

## 关注优质和龙头超跌和基建相关的估值修复

### ——建筑材料行业 2018 年中报综述

2018 年 9 月 2 日

中性/维持

建筑材料 | 财报综述

赵军胜 分析师

执业证书编号：S1480512070003

邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn 电话：010-66554088

#### 事件：

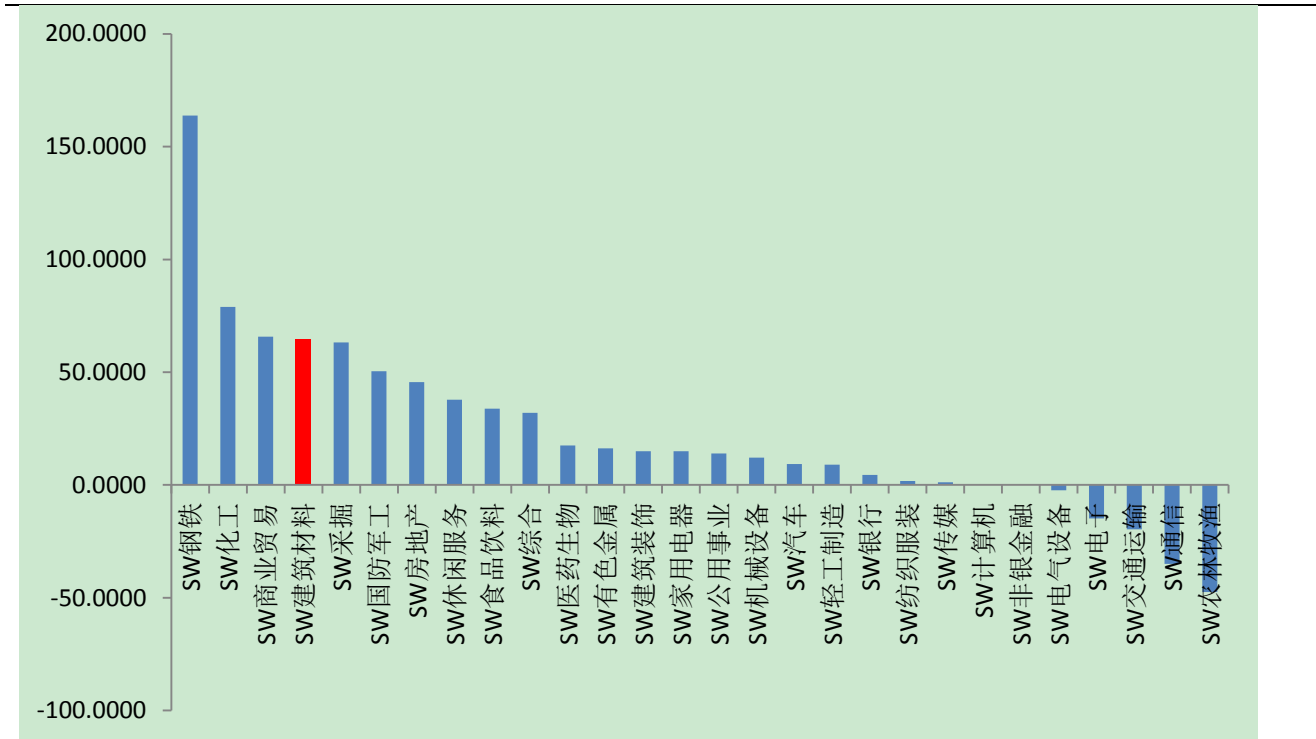
截止 2018 年 8 月 31 日，建材行业上市公司 2018 年中报公布完毕，我们按照申万建筑材料行业的子行业分类样本作为分析样本板块，对行业中报情况进行分析。

#### 观点：

##### 1. 建材板块第 2 季度营业和利润增速双降。

申万建筑材料板块 2018 年第 2 季度实现营业收入为 1104.77 亿元，同比增长 25.35%，较 2018 年第 1 季度同比增速降低 2.95 个百分点；营业利润为 236.56 亿元，同比增长 64.65%，较 2018 年第 1 季度同比增速降低 133.77 个百分点。2018 年第 2 季度营业利润同比涨幅在申万分类的 28 个行业中居涨幅榜的第 4 位。

图 1：2018 年第二季度建材行业上市公司营业利润增长排名情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

