

玻纤复盘：演进的周期，相似的韵脚——玻纤景气跟踪指南

建筑材料

核心观点

本篇旨在搭建玻纤行业分析框架，运用周期研究的思路、结合重点数据，对比上轮周期（2019-2021年）与本轮周期（2022-至今），全面深入探讨本轮玻纤行情如何演绎。研究表明：1) 需求：风电仍然是本轮行情的主要推手；2) 供给：寡头格局下，长达 11-14 个月的产能“盘整”奠定行情基础；3) 基于传统供需平衡表，2023 年玻纤有望存在供给缺口；月度库存预测模型则定量模拟出 2022Q2 以后去库的节奏。4) 2022Q3 玻纤价格“超预期下滑”并非偶然，而 2023Q3 复苏也在情理之中，价格反弹空间或实现 25%-30%。

摘要：

1、周期速览：库存是核心观测指标，是玻纤估值锚

库存是玻纤估值锚，领先于玻纤价格。玻纤龙头中国巨石历史股价或估值倍数与行业库存水平高度负相关，且几乎是同步指标，而玻纤价格相较于估值变动具有一定的滞后性。库存二次拐点显现，对板块估值提升具有明显催化。本篇旨在搭建玻纤行业分析框架，运用周期研究的思路、结合重点数据，对比上轮周期（2019-2021年）与本轮周期（2022-至今），全面深入探讨本轮玻纤行情如何演绎。

2、周期对比：演进的周期，相似的韵脚

1) 需求：风电仍然是本轮行情的主要推手。玻纤区别于玻璃，属于增量行业，过去 10 年产量平均增速 9.2%，领先于同期 GDP 增速 3.0 pct，领先于玻璃增速 5.5 pct。2022 年中国玻纤产量增长 10.10% 至 687 万吨。下游需求结构中，传统建筑领域（尤其是地产）基数大，新兴风电领域波动大，给玻纤相对平稳的需求增速带来两大“变数”。地产竣工：2023 年 1-3 月同比边际复苏，较上轮周期“螺旋上升”；风电：2023 年正如 2020 年，有望成为 70GW 级别的风电装机大年，风电纱年需求增量有望达到 40 万吨级别。

2) 供给：寡头格局演绎周期范式，产能盘整奠定行情基础。玻纤行业格局在建材中最为集中，国内 CR3 市占率高达 62%。行业供给调节体现为冷修、停产等产能退出手段，以及推迟新建产能；最终体现为“在产产能盘整”。乐观估计，本轮周期产能盘整从 2022 年 7 月将持续至 2023 年 8 月-9 月，从而使得供需调节更加彻底。不符合周期规律的投产计划往往“公布多、落地少”，结合潜在的冷修、停产，预计 2023 年产能净增幅仍有可能维持 30-40 万吨的合理节奏，且净新增主要体现在 2023 年四季度。

维持

强于大市

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号：s1440519080001

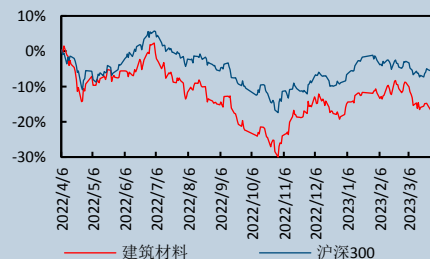
SFC 编号：BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期：2023 年 04 月 19 日

市场表现



相关研究报告

- 21.02.17 【中信建投建筑材料】:玻纤系列报告一：金字塔尖的电子纱
- 21.11.15 【中信建投建筑材料】:玻纤系列报告二：掘金双碳政策的风电纱
- 21.12.11 【中信建投建筑材料】:转债系列 2-玻纤行业：产业升级带动需求增长，产能扩张助力企业腾飞
- 21.12.30 【中信建投建筑材料】中材科技(002080):玻纤+叶片协同发展，纵深布局新能源赛道
- 22.08.07 【中信建投建筑材料】:玻纤系列报告三：助力汽车轻量化的热塑纱
- 22.11.22 【中信建投建筑材料】中国巨石(600176):全球领先的玻纤巨头，三驾马车齐驱共振

3) 供需判断：从传统供需平衡表，到月度库存预测模型。基于传统供需平衡表，2023 年风电引领内需增长，即便出口回落，2023 年玻纤仍有望存在 15 万吨以上的供给缺口。供需平衡表运行结果导向库存变化，因而佐证了库存是极为重要的行情跟踪指标。月度库存预测模型的搭建，一方面倒推出玻纤历史内销数据，并印证了“玻纤行情以国内为主，海外影响极为有限”的观点；另一方面，将假设情形定量化，并模拟出 2023Q2 以后玻纤库存去化的节奏。

4) 粗纱价格：夯实底部，静待反弹。对比近三轮周期，2022Q3 玻纤价格“超预期下滑”并非偶然，而 2023Q3 复苏也在情理之中。中性预期 2023 年 7 月玻纤就具备涨价条件，保守估计 9 月经济旺季再集中提价。预计本轮价格反弹后至少可以与 2018 年媲美（即达到 5000-5200 元/吨，价格反弹空间 25%-30%）。

5) 电子纱/布：周期加成，弹性盈利。电子纱/布与粗纱周期略有错位，且属于高盈利弹性品种。2023 年电子纱/布价格有望先于粗纱复苏，盈利弹性大，提升业绩兑现度。

6) 小结：玻纤本轮景气复苏初具条件，反弹力度或低于上轮周期。本轮周期（2022-至今）与 2019-2021 周期对比，需求端具有相似性，供给端产能盘整、冷修+停产还在进行中，库存演绎高度相似。综合考虑供需平衡表、库存去化力度，潜在的价格反弹力度预计低于 2019-2021 周期。

3、个股梳理&投资建议

1) 成本对比：2022Q4 玻纤价格处于底部区间，对应着本轮周期中各家企业的底部盈利。基于各家企业 2022 年报披露最新数据，结合部分假设进行合理测算并得出结论：1) 行业后 40%分位数产能或普遍存在账面亏损情况，由此推知现金成本亏损面也较上一轮周期底部加大；2) 龙头企业与二线企业盈利差拉大至 1000 元/吨以上。

2) 投资建议：首推优质、纯粹的玻纤标的【中国巨石】，在 Beta 行情中率先受益。本轮玻纤行情演绎仍以 Beta 行情为主，玻纤价格的复苏有望从龙头企业逐步向板块内其他企业外溢，建议关注【中材科技】【长海股份】。

风险分析：1) 海外经济衰退风险；2) 风电装机增速持续低于预期；3) 玻纤行业产能扩张过快的风险。

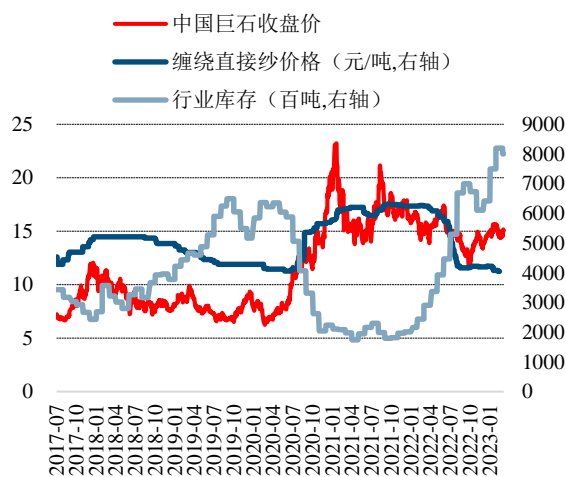
目录

一、周期速览：库存是核心观测指标，是玻纤估值锚.....	1
二、周期对比：演进的周期，相似的韵脚	2
2.1 需求：风电仍然是本轮行情的主要推手.....	2
2.2 供给：寡头格局演绎周期范式，产能盘整奠定行情基础.....	6
行业格局：“3 大家 2 小家”的寡头市场	9
2.3 供需判断：从传统供需平衡表，到月度库存预测模型.....	10
传统供需平衡表	10
库存拐点	12
月度库存预测模型	13
2.4 粗纱价格：夯实底部，静待反弹	15
2.5 电子纱/布：周期加成，弹性盈利	16
2.6 小结：玻纤本轮景气复苏初具条件，反弹力度或低于上轮周期.....	18
三、个股梳理&投资建议	19
3.1 成本对比	19
3.2 投资建议：首推中国巨石，关注板块机会.....	22
四、风险分析	23

一、周期速览：库存是核心观测指标，是玻纤估值锚

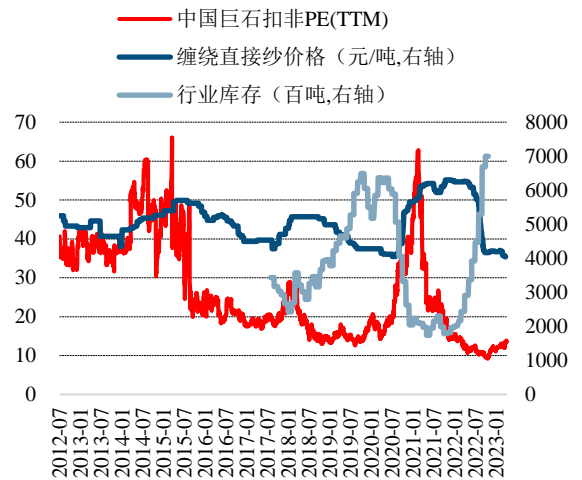
库存是玻纤估值锚，领先于玻纤价格。玻纤龙头中国巨石历史股价或估值倍数与行业库存水平高度负相关，且几乎是同步指标，而玻纤价格相较于估值变动具有一定的滞后性。库存二次拐点显现，对板块估值提升具有明显催化。

图表1： 巨石收盘价与行业库存显著负相关



资料来源：卓创资讯，Wind，中信建投

图表2： 玻纤价格变动滞后于估值变动



资料来源：卓创资讯，Wind，中信建投

小结：基于历史数据“管中窥豹”，可以大致“瞥到”玻纤所处的周期阶段。当前玻纤价格仍然处于底部区间，库存二次拐点已经初步显现，预计对板块估值具有明显催化。出于审慎性考虑，下文将详细对比上轮周期（2019-2021年）与本轮周期（2022-至今），辅助判断本轮周期将如何演绎。

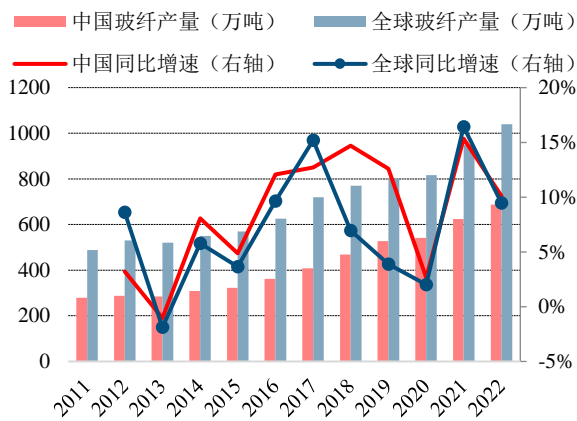
本篇旨在搭建玻纤行业分析框架，运用周期研究的思路、结合重点数据，全面深入探讨本轮玻纤行情如何演绎。关于电子纱、风电纱、热塑纱、玻纤行业、龙头竞争优势、“3大家2小家”等基础研究参考我们此前公开发布系列深度报告。

