

建筑材料

证券研究报告

2021年11月05日

2021 三季度总结：Q3 经历最大压力期，底部反弹在即

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

鲍荣富

分析师

SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东

分析师

SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯

联系人

wangwena@tfzq.com

林晓龙

联系人

linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《建筑材料-行业研究周报:建材三季度营收/业绩整体承压,基本面处于触底阶段》2021-10-31
- 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周观点:三季度验证行业景气向上动能》2021-10-31
- 《建筑材料-行业研究周报:消费建材如期迎来反弹,后续持续性如何?》2021-10-24

Q3 建材行业营收增速放缓，ROE 出现回落

2021 年前三季度我们追踪的 54 家建材公司整体收入/归母净利润 YoY+17.0%/13.3%，单 Q3 收入/归母净利润 YoY+3.4%/-6.5%，营收及利润压力较大。Q3 整体 ROE 同比-1.2pct 达 4.5%，环比-1.3pct，主要系原燃料成本增加导致净利率下滑，Q3 净利率 13.8%，同比/环比分别下降 1.4/2.8pct。Q3 企业现金流变差，净现比同比下滑 24.7pct 达 79%，但预计主要与部分企业加大原材料存储以及现金采购比例提升有关，收款情况较稳定，收现比环比基本持平。随着国家加大对大宗商品价格管控，我们预计 Q4 原材料价格可能见顶回落，成本压力有望逐步消退，同时随着产品提价的逐步落实，利润率有望迎来改善。

光伏/浮法玻璃：光伏玻璃价格底部小幅回升，浮法旺季需求略有延后

Q3 光伏玻璃收入/净利润 YoY+52.1%/+34.3%，9 月初光伏玻璃价格开始触底回升。我们判断 Q4 及明年光伏玻璃扩产进度或慢于预期，长线来看，政策持续发力推动新能源发展，BIPV 有望提速，若原材料价格回落，21Q4 或迎来装机小高潮，明年有望持续改善，推荐福莱特。浮法玻璃 Q3 收入/净利润 YoY+21.8%/75.1%，Q3 价格仍维持高位，十月份旺季需求不及预期，我们认为需求有所推迟但并未消失，短期看好竣工向好的持续性，明年竣工需求或出现拐点，但供给端冷修产线也有望增加，预计供需格局大幅恶化概率较低，推荐旗滨集团、信义玻璃、金晶科技等。

玻纤：业绩佐证行业景气向上动能，预计后期价格有望高位维稳

Q3 玻纤收入/净利润 YoY+21%/108%，年初至今玻纤行业一直维持高景气度，虽部分区域有产线增加，但阶段性冷修对冲了供给增长的压力，整体价格高位维稳。短期继续看好海外需求持续增长，中长期风电、新能源汽车放量值得期待。21、22 年供给端增量有限，10 月份受天然气涨价影响，玻纤价格再次上调，预计后期价格有望高位维稳。推荐中国巨石，长海股份（与化工联合覆盖），中材科技，宏和科技等。

水泥：Q3 受限产影响价格大幅拉涨，期待 Q4 利润高弹性

Q3 水泥行业收入/净利润 YoY-10.7%/-20.2%，Q3 受工程资金不足、限电限产、煤炭价格大幅上涨等因素影响，水泥行业营收和业绩同比出现下滑。我们看好 22H1 需求加快好转，因：1) Q3 以来政策发力推动专项债加快发行，有望于明年上半年形成实物工作量，提振基建需求；2) 当前地产需求或已基本触底，政策端可能出现边际放松，明年上半年有望看到地产数据好转。9 月能耗双控+限电导致供给大幅收缩，十月以来限产边际放松，但部分省份已开始执行 Q4 错峰生产要求，供给有望维持偏紧。限产带来水泥价格大幅拉涨，近期煤炭控价推动企业盈利好转，Q4 水泥企业利润高弹性可期。推荐上峰水泥、华新水泥、海螺水泥。

消费建材：Q3 经历最大压力期，继续看好防水、涂料龙头成长性

Q3 单季度消费建材收入/归母净利润同比增速分别为+31%/-94%，业绩经历最大压力期，一方面因下游地产景气度下滑，收入增速放缓，另外原材料涨价短期内难以通过涨价传导，净利润承压，且考虑到地产商资金风险，部分企业进行了较多的信用计提。我们认为防水、涂料仍是成长性最好的赛道，Q3 收入增速分别增长 32%/31%，且龙头企业成本控制能力及渠道优势进一步凸显，东方雨虹、三棵树（剔除减值影响）Q3 净利润同比分别+10.4%/+5%，仍能实现正增长。我们认为消费建材短期受地产景气度、资金链，以及成本压力影响在逐渐减弱，中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，推荐东方雨虹、蒙娜丽莎、亚士创能、北新建材、科顺股份、三棵树等，短期而言，若地产链资金端出现明显改善，消费建材品种亦有望迎来估值修复。

风险提示：下游需求回落超预期，原材料涨价超预期，产能投放超预期。

内容目录

1. 建材行业 21 年前三季度 ROE 维持高位，龙头优势凸显	5
1.1. 建材行业：Q3 营收增速放缓，归母净利润同比出现下滑	5
1.1. 建材子板块：水泥延续高景气，玻璃/消费建材受益于价格高增	7
2. 主要子板块业绩分析	9
2.1. 玻璃：前三季度光伏玻璃价格触底回升，浮法玻璃高景气延续	9
2.1.1. 光伏玻璃：价格触底回升，市场有望逐步向好	9
2.1.2. 浮法玻璃：Q3 旺季需求略有延后，预计后续供需维持动态平衡	14
2.1. 玻纤：Q3 业绩佐证行业景气向上动能，预计后期价格有望高位维稳	18
2.1. 水泥：Q3 受限产影响价格大幅拉涨，期待 Q4 利润高弹性	21
2.2. 消费建材：受地产景气下滑及原材料涨价影响较大，继续看好防水、涂料龙头成长性	25
3. 短期继续推荐顺周期品种，关注地产链政策及资金改善	28
4. 风险提示	29

图表目录

图 1：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业营收及增速	5
图 2：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业归母净利润及增速	5
图 3：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业盈利能力	5
图 4：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业期间费用	5
图 5：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业收现比（%）	6
图 6：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润	6
图 7：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业资产周转情况	6
图 8：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业负债情况	6
图 9：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业 ROE	7
图 10：2017-2021 年建材行业 Q3 单季度 ROE	7
图 11：2021Q1-3 建材各板块收入增速	7
图 12：2021 年三季度建材各板块收入增速	7
图 13：2021Q1-3 建材各板块归母净利润增速	7
图 14：2021 年 Q3 建材各板块归母净利润增速	7
图 15：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃营收及归母净利润增速	9
图 16：2017-2021 光伏玻璃三季度营收及归母净利润增速	9
图 17：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率	9
图 18：2017-2021 光伏玻璃行业三季度单季毛利率及净利率	9
图 19：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业营运能力	9
图 20：2017Q3-2021Q3 光伏玻璃行业三季度单季营运能力	9

图 21: 2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业 ROE	10
图 22: 2017-2021 三季度年光伏玻璃行业 ROE	10
图 23: 光伏组件相关价格指数 (%)	10
图 24: 新增光伏装机情况	10
图 25: 全球光伏新增装机量及未来展望	11
图 26: 我国光伏新增装机量及未来展望	11
图 27: 光伏玻璃月度在产产能 (t/d)	11
图 28: 光伏玻璃生产厂商库存情况	14
图 29: 3.2mm 光伏玻璃均价 (元/平方米)	14
图 30: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃营收及归母净利润增速	14
图 31: 2017Q3-2021Q3 浮法玻璃三季度营收及归母净利润增速	14
图 32: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率	15
图 33: 2017Q3-2021Q3 浮法玻璃行业三季度单季毛利率及净利率	15
图 34: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业营运能力	15
图 35: 2017Q3-2021Q3 浮法玻璃行业三季度单季营运能力	15
图 36: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业 ROE	15
图 37: 2017-2021 年浮法玻璃行业 Q3 单季度 ROE	15
图 38: 19-21 年 7 月深加工玻璃产量及同比增速	16
图 39: 房屋销售、竣工面积同比增速	16
图 40: 浮法玻璃日熔量	16
图 41: 分年度全国平板玻璃价格	17
图 42: 分年度全国平板玻璃库存	17
图 43: 我国浮法玻璃产线最新点火时间统计 (截止 20 年底)	17
图 44: 2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速	18
图 45: 2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度营收及归母净利润增速	18
图 46: 2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业毛利率及净利率	18
图 47: 2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度单季毛利率及净利率	18
图 48: 2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业营运能力	19
图 49: 2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度单季营运能力	19
图 50: 2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业 ROE	19
图 51: 2017-2021 年玻纤行业 Q3 单季度 ROE	19
图 52: 我国玻纤产量及出口占比	20
图 53: 玻纤当月出口量变化 (万吨)	20
图 54: 玻纤出口单价情况	20
图 55: 波罗的海航运指数 (BDI 指数) 变化	20
图 56: 2400tex 缠绕直接纱价格	21
图 57: 各企业 G75 电子纱价格	21
图 58: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥营收及归母净利润增速	22
图 59: 2017Q3-2021Q3 水泥三季度单季营收及归母净利润增速	22
图 60: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业毛利率及净利率	22
图 61: 2017Q3-2021Q3 水泥行业三季度单季毛利率及净利率	22

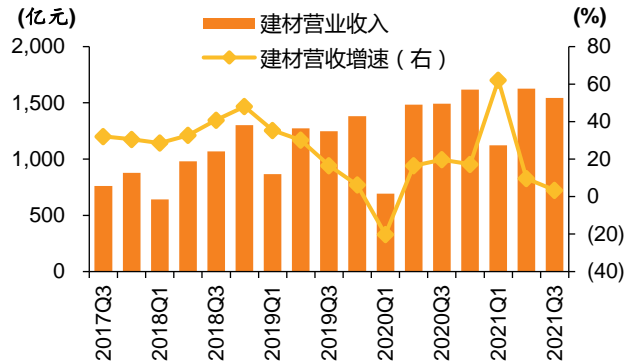
图 62: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业营运能力.....	22
图 63: 2017Q3-2021Q3 水泥行业三季度单季营运能力.....	22
图 64: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业 ROE.....	23
图 65: 2017-2021 年水泥行业 Q3 单季度 ROE.....	23
图 66: 地方政府专项债发行额.....	23
图 67: 房屋新开工、销售、施工面积累计同比.....	23
图 68: 分年度全国水泥发货率.....	23
图 69: 分年度全国水泥库容比.....	23
图 70: 1-9 月全国及各区域水泥产量及同比增速.....	24
图 71: 9 月单月全国及各区域水泥产量及同比增速.....	24
图 72: 分年度全国重点城市水泥价格.....	25
图 73: 分年度全国重点城市水煤价差.....	25
图 74: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材营收及归母净利润增速.....	25
图 75: 2017Q3-2021Q3 消费建材三季度营收及归母净利润增速.....	25
图 76: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业毛利率及净利率.....	25
图 77: 2017Q3-2021Q3 消费建材行业三季度单季毛利率及净利率.....	25
图 78: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业营运能力.....	26
图 79: 2017Q3-2021Q3 消费建材行业三季度单季营运能力.....	26
图 80: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业 ROE.....	26
图 81: 2017-2021 年消费建材行业 Q3 单季度 ROE.....	26
图 82: 2021 年 Q1-3 消费建材部分细分行业收入增速 (%).....	27
图 83: 2021 年 Q1-3 消费建材部分细分行业净利润增速 (%).....	27
图 84: 2021Q3 消费建材部分细分行业收入增速 (%).....	27
图 85: 2021Q3 消费建材部分细分行业净利润增速 (%).....	27
表 1: 2021 年 1-10 月全球超白压延玻璃已点火产能.....	12
表 2: 2021Q4 及 2022 年全球光伏玻璃拟点火项目统计.....	12
表 3: 2021、2022 年玻纤新增产能情况 (万吨).....	20
表 4: 2021 年年初以来冷修及拟冷修线情况 (万吨).....	21
表 5: 重点公司盈利预测.....	29

1. 建材行业 21 年前三季度 ROE 维持高位，龙头优势凸显

1.1. 建材行业：Q3 营收增速放缓，归母净利润同比出现下滑

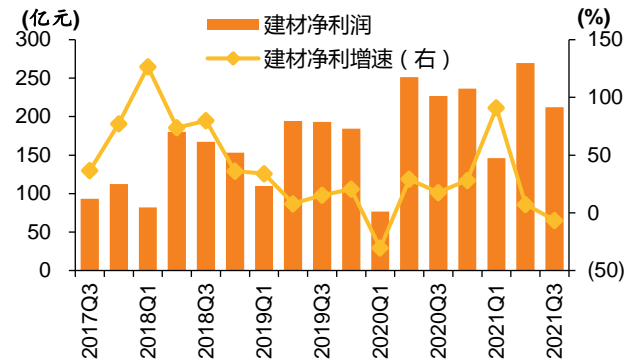
建材行业 2021 年前三季度营收保持稳定增长，Q3 单季度净利润受原材料涨价影响有所下滑。2021 年前三季度我们跟踪的 54 家建材行业上市公司总计实现营收/归母净利润 4293 /628 亿元，同比+17.0%/+13.3%，Q3 单季度实现收入/归母净利润 1543/212 亿元，同比分别+3.4/-6.5%，受下游地产景气度下滑影响，行业整体收入增速较上半年明显下滑，同时因为原材料涨价，使得利润端承压，归母净利润同比出现下滑，预计 Q4 部分原材料、燃料价格可能出现回落，且企业提价逐步落实，行业利润将有所回暖。

图 1：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业归母净利润及增速

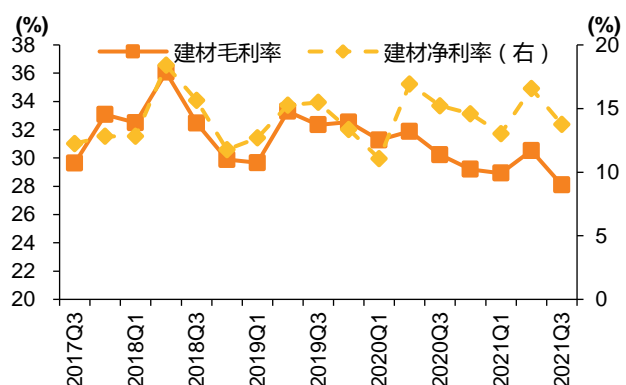


资料来源：Wind、天风证券研究所

规模效应发挥带动期间费用率下降，研发投入有所增加。2021 年前三季度行业期间费用率 10.4%，同比下降 0.7pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.6%/4.5%/1.9%/0.4%，同比分别-0.9/+0.1/+0.3/-0.2pct，销售费用率下降一方面因规模效应进一步发挥，另一方面还因部分公司根据最新会计准则，将销售费用中的运输费用调整至营业成本所致，研发费用率增长主要系企业加大智能制造投入及新产品研发力度，从而推升研发费用支出。

