

中性

建材行业三季报综述

成本与地产风险承压，玻纤板块仍值得看好

建材行业 2021 年三季报公布完毕，玻纤板块仍表现亮眼；大宗商品价格快速上涨及地产风险集中释放，多个板块业绩承压。

- **Q3 营收增长 2.8%，归母净利下降 8.1%，现金流稍有下滑：**去除因重组而口径不同的天山股份后，我们重点关注的 56 家建材行业上市公司前三季度共实现营业收入 4212.8 亿元，同增 16.3%；归母净利润 625.9 亿元，同增 11.8%，经营活动净现金流 415.3 亿元，自由现金流 407.9 亿元，同增 2.9%。Q3 营收 1515.0 亿元，同增 2.8%，归母净利 210.2 亿元，同减 8.1%；经营现金流 176 亿，同降 22.6%，自由现金流 112.6 亿元，同降 45.5%。环比来看，营收、利润、现金流情况均有不同程度下滑，建材行业压力仍较大。
- **总体上建材行业的三季报呈现以下特点：**1.地产链条风险集中释放，建材行业多家公司计提信用减值损失，或正在寻求其他办法解决坏账问题，短期利润大幅下滑；2.大宗商品涨价使消费建材等行业成本压力快速上升，增收不增利的情况仍在继续，四季度开始，多家消费建材公司发布涨价函，预计 Q4 利润情况将有所好转；3.三季度限电限产影响最大的是水泥板块，水泥价格出现阶段性跳涨，但涨价抑制了水泥需求，上市公司供需双弱环境下，水泥板块业绩并未出现大幅增长；4.玻璃行业抓住竣工高峰的尾巴，三季度业绩维持高位，十月以来竣工进度预计不如去年同期，Q4 业绩或承压下滑；5.玻纤行业景气持续，行业格局依然看好，价格维持高位，目前库存仍低，尚存涨价可能，玻纤板块值得长期看好。
- **成本压力显著，多个板块利润增速显著低于营收增速：**从主要上市公司财务报表边际变化来看，水泥与管材分别受限于低迷的建筑施工需求以及巨大的成本压力，利润负增长；玻璃与玻纤受益于行业的高度景气营收与利润实现正向增长。除景气度较高的玻璃与玻纤外，其他行业的报表均能反映出上游成本的压力，早周期、管材、后周期、新材料的利润增速均显著低于营收增速，多个板块毛利率环比下滑。但同时要看到，建材板块营收增速较快，早周期与后周期板块作为龙头的上市公司正在不断拓展业务规模，提高市占率。预计待成本压力褪去后，建材行业的业绩弹性将十分可观。

相关研究报告

《建材行业周报：成本压力逐渐减弱，消费建材有望迎来拐点》 20211108

《建材行业周报：煤炭压力大幅回落，行业盈利能力有望增强》 20211102

《建材行业周报：成本压力边际放缓，关注后续政策落实情况》 20211025

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

重点推荐

- 推荐业绩有望反弹的华中水泥龙头华新水泥。

评级面临的主要风险

- 水泥景气度复苏不及预期、原材料价格超预期波动、行业政策风险、海外疫情持续蔓延。

建材行业总结：玻纤维持景气，成本与地产链条风险显著

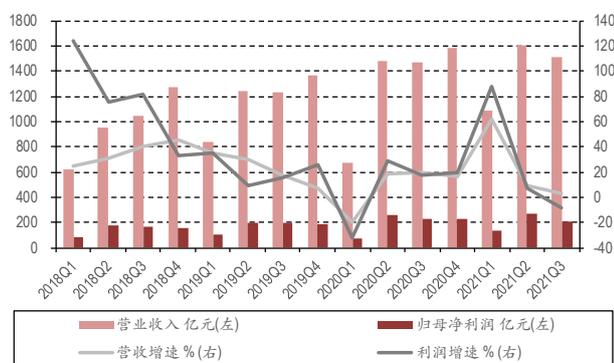
1. 行业整体：成本压力与地产链条风险显著，多个板块业绩下滑

三季度建筑建材行业的各细分子行业业绩各具特点，又有一定的共性。总体上建材行业的三季报呈现以下特点：1.地产链条风险集中释放，建材行业多家公司计提信用减值损失，或正在寻求其他办法解决坏账问题，短期利润大幅下滑；2.大宗商品涨价使消费建材等行业成本压力快速上升，增收不增利的情况仍在继续，四季度开始，多家消费建材公司发布涨价函，预计Q4利润情况将有所好转；3.三季度限电限产影响最大的是水泥板块，水泥价格出现阶段性跳涨，但涨价抑制了水泥需求，供需双弱环境下，水泥板块业绩承压下滑；4.玻璃行业抓住竣工高峰的尾巴，三季度业绩维持高位，十月以来竣工进度预计不如去年同期，Q4业绩或承压下滑；5.玻纤行业景气持续，行业格局依然稳定，供需缺口仍将存在，目前库存仍低，尚存涨价可能，玻纤板块值得长期看好。

2. 营收、利润与现金：Q3营收小幅增长，现金下滑

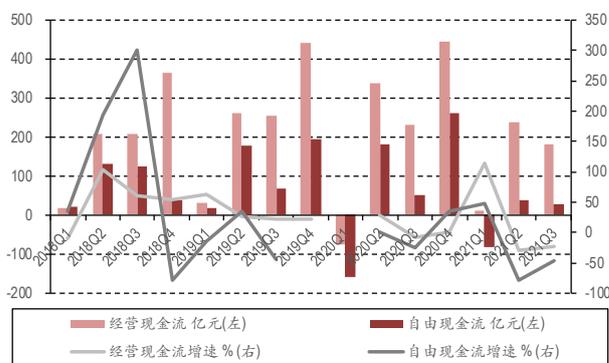
Q3营收增长2.8%，归母净利润下降8.1%，现金流稍有下滑：天山股份在三季报完成并表，报表规模大幅扩大，与以往报表数据口径不一致，故未列入比较范围。天山股份之外，我们重点关注的56家建材行业上市公司前三季度共实现营业收入4,212.8亿元，同增16.3%；归母净利润625.9亿元，同增11.8%，经营活动净现金流415.3亿元，自由现金流407.9亿元，同增2.9%。Q3营收1,515.0亿元，同增2.8%，归母净利润210.2亿元，同减8.1%；经营现金流176亿，同降22.6%，自由现金流112.6亿元，同降45.5%。环比来看，营收、利润、现金流情况均有不同程度下滑，建材行业压力仍较大。

图表 1. 建材行业 Q3 营收与利润均下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 建材行业 Q3 现金流环比回落



资料来源：万得，中银证券

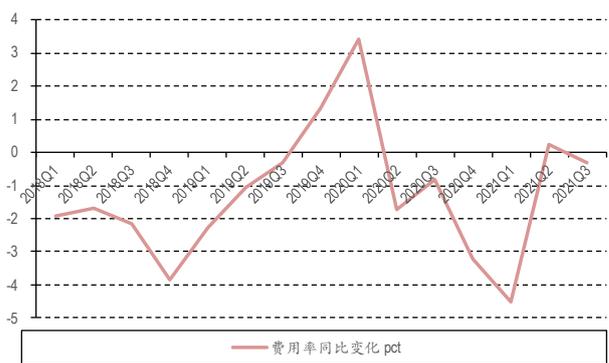
毛利率下滑，费用率上升：Q3建材板块毛利率28.5%，环比回落2.6pct，净利率14.6%，环比回落3.5pct；费用率10.4%，环比上升1.0pct，其中销售费用率3.8%，管理费用率6.4%，分别上升0.4pct与0.8pct。毛利率下降的主要原因是上游原材料与能源成本的持续上升，成本转嫁一定程度上受阻。

