

建筑材料&新材料

证券研究报告/行业季度报告

2022 年 11 月 09 日

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qizq.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@r.qizq.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

研究助理：刘毅男

Email: liuyn@r.qizq.com.cn

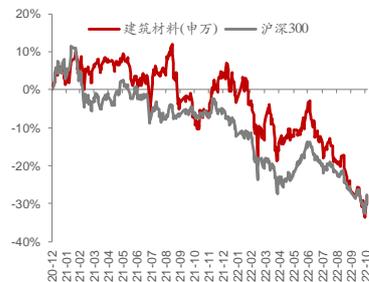
研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(亿元)	10771
行业流通市值(亿元)	8775

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、中期策略报告：《新材料行业蒸蒸日上，传统建材至暗时刻已过》（20220714）
- 2、2021 年报与 22 年一季报总结：《新材料、玻纤景气延续，品牌建材至暗时刻已过》（20220506）
- 3、投资策略报告：新材料国产替代加速；品牌建材布局正当时（20220504）

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
石英股份	135.10	0.8	2.7	5.8	7.7	173.2	50.2	23.2	17.6	17.7	增持
中复神鹰	47.43	0.3	0.7	1.2	1.6	153.0	70.8	39.9	29.8	9.6	买入
中国巨石	13.10	1.5	1.8	1.9	2.0	8.7	7.3	7.0	6.7	2.0	增持
中材科技	19.60	2.0	2.2	2.6	3.5	9.8	9.0	7.6	5.6	2.2	增持
伟星新材	19.21	0.8	0.9	1.1	1.2	25.0	21.3	17.6	16.3	6.3	增持
三棵树	96.41	-1.1	1.5	2.6	3.9	-86.9	62.6	37.4	24.7	16.0	增持
坚朗五金	86.67	2.8	2.4	3.4	5.2	31.4	36.7	25.3	16.7	5.7	买入
东方雨虹	28.07	1.7	1.7	2.2	2.7	16.8	16.8	12.9	10.6	2.6	增持

备注：股价取自 2022 年 11 月 9 日收盘价

投资要点

- **三季度报总结**：从行业景气度来看，石英材料、碳纤维业绩持续高增，安全建材订单扩容逆势发力，碳/碳复材、玻纤、品牌建材、水泥、玻璃板块行业加速见底。从细分板块来看，石英材料供需紧平衡，价格处上升通道；碳纤维量增价稳成本下行，单位盈利超预期。玻纤行业供需快速走弱，粗纱价格进入筑底阶段，电子纱价格提前见底；碳/碳复材价格进入底部区间。地产疲弱叠加疫情反复下，品牌建材中赛道优、C 端优势足的龙头企业率先起底修复。水泥收入业绩双承压，旺季价格开启恢复上调。玻璃旺季遇冷，冷修加速望促产能出清。
- **新材料**：高纯石英砂盈利高增持续兑现；碳纤维价格分化；碳碳复材已步入底部区间；安全建材订单扩容逆势发力。22Q3 石英材料行业收入、利润延续高增。石英砂行业新增产能有限，预计 22-23 年行业供需有望持续紧张，价格仍有较大弹性。22Q3 碳纤维价格出现分化，中小丝束高性能纤维价格仍保持较好水平，大丝束价格已出现回落，以价换量或已开始。我们判断目前碳碳复材行业价格已步入底部区间，价格有望企稳，龙头企业新业务拓展亦有望加快。安全建材青岛消防、震安科技订单持续扩容，收入逆势稳增长，市占率望持续提升。
- **玻纤**：粗纱价格快速下降，有望逐步筑底；电子纱/布望企稳回升；产品中高端化之下，头部企业盈利呈现较高韧性。22Q3 玻纤行业上市公司收入/扣非归母净利润 YoY-13%/-44%，QoQ-23%/-43%。受海外需求走弱以及 Q2 新增 41 万吨产能影响，行业景气度快速回落，库存持续攀升，Q3 粗纱价格快速走低，部分产品已达到上一轮周期低点，我们判断粗纱价格有望逐步筑底。电子纱/布短期供给端压力有所缓解，在成本支撑及需求边际转好下，有望持续企稳回升。行业呈现分化，一是龙头企业中高端产品占比更高，更具盈利韧性；二是制品环节价格体系更为稳定，制品占比更高的公司，盈利稳定性表现更强。
- **品牌建材**：复苏分化，黑暗隧道中见微光。22Q3 品牌建材板块收入和利润整体底部承压。但细分来看，不同赛道和企业呈现一定程度分化，积极因素开始显现。体现在，竞争格局较好和龙头阿尔法强的防水行业，收入下滑幅度较窄。C 端优势明显的伟星新材及三棵树发力建材消费升级，单季收入和利润实现正增。同时，龙头企业在底部依然维持收入和利润端韧性，收入下滑幅度小于行业整体，毛利率受益于原料降价环比明显修复。
- **水泥需求疲软成本高位，企业收入业绩双承压；减水剂龙头盈利领跑行业**。22Q3 水泥企业收入/业绩呈双位数下滑，需求疲软下竞争加剧致量价齐降，同时煤价高位拖累业绩。9 月价格已开始恢复性上调，Q4 盈利压力环比或有缓解。Q3 减水剂需求整体承压，但价格环比略升，成本端环氧乙烷均价下滑明显。行业仍呈现分化，龙头企业盈利能力继续领跑。
- **玻璃**：光伏玻璃价格低位具向上弹性；浮法玻璃静待供给端收缩。光伏玻璃行业大幅投产下，价格低位运行叠加成本压力，22Q3 企业增收不增利；需求高增+成本支撑下，价格具向上弹性。三季度浮法玻璃行业盈利重度承压，龙头企业旗滨集团 22Q3 单箱盈利约 6.4 元/重箱，季环比降幅约 70%；企业加速产线冷修有望令后续供给端得到优化，当前行业正加速见底。
- **投资建议**：我们持续推荐景气度高的石英材料、碳纤维、安全建材；碳碳复材龙头看主业企稳+新业务扩张。玻纤行业进入底部战略布局区间，龙头阿尔法凸显。品牌建材至暗时刻已过，已进入布局时点，优选细分龙头企业。水泥板块估值性价比高，优选有量增逻辑的龙头。玻璃板块重点关注浮法冷修技改进度，关注光伏、电子、药玻等新品类拓展。
- **风险提示**：需求不及预期；现金流恶化；资产、信用减值风险；原材料价格大幅上涨；数据与实际情况偏差；行业规模测算偏差；使用信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

一、新材料：石英砂景气延续，碳纤维价格分化	- 8 -
1.1 高纯石英砂：盈利高增持续兑现，半导体石英材料国产替代加快	- 8 -
1.2 碳纤维：价格和盈利出现分化，中小丝束和原丝环节更优	- 10 -
1.3 碳碳复材：收入、利润增速放缓，龙头企业新业务拓展加快	- 12 -
1.4 安全建材：订单持续扩容发力，收入逆势稳健增长	- 14 -
二、玻纤：粗纱价格快速回落有望筑底，电子布底部已现	- 17 -
2.1 粗纱价格快速回落，电子布价格底部已现	- 17 -
2.2 收入盈利均承压，龙头企业 α 属性凸显	- 19 -
三、品牌建材：复苏分化，黑暗隧道中见微光	- 21 -
3.1 防水行业：业绩整体承压，行业提标开启赛道扩容和格局优化	- 22 -
3.2 涂料行业：三棵树 Q3 收入韧性显现，低基数下业绩同比大幅增长 ...	- 24 -
3.3 石膏板行业：收入和利润略有承压	- 26 -
3.4 管材行业：成本压力释放，伟星零售定价力彰显，逆势实现高质增长	- 27 -
3.5 五金行业：坚朗五金原料降价红利释放，业绩环比大幅改善	- 29 -
3.6 瓷砖行业：减值压力趋缓，蒙娜丽莎和东鹏控股业绩改善	- 30 -
四、水泥和减水剂：收入业绩阶段性承压，看好盈利和估值弹性	- 32 -
4.1 水泥：需求疲软成本高位，企业收入业绩双承压	- 32 -
4.2 减水剂：需求仍承压，龙头盈利能力持续领跑	- 37 -
五、玻璃：光伏玻璃价格低位具向上弹性；浮法玻璃静待供给端收缩	- 39 -
5.1 光伏玻璃：产能加速投放下增收不增利，价格低位仍具向上弹性	- 39 -
5.2 浮法玻璃：需求疲弱成本高位致业绩承压，行业冷修加速进行	- 41 -
六、投资建议和风险提示	- 45 -
6.1 投资建议	- 45 -
6.2 风险提示	- 46 -

图表目录

图表 1: 石英材料板块前三季度营业收入同比提升 59.9%	- 8 -
图表 2: 石英材料板块前三季度归母净利润同比提升 102.7%	- 8 -
图表 3: 石英材料板块单三季度营业收入同比提升 64.0%	- 8 -
图表 4: 石英材料板块单三季度归母净利润同比提升 137.6%	- 8 -
图表 5: 预计 22/23E 高纯石英砂需求 7.2/10.7 万吨.....	- 9 -
图表 6: 中国大陆半导体设备市场规模占比提升	- 9 -
图表 7: 国内主流石英材料企业资质认证进度.....	- 9 -
图表 8: 石英玻璃材料资质认证是准入标准, 技术壁垒较高.....	- 10 -
图表 9: 碳纤维国产化率持续提升 (%)	- 10 -
图表 10: 国内碳纤维产能持续落地.....	- 10 -
图表 11: 2020-2023E 全球碳纤维供需平衡表 (万吨)	- 11 -
图表 12: 22Q3 碳纤维价格有所走低 (万元/吨)	- 11 -
图表 13: 碳纤维板块前三季度营业收入同比提升 47.1%.....	- 11 -
图表 14: 碳纤维板块前三季度归母净利润同比提升 73.2%	- 11 -
图表 15: 碳纤维板块单三季度营业收入同比提升 34.1%.....	- 12 -
图表 16: 碳纤维板块单三季度归母净利润同比提升 98.7%.....	- 12 -
图表 17: 碳纤维行业毛利率稳定、净利率持续走高.....	- 12 -
图表 18: 22Q3 丙烯腈均价处于低位.....	- 12 -
图表 19: 碳碳复材板块前三季度营业收入同比提升 42.7%	- 13 -
图表 20: 碳碳复材板块前三季度归母净利润同比提升 42.8%.....	- 13 -
图表 21: 碳碳复材板块单三季度营业收入同比提升 4.8%	- 13 -
图表 22: 碳碳复材板块单三季度归母净利润同比提升 3.5%	- 13 -
图表 23: 碳碳复材板块单季度毛利率及净利率情况.....	- 14 -
图表 24: 青鸟消防 22 年前三季度营业收入同比提升 32.2%.....	- 15 -
图表 25: 青鸟消防 22 年前三季度归母净利润同比提升 11.1%	- 15 -
图表 26: 青鸟消防 22 年单三季度营业收入同比提升 15.0%.....	- 15 -
图表 27: 青鸟消防 22 年单三季度归母净利润同比提升 5.3%.....	- 15 -
图表 28: 青鸟消防单季度毛利率及净利率情况.....	- 15 -
图表 29: 震安科技 22 年前三季度营业收入同比提升 42.0%.....	- 16 -
图表 30: 震安科技 22 年前三季度归母净利润同比提升 0.5%.....	- 16 -
图表 31: 震安科技 22 年单三季度营业收入同比提升 73.5%.....	- 16 -
图表 32: 震安科技 22 年单三季度归母净利润同比提升 85.5%.....	- 16 -
图表 33: 震安科技单季度毛利率及净利率情况.....	- 17 -

图表 34: 2022E 行业新增产能统计.....	- 17 -
图表 35: 预计 Q4 玻纤粗纱季度边际新增产能明显减少 (万吨/季)	- 18 -
图表 36: 国内玻纤行业库存持续攀升.....	- 18 -
图表 37: 粗纱价格快速回落至低位.....	- 18 -
图表 38: 电子纱及电子布价格底部已现 (元/吨)	- 19 -
图表 39: 国内天然气价格快速上涨 (元/吨)	- 19 -
图表 40: 中国巨石天然气单耗稳步下降.....	- 19 -
图表 41: 玻纤板块前三季度营业收入同比提升 7.8%.....	- 20 -
图表 42: 玻纤板块前三季度扣非净利同比下滑 13.8%.....	- 20 -
图表 43: 玻纤板块单三季度营业收入同比下滑 12.7%.....	- 20 -
图表 44: 玻纤板块单三季度扣非净利同比下滑 43.7%.....	- 20 -
图表 45: 玻纤板块 22Q3 毛利率、扣非净利率环比下滑	- 21 -
图表 46: 22Q3 龙头企业盈利能力领跑行业.....	- 21 -
图表 47: 玻纤行业期间费用率持续下降.....	- 21 -
图表 48: 龙头企业期间费用管控能力更强	- 21 -
图表 49: 品牌建材企业单季营收、扣非净利、现金流情况.....	- 22 -
图表 50: 防水行业代表公司 22Q3 财务概况 (亿元)	- 23 -
图表 51: 防水行业代表公司单季度毛利率	- 23 -
图表 52: 防水行业代表公司单季度净利率	- 23 -
图表 53: 防水行业代表公司前三季度费用率.....	- 23 -
图表 54: 防水行业代表公司前三季度存货周转率	- 23 -
图表 55: 防水行业代表公司前三季度收现比.....	- 24 -
图表 56: 防水行业代表公司三季度末资产负债率	- 24 -
图表 57: 涂料行业代表公司财务概况 (亿元)	- 24 -
图表 58: 涂料行业代表公司单季度毛利率	- 25 -
图表 59: 涂料行业代表公司单季度净利率	- 25 -
图表 60: 涂料行业代表公司前三季度费用率.....	- 25 -
图表 61: 涂料行业代表公司前三季度存货周转率	- 25 -
图表 62: 涂料行业代表公司前三季度收现比.....	- 25 -
图表 63: 涂料行业代表公司三季度末资产负债率	- 25 -
图表 64: 石膏板代表公司北新建材 22Q3 财务概况 (亿元)	- 26 -
图表 65: 北新建材单季度毛利率.....	- 26 -
图表 66: 北新建材单季度净利率.....	- 26 -
图表 67: 北新建材前三季度费用率.....	- 26 -
图表 68: 北新建材前三季度存货周转率.....	- 26 -

图表 69: 北新建材前三季度收现比.....	- 27 -
图表 70: 北新建材三季度末资产负债率.....	- 27 -
图表 71: 管材行业代表公司 22Q3 财务概况 (亿元)	- 27 -
图表 72: 管材行业代表公司单季度毛利率.....	- 28 -
图表 73: 管材行业代表公司单季度净利率.....	- 28 -
图表 74: 管材行业代表公司前三季度费用率.....	- 28 -
图表 75: 管材行业代表公司前三季度存货周转率.....	- 28 -
图表 76: 管材行业代表公司前三季度收现比.....	- 28 -
图表 77: 管材行业代表公司三季度末资产负债率.....	- 28 -
图表 78: 五金行业公司坚朗五金 22Q3 财务概况 (亿元)	- 29 -
图表 79: 坚朗五金单季度毛利率.....	- 29 -
图表 80: 坚朗五金单季度净利率.....	- 29 -
图表 81: 坚朗五金前三季度费用率.....	- 29 -
图表 82: 坚朗五金前三季度存货周转率.....	- 29 -
图表 83: 坚朗五金前三季度收现比.....	- 30 -
图表 84: 坚朗五金三季度末资产负债率.....	- 30 -
图表 85: 瓷砖行业代表公司财务概况 (亿元)	- 30 -
图表 86: 瓷砖行业代表公司单季度毛利率.....	- 31 -
图表 87: 瓷砖行业代表公司单季度净利率.....	- 31 -
图表 88: 瓷砖行业代表公司前三季度费用率.....	- 31 -
图表 89: 瓷砖行业代表公司前三季度存货周转率.....	- 31 -
图表 90: 瓷砖行业代表公司前三季度收现比.....	- 31 -
图表 91: 瓷砖行业代表公司三季度末资产负债率.....	- 31 -
图表 92: 22 年前三季度全国水泥产量同比下滑 12.1%	- 32 -
图表 93: 22Q3 全国水泥产量同比下滑 5.9%.....	- 32 -
图表 94: 全国 P.O 42.5 水泥均价 (元/吨)	- 33 -
图表 95: 前三季度各地区 P.O 4.25 水泥价格 (元/吨)	- 33 -
图表 96: 三季度六大产区水泥价格对比 (元/吨, %)	- 33 -
图表 97: 前三季度动力煤价格涨幅 26.8%.....	- 33 -
图表 98: 全国水泥库容比 (%)	- 34 -
图表 99: 全国水泥出货率 (%)	- 34 -
图表 100: 11 家水泥样本企业 2022 年前三季度/单三季度整体经营业绩情况.....	- 34 -
图表 101: 水泥企业 2022 年前三季度/单三季度经营业绩情况.....	- 35 -
图表 102: 水泥企业 2022 年前三季度/单三季度毛利率及净利率情况.....	- 35 -
图表 103: 各企业 2022 年前三季度毛利率比较 (%)	- 36 -

图表 104: 各企业 2022 年单三季度毛利率比较 (%)	- 36 -
图表 105: 各企业 2022 年前三季度期间费用率对比.....	- 36 -
图表 106: 各企业 2022 年单三季度期间费用率对比.....	- 36 -
图表 107: 各企业 2022 年前三季度净利率比较.....	- 36 -
图表 108: 各企业 2022 年单三季度净利率比较.....	- 36 -
图表 109: 22 年前三季度苏博特高性能减水剂销量下滑 20.8%	- 37 -
图表 110: 22Q3 单季度苏博特高性能减水剂销量下滑 21.2%.....	- 37 -
图表 111: 22Q3 苏博特高性能减水剂均价环比略升	- 37 -
图表 112: 22Q3 环氧乙烷均价有所回落.....	- 37 -
图表 113: 减水剂行业 22 年前三季度营收同比下滑 18.6%.....	- 38 -
图表 114: 减水剂行业 22 年前三季度归母净利润同比下滑 26.4%.....	- 38 -
图表 115: 减水剂行业 22Q3 营收同比下滑 20.7%	- 38 -
图表 116: 减水剂行业 22Q3 归母净利润同比下滑 38.7%.....	- 38 -
图表 117: 22Q3 减水剂行业盈利能力有所减弱	- 39 -
图表 118: 减水剂龙头企业具备盈利 α	- 39 -
图表 119: 光伏玻璃板块前三季度营业收入同比上升 59.8%.....	- 39 -
图表 120: 光伏玻璃板块前三季度归母净利润同比下滑 12.5%.....	- 39 -
图表 121: 光伏玻璃板块单三季度营业收入同比上升 41.5%	- 40 -
图表 122: 光伏玻璃板块单三季度归母净利润同比下滑 11.8%.....	- 40 -
图表 123: 光伏玻璃板块单季度毛利率及净利率情况.....	- 40 -
图表 124: 2021-2023E 光伏玻璃供需 (t/d)	- 41 -
图表 125: 全国光伏玻璃在产产能 (t/d)	- 41 -
图表 126: 3.2mm/2.0mm 光伏玻璃价格 (元/平)	- 41 -
图表 127: 光伏玻璃行业库存天数 (天)	- 41 -
图表 128: 全国平板玻璃价格 (元/吨)	- 42 -
图表 129: 全国浮法玻璃库存 (万重箱)	- 42 -
图表 130: 全国重质纯碱均价 (元/吨)	- 42 -
图表 131: 玻璃各生产燃料价格走势 (元/立方、元/吨)	- 42 -
图表 132: 各生产燃料下浮法玻璃盈利情况 (元/重箱)	- 43 -
图表 133: 全国浮法玻璃产能变动情况 (t/d)	- 43 -
图表 134: 浮法玻璃板块前三季度营业收入同比上升 1.0%	- 43 -
图表 135: 浮法玻璃板块前三季度归母净利润同比下滑 49.2%.....	- 43 -
图表 136: 浮法玻璃板块单三季度营业收入同比上升 3.0%	- 44 -
图表 137: 浮法玻璃板块单三季度归母净利润同比下滑 59.2%	- 44 -
图表 138: 玻璃行业上市公司单 (前) 三季度营业收入/归母净利润情况	- 44 -