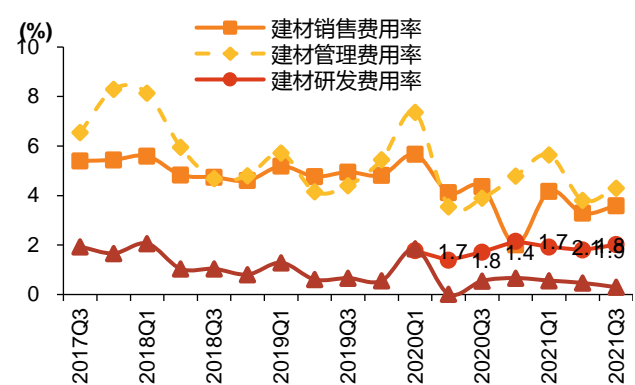
Q3 原材料、燃料涨价带来的成本压力进一步加剧，行业盈利能力整体下滑。2021 年前三季度行业整体毛利率 29.2%，同比下降 1.9pct，一方面因前三季度大宗原材料涨价，导致毛利率下滑，另一方面，部分公司将运输费用转入营业成本，对于毛利率也产生一定影响。其中 Q3 单季度毛利率 28.1%，环比下滑 2.4pct，原材料、燃料涨价带来的成本压力进一步加剧；从净利率来看，21 年前三季度整体净利率 14.6%，同比小幅下降 0.5pct，Q3 单季度实现净利率 13.8%，同比/环比分别下降 1.4/2.8pct。

图 3：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业盈利能力



资料来源：Wind、天风证券研究所

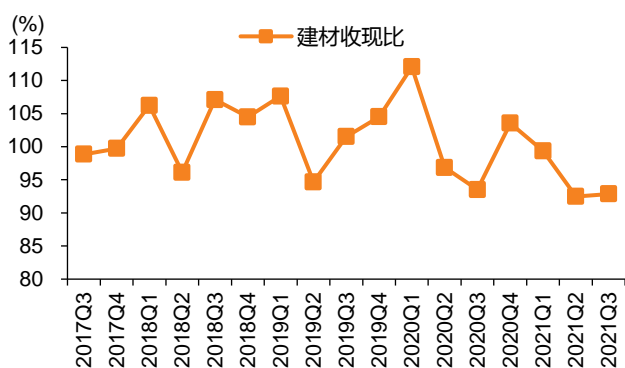
图 4：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业期间费用



资料来源：Wind、天风证券研究所

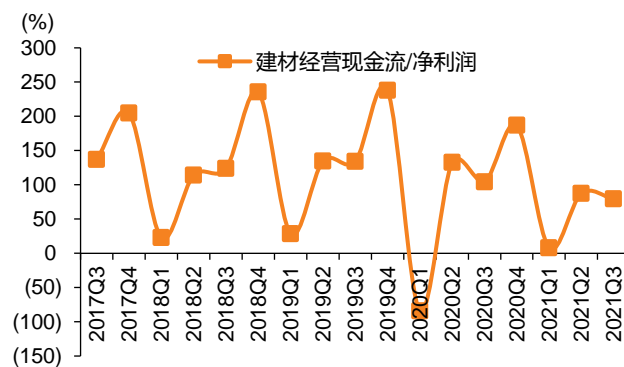
21Q3 收款情况基本稳定，现金流变差主要与原材料采购有关。2021 年前三季度经营性现金流/归母净利润 66%，同比下滑 25pct，其中 Q3 单季度为 79%，同比/环比分别下滑 24.7/8pct，现金流情况有所变差，但预计主要与原材料涨价背景下，部分企业加大原材料存储以及现金采购比例提升有关，企业收款情况并未明显恶化前三季度收现比 94.4%，同比下降 3.9pct，其中 Q3 单季度收现比 92.9%，环比基本持平。

图 5：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业收现比 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

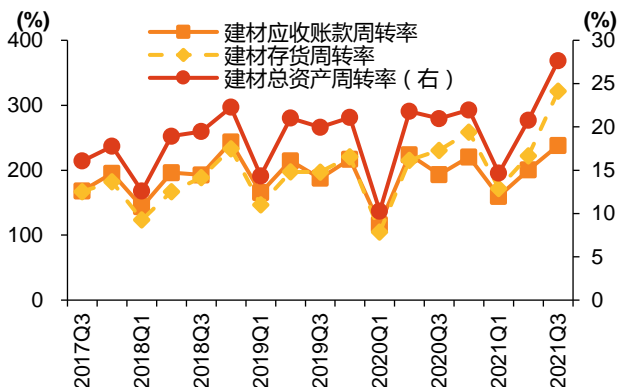
图 6：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

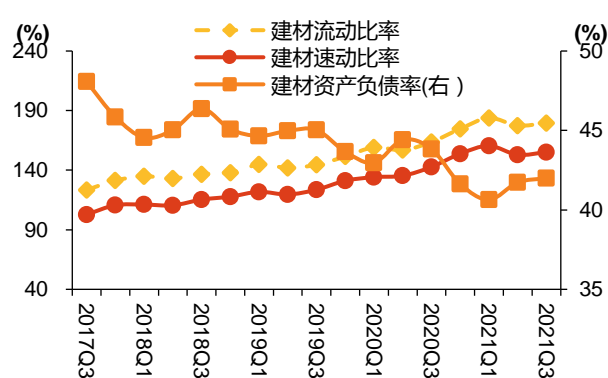
短期偿债能力环比提高，资本结构仍保持健康。21 年三季度末行业流动比率/速动比率分别为 179.5%/155.1%，环比提高 2.1/2.2pct。21 年三季度末行业资产负债率为 42.0%，同比下降 1.8pct，反映行业资金流动性较好，整体资本结构仍保持健康。

图 7：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业资产周转情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

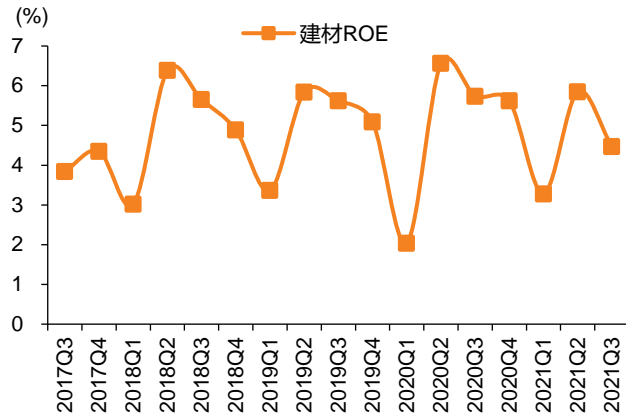
图 8：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业负债情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

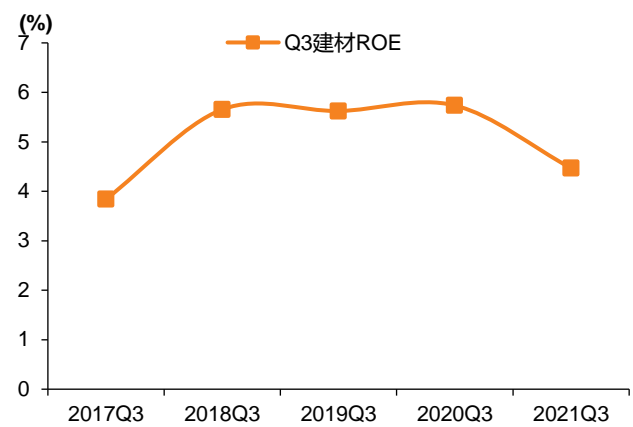
Q3 行业 ROE 受净利润影响小幅下降，后续若利润率有所恢复，则 ROE 仍有望恢复。2021 年前三季度建材行业 ROE 为 13.6%，较 20 年同期下降 0.6pct，其中 Q3 单季度 ROE 4.5%，同比/环比分别下降 1.2/1.3pct。Q3 主要受原材料涨价影响，企业净利率同比有所下滑，对 ROE 形成拖累，前三季度应收账款/总资产周转率分别为 5.2/0.54 次，同比提高 0.05/0.01 次，存货周转率为 6.05 次，同比提升 0.22 次，Q3 单季度来看，总资产周转率环比有所下降。后续若原材料价格能够企稳，同时企业涨价逐步落实，盈利能力或有改善，ROE 仍有望恢复。

图 9：2017Q3-2021Q3 单季度建材行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：2017-2021 年建材行业 Q3 单季度 ROE

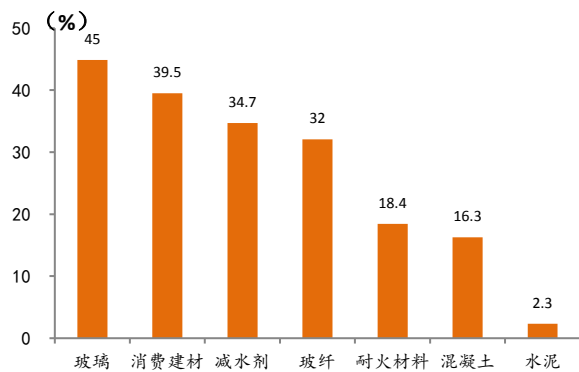


资料来源：Wind、天风证券研究所

1.1. 建材子板块：水泥延续高景气，玻璃/消费建材受益于价格高增

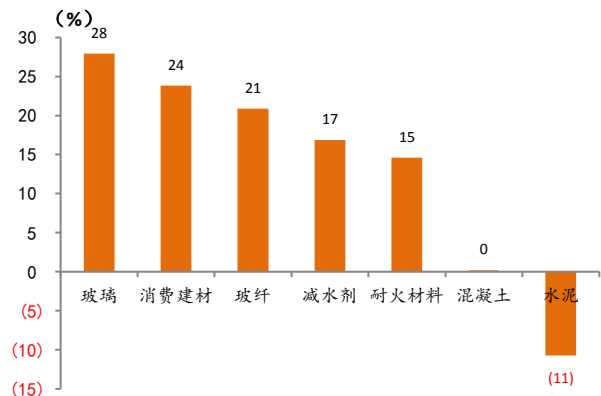
Q3 玻璃、消费建材、玻纤收入增长较快，水泥产业链表现不佳。2021 年前三季度玻璃、消费建材、减水剂收入增速位于子板块前三，分别达+45.0%/+39.5%/+34.7%；2021Q3 玻璃、消费建材、玻纤排名居前，收入增速分别达+28%/+24%/+21%，玻璃、玻纤主要因价格同比高增，带动收入上涨，消费建材主要受销量增长驱动，Q3 水泥产业链收入表现不佳，主要因下游需求恢复较为缓慢，同时淡季价格回调较多，但减水剂表现明显更优，因龙头持续进行市场扩张，销量同比实现增长。

图 11：2021Q1-3 建材各板块收入增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 12：2021 年三季度建材各板块收入增速

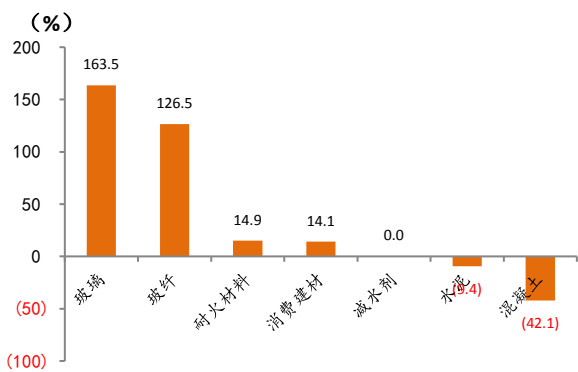


资料来源：Wind、天风证券研究所

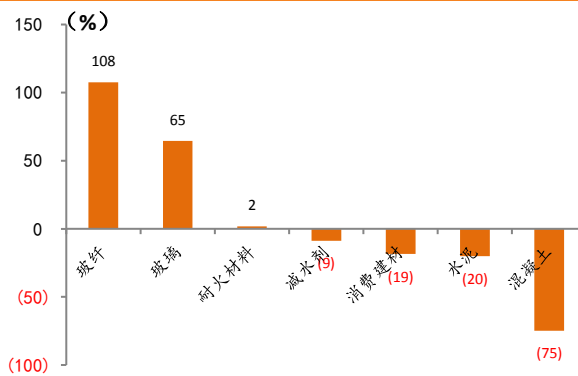
Q3 单季度仅玻纤、玻璃、耐火材料板块净利润同比实现增长。2021 年前三季度玻璃、玻纤、耐火材料、消费建材归母净利润同比实现净增长，增速分别同比+164%/+127%/+15%/14%；21Q3 来看，仅有玻纤、玻璃、耐火材料净利润同比实现正增长，增速分别为 108%/65%/2%，玻璃、玻纤净利润增速较快主要受益于价格仍维持在高位，净利率同比提升较多，消费建材净利润出现下滑主要因原材料价格增长较快，水泥相关产业净利润同比下滑较多，因价格、成本两端均受挤压，四季度在国家政策的干预和调控下，预计原材料价格有望见顶回落。

图 13：2021Q1-3 建材各板块归母净利润增速

图 14：2021 年 Q3 建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

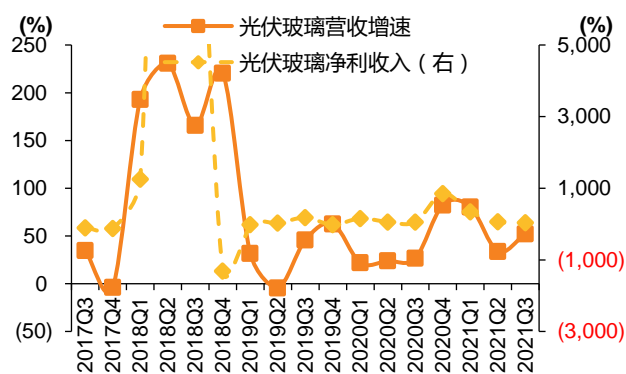
2. 主要子板块业绩分析

2.1. 玻璃：前三季度光伏玻璃价格触底回升，浮法玻璃高景气延续

2.1.1. 光伏玻璃：价格触底回升，市场有望逐步向好

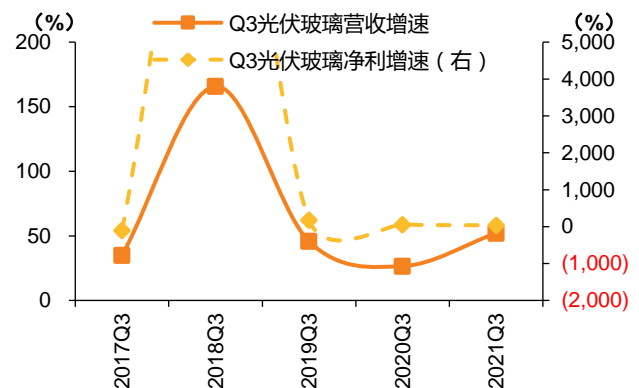
我们跟踪的 3 家光伏玻璃行业上市公司（亚玛顿、洛阳玻璃、福莱特）2021 年前三季度总计实现收入 105.6 亿元，YoY+53.8%，实现归母净利润 20.8 亿元，YoY+115.8%；2021Q3 实现收入 40.6 亿元，YoY+52.1%，实现归母净利润 6.0 亿元，YoY+34.3%。21 年前三季度光伏玻璃行业 ROE 较 20 年前三季度提升 2.6pct 至 14.0%，主要受年初高利润率驱动，21 年前三季度整体净利率 19.7%，同比提升 5.7pct，但 Q2 随着价格回落，利润率开始下滑，9 月初光伏玻璃价格开始触底回升，但同时成本也有所上涨，Q3 单季度实现净利率 14.8%，环比基本持平，同比下降 2pct，单季度 ROE3.5%，同比下滑 1.5pct。

