

行业研究/深度研究

2018年09月03日

行业评级:

建材 中性 (维持)

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

赵蓬 执业证书编号: S0570518040001
研究员 0755-82493836
zhao.peng@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

李振兴 010-56793969
联系人 li.zhenxing@htsc.com

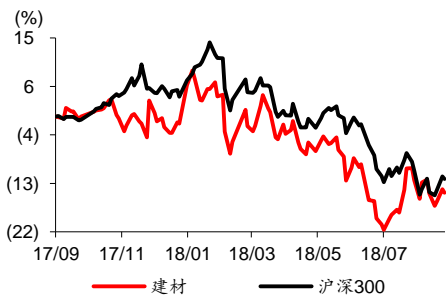
相关研究

1《东方雨虹(002271,买入): 收入高增长, 成本上涨拖累毛利》2018.08

2《南玻 A(000012,增持): 毛利率提升, 电显业绩增长亮眼》2018.08

3《建材: 行业周报(第三十四周)》2018.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业高景气延续, 盈利能力创新高

建材行业 2018 中报总结

行业维持高景气, 盈利能力创近 17 个季度新高

2018H1 建材行业收入增速 28.5%, 增速同比下滑 2pct, 归母净利润增长 89%, 增速同比下滑 24pct, 但仍保持较高增速。伴随收入增加, 建材行业盈利能力全面提升, 目前已创出近 17 个季度新高, 费用率普遍下滑, 资产周转率提升, 资产负债率降低, 但现金流与归母净利润基本匹配, ROE 连续八个季度同比上升。下半年, 我们认为水泥仍然是值得投资的行业之一, 同时建议关注后市供给收缩有望超预期的玻璃板块和成长性较好的家装建材板块。

水泥: Q2 水泥涨价超预期, 盈利能力创近 17 个季度新高

18Q2 水泥企业收入 533 亿元, YoY+33%, 归母净利润 132 亿元, YoY+97%。Q2 毛利率同比提升 10.7pct 至 42.6%, 净利率同比提升 8.1pct 至 24.8%, 均创连续 17 个季度新高。下半年, 我们认为水泥仍然是值得投资的行业之一: (1) Q2 主要公司吨盈利突破 2011 年高点, 我们预计下半年需求见不到明显下滑; (2) 水泥淡季涨价, 进入旺季有望更旺; (3) 业绩高增长, 现金流良好状态延续, 分红率有望进一步提升。

玻璃: 供给收缩更加明确, 下半年业绩有望修复

18Q2 玻璃行业营收增速 17%, 增速环比提升 5pct; 18Q2 归母净利润增速 26%, 较 18Q1 略微下滑 1pct, 上半年玻璃板块业绩承压。下半年环保趋严, 玻璃供给端或将出现超预期收缩。同时随着夏季淡季结束, 下半年进入玻璃需求旺季, 玻璃需求逐步显现, 叠加上游纯碱企业集中检修临近结束, 三季度纯碱价格有望回落, 我们认为玻璃行业下半年供给、需求、成本角度均有望改善, 玻璃企业有望迎来盈利修复的机会。

玻纤: 量升价稳, 盈利维持高位

18Q2 玻纤企业实现收入 63 亿元, YoY +55%, 实现归母净利润 10 亿元, YoY +18%。随着今年各玻纤企业产能的投放, 高低端玻纤市场或出现分化: 低端市场四季度价格或存在压力, 但在环保力度趋严的背景下, 预计价格大概率平稳运行。高端市场下游需求强劲, 基本维持供需紧平衡。中长期来看, 伴随着两大玻纤龙头向海外市场的产能输出, 掌握更多的行业定价权, 我们预期玻纤行业的盈利能力有望保持在较高水平。

家装建材: 继续看好中长期市占率提升的逻辑

18Q2 家装建材行业营收增速 33%, 增速环比小幅回落 1pct, 18Q2 归母净利润增速 34%, 较 18Q1 大幅下滑 54pct, 净利润增速下滑明显; 上半年家装建材主要分两条主线: 1) 成长类个股例如蒙娜丽莎、帝欧家居等成长驱动力(精装房加速普及、环保升级)依旧强劲; 2) 消费类个股如三棵树, 东方雨虹等战略结构发生显著调整。下半年我们继续关注消费升级背景下, 专注产品结构优化的龙头企业, 继续看好中长期市占率提升的逻辑。

风险提示: 重点公司业绩不达预期, 地产数据不达预期。

正文目录

水泥延续景气，玻纤、家装业绩持续性更好	4
建材行业：行业维持高景气，盈利能力创近 17 个季度新高	4
板块与公司：水泥业绩高弹性，玻纤、家装建材业绩持续性好	6
主要子板块业绩分析	10
水泥：Q2 水泥涨价超预期，盈利能力创新高	10
玻璃：供给收缩更加明确，下半年业绩有望修复	11
玻纤：量升价稳，盈利有望维持高位	13
家装建材：继续看好中长期市占率提升的逻辑	14
业绩展望与投资策略	16

图表目录

图表 1： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业营收及增速	4
图表 2： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业归母净利润及增速	4
图表 3： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业盈利能力	4
图表 4： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业费用率情况	4
图表 5： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业收现比	5
图表 6： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润	5
图表 7： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业资产周转情况	5
图表 8： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业负债情况	5
图表 9： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业 ROE	5
图表 10： 2014Q2-2018Q2 单季度建材行业二季度 ROE	5
图表 11： 2018 上半年建材各板块收入增速	6
图表 12： 2018 年二季度建材各板块收入增速	6
图表 13： 2018 上半年建材各板块归母净利润增速	6
图表 14： 2018 年二季度建材各板块归母净利润增速	6
图表 15： 建材子板块盈利能力	7
图表 16： 建材子板块费用控制能力	7
图表 17： 建材子板块现金流情况	7
图表 18： 2018 上半年建材上市公司归母净利润同比增速	8
图表 19： 2018 年二季度建材上市公司归母净利润同比增速	8
图表 20： 17Q4-18Q2 单季度归母净利润维持增长的建材上市公司情况	9
图表 21： 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业营收归母净利润增速	10
图表 22： 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季营收及归母净利润增速	10
图表 23： 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业毛利率及净利率	11
图表 24： 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季毛利率及净利率	11
图表 25： 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业营运能力	11
图表 26： 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季营运能力	11

图表 27: 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业 ROE	11
图表 28: 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季 ROE	11
图表 29: 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业营收及归母净利润增速	12
图表 30: 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季营收及归母净利润增速	12
图表 31: 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业毛利率及净利率	12
图表 32: 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季毛利率及净利率	12
图表 33: 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业营运能力	12
图表 34: 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季营运能力	12
图表 35: 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业 ROE	13
图表 36: 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季 ROE	13
图表 37: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速	13
图表 38: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度营收及归母净利润增速	13
图表 39: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业毛利率及净利率	13
图表 40: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季毛利率及净利率	13
图表 41: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业营运能力	14
图表 42: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季营运能力	14
图表 43: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业 ROE	14
图表 44: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季 ROE	14
图表 45: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业营收及归母净利润增速	15
图表 46: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度营收及归母净利润增速	15
图表 47: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业毛利率及净利率	15
图表 48: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季毛利率及净利率	15
图表 49: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业营运能力	15
图表 50: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季营运能力	15
图表 51: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业 ROE	15
图表 52: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季 ROE	15
图表 53: 建材行业上市公司 2018 三季度归母净利润预测增幅	16

水泥延续景气，玻纤、家装业绩持续性更好

建材行业：行业维持高景气，盈利能力创近17个季度新高

行业单季度收入及归母净利润保持8个季度正向增长，创近四年新高。18H1我们跟踪的76家建材行业上市公司总计实现营收1765亿元，YoY+28.53%，归母净利润268亿元，同比增长88.83%。18Q2行业实现营收1071亿元，同比增长29.31%，归母净利润185亿元，同比增长71.35%。2018Q2建材行业收入增速同比下滑2.36pct，仍维持30%左右的高速增长；归母净利润增速同比下滑15.48pct，系16Q2基数低，17Q2增速较快。总的来看，建材行业单季度收入及归母净利润保持8个季度正向增长，单季度收入及归母净利润创近四年新高。