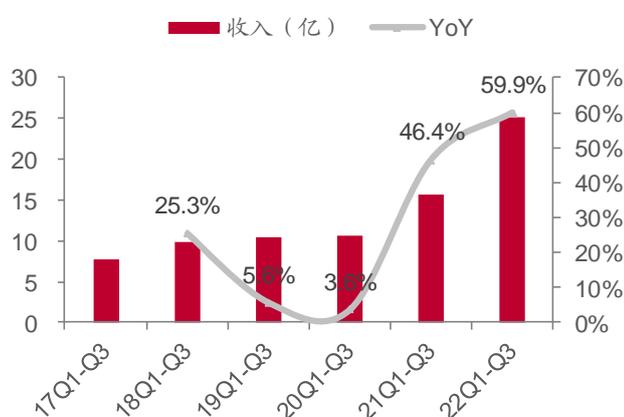
图表 139: 浮法玻璃板块单季度毛利率及净利率情况..... - 45 -

一、新材料：石英砂景气延续，碳纤维价格分化

1.1 高纯石英砂：盈利高增持续兑现，半导体石英材料国产替代加快

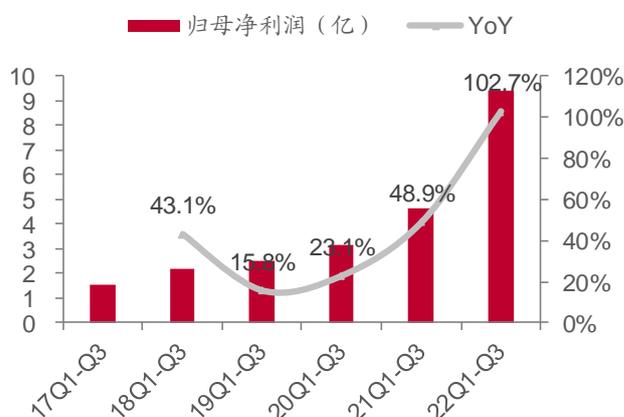
- **石英材料行业收入盈利高增持续兑现。**受下游光伏、半导体领域持续景气，石英材料行业收入盈利继续保持高增。从石英材料代表公司石英股份、菲利华的收入和业绩情况来看，22 年前三季度合计实现收入 25.1 亿，YoY+59.9%，实现归母净利润 9.4 亿，YoY+102.7%。22Q3 石英材料行业实现收入 9.6 亿，YoY+64.0%，实现归母净利润 4.1 亿，YoY+137.6%。

图表 1：石英材料板块前三季度营业收入同比提升 59.9%



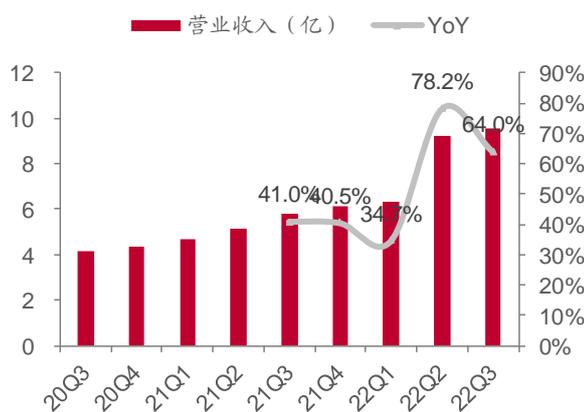
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：石英材料板块前三季度归母净利润同比提升 102.7%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 3：石英材料板块单三季度营业收入同比提升 64.0%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 4：石英材料板块单三季度归母净利润同比提升 137.6%



来源：Wind、中泰证券研究所

- **供给壁垒高+需求高增下，预计 22-23 年高纯石英砂供需有望持续紧平衡。**“原矿”资源属性以及“提纯”工艺具备技术壁垒，导致高纯石英砂行业壁垒较高。“原矿”质量优劣与杂质元素含量高低不是简单的对应关系，而与原料包裹体特征、元素的赋存状态和存在形式有关。提纯的难

点在于对不同品味的矿进行提纯剔除杂质，均能获得符合要求的高纯石英砂，生产环节的约束并不仅是在稳定的矿源供应，也在于提纯技术的积累。高行业壁垒导致目前全球仅尤尼明、挪威 TQC、石英股份可以批量供应高纯石英砂。在“两家外资+国内一大”的供应格局下，我们预计 22-23 年全球石英砂供给有限。根据我们 2022 年 7 月 14 日外发报告《新材料行业蒸蒸日上，传统建材至暗时刻已过》，我们测算 22-23 年需求为 7.2、10.7 万吨，行业供需有望保持紧平衡。

图表 5：预计 22/23E 高纯石英砂需求 7.2/10.7 万吨

全球高纯石英砂需求测算表	2021E	2022E	2023E	2024E
单晶硅片需求 (GW)	200	300	420	546
1GW 硅片所需单晶炉 (台)	100	90	85	80
单晶炉数量 (台)	20000	27000	35700	43680
P 型渗透率	100%	90%	85%	80%
N 型渗透率	0%	10%	15%	20%
生产 P 型电池坩埚使用寿命 (小时)	350	350	350	360
生产 N 型电池坩埚使用寿命 (小时)	180	200	230	250
单个坩埚重量 (kg)	70	80	90	100
损耗系数	0.8	0.8	0.8	0.8
全球光伏用高纯石英砂需求量 (万吨)	4.3	7.2	10.7	14.3
yoy		66%	49%	33%
内层砂需求量 (万吨)	1.3	2.1	3.2	4.3
中外层砂需求量 (万吨)	3.0	5.0	7.5	10.0
单位 GW 单晶硅片耗砂量 (吨/GW)		239	255	261

来源：CPIA、石英股份公告、欧晶科技招股说明书、中泰证券研究所

- 国内半导体石英材料企业不断通过资质认证，国产化替代进程有望加快。近几年半导体国产化进程有所加快，根据 SEMI 数据，中国半导体设备市场规模占全球比例从 2012 年 6.8% 提升至 2021 年 28.9%。对于石英材料公司，一方面受益半导体国产化趋势，更易开拓国内市场；另一方面国产石英材料公司也积极提升自身竞争力，不断通过全球主流设备厂商认证，并与国际主流半导体石英材料厂商形成竞争，进一步打开成长空间，保持高速增长。目前国内通过国际主流半导体设备厂商（东京电子、Lam Research、应用材料等）认证的企业包含菲利华、石英股份，其中石英股份侧重于扩散设备，菲利华侧重于刻蚀设备。

图表 6：中国大陆半导体设备市场规模占比提升

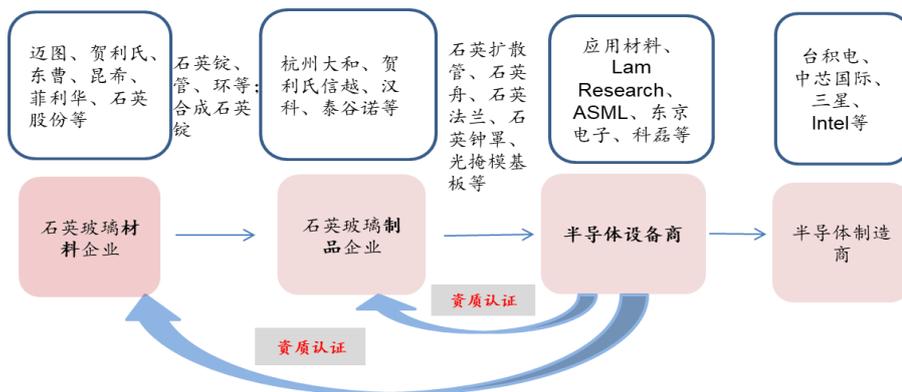

来源：日本半导体制造装置协会、中泰证券研究所

图表 7：国内主流石英材料企业资质认证进度

	石英股份	菲利华	凯德石英
TEL	扩散 (高温) 领域石英管、棒、铰材料 (2019 年底)；刻蚀 (低温) 领域领域石英材料 (2021 年)	气熔石英材料 (2011)	推进中
Lam Research	刻蚀领域石英材料 (2020 年下半年)	气熔石英材料 (2017)	-
AMAT	部分石英材料 (2020)	气熔石英材料 (2017)	-
Hitachi	日立高新 (2020)，日立国际 (2021)	气熔石英材料	-
中微半导体	-	石英玻璃器件 (2019)	-
北方华创	-	-	推进中
长江存储	-	-	-
中芯国际	-	-	12 英寸石英晶舟 (2020)

来源：石英股份公告、菲利华公告、凯德石英公告、中泰证券研究所

图表 8: 石英玻璃材料资质认证是准入标准, 技术壁垒较高

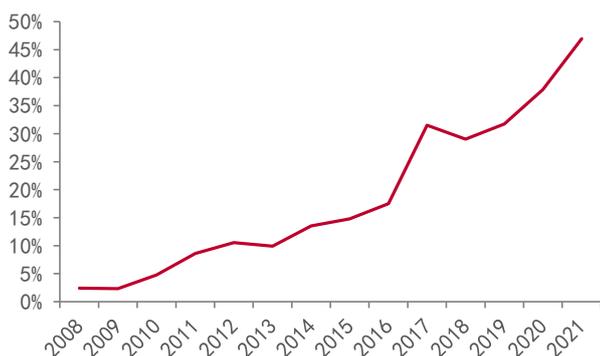


来源: 石英股份公告、中泰证券研究所

1.2 碳纤维: 价格和盈利出现分化, 中小丝束和原丝环节更优

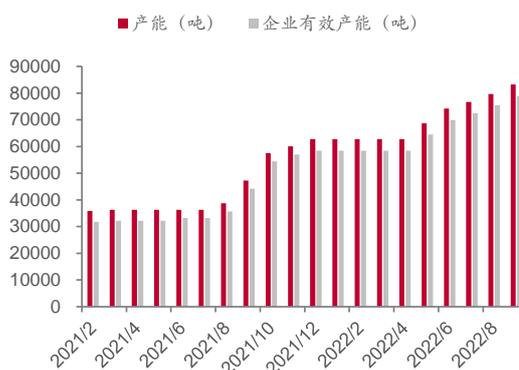
- **22Q3 国内碳纤维产能持续落地, 碳纤维国产化率有望进一步提升。**随着国内碳纤维应用市场的打开以及国内企业产能快速落地, 碳纤维国产化率持续提升, 根据《2021 年全球碳纤维复合材料市场报告》, 2021 年中国碳纤维进口量为 3.3 万吨, YoY+9.2%, 国产供应量为 2.9 万吨, YoY+58.1%, 国产化率已达 47%, 较 2020 年 38% 的国产化率继续提升约 9pct。根据百川盈孚数据, 国内碳纤维产能从 6 月底的 7.42 万吨, 持续提升至 9 月底的 8.32 万吨, 22Q3 国内碳纤维产能呈现加速落地态势, 有望进一步推动碳纤维国产化率提升。

图表 9: 碳纤维国产化率持续提升 (%)



来源: 《2021 年全球碳纤维复合材料市场报告》、中泰证券研究所

图表 10: 国内碳纤维产能持续落地



来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

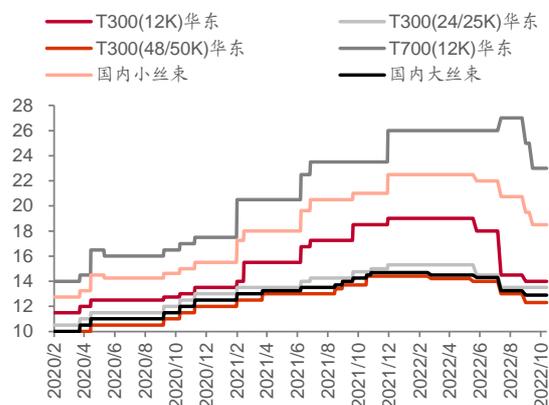
- **22Q3 中小丝束碳纤维价格仍保持在较好水平; 大丝束价格回落相对更大, 以价换量或已开始。**大、中小丝束碳纤维产品由于其性能差异, 前者一般对应 T300, 后者一般对应 T700 及以上产品, 所以应用场景有所不同, 其中碳-碳复材/压力容器 (储氢瓶) /航空航天领域主要用中小丝束碳纤维产品, 风电领域主要用大丝束碳纤维产品。根据百川盈孚数据, 22Q3 中小丝束和大丝束价格均有所回落, 但我们认为中小丝束和大丝束景气度仍会出现一定分化, 根据我们 2022 年 7 月 14 日外发报告《新

材料行业蒸蒸日上，传统建材至暗时刻已过》，我们预计 2022/2023 年中小丝束供需格局有望保持紧平衡，中小丝束价格仍有望保持在较好水平，大丝束产品供需或逐渐宽松，为风电产业链共赢提供坚实基础。

图表 11: 2020-2023E 全球碳纤维供需平衡表(万吨)

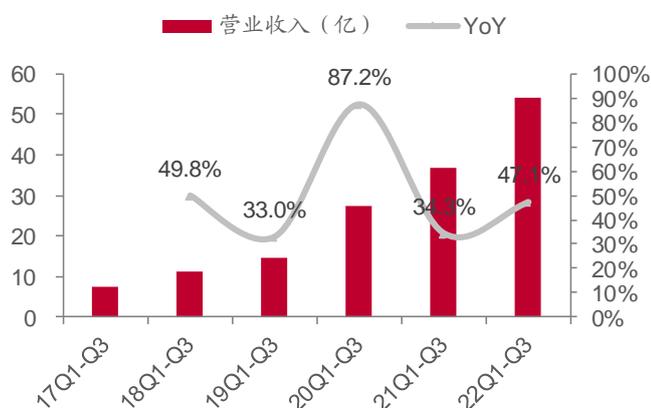
	2020	2021E	2022E	2023E
全球碳纤维需求(万吨)	10.7	12.9	13.5	17.1
yoy		21%	4%	27%
全球碳纤维供给(万吨)	11.8	12.6	15.1	19.7
yoy		7%	20%	31%
供给-需求	1.1	(0.4)	1.6	2.6
其中:				
大丝束需求(万吨)	4.8	6.3	5.7	8.0
大丝束供给(万吨)	5.3	5.8	7.4	10.8
供给-需求	0.5	(0.5)	1.7	2.8
小丝束需求(万吨)	5.9	6.7	7.7	9.1
小丝束供给(万吨)	6.4	6.7	7.7	8.9
供给-需求	0.6	0.1	(0.1)	(0.2)

来源: 赛奥碳纤维、各公司公告、中泰证券研究所

图表 12: 22Q3 碳纤维价格有所走低(万元/吨)


来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

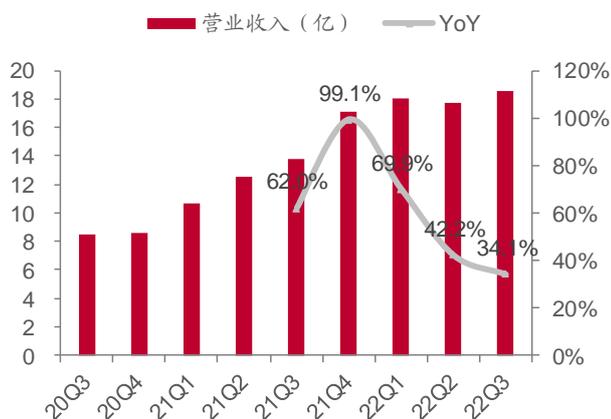
- 22Q3 碳纤维行业收入、归母净利润继续保持高增态势。**国内民用碳纤维已跨过“0—1”阶段，随着产能不断落地，有望进入“1—N”高速增长阶段。同时，在碳纤维行业高景气下，行业收入、利润保持高增。从碳纤维代表公司中复神鹰、吉林碳谷、光威复材和中简科技情况来看，22年前三季度合计实现收入 54.3 亿，YoY+47.1%，实现归母净利润 19.8 亿，YoY+73.2%，业绩增速略快于收入增速，主要由于价格上涨及单位成本下降带来的吨盈利提升。22Q3 单季合计实现收入 18.5 亿，YoY+34.1%，合计实现归母净利润 7.3 亿，YoY+98.7%，收入和业绩继续保持高增态势。

图表 13: 碳纤维板块前三季度营业收入同比提升 47.1%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 14: 碳纤维板块前三季度归母净利润同比提升 73.2%


来源: Wind、中泰证券研究所

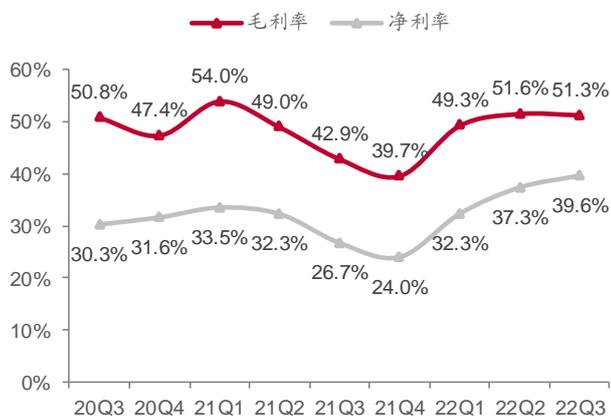
图表 15: 碳纤维板块单三季度营业收入同比提升 34.1%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 16: 碳纤维板块单三季度归母净利润同比提升 98.7%


来源: Wind、中泰证券研究所

- 行业盈利能力继续边际提升。**22Q3 年行业实现毛利率 51.3%，同比 +8.4pct，环比 -0.2pct；实现净利率 39.6%，同比 +12.9pct，环比 +2.3pct。我们判断一是随着行业产能持续释放，在规模效应下，单位折旧、人工、能源、费用等成本进一步摊薄。二是由于原材料丙烯腈价格在 Q3 处于相对低位，根据 wind 数据，22Q3 丙烯腈均价 9513 元/吨，环比 22Q2 下滑约 16%，考虑到正常生产情况下公司具备原材料库存，从而原材料成本波动更为平滑，我们判断 Q3 原材料成本环比降幅或小于 16%。

图表 17: 碳纤维行业毛利率稳定、净利率持续走高


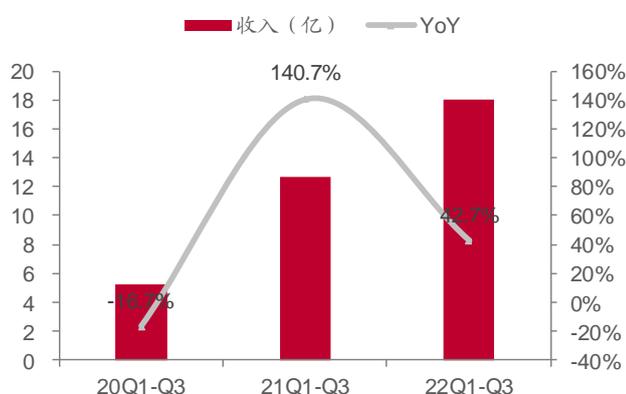
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 22Q3 丙烯腈均价处于低位

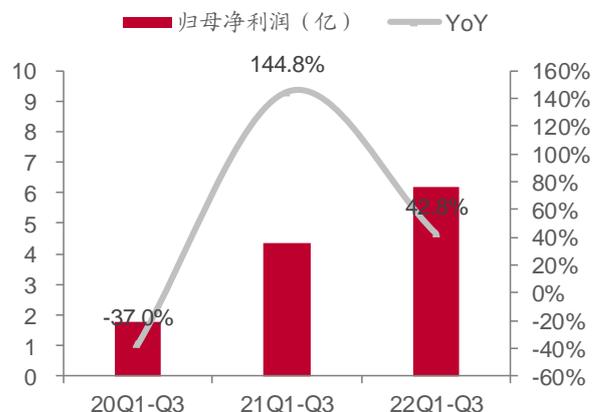

来源: Wind、中泰证券研究所

1.3 碳碳复材: 收入、利润增速放缓, 龙头企业新业务拓展加快

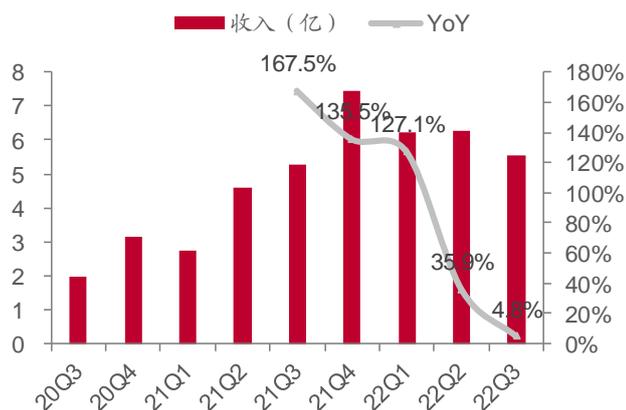
- 受价格持续走低影响, 22Q3 碳碳复材行业收入和盈利增速放缓。**从碳碳复材代表公司金博股份、天宜上佳情况来看, 22 年前三季度合计实现收入 18.0 亿, YoY+42.7%, 实现归母净利润 6.2 亿, YoY+42.8%。22Q3 单季合计实现收入 5.5 亿, YoY+4.8%, 合计实现归母净利润 1.8 亿, YoY+3.5%。

