

建筑材料

证券研究报告/行业季度报告

2023 年 11 月 22 日

评级：增持（维持）

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

分析师：刘毅男

执业证书编号：S0740523070002

Email: liuyn01@zts.com.cn

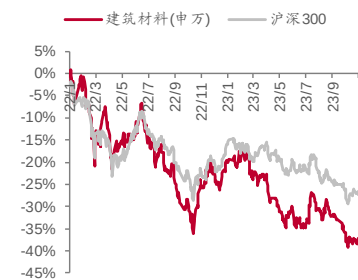
研究助理：刘铭政

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	82
行业总市值(亿元)	9300
行业流通市值(亿元)	7616

行业-市场走势对比



相关报告

【策略报告】行业底部龙头彰显强阿尔法，静待总量需求回升（20230928）

【策略报告】建材曙光已现；新材料景气分化（20230509）

【策略报告】新材料选景气龙头，传统建材峰回路转看α（20221223）

【策略报告】新材料景气，传统建材磨底分化（20221113）

重点公司基本状况

简称	股价(元)	EPS				PE				PB	评级
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
北新建材	23.99	1.9	2.2	2.6	3.0	12.9	11.0	9.3	8.0	1.8	买入
东方雨虹	22.99	0.8	1.3	1.7	2.1	27.4	18.1	13.9	11.1	1.9	买入
伟星新材	15.71	0.8	0.8	1.0	1.1	19.4	18.9	16.4	14.3	4.7	买入
中国巨石	11.50	1.7	0.8	1.0	1.1	7.0	13.9	11.2	10.2	1.6	买入
中材科技	17.41	2.1	2.1	2.6	3.2	8.3	8.5	6.7	5.5	1.6	买入
蒙娜丽莎	15.10	-0.9	1.3	1.6	2.0	-16.4	12.0	9.3	7.6	1.8	增持
旗滨集团	8.24	0.5	0.7	0.9	1.1	16.8	11.9	9.3	7.4	1.7	增持
三棵树	56.49	0.6	1.7	2.6	3.5	89.7	32.5	21.5	16.2	10.2	增持
坚朗五金	48.72	0.2	0.9	1.7	2.3	243.6	53.5	29.2	21.1	3.1	买入

备注：股价取自 2023 年 11 月 21 日收盘价

投资要点

- **品牌建材：龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型。**1) 23Q3 板块单季业绩同比修复幅度放缓。地产链需求端来看，受到节后工人返工时间拉长影响，23Q1 淡季效应明显，23Q2 项目工程和室内装修需求集中释放，7 月起受到雨水、高温和灾害天气影响环比开始回落，在去年同期基数不高的背景下，板块大部分企业 Q3 收入同比增速相较 Q2 有所下滑，显示地产链需求环比有所回落。细分来看，北新建材、三棵树、东鹏控股 23Q3 收入增速领先行业，这 3 家企业在需求端的共同特征是应用场景靠近装修中后期，预计背后一方面是因为年初以来释放的积压需求更多是之前受公共卫生事件影响进行到中后期而被打断的装修需求，另一方面是各地年初以来保交楼项目积极推动，已进行到室内精装修环节的项目更早交付。2) 龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型。当前板块底部特征明显，龙头优势体现得更为明显，具体表现在东方雨虹、伟星新材、坚朗五金等龙头企业 Q3 利润率提升超预期。总量需求承压下，东方雨虹打的牌是零售渠道拓展+特种砂浆新品放量。伟星新材主动修剪枝叶，收缩风险较大的工程业务。坚朗五金新场景和集成打包模式持续拓展，其他建筑五金类产品 Q3 收入同比增长超 30%。蒙娜丽莎主动控制风险，收缩战略工程业务，经销占比持续提升，Q3 毛利率和费用率同步改善。
- **水泥&减水剂：需求延续弱势，业绩逐步筑底。**水泥方面，23Q1-Q3 全国水泥价格同比-15%，23Q3 同比-14%。23Q1-Q3 板块营收/归母净利润同比-5%/-49%，系需求弱/价格跌所致。23Q3 板块收入/归母净利润同比-6%/-31%，淡季行业经营压力加大，行业大量企业或已亏损。从经营表现来看，部分龙头仍旧实现领先行业的盈利韧性，原因一方面系成本费用优势大、持续进行高毛利非水泥业务和海外业务扩张等；另一方面高产能利用率进一步摊薄成本拉开领先身位。后续增发国债、城中村等政策推进落地，板块有望迎估值+业绩修复。**减水剂方面**，受需求影响前三季度板块收入/归母净利润同比-8.5%/-26.2%；23Q3 单季度收入/归母净利润同比-9.0%/-32.9%，整体延续弱势。23Q3 减水剂价格保持稳定，环比小幅提升，成本端环氧乙烷均价有所回落。受需求疲软影响，行业整体盈利能力边际减弱。
- **玻纤&陶纤：需求静待修复，盈利有望筑底回升。**玻纤，23 年前三季度玻纤行业上市公司实现收入 363.1 亿，YoY-4.3%，实现扣非归母净利润 34.4 亿，YoY-45.8%。23Q3 单季度粗纱价格继续探底，部分产能冷修供给压力边际缓解；23Q3 电子纱价格企稳并有所修复。我们预计在目前价格下，行业尾部厂商已出现不同程度亏损，但龙头企业单位盈利仍领跑行业，且高端化发力有望进一步扩大底部竞争优势。**陶纤**，量增价减下，23Q3 陶瓷纤维企业收入端仍阶段性承压，而随着下游工业企业利润稳步修复，陶瓷纤维产品价格逐步企稳，成本压力缓解下，龙头盈利持续修复。
- **玻璃：浮法景气延续；药玻稳步成长；光伏改善明显。**浮法玻璃方面，旺季需求提升推动浮法库存去化，价格修复+成本下行带动企业盈利稳步修复；成本短期波动不改下行趋势，行业盈利水平有望继续保持。**药用玻璃方面**，中硼硅产品持续渗透升级下，企业营收、业绩持续双增；模制瓶赛道格局优异，龙头受益成本下行，业绩稳步释放，逆周期品种攻防属性兼备。**光伏玻璃方面**，行业产能新增幅度有所放缓，光伏玻璃价格遇装机旺季显现向上弹性，量增价升叠加成本下行，行业企业盈利重回增长通道。
- **安全建材：1) 青鸟消防：**千亿赛道中市占率持续提升，工业消防+海外市场+国内民用高端化三管齐下再开新局，迈入高质成长新阶段。**2) 建筑减隔震：**项目资金压力仍是影响行业核

心症结，龙头短期控规模保证经营质量，政策边际向好，静待不利因素消退后扩容逻辑兑现。

3) 铝模板：行业调整换挡竞争加剧，但龙头志特新材依托多重优势仍维持规模增长，期待行业出清加速格局优化，龙头重回盈利通道。

■ **投资建议：**品牌建材处业绩和估值改善双击阶段；水泥市场旺季价格提涨范围持续扩大，期待板块及龙头估值+业绩修复；玻纤行业底部明确，逢低布局以时间换空间；玻璃各板块关注需求景气叠加成本下行，盈利弹性可期。

■ **风险提示：**需求不及预期；现金流恶化；原材料价格大幅上涨；数据与实际情况偏差；使用信息滞后或更新不及时风险。

内容目录

一、品牌建材：龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型	- 9 -
1.1 23Q3 板块单季业绩同比修复幅度放缓	- 9 -
1.2 龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型	- 10 -
1.3 防水行业：雨虹市占提升和渠道转型并进，业绩复苏领先行业	- 12 -
1.4 涂料行业：龙头强者恒强，三棵树盈利增长韧性高	- 13 -
1.5 北新建材：“一体两翼”全面发力，高质成长正当其时	- 15 -
1.6 管材行业：伟星新材不改高质成长本色，公元股份盈利弹性大	- 16 -
1.7 坚朗五金：盈利改善趋势已成；底部蓄力增长潜力高	- 18 -
1.8 瓷砖行业：C 端渠道拓展助力龙头业绩持续修复	- 19 -
二、水泥和减水剂：需求延续弱势，业绩逐步筑底	- 21 -
2.1 水泥：需求萎缩量价承压，企业效益大幅下滑	- 21 -
2.2 减水剂：需求继续承压，盈利能力边际减弱	- 26 -
三、玻纤&陶纤：需求静待修复，盈利望筑底回升	- 29 -
3.1 玻璃纤维：粗纱继续探底，电子布迎恢复性上涨	- 29 -
3.2 陶瓷纤维：需求景气仍阶段性承压，盈利水平环比继续改善	- 33 -
四、玻璃：浮法景气延续；药玻稳步成长；光伏改善明显	- 34 -
4.1 浮法玻璃：景气维持+成本下行，业绩延续修复	- 34 -
4.2 药用玻璃：盈利水平稳步改善，模制瓶企业优势持续凸显	- 38 -
4.3 光伏玻璃：量增价升，行业盈利重回增长通道	- 41 -
五、安全建材：规模稳健增长，行业迎景气前行	- 44 -
5.1 青鸟消防：盈利能力显著提升，高质成长阶段已至	- 44 -
5.2 建筑减隔震：龙头主动控规模，静待资金压力缓解推动行业上行	- 45 -
5.3 建筑模板：龙头维持规模增长，爬架业务短期拖累业绩	- 47 -
六、投资建议和风险提示	- 49 -
6.1 投资建议	- 49 -
6.2 风险提示	- 50 -

图表目录

图表 1: 2019 年以来新建商品房月度销售面积走势 (万平方米)	- 9 -
图表 2: 2019 年以来 15 个代表城市二手住宅月度成交面积走势	- 9 -
图表 3: 品牌建材企业单季营收、扣非净利、现金流情况	- 10 -
图表 4: 23Q3 末东方雨虹零售渠道占比达 30.04%	- 11 -
图表 5: 20-22 年伟星新材经销渠道占比持续提升	- 11 -
图表 6: 23 单 Q3 坚朗五金其他建筑五金业务同比收入增速亮眼	- 11 -
图表 7: 坚朗五金前三季县城市场收入增速领先, 渠道下沉显效	- 11 -
图表 8: 蒙娜丽莎 22 年以来经销渠道收入增速持续领先于战略工程渠道	- 11 -
图表 9: 蒙娜丽莎 22 年以来经销渠道收入占比持续提升	- 11 -
图表 10: 防水行业代表公司 23Q3 财务概况 (亿元)	- 12 -
图表 11: 防水行业代表公司单季度毛利率	- 12 -
图表 12: 防水行业代表公司单季度扣非净利率	- 12 -
图表 13: 防水行业代表公司前三季度费用率	- 13 -
图表 14: 防水行业代表公司前三季度存货周转率	- 13 -
图表 15: 防水行业代表公司前三季度收现比	- 13 -
图表 16: 防水行业代表公司三季度末资产负债率	- 13 -
图表 17: 涂料行业代表公司财务概况 (亿元)	- 14 -
图表 18: 涂料行业代表公司单季度毛利率	- 14 -
图表 19: 涂料行业代表公司单季度净利率	- 14 -
图表 20: 涂料行业代表公司前三季度费用率	- 14 -
图表 21: 涂料行业代表公司前三季度存货周转率	- 14 -
图表 22: 涂料行业代表公司前三季度收现比	- 15 -
图表 23: 涂料行业代表公司三季度末资产负债率	- 15 -
图表 24: 石膏板代表公司北新建材 23Q3 财务概况 (亿元)	- 15 -
图表 25: 北新建材单季度毛利率	- 15 -
图表 26: 北新建材单季度净利率	- 15 -
图表 27: 北新建材前三季度费用率	- 16 -
图表 28: 北新建材前三季度存货周转率	- 16 -
图表 29: 北新建材前三季度收现比	- 16 -
图表 30: 北新建材三季度末资产负债率	- 16 -
图表 31: 管材行业代表公司 23Q3 财务概况 (亿元)	- 17 -
图表 32: 管材行业代表公司单季度毛利率	- 17 -
图表 33: 管材行业代表公司单季度净利率	- 17 -

图表 34: 管材行业代表公司前三季度费用率.....	- 17 -
图表 35: 管材行业代表公司前三季度存货周转率.....	- 17 -
图表 36: 管材行业代表公司前三季度收现比.....	- 18 -
图表 37: 管材行业代表公司三季度末资产负债率.....	- 18 -
图表 38: 五金行业代表公司坚朗五金 23Q3 财务概况 (亿元)	- 18 -
图表 39: 坚朗五金单季度毛利率.....	- 18 -
图表 40: 坚朗五金单季度净利率.....	- 18 -
图表 41: 坚朗五金前三季度费用率.....	- 19 -
图表 42: 坚朗五金前三季度存货周转率.....	- 19 -
图表 43: 坚朗五金前三季度收现比.....	- 19 -
图表 44: 坚朗五金三季度末资产负债率.....	- 19 -
图表 45: 瓷砖行业代表公司财务概况 (亿元)	- 20 -
图表 46: 瓷砖行业代表公司单季度毛利率.....	- 20 -
图表 47: 瓷砖行业代表公司单季度净利率.....	- 20 -
图表 48: 瓷砖行业代表公司前三季度费用率.....	- 20 -
图表 49: 瓷砖行业代表公司前三季度存货周转率.....	- 20 -
图表 50: 瓷砖行业代表公司前三季度收现比.....	- 21 -
图表 51: 瓷砖行业代表公司三季度末资产负债率.....	- 21 -
图表 52: 23Q1-Q3 全国水泥产量 15 亿吨, 同比-0.7%.....	- 21 -
图表 53: 2023Q3 全国水泥产量 5.4 亿吨, 同比-7.5%.....	- 21 -
图表 54: 全国 P.O 42.5 水泥均价 (元/吨)	- 22 -
图表 55: 全国烟煤价格指数 (元/吨)	- 22 -
图表 56: 23Q1-Q3 六大产区水泥价格对比 (元/吨)	- 22 -
图表 57: 2023Q3 六大产区水泥价格对比 (元/吨)	- 22 -
图表 58: 全国水泥库容比 (%)	- 23 -
图表 59: 全国水泥出货率 (%)	- 23 -
图表 60: 水泥板块 23Q1-Q3 营业收入同比-5.1%.....	- 24 -
图表 61: 水泥板块 23Q1-Q3 归母净利润同比-49.4%.....	- 24 -
图表 62: 水泥板块 2023Q3 营业收入同比-5.5%.....	- 24 -
图表 63: 水泥板块 2023Q3 归母净利润同比-31.0%.....	- 24 -
图表 64: 水泥企业 2023Q1-Q3 及 2023Q3 经营业绩情况	- 24 -
图表 65: 水泥企业 2023 Q1-Q3 及 2023Q3 毛利率及净利率情况.....	- 25 -
图表 66: 各企业 2023Q1-Q3 毛利率比较.....	- 25 -
图表 67: 各企业 2023Q1-Q3 净利率比较.....	- 25 -
图表 68: 各企业 2023Q3 毛利率比较.....	- 26 -

图表 69: 各企业 2023Q3 净利率比较	- 26 -
图表 70: 水泥板块各项费用率情况 (%)	- 26 -
图表 71: 各企业 2023Q1-Q3 期间费用率对比	- 26 -
图表 72: 23 年前三季度苏博特高性能减水剂销量下滑 11.3%	- 27 -
图表 73: 23Q3 单季度苏博特高性能减水剂销量下滑 19.2%	- 27 -
图表 74: 23Q3 苏博特高性能减水剂均价环比略升	- 27 -
图表 75: 23Q3 环氧乙烷均价有所回落	- 27 -
图表 76: 减水剂行业 23 年前三季度营收同比-8.5%	- 28 -
图表 77: 减水剂行业 23 年前三季度归母净利同比-26.4%	- 28 -
图表 78: 减水剂行业 23Q3 营收同比-9.0%	- 28 -
图表 79: 减水剂行业 23Q3 归母净利同比-32.9%	- 28 -
图表 80: 23Q3 减水剂行业盈利能力有所减弱	- 29 -
图表 81: 减水剂龙头企业具备盈利 α	- 29 -
图表 82: 23Q3 粗纱产能边际收缩 (万吨)	- 29 -
图表 83: 23Q3 电子纱产能保持稳定 (万吨)	- 29 -
图表 84: 玻纤及制品出口景气略有回落	- 30 -
图表 85: 玻纤及制品出口均价远高于国内价格	- 30 -
图表 86: 国内玻纤行业库存有所累计	- 30 -
图表 87: 粗纱价格继续探底	- 30 -
图表 88: 电子纱及电子布价格已至底部区间 (元/吨)	- 31 -
图表 89: 玻纤板块前三季度营业收入同比-4.3%	- 31 -
图表 90: 玻纤板块前三季度扣非净利同比-45.8%	- 31 -
图表 91: 玻纤板块单三季度营业收入同比+4.2%	- 32 -
图表 92: 玻纤板块单三季度扣非净利同比-53.9%	- 32 -
图表 93: 玻纤板块 23Q3 毛利率、扣非净利率环比下滑	- 32 -
图表 94: 23Q3 龙头企业盈利能力领跑行业	- 32 -
图表 95: 玻纤行业期间费用率略有上升	- 33 -
图表 96: 龙头企业期间费用管控能力更强	- 33 -
图表 97: 23Q1-Q3 鲁阳节能营收 23.8 亿元, 同比-4.8%	- 33 -
图表 98: 23Q1-Q3 鲁阳节能归母净利 3.9 亿, 同比-16.1%	- 33 -
图表 99: 23Q3 鲁阳节能营收 8.2 亿元, 同比-9.3%	- 34 -
图表 100: 23Q3 鲁阳节能归母净利 1.4 亿元, 同比-2.9%	- 34 -
图表 101: 鲁阳节能单季毛利率及净利率水平	- 34 -
图表 102: 23Q1-Q3 浮法行业上市公司营收 YoY+15.7%	- 35 -
图表 103: 23Q1-Q3 浮法行业上市公司归母净利润 YoY-9.0%	- 35 -

图表 104: 23Q3 浮法行业上市公司营收 YoY+19.9%.....	- 35 -
图表 105: 23Q3 浮法行业上市公司归母净利 YoY+54.0%	- 35 -
图表 106: 浮法玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润 (亿) -	36 -
图表 107: 浮法玻璃上市公司毛利率/净利率.....	- 36 -
图表 108: 浮法玻璃上市公司季度毛利率/净利率.....	- 36 -
图表 109: 全国浮法玻璃价格走势 (元/吨)	- 37 -
图表 110: 全国浮法玻璃重点监测省份库存 (万重箱)	- 37 -
图表 111: 建筑玻璃深加工订单天数 (天)	- 37 -
图表 112: 沙河地区社会库存量 (万重箱)	- 37 -
图表 113: 全国重质纯碱均价 (元/吨)	- 38 -
图表 114: 浮法玻璃主要燃料价格走势 (元/吨、元/方)	- 38 -
图表 115: 各燃料产线浮法玻璃单箱净利测算 (元/重箱)	- 38 -
图表 116: 23Q1-Q3 药用玻璃上市公司营收 YoY+21.3%.....	- 39 -
图表 117: 23Q1-Q3 药用玻璃上市公司净利 YoY+12.8%.....	- 39 -
图表 118: 23Q3 药用玻璃上市企业营收 YoY+22.7%.....	- 39 -
图表 119: 23Q3 药用玻璃上市公司归母净利 YoY+23.9%.....	- 39 -
图表 120: 药用玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润 (亿) -	39 -
图表 121: 药用玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)	- 40 -
图表 122: 药用玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)	- 40 -
图表 123: 药用玻璃公司毛利率水平对比 (%)	- 40 -
图表 124: 药用玻璃公司净利率水平对比 (%)	- 40 -
图表 125: 药用玻璃单三季度公司毛利率水平 (%)	- 40 -
图表 126: 药用玻璃公司单三季度净利率水平 (%)	- 40 -
图表 127: 23Q1-Q3 光伏玻璃上市公司营收 YoY+38.1%.....	- 41 -
图表 128: 23Q1-Q3 光伏玻璃上市公司净利 YoY+23.3%.....	- 41 -
图表 129: 23Q3 光伏玻璃上市企业营收 YoY+59.6%.....	- 41 -
图表 130: 23Q3 光伏玻璃上市公司归母净利 YoY+87.7%	- 41 -
图表 131: 光伏玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润 (亿) -	42 -
图表 132: 光伏玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)	- 42 -
图表 133: 光伏玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)	- 42 -
图表 134: 光伏玻璃公司毛利率水平 (%)	- 42 -
图表 135: 光伏玻璃公司扣非净利率水平 (%)	- 42 -
图表 136: 23/24 年行业新增产能测算表 (t/d)	- 43 -
图表 137: 2022-2024E 全球光伏玻璃供需 (t/d)	- 43 -
图表 138: 国内光伏玻璃行业在产产能情况 (t/d)	- 43 -

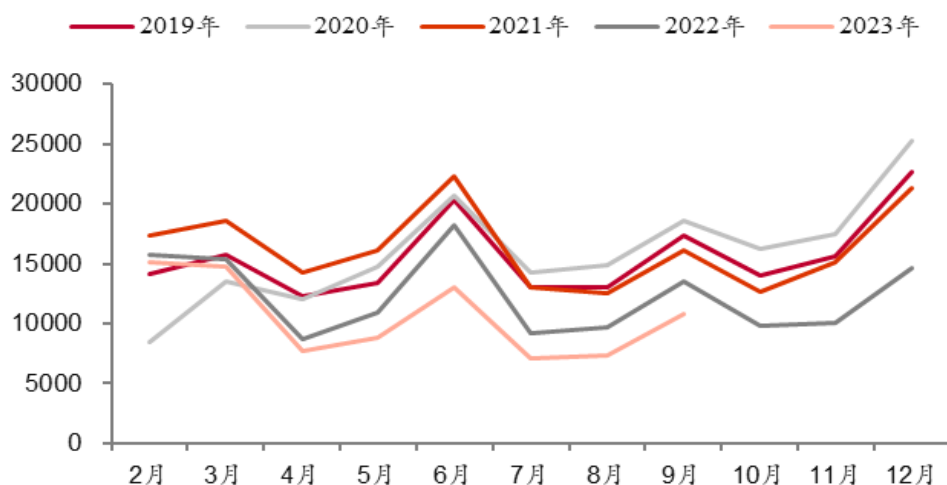
图表 139: 3.2mm/2.0mm 光伏玻璃价格 (元/平)	- 44 -
图表 140: 光伏玻璃行业库存天数情况 (天)	- 44 -
图表 141: 青鸟消防 23Q1-Q3 营业收入同比+7.0%.....	- 44 -
图表 142: 青鸟消防 23Q1-Q3 归母净利同比+21.5%.....	- 44 -
图表 143: 青鸟消防 23Q3 营业收入同比+2.6%.....	- 45 -
图表 144: 青鸟消防 23Q3 归母净利同比+21.6%.....	- 45 -
图表 145: 青鸟消防单季度毛利率及净利率情况.....	- 45 -
图表 146: 23Q1-Q3 震安科技营收同比-17.3%.....	- 46 -
图表 147: 23Q1-Q3 震安科技归母净利同比-80.1%	- 46 -
图表 148: 23Q3 震安科技营收同比-5.8%.....	- 46 -
图表 149: 23Q3 震安科技归母净利同比-99.6%	- 46 -
图表 150: 23Q1-Q3 震安科技毛利率 37.4%，同比 -5.3pct	- 47 -
图表 151: 23Q1-Q3 震安科技费用率 30.4%，同比+7.8pct.....	- 47 -
图表 152: 23Q1-Q3 志特新材营业收入同比+22.3%	- 48 -
图表 153: 23Q1-Q3 志特新材归母净利润同比-99.7%.....	- 48 -
图表 154: 23Q3 志特新材营收同比+11.6%	- 48 -
图表 155: 23Q3 志特新材归母净利润同比-162.1%.....	- 48 -
图表 156: 23Q1-Q3 志特新材毛利率 24.3%，同比-7.8pct.....	- 49 -
图表 157: 23Q1-Q3 志特新材费用率 22.2%，同比+3.8pct.....	- 49 -

