

玻璃纤维行业深度报告： 周期拐点已现，看好电子布景气继续上行

证券分析师：黄诗涛

执业证书编号：

S0600521120004

联系邮箱：

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师：房大磊

执业证书编号：

S0600522100001

联系邮箱：

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师：石峰源

执业证书编号：

S0600521120001

联系邮箱：

shify@dwzq.com.cn

研究助理：杨晓曦

执业证书编号：

S0600122080042

联系邮箱：

yangxx@dwzq.com.cn

2024年6月4日

■ 此轮行业周期已进入底部右侧，后续需进一步观察需求修复力度

(1) 行业盈利底部徘徊，亏损面不断扩大，伴随落后产能出清、海外需求修复、以及龙头竞争策略的转变，行业竞合态势好转，复价共识逐步达成；

(2) 截至5月中下旬，2400tex缠绕直接纱/G75电子纱主流吨报价分别达到3900/8700元，较3月初分别+825/+1400元；且厂库水平下行，短切毡制品顺利复价进一步加强了周期底部向上信号，后续景气修复的位置和弹性将主要取决于需求修复的情况。

■ 需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

(1) AI大语言模型和云计算对于算力的需求呈指数型增长，高速通信产业链如火如荼，PCB作为高速通信基础设施建设的重要硬件，有望迎来重大发展机遇；

(2) AI手机及AI PC的落地有望助推消费电子终端市场的景气修复；

(3) 2024年家电出口延续高景气态势，主要由量增驱动，地产政策风向转变有助于带动内需转好，以旧换新政策落地有望带来更新需求；

(4) PCB核心基材CCL的成本构成中原材料占比较高，三大主材中铜箔、电子布均涨价，驱动链条下游补库意愿，从而对电子布需求形成进一步支撑。

■ 供给展望：粗纱投产节奏较年初或有所调整，但已建成产能年内投放确定性较强，电子纱产能或将净缩减

(1) 粗纱方面，测算2024年将较2023年新增有效产能74.0万吨，2024年拟新投放带来的新增有效产能为27.3万吨；龙头投产节奏较年初的预期略有差异，但在当下行业复价顺利、海外需求边际好转的趋势下，供给新增的方向和规模与年初相比都更加明朗；

(2) 电子纱方面，2023年行业内无新增产能投放和2024年预期可投产的产能建设，且进入2024年后泰山玻纤邹城5万吨、四川玻纤3万吨产线先后于1月、3月启动冷修，我们预计2024年电子纱有效产能或将相比2023年有所缩减。

■ 粗纱有望维持供需弱平衡，电子布价格与盈利弹性可期

(1) 粗纱方面，2024年预计风电、热塑等领域有望稳健增长，复合材料光伏边框产业化进程加速，海外需求稳中向好，粗纱需求整体温和改善，测算2024年粗纱表观消费量在悲观/中性/乐观预期下分别为578/606/630万吨，同比分别+4%/+9%/+12%；在需求中性/乐观假设下，2024年粗纱整体库存将+0.1/-0.3个月，中性情境下基本实现供需弱平衡；

(2) 电子纱方面，高速通信、消费电子和家电领域需求增长的趋势更加明确，奠定上游电子纱/布景气向上基础；2024年新增供给压力较小，且产业链库存此前消化相对充分，下游厂库水位达到历史低点，供需平衡趋紧，自年初以来行业复价自上而下的传导通顺，需求回暖的信号更为确定，因此我们预测电子纱或将更早出现库存去化，景气回弹的高度和确定性大于粗纱。

■ 投资建议：

(1) 粗纱景气底部确认，市场供需平衡重建，支撑景气向上。近期短切毡等部分产品价格继续上调，其余粗纱价格维稳运行，电子布提价落实较好。随着旺季尾声临近，去库和涨价节奏或将有放缓。但中期来看，粗纱行业盈利仍处低位，持续限制供给增量的释放，叠加下游国内基建、外贸等方向需求有望进一步改善，但行业库存中枢有望继续下行，支撑盈利中枢继续上移；

(2) 细纱/电子布当前涨价传导顺利，考虑到下游库存仍处于历史低位，且铜价上涨预期有望促进下游积极备货，随着厂家库存的继续下降，价格有望持续上涨。中期来看，细纱行业盈利长时间处于低位，前期产能有所缩减，产能潜在增量有限，若下游开工率进一步改善，库存有望进一步降至低位，电子布价格和盈利具有弹性；

(3) 中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升；

(4) 当前龙头估值处于历史低位，底部确认、需求回调预期有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

■ 风险提示：行业内新增产能超预期的风险，需求修复不及预期的风险，原燃料价格上升超预期的风险。

- 上一轮周期回顾：供需错配导致行业下行周期延长，行业盈利底部已确认

- 此轮行业周期已进入底部右侧，后续需进一步观察需求修复力度

- 需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期
 - ✓ 云计算、AI快速发展带动的高速通信的增长成为驱动PCB需求修复的关键领域，且数据量增长促使AI基建扩容
 - ✓ 手机/PC等需求延续复苏，AI端不断实现突破，消费电子产业链景气度有望触底回升
 - ✓ 家电出口链高景气，地产、以旧换新政策持续催化，行业景气整体稳中向好
 - ✓ PCB核心基材CCL的成本构成中原材料占比较高，三大主材中铜箔、电子布均涨价，驱动链条下游补库意愿，从而对电子布需求形成进一步支撑

- 供给展望：粗纱投产节奏较年初或有所调整，但已建成产能年内投放确定性较强，电子纱产能或将净缩减

- 粗纱有望维持供需弱平衡，电子布价格与盈利弹性可期

- 投资建议与板块主要公司盈利预测

- 风险提示

1、上一轮周期回顾：供需错配导致行业下行周期延长，行业盈利底部已确认

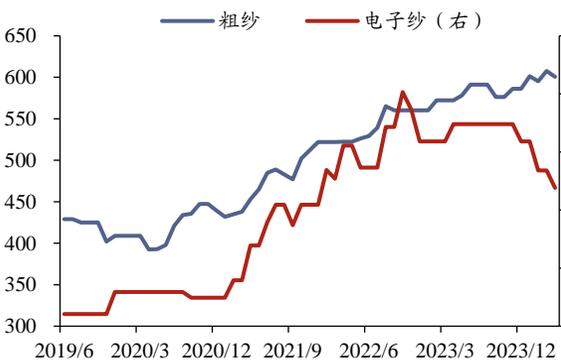
供给端：景气度回落下新增产能增速斜率收窄，落后产能出清，2024年以来电子纱产能实现净缩减。

- 22H2以来行业供需走弱，价格持续下跌，供给新增放缓的态势明确。2022年共有6条粗纱+1条电子纱产线新点火，3条电子纱产线冷修，从有效产能口径来看，2022年较2021年新增粗纱/电子纱有效产能分别为66.4/15.5万吨；2023年年内行业新增投放产能仅有中国巨石九江4线（粗纱，20万吨）与重庆国际长寿F13线（粗纱，15万吨），复产点火产线包括泰山玻纤邹城4线（粗纱，6改12万吨）、台嘉玻纤成都1线（电子纱，3万吨）和重庆国际大渡口F02线（粗纱，5改6万吨），叠加窑龄较高产线冷修的影响，2023年较2022年新增粗纱/电子纱有效产能分别为38.7/2.6万吨，较2022年分别-41.7%/-83.2%；
- 2024年以来，行业内粗纱池窑产能变动包括：（1）山东玻纤智能制造项目一期3万吨生产线+池窑12万吨产线于1月中旬点火，但1月底随即冷修沂水4线6万吨产能；（2）内蒙古天皓12万吨产线于3月下旬点火；（3）邢台金牛4万吨产线于4月上旬放水冷修；电子纱无新增产能，且泰山玻纤邹城5万吨、四川玻纤3万吨产线分别于1月、3月放水冷修。截至4月底，粗纱/电子纱在产产能分别为601/94万吨，较2023年年底分别+15/-11万吨。
- 2023年全国玻纤纱实现产量723万吨，同比+5.2%，其中池窑纱产量687万吨，同比+6.6%，产量占比提升至95%，说明部分中小坩埚及球窑产能迫于行业效益较低的压力退出市场，落后产能实现出清。