图 15：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃营收及归母净利润增速



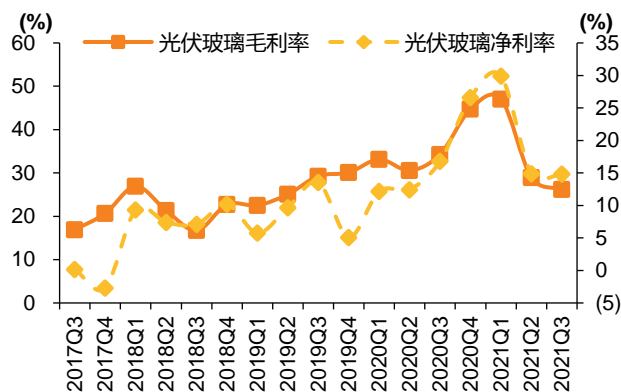
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 16：2017-2021 光伏玻璃三季度营收及归母净利润增速



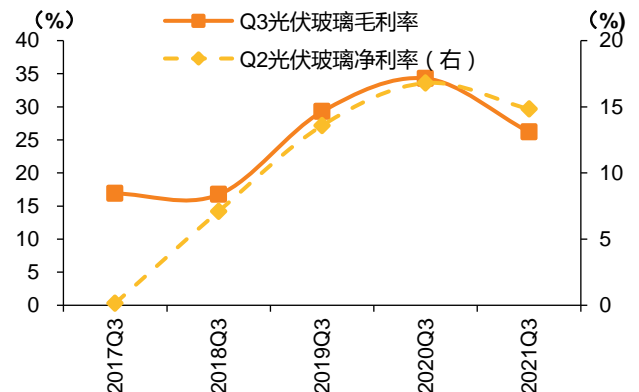
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 17：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

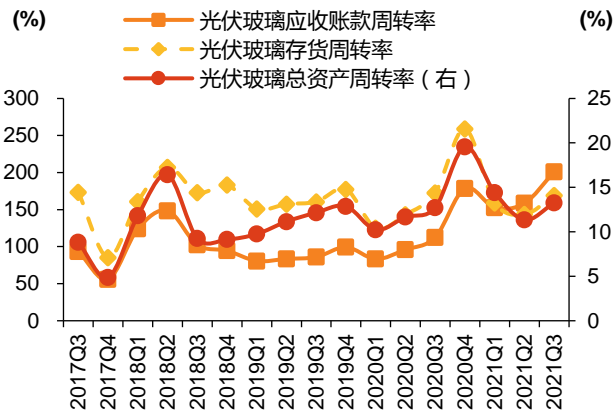
图 18：2017-2021 光伏玻璃行业三季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

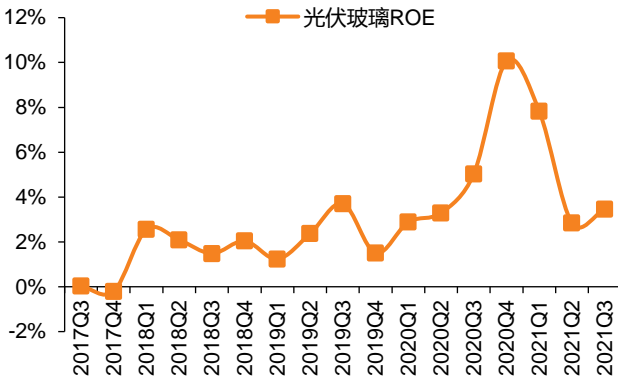
图 19：2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业营运能力

图 20：2017Q3-2021Q3 光伏玻璃行业三季度单季营运能力



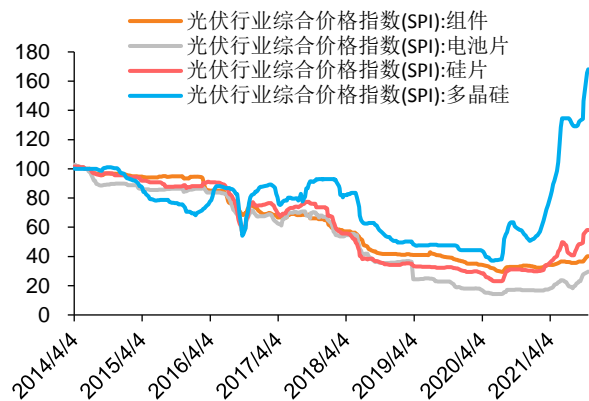
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 21: 2017Q3-2021Q3 单季度光伏玻璃行业 ROE

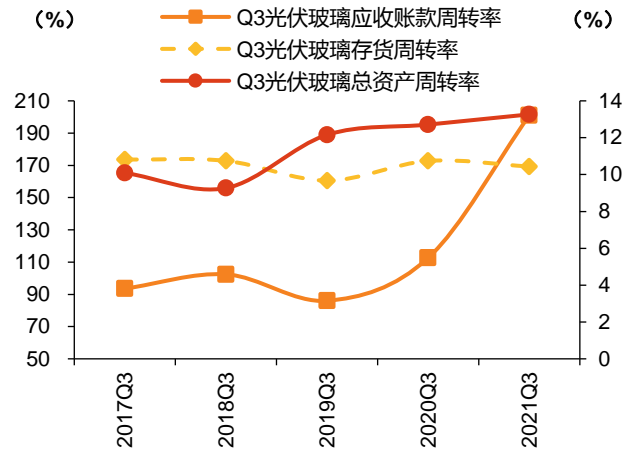


资料来源: Wind、天风证券研究所

图 23: 光伏组件相关价格指数 (%)

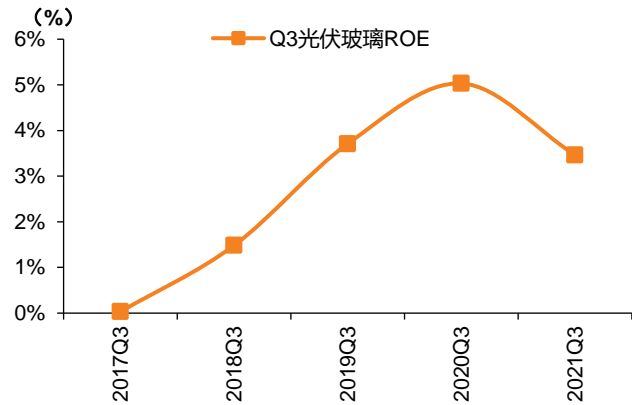


资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

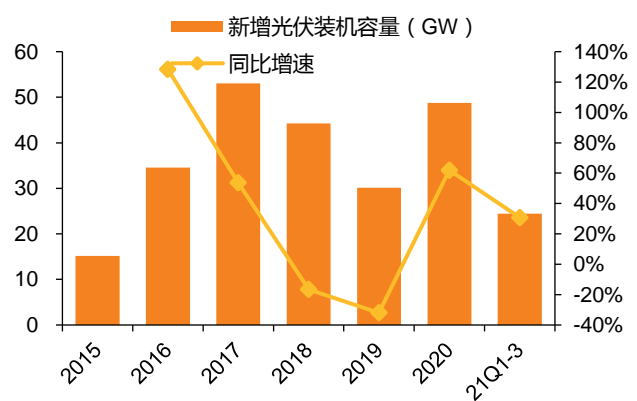
图 22: 2017-2021 三季度年光伏玻璃行业 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所

受公共卫生事件及硅料价格过高等因素影响，21 年前三季度光伏装机量不及预期。根据国家能源局统计，2021 年前三季度我国新增光伏装机 24.5GW，同比增长 31%，装机量不及预期，一方面因今年四月份以来硅料价格连创历史新高，下游组件厂商成本压力加大，开工率较低，另一方面受公共卫生事件影响，装机推进较慢。

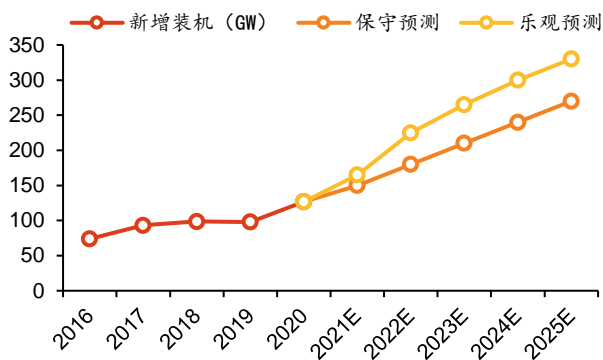
图 24: 新增光伏装机情况



资料来源: Wind、天风证券研究所

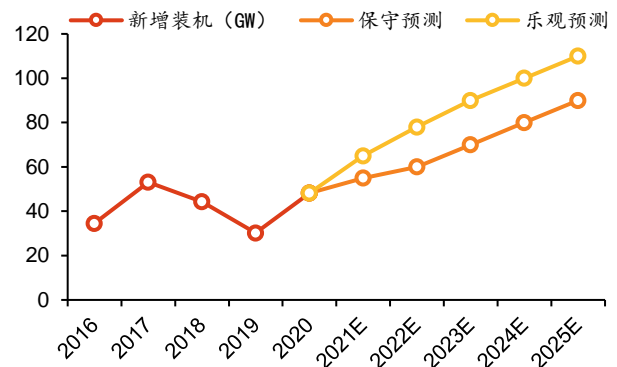
政策持续发力推动新能源发展，BIPV 有望提速，若原材料价格回落，21Q4 或迎来装机小高潮，明年有望持续改善。7 月 26 日，发改委发布《关于进一步完善分时电价机制的通知》，核心聚焦完善分时电价机制及其后续执行，10 月 24 日，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，推动新能源发展。我们认为 BIPV “建材型”特征使其具备更优造价及性能优势，BIPV 发展提速或迎良机；长线来看，新型能源占比提升背景下，随着分布式等推进，市场有望逐步向好。近期国家强化存量项目并网指导，已规划的保障性并网项目及部分分布式项目，将成为年末装机需求的主要动力。中长期看，未来若上游原材料价格回落，叠加政策推动，光伏装机需求明年有望持续改善。截至 9 月末光伏玻璃库存天数 14.28 天，相较于 6 月末下降 8.7 天，反映出需求端边际改善的现状。根据 CPIA 预测，全年新增光伏装机 55-65GW，21Q4 或迎来装机小高潮。

图 25：全球光伏新增装机量及未来展望



资料来源：CPIA、天风证券研究所

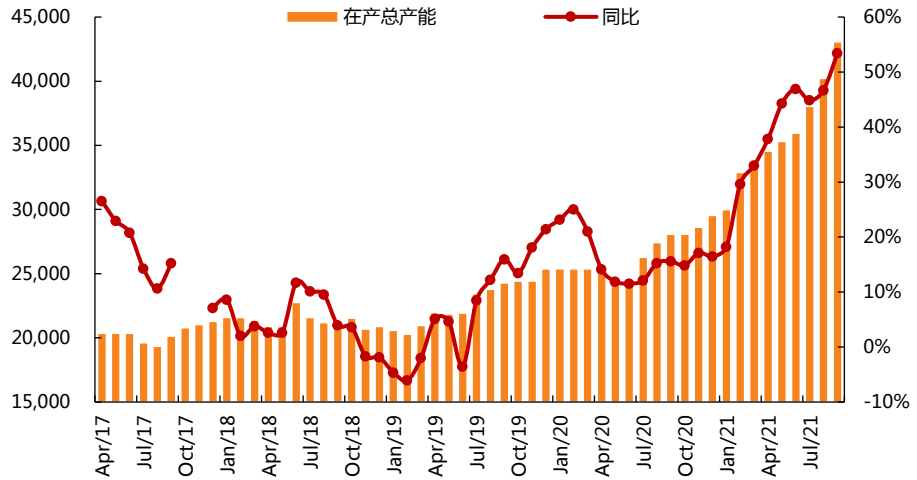
图 26：我国光伏新增装机量及未来展望



资料来源：CPIA、天风证券研究所

供给端未来新投产线或低于预期。根据卓创资讯的统计，2021 年初超白压延在产产能 29540t/d，至今达到 43060t/d，净增量达到 13520t/d，预计 21Q4 及 22 年全年合计新增接近 60000T/D，事实上，21 年前 10 个月月实际落地产能规模明显低于前期规划。据卓创资讯，参考 20FY 末行业内企业新投放产能规划，21 年 1-10 月新点火产能规划合计 17020t/d；实际完成点火的新增产能规模为 13800t/d，占原规划产能规模比例为 81%。我们认为新增产能落地不确定性在提升，因：1) 随着光伏玻璃价格走低，企业盈利情况大幅下降，进场意愿降低，部分新增产能规划或为噪音；2) 工信部虽放开对光伏玻璃新增产能约束，但仍需召开听证会论证，落地仍存一定限制；3) 能耗双控约束或进一步提升新增产能落地不确定性。

图 27：光伏玻璃月度在产产能 (t/d)



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

表 1：2021 年 1-10 月全球超高压延玻璃已点火产能

企业	企业名称	窑炉 (座)	日熔量 (t/d)	最近点火时间	目前状态
信义	信义光能控股有限公司	一窑四线	1000	2021 年 1 月	正常
		一窑四线	1000	2021 年 3 月	正常
		一窑四线	1000	2021 年 7 月	正常
		一窑四线	1000	2021 年 9 月	烤窑
福莱特	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑五线	1200	2021 年 2 月	正常
		一窑五线	1200	2021 年 5 月	正常
		一窑五线	1200	2021 年 8 月	正常
		一窑五线	1200	2021 年 10 月	烤窑
	福莱特 (越南) 有限公司	一窑四线	1000	2021 年 2 月	n/a
盛世	安徽盛世新能源材料科技有限公司	一窑两线	320	2021 年 1 月	正常
凯盛	凯盛 (自贡) 新能源太阳能新材料	一窑四线	650	2021 年 4 月	正常
索拉特	索拉特特种玻璃 (安徽) 股份有限公司	一窑两线	350	2021 年 2 月	正常
泰德	南通泰德光电玻璃科技有限公司	一窑一线	150	2021 年 5 月	正常
远舟	湖北远舟光伏玻璃科技有限公司	一窑一线	160	2021 年 4 月	正常
亚玛顿	凤阳硅谷智能有限公司	一窑五线	650	2021 年 5 月	正常
		一窑五线	650	2021 年 8 月	正常
彩虹	彩虹 (合肥) 光伏有限公司	一窑四线	800	2021 年 7 月	正常
金信	唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑两线	320	2021 年 8 月	正常
金晶	宁夏金晶科技有限公司	一窑三线	650	2021 年 8 月	正常
耀皮	常熟耀皮特种玻璃有限公司	一窑两线	300	2021 年 6 月	正常
总计			14800		

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

表 2：2021Q4 及 2022 年全球光伏玻璃拟点火项目统计

集团公司	企业名称	窑炉 (座)	日熔量 (吨/日)	预计点火时间	2021E	2022E
福莱特	浙江福莱特玻璃有限公司	一窑四线	1200	2021 年年底	1200	
		一窑四线	1200			1200