一、品牌建材：龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型

1.1 23Q3 板块单季业绩同比修复幅度放缓

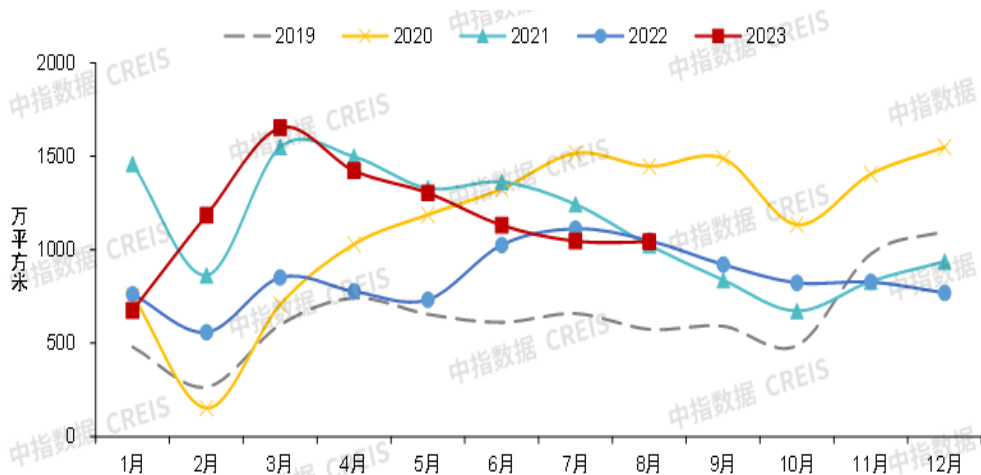
- **地产复盘：**23Q1 复工后，22Q4 受公共卫生事件影响积压的地产销售交易需求率先释放，1-3 月地产销售热度持续上行，单月销售面积攀升至近 5 年中等水平，4 月起回落至近 5 年来低点，6 月和 9 月环比出现季节性回升。

图表 1：2019 年以来新建商品房月度销售面积走势（万平方米）



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2019 年以来 15 个代表城市二手住宅月度成交面积走势



来源：中指研究院、中泰证券研究所

- **地产链复盘：**由于受到节后工人返工时间拉长影响，23Q1 淡季效应明显，23Q2 项目工程和室内装修需求集中释放，7 月起受到雨水、高温和灾害天气影响环比开始回落，在去年同期基数不高的背景下，大部分板块企业 Q3 收入同比增速相较 Q2 有所下滑，显示地产链需求环比有所

回落。品牌建材 23Q3 整体（16 家样本企业）实现营收 355.2 亿，同比+5.3%，环比-7.3%；实现扣非净利润 32.3 亿，同比+42.3%，环比-14.08%；实现扣非净利率 9.1%，同比+2.4pct，环比-0.7pct。细分来看，23Q2 收入增速较快的北新建材、三棵树、东鹏控股 23Q3 收入增速依然领先行业，这 3 家企业在需求端的共同特征是应用场景靠近装修中后期，我们预计背后一方面是因为年初以来释放的积压需求更多是之前受公共卫生事件影响进行到中后期而被打断的装修需求，另一方面是各地年初以来保交楼项目积极推动，已进行到室内精装装修环节的项目更早交付。

图表 3：品牌建材企业单季营收、扣非净利、现金流情况

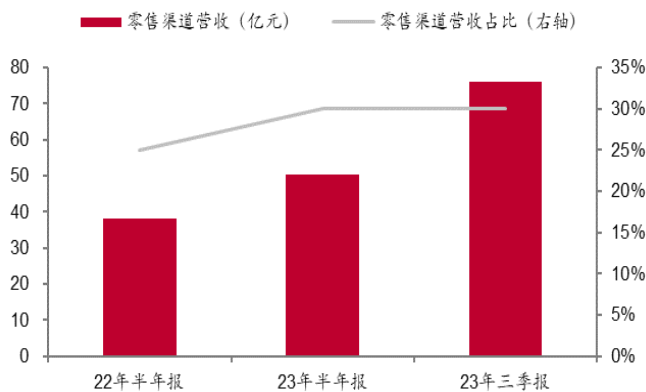
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q1	23Q2	23Q3
	单季营收同比			单季扣非净利同比			经营现金流净额（亿元）		
北新建材	2.5%	18.8%	12.9%	4.1%	27.3%	22.5%	-3.2	15.9	6.8
东方雨虹	18.8%	4.0%	5.4%	9.8%	54.7%	47.0%	-38.1	-1.4	-8.2
坚朗五金	1.8%	2.3%	1.5%	35.5%	551.3%	64.0%	-3.6	-0.7	3.3
三棵树	20.9%	22.4%	13.4%	56.6%	149.7%	3.5%	-4.6	6.6	4.0
蒙娜丽莎	3.6%	-2.8%	-7.6%	108.7%	138.5%	45.6%	-1.6	3.3	3.1
科顺股份	2.6%	2.7%	4.9%	-50.2%	-87.0%	-250.7%	-6.6	-1.0	-0.9
东鹏控股	18.5%	14.7%	9.3%	75.1%	132.5%	97.3%	1.2	8.2	5.1
亚士创能	0.7%	2.6%	-1.7%	60.2%	5.8%	32.7%	-1.9	2.6	0.0
伟星新材	-0.9%	-0.4%	-9.2%	51.6%	33.7%	-6.9%	-1.4	5.5	4.0
永高股份	-6.7%	-0.6%	-10.3%	236.4%	212.1%	2266.6%	8.6	-4.4	2.6
王力安防	11.6%	13.3%	32.9%	210.5%	509.3%	81.7%	0.5	1.0	0.2
凯伦股份	55.7%	31.3%	26.4%	34.0%	-38.5%	146.3%	0.2	-0.9	-2.0
雄塑科技	-33.5%	-22.6%	-29.4%	87.5%	-79.7%	148.3%	-0.1	0.4	0.8
帝欧家居	-20.3%	-5.6%	-13.2%	11.7%	109.1%	95.7%	2.6	0.3	0.8
兔宝宝	-31.7%	2.2%	15.3%	-24.9%	17.0%	34.2%	-0.8	5.8	3.8
友邦吊顶	-9.0%	2.5%	4.2%	67.9%	19.7%	-42.5%	0.0	0.4	0.8

来源：Wind、中泰证券研究所

1.2 龙头优势在于更快速的应对、更早见效的转型

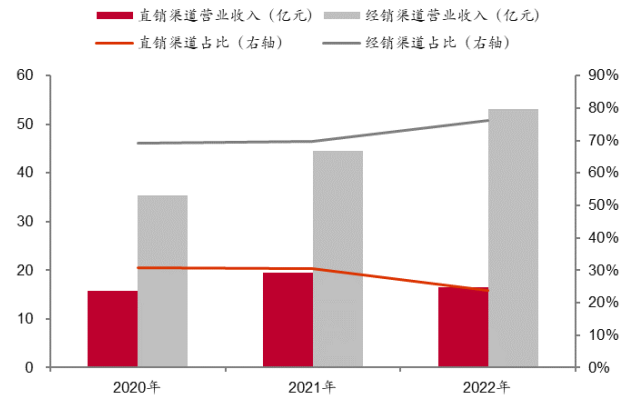
- 23 年 8 月底一线城市全部落实认房不认贷释放一部分积压购房需求，但从实际成交恢复情况来看，仍难言复苏，我们认为当前板块更接近底部真实状态，龙头优势在这种环境下体现的更为明显，具体表现在东方雨虹、伟星新材、坚朗五金等龙头企业单 Q3 利润率提升超预期。细分来看，总量需求承压下，东方雨虹打的牌是零售渠道拓展+特种砂浆新品放量，23 年三季度末高毛利率的零售渠道占比已达 30.04%。伟星新材主动修剪枝叶，收缩公司判断风险较大的工程业务，零售占比提升带来 Q3 利润率超预期。坚朗五金新场景和集成打包模式持续拓展，其他建筑五金类产品 Q3 收入同比增长超 30%，县城市场前三季收入推动 Q3 整体收入增速超预期。蒙娜丽莎主动控制风险，收缩战略工程业务，经销占比持续提升，Q3 毛利率和费用率同步改善。以上企业 23Q3 业绩增速领先行业。

图表 4：23Q3 末东方雨虹零售渠道占比达 30.04%



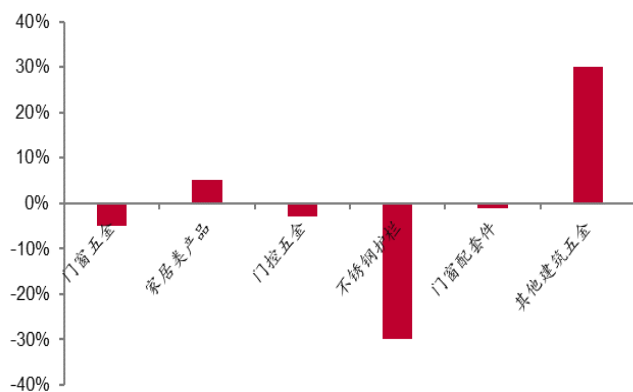
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 5：20-22 年伟星新材经销渠道占比持续提升



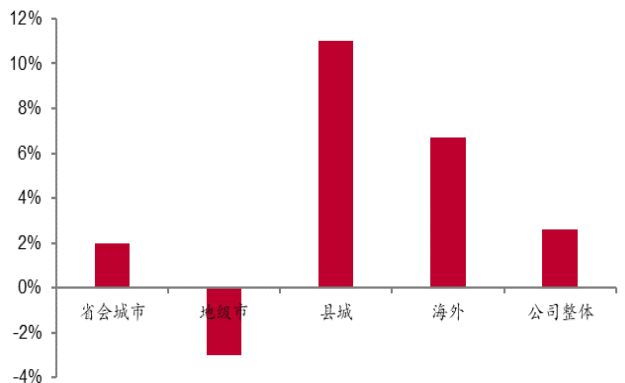
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 6：23 单 Q3 坚朗五金其他建筑五金业务同比收入增速亮眼



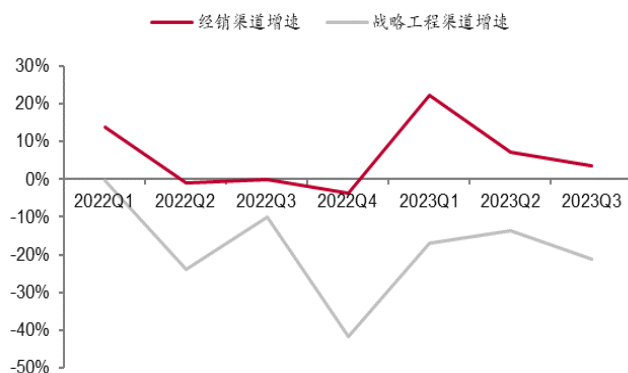
来源：Wind、中泰证券研究所；注：23Q3 公司其他建筑五金收入同比增速超 30%，此处为图表显示效果，取值 30%

图表 7：坚朗五金前三季县城市市场收入增速领先，渠道下沉显著



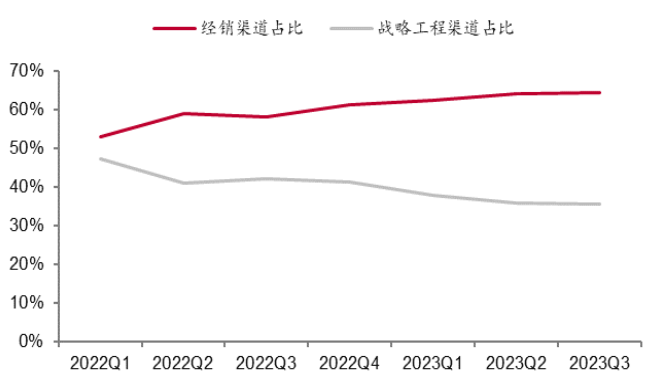
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 8：蒙娜丽莎 22 年以来经销渠道收入增速持续领先于战略工程渠道



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 9：蒙娜丽莎 22 年以来经销渠道收入占比持续提升



来源：Wind、中泰证券研究所

1.3 防水行业：雨虹市占提升和渠道转型并进，业绩复苏领先行业

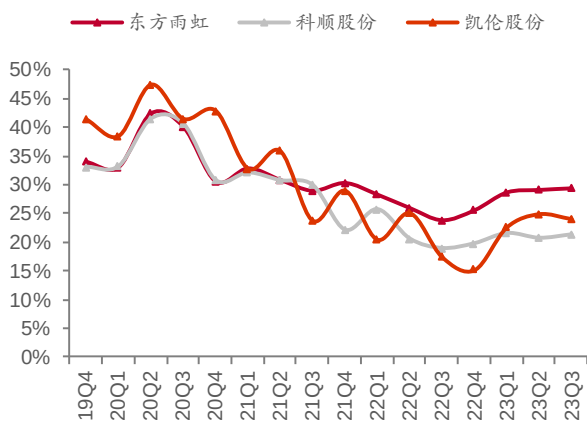
- 收入利润方面，行业公司收入同比均有不同程度上升，利润仅科顺股份同比有所下降。东方雨虹 23Q3 收入和扣非归母净利润分别为 85.1/9.3 亿元，分别同比+5.4%/+47.0%；凯伦股份扣非归母净利润同比+146.3%；科顺股份同比-2506.7%。
- 周转率方面，23 前三季度东方雨虹存货周转率同比-0.7 次；科顺股份、凯伦股份出现上升，分别同比+0.1 次/+1.3 次。
- 现金流方面，23 年前三季东方雨虹、科顺股份收现比有所上升，分别同比+8.8pct/+6.6pct；凯伦股份同比-4.8pct。
- 资产负债率方面，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份 23 年三季度末资产负债率分别为 41.0%/61.8%/63.1%，同比-4.2pct/+5.3pct/+4.2pct。
- 费用率方面，东方雨虹、科顺股份 23 年前三季费用率小幅上升，同比+0.2pct/+0.5pct；凯伦股份分别同比-1.1pct。

图表 10：防水行业代表公司 23Q3 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	85.1	5.4%	9.3	47.0%	29.4%	5.6	0.3	12.0%	3.5	1.8
	科顺股份	19.0	4.9%	-0.5	-2506.7%	21.4%	2.4	0.6	1.0%	-0.3	0.9
	凯伦股份	7.7	26.4%	0.1	146.3%	24.1%	6.6	-0.9	2.9%	2.7	-0.1
	合计	111.9	6.5%	8.9	40.2%						

来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 11：防水行业代表公司单季度毛利率



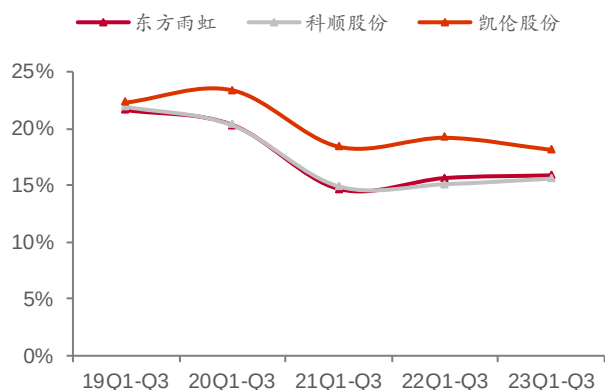
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 12：防水行业代表公司单季度扣非净利率



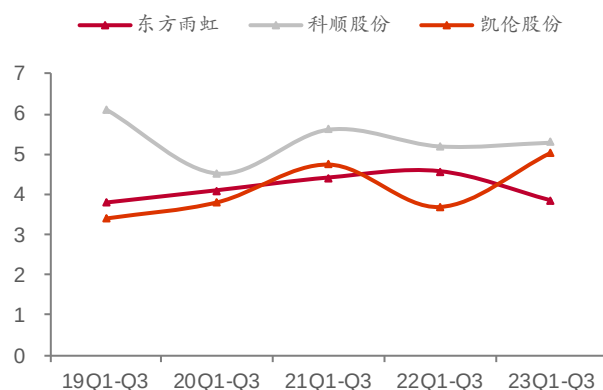
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 13: 防水行业代表公司前三季度费用率



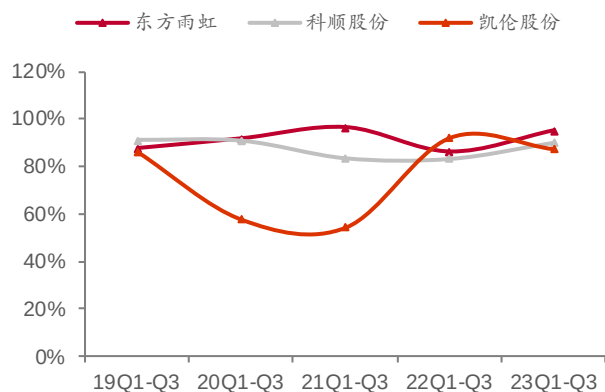
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 14: 防水行业代表公司前三季度存货周转率



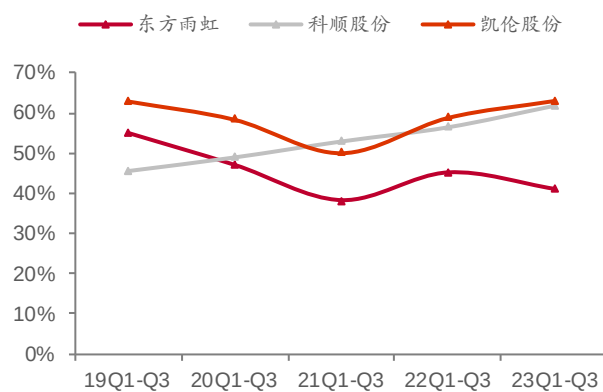
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 15: 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 16: 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

1.4 涂料行业: 龙头强者恒强, 三棵树盈利增长韧性高

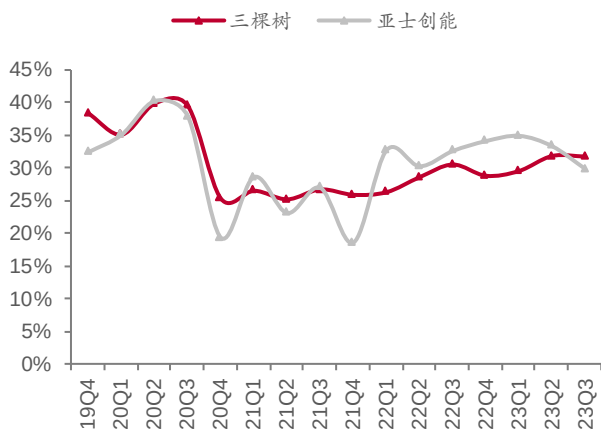
- 收入利润方面, 三棵树收入及盈利韧性显现, 公司 23Q3 分别实现收入与扣非归母净利 36.7、2.1 亿元, 同比+13.4%、+3.5%; 亚士创能收入略有下滑、利润有所修复, 23Q3 实现收入 9.0 亿元, 同比-1.7%, 扣非归母净利 0.4 亿元, 同比+32.7%。
- 周转率方面, 三棵树和亚士创能均有上升, 23 年前三季存货周转率分别同比+0.3 次、+0.9 次。
- 现金流方面, 三棵树 23 年前三季收现比为 107.3%, 同比+0.5pct; 亚士创能收现比为 94.9%, 同比-13.3%。
- 负债方面, 三棵树资产负债率位仍居行业高位, 但略有改善, 23 年三季度末资产负债率为 80.0%, 同比-2.2pct; 亚士创能 23 年三季度末资产负债率为 75.3%, 同比持平。
- 费用率方面, 三棵树和亚士创能均有下降, 23 年前三季费用率分别同比-1.4pct/-0.5pct。

图表 17：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	36.7	13.4%	2.1	3.5%	31.8%	2	-0.1	6.6%	0.3	-1.2
	亚士创能	9.0	-1.7%	0.4	32.7%	29.9%	-2.8	-3.5	4.6%	0.5	-0.9
	合计	45.8	10.1%	2.5	7.3%						

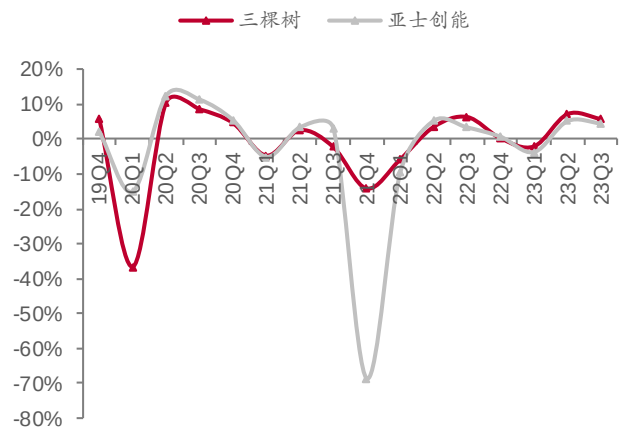
来源：各公司公告、中泰证券研究所

图表 18：涂料行业代表公司单季度毛利率



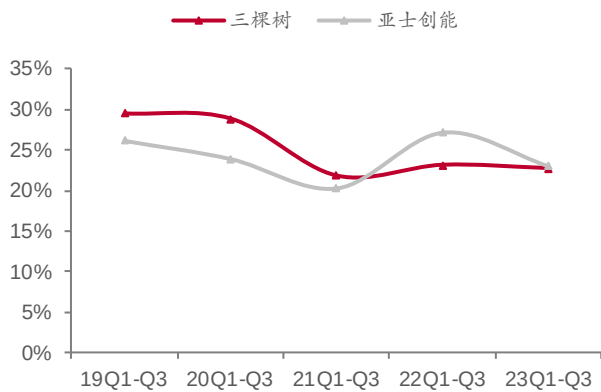
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 19：涂料行业代表公司单季度净利率



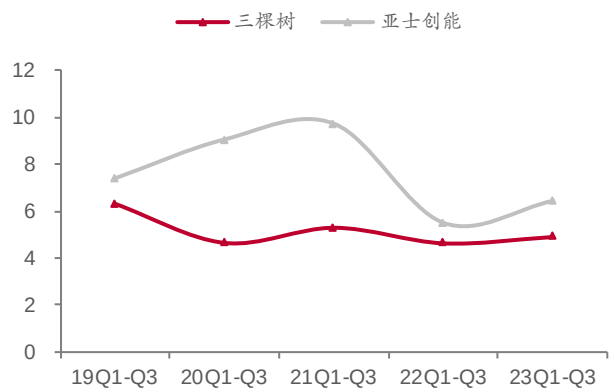
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 20：涂料行业代表公司前三季度费用率



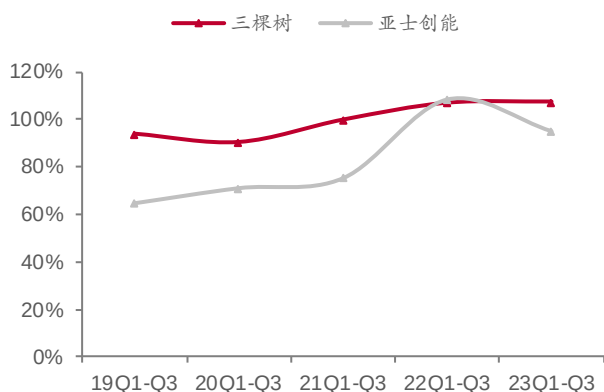
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 21：涂料行业代表公司前三季度存货周转率



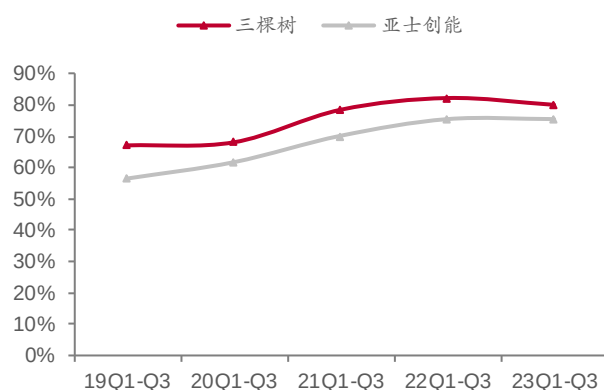
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 22: 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 23: 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

