022 年, 国内新点火产线共计 10 条, 产能增加 96 万吨; 技改复产线 1 条, 产能增加 4.5 万吨; 冷修、停产产线 7 条, 产能共计 42.8 万吨。新增产能多于冷修产能, 产能增加明显。此外, 中国巨石和山东玻纤分别于 2022 年 12 月 30 日及 2023 年 2 月 2 日公告新建 40 万吨及 30 万吨玻纤产线。根据中国巨石预测, 2023 年全球新增有效产能整体新增有限, 增速也将放缓, 预计新增供给增速在 3%-4%。

**表 1: 2022 年我国玻纤产能变化**

省份	企业名称	基地	年产能 (万吨)	品种	新点火/复产
山东	泰山玻璃	邹城	6	电子纱	新点火
广东	建滔化工	清远	6	电子纱	新点火
山东	泰山玻璃	邹城	1.5 改 6	电子纱	复产
河北	邢台金牛	邢台	10	无碱玻璃粗砂	新点火
山东	泰山玻纤	邹城	6	无碱玻璃粗砂	冷修
江苏	必成玻璃 (昆山)	昆山	3.8	电子纱	冷修
四川	四川裕达	德阳	3	无碱玻璃粗砂	新点火
四川	巨石 (成都)	成都	15	短切纱为主	新点火
江西	九江华源	九江	6	无碱粗砂	新点火
四川	巨石 (成都)	成都	15	短切纱为主	新点火
浙江	中国巨石 (桐乡)	桐乡	10	电子纱	新点火
重庆	重庆三磊	黔江	10	无碱玻璃粗砂	新点火
重庆	重庆国际	长寿	15	无碱粗砂	新点火
浙江	巨石攀登	桐乡	10	电子纱	冷修
重庆	重庆国际	大渡口	5	无碱粗砂	冷修
浙江	中国巨石 (桐乡)	桐乡	12	无碱粗砂	冷修
四川	台嘉成都	成都	3	电子纱	冷修
山东	泰山玻纤	邹城	3	无碱玻璃粗砂	停产

资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

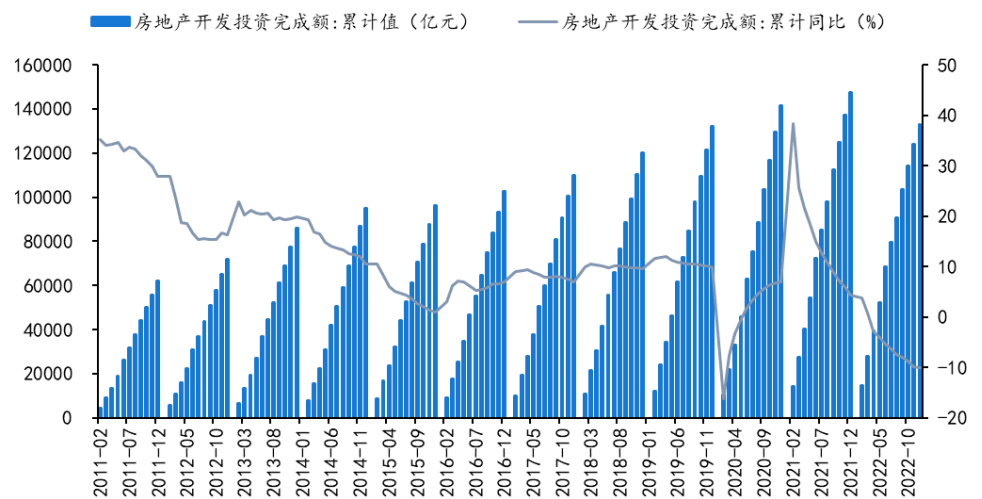
## 2.2、需求结构改变, 风电、汽车轻量化成为新增长点

玻纤下游应用中建筑建材、电子电气、交通运输、管罐、工业应用以及新能源环保等领域占比分别约为 34%、21%、16%、12%、10%和 7%。近年来, 房地产市场下行, 建筑建材端玻纤需求增速放缓, 但是受“双碳”政策影响, 风电及汽车轻量化需求成为玻纤需求新的增长点。

