证券研究报告
2020年9月21日

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

玻纤开启新一轮景气上行周期

太平洋建材分析师：闫广
执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

- **需求端：**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，属于典型的顺周期行业；从微观来看，从2020年二季度起，国内风电及建筑等需求旺盛，行业库存逐步下降，龙头企业Q2销量创新高；而下半年是国内需求旺季，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。

- **供给端：**根据我们统计，19-20年新增产能分别为35和55万吨，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年粗纱新增不超过30万吨，供给端迎产能拐点。

- **行业底部反转：**拉长周期看，2020上半年为行业底部，按照此前价格低点测算，中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，成本端支撑使得价格下行空间十分有限；随着需求逐步复苏，而供给端19-20年新增产能大幅减少，产能冲击十分有限，供需格局改善推升价格上涨，2020H2将成为长周期景气度向上的拐点，拉开新一轮景气上行周期。

- 重点推荐行业龙头**中国巨石**；树脂-玻纤纱-玻纤制品一体化小龙头**长海股份**。

- **风险提示：**宏观经济复苏不达预期，产能冲击超预期，原燃材料价格大幅上涨

成本支撑确定行业底部，供需改善景气度向上

- 拉长周期看，2020年上半年玻纤行业仍处于周期底部，按照价格低点测算，中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，成本端支撑使得价格下行空间十分有限，基本确定行业底部；随着需求逐步复苏，而供给端19-20年新增产能大幅减少，产能冲击十分有限，供需改善推升价格上涨，2020H2将成为长周期景气度向上的拐点，拉开新一轮景气上行周期。

图表1：当前价格下不同地区中小企业盈利情况

（所有价格均为不含增值税价格）	山东	重庆	四川
无碱2400tex缠绕直接纱售价（元/吨）	**3,673**	**3,496**	**3,407**
总生产成本（元/吨）	**3,250**	**3,139**	**2,930**
其中：原料成本	1,062	1,062	1,062
其中：天然气成本	657	546	337
其中：用电成本	398	398	398
其中：蒸汽及其他能源成本	133	133	133
其中：人工工资	200	200	200
其中：折旧摊销	800	800	800
吨三费（元/吨）	**950**	**950**	**950**
吨税前利润（元/吨）	**(527)**	**(593)**	**(473)**

资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

19-20年新增产能有限，供给端迎产能拐点

- 根据我们统计，19-20年新增产能分别为35和55万吨，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年粗纱新增不超过30万吨，供给端迎产能拐点。

图表2：2019-2021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	山东玻纤格赛搏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	预计2020/9/18	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
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	10	5.0
重庆	重庆	重庆三磊S02	重庆三磊	无碱纱	10	拟建	新点火	2021年	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					**36**				**36**	**18**

资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

19-20年新增产能有限，供给端迎产能拐点

- 根据我们统计，19-20年新增产能分别为35和55万吨，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年粗纱新增不超过30万吨，供给端迎产能拐点。

图表3：2019-2020年产能冷修及停产

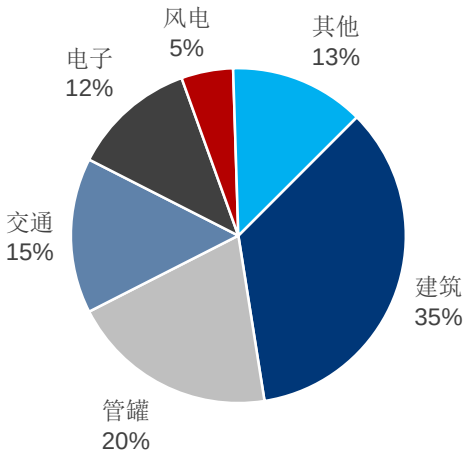
省份	地级市	生产线名称	所属大集团	产品	产能（万吨）	状态	（预计）投产日	产能减少
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂2线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/11	4
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂3线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/06	4
山东	泰安	泰山玻纤泰安老厂9线	泰山玻纤	无碱纱	4	停产	2019/11	4
四川	成都	巨石成都一线	中国巨石	无碱纱	9	停产	2019/11	9
2019小计					**8**			**21.0**
四川	成都	巨石成都二线	中国巨石	无碱纱	8	停产	2020/02	8
四川	成都	巨石成都三线	中国巨石	无碱纱	5	停产	2020/02	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：卓创资讯，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

- 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，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，二季度GDP增长3.2%，国内经济恢复超预期，在Q2海外受疫情影响最大阶段，国内玻纤需求快速增长，微观来看，行业库存有所下降，龙头企业Q2销量创新高。
- 我们认为，下半年是国内需求旺季，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4：国内玻纤下游需求划分