1.5 北新建材: “一体两翼”全面发力, 高质成长正当其时

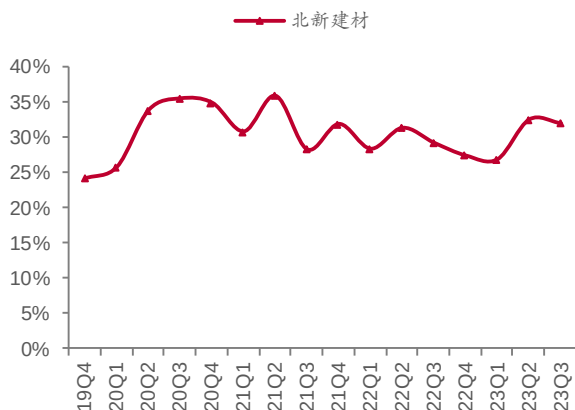
- 收入利润方面, 北新建材整体呈现回升修复趋势, 23Q3 实现收入、扣非归母净利润 56.5/8.8 亿元, 同比+12.9%/+22.5%。
- 周转率方面, 北新建材 23 年前三季存货周转率同比+0.5 次, 说明经营有所改善。
- 现金流方面, 23 年前三季收现比为 88.8%, 同比-3.4pct, 现金压力增大。
- 负债方面, 北新建材资产负债率维持低位, 且同比有所下降, 23 年三季度末同比-4.2pct。
- 费用率方面, 北新建材前三季费用率达 12.8%, 同比-0.5pct。

图表 24: 石膏板代表公司北新建材 23Q3 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)
石膏板	北新建材	56.5	12.9%	8.8	22.5%	32.0%	2.8	-0.5	15.4%	1.0	-4.3

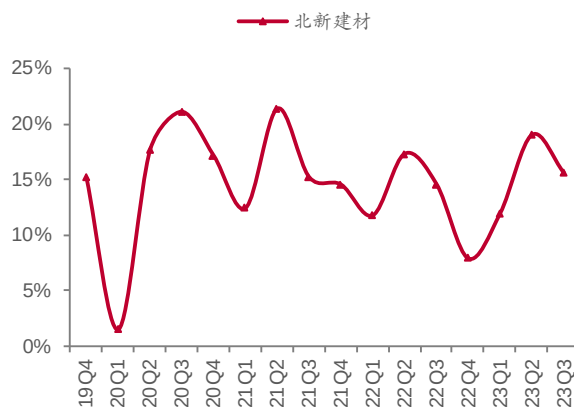
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 25: 北新建材单季度毛利率



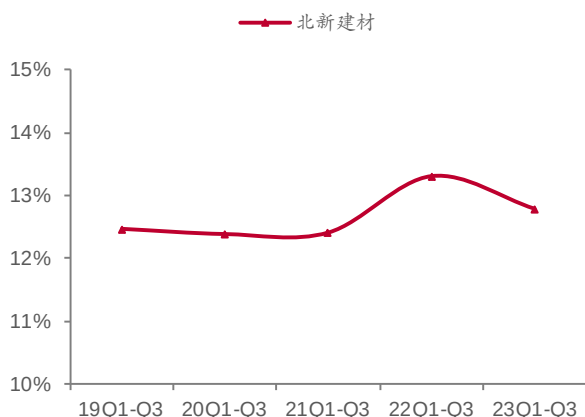
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 26: 北新建材单季度净利率



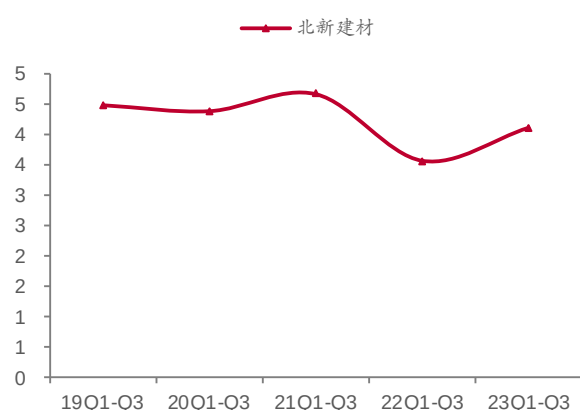
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 27：北新建材前三季度费用率



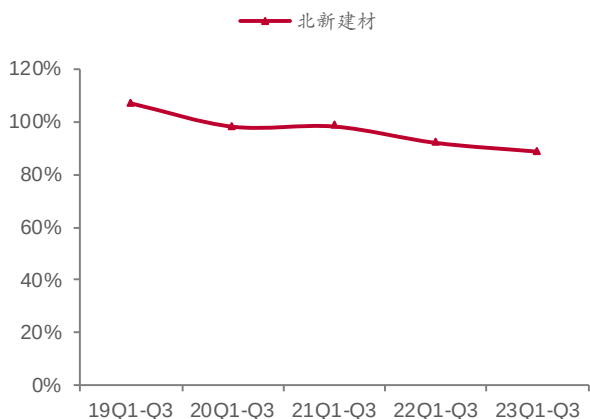
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 28：北新建材前三季度存货周转率



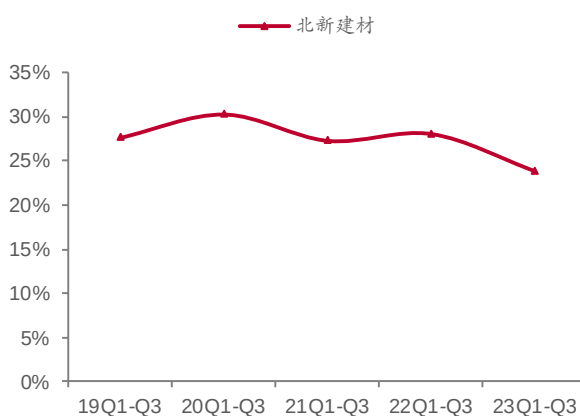
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 29：北新建材前三季度收现比



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 30：北新建材三季度末资产负债率



来源：Wind、中泰证券研究所

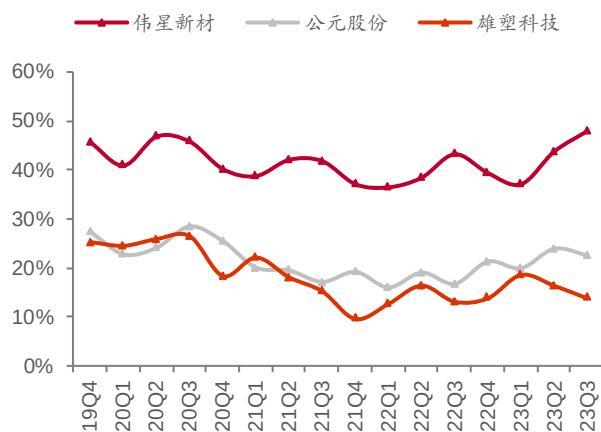
1.6 管材行业：伟星新材不改高质成长本色，公元股份盈利弹性大

- 收入利润方面，伟星新材 23Q3 营收与扣非归母净利润分别为 15.1、3.6 亿元，同比-9.2%/-6.9%。公元股份与雄塑科技营收下降、盈利修复，23Q3 分别实现营收 18.8/3.1 亿元，同比-10.3%/-29.4%，扣非归母净利润分别为 1.0 亿元/24 万元。
- 周转率方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技 23 年前三季度存货周转率分别同比持平/+0.1/-0.3 次。
- 现金流方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技 23 年前三季收现比同比 +3.8pct/+2.6pct/+4.4pct。
- 负债方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技 23 年三季度末资产负债率同比 -2.2pct/-6.5pct/-3.8pct。
- 费用率方面，伟星新材、公元股份、雄塑科技 23 年前三季度期间费用率同比 +2.7pct/+1.0pct/+1.3pct。

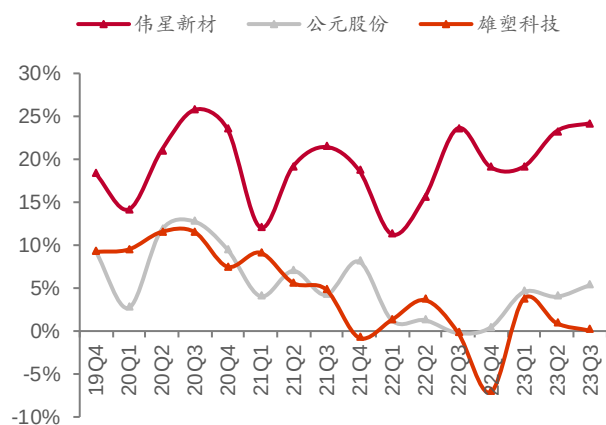
图表 31: 管材行业代表公司 23Q3 财务概况 (亿元)

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	15.1	-9.2%	3.6	-6.9%	48.0%	4.7	4.2	25.8%	1.1	1.4
	公元股份	18.8	-10.3%	1.00	2266.6%	22.5%	5.9	-1.4	5.8%	5.7	1.0
	雄塑科技	3.1	-29.4%	0.00	148.3%	13.9%	0.7	-2.5	0.7%	0.3	-1.3
	合计	36.9	-11.8%	4.6	17.5%						

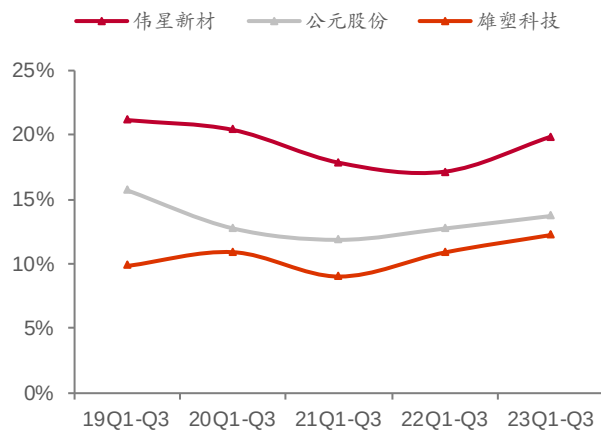
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 32: 管材行业代表公司单季度毛利率


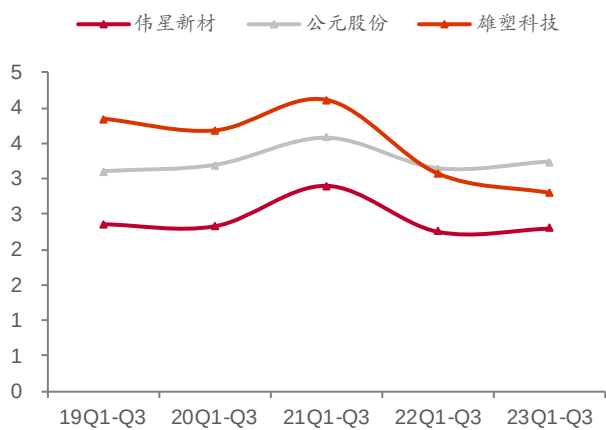
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 33: 管材行业代表公司单季度净利率


来源: Wind、中泰证券研究所

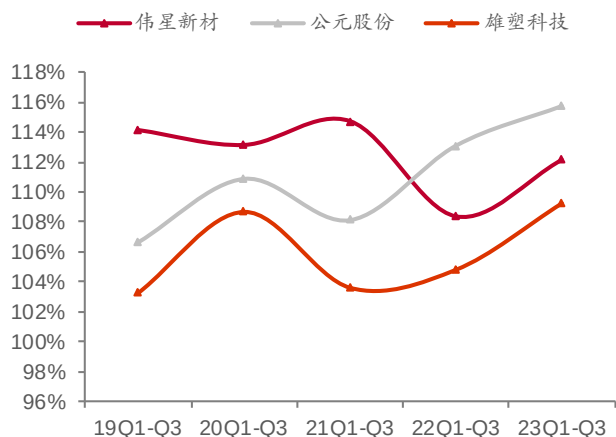
图表 34: 管材行业代表公司前三季度费用率


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 35: 管材行业代表公司前三季度存货周转率


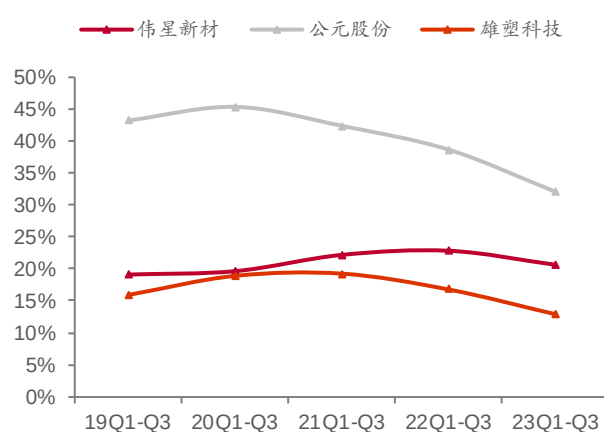
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 36: 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 37: 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

1.7 坚朗五金: 盈利改善趋势已成; 底部蓄力增长潜力高

- 收入利润方面, 23Q3 坚朗五金营收与扣非归母净利润分别为 21.9/1.3 亿元, 同比+1.5%/+64.0%。
- 周转率方面, 23 年前三季存货周转率为 2.8 次, 同比-0.1 次。
- 现金流方面, 23 年前三季收现比实现 108.4%, 同比+3.7pct。
- 负债方面, 23 年三季度末坚朗五金资产负债率为 48.6%, 同比-2.6pct。
- 费用率方面, 坚朗五金 23 年前三季费用率为 26.0%, 同比-1.4pct。

图表 38: 五金行业代表公司坚朗五金 23Q3 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	21.9	1.5%	1.3	64.0%	32.2%	0.9	0.3	6.4%	2.0	2.3

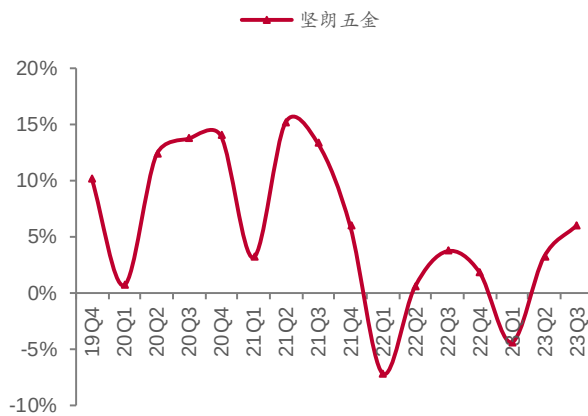
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 39: 坚朗五金单季度毛利率



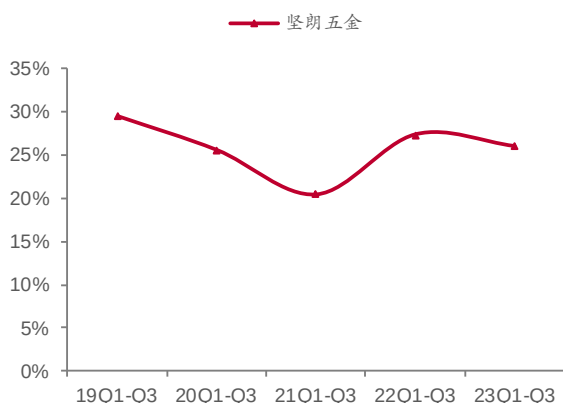
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 40: 坚朗五金单季度净利率



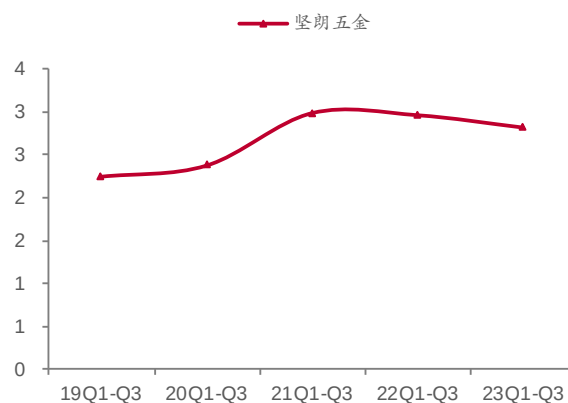
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 41: 坚朗五金前三季度费用率



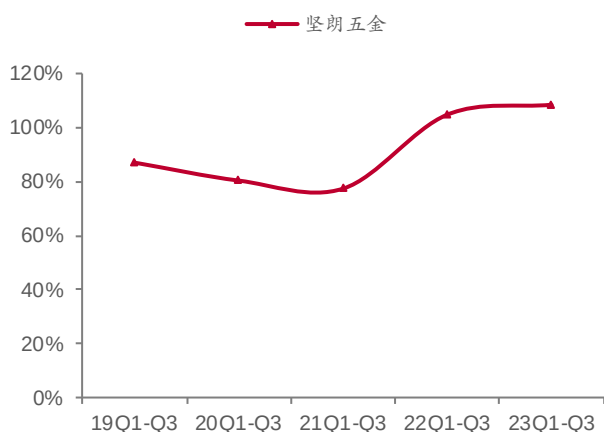
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 42: 坚朗五金前三季度存货周转率



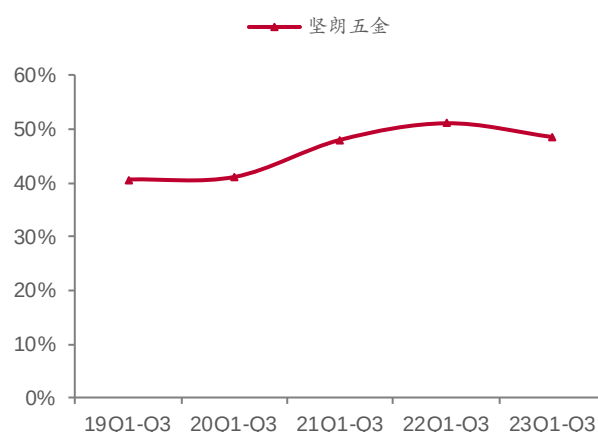
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 43: 坚朗五金前三季度收现比



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 44: 坚朗五金三季度末资产负债率



来源: Wind、中泰证券研究所

1.8 瓷砖行业: C 端渠道拓展助力龙头业绩持续修复

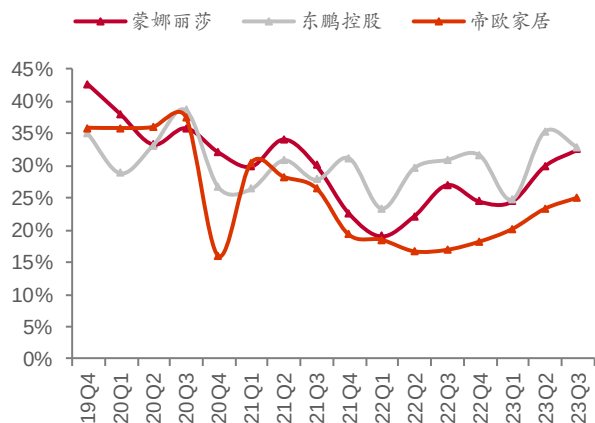
- 收入利润方面, 蒙娜丽莎、帝欧家居营收均有不同幅度下降, 23Q3 收入分别为 16.3 亿、9.7 亿, 同比-7.6%、-13.2%, 扣非归母净利分别为 1.7 亿、-0.1 亿, 同比+171.4%、-6.3%。东鹏控股收入、利润有所修复, 23Q3 实现收入 21 亿元, 同比+9.3%, 扣非归母净利润 2.4 亿元, 同比+237.6%。
- 周转率方面, 蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居 23 年前三季存货周转率同比+0.2/+0.2/+0.4 次。
- 现金流方面, 蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居 23 年前三季收现比分别同比-8.1pct/+1.0pct/-14.9pct。
- 负债方面, 蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居 23 年三季度末资产负债率分别为 60.9%、38.6%、62.3%, 同比分别-6.0pct、-6.5pct、+4.4pct。
- 费用率方面, 23 年前三季蒙娜丽莎、东鹏控股、帝欧家居同比-1.5pct、-6.3pct、-4.6pct。

图表 45: 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	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	16.3	-7.6%	1.7	171.4%	32.6%	5.5	2.6	11.6%	3.7	2.0
	东鹏控股	21.0	9.3%	2.4	237.6%	32.9%	2.0	-2.4	11.7%	7.8	3.8
	帝欧家居	9.7	-13.2%	(0.1)	-6.3%	25.1%	8.1	1.7	-0.5%	12.6	2.2
	合计	47.1	-2.1%	4.0	71.4%						

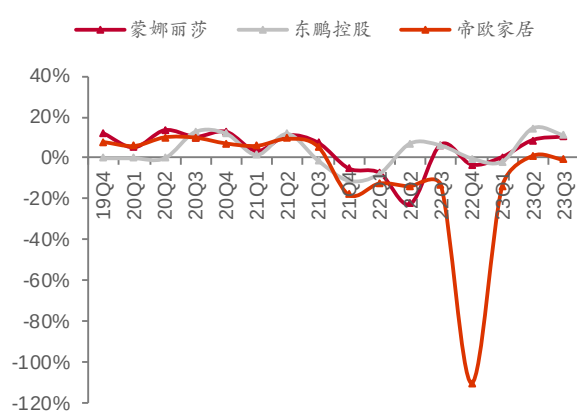
来源: 各公司公告、中泰证券研究所

图表 46: 瓷砖行业代表公司单季度毛利率



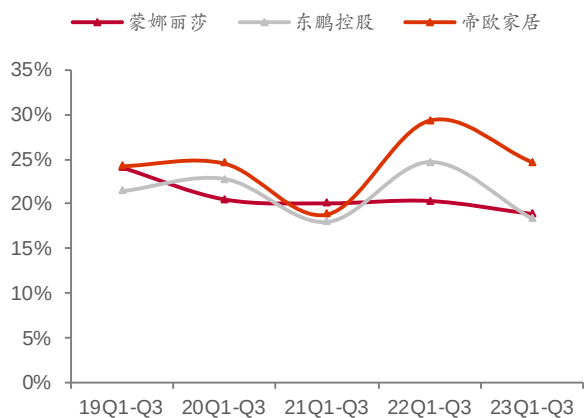
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 47: 瓷砖行业代表公司单季度净利率



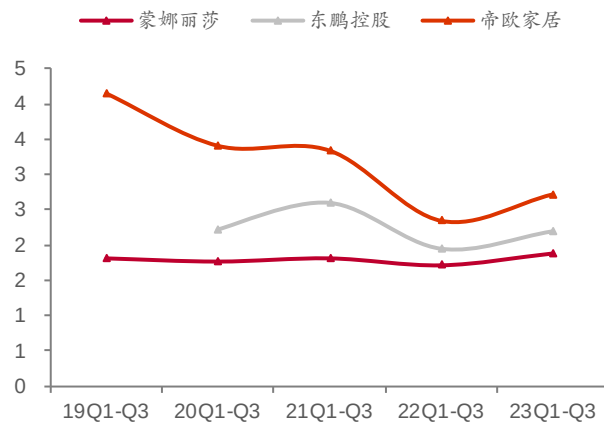
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 48: 瓷砖行业代表公司前三季度费用率



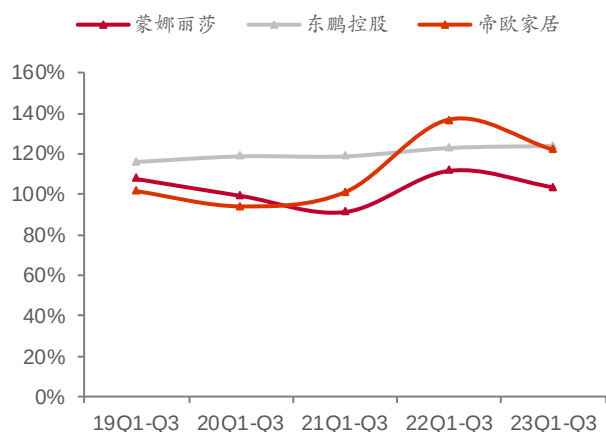
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 49: 瓷砖行业代表公司前三季度存货周转率



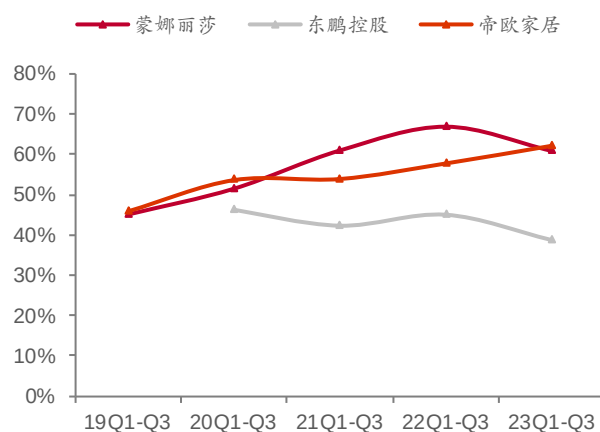
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 50: 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 51: 瓷砖行业代表公司三季度末资产负债率