### 2.2.1、房地产政策持续优化, 有望带动玻纤需求修复

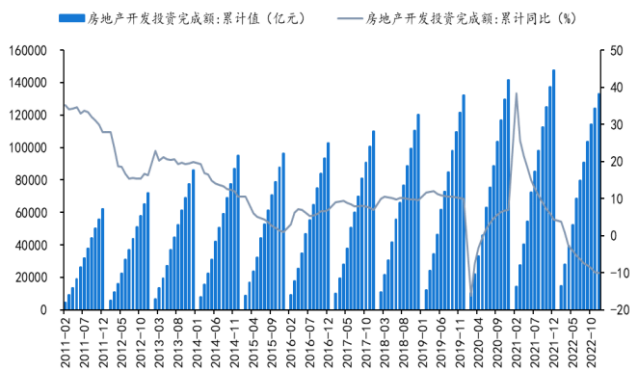
近年来, 我国在房地产政策方面多次强调“房住不炒”, 并施行“三道红线”, 房地产税改革等相关政策, 以制约房地产市场的过度扩张乱象。2022 年, 房地产市场持续下行, 全国房地产开发投资 13.29 万亿元, 同比下滑 10%; 房屋新开工面积、竣工面积分别同比下滑 39.4%、15%。

图 10: 我国房地产投资完成额及增速



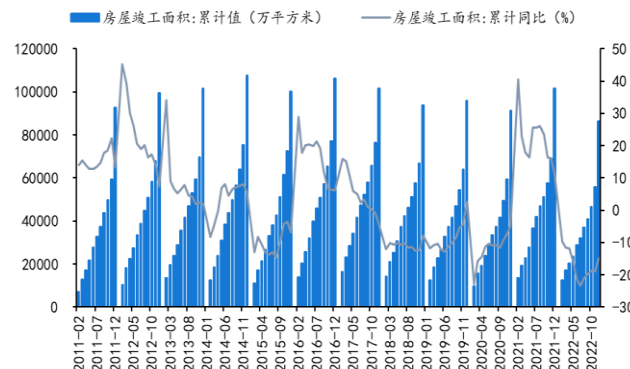
资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 11: 我国房屋新开工面积及增速



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 12: 我国房屋竣工面积及增速



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

**房地产政策持续优化。**2022 年 11 月, 信贷、债券和股权三个融资渠道“三箭齐发”, 房地产政策持续优化。信贷融资方面, 有关部门通过出台“保交楼”专项借款, 以支持逾期难交付住房的建设交付, 缓解房企信贷压力; 债权融资方面, 则有力引导市场机构改善对民营企业的风险偏好和融资氛围, 有效缓解民营企业信用收缩问题, 有助于促进民营企业融资恢复, 降低民营企业融资成本; 股权融资方面, 通过 5 条优化措施, 助力兼并重组, 加快化解房地产领域风险, 进一步拓宽企业融资渠道。一系列利好政策将推动房地产市场边际向好, 作为地产链上游的防水材料需求有望改善, 但目前房地产政策主要集中在供给端, 后续还需继续关注需求端政策的出台。

在“双碳”发展战略引导下, 建筑业积极转型低碳绿色发展道路, 带动建筑补强、节能保温、装饰装修、防水卷材等领域用各类玻纤毡布制品市场不断增长。伴随着房地产市场改善, 建筑用玻纤需求有望修复。

