证券研究报告
2020年12月3日

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

守正出奇，行稳致远

太平洋建材分析师：闫广
执业资格证书编码：S1190518090001

投资策略

- **跨越周期，聚焦成长，2021年建材推荐三条主线：**

➢ **主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会。**从2020年二季度起，国内经济加速复苏，投资、消费及出口均逐月好转，经济韧性十足；而随着疫苗的研发进展，疫情影响或边际减弱，海外经济有望触底反弹，同时，中国签署RECP协定，将有利于我国进出口贸易的发展，2021年出口贸易有望更进一步。而玻纤作为全球贸易型产品，与宏观经济紧密相关，随着全球经济复苏，需求端有望稳步提升，供给端19-21年行业新增产能有限，当前偏紧的供需格局有望延续，价格持续上行推升行业盈利弹性，顺周期下龙头充分受益。建议关注**中国巨石、长海股份**等。

➢ **主线二：消费建材“量与质”的再平衡。**在“房住不炒”及地产融资“三道红线”的高压下，地产快速增长带来的红利已经大幅减弱，而精装修渗透率放缓以及未来流动性收紧的风险或使得企业重新聚焦量与质的平衡点，届时以牺牲经营质量换取高成长的发展模式或受到冲击，建议关注B端逻辑的切换以及C端市场的修复，优选对现金流把控更好的细分龙头企业**东方雨虹、北新建材、伟星新材、科顺股份、蒙娜丽莎、永高股份**等。

➢ **主线三：玻璃产能置换带来新契机。**根据最新产能置换政策，从2021年1月1日起，停产2年以上以及3年内累计停产2年以上的生产线将不再具备复产指标，这标志着僵尸产能将永久退出，生产线复产难度将增加，行业将进入存量产能博弈阶段；与此同时，部分浮法生产线转产超白玻用于光伏组件的背板，这将进一步减少浮法白玻的供给，供给端收缩或成为2021年行业新的推动力；从需求端来看，地产新开工仍有效向竣工端传导，随着开窗面积增大，双、三层玻璃的使用，单位建筑面积玻璃用量再增加；以及明年出口及汽车用量的恢复，需求端仍将保持稳定，行业高景度将延续。此外，龙头企业产业链积极延伸，2021年有望实现新的突破，未来成长性十足。建议关注**旗滨集团、信义玻璃**等。

➢ **风险提示：**宏观经济复苏不及预期，供给端大幅扩张超预期，中美贸易冲突加剧等

目录

一 行情回顾

二 主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

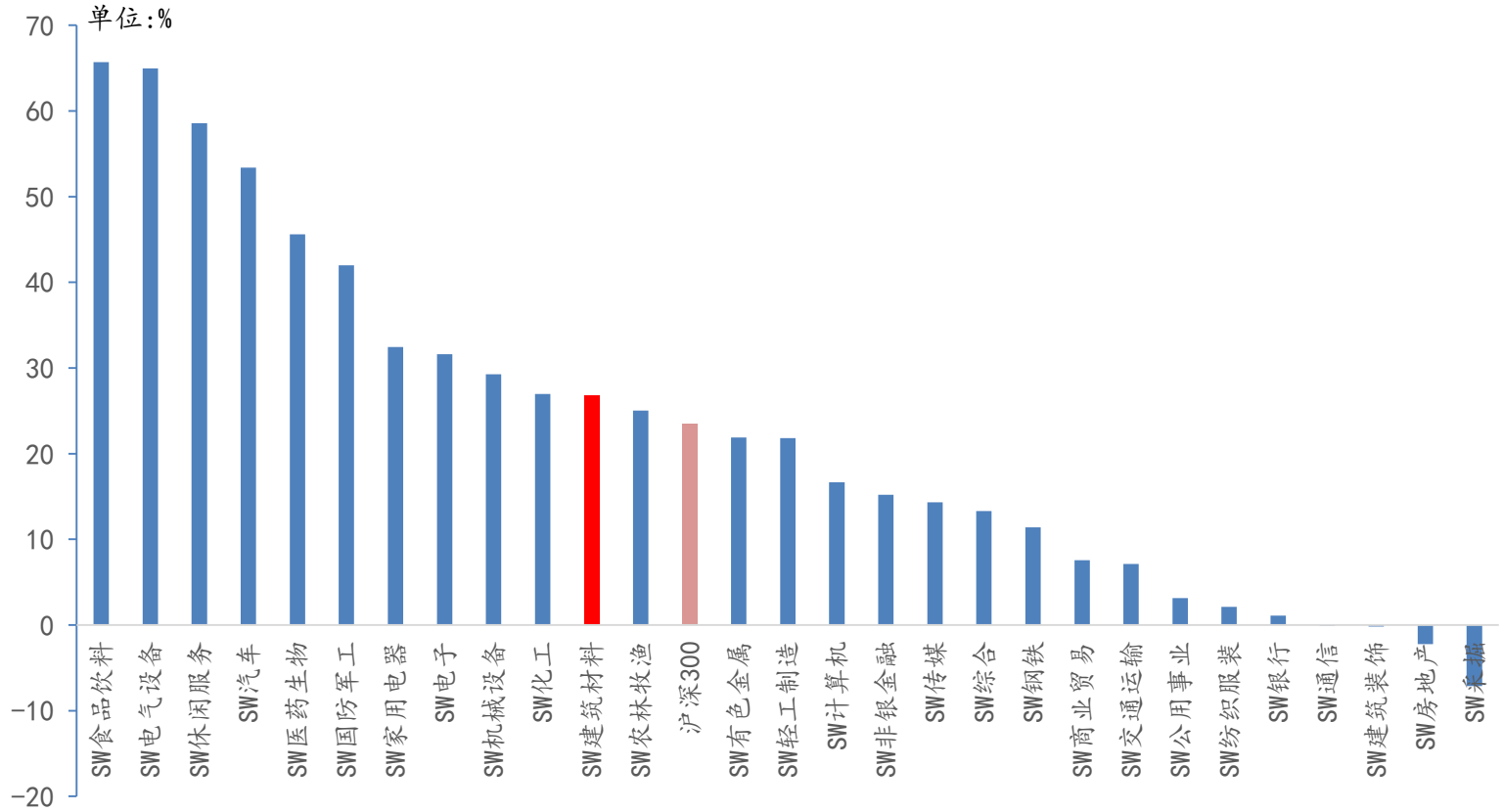
三 主线二：消费建材“量与质”的再平衡

四 主线三：玻璃产能置换带来新契机

一、行情回顾

- 2020年以来，申万建材板块实现收益26.73%，位列申万一级板块涨跌幅第11位，跑赢沪深300指数3.3个百分点，同期沪深300指数收益为23.45%。

图表1：2020年以来申万建材板块涨幅（截止2020/12/3）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

一、行情回顾

- 2020年建材板块整体呈现震荡上行的态势，一季度在国内疫情冲击下，板块小幅调整；而二季度以来复工复产加速，以及政策及流动性的支持，板块呈上行趋势；8月份受到地产“三道红线”的影响，板块有所调整，逐步进入震荡期。

图表2：2020年申万建材（指数）走势分析

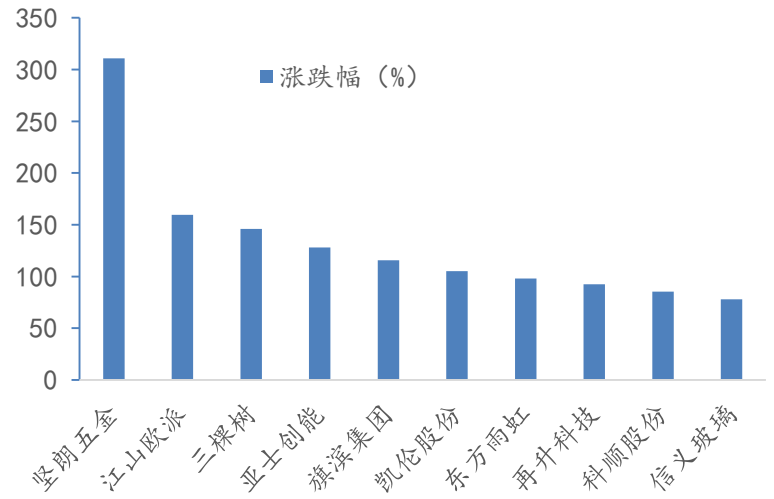


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

一、行情回顾

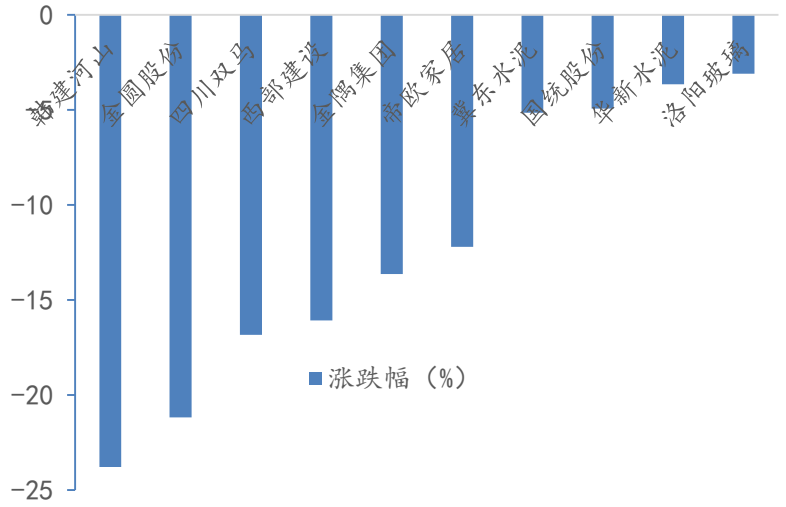
- 截止到2020年12月3日，建材板块涨幅居前的主要是，**坚朗五金**（五金龙头，规模效应凸显，费率逐步下降，业绩进入爆发期，上涨310.74%）；**江山欧派**（木门龙头，，B端快速放量，上涨159.51%）；**三棵树**（工程+零售双轮驱动，B端放量成长性突出，上涨146.1%）；**亚士创能**（B端建筑涂料快速放量，维持高增长，上涨128.01%）；**旗滨集团**（浮法玻璃龙头，价格持续上涨业绩弹性十足，涨幅115.67%）；**凯伦股份**（高分子防水材料小龙头，业绩高增长，上涨+105.14%）；**东方雨虹**（防水龙头，组织架构调整后，2020年量质双升，今年涨幅98.13%）。

图表3：2020年建材板块涨幅前十名



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表4：2020年建材板块涨幅后十名



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目录

一 行情回顾

二 主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

三 主线二：消费建材“量与质”的再平衡

四 主线三：玻璃产能置换带来新契机

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- 2020年受疫情影响，全球经济承压，面对疫情国内迅速采取应对措施，一方面加大力度防控疫情，另一方面出台一系列政策刺激经济，中国成为经济率先反弹的主要经济体。