图表 19: 碳碳复材板块前三季度营业收入同比提升 42.7%


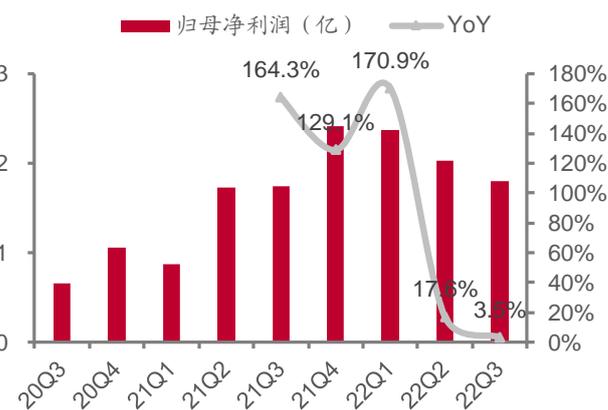
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 20: 碳碳复材板块前三季度归母净利润同比提升 42.8%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 21: 碳碳复材板块单三季度营业收入同比提升 4.8%


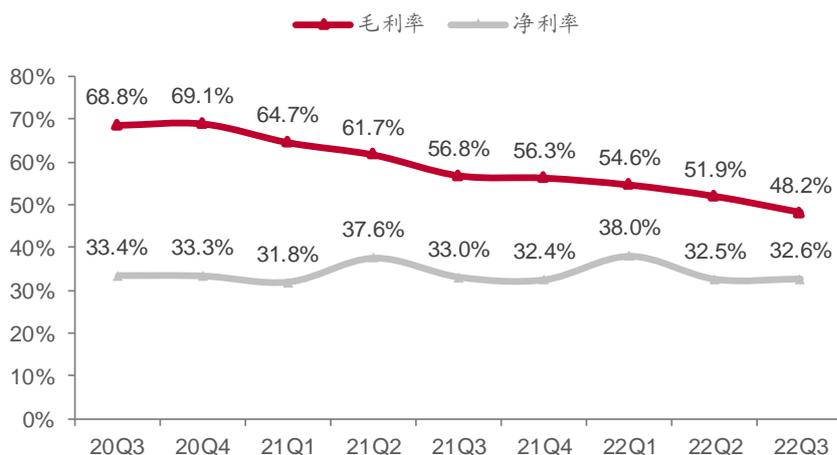
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 22: 碳碳复材板块单三季度归母净利润同比提升 3.5%


来源: Wind、中泰证券研究所

- 行业盈利能力继续走低，均价或逐步企稳。**受碳碳复材价格走低影响，从 20Q3 以来行业毛利率呈现逐季下滑的态势，22Q3 单季度碳碳复材板块毛利率为 48.2%，环比下降 3.7pct。我们判断在目前碳碳复材价格下，行业尾部厂商的盈利空间极为有限，我们预计行业均价或有望逐步企稳。

图表 23: 碳碳复材板块单季度毛利率及净利率情况



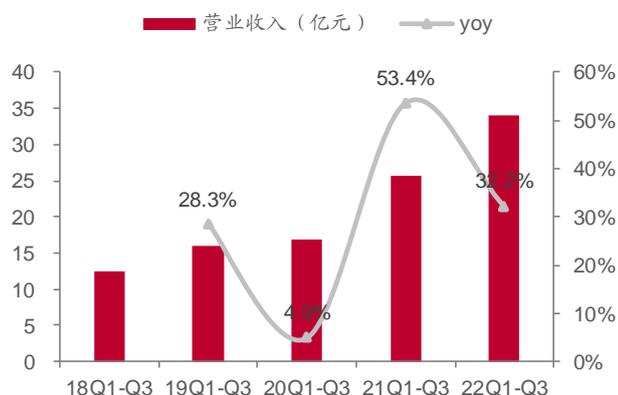
来源: Wind、中泰证券研究所

- 龙头企业加快新业务落地。**碳陶刹车盘作为碳碳复材的延伸，22Q3 行业龙头金博股份及天宜上佳在碳陶业务方面均取得进一步突破，陆续发布“收到供应商开发定点通知书的自愿性披露公告”。碳碳复材行业龙头正加快碳陶刹车盘等新业务的布局与落地，预计 23 年龙头企业有望实现国内碳陶刹车盘“从 0 到 1”的突破，进一步打开成长空间。

1.4 安全建材: 订单持续扩容发力, 收入逆势稳健增长

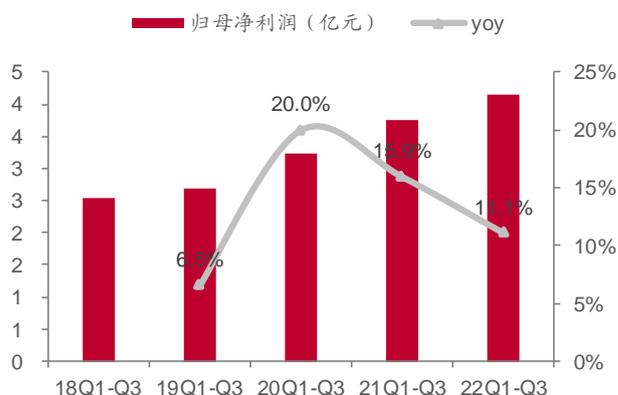
- 青鸟消防: 挤压出清策略下消防报警市占逆势提升推动收入稳增。**22 年前三季度实现营收 34.0 亿, 同比+32.3%, 实现归母净利润 4.2 亿, 同比+11.1%。单三季度实现营收 13.6 亿, 同比+15.0%; 实现归母净利润 1.8 亿, 同比+5.3%。从营收增长情况来看, 公司需求端虽受地产竣工下滑的影响较为承压, 但挤压出清策略下消防报警市占逆势提升推动收入稳增, 叠加智能疏散细分赛道快速扩容的行业红利, 前三季收入仍保持较快增长。利润增长情况来看, 公司归母净利润同比增速落后于收入增速, 主要是挤压出清策略下价格端面临一定下行压力, 这体现在公司单三季度毛利率 35.5%, 同比-1.5pct, 环比-1.4pct; 实现净利率 13.7%, 同比-1.1pct, 环比+0.3pct。

图表 24: 青鸟消防 22 年前三季度营业收入同比提升 32.2%



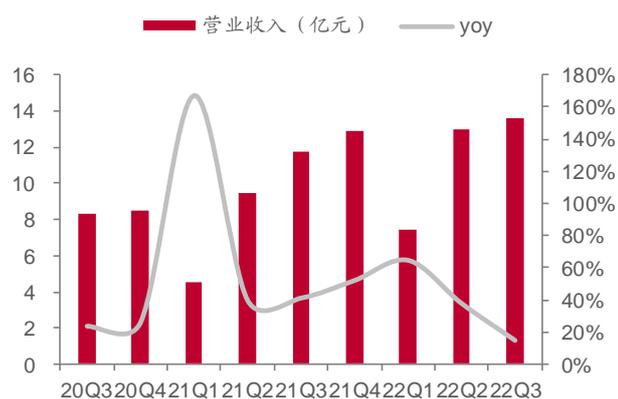
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 青鸟消防 22 年前三季度归母净利润同比提升 11.1%



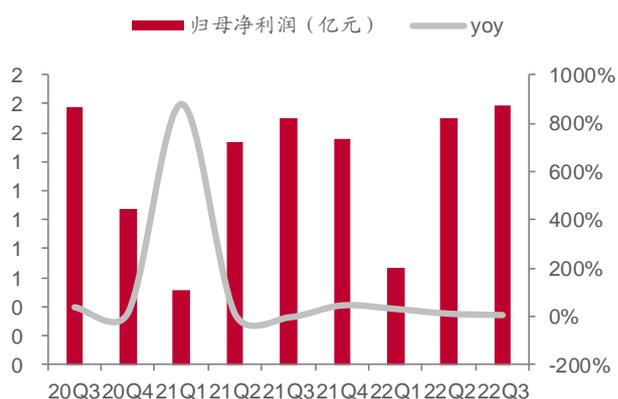
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 青鸟消防 22 年单三季度营业收入同比提升 15.0%



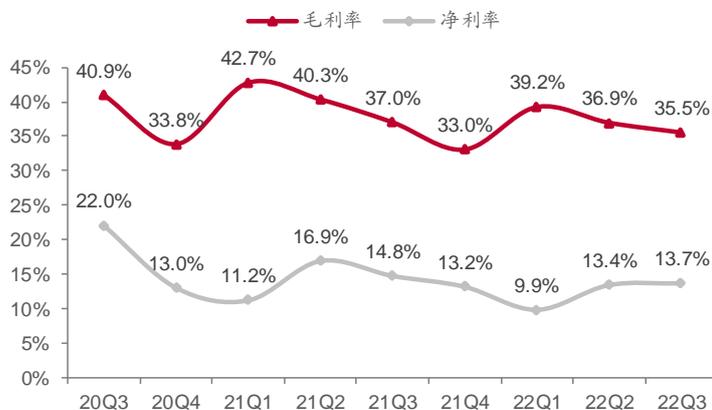
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27: 青鸟消防 22 年单三季度归母净利润同比提升 5.3%



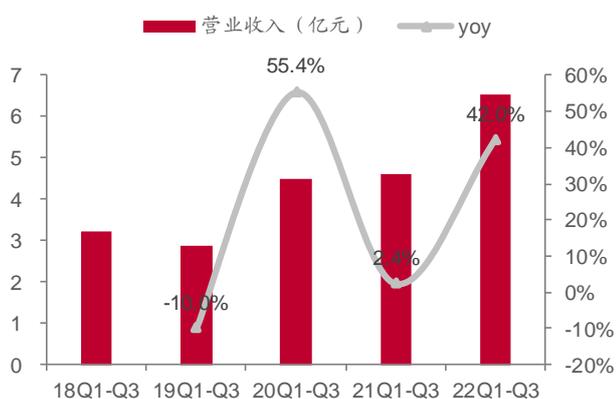
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 28: 青鸟消防单季度毛利率及净利率情况

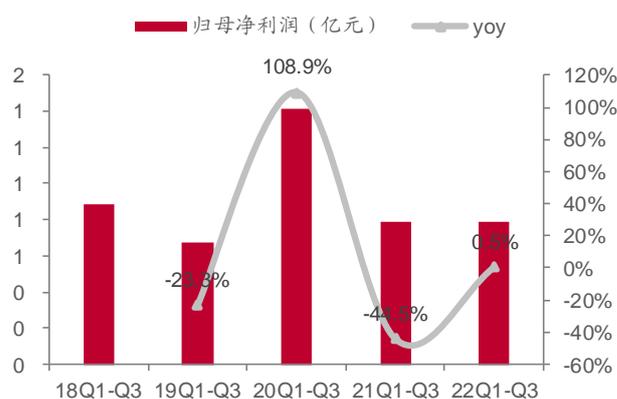


来源: Wind、中泰证券研究所

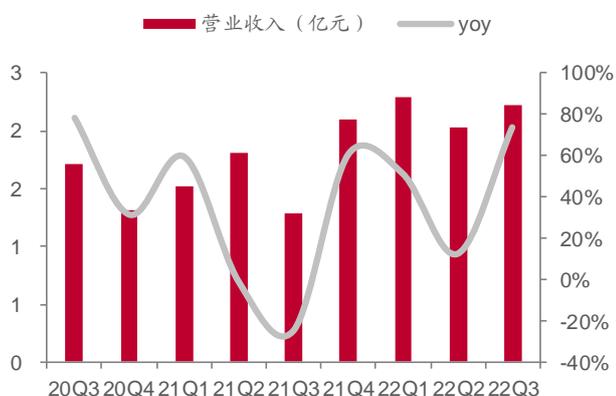
- 震安科技：多压力下收入保持稳健，静待订单落地扩容发力。**22年前三季度实现营收6.5亿，同比+42.0%；单三季度实现营收2.2亿，同比+73.5%。Q3公司收入同比显著增长，但环比Q2差异不大，呈稳健而非爆发增长趋势。我们判断核心原因在于疫情封控叠加财政压力因素导致项目落地延后。公司单三季度实现毛利率42.9%，前三季度毛利率已恢复至42.6%，整体延续好转趋势。单三季度实现净利率10.9%，同比+1.0pct，环比-0.2pct。前三季度公司实现归母净利0.8亿，同比+0.8%；单三季度实现归母净利0.2亿，同比+85.5%，前三季度业绩增速未能与收入匹配，主要原因一方面是财务费用同比增加，另一方面是账期延长导致信用减值损失同比提高，考虑公司客户多为央国企总包方，实际风险预计有限，后续有望冲回。当前疫情及财政压力等扰动因素只影响立法落地节奏不会致其缺席，后续伴随稳经济政策推动，延后需求有望逐步释放，公司销售/产能布局已就绪，静待订单落地推动业绩释放。

图表 29：震安科技 22 年前三季度营业收入同比提升 42.0%


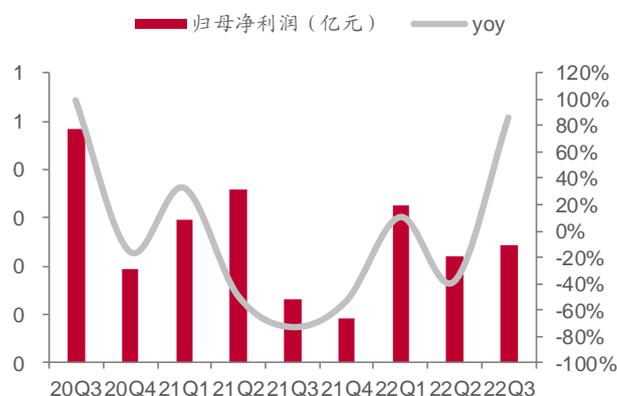
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 30：震安科技 22 年前三季度归母净利润同比提升 0.5%


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 31：震安科技 22 年单三季度营业收入同比提升 73.5%


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 32：震安科技 22 年单三季度归母净利润同比提升 85.5%


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 33: 震安科技单季度毛利率及净利率情况


来源: Wind、中泰证券研究所

二、玻纤：粗纱价格快速回落有望筑底，电子布底部已现

2.1 粗纱价格快速回落，电子布价格底部已现

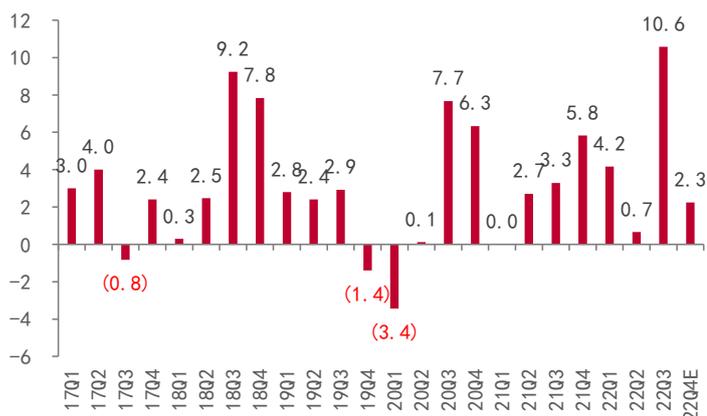
- 22Q3 玻纤产能投放节奏有所放缓，预计 22Q4 供给端冲击有望有所减弱。**从 22 年全年新增产能投放来看，根据卓创资讯数据，预计 22 年全年新增粗纱产能约 88 万吨，新增电子纱产能约 11.5 万吨，供给端仍有承压。从季度产能投放节奏来看，22Q2 玻纤粗纱新增产能合计约 41 万吨，电子纱新增产能为 10 万吨，产能持续释放对 22Q3 玻纤行业供给端产生冲击，我们测算 Q3 粗纱季度新增产能达 10.6 万吨/季。22Q3 玻纤产能投放节奏有所放缓，22Q3 粗纱及电子纱均无新增产能投放，预计 22Q4 粗纱和电子纱供给端冲击有望有所减弱，我们预计 Q4 粗纱季度新增产能回落至 2.3 万吨/季。

图表 34: 2022E 行业新增产能统计

企业	粗纱产线	产品类型	状态	投产时间	新增产能 (万吨)
冀中能源	10万吨玻璃纤维池窑拉丝生产线项目	无碱粗纱	新建	2022年3月28日投产	10.0
泰山玻纤	邹城基地年产6万吨(4线)	无碱粗纱	冷修	2022年5月冷修	-4.0
四川裕达	年产3万吨池窑无碱粗纱线	无碱粗纱	新建	2022年5月20日	3.0
中国巨石	成都15万吨智能制造产线	无碱粗纱	新建	2022年5月28日	15.0
重庆三磊	高性能E-CR玻纤第二条生产线12万吨	无碱粗纱	新建	22年6月27号	12.0
重庆国际	F12年产15万吨高性能玻纤生产线	无碱粗纱	新建	2022年6月29日点火	15.0
重庆国际	年产15万吨ECT玻璃纤维智能制造生产线项目(10改15)	无碱粗纱	新建	预计22Q4点火	5.0
中国巨石	12万吨增强型玻纤项目(埃及)	无碱粗纱	新建	预计22年底点火	12.0
中国巨石	九江20万吨粗纱生产线	无碱粗纱	新建	预计22年底点火	20.0
粗纱合计					88.0
企业	电子纱产线	产品类型	状态	投产时间	新增产能 (万吨)
建滔化工	6万吨电子纱(新建线6线)	电子纱	新建	2022年1月10日投产	6
中国巨石	10万吨电子纱(7628系列电子布项目)	电子纱	新建	2022年6月18日点火	10.0
中国巨石	2条电子纱生产线	电子纱	冷修	预计22H2冷修	-4.5
电子纱合计					11.5

来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 35: 预计 Q4 玻纤粗纱季度边际新增产能明显减少 (万吨/季)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

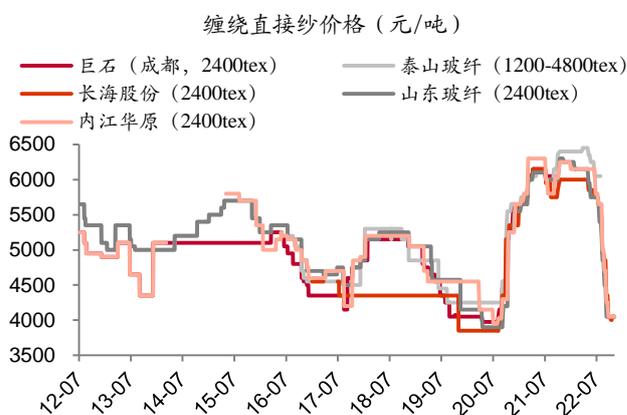
- **22Q3 粗纱价格快速走低。**22Q3 在供给端冲击以及海外需求走弱下，国内粗纱库存持续攀升，根据卓创资讯，截至 22 年 10 月末，国内玻纤重点企业库存约 67 万吨，已超过 20H1 疫情期间的库存水平。从价格表现来看，在供需格局逐步宽松且库存相对高位下，22Q3 粗纱价格快速走低，已接近 20H1（上一轮周期底部）价格水平。我们判断在此价格下，行业尾部企业盈利空间极为有限，不排除已出现亏损，粗纱价格有望逐步筑底。