**表 2: 房地产融资“三支箭”齐发**

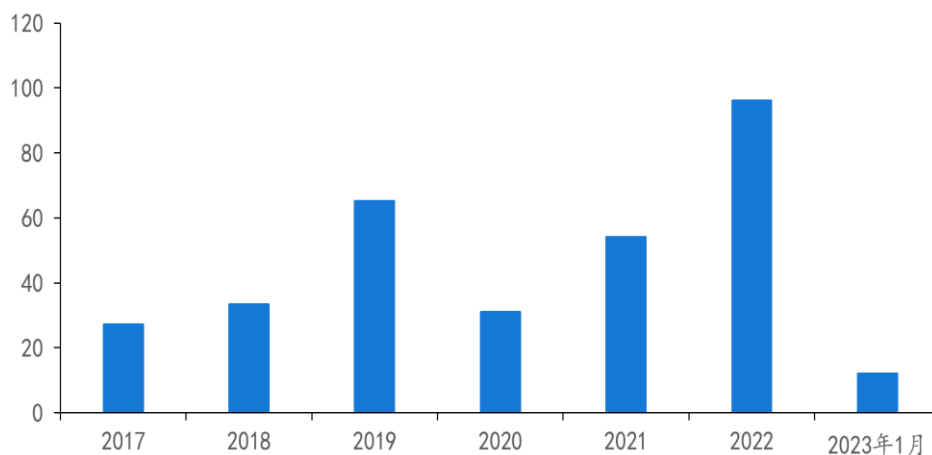
项目	支持方向	政策	主要内容
第一支箭	信贷融资	关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知(金融 16 条)	1.稳定房地产开发贷款投放; 2.支持个人住房贷款合理需求; 3.稳定建筑企业信贷投放; 4.支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期; 5.保持债券融资基本稳定; 6.保持信托等资管产品融资稳定; 7.支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款; 8.鼓励金融机构提供配套融资支持; 9.做好房地产项目并购金融支持; 10.积极探索市场化支持方式; 11.鼓励依法自主协商延期还本付息; 12.切实保护延期贷款的个人征信权益; 13.延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排; 14.阶段性优化房地产项目并购融资政策; 15.优化住房租赁信贷服务; 16.拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。
第二支箭	债券融资	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具, 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资; 预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。
第三支箭	股权融资	在股权融资方面调整优化 5 项措施	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资; 恢复上市房企和涉房上市公司再融资; 调整完善房地产企业境外市场上市政策; 进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用; 积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源: 人民银行网站, 交易商协会, 证监会, 国海证券研究所

### 2.2.2、风电装机将快速增长, 带动风电用玻纤需求提升

根据明阳智能招股说明书数据, 单位 GW 风电装机所需玻纤用量 1 万吨左右, 持续高景气的风电市场将为玻纤带来稳定的需求增量。2022 年, 我国风电招标量大增, 达 96.12GW, 同比增长 77.67%, 其中陆风招标量为 83.46GW, 海风招标量为 12.66GW。而 2022 年我国新增风电吊装容量为 49.83GW, 剩余风电装机需求将在 2023 年释放, 同时 2023 年 1 月我国风电招标量就以达到 12.18GW, 大量的风电项目静待装机, 有望带动风电用玻纤需求快速增长。

图 13: 我国历年风电招标量变化 (GW)

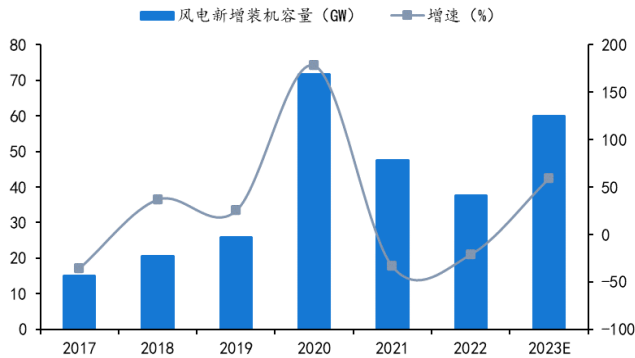


资料来源: 金风科技官网, 国海证券研究所

风光大基地建设、海上风电规划、老旧风场改造以及审批制度的转变将为风电中长期大规模、高质量发展提供强有力保障。

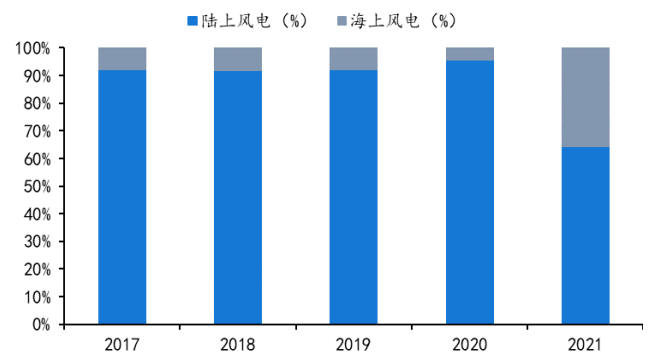
- (1) 近年来, 我国风电新增装机量持续增长, 中国已经成为世界上规模最大的风电市场。2021 年中国新增装机容量占全球当年新增的 56%, 为全球风电新增装机量最高的国家。目前, 风光大基地建设在企业持续跟进和国家政策加码下, 也进入了显著提速阶段。
- (2) 海上风电接力, 成为新增量。由于我国陆上风电的建设技术已日趋成熟, 加之海上风电资源更为广阔, 国家风电发展政策逐渐向海上发电倾斜。我国海上风电市场份额稳步提升, 据国家能源局统计数据显示, 2017 年, 海上风电新增装机容量为 1.16GW, 仅占风电新增装机容量的 7.72%, 到 2021 年, 增长至 16.9GW, 占总体的 35.53%。
- (3) 老旧风厂改造市场空间大。2021 年 12 月, 国家能源局印发《风电场改造升级和退役管理办法》征求意见稿, 鼓励并网运行超过 15 年的风电场开展改造升级和退役。根据中国能源报数据, 以宁夏为例, 宁夏“十四五”期间的风电项目建设规划 450 万千瓦, 加上改造规模 400 万千瓦以上, 相当于设备需求量增加了一倍, 风电装备需求将迎来快速增长。
- (4) 风电项目由核准制调整为备案制。2022 年 5 月 30 日, 国家发改委、国家能源局发布《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》, 提出风电项目由核准制调整为备案制, 加快风电项目的推动。