图表5：疫情以来国家出台一系列政策刺激经济

时间	举措	具体内容
2020年2月1日	发行抗疫债券	央行及银保监会允许金融机构发售抗疫债券
2020年2月3日	下调逆回购利率	央行通过逆回购注入了1.2万亿元的流动性；同时将7天期逆回购协议利率下调10个基点，从2.50%下调至2.40%，将14天期逆回购利率从2.65%下调至2.55%。
2020年2月18日	延期缴纳社保基金	国务院允许企业在2月至6月期间减少甚至停止缴纳省级养老基金以及失业保险；企业也可以在6月底前申请延期缴纳住房公积金；国务院免除运输和防疫企业的增值税，为防疫企业提供贷款补贴，并暂停民航企业向民航发展基金缴纳费用。
2020年2月20日	下调贷款利率	一年期LPR利率下调10个基点，至4.05%。5年期LPR也下调5个基点，至4.75%
2020年2月22日	下调电费	国家发展和改革委员会从2月1日至6月30日将企业电价下调5%，高耗能行业除外。
2020年2月25日	帮助小企业及农业企业	国务院在2月初3000亿元的基础上，批准再向小企业提供5000亿元人民币贷款。同时下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点；同时要求大型国有银行在2020年上半年将对小企业的贷款增加至少30%。三大国有政策性银行也被要求以优惠利率向小企业发放3500亿元贷款。
2020年3月3日	港口费下调	中国国务院将今年3月至6月港口建设费和其它港口相关费用降低20%。还将省级政府占全国税收总收入的比重提高了5个百分点，预计将向县级政府拨款1100亿元。
2020年3月16日	下调存款准备金率	中国人民银行宣布将对符合考核标准的银行进行50-100个基点的定向降准，同时还对符合条件的股份制银行的存款准备金率再下调100个基点。这一行为将向银行系统注入5500亿元人民币，以刺激对企业和家庭的贷款。
2020年3月27日	提高预算赤字率	中国国务院表示，在20国集团承诺提供5万亿美元的经济救助计划后，中国准备将预算赤字提高到国内生产总值的3%以上。
2020年3月30日	下调逆回购利率	中国人民银行将7天期逆回购协议利率下调20个基点至2.2%，向市场注入500亿元人民币。在此之前，中国央行已经连续29个交易日没有进行逆回购操作。
2020年3月31日	发行第三批地方债	中国国务院推出一系列支持经济的措施，包括向小型贷款机构提供1万亿元人民币的额外信贷额度。国务院还批准了今年发行第三批地方政府债券，以支持从经济适用房到高速公路等领域的投资。国务院没有详细说明此次债券发行的规模，但敦促地方政府在6月底前发行债券。
2020年4月3日	下调中小银行存款准备金率	中国人民银行宣布对农信社、农商行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城商行存款准备金率下调100个基点，预计将向银行系统注入约4000亿元资金。将在4月15日和5月15日分别每次降息50个基点。在下调存款准备金率之后，中国中小银行的存款准备金率将被下调至6%。
2020年4月7日	新建46个电商试验区	国务院常务会议，宣布在全国新建46个跨境电子商务综合试验区；国家还将延长一些税收优惠政策至2023年底，以扶持小微型企业、个体经营者和农民。根据该政策，小微企业和农村家庭100万元以下的贷款利息收入免征增值税。
2020年4月14日	下发1万亿专项债	国务院批准了1万亿元人民币的地方政府专项债券用于基础设施项目。该计划还将对旧城重建项目的资金增加一倍，并延长了对西部地区一些投资项目15%的优惠所得税税率。
2020年4月15日	央行下调一年期MLF利率	中国人民银行下调一年期中期借贷便利（MLF）利率，从3.15%降至2.95%，降幅为20个基点。
2020年4月20日	降低LPR利率	一年期贷款优惠利率(LPR)下调20个基点至3.85%，五年期贷款利率下调10个基点至4.65%。
2020年4月21日	央行下调存款准备金利率	央行宣布将存款准备金率下调20个基点，以释放更多资金用于小微企业。
2020年4月24日	央行下调MLF利率	央行将中期贷款便利利率下调20个基点至2.95%，向银行系统注入561亿元。

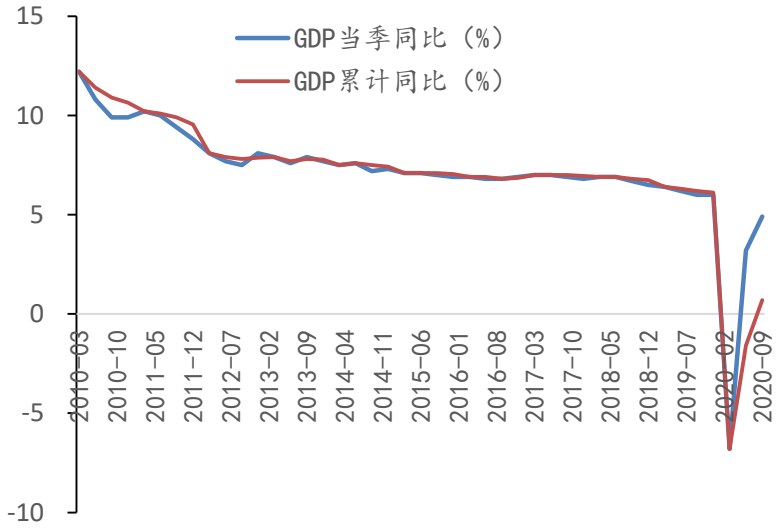
资料来源：政府网站等，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ 国内经济率先反弹

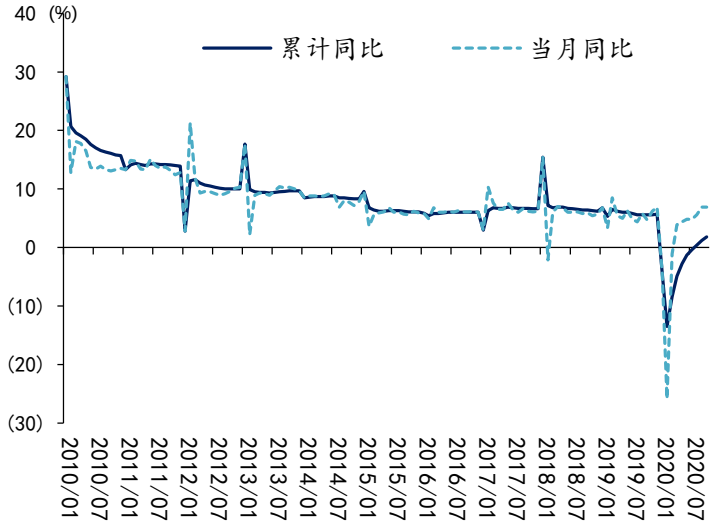
- 中国作为疫情管控最好的国家，国内经济也率先复苏，Q1-Q3单季度增速分别为-6.8%、3.2%、4.9%，呈加速改善态势，前三季度国内经济生产总值同比增长0.7%，成为全球主要经济体唯一实现正增长的国家。同样，1-10月份国内工业增加值同比增长1.8%，逐月好转，国内经济体现出超强的韧性及恢复能力。

图表6：国内GDP单季及累计增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表7：国内工业增加值增速

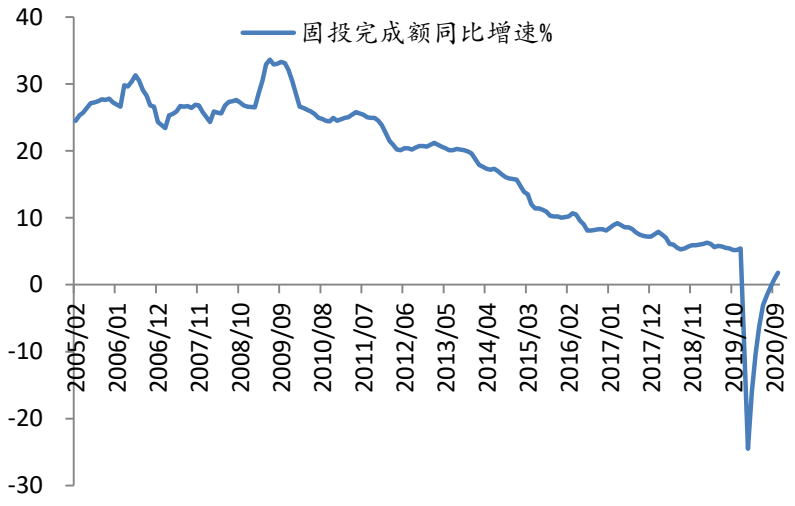


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

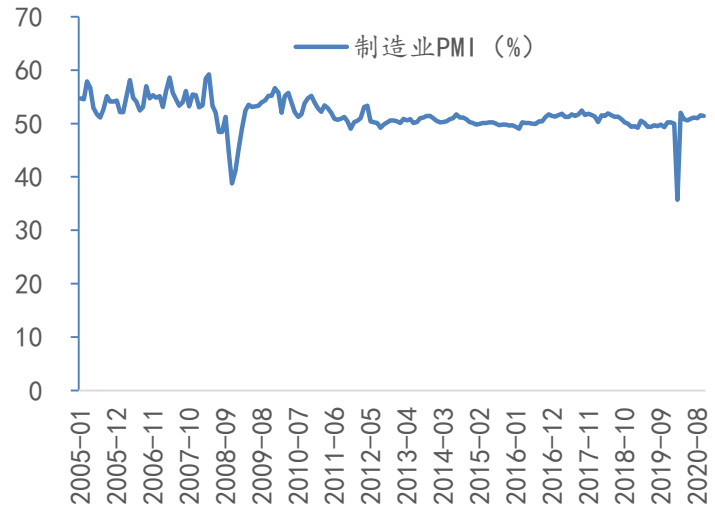
- **从投资端来看**，疫情以来国家加快复工复产，从政策及资金端给予大力支持，内循环活力十足， 1-10月份固定资产投资为1.8%，从3月份以来逐月好转，投资端日渐活跃；同样，国内制造业PMI指数从3月份起回到荣枯线以上，制造业全面恢复，拉动上下游产业链，加速经济复苏。

图表8：国内固定资产投资增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表9：国内制造业PMI

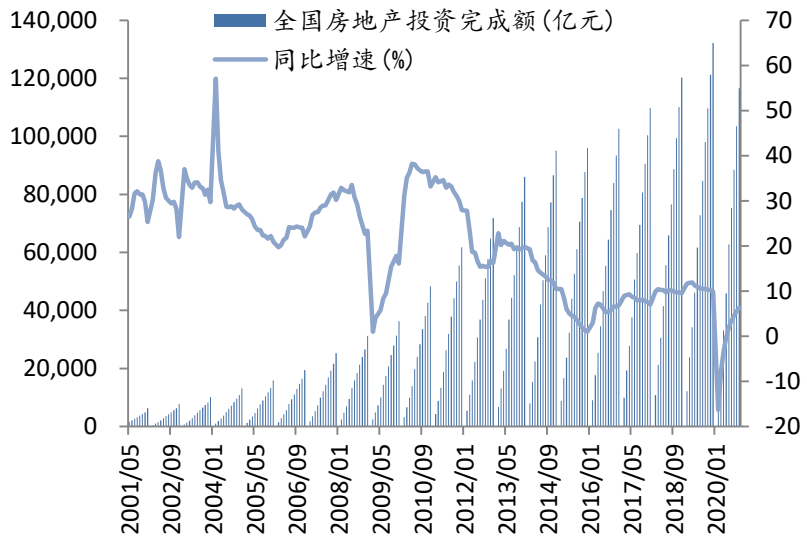


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

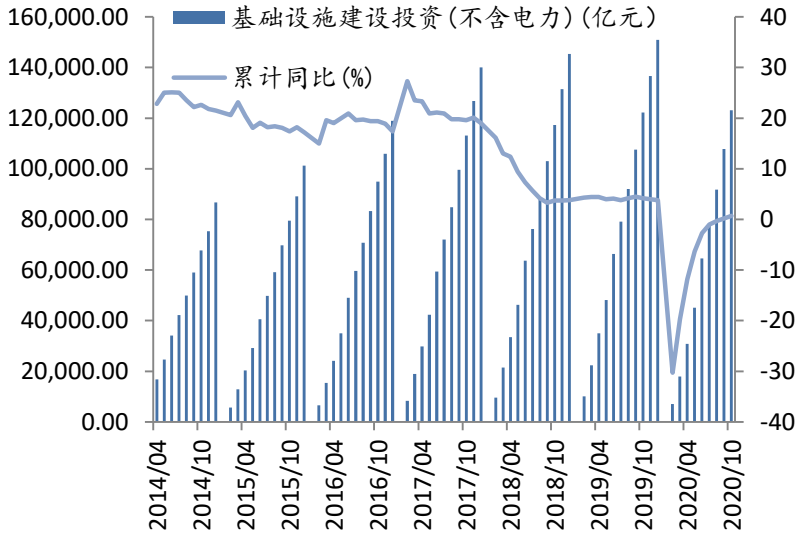
- 二季度以来，国内加速推进复工复产，以重点工程为主的基建投资率先反弹，1-10月份基建累计增长0.7%，专项债发行规模超预期，且向基建领域倾斜；而地产投资体现出超强韧性，1-10月份地产投资累计增长6.3%，逐月加速态势，同时地产新开工及销售数据也逐月好转，投资端支撑力度强劲。

图表10：全国房地产投资及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表11：全国基建投资及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- **从消费端来看**，随着国内疫情的好转，消费端也日益好转，1-10月份社零同比下滑5.9%，其中8月份以来，单月社会消费品零售总额同比实现正增长，经济复苏预期下，对消费有积极拉动作用。