图表 36: 国内玻纤行业库存持续攀升



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

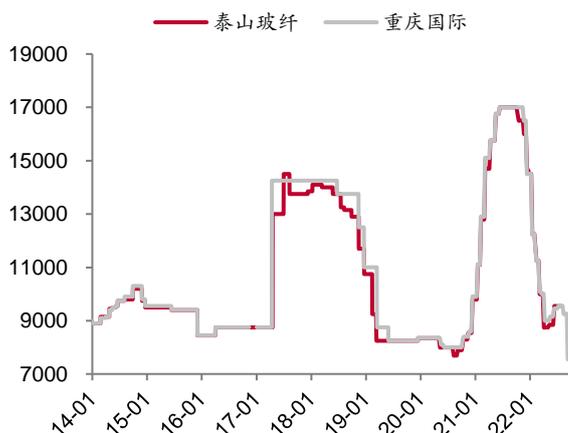
图表 37: 粗纱价格快速回落至低位



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- **电子纱及电子布价格底部已现。**根据卓创资讯，截至 11 月 6 日，电子纱（G75）均价 9050 元/吨，电子布价格约 4.0-4.1 元/米。我们预计在当前价格下，除中国巨石外，其他厂商或已较难实现盈利，电子纱及电子布价格已处于底部区间。根据卓创资讯，22H2 中国巨石 2 条电子纱生产线合计 4.5 万吨产能已进行冷修，供给端压力有所缓解，同时考虑到近期电子纱价格已有所回暖，我们认为电子纱及电子布价格底部已现，有望持续向好。

图表 38: 电子纱及电子布价格底部已现 (元/吨)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- **天然气成本保持高位, 成本端整体影响可控, 龙头企业竞争力进一步增强。**玻纤行业能耗相对较高, 根据中国巨石债券募集说明书, 2020 年中国巨石天然气单耗约 139 方/吨。随着天然气价格高位保持, 我们预计玻纤行业成本端略有承压, 但整体仍可控。同时, 我们认为龙头企业在能源单耗、价格方面均具备优势, 在能源成本快速提升下, 龙头企业竞争力有望进一步增强。

图表 39: 国内天然气价格快速上涨 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 中国巨石天然气单耗稳步下降



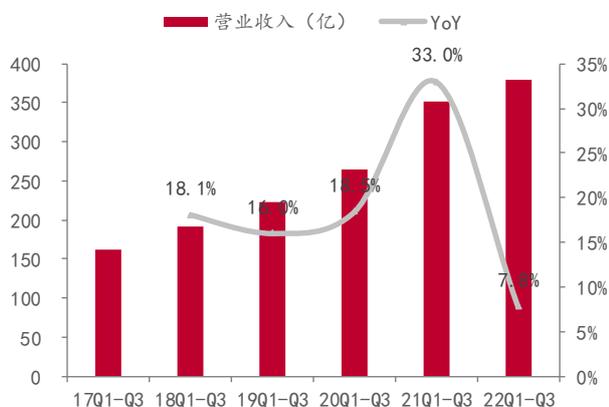
来源: 中国巨石债券募集说明书、中泰证券研究所

2.2 收入盈利均承压, 龙头企业 α 属性凸显

- **价格快速回落下, 22Q3 收入、盈利均承压。**我们在 SW 玻纤制造分类基础上, 选取 7 家玻纤上市公司作为样本。22 年前三季度玻纤行业上市公司实现收入 379.2 亿, YoY+7.8%。考虑到玻纤行业主要厂商均有出售锆粉, 产生较多非经常性损益, 因此我们主要考虑行业扣非净利, 22 年前三季度玻纤行业上市公司实现扣非净利 63.5 亿, YoY-13.8%。价格快速回落下, 22Q3 收入、盈利均承压, 22Q3 玻纤行业上市公司实现收

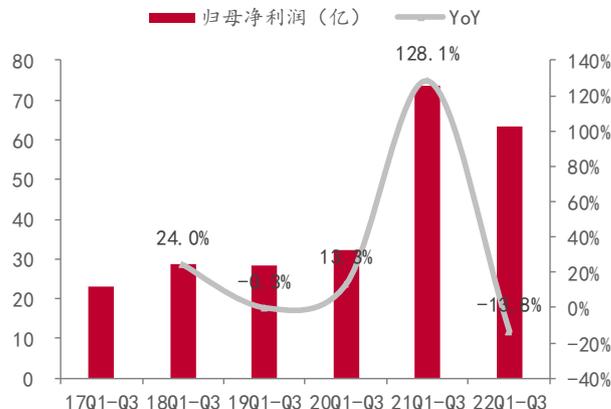
入 111.4 亿, YoY-12.7%, 实现扣非净利 14.1 亿, YoY-43.7%。

图表 41: 玻纤板块前三季度营业收入同比提升 7.8%



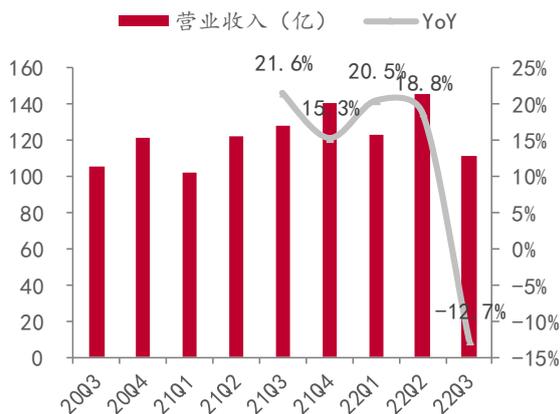
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 玻纤板块前三季度扣非净利同比下滑 13.8%



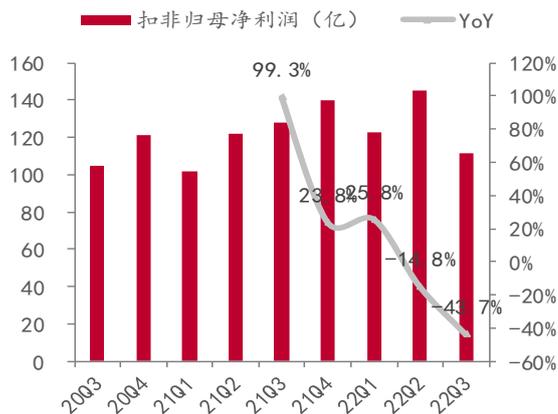
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 玻纤板块单三季度营业收入同比下滑 12.7%



来源: Wind、中泰证券研究所

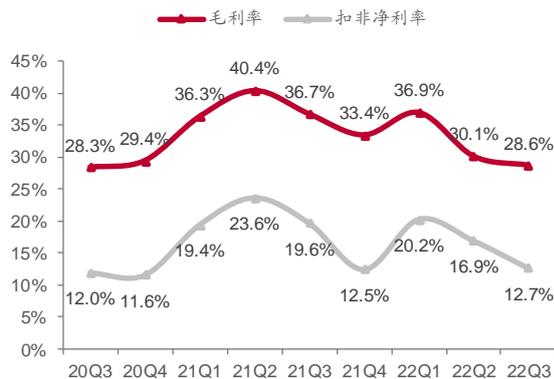
图表 44: 玻纤板块单三季度扣非净利同比下滑 43.7%



来源: Wind、中泰证券研究所

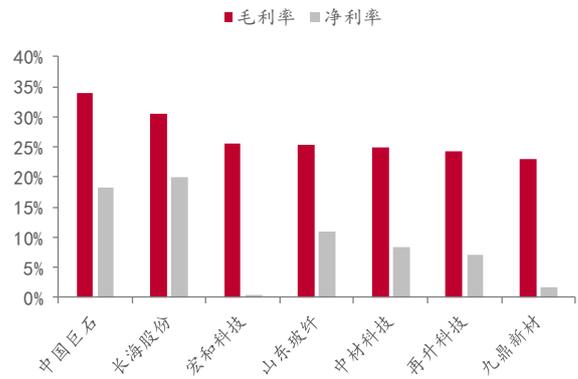
- 行业盈利能力有所下滑, 龙头盈利 α 属性凸显。22Q3 行业毛利率、净利率分别为 28.6%、12.7%, 分别同比-8.1pct、-7.0pct, 环比-1.4pct、-4.2pct。龙头企业依旧保持了明显的盈利 α 属性, 22Q3 中国巨石毛利率、扣非净利率分别为 33.9%、18.3%, 继续领跑行业。

图表 45: 玻纤板块 22Q3 毛利率、扣非净利率环比下滑



来源: Wind、中泰证券研究所

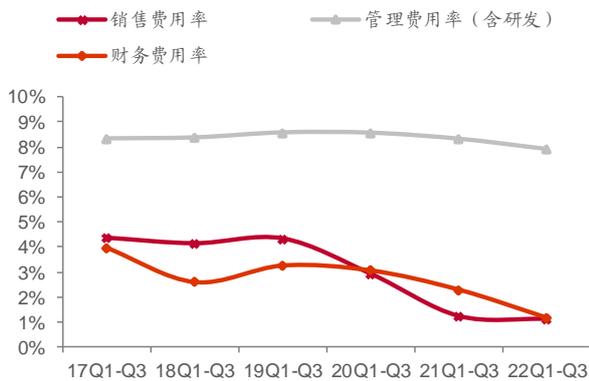
图表 46: 22Q3 龙头企业盈利能力领跑行业



来源: Wind、中泰证券研究所

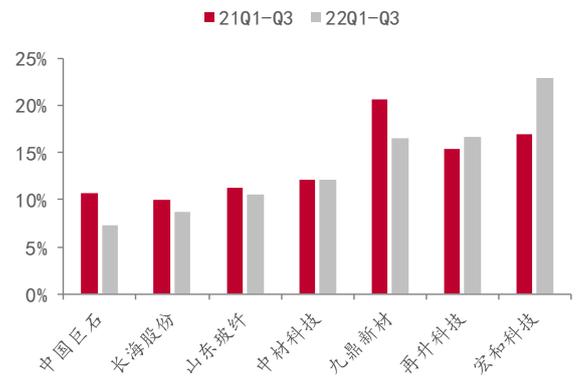
- 行业期间费用率持续走低, 龙头费用管控能力更强。22 年前三季度行业期间费用率为 10.2%, 同比-1.7pct, 其中销售、管理、财务费用率分别同比下降 0.1/0.4/1.1pct。从 22 年前三季度行业各公司期间费用率情况来看, 22Q1-Q3 中国巨石期间费用率 10.7%, 为行业最低水平。

图表 47: 玻纤行业期间费用率持续下降



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 48: 龙头企业期间费用管控能力更强



来源: Wind、中泰证券研究所

三、品牌建材: 复苏分化, 黑暗隧道中见微光

- 品牌建材板块整体收入和利润承压。22Q3 品牌建材板块在疫情多点频发、地产需求下滑、地产信用风险频出及原料价格上涨影响下, 收入和利润同比大幅下滑。具体数据看, 22Q3 整体 (16 家样本企业) 实现营收 337.4 亿, 同比-10.4%, 环比-6.0%; 实现扣非净利润 22.7 亿, 同比-31.6%, 环比+20.8%; 实现扣非净利率 6.7%, 同比-2.1pct, 环比+1.5pct。
- 地产链需求普遍承压, 但竞争格局好和龙头阿尔法强的细分子行业收入韧性强。22Q3 地产链开工、施工和竣工端需求全面承压, 但不同链条企业收入和利润呈现分化, 其中偏开工端的防水龙头东方雨虹和科顺股份收入分别同比-4.5%、-5.5%, 下滑幅度相对较小, 背后是行业底部加速出清, 龙头市占份额逆势提升以及积极向非房和多品类业务拓展, 从

而一定程度对冲总需求下滑。竣工端的石膏板、建筑五金、管材、涂料、瓷砖等板块在 22Q3 均出现 10% 左右的收入下滑。

- 从渠道结构看，C 端优势明显的企业逆势实现收入增长。年初以来地产销售承压下装修需求低迷，但中高端建材消费韧性强，出现结构性机会，三棵树凭借中高端墙面漆的收入高速增长，伟星新材凭借户均额的持续提升，22Q3 收入分别同比+0.5%、+1.3%，是仅有的两家单季营收正增企业。同时，涂料主要成本端丙烯酸 21 年 8 月见顶回落，PPR 和 PVC 22 年 3 月见顶回落，随着企业对高价库存的逐渐消化，以及 C 端发力稳价，三棵树和伟星新材毛利率环比分别+1.93%、+9.78pct，出现明显改善。
- 从公司体量来看，质优龙头企业凭借 C 端发力、逆势提升市占以及积极拓展非房和多品类业务，普遍表现出较强的收入韧性，22Q3，伟星新材、三棵树收入和利润均实现增长。东方雨虹、科顺股份、蒙娜丽莎收入下滑幅度在个位数，小于所在细分行业整体。坚朗五金收入端虽仍有较大压力，但受益于原材料降价红利，毛利率环比提升 2.38pct 带动 22Q3 利润环比大幅改善。

图表 49：品牌建材企业单季营收、扣非净利、现金流情况

	单季营收同比			单季扣非净利同比			经营现金流净额 (亿元)		
	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3	22Q1	22Q2	22Q3
北新建材	10.5%	-3.2%	-14.8%	4.6%	-21.6%	-13.4%	-4.1	12.7	6.5
东方雨虹	17.3%	1.7%	-4.5%	8.5%	-49.4%	-38.1%	-47.8	-22.0	-9.8
坚朗五金	3.9%	-12.8%	-12.9%	-38.1%	-97.1%	-75.8%	-7.0	0.5	5.8
三棵树	14.5%	-6.0%	0.5%	-40.7%	28.6%	38.3%	-3.0	4.5	3.8
蒙娜丽莎	6.7%	-10.7%	-4.2%	-32.0%	-28.6%	-14.6%	-1.4	3.4	2.6
科顺股份	18.7%	4.6%	-5.5%	-49.2%	-65.2%	-99.0%	-11.0	4.2	-0.3
东鹏控股	-14.7%	-13.1%	-8.9%	-42.8%	-47.0%	61.0%	-3.5	1.5	1.4
亚士创能	-18.8%	-45.7%	-33.2%	-50.8%	-14.3%	-25.7%	-4.2	1.1	1.5
伟星新材	12.2%	0.4%	1.3%	4.6%	-18.4%	11.6%	-0.7	1.6	5.9
永高股份	8.1%	-13.1%	-13.4%	-65.6%	-84.2%	-104.5%	3.0	-3.9	1.7
王力安防	5.4%	-6.5%	-24.4%	-133.9%	-117.8%	-71.4%	-1.4	-0.9	1.0
凯伦股份	-26.9%	-23.1%	-12.9%	-96.0%	-57.8%	-196.4%	-2.1	-1.2	-0.8
雄塑科技	1.3%	-26.0%	-35.8%	-85.3%	-52.3%	-101.5%	-0.6	1.2	0.8
帝欧家居	-34.0%	-37.4%	-24.3%	-290.6%	-189.0%	-273.6%	-4.2	0.7	3.0
兔宝宝	19.0%	-14.5%	-13.9%	8.1%	-20.5%	-17.6%	-3.9	3.8	4.1
友邦吊顶	12.2%	-7.7%	-2.7%	135.4%	32.4%	139.1%	0.6	0.8	0.6

来源：各公司公告、中泰证券研究所

3.1 防水行业：业绩整体承压，行业提标开启赛道扩容和格局优化

- 收入利润方面，行业公司均有不同程度下降，东方雨虹 22Q3 收入和扣非归母净利润分别为 80.7/6.3 亿元，分别同比-4.5%/-38.1%；科顺股份、凯伦股份扣非归母净利润分别 YOY-99.0%、YOY-196.4%，降幅度较大。
- 周转率方面，22 年前三季度东方雨虹存货周转率表现较好，同比增加 1 次；凯伦股份、科顺股份出现小幅下降，分别同比-0.8 次/-1.2 次。
- 现金流方面，22 年前三季东方雨虹收现比有所下滑，同比-10.1pct；科顺股份基本维持稳定，同比-0.2pct；凯伦股份逆势提升，收现比同比+37.7pct。
- 资产负债率方面，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份资产负债率均有所上升。2022 年三季度末资产负债率分别为 45.2%/56.5%/58.9%，同比

+7.0pct/+3.5pct/+8.7pct。

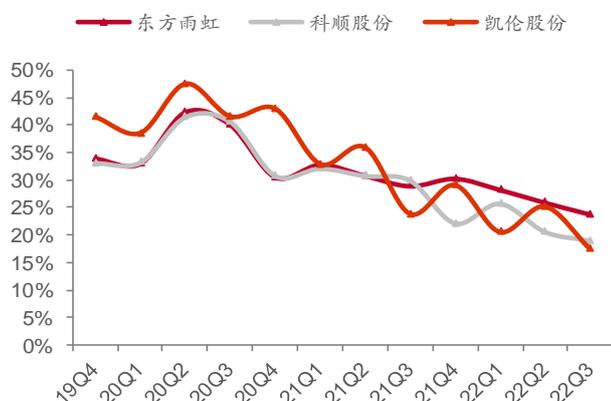
- 费用率方面，东方雨虹 22 年前三季度费用率小幅上升，同比+1.0pct；科顺股份、凯伦股份分别同比+0.2pct/0.8pct。

图表 50: 防水行业代表公司 22Q3 财务概况 (亿元)

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
防水	东方雨虹	80.7	-4.5%	6.3	-38.1%	23.8%	-5.1	-2.1	8.5%	-5.1	1.4
	科顺股份	18.2	-5.5%	0.0	-99.0%	19.0%	-11.0	-1.6	1.3%	-9.3	-4.7
	凯伦股份	6.1	-12.9%	-0.3	-196.4%	17.5%	-6.3	-7.7	0.1%	-5.5	-2.0
	合计	105.0	-5.2%	6.1	-50.9%						

来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 51: 防水行业代表公司单季度毛利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 52: 防水行业代表公司单季度净利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 53: 防水行业代表公司前三季度费用率



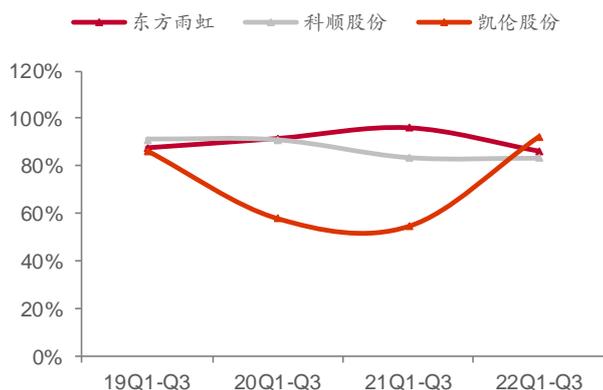
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 54: 防水行业代表公司前三季度存货周转率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 55: 防水行业代表公司前三季度收现比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 56: 防水行业代表公司三季度末资产负债率



来源: Wind、中泰证券研究所

3.2 涂料行业: 三棵树 Q3 收入韧性显现, 低基数下业绩同比大幅增长

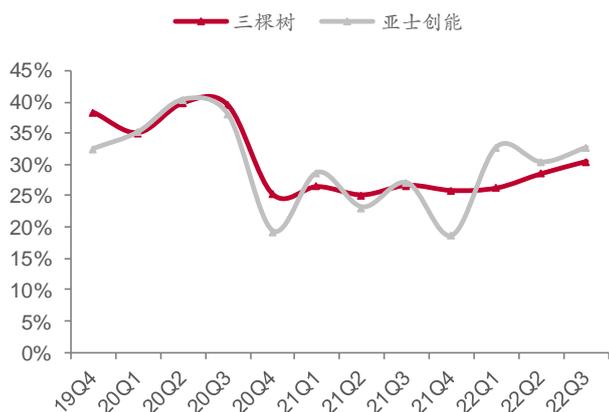
- 收入利润方面, 三棵树收入韧性显现, 扣非净利润在去年同期由于信用减值导致的低基数下出现大幅增加, 公司 22Q3 分别实现收入与扣非归母净利 32.4 亿元、2.1 亿元, YOY+0.5%、+381.3%; 亚士创能收入与利润下滑明显, 22Q3 实现收入 9.2 亿元, YOY-33.2%, 扣非归母净利 0.3 亿元, YOY-26.7%。
- 周转率方面, 三棵树和亚士创能均有下降, 22 年前三季存货周转率分别同比下降 1.1 次、4.2 次。
- 现金流方面, 行业整体现金流情况有所改善, 三棵树 22 年前三季收现比为 106.8%, 同比+7.1pct; 亚士创能收现比为 108.3%, 同比+33.1%。
- 负债方面, 三棵树资产负债率位居行业高位, 22 年三季度末资产负债率为 82.1%, 同比+3.7pct; 亚士创能 22 年三季度末资产负债率为 75.3%, 同比+5.3pct。
- 费用率方面, 三棵树和亚士创能均有所上升, 22 年前三季费用率分别同比+1.3pct/+6.9pct。