图 14: 我国历年风电新增装机容量及增速



资料来源: 国家能源局, 国海证券研究所

图 15: 我国历年风电新增装机陆风、海风占比



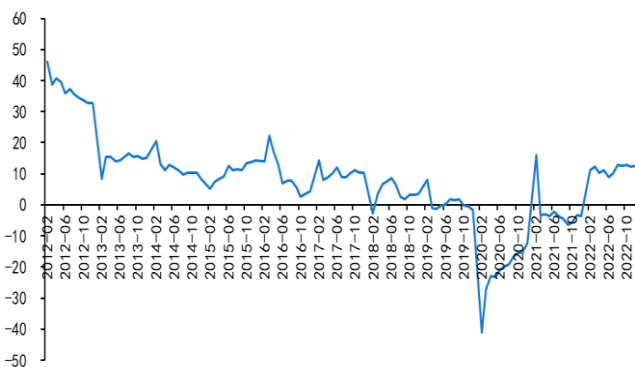
资料来源: 国家能源局、北极星风力发电网, 国海证券研究所

### 2.2.3、新能源汽车快速发展, 带动汽车轻量化玻纤需求增长

“双碳”政策推动汽车轻量化发展, 2022 年我国汽车产量达到 2702.1 万辆, 同比增长 3.6%。其中, 新能源汽车产量达到 705.8 万辆, 同比增长达到 99.1%, 带动汽车用各类热塑性复合材料制品快速增长。

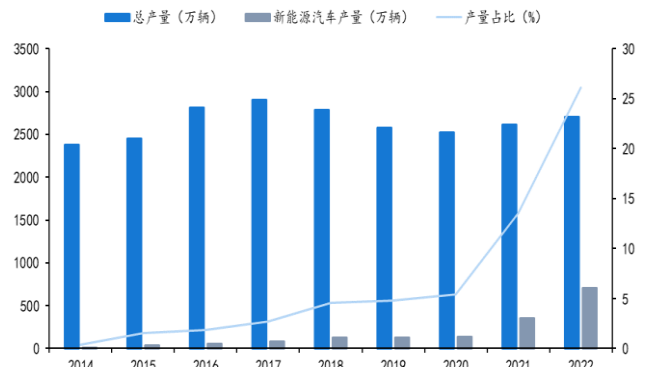
近年来随着国家“双碳”政策的推进, 国家也出台了一系列政策支持新能源汽车的发展。塑料在汽车中的用量可以降低整车成本、重量, 并达到节能效果, 据前瞻研究院数据, 1kg 塑料可以替代 2-3kg 钢等更重的材料, 而汽车自重每下降 10%, 油耗可以降低 6%-8%, 推动了汽车轻量化发展, 汽车用改性塑料单车用量也保持增长, 推动了汽车改性塑料市场需求。2014 年平均单车使用改性塑料为 123 千克/辆, 2020 年增加至 171 千克/辆。