图表12：我国社会消费品零售总额单月及累计同比增速

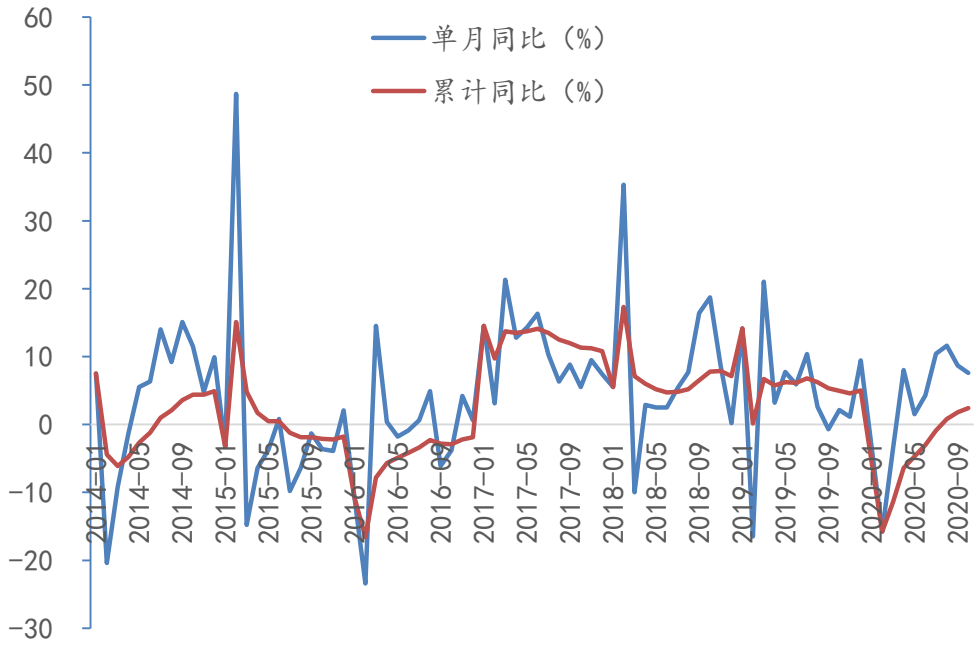


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- **从出口端来看**，中国作为率先走出疫情阴霾的国家，国内经济也率先恢复，从二季度起，单月出口增速同比转正，1-10月份全国累计出口金额同比增长2.4%；在海外经济受疫情冲击的的背景下，出口实现逆势增长，可以预见，明年随着海外疫情影响边际减弱，我国进出口贸易量有望更进一步。

图表13：我国出口金额单月增速及累计增速（人民币计价）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ 疫情缓解，海外经济望触底反弹

- 在疫情冲击下，各国加紧疫苗研发，2020年11月9日，美国辉瑞公司宣布其新冠 mRNA 疫苗在7月下旬至今的三期临床试验中有效性超 90%（约有 4.3 万名志愿受试者参与试验），有效性好于此前预期。同时，国内研发疫苗也处于领先位置，截止10月20日，中国的新冠疫苗共接种了约6万名受试者，未收到严重不良反应的报告，初步显示了良好的安全性，预计将很快上市推广开来。
- 我们认为，随着新冠疫苗的问世，全球疫情将得到有效遏制，而今年饱受疫情冲击的各国经济，在疫情得到控制后，将加速恢复，2021年有望迎来全球经济的强力反弹。

图表14：全球主要新冠疫苗研发进展

技术路线	研发机构	地区	三期临床试验开始时间	预计上市时间
灭活疫苗	国药集团（北京所）	中国	2020/7/16	国内已小规模试用
	国药集团（武汉所）	中国	2020/7/16	国内已小规模试用
	科兴生物	中国	2020/7/6	国内已小规模试用
mRNA核酸	Moderana	美国	2020/7/27	暂无
	辉瑞/BioNTech/复星医药	美/德/中	2020/7/27	预计2021年1月
	康希诺	中国	2020/9/2	暂无
腺病毒载体	强生	美国	2020/10/12暂停，2020/12/23重启	暂无
	牛津大学/阿斯利康	英国	2020/9/8暂停，2020/10/23重启	暂无
	加玛利亚研究所	俄罗斯	2020/8/11	不早于2020/12月

资料来源：公开资料整理，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- 根据IMF的最新预测，预计2021年全球经济同比增长5.4%，其中发达国家经济增速为4.8%，新兴及发展中国家为5.9%；从主要经济体来看，预计美国经济增长4.5%，欧盟增长6%，日本增长2.4%，英国增长6.3%，中国增长8.2%，印度增长6%，俄罗斯增长4.1%，预期全球经济将触底反弹。

图表15：国际货币金融组织对全球主要经济体GDP预测

(real GDP, annual percent change)	2019	PROJECTIONS 2020	2021
World Output	2.9	-4.9	5.4
Advanced Economies	1.7	-8.0	4.8
United States	2.3	-8.0	4.5
Euro Area	1.3	-10.2	6.0
Germany	0.6	-7.8	5.4
France	1.5	-12.5	7.3
Italy	0.3	-12.8	6.3
Spain	2.0	-12.8	6.3
Japan	0.7	-5.8	2.4
United Kingdom	1.4	-10.2	6.3
Canada	1.7	-8.4	4.9
Other Advanced Economies	1.7	-4.8	4.2
Emerging Markets and Developing Economies	3.7	-3.0	5.9
Emerging and Developing Asia	5.5	-0.8	7.4
China	6.1	1.0	8.2
India	4.2	-4.5	6.0
ASEAN-5	4.9	-2.0	6.2
Emerging and Developing Europe	2.1	-5.8	4.3
Russia	1.3	-6.6	4.1

资料来源：IMF，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

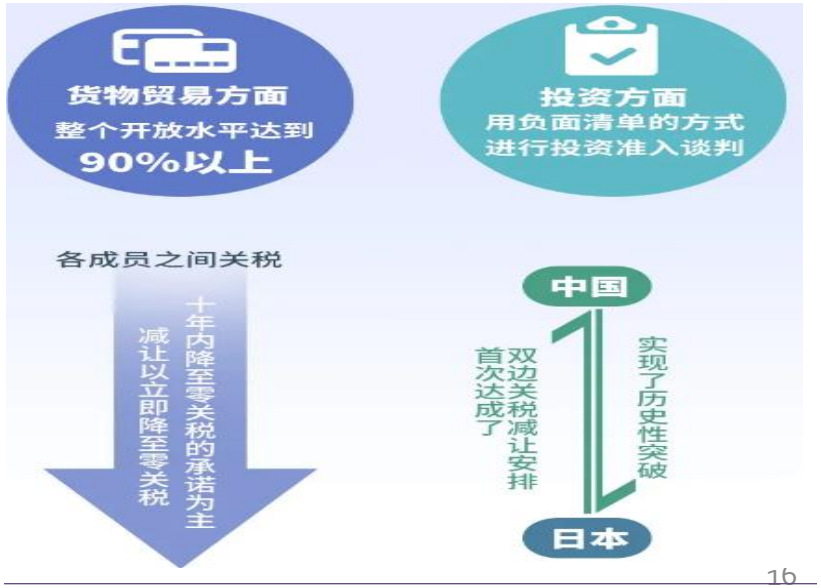
- 与此同时，2020年11月15日，中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰以及东盟10国15个国家，签署《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP协定），全球规模最大的自由贸易协定正式达成；而东盟十国、日本、韩国等RCEP参与国是我国重要贸易伙伴，协议的签订将有利于进出口贸易的扩大。
- 根据海关总署数据，2020年前10月，我国与东盟、日本、韩国、澳大利亚、新西兰进出口贸易额分别为3.79/1.80/1.62/0.96/0.10万亿元，占我国进出口贸易总额比例分别为14.6%/6.9%/6.2%/3.7%/0.4%，其中，东盟、日本及韩国分别为我国第一、第四及第五大贸易伙伴。
- 我们认为，RCEP的签订将有利于我国与其他参与国进出口贸易的发展，为我国实现“双循环”的战略布局提供有力支撑。

图表16：RCEP协定覆盖范围及贸易规模



资料来源：人民日报，太平洋证券研究院

图表17：RCEP协定带来的贸易变化



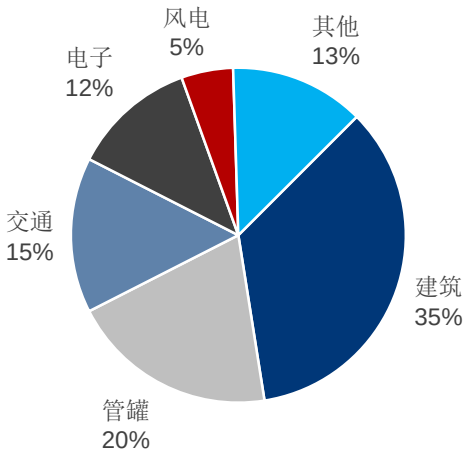
资料来源：人民日报，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ 玻纤典型顺周期品种，受益全球经济复苏

- 随着玻纤下游应用场景的不断拓展，玻纤需求与宏观经济密切相关，经济复苏对玻纤需求拉动明显，同时玻纤作为全球贸易型产品，属于典型的顺周期行业；从2020年二季度起，国内疫情影响边际减弱，复工复产加速，国内经济恢复超预期，而微观来看，是行业库存快速下降，龙头企业Q3销量创新高，与宏观数据相互验证。
- 我们认为，国内经济恢复继续超预期，风电需求旺盛、建筑地产等行业继续恢复，国内需求稳中有升；同时，国外受疫情影响边际减弱，海外经济有望逐步复苏，新一轮经济复苏周期或开启，带动玻纤需求稳步提升。

图表18：国内玻纤下游需求划分



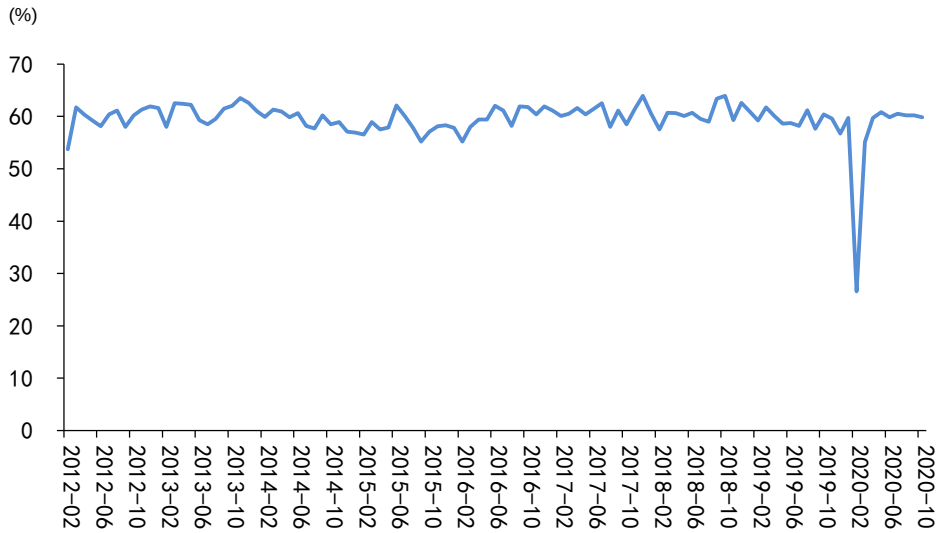
资料来源：中国玻纤及复合材料协会，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ **从需求端来看**

- **建筑投资快速恢复**，Q2以来国内加速推进复工复产，以重点工程为主的基建投资率先反弹，1-10月份基建累计增长0.7%，专项债发行规模超预期，且向基建领域倾斜；而地产投资体现出超强韧性，1-10月份地产投资累计增长6.3%，逐月加速态势；建筑PMI恢复到60%左右，维持较高景气度。

图表19：建筑PMI快速恢复到景气高点

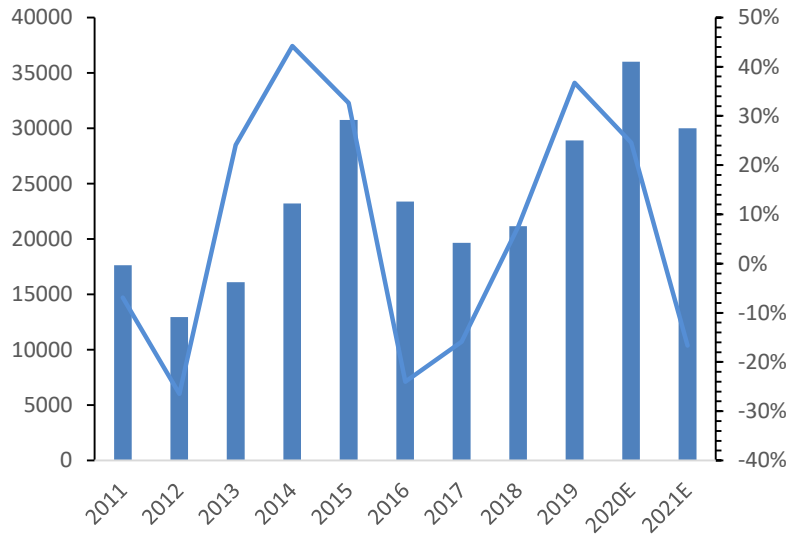


资料来源：国家统计局，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

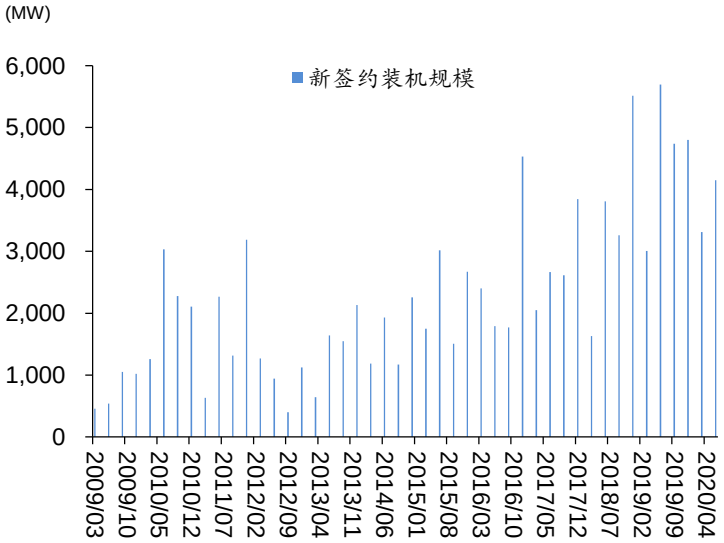
- **风电需求旺盛：**受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的共同影响，我国风电市场保持高速增长态势，19年新增吊装容量达到28.9GW，同比增长36.7%，新增装机容量全球占比达到48%；预计20年仍将保持快速增长，新增装机量或超过35GW，而从当前火爆订单来看，预计有部分风电订单将平移至2021年；从维斯塔斯新签装机订单来看，19-20年新签订单维持高位；我们测算20-21年风电纱需求将保持高位。
- 受风电新增装机总容量快速上涨的需求拉动，风电用复合材料订单大幅增长。同时随着海上风电、低风速区风电项目的快速增长，行业内加快大兆瓦级风电机组研发与推广，一批风电新产品陆续下线，这对于有技术优势的龙头企业提升市占率。