二、周期对比：演进的周期，相似的韵脚

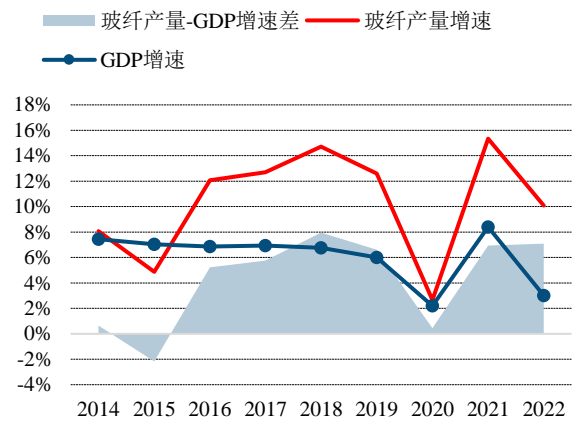
2.1 需求：风电仍然是本轮行情的主要推手

产量概述：玻纤区别于玻璃，属于增量行业。2022 年中国玻纤产量增长 10.10% 至 687 万吨，占全球比例维持在 66%；分结构来看，其中池窑纱 644 万吨，低端陶土坩埚纱等 43 万吨。近 10 年玻纤产量平均增速 9.2%，领先于同期 GDP 增速 3.0 pct，领先于同期玻璃增速 5.5 pct。2016 年以来，国内玻纤产量增速持续领先于 GDP 增速，平均领先 5.72 pct。玻纤产量的超额增长，主要受益于下游高端制造业的较快增长，以及传统领域玻纤材料渗透率的提升。

图表3： 2022 年中国玻纤产量增长 10.10% 至 687 万吨



图表4： 国内玻纤产量与 GDP 增速差多年为正

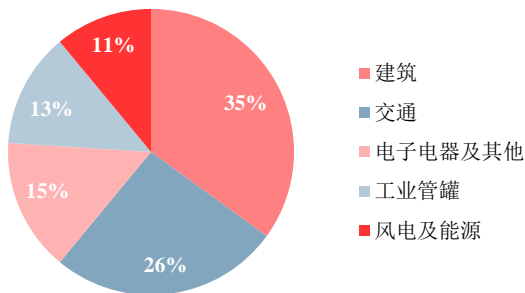


资料来源：中国玻璃纤维工业协会，前瞻产业研究院，中国复合材料工业协会官网，赛奥碳纤维技术，中信建投；注：2020 年全球数据为预测值

资料来源：中国玻璃纤维工业协会，前瞻产业研究院，国家统计局，中信建投

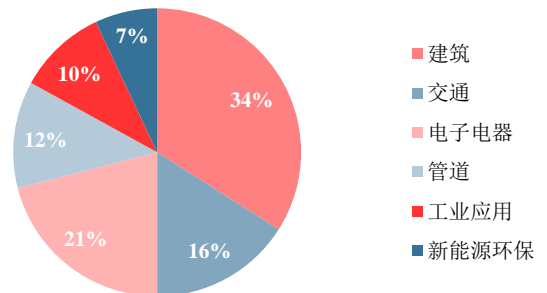
应用结构：玻纤下游最大应用依旧是建筑，国内交通、风电领域占比尚有提升空间。据 OC 统计，2020 年全球玻璃纤维市场中建筑领域（包括住宅、商业建筑、水储运等）的玻纤需求约占 35%；交通运输（轿车、卡车、公共汽车、火车、航海等）约占 26%，电子电器等消费领域 15%，工业领域（管罐等）13%，风电及能源领域 11%。国内玻纤应用领域与全球类似，但交通运输领域占比 16%，新能源环保占比 7%，较全球比例尚有一定提升空间。传统建筑领域（尤其是地产）基数大，新兴风电领域波动大，给玻纤相对平稳的需求增速带来两大“变数”。

图表5：全球玻纤市场下游需求结构



资料来源：OC，山东玻纤招股说明书，中信建投

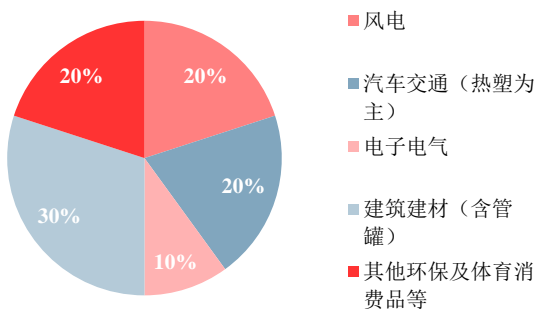
图表6：中国玻纤市场下游需求结构



资料来源：中国巨石公告，华经情报网，中信建投

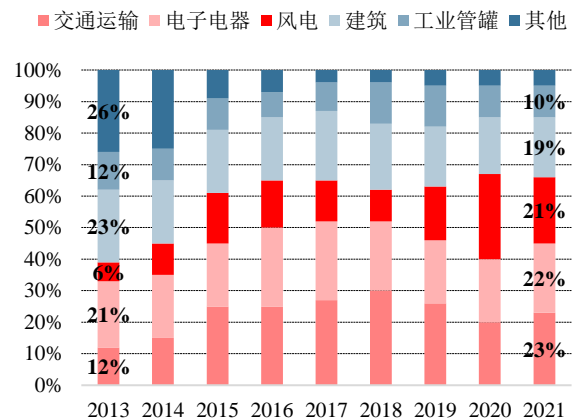
玻纤龙头产品结构显著占优，交通+风电+电子占比提升。中国巨石 2019 年风电+汽车交通（热塑）+电子销量占比 50%，此后仍有提升；电子纱/布价格高于风电纱、热塑等高端粗纱，高端粗纱价格又高于建筑、管罐领域普通粗纱，由此预计“三驾马车”领域营收占比超过 60%。泰山玻纤三大领域营收占比从 2013 年的 39% 提升至 2021 年的 66%，再次印证龙头产品结构占优且持续优化。由于在建筑领域收入占比不到 20%（远低于行业），而风电、交通领域均超过 20%（高于行业），因而玻纤龙头在需求方面体现出更弱的地产周期属性，以及更强的高端制造属性。

图表7：中国巨石 2019 年风电+交通+电子销量占比达 50%



资料来源：中国巨石 2019 年度网上业绩说明会，中信建投

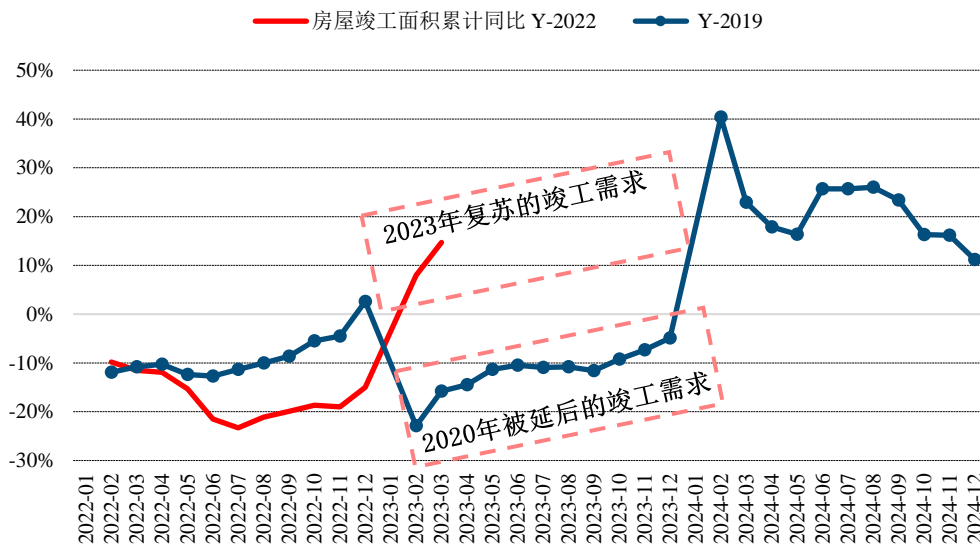
图表8：泰山玻纤“交通+电子+风电”领域营收占比提升



资料来源：中材科技短融募集说明书，中信建投

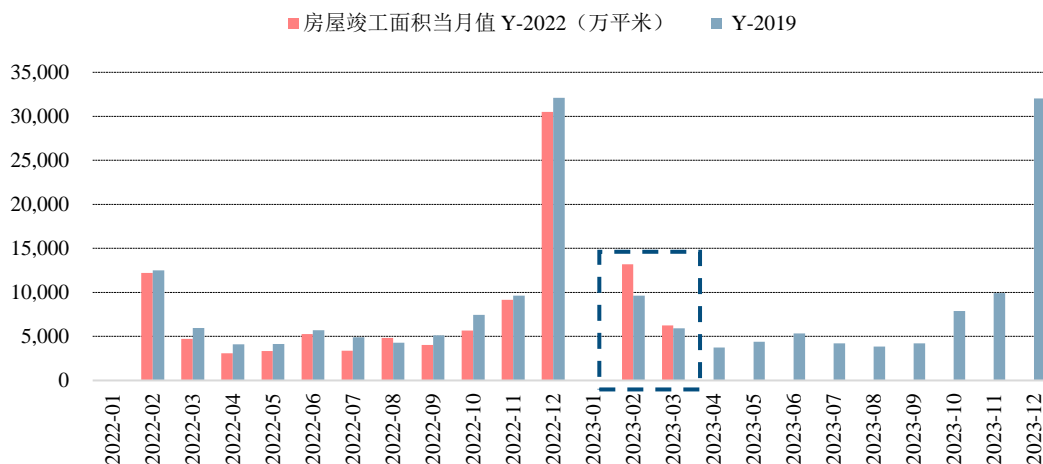
地产竣工：2023 年 1-3 月同比边际复苏，较上轮周期“螺旋上升”

相较于 2019-2021 周期，本轮竣工需求复苏更加直接。1) 上轮周期：此前竣工面积在历经长达 2 年的下滑之后，于 2019 年 12 月增速转正，但复苏趋势被突如其来的疫情延后；2020 年全年都处在累计增速为负，但降幅逐月收窄的“弱复苏”阶段。2) 本轮周期：2022 年地产竣工需求疲弱，2023 年 1-3 月增速显著回升，且在低基数下后续增速有望持续提升。同样作为玻纤景气上行的窗口期，2023 年全年地产竣工增速有望较 2020 年取得更出色表现。

图表9： 2023年1-3月房屋竣工面积增速呈现复苏趋势


资料来源：国家统计局，中信建投；注：时间轴基于2022-01 往后推算，Y-2019 对应的时间轴递减3年。

2023年1-3月房屋竣工面积当月值超过上轮周期同期（2020年），竣工复苏并非“基数效应”。2023年2月、3月房屋竣工面积当月值分别为13,177.78、6,244.22万平方米，分别超出2020年同期36.76%、5.45%。2023年一季度竣工开了个好头，二季度以后竣工复苏的持续性仍有待验证。对于玻纤行业本轮周期演绎而言，并非期望地产竣工较2016、2017、2021年等高基数年份能有更出色表现，而是较去年同期（2022年）是否有边际变化，较上轮周期同期（2022年）是否有“螺旋上升”。