图表1：2014Q2-2018Q2单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2014Q2-2018Q2单季度建材行业归母净利润及增速

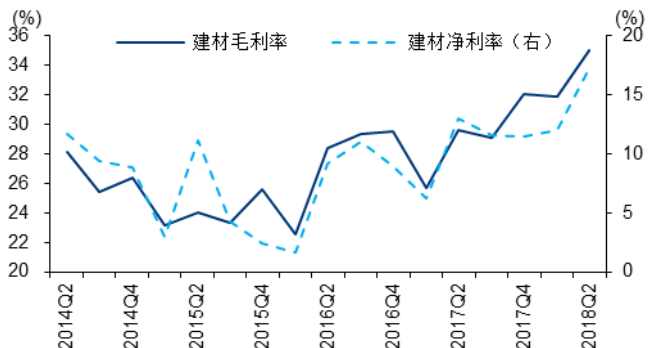


资料来源：Wind、华泰证券研究所

2018Q2 建材行业盈利能力同样创出近四年新高。2018H1建材行业毛利率33.8%，同比提升6.2pct；净利润率15.2%，同比提升5.7pct。2018Q2行业毛利率为35.1%，同比提升5.5pct，环比提升3.2pct；净利率17.3%，同比提升4.2pct，环比提升5.3pct。

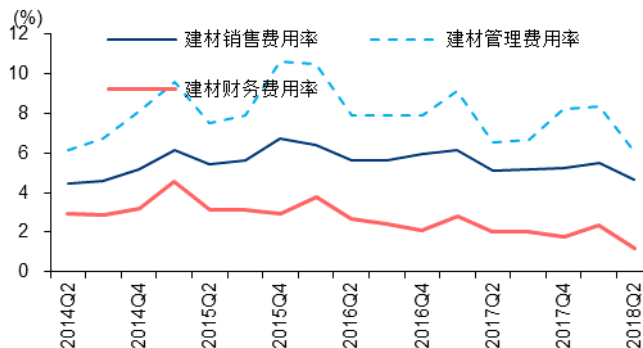
规模效应显现，费用率全面下滑。2018H1行业销售费用率4.98%，同比减少0.54pct；2018Q2销售费用率4.67%，同比下降0.45pct。2018H1行业管理费用率6.99%，同比下降0.56pct；2018Q2管理费用率6.09%，同比下降0.44pct。2018H1行业财务费用率1.65%，同比下滑0.66pct；2018Q2财务费用率为1.21%，同比下降0.78pct。

图表3：2014Q2-2018Q2单季度建材行业盈利能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

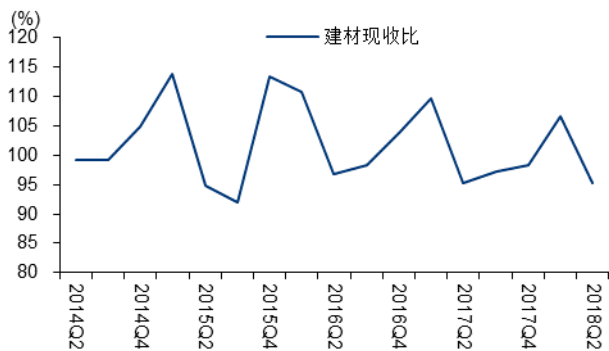
图表4：2014Q2-2018Q2单季度建材行业费用率情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

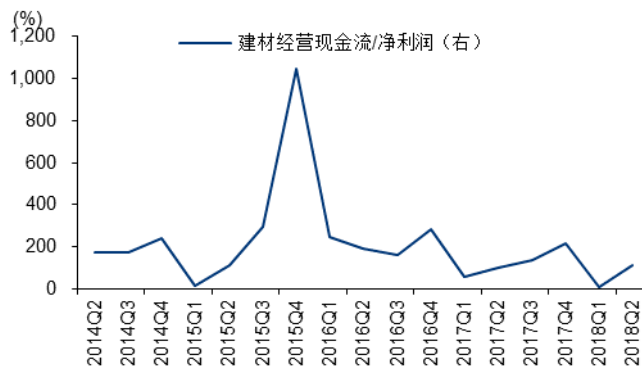
收现比小幅下滑，经营现金流与净利润基本匹配。2018H1行业平均收现比为99.68%，同比减少3.1pct；2018Q2收现比为95.23%，同比减少0.11pct。2018H1行业经营性现金流/归母净利润83%，同比减少45pct。2018Q2行业经营性现金流/归母净利润为115%，同比提升12pct。

图表5：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业现收比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润

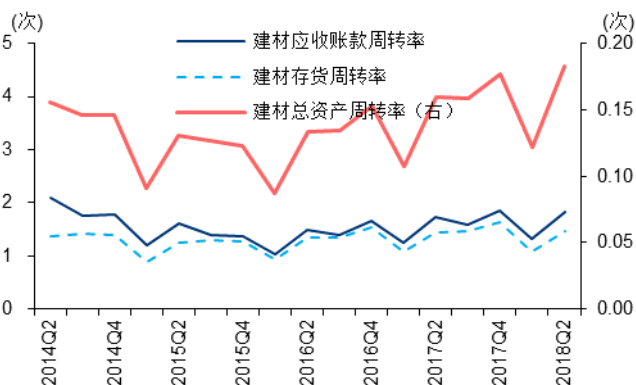


资料来源：Wind、华泰证券研究所

收入扩张，周转率普遍提升。2018H1 行业应收账款周转率为 3.33 次，同比提升 0.27 次；2018Q2 行业应收账款周转率为 1.82 次，同比提升 0.09 次。2018H1 存货周转率为 2.64 次，同比提升 0.1 次；2018Q2 存货周转率为 1.47 次，提升 0.02 次。2018H1 总资产周转率为 0.31 次，同比提升 0.04 次；2018Q2 总资产周转率为 0.18 次，同比提升 0.02 次。

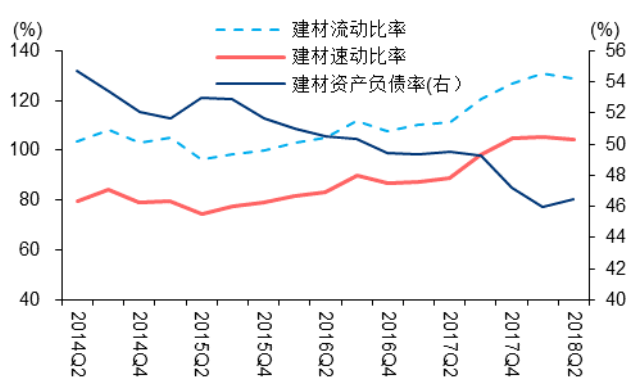
偿债能力持续改善，2018Q2 行业资产负债率为 46.5%，同比减少 3.08pct。流动比率为 128.7%，较去年同期提升 17.1pct；速动比率为 104.5%，较去年同期提升 15.5pct。

图表7：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业资产周转情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

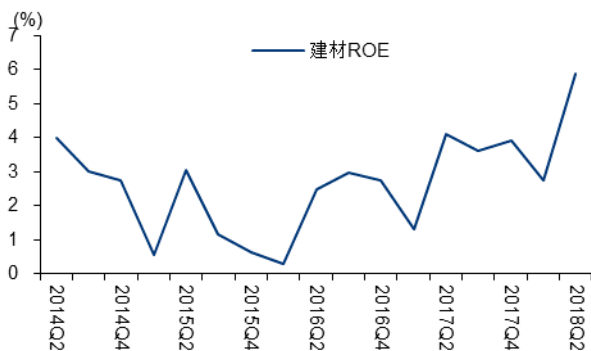
图表8：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业负债情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