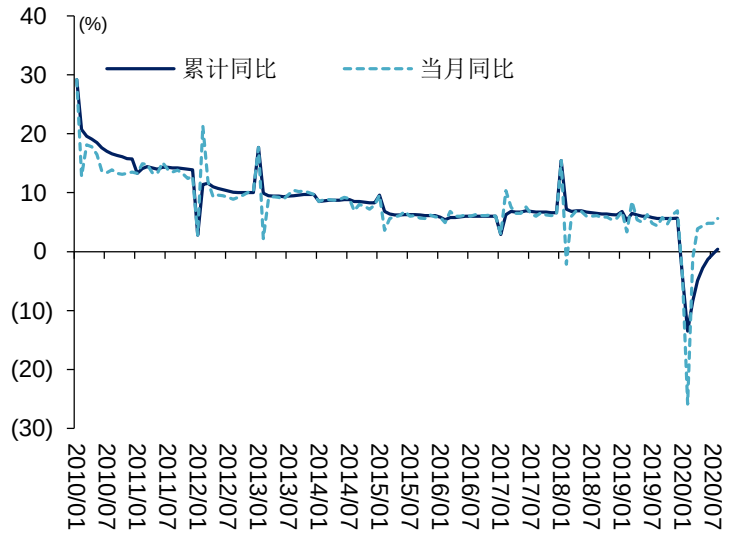


资料来源：中国玻纤及复合材料协会，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

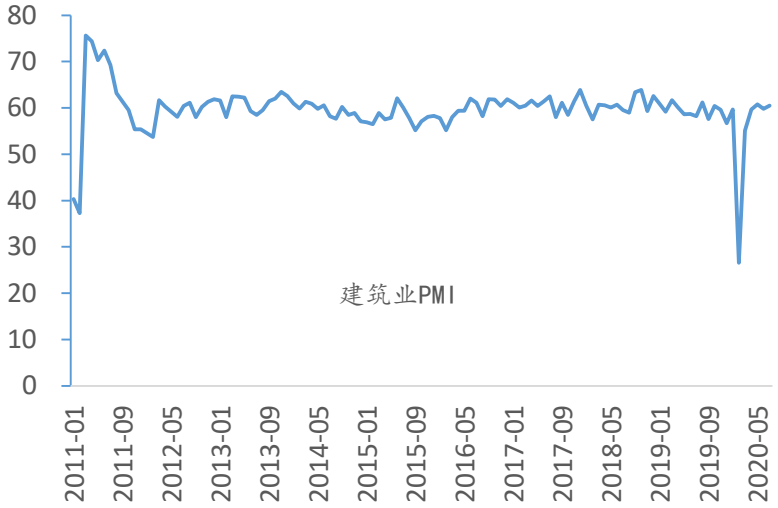
- **二季度起，国内宏观经济加速恢复：**4-8月份工业增加值单月同比增长3.9%、4.4%、4.8%、4.8%、5.6%，逐月加速恢复，预计下半年将延续加速趋势；4-8月建筑业PMI在60%左右，恢复至疫情前水平；在政策与资金双重催化下，基建投资也快速回升，1-8月份基建投资下滑0.3%，其中8月份单月同增4%，连续4个月正增长，宏观经济复苏拉动玻纤传统需求。

