



建材

2018.09.04

## 详解三点变化，逻辑推演下半年

### ——建材行业 2018 年中报总结

	<b>鲍雁辛 (分析师)</b>	<b>黄涛 (分析师)</b>	<b>赵晨阳 (研究助理)</b>
	0755-23976830	021-38674879	0755-23976911
	baoyanxin@gtjas.com	huangtao@gtjas.com	zhaochenyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880515090001	S0880117100137

#### 本报告导读:

总结 2018 中报，水泥行业 18H1 表现远超其他周期品，周期品中边际好于总量，区域好于全国特征延续，玻璃股逻辑变化，而消费类建材递交了压力测试期完美答卷。

#### 摘要:

- **维持建材行业“增持”评级：**1、我们判断未来一个阶段可能财政政策会陆续落地，修复市场对于需求的预期，从 18Q2 水泥股看，业绩继续超过市场预期，我们推荐龙头海螺水泥，H 股中国建材、华润水泥；2、玻璃股推荐 H 股信义玻璃、A 股旗滨集团；3、消费建材的大逻辑变化我们继续推荐东方雨虹、伟星新材；4、低估值的“中国领先制造业”推荐北新建材、中国巨石、福耀玻璃；
- **周期行业横向比较，为何说水泥是周期中业绩确定性及弹性最好品种？** 边际好于总量，区域好于全国，水泥股投资逻辑从追逐弹性到盈利长周期确定性的转变：从 2018H1 水泥行业表现看，明显优于钢铁、煤炭等周期品，并且水泥行业龙头海螺水泥收入及盈利增速是周期板块龙头企业中唯一依然提升的，继续验证我们年初时预判的“边际好于总量”的判断。同时，从我们另外一个预判“区域好于全国”，2017 年及 2018H1 各区域水泥企业盈利呈现差异拉大特征，盈利分化明显，华东华南企业盈利领跑全国；我们认为 2018 年水泥股的投资逻辑，已经由追逐价格弹性向长周期盈利确定性转变，另外，从产业链看，水泥是周期品中唯一的，从石灰石-运输港口-制造，全产业链的商品，因此只要需求不断崖式下降，盈利的可持续性就强；
- **玻璃板块逻辑变化：从事件性缺口的价格弹性到长期格局改善。** 玻璃行业的投资逻辑，正从事件性缺口关停的价格弹性，转为长期的供需格局的改善。环保高压常态化叠加成本抬升，将推动不环保、落后产能的逐渐被替代，长期来看，率先使用清洁能源、具产能及布局优势的产能成为优势资产，从而不对等的增加其竞争优势。个别龙头企业由此有望成为成熟的玻璃行业中的成长股。
- **消费建材递交了成本压力测试期下的完美答卷，上半年逻辑占优在后周期品牌消费端，下半年望在早周期的开工施工端：** 2018 年是化学品建材上游原材料价格明显提升，这种情况下我们重点推荐的品牌建材盈利能力仍维持高水准，体现出长周期的品牌溢价能力（雨虹、伟星等）。在去杠杆背景下，地产链后周期品牌消费建材以其良好的现金流更受市场青睐，我们认为资管新规落地及“补短板”政策逐渐明朗，下半年早周期靠开工施工端的建材有望估值修复，建材龙头市占率加速提升。
- **基金重仓持股变化：龙头建材明显下降，建材处于低配状态。** 根据最近披露的公募基金 2018 年中报，建材蓝筹股的交易结构的调整我们认为进行的比较充分；东方雨虹、中国巨石、北新建材的基金重仓持股情况截止 2018H1 末已经回到 2017Q1 末期的水平。
- **风险提示：国内货币、房地产宏观政策风险、原材料成本风险**

**评级：增持**

上次评级：增持

细分行业评级

#### 相关报告

建材：《水泥价格强势切入旺季超预期》	2018.09.03
建材：《步入旺季涨价行情》	2018.08.27
建材：《渐入旺季，建材股攻守兼备》	2018.08.20
建材：《华东华南补短板率先发力，水泥仍是首选》	2018.08.13
建材：《研判水泥旺季，确定性及弹性分区域细说》	2018.08.07

## 目 录

1. 投资要点.....	3
2. 为何水泥股是周期王者？业绩确定性及弹性最佳 .....	5
2.1. 总量平淡，区域分化加剧.....	6
2.2. 边际好于总量，水泥 VS 其他大宗周期品 .....	8
2.3. 水泥企业盈利能力差异性加大.....	9
2.4. 逻辑的转变：追逐价格弹性到长周期盈利的确定性 .....	11
3. 玻璃板块逻辑变化：从事件性缺口到长期格局改善 .....	12
3.1. 长周期成本抬升，利好优质产能.....	13
3.2. 环保高压常态化令成本抬升，下半年供给压力趋缓 .....	13
3.3. 龙头拉开差距，成本不对称增加 .....	14
4. 消费建材，地产下行周期走出独立行情 .....	15
4.1. 防水材料行业：东方雨虹，经营质量明显提升，仍在成长快车道 18	
4.2. 石膏板行业：环保收紧加速行业整合，北新竞争优势扩大 ....	19
4.3. 塑料管道行业：伟星新材，成本压力期的完美答卷 .....	20
4.4. 玻璃纤维行业：中国巨石奏响全球成长进行曲 .....	21
5. 基金重仓持股变化：交易结构拥堵问题，调整已然充分 .....	22
6. 风险提示.....	23

## 1. 投资要点

我们根据 2018 年建材行业中报与其他相关周期品及地产产业链下游行业进行对比，尝试找出相同宏观环境下行业走势分化的原因：

**周期行业横向比较，为何说水泥是周期中业绩确定性及弹性最好品种？**  
**边际好于总量，区域好于全国。**从 2018H1 水泥行业表现看，明显优于钢铁、煤炭等周期品；并且我们注意到钢铁煤炭工程机械等行业龙头营收及盈利增速开始大幅分化，水泥行业龙头海螺水泥收入及盈利能力增速是周期板块龙头企业中唯一依然提升的，继续验证我们年初时预判的“边际好于总量”的判断。同时，从我们另外一个预判看“区域好于全国”，2017 年及 2018H1 各区域水泥企业盈利呈现差异拉大特征，盈利分化明显，华东南企业盈利领跑全国。

**水泥股的投资逻辑由追逐价格弹性向中长期确定性转变：**2018 年上半年水泥行业盈利中枢较 2017 年继续上移，创历史最好水平。水泥需求呈南强北弱态势，我们判断大概率将延续全年。而华东、中南等区域水泥价格淡季不淡、旺季更旺常态化特征显著。而与 2011 年相较，本轮景气盈利分化加剧。我们认为水泥股的投资逻辑，已经由追逐价格弹性向长周期盈利确定性转变。另外，从产业链看，水泥是周期品中唯一的，从石灰石-运输港口-制造，全产业链的商品，因此只要需求不断崖式下降，盈利的可持续性就强；

**玻璃板块逻辑变化：从事件性缺口到长期格局改善。**事件性缺口即为排污许可证，然而同市场预期的一刀切式关停不同，玻璃行业的投资逻辑，正从事件性缺口（如排污许可证及江门华尔润生产事故、沙河地区停产与限产等），转为长期的供需格局的改善。环保高压常态化叠加成本抬升，将推动不环保、落后产能的逐渐被替代，长期来看，率先使用清洁能源、具产能及布局优势的产能成为优势资产，从而不对等的增加其竞争优势。个别龙头企业由此有望成为成熟的玻璃行业中的成长股。

**消费建材递交了成本压力测试期下的完美答卷，上半年逻辑占优在后周期品牌消费，下半年望在早周期的开工施工端：**2018 年是化学品建材上游原材料价格明显提升，这种情况下我们重点推荐的品牌建材盈利能力仍维持高水准，从毛利率及净利率上看，18Q2 中枢环比抬升，体现出长周期的品牌溢价能力（雨虹、伟星等）。

在去杠杆背景下，地产链后周期品牌消费建材以其良好的现金流更受市场青睐，我们认为资管新规落地及“补短板”政策逐渐明朗，下半年早周期靠开工施工端的建材有望估值修复，同时下游龙头开发商市占率提升+周转加速，这就导致建材龙头市占率加速提升。

**基金重仓持股变化：龙头建材明显下降，建材处于低配状态。**建材板块进入基金前十大重仓股的数量由 2018 年 1 季度的 25 支下降至 2018 年 2 季度的 20 支，持仓股票风格依然集中在价值蓝筹，但比例明显降低，建材蓝筹股的交易结构的调整我们认为进行的比较充分；东方雨虹、中国巨石、北新建材的基金重仓持股情况截止 2018H1 末已经回到 2017Q1

末期的水平；详情请见《行业专题：从基金季报看筹码结构，调整已然充分——2018Q2 建材龙头基金持仓分析 20180724》。

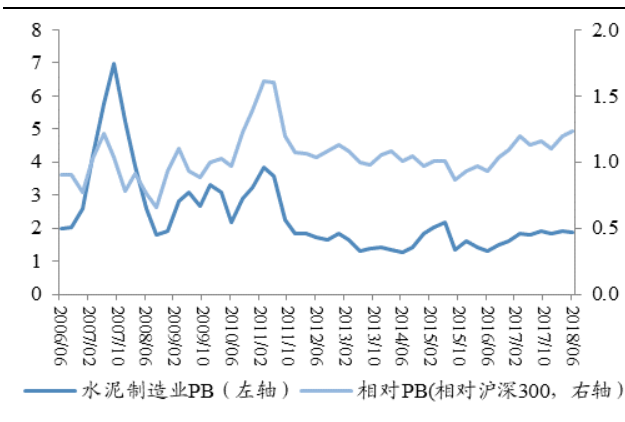
**当下，我们维持建材行业“增持”评级：**

第一，我们认为水泥近期的超预期在于价格，打消了市场之前对于东北水泥的疑虑；而基建“补短板”有望率先在华中华南等发达地区落地，A股首选龙头海螺水泥，以及华新水泥、塔牌集团、万年青；港股中国建材、华润水泥等；

第二，非水泥类建材，靠地产早周期的开工施工端当前逻辑优于靠地产后周期的消费端，叠加财政补短板，因此重点推荐东方雨虹及中国巨石，玻璃股重点推荐信义玻璃（0868.HK）；