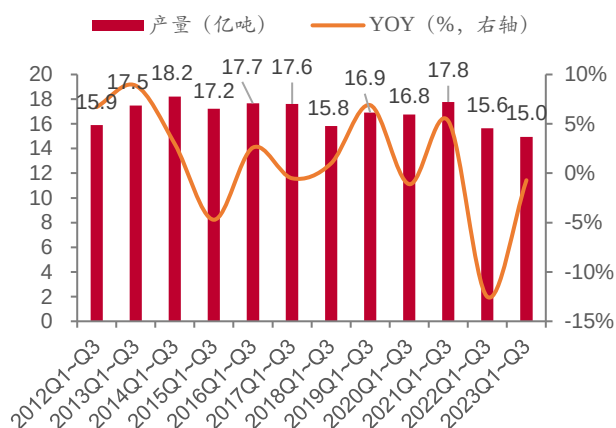
来源: Wind、中泰证券研究所

二、水泥和减水剂：需求延续弱势，业绩逐步筑底

2.1 水泥：需求萎缩量价承压，企业效益大幅下滑

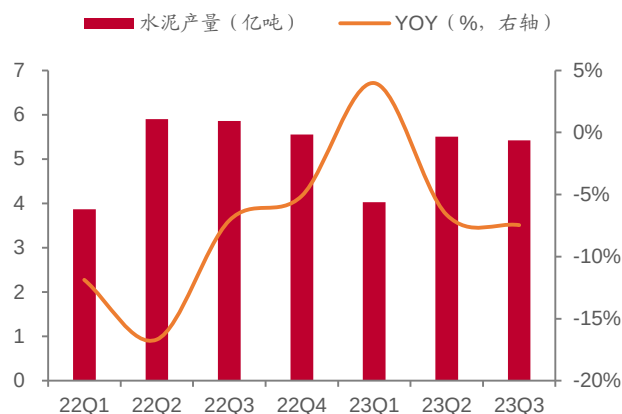
- 2023 前三季度全国水泥产量为 2012 年以来最低水平，单三季度需求压力加大。2023 年前三季度地产需求暂未企稳，且工程项目资金不足，施工进度放缓，影响市场需求，2023 年前三季度全国水泥产量实现 15 亿吨，同比-0.7%（同口径），按照全口径计算产量同比-4.3%，当前水泥需求处于 2012 年以来同期最低水平。单三季度受项目资金短缺及雨水天气影响，水泥需求压力加大，单季度实现产量 5.4 亿吨，同比-7.5%，单季需求降幅扩大。

图表 52: 23Q1-Q3 全国水泥产量 15 亿吨, 同比-0.7%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 53: 2023Q3 全国水泥产量 5.4 亿吨, 同比-7.5%



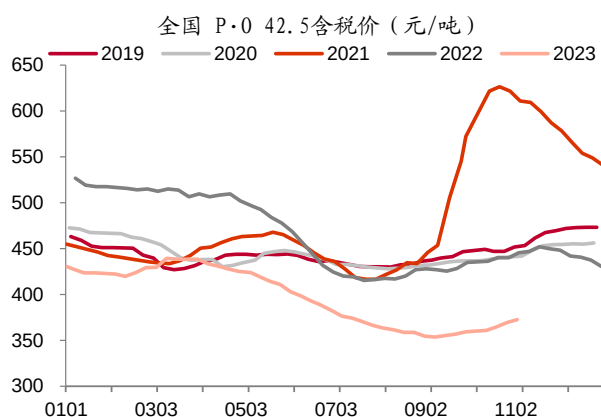
来源: Wind、中泰证券研究所

- 全国水泥价格同比下降，单三季度价格压力加大。2023 前三季度大部分时间全国水泥价格呈现低位持续下降的趋势，9 月中旬进入传统旺季叠

加煤价上涨推动水泥价格上调。具体来看，2023 年前三季度全国水泥均价 401 元/吨，同比-14.8%；单三季度大部分时间为淡季，需求压力下价格持续下探，9 月中旬开始价格略有回升，2023Q3 全国水泥均价 362 元/吨，同比-14.3%。水泥价格同比下降核心原因在于地产下行、项目资金压力紧张下市场需求萎缩导致供需矛盾加剧，另去年上半年基数较高亦有影响。截至 2023 年 11 月 3 日，全国 P.O 42.5 水泥均价为 373 元/吨（周环比+3 元，同比-73 元）。

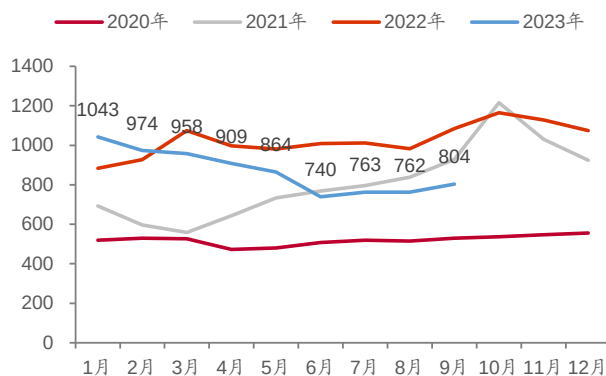
- 分地区来看，2023 年前三季度华北、东北、华东、中南、西南、西北均价分别为 414 元/吨、386 元/吨、406 元/吨、412 元/吨、374 元/吨、400 元/吨，六大核心产区均价同比均有下降，其中东北跌幅最大，达到-23.1%。2023Q3 六大产区同比也均有下降，东北和华北降幅在 20% 以上，分别为-20%、-24%。

图表 54：全国 P.O 42.5 水泥均价（元/吨）



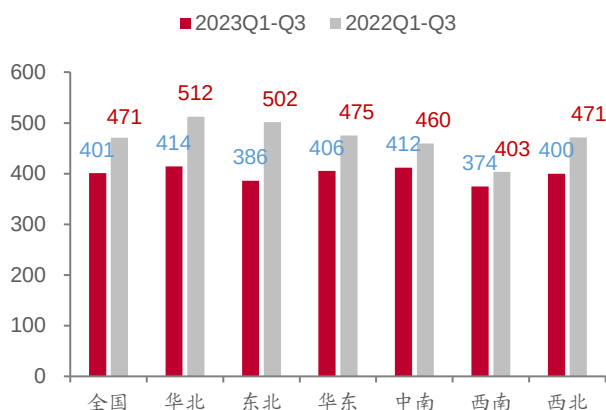
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

图表 55：全国烟煤价格指数（元/吨）



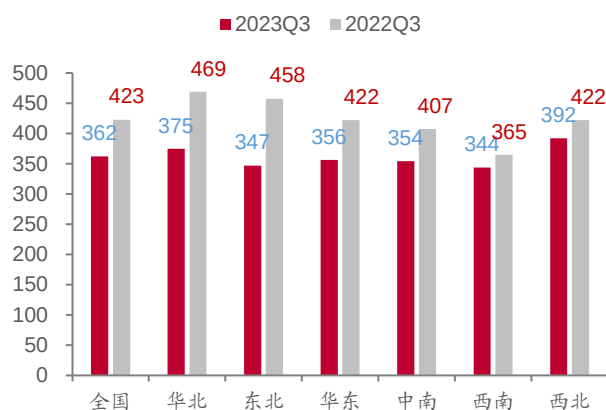
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 56：23Q1-Q3 六大产区水泥价格对比（元/吨）



来源：数字水泥网、中泰证券研究所

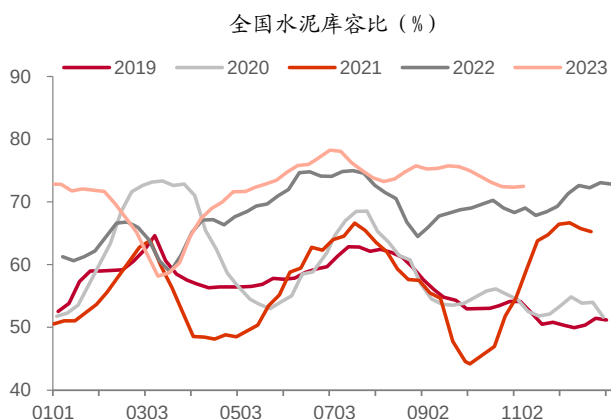
图表 57：2023Q3 六大产区水泥价格对比（元/吨）



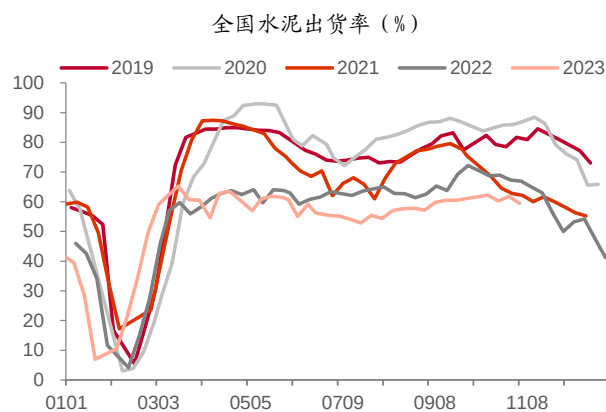
来源：数字水泥网、中泰证券研究所

- 2023 年前三季度全国水泥库存高位波动，水泥市场发货较去年同期偏弱。受需求疲软影响，全国水泥库存总体延续 7 成以上高位，较去年有

所提升。虽然全国多地加大了错峰力度来缓解企业库存压力，但是在需求弱势叠加部分区域产能释放压力下，整体库存仍保持较高水平。进一步从发货角度来看，前三季度全国水泥发货率较去年同期有所下降，且二、三季度较去年降幅有所扩大，9月进入旺季发货提升幅度亦不及前几年水平。截至2023年11月3日，全国水泥库容比为72.5%（周环比+0.1pct，同比+3.4pct），全国水泥出货率59.5%（周环比+1.3pct，同比-7.5pct）。

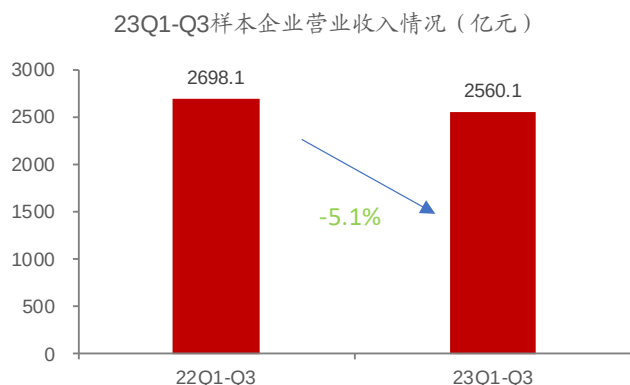
图表 58：全国水泥库容比（%）


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

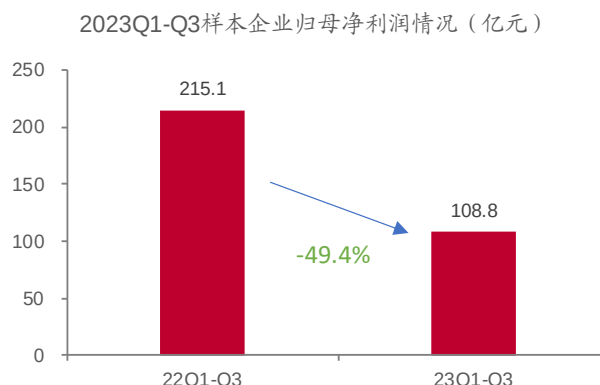
图表 59：全国水泥出货率（%）


来源：数字水泥网、中泰证券研究所

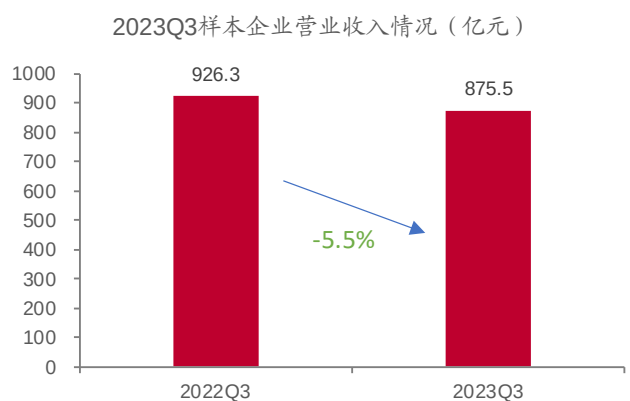
- **2023 年前三季度水泥企业收入利润双降，23Q3 经营业绩延续弱势。**
 我们选取水泥板块具有代表性的 10 家 A 股上市公司作为样本股票池，分别为天山股份、海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、亚泰集团、万年青、上峰水泥、塔牌集团、祁连山、福建水泥。以样本公司 2023Q1-Q3 财务数据为基础对水泥板块经营情况进行分析来看，水泥板块全年实现营业收入 2560.1 亿元，同比-5.1%，实现归母净利润 108.8 亿元，同比-49.4%，前三季度水泥板块受需求疲软、价格快速下行因素影响，呈现收入和业绩双降趋势。单三季度水泥板块实现营业收入 875.5 亿元，同比-5.5%，实现归母净利润 29.2 亿元，同比-31.0%，三季度特别是 7-8 月为传统旺季，需求压力下价格持续下探，企业面临较大经营压力，预计行业内大量企业已难盈利，9 月中旬各区域逐步开启提价经营业绩或开始逐步改善。
- **从各公司角度来看，**部分企业和行业整体表现略有差异：海螺水泥在水泥价格下行压力下实现收入增长，原因在于其大宗材料贸易业务体量扩大对收入端形成支撑，而出色的成本管控能力亦让其实现远优于行业的盈利表现。华新水泥收入端增长来自于海外水泥业务的扩张并表，同时叠加骨料等非水泥业务快速扩张对冲国内水泥业务收入及业绩下滑压力。塔牌集团收入端在去年同期低基数下同比增长。

图表 60: 水泥板块 23Q1-Q3 营业收入同比-5.1%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 61: 水泥板块 23Q1-Q3 归母净利润同比-49.4%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 62: 水泥板块 2023Q3 营业收入同比-5.5%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 63: 水泥板块 2023Q3 归母净利润同比-31.0%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 64: 水泥企业 2023Q1-Q3 及 2023Q3 经营业绩情况

序号	股票代码	公司名称	23Q1-Q3 营业收入 (亿元)	YOY (%)	23Q1-Q3 归母净利润 (亿元)	YOY (%)	23Q3 营业收入 (亿元)	YOY (%)	23Q3 归母净利润 (亿元)	YOY (%)
1	600585.SH	海螺水泥	990.4	16.3	86.7	-30.2	336.1	15.7	22.0	-14.5
2	000877.SZ	天山股份	803.9	-18.4	0.5	-98.7	269.4	-18.8	-0.9	—
3	600801.SH	华新水泥	241.6	10.0	18.7	-15.7	83.3	12.3	6.8	6.9
4	000401.SZ	冀东水泥	223.4	-14.0	-3.2	—	78.6	-25.2	0.5	—
5	600881.SH	亚泰集团	79.2	-33.8	-13.4	—	32.1	-10.6	-4.7	—
6	000789.SZ	万年青	59.9	-29.7	3.1	-45.5	18.8	-26.1	0.4	-44.0
7	600720.SH	祁连山	56.8	-15.4	5.4	-35.5	23.4	-6.9	3.1	-10.2
8	000672.SZ	上峰水泥	48.8	-9.5	7.0	-17.2	16.7	3.1	1.7	21.6
9	002233.SZ	塔牌集团	41.2	10.7	6.1	487.3	12.5	-18.0	1.3	283.6
10	600802.SH	福建水泥	14.9	-14.0	-2.3	—	4.7	-33.3	-0.9	—

来源: Wind、中泰证券研究所

■ 企业盈利能力多有下降,但部分龙头在行业压力期仍旧维持极强盈利韧性。具体从各企业毛利率和净利率的角度来看,2023年前三季度在

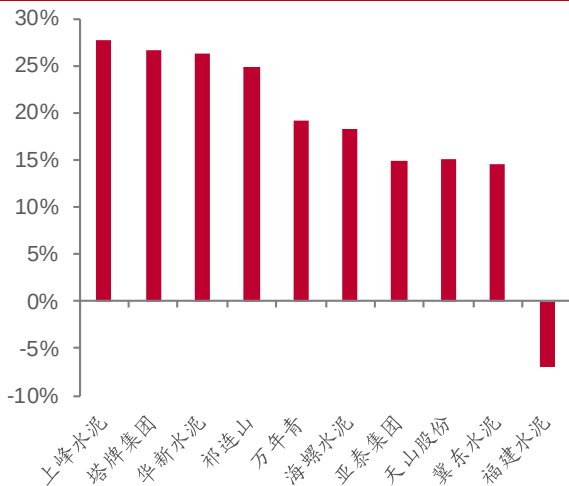
价格下行压力下大部分企业毛利率和净利率普遍同比下降；单三季度同比走势有所分化，主要原因在于部分企业去年三季度在价格压力下已经处于盈利低位，同比受到基数影响；较 Q2 各公司盈利能力则普遍出现下降。虽然大部分企业盈利能力均有下滑但是部分企业还是实现了领先于行业的盈利韧性，我们认为原因核心是龙头企业的区域格局、成本及费用管控能力、高毛利率骨料业务/海外市场拓张帮助其在行业压力期维持较强的盈利能力；同时部分企业提高产能利用率进一步摊薄了成本，加强自身成本领先优势。

图表 65：水泥企业 2023 Q1-Q3 及 2023Q3 毛利率及净利率情况

序号	股票代码	公司名称	2023Q1-Q3			2023Q3			2023Q1-Q3			2023Q3		
			毛利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	毛利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)	净利率 (%)	同比 (pct)	环比 (pct)
1	600585.SH	海螺水泥	18.3	-7.0		16.2	-3.2	-5.9	9.2	-5.8		6.7	-2.2	-5.4
2	000877.SZ	天山股份	15.1	-1.5		15.1	2.0	-3.4	-0.2	—		-0.9	—	—
3	600801.SH	华新水泥	26.3	-1.1		30.0	3.6	2.6	9.2	-1.8		10.5	0.9	-1.1
4	000401.SZ	冀东水泥	14.5	-7.1		17.4	-0.8	0.1	-2.0	—		0.1	-4.7	-4.6
5	600881.SH	亚泰集团	14.9	-3.1		9.5	-9.4	-7.1	-21.7	—		-18.7	—	—
6	000789.SZ	万年青	19.2	1.1		14.9	0.1	-8.8	7.4	-1.9		2.8	-1.1	-8.8
7	600720.SH	祁连山	24.8	-2.9		28.8	1.3	5.3	11.1	-3.0		15.6	1.3	5.0
8	000672.SZ	上峰水泥	27.8	-9.3		23.9	-11.7	-8.5	14.5	-2.5		8.6	0.8	-13.6
9	002233.SZ	塔牌集团	26.6	10.4		23.5	14.7	-8.3	15.1	12.5		10.5	—	-5.9
10	600802.SH	福建水泥	-7.0	—		-9.1	—	—	-19.6	—		-25.0	—	—

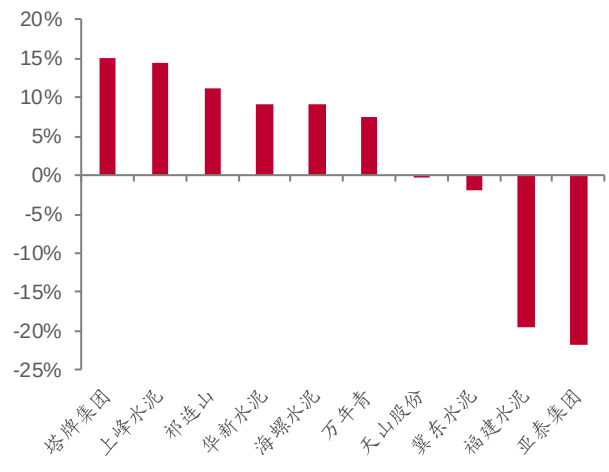
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 66：各企业 2023Q1-Q3 毛利率比较



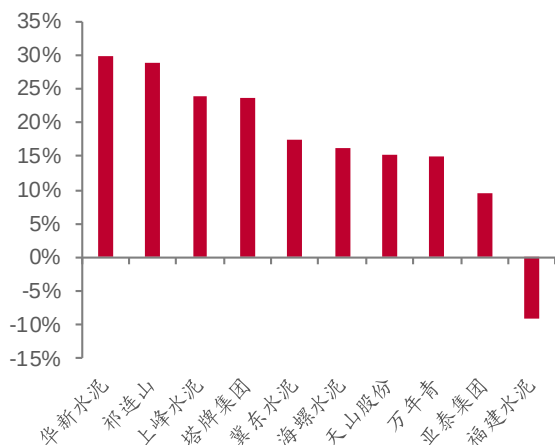
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 67：各企业 2023Q1-Q3 净利率比较



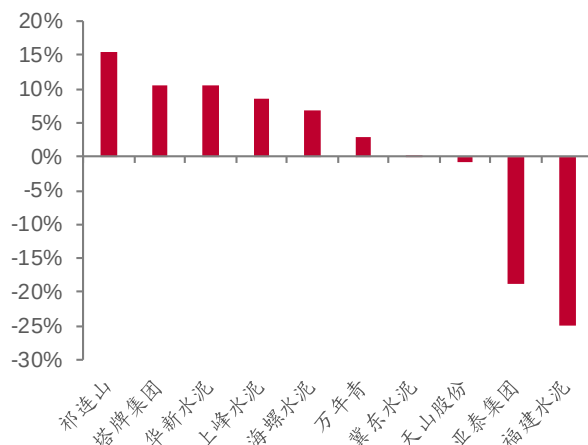
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 68：各企业 2023Q3 毛利率比较



来源：Wind、中泰证券研究所

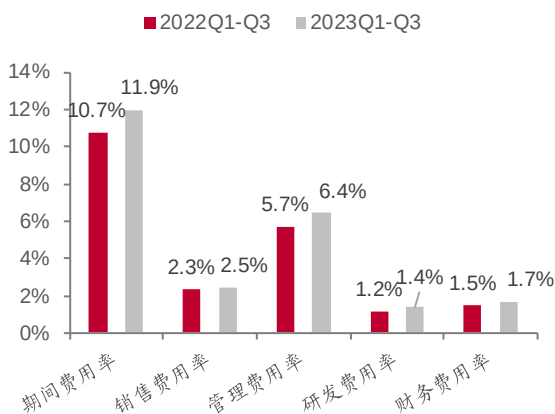
图表 69：各企业 2023Q3 净利率比较



来源：Wind、中泰证券研究所

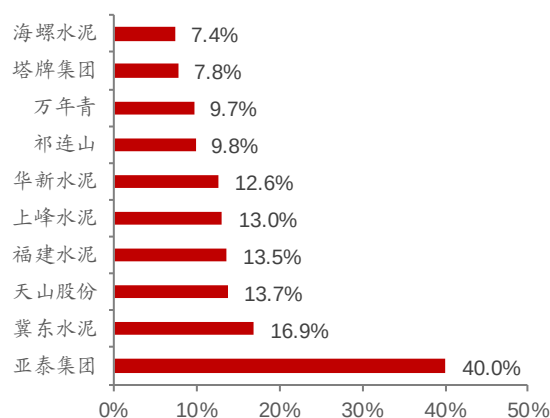
- **收入下滑致各企业费用分摊提高。**2023Q1-Q3 水泥板块期间费用率为 11.9%，同比+1.2pct。拆分来看，销售、管理、研发、财务费用率均有不同程度提高，分别同比+0.1pct、+0.7pct、+0.2pct、+0.2pct，主要原因或为各公司收入规模下降导致费用分摊提高所致，同时部分企业受环保政策影响，也加大了相关技术研发支出。从各公司情况来看，海螺水泥、塔牌集团等企业依托各自费用管控和区位优势，仍旧保持行业较好的费用管控能力，且费用率较低的企业通常负债率较低，体现在财务费用率显著低于其他企业。

图表 70：水泥板块各项费用率情况 (%)