图表20：近十年来我国风电新增装机量及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表21：维斯塔斯新签装机订单规模

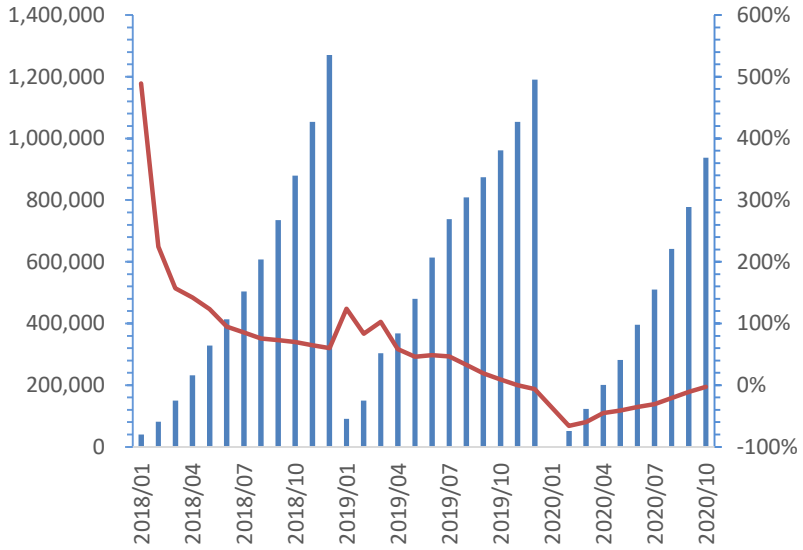


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

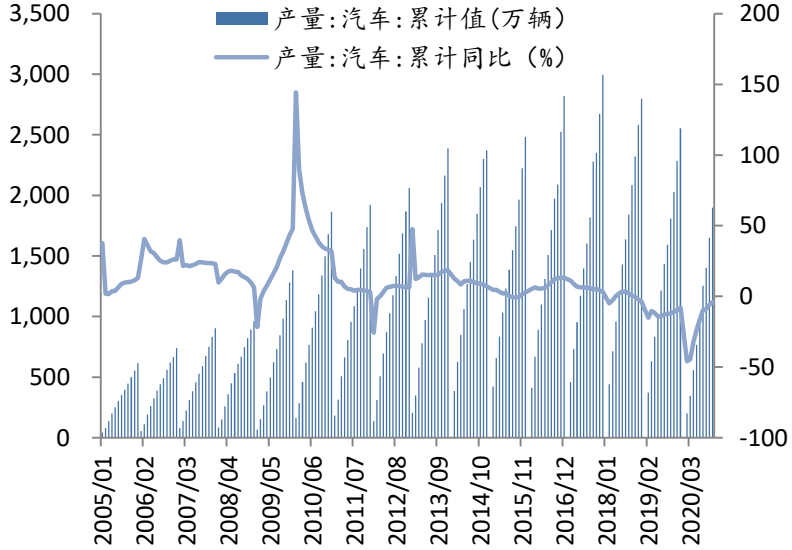
- **汽车产量逐步回暖：**同样进入二季度起，汽车产销量逐月回暖，1-10月份国内汽车产量为1898万辆，同比下滑4.1%，其中10月份单月同比增长12.2%，新能源车单月销量为16.5万辆，同增89.7%；我们认为，随着国家加大力度刺激消费，汽车产销有望继续回暖，而新能源车发展趋势符合汽车轻量化，复合材料应用也有望逐步增加；同时随着海外疫情边际影响减弱，海外车企复工复产有望加速，拉动热塑纱等需求。

图表22：新能源汽车产量及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表23：国内汽车产量及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ 从供给端来看

- 根据我们统计，19-20年新增产能分别为35和59万吨，其中泰山老线停产约13万吨，巨石成都搬迁线约27万吨停产，因此19-20年实际产能净增加约14万吨、36万吨；相较于2018年增加约100万吨的产能，产能冲击大幅减少，预计21年粗纱实际新增不超过30万吨，供给端迎产能拐点。

图表24：2019-2021年玻纤新增产能

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）
山东	泰安	泰山玻纤F07线	泰山玻纤	无碱纱	10	已投产	新点火	2019/11	10	0.8
山东	泰安	泰山玻纤一条6万改10万吨	泰山玻纤	无碱纱	10	已投产	冷修技改	2019/06	4	4.0
重庆	重庆	欧文斯科宁重庆国际合作线	重庆国际	无碱纱	11	已投产	新点火	2019/03	11	8.3
重庆	重庆	重庆国际复合材料大渡口F05线	重庆国际	无碱纱	10	已投产	冷修技改	2019/08	10	3.3
2019小计					31				35.0	16.4
浙江	嘉兴	中国巨石智能制造粗纱2期	中国巨石	无碱纱	15	已投产	新点火	2020/06	15	7.5
山东	临沂	山东玻纤格赛博1线	山东玻纤	中碱织布纱	8	已投产	冷修技改	2020/05	5	4.0
山东	泰安	泰山玻纤泰安新址7线	泰山玻纤	无碱粗纱	9	已投产	新点火	2020/05	10	5.8
山东	泰安	泰山玻纤泰安新址8线	泰山玻纤	耐碱纱	4	已投产	新点火	2020/07	4	1.3
四川	成都	中国巨石成都基地智能1线	中国巨石	无碱粗纱	13	已投产	新点火	2020/07	13	5.4
四川	成都	中国巨石成都基地智能2线	中国巨石	无碱粗纱	12	建设中	新点火	2020/09	12	4.0
2020小计					61				59	28
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	拟建	新点火	2021年H1	6	3.0
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	拟建	新点火	2021年Q3	15	3.8
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	拟建	新点火	2021年H1	10	5.0
山东	临沂	10万吨玻纤高端制造项目	山东玻纤	无碱纱	10	拟建	新点火	2021年H2	10	5.0
江苏	常州	长海股份新建10万吨产能	长海股份	无碱纱	10	拟建	新点火	2021年Q2	10	5.0
2021小计					51				51	21.75

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- 根据我们统计，19-20年新增产能分别为35和59万吨，其中泰山老线停产约13万吨，巨石成都搬迁线约27万吨停产，因此19-20年实际产能净增加约14万吨、36万吨；相较于2018年增加约100万吨的产能，产能冲击大幅减少，预计21年粗纱实际新增不超过30万吨，供给端迎产能拐点。

图表25：2019-2020年产能冷修及停产

省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能（万吨）	状态	（预计）投产日	产能减少
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**			**21.0**
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**

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

- 根据历史经验来看，玻纤需求一般为该国GDP增速的1.5-2倍，而IMF预计2021年中国GDP增速为8.2%，预计21年国内表观需求有望保持15%左右的增长，而供给端产能增加有限，供需格局改善，开启新的景气上行周期。

图表26：玻纤行业供需平衡表

单位：万吨	2017	2018	2019	2020E	2021E
玻璃纤维纱					
全球产量	**720**	**770**	**800**	**840**	**907**
同比%	18.0%	6.9%	3.9%	5.0%	8.0%
中国产量	**408**	**468**	**527**	**546**	**618**
同比%	12.7%	14.7%	12.6%	3.7%	13.1%
其中：池窑产量	388	438	492	516	588
占比%	95.1%	93.6%	93.4%	94.5%	95.1%
其中：坩埚及其他落后产能产量	20	30	35	30	30
占比%	4.9%	6.4%	6.6%	5.5%	4.9%
中国产量全球占比%	**56.7%**	**60.8%**	**65.9%**	**65.1%**	**68.1%**
加权非电子纱纱池窑产能（万吨/年）	332	382	451	474	516
加权电子纱池窑产能（万吨/年）	63	67	76	82	85
减：加权冷修减少产能（万吨/年）	(5)	(19)	(25)	(25)	(10)
当年加权池窑产能（万吨/年）	**390**	**430**	**502**	**531**	**591**
加权产能利用率%	**99.4%**	**101.9%**	**98.0%**	**97.2%**	**99.5%**
当年年底池窑产能（万吨/年）	**410**	**516**	**545**	**582**	**608**
理论产能利用率%	**94.6%**	**85.0%**	**90.4%**	**88.8%**	**96.8%**
进口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）	13	10	9	9	9
出口（玻璃纤维纱+短切玻璃纤维）	(87)	(97)	(77)	(77)	(77)
表观消费量	**334**	**381**	**435**	**478**	**550**
表观消费量增速%	11.8%	14.1%	14.1%	10.0%	15.0%

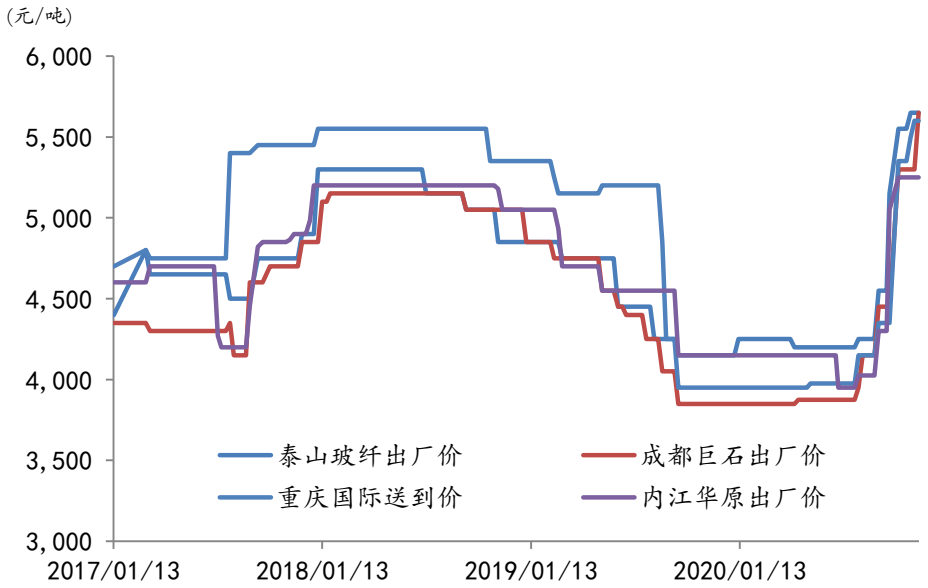
资料来源：太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

➢ 主流玻纤价格创近年来新高

- 在国内需求提振，国外订单边际好转的推动下，龙头企业库存继续下降，部分产品出现供不应求的局面，8月底以来价格持续上涨，当前部分厂家直接纱价格已经接近6000元/吨，创近年来新高，基于当前紧张的供需格局，后续仍有提涨预期；