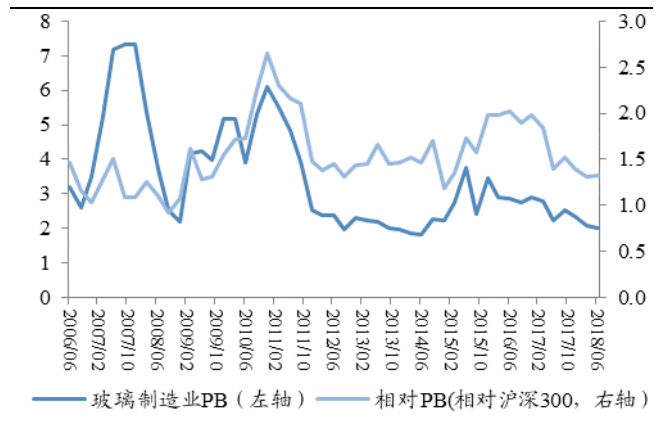
第三，北新建材、伟星新材、福耀玻璃、海螺创业、依然继续重点推荐；

图 1：水泥制造业 PB



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：玻璃制造业 PB



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 1：重点建材上市公司盈利预测、估值、评级

股票代码	证券简称	收盘价	市值 (亿元)	EPS		PE		评级
		2018/9/2	2018/9/2	2018E	2019E	2018E	2019E	
600585	海螺水泥	37.13	1967.63	5.29	5.90	7.02	6.29	增持
600801	华新水泥	19.65	294.27	2.94	3.18	6.68	6.18	增持
000789	万年青	12.50	76.67	1.58	1.89	7.91	6.61	增持
002233	塔牌集团	12.52	149.27	1.47	1.79	8.52	6.99	增持
000401	冀东水泥	10.38	139.87	1.19	1.43	8.72	7.26	增持
601992	金隅股份	3.53	376.93	0.42	0.50	8.40	7.06	增持
600720	祁连山	7.81	60.63	0.77	0.80	10.14	9.76	增持
600881	亚泰集团	3.62	117.61	0.23	0.28	15.74	12.93	增持
002271	东方雨虹	15.42	231.17	1.11	1.49	13.89	10.35	增持
000786	北新建材	18.00	304.11	1.79	2.04	10.06	8.82	增持
002372	伟星新材	16.93	221.94	0.78	0.96	21.71	17.64	增持
000910	大亚圣象	13.74	76.27	1.59	2.00	8.64	6.87	增持
002043	兔宝宝	6.76	56.13	0.59	0.80	11.46	8.45	增持
603737	三棵树	43.66	58.00	1.90	2.73	22.98	15.99	增持
600176	中国巨石	10.50	367.74	0.82	1.02	12.80	10.29	增持
600660	福耀玻璃	25.42	637.69	1.72	2.07	14.78	12.28	增持

000012	南玻 A	4.81	137.41	0.38	0.46	12.66	10.46	增持
601636	旗滨集团	4.32	116.16	0.66	0.73	6.55	5.92	增持
002080	中材科技	7.98	103.01	0.93	1.13	8.58	7.06	增持
603601	再升科技	7.19	38.87	0.40	0.57	17.98	12.61	增持
300196	长海股份	10.55	44.78	0.59	0.87	17.88	12.13	增持
601996	丰林集团	3.47	33.25	0.23	0.32	15.09	10.84	增持
002918	蒙娜丽莎	19.74	46.70	1.61	2.05	12.26	9.63	增持
0868.HK	信义玻璃	9.80	391.77	1.23	1.52	7.97	6.45	增持
3323.HK	中国建材	7.34	619.11	1.25	1.72	5.87	4.27	增持
1313.HK	华润水泥	9.16	639.64	1.27	1.40	7.21	6.54	增持

资料来源：Wind，国泰君安证券研究

注：港股信义玻璃、中国建材和华润水泥的对标均为港元。

## 2. 为何水泥股是周期王者？业绩确定性及弹性最佳

我们自年初以来提出的 2018 年大宗品周期股投资的核心是“边际好于总量、区域好于全国”的观点，在 2018 年 1、2 季度继续得到验证。从水泥区域盈利角度观察，华东南为代表的水泥盈利纷纷创出历史新高，而华北、西北、东北区域盈利较历史还有提升空间。

我们认为水泥行业表现出非需求扩张周期盈利提升，正是由于水泥行业独特的资源约束、市场环境、供需结构与竞争形势决定的，这也是为什么我们判断水泥在周期品中业绩确定性与弹性依旧是最强的原因：

- 首先，我们认为若需求不出现断崖式下降（缓坡足够长），则当前水泥行业的整体盈利能力可持续，于是，水泥将变得不像“周期”，原因是水泥是唯一周期品中包含从上游矿山开采——中游熟料水泥生产——下游运输的行业，全产业链控制的且不受社会库存、不受国际定价影响的商品，集中度的提升对定价影响显著；
- 其次，水泥看重的是区域边际需求增量，而钢铁煤炭看总量，且水泥无金融属性；2018 年总量平淡，但边际上看区域分化加剧；我们判断“补短板”财政发力很可能在东部发达省份率先看到效果，因此区域好于全国的领先区域反而需求曲线的确定性增强；
- 2016 年我们曾提出“非需求扩张情况下的盈利能力提升”的逻辑框架，在经济学的合理解释下，势必放大公司的竞争优势，从而使得利润不会均匀的流向所有参与者，因此，将放大公司盈利能力的差异；从财务数据看，将会出现吨毛利差异不显著，而吨净利差异愈加显著；（关于水泥公司的竞争优势，可参见报告《关于水泥，您想知道的 12 个问题（最懂水泥的解答行业规律 ABC）20170212》）
- 由此而得到的推论，是有竞争优势的龙头此时的周期下行“安全垫”实际上大幅超越以往，且叠加了环保对于熟料矿山开采及生产环节更为严格的限制，水泥行业很可能在整体高景气状态下，进行新一轮集中度提升的过程；

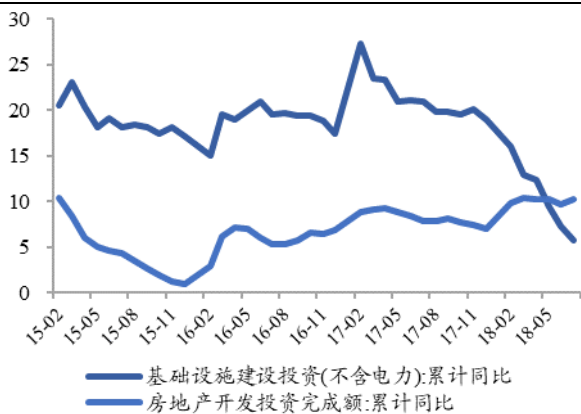
➤ 淡季不淡以及印证，旺季可能更旺，我们 2017 年就提出水泥新常态的逻辑，正在不断被验证。同时在旺季错峰停产、环保限产刺激下，旺季水泥价格可能再现向上弹性。

### 2.1. 总量平淡，区域分化加剧

2018 上半年，整个宏观经济需求增速略微下行，而水泥板块营收与净利润增速依然保持较高增速，营收同比增速 31%，净利润增速 119%。

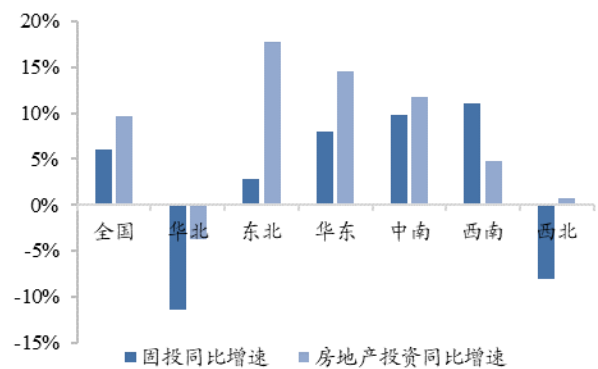
从上半年水泥行业运行情况看，全国水泥产量略有减少，同比减少 0.64%。分区域看，华东（剔除山东）、中南需求增速领先全国，增速分别 1.44%、1.34%，符合预期；西南增速为 5.59%，全国最高，扶贫农村需求超过市场预期；华北、东北、西北地区负增长，产量明显下降，增速分别为-5.21%、-12.85%、-11.81%。

图 3: 2018H1 基础设施建设投资及房地产投资完成额同比增速



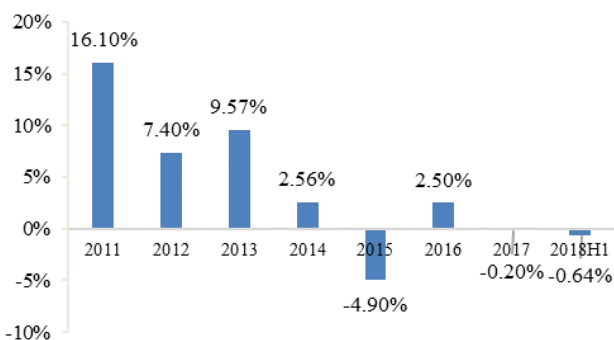
数据来源: 数据大全, 国泰君安证券研究

图 4: 2018H1 区域固定资产及房地产投资完成额同比增速



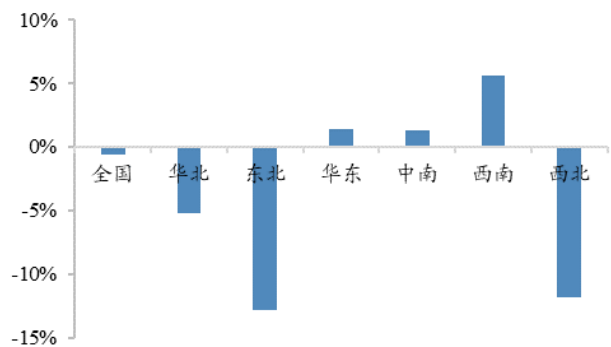
数据来源: 数据大全, 国泰君安证券研究

图 5: 2011-2018H1 全国水泥产量增速



数据来源: 数据大全, 国泰君安证券研究

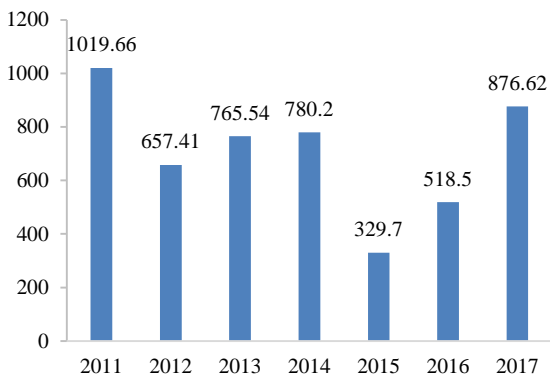
图 6: 2018H1 区域水泥产量增速



数据来源: 数据大全, 国泰君安证券研究

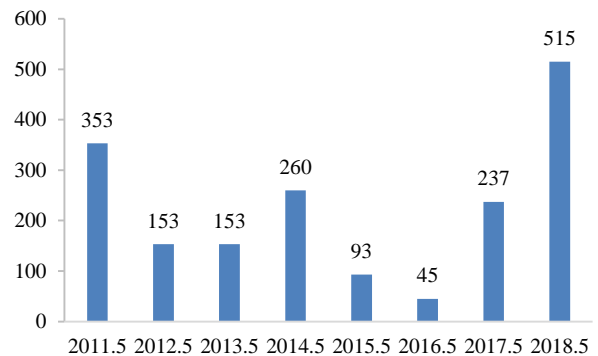
注: 华东地区剔除山东

图 7: 2017 水泥行业利润总额创历史第二高位 (单位: 亿元)



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

图 8: 2018 年 1-5 月水泥行业利润创历史新高 (单位: 亿元)