图表 3. Q3 建材板块利润率下行



资料来源：万得，中银证券

图表 4. Q3 建材板块费用率变化率情况



资料来源：万得，中银证券

3. 细分板块：后周期与玻纤板块边际表现较好

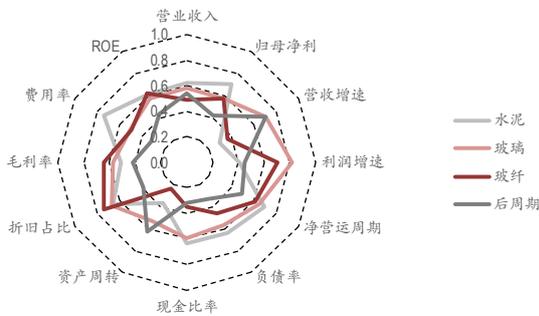
成本压力显著，多个板块利润增速显著低于营收增速：从主要上市公司财务报表边际变化来看，水泥与管材分别受限于低迷的建筑施工需求以及巨大的成本压力，利润负增长；玻璃与玻纤受益于行业的高度景气营收与利润实现正向增长。除景气度较高的玻璃与玻纤外，其他行业的报表均能反映出上游成本的压力，早周期、管材、后周期、新材料的利润增速均显著低于营收增速，多个板块毛利率环比下滑。但同时要看到，建材板块营收增速较快，早周期与后周期板块作为龙头的上市公司正在不断拓展业务规模，提高市占率，预计待成本压力褪去后，建材行业的业绩弹性将十分可观。

图表 5.2021 年三季报不同细分行业财报指标比较 (主要企业财务指标加权平均)

单位	收入规模		成长能力		现金收付		负债水平		周转能力			盈利能力	
	营业收入 亿元	归母净利 亿元	营收增速 %	利润增速 %	营运周期 天	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	折旧占比 %	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
水泥	3,256.9	445.3	1.4	(7.4)	(2.2)	43.0	154.7	0.5	50.0	27.4	8.5	14.4	
早周期	587.5	47.7	34.2	13.2	119.2	49.5	45.7	0.6	16.6	23.0	11.6	11.1	
玻璃	305.6	66.0	45.0	193.0	(43.7)	38.6	79.4	0.5	55.3	40.8	13.1	20.8	
管材	152.7	12.9	21.4	(21.7)	67.9	39.6	74.7	0.6	33.7	24.5	13.9	8.5	
后周期	536.8	51.9	39.8	19.5	37.0	50.1	35.5	0.6	35.8	28.5	16.4	12.3	
玻纤	325.0	75.9	32.1	126.5	(39.3)	51.5	25.4	0.4	57.9	37.9	11.8	19.7	
新材料	155.0	16.5	20.5	16.1	89.2	39.7	93.6	0.5	26.6	26.5	13.5	9.5	

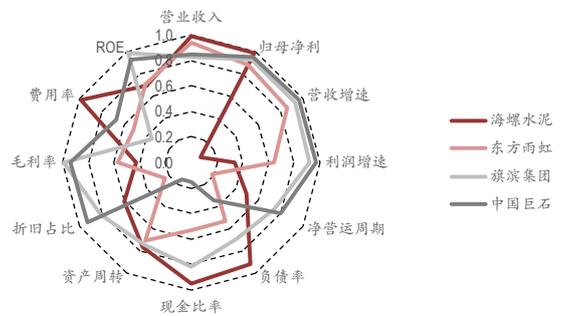
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 四个板块三季报比较



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 重点上市公司三季报比较



资料来源：万得，中银证券

一、水泥与早周期板块：需求一般，业绩承压

1. 水泥板块：供需双弱+煤价上涨，利润受影响

地产开工低迷，能耗双控+电力供应紧张限制供给，煤价上升抬高成本：三季度地产开工持续低迷，7-9月地产开工同比分别为1.76、1.65、1.74亿平，同比分别回落21.5%、16.8%、13.5%，地产开工连续低迷导致水泥需求相对一般。在经历雨热天气后，8月初，水泥旺季到来，价格逐渐抬高，进入九月份，受限于能耗双控以及电力供应紧张，多地出台严格的水泥限产政策，供给缺口大幅推高水泥价格，9月底42.5粉末价格达到了600元/吨，熟料价格达到500元/吨，均为历史新高。但是价格上升又抑制了地产施工需求，我们测算，水泥占建筑施工成本的3%左右，而建筑施工单位通常毛利率仅为10%，水泥价格跳涨导致施工方延期施工意愿增强，叠加9月煤炭成本大幅上涨推高成本，限产带来的涨价并未显著提高水泥企业的业绩。

三季度价涨量缩，营收与利润回落：7-9月，水泥产量分别是2.06、2.15、2.05亿平方米，同比分别下降5.6%、4.4%、12.2%；三季度水泥42.5粉末、32.5粉末以及熟料均价分别为414.3、397.4、353.7元/吨，同比分别上升8.8、11.1、35.3元/吨。磨机开工率在第三季度持续走低，显著低于往年同期，同时，熟料库容比在9月份快速回落，10月份开始显著反转。在价涨量缩的背景下，水泥行业三季度实现营收732.6亿元（不包含天山股份），同比下滑10.7%，利润114.4亿元，同比下降20.5%，经营现金流环比稳定，自由现金流环比有所上升。

图表 8. 地产开工持续低迷



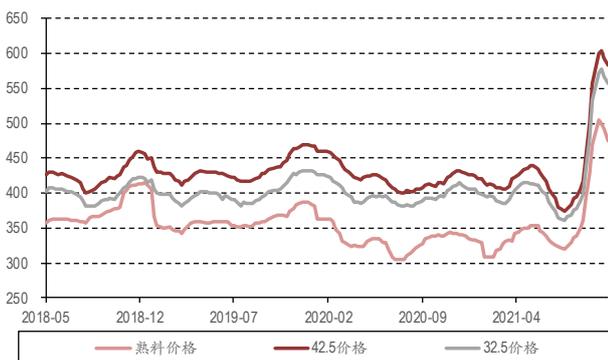
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 今年煤炭价格连续上涨，10月下旬回落



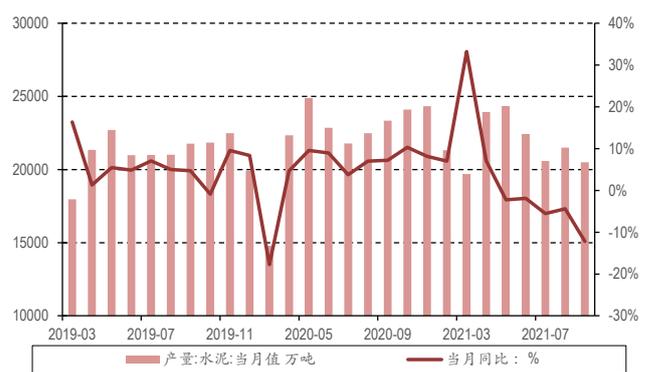
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 9月水泥价格大幅上涨