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 71：各企业 2023Q1-Q3 期间费用率对比

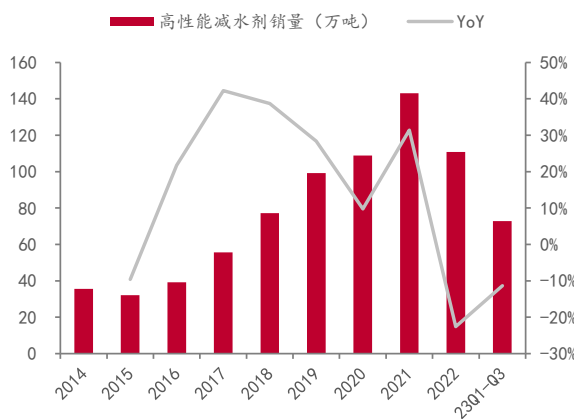


来源：Wind、中泰证券研究所

2.2 减水剂：需求继续承压，盈利能力边际减弱

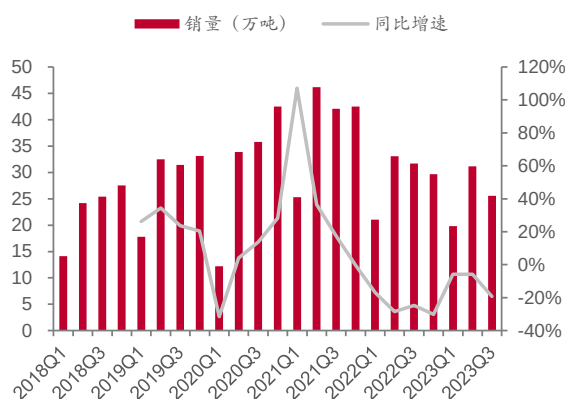
- **23Q3 受地产需求疲软影响，减水剂需求整体仍承压。**从减水剂行业龙头苏博特情况来看，23 年前三季度高性能减水剂销量 72.8 万吨，YoY -11.3%，23Q3 单季度高性能减水剂销量 25.6 万吨，YoY-19.2%。

图表 72: 23 年前三季度苏博特高性能减水剂销量下滑 11.3%



来源：苏博特公告、中泰证券研究所

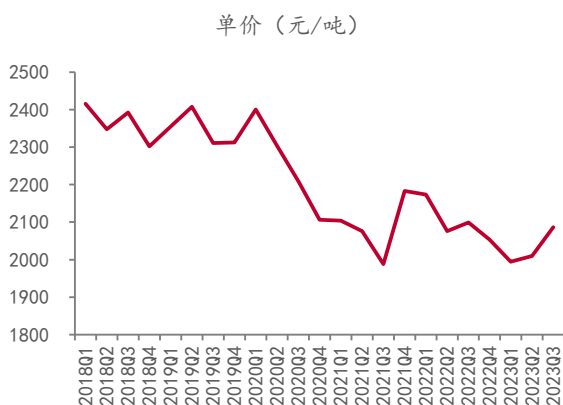
图表 73: 23Q3 单季度苏博特高性能减水剂销量下滑 19.2%



来源：苏博特公告、中泰证券研究所

- **23Q3 减水剂价格环比略升，成本端环氧乙烷均价有所下滑。**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，23Q3 苏博特核心产品高性能减水剂均价 2087 元/吨，环比 23Q2 提升 3.8%。成本端环氧乙烷在下游需求相对疲软下，价格有所下滑，根据 wind 数据，23Q3 环氧乙烷均价 6255 元/吨，环比 23Q2 下滑 3.7%。

图表 74: 23Q3 苏博特高性能减水剂均价环比略升



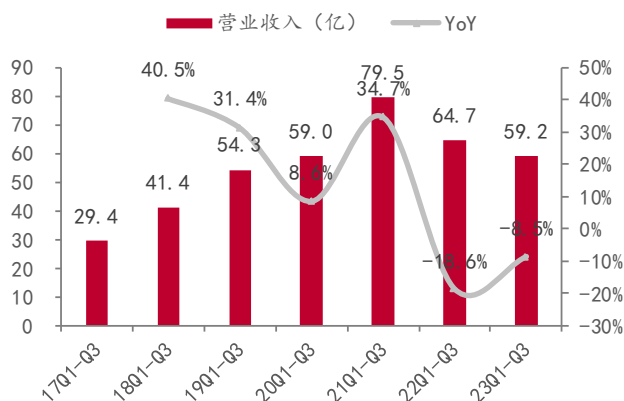
来源：苏博特公告、中泰证券研究所

图表 75: 23Q3 环氧乙烷均价有所回落

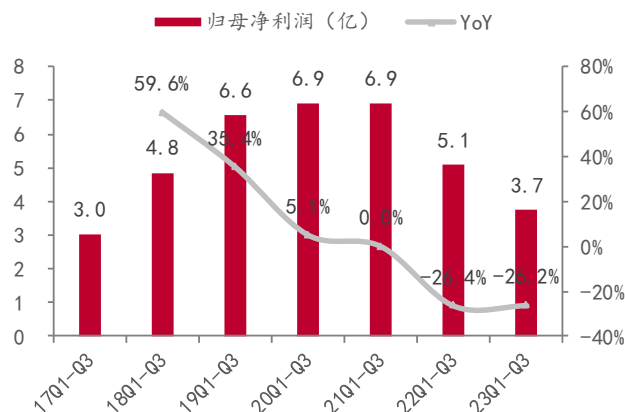


来源：Wind、中泰证券研究所

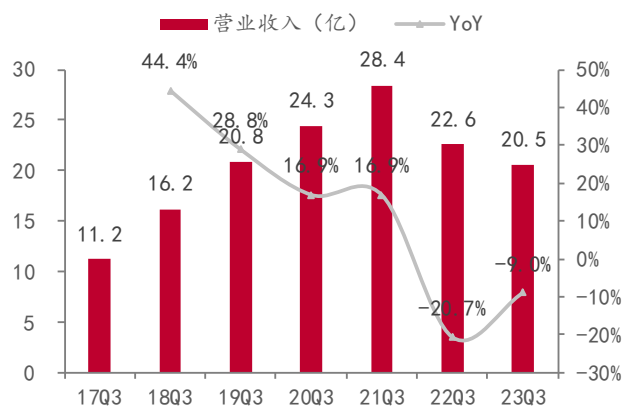
- **需求疲软下，23Q3 行业收入、归母净利润继续承压。**我们选取行业内具有代表性的三家 A 股上市公司（苏博特、行业第二名、行业第三名）作为样本，测算 23 年前三季度合计实现营收 59.2 亿，同比-8.5%；实现归母净利润 3.7 亿，同比-26.2%。单三季度实现营收 20.5 亿，同比-9.0%；实现归母净利润 1.0 亿，同比-32.9%。

图表 76：减水剂行业 23 年前三季度营收同比-8.5%


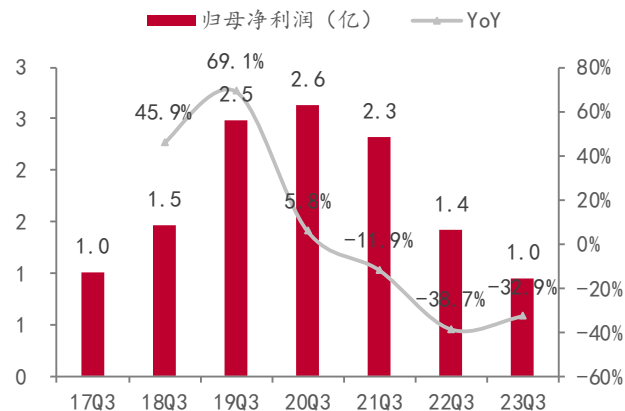
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 77：减水剂行业 23 年前三季度归母净利同比-26.4%


来源：Wind、中泰证券研究所

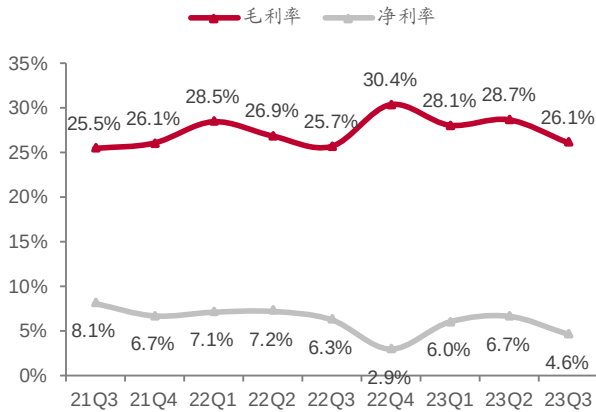
图表 78：减水剂行业 23Q3 营收同比-9.0%


来源：Wind、中泰证券研究所

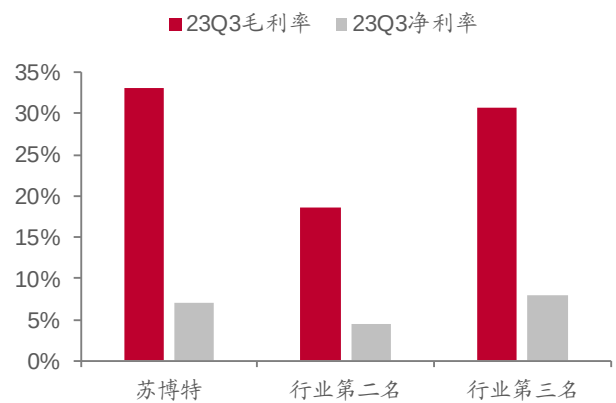
图表 79：减水剂行业 23Q3 归母净利同比-32.9%


来源：Wind、中泰证券研究所

- **23Q3 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 26.1%，同比+0.4pct，环比-2.6pct；实现销售净利率 4.6%，同比-1.7pct，环比-2.0pct。在行业整体承压下，23Q3 龙头企业苏博特毛利率为 33.1%，继续领跑行业。

图表 80：23Q3 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 81：减水剂龙头企业具备盈利α


来源：Wind、中泰证券研究所

三、玻纤&陶纤：需求静待修复，盈利望筑底回升

3.1 玻璃纤维：粗纱继续探底，电子布迎恢复性上涨

- **23Q3 粗纱产能边际收缩，电子纱产能保持稳定。**根据卓创资讯，8 月底重庆国际长寿基地 F10 线（总设计产能 12 万吨/年）冷修，9 月初河北邢台金牛玻纤一条无碱粗纱线（总设计产能 3 万吨/年）冷修。

图表 82：23Q3 粗纱产能边际收缩（万吨）

2023年预计产能变化情况（包括海外）								
企业	类型	产线描述	冷修、投产时间	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）
中国巨石	新建	九江20万吨粗纱生产线	2023年5月30日点火	0	10.0	20.0	10.0	10.0
中国巨石	冷修技改	埃及8万吨改12万吨	预计23年Q3冷修，23年底投产	8	4.0	11.0	-4.0	7.0
中国巨石	冷修	桐乡3线12万吨	预计23H1冷修，23H2投产	12	6.0	12.0	-6.0	6.0
九鼎新材	冷修	年产7万吨生产线	2023年6月9日冷修，预计24H1投产	7	2.9	3.5	-4.1	0.6
重庆国际	冷修技改	F10b生产线12万吨	2023年8月底冷修	12	8.0	4.0	-4.0	-4.0
金牛玻纤	冷修	年产3万吨生产线	2023年9月初冷修	3	2.0	1.0	-1.0	-1.0
山东玻纤	新建	天炬厂区新基地1期3+12万吨高模量粗纱线	预计22年底开工，23年底建成	0	0	13.8	0.0	13.8
长海股份	冷修	天马3万吨生产线冷修技改至8万吨	预计23年底冷修，24年底投产	3	3.0	0.0	0.0	-3.0
合计				45.0	35.9	65.3	-9.1	29.3

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

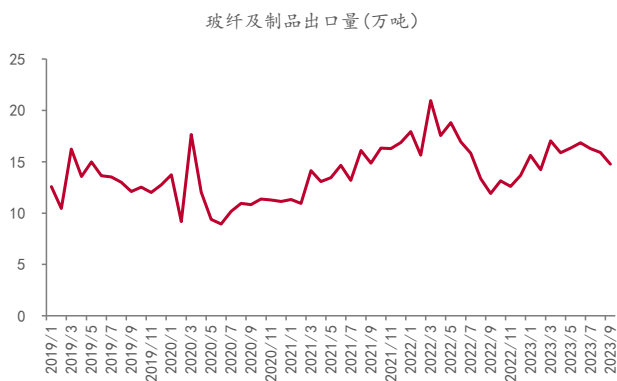
图表 83：23Q3 电子纱产能保持稳定（万吨）

2022年预计产能变化情况（包括海外）										
企业	类型	产线描述	投产时间	2021年有效产能	2022年有效产能	2023年有效产能	2024年有效产能	2022年产能冲击（22年有效产能-21年有效产能）	2023年产能冲击（23年有效产能-22年有效产能）	2024年产能冲击（24年有效产能-23年有效产能）
建滔化工	新建	6万吨电子纱（新建线6线）	2022年1月10日投产	0	5.0	6.0	6	5.0	1.0	0.0
中国巨石	新建	10万吨电子纱（7628 系列电子布项目）	2022年6月18日点火	0	4.2	10.0	10	4.2	5.8	0.0
中国巨石	关停	桐乡黎登电子纱1.5万吨关停	2022年7月底关停	1.5	0.9	0.0	0	-0.6	-0.9	0.0
中国巨石	冷修技改	桐乡黎登电子纱3万吨改5万吨	2022年7月底冷修，2023年4月份投产	3	1.8	2.9	5	-1.3	1.2	2.1
台嘉成都	冷修	3万吨/年电子纱产能	2022年10月冷修，23年3月点火	3	2.5	2.0	3	-0.5	-0.5	1.0
合计				7.5	14.3	20.9	24.0	6.8	6.6	3.1
2023年预计产能变化情况（包括海外）										
台嘉玻纤	新建	成都二期项目	预计23年底投产	0	0.0	0.0	4.5	0.0	0.0	4.5

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

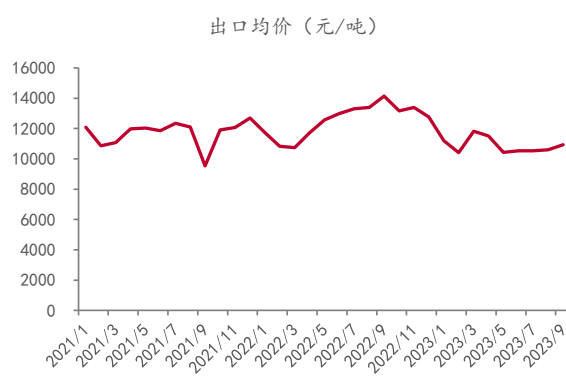
- **23Q3 单季度出口景气边际回落，但好于 22 年同期。**根据卓创资讯，23Q3 单季度国内玻纤纱及制品出口 46.9 万吨，环比-4.3%，同比+14.2%。根据海关总署数据，2023 年 9 月玻纤及制品出口均价约 1.1 万元/吨，同比-23%。

图表 84：玻纤及制品出口景气略有回落



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 85：玻纤及制品出口均价远高于国内价格



来源：中国玻纤工业协会、海关总署、中泰证券研究所

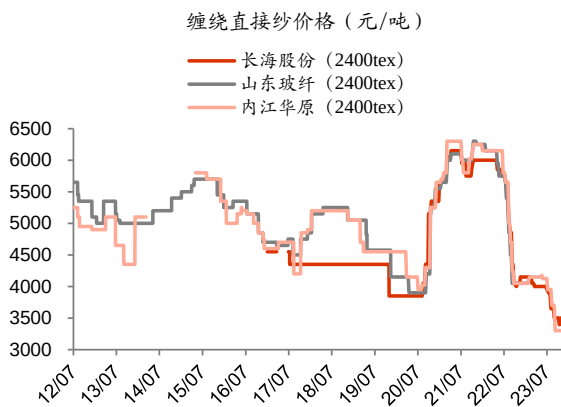
- **粗纱价格继续探底，电子布供需有望改善。**23Q3 单季度玻纤库存小幅提升，根据卓创资讯，9 月末玻纤行业库存 90.1 万吨，相较 23Q2 末提升 5.2 万吨，库存高企表明下游需求仍略显疲弱。价格方面，缠绕直接纱（2400tex）价格自 23Q1-Q2 约 4000-4300 元/吨进一步下跌至当前约 3400 元/吨。我们判断在当前价格水平下行业尾部厂商或已出现不同程度亏损，价格已经进入到底部区间。由于下游消费电子持续低迷，电子布价格在底部横盘时间较长，23Q3 单季度价格有所企稳并略有修复。我们预计在目前价格下，行业二线厂商或已呈现不同程度亏损，但龙头中国巨石单位盈利仍保持一定韧性。我们预计 23Q4-24Q4 电子纱供给端冲击有限，行业正处于筑底阶段，供需格局有望改善，且龙头企业高端化发力望进一步扩大底部竞争优势。

图表 86：国内玻纤行业库存有所累计



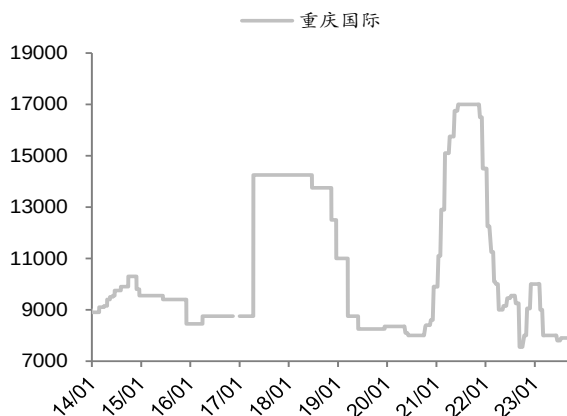
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 87：粗纱价格继续探底



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

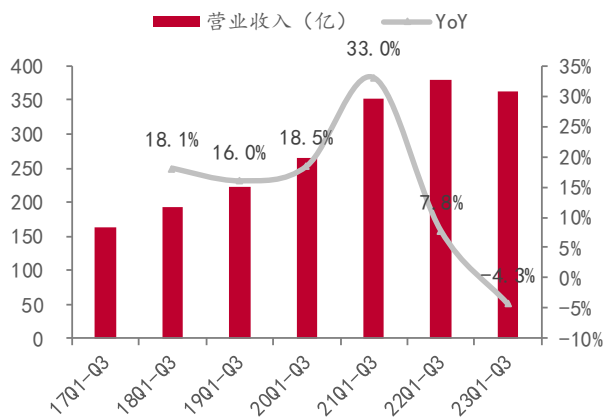
图表 88：电子纱及电子布价格已至底部区间（元/吨）



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

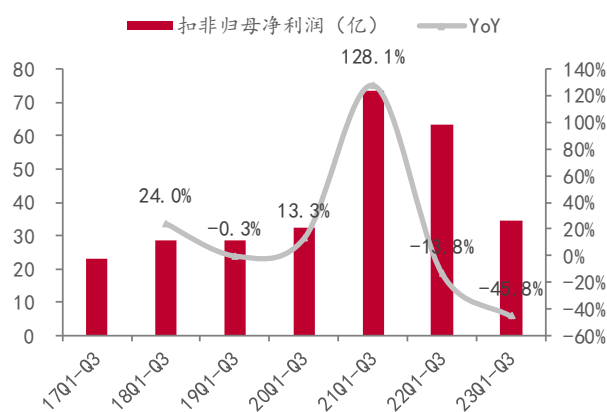
- **价格快速回落下，23Q3 收入、盈利均承压。**我们在 SW 玻纤制造分类基础上，选取 7 家玻纤上市公司作为样本。23 年前三季度玻纤行业上市公司实现收入 363.1 亿，YoY-4.3%。考虑到玻纤行业主要厂商均有出售铈粉，产生较多非经常性损益，因此我们主要考虑行业扣非净利，23 年前三季度玻纤行业上市公司实现扣非净利 34.4 亿，YoY-45.8%。23Q3 行业公司单季收入有所恢复、盈利仍有承压，上市公司实现收入 116.1 亿，YoY+4.2%，实现扣非净利 6.5 亿，YoY-53.9%。

图表 89：玻纤板块前三季度营业收入同比-4.3%



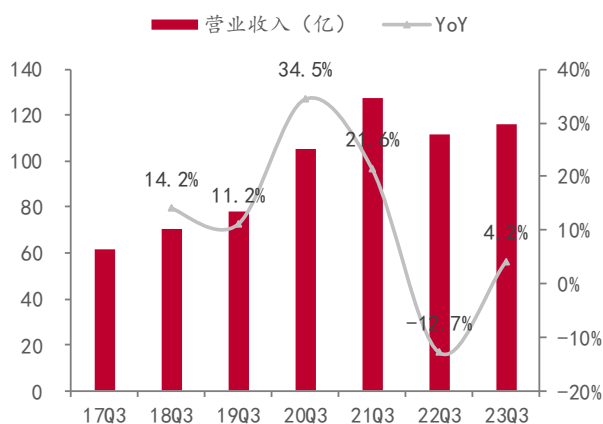
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 90：玻纤板块前三季度扣非净利润同比-45.8%



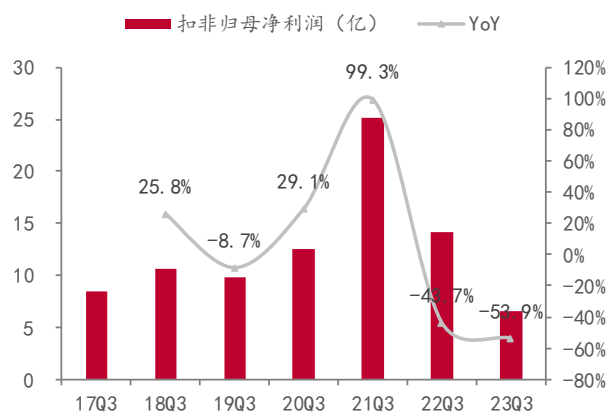
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 91: 玻纤板块单三季度营业收入同比+4.2%



来源: Wind、中泰证券研究所

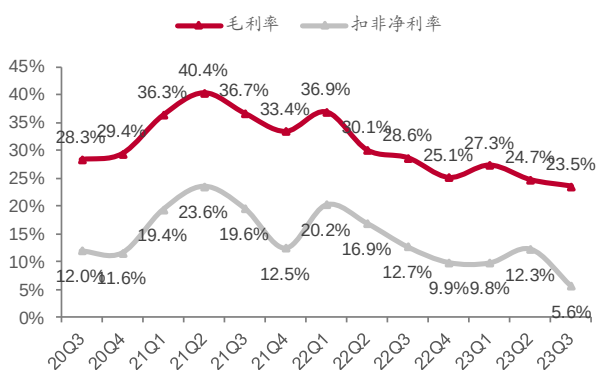
图表 92: 玻纤板块单三季度扣非净利同比-53.9%



来源: Wind、中泰证券研究所

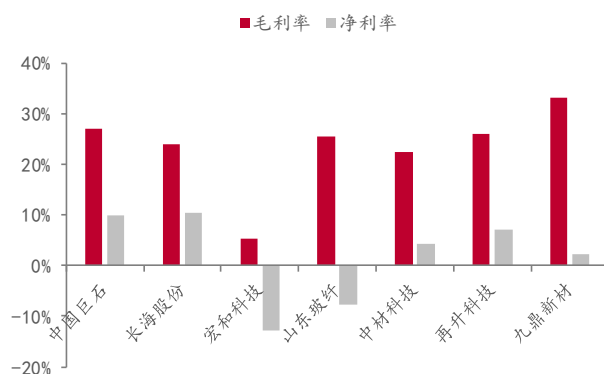
- 行业盈利能力有所下滑，龙头盈利 α 属性凸显。23Q3 行业毛利率、扣非净利率分别为 23.5%、5.6%，分别同比-5.1pct、-7.1pct，环比-1.2pct、-6.7pct。龙头企业依旧保持了明显的盈利 α 属性，23Q3 中国巨石毛利率、扣非净利率分别为 27.1%、9.8%，继续领跑行业。

图表 93: 玻纤板块 23Q3 毛利率、扣非净利率环比下滑



来源: Wind、中泰证券研究所

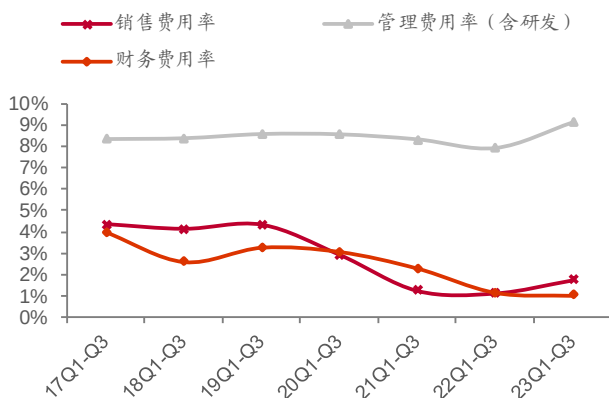
图表 94: 23Q3 龙头企业盈利能力领跑行业



来源: Wind、中泰证券研究所

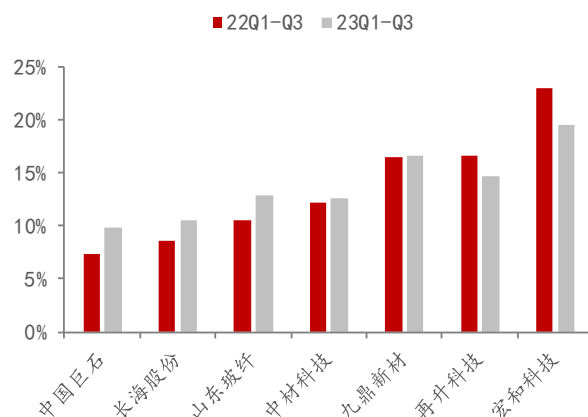
- 行业期间费用率持续走低，龙头费用管控能力更强。23 年前三季度行业期间费用率为 11.9%，同比+1.7pct，其中销售、管理（含研发）、财务费用率分别同比+0.6/+1.2/-0.1pct。从 23 年前三季度行业各公司期间费用率情况来看，23Q1-Q3 中国巨石期间费用率 9.8%，为行业最低水平。