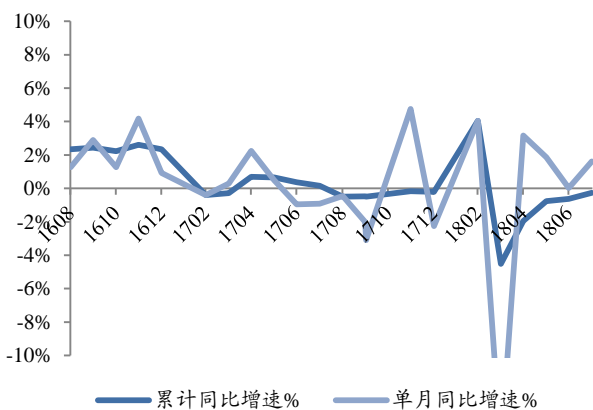


数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

我们开春给的判断是: 今年全国需求不能一概而论, 南强北弱将成大概率, 并且由北向南、自西向东越来越强, 当前逻辑完全被验证:

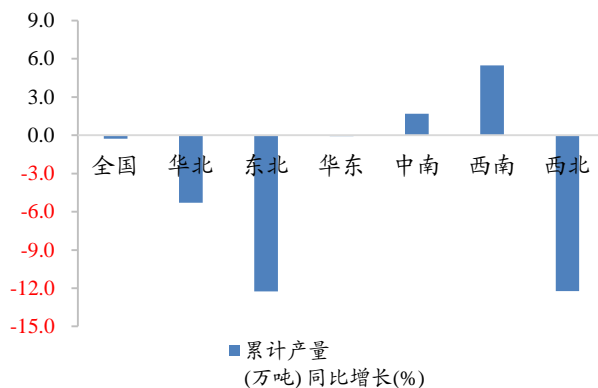
我们判断, 华东及中南区域需求的构成是民营主体: 地产及地产拉动的小市政项目占大头, 数据显示水泥需求稳中有升; 西南受益于精准扶贫力度的增强, 而北方水泥需求主要是政府项目, 基建占比较高, 上半年北方因 PPP 项目的清理及金融“去杠杆”, 基建投资萎靡致水泥需求不景气。

图 9: 二季度水泥累计需求增速逐月收窄



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 10: 需求南强北弱特征显著

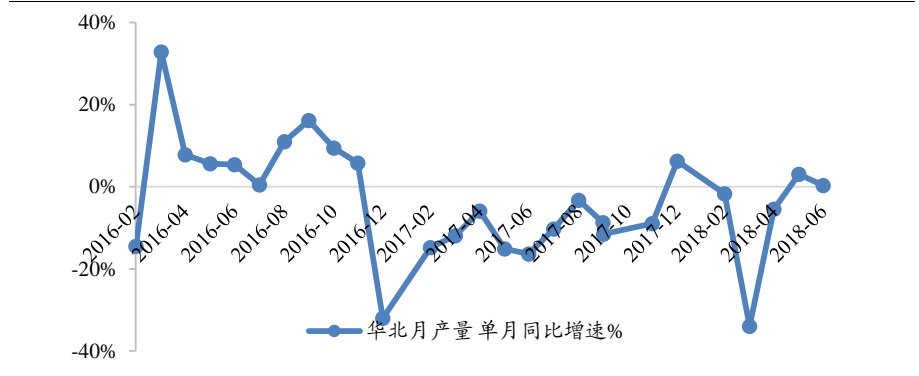


数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

我们判断从确定性的角度而言, 工程项目启动后不会停工, 因此华东、中南下半年需求确定性高。而基建“补短板”, 我们认为会在发达地区率先发力, 供需关系好的区域反而未来增量确定性高, 因此华东南最为受益。

从财政发力的角度, 我们认为“三北地区”京津冀弹性最大, 原因在于非大水漫灌式势必在人口密集区域才能起到显著效果, 从 4 月 17 日降准之后, 可以看出 5-6 月份京津冀单月的水泥需求增速立即转正, 而西北东北大幅下滑的态势几无变化;

图 11: 二季度华北出现需求提速信号



数据来源: 数字水泥网, 国泰君安证券研究

## 2.2. 边际好于总量, 水泥 VS 其他大宗周期品

我们选取 SW 水泥制造、SW 玻璃制造、SW 工程机械、SW 钢铁、SW 煤炭, 测算各行业板块营收同比增速及归母净利情况, 2017 年均受益于供给侧改革盈利能力提升, 但是 2018 年开始各行业营收和盈利增速大幅分化, 水泥收入增速依然在抬升, 盈利能力继续保持高增长。

从各行业龙头企业来看, 海螺水泥营收与盈利增速也是唯一提升的, 而钢铁、煤炭、工程机械龙头企业增速下降。

表 2: 2017Q1-2018Q2 各板块营收同比增速 (%)

行业	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
SW 水泥制造	35.30	25.32	29.20	51.65	29.43	31.73
SW 玻璃制造	66.03	54.85	20.69	13.00	8.85	11.35
SW 工程机械	69.50	48.79	62.41	26.22	25.52	36.61
SW 钢铁	60.65	33.88	33.66	11.74	5.11	21.31
SW 煤炭	80.89	70.82	31.25	-3.44	2.40	7.88

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

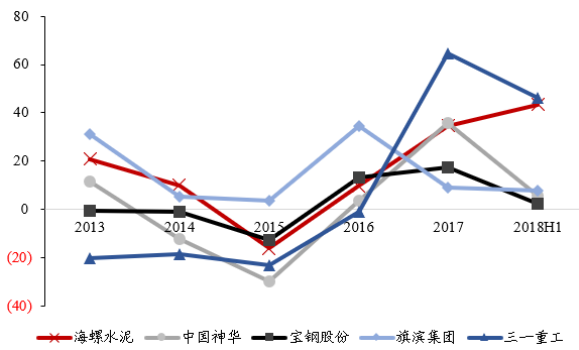
表 3: 2017Q1-2018Q2 各板块净利润同比增速 (%)

行业	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
SW 水泥制造	293.02	96.52	38.19	149.03	292.41	90.44
SW 玻璃制造	110.41	77.15	26.00	-43.69	22.03	32.52
SW 工程机械	551.53	4,225.20	6,838.09	499.77	92.95	62.23
SW 钢铁	363.08	39.00	430.37	366.44	93.11	174.03
SW 煤炭	370.95	224.51	127.20	45.27	9.20	9.82

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

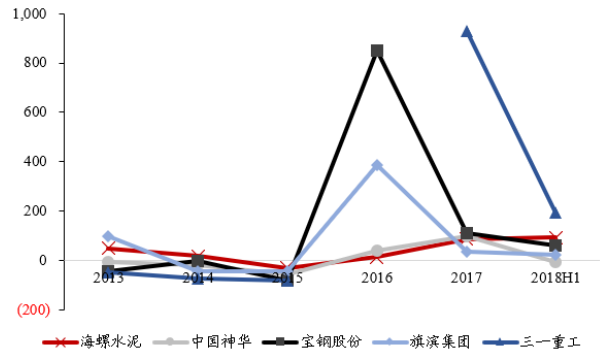


图 12: 海螺水泥 2018H1 营收增速是各周期龙头中唯一在提升的 (%)



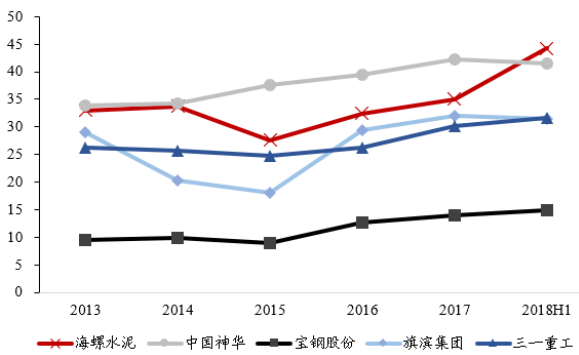
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 13: 海螺水泥 2018Q1 归母净利增速也是周期龙头中唯一在提升的 (%)



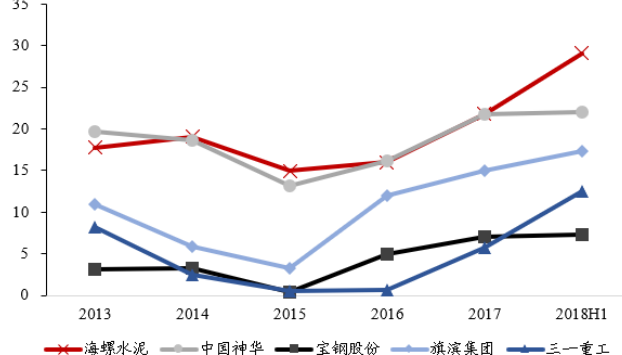
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 14: 海螺水泥毛利率显著领先 (%)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 15: 海螺水泥净利率具显著优势 (%)



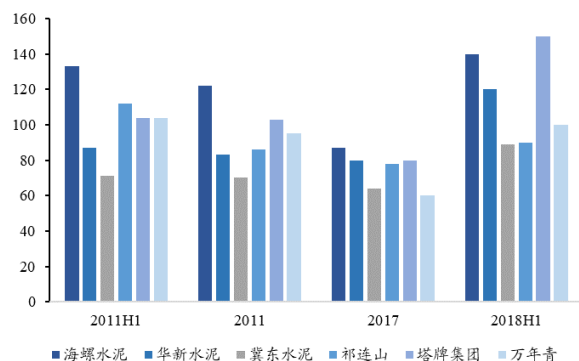
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

### 2.3. 水泥企业盈利能力差异性加大

我们观察到 2017 年及 2018H1 水泥企业盈利呈现差异拉大特征, 企业盈利分化明显, 华东华南企业盈利创历史同期新高且领跑全国。

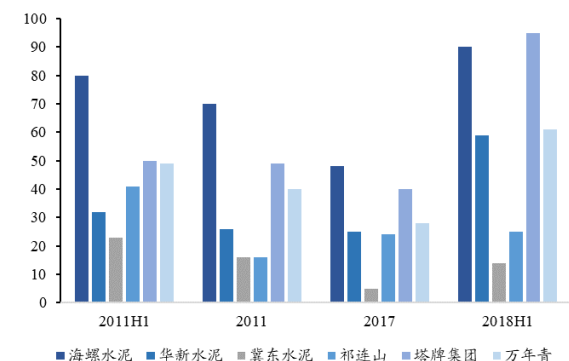
自北向南、自西向东, 吨毛利重心提升, 而吨净利水平则进一步拉开差距。从期间费用水平看, 海螺、塔牌等南方水泥企业 2018H1 吨费用较 2011 年下降显著, 费用率稳中有降 (或保持稳定)。我们进一步拆分费用的构成, 南北企业呈现明显差异: 以管理费用为例, 因淡季停工, 北方企业固定资产管理费用占比较高。

图 16: 南方的水泥企业吨毛利重心显著领先 (单位: 元)



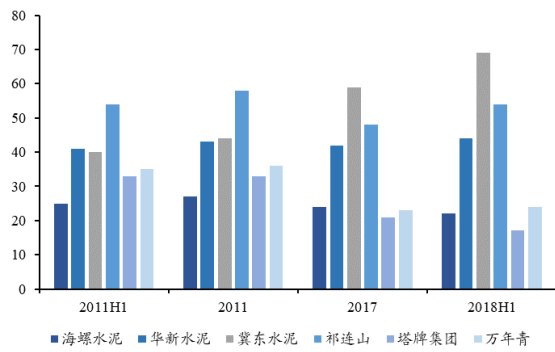
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 17: 2018 年南北水泥企业吨净利进一步拉开差距 (单位: 元)