图表27：主流厂商无碱2400tex缠绕直接纱价格走势

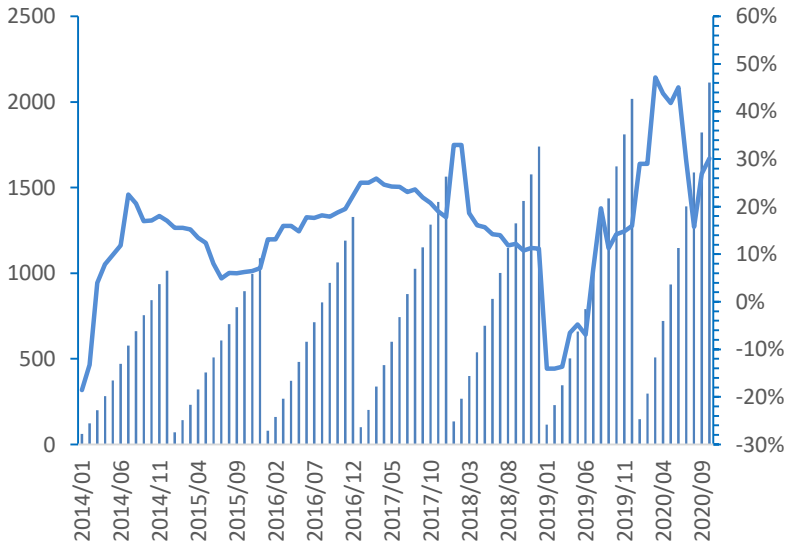


资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

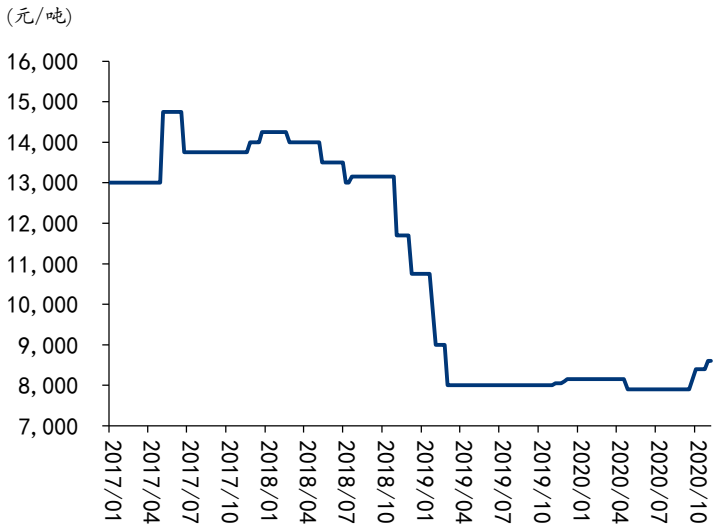
- **产品结构优化，龙头企业抢占中高端市场：**随着下游应用场景的拓宽以及应用环境的日益严苛，玻纤行业进入了差异化发展阶段，尽管风电、电子纱等高端产品占我国玻纤总体需求的比重不高，但对玻纤价格的撬动作用在放大。
- 以2014年为例，风电抢装提振玻纤总体需求，2014年至2015年上半年玻纤平均出厂价格上升1200元/吨（26%），而撬动这一需求的风电纱占我国玻纤需求不足10%。在行业进入差异化发展阶段后，单纯提高产能规模已经无法提升盈利能力，头部企业与其余梯队企业的差距逐渐拉大，风电纱、电子纱等高端纱市场被龙头抢占，其产品结构逐步优化。
- 目前电子布价格约3.7元/米，较前期上涨0.4元/米，随着海外疫情边际好转以及5G时代到来，明年电子布需求值得期待，有望站稳4元/米。

图表28：全国集成电路累计产量及增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表29：主流厂商电子纱价格走势



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

➢ **从成本端来看**

- 成本与窑炉设备、生产工艺、原材料及能源价格、配方以及浸润剂等多方面相关，而行业龙头经过多年发展已建立坚实的护城河，以中国巨石为例，从1999年上市引进第一座万吨池窑拉丝线；到02-08年的突破“大池窑”技术（单线规模6-14万吨）；14-17年产品技术革新，产线进入新的技改周期；到如今的智能制造大窑炉；巨石每一次技术革新引领着行业发展，同时，巨石在产品配方及浸润剂技术积累深厚，实现自主研发，巨石的综合成本领先全行业。

图表30：主要玻纤生产基地2400tex无碱纱盈利测算

（所有价格均为不含增值税价格）	山东	重庆	备注
无碱2400tex缠绕直接纱售价（元/吨）	**4,912**	**4,956**	当地2400tex缠绕直接纱现价
总生产成本（元/吨）	**3,173**	**3,066**	
其中：原料成本	1,026	1,026	包括叶腊石、石灰石等原料及浸润剂
其中：天然气成本	635	527	按照当地工业天然气平均售价75折并参考领先企业采购价计算
其中：用电成本	385	385	
其中：蒸汽及其他能源成本	128	128	
其中：人工工资	200	200	
其中：折旧摊销	800	800	
吨三费（元/吨）	**950**	**950**	参考中国巨石吨三费
吨税前利润（元/吨）	**789**	**940**	

资料来源：太平洋证券研究院

图表31：中国巨石智能制造生产线建设及规模

基地	产品品类	产能（万吨）	投产日期
智能制造基地-粗纱一期	无碱粗纱	15	18年8月21日投产
智能制造基地-粗纱二期	无碱粗纱	15	20年6月9日投产
智能制造基地-粗纱三期	无碱粗纱	15	预计21年Q3投产
智能制造基地-电子纱一期	电子纱	6	18年12月18日投产
智能制造基地-电子纱二期	电子纱	6	预计21年Q1投产
智能制造基地-电子纱三期	电子纱	6	预计22年投产
成都基地智能制造25万吨	无碱粗纱	25	20年9月份投产

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

➢ **重点推荐：中国巨石**

- **行业景气度复苏：**在国内需求提振，国外订单边际好转的推动下，龙头企业库存继续下降，部分产品出现供不应求的局面，价格持续上涨，当前部分厂家直接纱价格已经接近6000元/吨，创近年来新高，基于当前紧张的供需格局，后续仍有提涨预期；同时电子纱价格也继续恢复，主流电子布价格恢复到3.7元/米左右；我们认为，由于玻纤需求与宏观经济紧密相关，典型的顺周期品种，随着疫情影响边际减弱，经济将逐步恢复，需求将稳定增长；而从供给端来看，19-21年新增产能大幅减少，短期产能冲击十分有限，供需格局将逐步改善，2020H2将成为长周期景气度向上的拐点，开启新一轮景气上行周期；

- **中国巨石作为行业龙头，充分受益：**1）公司核心工艺升级引领行业差异化发展，产能稳步扩张，预计21年产销率有望保持10%以上增长；2）电子纱产能扩张优化产品结构，中高端产品占比持续提升；3）规模及成本优势铸就高护城河，智能制造产能投产引领新一轮成本下行；4）国际化进程稳步推进，抗风险能力提升，行业触底回升，估值中枢有望迎来修复；5）国改提速，与泰山玻纤合并提上日程，合并后国内市占率将超过50%，龙头地位更加稳固。

- **投资建议：**考虑到行业景气度持续恢复，我们预计2020-2021年公司归母净利润分别为21.66和30.46亿元，对应EPS分别为0.62和0.87元，对应20-21年PE估值分别为26.9和19.2倍，维持“买入”评级。

主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

➢ **重点推荐：长海股份**

- **产业链一体化抗风险能力强。**公司经营质量优异，作为玻纤制品小龙头，公司打通玻纤纱-制品-精细化工产业链，产业链一体化自我调节能力强，目前公司玻纤纱库存极低，维持较高产销率，随着行业触底反弹，公司产业链整体受益；其次，公司前期通过生产线技改，有效降低生产成本，在行业景气下行阶段提升抗风险能力。

- **产能逆势扩张，顺周期高弹性。**目前公司已启动原年产2.5万吨不饱和聚酯树脂生产线扩建成年产10万吨，同时计划新建5条薄毡线（其中一条计划9月份建成投产，一条计划年底建成投产，剩余3条明年建成），建成后公司薄毡产能将达到10亿平米；除此之外，公司拟发行不超过5.5亿元可转债，用于建设一条年产10万吨无碱玻纤纱产能(预计明年Q2投产），公司玻纤纱、树脂、玻纤制品同步扩建，避免了只扩产玻纤纱产能加剧行业竞争。若玻纤纱明年按期投产，将进一步提升公司产能规模，将受益行业景气度回暖。

- **投资建议：**维持20-21年公司归母净利润为3、4亿元，对应EPS分别为0.72和0.96元，同比增长3.69%和33.15%，对应20-21年PE估值分别为20.9和15.6倍，维持“买入”评级。

目录

一 行情回顾

二 主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

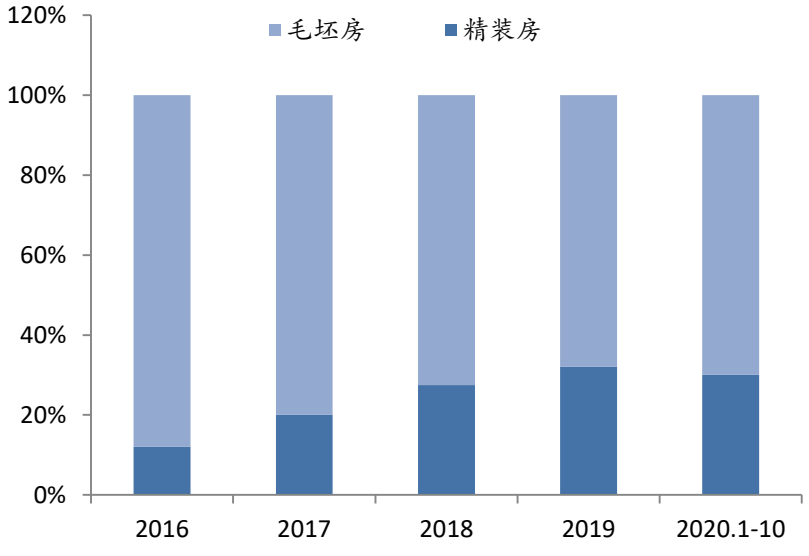
三 主线二：消费建材“量与质”的再平衡

四 主线三：玻璃产能置换带来新契机

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

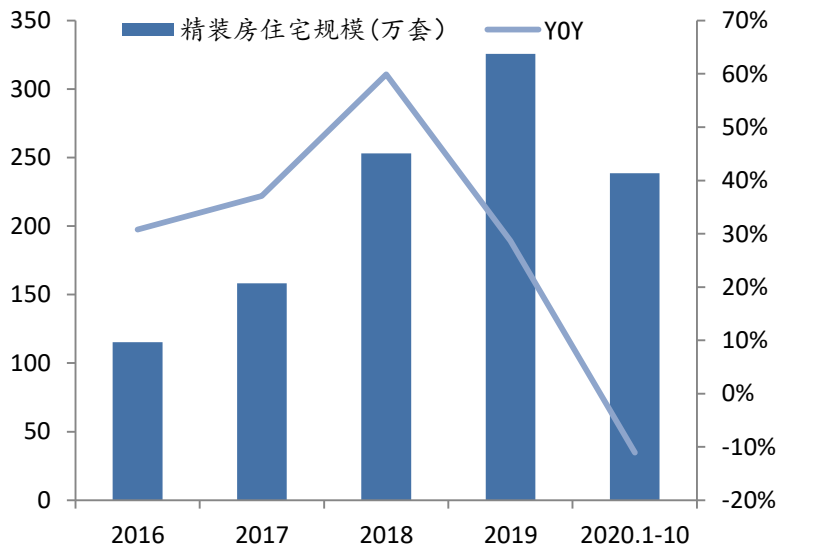
- 2020年受疫情影响以及部分城市城市“精装改毛坯”现象的反复，精装修渗透率有所下滑，1-10月份我国精装房住宅规模约238.7万套，同比下滑11.1%；同时，8月份住建部及央行提出的房企融资“三道红线”以及某头部房企的债务危机，无疑给地产链敲响了警钟，同时随着疫情影响的边际减弱，2021年宏观货币及财政有边际收缩趋势，届时以牺牲经营质量换取高成长的发展模式或受到冲击。
- 精装房的推行使得消费建材领域进入良币驱逐劣币时代，绑定地产大客户的模式可以使得企业规模保持高增长，同时加速提升行业集中度，但高增长背后的应收账款及现金流问题拖累公司整体经营质量，这对于企业经营管理、现金回款以及抵抗周期波动的能力提出了更高的要求，量与质的平衡显得尤为重要；从中期来看， B端市场集中度提升趋势仍将持续。

图表32：2020年精装修渗透率有所下滑



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表33：近几年精装修住宅累计规模



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

➢ B端建材“量与质”的选择

- 从2020年三季报末情况来看，B端业务快速发展的企业负债率比较高，而资产负债率超过50%以上的企业，经营性净现金流均出现恶化，现金流偏紧的风险会在宏观流动性收缩周期进一步放大。我们认为，“为增速论”的发展模式或需要回归到“量质齐发展”的平衡模式，而现金流较好、资金使用效率更高的企业则竞争力更强。