图 16: 固定资产投资完成额累计同比: 汽车制造业 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

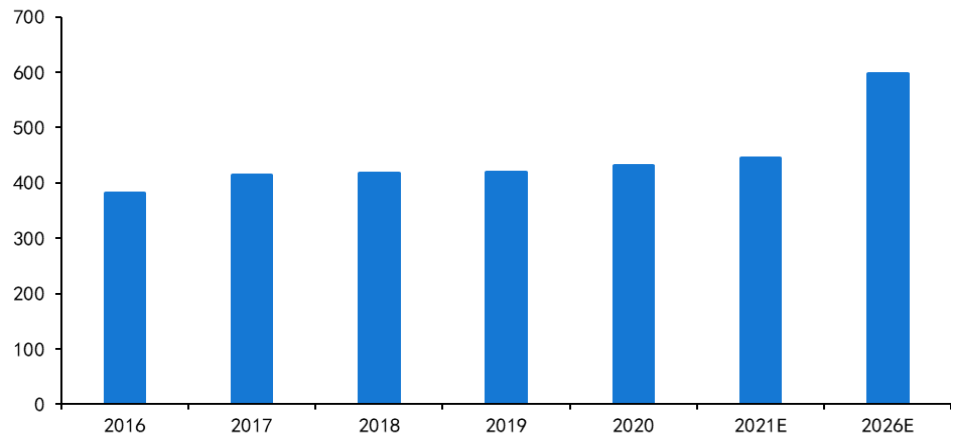
图 17: 我国汽车及新能源汽车产量变化情况



资料来源: 中国汽车工业协会, 国海证券研究所

根据前瞻研究院预计, 在“双碳”政策的推动下, 新能源汽车将保持快速增长, 汽车轻量化也将带动汽车用改性塑料需求量增加。预计到 2026 年, 我国汽车的产量为 2850 万辆。而未来随着改性技术的不断提高, 其在汽车工业中的应用比率将不断提高, 预计到 2026 年汽车单车改性塑料使用量将增长至 210 千克/辆, 汽车用改性塑料需求总量将在 598 万吨左右。

图 18: 2016-2026 中国汽车改性塑料市场需求量 (万吨)

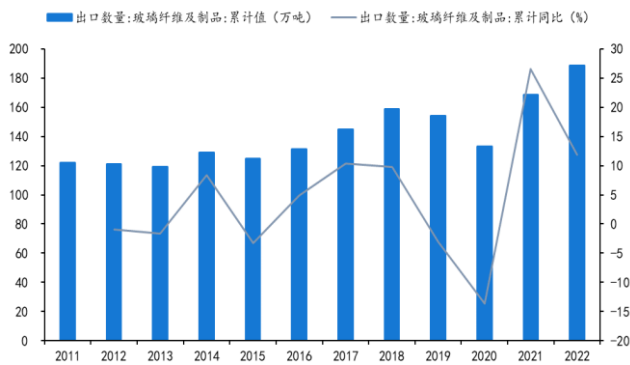


资料来源: 前瞻产业研究院, 国海证券研究所

### 2.2.4、海外需求总体保持增长趋势, 短期海外需求下滑

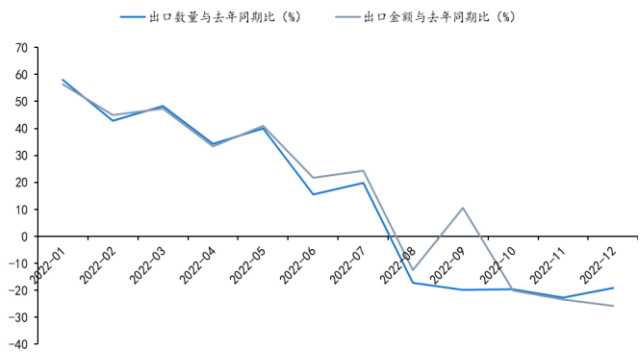
2022 年我国玻纤及制品出口总量达到 188.37 万吨, 同比增长 11.93%; 出口金额 35.03 亿美元, 同比增长 14.54%。2022 年上半年, 受俄乌冲突影响, 海外玻纤及制品消费市场需求强劲, 下游用户纷纷转向中国玻纤及制品企业寻求产能供应, 出口保持高速增长。进入下半年, 海外需求减弱, 出口增速下滑, 甚至出现负增长。2022 年 12 月, 我国玻璃纤维纱及制品出口数量及金额分别同比下滑 19.06%和 25.81%。