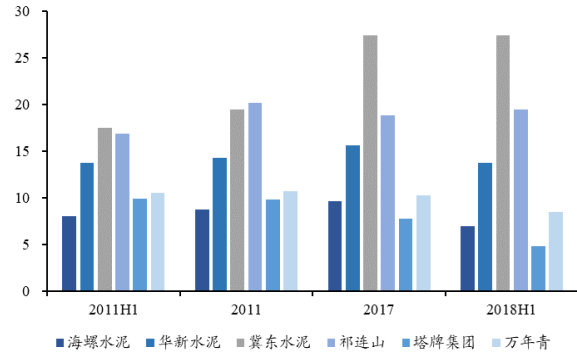
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 18: 北方企业吨三费高于南方 (单位: 元)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

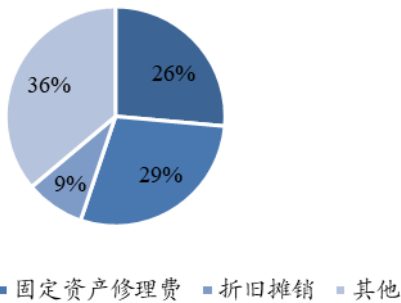
图 19: 冀东水泥期间费用率高企 (%)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

我们进一步拆分费用的构成, 以管理费用为例, 如下图所示, 从构成比例上可以看出北方及华东中南企业的极大差异 (因淡季环保等因素错峰停产时间加长, 固定资产修理费科目差异显著), 更可以说明这个问题:

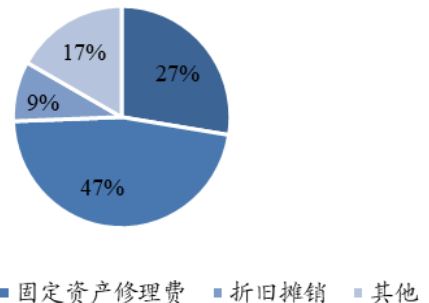
图 20: 2018H1 年冀东水泥管理费用拆分



■ 薪酬性支出 ■ 固定资产修理费 ■ 折旧摊销 ■ 其他

数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

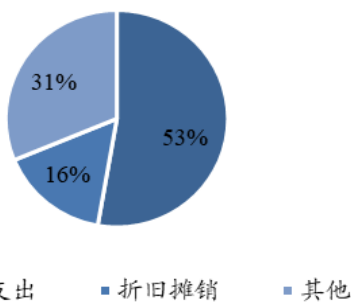
图 21: 2018H1 年祁连山管理费用拆分



■ 薪酬性支出 ■ 固定资产修理费 ■ 折旧摊销 ■ 其他

数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

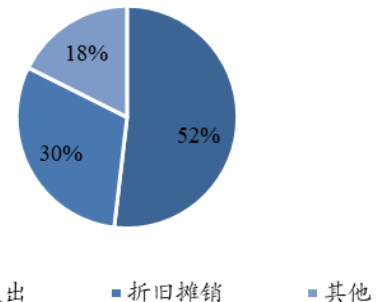
图 22: 2018H1 年海螺水泥管理费用拆分



■ 薪酬性支出 ■ 折旧摊销 ■ 其他

数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

图 23: 2018H1 年塔牌集团管理费用拆分



■ 薪酬性支出 ■ 折旧摊销 ■ 其他

数据来源: 公司数据, 国泰君安证券研究

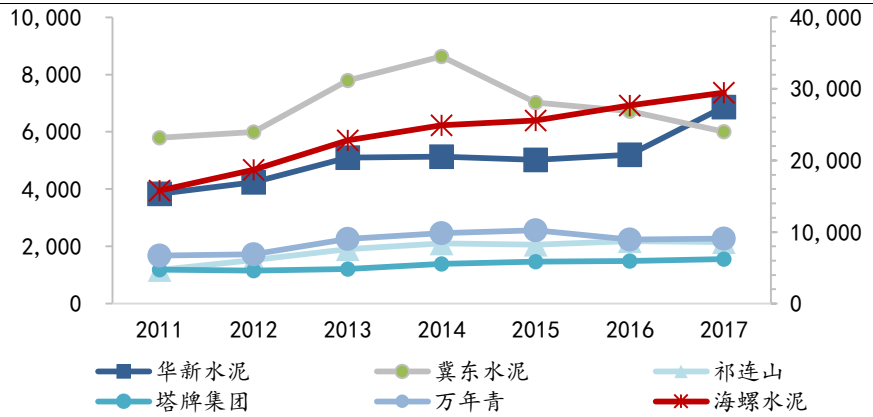
表 4: 水泥板块部分上市公司 2018 年上半年吨经营情况对比

区域	代码	公司	吨出厂均价 (元/吨)	吨成本 (元/吨)	吨毛利 (元/吨)	吨三费 (元/吨)	吨净利 (元/吨)
华东	600585.SH	海螺水泥	317	177	140	22	90
	000789.SZ	万年青	286	186	100	24	61

华中	600801.SH	华新水泥	318	198	120	44	59
华北	000401.SZ	冀东水泥	254	165	89	69	14
华南	002233.SZ	塔牌集团	354	204	151	17	95
西北	600720.SH	祁连山	279	189	90	54	25

数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

图 24：主要水泥股销量比较，海螺保持稳步增长（单位：万吨）



数据来源：数字水泥网，国泰君安证券研究

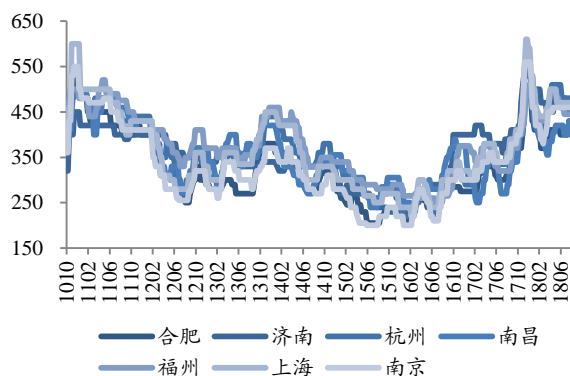
注：海螺水泥为右坐标轴

## 2.4. 逻辑的转变：追逐价格弹性到长周期盈利的确定性

我们认为 2018 年水泥股投资的核心关键词是盈利曲线的确定性（而追逐非涨价的弹性），因为水泥涨价主要体现在 2016-2017 年，2018 年消灭了价格的淡季波动，水泥价格淡季不淡且库存低位，这很像是发达国家成熟市场；

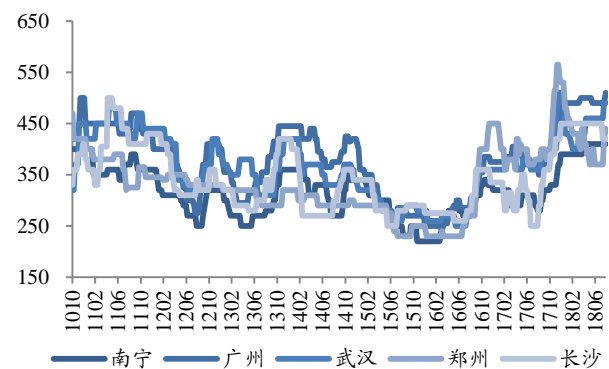
因此 2018 年水泥股的投资逻辑同涨价年份的 2016-2017 年最大的不同是，2018 年是中长期盈利曲线确定性的逻辑，传统高弹性小水泥股盈利的确定性不如具备定价权的龙头水泥企业，同理可以推论，2018 年四季度水泥价格是否能创新高不再是水泥股东的核心变量，而是盈利曲线长周期的确定性（尤其对股息率高的水泥股尤为如此）。

图 25：18Q2 华东水泥价格中枢上移（单位：元/吨）



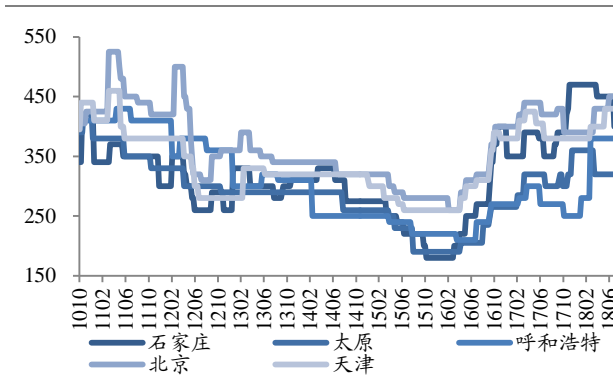
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 26：18H1 两广水泥价格淡旺季基本维持平稳（单位：元/吨）



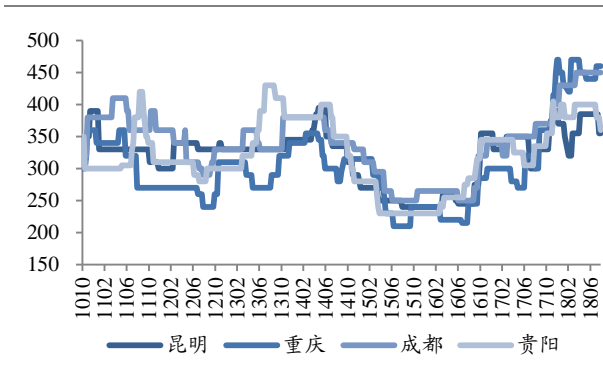
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 27: 18H1 华北水泥价格维持高位 (单位: 元/吨)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

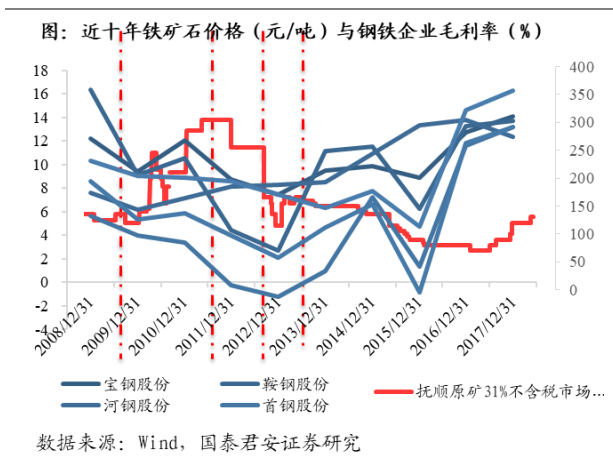
图 28: 18H1 西南水泥价格一路上行 (单位: 元/吨)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