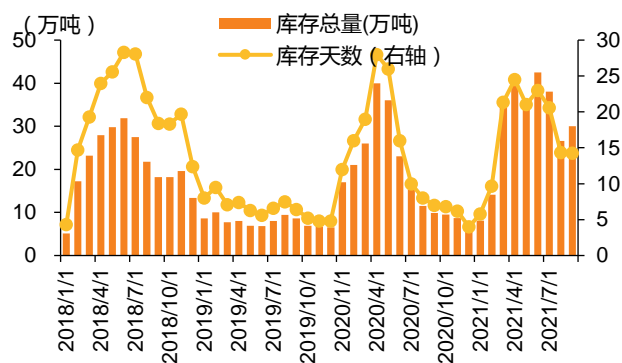
	安徽福莱特光伏玻璃有限公司	一窑六线	1200	2022 年	1200
		一窑六线	1200		1200
		一窑六线	1200		1200
		一窑六线	1200		1200
		一窑六线	1200		1200
信义光能	信义光伏(苏州)有限公司	一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
	安徽信义光伏玻璃有限公司	一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
	马来西亚	一窑四线	1000	2022 年	1000
		一窑四线	1000	2022 年	1000
洛阳玻璃	中国建材桐城新能源材料有限公司	一窑八线	1200	待定	1200
	中建材(合肥)新能源有限公司	一窑五线	750	2022 年一季度	750
	中建材(宜兴)新能源有限公司	一窑五线	1000	2022 年	1000
中建材	秦皇岛北方玻璃有限公司(耀华集团)	一窑五线	880	2021 年年底	880
	凯盛晶华玻璃有限公司	一窑五线	900	2021 年下半年	900
彩虹集团	江西中电彩虹	一窑四线	3*1000	2022 年	3000
南玻集团	中国南玻集团股份有限公司	一窑五线	4*1200	2021 年末或 2022 年	2400
新福兴玻	广西新福兴硅科技有限公司	一窑五线	1200	2021 年 12 月 8 日	1200
璃		一窑五线	1200	2022 年初	1200
金信集团	河北唐山金信太阳能玻璃有限公司	一窑四线	1000	2022 年初	1000
		一窑四线	1000	2022 年初	1000
日盛达	山西日盛达太阳能科技有限公司	一窑四线	2*1000	2022 年-2023 年	1000
盛世	安徽盛世新能源材料科技有限公司	一窑五线	1200	2021 年四季度-2022 年初	1200
康佳	江西康佳新材料有限公司	一窑两线	2*400	待定	800
		一窑两线	400	待定	400
旗滨	郴州旗滨光伏光电玻璃有限公司	一窑五线	1200	2022 年 3 月	1200
	绍兴旗滨光伏光电股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年 2 季度	1200
	宁波旗滨光伏光电股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年年末	1200
	漳州旗滨光伏光电股份有限公司	一窑五线	1200	2022 年年末	1200
安彩	河南安彩高科股份有限公司	一窑四线	800	待定	800
		一窑四线	900	2022 年年底	900
	安彩新能科技有限公司	一窑五线	900	2021 年末-2022 年初	900
赣悦	江西赣悦光伏玻璃有限公司	一窑四线	600	待定	600
拓日	陕西拓日新能源科技有限公司	一窑两线	300	待定	300
巨强	湖南巨强再生资源科技发展有限公司	一窑两线	300	2021 年三四季度	300
长利	湖北长利玻璃有限公司	一窑八线	1250	2022 年下半年	1250
		一窑八线	1250	2022 年下半年	1250
德力	安徽蚌埠德力光能材料有限公司	一窑五线	1000	2021 年末-2022 年初	1000
		一窑五线	1000	2022 年 8 月	1000

亿钧耀能	湖北亿钧耀能新材料有限公司	一窑六线	1200	2021 年末-2022 年	1200
		一窑六线	1200	初	1200
		一窑六线	1200	暂定 2022 年	1200
		一窑六线	1200		1200
明弘	湖北明弘玻璃有限公司	一窑五线	1000	2022 年 9 月	1000
		一窑五线	1000	暂定 2022 年	1000
		一窑五线	1000		1000
总计				5680	51550

资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

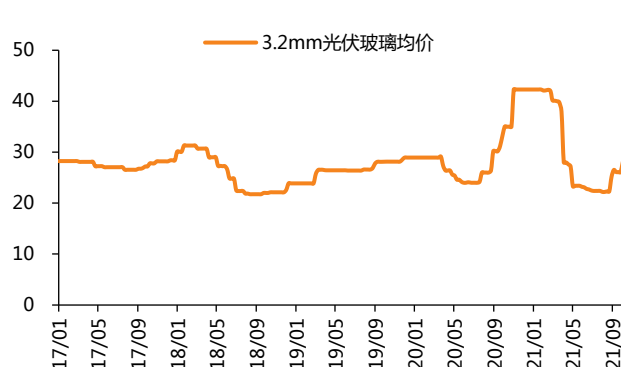
9 月初光伏玻璃价格开始触底回升，我们认为目前来看价格大幅上行概率或较小，但阶段性或有上调机会。9 月初组件厂家开工略有提升，加之纯碱、天然气等价格连续上涨，光伏玻璃价格开始触底回升，截至 10 月 31 日 2mm 及 3.2mm 镀膜玻璃价格分别为 23/30.2 元/平米，21Q4 及 22FY 新增产能规模或仍较大，阶段性或对光伏玻璃价格形成压制，需求长期有增长，光伏组件主要原材料现阶段价格处于历史偏高位置，原材料后续产能逐步释放或带动其价格逐步回归合理水平，组件企业成本压力后续或逐步缓解；地方政府完成考核目标压力等因素或致 21Q4 迎来光伏新增装机小高潮，阶段性光伏玻璃价格存在一定向上弹性，但不宜期待有太大幅度。

图 28：光伏玻璃生产厂商库存情况



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

图 29：3.2mm 光伏玻璃均价（元/平方米）



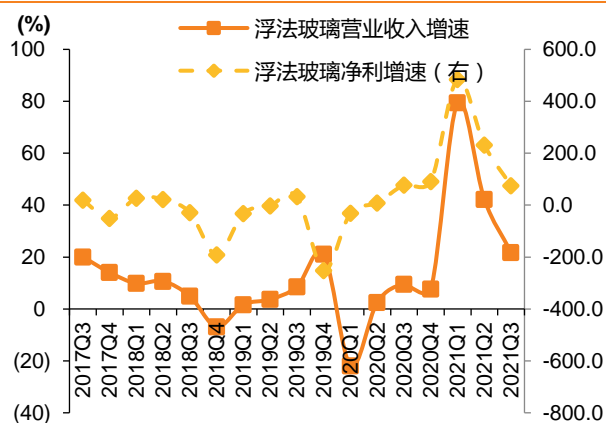
资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

2.1.2. 浮法玻璃：Q3 旺季需求略有延后，预计后续供需维持动态平衡

我们跟踪的 7 家浮法玻璃行业上市公司（南玻 A、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、旗滨集团、北玻股份、秀强股份）2021 年前三季度总计实现收入 364 亿元，YoY+42.5%，实现归母净利润 68.4 亿元，YoY+182.5%；2021Q3 实现收入 128.1 亿元，YoY+21.8%，实现归母净利润 22.5 亿元，YoY+75.1%。受益于浮法玻璃价格上涨，2021 年前三季度行业毛利率均处于历史高位，前三季度实现净利率 18.8%，同比提升 9.3pct。21 年前三季度 ROE 同比提升 11.5pct 达 19.3%，21Q3 单季度 ROE 达到 6.1%，单季度 ROE 持续突破新高。

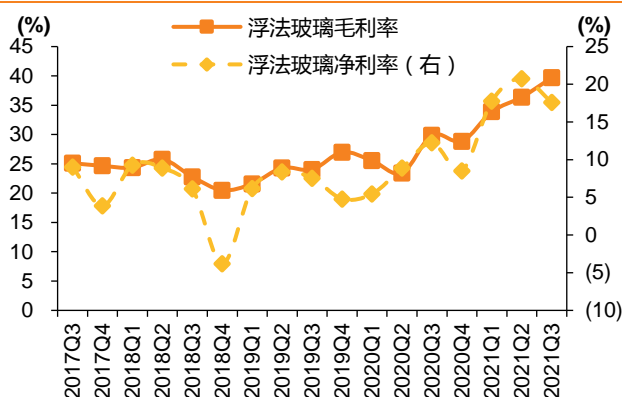
图 30：2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃营收及归母净利润增速

图 31：2017Q3-2021Q3 浮法玻璃三季度营收及归母净利润增速



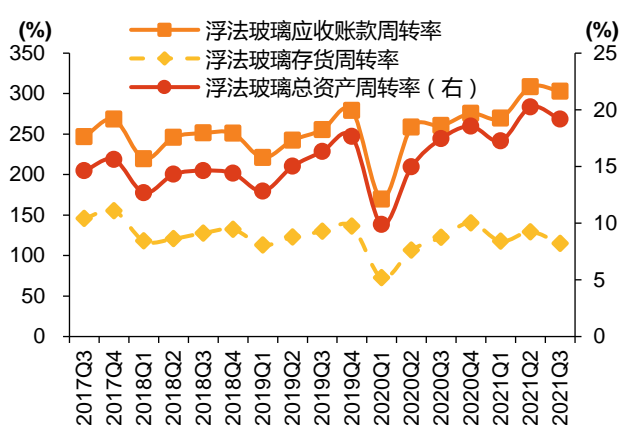
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 32: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率



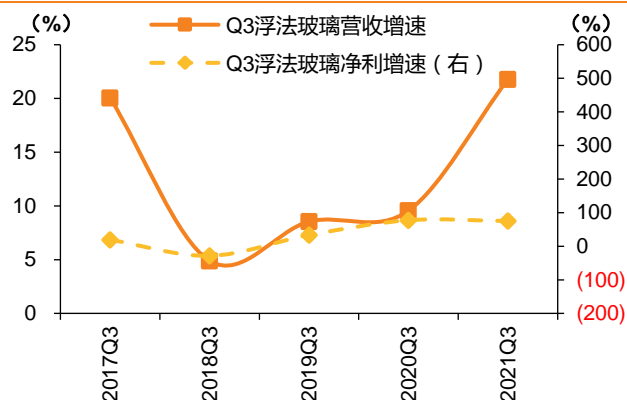
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 34: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业营运能力



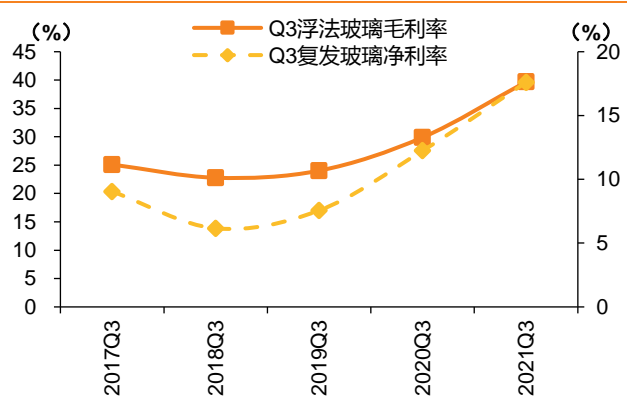
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 36: 2017Q3-2021Q3 单季度浮法玻璃行业 ROE



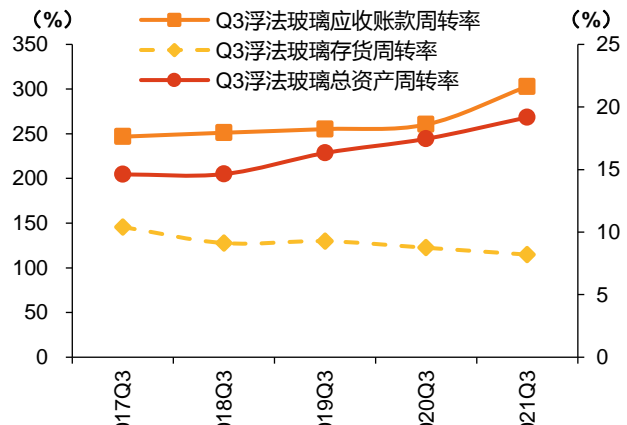
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 33: 2017Q3-2021Q3 浮法玻璃行业三季度单季毛利率及净利率



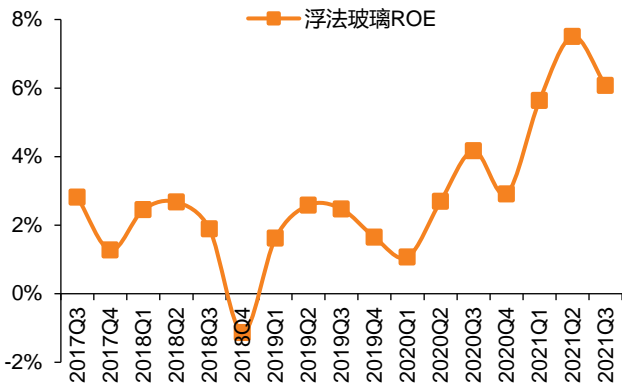
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 35: 2017Q3-2021Q3 浮法玻璃行业三季度单季营运能力

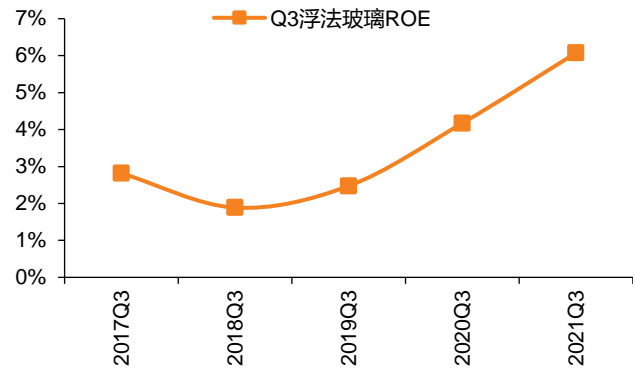


资料来源: Wind、天风证券研究所

图 37: 2017-2021 年浮法玻璃行业 Q3 单季度 ROE



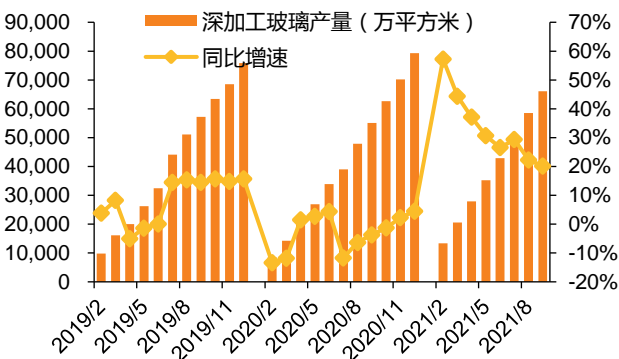
资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