图表5：工业增加值单月及累计同比增速



资料来源：wind，太平洋证券研究院

图表6：国内建筑业PMI

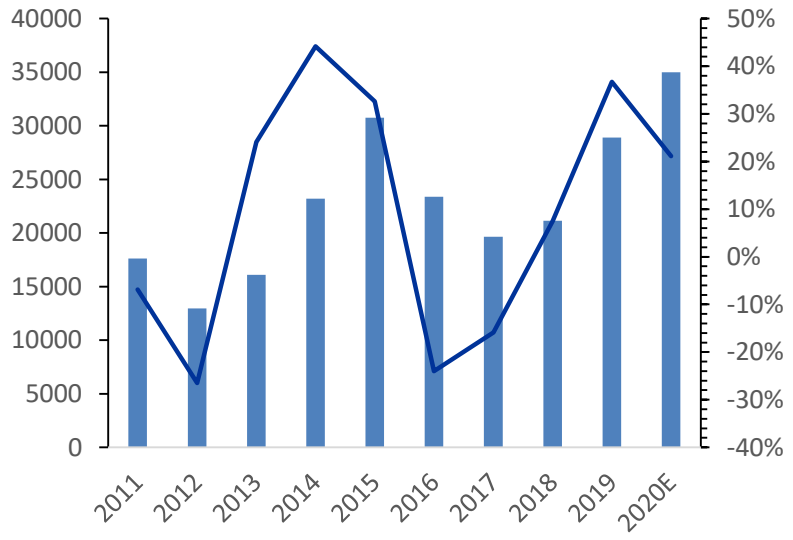


资料来源：wind，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

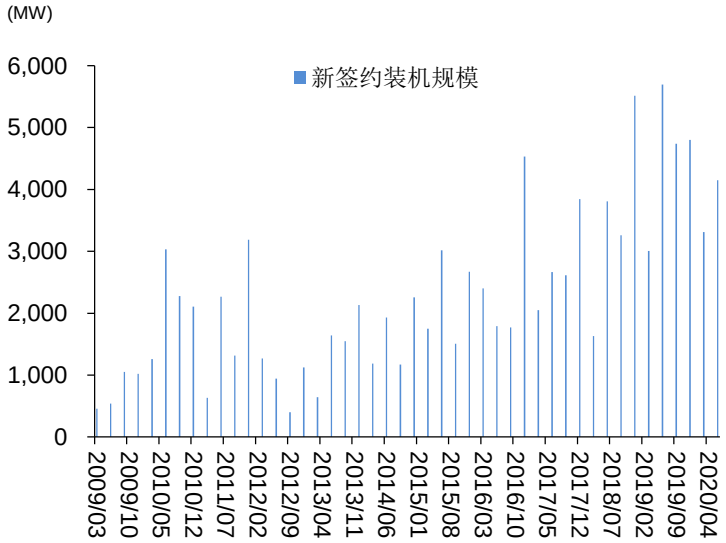
- **风电需求旺盛：**受补贴退坡刺激及海上风电发展提速的共同影响，我国风电市场保持高速增长态势，19年新增吊装容量达到28.9GW，同比增长36.7%，新增装机容量全球占比达到48%；预计20年仍将保持快速增长，新增装机量或达到35GW；从维斯塔斯新签装机订单来看，19-20年新签订单维持高位。
- 受风电新增装机总容量快速上涨的需求拉动，风电用复合材料订单大幅增长。同时随着海上风电、低风速区风电项目的快速增长，行业内加快大兆瓦级风电机组研发与推广，一批风电新产品陆续下线，这对于有技术优势的龙头企业提升市占率。