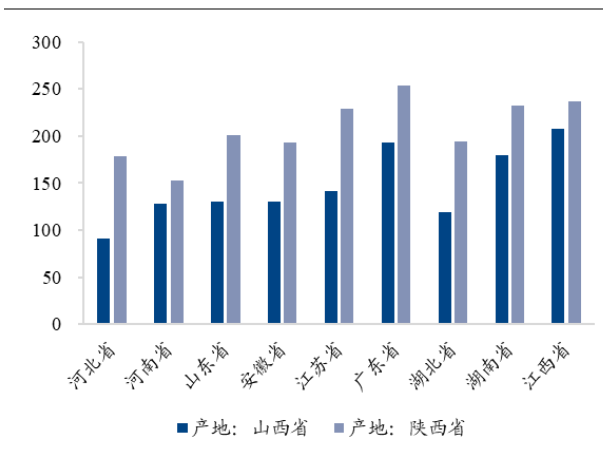
另外, 从产业链看, 水泥是周期品中唯一的, 从石灰石-运输港口-制造, 全产业链的商品, 相比之下, 钢铁企业则缺失了上游铁矿石的控制, 可以看到 09-11, 12-13 年铁矿石的上涨, 对钢铁盈利有明显压制作用。煤炭企业缺失运输环节, 大多数煤炭企业以坑口价出售, 运输环节交由贸易商来进行。

图 29: 铁矿石的上涨对钢铁盈利有明显压制作用



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 30: 煤炭运输环节由贸易商定价 (单位: 元/吨)



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

### 3. 玻璃板块逻辑变化: 从事件性缺口到长期格局改善

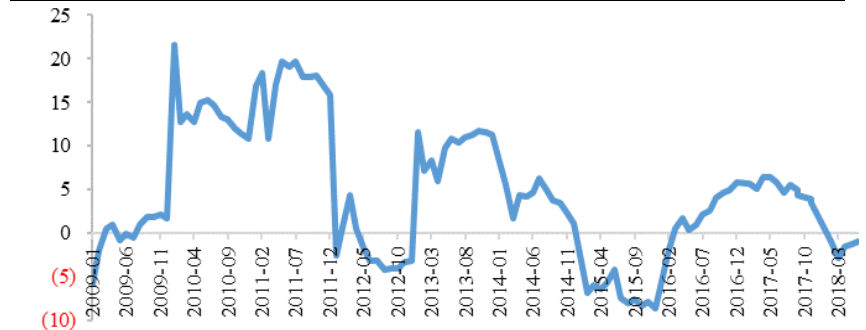
我们认为, 玻璃板块逻辑变化: 从事件性缺口到长期格局改善。事件性缺口即为排污许可证, 然而同市场预期的一刀切式关停不同, 玻璃行业的投资逻辑, 正从事件性缺口 (如排污许可证及江门华尔润生产事故、沙河地区停产与限产等), 转为长期的供需格局的改善。

环保高压常态化叠加成本抬升, 将推动不环保、落后产能的逐渐被替代, 长期来看, 率先使用清洁能源、具产能及布局优势的产能成为优势资产, 从而不对等的增加其竞争优势。个别龙头企业由此有望成为成熟的玻璃行业中的成长股。

### 3.1. 长周期成本抬升，利好优质产能

截至 2018 年 6 月我国平板玻璃累计产量 4.25 亿重箱，同比下降 0.90%（玻璃产量即有效产能概念，而水泥的产量是需求）。

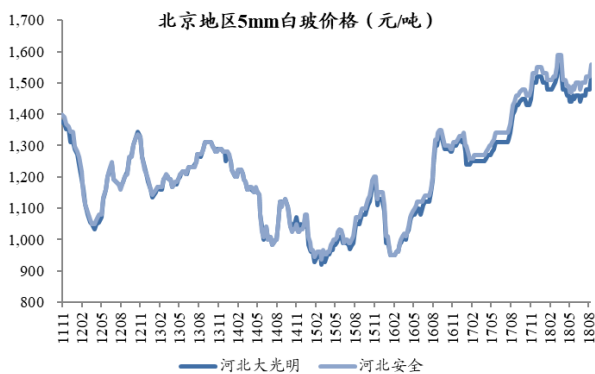
图 31: 平板玻璃月度产量同比 (%)



数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

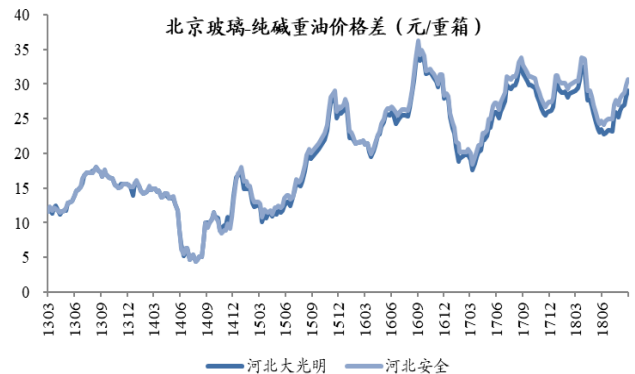
2018Q1 春节后经销商补库存令玻璃逆势涨价。然而 2 季度因北方停工时间长于以往等多方面影响，玻璃需求虽边际改善但释放节奏滞后，2 季度玻璃价格随之调整，但截至 6 月末，全国浮法均价仍高于去年同期 118 元/吨。而纯碱受 4 月份厂商主动检修产线增加的影响，价格上涨，Q2 玻璃企业盈利能力被压缩。

图 32: 玻璃价格 Q2 下探，Q3 回升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 33: 企业盈利空间 Q2 收窄，Q3 或显著增厚



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 3.2. 环保高压常态化令成本抬升，下半年供给压力趋缓

继 17 年冬季河北沙河因环保关停 9 条线后，18 秋季环保高压延续，沙河迎新、鑫利及元华先后有三条生产线停产冷修，共减少日熔量 2000t。据悉，年内沙河仍将有 3 条浮法线停产冷修，因环保带来的供给端收缩有望延续。而成本端国际油价上涨致燃料成本上涨，而冬季天然气供应存短缺压力（中石油已经公告冬季部分用户天然气价格上调 40%）。环保高压叠加成本上升，浮法价格自 8 月淄博会议后已显著抬升。

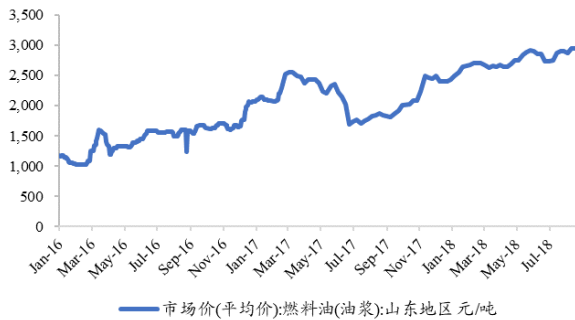
表 5: 2018 三季度起环保高压延续

省份	生产企业	生产线名称	日熔量(吨/天)	品种	冷修时间
河北	河北沙河鑫利玻璃有限公司	二线	550	白玻	2018.08.14

河北	河北沙河元华公司	二线	1000	白玻	2018.08.17
河北	河北沙河迎新玻璃厂	二线	450	白玻	2018.08.22
河北	河北沙河迎新玻璃厂	三线	500	白玻	预计 18Q4
河北	河北沙河鑫利玻璃有限公司	三线	800	白玻	预计 18Q4
河北	河北沙河鑫利玻璃有限公司	四线	800	白玻	预计 18Q4
<b>合计</b>			<b>4100</b>		

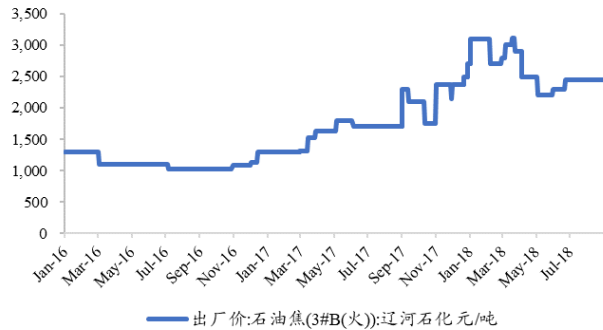
数据来源：玻璃信息网，国泰君安证券研究

图 34: 燃料油价格上涨明显



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 35: 石油焦价格中枢抬升



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

### 3.3. 龙头拉开差距，成本不对称增加

分公司看，玻璃股龙头信义玻璃及旗滨集团盈利水平自 2016 年明显上升，并跑赢行业，而福耀玻璃毛利率更为稳定，波动不显著：

1) 信义玻璃：从 2018 中报看，集团综合毛利率上升至 37.66%，净利率达 25.91%，显著领先行业。公司盈利水平从 2015 年开始保持上升趋势。分产品看，公司浮法板块差异化品种（超白、超厚、超薄等）占比提升至 39%（+10pct），价格更高波动更小，毛利率增至 33.47%（+3.35pct）。

2) 旗滨集团：公司报告期内毛利率及净利率水平分别为 31.4%、19.4%，毛利率、净利率均较 2017H1 小幅下探，但依旧维持高位。

3) 福耀玻璃：我们测算公司 2018H1 均价同增约 2.44%，价格中枢抬升的背后是公司产品结构的优化。测算报告期内销量同增约 13%，继续快于行业增长。受益于强势美元，18H1 公司获汇兑收益，财务费用率大幅下探，带动期间费用率同减 2.8pct 至 20.13%。而公司美国生产基地盈利迅速爬坡，测算报告期内盈利 1928 万美元，其中 Q1 约 821 万美元，Q2 盈利升至 1107 万美元。

表 6: 玻璃板块上市公司毛利率变动情况比较 (%)

代码	公司	2018H	2017A	2017H	2016A	2016H	2015A	2015H
000012.SZ	南玻 A	25.07	24.48	24.41	26.88	27.23	21.61	20.37
600293.SH	三峡新材	6.57	8.80	7.63	14.11	12.95	4.55	14.50
600586.SH	金晶科技	24.76	26.47	23.37	26.28	23.08	16.85	14.54
600819.SH	耀皮玻璃	18.05	17.25	17.83	20.32	20.64	17.48	17.45

601636.SH	旗滨集团	31.40	32.06	33.15	29.34	20.63	18.00	18.74
600660.SH	福耀玻璃	41.96	42.76	42.98	43.07	43.22	42.43	42.62
0868.HK	信义玻璃	37.66	36.97	36.38	36.26	34.69	27.34	26.69
	平均值	24.17	26.97	26.54	28.04	26.06	21.18	22.13

数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

表 7：玻璃板块上市公司净利率变动情况比较（%）

代码	公司	2018H	2017A	2017H	2016A	2016H	2015A	2015H
000012.SZ	南玻 A	6.56	7.62	8.09	8.96	11.00	8.61	6.64
600293.SH	三峡新材	2.91	3.39	3.07	5.41	0.79	-6.59	0.48
600586.SH	金晶科技	8.71	2.60	4.58	0.57	0.64	1.10	-4.77
600819.SH	耀皮玻璃	4.57	2.16	1.65	7.18	0.60	-17.79	-7.46
601636.SH	旗滨集团	17.38	15.05	15.28	11.99	5.04	3.31	4.03
600660.SH	福耀玻璃	18.53	16.82	15.89	18.91	19.22	19.21	18.48
0868.HK	信义玻璃	25.91	26.03	23.98	24.92	22.78	18.40	17.88
	平均值	8.40	10.52	10.36	11.13	8.58	3.75	5.04