表：2021年底以来国内玻纤产线变动情况

省份	生产企业	生产线	设计产能(万吨)	在产品	点火/冷修停产时间
新点火产线					
山东省	泰山玻纤	邹城6线	6	电子纱	2021年12月
河北省	邢台金牛	金牛4线	10	无碱粗纱	2022年4月
四川省	四川裕达	德阳裕达1线	3	无碱粗纱	2022年5月
四川省	中国巨石	巨石成都3线	15	无碱粗纱	2022年5月
江西省	九江华源	华源1线	6	无碱粗纱	2022年6月
浙江省	中国巨石	智能电子纱线3线	10	电子纱	2022年6月
重庆市	重庆三磊	三磊S02线	12	无碱粗纱	2022年6月
重庆市	重庆国际	长寿F12线	15	无碱粗纱	2022年7月
江西省	中国巨石	九江4线	20	无碱粗纱	2023年5月
重庆市	重庆国际	长寿F13线	15	无碱粗纱	2023年10月
山东省	山东玻纤	沂水6线	3	无碱粗纱	2024年1月
山东省	山东玻纤	沂水7线	12	无碱粗纱	2024年1月
内蒙古	内蒙古天皓	试验1线	0.3	无碱粗纱	2024年1月
内蒙古	内蒙古天皓	池窑1线	12	无碱粗纱	2024年3月
复产点火产线					
山东省	泰山玻纤	邹城4线	12	无碱粗纱	2023年1月（2022年5月冷修，6改12）
四川省	台嘉玻纤	台嘉成都1线	3	电子纱	2023年3月（2022年10月停产）
重庆市	重庆国际	大渡口F02线	6	无碱粗纱	2023年3月（2022年9月冷修，5改6）
冷修停产产线					
山东省	泰山玻纤	邹城1线	1.5	电子纱	2022年1月
江苏省	昆山必成	昆山3线	3.8	电子纱	2022年4月
浙江省	中国巨石	攀登桐乡2线	3	电子纱	2022年7月
浙江省	中国巨石	桐乡2线	12	无碱粗纱	2022年9月
河北省	邢台金牛	金牛2线	3	无碱粗纱	2023年8月
重庆市	重庆国际	长寿F10线	12	无碱粗纱	2023年8月
四川省	内江华原	威远6线	5	无碱粗纱	2023年11月
江苏省	常州天马	常州1线	3	无碱粗纱	2023年12月
山东省	山东玻纤	沂水4线	6	无碱粗纱	2024年1月
山东省	泰山玻纤	邹城5线	5	电子纱	2024年1月
四川省	四川玻纤	德阳1线	3	电子纱	2024年3月
河北省	邢台金牛	金牛1线	4	无碱粗纱	2024年4月

图：国内玻纤池窑产能变动情况（截至2024年4月，万吨）



图：池窑纱产量占比情况



数据来源：卓创资讯，中国玻璃纤维工业协会，东吴证券研究所

1、上一轮周期回顾：供需错配导致行业下行周期延长，行业盈利底部已确认

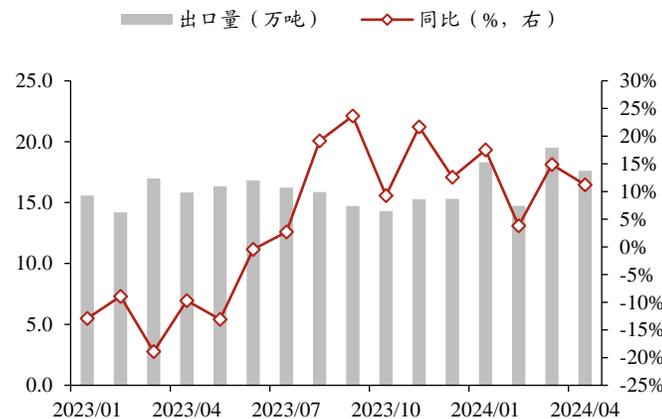
需求端：2023年各应用领域需求释放未及预期，产品价格探底

- 2023年内需未见明显修复，建筑建材等领域需求仍阶段性承压，且风电、汽车等在行业上行周期中挑大梁的领域在2023年对于需求起到的支撑作用有限，内需整体缺乏亮点；
- 与此同时，2022年高度景气的海外需求也在2023年受到全球经济下行影响而表现相对平淡，2023全年玻纤及制品实现出口量187.4万吨，同比基本持平，出口金额28.5亿美元，同比下滑17.3%；
- 我们测算2023年全国样本企业合计表观需求量为376万吨，同比小幅提升3.2%。

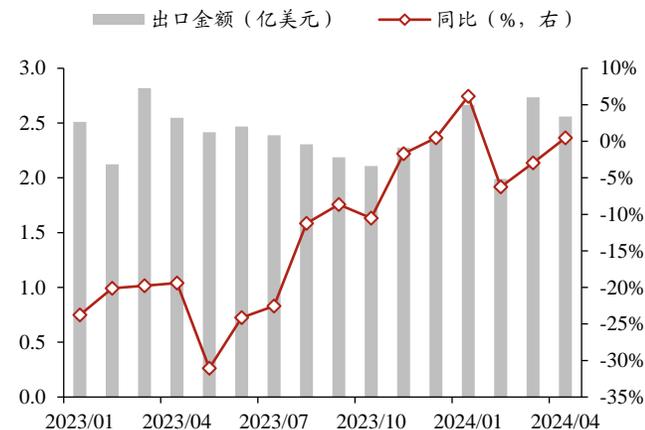
此轮产品价格跌幅斜率陡峭，且价格低点远低于前两轮周期。

- 行业21-22年的新增产能历经爬坡期后于22年下半年起集中释放，叠加需求疲态显现，供需错配导致行业22年6月起进入下行周期；
- 但由于此轮周期在上行阶段受到风电高景气叠加海外需求旺盛的影响，持续时间较长且产品价格创新高，厂商获得了充足的在手资金，因此在下行阶段供给收缩较慢，且行业龙头采取的份额逆势扩张战略也进一步拉长了此轮下行周期的长度，产品价格达到新低水平；
- 以山东玻纤2400tex缠绕直接纱报价为例，2024年2月山东玻纤2400tex缠绕直接纱价格跌至3000元/吨，相比2022年6月初高点大幅回落2750元/吨，跌幅较大且远低于前两轮周期价格低点。