图表34：主要消费建材企业资产负债率及现金流情况（截止到2020/9/30）

证券代码	证券简称	资产负债率（%）	2020三季度经营性净现金流（亿元）	同比增长（%）
603737.SH	三棵树	68.1	-10.0	-2,840.1
002043.SZ	兔宝宝	62.7	1.3	-72.1
603378.SH	亚士创能	61.5	-4.6	-482.8
300715.SZ	凯伦股份	58.4	-3.9	-239.1
002798.SZ	帝欧家居	53.7	-2.8	-199.8
002918.SZ	蒙娜丽莎	51.4	-1.4	-116.6
300737.SZ	科顺股份	49.1	-0.4	57.6
002271.SZ	东方雨虹	47.1	-9.1	55.6
003012.SZ	东鹏控股	46.4	7.9	2.8
002641.SZ	永高股份	45.3	4.8	56.5
002791.SZ	坚朗五金	41.1	-1.3	31.5
000786.SZ	北新建材	30.3	0.8	-94.4
002372.SZ	伟星新材	19.7	6.7	21.8
300599.SZ	雄塑科技	18.9	1.5	166.3

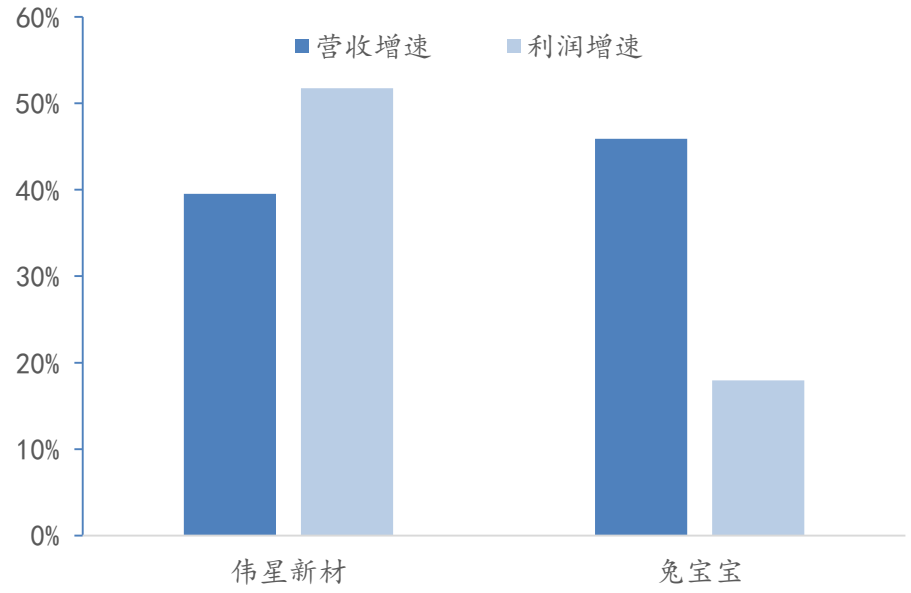
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

➢ C端市场的修复

- 2020年上半年受疫情的影响，房屋装修市场基本停滞， C端市场受冲击极大，而随着国内疫情影响边际减弱，三季度房屋装修市场活跃起来， C端消费市场快速恢复，以C端销售为主的伟星新材及兔宝宝Q3营收增速恢复到40%及以上，我们认为，一方面精装修渗透率放缓以及2020H1的低基数，竣工周期支撑下， 明年上半年C端市场有望迎来黄金修复期。

图表35：2020Q3部分C端企业营收及利润增速



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

➢ 聚焦主业的同时，多元化发展

- 我们以万科2019年采购规模测算，万科新建住宅精装比例接近100%， 其精装领域市场份额约5.9%，按照19年精装房渗透率32%计算，建材材料在精装修领域市场规模普遍在100-250亿之间。而各细分行业龙头企业市占率仍然较低，管材、防水材料、涂料、瓷砖等均在15%左右及以下，行业天花板还足够高。由于下游客户相同及渠道类似（地产商、基建工程客户以及零售端客户），龙头企业依托成熟渠道可以快速拓展品类，巩固主业的同时多元化发展，提升综合竞争力。

图表36：不同建材品牌精装规模占比以及细分龙头市占率情况

	万科采购规模（亿元）	万科占比	精装修规模（亿元）	行业整体规模（亿元）	精装规模/行业规模	国内行业龙头市占率
防水材料	9	5.90%	152.5	1980.9	7.7%	9.2%
石膏板	6.5	5.90%	110.2	183.3	60.1%	60.0%
管材	10.5	5.90%	178.0	1668.0	10.7%	15.2%
涂料	13.5	5.90%	228.8	4085.0	5.6%	1.5%
瓷砖	15	5.90%	254.2	3000.0	8.5%	2.3%

资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

➢ 聚焦主业的同时，多元化发展

- 精装修推动行业进入“良币驱逐劣币”的阶段，龙头企业不断抢占尾部企业市场份额，当前几个细分品牌建材领域均面临着“大行业、小企业”的局面，而已经走在细分领域前列的头部企业，熟悉国内B端及C端的商业模式，由于下游客户相同的行业特点，依托良好的品牌及成熟的渠道，更容易跨品类、多元化发展，向平台型企业转型，例如防水龙头东方雨虹布局建筑涂料领域；石膏板龙头北新建材扩张至防水领域；我们认为，企业平台化发展，可以提升自身抵御单一产品波动的能力，提升综合竞争力；另一方面，在外部环境震荡周期，可以更好的找寻量与质的平衡点。

图表37：部分消费建材企业多品类发展

企业	第一主业	第二主业	其他
东方雨虹	防水材料	建筑涂料	砂浆、腻子粉、无纺布、建筑施工等
北新建材	石膏板	防水材料	建筑涂料
伟星新材	管材	防水材料	净水器
三棵树	建筑材料	防水材料	
亚士创能	建筑材料	防水材料	

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

➢ **重点企业**

- **东方雨虹：**公司经过组织架构调整后，“1+N” 模式愈发成熟，依托防水材料成熟渠道积极拓展新品类， 打造建材综合服务商；公司计划定增募集80亿资金用于扩充高分子及建筑涂料产能、补充流动资金；同时，公司加大应收账款及现金流考核，公司进入新一轮量质双升的阶段，成长性十足。
- **北新建材：** 当前石膏板行业处于成熟阶段，增速有所放缓，但公司产能保持逆势扩张，市占率稳步提升，高市占率支撑强定价权，龙头地位稳固；同时公司切入防水领域，随着整合的不断推进，防水业务保持快速发展，公司兼具稳定与成长。
- **伟星新材：**上半年受疫情冲击整体业绩增速放缓，而随着三季度疫情影响边际减弱，C端市场快速恢复，公司管理层超强的执行力及战略前瞻性抓住市场契机， Q3业绩实现高增长，公司在坚持主业稳扎稳打的基础上，同心圆产品有望逐步放量，依旧看好公司未来持续增长的潜力。
- **科顺股份：**随着公司湖北、陕西基地逐步达产，产能布局上更加优化，在地产投资有韧性，基建投资逐步回暖的支撑下，公司稳扎稳打有望进一步提升市占率，同时公司也加大考核应收账款及现金流回款情况，寻找新的量质平衡点。
- **蒙娜丽莎：**公司零售与工程端双轮驱动，随着藤县产能投产，将突破产能瓶颈，B端业务快速放量，维持较高增速。
- **永高股份：**公司作为国内第二大管材企业，具有规模优势，一方面深耕经销渠道，另一方面积极拓展B端新客户，公司新建产能将陆续投产，届时产能布局更加优化，市占率稳定提升。

主线二：消费建材“量与质”的再平衡

投资建议

- 在“房住不炒”及地产“三道红线”的高压下，地产快速增长带来的红利已经大幅减弱，而流动性收紧的风险或使得企业重新聚焦量与质的平衡点，建议关注对现金流把控更好的细分龙头企业**东方雨虹、北新建材、伟星新材、科顺股份、蒙娜丽莎、永高股份**等。

图表38：重点标的盈利预测（收盘价截止2020/12/3）

	收盘价(元)	EPS			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
东方雨虹	35.10	1.39	1.28	1.57	25.25	27.42	22.36
科顺股份	21.55	0.60	1.10	1.42	35.92	19.59	15.18
伟星新材	19.39	0.63	0.67	0.75	30.78	28.94	25.85
北新建材	39.75	0.26	1.59	2.19	152.88	25.00	18.15
蒙娜丽莎	28.69	1.07	1.35	1.68	26.81	21.25	17.08
永高股份	7.13	0.46	0.67	0.77	15.50	10.64	9.26

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目录

一 行情回顾

二 主线一：全球经济复苏，把握顺周期机会

三 主线二：消费建材“量与质”的再平衡

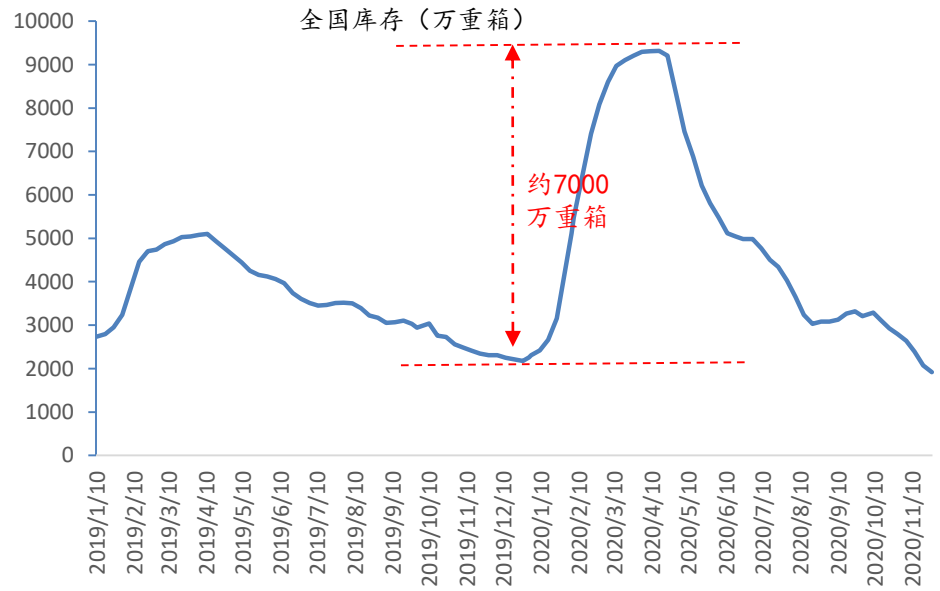
四 主线三：玻璃产能置换带来新契机

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 玻璃演绎极致的V型反转

- 由于疫情影响，2-3月份运输不便，下游需求基本停滞，而对于连续生产的玻璃，生产继续销售停滞，从而导致行业库存大幅上涨。玻璃行业库存从2020年年初的2250万重箱，上涨到4月中旬的约9300万重箱，库存创历史新高；但随着疫情缓解需求复苏，以及环保原因部分生产线关停，玻璃库存持续下行，截止11月26日，库存已经降至1916万重箱，比去年同期低156万重箱。

图表39：全国浮法玻璃库存变化情况



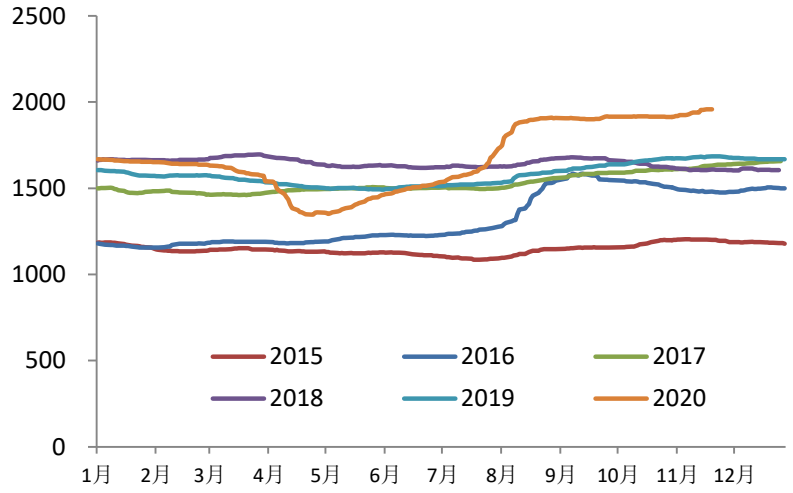
资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 玻璃演绎极致的V型反转