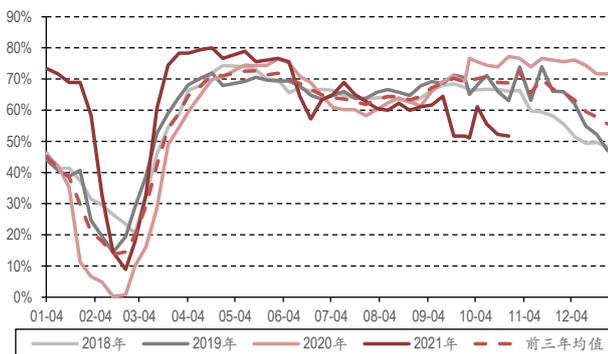
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 11. 三季度水泥产量连续走低



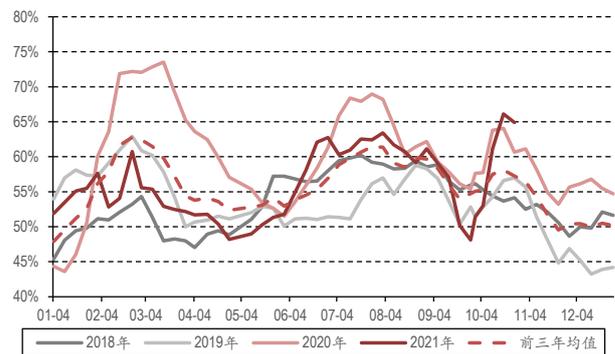
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 限产影响，三季度磨机开工率下降



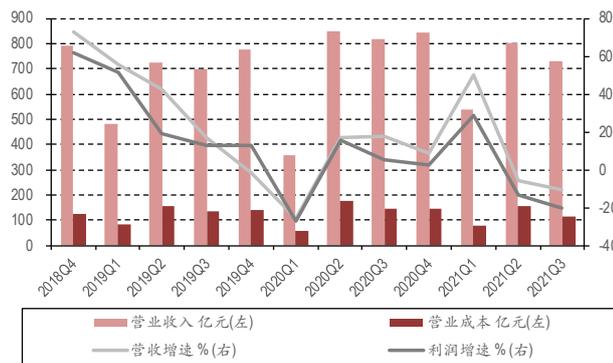
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 13. 三季度库容比持续走低，10月份库容上升



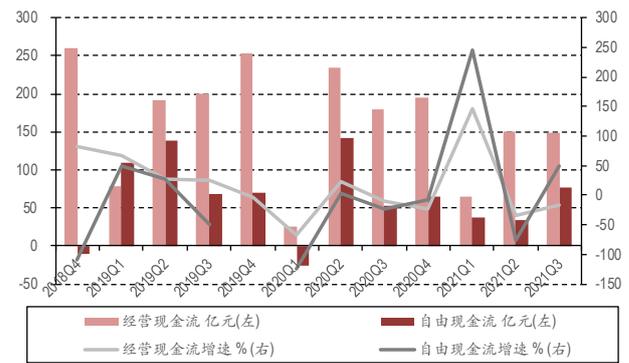
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 14. 三季度水泥行业营收与净利下滑



资料来源: 万得, 中银证券

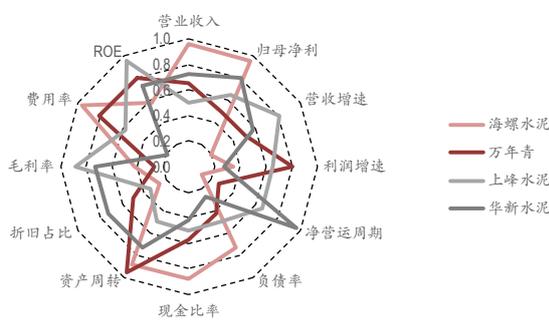
图表 15. 水泥行业现金流情况



资料来源: 万得, 中银证券

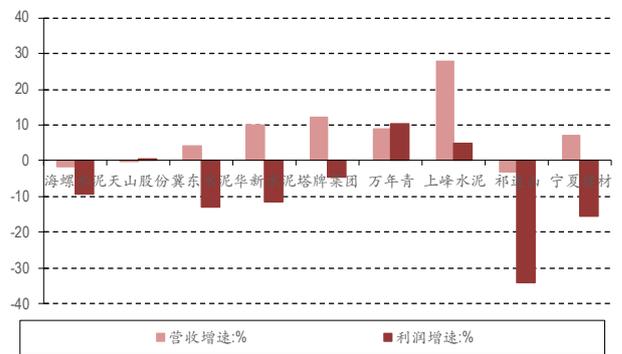
万年青、上峰水泥表现较好: 三季度水泥景气度一般, 供给收缩, 上市公司业绩大多承压, 上峰水泥、万年青以及福建水泥表现相对较好, 营收与利润均保持正向增长; 海螺水泥则依然保持了较高的周转率和较低的负债水平, 同时仍然拥有较强的费用管控能力。

图表 16. 四家公司财务指标同比改善情况比较



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17. 上峰水泥与万年青保持正向增长



资料来源: 万得, 中银证券

图表 18. 水泥板块上市公司 2021 年三季报财务指标比较 (天山股份增速为同口径数据)

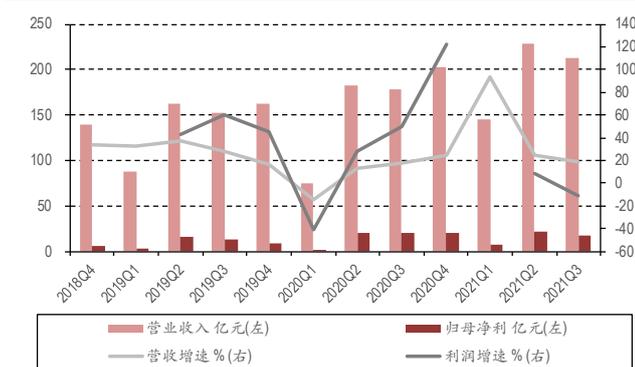
	收入规模		成长能力		负债能力		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入	归母净利润	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	资产周转	营运周期	毛利率	费用率	ROE	
	百万元	百万元	%	%	%	%	次	天	%	%	%	
海螺水泥	121,710.8	22,390.3	(1.8)	(9.4)	15.5	403.4	0.6	30.7	27.5	4.8	13.4	
天山股份	118,463.4	9,885.2	(0.0)	0.1	66.5	12.7	0.4	(10.2)	24.4	10.3	21.3	
冀东水泥	26,203.7	1,820.8	4.2	(13.1)	44.8	56.4	0.4	(1.5)	27.6	15.3	9.8	
华新水泥	22,453.9	3,563.3	10.0	(11.5)	42.5	76.0	0.5	(98.3)	36.5	12.9	14.7	
塔牌集团	5,241.7	1,312.4	12.1	(4.7)	13.2	269.6	0.4	(28.8)	36.8	6.5	12.1	
万年青	9,634.4	1,129.3	9.0	10.4	38.7	82.7	0.6	(1.5)	25.8	6.1	16.9	
上峰水泥	5,691.4	1,589.1	27.9	5.0	35.6	79.2	0.4	(43.0)	44.6	8.4	22.0	
祁连山	5,821.9	953.5	(3.2)	(34.1)	26.7	61.9	0.5	(73.6)	29.9	8.0	11.9	
宁夏建材	4,145.7	691.8	7.0	(15.7)	21.9	107.1	0.4	24.6	26.4	5.8	10.6	
青松建化	3,122.1	269.7	39.3	12.7	38.8	45.0	0.4	(7.3)	28.7	9.8	5.6	
四川双马	846.4	649.8	(27.2)	(6.7)	7.5	397.9	0.1	(93.4)	48.3	10.5	12.2	
福建水泥	2,322.5	237.9	13.7	9.0	58.5	14.3	0.5	(79.2)	20.9	8.7	13.7	