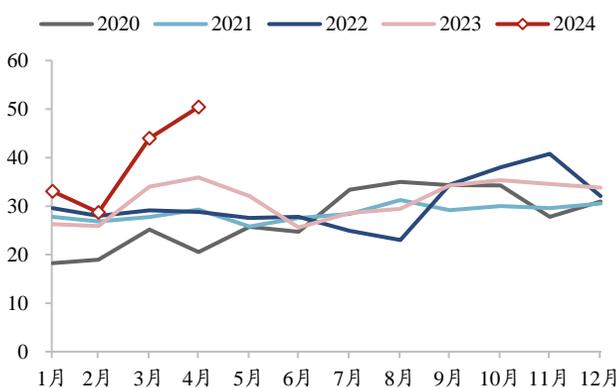
图：国内玻纤及制品出口数量及变动情况



图：国内玻纤及制品出口金额及变动情况



图：全国样本企业合计表观需求量（不变样本，万吨）



图：玻纤价格已跌至历史低位水平（元/吨）

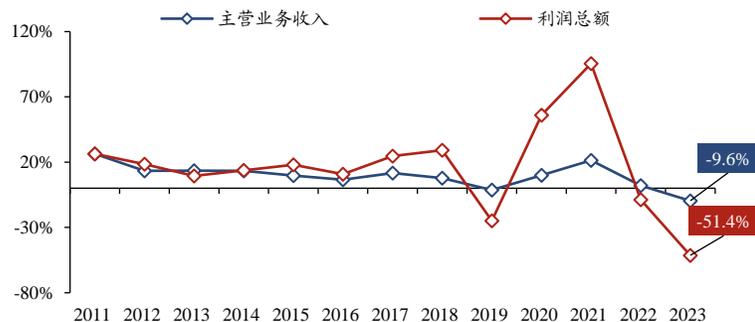


1、上一轮周期回顾：供需错配导致行业下行周期延长，行业盈利底部已确认

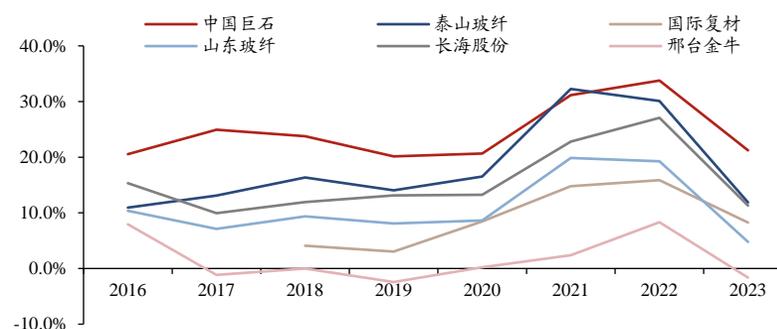
企业表现：行业利润中枢进一步下行，一季度底部确立，龙头企业保持相对优势

- 根据中国玻璃纤维工业协会，2023年规模以上玻璃纤维及制品工业主营业务收入同比下滑9.6%，利润总额同比下降51.4%，行业低盈利水平运行；重点公司存货周转天数达到阶段性高点，2023年销售净利率较2022年进一步下滑，邢台金牛全年销售净利率为负值，且山东玻纤、国际复材单季销售净利率分别于23Q3、24Q1转负，我们判断二线企业粗纱产品售价与现金成本打平，电子布产品或仅有中国巨石可实现盈亏平衡，行业内位于成本曲线中后端的企业或已连续6个季度亏损，面临生存压力。
- 行业整体承压情况下，部分企业因其多样化的产品结构相对行业平均水平可享有一定溢价，叠加规模效应带来的成本优势，在行业内可保持相对优势的站位。中国巨石长期在资本开支维度领先，且持续推动产品升级，在风电纱等领域形成较高的市场份额，中高端产品享有一定溢价；且成本端的规模效应叠加智能化改造升级带来生产效率进一步提高，因此可在行业整体承压情况下仍然实现盈利，在行业内维持领先地位；长海股份得益于其产品结构中制品占比较高，盈利安全边际凸显，24Q1归母净利润环比提升523.0%，销售净利率环比提升7.5pct，在行业景气度仍处于低位徘徊阶段时表现亮眼。

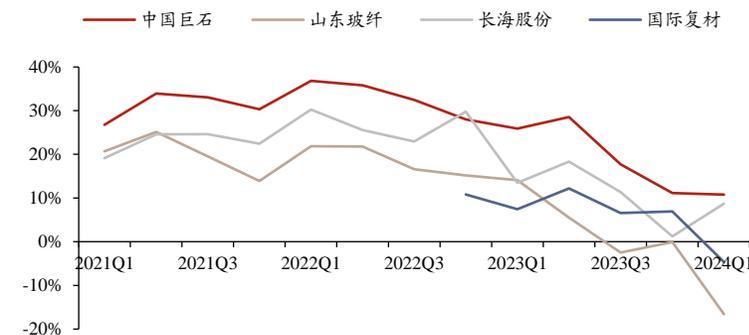
图：规模以上玻纤企业主营业务收入及利润总额累计同比增速



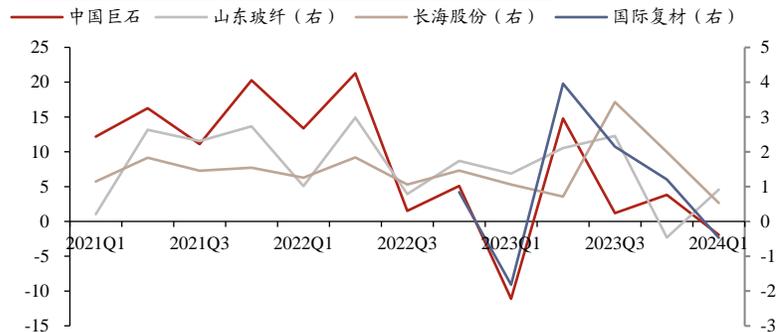
图：重点公司年度销售净利率变动情况



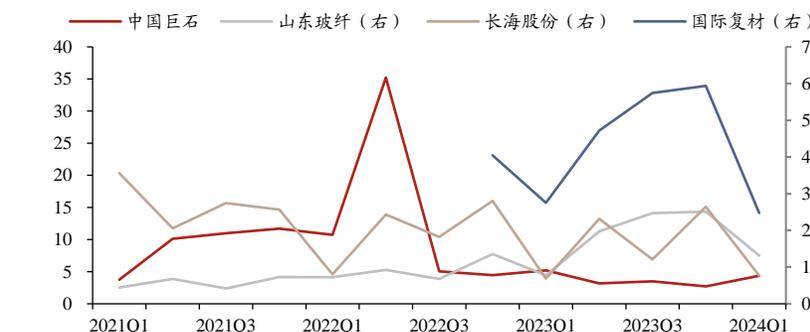
图：重点公司单季度销售净利率变动情况



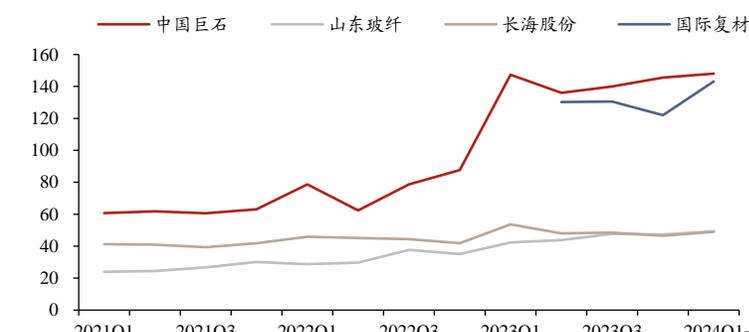
图：重点公司经营净现金流变动情况 (亿元)



图：重点公司资本开支变动情况 (亿元)



图：重点公司存货周转天数变动情况 (天)

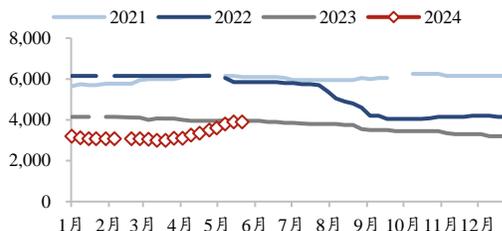


2、此轮行业周期已进入底部右侧，后续需进一步观察需求修复力度

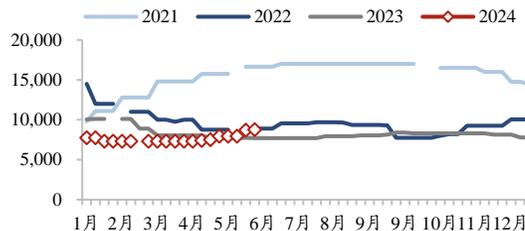
龙头引领产品复价，行业竞合态势好转，周期向上信号进一步加强

- 行业盈利底部徘徊，亏损面不断扩大，伴随落后产能出清、海外需求修复、以及龙头竞争策略的转变，行业竞合态势好转，复价共识逐步达成。3月25日，中国巨石发布涨价函，直接纱复价200-400元/吨，丝饼纱复价300-600元/吨，泰山玻纤、山东玻纤、长海股份、四川玻纤等企业随后跟进；4月13日，玻纤龙头巨石再次发出复价函，G75纱复价400-600元/吨，7628电子布复价0.2-0.3元/米，建滔、泰山玻纤、林州光远等企业随后跟进；5月17日，中国巨石对公司各规格型号短切毡产品价格恢复性调整，全系列规格型号根据不同品种按照300-600元/吨进行复价。长海股份针对集团公司旗下长海及天马短切毡，不同系列价格上调300-400元/吨；
- 价格自上而下传导顺利，3-4月厂库水平快速下行，周期向上信号进一步加强。价格方面，截至5月中下旬，2400tex缠绕直接纱/G75电子纱主流吨报价分别达到3900/8700元，较3月初分别+825/+1400元；库存方面，样本厂商库存于3-4月快速去化，截至4月底库存量为58.0万吨，较23年12月底下降21.5万吨，库位水平降至1.6个月，较23年12月底下降0.5个月；且5月巨石、长海对短切毡产品进行的复价举措说明此轮价格传导由原丝到制品的路径顺利打通，行业景气底已进入右侧，周期向上的态势比较清晰，且供给端新增产能可预见，因此后续对景气度回弹的程度的进一步判断更重要的是对于需求修复力度的观察。