图表 57: 涂料行业代表公司财务概况 (亿元)

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
建筑涂料	三棵树	32.4	0.5%	2.1	381.3%	30.6%	3.8	1.9	6.2%	7.7	1.9
	亚士创能	9.2	-33.2%	0.3	-26.7%	32.7%	5.7	2.3	4.1%	-1.1	-3.5
	合计	41.6	-9.5%	2.4	181.5%						

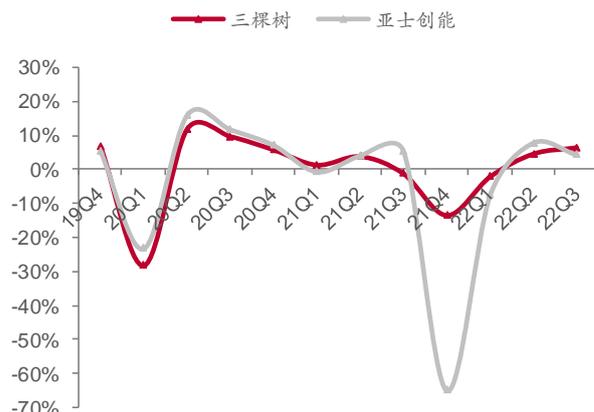
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 58: 涂料行业代表公司单季度毛利率



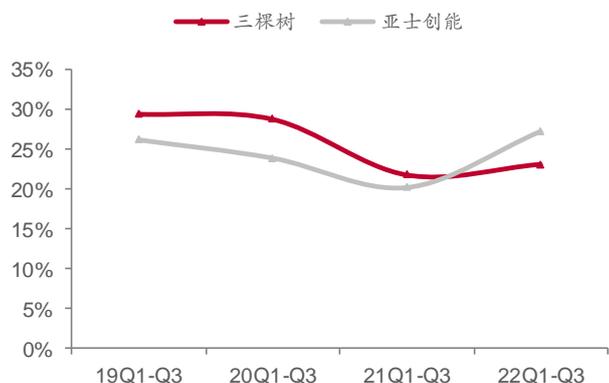
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 59: 涂料行业代表公司单季度净利率



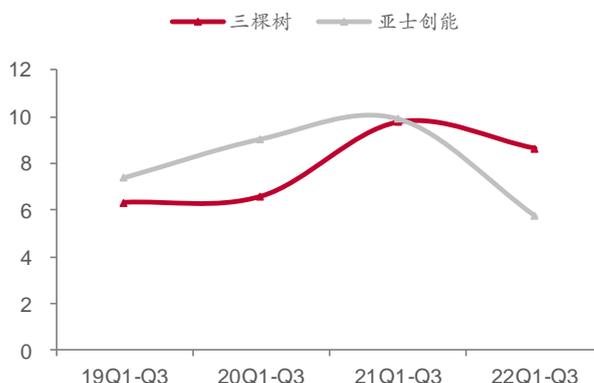
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 60: 涂料行业代表公司前三季度费用率



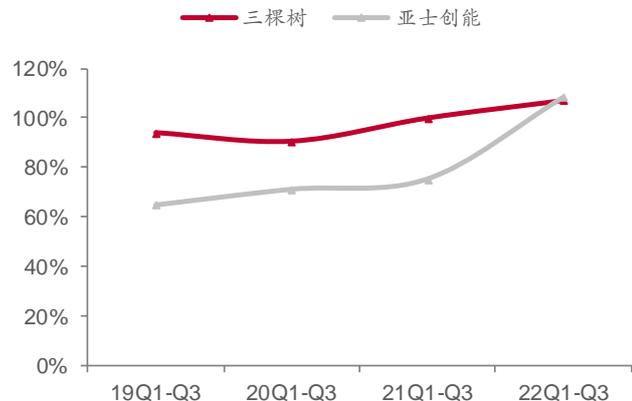
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 61: 涂料行业代表公司前三季度存货周转率



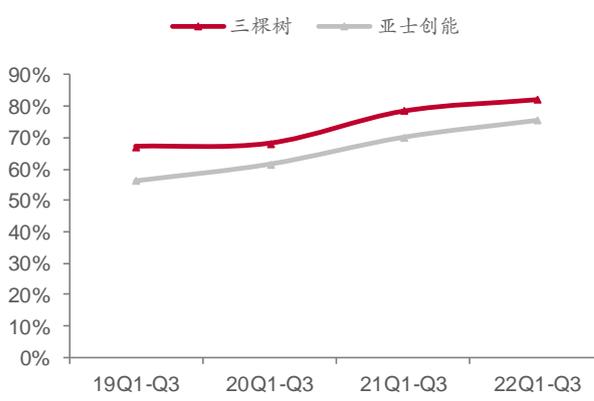
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 62: 涂料行业代表公司前三季度收现比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 63: 涂料行业代表公司三季度末资产负债率



来源: Wind、中泰证券研究所

3.3 石膏板行业：收入和利润略有承压

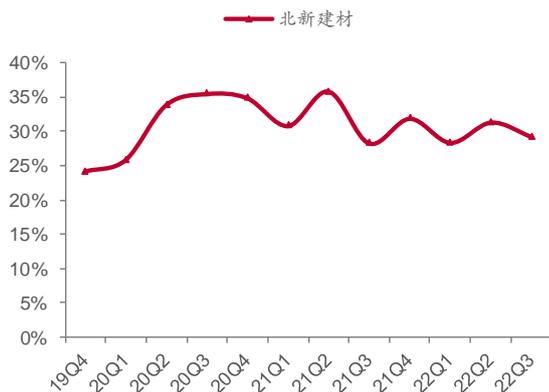
- 收入利润方面，北新建材整体呈现下降趋势，22Q3 实现收入、扣非归母净利润 49.4/7.2 亿元，YOY-14.8%/-18.4%。
- 周转率方面，北新建材 22 年前三季存货周转率同比下降 1.3 次，说明经营有所承压。
- 现金流方面，22 年前三季收现比为 92.2%，同比-6.3pct，现金压力增大。
- 负债方面，北新建材资产负债率维持低位但同比略有提升，22 年三季度末同比+0.8pct。
- 费用率方面，北新建材前三季费用率达 13.3%，同比+0.9pct。

图表 64：石膏板代表公司北新建材 22Q3 财务概况（亿元）

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利润	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
石膏板	北新建材	49.4	-14.8%	7.2	-18.4%	29.2%	0.9	-2.1	14.3%	-1.1	-4.4

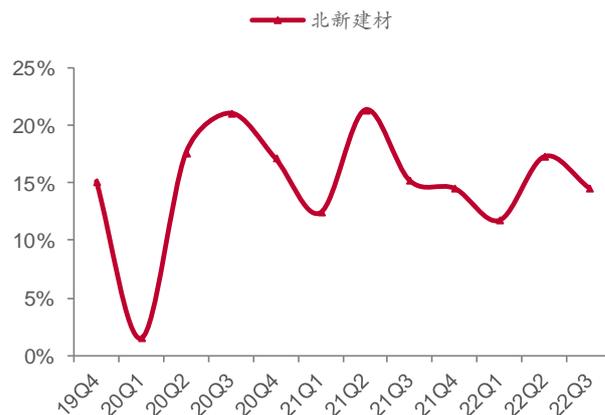
来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 65：北新建材单季度毛利率



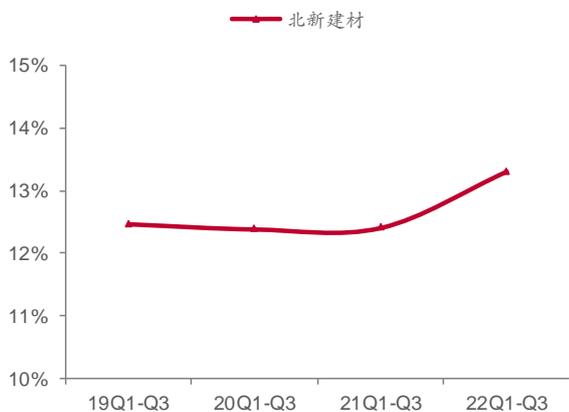
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 66：北新建材单季度净利率



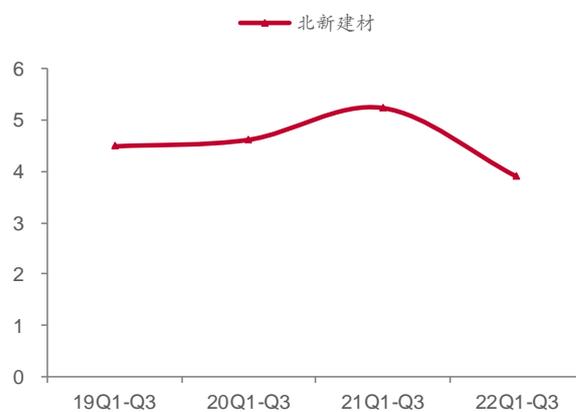
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 67：北新建材前三季度费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 68：北新建材前三季度存货周转率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 69: 北新建材前三季度收现比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 70: 北新建材三季度末资产负债率



来源: Wind、中泰证券研究所

3.4 管材行业: 成本压力释放, 伟星零售定价力彰显, 逆势实现高质增长

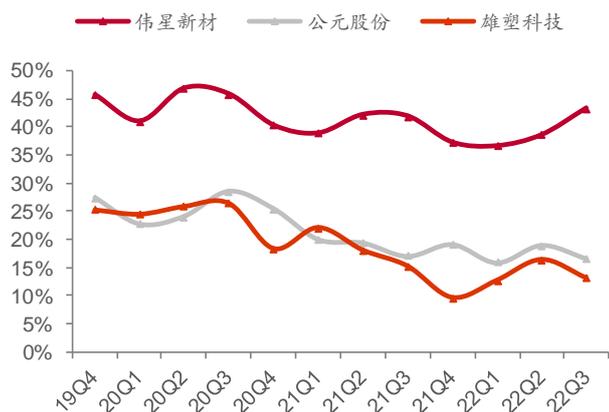
- 收入利润方面, 伟星新材经营稳健, 收入与利润逆势增长, 22Q3 营收与扣非归母净利润分别为 16.6/3.9 亿元, YOY+1.3%/+11.6%, 扣非净利率环比+8.0pct, 原材料压力趋缓下明显提升。公元股份与雄塑科技则出现不同程度下降, 22Q3 分别实现营收 21.0/4.3 亿元, YOY-13.4%/-35.8%, 扣非归母净利润分别为-0.05/-0.01 亿元。
- 周转率方面, 伟星新材、公元股份、雄塑科技 22 年前三季存货周转率分别同比下降 0.6 次/0.4 次/1.0 次。
- 现金流方面, 公元股份收现比改善明显, 22 年前三季收现比同比+5.0pct; 雄塑科技略有改善, 收现比同比+1.2pct; 伟星新材 22 年前三季收现比同比-6.3pct, 预计背后是因市政工程业务占比加大。
- 负债方面, 公元股份资产负债率呈下降趋势, 22 年三季度末资产负债率为 38.7%, 同比-3.7pct; 伟星新材资产负债率低位维持基本稳定, 22 年三季度末资产负债率同比+0.6pct; 雄塑科技有所下降, 同比-2.4pct。
- 费用率方面, 伟星新材 22 年前三季费用率同比-0.7pct, 公元股份和雄塑科技皆有所增加, 分别同比+0.9pct/+1.8pct。

图表 71: 管材行业代表公司 22Q3 财务概况 (亿元)

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
管材	伟星新材	16.6	1.3%	3.9	11.6%	43.3%	1.4	4.8	24.7%	2.7	8.0
	公元股份	21.0	-13.4%	-0.05	-104.5%	16.7%	-0.4	-2.3	0.1%	-4.3	-1.4
	雄塑科技	4.3	-35.8%	-0.01	-101.5%	13.2%	-2.1	-3.3	0.4%	-4.3	-3.6
	合计	41.9	-11.5%	3.9	-20.4%						

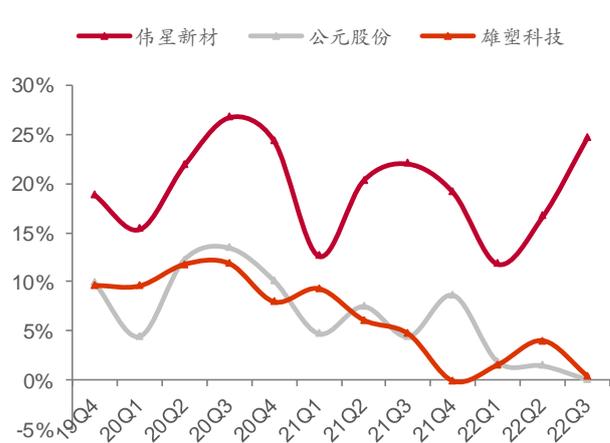
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 72: 管材行业代表公司单季度毛利率



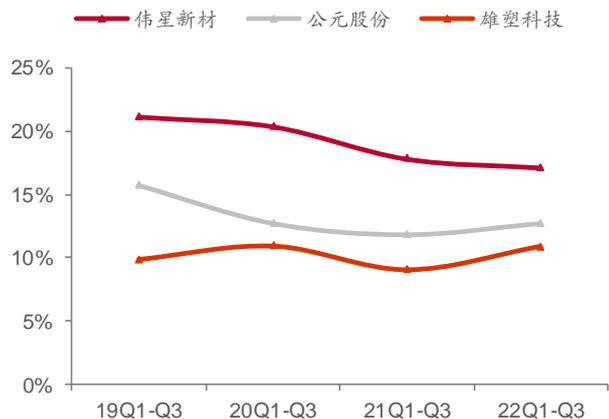
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 73: 管材行业代表公司单季度净利率



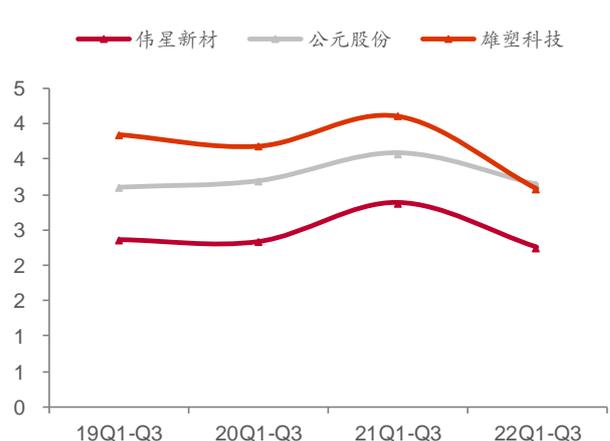
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 74: 管材行业代表公司前三季度费用率



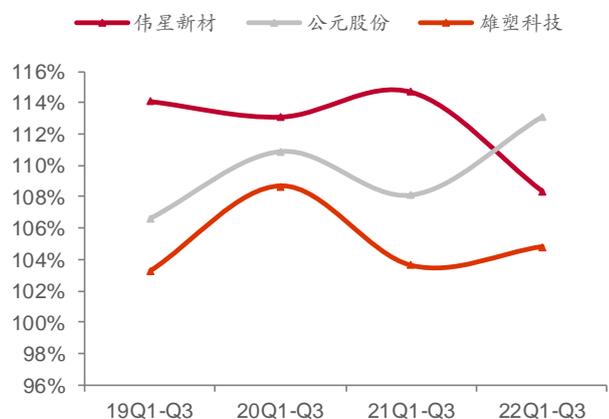
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 75: 管材行业代表公司前三季度存货周转率



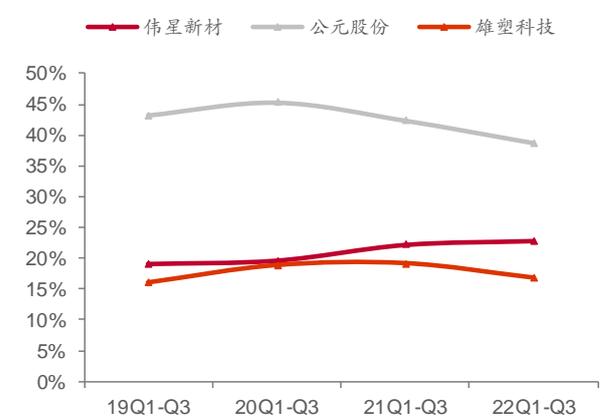
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 76: 管材行业代表公司前三季度收现比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 77: 管材行业代表公司三季度末资产负债率



来源: Wind、中泰证券研究所

3.5 五金行业：坚朗五金原料降价红利释放，业绩环比大幅改善

- 收入利润方面，22Q3 坚朗五金营收与扣非归母净利润分别为 21.6/0.8 亿元，YOY-12.9%/-75.8%。
- 周转率方面，坚朗五金存货周转率维持稳定，22 年前三季存货周转率为 3.0 次，与去年同期水平持平。
- 现金流方面，坚朗五金经营活动现金流大幅改善，22 年前三季收现比实现 104.8%，同比+27.5pct。
- 负债方面，坚朗五金资产负债率有一定程度的升高，22 年三季度末坚朗五金资产负债率为 51.1%，同比+3.1pct。
- 费用率方面，坚朗五金逆势仍坚持布局与投入，费用率同比提升明显，22 年前三季费用率为 27.4%，同比+6.9pct。

图表 78：五金行业公司坚朗五金 22Q3 财务概况（亿元）

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利润	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
建筑五金	坚朗五金	21.6	-12.9%	0.8	-75.8%	31.2%	-4.7	2.4	4.4%	-9.4	4.0

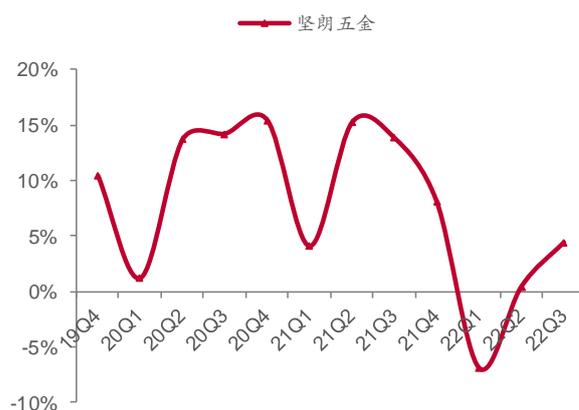
来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 79：坚朗五金单季度毛利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 80：坚朗五金单季度净利率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 81：坚朗五金前三季度费用率



来源：Wind、中泰证券研究所

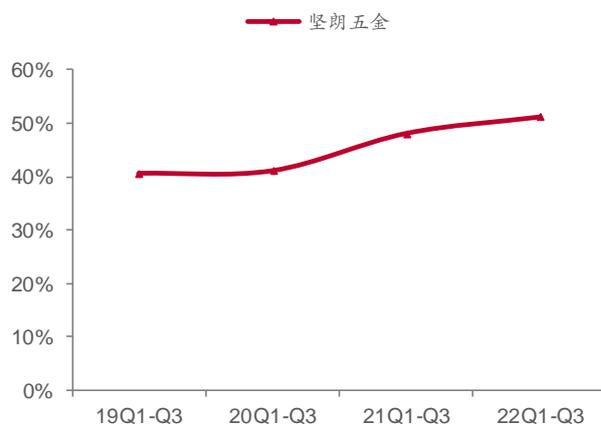
图表 82：坚朗五金前三季度存货周转率



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 83: 坚朗五金前三季度收现比


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 84: 坚朗五金三季度末资产负债率


来源: Wind、中泰证券研究所

3.6 瓷砖行业: 减值压力趋缓, 蒙娜丽莎和东鹏控股业绩改善

- 收入利润方面, 蒙娜丽莎、帝欧家居营收和扣非归母净利润均有不同幅度下降, 22Q3 收入分别为 17.7 亿、11.2 亿, YOY-4.2%、-24.3%, 扣非归母净利润分别为 1.2 亿、-1.5 亿, YOY-14.6%、-273.6%。东鹏控股收入表现不佳, 但由于去年同期计提大额减值带来较低的基数, 扣非归母净利润有较大幅度增长, 22Q3 实现收入 19.2 亿元, YOY+8.9%, 扣非归母净利润 1.2 亿元, YOY+616.0%。
- 周转率方面, 蒙娜丽莎基本维持稳定, 22 年前三季存货周转率同比下降 0.1 次; 东鹏控股、帝欧家居均出现不同程度下降, 22 年前三季存货周转率分别下降 0.6 次、1.0 次。
- 现金流方面, 行业整体同比呈现上升趋势, 经营活动现金流有所改善, 蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居 22 年前三季收现比分别同比 +20.2pct/+4.1pct/+35.6pct。
- 负债方面, 蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居资产负债率均有提高。22 年三季度末资产负债率分别为 66.9%、45.1%、57.9%, 同比分别 +5.9pct、+2.8pct、+3.9pct。
- 费用率方面, 蒙娜丽莎基本维持稳定, 22 年前三季费用率同比 +0.3pct; 东鹏控股、帝欧家居分别有不同程度提高, 分别同比 +6.7pct、+10.5pct。