图 19: 2011 年以来我国玻璃纤维及制品出口量及增速变化情况



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

图 20: 2022 年中国玻璃纤维纱及制品出口情况

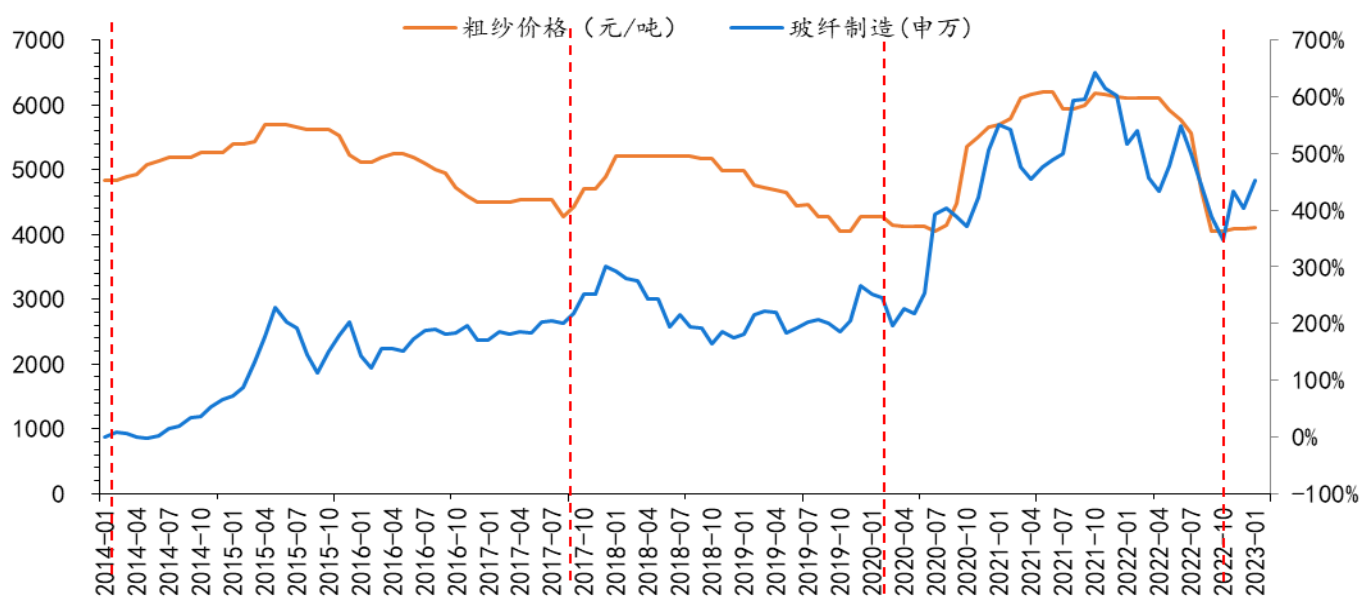


资料来源: 卓创资讯, 国海证券研究所

### 3、行业龙头优势明显

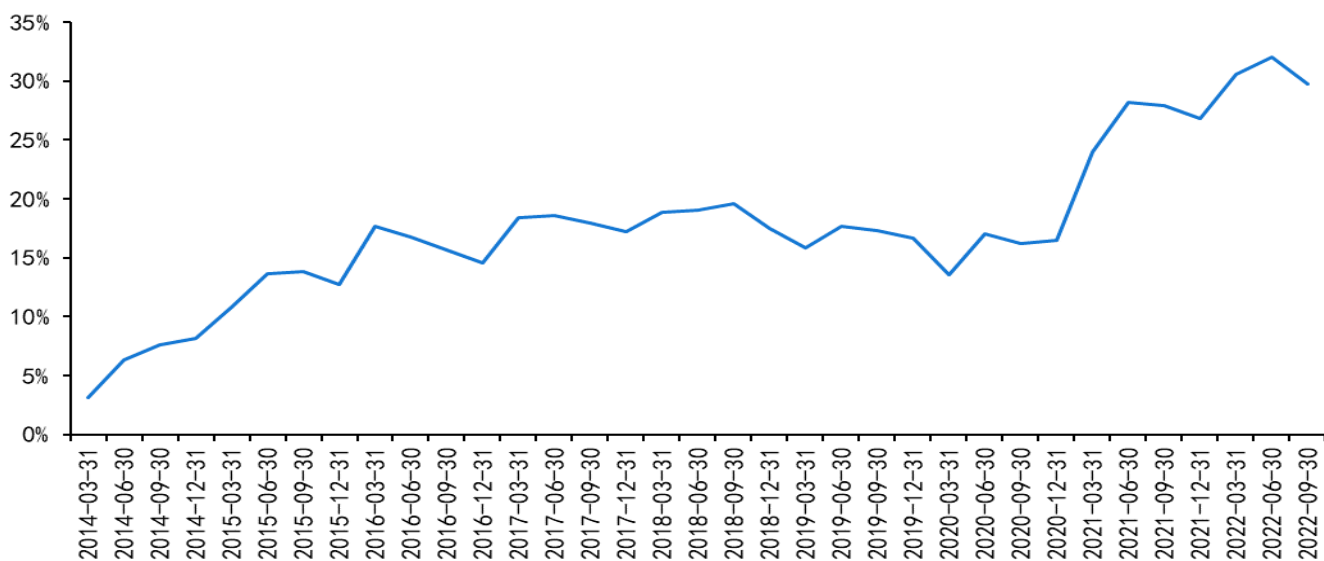
我们将玻纤制作指数与粗纱价格走势作对比,发现玻纤制作指数走势周期和粗纱价格周期基本吻合,近年来分别经历了从2014-2017年、2017-2020年、2020年至今的三个周期,目前均处于第三个周期尾部。我们判断2023年随着风电及新能源汽车的玻纤需求释放,粗纱价格有望回升,玻纤制作指数也将有所上涨,待进入第四周期,粗纱价格及玻纤制作指数将迎来新一轮的上涨通道。另外,我们从2014年来玻纤行业毛利率可以看出,玻纤行业盈利中枢持续上行。