图表10： 2023年2月、3月房屋竣工面积当月值均超过2020年同期


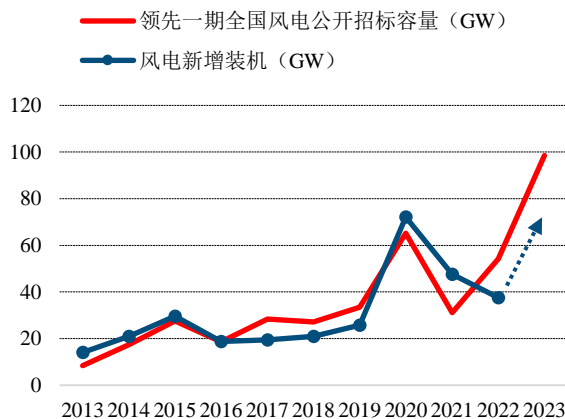
资料来源：国家统计局，中信建投；注：时间轴基于2022-01 往后推算，Y-2019 对应的时间轴递减3年。

风电：2023年正如2020年，有望成为70GW级别的风电装机大年

2023年正如2020年，有望成为70GW级别的风电装机大年。2012-2020年，风电新增装机数据与领先一期的全国风电公开招标容量高度拟合。2021年海风抢装使得装机节奏加快，2022年招标价格屡创新低使得装机节奏显著放缓，但背离幅度均在17GW以内。2022年风电招标容量大幅提升82%至98.53GW，超越2019年（65.2GW）；即便实际装机节奏落后15-20GW，2023年也有望突破78GW成为装机大年。1GW风电装机大致带动1万吨风电纱需求，因此2023年风电纱需求增量有望达到40万吨级别。

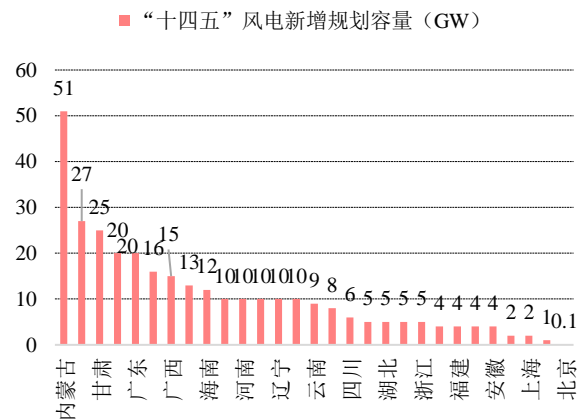
中长期空间：全国各省市十四五装机规划313.1GW，2023-2025年均装机或高达76GW。截至2022年三季度，各省市发布其“十四五”远景目标纲要、能源/可再生能源发展规划或绿色低碳循环体系等文件，共计29省市已明确风电新增规模达到313.1GW。2021年、2022年国内新增装机47.57GW、37.63GW，按照规划，2023-2025年全国年均新增装机将达到76GW，中长期装机空间也值得期待。

图表11：2022年全国风电公开招标容量高达98.5GW



资料来源：金风科技，国家能源局，Wind，中信建投

图表12：各省市“十四五”风电新增规划容量合计达到313.1GW



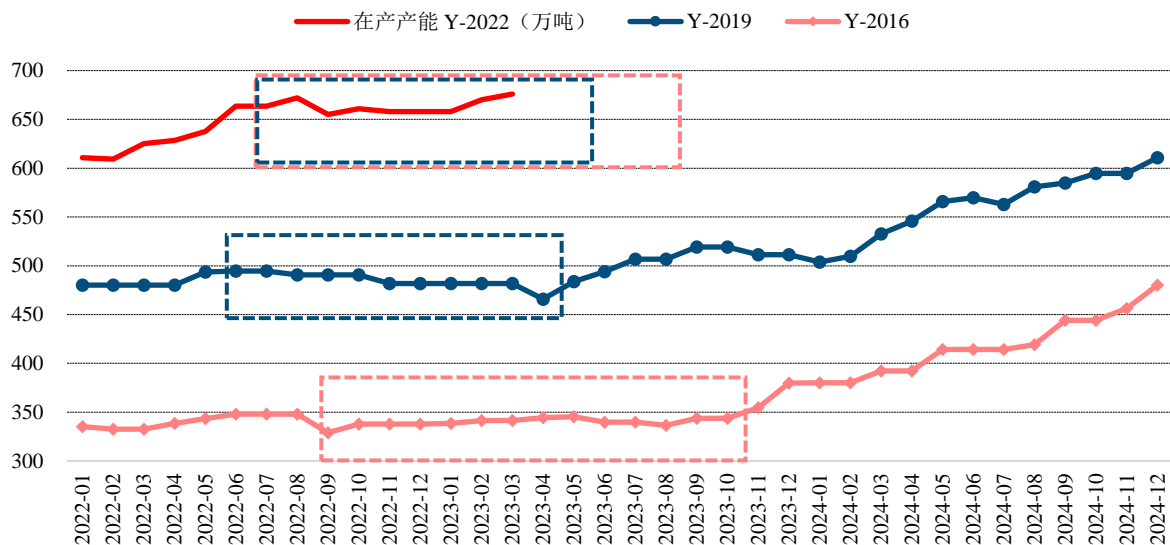
资料来源：各级发改委，国家能源局，金风科技，中信建投；注：截至2022Q3

2.2 供给：寡头格局演绎周期范式，产能盘整奠定行情基础

走过的进程：“产能盘整期”（9个月/14个月）；不同之处：盘整期产能略有反弹

玻纤行业供给调节体现为冷修、停产等产能退出手段，以及推迟新建产能。由于行业需求长期具备成长性，因而供给的调节不依赖于产能绝对量的收缩，而是产能增速的停滞。在产产能综合考虑了产线新建、冷修技改、停产，能够反映真实的供给。2016-2018 周期经历了 14 个月的在产产能“原地盘整期”（产能不新增或略有削减，且长期持续）；此后产能累计增长了约 140 万吨（340-480），增幅约 41.2%；2019-2021 周期经历了约 11 个月的盘整期；此后产能累计增长了约 180 万吨（480-660），增幅约 37.5%。本轮 2022-2024 周期产能盘整期大约经历了 9 个月（2023Q1 复产产能使得在产产能略有提升）。保守估计，接下来 2-3 个月产能仍有小幅缩减、盘整的空间；乐观估计，产能盘整将持续至 2023 年 8 月-9 月，从而使得供需调节更加彻底。

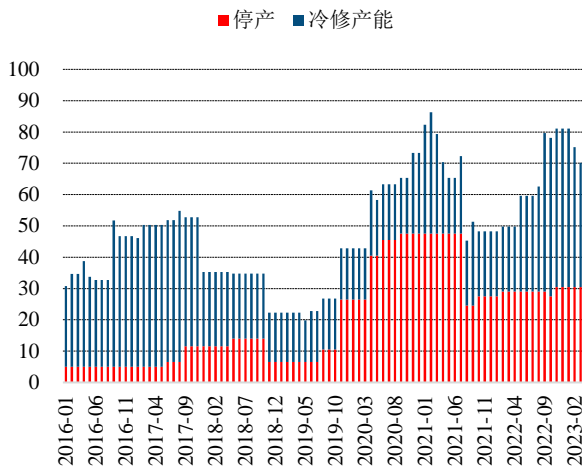
图表13： 周期前半段，玻纤在产产能增长停滞从而调节供需关系



资料来源：卓创资讯，中信建投；注：时间轴基于 2022-01 往后推演，Y-2019、Y-2016 对应的时间轴依次递减 3 年，下同。

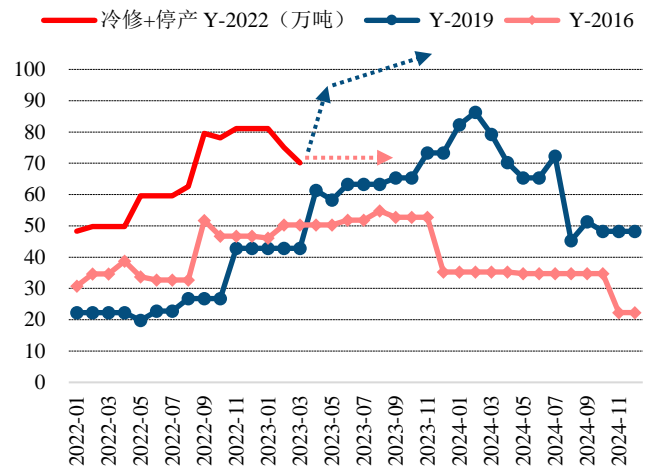
本轮周期中，冷修+停产仍有落地空间。2019-2021 周期，冷修+停产产能合计从 2019 年 1 月的 22.3 万吨最高提升至 2021 年 2 月的 86.3 万吨，累计退出 64 万吨；其中冷修临时退出、停产长期退出分别达到 23 万吨、41 万吨。本轮周期自 2022 年 1 月累计最多退出 32.8 万吨，且主要为冷修；由于泰山玻纤、国际复材阶段性复产，使得本轮周期截至 2023Q1 累计退出产能仅 21.8 万吨。参考上轮 2019-2021 周期仍有 40 万吨以上的潜在产能退出落地空间；而参考 2016-2018 周期，悲观预期下本轮退出或将止步于此，但产能调节势必依赖于新建产线的暂缓投放。

图表14： 玻纤停产、冷修产能对比（万吨）



资料来源：卓创资讯，中信建投

图表15： 当前冷修+停产仍有落地空间



资料来源：卓创资讯，中信建投

通过梳理具体产线，2023年玻纤潜在冷修产线达65万吨。玻纤粗纱池窑设计使用年限一般为8年，电子纱部分产线寿命可达到14年；达到年限的窑炉需要放水冷修以及技改，最快6-12个月以后复产，可以调节玻纤供给。目前国内玻纤池窑产线窑龄达到8年甚至超过8年、以及据卓创资讯跟踪存在冷修计划的产能合计达到65万吨，潜在的短期退出空间较大。头部玻纤企业产线多、种类全，大多按期冷修；中小企业在有限范围内视行情择机冷修。当下是行业利润率仍处于底部，如期冷修的概率将提升，因此新增40万吨产线冷修存在可能。

图表16： 2023年玻纤行业潜在冷修产线达65万吨（仅考虑窑龄或潜在冷修计划）

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能（万吨）	产品	前次点火	备注
华北	河北	邢台金牛	邢台	2线	3	无碱粗纱		存冷修计划（2022.10起）
华东	山东	泰山玻纤	泰安	1线	10	无碱粗纱+2万吨S玻纤		存冷修计划（2022.10起）
	山东	泰山玻纤	泰安	2线	10	无碱粗纱+2万吨短切纱		存冷修计划（2022.10起）
	浙江	中国巨石	桐乡	3线	12	无碱粗纱	2014年7月	
	浙江	中国巨石	桐乡	6线	3.5	无碱粗纱（环保废丝）	2015年6月	
	江苏	长海股份	常州天马	1线	3	无碱粗纱		2023年5月存冷修计划
西南	四川	内江华原	威远	7线	5	无碱粗纱	2013年10月	
	重庆	国际复材	大渡口	F03	6.5	无碱粗纱	2015年	
	重庆	国际复材	长寿	F10	12	无碱粗纱	2014年	
合计					65			

资料来源：卓创资讯，中信建投；注：玻纤粗纱窑炉设计使用年限一般为8年

产能投放节奏历来靠经济效益调节，不符合周期规律的投产计划往往“公布多、落地少”。截至2022年底，可以统计到的2023年投产计划高达120万吨以上；3个月以后再审视，2023年落地概率较高的新建产线大约50万吨，且大部分在下半年甚至是四季度。产线推迟的内在原因是当前玻纤价格仍处于底部区间，且库存处于高位，景气度提升甚至高位区间点火才符合周期规律。同时考虑新建、复产、潜在的技改扩产，到2023年底产能新增大约73万吨；考虑到潜在的冷修+停产，预计2023年产能净增幅仍有可能维持30-40万吨的合理节奏。