资料来源: 万得, 中银证券

2. 其他早周期建材：龙头扩张趋势不变，成本压力拖累利润

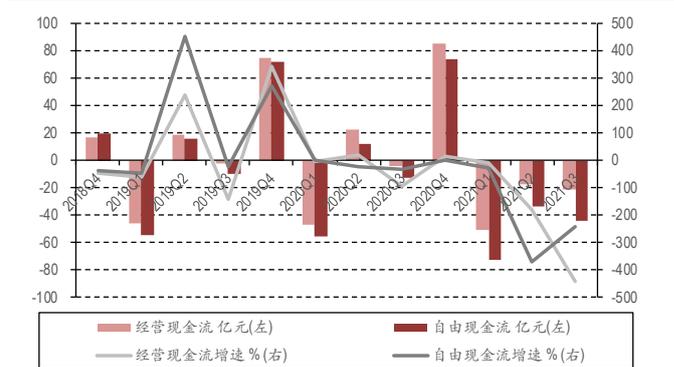
扩张趋势不变，成本压力拖累利润：除水泥外，早周期品主要是防水材料、减水剂、混凝土。2021年Q3，早周期板块上市公司合计营收212.6亿元，同增18.8%；归母净利润18.1亿元，同降11.1%；前三季度营收合计587.5亿元，同增34.2%，合计实现归母净利47.7亿元，同增13.2%，板块自由现金流与经营现金流均出现连续第二个季度的负增长。三季度早周期板块在成本高压下出现了增收不增利的情况。细分板块来看，防水板块的东方雨虹、科顺股份、凯伦股份单三季度分别实现营收84.5、19.2、7.0亿元，同比分别增长36.5%、14.6%、33.0%；实现归母净利润11.4、6.2、0.4亿元，同比分别增长10.4%、7.5%、下降51.5%，在成本高压下，雨虹与科顺保持了利润增长的韧性，凯伦股份则受原材料价格上涨影响显著。减水剂板块三家公司中，单三季度仅苏博特实现了利润正增长11.4%，垒知集团与红墙股份利润分别下滑24.6%与40.4%。混凝土板块则持续低迷，深天地A与西部建设均单季度负增长。

图表 19. Q3 早周期营收增长 18.8%，净利下滑 11.1%



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 早周期现金流持续为负



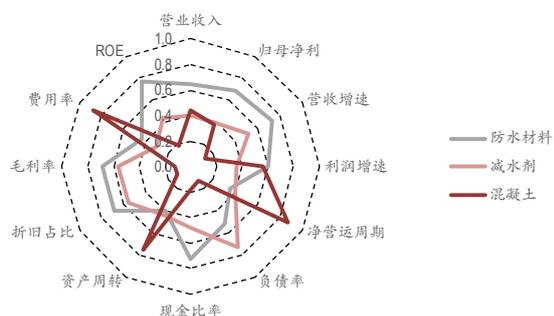
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 早周期板块上市公司 2021 年三季报财务指标比较

	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	负债率	现金比率	资产周转	营运周期	毛利率	费用率	ROE	
	百万元	百万元	%	%	%	%	次	天	%	%	%	
东方雨虹	22,682.2	2,677.9	51.4	25.7	38.2	53.9	0.6	145.1	30.6	14.6	13.6	
凯伦股份	1,922.0	178.6	48.0	4.0	50.2	91.2	0.3	231.3	30.8	18.4	8.4	
科顺股份	5,682.5	673.3	31.1	17.2	53.0	49.0	0.5	86.0	30.9	14.9	14.8	
苏博特	3,232.5	366.8	31.9	21.4	41.7	67.1	0.5	212.9	33.9	18.7	10.2	
垒知集团	3,562.7	232.3	38.7	(18.0)	46.2	38.6	0.6	81.6	18.4	10.9	7.1	
红墙股份	1,151.1	90.9	30.9	(12.9)	38.1	33.8	0.5	180.1	29.7	20.7	6.7	
深天地 A	1,121.7	(10.7)	7.5	178.4	70.8	35.1	0.5	11.7	12.7	7.0	(2.3)	
西部建设	19,391.5	557.7	19.6	(14.2)	65.2	23.0	0.6	81.5	10.1	5.0	6.9	

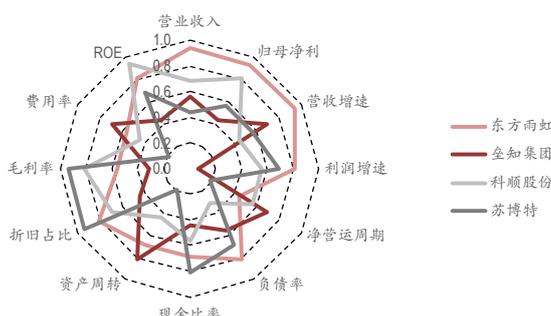
资料来源：万得，中银证券

图表 22. 防水、减水剂、混凝土三大板块财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 雨虹、科顺、苏博特、垒知财报表现较好



资料来源：万得，中银证券

成本压力导致毛利率下滑：防水行业的主要原材料是沥青，减水剂行业的主要原材料是环氧乙烷，二者均经历了较大程度的涨价潮，这直接导致早周期行业的盈利能力有所下滑。

图表 24. 早周期板块利润率下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 环氧乙烷与沥青均经历了不同程度的涨价



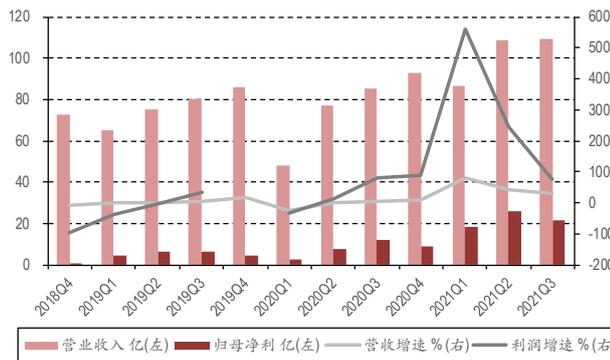
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

二、玻璃与后周期板块：玻璃处于景气末，后周期成本压力大

1. 玻璃行业：抓住 Q3 景气的尾巴，业绩保持高增长

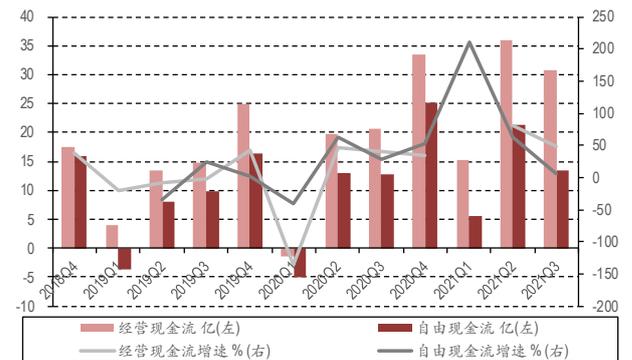
Q3 玻璃景气度仍然较高：Q3 平板玻璃上市公司合计营收 109.6 亿元，同增 28.5%，环比基本持平；归母净利润 21.4 亿元，同增 75.5%，环比回落；现金流量同时保持高位，经营现金净流量同比大幅增长，环比回落，自由现金流环比增长同比回落，现金情况依然较好。