图 21: 玻纤制造指数走势与粗纱价格走势对比



资料来源: Wind 资讯, 卓创资讯, 国海证券研究所

图 22: 玻纤行业毛利率走势 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

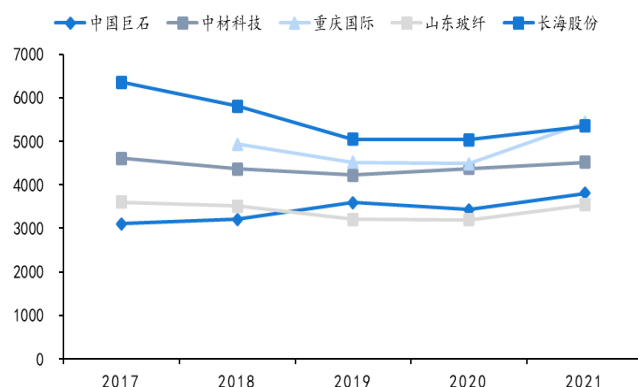
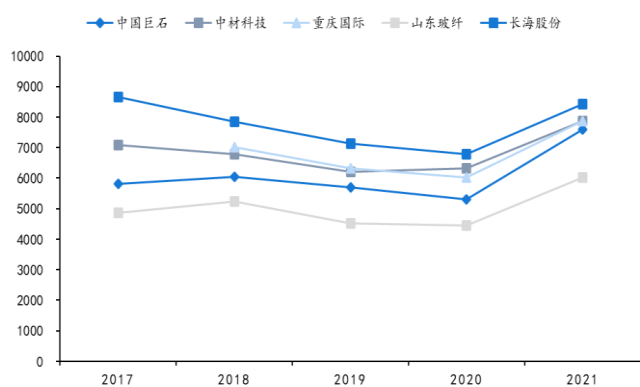


我们将主要玻纤企业中国巨石、中材科技、重庆国际、长海股份和山东玻纤的玻纤产品价格、成本和毛利率进行对比发现：（1）长海股份和中材科技玻纤产品吨价格相对较高；（2）长海股份和重庆国际玻纤产品吨成本相对较高；（3）中国巨石和中材科技在行业中毛利率相对领先。

中国巨石和中材科技优势明显，我们分析原因有三点：（1）规模优势，截至 2021 年底，中国巨石和中材科技产能占全国比重分别为 39%和 20%；（2）风电客户优势，中国巨石和中材科技均为中建材旗下企业，而中建材旗下拥有中材叶片和中复连众两大风电叶片制造企业，截至 2021 年底，合计市场份额为 45%，因此中国巨石和中材科技拥有风电客户优势；（3）品牌优势，中国巨石和中材科技均具有品牌优势，在产品供应能力及定价权方面占据更加有利的地位。

图 23: 主要玻纤上市公司吨价格对比 (元/吨)