2018 年第 2 季度建材板块营业利润增速较 2018 年第 1 季度大幅下滑，除玻璃外像水泥、管材、耐火材料和其他建材板块等均拖累板块营业利润增速下降，其中水泥板块 2 季度营业利润增速同比降低 161.83 个百分点，管材板块营业利润增速同比降低 222.08 个百分点，耐火材料板块营业利润增速下降 11.38 个百分点，

其他建材板块 2 季度营业利润增速同比降低 199.80 个百分点。

建材板块 2018 年第 2 季度毛利率为 33.03%，同比增加 5.61 个百分点，较第 1 季度同比增加 6.12 个百分点收窄 0.51 个百分点。毛利率绝对值环比提升的同时剔除季节性因素后行业的盈利下降幅度有所减缓。

2018 年度第 2 季度建材板块销售费用率为 4.32%，同比下降 0.15 个百分点，较 2018 年第 1 季度同比降幅 0.70 个百分点，收窄 0.17 个百分点。2018 年第 2 季度管理费用率为 5.56%，同比下降 0.35 个百分点，较 2018 年第 1 季度同比降幅 1.51 个百分点，收紧 1.16 个百分点。财务费用率为 1.54%，同比下降 0.77 个百分点，较 2018 年第 1 季度同比降幅 0.90 个百分点，收紧 0.13 个百分点。由于销售费用率、管理费用率和财务费用率降幅同时收窄，期间费用率为 11.42%，同比下降 1.27 个百分点，较 2018 年第 1 季度同比降幅收紧 1.46 个百分点。

2018 年 2 季度建材板块的固定资产周转率为 0.48 次，较去年同期提升 0.24 次，同比改善幅度较 2018 年第 1 季度下降 0.01 次。环保政策趋严使得 2018 年 2 季度运转率同比改善的幅度较 2018 年第 1 季度减弱。

2018 年 2 季度净资产收益率为 5.75%，同比提高 1.95 个百分点，增幅较 2018 年第 1 季度提高 0.52 个百分点。在建材板块营收和营业利润出现双降，净资产收益率的提升且资产负债率下降的情况下反映了板块供给端的因素对于行业的影响较好。随着建材板块行业结构逐步改善，成本压力向下游转移，建材板块公司的盈利水平将持续向好。

## 2. 水泥板块限产和产能控制等供给端影响价格保持行业景气度持续向上改善态势。

水泥板块 2018 年第 2 季度营业收入为 604.59 亿元，同比增长 31.73，同比增速较 2018 年第 1 季度提高 2.29 个百分点；营业利润为 187.03 亿元，同比上升 87.95%，同比增速较 2018 年第 1 季度降低 161.83 个百分点。2018 年第 2 季度全国水泥产量为 6.21 亿吨，同比下降 7.63%，同比变化较 2018 年第 1 季度扩大 3.13 个百分点；水泥销量为 6.10 亿吨，同比下降 6.89%，同比变化较 2018 年第 1 季度收窄 8.15 个百分点。同时，2018 年第 2 季度全国各城市平均市场价格为 421.70 元/吨，同比提高 31.55%，同比增幅较 2018 年第 1 季度扩大 5.50 个百分点。由于价格增幅上涨，产量和销量的降幅收缩，导致 2018 年 2 季度水泥板块营业收入增速较 2018 年第 1 季度同比增速有所上升。

2018 年第 2 季度水泥板块毛利率为 41.03%，同比上升 10.47 个百分点，较第一季度同比增加 10.65 个百分点收窄 0.18 个百分点。2018 年 2 季度煤炭价格的同比上涨幅度高于水泥的价格同比的涨幅，水泥煤炭价差的同比改善幅度收窄，虽然毛利率绝对值环比提升，但是剔除季节性因素后行业的盈利改善幅度有所下降。

2018 年第 2 季度销售费用率为 4.01%，同比下降 0.59 个百分点，下降幅度较 2018 年第 1 季度收窄 0.10 个百分点；管理费用率为 4.81%，同比下降 1.04 个百分点，下降幅度较 2018 年第 1 季度收窄 1.64 个百分点；财务费用率为 1.72%，同比下降 1.21 个百分点，同比降幅较 2018 年第 1 季度收窄 0.04 个百分点。销售费用率、管理费用率和财务费用率降幅均收窄，期间费用率为 10.54，同比下降 2.84 个百分点，同比降幅较 2018 年第 1 季度收窄 1.87 个百分点。