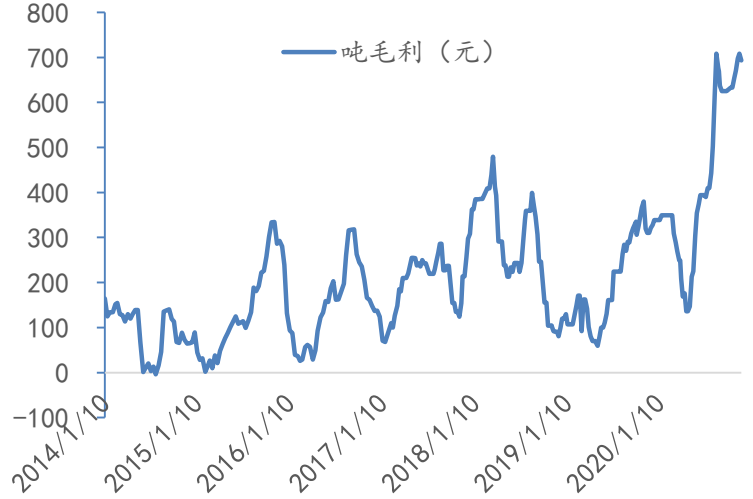
- 高库存带来的影响，价格快速下行，企业盈利大幅下滑，全国浮法玻璃均价从年初的1669元/吨下滑至4月底的1347元/吨，但随着需求复苏、供给收缩，玻璃价格一路上行；目前全国5mm浮法白玻均价约1958元/吨，沙河燃煤薄板吨毛利突破700元/吨，均创近五年来新高。目前华东、华南产销率超过100%，沙河地区库存接近空库，行业延续高景气度，将为2021年奠定价格高基数。

图表40：玻璃价格走出V型反转



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

图表41：沙河地区部分燃煤薄板生产线盈利情况



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 产能置换政策带来新机遇

- 按照窑炉正常的冷修复产节奏，我们测算，2021年行业净增加产能约4030吨/天，但是由于从2021年1月1日起，停产2年及以上以及3年内累计停产2年以上的生产线不再具备复产指标，这标志着僵尸产能将永久退出，生产线复产难度将增加，行业将进入存量产能博弈阶段。

图表42：近几年国内浮法产能变化情况

	新点火		冷修复产		冷修停产		净变化	
	生产线	日熔量（吨/天）	生产线	日熔量（吨/天）	生产线	日熔量（吨/天）	生产线	日熔量（吨/天）
2016	6	5200	16	10780	10	5830	12	10150
2017	6	3800	13	7600	26	15380	-7	-3980
2018	5	2850	18	12410	22	13350	1	1910
2019	3	2550	17	10700	18	11700	2	1550
2020.12	12	6150	20	13750	22	14680	7	5220
2021E	5	5300	16	9880	18	11150	3	4030

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

- 根据我们统计，仍有不少生产线窑龄即将到期或已到期，考虑到生产效率及安全性，2021年有望进入冷修周期。

图表43：2021年具备冷修可能的生产线

计划冷修	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
1	四川	台玻集团成都二线	900	2008年1月投产
2	黑龙江	黑龙江佳星浮法玻璃有限公司（二线）	600	2010年12月投产
3	河北	秦皇岛北方集团工业园二线	600	2010年1月投产
4	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
5	河北	河北迎新玻璃行唐二线	500	2010年4月投产
6	河北	河北沙河德金玻璃有限公司二线	500	2010年2月投产
7	河北	沙河长城玻璃有限公司五线	900	2010年6月投产
8	江苏	中国玻璃东台二线	600	2010年3月投产
9	四川	明达玻璃（成都金堂）有限公司二线	700	2010年2月投产
10	湖北	长利（汉南）玻璃有限公司二线	1000	2010年7月投产
11	山东	金晶集团三线	450	2010年11月投产
12	浙江	浙江玻璃股份有限公司一线	400	2010年8月投产
13	福建	福耀集团福清二线	450	2010年6月投产
14	河北	河北迎新玻璃行唐三线	800	2011年2月投产
15	河北	河北视窗玻璃有限公司	150	2011年11月投产
16	江苏	吴江南玻一线	700	2011年6月投产
17	浙江	福莱特嘉兴一线	600	2011年1月投产
18	广东	江门信义一线	600	2011年1月投产

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

- 从产能增加的角度来看，按照目前高盈利及即将实施的产能置换政策，具备复产能力的生产线基本都已经复产，未来新增产能难度就加大，当前计划明年新点火的生产线还没有明确的产能置换指标。

图表44：2021年新点火或复产生产线

	计划新点火	地址	生产线	日熔化量（吨/天）	备注
	1	浙江	浙江大明玻璃有限公司	600	凯盛集团要收购股权，因为股权和出资问题，暂无具体时间表，建筑白玻
	2	浙江	浙江大明玻璃有限公司	700	
	4	四川	四川威利斯玻璃有限公司	800	凯盛集团收购威利斯股权，19年点火一条，2021年可能再点一条,建筑白玻
	5	广西	信义北海基地二期	3200	共4条线，目前置换指标不明确，假设21年陆续投产，超薄、超厚及汽车级玻璃
	6	广西	新福兴北海基地一期		目前置换指标不明确，假设21年4条太阳能150万吨和3条58万吨超薄超厚电子玻璃
	计划复产	**地址**	**生产线**	**日熔化量（吨/天）**	**备注**
	1	河南	中国洛阳浮法玻璃集团五线	230	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	2	河北	河北沙河迎新玻璃厂四线	500	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	3	湖北	武汉明达玻璃有限公司	700	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
2021E	**4**	四川	台玻集团成都一线	700	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	5	辽宁	本溪迎新三线	900	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	6	福建	漳州旗滨玻璃公司三线	600	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	7	四川	南玻（成都三线）	1000	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	8	山西	山西利虎黎城一线	500	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	9	陕西	中国玻璃陕西二线	450	预计2021年上半年复产，建筑级白玻
	10	河北	唐山市蓝欣玻璃有限公司二线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	11	湖北	湖北三峡新型建材公司三线	700	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	12	河南	安阳安彩一线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	13	河南	河南中联三线	500	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	14	江苏	台玻东海改造一线	800	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	15	江苏	中国玻璃东台一线	600	预计2021年下半年复产，建筑级白玻
	16	天津	天津台玻有限公司	700	预计2021年下半年复产，建筑级白玻

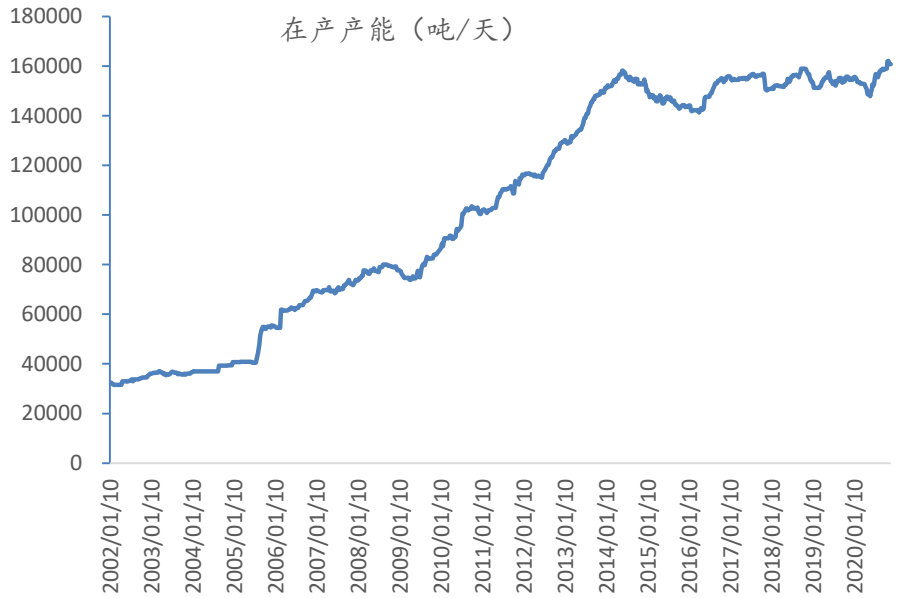
资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 进入存量产能博弈阶段

- 从玻璃在产产能来看，近3年公司产能基本维持在9-9.5亿重箱，产能波动大幅减少，进入新的平衡期，而随着2021年执行新的产能置换政策，未来新增产能难度加大，行业进入存量产能博弈阶段，同时考虑到近期部分浮法白玻生产线转产光伏超白，未来产能或进一步收缩。

图表45：平板玻璃在产产能



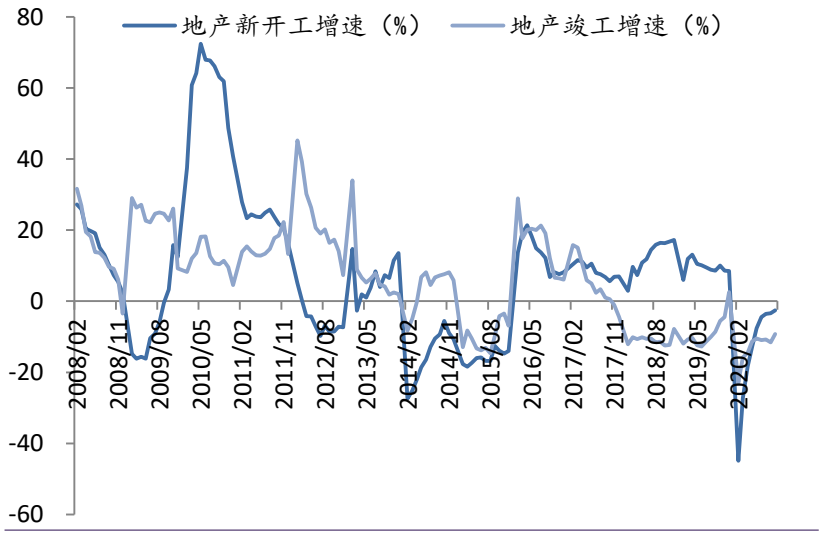
资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 竣工逐步好转，需求保持稳定

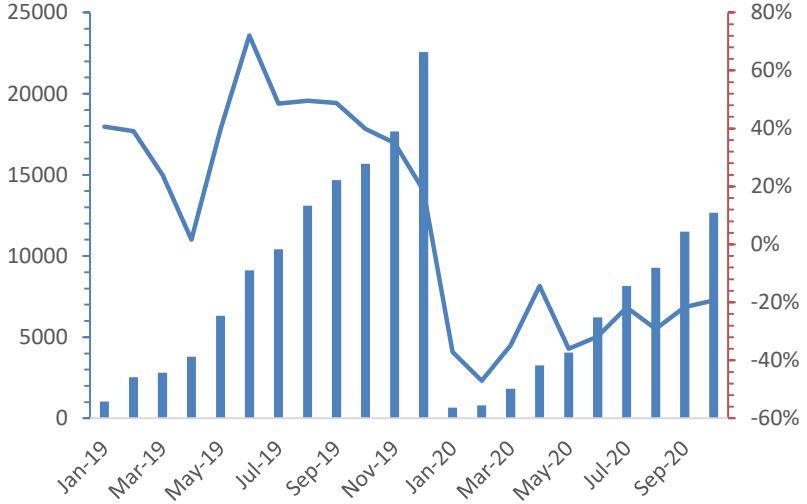
- 从19年下半年开始，地产新开工加速向竣工传导，进入2020年由于疫情原因，竣工节奏受到影响，我们认为，地产新开工与竣工已经背离3年左右，远超过去几轮周期，而此轮新开工向竣工传导周期才刚刚开始，疫情会推迟需求但不会消灭需求，随着疫情影响边际减弱，地产竣工有望重回正增长提振需求。
- 从中国建筑公布的竣工数据来看，下半年以来逐月恢复，其中10月份单月增长约14%，表明新开工依旧在有效向竣工端传导。

图表46：地产新开工与竣工有望拟合



资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

图表47：2019年以来中国建筑竣工面积及增速

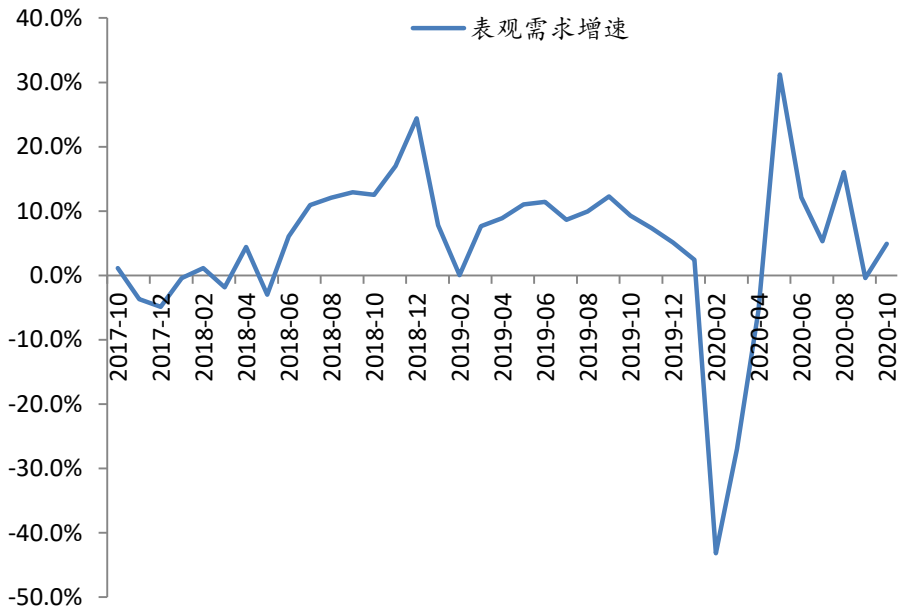


资料来源：Wind，统计局，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

- 从玻璃的表观需求来看，我们测算，5月份以来需求增速保持正增长，行业库存持续下降与价格上涨与之相互验证，当前进入年前赶工期，新开工仍有效向竣工端传导，同时，随着开窗面积的增大、双层、三层玻璃应用的普及，单位面积使用的玻璃逐步增加，2021年需求端仍将保持稳定。