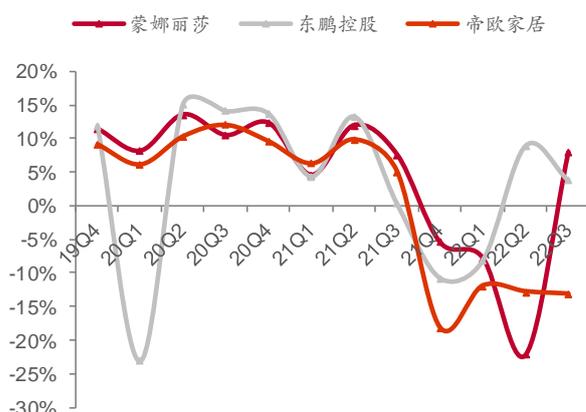
图表 85: 瓷砖行业代表公司财务概况 (亿元)

细分行业	公司名称	营业收入	同比 (%)	扣非归母净利润	同比 (%)	毛利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)	扣非净利率	同比变动幅度 (pct)	环比变动幅度 (pct)
瓷砖	蒙娜丽莎	17.7	-4.2%	1.2	117.7%	27.1%	-3.0	4.9	8.0%	0.4	30.1
	东鹏控股	19.2	-8.9%	1.2	120.4%	31.0%	3.1	1.3	3.9%	3.5	-5.2
	帝欧家居	11.2	-24.3%	(1.5)	-147.8%	17.0%	-9.6	0.2	-13.1%	-18.3	-0.3
	合计	48.1	-11.5%	0.9	-62.3%						

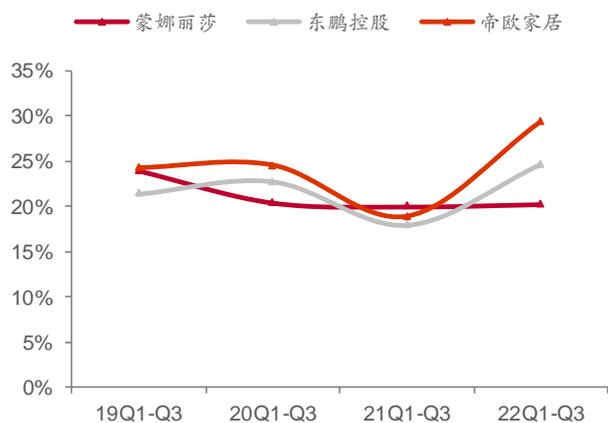
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 86: 瓷砖行业代表公司单季度毛利率

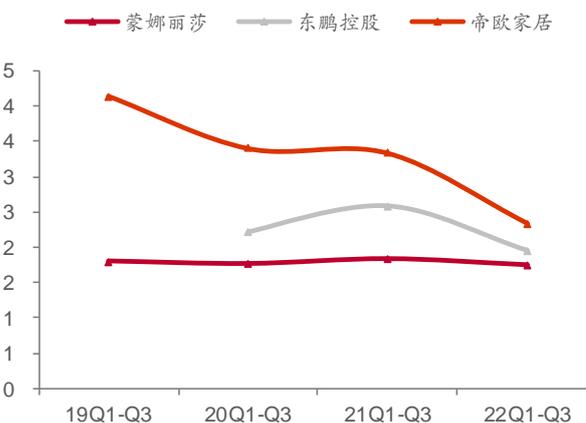

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 87: 瓷砖行业代表公司单季度净利率


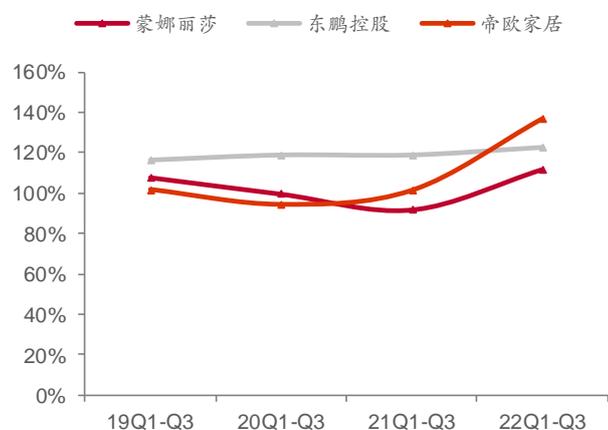
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 88: 瓷砖行业代表公司前三季度费用率


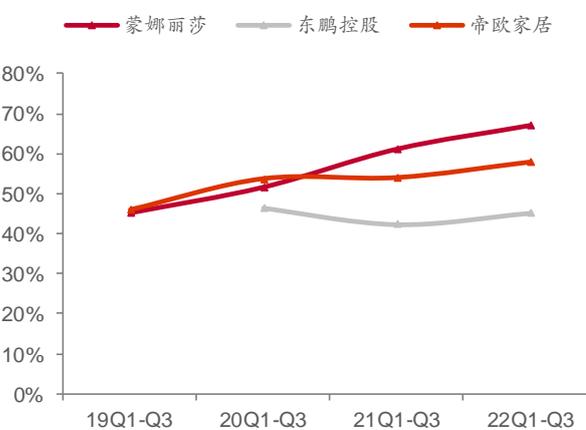
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 89: 瓷砖行业代表公司前三季度存货周转率


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 90: 瓷砖行业代表公司前三季度收现比


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 91: 瓷砖行业代表公司三季度末资产负债率


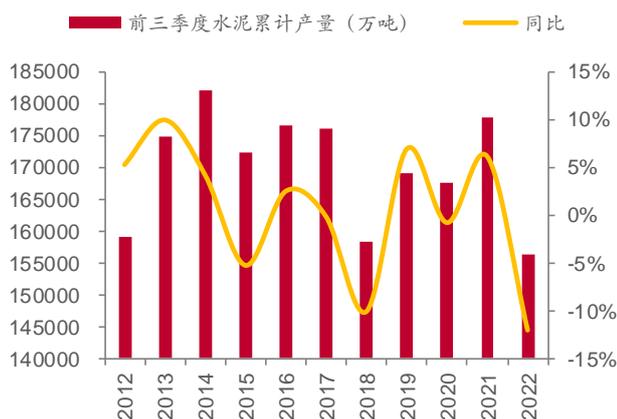
来源: Wind、中泰证券研究所

四、水泥和减水剂：收入业绩阶段性承压，看好盈利和估值弹性

4.1 水泥：需求疲软成本高位，企业收入业绩双承压

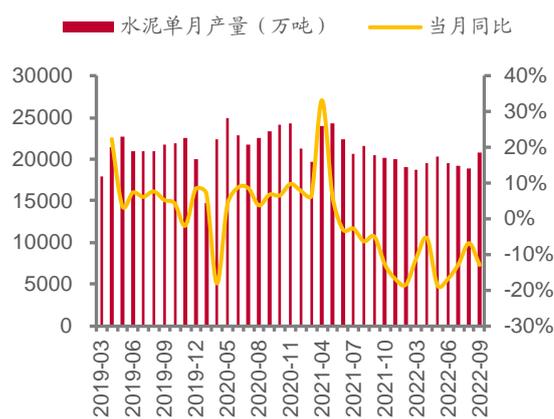
- 多重压力致水泥需求下行，9月开始需求有所修复。**前三季度全国水泥市场受到地产行业景气下行、项目资金不足以及疫情反复致使的项目开工放缓等因素影响，整体需求偏弱，2022年前三季度全国水泥产量15.6亿吨，同比-12.1%，产量已经达到2012年以来的最低值，其中单三季度水泥产量5.9亿吨，同比-5.9%，9月单月水泥产量2.1亿吨，同比+1.0%，同比实现由负转正，主要原因系去年9月中下旬能耗双控对9月产量造成较大影响，基数较低，但同时9月产量环比8月有所提升，环比+10.9%，进入传统旺季需求呈弱修复状态。今年供给端虽然整体未现明显扩张，且多地错峰天数预计或有所增加，但面对需求的双位数下滑，供给端的控制对价格的支持作用有限。

图表 92：22 年前三季度全国水泥产量同比下滑 12.1%



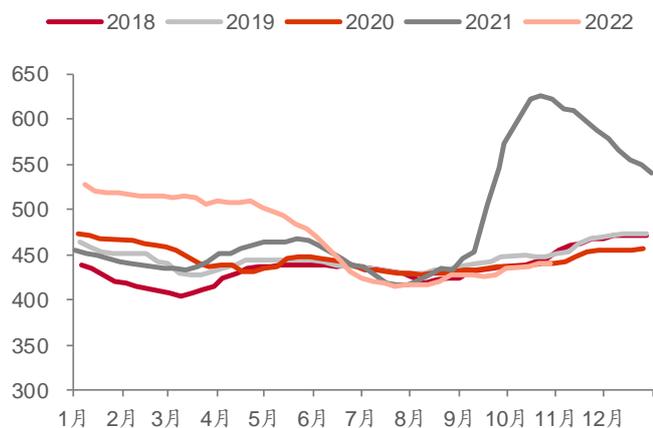
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 93：22Q3 全国水泥产量同比下滑 5.9%

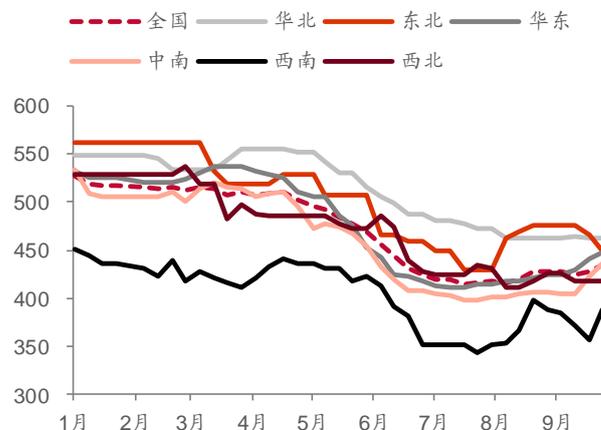


来源：Wind，中泰证券研究所

- 水泥价格持续探底，行业大部分企业处于盈亏临界点。**2022年初水泥价格虽然同比处于高位，但伴随需求的弱势，价格整体呈现高位回落的走势，特别是Q2开始受全国多地疫情反复以及后续高温等因素影响，水泥价格持续探底，前三季度水泥价格484元/吨，同比-12.6%。根据数字水泥网统计数据，7月份目前是全年价格最低点，较2021年全年均价下跌66元，同时今年煤炭价格仍处高位（前三季度煤炭价格1164.2元/吨，同比+26.8%）；价格下滑，成本高企，行业内大部分企业已达盈亏临界点。8月水泥需求虽然还未修复，但受益错峰力度加大缓解库存压力，水泥价格逐步趋稳，呈现缓慢修复趋势。进入9月传统旺季，水泥需求环比有所好转，价格也呈恢复性上涨趋势。
- 分地区来看，**三季度华北、东北、华东、中南、西南、西北均价分别为469元/吨、458元/吨、422元/吨、407元/吨、365元/吨、422元/吨。北方三大区域价格同比略好于去年，其中华北受益于市场协同维护作用，价格水平全国最高。华东和中南两大水泥需求集中地区在Q3产量跌幅最大，分别同比-13.5%、-18.5%，较Q1价格下跌超过100元/吨。

图表 94: 全国 P.O 42.5 水泥均价 (元/吨)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 95: 前三季度各地区 P.O 4.25 水泥价格 (元/吨)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 96: 三季度六大产区水泥价格对比 (元/吨, %)

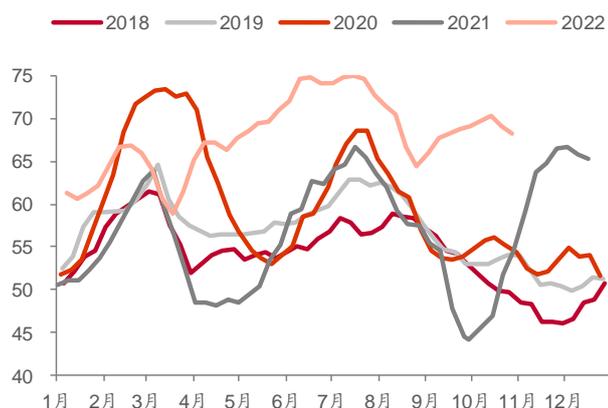
地区	2022年三季度	2021年三季度	比较	同比
全国	423	452	-29.5	-6.5%
华北	469	440	28.7	6.5%
东北	458	452	5.5	1.2%
华东	422	487	-65.6	-13.5%
中南	407	499	-92.3	-18.5%
西南	365	391	-26.4	-6.7%
西北	422	407	15	3.7%

来源: 中国水泥协会, 数字水泥网, 中泰证券研究所

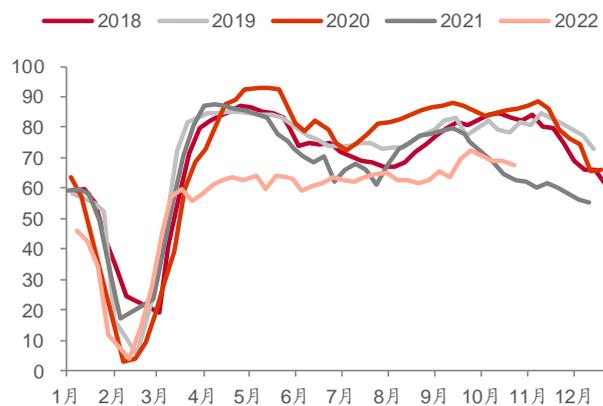
图表 97: 前三季度动力煤价格涨幅 26.8%


来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 库存高位震荡, Q3 发货整体不足七成。**受需求疲软影响, 水泥库存水平总体呈高位震荡特征, 分季度看, Q2 是前三季度库存最高的阶段, 整体在 70%-75%之间, 8 月伴随错峰力度加强, 库存有所消耗, 但错峰力度若减弱则库存马上回升至高位, 9 月末全国水泥市场库容比为 69.1%, 库存水平并未因旺季来临快速得到消化整体处于近几年高位。9 月末水泥发货有所修复, 但 Q3 整体发货率不足 70%, 处于近几年较低水平。

图表 98: 全国水泥库容比 (%)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

图表 99: 全国水泥出货率 (%)


来源: 数字水泥网, 中泰证券研究所

- 报告期水泥企业收入业绩双重承压, 前三季度营收同比下滑 19.5%, 归母净利润同比下滑 49.3%。**我们选取水泥板块具有代表性的 11 家 A 股上市公司作为样本股票池, 分别为海螺水泥、天山股份、冀东水泥、华新水泥、亚泰集团、万年青、祁连山、上峰水泥、塔牌集团、宁夏建材、福建水泥。以样本公司前三季度的财务数据为基础对水泥板块经营情况进行分析来看, 水泥板块前三季度实现营业收入 2762.8 亿元, 同比 -19.5%, 实现归母净利润 221.1 亿元, 同比 -49.3%, 前三季度水泥行业营收、利润均同比有所下滑。单三季度水泥板块实现营业收入 956.1 亿元, 同比 -50.2%, 实现归母净利润 44.5 亿元, 同比 -78.1%。需求疲软、价格下滑、煤炭价格上涨三重因素叠加, 造成了水泥企业效益面临挑战。伴随经营压力加大, 水泥市场竞争也有所加剧, 企业面临“保价格”还是“保份额”的选择。

图表 100: 11 家水泥样本企业 2022 年前三季度/单三季度整体经营业绩情况

	时间	当期值 (亿元)	变化 (亿元)	同比
营业收入	22Q1-Q3	2762.8	-668.7	-19.5%
	22Q3	956.1	-964.4	-50.2%
归母净利润	22Q1-Q3	221.1	-215.0	-49.3%
	22Q3	44.5	-158.2	-78.1%

来源: Wind、中泰证券研究所

图表 101: 水泥企业 2022 年前三季度/单三季度经营业绩情况

序号	股票代码	公司名称	Q1-Q3 营业收入 (亿元)	YOY (%)	Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	YOY (%)	Q3 营业收入 (亿元)	YOY (%)	Q3 归母净利润 (亿元)	YOY (%)
1	600585.SH	海螺水泥	853.3	-29.9	124.2	-44.5	290.5	-29.6	25.8	-65.3
2	000877.SZ	天山股份	986.1	-16.8	40.5	-59.0	331.6	-22.2	5.7	-84.0
3	000401.SZ	冀东水泥	273.5	4.4	16.3	-10.2	105.1	6.3	4.9	-16.8
4	600801.SH	华新水泥	218.1	-2.9	22.2	-37.6	74.2	-3.7	6.4	-43.3
5	600881.SH	亚泰集团	107.0	-33.1	-9.8	-3,199.1	35.9	-42.3	-4.2	-4,041.3
6	000789.SZ	万年青	83.9	-13.0	5.7	-49.8	25.4	-31.0	0.7	-75.2
7	600720.SH	祁连山	64.6	11.0	8.4	-11.7	25.1	-0.5	3.4	-3.6
8	000672.SZ	上峰水泥	51.6	-9.3	8.5	-46.8	16.2	-22.8	1.4	-76.0
9	002233.SZ	塔牌集团	41.1	-21.5	1.0	-92.0	15.2	-5.5	-0.7	-117.6
10	600449.SH	宁夏建材	64.7	56.1	6.0	-13.6	29.8	60.4	2.1	-29.8
11	600802.SH	福建水泥	19.0	-18.4	-2.0	-183.4	7.0	-17.0	-1.1	-564.0

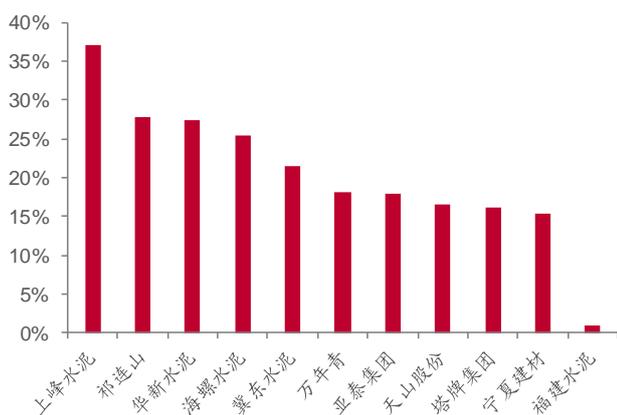
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 祁连山、宁夏建材目前有重组事项进行中, 后续如重组完成相关公司统计口径可能发生变化)

- **水泥企业盈利压力加大, Q4 环比或有缓解。**前三季度价格下探叠加煤炭价格高位运行, 各水泥企业毛利率出现明显下滑, 考虑 2021Q4 价格同比高位且煤炭价格环比有回落, 预计今年 Q4 水泥企业仍旧面临较大的经营压力, 但伴随旺季价格恢复性上调, 盈利压力环比或有所缓解。与此同时, 环保政策趋严背景下, 水泥企业也不断加大环保方面费用支出, 同时需求下滑导致固定费用分摊增加, 各龙头企业 Q3 费用率短期难以实现进一步管控。多重因素影响下, 前三季度水泥企业净利率普遍同比出现明显下降, 单三季度同比和环比均有下降。