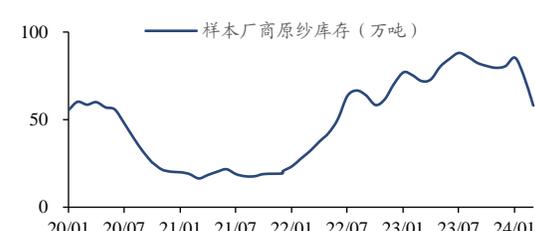
图：无碱粗纱主流报价——缠绕直接纱2400tex (截至2024年5月24日，元/吨)



图：电子纱主流报价——G75 (截至2024年5月24日，元/吨)



图：样本企业原纱库存情况 (截至2024年4月底，万吨)



图：各大厂商3月以来陆续发布复价函，行业竞合态势转好

3月粗纱原丝调价

4月电子纱/布调价

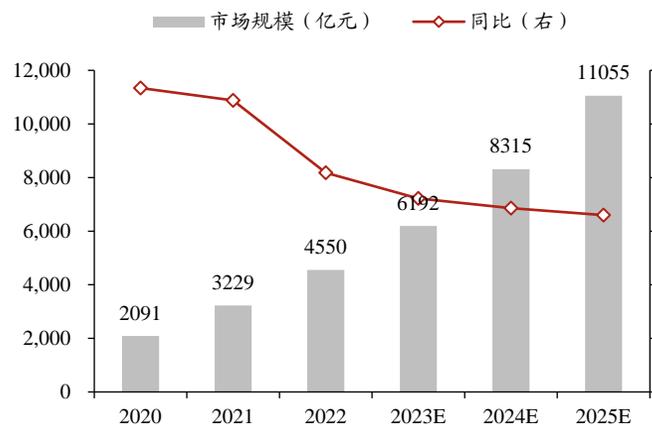
5月粗纱制品调价

3、需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

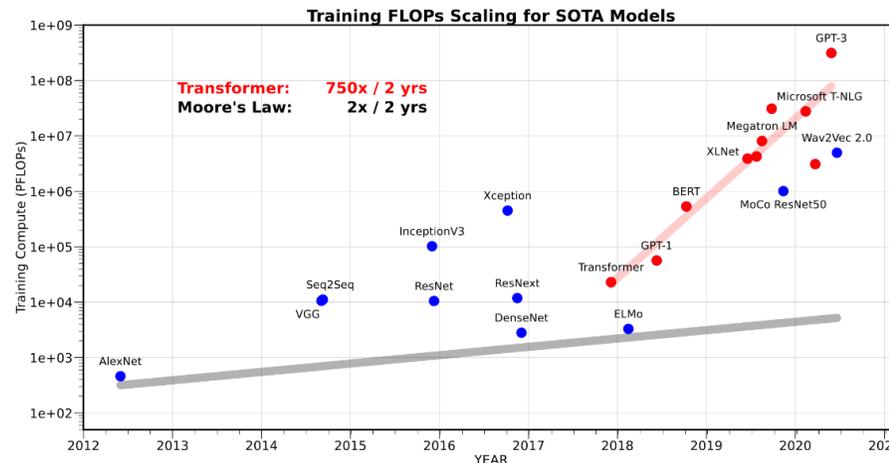
云计算、AI快速发展带动的高速通信的增长成为驱动PCB需求修复的关键领域，且数据量增长促使AI基建扩容

- AI大语言模型和云计算对于算力的需求呈指数型增长，高速通信产业链如火如荼。**首先，全球AI大语言模型主要采用Transformer模型架构，在前期训练和后期的推理应用中需要大规模的参数以及数据库的支撑，商汤科技联合创始人杨帆表示，ChatGPT5.0的训练量对应到算力，约等效于5万块的英伟达H100芯片，国内AI行业新入局者众多，军备竞赛如火如荼；根据量子位智库的估测，一万枚英伟达A100芯片是做好AI大模型的算力门槛，目前芯片供应明显不足以满足市场需求，供需缺口明显。云计算为AI提供了计算能力和数据存储空间支持，以及能够随时随地获得所需资源和算法支持的灵活性、可拓展性，和AI行业的发展相辅相成，根据中国信通院数据，云计算市场规模有望在未来几年保持20%左右的复合增速，高速通信产业链发展确定性强；
- AI服务器出货量增速亮眼，PCB作为高速通信基础设施建设的重要硬件，有望迎来重大发展机遇。**根据IDC数据，过去几年AI服务器出货量增速显著高于普通服务器，Trendforce预计该态势未来3-5年受益于AI行业发展有望延续；PCB性能会显著影响AI服务器的算力水平以及信息传输效率，主要体现在：(1) AI服务器需要更多层数的PCB来承载电信号；(2) 带宽增加、数据量提升等需求要求PCB性能提升，需要更加高级的CCL材料，带动PCB价值量升级；(3) PCB的工艺复杂程度提升，高密度互联（HDI）等技术在高速通信领域的应用会抬升PCB板的工艺附加值。因此，PCB行业的出货量和单位价值量提升都有望受益于AI基建发展浪潮。