数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

表 8：3 家规模领先的龙头玻璃企业 2018H1 经营状况对比

	旗滨集团	信义玻璃	中国玻璃
2018 年 H1 产量（万重箱）	5180	6000	1763
2018 年 H1 销量（万重箱）	4814	4320	1534
产销率	92.93%	90%	87%
浮法玻璃板块营收（亿元）	37.70	34.89	11.93
售价（元/重箱）	78.31	80.76	77.77
重箱毛利（元）	24.59	27.03	14.28
2018 年 H1 浮法玻璃毛利率	31.40%	33.47%	18.36%
期间费用率（%）	12.44%	15.65%	15.59%
成本端：燃料	石油焦+天然气+重油	天然气	煤、石油焦、焦炉煤气为主，少量天然气（陕西基地用煤，江苏、山东和乌海用焦炉煤气）

注：信义玻璃产销率 90% 为我们估算，且信义玻璃约 20% 原片自供

数据来源：公司数据，国泰君安证券研究

## 4. 消费建材，地产下行周期走出独立行情

消费建材递交了成本压力测试期下的完美答卷，上半年逻辑占优在后周期品牌消费，下半年望在早周期的开工施工端：2018 年是化学品建材上游原材料价格明显提升，这种情况下我们重点推荐的品牌建材盈利能力仍维持高水准，从毛利率及净利率上看，18Q2 中枢环比抬升，体现出长周期的品牌溢价能力（雨虹、伟星等）。

在去杠杆背景下，地产链后周期品牌消费建材以其良好的现金流更受市场青睐，我们认为资管新规落地及“补短板”政策逐渐明朗，下半年早周期靠开工施工端的建材有望估值修复，同时下游龙头开发商市占率提

升+周转加速，这就导致建材龙头市占率加速提升。

我们选取 SW 家电、SW 家用轻工行业进行比较，测算各行业板块 2018Q2 营收增速及净利润增速。18Q2 消费品建材龙头营收平均增速 24.92%，领先于其他行业，净利润增速 32.92%，好于家电与轻工行业。

**表 9：2016Q3-2018Q2 各板块营收同比增速**

行业	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
SW 家用电器	18.48%	30.42%	29.94%	37.47%	27.85%	23.60%	19.17%	14.99%
SW 家用轻工	1.70%	14.34%	18.95%	22.31%	36.69%	27.09%	18.23%	19.32%
制造业龙头平均	15.21%	17.72%	11.60%	12.96%	23.97%	10.24%	23.64%	15.97%
<b>消费品建材龙头平均</b>	<b>19.97%</b>	<b>25.95%</b>	<b>31.06%</b>	<b>31.62%</b>	<b>39.45%</b>	<b>32.57%</b>	<b>29.23%</b>	<b>24.92%</b>

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**表 10：2016Q3-2018Q2 各板块净利润同比增速**

行业	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2
SW 家用电器	33.64%	69.14%	14.14%	28.76%	26.03%	54.01%	22.78%	20.17%
SW 家用轻工	53.38%	108.66%	35.89%	31.27%	22.67%	2.16%	5.75%	-11.85%
制造业龙头平均	23.83%	48.65%	24.90%	5.30%	23.65%	32.61%	6.19%	54.69%
<b>消费品建材龙头平均</b>	<b>58.19%</b>	<b>27.12%</b>	<b>22.72%</b>	<b>26.08%</b>	<b>45.23%</b>	<b>40.14%</b>	<b>93.40%</b>	<b>32.92%</b>

数据来源：wind，国泰君安证券研究

**表 11：建材子行业 35 家公司单季度营收同比增速情况比较（%）**

代码	公司	行业	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
600176.SH	中国巨石	玻纤及制品	13.50%	30.99%	14.81%	34.17%	13.75%
300196.SZ	长海股份		10.37%	30.35%	11.96%	9.40%	4.39%
002080.SZ	中材科技		7.98%	12.67%	11.10%	2.57%	8.79%
603601.SH	再升科技		80.87%	133.04%	144.13%	145.53%	161.41%
000786.SZ	北新建材	石膏板	27.40%	57.22%	34.02%	40.36%	25.46%
002718.SZ	友邦吊顶	吊顶	32.76%	55.79%	15.36%	32.37%	20.29%
300344.SZ	太空智造	发泡水泥板	680.08%	-20.97%	22.30%	93.67%	25.22%
002271.SZ	东方雨虹		48.47%	41.71%	50.87%	27.16%	31.84%
300737.SZ	科顺股份	建筑防水	-	36.94%	66.97%	37.68%	48.20%
300715.SZ	凯伦股份		-	60.52%	29.17%	33.10%	45.19%
002302.SZ	西部建设		29.15%	33.42%	31.60%	31.72%	30.64%
002596.SZ	海南瑞泽	混凝土及减水剂	102.05%	44.88%	31.54%	39.69%	12.60%
002398.SZ	建研集团		47.01%	37.51%	47.17%	33.63%	45.60%
002066.SZ	瑞泰科技		6.43%	29.07%	60.28%	109.50%	92.37%
002088.SZ	鲁阳节能	耐火材料	41.37%	42.73%	34.21%	15.24%	16.79%
002225.SZ	濮耐股份		8.10%	30.30%	36.78%	54.62%	54.69%
002392.SZ	北京利尔		12.77%	-6.08%	60.82%	50.17%	32.49%
002372.SZ	伟星新材		19.00%	19.43%	12.83%	20.16%	17.46%
300198.SZ	纳川股份	塑料管材及型材	50.47%	55.57%	44.34%	56.27%	-3.36%
002641.SZ	永高股份		26.47%	26.05%	13.09%	11.91%	22.87%
300599.SZ	雄塑科技		17.27%	39.15%	7.68%	31.59%	40.21%



000619.SZ	海螺型材		-0.17%	-2.22%	-8.83%	-11.74%	2.61%
002671.SZ	龙泉股份		-33.45%	37.36%	77.90%	183.27%	49.82%
002205.SZ	国统股份	水泥管	106.69%	37.74%	-2.09%	-5.81%	-5.98%
002457.SZ	青龙管业		19.07%	27.53%	81.90%	-30.04%	44.75%
000055.SZ	方大集团	幕墙、地铁屏蔽门	52.89%	-10.76%	-63.67%	13.34%	-4.13%
000910.SZ	大亚圣象		4.95%	17.35%	0.45%	11.07%	4.07%
600978.SH	宜华生活		41.55%	45.68%	28.46%	11.22%	4.75%
002631.SZ	德尔未来	人造板、地板	47.65%	51.42%	31.39%	12.48%	13.24%
601996.SH	丰林集团		11.37%	-2.68%	-3.96%	12.16%	1.57%
002043.SZ	兔宝宝		71.33%	54.41%	31.75%	-3.30%	8.95%
603737.SH	三棵树	涂料	28.05%	46.98%	24.00%	15.94%	39.41%
002918.SZ	蒙娜丽莎		-	-	9.67%	5.51%	19.43%
002798.SZ	帝王洁具	瓷砖洁具	19.23%	58.35%	15.26%	935.55%	677.48%

数据来源：公司中报，国泰君安证券研究

**表 12: 行业 35 家建材股单季度毛利率情况汇总**

代码	公司	行业	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
600176.SH	中国巨石		45.59%	43.59%	47.43%	45.27%	45.89%
300196.SZ	长海股份		25.32%	25.20%	23.08%	27.06%	24.49%
002080.SZ	中材科技	玻纤及制品	30.05%	27.00%	26.69%	29.17%	27.67%
603601.SH	再升科技		40.87%	37.12%	29.12%	32.72%	31.82%
000786.SZ	北新建材	石膏板	33.32%	37.83%	45.66%	35.48%	36.65%
002718.SZ	友邦吊顶	吊顶	49.66%	39.45%	45.94%	40.56%	36.39%
300344.SZ	太空智造	发泡水泥板	39.00%	42.06%	27.34%	36.17%	31.15%
002271.SZ	东方雨虹		40.49%	38.93%	33.28%	35.95%	37.41%
300737.SZ	科顺股份	建筑防水	38.19%	37.81%	37.31%	35.84%	33.52%
300715.SZ	凯伦股份		34.91%	38.89%	38.05%	39.10%	35.26%
002302.SZ	西部建设		9.83%	9.68%	10.64%	3.85%	10.78%
002596.SZ	海南瑞泽	混凝土及减水剂	17.46%	19.91%	20.34%	23.82%	23.76%
002398.SZ	建研集团		25.26%	26.87%	26.34%	25.13%	26.13%
002066.SZ	瑞泰科技		25.21%	23.89%	17.74%	17.10%	19.79%
002088.SZ	鲁阳节能		37.28%	38.62%	40.89%	40.19%	45.03%
002225.SZ	濮耐股份	耐火材料	31.94%	26.25%	29.00%	28.17%	29.51%
002392.SZ	北京利尔		32.88%	32.28%	37.58%	35.01%	42.08%
002372.SZ	伟星新材		45.65%	50.02%	46.39%	44.39%	46.96%
300198.SZ	纳川股份		22.46%	17.41%	28.92%	19.79%	22.81%
002641.SZ	永高股份	塑料管材及型材	22.52%	24.12%	23.01%	22.84%	24.53%
300599.SZ	雄塑科技		19.02%	22.27%	22.31%	23.07%	21.89%
000619.SZ	海螺型材		12.24%	12.70%	13.07%	9.52%	12.70%
002671.SZ	龙泉股份		27.31%	34.66%	47.64%	37.69%	35.99%
002205.SZ	国统股份	水泥管	16.03%	23.43%	24.70%	24.97%	20.43%
002457.SZ	青龙管业		28.53%	37.86%	27.88%	31.26%	29.15%
000055.SZ	方大集团	幕墙、地铁屏蔽门	38.42%	28.11%	30.11%	38.75%	32.16%

000910.SZ	大亚圣象		34.54%	37.11%	35.00%	34.03%	36.15%
600978.SH	宜华生活		36.71%	30.55%	32.53%	39.78%	31.13%
002631.SZ	德尔未来	人造板、地板	34.28%	29.73%	31.67%	31.33%	33.47%
601996.SH	丰林集团		23.12%	23.33%	21.47%	20.40%	25.21%
002043.SZ	兔宝宝		17.11%	17.47%	17.50%	19.96%	19.36%
603737.SH	三棵树	涂料	40.41%	39.83%	41.64%	42.13%	40.61%
002918.SZ	蒙娜丽莎	瓷砖洁具	37.25%	36.06%	36.39%	33.33%	35.87%
002798.SZ	帝王洁具		31.62%	28.06%	30.88%	33.01%	35.15%