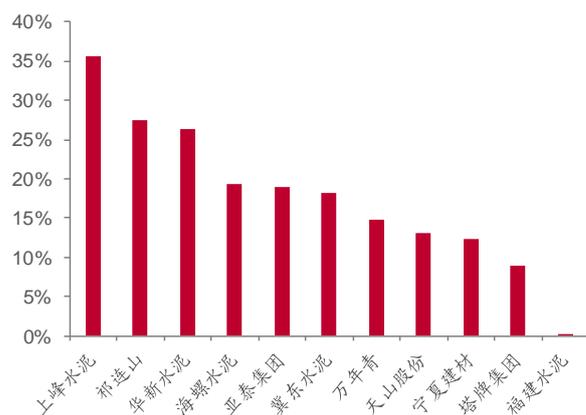
图表 102: 水泥企业 2022 年前三季度/单三季度毛利率及净利率情况

序号	股票代码	公司名称	2022Q1-Q3		2022Q3			2022Q1-Q3		2022Q3		
			毛利率 (%)	同比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)
1	600585.SH	海螺水泥	25.4	-2.2	19.3	-7.7	-6.8	15.0	-3.9	8.9	-9.5	-7.5
2	000877.SZ	天山股份	16.6	-7.7	13.1	-10.9	-5.0	4.5	-5.6	1.4	-8.3	-6.1
3	000401.SZ	冀东水泥	21.6	-6.1	18.2	-5.9	-6.7	6.3	-5.2	4.8	-5.4	-7.7
4	600801.SH	华新水泥	27.4	-9.0	26.3	-9.4	-3.1	11.0	-6.4	9.6	-6.3	-2.9
5	600881.SH	亚泰集团	18.0	-2.7	19.0	-2.3	0.8	-11.3	-11.5	-13.9	-14.0	-8.7
6	000789.SZ	万年青	18.1	-7.7	14.8	-6.9	-3.1	9.3	-7.2	4.0	-8.4	-8.4
7	600720.SH	祁连山	27.7	-2.2	27.5	2.0	-3.9	14.1	-3.8	14.2	-1.3	-4.1
8	000672.SZ	上峰水泥	37.1	-7.5	35.6	-5.1	0.2	16.9	-11.8	7.7	-21.3	-12.4
9	002233.SZ	塔牌集团	16.2	-20.6	8.9	-24.0	-8.9	2.6	-22.5	-4.6	-29.3	-13.7
10	600449.SH	宁夏建材	15.4	-11.0	12.3	-11.8	-9.6	9.8	-8.2	7.6	-10.0	-8.0
11	600802.SH	福建水泥	1.1	-19.8	0.0	-12.7	-0.1	-14.6	-24.3	-20.1	-21.2	-10.2

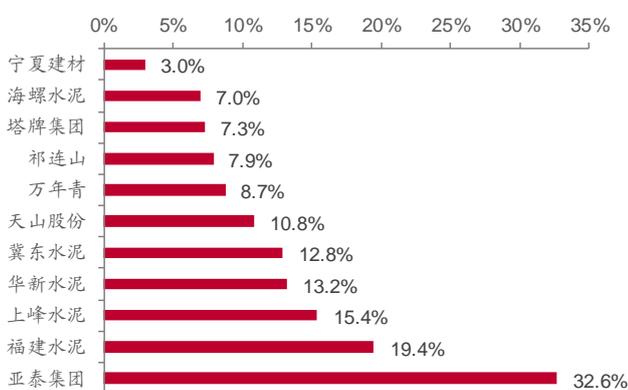
来源: Wind, 中泰证券研究所 (注: 祁连山、宁夏建材目前有重组事项进行中, 后续如重组完成相关公司统计口径可能发生变化)

图表 103: 各企业 2022 年前三季度毛利率比较 (%)


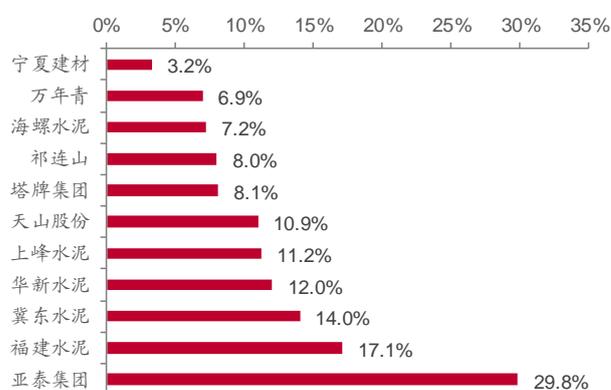
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 104: 各企业 2022 年单三季度毛利率比较 (%)


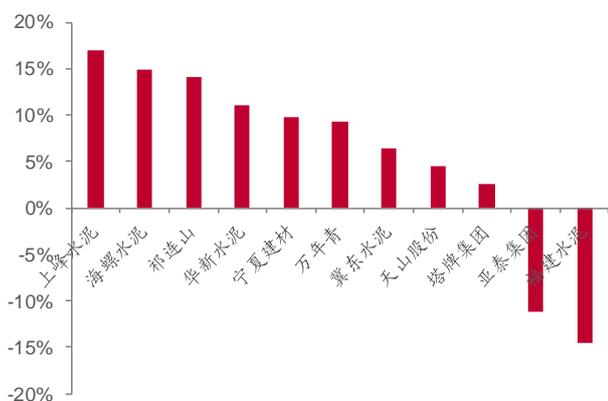
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 105: 各企业 2022 年前三季度期间费用率对比


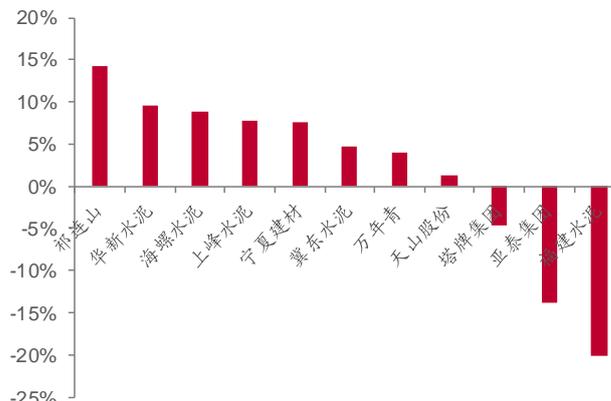
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 106: 各企业 2022 年单三季度期间费用率对比


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 107: 各企业 2022 年前三季度净利率比较


来源: Wind, 中泰证券研究所

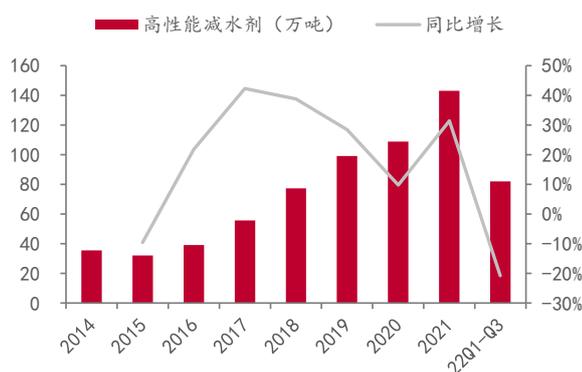
图表 108: 各企业 2022 年单三季度净利率比较


来源: Wind, 中泰证券研究所

4.2 减水剂：需求仍承压，龙头盈利能力持续领跑

- **22Q3 受地产需求下滑影响，减水剂需求整体仍承压。**从减水剂行业龙头苏博特情况来看，22 年前三季度高性能减水剂销量 82.1 万吨，YoY -20.8%，22Q3 单季度高性能减水剂销量 30.6 万吨，YoY-21.2%。

图表 109: 22 年前三季度苏博特高性能减水剂销量下滑 20.8%



来源：苏博特公告、中泰证券研究所

图表 110: 22Q3 单季度苏博特高性能减水剂销量下滑 21.2%



来源：苏博特公告、中泰证券研究所

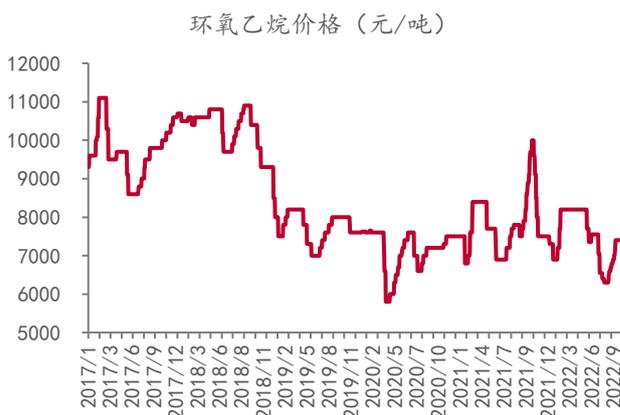
- **22Q3 减水剂价格环比略升，成本端环氧乙烷均价下滑明显。**在行业需求疲软下，行业龙头仍保持了价格体系的稳定，从苏博特情况来看，22Q3 苏博特核心产品高性能减水剂均价 2099 元/吨，环比 22Q2 提升 1.1%。成本端环氧乙烷在下游需求相对疲软下，价格下滑明显，根据 wind 数据，22Q3 环氧乙烷均价 6861 元/吨，环比 22Q2 下滑 13.9%。

图表 111: 22Q3 苏博特高性能减水剂均价环比略升



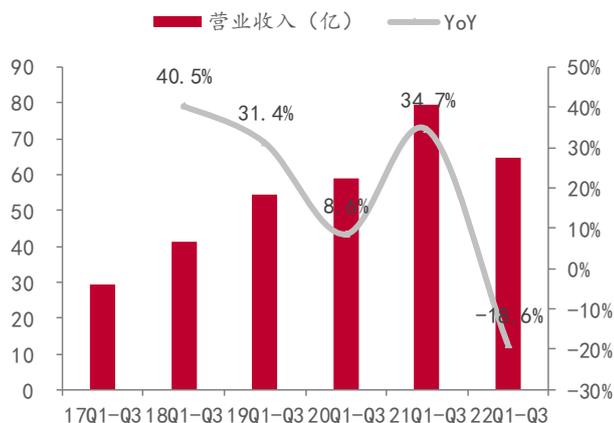
来源：苏博特公告、中泰证券研究所

图表 112: 22Q3 环氧乙烷均价有所回落

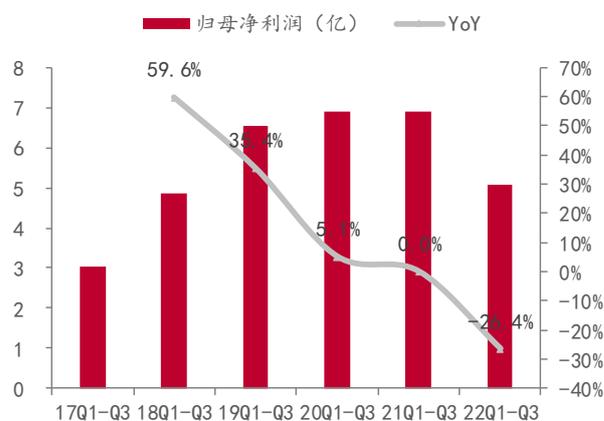


来源：Wind、中泰证券研究所

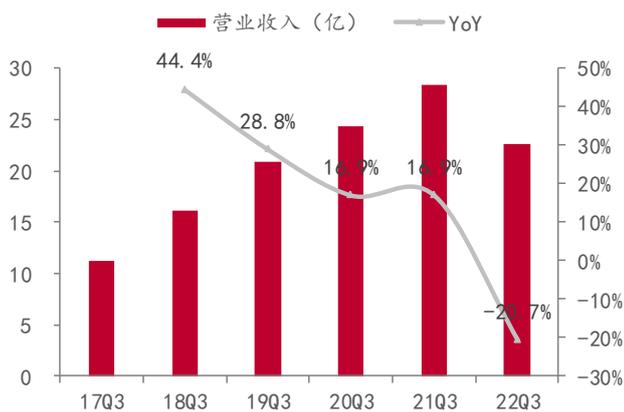
- **需求疲软下，22Q3 行业收入、归母净利润继续承压。**我们选取行业内具有代表性的三家 A 股上市公司（苏博特、行业第二名、行业第三名）作为样本，测算 22 年前三季度合计实现营收 64.7 亿，同比-18.6%；实现归母净利润 5.1 亿，同比-26.4%。单三季度实现营收 22.6 亿，同比-20.7%；实现归母净利润 1.4 亿，同比-38.7%。

图表 113: 减水剂行业 22 年前三季度营收同比下滑 18.6%


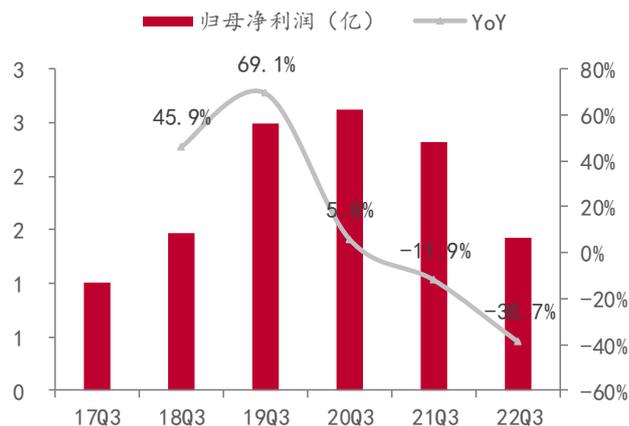
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 114: 减水剂行业 22 年前三季度归母净利润同比下滑 26.4%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 115: 减水剂行业 22Q3 营收同比下滑 20.7%


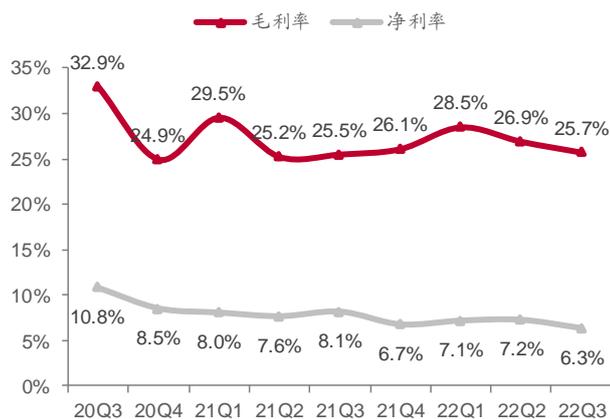
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 116: 减水剂行业 22Q3 归母净利润同比下滑 38.7%


来源: Wind、中泰证券研究所

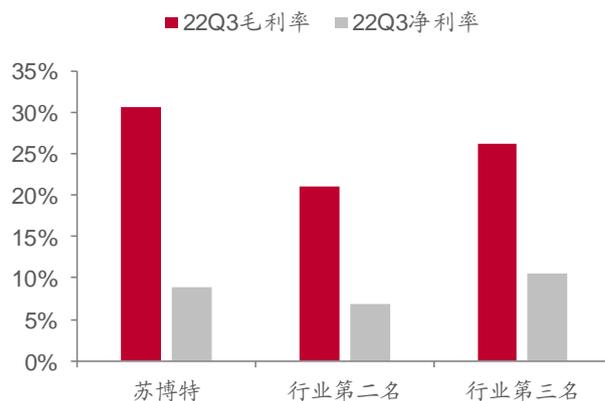
- 22Q3 行业整体盈利能力有所减弱，龙头企业依旧持续领跑。**单三季度减水剂行业实现销售毛利率 25.7%，同比+0.2pct，环比-1.2pct；实现销售净利率 6.3%，同比-1.8pct，环比-0.9pct。在行业整体承压下，22Q3 龙头企业苏博特毛利率为 30.7%，继续领跑行业。

图表 117: 22Q3 减水剂行业盈利能力有所减弱



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 118: 减水剂龙头企业具备盈利 α



来源: Wind、中泰证券研究所

五、玻璃：光伏玻璃价格低位具向上弹性；浮法玻璃静待供给端收缩

5.1 光伏玻璃：产能加速投放下增收不增利，价格低位仍具向上弹性

- 行业周期底部量增价减，22Q3 收入高增、利润下滑。我们选取光伏玻璃行业上市公司作为样本，包含福莱特、洛阳玻璃、亚玛顿（信义光能系港股未披露三季报）。22 年前三季度光伏玻璃上市样本企业合计收入 168.7 亿，同比+59.8%；实现归母净利润 18.2 亿，同比-12.5%。单三季度合计收入 57.4 亿，YoY+41.5%；实现归母净利润 5.3 亿，YoY-11.8%。从盈利水平看，单三季度样本企业合计实现毛利率 17.4%，同比-8.8pct，环比-1.5pct；实现净利率 9.2%，同比-5.6pct，环比-3.2pct。在价格低位及成本高位下，光伏玻璃企业盈利水平持续承压。

图表 119: 光伏玻璃板块前三季度营业收入同比上升 59.8%



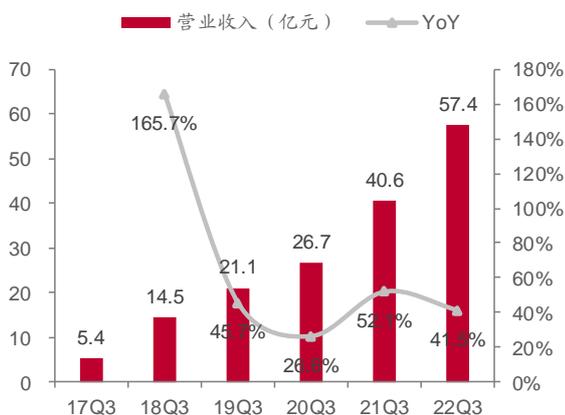
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 120: 光伏玻璃板块前三季度归母净利润同比下滑 12.5%



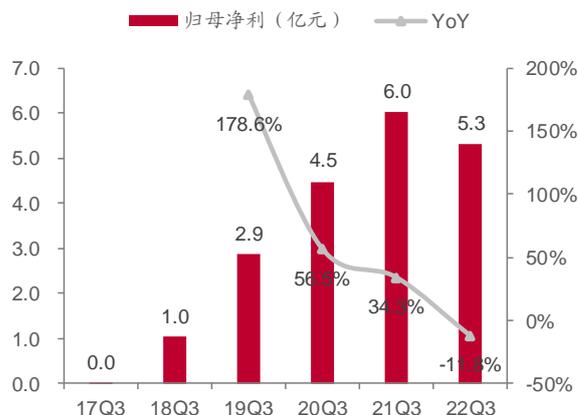
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 121: 光伏玻璃板块单三季度营业收入同比上升 41.5%



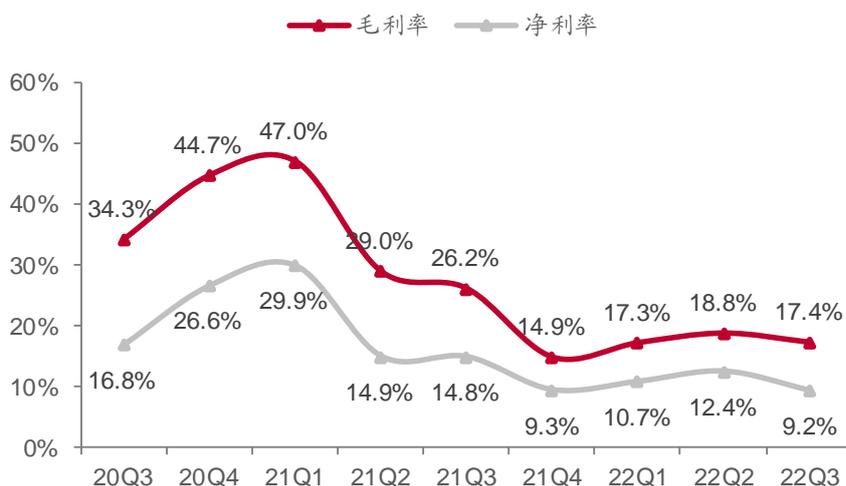
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 122: 光伏玻璃板块单三季度归母净利润同比下滑 11.8%



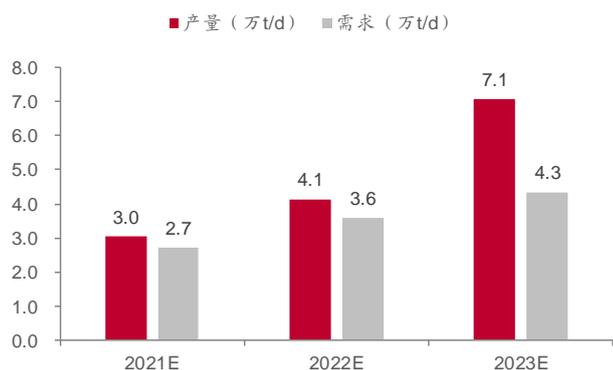
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 123: 光伏玻璃板块单季度毛利率及净利率情况