图表 95: 玻纤行业期间费用率略有上升



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 96: 龙头企业期间费用管控能力更强

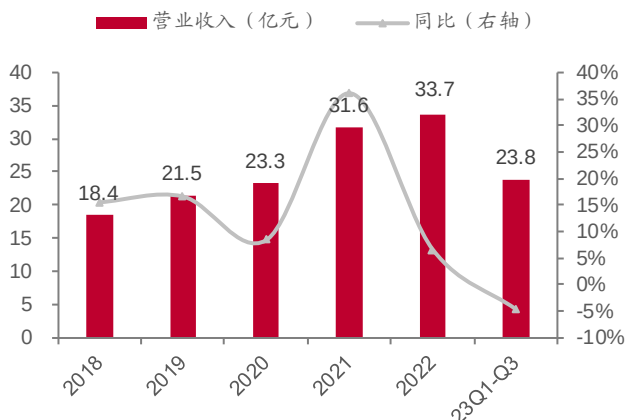


来源: Wind、中泰证券研究所

3.2 陶瓷纤维: 需求景气仍阶段性承压, 盈利水平环比继续改善

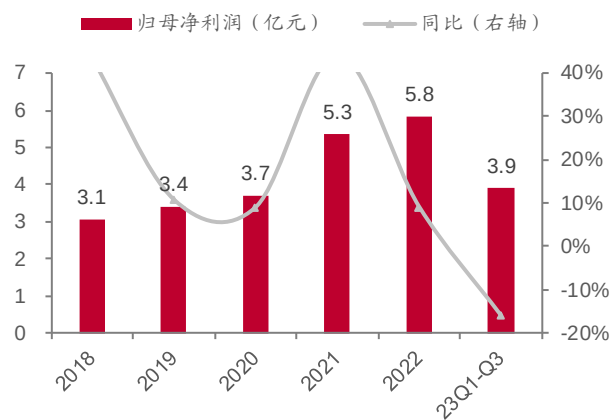
- 收入阶段性承压; 下游工业企业利润逐步修复, 需求景气望迎拐点。23 年前三季度, 鲁阳节能实现营收、归母净利润及扣非净利 23.8/3.9/3.9 亿元, 同比-4.8%/-16.1%/-14.9%。单三季度实现营收、归母净利润及扣非净利 8.2/1.4/1.4 亿元, 同比-9.3%/-2.9%/-1.9%, 环比-7.9%/-6.7%/-6.7%。分季度来看, 公司 22Q3-23Q3 营收单季同比+2.8%、+4.3%、+2.2%、-5.3%、-9.3%, 单季营收仍阶段性承压。我们预计公司陶瓷纤维发货量较去年同期仍保持增长趋势, 营收下滑主要系低端保温类产品单价较去年同期略有下降。据国家统计局数据, 前三季度规模以上工业企业利润总额同比下降 9.0%, 较上半年收窄 7.8 个百分点。我们预计随着下游工业企业利润企稳修复, 公司传统下游石化、冶金有色等领域需求有望逐步回暖, 电力及新能源等新兴领域市场有望得到较好拓展。

图表 97: 23Q1-Q3 鲁阳节能营收 23.8 亿元, 同比-4.8%



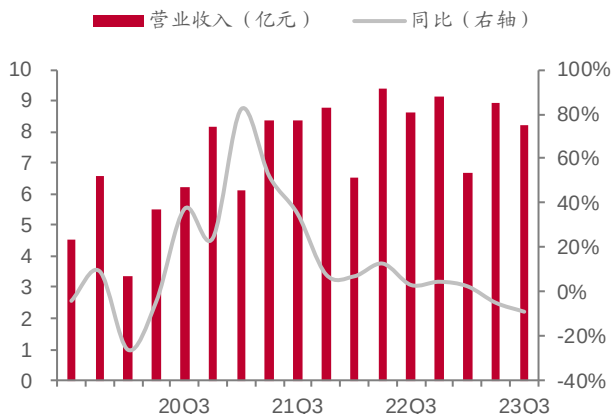
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 98: 23Q1-Q3 鲁阳节能归母净利润 3.9 亿, 同比-16.1%



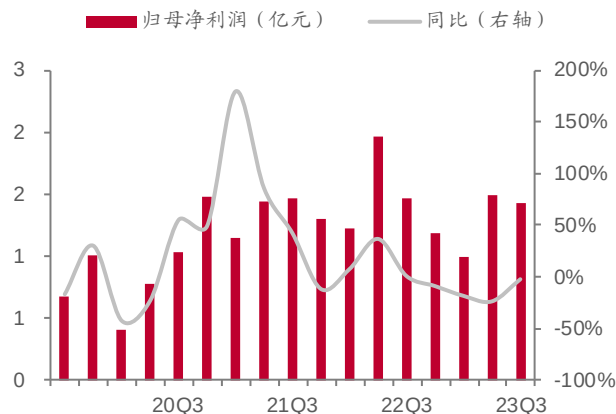
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 99: 23Q3 鲁阳节能营收 8.2 亿元, 同比-9.3%



来源: Wind、中泰证券研究所

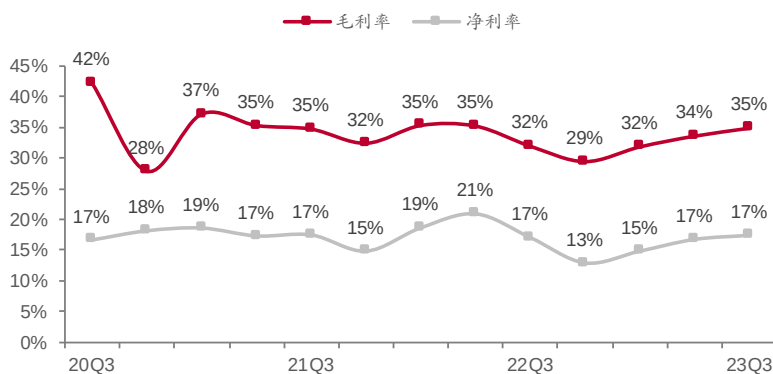
图表 100: 23Q3 鲁阳节能归母净利 1.4 亿元, 同比-2.9%



来源: Wind、中泰证券研究所

- **产品单价筑底, 叠加成本压力缓解, 盈利水平稳步修复。**22Q3-23Q3 公司单季销售毛利率分别为 31.9%、29.4%、31.8%、33.6%、34.9%, 23Q3 毛利率单季环比+1.3pct, 同比+2.9pct。净利率方面, 2023 年前三季度公司实现销售净利率 16.4%, 同比-2.5pct; 23Q3 公司单季净利率 17.4%, 环比+0.7pct, 同比+0.4pct。费用方面, 2023 年前三季度公司期间费用率 14.5%, 同比+1.9pct, 其中主要系销售费用率同比+1.3pct。随着保温产品价格趋稳, 以及成本压力缓解, 公司盈利水平已逐步重回筑底回升通道, 展望 23Q4, 我们预计在单价企稳背景下, 公司盈利水平仍有望保持相对稳定。

图表 101: 鲁阳节能单季毛利率及净利率水平



来源: Wind、中泰证券研究所

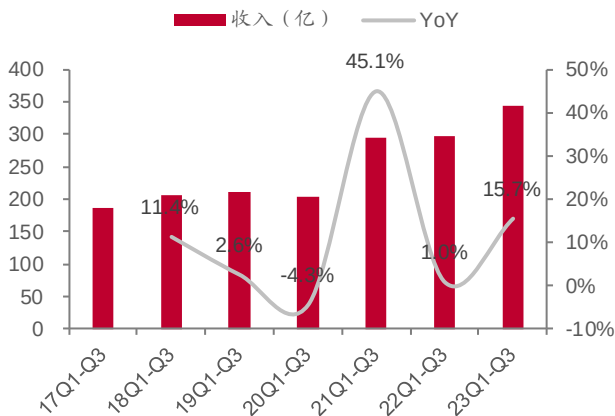
四、玻璃：浮法景气延续；药玻稳步成长；光伏改善明显

4.1 浮法玻璃：景气维持+成本下行，业绩延续修复

- **23Q3 浮法企业收入、业绩延续修复趋势。**我们选取浮法玻璃行业上市公司（SW 玻璃制造分类，剔除福莱特、凯盛新能等主业为非浮法玻璃

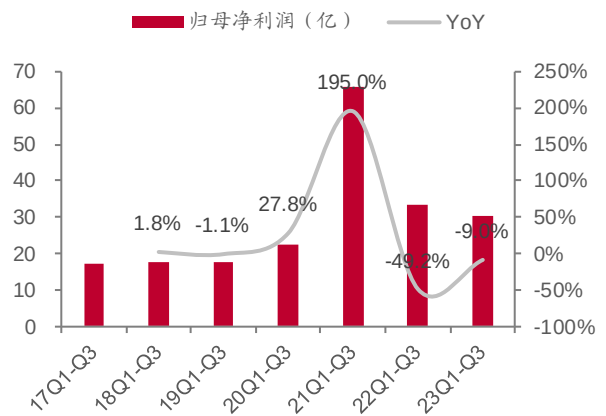
企业)作为样本,主要包含旗滨集团、南玻A、金晶科技、耀皮玻璃。23年前三季度行业公司合计实现收入344.3亿元, YoY+15.7%;实现归母净利润30.4亿元, YoY-9.0%。进入23Q3,浮法玻璃量稳价增,叠加光伏玻璃业务放量,行业上市公司合计实现收入130.5亿元, YoY+19.6%;原燃料成本压力缓解下,23Q3行业公司实现归母净利润13.4亿元, YoY+54.0%,相较上季度明显改善。其中旗滨集团单三季度实现营收及归母净利润43.0、6.0亿元,同比+28.5%、+251.9%,延续23Q2修复趋势。

图表 102: 23Q1-Q3 浮法行业上市公司营收 YoY+15.7%



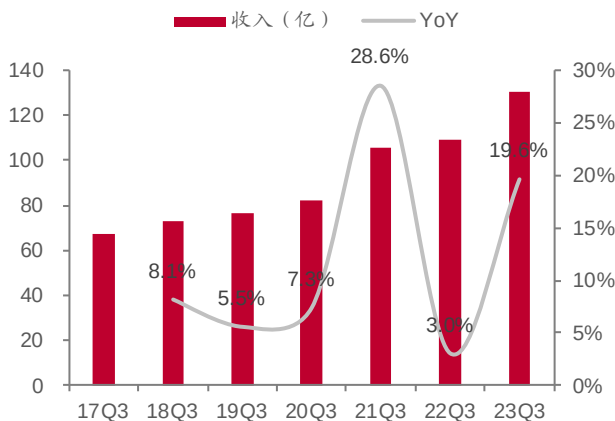
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 103: 23Q1-Q3 浮法行业上市公司归母净利润 YoY-9.0%



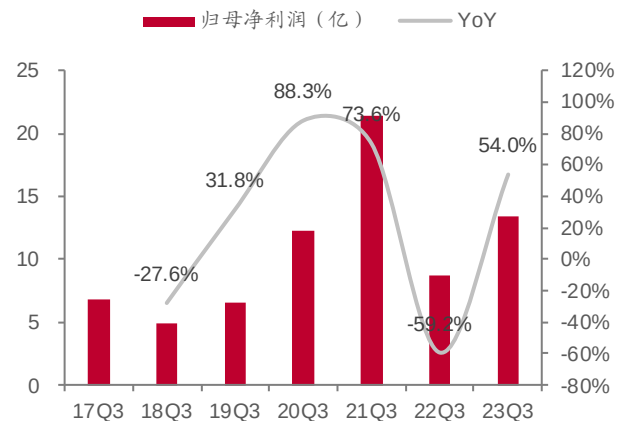
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 104: 23Q3 浮法行业上市公司营收 YoY+19.9%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 105: 23Q3 浮法行业上市公司归母净利润 YoY+54.0%



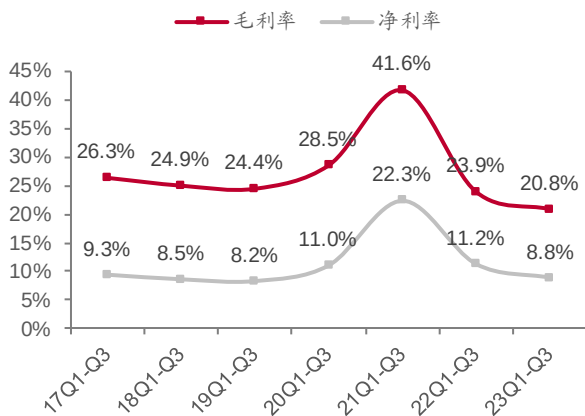
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 106：浮法玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润（亿）

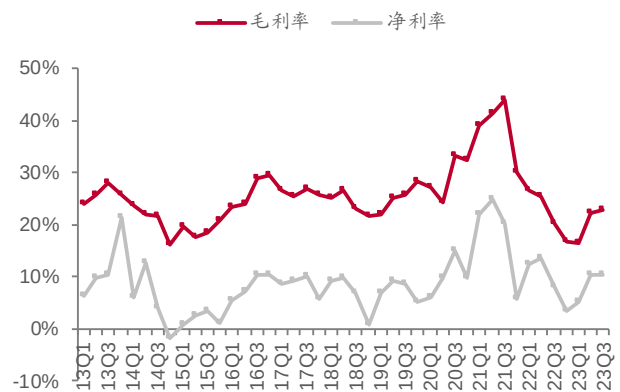
公司名称	23Q1-Q3收入（亿）	收入 YoY	23Q1-Q3归母净利润（亿）	净利 YoY	23Q3收入（亿）	收入 YoY	23Q3归母净利润（亿）	净利 YoY
旗滨集团	111.8	13.7%	12.4	-0.4%	43.0	28.5%	6.0	251.9%
南玻A	134.8	24.8%	14.7	-11.1%	50.9	18.8%	5.8	-11.1%
金晶科技	58.0	2.1%	4.2	1.8%	20.9	6.8%	1.6	224.4%
耀皮玻璃	39.7	15.0%	-0.9	-413.5%	15.7	18.8%	0.1	140.3%

来源：Wind、中泰证券研究所

- **23Q3 盈利水平维持韧性。**2023 年前三季度，浮法玻璃行业毛利率及净利率分别为 20.8%、8.8%，YoY-3.0pct、-2.4pct，同比仍有小幅下滑，主要受 23Q1 盈利水平较低影响。进入 23Q3，行业盈利水平延续 23Q3 修复趋势，单季毛利率及归母净利率分别为 22.9%、10.3%，环比 +0.6pct/-0.1pct，同比+2.7pct/+2.3pct。在玻璃价格维持韧性，以及纯碱成本有望进一步下行基础上，我们展望 23Q4，行业企业盈利水平仍有望保持较好水平。

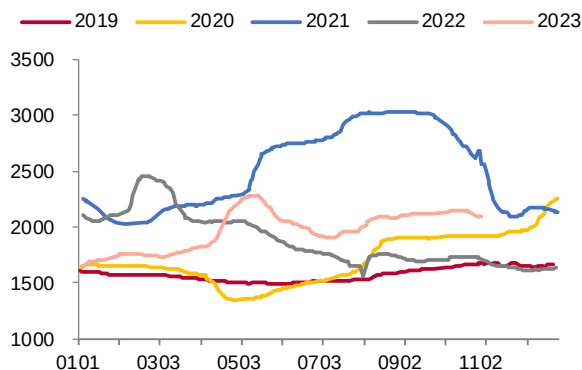
图表 107：浮法玻璃上市公司毛利率/净利率


来源：Wind、中泰证券研究所

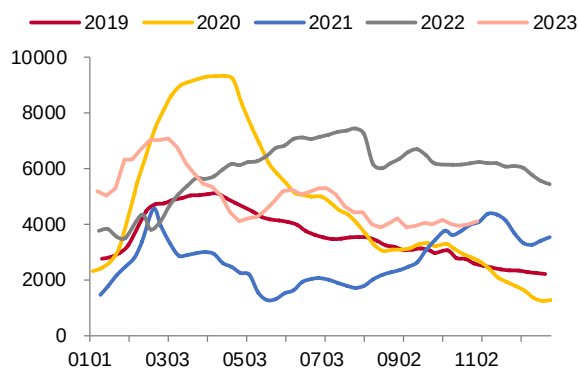
图表 108：浮法玻璃上市公司季度毛利率/净利率


来源：Wind、中泰证券研究所

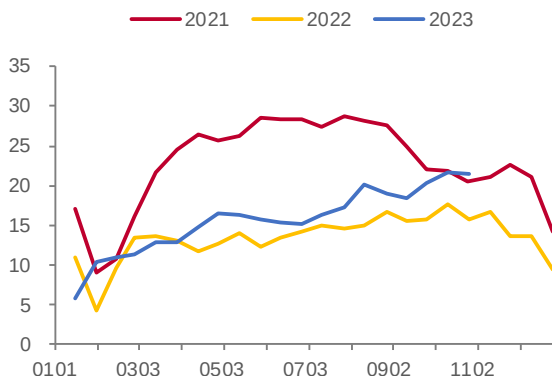
- **23Q3 玻璃库存去化，Q4 订单表现良好。**23Q3 随着行业由传统淡季向旺季过渡，浮法玻璃价格走势前低后高，据卓创资讯，23Q3 全国浮法玻璃均价 2033 元/吨，季度环比-2.0%，同比上年同期+18.5%；截至 23Q3 末，重点监测省份库存 3982 万重箱，环比 2 季度末下降 1332 万重箱，同比下降 2193 万重箱，在竣工稳步修复及传统“金九银十”旺季支撑下，行业库存得到较好去化。进入 23Q4，玻璃需求依旧表现良好，据百川盈孚，截至 23 年 11 月初，浮法玻璃深加工订单天数达 21.5 天，环比 10 月中旬-0.1 天，同比+5.8 天，较往年同期仍保持高位水平。

图表 109: 全国浮法玻璃价格走势 (元/吨)


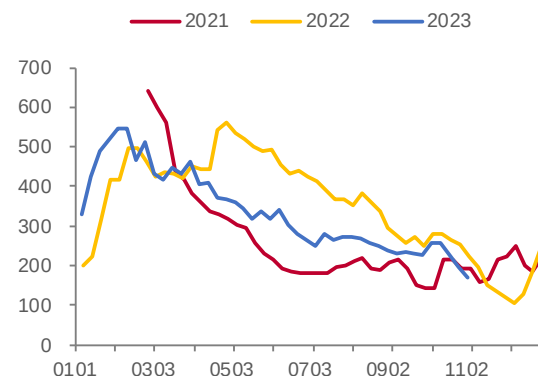
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 110: 全国浮法玻璃重点监测省份库存 (万重箱)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 111: 建筑玻璃深加工订单天数 (天)


来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

图表 112: 沙河地区社会库存量 (万重箱)


来源: 百川盈孚、中泰证券研究所

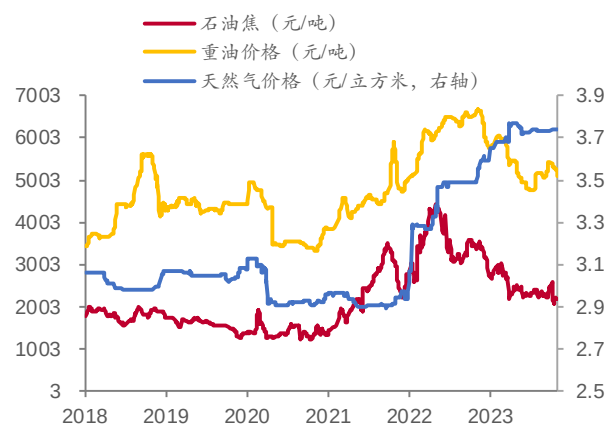
- 成本短期波动不改盈利修复趋势。**进入 23Q3, 玻璃原燃料成本出现一定波动, 其中纯碱价格自 23Q2 迅速回落后, 自 8 月底重启回升, 据百川盈孚, 23Q3 全国纯碱均价约 2636 元/吨, 季度环比+77 元/吨, 较上年同期-267 元/吨, 考虑到企业原料存在一定库存, 实际 23Q3 企业纯碱成本季度环比或略有下降。进入 23Q4, 随着纯碱检修季后产能逐步复产, 供需重归平衡下, 纯碱价格也自高位开始回落。我们通过测算, 截至 23 年 11 月初, 使用各燃料的浮法产线单箱盈利约 5-17 元/重箱 (仅代表测算值), 相较 23Q3 高位水平略有回落, 但我们预计随着纯碱价格下行, 浮法玻璃企业盈利有望得到较快修复。展望 23Q4, 我们预计随着成本改善, 浮法玻璃价格在维持韧性情况下, 仍有望保持较好水平。

图表 113: 全国重质纯碱均价 (元/吨)



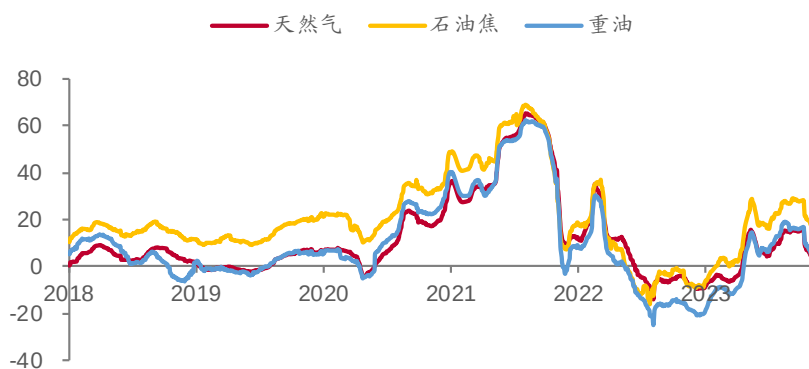
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 114: 浮法玻璃主要燃料价格走势 (元/吨、元/方)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 115: 各燃料产线浮法玻璃单箱净利测算 (元/重箱)

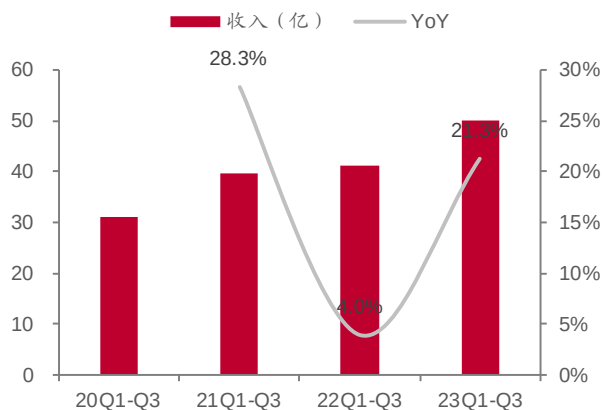


来源: Wind、卓创资讯、中泰证券研究所 (注: 假设企业原燃料库存为 1 个月)