图表17： 2023 年拟投产产线进度显著延后，行业行为趋于理性

年份	大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能（万吨）	建设情况	备注
2022	华北	河北	邢台金牛	邢台	4 线	10	无碱粗纱	2022 年 3 月点火，5 月出窑头纱
	华中	江西	九江华源	九江	1 线	6	粗纱（小号数）	2022 年 6 月点火
	西南	四川	巨石（成都）	成都	3 线	15	短切纱为主	2022 年 5 月点火
		重庆	国际复材	长寿	F12 线	15	无碱粗纱	2022 年 6 月点火
	重庆	重庆三磊	黔江区	2 线	10	无碱粗纱	2022 年 6 月点火，烤窑 2 个月	
	四川	四川裕达	德阳	1 线	3	无碱粗纱	2022 年 5 月点火	
	华东	山东	泰山玻纤	邹城	2 线	1.5 改 6	风电纱	2022 年 6 月点火，7 月上旬投产
		山东	泰山玻纤	邹城	4 线	-6（冷修）	无碱粗纱	2022.4.30 冷修，建设期 9 个月
	浙江	巨石（桐乡）	桐乡	2 线	-12（冷修）	无碱粗纱	2022 年 9 月下旬冷修	
	西南	重庆	国际复材	大渡口	F02	-5（冷修）	无碱粗纱	2022.9.18 日前后冷修
2022 粗纱合计					40.5			
2022	华东	浙江	巨石（桐乡）	桐乡	电子纱 3 线	10	电子纱	2022 年 6 月点火
	华东	山东	泰山玻纤	邹城	6 线	6	电子纱	2021 年 12 月点火
	华南	广东	建滔化工	清远	6 线	6	电子纱	2022 年 1 月点火
	西南	四川	台嘉成都	成都	1 线	-3（停产）	电子纱	2022 年 10 月停产
	华东	浙江	巨石攀登	桐乡	2 线	-3（冷修）	电子纱	2022 年 7 月冷修
2022 电子纱合计					16			
2023	华东	山东	泰山玻纤	邹城	4 线	12（复产）	无碱粗纱（风电）	2023.1.30 前后点火复产，6 改 12
	江西	巨石（九江）	九江	3 线	20	无碱粗纱	计划 2023Q1 点火，实际延后至 Q2	
	江苏	长海股份	常州	天马	3 改 8	风电+新能源汽车	预计 2023 年底（择机冷修）	
	华北	山西	泰山玻纤	太原		15	热塑+建材	已动工，预计 2023H2 投产
	西南	重庆	国际复材	大渡口	F02	6（复产）	无碱粗纱（TM2）	2023.3.30 点火复产，5 改 6
重庆		国际复材	长寿	F13	15	无碱粗纱	在建，计划 2023 年 10 月点火	
2023 计划新增					73			
2023 潜在退出					-40			
2023 净新增测算					33			
2024	华北	山西	泰山玻纤	太原	1 线	15	热塑+建材	二期，预计 2024 年投产
	河北	邢台金牛	邢台	5 线	15	无碱粗纱	在建，延后至 24 年一季度点火	
	华东	浙江	巨石（桐乡）	桐乡	2 线	20（复产）	无碱粗纱	计划 2023 年投产，实际延后
	江苏	中国巨石	淮安	1 线	10	高性能无碱粗纱	初步动工，预计 2024 年 3 月点火	
	江苏	长海股份	常州	4	15	合股类、无碱粗纱	在建，大概率延后至 2024 年	
	山东	山东玻纤	沂水	6 线	15	高模量玻纤	计划 2024 年一季度达产	
2024 粗纱合计					90			

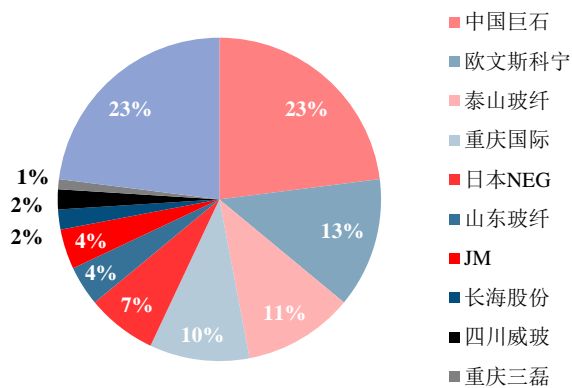
资料来源：卓创资讯，中信建投；注：截至 2023 年 3 月

小结：新建产能、冷修停产均存在变数，但是在产产能的“盘整”却符合周期规律。因此预计 2023 年前三季度新建产能、冷修停产的量大致抵消，产能的净增长预计在 2023 年四季度；而彼时下游风电纱等领域也有望带动玻纤需求增速提升，从而维持供需关系的健康。

行业格局：“3 大家 2 小家”的寡头市场

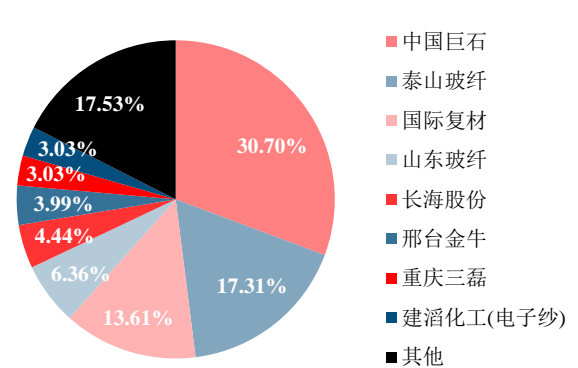
玻纤行业格局在建材中最为集中，国内 CR3 市占率高达 62%。根据卓创资讯和星智研究数据，世界玻纤产能集中度 CR3 和 CR5 分别为 47% 和 64%；截至 2023Q1 国内玻纤在产产能 676 万吨，集中度 CR3 和 CR5 分别高达 62% 和 72%。当前市场上能统计到的池窑玻纤企业仅 32 家（子公司未合并），而 62% 的份额集中在头部 3 家。寡头市场上企业行为具备基本范式，使得行业周期更具可预测性，行业景气度恢复也更具确定性。

图表18：2020 年世界玻纤产能格局



资料来源：Wind，星智研究，中信建投

图表19：国内玻纤在产产能格局（截至 2023Q1）



资料来源：卓创资讯，中信建投

2.3 供需判断：从传统供需平衡表，到月度库存预测模型

传统供需平衡表

基于供需平衡表，2023年风电引领内需增长，即便出口回落，2023年玻纤仍有望存在供给缺口。我们对各个下游领域历史需求、未来需求做出合理假设：1) 建筑领域历史需求增速为地产竣工增速+10%，体现出玻纤材料的日益渗透；2) 交通领域，汽车产销量增速相对平缓，玻纤超额增速来源于汽车轻量化背景下玻纤复材使用比例提升；3) 电子纱需求与PCB增速挂钩且具有超额增速；4) 风电领域，假设2023年风电新增装机78GW（前一年招标98.5GW），带来风电纱需求增量超40万吨；5) 管罐、工业及其他领域玻纤历史需求为倒挤数据。假设2023年风电将引领国内需求提升，而出口或平稳回落（月均出口13-14万吨），从而全年总需求或将提升10%左右；考虑到在产产能“盘整期”，全年池窑纱有效供给增速有限（3%），陶土坩埚纱有望部分出清，进口基本持平（月均1万吨）。综合测算下来，2023年或将面临15万吨以上的供给缺口。

图表20：2023年风电引领内需增长，即便出口回落，2023年玻纤仍有望存在供给缺口

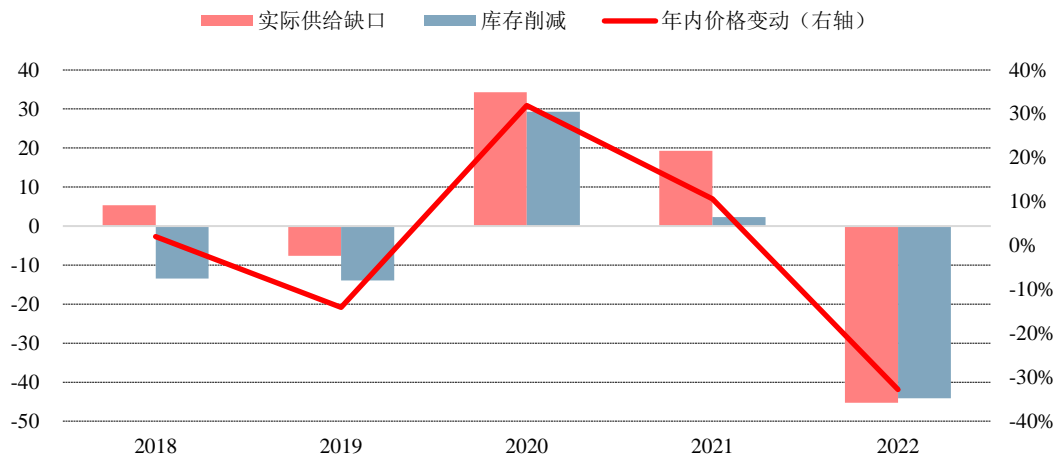
玻纤供需平衡表（单位：万吨）								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
建筑	107.10	120.59	126.74	153.61	145.93	167.82	184.61	199.37
YoY		12.60%	5.10%	21.20%	-1.92%	15.00%	10.00%	8.00%
交通	74.88	84.32	86.56	99.84	117.83	139.62	160.38	180.82
YoY		12.61%	2.66%	15.34%	18.02%	18.49%	14.87%	12.75%
电子电器	70.95	81.97	93.72	114.10	123.04	130.55	147.05	165.81
YoY		15.53%	14.34%	21.74%	7.83%	6.11%	12.64%	12.75%
风电	22.06	27.42	73.92	50.20	40.57	81.56	79.16	79.76
YoY		24.29%	169.59%	-32.09%	-19.20%	101.06%	-2.94%	0.76%
管罐	21.82	33.33	41.22	32.09	21.87	24.05	25.98	28.05
YoY		52.74%	23.66%	-22.14%	-31.86%	10.00%	8.00%	8.00%
工业及其他	18.19	27.78	34.35	26.74	18.22	20.04	21.65	23.38
YoY		52.74%	23.66%	-22.14%	-31.86%	10.00%	8.00%	8.00%
内销	315.00	375.41	456.51	476.59	467.45	563.65	618.82	677.19
出口	158.73	153.90	133.00	168.30	188.34	160.00	170.00	180.00
总需求	473.73	529.31	589.51	644.89	655.79	723.65	788.82	857.19
YoY		11.73%	11.37%	9.39%	1.69%	10.35%	9.01%	8.67%
池窑纱总供给	419.2	485.7	497.0	563.1	645.2	666.0	725.0	790.0
粗纱	353.5	407.0	416.6	471.8	535.1	561.3	606.3	661.3
电子纱	65.7	78.7	80.4	91.3	110.1	112.7	118.7	128.7
YoY		15.87%	2.33%	13.29%	14.59%	3.23%	8.86%	8.97%
陶土坩埚纱	30	35	39	44	43	30	30	30
玻纤总供给	449.2	520.7	536.0	607.1	688.2	696.0	755.0	820.0
YoY		15.92%	2.94%	13.26%	13.37%	1.14%	8.48%	8.61%
供给缺口	24.55	8.62	53.52	37.84	(32.39)	27.65	33.82	37.19
减：进口	19.21	16.27	19.18	18.59	12.93	12.00	12.00	12.00
实际供给缺口	5.34	(7.65)	34.34	19.25	(45.32)	15.65	21.82	25.19
库存削减	(13.48)	(13.96)	29.33	2.30	(44.14)			
年内价格变动	2.05%	-14.05%	31.91%	10.62%	-32.80%			