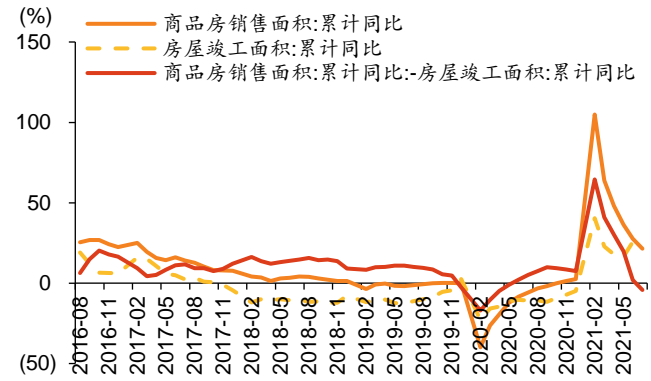
21年前三季度浮法玻璃量价齐升,价格创历史新高。前三季度浮法玻璃行业呈现量价齐升的行情,需求端,一方面2020年部分竣工及交付推迟订单在2021年开始加快释放,前三季度房屋竣工面积同比增长23.4%,对玻璃需求起到较大带动作用;另一方面,随着建筑领域节能降耗要求不断提高,单位面积建筑玻璃需求有望逐步提升,根据我们统计,1-9月份我国深加工玻璃(夹层、钢化、中空)产量同比增长20%,增速远高于平板玻璃产量增速(8.0%),反映深加工玻璃渗透率在持续增长。供给端,我们统计前三季度国内浮法玻璃产线新点火9条,复产13条,截至9月底,全国浮法玻璃生产线共计307条,在产266条,日容量共计175675吨,同比增加7.96%,较2020年12月31日(166875吨)增加8800吨,增幅5.27%,供给虽有增长,但整体影响仍较小。Q3全国5mm白玻均价154元/重箱,同比大幅增长60元/重箱。

图 38: 19-21 年 7 月深加工玻璃产量及同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

图 39: 房屋销售、竣工面积同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所

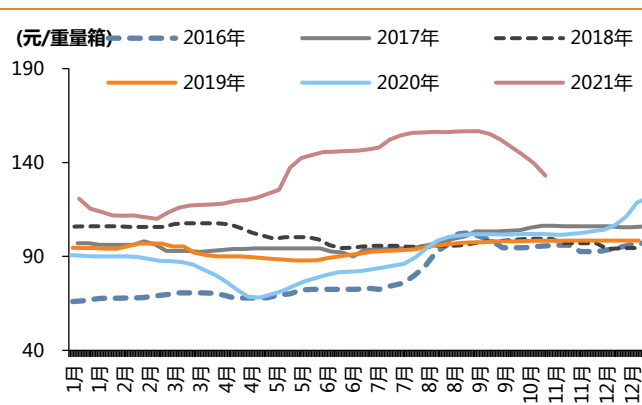
图 40: 浮法玻璃日容量



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

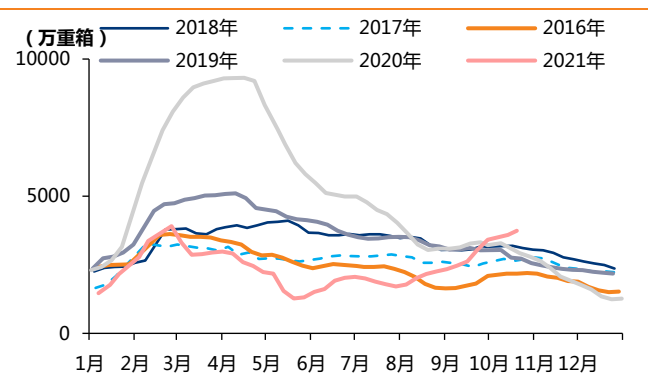
进入十月份，下游需求疲软导致价格下滑，明年竣工需求或出现拐点，但供给端冷修产线也有望增加，预计供需格局大幅恶化概率较低。十月旺季市场不及预期，10月底浮法玻璃价格为133元/重量箱，月环比下滑19元/重量箱，主要系需求端偏弱，总体压力来源于下游资金端，我们认为传统旺季的市场需求有所推迟但并未消失，后续若地产资金边际改善，浮法玻璃需求端仍有望出现短期反弹，但明年年内竣工面积出现拐点的可能性仍较大。但另一方面，我们统计，截至20年底，在产产线中最新点火时间在15年及之前的产线合计109条，占比约46%，玻璃窑炉通常运行6-10年开启冷修，预计21年起玻璃窑炉冷修压力较大，而由于今年前三季度行业景气度较高，部分产线冷修有所延迟，若22年需求下滑，我们预计冷修产线也将增加，供需格局预计不会出现大幅恶化。

图 41: 分年度全国平板玻璃价格



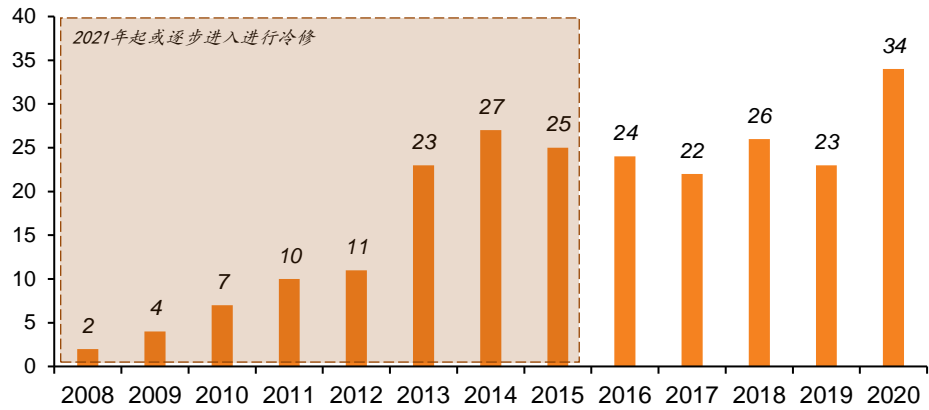
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 42: 分年度全国平板玻璃库存 (万重量箱)



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 43: 我国浮法玻璃产线最新点火时间统计 (截止 20 年底)

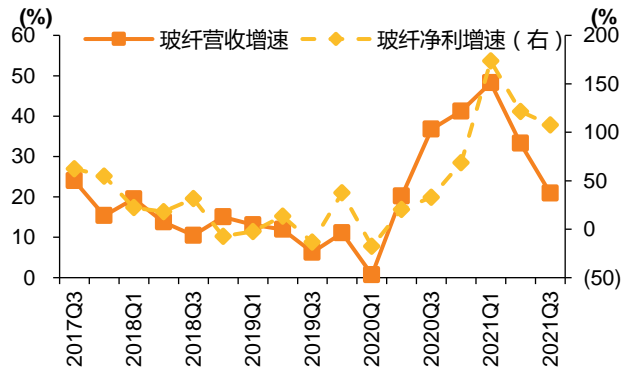


资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

2.1. 玻纤：Q3 业绩佐证行业景气向上动能，预计后期价格有望高位维稳

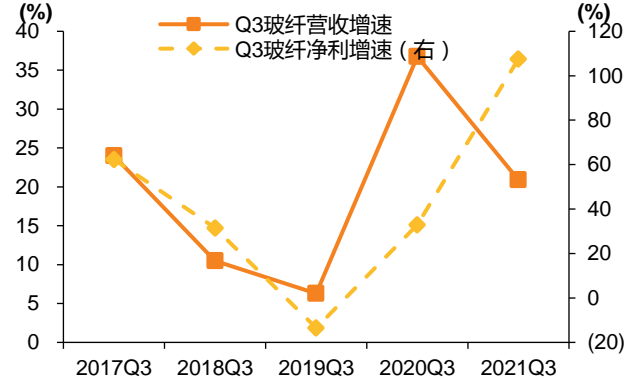
我们跟踪的 5 家玻纤行业公司（中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、再升科技），2021 年前三季度实现收入 325 亿元，YoY+32%，实现归母净利润 76 亿元，YoY+126.5%。2021Q3 实现收入 119 亿元，YoY+20.9%，实现归母净利润 27 亿元，YoY+107.5%。2021 年前三季度玻纤行业 ROE 提升 9.7pct 至 19.7%，主要受净利率提升所驱动。单三季度 ROE 为 6.9%，同比提升 3.0pct。

图 44：2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 45：2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 46：2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业毛利率及净利率

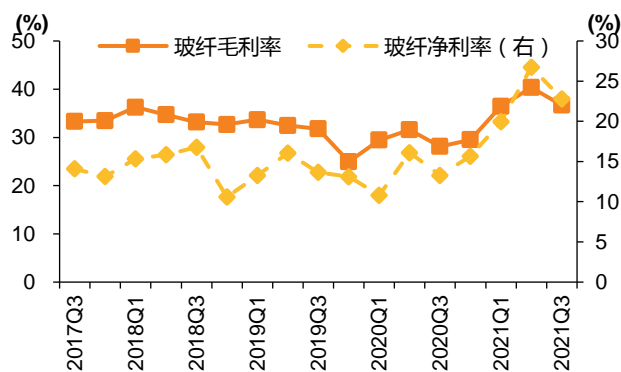
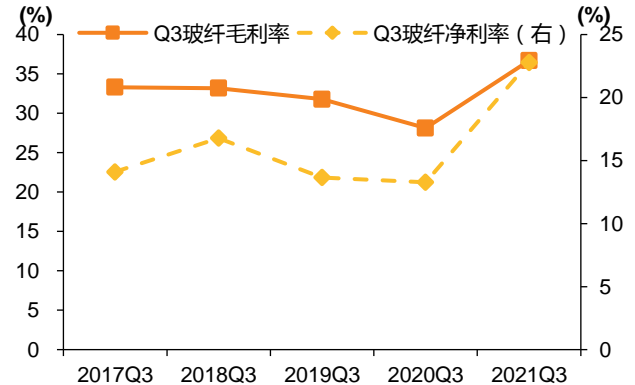


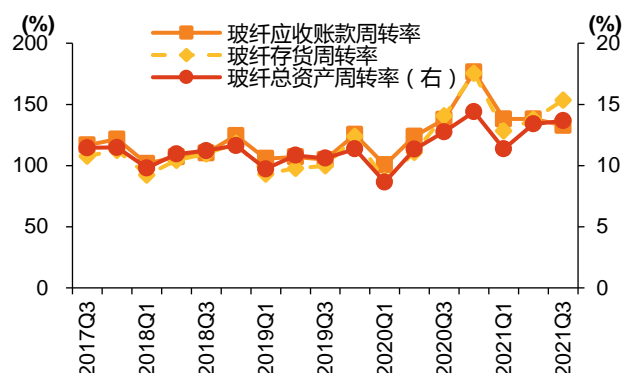
图 47：2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

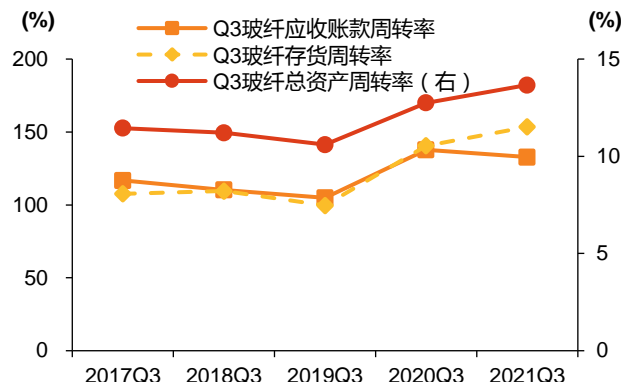
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 48：2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业营运能力



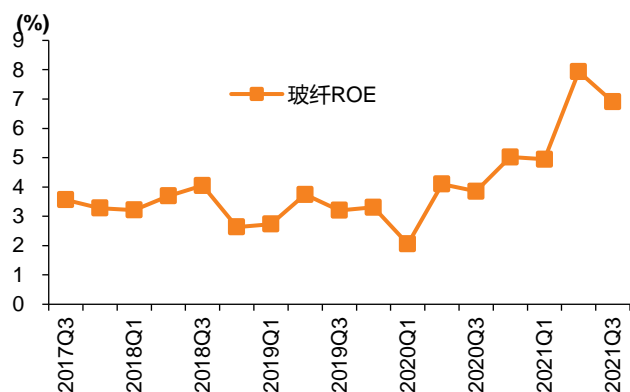
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 49：2017Q3-2021Q3 玻纤行业三季度单季营运能力



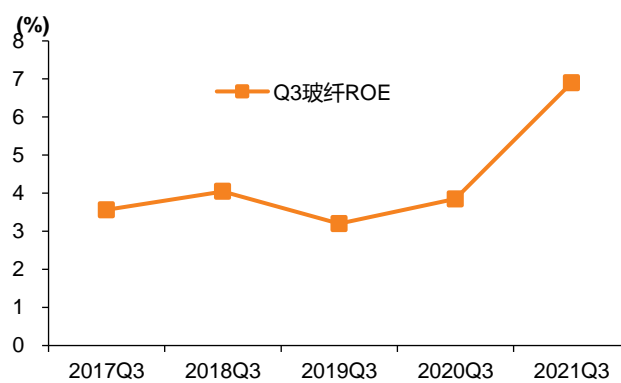
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 50：2017Q3-2021Q3 单季度玻纤行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 51：2017-2021 年玻纤行业 Q3 单季度 ROE



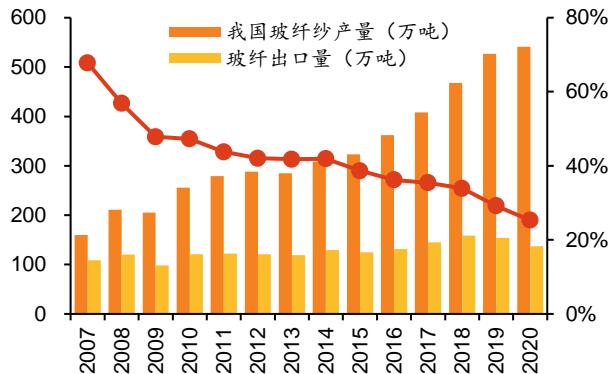
资料来源：Wind、天风证券研究所

前三季度玻纤供需基本平衡,行业保持高景气。21 年年初至今玻纤行业一直维持高景气度,前三季度华北、西南、华东、东北、华中区域均有产线增加,国内新点火池窑产能共计 67 万吨/年左右,但亦有部分产线陆续进入冷修状态,局部区域产能阶段性小降,整体供给动能冲击偏弱,一定程度上支撑了前三季度行业高景气。需求端主要受两方面支撑:1) 三季度风电市场逐步复苏,风电纱需求环比有所好转;2) 海外部分玻纤池窑产线停产,供给缺口扩大,使得我国出口需求较为旺盛,量价齐升,Q3 单季度我国玻纤纱及制品出口量 44.18 万吨, YoY+38.3%, 出口均价 1746.72 美元/吨, YOY+5.6% (9 月出口价格环比下滑预计主要系产品结构变化所致)。

短期看好海外需求继续增长,中长期风电、新能源汽车放量值得期待。21Q3 在海运费持续上涨 (BDI 指数 21 年 10 月 1 日到达 5202 vs 21 年 7 月 1 日为 3338), 海运资源紧张的局面下,玻纤纱及制品总体呈量价齐增局面,而近期,海运行业新增运力逐步释放, BDI 指数出现较大幅度回落,截至 2021 年 11 月 1 日降至 3428,被抑制的出口需求有进一步释放潜力;“双碳”背景下,政策推动能源结构调整力度加大,风电投资有望保持高强度,