2018 年 2 季度水泥板块的固定资产周转率为 0.27 次，较去年同期降低 0.11 次，同比改善幅度较 2018 年第 1 季度下降 0.31 次。在协同、环保限产以及淡季的停产等的情况下对水泥窑的运转产生一定的抑制作用，影响到 2018 年 2 季度运转率同比改善的幅度较 2018 年第 1 季度减弱。

2018 年 2 季度净资产收益率为 7.56%，同比提高 3.27 个百分点，增幅较 2018 年第 1 季度提高 1.17 个百分点。在产能淘汰和产能被严格控制的情况下，行业的盈利水平仍处于逐步的改善当中。因此我们也可以看出

当前水泥行业景气度的提升，随着需求端的边际改善幅度变弱的情况下，由于供给端的影响水泥行业的景气度改善幅度仍处于不断地向上态势当中。

### 3. 玻璃板块营收增速向上、毛利率同比改善增强和期间费用率增幅收窄带动营业利润增速持续改善超预期。

**销量因素推动营业收入增速继续改善。**玻璃板块 2018 年第 2 季度营业收入为 91.84 亿元，同比增长 11.35%，同比增幅较 2018 年第 1 季度同比增幅扩大 2.51 个百分点。在玻璃销量的同比增速向上的带动下，营业收入二季度增速持续向上。2018 年第 2 季度玻璃销量为 1.57 亿重量箱，同比上升 2.65%，同比增速比 2018 年第 1 季度扩大 3.71 个百分点。全国浮法玻璃加权价格 2018 年第 2 季度均价为 70.86 元/重量箱，同比增长 1.92%，增幅较 2018 年 1 季度同比增速下降 8.11 个百分点。随着行业景气度的提升，行业景气水平处于较好态势当中，这使得玻璃产能点火和复产的积极性增加，使得玻璃板块产销量上升，带动行业营业收入增速继续向上。

**毛利率改善增强和期间费用率同比增幅收窄使得营业利润增速持续向上。**2018 年第 2 季度玻璃板块营业利润为 9.39 亿元，同比提高 25.52%，同比增幅较 2018 年第 1 季度改善 12.86 个百分点。第 2 季度营业利润增速的继续向上主要得益于营业收入增长的带动以及期间费用率同比增幅的收窄。

2018 年第 2 季度玻璃板块毛利率为 24.95%，同比提高 5.57 个百分点，较第一季度同比提高 4.66 个百分点扩大 0.91 个百分点。2018 年第 2 季度重油福建新疆和镇海平均价格为 3099 元/吨，同比增长 16.22%，增幅较 2018 年第 1 季度降低 9.32 个百分点；全国重质和轻质纯碱第 2 季度平均价格为 1960 元/吨，同比上升 15.18%，增幅较 2018 年第 1 季度增加 29.16 个百分点。在重油和天然气等玻璃原材料价格同比涨幅收窄和玻璃产能利用率提升的情况下，虽然纯碱价格同比涨幅扩大，但玻璃板块毛利率仍在进一步的改善当中。

2018 年第 2 季度玻璃板块期间费用率为 13.95%，同比提高 2.84 个百分点，增幅较第 1 季度略有收窄 0.38 个百分点。其中第 2 季度销售费用率为 2.88%，同比上升 0.56 个百分点，涨幅较 2018 年第 1 季度扩大 0.19 个百分点，管理费用率为 8.09%，同比上升 1.41 个百分点，涨幅较 2018 年第 1 季度收窄 1.19 个百分点；财务费用率为 2.98%，同比上涨 0.87 个百分点，涨幅较 2018 年第 1 季度扩大 0.62 个百分点。主要是管理费用率的涨幅收窄使得期间费用率增幅较 1 季度出现下降，这和企业行业景气度较好的情况下管理费用的控制较好。

2018 年第 2 季度玻璃板块的固定资产周转率为 0.28 次，同比下降 0.18 次，降幅较 2018 年第 1 季度收窄 0.05 次，随着行业景气度的提升带来产能的控制力度的逐步减弱。从横向看玻璃板块的固定资产周转率和水泥板块的相当。2018 年 2 季度玻璃板块的净资产收益率为 2.58%，同比提高 0.23 个百分点，增幅较 2018 年第 1 季度提高 0.01 个百分点，净资产收益率保持继续改善的态势当中。