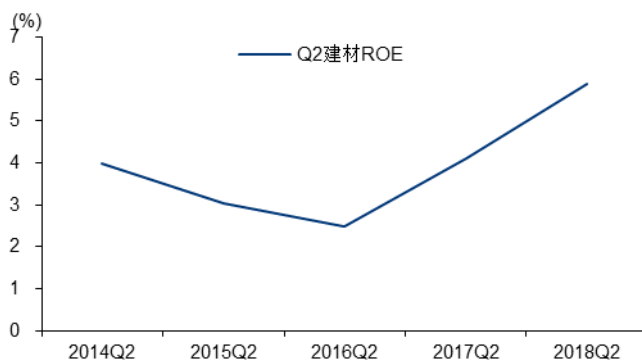
ROE 连续 8 个季度同比上行。2018H1 建材行业 ROE 为 8.7%，同比提升 3.3pct。2018Q2 行业 ROE 为 5.9%，同比提升 1.8pct，连续第八个季度 ROE 同比上行。

图表9：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10：2014Q2-2018Q2 单季度建材行业二季度 ROE

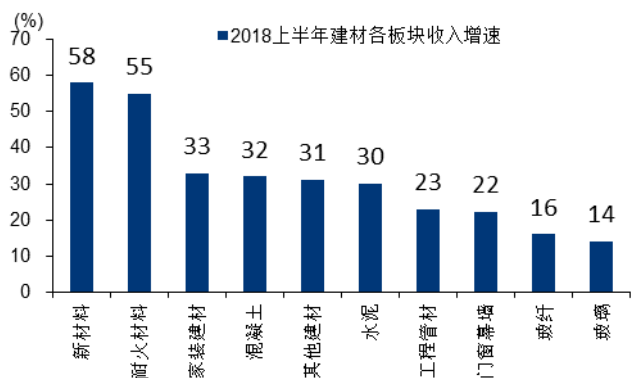


资料来源：Wind、华泰证券研究所

板块与公司：水泥业绩高弹性，玻纤、家装建材业绩持续性好

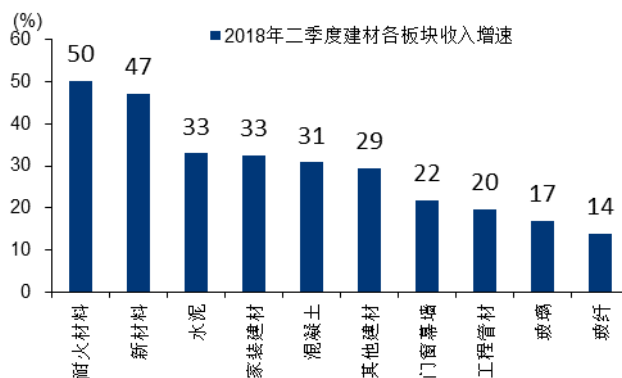
收入增速,2018H1 新材料、耐火材料、家装建材排名前三,收入增速分别达 58%/55%/33%; 2018Q2 耐火材料、新材料、水泥排名前三,收入增速分别达 50%/47%/33%; 归母净利润增速,2018H1 工程管材、水泥、耐火材料排名前三,归母净利润分别增长 304%/125%/120%; 2018Q2 门窗幕墙、耐火材料、工程管材排名前三,归母净利润分别增长 638%/156%/101%

图表11： 2018上半年建材各板块收入增速



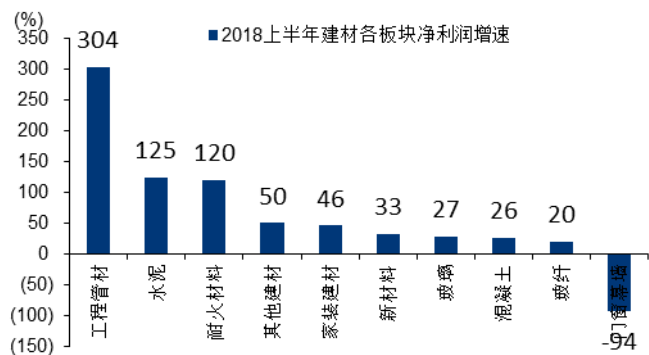
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12： 2018年二季度建材各板块收入增速



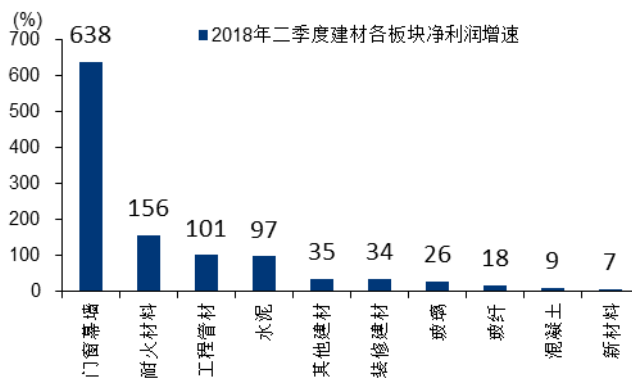
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 2018上半年建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14： 2018年二季度建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

子行业盈利能力,2018H1 水泥行业毛利率大幅提升 11.7pct,达到 40.9%; 工程管材 (+1.8pct)、混凝土 (+1.5pct) 提升幅度居前。2018H1 净利率提升幅度前三的子行业分别为水泥 (+9.3pct)、工程管材 (+2.7pct)、耐火材料 (+2.2pct)。

图表15: 建材子板块盈利能力

	毛利率(%)		净利率(%)	
	2018H1	2017H1	2018H1	2017H1
水泥	40.9	29.3	22.0	12.7
玻璃	24.7	24.8	8.4	7.6
玻纤	35.4	35.8	15.6	15.1
新材料	33.5	32.3	10.8	12.9
家装建材	34.9	34.3	13.3	12.1
工程管材	24.5	22.8	3.9	1.2
混凝土	13.1	11.6	2.7	2.9
耐火材料	29.9	32.0	7.6	5.4
门窗幕墙	11.8	12.8	0.0	-0.5
其他建材	26.1	25.5	7.7	6.8

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2018Q2 费用率整体改善明显的是耐火材料 (-5pct)、水泥 (-2.9pct)、玻纤 (-1.9pct)。

图表16: 建材子板块费用控制能力

	期间费用率 (%)		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)	
	2018Q2	2017Q2	2018Q2	2017Q2	2018Q2	2017Q2	2018Q2	2017Q2
水泥	9.4	12.3	3.7	4.7	4.7	5.4	1.0	2.2
玻璃	14.3	14.6	3.2	3.0	8.3	9.1	2.8	2.5
玻纤	14.8	16.7	4.3	4.3	8.5	8.4	2.0	4.0
新材料	15.4	15.6	3.5	4.1	11.1	10.5	0.8	0.9
家装建材	17.2	16.6	9.4	8.9	7.3	7.2	0.4	0.5
工程管材	16.6	16.8	6.1	6.2	8.9	9.3	1.5	1.3
混凝土	7.1	6.9	1.5	1.5	4.3	4.1	1.3	1.2
耐火材料	18.1	23.1	8.2	10.8	9.3	9.5	0.6	2.8
门窗幕墙	10.5	11.9	3.4	4.0	5.0	5.2	2.1	2.7
其他建材	14.4	14.6	6.6	6.6	7.0	6.9	0.8	1.1

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2018Q2 除了新材料及水泥行业收现比有所下滑外, 其余行业均有不同程度的提升。利润角度, 我们跟踪的四大子行业(水泥、玻璃、玻纤、家装建材)中, 除了家装建材经营现金流/归母净利润有所下滑外, 水泥现金流与净利润基本匹配, 玻璃、玻纤现金流入高于净利润。