图表7：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8：维斯塔斯新签装机订单规模

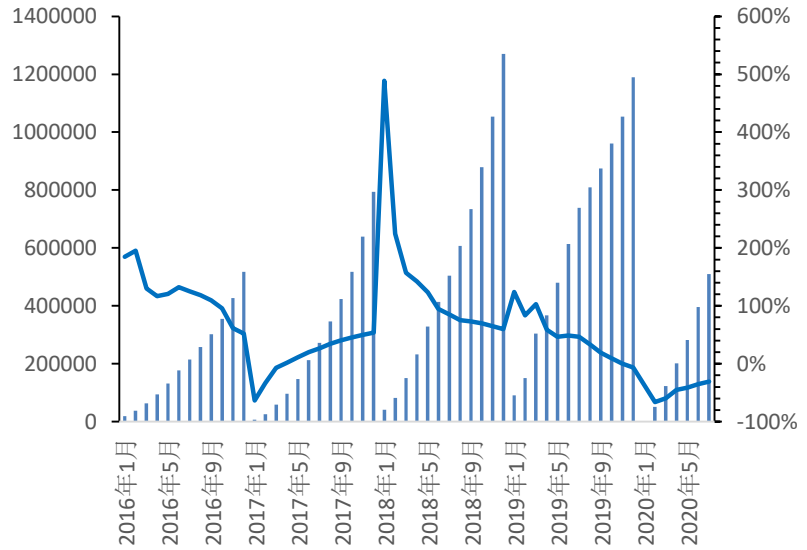


资料来源：wind，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

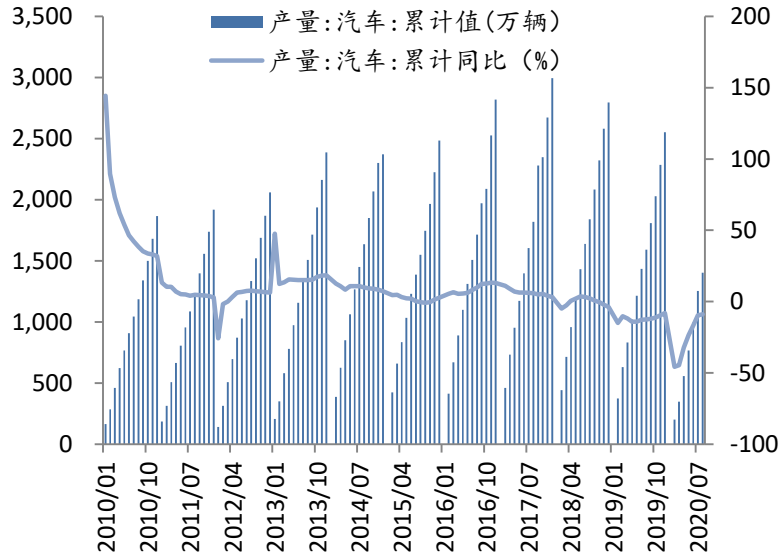
- **汽车产量逐步回暖：**同样进入二季度起，汽车产销量逐月回暖，1-8月份国内汽车产量为1403.6万辆，同比下滑9%，其中8月份单月同比增长6.3%，新能源车单月产量突破10万辆，同增25.8%；我们认为，下半年国家将继续大力刺激消费，汽车产销有望继续回暖，而新能源车发展趋势符合汽车轻量化，复合材料应用也有望逐步增加；同时随着海外疫情边际影响减弱，海外车企复工复产有望加速，拉动热塑纱等需求。

图表9：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10：国内汽车产量及增速

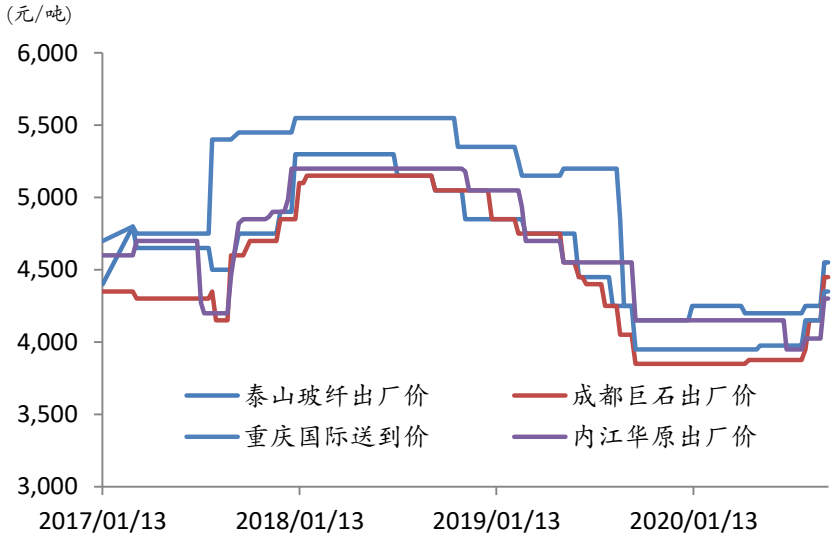


资料来源：wind，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

- 2020Q2以来，国内需求快速恢复，同时6/7月份国外需求边际好转，主流企业库存出现明显回落，个别品种甚至出现空库情况；因此在需求好转，供给冲击不大的背景下，行业具备涨价的条件，8月中旬以来主流厂商针对缠绕直接纱提价200-300元/吨，随着下半年需求旺季的到来以及海外复工复产加速，价格有望开启新一轮涨价周期。