### 4. 管材板块营业增速向下、毛利率同比改善变弱和期间费用率降幅收窄，营业利润水平增速二季度回落

管材板块 2018 年第 2 季度营业收入为 53.75 亿元，同比增加 18.22%，增幅较 2018 年第 1 季度下降 6.87 个百分点；营业利润为 6.65 亿元，同比上升 53.17%，增幅较 2018 年第 1 季度降低 222.08 个百分点。

2018 年第 2 季度管材板块毛利率为 29.09%，同比提高 0.48 个百分点，较第一季度的同比提高 0.77 个百分点收窄 0.29 个百分点。销售费用率为 7.66%，同比下降 0.76 个百分点，降幅较第 2018 年第 1 季度扩大 0.11 个百分点；管理费用率为 8.24%，同比降低 0.62 个百分点，降幅较 2018 年第 1 季度收窄 0.82 个百分点；财务费用率为 0.93%，同比下降 0.11 个百分点，降幅较 2018 年第 1 季度收窄 0.02 个百分点。除销售费用率降幅扩大外，管理费用率和财务费用率降幅收窄，期间费用率为 16.83，同比下降 1.49 个百分点，同比降幅较 2018 年第 1 季度收窄 0.72 个百分点。

2018年2季度管材板块的固定资产周转率为0.81次，较去年同期提高0.19次，同比改善幅度较2018年第一季度提高0.04次。2018年2季度净资产收益率为3.16%，同比提高1.63个百分点，增幅较2018年第一季度提高0.60个百分点。

#### 5. 耐火板块毛利率和净资产收益率同比改善增强，龙头公司表现好

耐火材料板块2018年第2季度营业收入为34.64亿元，同比增加36.72%，同比增幅较2018年第一季度降低17.10个百分点；主要原因是北京利尔、瑞泰科技、太空智造和恒通科技的同比增速下降所致。2季度营业利润为3.58亿元，同比上涨122.11%，涨幅较2018年第一季度下降11.38个百分点，板块中除了濮耐股份和北京利尔增速改善外，其他均下降。尽管由于耐材下游总体需求旺盛和下游企业高景气度，但是在行业启动初期龙头和优质公司的改善受益较大。

2018年第2季度耐火材料板块毛利率为31.86%，同比提升1.39个百分点，同比增幅较2018年第一季度扩大3.90个百分点，也主要是瑞泰科技、北京利尔和濮耐股份等耐材公司影响所致。

2018年第2季度销售费用率7.84%，同比下降1.79个百分点，同比变化较2018年第一季度收窄0.75个百分点。管理费用率9.72%，同比增加0.31个百分点，同比增幅较2018年第一季度扩大2.06个百分点。财务费用率为0.79%，同比降低2.15个百分点，同比降幅较2018年第一季度扩大2.18个百分点。耐火材料板块财务费用率降幅扩大，销售费用率和管理费用率同比改善向好影响期间费用率为18.35，同比下降3.63个百分点，同比降幅较2018年第一季度收窄0.64个百分点。

2018年2季度耐火材料板块的固定资产周转率为1.21次，较去年同期提高0.48次，同比改善幅度较2018年第一季度下降0.17次，也就是说二季度行业景气提升并没有让同比改善的力度增强。其他因素影响净利润增速和资产端的调整使得2018年2季度净资产收益率为3.01%，同比提高1.63个百分点，增幅较2018年第一季度提高0.60个百分点。

#### 5. 其他建材（不包含耐火材料和管材）毛利率、期间费用率同比一降一升，营业利润大幅下滑

其他建材板块2018年第2季度营业收入为319.95亿元，同比上升18.90%，同比增速较2018年第一季度下降13.07个百分点；营业利润为29.91亿元，同比降低2.66%，同比增幅较2018年第一季度降低199.80个百分点。2018年2季度房地产投资增速为9.33%，较1季度小幅下降，基建投资增速也持续下降，需求端的影响如果供给端不能够成为对冲因素的话，行业景气度的持续改善将产生抑制力。

2018年第2季度其他建材板块毛利率为21.02%，同比降低1.43个百分点，较第一季度同比上涨2.07个百分点，降低3.50个百分点。2018年第2季度期间费用率为10.70%，同比提升0.95个百分点，同比增幅较2018年第一季度扩大2.27个百分点。其中，销售费用率为4.40%，同比提高0.48个百分点，同比增幅较2018年第一季度扩大0.81个百分点；管理费用率为5.34%，同比上升0.46个百分点，同比增幅较2018年第一季度扩大1.30个百分点；财务费用率为0.96%，同比提升0.01%，同比降幅较2017年第四季度扩大0.15%。