数据来源：公司中报，国泰君安证券研究

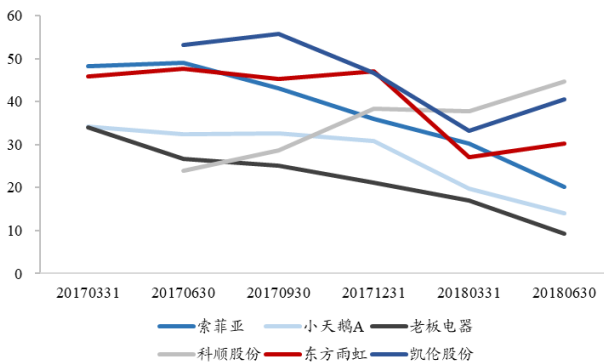
#### 4.1. 防水材料行业：东方雨虹，经营质量明显提升，仍在成长快车道

行业内三家企业东方雨虹、凯伦股份、科顺股份；

- 地产产业链家电、家居等板块龙头 Q2 收入增速均承压，但防水材料行业内三家企业东方雨虹、凯伦股份、科顺股份营收及业绩增速均保持较快增长，且 Q2 收入增速中枢抬升。
- 从体量上看，雨虹 17 年营收已经破百亿规模，远超行业竞争对手，18H1 营收增速 30%，在不同体量级别做到收入增速相当，可以看到雨虹的竞争优势在不断扩大。
- 从毛利率上看，东方雨虹 Q2 毛利率较 Q1 环比回升，而科顺股份及凯伦股份毛利率环比下滑。

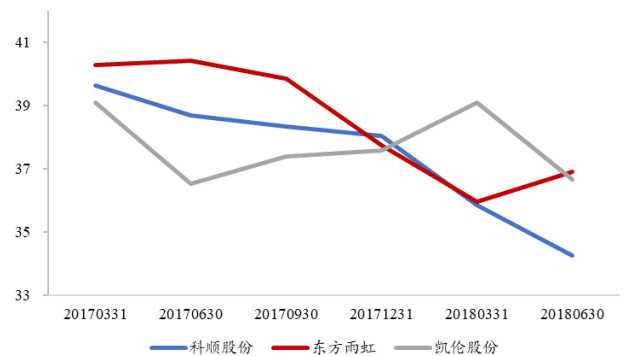
我们认为受益于东方雨虹自身品牌影响力提升、渠道布局逐步完善及品类的拓张，公司营收增速有望 2018-2020 年继续保持，龙头地位有望进一步巩固。

图 36：与家居、家电等行业龙头相较，防水龙头 18Q2 营收增长提速（%）



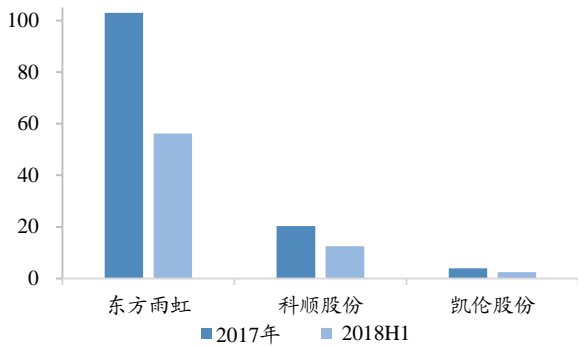
数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

图 37：雨虹 Q2 毛利率提升，彰显品牌效应（%）



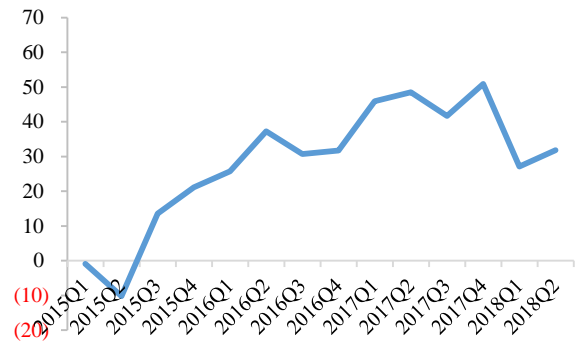
数据来源：公司季报，国泰君安证券研究

图 38: 东方雨虹营收规模已经破百亿 (单位: 亿元)



数据来源: 公司季报, 国泰君安证券研究

图 39: 东方雨虹营业收入增速维持高增长 (%)



数据来源: 公司季报, 国泰君安证券研究

#### 4.2. 石膏板行业: 环保收紧加速行业整合, 北新竞争优势扩大

北新建材是国内石膏板行业龙头, 报告期内公司营收同比增长 31.27%, 归母净利润同增 90.33%。报告期内公司贯彻“价格-成本-利润”经营模式, 占据市场定价权, 我们测算公司 2018 上半年石膏板均价为约 6.06 元/平, 同比提升约 1.34 元/平; 其中 Q2 石膏板均价为约 6.27 元/平, 环比提升约 0.5 元/平。单张盈利上半年达 1.46 元/平, 其中 Q1、Q2 约为 1.29、1.56 元/平米。

我们认为环保收紧, 行业整合加速, 且高端品牌已经具备品牌效应:

- 1) 随着环保标准的提升, 2018H1 已经陆续看到部分不达标产线的关停, 环保指标成为山东临沂等地区部分小产能退出的有力推手。同时受环保影响, 新增石膏板厂若使用煤炭必须获得“燃煤指标”, 如果不能取得, 在当前石膏板价格下使用天然气已然亏损, 成为目前最大的竞争壁垒。我们认为北新新增计划生产线大部分已经取得“燃煤指标”, 成为环保收紧下最大受益者。
- 2) **公司市占率提升步伐开始加速, 进一步掌控资源掌控市场:** 6月初, 公司收购我国最大的民营石膏板生产企业万佳, 北新现有石膏板产能约 22 亿平, 投资收购完成后总产能增长 8.6%, 公司在山东及整个华东市占率明显提升。同时上半年泰山石膏启动在河北承德、山东菏泽、安徽亳州、山西忻州的共 4 条石膏板生产线的投资建设, 预计将在未来 3 至 5 年公司总产能将扩至 30 亿平。
- 3) **高端石膏板已经具备明显的品牌效应:** 石膏板在房屋装修或建造成本中占比较低, 消费者以及地产精装修及装修公司倾向于选品牌力强价格更贵的石膏板, 如泰山牌 (8 元/平米)、龙牌 (9 元/平米), 丝毫不受低价无品牌的冲击 (公司低端品牌锁定了小厂的生存空间), 反而是高端的有品牌的占比在提升。

图 40: 公司贯彻“价本利”战略, Q2 价格中枢抬升

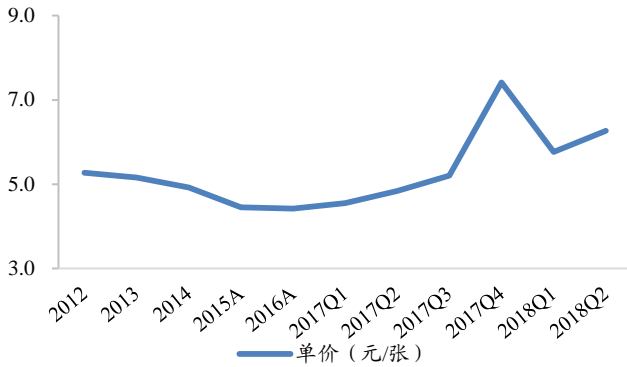
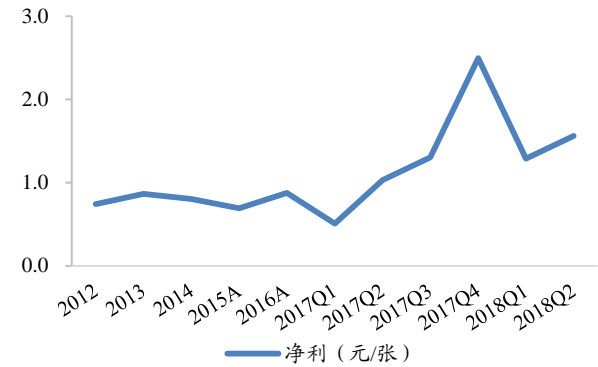


图 41: Q2 公司盈利中枢上移



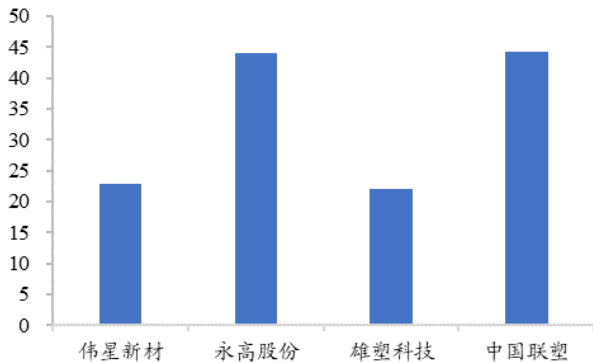
数据来源: 公司季报, 国泰君安证券研究

数据来源: 公司季报, 国泰君安证券研究

### 4.3. 塑料管道行业: 伟星新材, 成本压力期的完美答卷

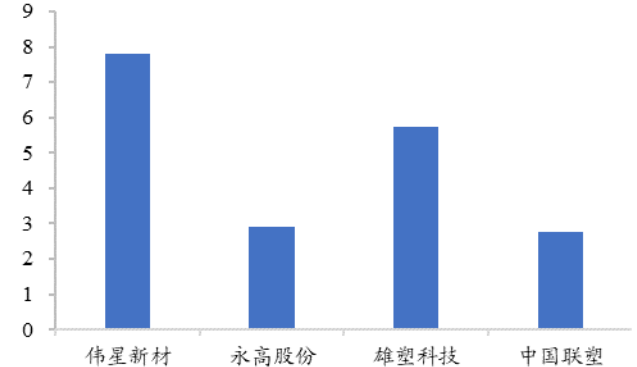
从经营质量与营收稳定性看, 伟星新材明显跑赢塑料管道其他上市三家公司中国联塑、永高股份、雄塑科技。18H1 伟星新材资产负债率为 23%, 远低于同行中国联塑(44%)和永高股份(44%)。同时应收账款周转率、净资产收益率、毛利率等也明显好于竞争对手。

图 42: 18H1 伟星新材资产负债率显著低于可比公司 (%)



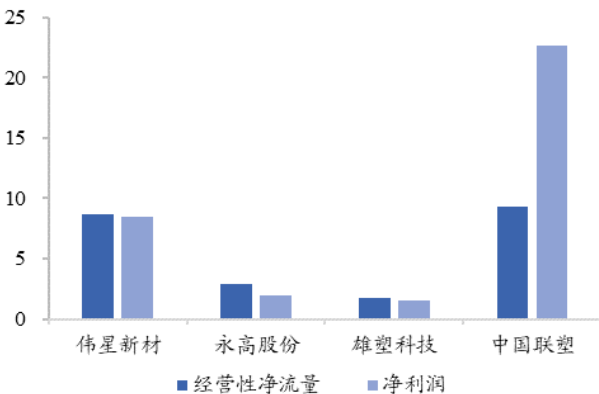
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 43: 18H1 伟星新材应收账款周转率具明显优势 (单位: 次)



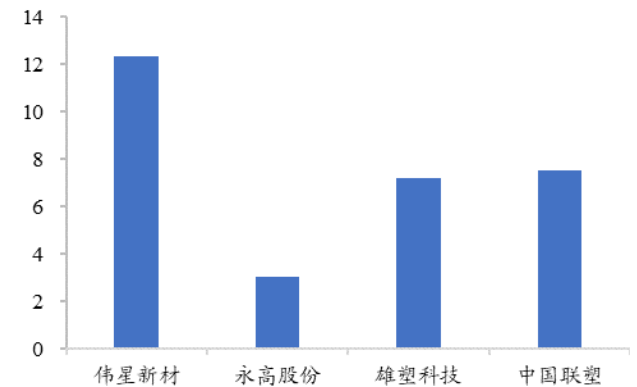
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 44: 18H1 年经营性净现金流和净利润伟星具优势 (单位: 亿元)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 45: 18H1 年伟星净资产收益率显著领先 (%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