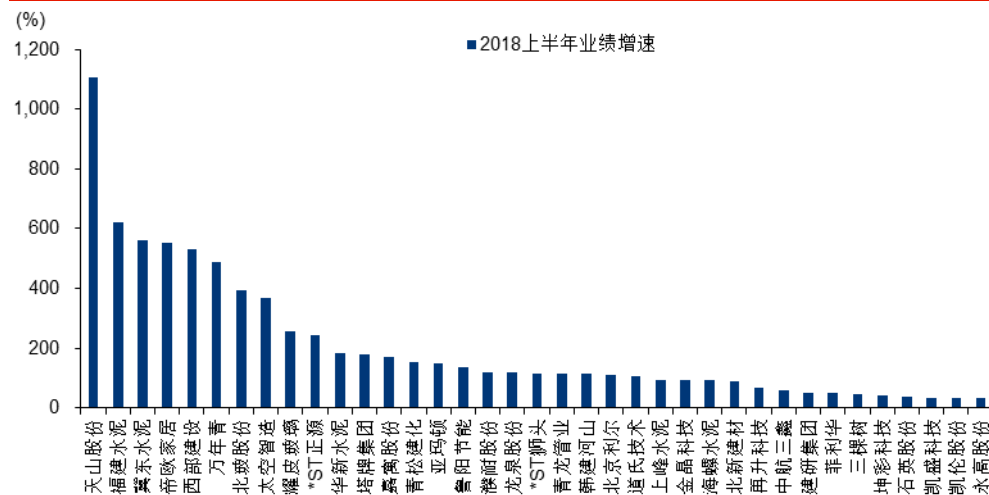
图表17: 建材子板块现金流情况

	收现比(%)		经营活动现金流/归母净利润(%)	
	2018Q2	2017Q2	2018Q2	2017Q2
水泥	101.2	105.8	100.0	119.8
玻璃	98.0	95.5	281.9	210.0
玻纤	94.5	89.4	156.6	188.9
新材料	83.6	87.4	12.3	-29.3
家装建材	102.7	94.2	50.2	74.7
工程管材	93.9	90.9	-14.4	125.2
混凝土	56.8	54.0	18.4	28.7
耐火材料	83.5	78.4	131.0	108.2
门窗幕墙	86.4	71.3	5588.4	-523.4
其他建材	86.7	80.8	51.4	56.9

资料来源: Wind、华泰证券研究所

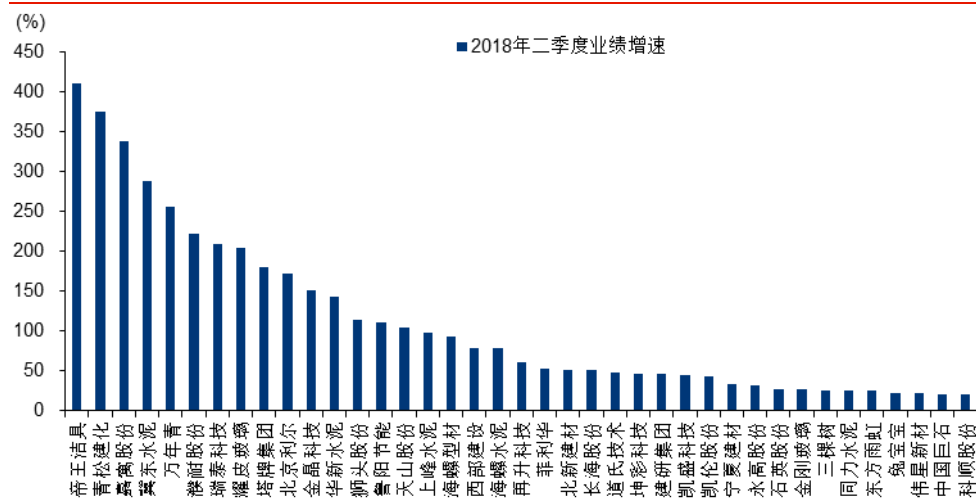
公司层面，2018上半年水泥公司集体显示了较高的业绩弹性，福建水泥18H1归母净利润YoY+623%、冀东水泥YoY+563%、万年青YoY+487%、华新水泥YoY+184%，塔牌集团YoY+177%、上峰水泥YoY+95%、海螺水泥YoY+93%。家装建材中，帝欧家居2018H1归母净利润YoY+553%、北新建材YoY+90%、三棵树YoY+46%、东方雨虹YoY+25%、伟星新材YoY+24%。耐火材料仍然保持较高业绩增速，鲁阳节能、濮耐股份18H1归母净利润增速分别达138%/121%。

图表18：2018上半年建材上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所。

图表19：2018年二季度建材上市公司归母净利润同比增速

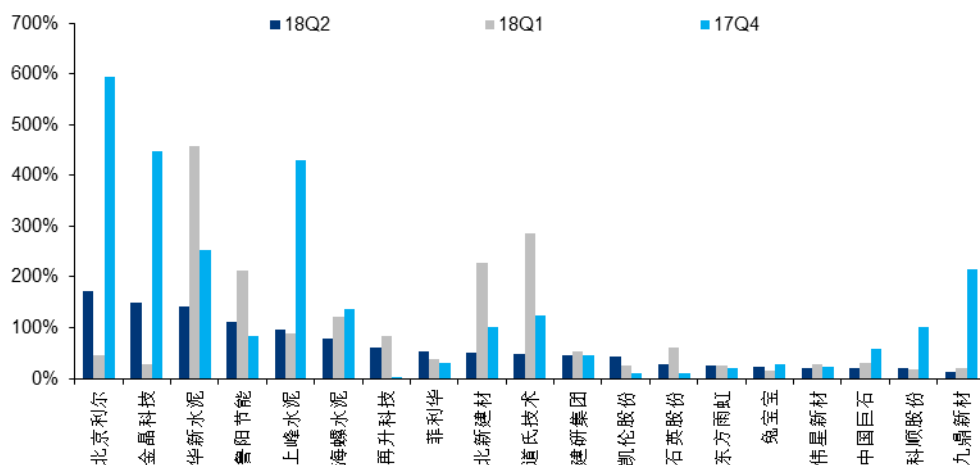


注：洛阳玻璃、福建水泥、亚玛顿由于2017Q2业绩基数低导致2018Q2增速过高所以未列示在图中

资料来源：Wind、华泰证券研究所。

业绩持续性角度，连续三个季度保持利润增长的水泥公司有海螺水泥、华新水泥、上峰水泥；家装建材公司有北新建材、东方雨虹、兔宝宝、伟星新材、科顺股份。另外金晶科技等玻璃公司，中国巨石、再升科技等玻纤公司都能维持业绩的持续性。

图表20: 17Q4-18Q2 单季度归母净利润维持增长的建材上市公司情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所, 注: 万年青、亚玛顿由于增速过高所以未列示在图中

主要子板块业绩分析

水泥：Q2水泥涨价超预期，盈利能力创新高

我们跟踪的13家水泥公司(冀东、上峰、万年青、天山、同力、塔牌、青松建化、狮头、海螺、祁连山、华新、福建)，18H1合计实现收入848亿元，YoY +30.4%；18Q2实现收入533亿元，YoY +33%。18H1实现归母净利润187亿元，YoY +125.4%，18Q2实现归母净利润132亿元，YoY +97%。

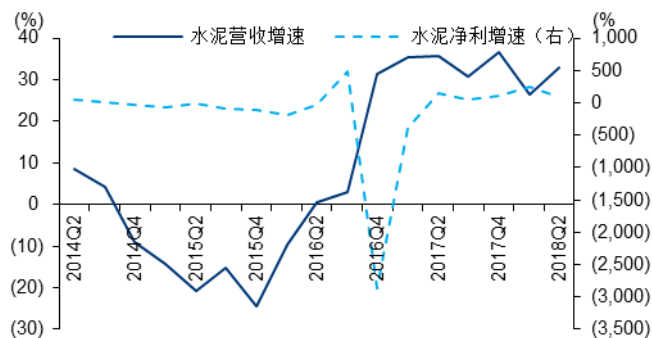
2018Q2水泥行业毛利率同比提升10.7pct至42.6%，净利率同比提升8.1pct至24.8%，均创连续17个季度新高。上半年在非采暖季错峰生产执行严格的情况下，水泥行业供给收缩，企业库存保持低位，华东地区出现超预期上涨。

下半年，我们认为水泥仍然是值得投资的行业之一。**(1) 二季度主要的公司吨盈利突破2011年Q2的高点。**根据中报数据统计，海螺水泥11H1吨毛利133元，18H1吨毛利139元；华新水泥11H1吨毛利87元，18H1吨毛利129元；冀东水泥11H1吨毛利68元，18H1吨毛利101元，均创历史新高。但是我们认为跟11年不同的是18年下半年需求见不到明显的下滑：根据国家统计局数据，1-7月地产新开工同比增长14.4%，较1-6月提速2.6pct，基建受政治局会议影响，8月起有望触底反弹。供给方面，水泥行业错峰限产还在收严。随着蓝天保卫战三年计划进入攻坚期，环保重点区域已在此前京津冀及周边区域基础上将长江经济带11省市纳入；