2018年2季度其他建材板块的固定资产周转率为1.21次，较去年同期降低0.11次，同比改善幅度较2018年第一季度下降0.18次。2018年2季度净资产收益率为3.42%，同比降低0.23个百分点，增幅较2018年第一季度降低0.88个百分点。

## 5. 投资策略：关注龙头和优质公司超跌机会和基建相关公司的估值修复

我们可以看到 2018 年第 2 季度水泥营业收入增速向上，利润增速向下；玻璃板块营业收入和利润增速均向上；管材的营业收入和利润增速均双双向下。耐火材料营业收入和营业利润增速向下，净利润增速向上。其他建材板块营业收入增速向下，同时营业利润增速由 1 季度的 197%变为速为负值。

水泥的持续改善是因为价格，关键因素在供给端，玻璃的持续改善是因为销量，这和 2018 年 1-7 月下游地产行业景气度超预期有关，关键因素在需求端，耐火材料的改善是因为龙头公司行业环境的改善，关键因素在下游高景气度。

所以，在下半年地产行业景气度下降和基建不能完全弥补的情况下，行业的需求下降可能影响行业景气度的继续的改善，特别是将影响依赖行业需求改善而继续发展的公司，龙头企业和优质公司在行业需求总体缓衰的情况下，由于其抗风险能力和在需求缓衰的过程中市场占有率不断提升，从而保证业绩增长的稳定，同时在估值上可以给予更高的水平。在行业高景气度的情况下，估值杀已经导致股价出现了较大的跌幅，释放了一定的风险。同时我们可以看到需求出现较快速衰退的可能性不大，像上半年以及 7 月地产数据是超出市场预期的，所以玻璃行业上半年的业绩是超预期的。我们看好业绩支撑下的龙头和优质公司超跌修复的机会。推荐公司有海螺水泥、濮耐股份、伟星新材、福耀玻璃和中国巨石等。并且关注基建和相关区域建设像雄安等相关的受益公司天山股份、祁连山、西藏天路和冀东水泥等。

**风险提示：**行业需求的下滑程度超出市场预期。

表 1：2018 年第一季度和 2018 年第二季度建材行业上市公司业绩情况

日期	营业总收入	利润总额	归属母公司股东的净利润	每股收益	每股营业总收入	销售毛利率	总资产净利率	净利润 / 营业总收入
2017 年第 1 季度	686.14	38.10	28.66	0.0441	1.08	22.98	0.38	4.18
2018 年第 1 季度	718.84	99.62	72.45	0.1221	1.24	29.10	1.21	10.08
同比	4.77%	161.46%	152.78%	176.87%	14.99%	26.65%	220.66%	141.30%
2017 年第 2 季度	1065.91	162.85	118.80	0.1729	1.61	27.42	1.50	11.15
2018 年第 2 季度	1104.82	237.49	180.30	0.2910	1.77	33.03	2.92	16.32
同比	3.65%	45.83%	51.76%	68.31%	10.53%	20.48%	94.01%	46.42%

资料来源：WIND、东兴证券研究所

表 2：2018 年第一季度和 2018 年第二季度建材行业上市公司经营情况

日期	每股经营活动产生的现金流量净额	存货周转率	总资产周转率	财务费用 / 营业总收入	管理费用 / 营业总收入	销售费用 / 营业总收入	资产负债率	每股净资产
2017 年第 1 季度	-0.0939	0.44	0.09	5.48	9.21	3.47	54.73	4.70
2018 年第 1 季度	-0.0115	0.84	0.12	5.16	7.71	2.57	45.70	5.16
同比	-87.75%	90.81%	32.27%	-5.78%	-16.35%	-25.89%	-16.50%	9.81%
2017 年第 2 季度	-0.0038	0.58	0.14	4.47	5.90	2.31	55.32	4.55
2018 年第 2 季度	0.3420	1.22	0.18	4.32	5.56	1.54	45.89	5.06
同比	-9165.03%	109.46%	32.01%	-3.26%	-5.91%	-33.39%	-17.04%	11.17%