图表 26. 玻璃行业营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

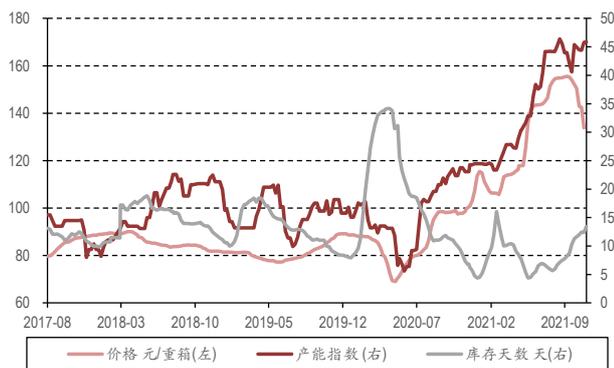
图表 27. 玻璃行业现金流情况



资料来源：万得，中银证券

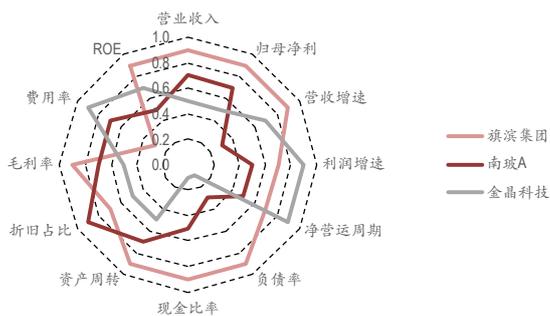
三季度平板玻璃价格维持在 150 元/吨以上，平均库存天数 7.5 天，远低于正常水平的 13 天，但库存呈现持续累积情形。当前时点看，玻璃行业景气度已基本进入末尾，玻璃价格连续多周下滑，库存已累积至正常水平，9 月份竣工面积同比增长仅增长 1.0%，环比连续回落。展望四季度，玻璃价格持续回落，而纯碱价格上升带来的成本压力逐渐显现，玻璃行业盈利能力或环比 Q3 减弱。

图表 28. 玻璃行业景气度持续高位，10 月开始加速回落



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 29. 旗滨集团玻璃行业龙头地位稳固



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 平板玻璃上市公司 2021 年三季度财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
旗滨集团	10,765.9	3,658.0	64.2	200.9	33.8	116.1	0.6	(29.0)	54.7	15.3	33.3	
南玻 A	10,246.8	1,509.8	37.2	107.7	39.0	78.3	0.5	(6.9)	37.5	11.8	14.0	
金晶科技	5,090.9	1,247.7	48.8	581.1	47.7	39.2	0.5	(228.3)	36.5	9.3	25.4	
耀皮玻璃	3,386.0	165.8	17.8	48.2	37.9	39.9	0.5	23.1	20.2	15.0	4.7	
北玻股份	1,068.2	20.8	42.0	35.6	34.9	94.1	0.4	122.2	17.3	15.5	1.4	

资料来源：万得，中银证券

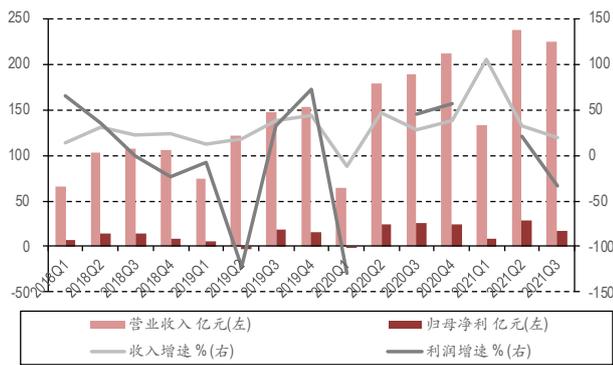
旗滨集团依旧领跑行业：横向比较平板玻璃业务占比较高的上市公司，旗滨集团财务报表质量依然最好，各项指标大多明显领先同行。平板玻璃之外，目前旗滨集团布局的光伏玻璃进展顺利，药用玻璃出货情况尚待观察。

2. 后周期板块：营收增长印证集中度提升，成本上升利润普遍承压

三季度后周期板块经历地产风险+成本冲击，考验公司抗压能力：2021 年 Q3 后周期建材营收 224.2 亿元，同增 19.1%，环比下滑 5.5%，归母净利 17.7 亿元，同减 32.9%，环比下降 38.8%。毛利率与净利率分别下滑 2.0% 与 1.6%。Q3 管材行业上市公司营收 57.9 亿元，同增 12.8%，环比基本持平；归母净利 4.7 亿元，同减 40.4%，环比下滑 17.7%。后周期及管材在三季度主要面临两大压力，一是持续上涨的大宗商品价格考验行业内公司的成本转嫁能力；二是地产商风险逐渐暴露，后周期建材面临账期拉长甚至是大额计提信用减值损失的风险，为此，后周期建材也逐渐放满了扩张速度，追求低风险，稳定过渡。在两大压力之下，后周期建材三季度利润普遍承压，现金流情况也并不乐观。但部分龙头企业提价能力较强，一定程度转嫁了压力，且前期品类扩张、渠道下沉提高市占率等措施显成效，营收规模仍保持同比增长。

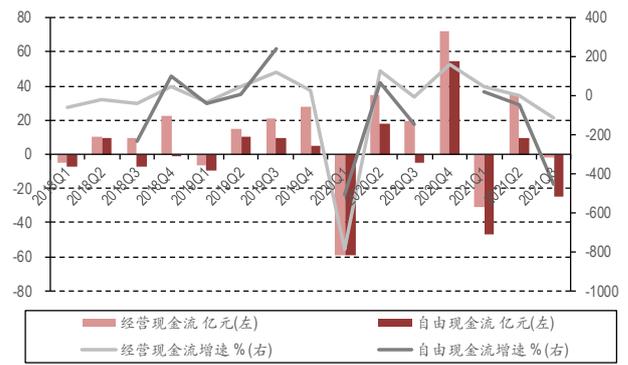
四季度提价较多，利润情况或改善：10 月初，东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居陆续宣布所有产品提价；10 月中旬，三棵树等涂料企业均宣布提价；管材行业也陆续宣布提价。我们认为，后周期建材多具备品牌与消费属性，价格弹性相对较弱，提价进程相对缓慢，但提价之后一般也很少再回调，因此，此轮产品提价或将较长期改善相应公司的利润情况。