(2) 淡季不淡，旺季或更旺。水泥是区域行情，与地区的经济结构、人口、竞争格局有关，华东沿江、两广淡季已经开始涨价，随着雨水减少、高温天气消退，水泥下游需求有望进一步提升，我们预计水泥价格上行趋势不变，旺季值得期待。

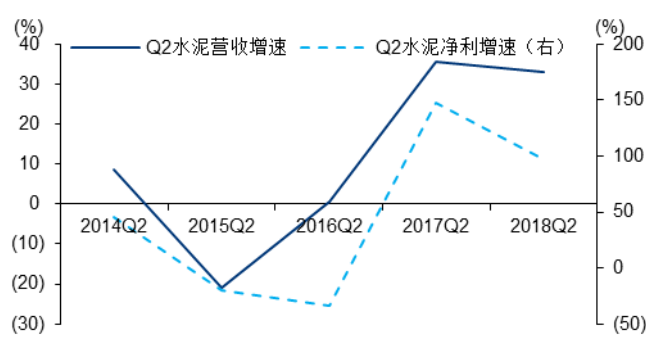
(3) 分红率提升，价值被“催化出来”。2017年海螺水泥分红率40%、万年青46%、塔牌集团近50%（18H1升至55.5%），天山股份、祁连山也分别有32%、31%的分红率。我们判断水泥企业随着业绩高增长及现金流良好状态延续，分红率有望进一步提升。

图表21：2014Q2-2018Q2单季度水泥行业营收归母净利润增速



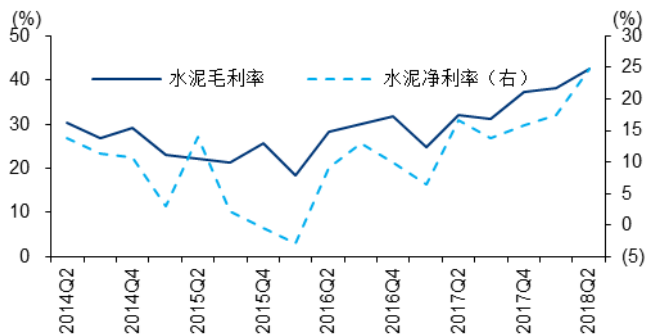
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表22：2014Q2-2018Q2水泥行业二季度单季营收及归母净利润增速



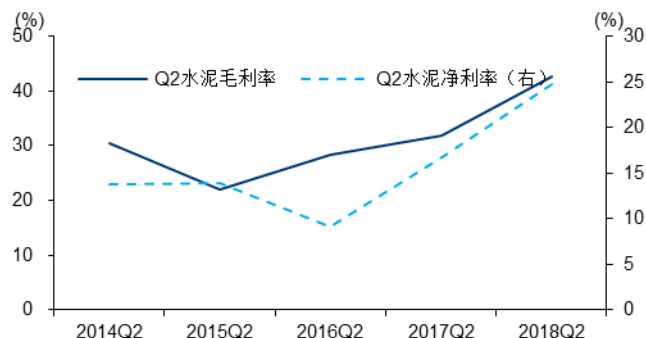
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表23: 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业毛利率及净利率



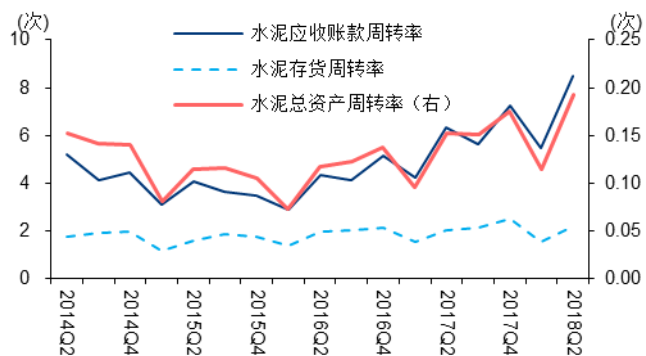
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季毛利率及净利率



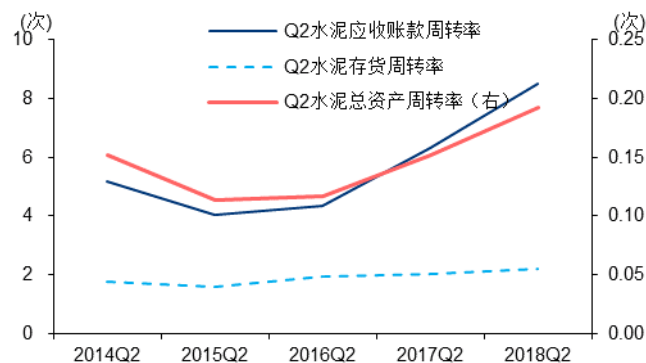
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表25: 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业营运能力



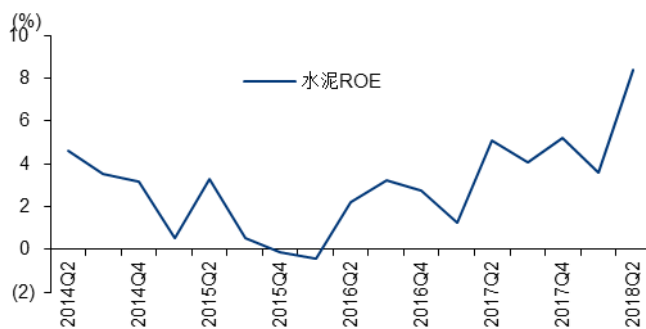
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表26: 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表27: 2014Q2-2018Q2 单季度水泥行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28: 2014Q2-2018Q2 水泥行业二季度单季 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

玻璃: 供给收缩更加明确, 下半年业绩有望修复

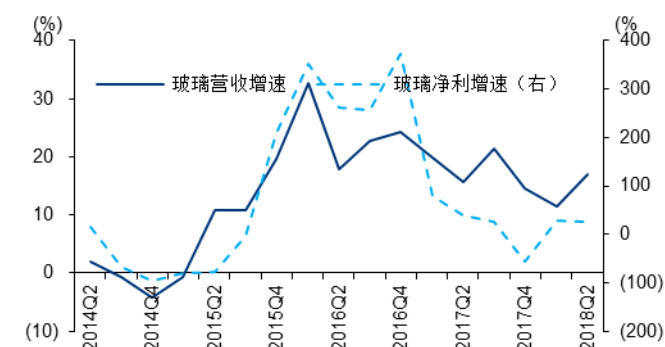
我们跟踪的 10 家玻璃行业上市公司(南玻 A、亚玛顿、金刚玻璃、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、洛阳玻璃、旗滨集团、秀强股份、北玻股份) 18 年上半年总计实现营收 180 亿元, YoY+14%; 18 年二季度实现营收 99 亿元, YoY+17%。18 年上半年实现归母净利润 15 亿元, YoY+27%; 18 年二季度实现归母净利润 8 亿元, YoY+26%。

根据卓创资讯数据, 供给端 18 年上半年全国浮法玻璃生产线共计 292 条, 在产 240 条, 日熔量共计 159910 吨, 同比降幅 0.26%, 1-6 月份新点火及复产生产线共计 14 条, 冷修生产线 5 条, 产能缩减量低于预期; 成本端纯碱 2018 年 1-6 月份总产量 1055.9 万吨, 同比下降 4.53%, 主要原因在于今年上半年检修厂家较为集中, 产量有所减少, 重质纯碱价格由年初的最低价 1615 元/吨上涨到 6 月底的最高价 2150 元/吨, 涨幅达 13.31%; 需求端基建、房地产工程进度缓慢, 经销商、深加工企业拿货谨慎, 囤货意向弱, 浮法玻璃库