4.2 药用玻璃: 盈利水平稳步改善, 模制瓶企业优势持续凸显

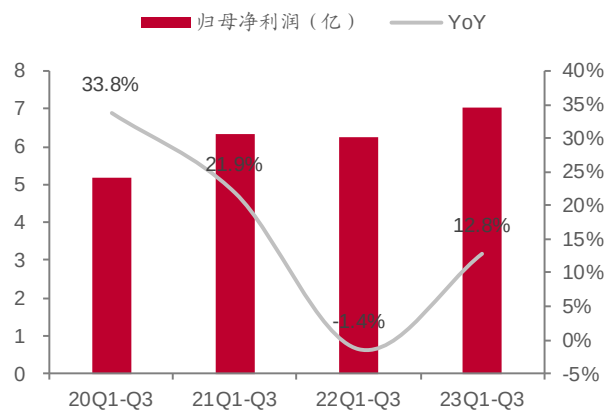
- **23Q3 收入业绩稳步增长, 龙头企业表现亮眼。**我们选取主营药用玻璃的 3 家上市公司作为样本, 包含山东药玻、力诺特玻、正川股份。23Q1-Q3 药用玻璃上市公司合计实现营收 50.0 亿, YoY+21.3%; 实现归母净利润 7.0 亿, YoY+12.8%; 23Q3 行业上市公司合计实现收入 17.0 亿, YoY+22.7%; 实现归母净利润 2.5 亿, YoY+23.9%。其中, 山东药玻中硼硅瓶持续放量, 产品升级+成本下降共振, 23Q3 盈利继续稳步改善。

图表 116：23Q1-Q3 药用玻璃上市公司营收 YoY+21.3%



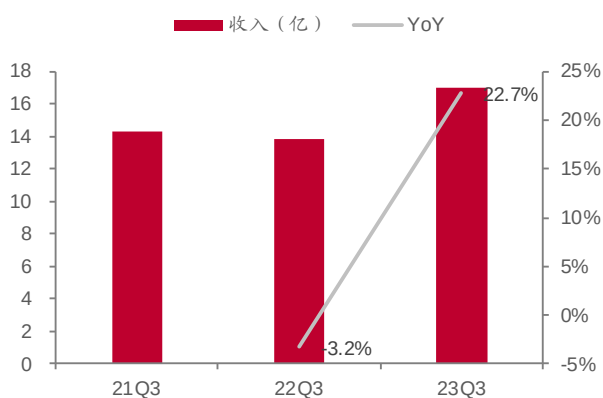
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 117：23Q1-Q3 药用玻璃上市公司净利 YoY+12.8%



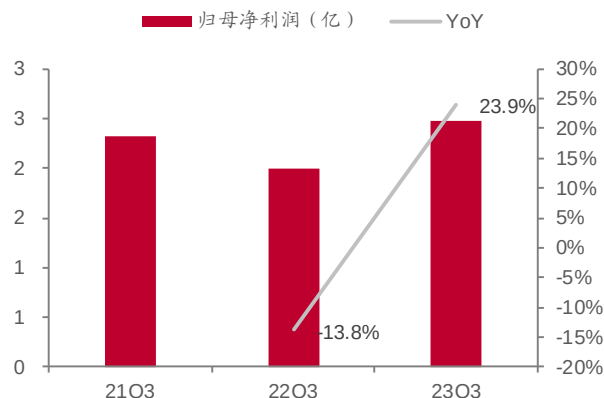
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 118：23Q3 药用玻璃上市企业营收 YoY+22.7%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 119：23Q3 药用玻璃上市公司归母净利润 YoY+23.9%



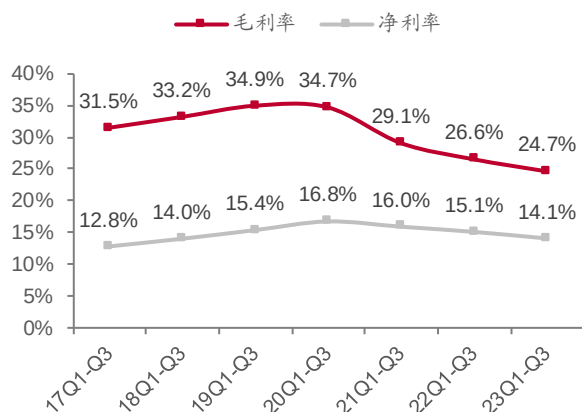
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 120：药用玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润 (亿)

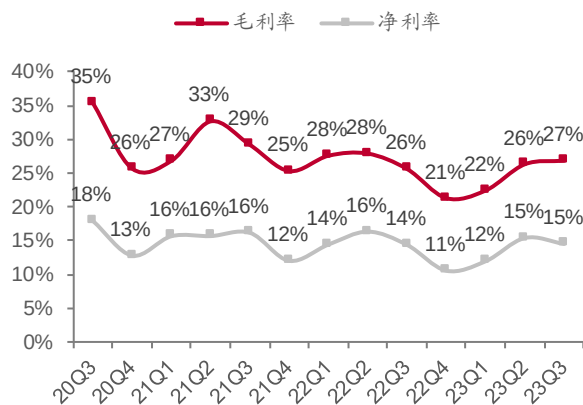
公司名称	23Q1-Q3收入 (亿)	收入 YoY	23Q1-Q3归母净利 (亿)	净利 YoY	23Q3收入 (亿)	收入 YoY	23Q3归母净利 (亿)	净利 YoY
山东药玻	36.4	23%	6.1	24%	12.5	24%	2.3	32%
力诺特玻	6.9	21%	0.5	-38%	2.3	18%	0.1	-46%
正川股份	6.7	13%	0.4	-16%	2.2	22%	0.1	178%

来源：Wind、中泰证券研究所

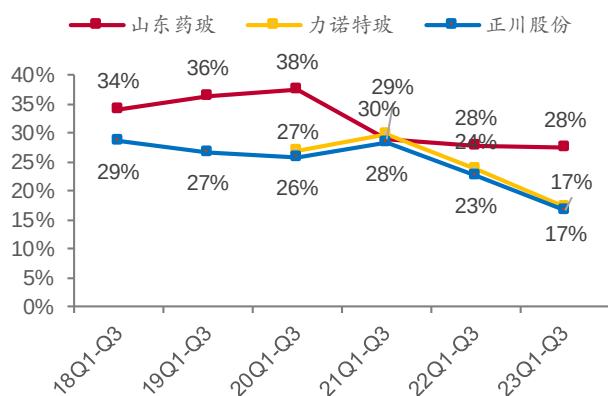
- **23Q3 盈利水平继续修复，模制瓶企业优势凸显。**从盈利水平上看，23年前三季度行业企业整体盈利水平同比仍有小幅下降，毛利率/净利率分别为 24.7%、14.1%，YoY-1.9pct、-1.1pct。23Q3 行业企业单季盈利水平环比小幅改善，毛利率/净利率分别为 26.8%、14.5%，环比+0.5pct、-0.9pct。由于模制瓶赛道集中度高，格局相对优异，23Q1-Q3 山东药玻盈利水平仍保持继续修复改善，与管制瓶生产企业力诺特玻、正川股份盈利水平差距进一步拉大。

图表 121: 药用玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)


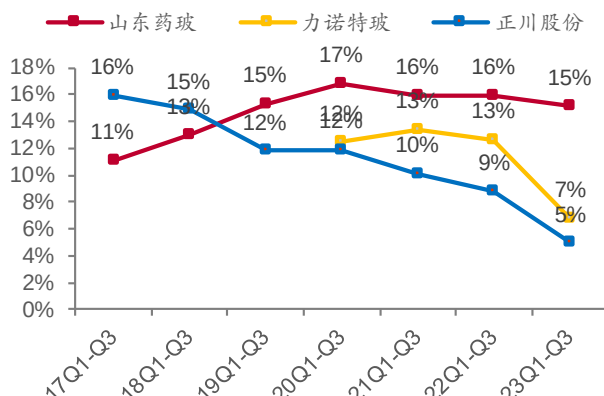
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 122: 药用玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)


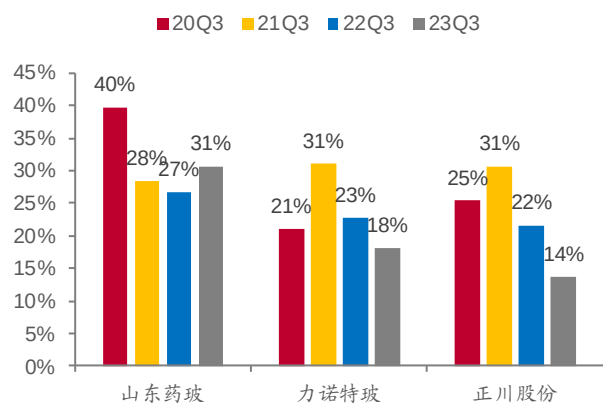
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 123: 药用玻璃公司毛利率水平对比 (%)


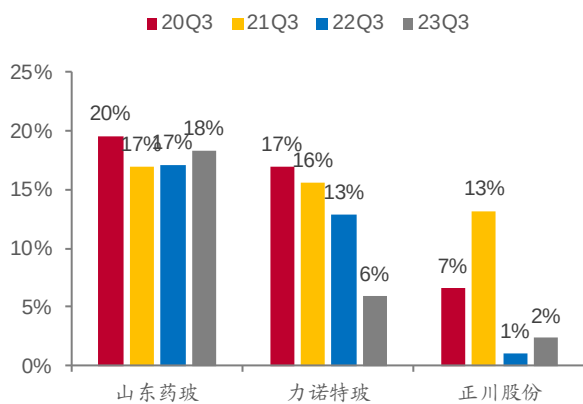
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 124: 药用玻璃公司净利率水平对比 (%)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 125: 药用玻璃单三季度公司毛利率水平 (%)


来源: Wind、中泰证券研究所

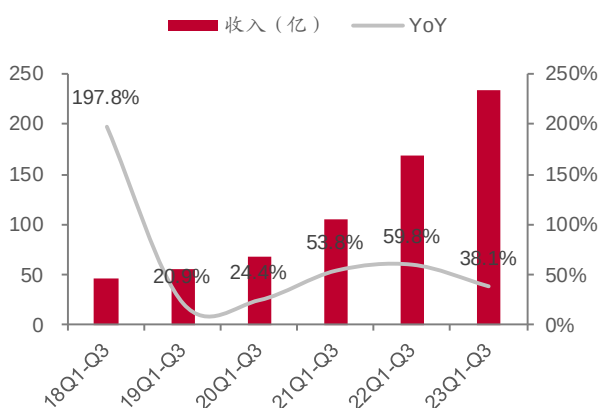
图表 126: 药用玻璃公司单三季度净利率水平 (%)


来源: Wind、中泰证券研究所

4.3 光伏玻璃：量增价升，行业盈利重回增长通道

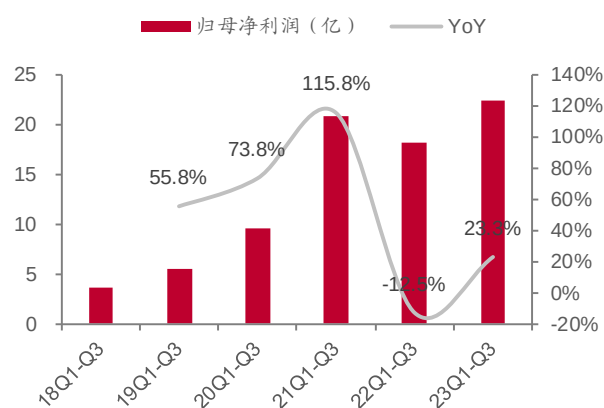
■ **光伏玻璃量增价升，23Q3 行业利润重回增长通道。**我们选取光伏玻璃行业上市公司作为样本，包含福莱特、凯盛新能、亚玛顿（信义光能未披露季报）。由于新增产能的大幅投产，23 年前三季度光伏玻璃上市公司合计实现营收 233.1 亿，YoY+38.1%；实现归母净利润 22.5 亿，YoY+23.3%；23Q3，行业样本上市公司合计实现收入 91.6 亿，YoY+59.6%；实现归母净利润 10.0 亿，YoY+87.7%。23Q3 随着光伏玻璃价格改善，以及成本压力缓解，行业企业盈利改善明显，同比重回上升通道。

图表 127：23Q1-Q3 光伏玻璃上市公司营收 YoY+38.1%



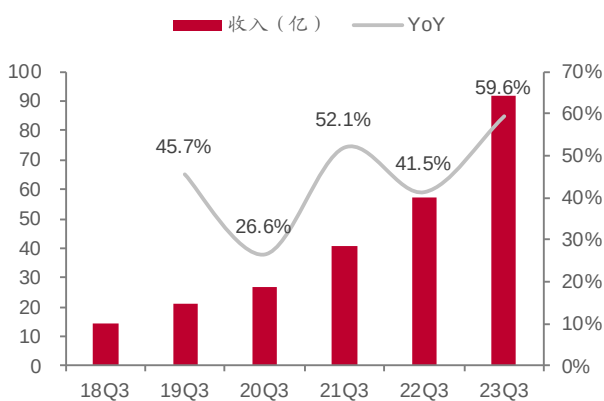
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 128：23Q1-Q3 光伏玻璃上市公司净利 YoY+23.3%



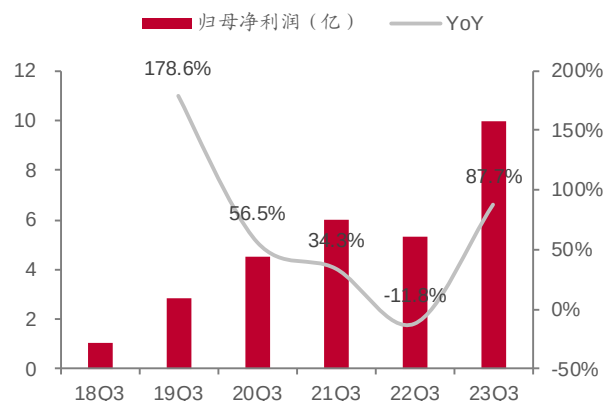
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 129：23Q3 光伏玻璃上市企业营收 YoY+59.6%



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 130：23Q3 光伏玻璃上市公司归母净利润 YoY+87.7%



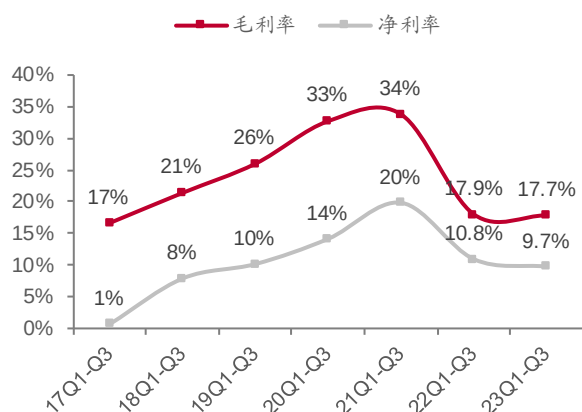
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 131: 光伏玻璃行业上市公司 23Q1-Q3 及 23Q3 收入/归母净利润 (亿)

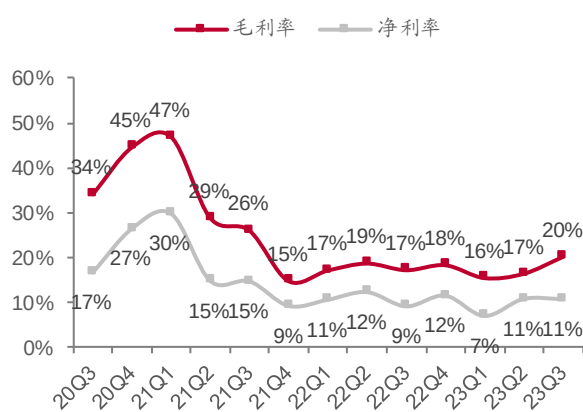
公司名称	23Q1-Q3收入 (亿)	收入 YoY	23Q1-Q3归母净利润 (亿)	净利 YoY	23Q3收入 (亿)	收入 YoY	23Q3归母净利润 (亿)	净利 YoY
福莱特	158.8	42%	19.7	31%	62.1	59%	8.8	76%
凯盛新能	47.3	40%	2.0	24%	19.5	92%	0.7	428%
亚玛顿	26.9	18%	0.8	20%	10.0	23%	0.4	171%

来源: Wind、中泰证券研究所

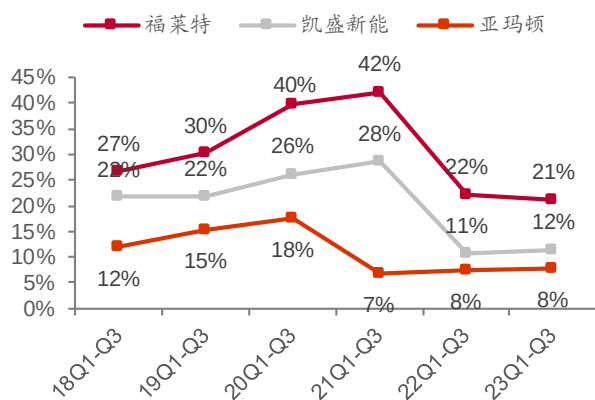
- **价格提升+成本下行, 盈利水平有所改善。**盈利水平上看, 23 年前三季度光伏玻璃行业盈利水平企稳, 毛利率/净利率分别为 17.7%、9.7%, YoY-0.1pct、-1.2pct。23Q3 光伏玻璃价格小幅修复, 成本下行下, 行业企业单季盈利水平环比有所改善, 实现毛利率/净利率分别为 20.3%、10.9%, 毛利率季度环比+3.7pct, 净利率季度环比持平。由于产品价格水平趋同, 企业核心竞争在于成本控制, 龙头企业福莱特毛利率及净利率水平较二线厂商仍平均高出近 10pct。随着产能规模扩增以及良率的提升, 未来二线厂商盈利水平也有望逐步与头部企业缩小差距。

图表 132: 光伏玻璃上市公司毛利率/净利率 (%)


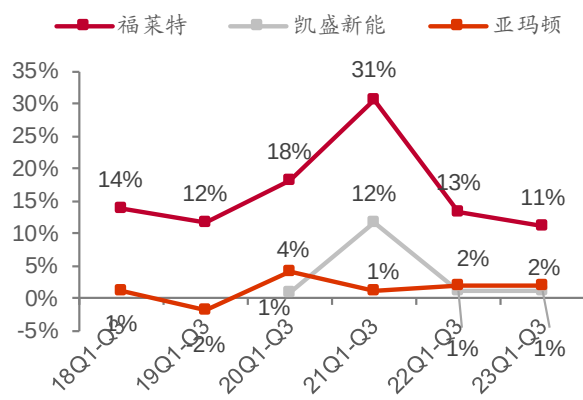
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 133: 光伏玻璃上市公司季度毛利率/净利率 (%)


来源: Wind、中泰证券研究所 (注: 不含信义光能)

图表 134: 光伏玻璃公司毛利率水平 (%)


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 135: 光伏玻璃公司扣非净利率水平 (%)


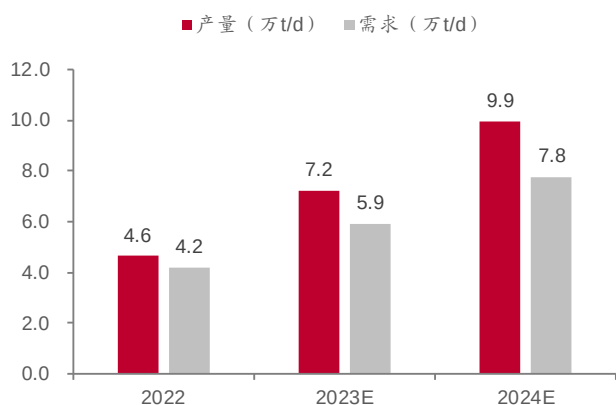
来源: Wind、中泰证券研究所

- 行业供给节奏有所放缓，光伏玻璃价格低位仍具向上弹性。目前光伏玻璃价格依旧处于周期底部区间，对于供给端，从企业投资意愿以及产能政策逐步收紧的趋势来看，实际落地产能节奏已出现一定程度放缓。伴随行业库存走低，光伏玻璃价格自8月底迎来底部上调。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已逐步缓解，光伏装机需求向好，光伏玻璃价格低位仍具向上弹性。价格反弹叠加成本下行，行业企业利润后续仍有望得到修复。

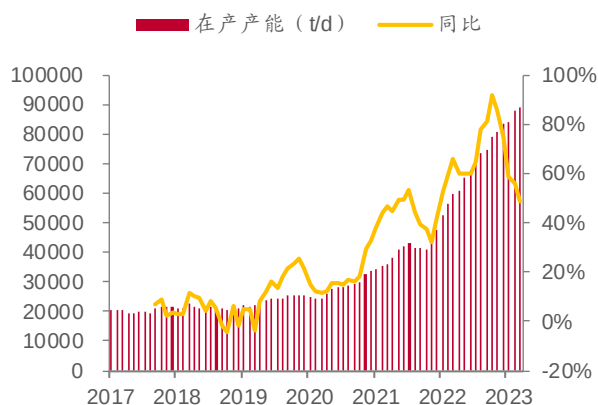
图表 136：23/24 年行业新增产能测算表 (t/d)

公司	22年底在产产能	2023年产能变动				2023年预计点火	2023年底在产产能	2023年有效产能	2024年预计点火	2024年底在产产能	2024年有效产能
		Q1	Q2	Q3	Q4E						
信义光能	19800	1000	1000	2000	3000	7000	26800	21133	5000	31800	29300
福莱特	19400	1200			2400	3600	23000	20200	4800	27800	25500
中建材系	6680		850		1200	2050	8730	7134	4800	13530	10230
南玻A	6270		1200			1200	7470	6670	2400	9870	8670
亿均耀能	4800	2400					7200	6200	2400	9600	8400
彩虹新能源	3200	(750)	1750	150	1000	2150	5350	3404		5350	5350
安彩高科	2600						2600	2600		2600	2600
金信集团	2590						2590	3090		2590	2590
旗滨集团	2200	1200	1200	2400	2400	7200	9400	3800	4800	14200	12200
亚玛顿	1950						1950	2200		1950	1950
金晶科技	650						650	650		650	650
其他	8640	3650	(650)	600		3600	12240	10648	1450	13690	12965
合计	78780	8700	5350	5150	10000	26800	107980	87730	25650	133630	120405
对应产量	46297							72333			99274
产量同比								56%			37%

来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所（注：产能点火后需爬坡4个月；并假设原片成品率80%，深加工成品率95%计算对应产量）

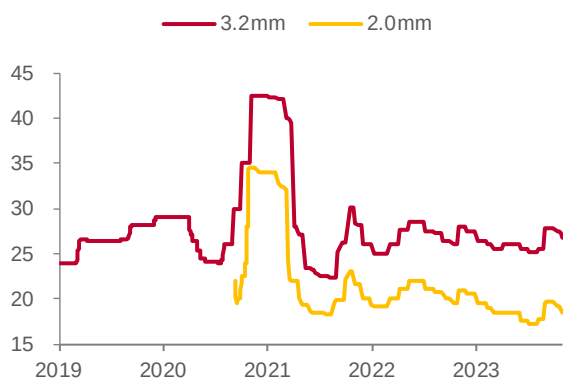
图表 137：2022-2024E 全球光伏玻璃供需 (t/d)


来源：卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

图表 138：国内光伏玻璃行业在产产能情况 (t/d)


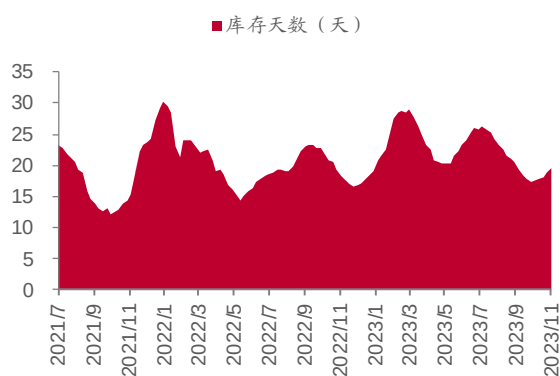
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 139: 3.2mm/2.0mm 光伏玻璃价格 (元/平)



来源: 卓创资讯、百川盈孚、中泰证券研究所

图表 140: 光伏玻璃行业库存天数情况 (天)



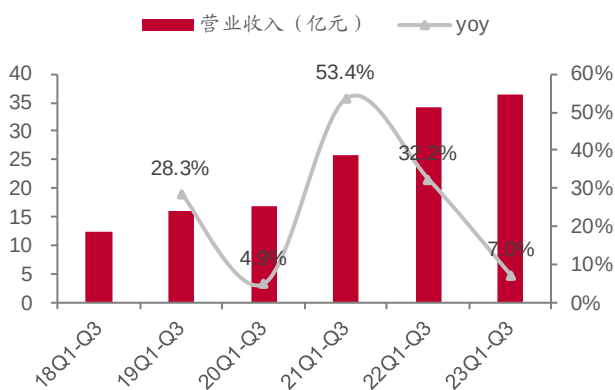
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