资料来源：卓创资讯，海关统计数据平台，中国玻璃纤维工业协会，中信建投；注：1) 历史内销=产量-出口+进口+库存削减，2) 供给缺口=需求-供给，大于0代表供不应求，3) 交通、电子电器、风电历史需求基于独立测算，建筑、管罐、工业及其他基于数据倒挤

供需平衡表运行结果导向库存变化，因而库存是极为重要的行情跟踪指标。通过对2018-2023年供需复盘，

可以进一步印证周期行情来源于供需错配这个显而易见的观点。值得注意的是，测算供需计算供给缺口时不能将库存削减纳入供给中去，否则“供”“需”永远平衡。当供给缺口为正，往往也会伴随着库存削减，从而玻纤年内价格也会相应上涨；反之亦然。

图表21： 供需平衡表运行结果导向库存变化

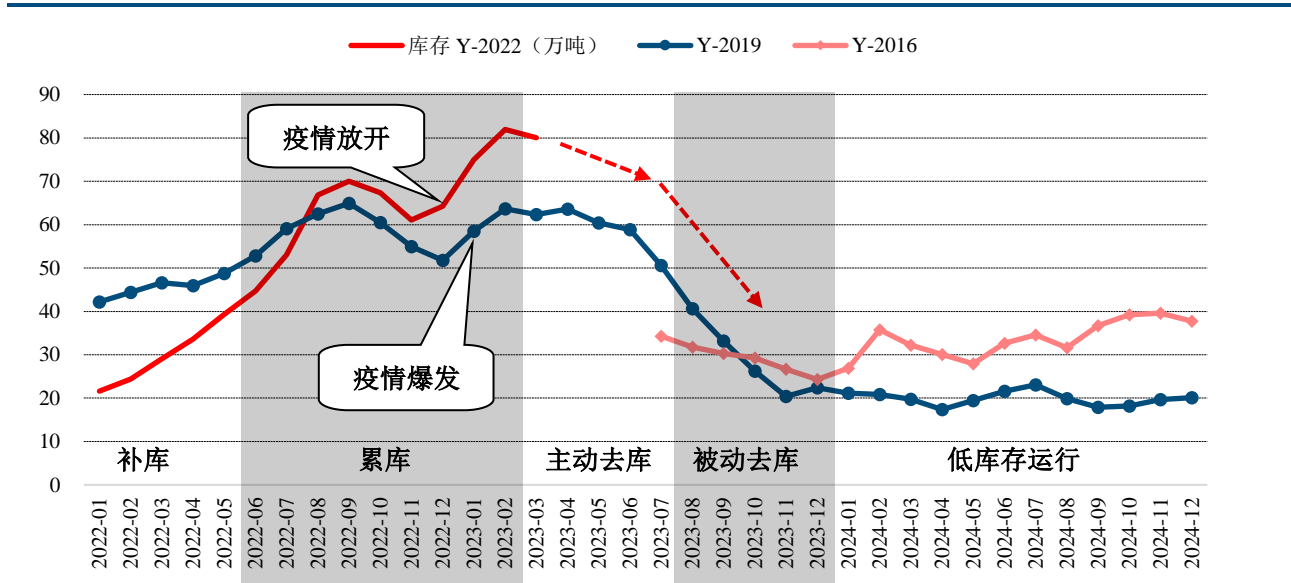


资料来源：卓创资讯，中信建投

库存拐点

主动去库是玻纤生产企业调节周期的重要手段，是行业景气度提升的基础。剔除低库存运行这一景气度高位区间以后，玻纤库存周期变化规律可以被清晰地化分为周而复始的4个阶段：补库（主动补库）-累库（被动补库）-主动去库-被动去库。1）**补库**：需求仍然持续，价格上涨或维持高位；生产企业通过主动补库来维持高位价格并储备出货。2）**累库**：需求转弱或供过于求，价格下跌；但产品滞销使得库存累积（被动补库）。3）**主动去库**：低价甩货，刺激需求；去库过程中价格不涨甚至继续降价。4）**被动去库**：高位库存已经有所削减，需求提升或供不应求，产品涨价且伴随着库存继续下降。对比两轮周期，2023年二季度有望迎来主动去库阶段。

图表22：基于周期规律，2023M3库存二次拐点显现以后，将逐步进入主动去库过程



资料来源：卓创资讯，中信建投

双峰型库存高位特征：疫情爆发与放开，叠加春节前后季节效应所致。2020年1月库存反弹，主要系疫情爆发使得经济暂时停摆，因此库存反弹明显；2023年12月，疫情放开使得大范围内人员居家、发货节奏放缓，因而库存反弹时点较3年前有提前；二者均临近春节因而加剧了库存反弹力度。2020年3月、2023年3月库存均小幅下降，回归到玻纤低价主动去库的轨道，预计2023Q2将延续3年前的波动去库过程。疫情的爆发与放开间隔约3年，与玻纤周期长度重合，因而使得玻纤高位库存波动呈现出惊人的相似性。但对本轮股价的冲击显著小于3年前，一定程度上体现出大家对于疫后的预期比疫情中更为乐观。

月度库存预测模型

月度库存预测模型中包含以下勾稽关系：1) 月度产量-国产销量=库存变动=本月库存-上月库存；2) 国产销量=内销+出口-进口；3) 2023 年月度产量=年产能/12，暗含产能利用率接近 100%。通过逐月平均计算实际产能，2016-2022 年产能利用率依次为 100%、113%、104%、101%、101%、103%、100%。因此假设产能利用率 100% 基本合理。模型中其余假设与年度供需平衡表基本保持一致，使得年度数据与月度数据尽可能勾稽。**模型的意义在于：**1) 倒推出历史月度内销数据，分析成因，在未来相同条件下可以为内需预测做参考；2) 基于合理假设预测未来几个月或几个季度的玻纤库存，从而判断行情如何演绎。

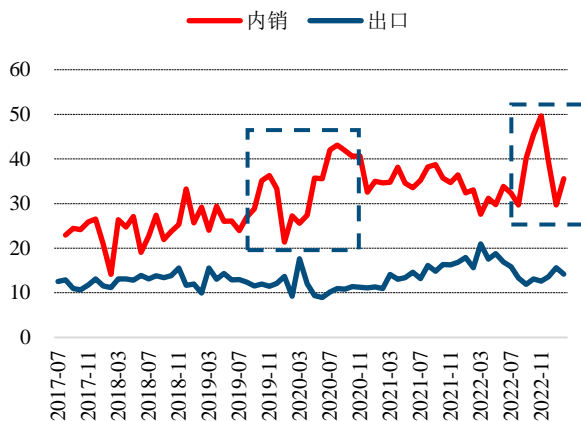
图表23： 基于池窑玻纤月度库存预测模型，2023Q2 以后玻纤库存将去化

池窑玻纤月度库存预测模型（万吨）								
	年产能	月度产量	国产销量	库存变动	库存	内销	出口	进口
2020-01	481.90	40.56	33.83	6.73	58.47	21.38	13.72	1.27
2020-02	481.90	40.56	35.39	5.17	63.64	27.27	9.27	1.15
2020-03	481.90	40.56	41.89	(1.33)	62.31	25.57	17.65	1.33
2020-04	465.80	39.21	37.92	1.29	63.60	27.39	12.03	1.50
2020-05	483.80	40.72	43.91	(3.19)	60.41	35.72	9.40	1.21
2020-06	493.80	41.56	43.10	(1.54)	58.87	35.54	8.95	1.39
2020-07	506.80	42.66	50.92	(8.26)	50.61	42.04	10.16	1.29
2020-08	506.80	42.66	52.61	(9.95)	40.66	43.10	10.95	1.44
2020-09	519.30	43.71	51.17	(7.46)	33.20	41.88	10.82	1.54
2020-10	519.30	43.71	50.67	(6.96)	26.24	40.59	11.38	1.30
2020-11	511.30	43.04	48.85	(5.81)	20.43	40.68	11.28	3.11
2020-12	511.30	43.04	41.06	1.98	22.41	32.59	11.13	2.66
.....								
2023-01	658.00	54.83	44.10	10.73	74.98	29.71	15.63	1.23
2023-02	670.00	55.83	48.86	6.97	81.95	35.57	14.22	0.92
2023-03	676.00	56.33	58.24	(1.91)	80.04	46.24	13.00	1.00
2023-04	666.00	55.50	57.00	(1.50)	78.54	45.00	13.00	1.00
2023-05	653.00	54.42	60.00	(5.58)	72.96	48.00	13.00	1.00
2023-06	663.00	55.25	60.00	(4.75)	68.21	48.00	13.00	1.00
2023-07	653.00	54.42	60.00	(5.58)	62.62	48.00	13.00	1.00
2023-08	653.00	54.42	60.00	(5.58)	57.04	48.00	13.00	1.00
2023-09	653.00	54.42	60.00	(5.58)	51.46	48.00	13.00	1.00
2023-10	668.00	55.67	60.00	(4.33)	47.12	48.00	13.00	1.00
2023-11	683.00	56.92	60.00	(3.08)	44.04	48.00	13.00	1.00
2023-12	683.00	56.92	52.00	4.92	48.96	40.00	13.00	1.00

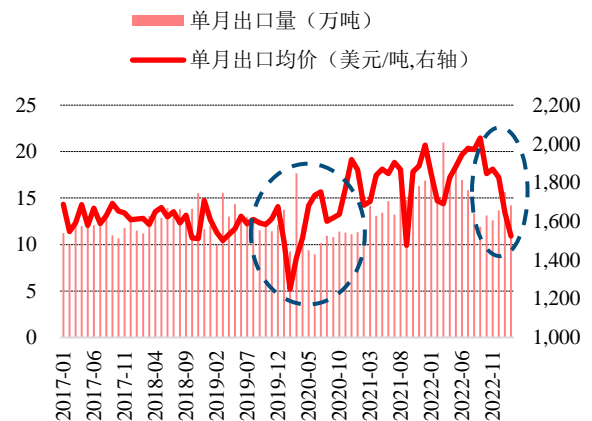
资料来源：卓创资讯，海关总署，海关统计数据平台，中国玻璃纤维工业协会，中信建投；注：不考虑陶土坩埚纱

过去我们对于库存拐点的判断逻辑多、定量演算少，而月度库存预测模型将假设情形量化，辅助分析判断。1) **内销：**对比近两轮周期，当玻纤价格处于底部区间时，月度内销量均可以达到阶段性高点。由此“低价主动去库-改善供需关系-需求提升被动去库-涨价”的逻辑链条得到验证。月度销量高位区间的大幅波动则系疫

情爆发/放开叠加春节影响所致。2023年3月以来，玻纤国内销量步入复苏阶段。2) 出口：2020年玻纤出口量价齐跌（月均11-12万吨），国内玻纤却逐步迎来大行情；2023年出口面临相似的演绎，略微的差异在于玻纤出口历经2021-2022H1大繁荣之后快速跌落，于2022M9早早见底（11.93万吨）。在海外衰退预期的宏大叙事下，玻纤出口数据却从微观层面将“下滑风险”解释得更加“具体”且“令人安心”：2022M9出口12万吨相较于2022M3出口21万吨大幅下降43%，幅度远超“温和衰退”；而12万吨这一阶段性低点却又安全地落在2020年（长底部区间）平均水平之上，中国玻纤企业相较于海外同行显著的成本优势或促成了出口需求安全垫。当然，玻纤行情依旧是以国内为主，海外影响极为有限。