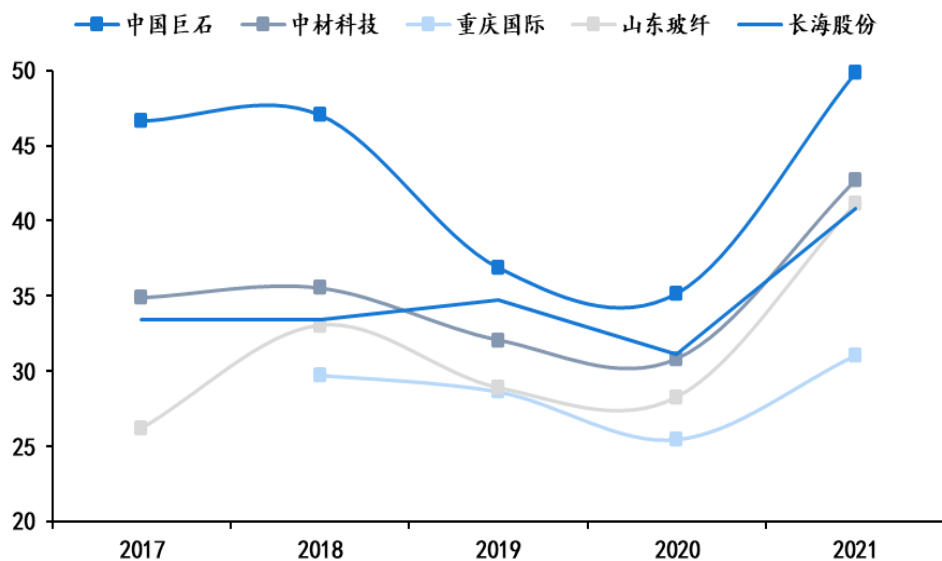
图 24: 主要玻纤上市公司吨成本对比 (元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 各公司公告, 国海证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 各公司公告, 国海证券研究所

图 25: 主要玻纤上市公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind 资讯, 国海证券研究所

## 4、行业评级及投资建议

2022年下半年，受疫情反复和海外需求减弱影响，玻纤需求下滑，同时国内新增产能释放导致供大于求，玻纤价格出现下滑。2022年年底，随着玻纤产能释放完毕及需求恢复，粗纱价格开始筑底，电子纱价格回升。我们判断，2023年建筑用玻纤需求有望修复，风电及新能源汽车需求将保持高速增长，有望带动玻纤价格回升，从而带动玻纤企业基本面改善，基于此，首次覆盖，给予行业“推荐”评级。

推荐行业内具有规模优势、品牌优势的龙头企业中国巨石，公司玻纤产能规模全球第一；推荐中材科技，公司同时具有风电叶片、锂电池隔膜等新材料业务，玻纤、风电叶片业务底部向上，锂电池隔膜业务盈利能力大幅提升，同时新材料业务收入占总收入的比重增长，有望带动公司估值提升；关注长海股份、山东玻纤。

### 重点关注公司及盈利预测

重点公司 代码	股票 名称	2023/03/06		EPS			PE			投资 评级
		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
002080.SZ	中材科技	23.94	2.01	2.48	2.88	16.92	9.65	8.31	买入	
600176.SH	中国巨石	15.40	1.51	1.73	1.96	12.09	8.90	7.86	买入	
300196.SZ	长海股份	16.15	1.40	1.79	2.08	12.52	9.02	7.76	买入	
605006.SH	山东玻纤	9.10	1.09	1.14	1.36	12.73	7.98	6.69	买入	

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 5、风险提示

- (1) **产能投放超预期。**玻纤产能投放会直接影响到玻纤产量，若玻纤产能投放过多，会导致玻纤供给大于需求，玻纤价格下滑。
- (2) **玻纤需求持续疲软。**玻纤价格受供需影响，在供给一定的前提下，若玻纤需求持续疲软甚至下滑，会导致玻纤价格下滑。
- (3) **原、燃材料价格持续上涨。**玻纤成本由原、燃材料及人工等成本组成，其中原、燃材料价格波动相对较大，若原、燃材料价格持续上涨，会影响到玻纤产品的利润水平。
- (4) **行业竞争加剧。**若行业竞争加剧，会出现恶性竞争，压低玻纤价格以追求销量的行为。
- (5) **宏观经济变动产生不利影响。**宏观经济增长为玻纤下游行业发展的基础，宏观经济动力不足将影响玻纤下游领域需求。
- (6) **重点关注公司业绩不及预期。**重点关注公司的业绩受上述各种因素及经营、管理等因素影响，若出现重大不利因素，可能会影响到公司业绩，造成业绩不达预期。

## 【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。