图表 31. 后周期建材营收与利润情况



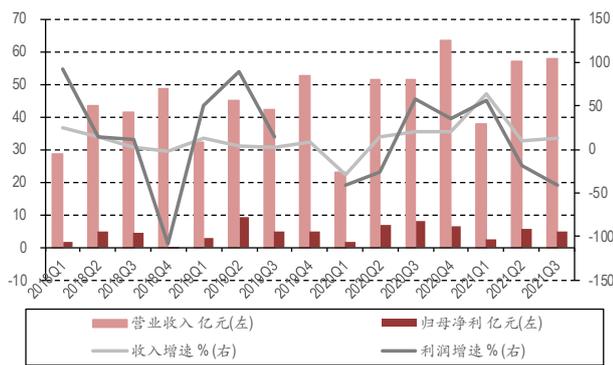
资料来源：万得，中银证券

图表 32. 三季度后周期建材现金流为负



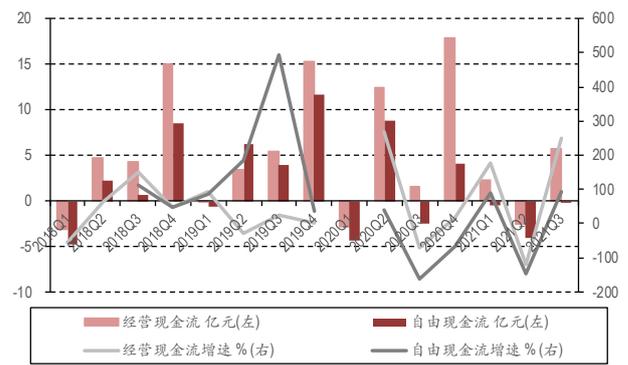
资料来源：万得，中银证券

图表 33. 管材营收与利润情况



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 管材行业现金流情况



资料来源：万得，中银证券

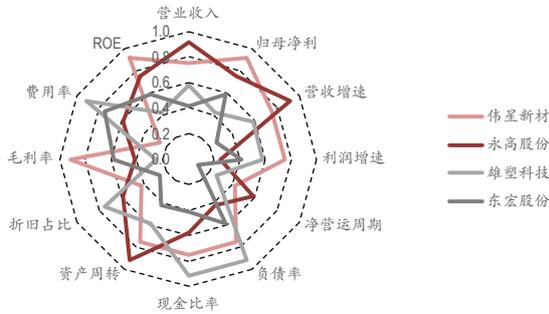
图表 35. 后周期及管材上市公司 2021 年三季报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
帝欧家居	4,603.8	349.4	16.0	(13.8)	54.0	23.0	0.5	124.6	28.3	18.8	7.9	
蒙娜丽莎	4,927.1	416.7	47.7	10.1	61.0	62.4	0.4	24.9	31.8	20.0	11.3	
惠达卫浴	2,838.9	226.5	27.3	(1.5)	36.5	102.6	0.4	119.3	28.8	19.1	6.0	
坚朗五金	5,965.8	704.8	32.0	40.5	48.0	36.6	0.7	100.7	36.7	20.4	16.5	
友邦吊顶	707.8	32.4	42.1	(46.7)	35.9	43.4	0.3	(42.7)	26.9	23.0	2.4	
亚士创能	3,677.6	131.0	55.4	(44.6)	70.0	28.1	0.5	(71.2)	25.5	20.3	6.0	
三棵树	7,905.8	64.0	58.3	(80.3)	78.4	13.9	0.6	(96.2)	26.1	21.8	2.6	
兔宝宝	6,315.8	523.5	64.5	171.2	63.0	21.0	1.2	27.2	16.9	7.8	28.3	
万里石	818.4	17.1	40.4	203.4	49.2	11.5	0.6	229.9	10.8	11.3	2.7	
北新建材	15,922.7	2,723.3	31.8	35.8	27.3	27.6	0.6	65.4	31.8	12.4	15.6	
东鹏控股	5,738.2	390.7	20.3	(25.2)	42.3	69.8	0.4	(120.4)	28.9	17.9	5.2	
伟星新材	4,026.5	772.9	25.0	5.3	22.2	160.5	0.7	57.3	41.3	17.8	17.8	
永高股份	6,368.9	360.1	34.0	(33.1)	42.4	52.8	0.8	33.5	18.7	11.8	7.5	
顾地科技	1,123.5	(68.2)	16.5	107.1	70.7	3.8	0.5	(85.2)	10.7	16.7	(9.7)	
雄塑科技	1,742.3	111.8	22.4	(30.6)	19.2	177.4	0.6	79.5	18.1	9.0	5.6	
纳川股份	372.6	(25.1)	(39.1)	(158.0)	59.5	10.9	0.1	(58.1)	23.1	36.3	(1.7)	
东宏股份	1,638.9	143.1	2.0	(31.8)	34.8	12.9	0.5	349.1	22.1	10.5	7.2	

资料来源：万得，中银证券

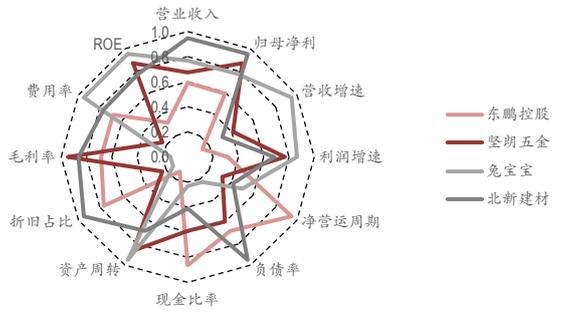
东鹏控股、北新建材、兔宝宝、伟星新材、永高股份等公司年中报表现较好：塑料管行业六个上市公司中，伟星新材、永高股份两个公司财务报表质量较高，其中伟星新材现金控制、负债控制、盈利能力依然明显领先其他同行；永高股份在收入规模、营收增速方面优势明显，但利润受成本影响同样显著。其他装修建材中，北新建材、东鹏控股、兔宝宝、坚朗五金无论是财务报表综合表现还是边际改善都优于同行。北新建材各项指标表现均衡，防水业务快速释放为营收带来增量；兔宝宝渠道建设顺利，在下沉市场与不成熟市场的比较顺利；伟星新材与坚朗五金仍然是后周期建材中毛利率最高的两家公司，且受益C端议价能力较强，利润具备稳定性。

图表 36. 伟星、永高、雄塑、东宏财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 东鹏控股、坚朗、兔宝宝、北新财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

管材：营收增速稳定快，成本冲击利润：管材行业上半年营收增速较快，但承压 PVC、PP 等主要原材料价格持续上涨，利润增速显著低于营收增速。但 C 端龙头销售呈现较强韧性，C 端龙头伟星新材能够通过涨价顺利转嫁成本，因此利润增速显著好于 B 端的永高股份。伟星新材的毛利仍然维持稳定，净利率环比有所上升，体现了品牌价值与费用控制能力。

涂料瓷砖：成本压力显著，地产风险逐渐释放：涂料和瓷砖均是后周期装修建材，需求相近程度较高。Q3 煤炭、天然气与化工产品价格快速上涨，对瓷砖与涂料的成本造成较大冲击，10 月份以来瓷砖龙头与涂料龙头陆续提高产品销售价格，预计四季度利润情况将有所好转。三棵树、东鹏控股计提了较大数额的信用减值损失，地产坏账风险集中释放，蒙娜丽莎的恒大债务风险较低，预计可控。

石膏板：北新建材加速一体两翼布局，自产护面纸投入使用应对成本冲击：9 月份，北新建材连续收购四家防水及涂料公司的股权，加速布局一体两翼的防水与涂料业务布局；另一方面，公司自产 40 万吨护面纸生产线逐渐投入使用，有望规避成本波动，北新建材值得继续看好。

五金吊顶：坚朗五金营收与利润均稳定增长：五金吊顶行业市场集中度较低，消费与品牌属性较强，五金龙头坚朗五金与吊顶龙头友邦吊顶表现分化。Q3 坚朗五金营收增长 29.0%，归母净利润同比增长 20%，环比下降 3%，增速稍有放缓，同样受制于五金原材料（不锈钢、铝合金、锌合金）价格上涨，地产商资金压力增大，但总体保持稳定。吊顶龙头友邦吊顶则因为恒大今年减少分红、信用减值损失等因素导致利润大幅下滑。