资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 1：近五年总营业收入情况

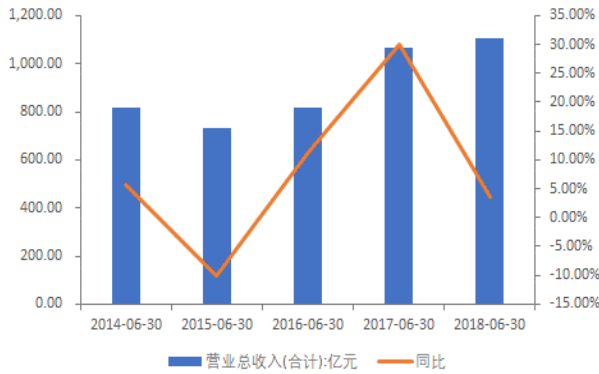
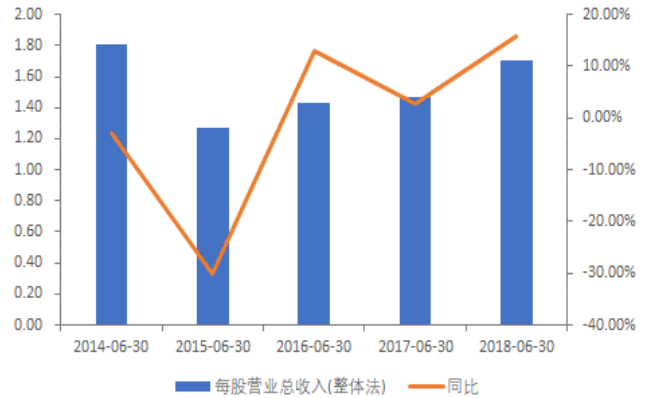


图 2：近五年每股总营业收入情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 3：近五年归属母公司股东的净利润情况

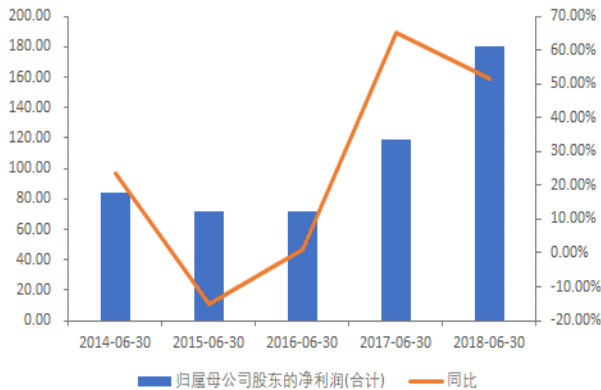
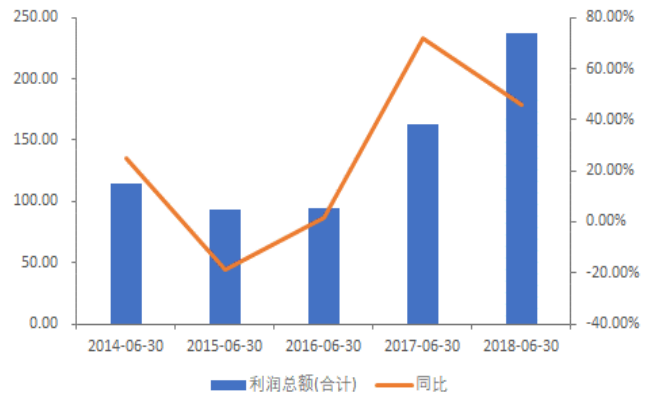