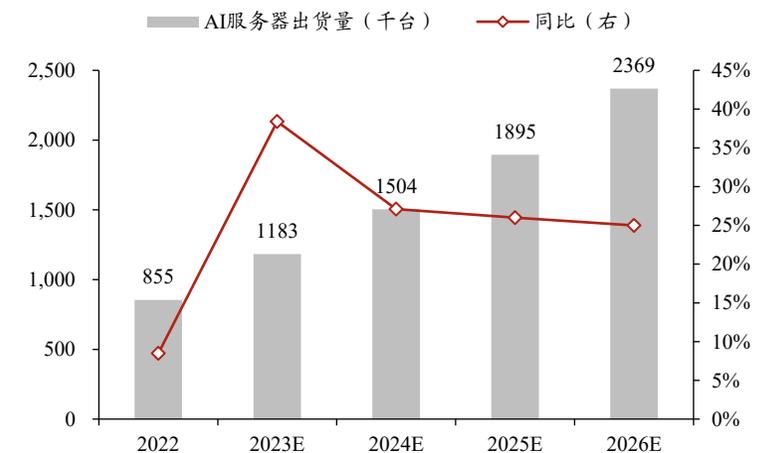
图：全球云计算市场规模有望保持高速增长



图：训练各Transformer模型所需算力增速



图：全球服务器与AI服务器出货量增速

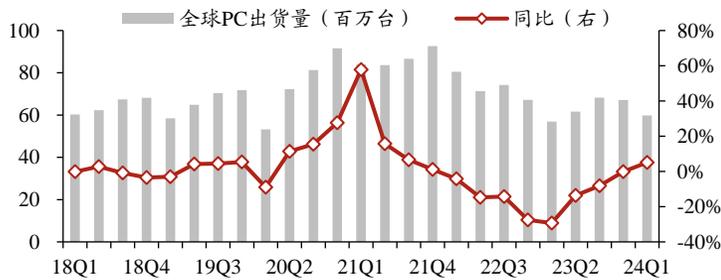


3、需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

手机/PC等需求延续复苏，AI端不断实现突破，消费电子产业链景气度有望触底回升

- 得益于新机型推出、新兴市场需求崛起等因素，全球智能手机出货量于23Q4结束连续九个季度的下滑，并于24Q1同比增长7.8%至2.9亿部，且从硬件端来看，手机SoC龙头联发科1月营收创历史新高，2-4月也实现同比正增长，4月单月同比+48.3%；因美洲、欧洲、中东和非洲需求改善，PC出货量数据亦有所好转，24Q1已恢复至疫情前水平；
- **AI手机及AI PC的落地有望助推消费电子终端市场的景气修复。**生成式AI在手机终端开始落地，据传iOS18有望引入生成式AI，华为、vivo、oppo等厂商的大模型也陆续推出，根据联发科《生成式AI手机产业白皮书》，预计到2027年底生成式AI手机数量将超过10亿部；AI PC产品动态也自2024年初起频出，AMD 3月举办AI PC创新峰会并展示AMD锐龙8040系列芯片、苹果拟全面升级Mac产品线并对M4芯片配置AI功能、华为MateBook X Pro搭载盘古大模型并接入多款第三方AI应用、联想推出内置个人智能体“联想小天”AI PC系列产品等，预计换机主周期有望于2024年下半年开启，2025-2027年规模及渗透率实现快速增长，Canalys 预测2027年全球AI PC出货量预计将超过1.7亿台，复合增速达到63%，渗透率超六成。

图：全球PC出货量情况



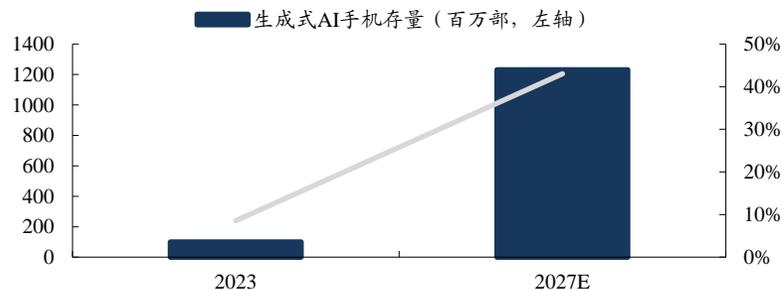
图：全球智能手机出货量情况



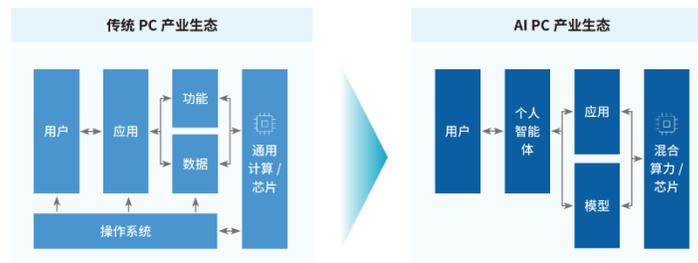
图：联发科月度营收及同比变动情况



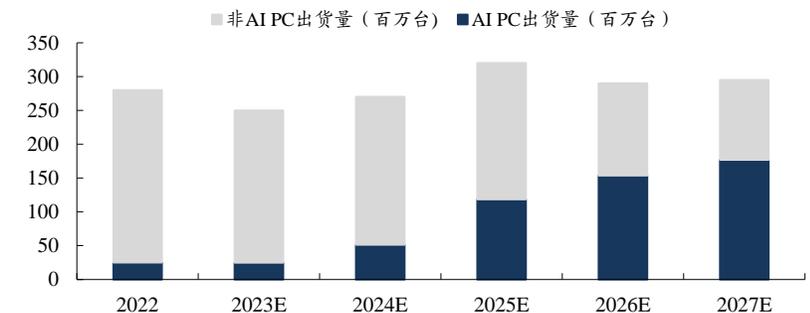
图：生成式AI手机出货量及渗透率预测



图：PC产业生态变革图



图：全球PC出货量预测

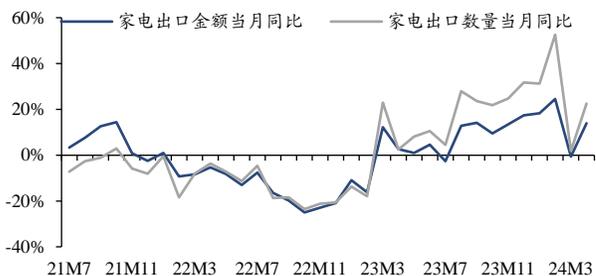


3、需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

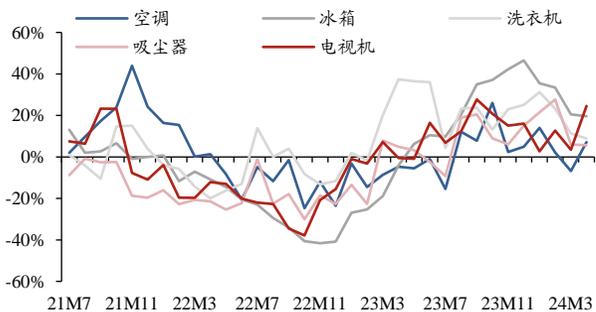
家电出口链高景气，地产、以旧换新政策持续催化，行业景气整体稳中向好。

- **2024年家电出口延续高景气态势，主要由量增驱动**，新兴市场渗透率提升空间充足，多品类景气度提升，空调/冰箱/洗衣机/吸尘器/电视机4月出口金额同比增速分别为7.1%/19.6%/8.9%/5.7%/24.6%；从3-5年周期视角来看，我国家电自主品牌出海有望受益于产品力、制造成本、渠道优势持续获取增量；
- **地产政策风向转变有助于带动内需转好**。近期房地产政策密集发布，**(1)**降低首付比例，取消商贷利率下限，降低公积金贷款利率；**(2)**央行设立3000亿元再贷款支持政府收购已建未售商品房；**(3)**融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷；**(4)**支持地方回收存量闲置土地。新一轮支持政策是对前期政策落实响应，进一步提升了金融支持力度。政策力度的持续和扩大，有望进一步释放刚需、促进扩大改善性需求，带动家电内需转好；
- **以旧换新政策落地有望带来更新需求**。今年2月中央财经委强调家电等传统消费品以旧换新，3月国常会审议通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》指出积极开展汽车、家电等消费品以旧换新，形成更新换代规模效应，4月大规模设备更新和消费品以旧换新第一次专题座谈会召开，5月商务部、财政部联合发布《关于完善再生资源回收体系，支持家电等耐用消费品以旧换新的通知》，多项政策接连推出有望形成合力，且上一轮全国大范围的刺激政策出台后主力销售的家电产品进入换新周期，行业更新需求有望较好提振。