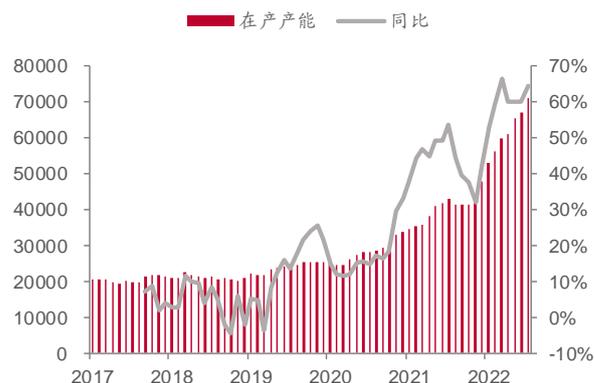


来源: Wind、中泰证券研究所

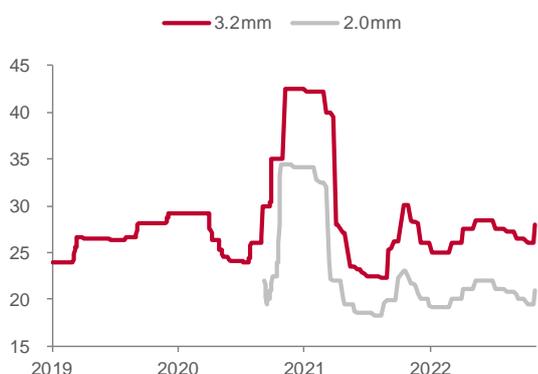
- 在产能大幅扩产下，行业处于供需偏宽松格局，实际落地产能规模及节奏或慢于规划。据卓创资讯，截至 22 年 9 月，国内光伏压延玻璃在产产能为 6.7 万 t/d，同比+60.0%。行业供给偏宽松情况下，光伏玻璃价格持续中低位运行。与此同时，对于供给端，从投资意愿、投资能力以及当前行业盈利水平来看，我们判断后续实际落地产能规模及节奏或慢于规划，考虑到部分小窑炉的退出，我们预计实际有效产能或低于预期。
- 光伏玻璃价格低位具备向上弹性。据卓创资讯，截至 22 年 11 月 3 日，3.2mm/2.0mm 镀膜玻璃主流报价分别为 28.0/21.0 元/平方米，均同比+7.7%。展望后续，随着光伏上游硅料产能逐步释放，原料高价对光伏装机需求的压制因素逐步缓解，后续下游装机需求向好，光伏玻璃价格有望底部回升。

图表 124: 2021-2023E 光伏玻璃供需 (t/d)


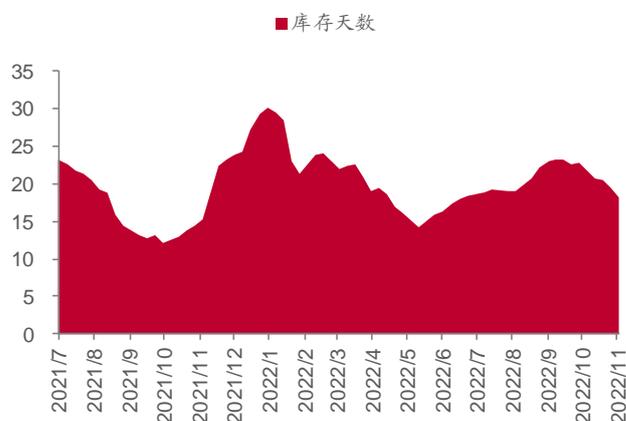
来源: 卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

图表 125: 全国光伏玻璃在产产能 (t/d)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所 (截至 22 年 10 月末)

图表 126: 3.2mm/2.0mm 光伏玻璃价格 (元/平)


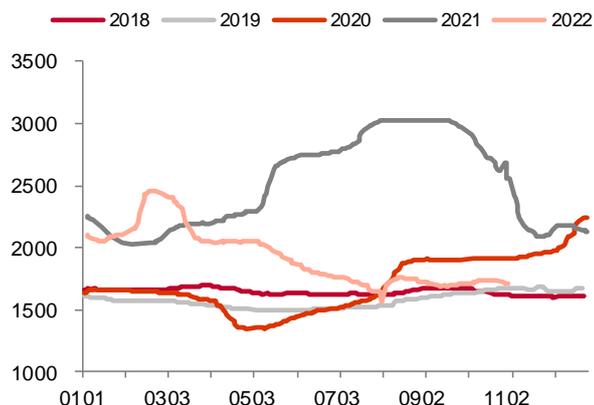
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

图表 127: 光伏玻璃行业库存天数 (天)


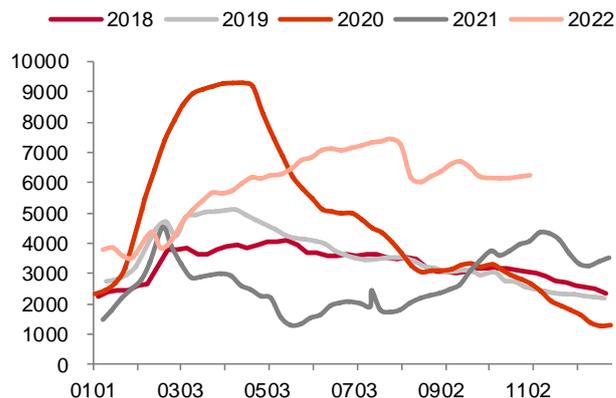
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

5.2 浮法玻璃: 需求疲弱成本高位致业绩承压, 行业冷修加速进行

- 需求疲弱+库存高位维持下, 浮法价格向上弹性短期仍受一定压制。**受地产竣工端持续低迷影响, 22Q3 浮法玻璃下游需求仍受到阶段性抑制。据卓创资讯, 22Q3 全国浮法玻璃均价为 1716 元/吨, 较上年同期下滑 41.3%, 环比二季度下滑 12.2%; 三季度浮法玻璃厂商库存虽较二季度高点略有回落, 但仍维持在 6000-7000 万重箱的高位水平。需求疲弱叠加库存高位维持下, 浮法玻璃价格虽受成本支撑, 但价格向上弹性短期仍受一定压制。

图表 128: 全国平板玻璃价格 (元/吨)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 129: 全国浮法玻璃库存 (万重箱)


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 成本高位、盈利承压下企业冷修加速，行业供给端有望收缩优化。**22Q3 以来玻璃原料纯碱价格较 2021 年末高点有所回落，但整体仍维持高位水平；同时，天然气/石油焦/重油/煤焦油等主要燃料价格较 21 年有所上升。我们通过测算，22Q3 使用天然气/石油焦/重油/煤焦油为燃料的普通浮法玻璃厂商已均处于亏损状态（仅代表普通白玻品种测算值）。在盈利承压下，行业企业纷纷选择将高龄窑炉进行停产冷修。据卓创资讯，22Q3 行业合计冷修规模达到 11720 t/d，较上半年 3650 t/d 冷修规模明显提速。截至 11 月 4 日，22 年浮法玻璃行业合计冷修规模已达到 18120 t/d。由于 21 年行业盈利在玻璃价格高位下表现出历史最佳水平，较多企业推迟了高龄产线冷修计划，因此我们预计若下游需求阶段性仍未见明显改善、行业盈利未见好转情况下，或将持续有企业择时将高龄产线进行冷修，进而使行业供给端得以收缩优化。

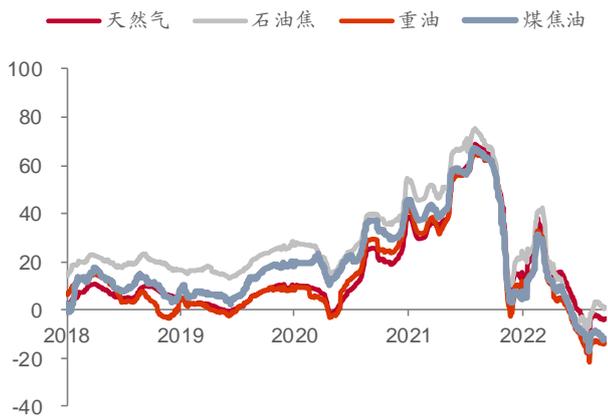
图表 130: 全国重质纯碱均价 (元/吨)


来源: Wind、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

图表 131: 玻璃各生产燃料价格走势 (元/立方、元/吨)

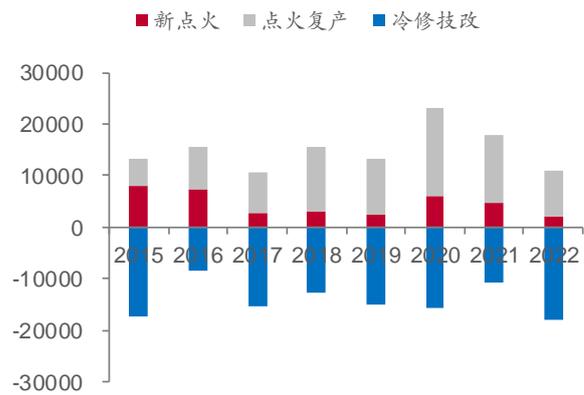

来源: Wind、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

图表 132: 各生产燃料下浮法玻璃盈利情况(元/重箱)



来源: Wind、卓创资讯、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

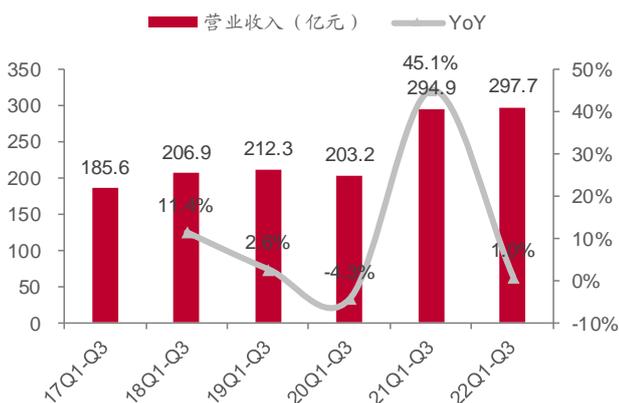
图表 133: 全国浮法玻璃产能变动情况 (t/d)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所 (截至 22 年 11 月 4 日)

■ **行业企业三季度收入保持稳健，盈利下滑明显。**我们选取玻璃行业上市公司（SW 玻璃制造分类，剔除福莱特及洛阳玻璃、亚玛顿当前以光伏玻璃为主业企业）为样本，主要包含旗滨集团、南玻 A、金晶科技、耀皮玻璃。22 年前三季度，行业企业合计实现营收 297.7 亿元，同比+1.0%；实现归母净利润 33.4 亿，同比-49.2%。单三季度实现营收 109.1 亿，同比+1.0%；实现归母净利润 8.7 亿，同比-59.2%。其中，浮法玻璃龙头企业旗滨集团单三季度实现营收 33.5 亿，同比-16.1%，实现归母净利润 1.7 亿，同比-88.4%。价格承压叠加成本高位维持下，行业企业三季度盈利下滑明显。

图表 134: 浮法玻璃板块前三季度营业收入同比上升 1.0%

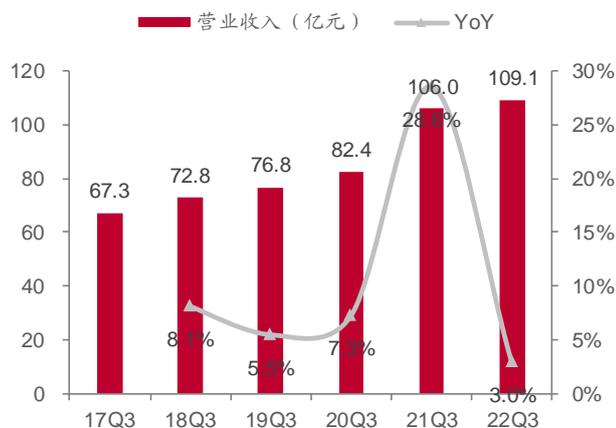


来源: Wind、中泰证券研究所

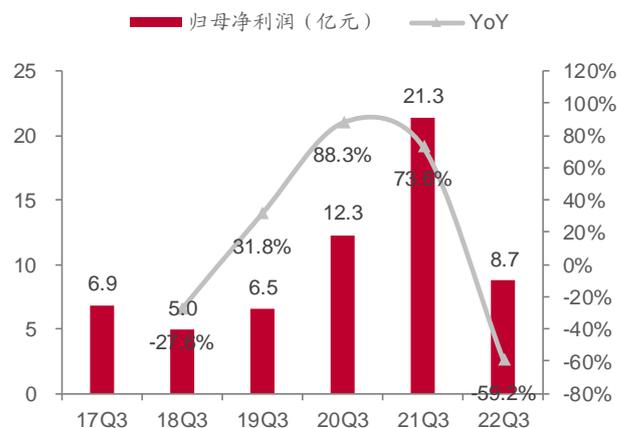
图表 135: 浮法玻璃板块前三季度归母净利润同比下滑 49.2%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 136: 浮法玻璃板块单三季度营业收入同比上升 3.0%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 137: 浮法玻璃板块单三季度归母净利润同比下滑 59.2%


来源: Wind、中泰证券研究所

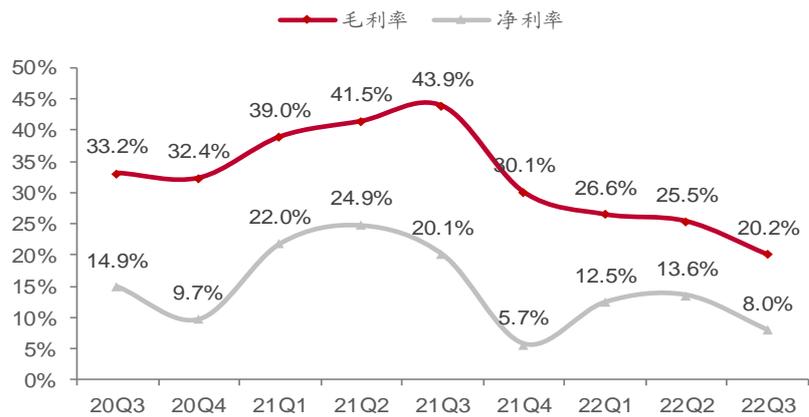
图表 138: 玻璃行业上市公司单 (前) 三季度营业收入/归母净利润情况

公司	22Q3营业收入 (亿元)	YoY	QoQ	22Q3归母净利润 (亿元)	YoY	QoQ	22Q1-3营业收入 (亿元)	YoY	22Q1-3归母净利润 (亿元)	YoY
旗滨集团	33.5	-16.1%	-2.4%	1.7	-88.4%	-69.6%	98.4	-9.1%	12.5	-66.0%
南玻A	42.8	18.0%	14.8%	6.5	312.8%	5.2%	108.0	5.4%	16.5	9.3%
金晶科技	19.6	12.1%	0.7%	0.5	-89.3%	-77.4%	56.8	11.6%	4.2	-66.7%
耀皮玻璃	13.2	7.3%	28.0%	0.03	-92.8%	-126.7%	34.5	1.9%	0.3	-82.5%

来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 旗滨集团同比数据为财报调整后口径)

- 22Q3 行业毛利率、净利率同环比均出现较为明显下滑。**分季度来看，单三季度样本企业实现销售毛利率 20.2%，同比-23.7pct，环比-5.3pct；实现销售净利率 8.0%，同比-12.2pct，环比-5.6pct。据我们测算，浮法玻璃龙头企业旗滨集团，其单三季度浮法玻璃销量约 2640 万重箱，单三季度 1.7 亿净利润对应单箱净利约为 6.4 元/重箱，环比下滑近 70%。由于样本企业中，南玻 A 多晶硅业务高景气下实现较好盈利，因此行业盈利水平实际下滑幅度较之合计结果将更为明显，后续行业盈利修复仍需价格及成本端的改善。

图表 139: 浮法玻璃板块单季度毛利率及净利率情况



来源: Wind、中泰证券研究所

六、投资建议和风险提示

6.1 投资建议

- 新材料: 需求高增+国产替代共振, 景气度和业绩兑现度高。**

1) 高纯石英砂: 需求快速增长, “原矿”的资源属性+“提纯技术”的工艺壁垒决定了全球“两家外资+国内一大”供应格局, 行业新增可控, 供需持续紧平衡, 龙头产能扩张+成本优势致国产化率持续提升, 量价利齐升。半导体设备用石英耗材市场空间更大且壁垒更高。推荐石英股份和菲利华。

2) 碳纤维: 中小丝束高性能碳纤维仍有望保持供需紧平衡; 原丝供需格局会优于碳纤维。龙头看产能扩张和成本下降提速, 迎“1—N”快速增长。推荐中复神鹰、吉林碳谷、光威复材等, 建议关注吉林化纤。

3) 碳碳复材: 硅片环节产能快速扩张、碳碳复材尺寸大型化以及渗透率提升下, 碳碳热场复材需求有望保持高景气; 在汽车电动智能化、轻量化、高端化以及成本下降的共同推动之下, 碳陶刹车盘市场将迎来从0到1拐点, 推荐金博股份, 建议关注天宜上佳。

4) 安全建材: 消防产品千亿赛道, 政策推动+下游需求升级推动走向集中, 持续重点推荐消防报警行业龙头青鸟消防; 立法打开建筑减隔震15倍市场空间, 震安是核心受益, 持续重点推荐国内减隔震行业龙头震安科技。
- 玻纤:** 粗纱价格快速下降, 有望逐步筑底; 电子纱/布望企稳回升; 产品中高端化之下, 头部企业盈利呈现较高韧性。行业底部板块整体具备战略配置的价值, 推荐中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤。
- 品牌建材:** 品牌建材需求端预期向好, 板块整体从预期驱动逐步过渡到基本面驱动。基本面来看认为定价力强的C端和小B龙头将率先出现业绩修复, 建议重点布局优质细分赛道龙头, 推荐伟星新材、北新建材、东方雨虹、坚朗五金、三棵树、科顺股份、蒙娜丽莎等。
- 水泥:** 当前水泥行业虽正处于近些年经营压力最大的时期, 但考虑9月旺季开始水泥价格已逐步开始恢复性上调, Q4盈利压力环比或有所缓解。中长期伴随行业整合协作, 格局有望优化。推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥, 建议关注中国建材、天山股份等。
- 浮法玻璃:** 行业盈利持续承压下, 冷修加速进行有望促进供给端收缩

改善。**光伏玻璃**：硅料降价致装机提升下光伏玻璃价格低位仍具向上弹性。推荐旗滨集团，建议关注信义玻璃、福莱特、洛阳玻璃、信义光能等。

6.2 风险提示

- **需求不及预期**：建材行业下游需求主要来自地产和基建，在“房住不炒”的趋势下，若地产政策进一步收紧，可能导致地产端需求不及预期。基建项目资金主要受专项债拉动，若专项债发行进度不及预期，可能导致基建增速不及预期。
- **现金流恶化风险**：建材行业属于地产行业上游，在房地产资金收紧的背景下，若资金压力向建材行业传导，有可能导致建材行业现金流恶化。
- **资产、信用减值风险**：由于下游资金紧张导致行业企业无法完全回收应收账款或其他原因对企业资产账面价值造成负面影响，从而引起企业对资产计提减值，进而可能导致企业业绩存在下修的风险。
- **原材料价格大幅上涨风险**：若原材料价格大幅上涨，建材行业无法完全将成本压力传导到下游，可能导致建材行业毛利率承压，从而影响盈利。
- **数据与实际情况偏差风险**：行业数据均进行了一定的筛选及划分，存在与行业实际情况出现偏差的风险。
- **行业规模测算偏差风险**：本报告涉及的行业规模测算均基于一定的前提假设，存在实际达不到、不及预期的风险。
- **使用信息滞后或更新不及时风险**：报告中使用的需求/产能扩张等相关信息，存在信息滞后或更新不及时风险，从而导致测算结果与实际情况有偏差。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。