图表24：玻纤行情主要依靠内销，低价刺激内销（万吨）


资料来源：卓创资讯，海关统计数据平台，中信建投

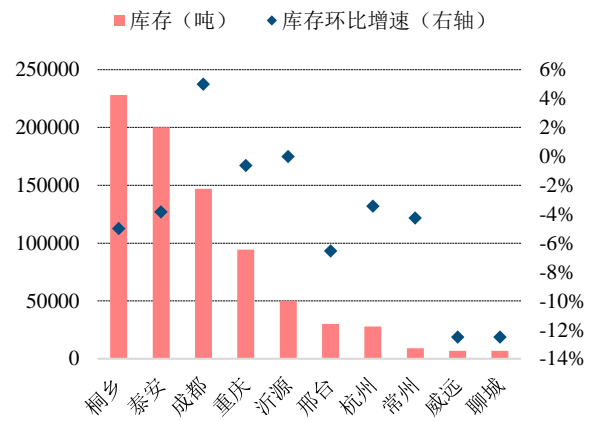
图表25：当前玻纤出口量价均已回落，较2020年有抬升


资料来源：海关统计数据平台，中信建投

基于模型测算，2023Q2以后玻纤库存将逐步去化。2020年库存去化力度极大，年初至年底累计去化29.33万吨，最大去化区间超40万吨。基于测算数据，本轮库存至少有望降至40-50万吨，较年初去化15-20万吨，自2023M2高点累计最大去化30-40万吨。库存方向相对明确，实际去化幅度仍有待持续跟踪，并调整预期。

图表26：基于测算，2023Q2以后玻纤库存将去化（万吨）


资料来源：卓创资讯，中信建投；注：虚线为预测值

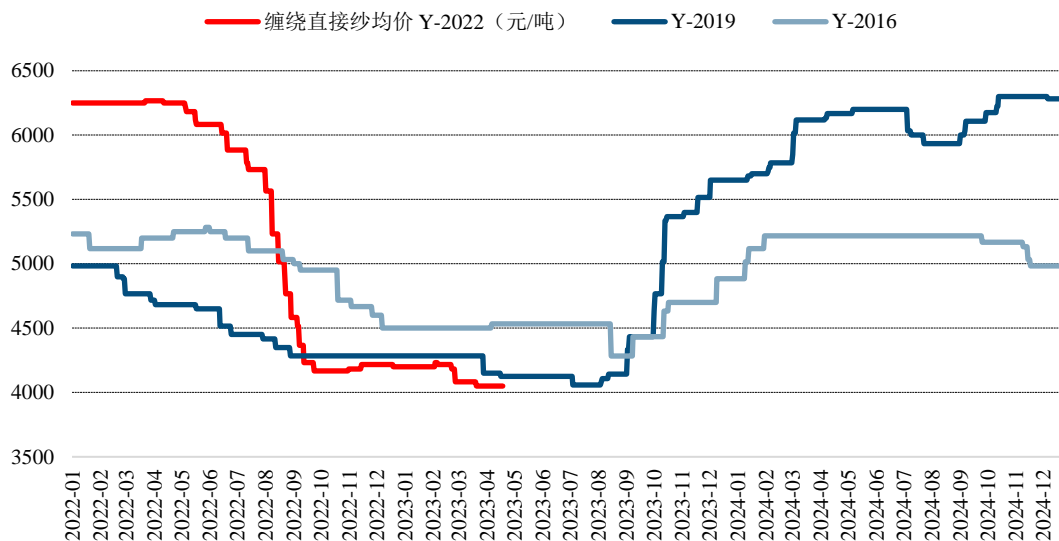
图表27：2022M3国内重点区域库存及环比增速


资料来源：卓创资讯，中信建投

2.4 粗纱价格：夯实底部，静待反弹

对比近三轮周期，2022Q3 玻纤价格“超预期下滑”并非偶然，而 2023Q3 复苏也在情理之中。关于涨价时点，**中性预期**：2023 年 7 月就具备涨价条件，原因在于：1) 本轮底部价格更低，而能源价格上涨使得成本中枢更高，亏损面更大，因此底部价格持续时间或将更短。2) 底部区间价格的二次探底早于 2019-2021 周期至少 1 个月以上，因此价格复苏也有望提前。**保守预期**：7-8 月高温，下游高端制造业、基建地产开工率或下滑，企业等待 9 月经济旺季再集中提价。关于涨价幅度，我们认为超越前高（缠绕直接纱含税价 6300 元/吨）并不容易，但考虑到本轮底部价格足够低，持续时间或许也将足够长，价格反弹后至少可以与 2018 年媲美（即达到 5000-5200 元/吨，价格反弹空间 25%-30%）。

图表28：当前玻纤底部价格持续进程已经过半，2023Q3 预计将迎来玻纤价格的反弹

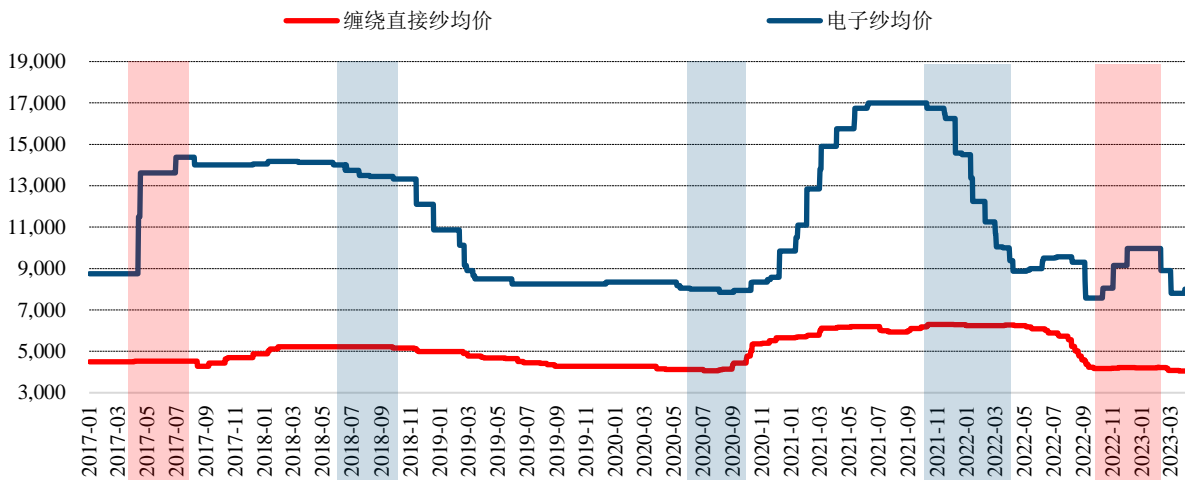


资料来源：卓创资讯，中信建投

2.5 电子纱/布：周期加成，弹性盈利

电子纱与粗纱周期略有错位，同向变动时周期叠加放大趋势。粗纱下游需求广泛分布在建筑、汽车交通、风电等领域，电子纱/布下游需求集中在电子电器领域。二者整体受经济周期影响，因而价格周期大致重合；但电子纱/布下游需求结构单一，受企业扩产影响更明显，与粗纱周期有错位，且变动更加剧烈（粗纱价格变动区间-33%~+50%，电子纱-50%~+100%）。当粗纱、电子纱景气度同时提升，将显著放大上升趋势，反之亦然。

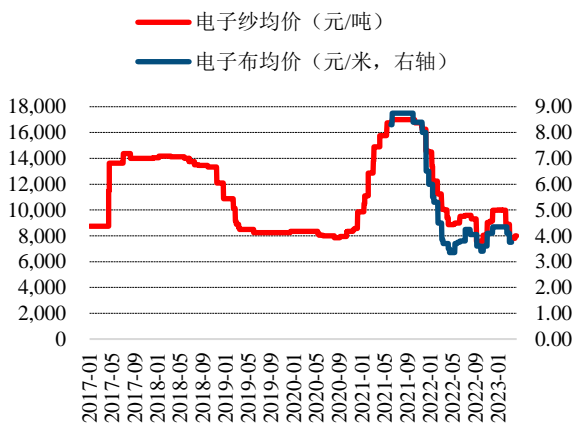
图表29：电子纱与粗纱价格周期略有错位，且电子纱周期波动更为剧烈



资料来源：卓创资讯，中信建投；注：粉色区域代表电子纱价格正向背离，蓝色区域代表电子纱价格负向背离

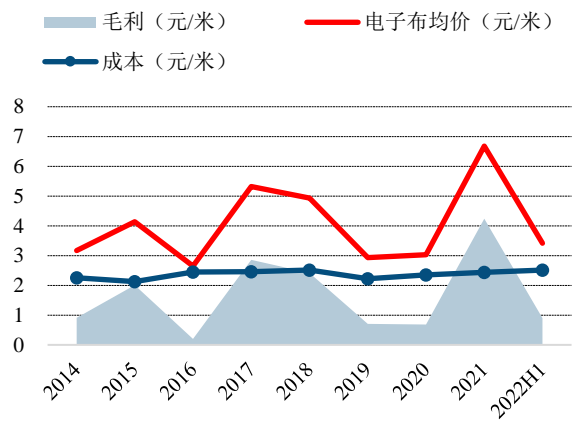
电子纱/布属于高盈利弹性品种：每一轮周期底部都使得全行业面临亏损，中国巨石小幅盈利；而周期上行时价格反弹力度极大。过去6年间底部价格变化不大，代表成本线；而顶部价格中枢明显抬升。中国巨石电子布成本维持在2.5元/米左右，领先行业0.5元/米左右。2021年周期高点全年均价6.7元/米（不含税），获得4.24元/米单位毛利，毛利率高达63.48%；周期底部获得0.5元/米以上的防御性毛利；“进可攻、退可守”。

图表30：G75 电子纱与 7628 电子布价格对比



资料来源：卓创资讯，中信建投

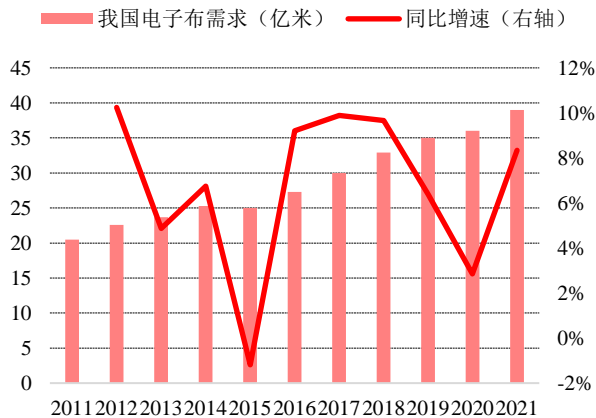
图表31：巨石电子布均价与成本对比（元/米）



资料来源：中国巨石公告，中信建投

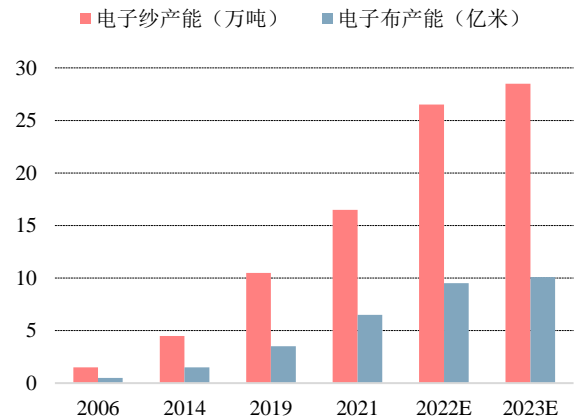
判断：2023 年电子纱/布几乎没有新建产线投产，目前仅巨石 3 万吨改 5 万吨电子纱暨 1.6 亿米电子布年内存投产预期，产能净新增相对有限。2022 年四季度电子纱/布低库存运行之后已经率先进入价格复苏期，而 2023 年一季度由于季节效应下游 PCB 需求相对疲弱，价格再次跌落至底部。考虑到电子布行业盈利压力更大，供给更紧，2023 年价格有望先于粗纱复苏，盈利弹性大，提升业绩兑现度。