图：家电出口金额及销量同比增速情况



图：家电主要细分品类出口金额同比增速情况



表：2024年以来“以旧换新”相关支持举措密集发布

时间	事件/文件	内容
2024年2月	中央财经委第四次会议	鼓励汽车、家电传统消费品以旧换新，推动耐用品以旧换新，坚持中央政府和地方政府联动，统筹支持全链条各个环节。
2024年3月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	到2027年，废旧家电回收量较2023年增长30%。开展家电产品以旧换新。以提升便利性为核心，畅通家电更新消费链条。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴，加快实施家电售后服务提升行动。鼓励有条件的地方统筹使用中央财政安排的现代商贸流通体系相关资金等，支持家电等领域耐用消费品以旧换新。
2024年4月	大规模设备更新和消费品以旧换新第1次专题座谈会	国家发展改革委主任郑栅洁主持召开大规模设备更新和消费品以旧换新第1次专题座谈会，与京东集团、美的集团、海尔集团、格力电器、雅迪科技、格林美等6家民营企业负责人座谈交流；郑栅洁表示，发改委将利用好促进民营经济发展壮大部际联席会议制度，与有关部门一道，充分发挥经营主体作用，更好发挥政府引导作用，打好政策组合拳，强化信息、智能技术等科技支撑，推动汽车、家电以旧换新和家装厨卫“焕新”。
2024年5月	《关于完善再生资源回收体系支持家电等耐用消费品以旧换新的通知》	结合实际，统筹用好县域商业建设行动相关资金，聚焦打通废旧家电家具回收堵点，支持以县城、乡镇为重点，改造提升家电家具回收等服务网点，畅通家电更新消费循环；确定将废旧家电家具等再生资源回收体系建设纳入县域商业建设行动的省份，省级商务主管部门商财政主管部门同意后，对县域商业建设行动相关项目资金管理办法或实施细则等进行修订补充。各地要认真制定支持方案，围绕提升县域废旧家电回收网点覆盖率和废旧家电回收量(台)等关键指标，确定总体目标、重点举措、项目清单、绩效考核等内容，于2024年5月31日前按程序报商务部、财政部备案，逾期未报视为不对支持内容进行调整。

表：“517地产新政”核心要点

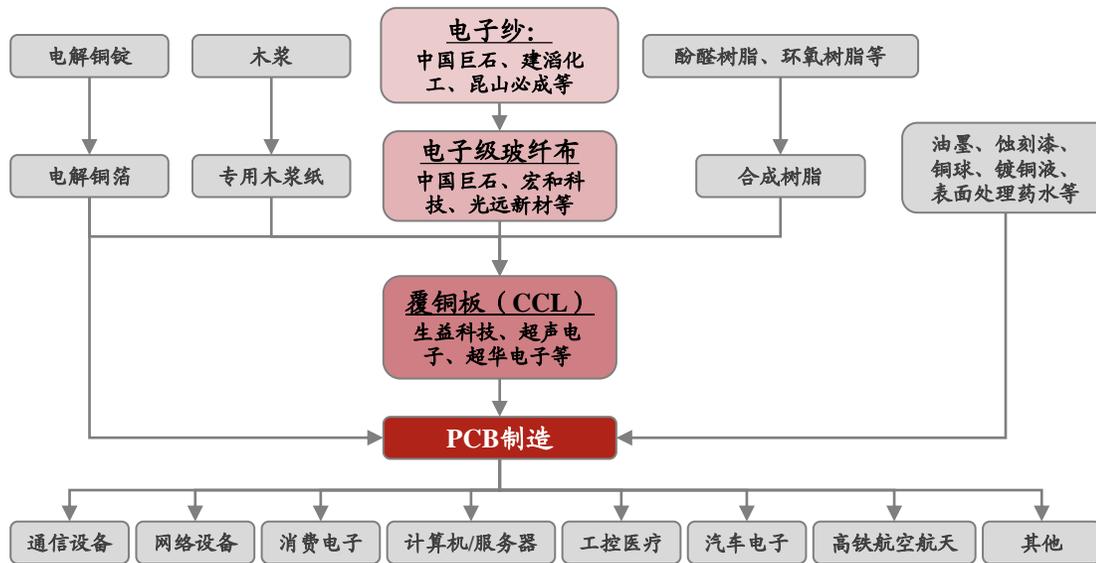
<p>降低首付比例，取消商贷利率下限，降低公积金贷款利率</p> <ul style="list-style-type: none"> • 全国首套、二套房最低首付比例分别下调5pct至15%、25%； • 取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率下限 • 自2024年5月18日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点；
<p>央行设立3000亿元再贷款支持政府收购已建未售商品房</p> <ul style="list-style-type: none"> • 3000亿元再贷款，利率1.75%，期限1年，可展期4次； • 收购主体不得涉及地方政府隐性债务，不得是地方政府融资平台；
<p>融资“白名单”应进尽进、应贷尽贷</p> <ul style="list-style-type: none"> • 进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求； • 城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求；
<p>支持地方回收存量闲置土地</p> <ul style="list-style-type: none"> • 合理免除因自然灾害、疫情导致的违约责任，允许企业按照程序合理调整规划条件和设计要求，更好地适应市场需求； • 支持预告登记转让和“带押过户”，鼓励转让或者合作开发； • 支持地方以合理价格收回土地，主要是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。

3、需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

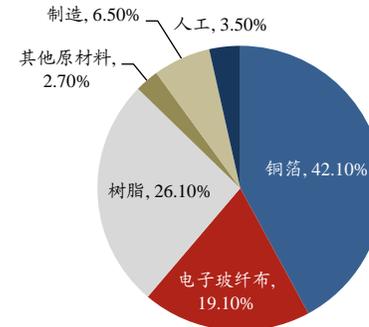
PCB核心基材CCL的成本构成中原材料占比较高，三大主材中铜箔、电子布均涨价，驱动链条下游补库意愿，从而对电子布需求形成进一步支撑。

- CCL制备工艺为将增强材料（木浆纸或玻纤布）浸以树脂胶液，一面或两面覆以铜箔后进行热压，担负着 PCB 板的导电、绝缘、支撑三大功能，是制作 PCB 的核心材料，在 PCB 成本构成中占比可达30%；进一步拆分CCL上游，主要为铜箔、电子级玻纤布、树脂三大原材料，在CCL成本中占比分别为42%/19%/26%；
- CCL行业集中度高于PCB，议价能力较强。2020年PCB/CCL行业CR5分别为21%/52%，且由于CCL性能直接影响PCB的电性能等级等核心指标，因此PCB厂商面对CCL厂商时议价能力较弱，原材料价格上涨向下游传导的路径通顺。