存多集中于企业，国内重点省份库由年初的 2257 万重量箱上升至 6 月底的 3627 万重量箱，增幅达 6.07%，整体需求较弱。

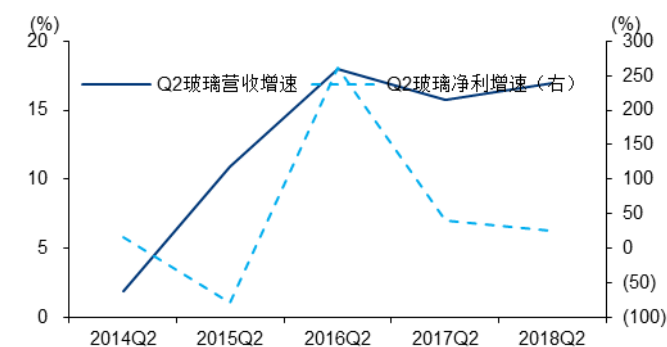
4月27日《邢台市2018年大气污染防治综合工作方案》提出，未取得排污许可证的玻璃企业一律不得生产，在产企业全年限产15%以上。8月3日《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染防治攻坚行动方案》（征求意见稿）要求玻璃企业在黄色及以上重污染天气预警期间，要采取停产保护等方式限产。随着环保趋严，我们判断下半年玻璃供给端或出现超预期收缩。同时随着夏季淡季结束，下半年进入玻璃需求旺季，我们预计中下游客户采购热情将有所回升，玻璃需求逐步显现，叠加上游纯碱企业集中检修临近结束，三季度纯碱价格有望回落，我们认为玻璃行业下半年供给、需求、成本角度均有望改善，玻璃企业有望迎来盈利修复的机会。

图表29： 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业营收及归母净利润增速



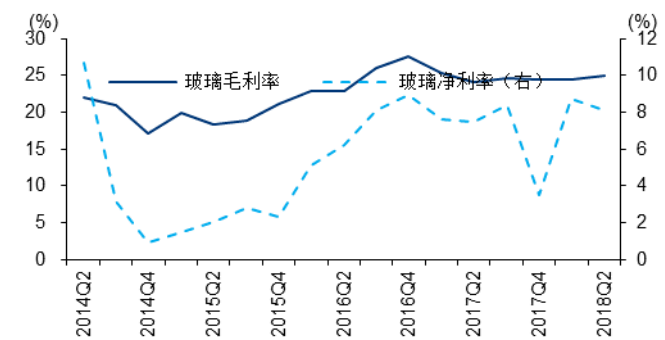
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30： 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季营收及归母净利润增速



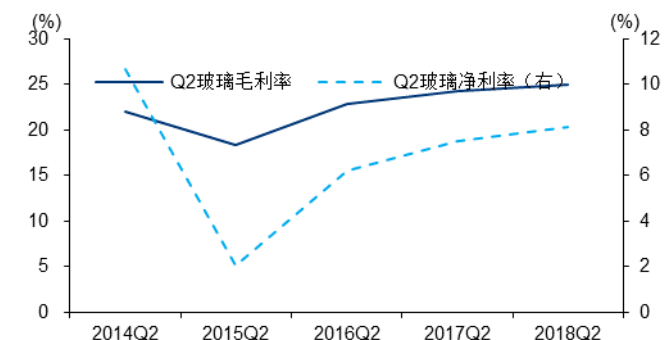
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表31： 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业毛利率及净利率



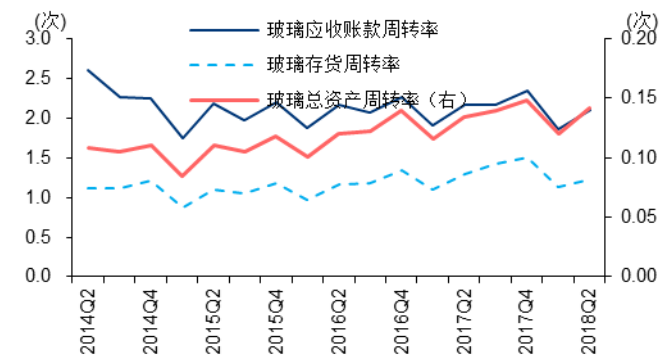
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32： 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季毛利率及净利率



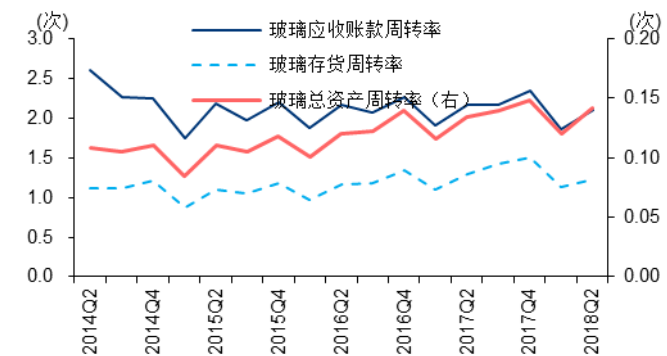
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33： 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业营运能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34： 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季营运能力



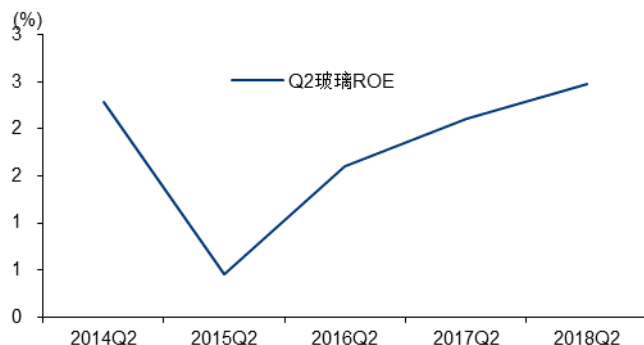
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表35: 2014Q2-2018Q2 单季度玻璃行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表36: 2014Q2-2018Q2 玻璃行业二季度单季 ROE



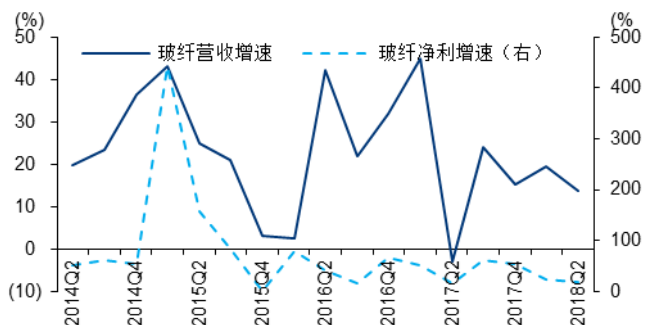
资料来源: Wind、华泰证券研究所

玻纤: 量升价稳, 盈利有望维持高位

我们跟踪的5家玻纤行业公司, (中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、再升科技), 2018H1 实现收入 118 亿元, YoY+16.4%, 实现归母净利润 18 亿元, YoY+20%。2018Q2 实现收入 63 亿元, YoY +55%, 实现归母净利润 10 亿元, YoY +18%。

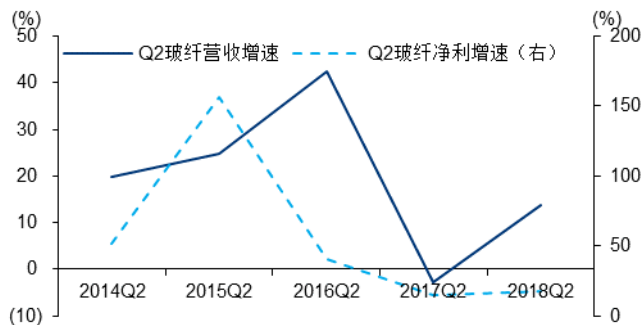
随着今年各玻纤企业产能的投放, 高低端玻纤市场或出现分化: 低端市场随着产能的投放, 四季度价格或存在压力, 但在环保力度趋严的背景下, 预计价格大概率平稳运行。高端市场下游汽车轻量化、风电等需求强劲, 基本维持供需紧平衡。目前主要玻纤企业的竞争策略并不在于价格提升, 而在于提高生产效率、降低生产成本, 并通过产能扩张提升市场占有率。中长期来看, 伴随着两大玻纤龙头向海外市场的产能输出, 掌握更多的行业定价权, 我们预期玻纤行业的盈利能力有望保持在较高水平。