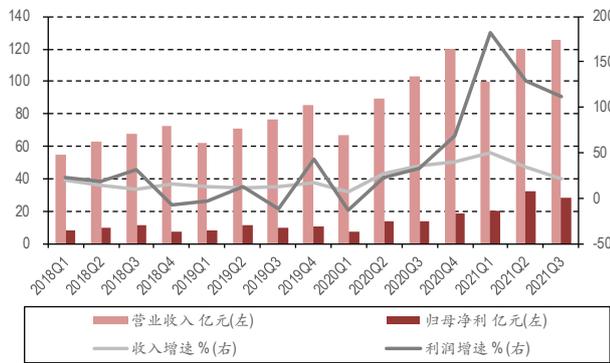
三、玻纤与新材料：玻纤景气度持续，抗震材料表现突出

1. 玻纤行业：景气持续，行业业绩同比向好，环比稍有回落

三季度需求持续高位，供给有序释放，行业格局向好：Q3 中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、山东玻纤以及再升科技六家玻纤上市公司合计营收 125.6 亿元，同增 21.3%；归母净利润 28.4 亿元，同增 111.8%，环比分别上升 4.4% 与下降 11.3%，景气度基本维持。Q3 行业毛利率 35.7%，净利率 21.4%，费用率 11.8%，环比分别上升 2.0%、2.4%，下降 0.4%，行业盈利水平有所提升。Q3 玻纤行业产品价格经历短暂回调，9 月份后已经历两轮反弹上涨，目前均价 6250 元/吨，超过前期高位，行业景气度持续。玻纤价维持高位印证了我们一直的观点：1. 行业供需缺口存在，需求增速大于供给增速。2. 能耗双控下，能耗指标趋严，电价、天然气以及铈粉价格的上涨都推高了行业新产能投放的门槛，行业格局有望持续向好。

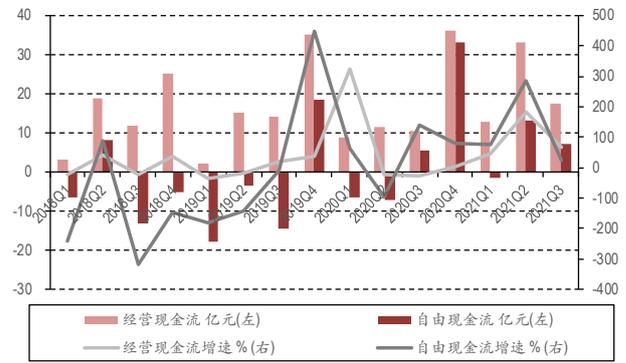
天然气价格上涨对玻纤的影响总体可控: 近期天然气价格持续上涨, 交易电价浮动范围扩大至 20%, 对玻纤行业的成本端产生一定影响。据我们测算, 生产一吨玻纤大约需要天然气 140 立方米, 920 度电。天然气占玻纤生产总成本的 8%-10%, 今年天然气最高价至最低价涨幅约 83.3%, 以液化天然气价格计算, 今年的均价较 2020 年增长 39.3%, 较 2019 年增长 12.9%。考虑到玻纤龙头普遍拥有的天然气储备罐和购买协议等, 预计今年天然气成本上升至总成本的 11%-13%, 总体影响不大。

图表 38. 三季度营收与利润同比增长, 增速环比下滑



资料来源: 万得, 中银证券

图表 39. 现金流情况持续改善



资料来源: 万得, 中银证券

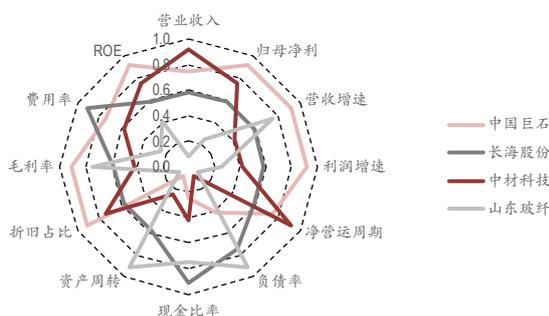
中国巨石规模与成本控制领先, 毛利显著高于其他公司; 中材科技与九鼎新材利润增速较快, 长海股份与山东玻纤负债率控制较好: 中国巨石、山东玻纤、中材科技财报质量较高。中材科技受益于风电叶片业务快速增长营收与利润均保持较高速增长。中国巨石与山东玻纤主营集中于玻纤纱及其制品, 上半年营收与利润双双增长。从财务指标来看, 中国巨石以玻纤纱生产为主, 公司依然在营收规模、成本与费用控制、负债率控制等方面优于同行, 其他指标也相对均衡。山东玻纤刚刚上市利润增长弹性较大。长海股份主营玻纤制品, 在负债率、费用率控制方面有相对优势, 若加大杠杆利用, 成长空间较大。

图表 40. 玻璃纤维上市公司 2021 年三季报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
中国巨石	13,836.3	4,304.6	75.7	236.4	47.8	16.7	0.3	(49.5)	46.2	10.7	22.4	
长海股份	1,833.3	420.9	24.1	114.5	25.5	164.0	0.4	(6.5)	33.6	10.0	13.4	
中材科技	14,642.0	2,647.3	13.3	71.0	59.9	17.1	0.4	(51.9)	32.0	12.2	19.8	
再升科技	1,156.2	187.2	(12.3)	(41.1)	31.7	51.5	0.4	156.8	31.5	15.4	10.0	
九鼎新材	1,034.8	32.4	2.0	192.9	56.7	14.4	0.5	(0.7)	25.4	20.6	3.3	
山东玻纤	1,011.5	153.8	30.0	30.9	18.2	84.0	0.6	170.5	34.2	16.9	12.4	

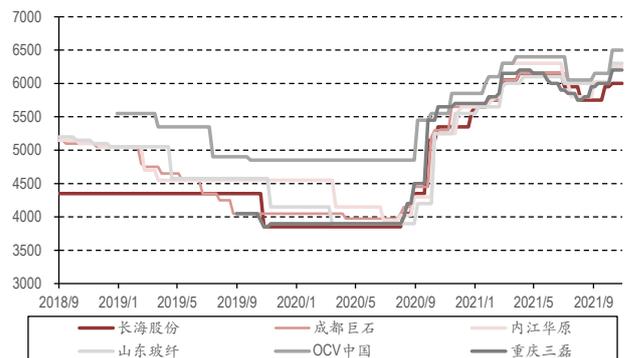
资料来源: 万得, 中银证券

图表 41. 玻纤主要上市公司财务指标对比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 42. 玻纤价格反弹, 超过前期高位



资料来源: 卓创资讯, 中银证券

2. 新材料：耐火与石英材料表现较好

新材料主要指耐火、抗震、石英、珠光粉行业：新材料领域上市公司主营业务较为分散，主要集中在耐火材料、抗震材料、石英纤维、珠光颜料等行业。我们选取瑞泰科技、濮耐股份、北京利尔、鲁阳节能、震安科技、菲利华、石英股份、坤彩科技 8 家主营业务占比较高的上市公司作为考察对象。

营收与利润均同比保持增长，环比基本持平：2021 年 Q3，8 家新材料上市公司合计营收 52.5 亿元，同增 15.2%；归母净利润 5.4 亿元，同增 21.1%。Q3 板块毛利率 24.6%，同减 5.9pct；四项费用率合计 11.95%，同减 6.0pct。Q3 经营现金净流量 1.9 亿元，下降较多。