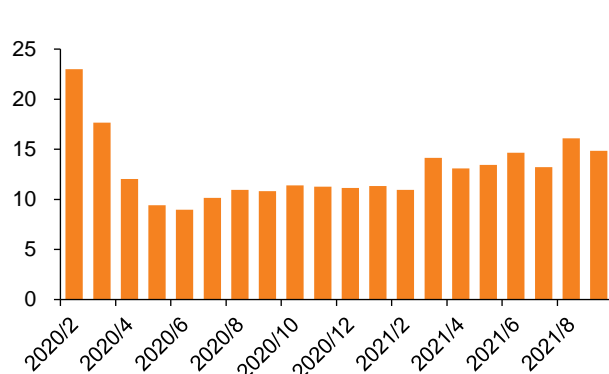
风电纱需求预计逐步回升，同时新能源汽车渗透率稳步提升，带动相关玻纤材料使用量提升，需求端中长期成长性仍较优。

图 52：我国玻纤产量及出口占比



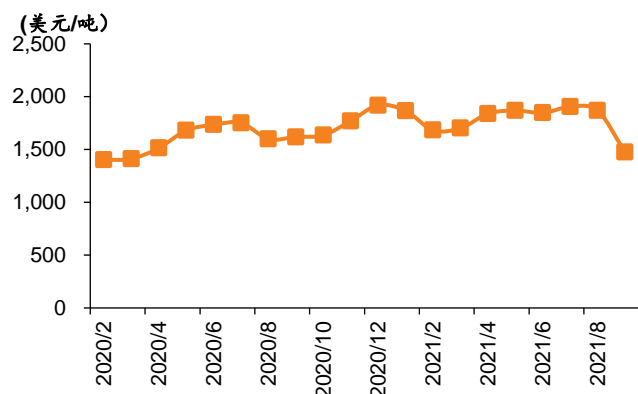
资料来源：中国玻纤工业协会，国家统计局，天风证券研究所

图 53：玻纤当月出口量变化 (万吨)



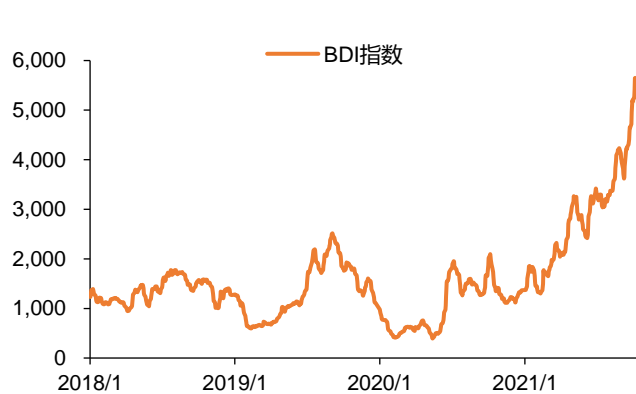
资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 54：玻纤出口单价情况



资料来源：中国玻纤工业协会，国家统计局，天风证券研究所

图 55：波罗的海航运指数 (BDI 指数) 变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

供给端增量有限，10 月份玻纤价格完成上调，预计后期价格有望高位维稳。供给端来看，我们测算 21 年、22 年新增玻纤纱产能预计分别 78 (现已点火 67 万吨)、33 万吨，较“十三五”期间高峰年份有差距，另一方面，截至 21 年 2021/10/30 已有 30 万吨玻纤产能进行冷修，测算 21-22 年或仍有超 30 万吨存在冷修压力，供给端增量有限。截至 21 年 9 月末，重点企业玻纤库存为 17.9 万吨，环比-2.0 万吨，总体库存处于历史底部位置。9 月底针对天然气价格变化，玻纤企业已经完成新一轮价格上调，十月份落实情况良好，截至 10 月 29 日，粗纱各品种价格月环比分别有+4.0-6.6%的涨幅，大众品种 2400tex 缠绕直接纱市场价达 6125 元/吨，环比上涨 200-300 元/吨，电子纱及电子布受下游限电减产影响，价格虽月环比有所下滑，但仍处于高位，G75 电子纱价格 16750 元/吨，YOY+100.6%，7628 电子布价格为 8.4 元/米，YoY+140.0%，我们预计后期价格有望高位维稳。

表 3：2021、2022 年玻纤新增产能情况 (万吨)

大区	省份	企业名称	基地	生产线	新增年产能	建设情况	21 投产	22E 投产
华中	江西	江西大华玻纤	江西	1 线	3	中碱纱技改无碱		3

东北	辽宁	辽宁炜盛新材	凌源	3 线	7	中碱高性能纺织用纱	7
华东	江苏	长海股份	长海	3 线	10	9 月 14 日已点火	10
华东	浙江	中国巨石	桐乡	无碱粗纱	15	5 月 16 日已经点火	15
华东	浙江	中国巨石	桐乡	电子纱	6	纱点火, 预计 21H1 出布	6
华东	浙江	中国巨石	桐乡	电子纱	10	21H1 开工	10
华东	浙江	中国巨石	桐乡	热塑纱	15	8 月 28 日已经点火	15
西南	重庆	重庆三磊玻纤	黔江区	2 线	10	无碱玻纤粗纱	10
华北	河北	邢台金牛	邢台	3 线	10	无碱玻璃纤维纱	10
华北	河北	邢台金牛	邢台	4 线	10	在建, 预计 22Q1 投产	10
华东	山东	泰山玻纤	满庄	9 线	10	21 年 9 月初已点火投产	10
西南	重庆	重庆国际	鹿家坳	F08 线	7	无碱粗纱, 余 4 万吨未点火	5
埃及	埃及	巨石埃及	苏伊士	4 线	12	年产 12 万吨玻纤生产线 (1.5 年)	

资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

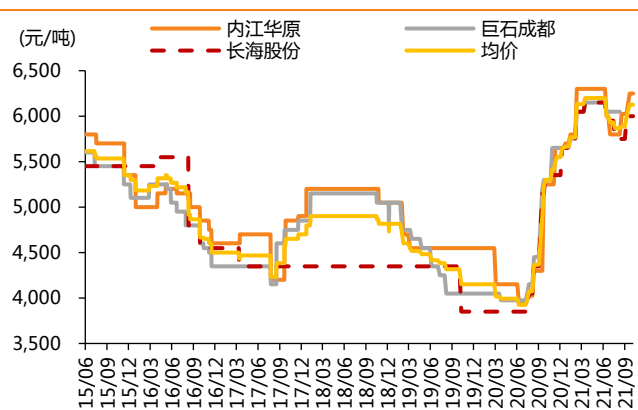
注: 标红代表目前已投产

表 4: 2021 年年初以来冷修及拟冷修线情况 (万吨)

企业名称	生产线	冷修产能	冷修日期	备注
四川内江华原	6 线	5	2021 年 3 月 1 日	21 年 5 月 1 日已点火复产
邢台金牛	2 条池窑生产线之一	4	2021 年 2 月 22 日	21 年 3 月 17 日已点火复产
山东玻纤	沂水基地一窑两线	6	2021 年 7 月 1 日	改产为 10 万吨/年池窑产线
中国巨石 (桐乡)	4 万吨玻纤生产线	4	21H1 开始冷修	4 万吨拟提升至 5 万吨
巨石埃及	埃及一期	8	2021 年 3 月 20 日	8 万吨拟提升至 12 万吨
中国巨石 (桐乡)	8 万吨玻纤生产线	8	未公布, 1 年周期	8 万吨拟提升至 10 万吨
四川泸州天蜀玻纤	1 线	3	8 月初	产能提升到 5 万吨, 9 月 15 日已点火

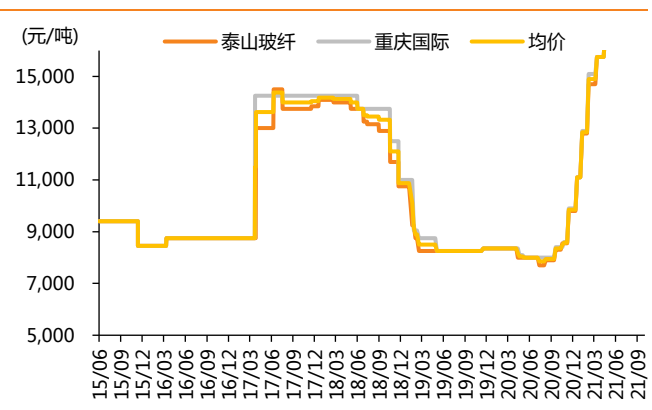
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 56: 2400tex 缠绕直接纱价格



资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

图 57: 各企业 G75 电子纱价格



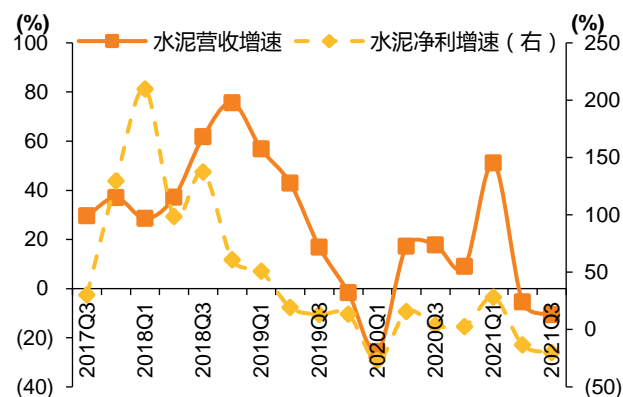
资料来源: 卓创资讯、天风证券研究所

2.1. 水泥: Q3 受限产影响价格大幅拉涨, 期待 Q4 利润高弹性

我们跟踪的 10 家水泥公司, 2021 年前三季度合计实现收入 2063 亿元, YoY+2.3%, 实现归母净利润 340 亿元, YoY-9.4%; 2021Q3 单季度实现收入 729 亿元, YoY-10.7%, 实现

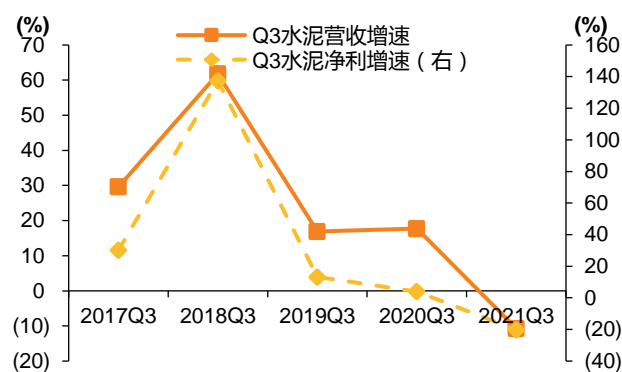
归母净利润112亿元, YoY-20.2%。21Q3单季度水泥行业整体ROE为4.3%, 同比下滑1.9pct。Q3受工程资金不足、限电限产、煤炭价格大幅上涨等因素影响, 水泥行业营收和业绩同比出现下滑, Q3单季度水泥企业净利率15.4%, 同比低1.8pct, 净利率下滑是ROE走低的主要因素。

图 58: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥营收及归母净利润增速



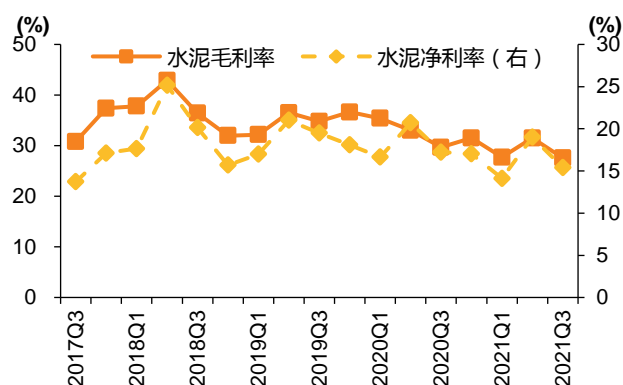
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 59: 2017Q3-2021Q3 水泥三季度单季营收及归母净利润增速



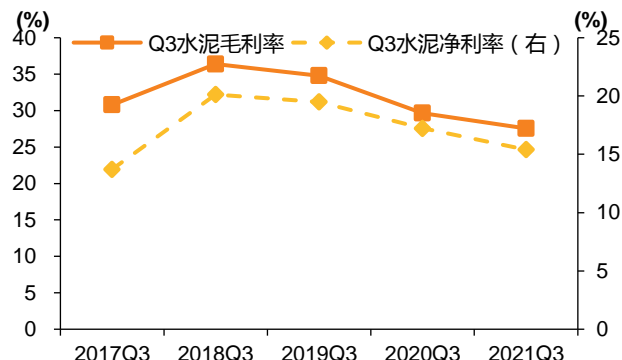
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 60: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业毛利率及净利率



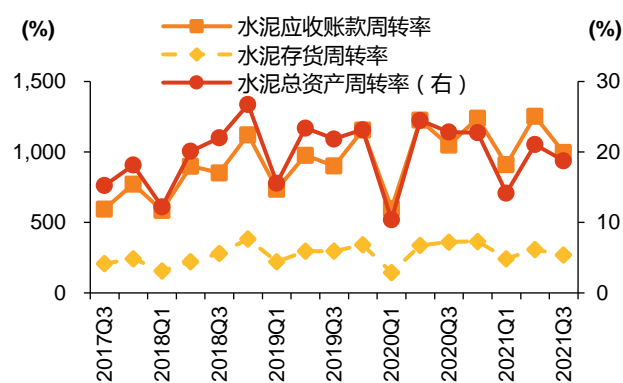
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 61: 2017Q3-2021Q3 水泥行业三季度单季毛利率及净利率



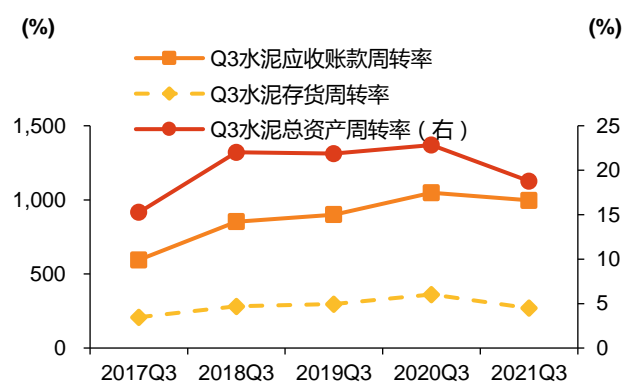
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 62: 2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业营运能力



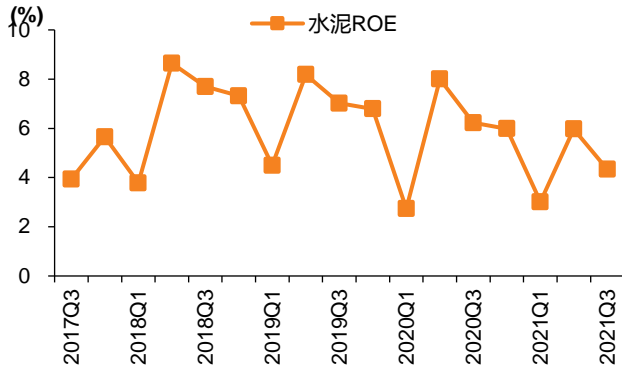
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 63: 2017Q3-2021Q3 水泥行业三季度单季营运能力