图表37: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速



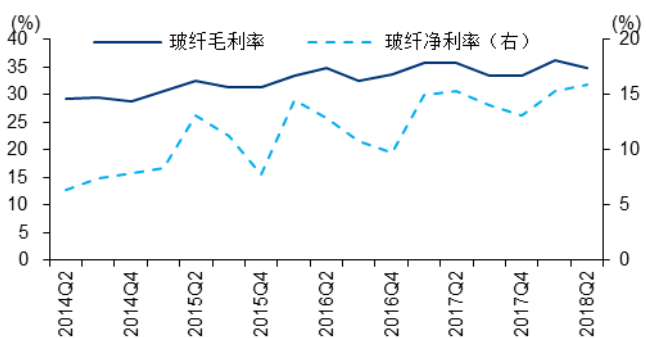
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表38: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度营收及归母净利润增速



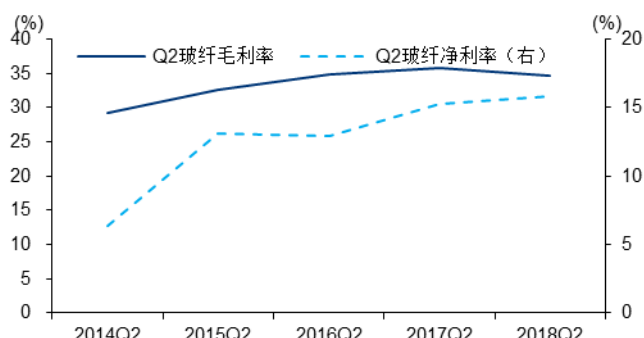
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业毛利率及净利率



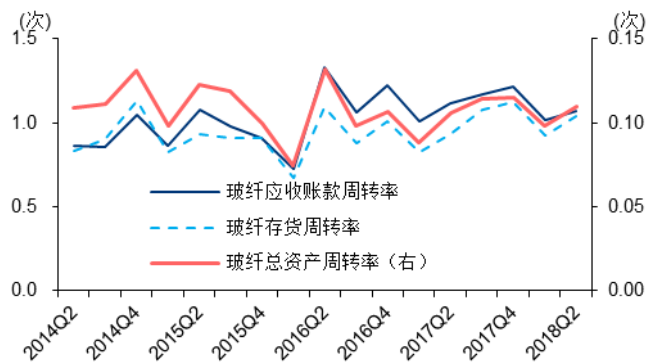
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季毛利率及净利率



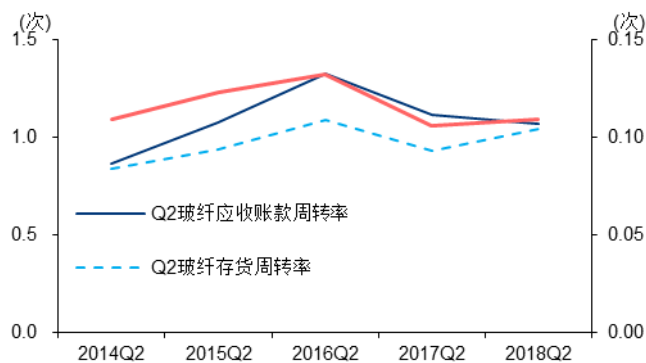
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表41: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业营运能力



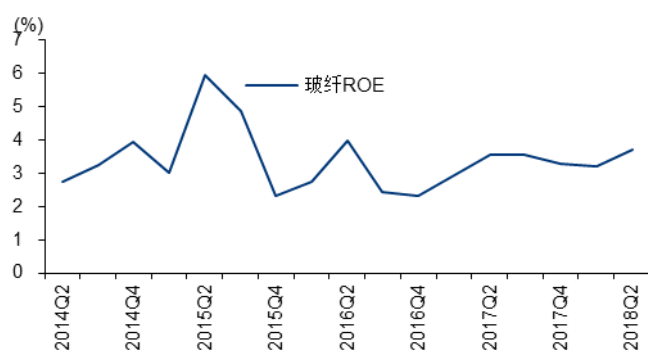
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表42: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季营运能力



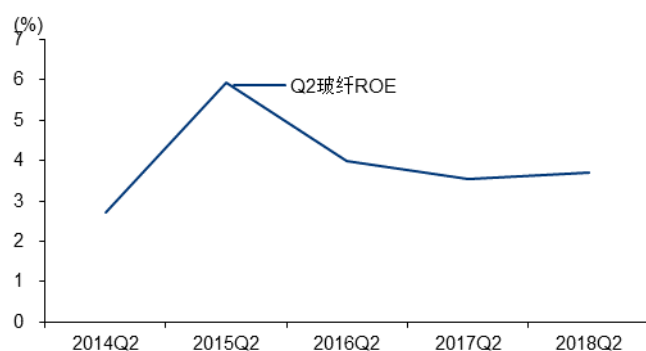
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表43: 2014Q2-2018Q2 单季度玻纤行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表44: 2014Q2-2018Q2 玻纤行业二季度单季 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

家装建材: 继续看好中长期市占率提升的逻辑

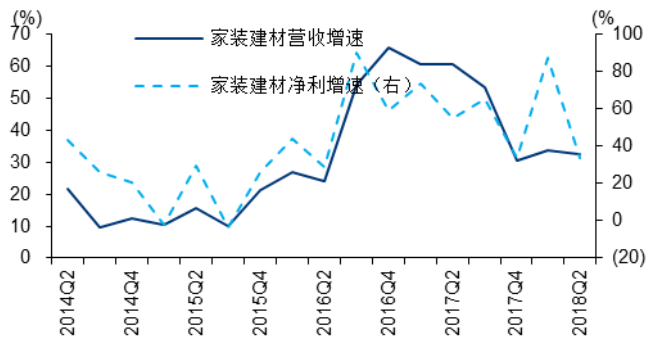
我们跟踪的 13 家家装建材上市公司(兔宝宝、北新建材、凯伦股份、东方雨虹、伟星新材、三棵树、惠达卫浴、帝欧家居、蒙娜丽莎、科顺股份、亚士创能、华立股份、友邦吊顶) 18 年上半年总计实现营收 243 亿元, YOY+33%; 18 年二季度实现营收 153 亿元, YOY+33%。18 年上半年实现归母净利润 32 亿元, YOY+46%; 18 年二季度实现归母净利润 23 亿元, YOY+34%。

2018 年上半年家装建材主要分为两条主线:

1) 成长类个股例如蒙娜丽莎、帝欧家居, 成长驱动力依旧强劲: 蒙娜丽莎受益精装房放量, 直接拉动瓷砖需求; 同时公司加大技改力度, 实施更严格的环保内控标准, 率先进行环保升级有助于提前在行业内树立竞争优势; 帝欧家居同样受益精装房加速普及, 公司凭借工程端的生产与服务优势, 在加深与碧桂园、万科、恒大等老客户合作关系的同时, 积极开拓雅居乐、荣盛、富力等新客户;

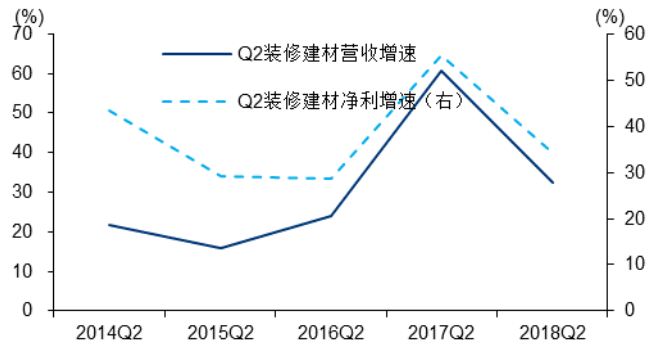
2) 消费类个股如三棵树, 东方雨虹等战略结构发生显著调整: 三棵树加大零售投入力度, 渠道继续向三四线城市下沉, 以轻资产进军一二线城市; 东方雨虹产业格局重新思考和设计, 向多功能建材供应商发展, 同时加强应收账款严格管理, 努力改善经营活动现金流, 公司有望受益于战略结构的调整。下半年我们继续关注消费升级背景下, 专注于产品质量、服务、品牌的建材龙头企业, 继续看好中长期市占率提升的逻辑。