图表11：主流厂商无碱2400tex缠绕直接纱价格走势

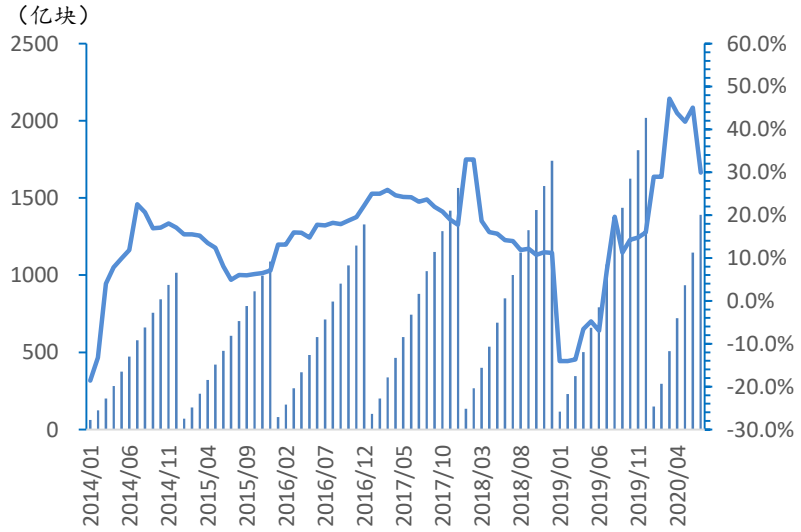


资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

疫情影响边际减弱，经济复苏迎顺周期

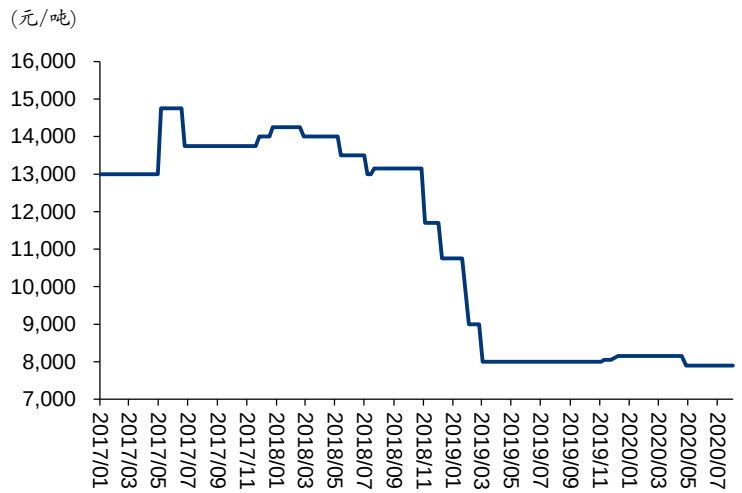
- **产品结构优化，龙头企业抢占中高端市场：**随着下游应用场景的拓宽以及应用环境的日益严苛，玻纤行业进入了差异化发展阶段，尽管风电、电子纱等高端产品占我国玻纤总体需求的比重不高，但对玻纤价格的撬动作用在放大。以2014年为例，风电抢装提振玻纤总体需求，2014年至2015年上半年玻纤平均出厂价格上升1200元/吨（26%），而撬动这一需求的风电纱占我国玻纤需求不足10%。在行业进入差异化发展阶段后，单纯提高产能规模已经无法提升盈利能力，头部企业与其余梯队企业的差距逐渐拉大，风电纱、电子纱等高端纱市场被龙头抢占，其产品结构逐步优化。
- 目前电子布价格约3.3元/平米，较前期回落0.3元/平米，由于Q2海外疫情爆发，需求受到一定影响，随着海外疫情边际好转以及5G时代到来，电子纱需求有望稳步提升。

图表12：全国PCB累计产量及增速



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院

图表13：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

最差阶段已过去，行业将迎新的上行周期

- 从玻纤供需平衡表来看，预计20-21年国内表观需求有望保持10%以上增长，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14：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

重点推荐：中国巨石

- **规模及区位优势：**公司总产能达到200万吨，其中海外产能约30万吨，在贸易战加剧以及疫情爆发背景下，灵活调整以内供外的比例；以外供外、以内供内的模式更具效率及优势；坚定推进“五洲三地”战略，国际化使公司更具竞争力。

- **产品结构优势：**公司产品品类丰富，中高端占比接近80%，2020年在风电纱需求旺盛，低端纱竞争加剧，价格持续走低的背景下，公司积极调整产品结构，风电纱占比进一步提升，产品结构更加优化。

- **成本优势：**除了公司原燃料采购有集采优势，公司积极挖掘内生潜力，生产工艺持续升级，近期巨石成都13万吨搬迁线及桐乡15万吨智能制造二线已经点火，预计四季度巨石成都第二条搬迁线将点火，届时公司生产线智能化程度再度提升，节能降耗提升生产效率，公司进入新一轮成本下行周期。

- **研发优势：**近期公司E9超高模量玻纤产品发布，E7-E9高模量产品不断升级，研发实力雄厚，为未来满足各种个性化定制化需求奠定坚实基础。

- 我们认为，2020H2行业站在新一轮景气周期的起点，巨石作为行业龙头，有望进入量价齐升，成本下行的周期，顺周期下将迎戴维斯双击。预计2020-2021年公司归母净利润分别为21.66和28.78亿元，对应EPS分别为0.62和0.82元，对应20-21年PE估值分别为25和18.9倍，维持“买入”评级。

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:**预计20-21年公司归母净利润分别为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20.6和15.5倍，维持“买入”评级。

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。