#### 4.4. 玻璃纤维行业：中国巨石奏响全球成长进行曲

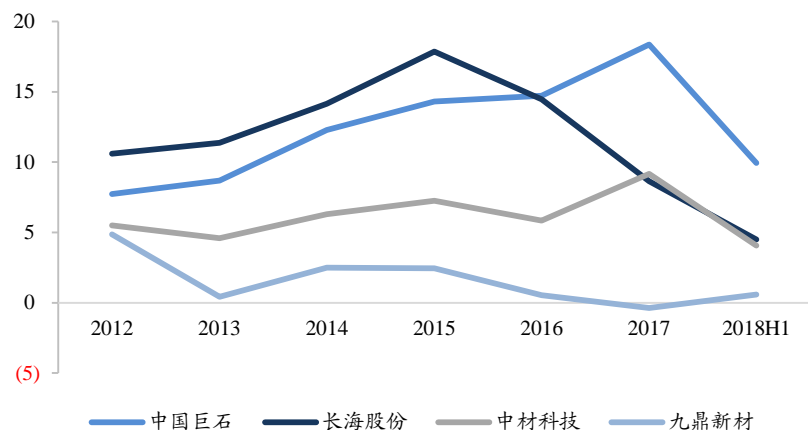
玻纤行业是典型的全球市场化行业，且以中国巨石为代表的中国龙头企业具备明显的国际比较优势，已经走向全世界；

我们认为中国巨石的核心竞争力是大规模工业制造能力，是中国制造出海产能扩张的典范，海外建厂带来新一轮全球化的成长典型代表。并且我们认为巨石出海的过程其实意味其国际分工中由低向高走的过程，从此摆脱国内的低水平竞争，对公司而言绝不仅仅是量的扩张，由此带来的变化是估值和业绩的双升。

我们认为不应再停留在周期的视角看巨石，巨石在 13 年后已经开始弱化了本身行业盈利的波动性，主要原因来自于进行自身产品结构改善，大幅提升中高端产品的占比，随着公司海外基地的逐步落地以及智能制造基地的点火投产，中国巨石已经奏响全球成长的进行曲

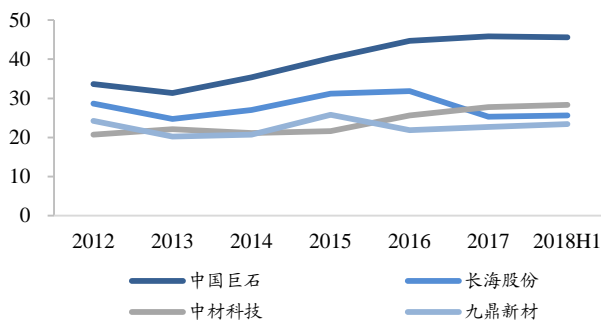
巨石 ROE、毛利率及净利率水平长期显著领先可比公司，且差距正逐步拉大。

图 46: 中国巨石 ROE 显著高于可比公司 (%)



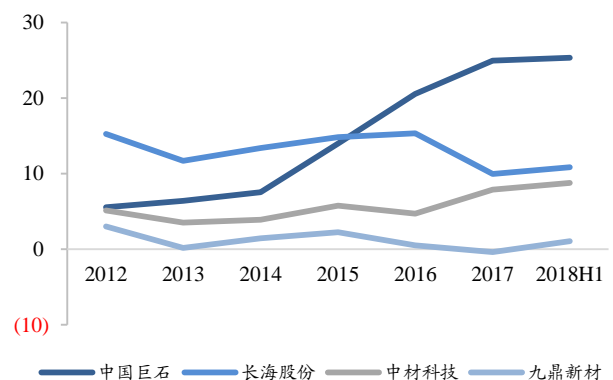
数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 47: 中国巨石毛利率遥遥领先 (%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 48: 中国巨石净利率具显著优势且差距拉大 (%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 5. 基金重仓持股变化：交易结构拥堵问题，调整已然充分

从个股配置上看，龙头建材股，2018 二季度公募机构集中整体持仓的状况有明显的改观：建材板块进入基金前十大重仓股的数量由 2018 年 1 季度的 25 支下降至 2018 年 2 季度的 20 支，持仓股票风格依然集中在价值蓝筹，但比例明显降低，增持部分集中在中小市值，以目前的基金前十大重仓持股占流通股比重及持股市值显示：海螺水泥、北新建材、中国巨石、华新水泥、东方雨虹、大亚圣象、伟星新材获得机构的青睐相对较多。

以环比的变动衡量（2018Q2 末基金重仓的股数占流通股比例相对 2018Q1 末）：中国巨石、东方雨虹、北新建材、伟星新材、旗滨集团受到机构明显减持，分别减持占流通股比例为 6.15%、4.05%、2.44%、1.48%、1.20%；增持为再升科技、塔牌集团、鲁阳节能、大亚圣象、三棵树，增持占流通股比例分别为 1.65%、1.42%、1.20%、1.12%、0.53%。体现出二季度部分中小市值公司更多收到机构关注，但整体板块配置降低；

从过往连续 4 个季度累计衡量，基金重仓持股持续减持最明显是兔宝宝、大亚圣象、中国巨石、东方雨虹，减持占流通股比例累积分别为 21.7%、9.1%、4.8%、4.7%，其中中国巨石、东方雨虹及北新建材截止 2018H1 期末，机构重仓持股占流通股比例降至 2017Q1 水平；以中国巨石为例持有基金数目 2017Q4-2018Q2 分别为 170 家，112 家、52 家，交易结构的调整我们认为进行的比较充分；东方雨虹 2017Q2-2018Q1 持有基金数目稳定在 60 家左右，2018Q2 降至 27 家；

表 13：2018Q2 基金对建材行业重仓持股情况

证券代码	证券名称	持有基金数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股市值占基金净值比(%)	持股市值占基金股票投资市值比(%)
600585.SH	海螺水泥	128	6594.5079	-4684.6422	1.6487	220784.1245	0.0173	0.1242
000786.SZ	北新建材	62	7116.5803	-4060.7672	5.0330	131870.2330	0.0104	0.0742
600176.SH	中国巨石	52	9409.5107	-16660.2906	2.6867	96259.2945	0.0076	0.0541
600801.SH	华新水泥	31	2275.6336	-294.6933	2.3393	34202.7730	0.0027	0.0192
000910.SZ	大亚圣象	30	3336.7658	499.1479	6.3110	56391.3420	0.0044	0.0317
002372.SZ	伟星新材	29	2747.1892	596.7175	2.3320	48597.7769	0.0038	0.0273
002271.SZ	东方雨虹	27	13841.3377	1891.1844	14.2359	236306.9543	0.0186	0.1329
002088.SZ	鲁阳节能	13	998.1793	250.4874	4.7951	15172.3254	0.0012	0.0085
002233.SZ	塔牌集团	11	1153.7154	1138.7554	1.4357	13198.5042	0.0010	0.0074
603601.SH	再升科技	7	1082.4976	652.2122	2.0024	9482.6790	0.0007	0.0053
603737.SH	三棵树	4	169.9615	52.9713	4.0055	9004.5603	0.0007	0.0051

000401.SZ	冀东水泥	4	192.8400	-419.8301	0.1431	1710.4908	0.0001	0.0010
601636.SH	旗滨集团	2	166.7083	-3304.5885	0.0647	741.8519	0.0001	0.0004
000789.SZ	万年青	2	77.8900	-27.1100	0.1270	852.1166	0.0001	0.0005
002596.SZ	海南瑞泽	2	350.1200	80.3800	0.4823	3592.2312	0.0003	0.0020
600881.SH	亚泰集团	2	42.0100	-126.0600	0.0130	156.6973	0.0000	0.0001
601992.SH	金隅股份	2	260.3300	49.7206	0.0320	853.8824	0.0001	0.0005
002043.SZ	兔宝宝	1	55.0000	-374.5805	0.0757	421.3000	0.0000	0.0002
300196.SZ	长海股份	1	50.7111	26.7111	0.1989	516.7461	0.0000	0.0003
002377.SZ	国创高新	1	40.1266	40.1266	0.0929	255.2052	0.0000	0.0001

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

**表 14: 建材股 2018H1 基金重仓持股占流通股比例变化各自前 5**

名称		增持股数占流通股比例%	名称		减持股数占流通股比例%
1	鲁阳节能	3.56	1	兔宝宝	5.56
2	伟星新材	1.69	2	旗滨集团	3.21
3	祁连山	0.56	3	万年青	3.02
4	北新建材	0.52	4	三棵树	2.48
5	华新水泥	0.17	5	大亚圣象	1.98

数据来源: wind, 国泰君安证券研究 注: 流通股总数未计入 2018Q2 限售股解禁, 保持与 2018Q1 相同口径

**表 15: 建材股的基金重仓股占流通股比例**

证券代码	证券名称	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	二季度增减持占流通股比例
002271.SZ	东方雨虹	15.05%	18.91%	19.89%	19.78%	18.29%	14.24%	-4.05%
300196.SZ	长海股份	13.15%	3.10%	1.51%	1.48%	0.05%	0.20%	0.15%
000786.SZ	北新建材	5.17%	8.79%	6.57%	6.96%	7.47%	5.03%	-2.44%
600978.SH	宜华木业	0.07%	2.90%	3.71%	0.51%	0.10%	0.24%	0.14%
000910.SZ	大亚圣象	17.69%	15.40%	11.19%	7.17%	5.19%	6.31%	1.12%
600881.SH	亚泰集团	0.23%	0.11%	0.10%	0.04%	0.06%	0.01%	-0.04%
600176.SH	中国巨石	1.18%	7.53%	6.67%	9.55%	8.84%	2.69%	-6.15%
000401.SZ	冀东水泥	0.94%	0.58%	0.18%	0.37%	0.45%	0.14%	-0.31%
600585.SH	海螺水泥	1.05%	1.30%	2.43%	2.84%	2.77%	1.65%	-1.12%
603601.SH	再升科技	6.66%	4.06%	4.49%	2.02%	0.35%	2.00%	1.65%
002043.SZ	兔宝宝	21.71%	21.76%	13.21%	6.09%	0.52%	0.08%	-0.45%

数据来源: wind, 国泰君安证券研究

## 6. 风险提示

**国内货币、房地产宏观政策风险。**国内货币政策的收紧将严重影响各个重大基建项目的开工进程; 房地产的宏观调控将关系到土地开发、房地产的投资, 作为水泥主要的下游需求, 两者政策的变动都将直接影响到水泥的价格。

**原材料成本风险。**煤炭是水泥的主要原材料成本之一, 短期内我们预判煤炭价格上行空间不会很大, 但一旦上涨, 短期内影响水泥企业的盈利能力。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		