图表45: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业营收及归母净利润增速



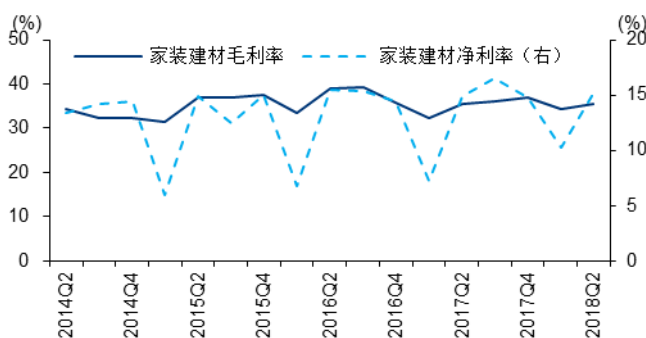
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表46: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度营收及归母净利润增速



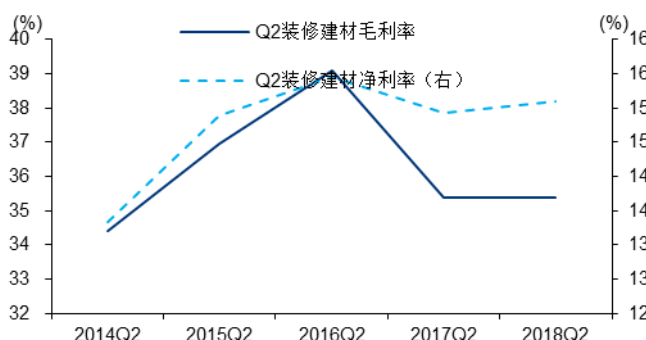
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表47: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业毛利率及净利率



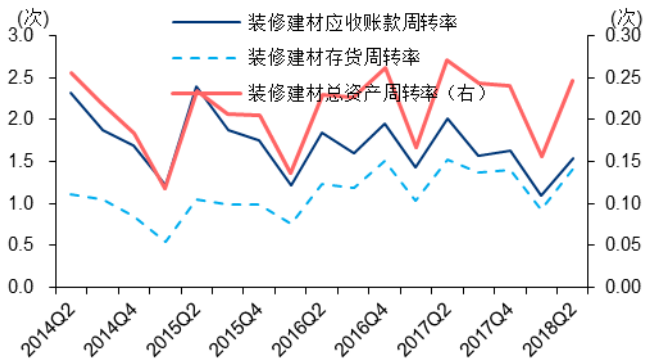
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表48: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季毛利率及净利率



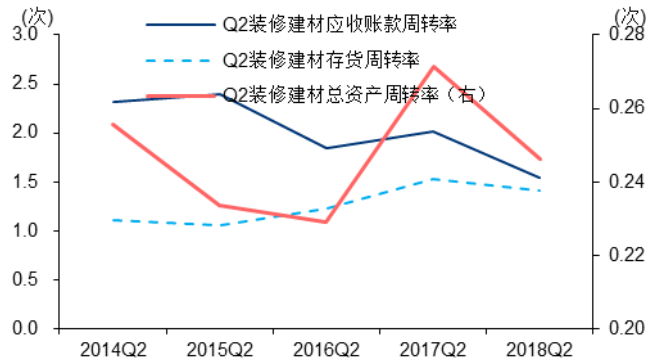
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业营运能力



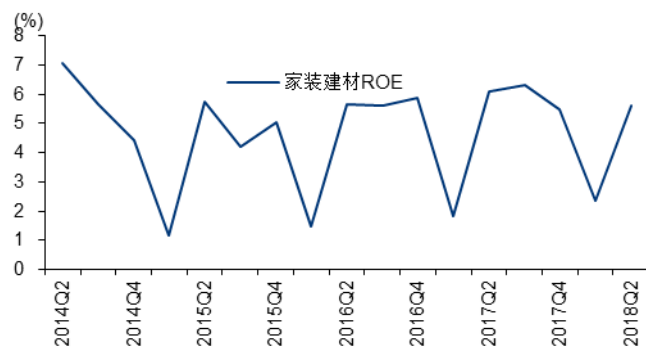
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季营运能力



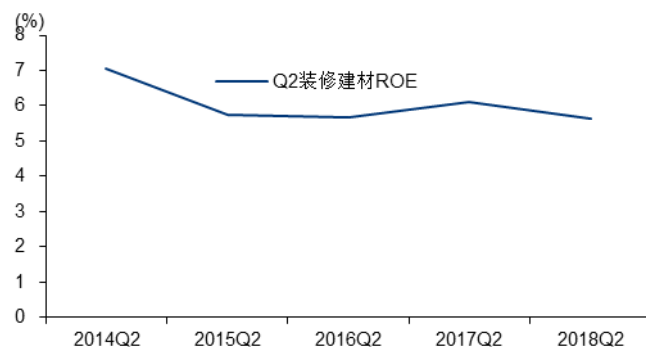
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表51: 2014Q2-2018Q2 单季度家装建材行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表52: 2014Q2-2018Q2 家装建材行业二季度单季 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

业绩展望与投资策略

围绕业绩主线：(1) 继续布局业绩有望不断超预期的水泥板块，首推龙头海螺水泥，区域品种推荐塔牌集团；(2) 环保压力下玻璃迎来旺季，供给收缩有望超市场预期，推荐旗滨集团；(3) 重视玻纤板块的长期成长逻辑，推荐中国巨石；(4) 家装建材，精装房放量、品牌消费意识觉醒，长期市占率提升，推荐帝欧家居、蒙娜丽莎、三棵树。

图表53： 建材行业上市公司 2018 三季度归母净利润预测增幅

证券简称	1~3Q18 预告归母净利润 下限 (亿元)	1~3Q18 预告归母净利润 上限 (亿元)	1~3Q18 预告归母净利润 同比增长下限	1~3Q18 预告归母净利润 同比增长上限	1~3Q17 归母净利润 (亿元)
天山股份	7.10	7.10	126%	126%	3.14
塔牌集团	11.36	13.88	125%	175%	5.05
华新水泥	26.24	26.24	150%	150%	10.50
福建水泥	2.95	3.45	468%	530%	-0.80
亚玛顿	0.55	0.58	509%	542%	0.09
北玻股份	0.67	0.80	365%	415%	-0.25
中材科技	5.40	6.60	-10%	10%	6.00
九鼎新材	0.05	0.08	0%	50%	0.05
兔宝宝	2.60	3.38	0%	30%	2.60
东方雨虹	10.42	12.16	20%	40%	8.69
伟星新材	5.45	7.08	0%	30%	5.45
帝欧家居	2.54	2.70	700%	750%	0.32
蒙娜丽莎	2.60	3.07	10%	30%	2.36
友邦吊顶	0.91	1.18	0%	30%	0.91
永高股份	1.30	1.69	0%	30%	1.30
国统股份	-0.05	-0.04	-279%	-229%	0.03
青龙管业	0.35	0.45	150%	164%	-0.71
龙泉股份	0.08	0.18	132%	173%	-0.25
建研集团	1.72	2.12	30%	60%	1.32
西部建设	1.99	2.48	100%	150%	0.99
海南瑞泽	0.95	1.16	-10%	10%	1.05
三圣股份	0.75	1.05	-44%	-22%	1.35
瑞泰科技	0.08	0.08	0%	10%	0.08
鲁阳节能	2.09	2.64	50%	90%	1.39
濮耐股份	1.48	1.69	260%	310%	0.41
北京利尔	2.06	2.52	80%	120%	1.15
中航三鑫	-0.50	-0.20	-10%	56%	-0.45
罗普斯金	-0.66	-0.55	-445%	-354%	-0.12
坚朗五金	1.02	1.77	-45%	-5%	1.86
万里石	0.08	0.11	-49%	-33%	0.16

资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示：

1、重点公司业绩不达预期：我们重点推荐的公司包括海螺水泥、中国巨石、北新建材，盈利预期依赖于对全年水泥、玻纤、石膏板价格维持高位窄幅波动的假设，相关产品价格如果大幅下滑，将影响全年的盈利判断。

2、地产数据不达预期：建材行业高度依赖下游地产产业链，地产在政策调控下，开工、竣工、销售数据有不达预期的风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com