图 4：近五年利润总额情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 5：近五年每股收益情况

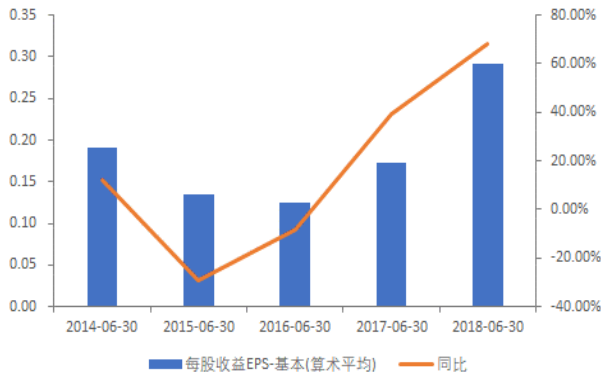
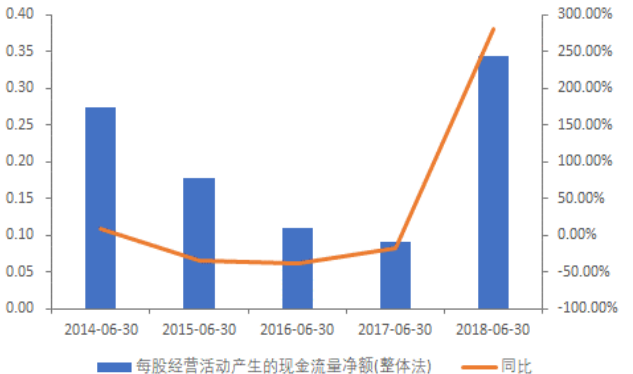
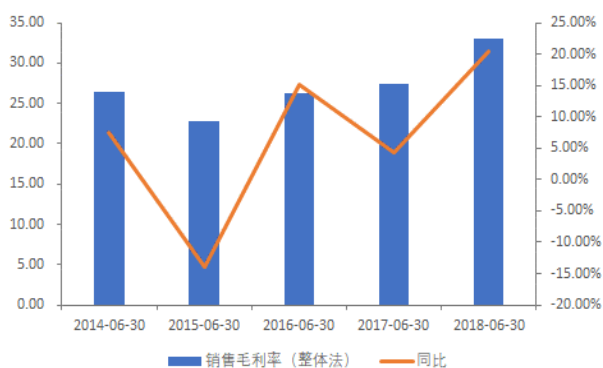


图 6：近五年经营活动产生的现金流情况



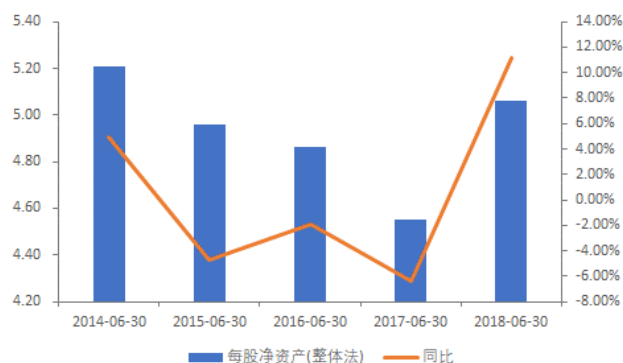
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 7：近五年销售毛利率情况



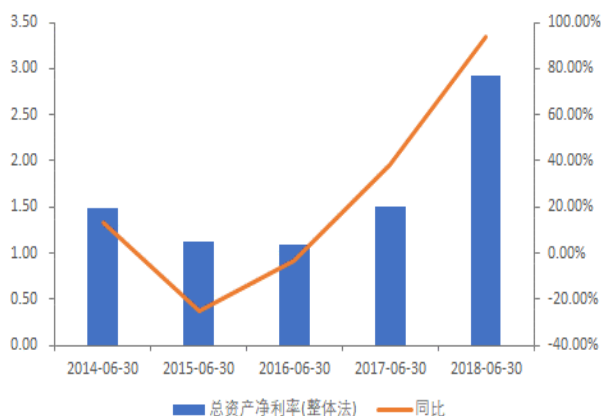
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 8：近五年每股净资产情况



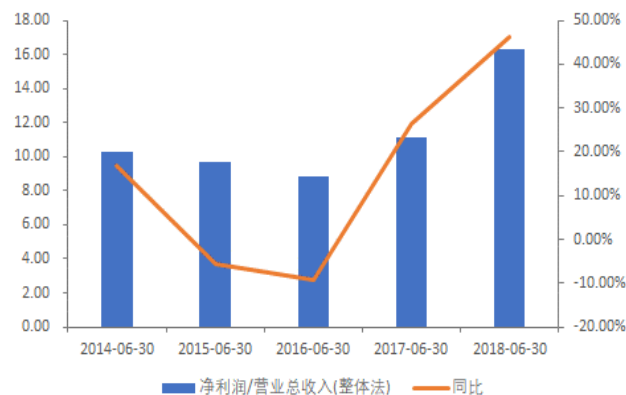
资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 9：近五年总资产净利率情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

图 10：近五年净利润/营业总收入情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2017年上半年东方新财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第21名、建筑材料行业分析师第2名，建筑装饰行业第1名。2017年东方新财富中国最佳分析师评比全国100强分析师第32名、建筑材料行业分析师第3名，建筑装饰行业第1名。2017年（暨2016年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业选股最佳分析师第一名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。2017年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜第5名入围。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。