图表32： 我国电子布需求（亿米）



资料来源：CCLA，华经情报网，光远新材招股说明书，中信建投

图表33： 预计 2023 年巨石电子布产能突破 10 亿米



资料来源：中国巨石公告，中信建投

2.6 小结：玻纤本轮景气复苏初具条件，反弹力度或低于上轮周期

本轮周期（2022-至今）与 2019-2021 周期对比小结：1) 需求端具有相似性，玻纤出口阶段性底部较 2020 年抬升；2) 供给端产能盘整、冷修+停产还在进行中，前期进度符合预期，后续仍有待观察；3) 库存演绎高度相似，但本轮顶部库存更高，且潜在的去库幅度预计略小一些；4) **底部价格更低，更有助于产能出清；**综合考虑供需平衡表、库存去化力度，潜在的价格反弹力度预计低于 2019-2021 周期。

图表34： 本轮周期（2022-至今）进度评价表

周期表现	周期阶段			进度评价 (截至 2023M3)
	2016-2019	2019-2021	2022-至今	
1) 需求				
复苏之年	2017	2020	2023	
需求最大驱动因素		风电	风电（预期）	√
复苏之年地产竣工		强复苏推迟	低基数复苏	√
复苏之年内外销孰强		内销>外销	内销>外销	√
复苏之年玻纤月均出口（万吨）		11~12	13~14（预期）	+
复苏之年电子纱预期强弱		底部持续	先于粗纱反弹（预期）	+
2) 供给				
产能盘整期（月）	14	11	9/14（预期）	-
此后产能累计增加（万吨）	140	180		-
产能累计增长幅度	41.20%	37.50%		
冷修+停产累计最大退出（万吨）		64	21.8/40（预期）	-
其中：冷修		23		
其中：停产		41		
3) 库存				
库存形态		双峰值	双峰值	√
去库最大扰动因素		2020M1 疫情爆发	2022M12 疫情放开	√
最高库存（万吨）		64.92	81.95	-
库存二次拐点		2020M3	2023M3（预期）	√
累计最大去库（万吨）		40+	30~40（预期）	-
4) 价格				
缠绕直接纱底部价格（元/吨）	4500	4100~4300	4000~4200	+
底部持续时间（月）	9	12	7/(9~12)	-
反弹后最高价格（元/吨）	5200	6300	5000~5200	-
反弹幅度	15%	50%	25%~30%	-

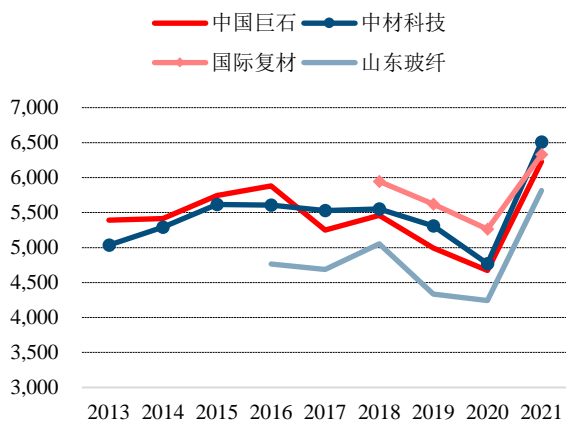
资料来源：中信建投；注：√代表持平，+代表本轮更优，-代表本轮更差或进度未完成

三、个股梳理&投资建议

3.1 成本对比

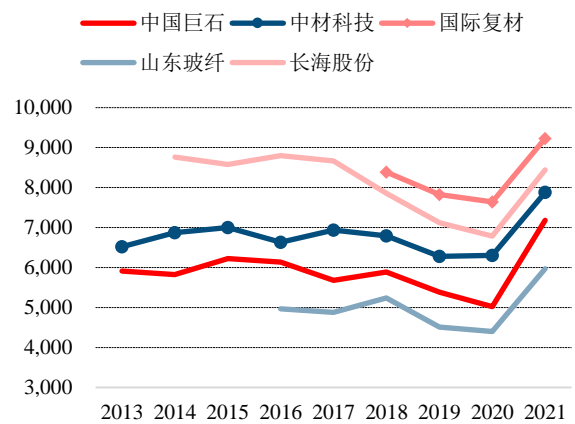
销售价格：1) 粗纱方面，巨石、中材科技（泰山玻纤）、国际复材产品结构中风电纱等高端粗纱占比更高，因此均价显著高于山东玻纤。2) 玻纤及制品方面，国际复材、中材科技、长海股份深加工玻纤制品占比较高，因而整体均价更高。中国巨石追求性价比，主打满足下游客户需求的最具成本优势的产品。

图表35： 各公司粗纱销售均价（元/吨）



资料来源：各公司公告，中信建投

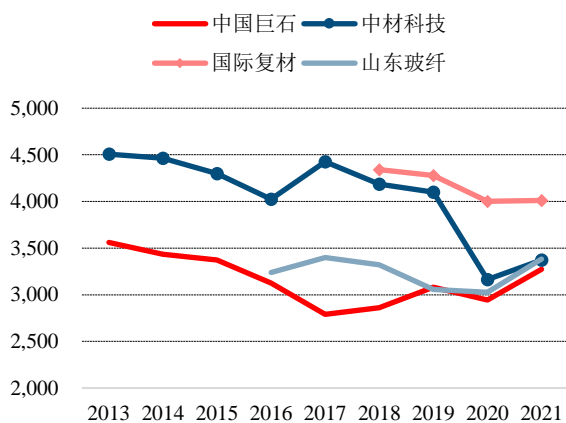
图表36： 各公司玻纤及制品合计销售均价（元/吨）



资料来源：各公司公告，中信建投

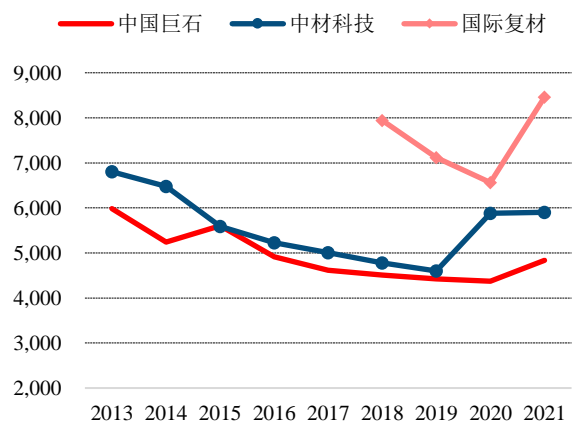
成本：无论是粗纱或是制品，巨石均长期保持最低单吨成本。1) 粗纱方面，巨石近5年成本中枢2989元/吨，2017年低至2790元/吨。中材科技、国际复材也呈现出持续降本趋势。2) 玻纤制品方面，巨石近5年成本中枢4551元/吨，同样保持着成本领先优势。综合考虑玻纤及制品（含电子布），近5年巨石/中材科技/国际复材/山东玻纤/长海股份成本中枢分别为3280/4427/5648/3397/5062元/吨。

图表37： 各公司粗纱单位成本（元/吨）



资料来源：各公司公告，中信建投；注：中材科技数据包含电子纱

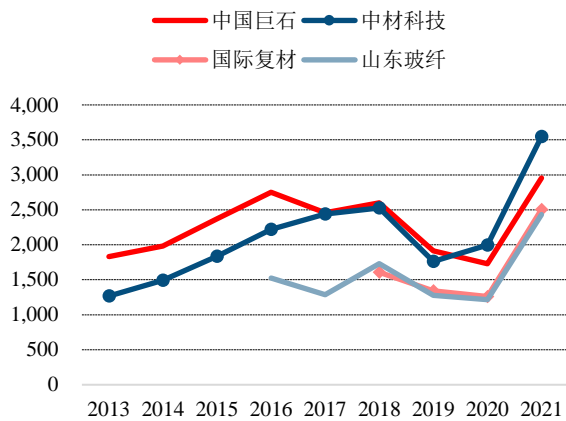
图表38： 各公司玻纤制品单位成本（元/吨）



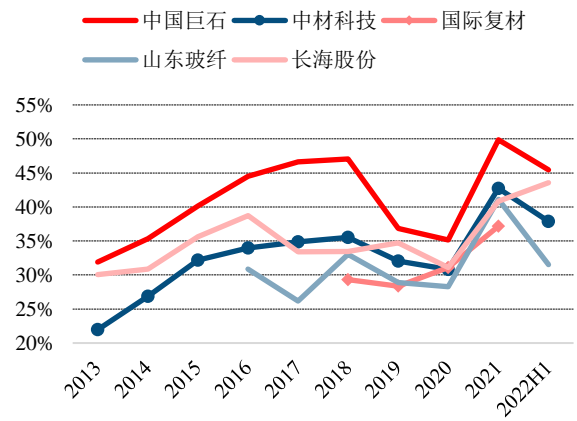
资料来源：各公司公告，中信建投

毛利：1) **粗纱方面**，巨石、中材科技粗纱单吨毛利显著高于国际复材与山东玻纤。2016-2021年，巨石与山东玻纤粗纱平均毛利差达到 824 元/吨，玻纤及制品平均毛利差高达 989 元/吨。2021 年该盈利差分别为 522、1126 元/吨。2) **玻纤及制品毛利率**：综合玻纤纱、制品各自的成本优势，巨石毛利率长期遥遥领先。2016-2021 年，巨石/中材科技/国际复材/山东玻纤/长海股份玻纤及制品平均毛利率分别为 **43.34%、35.00%、31.50%、31.39%、35.38%**。

图表39： 各公司粗纱单位毛利（元/吨）



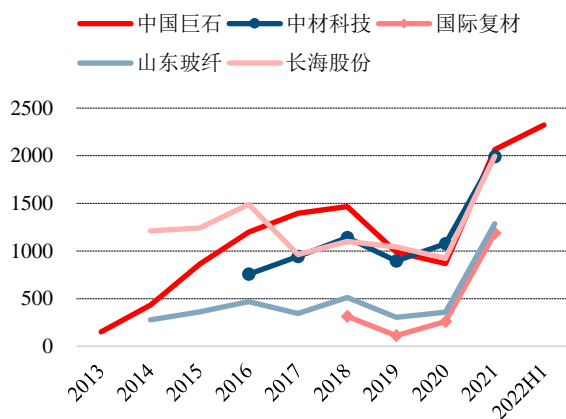
图表40： 各公司玻纤及制品毛利率



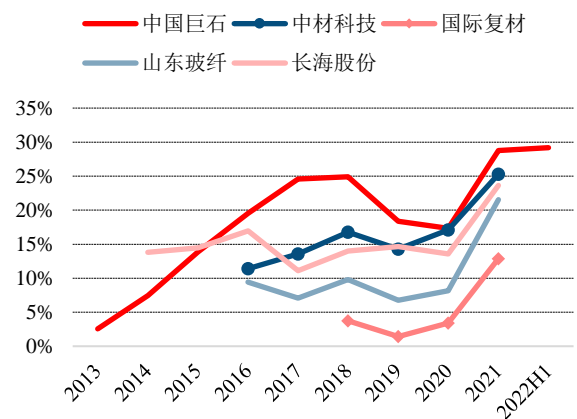
资料来源：各公司公告，中信建投；注：中材科技数据包含**电子纱** 资料来源：各公司公告，中信建投