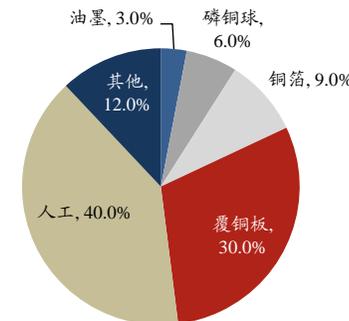
图：PCB产业链上下游情况



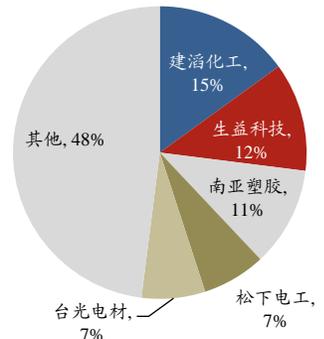
图：CCL成本构成



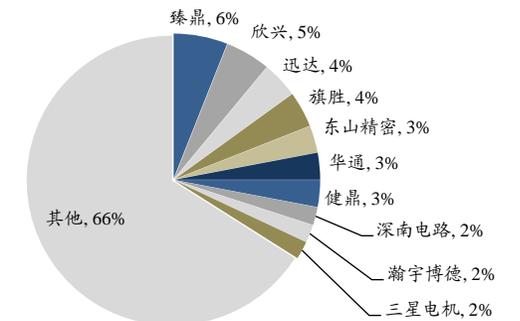
图：PCB成本构成



图：全球CCL市场格局



图：全球PCB市场格局

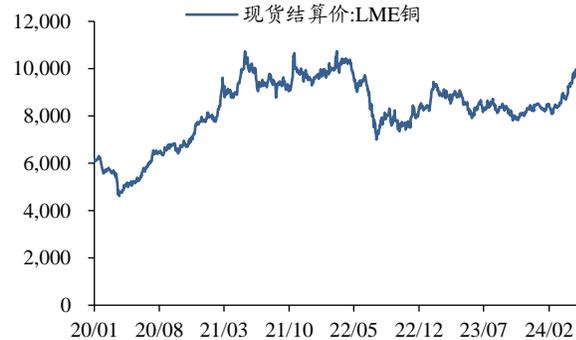


3、需求展望：PCB全年有望恢复性增长，电子布需求弹性可期

PCB核心基材CCL的成本构成中原材料占比较高，三大主材中铜箔、电子布均涨价，驱动链条下游补库意愿，从而进一步对电子布需求形成支撑。

- 此前已对电子纱/布涨价逻辑进行论述；铜价方面，美国经济复苏叠加全球铜供应出现缺口，导致铜的供需出现错配，且铜箔加工费恢复性上涨传导至原材料端等多重因素导致了铜价自2024年初以来上涨态势迅猛，5月22日LME铜价达到10257元/吨，较24年初已提升1827元；
- 受三大主材中电子布、铜价均上涨影响，3-4月CCL行业进行第一轮涨价。3月建滔积层板首轮涨价幅度在10%左右，二三线厂商纷纷跟进；5月建滔进一步发出涨价通知，20日以后新单采用新价，调涨幅度约5%~10%，调涨范围涵盖所有厚度CCL，价格继续自上而下传导；
- PCB厂商有意拉长库存周期，从而对电子布需求形成进一步支撑。4月台股PCB厂/CCL厂分别录得营收612/320亿新台币，同比分别+13.8%/+14.5%，环比3月也均上行；C/P值方面，3/4月录得0.53/0.52，较年初有明显提升，也反应了PCB厂补库意愿的加强，有助于反向对电子布需求形成进一步支撑。

图：LME铜价走势（美元/吨）



图：台股PCB厂月度营收（亿新台币）



图：国内CCL厂商涨价通知

KB 广东建滔积层板销售有限公司
 GUANGDONG KINGBOARD LAMINATES TRADING CO., LTD.
 中国驰名商标 建滔集团成员
 地址：广东惠州博罗石湾镇建滔工业园 TEL: 0752329514 FAX: 0752329578

涨价通知
 编号：20240319

尊敬的客户：
 衷心感谢各客户长期以来的支持与信任！
 由于覆铜板主要原材料，铜箔大幅上涨，导致生产成本上涨，迫于成本压力，故将自即日起，对所有材料价格调整如下：

产品（所有厚度）	加价幅度（HKD/RMB）
铜料	+10元/张

请各位尊敬的客户知悉并理解，谢谢！

忠信科技（澳门）有限公司
 广东建滔积层板销售有限公司
 2024年3月19日

山东金宝电子有限公司
 JINGBAO
 地址：山东省青岛莱西经济开发区
 电话：0532-87726666 87726667

调价通知

尊敬的客户：
 衷心感谢贵公司长期以来对我司的支持与信赖！
 由于覆铜板主要原材料价格持续上涨，迫于经营成本压力，我公司决定自2024年3月20日起，覆铜板产品价格调整如下：

品名	调整幅度(RMB)
CEM-1/22F	+10元/张

请各位尊敬的客户知悉并谅解！

销售部
 2024年3月20日

江西省宏瑞兴科技股份有限公司
 Jiangxi Hongruixing Tech co., Ltd.
 HXRKTECH

覆铜板调价通知函

尊敬的客户：
 衷心感谢各位客户对宏瑞兴的支持！
 由于覆铜板原材料成本大幅上涨，我司迫于成本压力，即日起，宏瑞兴品牌覆铜板报价有所调整，下单前请重新询价。
 价格调整产品包含如下系列：
 1、中高 TG 产品（芯板及 PP） HP-150LF、HP-170LF
 2、普通 TG 产品 HP-140LF、HX135 系列
 3、高 CTI 产品 HP-600HC
 希望各位尊敬的客户知悉并理解，祝各位生意兴隆，财源滚滚！

销售部
 2024年3月20日

4、供给展望：粗纱投产节奏较年初或有所调整，但已建成产能年内投放确定性较强，电子纱产能或将净缩减

- 粗纱方面**，我们测算2023全年国内粗纱有效产能为579.5万吨，2024年将较2023年新增有效产能74.0万吨，其中2023年已新建投产/冷修后复产/2024年已投产产能带来的确定性新增有效产能分别为23.8/3.3/19.8万吨，**2024年拟新投放带来的新增有效产能为27.3万吨**（包括中国巨石淮安1线、长海股份常州4线，山东玻纤沂水8期、内蒙古天皓1期等）；龙头投产节奏较我们年初的预期略有差异，但供给新增的方向和规模与年初相比都更加明朗，在当下行业复价顺利、海外需求边际好转的趋势中，此前已建成但延后投产的部分产能在2024年内投放的确定性进一步加强；叠加2023年已冷修和2024年可能冷修的产能的缩减量，我们预计**2024年粗纱合计净新增有效产能为31.7万吨**；虽然供应端新增量较多，但我们预计新建产线主要将面向高模量、短切、合股类产品，相对于直接纱将具有更高的附加值；
- 电子纱方面**，2023年行业内无新增产能投放和2024年预期可投产的产能建设，且进入2024年后泰山玻纤邹城5万吨、四川玻纤3万吨产线先后于1月、3月启动冷修，我们预计**2024年电子纱有效产能或将相比2023年有所缩减**。

表：测算2024年粗纱新增有效产能74.0万吨

2023年新建产线				
基地	生产企业	生产线	设计产能	点火时间
九江	中国巨石	九江4线	20	2023年5月点火
重庆	重庆国际	长寿F13线	15	2023年10月点火
2024年新增有效产能			23.8	
2023年冷修复产产线				
泰安	泰山玻纤	邹城4线	12	2023年1月点火
成都	台嘉玻纤	成都1线	3	2023年3月点火
重庆	重庆国际	大渡口F02线	6	2023年3月点火
2024年新增有效产能			3.3	
2024年新建及复产产线				
基地	生产企业	生产线	设计产能	预计点火时间
沂水	山东玻纤	沂水6线	3	2024年1月（已点火）
沂水	山东玻纤	沂水7线	12	2024年1月（已点火）
呼和浩特	内蒙古天皓	一期	12	2024年3月（已点火）
淮安	中国巨石	淮安1线	10	2024Q2
河北	邢台金牛	邢台5线	15	2024Q2
江苏	长海股份	常州4线	15	2024Q3
江苏	常州天马	常州1线	8	2024Q3
山西	泰山玻纤	1线	15	2024Q3
沂水	山东玻纤	沂水8线	15	2024Q4
2024年新增有效产能			47.0	
合计新增产能			74.0	

表：测算2024年粗纱缩减有效产能42.3万吨，合计净新增有效产能为31.7万吨

2024年冷修产线				
基地	生产企业	生产线	设计产能	预计冷修时间
临沂市	山东玻纤	沂水4线	6.0	2024年1月（已冷修）
邢台市	邢台金牛	老厂2线	4.0	2024年4月（已冷修）
常州市	长海股份	长海2线	7.0	2024Q3
泰安市	泰山玻纤	邹城5线	5.0	2024Q3
嘉兴市	中国巨石	桐乡3线	12.0	2024Q3
2024年产能变动			-16.3	
2023年冷修产线				
基地	生产企业	生产线	设计产能	冷修时间
常州市	常州天马	1线	3.0	2023年12月
内江市	内江华原	威远6线	5.0	2023年11月
重庆市	重庆国际	长寿F10线	12.0	2023年8月
重庆市	重庆国际	长寿F03线	6.5	2023年11月
邢台市	冀中能源	金牛2线	3.0	2023年8月
聊城市	九鼎新材	聊城1线	7.0	2023年6月
2024年产能变动			-26.0	
合计新增产能			74.0	
合计缩减产能			-42.3	
合计净新增产能			31.7	