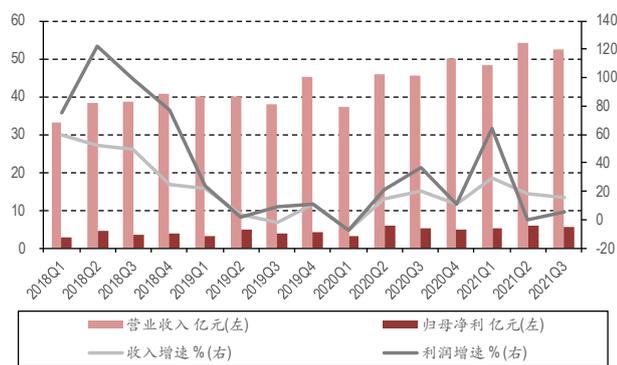
图表 43. 新材料上市公司 2021 年三季度财报财务指标比较

证券简称	收入规模		成长能力		负债水平		周转能力		现金收付		盈利能力	
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	负债率 %	现金比率 %	资产周转 次	营运周期 天	毛利率 %	费用率 %	ROE %	
瑞泰科技	3,404.2	35.1	12.9	202.6	73.6	17.6	0.8	39.7	17.6	13.7	7.0	
濮耐股份	3,318.9	155.6	8.1	(36.5)	52.1	29.1	0.5	82.7	20.3	14.7	5.1	
北京利尔	3,796.0	383.1	18.0	2.9	32.5	48.6	0.6	75.3	21.1	9.4	8.8	
鲁阳节能	2,285.5	404.4	51.5	82.0	29.7	79.4	0.6	93.2	35.6	14.7	16.6	
震安科技	460.1	78.4	2.4	(44.5)	32.6	125.5	0.2	339.7	45.6	24.5	6.6	
菲利华	888.7	290.3	47.9	77.3	17.0	249.2	0.3	72.0	52.1	14.9	13.1	
石英股份	679.5	175.3	44.6	17.8	12.4	433.8	0.3	237.7	44.7	15.2	8.7	
坤彩科技	668.0	128.6	25.4	10.1	38.1	19.3	0.2	139.4	37.3	15.1	7.9	

资料来源：万得，中银证券

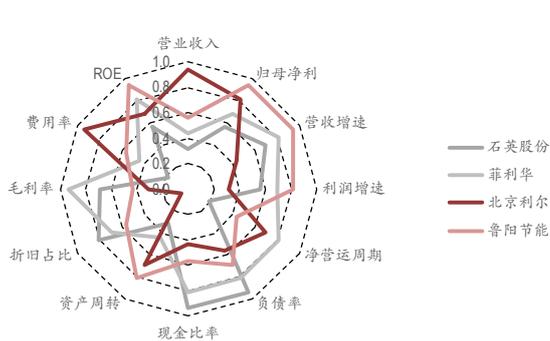
菲利华、北京利尔、鲁阳节能、石英股份四家公司财报质量较好：横向对比 8 家新材料上市公司财务报表，我们认为菲利华、北京利尔、鲁阳节能、石英股份四家公司财务报表质量较高。耐火材料龙头鲁阳节能、瑞泰科技利润增长速度较快，石英纤维行业两家公司石英股份、菲利华现金比率较高，同时保持了较高的毛利率。

图表 44. 新材料公司营收利润增速保持平稳



资料来源：万得，中银证券

图表 45. 四家公司财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

重点推荐

华新水泥

推荐理由：2020 年以来，在疫情和长江流域雨水天气影响下，公司产能布局较多的区域均受到较大冲击，基本面数据明显回落。我们认为，随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，2020 年上半年公司业绩基数较低，以及后续公司持续投放海外熟料和骨料产能，2021 年公司营收与利润有望迎来增长。目前公司国内云南 4000t/d 水泥熟料生产线已经点火，湖北黄石智能化熟料万吨生产线也在年末投产。海外坦桑尼亚和乌兹别克斯坦 4000t/d 熟料项目已经投产，尼泊尔新熟料产能生产线预计将于 2021 年投产。未来公司 B 转 H 股有望落地，增资渠道扩张加上海外股东背书公司海外战略有望加速推进。疫情影响下，骨料格局持续集中，骨料业务推进也将进一步增厚公司利润。

业绩预测：预计 2021-2023 年，公司营收分别为 350.6、419.3、457.3 亿元；归母净利润分别为 70.8、84.7、90.1 亿元；EPS 为 3.38、4.04、4.30 元

风险提示

1. **水泥景气度复苏不及预期：**当前水泥行业景气度处于较低水平，2021 年景气度有望复苏。但考虑 2021 年新开工需求恢复以及新增产能仍有不确定性，行业景气度改善或将不及预期。
2. **原材料价格波动风险：**全球经济复苏带动下，大宗商品特别是原油系工业原料价格集体上涨，包括煤炭、沥青、PVC、PE、PP、环氧乙烷等都有提升。若原油价格大幅上涨，则有可能对建材行业利润空间造成冲击。
3. **行业政策风险：**市场预期国家颁布政策法规推动防水施工标准提升，对防水材料的用量和质量都有所提升，新增的市场份额将大部分为龙头获取。但政策法规颁布时间进度有不确定性，若政策无法按时落地则龙头业绩增长或将不及预期。
4. **海外疫情持续蔓延：**海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 46. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
601636.SH	旗滨集团	买入	14.54	390.58	0.68	1.65	21.4	8.8	4.57
002233.SZ	塔牌集团	买入	9.87	117.68	1.49	1.74	6.6	5.7	9.41
002398.SZ	垒知集团	买入	6.19	44.60	0.52	0.47	12.0	13.2	4.64
603916.SH	苏博特	买入	17.08	71.79	1.05	1.29	16.3	13.2	8.90
000786.SZ	北新建材	买入	26.79	452.62	1.69	2.25	15.8	11.9	10.75
600801.SH	华新水泥	买入	16.12	300.01	2.69	3.11	6.0	5.2	11.88
002271.SZ	东方雨虹	买入	39.79	1,004.13	1.34	1.64	29.6	24.3	9.82
002641.SZ	永高股份	买入	4.43	54.73	0.62	0.52	7.1	8.5	3.92
600720.SH	祁连山	买入	9.44	73.28	1.85	2.14	5.1	4.4	10.62
300737.SZ	科顺股份	买入	12.62	145.27	0.77	0.95	16.3	13.3	4.30
002372.SZ	伟星新材	买入	18.63	296.61	0.75	0.80	24.9	23.2	2.75
600176.SH	中国巨石	买入	17.87	715.36	0.60	1.33	29.6	13.4	5.23
002080.SZ	中材科技	买入	34.81	584.15	1.22	2.14	28.5	16.3	8.11
300196.SZ	长海股份	增持	17.35	70.91	0.66	1.44	26.2	12.0	7.94
605006.SH	山东玻纤	增持	13.92	69.60	0.34	1.22	40.4	11.4	4.31
600585.SH	海螺水泥	买入	37.82	1,912.24	6.63	6.59	5.7	5.7	32.58
000789.SZ	万年青	增持	11.15	88.91	1.86	1.95	6.0	5.7	8.57
000401.SZ	冀东水泥	增持	11.40	161.16	2.02	2.10	5.7	5.4	11.52
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	17.00	138.32	2.49	3.05	6.8	5.6	9.46
603737.SH	三棵树	未有评级	133.85	503.86	1.33	1.29	100.4	103.7	6.43
603826.SH	坤彩科技	未有评级	37.69	176.39	0.34	0.43	112.3	86.9	3.62
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	8.42	62.64	0.54	0.87	15.6	9.6	2.47
000012.SZ	南玻 A	未有评级	8.52	194.65	0.25	0.83	33.6	10.3	3.72

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 11 月 9 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371