图表48：国内平板玻璃每月表观需求增速



资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 2021年供给收缩或占主导

- 从玻璃供需情况来看，我们判断，由于新的产能置换政策以及浮法产能转产光伏的催化，2021年供给收缩逻辑或占主导，而需求端有望保持稳定，供需紧平衡态势使得行业高景气度延续。

图表49：国内玻璃供需平衡表测算

	平板玻璃产量（万重箱）	统计局增速	实际增速	库存（万重箱）	4mm出口（万重箱）	5mm出口（万重箱）	汽车产量（万辆）	增速	汽车玻璃需求（万重箱）	建筑需求（万重箱）	增速
2016	77403.0	5.80%	4.79%	3289	4528.2	5660.3	2,819.31	13.1%	2854.55	66731.3	4.8%
2017	79023.5	3.50%	2.09%	3276	4206.4	5258.0	2,994.20	3.2%	3031.63	68509.5	2.7%
2018	86863.5	2.10%	9.92%	3225	3869.4	4836.8	2,796.80	-3.8%	2831.76	76937.3	12.3%
2019	92670.2	6.60%	6.68%	4002	3764.4	4705.5	2,552.80	-8.0%	2584.71	82319.1	7.0%
2020E	94060.3	1.50%	1.50%	4465	3764.4	4705.5	2,501.70	-2.0%	2532.97	83297.9	1.2%
2021E	95471.2	0.00%	0.00%	3200	4140.8	5176.1	2,751.87	10.0%	2786.27	85344.0	2.5%

资料来源：太平洋证券研究院

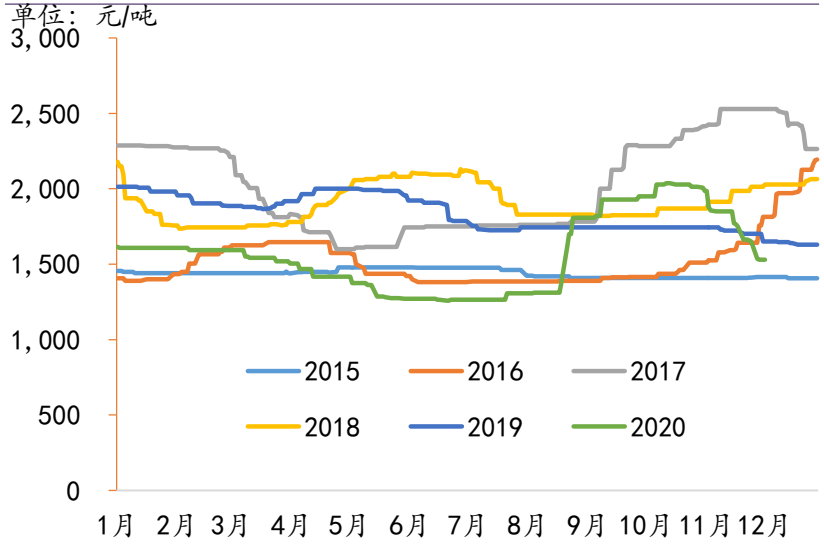
主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 低成本带来盈利弹性

- 目前纯碱价格约1500元/吨以下，要低于同期300-500元/吨（纯碱价格每下跌100元/吨，玻璃箱成本节约1元/重箱），由于当前纯碱库存仍处高位，产能过剩，短期纯碱价格或仍将低位震荡；同时石油焦跟随原油价格波动，今年油价下行也拉低能源价格，玻璃企业的能源成本也随之降低，因此今年企业成本较同期更低，龙头企业2020-2021年业绩弹性十足。

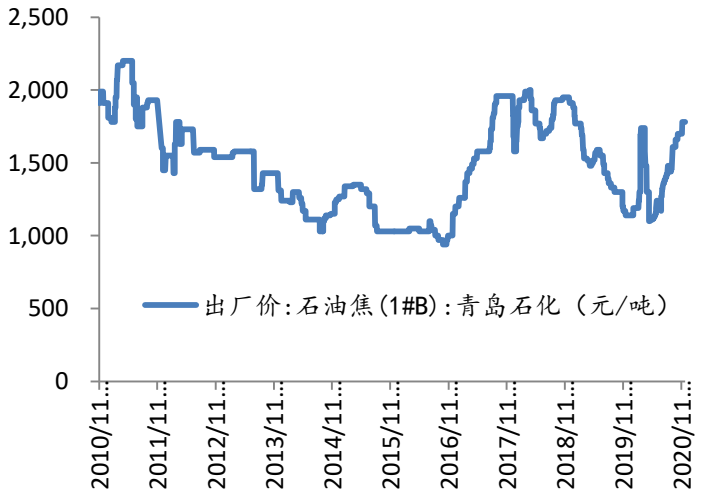
- 对于有库存能力的大企业来说，可以在原材料低价时锁定未来一定时期的成本，因此随着价格反弹，龙头企业的受益程度更大。

图表50：2020年以来全国纯碱价格维持低位



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表51：石油焦价格跟随原油价格波动



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

- 我们按照当前燃料价格，测算沙河地区不同燃料体系下生产成本，由于原材料及能源价格同比下降，因此成本较以往更低，价格上涨企业盈利弹性更大。

图表52：以沙河地区为例测算不同燃料下的生产成本

项目	单位	含税单价	生产单吨玻璃耗能	单位成本（元）	备注
煤制气	元/吨	634	0.35	221.9	秦皇岛动力末煤平仓价(截止2020/12/2)
重油	元/吨	1860	0.2	372	燃料油期货结算价(截止2020/12/2)
石油焦	元/吨	1780	0.22	391.6	青岛石化石油焦出厂价（2020/12/2)
天然气	元/方	2.63	200	526	36城市管道天然气价格
重质纯碱	元/吨	1529	0.22	336.38	全国重质纯碱平均价(截止2020/12/2)
石英砂	元/吨	200	0.69	138	以沙河地区数据计算
白云石	元/吨	95	0.17	16.15	以沙河地区数据计算
石灰石	元/吨	95	0.06	5.7	以沙河地区数据计算
长石	元/吨	224	0.05	11.2	以沙河地区数据计算
芒硝	元/吨	564	0.01	5.64	以沙河地区数据计算
水	元/吨	3.56	0.66	2.35	以沙河地区数据计算
电	元/度	0.57	13	7.41	以沙河地区数据计算
工资福利	元/吨			50	以沙河地区数据计算
环保	元/吨			60	以沙河地区数据计算
制造费用	元/吨			100	以沙河地区数据计算
生产成本（煤）	元/吨			954.73	47.74元/重量箱
生产成本（油）	元/吨			1104.83	55.24元/重量箱
生产成本（石油焦）	元/吨			1124.43	56.22元/重量箱
生产成本（气）	元/吨			1258.83	62.94元/重量箱

资料来源：玻璃期货网，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ 周期搭台，成长唱戏

- 我们认为，2021年浮法玻璃行业将延续高景气度，企业盈利保持高位；除此之外，行业龙头进行产业链延伸扩张至电子玻璃、药用玻璃、光伏玻璃、汽车玻璃等，未来随着突破技术瓶颈，企业将打造新的业绩增长点，成长性突出。

图表53：以沙河地区为例测算不同燃料下的生产成本

旗滨集团	地区	生产线	产品品类	产能	备注
电子玻璃	湖南醴陵	一期	超薄高铝电子玻璃	65吨/天	总投资3.72亿元，19年7月点火，
中性硼硅药用玻璃	湖南郴州	一期	中性硼硅管	25吨/天	投资1.55亿元，预计2021年1月份点火投产
	浙江绍兴	二期	中性硼硅药用玻璃及制瓶生产线	2条25吨/天	项目计划投资4.7亿元，建设周期1年
光伏玻璃	湖南郴州	一期	光伏组件高透基板材料	1200吨/天	预计总投资10.3亿元，建设周期1年
	浙江绍兴	二期	光伏高透背板材料	1200吨/天	预计总投资13.7亿元，建设周期约1年；
	福建漳州		超白		20Q4-21Q1预计3条浮法生产线转产光伏
信义玻璃	**地区**	**生产线**	**产品品类**	**产能**	**备注**
光伏玻璃	广西北海	一线	超白	500吨/天	已于11月份转产超白，用于光伏组件
	广西北海	二线	超白	500吨/天	预计短期也将转产超白，用于光伏组件

资料来源：玻璃期货网，公司公告，太平洋证券研究院

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ **重点推荐：旗滨集团**

- 公司作为国内浮法原片龙头，集规模、渠道及品牌等优势于一体，通过产品结构调整对冲行业下行风险，同时公司纯碱、石油焦等原燃料可以做到集采，价格低于行业平均，而石英砂自供比例达到6-7成，成本优势突出；公司产能位于经济发达的东南沿海区域，下游需求旺盛且价格优势明显，形成天然的区位优势；

- 产业链延伸加速，目前公司电子玻璃已经商业化运营，21年不排除继续扩产；中性硼硅药用玻璃一期计划21年1月份投产，同时公司已经计划在浙江绍兴扩建二期药玻，随着技术瓶颈的突破以及产品的问世，公司有望迎来新的业绩增长点，成长性突出

- 布局光伏领域，目前公司已经跟隆基开展合作，未来公司将在湖南及浙江分别建设一条1200吨/天的光伏组件的面板及背板生产线，同时近期公司计划将部分浮法白玻生产线转产超白玻璃用于光伏组件的背板，届时公司光伏玻璃产能将迅速提升，而当前光伏玻璃维持高景气度，公司产能释放有望受益光伏高景气度。

- **投资建议：**公司浮法主业提供业绩支撑，产业链延伸带来成长性，预计2020-2021年归母净利润为20.3（+46.2%）、22.7亿元（+10.5%），对应EPS分别为0.76、0.84元，对应20-21年PE估值分别为15.4、13.9倍，低估值、高分红对长期投资者极具吸引力，维持买入评级。

主线三：玻璃产能置换带来新契机

➢ **重点推荐：信义玻璃**

- 2020下半年，公司广西及江苏多条生产线点火及复产，充分受益行业景气度回升，预计2020年公司原片产能将增加15%左右，产能保持稳步扩张，进一步提升行业市占率，巩固龙头地位；同时公司产品结构继续优化，高端差异化玻璃占比达到30%以上，高端产品竞争力强，价格稳定且具有溢价；

- 公司建筑玻璃位列国内前2位，年产能达到4415万平米，公司始终奉行差异化路线，生产高附加值的建筑玻璃，如双银、三银的LOW-E玻璃，竞争优势突出。根据《能源发展策略行动规划（2014-2020）》到2020年绿色建筑占新建建筑的比率将达到50%，建筑节能玻璃需求空间依旧广阔；

- 汽玻后市场稳定，公司占全球汽玻替换市场的25%左右，汽玻产品出口超过140个国家，短期虽然受国外疫情影响，出口或受到一定影响，但需求只会推迟不会消失，公司汽玻产能继续保持稳定扩张，巨大的存量市场仍具有很高的天花板，公司汽玻业务有望继续提升市场份额。

- 光伏玻璃延续高景气度，行业价格及盈利均创近年来新高，而公司一方面控股光伏玻璃龙头信义光能23.6%的股份；另一方面近期公司将部分生产线转产超白玻璃用于光伏组件背板，尽享光伏行业高景气度。

- **投资建议：**预计2020-2021年归母净利润为47.9（+6.9%）、53.2亿港元（+11.2%），对应EPS分别为1.2、1.32港元，对应20-21年PE估值分别为14.6、13.3倍，同样低估值、高分红对长期投资者极具吸引力。

风险提示

- 一、全球宏观经济复苏不达预期，需求依旧低迷
- 二、新建产能增多，产能冲击超预期
- 三、原燃材料价格大幅上涨，成本攀升风险
- 四、贸易战加剧带来不确定性影响

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平—5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
电话：(8610)88321761
传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。