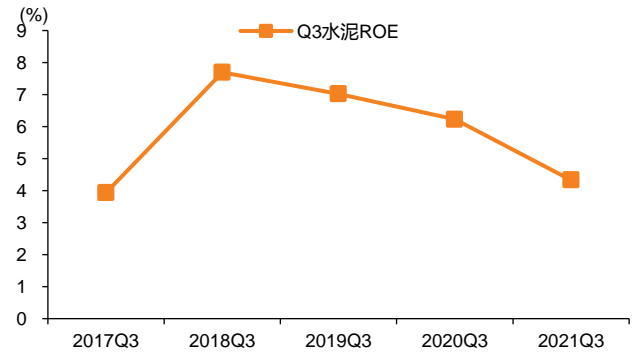
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 64：2017Q3-2021Q3 单季度水泥行业 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

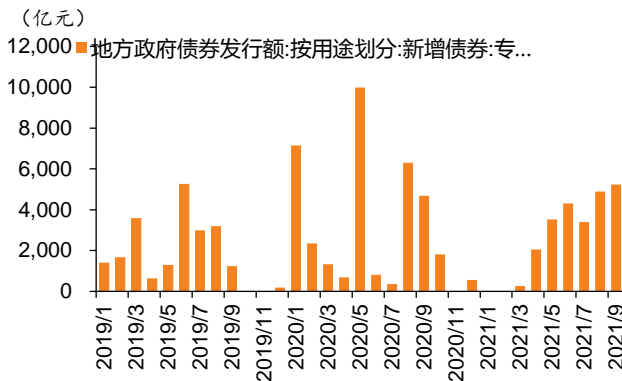
图 65：2017-2021 年水泥行业 Q3 单季度 ROE



资料来源：Wind、天风证券研究所

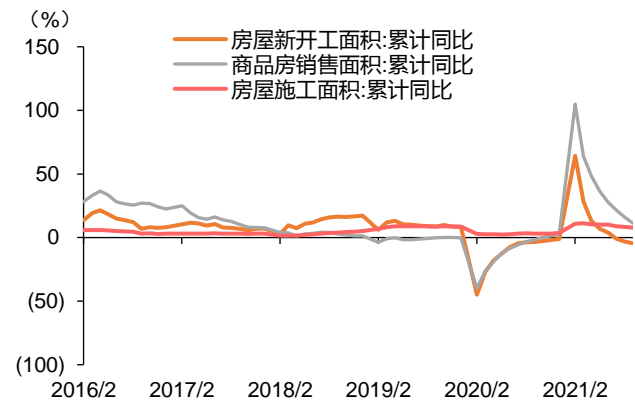
Q3 需求端恢复仍缓慢，我们认为当前水泥需求仍处低位，未来呈边际好转趋势发展。8 月份随着季节性淡季的结束，水泥出厂率开始逐步好转，但整体恢复速度仍较为缓慢。全国制造业 PMI 自 4 月份以来持续下降，9 月份首次降至荣枯线以下，10 月进一步下探至 49.2%，反映经济稳增长压力持续加大，政策发力下，Q4 专项债发行有望明显提速，11 月将迎来发行高峰，但考虑到专项债发行到形成基建投资之间存在 1-2 个季度的滞后，我们预计明年上半年对基建的拉动效应有望显现；地产需求在 Q3 持续探底，9 月底央行多次谈及要维护房地产市场健康发展，地产基本面下行背景下，政策端可能出现边际放松，我们判断当前地产需求已基本触底，Q4 预计难有较大起色，明年上半年有望看到地产数据出现好转。

图 66：地方政府专项债发行额



资料来源：Wind、天风证券研究所

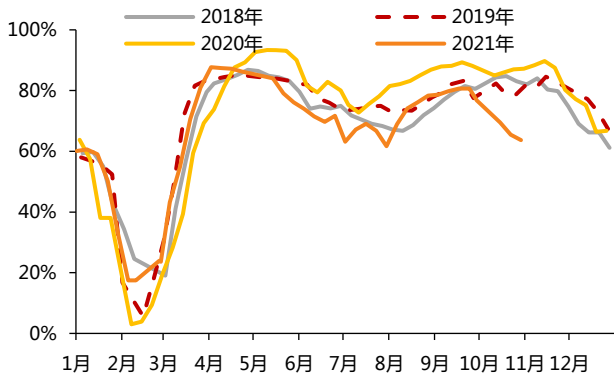
图 67：房屋新开工、销售、施工面积累计同比



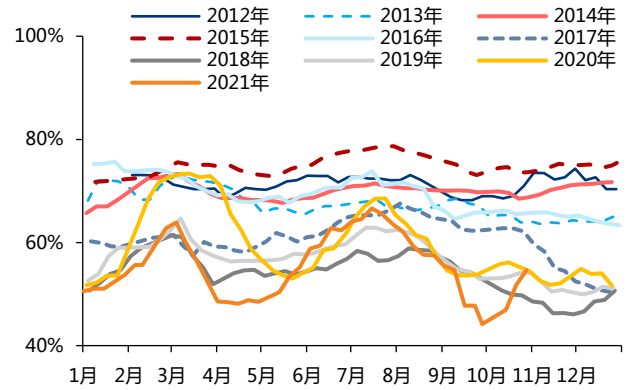
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 68：分年度全国水泥发货率

图 69：分年度全国水泥库容比



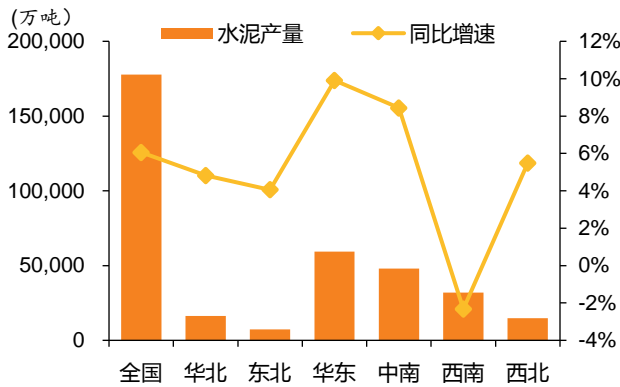
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所



资料来源：卓创资讯、天风证券研究所

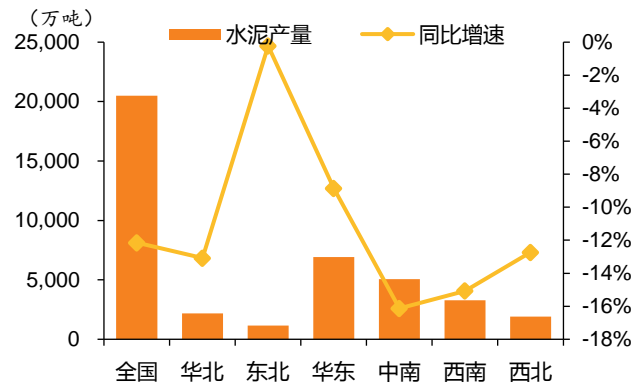
9月能耗双控+限电导致供给大幅收缩。根据发改委印发的2021年上半年各地区能耗双控目标完成情况，广西、广东、云南、江苏等近十个省份能耗强度不降反升，被列为一级预警，9月1日起广西、云南、江苏陆续对水泥行业开始实行限产，后续由于电力供应紧张，限产区域进一步扩大至近20个省份，限产使得供给端大幅收缩，9月份全国水泥产量20504万吨，同比下滑12.2%，但国庆节后限产政策有所放松，目前供给端基本保持充足，我们认为进十月份以来，整体限产节奏逐渐回归理性，但波动性有所加强，另一方面，在常态化错峰生产政策要求下，部分省份已开始执行Q4错峰生产要求，整体来看，我们认为Q4供给端仍偏紧。22年初限产或有整体放松，但在能耗双控大方向下，我们预计未来对供给端的控制或将逐步趋严，体现在全年限产天数增加、严禁新增产能等，供给端仍有可能超预期演绎。

图 70：1-9月全国及各区域水泥产量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

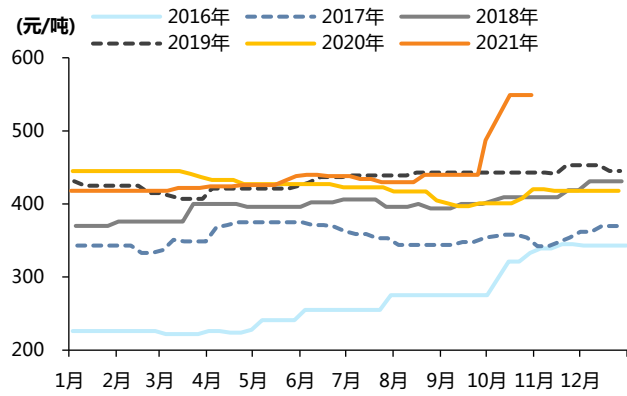
图 71：9月单月全国及各区域水泥产量及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

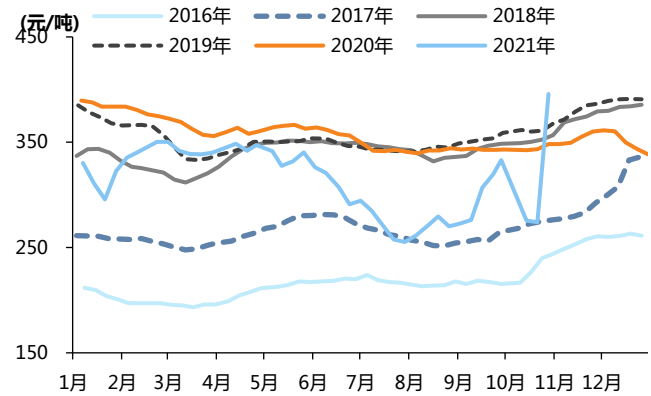
限产带来水泥价格大幅拉涨，煤炭控价推动企业盈利好转，Q4 利润高弹性可期。水泥价格于7月中旬触底，7月底受政策刺激，价格开始底部反弹，但8月整体价格涨幅有限，9月因限产使得供给收缩，水泥价格迎来大幅上涨，截至Q3末全国水泥均价达到572元/吨，较7月底的最低价上涨153元/吨，同比高约137元/吨，十月份以来涨幅有所放缓，同时由于限产放松导致供给增加，部分地区开始累库，价格出现下滑，截至10月末全国水泥价格达621元/吨，同比高180元/吨，我们预计Q4价格有望高位震荡。成本端，受煤炭价格上涨影响，Q3水泥企业吨盈利持续承压，但10月19日国家发改委组织召开煤炭专题座谈会，研究依法对煤炭价格实施干预措施，国家能源集团召开会议要求执行煤炭限价，5500大卡港口平仓价不得超过1800元/吨，上周秦皇岛港Q5500动力煤市场价达1250元/吨，周环比下滑1342.5元/吨，随着煤价下降，预计水泥企业吨盈利将逐步改善，Q4利润高弹性可期。

图 72：分年度全国重点城市水泥价格



资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

图 73：分年度全国重点城市水煤价差



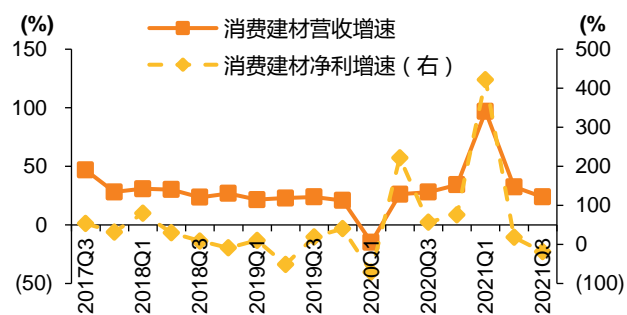
资料来源：数字水泥网、天风证券研究所

2.2. 消费建材：受地产景气下滑及原材料涨价影响较大，继续看好防水、涂料龙头成长性

我们跟踪的 12 家消费建材上市公司（北新建材、凯伦股份、东方雨虹、科顺股份、三棵树、亚士创能、欧神诺、蒙娜丽莎、伟星新材、永高股份、东宏股份、雄塑科技）2021 年前三季度总计实现收入 984 亿元，YoY+39.5%，实现归母净利润 103 亿元，YoY+14.1%；2021Q3 实现收入 368 亿元，YoY+23.8%，实现归母净利润 37 亿元，YoY-18.5%。

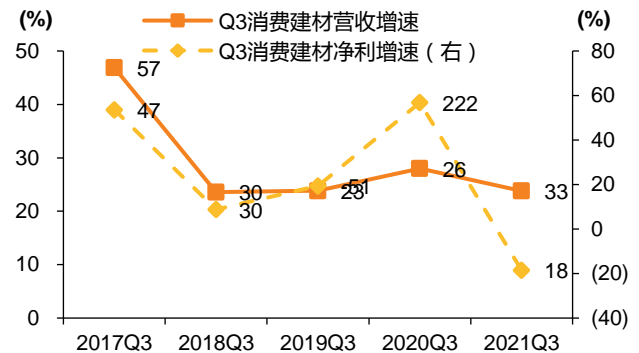
2021 年前三季度消费建材整体 ROE 达 12.2%，同比下降 1.6pct，Q3 单季度 ROE 达 4.1%，同比下滑 2.7pct，主要受盈利能力下滑影响，21 年前三季度消费建材行业整体净利率 10.4%，同比下滑 2.3pct，Q3 单季度净利率 10.1%，同比/环比分别下滑 5.3/2.4pct，成本压力进一步加大，我们预计 Q4 原材料价格有望见顶回落，同时各企业产品提价也将逐步落实，盈利能力有望迎来好转。

图 74：2017Q3-2021Q3 单季度消费建材营收及归母净利润增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

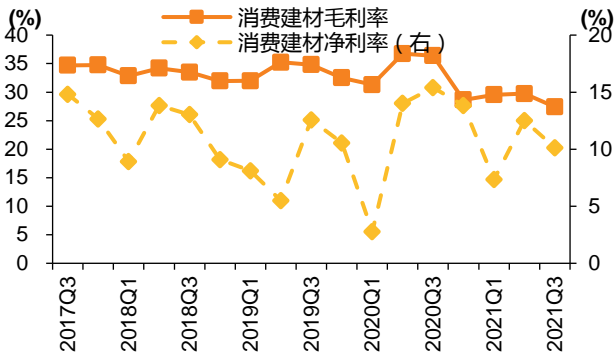
图 75：2017Q3-2021Q3 消费建材三季度营收及归母净利润增速



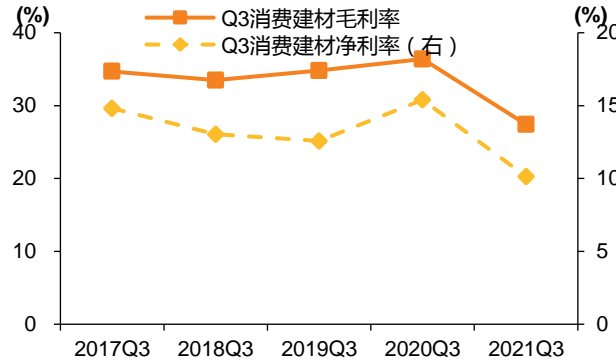
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 76：2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业毛利率及净利率