5、粗纱有望维持供需弱平衡，电子布价格与盈利弹性可期

供给新增情况较明朗，粗纱需求温和改善，电子纱/布弹性可期，我们预计2024年粗纱供需呈现弱平衡，电子纱/布景气度有望先行反弹。

- **需求端：**粗纱方面，2024年预计风电、热塑等领域有望稳健增长，复合材料光伏边框产业化进程加速，海外需求稳中向好，粗纱需求整体温和改善，我们假设2024年粗纱内需在悲观/中性/乐观假设下分别同比+3%/+8%/+11%，出口在悲观/中性/乐观预期下分别同比+5%/+10%/+15%；测算2024年粗纱表观消费量在悲观/中性/乐观预期下分别为578/606/630万吨，同比分别+4%/+9%/+12%；电子纱/布方面，高速通信、消费电子和家电领域需求底部向上的趋势更加明确，PCB需求恢复性增长的弹性可期，从而奠定电子纱/布景气向上基础，因此我们对于电子纱/布需求的判断较粗纱更为乐观；
- **供给端：**基于前文对于2024年新增有效产能的测算，2024全年粗纱/电子纱供给预计分别为611/95万吨；
- **行业库存与价格：**粗纱方面，在需求中性/乐观假设下，2024年粗纱整体库存将+0.1/-0.3个月，中性情境下基本实现供需弱平衡；电子纱方面，2024年电子纱新增供给压力较小，且电子纱产业链库存此前消化相对充分，下游厂库水位达到历史低点，供需平衡趋紧，自年初以来行业复价自上而下的传导路径通顺，需求回暖的信号更为确定，因此我们预测电子纱或将更早出现库存去化，景气回弹的高度和确定性大于粗纱。

表：2023-2024年国内粗纱供需平衡表

年份	粗纱供给	电子纱供给	样本企业原纱库存	样本企业原纱库存变动	样本企业原纱产能	库存变化		粗纱表观消费量	yoy	出口	yoy	内销	yoy
	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(万吨)	(月)	(万吨)	(万吨)	%	(万吨)	%	(万吨)	%
2021	473.8	85.7	19.3	-2.2	381.0	-0.07	-2.9	476.7	5.0%	98.6	-27.9%	378.1	19.2%
2022	540.7	101.2	61.5	42.2	462.2	1.10	49.2	491.5	3.1%	178.0	80.5%	313.5	-17.1%
2023-01	46.7	8.5	70.5	9.0	40.4	0.22	10.4	36.3	-13.4%	14.8	-11.6%	21.5	-14.6%
2023-02	47.7	8.5	77.0	6.5	37.6	0.17	8.3	39.4	-1.4%	13.5	-9.1%	25.9	3.2%
2023-03	47.7	8.5	75.4	-1.6	37.6	-0.04	-2.0	49.7	28.5%	16.2	-19.2%	33.5	79.8%
2023-04	47.7	8.7	72.0	-3.4	37.6	-0.09	-4.4	52.0	35.9%	15.0	-9.5%	37.0	70.7%
2023-05	48.2	8.7	72.9	0.9	38.1	0.02	1.1	47.1	24.6%	15.6	-12.4%	31.4	57.8%
2023-06	49.3	8.7	80.2	7.3	37.5	0.20	9.6	39.6	3.6%	16.0	0.5%	23.6	5.9%
2023-07	49.3	8.7	84.6	4.4	37.5	0.12	5.7	43.5	22.4%	15.6	4.6%	28.0	35.2%
2023-08	49.3	8.7	88.1	3.5	37.5	0.09	4.6	44.7	39.2%	15.2	21.2%	29.5	50.8%
2023-09	48.0	8.7	85.7	-2.3	36.3	-0.06	-3.1	51.1	18.6%	14.1	24.9%	37.0	16.4%
2023-10	48.0	8.7	82.3	-3.4	36.3	-0.09	-4.5	52.5	5.3%	14.3	15.0%	38.2	2.1%
2023-11	48.9	8.7	80.6	-1.8	37.1	-0.05	-2.3	51.2	-3.6%	15.3	28.2%	35.9	-12.8%
2023-12	48.9	8.7	79.6	-1.0	37.1	-0.03	-1.3	50.2	16.6%	15.3	19.0%	34.9	15.7%
2023	579.5	104.1	79.6	18.1	450.8	0.48	22.1	557.3	13.4%	181.0	1.7%	376.3	20.0%
2024-01	49.9	8.5	80.5	1.0	38.1	0.03	1.3	48.6	33.7%	18.3	23.3%	30.3	40.9%
2024-02	49.4	8.1	85.4	4.8	37.6	0.13	6.3	43.0	9.3%	14.7	9.2%	28.3	9.3%
2024-03	50.4	8.1	74.9	-10.5	37.6	-0.28	-14.0	64.4	29.6%	19.5	20.4%	44.9	34.1%
2024-04	50.0	7.8	58.0	-16.9	37.3	-0.45	-22.7	72.7	39.7%	17.6	17.1%	55.1	48.9%
	611.2	95.0				0.66	33.5	悲观：577.7	4%	190.0	5%	387.6	3%
2024E	611.2	95.0				0.11	5.6	中性：605.5	9%	199.1	10%	406.4	8%
	611.2	95.0				-0.29	-14.7	乐观：625.9	12%	208.1	15%	417.7	11%

(1)粗纱景气底部确认，市场供需平衡重建，支撑景气向上。近期短切毡等部分产品价格继续上调，其余粗纱价格维稳运行，电子布提价落实较好。随着旺季尾声临近，去库和涨价节奏或将有望放缓。但中期来看，粗纱行业盈利仍处低位，持续限制供给增量的释放，叠加下游国内基建、外贸等方向需求有望进一步改善，但行业库存中枢有望继续下行，支撑盈利中枢继续上移。

(2)细纱/电子布当前涨价传导顺利，考虑到下游库存仍处于历史低位，且铜价上涨预期有望促进下游积极备货，随着厂家库存的继续下降，价格有望持续上涨。中期来看，细纱行业盈利长时间处于低位，前期产能有所缩减，产能潜在增量有限，若下游开工率进一步改善，库存有望进一步降至低位，电子布价格和盈利具有弹性。

(3)中长期落后产能出清、玻纤成本的下降也为新应用的拓展和渗透率的提升提供催化剂，随着风电、新能源车等领域用量持续增长，光伏组件边框等新兴应用领域持续拓展，行业容量有望持续增长，产品结构的调整有利于龙头构筑新的壁垒，盈利稳定性也将提升。

(4)当前龙头估值处于历史低位，底部确认、需求回调预期有望推动估值修复。推荐中国巨石，建议关注中材科技、山东玻纤、长海股份、国际复材、宏和科技等。

表：玻纤行业上市公司盈利预测与估值（截至2024年6月4日）

股票简称	总市值 (亿元)	市净率 (LF)	市盈率 (TTM)	归母净利润(亿元)				市盈率			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
中国巨石*	463	1.7	18.7	30.4	25.2	34.7	45.0	15.2	18.3	13.3	10.3
中材科技	248	1.4	12.3	22.2	24.2	28.8	35.5	11.2	10.3	8.6	7.0
山东玻纤	31	1.2	-45.6	1.1	1.1	1.9	2.7	29.6	27.5	16.2	11.5
国际复材	154	1.8	42.4	5.5	-	-	-	28.3	-	-	-
长海股份	49	1.1	18.5	3.0	3.4	4.5	6.1	16.6	14.4	10.9	8.1
宏和科技	59	4.2	--	-0.6	0.2	0.6	1.0	-94.0	--	91.4	57.1

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：标*个股盈利预测来自东吴证券研究所，其余来自Wind一致预期

- **行业内新增产能超预期的风险：**我们测算需求和供给中性情境下行业库存将+0.1/-0.3个月；但若行业存在新进入者，或已有玩家在价格修复后选择扩大产能规模，行业整体供给将迎来较大压力，进而对厂商盈利水平造成冲击；
- **需求修复不及预期的风险：**我们判断2024年粗纱需求整体温和改善，电子纱/布需求更具弹性；若需求修复不及预期，将对行业供需格局造成进一步拖累。
- **原燃料价格上升超预期的风险：**玻纤工业化生产的成本部分取决于叶腊石、石灰石等原材料及天然气等能源价格水平，若原材料价格出现大幅上涨，将影响厂商利润水平。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；
- 增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；
- 中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；
- 减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；
- 中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；
- 减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券财富家园