五、安全建材: 规模稳健增长, 行业迎景气前行

5.1 青鸟消防: 盈利能力显著提升, 高质成长阶段已至

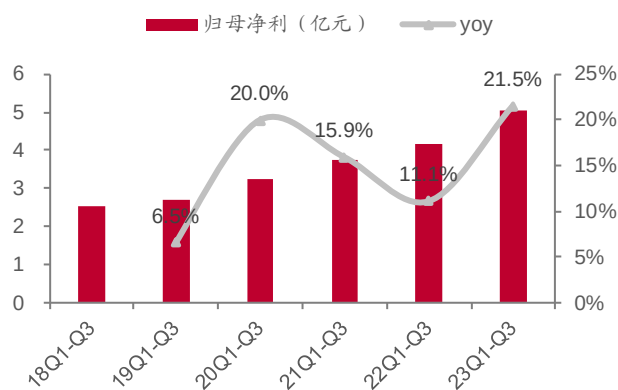
- **主业保持韧性, 新品持续开拓。**23Q1-Q3 青鸟消防实现营收 36.4 亿, 同比+7.0%, 实现归母净利润 5.1 亿, 同比+21.4%。23Q3 实现营收 13.9 亿, 同比+2.6%; 实现归母净利润 2.2 亿, 同比+21.6%。公司 23Q3 毛利率 40.8%, 同比+5.3pct, 环比+4.9pct; 实现净利率 16.7%, 同比+3.0pct, 环比+1.4pct。细分来看, 久远和海外品牌持续快增, 疏散平稳增长, 23 前三季收入稳增。多措并举降本增效, 23Q3 毛利率同比+5.33pct。持续推动品牌、研发、渠道和市场拓展投入, 23Q3 期间费用率同比+3.93pct。高质成长阶段锚定稳健增长目标, 青鸟发展进入新阶段。

图表 141: 青鸟消防 23Q1-Q3 营业收入同比+7.0%



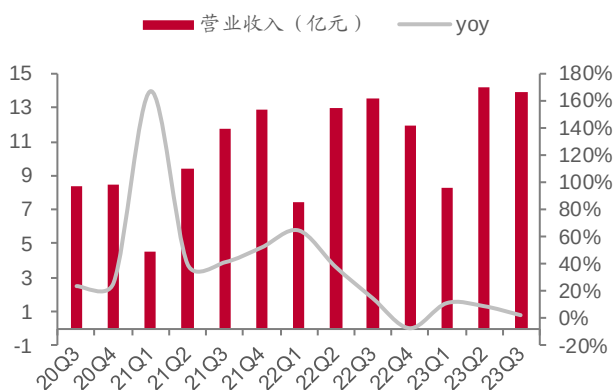
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 142: 青鸟消防 23Q1-Q3 归母净利润同比+21.5%



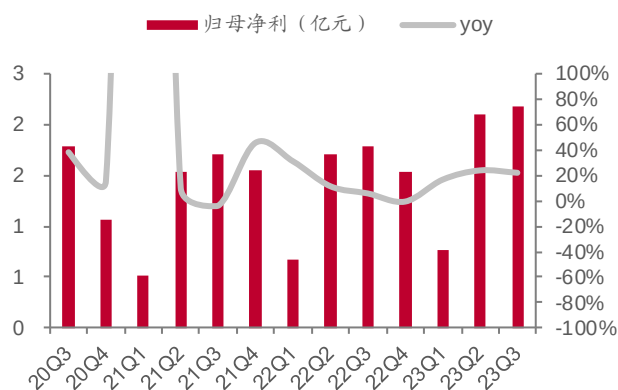
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 143: 青鸟消防 23Q3 营业收入同比+2.6%



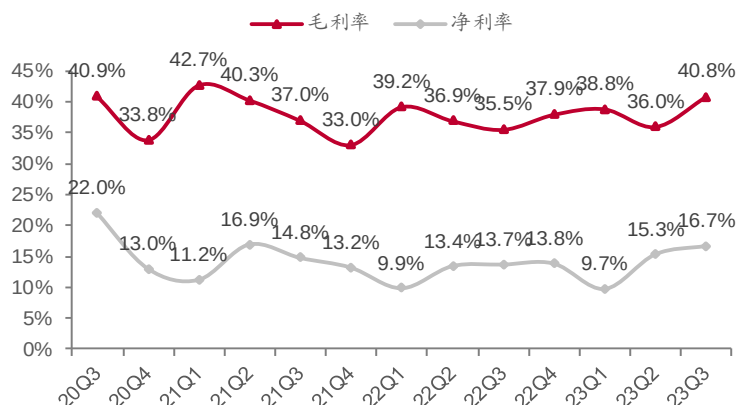
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 144: 青鸟消防 23Q3 归母净利润同比+21.6%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 145: 青鸟消防单季度毛利率及净利率情况



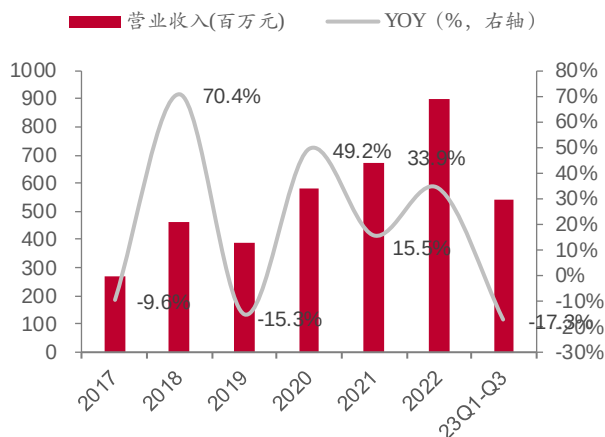
来源: Wind、中泰证券研究所

5.2 建筑减隔震: 龙头主动控规模, 静待资金压力缓解推动行业上行

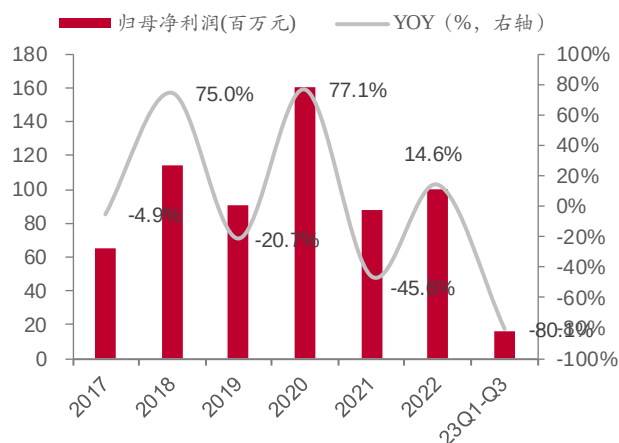
- 当前阻碍立法落地扩容的症结在项目资金压力问题, 上半年技术导则发布希望对行业产生积极影响。当前建筑减隔震行业立法扩容逻辑暂未体现在龙头收入业绩层面主要原因主要为: ① 隔震项目核心应用场景在学校、医院等“八大类”建筑, 项目落地需地方政府财政资金支持, 资金压力致短期需求延后落地; ② 下游资金压力下, 公司或严控部分存在潜在回款问题的订单项目; ③ 重点监视防御区应用减震产品居多, 价格竞争更为激烈, 且前期配套技术导则未落地影响政策执行效果, 上半年《基于保持建筑正常使用功能的抗震技术导则》已经发布, 伴随后续各地宣贯落实, 立法执行效果有望加强, 减震单平产值有望提升。
- 企业层面龙头亦有主动控规模举措, 收入增长放缓。2023 年前三季度行业龙头震安科技实现收入 5.4 亿元, 同比-17.3%, 我们预计从订单情况来看已经在逐季度好转, 单三季度收入规模也已经恢复至 2.1 亿的正常水平, 但规模角度仍为爆发式增长。究其原因除了资金压力影响项目进展以外, 龙头出于对现金流的重视, 加强项目质量管控预计也影响企业的扩张步伐。我们

认为龙头主动控规模虽然短期影响收入端释放节奏，但企业经营更加稳健，在资金短缺压力在产业链条传导过程中，仍旧保持自身经营质量，考虑当前增发国债推出且重点在减灾抗灾领域，是行业核心市场，后续行业面临的资金压力有望逐步缓解，企业规模有望重回增长步伐。

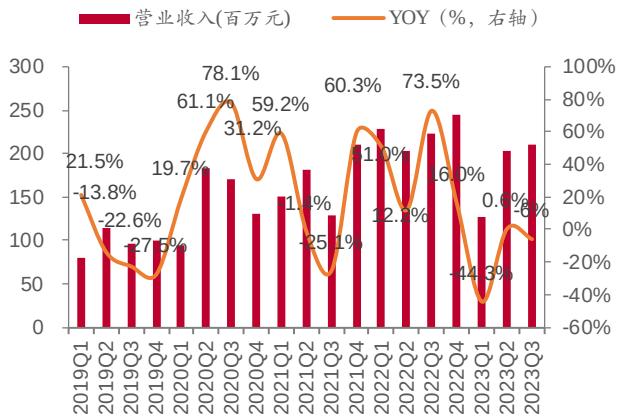
- **企业业绩短期承压，减值计提进一步压缩利润空间。**2023 年前三季度震安科技毛利率为 37.4%，同比-5.3%；23Q3 毛利率 33.4%，同比-9.5pct，环比 Q2 为-8.0pct，主要受到新工厂建成计提折旧及低毛利率项目占比提升影响。23 年前三季度公司期间费用率 30.4%，同比+7.8pct，预计主要受职工薪酬、可转债利息费用、研发投入增加叠加收入下滑影响。2023 年前三季度公司净利率为 3%，同比-9.1%；单三季度公司净利率为 0.4%，同比-10.5pct，除成本及费用端影响以外，主要系资金压力下下游客户账期延长，导致公司应收款减值计提增加所致。

图表 146: 23Q1-Q3 震安科技营收同比-17.3%


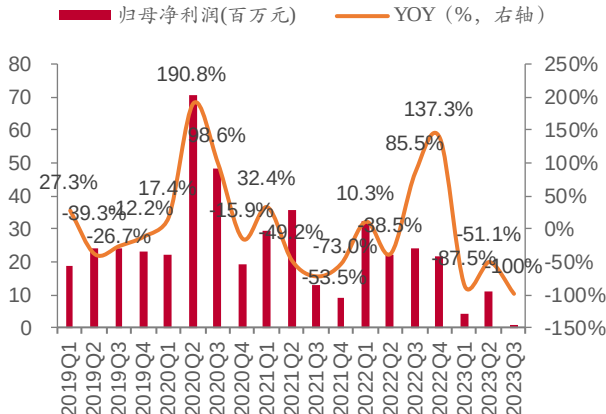
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 147: 23Q1-Q3 震安科技归母净利润同比-80.1%


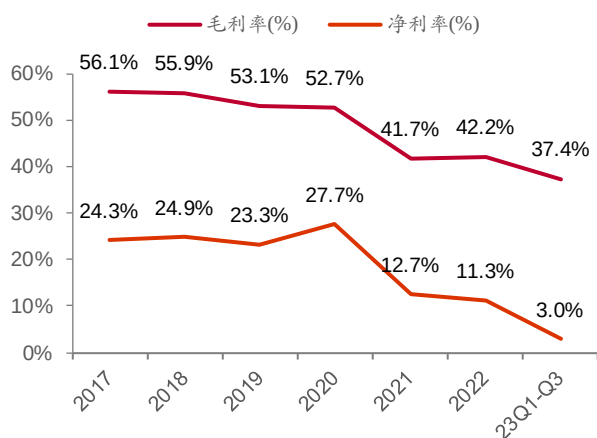
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 148: 23Q3 震安科技营收同比-5.8%


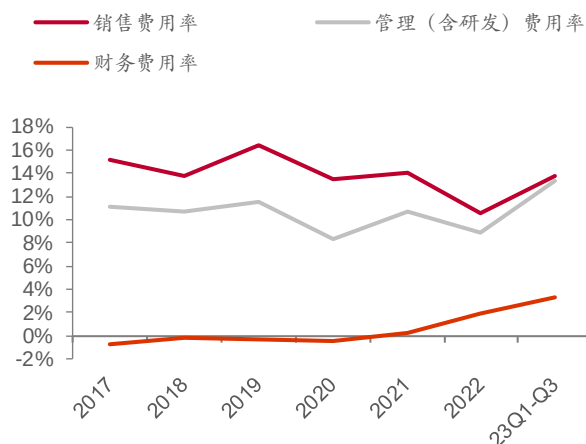
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 149: 23Q3 震安科技归母净利润同比-99.6%


来源: Wind、中泰证券研究所

图表 150: 23Q1-Q3 震安科技毛利率 37.4%，同比 -5.3pct


来源: Wind、中泰证券研究所

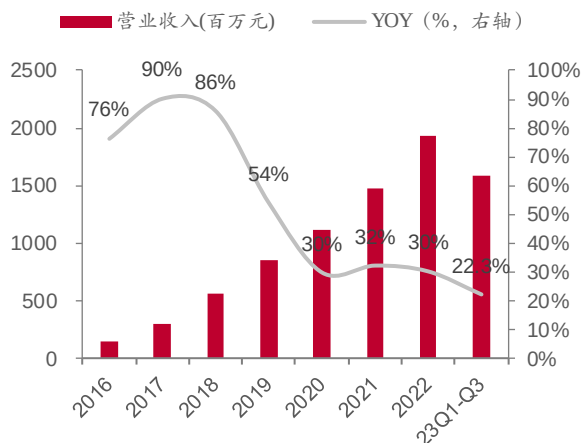
图表 151: 23Q1-Q3 震安科技费用率 30.4%，同比 +7.8pct


来源: Wind、中泰证券研究所

5.3 建筑模板：龙头维持规模增长，爬架业务短期拖累业绩

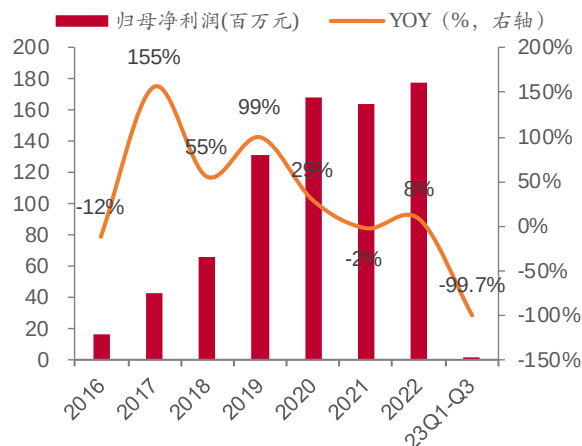
- **行业调整换挡，但龙头依托市占率提升仍实现规模增长。**从行业层面来看，虽然地产景气下行对行业需求有影响，反映到行业体现为竞争加剧和价格下滑，但是在经营压力下，行业也在面临加速出清，龙头也迎来进一步提升市占率的机会，同时叠加“铝代木”渗透率提升，龙头企业在地产新开工大幅下滑背景下实现增长。2023 年前三季度志特新材收入同比+22.3%，预计境内铝模业务实现相对稳健增长；境外铝模业务预计实现快速增长，正开始贡献收入弹性；“1+N”服务落地方面，此前地方技改要求叠加行业竞争加剧，业务发展及外租情况短期仍显著放缓，装配式预制件业务预计仍旧维持较快速增长。
- **行业经营业绩压力加大，期待龙头底部率先突围。**2023 年前三季度志特新材毛利率 24.3%，同比-7.8pct，我们认为毛利率下降原因主要有几个方面：① 铝模行业在需求压力下竞争加剧，影响毛利率水平；② 装配式预制件、废料等毛利率较低业务占比提高拖累综合毛利率水平；③ 地方技改要求影响下爬架外租减少而折旧成本按年限持续计提对业绩拖累较大。2023 年前三季度公司期间费用率 22.2%，同比+3.8pct，可转债利息支付增加、营销队伍建设、研发投入、厂内闲置爬架折旧计入管理费用等预计均对费用水平有影响。2023 年前三季度公司净利率为 0.6%，同比-9.7pct；当前下游普遍面临资金压力，账龄延长，对应公司信用减值显著增加，进一步压缩利润水平。当前是行业压力较大时期，更加凸显铝模板生产租赁业务模式中对成本费用管控的高要求，也是企业能够率先突围的核心竞争因素，看好龙头志特新材进一步完善优化全流程管理，释放利润空间，夯实未来增长基础。

图表 152: 23Q1-Q3 志特新材营业收入同比+22.3%



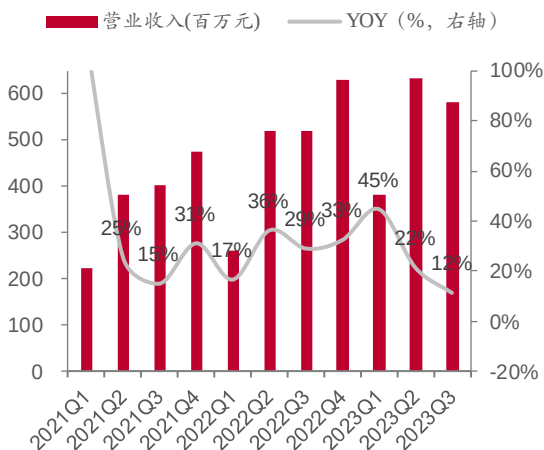
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 153: 23Q1-Q3 志特新材归母净利润同比-99.7%



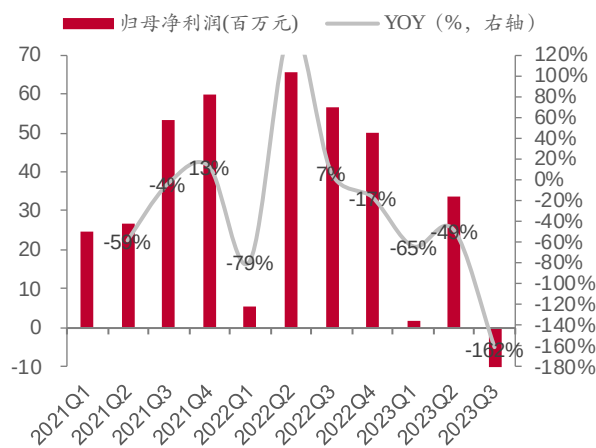
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 154: 23Q3 志特新材营收同比+11.6%

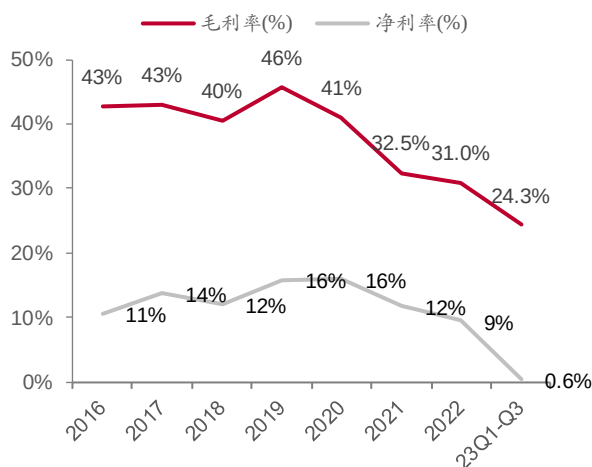


来源: Wind、中泰证券研究所

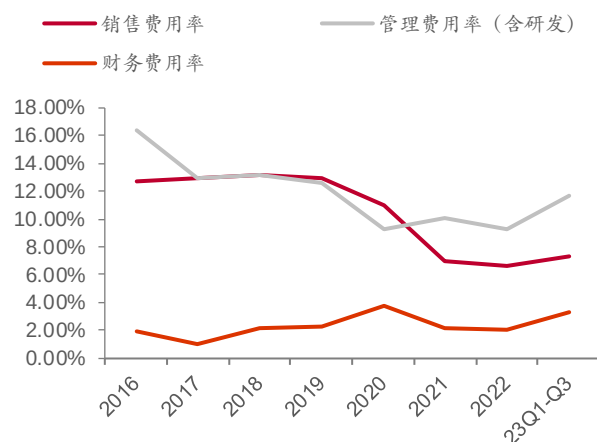
图表 155: 23Q3 志特新材归母净利润同比-162.1%



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 156：23Q1-Q3 志特新材毛利率 24.3%，同比-7.8pct


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 157：23Q1-Q3 志特新材费用率 22.2%，同比+3.8pct


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

- **品牌建材：**展望 23Q4，板块企业业绩将继续修复：1）22Q4 在公共卫生事件以及地产不景气下，板块收入和利润端皆呈现较低基数，23Q4 业绩同比恢复有优势；2）政策改善产业链预期，有助于产业链正常运转的修复，需求端不悲观；3）原材料降本红利将继续释放，但同比优势缩窄；4）企业渠道转型、新品培育以及内部降本增效的效果将持续显现。短期看，部分龙头企业在 Q3 业绩不及预期及地产销售恢复不及预期之下股价超跌，但当前业绩修复路径已明晰，龙头对新需求形势应对更早，转型见效也更快，基本面修复确定性高。结合以上观点，考虑估值性价比匹配，我们推荐北新建材、东方雨虹、伟星新材、三棵树、坚朗五金、蒙娜丽莎、科顺股份、亚士创能、公元股份等，关注箭牌家居、中国联塑、东鹏控股等。
- **玻纤：**供给端，预计 24 年粗纱仍有压力，电子纱整体可控；从需求端来看，预计 24 年玻纤需求保持稳健增长，关注光伏边框、风电、新能源汽车等新兴领域拉动。当前时点，我们判断行业尾部厂商已处于不同程度亏损，粗纱、电子纱正逐步筑底；受益于产品结构高端化，龙头企业底部竞争优势有望扩大，持续重点推荐玻纤龙头中国巨石、中材科技、长海股份、山东玻纤。
- **水泥：**需求退潮后错峰趋严亦难阻价格快速下行，预计 6-8 月淡季行业内大量企业已经难以盈利。但从 2023 年三季报表现来看，头部企业依托各自成本管控、区域格局、非水泥业务扩张等优势支持下，在行业低谷抬升盈利中枢，保持极强韧性。9 月中旬进入传统旺季，华东/华中引领各区域价格提涨，同时叠加煤价上涨因素，后续跟涨区域及提涨频次有望进一步扩大，期待价格回暖及政策持续落地促板块及龙头企业估值及业绩修复。推荐海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团，

建议关注中国建材、天山股份、万年青。减水剂看基建拉动+市占率提升+功能性材料打开成长空间，推荐龙头α突出的苏博特，建议关注垒知集团。

- **浮法玻璃：**我们预计在当前价格下，行业普白品种保持一定盈利水平。展望后市，竣工需求持续景气、成本中枢下移下，行业企业盈利修复确定性仍相对较好。重点推荐旗滨集团，建议关注信义玻璃、南玻 A等。
- 药用玻璃：**一致性评价+集采稳步推进下，中硼硅升级放量可期，关联审批制度下，行业加速向头部集中。从赛道看，模制瓶参与者有限，竞争格局优异；管制瓶受益玻管国产替代突破，盈利水平有望提升。重点推荐模制瓶龙头山东药玻，建议关注力诺特玻。
- 光伏玻璃：**硅料成本下降释放行业需求望阶段性推动价格修复，产能规模扩增及产品良率提升有利改善企业盈利水平，龙头企业设备自研+硅砂自供+良率优异充分保障竞争优势。推荐旗滨集团，建议关注福莱特、信义光能、南玻 A、凯盛新能。
- **安全建材板块持续推荐青鸟消防、震安科技、志特新材。**
 - 1) 青鸟消防：作为消防报警龙头，内生+外延高速增长。强研发+高效渠道+芯片自给+强品牌综合竞争力强大，已全面布局疏散、工业消防报警等潜力高增赛道，公司定增成功落地，中集集团作为产业资本成第三大股东，将在工业、储能和海外市场等多个方向赋能公司发展。公司发布新一轮激励锚定稳健增长目标，护航青鸟新发展阶段高质成长。
 - 2) 震安科技：预计立法打开建筑减隔震 15 倍市场空间，震安是核心受益。立法落地受财政压力等扰动因素影响，节奏放缓但不会缺席，静待订单落地推动业绩释放。
 - 3) 志特新材：行业当前处铝模渗透率提升+小企业加速出清时期，公司具备强管理和优服务等优势，在国内外布点扩产和品类延伸支持下市占率有望持续提升，中长期具备成长性。伴随 23Q1 爬架业务业绩拖累影响消退，后续公司业绩望逐步好转。

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。
- **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。
- **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。