图 77：2017Q3-2021Q3 消费建材行业三季度单季毛利率及净利率



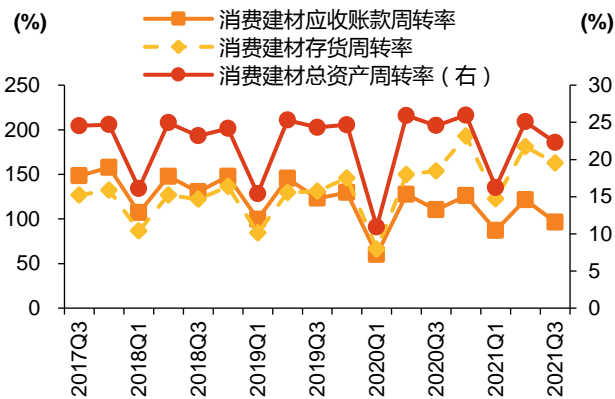
资料来源: Wind、天风证券研究所



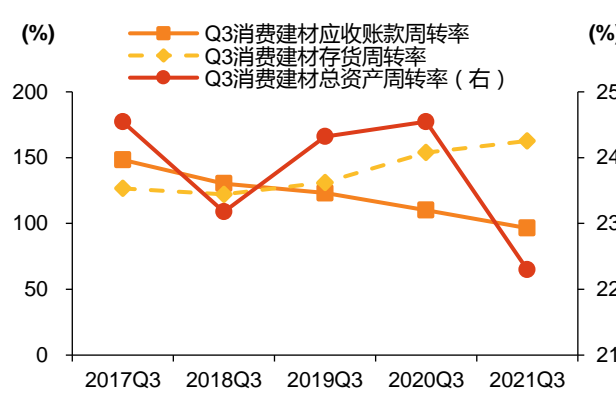
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 78: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业营运能力

图 79: 2017Q3-2021Q3 消费建材行业三季度单季营运能力



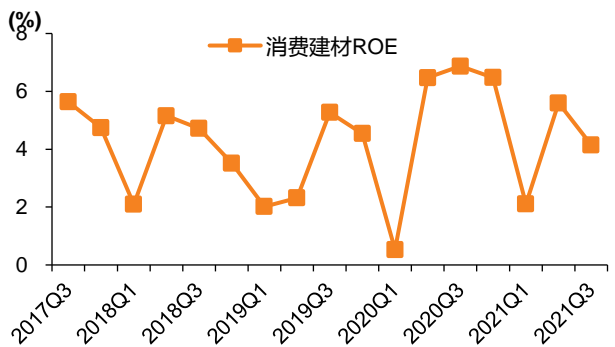
资料来源: Wind、天风证券研究所



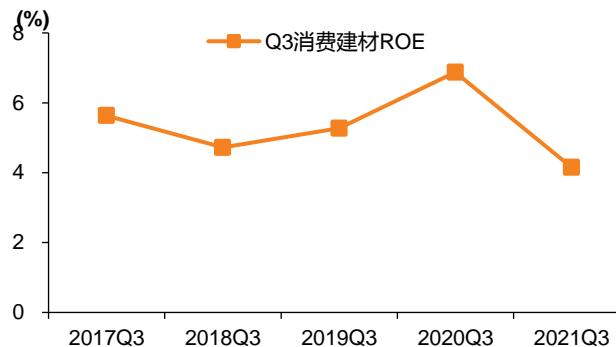
资料来源: Wind、天风证券研究所

图 80: 2017Q3-2021Q3 单季度消费建材行业 ROE

图 81: 2017-2021 年消费建材行业 Q3 单季度 ROE



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

我们对消费建材行业进一步细分，选择五个代表性行业进行分析：石膏板（北新建材）、防水（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）、涂料（三棵树、亚士创能）、瓷砖（帝欧家居、蒙娜丽莎）、管材（永高股份、伟星新材、雄塑科技、东宏股份）。

(1) 涂料: 21 前三季度涂料行业收入/净利润增速 57%/-65%，21Q3 单季度行业收入同比增长 31%，净利润同比下降 94%，收入端仍维持较快增长，我们认为主要受益于内资龙头持续加快经销渠道布局，但受原材料大幅涨价影响，盈利压力较大，且三棵树三季度计提信用减值损失 2.76 亿元，使得利润同比下滑较多，前三季度乳液/钛白粉均价同比上涨 41%/51%，但 6 月份涂料价格已开始上调，Q3 单季度毛利率已出现边际改善，十月份涂料价格继续上调，预计 Q4 毛利率环比有望继续改善。

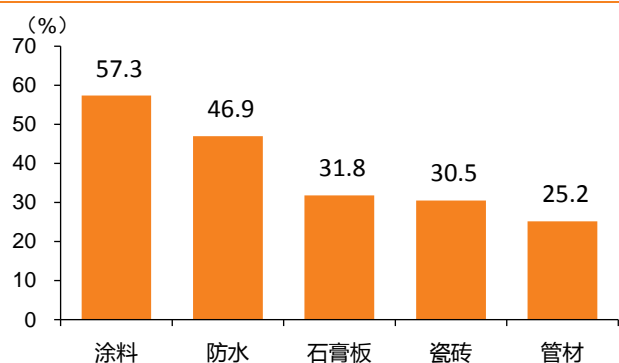
(2) 防水：防水行业 21 前三季度收入/归母净利润同比增速 47%/23%，单 Q3 季度收入/归母净利润同比+32%/-1.2%，收入增速较上半年有所下滑，因下半年开始地产需求走弱，7/8/9 月单月房屋新开工面积同比增速分别为-21.5%/-16.8%/-13.5%。但龙头公司东方雨虹强者恒强，单季度收入增速仍维持 35%以上的增长，在原材料沥青价格大幅上涨下，公司归母净利润实现逆势提升，渠道及成本控制优势进一步凸显。

(3) 瓷砖：瓷砖行业 21 年前三季度收入/净利润增速为 31%/-2%，其中单 Q3 季度收入/归母净利润增速分别为 18.1%/-32.9%，收入增速较低主要系 9 月份受限电影响，建筑陶瓷生产线有所关停，且进入三季度地产下游受资金面影响，景气度明显回落，同时限购政策等对二手房交易造成较大影响，使得 B/C 两端增长均承压。主要瓷砖企业三季度归母净利润均负增长，系今年以来原燃料价格涨幅较大，盈利能力承压，我们认为若 2022 年原燃料价格边际回落，瓷砖公司盈利能力有望触底反弹，若 Q4 原燃料价格环比相对稳定，则盈利能力同比下行压力也有望明显减弱。

(4) 石膏板：北新建材 21 前三季度收入/净利润增速 32%/36%，其中 Q3 单季度收入/净利润增速 12%/-20%，收入增长主要系销量增长驱动，但因原材料价格及能源价格上涨使得公司成本增加，Q3 毛利率同比/环比分别下降 7.3/7.5pct，公司石膏板市占率高达 60%，市场话语权较高，可通过提价传导成本上涨压力，但传导具有一定滞后性，我们预计后续毛利率有望迎来恢复。公司加快防水业务布局，拟收购四川蜀羊剩余 30%股权，并联合重组成都赛特防水材料有限公司(持有 70%股权)以及天津滨海澳泰防水材料有限公司(持有 70%股权)，有利于后续规划北新防水本部业务的全国布局，进一步推动防水业务的整合优化，同时在轨道交通等公共设施领域防水材料市场的竞争力和高分子防水细分市场的竞争力得到强化，防水板块有望成为公司新的利润增长点。

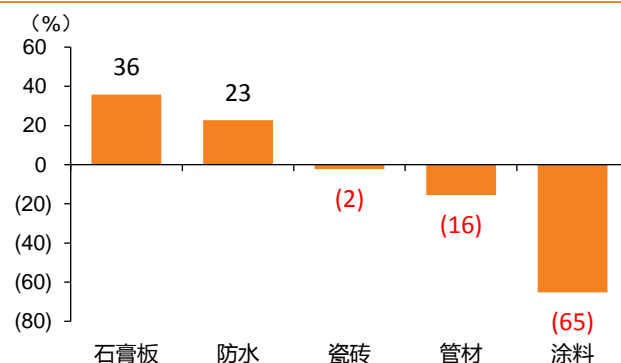
(5) 管材：管材行业 21 前三季度收入/净利润增速 25%/-16%，其中 Q3 单季度收入/净利润增速+17%/-33%，整体收入保持稳定增长，其中伟星新材 21 年前三季度收入/归母净利润同比分别增长 25%/5%，若剔除限制性股票激励费用及投资收益两项影响，公司前三季度归母净利润同比增长 26.27%，公司 Q3 零售业务仍保持较快增长，在市占率提升和同心圆产品配套拓展等方面均取得一定成效，在原材料价格上涨情况下，公司零售端提价传导更为顺畅，并通过技改降本降耗，Q3 毛利率环比 Q2 基本稳定，仍维持在 40%以上的水平。看好公司零售业务持续稳健增长。

图 82：2021 年 Q1-3 消费建材部分细分行业收入增速 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所

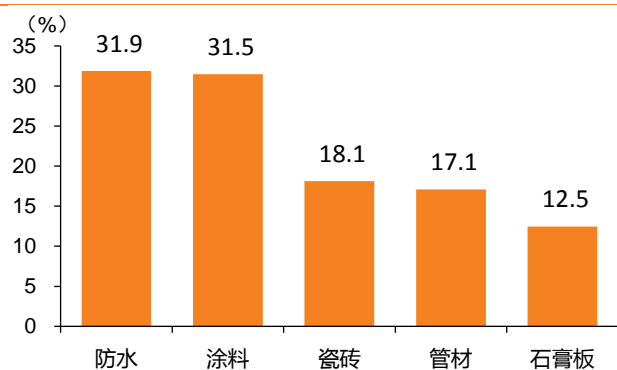
图 83：2021 年 Q1-3 消费建材部分细分行业净利润增速 (%)



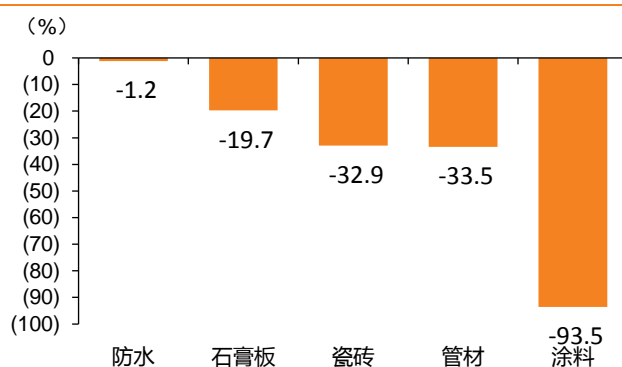
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 84：2021Q3 消费建材部分细分行业收入增速 (%)

图 85：2021Q3 消费建材部分细分行业净利润增速 (%)



资料来源：Wind、天风证券研究所



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 短期继续推荐顺周期品种，关注地产链政策及资金改善

短期继续推荐顺周期品种，关注地产链政策及资金改善对行业估值有望带来的提振： 1) 顺周期品种当前总体处于需求旺季，尽管原材料价格高企和资金链紧张对地产需求形成拖累，但我们预计后续地产侧需求有望触底回暖，同时稳增长也有望边际提振基建需求。供给侧逻辑影响股价弹性：水泥受能耗双控限制，供给收缩产生的价格高弹性有望在 Q4 持续，推荐**上峰水泥、华新水泥、海螺水泥**；玻纤需求端受风电、海外等下游带动，供给侧增量有限，供需紧平衡带动产品价格上涨，龙头业绩有望超预期，推荐**中国巨石，长海股份（与化工联合覆盖），中材科技，宏和科技等**；玻璃供给刚性较强，需求此前受到下游资金和限电影响，但近期库存或继续迎来下行期，竣工向好的趋势持续性有望较好，推荐**旗滨集团、信义玻璃、金晶科技、福莱特（与电新联合覆盖）等**。2) 消费建材短期内或仍受地产景气度、资金链，以及大宗商品价格持续上行带来的成本压力影响，但中长期看，龙头公司已经开启渠道变革，规模效应有望使得行业集中度持续提升，消费建材仍然是建材板块中长期优选赛道，基于中长期视角，推荐**东方雨虹、蒙娜丽莎、亚士创能、北新建材、科顺股份、三棵树等**，短期而言，若地产链资金端出现明显改善，消费建材品种亦有望迎来估值修复。

表 5：重点公司盈利预测

板块	公司名称	收盘价	评级	EPS (元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
玻璃	旗滨集团	15.76	买入	0.68	1.81	2.04	2.41	23.18	8.71	7.73	6.54
玻璃	福莱特	50.39	增持	0.76	1.05	1.56	2.08	66.30	47.99	32.30	24.23
玻璃	金晶科技	9.61	买入	0.23	1.29	1.96	2.35	41.78	7.45	4.90	4.09
玻纤	中国巨石	18.01	买入	0.60	1.42	1.60	1.86	30.02	12.68	11.26	9.68
玻纤	长海股份	17.44	买入	0.66	1.42	1.71	2.05	26.42	12.28	10.20	8.51
玻纤	宏和科技	8.49	买入	0.13	0.16	0.23	0.34	65.31	53.06	36.91	24.97
玻纤	中材科技	35.98	买入	1.22	2.07	2.37	2.91	29.49	17.38	15.18	12.36
涂料	三棵树	125.42	买入	1.33	0.80	2.93	3.61	94.30	156.78	42.81	34.74
涂料	亚士创能	23.41	买入	1.06	0.66	1.62	2.44	22.08	35.47	14.45	9.59
瓷砖	蒙娜丽莎	19.60	买入	1.37	1.43	2.18	3.03	14.31	13.71	8.99	6.47
防水	科顺股份	12.94	买入	0.77	0.84	1.24	1.65	16.81	15.40	10.44	7.84
石膏板	北新建材	27.32	买入	1.69	2.25	2.69	3.16	16.17	12.14	10.16	8.65
防水	东方雨虹	40.77	买入	1.34	1.71	2.17	2.73	30.43	23.84	18.79	14.93
水泥	华新水泥	16.71	买入	2.69	3.13	3.63	4.16	6.21	5.34	4.60	4.02
水泥	海螺水泥	37.93	买入	6.63	6.98	7.59	7.98	5.72	5.43	5.00	4.75
水泥	上峰水泥	17.44	买入	2.49	3.09	3.60	4.08	7.00	5.64	4.84	4.27

资料来源：Wind、天风证券研究所

注：收盘价为 2021 年 11 月 3 日，盈利预测均来自天风建材团队

4. 风险提示

1、下游基建、地产需求回落超预期：水泥、玻璃价格的变动主要受地产和基建需求影响，进而与宏观经济环境、资金到位情况等因素相关，当前水泥及玻璃价格变动体现了较好的景气度，但若后续因天气、疫情、政策等原因导致基建、地产开复工持续性不及预期，可能导致水泥和玻璃价格上涨持续性不及预期。

2、原材料涨价超预期：21 年年初大宗商品价格全线上涨，而部分建材子行业中化工类原材料、煤炭成本占比较高，这对建材公司利润空间形成挤压，若后期原材料及煤炭价格持续上涨，或使得公司毛利率继续下行，导致利润承压。

3、产能投放超预期：20 年供给短缺使得部分子行业如玻纤、光伏玻璃加快产能布局脚步，若未来产能投放较多，可能导致行业供给过剩，使得价格大幅下滑。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市虹口区北外滩国际	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	客运中心 6 号楼 4 层	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com