扣非净利：2019-2020 年玻纤价格筑底，使得行业单吨扣非净利润下滑；2020 年巨石底部吨净利为 869 元/吨。2021 年以来，盈利水平持续提升，**巨石单吨扣非净利突破 2000 元/吨大关**，中材/长海紧随其后，盈利较历史上景气度高点均有提升。2022 年上半年，巨石单吨扣非净利进一步提升至 2322 元/吨，玻纤及制品扣非净利率 29.18%。2022Q3 玻纤价格触底，预计玻纤及制品均价下滑 1000 元/吨，巨石单三季度单吨净利预计维持在 1300 元/吨以上，较历次周期底部盈利有明显提升。

图表41： 各公司玻纤及制品单位扣非净利润（元/吨）



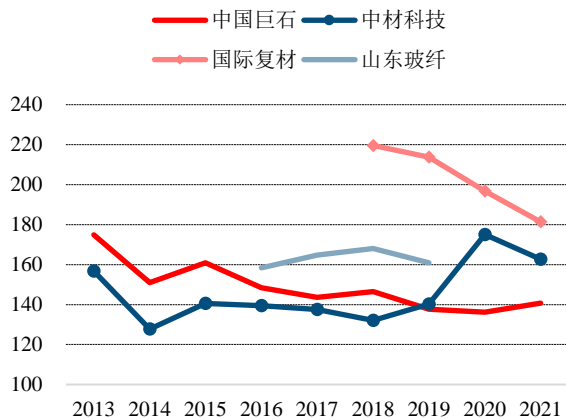
图表42： 各公司玻纤及制品扣非净利率



资料来源：各公司公告，中信建投；注：玻纤及制品净利润按照毛利润来划分 资料来源：各公司公告，中信建投

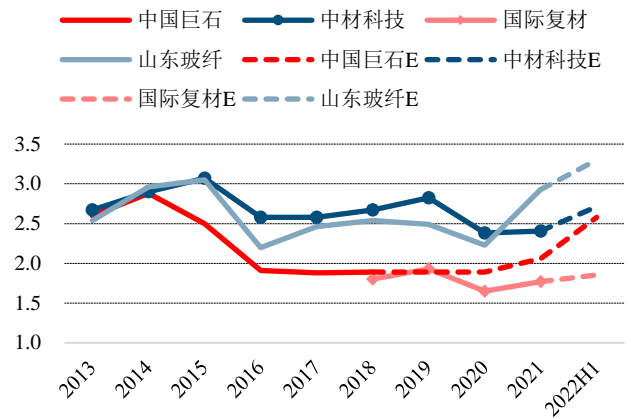
成本拆解-天然气：基于各公司披露的年度天然气采购量与玻纤产量，计算单吨玻纤及制品耗用量。2020-2021年，巨石天然气单耗分别为136、141立方/吨，达到历史最低水平，较同期中材科技分别低39、22立方/吨。2021年以来天然气价格上涨，由于天然气单耗最低，巨石成本优势逐渐被放大。

图表43： 各公司单吨玻纤天然气耗用量（立方/吨）



资料来源：各公司公告，中信建投

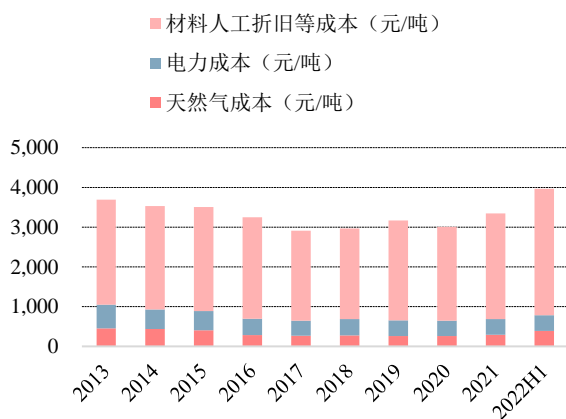
图表44： 各公司天然气采购均价（元/立方）



资料来源：各公司公告，中信建投

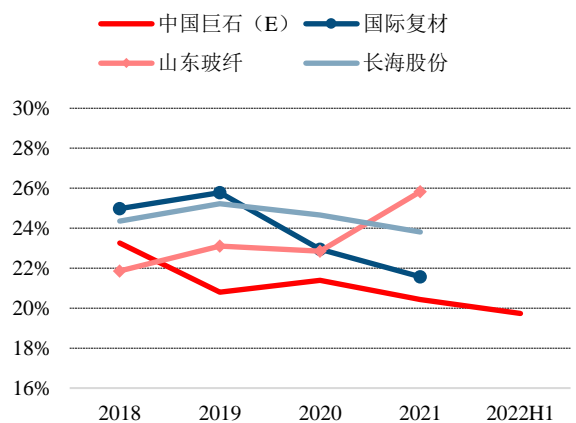
成本拆解-能源动力：巨石能源动力单耗逐年优化，成本对天然气价格敏感度下降。2021年天然气、电力单耗分别为141立方/吨、787度/吨，同比增幅仅3.3%、1.9%，相对平稳；且较2013年累计下降19.5%、18.9%。预计2021年天然气、电力成本占比仅8.7%、11.8%，合计占比20%左右。从绝对量来看，2021年以来粗纱及制品单吨成本提升主要是产品结构升级带来的原料结构升级、运费调整等因素所致。

图表45： 中国巨石粗纱及制品单吨成本拆分



资料来源：公司公告，中信建投；假设2019年以来巨石天然气成本涨幅参照嘉兴工业天然气价格涨幅，电力采购价格维持0.5元/吨

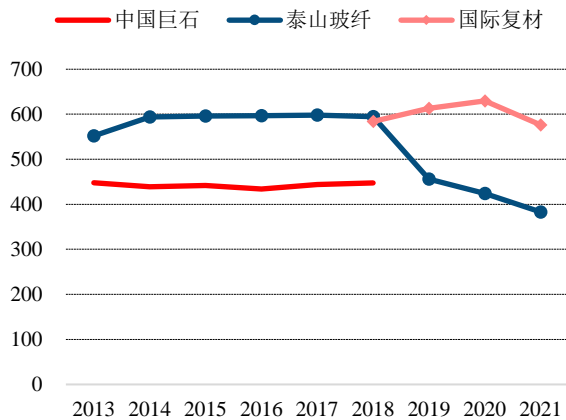
图表46： 各公司能源动力成本占比



资料来源：各公司公告，中信建投；注：中国巨石数据为预计值，山东玻纤2021年数据为2021H1数据

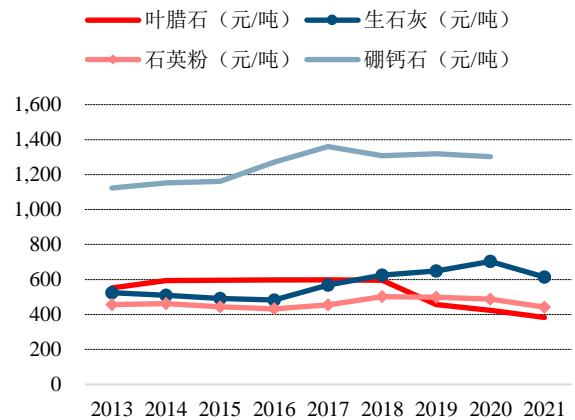
成本拆解-原材料：2013-2018年，巨石叶腊石采购成本显著低于泰山玻纤，平均低146元/吨。参考泰山玻纤原材料采购价格，2019年以来叶腊石、石英粉价格有所回落，石灰石价格自2021年回落，硼钙石价格基本高位维持。但产品结构升级过程中硼钙石、生石灰等价格更贵的原材料采购量显著提升，因而整体原材料成本或有所提升。

图表47： 各公司叶腊石采购价格对比（元/吨）



资料来源：公司公告，中信建投

图表48： 泰山玻纤原材料采购价格



资料来源：中材科技公告，中信建投；注：硼钙石从立方米折算成吨

2022Q4 玻纤价格处于底部区间，对应着本轮周期中各家企业的底部盈利。基于各家企业 2022 年报披露最新数据，结合部分假设进行合理测算：中国巨石、泰山玻纤、长海股份、山东玻纤 2022Q4 单吨扣非归母净利润预计分别为 1235 元/吨、600~800 元/吨、1003 元/吨、-200~-100 元/吨。山东玻纤 2022Q4 单季度账面亏损，而 2020 年底部区间仍有 300~400 元/吨的扣非净利。这意味着：1) 行业后 40%分位数产能或普遍存在账面亏损情况，由此推知现金成本亏损面也较上一轮周期底部加大；2) 龙头企业与二线企业盈利差拉大至 1000 元/吨以上。

3.2 投资建议：首推中国巨石，关注板块机会

首推优质、纯粹的玻纤标的【中国巨石】，在 Beta 行情中率先受益。拆解国内 Top5 玻纤企业成本，可以分析得出中国巨石成本优势持续巩固。基于 2022 年报最新数据，结合部分假设进行合理测算，2022Q4 周期底部，中国巨石与二线企业盈利差较上轮周期底部拉大（相对优势放大）。潜在的风电纱增量需求将使得产品结构占优的头部企业更加直接收益。巨石玻纤纱占比高、制品少的特性，使得巨石 Beta 属性更加明显。巨石电子布成本占优，且 2022 年以来电子布产能占比显著提升，2023 年电子布价格的反弹将使得巨石获得优于行业的盈利弹性。

本轮玻纤行情演绎仍以 Beta 行情为主，玻纤价格的复苏有望从龙头企业逐步向板块内其他企业外溢。内在原因：玻纤粗纱产线一定程度上可以灵活转产。例如风电纱需求提升首先利好头部 3 家企业，但随着头部企业将其他粗纱产线更多地转产风电纱，会使得其他粗纱因供给紧缺而涨价。2023 年将是玻纤价格复苏之年，建议关注板块内【中材科技】【长海股份】。

四、风险分析

1) 海外经济衰退风险

我国玻纤产业面临北美、欧洲等海外市场需求，全球通胀与美联储加息使得欧美面临经济衰退风险。倘若海外经济体衰退期缩减制造业投资，将降低对我国玻纤的需求量，从而使得玻纤行业面临需求下滑的风险。

2) 风电装机增速持续低于预期

风电纱作为玻纤粗纱中的高端产品，被大量适用于风电叶片中。当前风电装机增速显著低于前一年的招标量增速，预期未来装机增速将企稳回升，并带动对风电纱的需求。倘若风电装机持续低于预期，将影响玻纤需求增速提升。

3) 玻纤行业产能扩张过快的风险

玻纤行业具有较强的周期性，价格受供需关系影响明显。当行业产能扩张过快，部分企业将通过压低价格的方式展开竞争，从而使得玻纤价格大幅波动。玻纤成本相较于价格而言稳定，但价格波动将显著影响企业盈利。

分析师介绍

吕娟：董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

研究助理

李长鸿 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 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，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk