



# 中性

# 建材行业 2018 年半年报总结

## 业绩持续长虹，关注细分板块行情分化

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
海螺水泥	600585.SH	37.33	买入
华新水泥	600801.SH	20.32	买入
万年青	000789.SZ	12.76	买入
塔牌集团	002233.SZ	12.75	买入
伟星新材	002372.SZ	16.75	买入
鲁阳节能	002088.SZ	12.86	买入
旗滨集团	601636.SH	4.39	增持
南玻 A	000012.SZ	4.94	增持
东方雨虹	002271.SZ	15.43	未有评级
北新建材	000786.SZ	17.95	未有评级
北京利尔	002392.SZ	3.68	未有评级

资料来源：万得，中银证券  
以 2018 年 09 月 04 日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

- 《建筑建材行业周报》20180827
- 《建筑建材行业周报》20180820
- 《建筑建材行业周报》20180813

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

**摘要：**上半年建材板块业绩亮眼。当前水泥仍处于景气周期，建议关注行业龙头与热点区域龙头；玻璃价格逐步调整，建议关注原片龙头与深加工板块。

### 支撑评级的要点

- **建材行业受水泥板块带动，2018 年上半年业绩表现亮眼：**营收增长 27.18%，利润增长 91.75%，行业处于业绩持续释放期，行业整体毛利率提升，费用率下降，现金流充裕，费用率下降，现金比率提升。受错峰停窑与环保限产影响，当前水泥板块依然高度景气，施工旺季到来业绩将更上一层楼。玻璃板块由于产能与库存逐步调整到位，价格已充分回调，景气周期进入尾声。其他建材需求受装修工程与地产影响较大，需求存在一定不确定性。
- **水泥：营收盈利全面高增：**产品涨价摊薄费用率、提升毛利率，利润达到历史高位。现金流充裕促使财务报表全面改善。中长期环保限产和错峰停窑等制约供给侧因素依然存在，水泥行业依然将维持高度景气，行业龙头与布局东南沿海区域型企业极大受益。
- **玻璃：业绩依旧稳健，景气周期尾声：**营收增长 17.14%，利润增长 31.95%。毛利率小幅下降，利润率总体稳定。行业总体现金流较好，但负债率有所提升。目前玻璃行业景气周期已经进入尾声，供给侧产能与库存逐步调整到位，价格开始回调。建议关注行业龙头与深加工产业链企业。
- **管材：产品定价弹性大，毛利率提升空间明显：**上半年营收增长 19.02%；利润增长 68.27%，利润大幅跳升，主要原因是产品定价弹性加大，毛利率提升明显。行业现金流充裕，杠杆合理，公司进一步成长潜力较大。
- **玻纤：业绩持续长虹，产能落地促进业绩进一步释放：**上半年营收增长 13.33%，利润增长 18.46%，业绩持续长虹。行业龙头实现成本与费用全方位管控，利润率节节攀升。当前处于行业扩张期，行业整体资本开支规模加大，未来随着新产能落地，业绩有进一步释放空间。
- **耐材：业绩弹性较大，需求空间广阔：**上半年营收增长 55.18%，利润增长 111.30%，业绩增速较快。行业毛利率企稳，费用率下降驱动净利率上行。整体现金流有改善，负债率提升。随着钢铁行业去产能以及建筑工业化推广，钢结构建筑普及度提升，未来对耐材有更大的需求。
- **消费建材：业绩增长稳健，提升空间广阔：**上半年营收增长 24.56%；利润增长 56%。毛利率提升，现金流稳定，行业整体负债率有所下降。受前期地产投资高峰影响，消费建材业绩有较大增长，未来随着 2B 与 2C 家装普及，消费建材有更大的市场空间，也有更高的利润率提升空间。

### 评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、政策不确定性、下游需求不及预期、产能投放冲击。

### 重点推荐

- 建议关注海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团、伟星新材、中国巨石、三棵树、建研集团。

## 目录

<b>建材行业：业绩长虹，预期兑现，估值下行 .....</b>	<b>5</b>
1. 财务报表：行业高景气持续，财务报表显著改善.....	5
2. 行业景气度分析：水泥可持续，玻璃到尾声，消费建材警惕需求不足 ...	6
3. 行业涨幅与估值：预期兑现估值下行，静待需求提振.....	7
<b>一、水泥板块：业绩持续释放，板块表现差强人意 .....</b>	<b>8</b>
1. 行业中报：营收盈利全面高增，财务报表全面改善.....	8
2. 公司业绩：重点关注行业龙头与局部景气区域企业 .....	9
3. 行业涨幅与估值：估值受大盘拖累，建议关注行业龙头与局部景气区域	10
<b>二、玻璃板块：行业景气步入尾声，关注行业龙头与深加工</b>	<b>11</b>
1. 行业中报：业绩稳健，行业景气逐步进入尾声 .....	11
2. 公司业绩：业绩稳健，高附加值不失为未来行业发展方向 .....	12
3. 行业涨幅与估值：估值下行，业绩逐步见顶 .....	13
<b>三、管材板块：行业利润空间提升，企业表现差异化明显 ..</b>	<b>14</b>
1. 行业中报：业绩表现亮眼，利润大幅增长 .....	14
2. 公司业绩：最稳健当属伟星新材 .....	15
3. 行业涨幅与估值：板块估值调整有望触底反弹 .....	15
<b>四、玻纤板块：业绩持续增长，集中度与规模效应仍可提升</b>	<b>16</b>
1. 行业中报：行业景气长虹，龙头扩产业绩仍有释放预期 .....	16
2. 公司业绩：龙头产能落地，业绩长虹可期 .....	17
3. 行业涨幅与估值：预期边际变化减少，行业估值持续往下 .....	17
<b>五、耐材板块：营收利润向好行业景气度恢复 .....</b>	<b>19</b>
1. 行业中报：营收利润双双高增.....	19
2. 公司业绩：三足鼎立一支崛起.....	20
3. 行业涨幅与估值：基本面向好估值不愁 .....	20
<b>六、消费建材板块：受益地产存量需求行业向成熟期过渡 .</b>	<b>21</b>
1. 行业中报：业绩高增 盈利能力持续向好 .....	21
2. 公司业绩：领域覆盖较广 平分秋色.....	22
3. 行业涨幅与估值：基本面向好估值不愁 .....	22
<b>风险提示.....</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图表 1. 行业盈利与营收均达到历史高位.....	5
图表 2. 费用率下降提升利润率.....	5
图表 3. 行业经营现金流同比高增.....	5
图表 4. 负债率稳步下降，现金比率同比上升环比小降.....	5
图表 5. 价格高企库存低位波动.....	6
图表 6. 产量下滑供需缺口依然存在.....	6
图表 7. 玻璃库存攀升价格逐步回调.....	6
图表 8. 行业产能不断修复.....	6
图表 9. 装修行业产值增速下滑.....	7
图表 10. 建筑竣工面积增速下滑.....	7
图表 11. 行业业绩向好估值下挫.....	7
图表 12. 当前建材处于估值周期底部.....	7
图表 13. 行业盈利与营收均达到历史最好水平.....	8
图表 14. 费用率摊薄，利润率抬升.....	8
图表 15. 经营现金流创新高.....	8
图表 16. 在手现金充裕，负债率下滑.....	8
图表 17. 主要企业 2018 年上半年业绩（单位：百万元）.....	9
图表 18. 水泥板块相对建材板块估值与业绩优势明显.....	10
图表 19. 受大盘拖累板块整体估值下行.....	10
图表 20. 2018 年涨幅与估值较高股票.....	10
图表 21. 2018 年涨幅与估值较低股票.....	10
图表 22. 全国在产产能不断提升.....	11
图表 23. 剔除季节性因素重点省份库存上升.....	11
图表 24. 营收稳健，利润增速小幅抬升.....	11
图表 25. 费用率小幅下行，净利率上升.....	11
图表 26. 现金流向好但增速趋缓.....	12
图表 27. 负债率有所提升.....	12
图表 28. 主要企业 2018 年上半年业绩（单位：百万元）.....	12
图表 29. 业绩尾声，估值下行.....	13
图表 30. 估值与业绩反向关系.....	13
图表 31. 2018 年玻璃板块上市公司涨幅与估值比较.....	13
图表 32. 管材板块业绩亮眼.....	14
图表 33. 净利率稳中有升.....	14

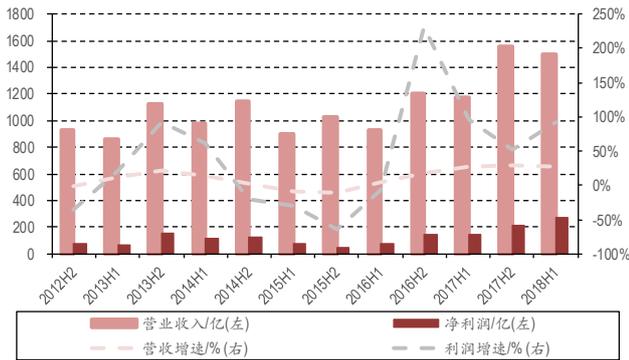
图表 34. 经营性现金流水平较高 .....	14
图表 35. 资产结构逐步优化 .....	14
图表 36. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元) .....	15
图表 37. 估值大幅下挫 .....	15
图表 38. 相对业绩表现平凡 .....	15
图表 39. 2018 年管材板块上市公司涨幅与估值比较 .....	15
图表 40. 营收稳健, 利润增速小幅抬升 .....	16
图表 41. 费用率小幅下行, 净利率上升 .....	16
图表 42. 经营性现金流持续向好 .....	16
图表 43. 负债率与现金比率同步下行 .....	16
图表 44. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元) .....	17
图表 45. 2018 年玻纤板块上市公司涨幅与估值比较 .....	17
图表 46. 经营性现金流持续向好 .....	18
图表 47. 负债率与现金比率同步下行 .....	18
图表 48. 耐材规模稳中有升 .....	19
图表 49. 净利率震荡上行 .....	19
图表 50. 经营性现金流持续改善 .....	19
图表 51. 行业整体负债率提升 .....	19
图表 52. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元) .....	20
图表 53. 估值大幅下挫 .....	20
图表 54. 相对业绩表现平凡 .....	20
图表 55. 2018 年耐材板块上市公司涨幅与估值比较 .....	20
图表 56. 消费建材营收利润齐高增 .....	21
图表 57. 利润指标稳步向好 .....	21
图表 58. 经营性现金流水平较为稳健 .....	21
图表 59. 行业整体负债率整体回落 .....	21
图表 60. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元) .....	22
图表 61. 估值回调至历史较低水平 .....	22
图表 62. 大盘对板块估值影响较大 .....	22
图表 63. 2018 年涨幅与估值较高股票 .....	23
图表 64. 2018 年涨幅与估值较低股票 .....	23
附录图表 65: 报告中提及上市公司估值表 .....	25

## 建材行业：业绩长虹，预期兑现，估值下行

### 1. 财务报表：行业高景气持续，财务报表显著改善

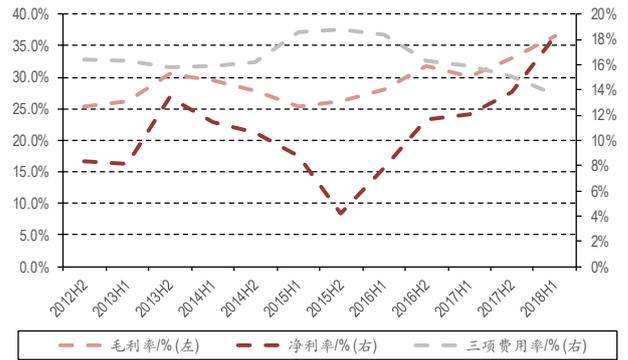
行业高景气度持续，水泥板块提升整体业绩水平：2018年上半年，建材主要上市公司合计营收1497.06亿元，同比增长27.18%；净利润273.25亿元，同比增长91.75%；归母净利润262.03亿元，同比增长90.23%。行业高景气度持续，当前行业处于业绩持续释放期。细分板块中，水泥板块占比较大，当前水泥企业普遍业绩较好，提升了建材行业整体业绩水平。

图表 1. 行业盈利与营收均达到历史高位



资料来源：万得数据及中银证券

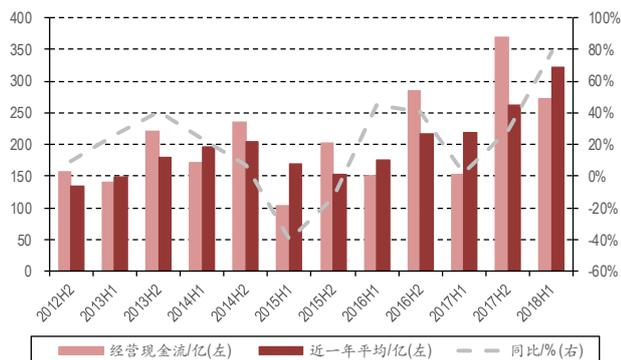
图表 2. 费用率下降提升利润率



资料来源：万得数据及中银证券

水泥板块带动建材整体毛利率提升，费用率下降：在水泥行业高景气度催化下，建材行业毛利率与费用率整体向好。2018年上半年主要上市建材企业平均毛利率为36.54%，同比升6.40pct。各项费用率受营收增长摊薄，均有所下降，2018年上半年各项期间费用率合计15.24%，同比下降2.28pct：其中销售费率为4.79%，同比下降0.72pct；管理费率为7.20%，同比下降0.68pct；财务费率1.58%，同比下降0.94pct；期间费用率全面下降。在毛利率提升和费用率下降的双重催化下，行业净利率显著提升：2018年上半年净利率为18.25%，同比上升6.15pct，带动净利润快速增长。

图表 3. 行业经营现金流同比高增



资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 负债率稳步下降，现金比率同比上升环比小降



资料来源：万得数据及中银证券

现金流充裕充分改善行业财务报表：行业景气带动板块现金流持续向好，上半年行业主要上市公司经营现金流入合计273.15亿元，同比增长78.87%，增速达到历史最高水平。现金流充裕驱动行业资产负债表结构显著改善。2018年上半年行业总资产增加405.49亿元，其中流动资产增加351.07亿元。流动资产中现金增加120.10亿元，应收票据增加90.06元，是流动资产变动的主要内容。负债端负债合计增加19.28亿元，其中长期借款减少31.84亿元、应付债券减少17.55亿元，是负债端变动的主要内容，负债端其他项目互有增减。从资产负债表结构变化，我们认为行业目前现金流充裕，并有相当一部分用于偿还债务，提升行业整体现金比率并降低负债率，行业财务报表显著改善：负债率降为42.80%，现金比率提升至41.33%。

## 2. 行业景气度分析：水泥可持续，玻璃到尾声，消费建材警惕需求不足

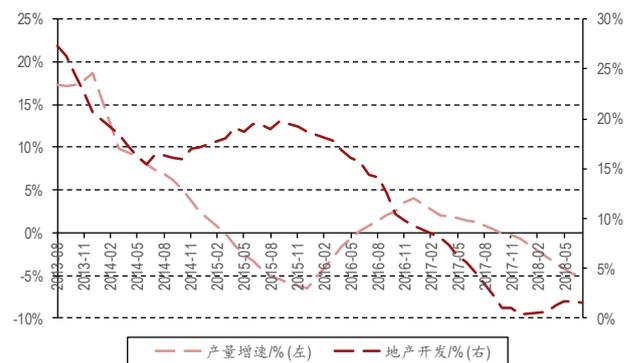
**行业高景气，水泥行业景气有望持续：**2018年8月底，全国水泥均价为395.14元，处于历史高位。主要城市平均库容率为57.19%；自5月份起库容率就在低位震荡。7月份产量为19618.1万吨，同比减少5.11%；若以地产投资开发增速来代表需求，当前需求尽管增速下滑，但增速仍为正，但水泥生产已经开始减产，供需缺口倍拉开，价值持续高位运行。当前水泥行业高度景气的根本原因是政策性关停产能，并实行错峰停窑，导致供给不足。我们认为，短期随着施工旺季的到来，水泥价格将更上一层楼，企业业绩持续释放；中长期只要行政去产能等因素不改变，水泥价格仍将高位运行，并有利于大企业协同以及提升市场占有率，行业龙头充分受益。

图表 5. 价格高企库存低位波动



资料来源：数字水泥网、万得数据、中银证券

图表 6. 产量下滑供需缺口依然存在



资料来源：万得数据及中银证券

**产能与库存逐步恢复，玻璃行业景气周期进入尾声：**2018年8月底，全国主要省份玻璃平均库存为380.63万重箱。玻璃库存季节性比较强，相比往年月份，当前库存已经处于较高水平。2016年以来，行业库存一直在稳步上行，供给侧因素有所松动。全国浮法白玻单价为84.30元/重箱，相比3月份90.15元的单价，下降幅度可观。全国产能自2017年8月份沙河停产以来稳步增长，现全国在产产线236条，日熔量15.44万吨，均超过停产前水平。我们认为玻璃下游需求有限，随着产能与库存的逐步恢复，供需缺口不复存在，当前玻璃行业景气周期逐步进入尾声。

图表 7. 玻璃库存攀升价格逐步回调



资料来源：卓创资讯、中银证券

图表 8. 行业产能不断修复



资料来源：卓创资讯、中银证券

下游需求增速有限，消费类建材业绩突增空间不大：水泥与玻璃需求端与基建、房建、工业建筑等板块密切相关。消费类建材主要应用于建筑装饰，其需求可以通过竣工面积，地产开发投资完成额等数据来分析。2018年二季度，全国装修行业总产值为2888.38亿元，同比增长6.6%，增速环比有所下滑。2018年7月份全国建筑竣工面积为4935.83万平，同比下滑9.99%。在竣工面积以及装饰装修业务产值增速下滑的前提下，我们认为消费类建材需求增速逐步到顶，未来业绩突升可能性不大。消费类建材板块众多，大多数企业规模较小，难以承担行业需求波动带来的风险。大多数消费建材规模较小，行业集中度低，如下游需求下滑明显，竞争程度将更加激烈。

图表 9. 装修行业产值增速下滑



资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 建筑竣工面积增速下滑



资料来源：万得数据及中银证券

### 3. 行业涨幅与估值：预期兑现估值下行，静待需求提振

预期兑现估值下行，未来估值改善依赖于需求提振或政策进一步对供给侧的约束：2018年至今，建材板块累计下跌17.46%，剔除大盘表现后优于大盘，主要是业绩释放驱动。自2010年以来，建材板块相对大盘的估值已经走过3轮周期，当前处于第三轮周期的底部，是业绩释放估值下行的阶段。总管建材行业各个细分板块，玻璃景气周期进入尾声，消费类建材下游需求存在不确定性，水泥行业向好但缺乏预期增量。未来建材行业估值改善需要依赖于下游需求的提振或政策对供给侧的进一步约束。

图表 11. 行业业绩向好估值下挫



资料来源：万得数据及中银证券

图表 12. 当前建材处于估值周期底部



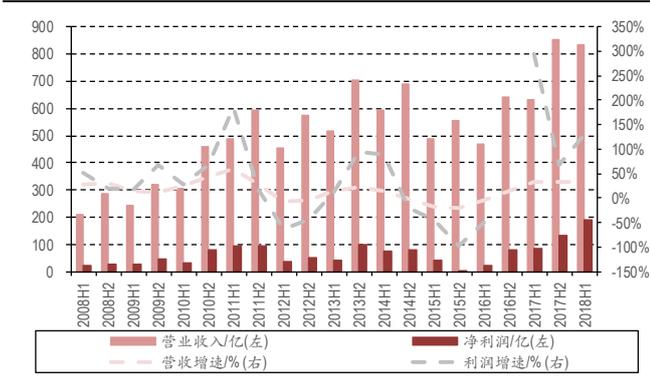
资料来源：卓创资讯、中银证券

## 一、水泥板块：业绩持续释放，板块表现差强人意

### 1. 行业中报：营收盈利全面高增，财务报表全面改善

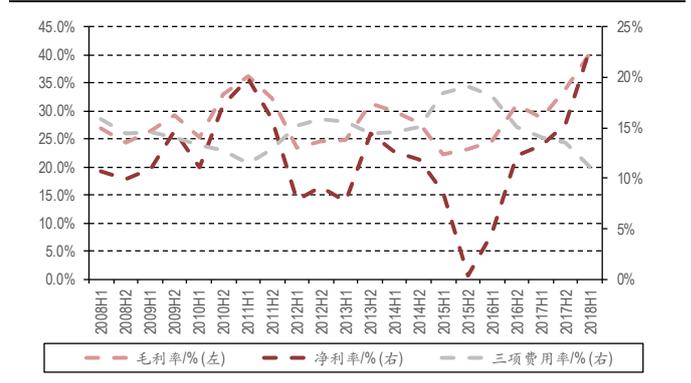
**营收盈利全面高增，迎来历史最好成绩：**2018年上半年，水泥板块主要上市企业合计营收 834.25 亿元，同增 32.32%；净利润 191.77 亿元，同增 128.60%。水泥行业持续 2017 年以来的高度景气，各项指标达到历史最好水平。我们认为，在错峰停窑、环保限产、重卡治超等供给侧因素不改变的前提下，水泥行业供需缺口依然存在，行业高景气度将持续。而行业本身规模经济的属性则利于大企业协同，落后产能退出直接将利好龙头企业，行业集中度进一步提升。

图表 13. 行业盈利与营收均达到历史最好水平



资料来源：万得数据及中银证券

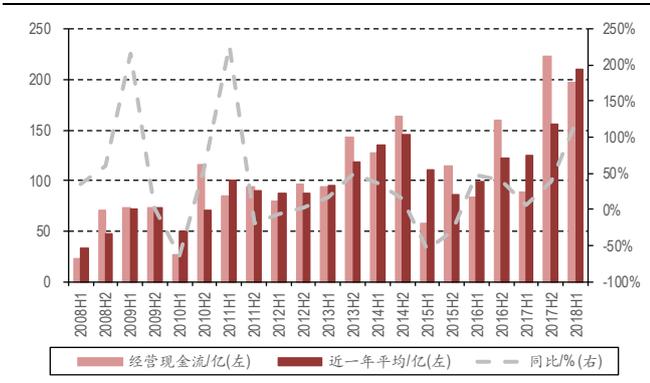
图表 14. 费用率摊薄，利润率抬升



资料来源：万得数据及中银证券

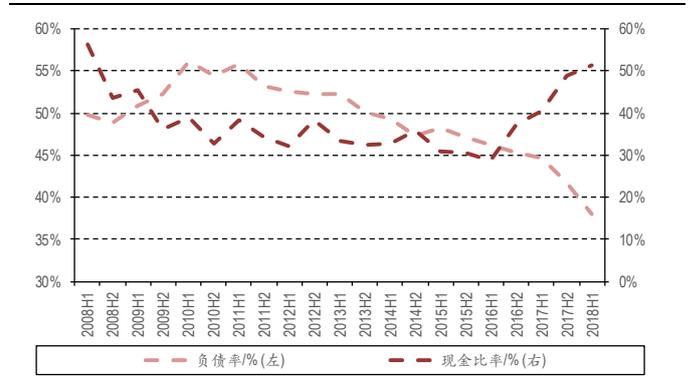
**产品涨价摊薄费用率，提升毛利率，导致净利率达到历史高位：**本轮水泥行业景气周期中，水泥产品销量由于产能首先影响并不大，主要是价格提高了涨价的第一个作用是销售单位产品的各项费用率同时被摊薄。2018年上半年，主要上市水泥企业销售费用率 3.99%，同比下降 1.01pct；管理费用率 5.65%，同比下降 0.68%；财务费用率 1.44%，同比下降 1.23pct，财务费用的下降主要是由于资产负债结构改善，负债率降低。涨价的第二个作用是行业毛利率提升，上半年平均毛利率为 40.44%，同比上升 11.67%，为历史最高水平。费用率下降，毛利率提升，行业平均净利率达到 22.99% 的历史高位，同比上升 9.68pct。

图表 15. 经营现金流创新高



资料来源：万得数据及中银证券

图表 16. 在手现金充裕，负债率下滑



资料来源：万得数据及中银证券

**行业高度景气促使资产负债表和现金流量表全面改善：**2018年上半年，主要水泥上市企业经营性现金流入合计197.77亿元，仅次于2017年下半年。二季度末主要水泥上市企业现金增加66.02亿元，现金比率达到51.28%的历史高位。各项负债均有不同程度减少，其中短期借款减少22.89亿元，流动负债合计减少41.96亿元，长期借款减少50.61亿元，应付债券减少26.06亿元，非流动负债合计减少77.02亿元，负债总计减少118.98亿元，负债率下降至38.06%的历史低位。行业高度景气带来盈利改善以及资产负债结构的改善。我们认为短期随着施工旺季逐步到来，2018年下半年将是水泥企业业绩集中释放的时间，上市水泥企业业绩将在下半年再创新高；中长期来看，制约水泥产量增长的因素仍将存在，行业龙头将充分利用产能约束对中小企业进行兼并提升市场占有率，并通过企业协同维持价格与毛利率，在没有其他因素影响的前提下，行业仍将保持高度景气，龙头企业将极大受益。

## 2. 公司业绩：重点关注行业龙头与局部景气区域企业

**海螺水泥：成本优势巩固龙头的地位：**公司上半年营收457.42亿元，同增43.36%；归母净利润129.42亿元，同增92.68%，量价齐升促进公司营收盈利双增长。公司自有矿山并全产业链开发产品，降低材料成本，规模效应，降低制造成本。公司由于全国布局，导致平均销售价格较低，吨单价276.92元。但成本优势明显，单吨成本为148.14元，是上市水泥企业的最低水平，成本优势进一步巩固公司龙头地位。

**华新水泥：华中西南景气度持续：**2018年上半年公司营收118.83亿元，同增26.76%；归母净利润20.68亿元，同增184.07%。吨单价为324.17元，吨成本为199.36元。单价与成本均偏高。公司主要布局华中和西南地区，景区度相对较高，区域价格较高，但尚未能形成价格优势。西藏地区市场封闭，水泥单价超过700元，公司在西藏布局投产，2018年下半年依然有产能释放，业绩仍有继续提升空间。

**万年青：率先受益长江流域联动：**公司上半年营收40.91亿元，同增49.02%；归母净利润5.14亿元，同增487.11%。吨单价为272.53元，吨成本166.32元。公司主要布局赣东北地区，地处长江流域腹地，受华东市场联动较大。当前华东市场高度景气，公司率先受益。同时省内基础设施建设需求较高，华东与省内因素驱动导致公司业绩大幅上涨。

**塔牌集团：粤东龙头布局优势凸显：**公司上半年营收30.31亿元，同增53.75%；归母净利润8.62亿元，同增177.34%。公司布局粤东地区，充分受益当地市场景气。上半年公司产品单价为354.77元，吨成本为196.71元，吨毛利超过150元，是全国最高水平。公司规模较小，相比海螺等企业成本优势不明显，但是集中布局优势地区，充分受益区域景气是公司业绩高增的主要原因。

图表 17. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)

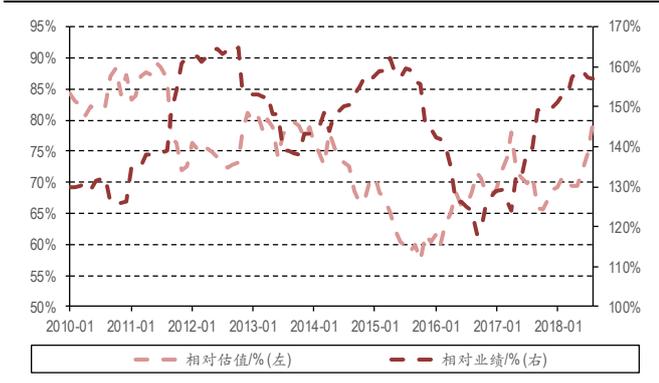
股票名称	营业收入		归母净利		营收增速		利润增速		现金比率		
	营业收入	归母净利	(%)	(%)	经营现金流	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	ROIC(%)	
海螺水泥	45,742.25	12,942.09	43.36	92.68	11,946.49	44.23	28.29	20.41	138.43	11.98	
冀东水泥	7,823.50	515.81	19.56	(565.78)	1,182.74	35.13	6.59	72.67	17.07	1.67	
华新水泥	11,883.07	2,067.92	26.76	184.07	2,689.80	37.76	17.40	51.83	34.88	9.16	
天山股份	2,971.19	307.99	14.41	1,107.46	637.52	33.77	10.37	52.02	15.78	2.17	
祁连山	2,349.74	219.48	(9.79)	18.65	526.93	32.26	9.34	38.95	22.65	2.74	
塔牌集团	3,031.43	861.50	53.75	177.34	1,095.13	42.48	28.42	14.59	88.17	10.20	
青松建化	953.08	66.16	30.29	(153.84)	217.80	27.39	6.94	57.56	9.37	0.93	
万年青	4,090.58	513.90	49.02	487.15	716.10	34.91	12.56	40.03	41.04	9.89	
宁夏建材	1,689.88	142.77	(16.88)	26.07	219.19	35.61	8.45	33.81	39.98	2.50	
四川双马	995.26	293.23	(19.80)	486.09	221.51	44.57	29.46	21.29	60.30	7.34	
福建水泥	1,266.44	225.19	68.79	(622.93)	337.91	34.10	17.78	67.18	14.14	8.51	
深天地 A	628.60	0.86	15.23	(95.49)	(14.32)	8.50	0.14	76.18	24.90	0.09	

资料来源：万得数据及中银证券

### 3. 行业涨幅与估值：估值受大盘拖累，建议关注行业龙头与局部景气区域

盈利高增相对估值逆势上行，但板块整体收益受大盘拖累：2018 年至今，水泥指数累计涨幅仅为 0.92%，波动较大。主要原因是大盘行情低迷带动板块整体下行。建材行业大板块随着景气预期的释放估值一路下行，板块动态市盈率由 26.21 倍下降到 16.6 倍。水泥板块由于业绩多次超预期释放，整体估值相对建材吧板块多次逆势上行，基本面也多次创新高，但由于整体行业低迷，板块整体收益不明显。

图表 18. 水泥板块相对建材板块估值与业绩优势明显



资料来源：万得数据及中银证券

图表 19. 受大盘拖累板块整体估值下行



资料来源：万得数据及中银证券

图表 20. 2018 年涨幅与估值较高股票

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
华新水泥	41.74	深天地 A	134.60	福建水泥	4.25
海螺水泥	30.99	西部建设	86.53	深天地 A	4.04
万年青	22.10	海南瑞泽	48.01	四川双马	3.76
福建水泥	16.92	三圣股份	30.07	狮头股份	3.29
塔牌集团	7.94	福建水泥	27.88	海南瑞泽	2.93

资料来源：万得数据及中银证券

图表 21. 2018 年涨幅与估值较低股票

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
狮头股份	(63.99)	博闻科技	(246.07)	宁夏建材	0.91
三圣股份	(60.02)	狮头股份	(28.51)	*ST 青松	1.03
深天地 A	(42.21)	同力水泥	6.67	祁连山	1.14
同力水泥	(33.66)	上峰水泥	7.12	天山股份	1.16
博闻科技	(31.46)	华新水泥	8.61	冀东水泥	1.36

资料来源：万得数据及中银证券

**推荐行业龙头以及局部景气区域龙头：**当前水泥仍处于业绩持续释放期，随着三季度施工旺季到来，预计 2018 年下半年水泥企业业绩将创历史新高。推荐从行业龙头规模效应的逻辑以及从局部景气区域的逻辑两个方面来选股。建议关注：**海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团。**

## 二、玻璃板块：行业景气步入尾声，关注行业龙头与深加工

### 1. 行业中报：业绩稳健，行业景气逐步进入尾声

业绩依旧稳健，但景气周期逐步进入尾声：2018年上半年，玻璃板块主要上市企业合计营收254.50亿元，同增17.14%，增速保持稳健；合计净利润32.34亿元，同增31.95%，增速环比有所提升。我们认为短期来看，随着年内施工高峰期的到来，玻璃企业仍有业绩释放的机会。中长期来看，玻璃不同于水泥，对产能的管控相对较松，目前全国产能已经超过2017年8月沙河集体停产以前的水平，总体产能一直保持缓慢上升，也一直在上升，供给侧相对较为宽松，因此我们认为当前玻璃行业已经逐步进入近期周期的尾声，企业盈利增速将逐步放缓。

图表 22. 全国在产产能不断提升



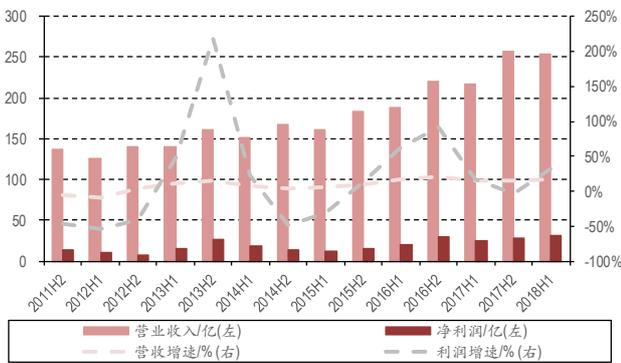
资料来源：万得数据及中银证券

图表 23. 剔除季节性因素重点省份库存上升



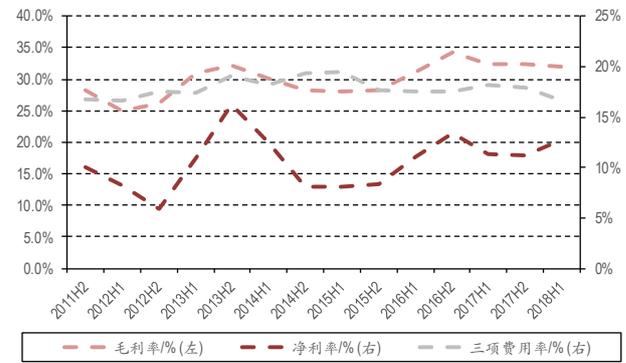
资料来源：万得数据及中银证券

图表 24. 营收稳健，利润增速小幅抬升



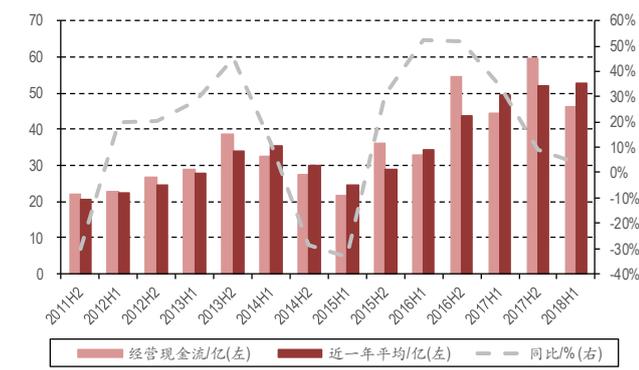
资料来源：万得数据及中银证券

图表 25. 费用率小幅下行，净利率上升



资料来源：万得数据及中银证券

供给侧缓慢复苏致毛利率小幅下降，产品单价高位运行摊薄期间费用率：上半年玻璃板块主要上市企业毛利率为31.91%，同比下降0.56%；我们认为供给端的缓慢复苏以及纯碱价格高位是导致行业毛利率下降的主要原因。而玻璃单价高位运行则导致各项期间费用摊薄：上半年销售费率4.35%，同比下降0.04pct；管理费率10.51%，同比下降0.61pct；财务费率1.77%，同比下降0.83%；各项期间费率共计下降1.62pct。收费用率摊薄影响，行业整体毛利率提升1.43pct至12.71%。

**图表 26. 现金流向好但增速趋缓**


资料来源：万得数据及中银证券

**图表 27. 负债率有所提升**


资料来源：万得数据及中银证券

**主要玻璃上市企业整体经营现金流情况向好，但负债率有所上升：**上半年经营活动现金流入合计 46.06 亿元，同比增长 3.98%。现金流总体向好，但是增速逐步趋缓，景气周期尾声逐步凸显。资产负债表上，资产端现金增加 45.99 亿元，固定资产增加 46.08 亿元；负债端短期借款增加 19.33 亿元，应付账款增加 10.92 亿元，长期借款增加 24.07 亿元，长期应付款增加 13.94 亿元。结合现金流量表判断，当前行业资本开支逐步减少，企业扩产意愿减少，主要负债用于日常经营，因此我们认为随着现金流向好逐步进入尾声，部分企业存在现金流吃紧的情况，导致负债率提升。2018 年二季度末，主要上市玻璃企业平均负债率为 50.74%，现金比率为 45.96%，均处于较高水平。

## 2. 公司业绩：业绩稳健，高附加值不失为未来行业发展方向

**南玻 A：电子玻璃带动公司业绩高增：**公司上半年营收 54.71 亿元，同增 10.66%；归母净利润 3.53 亿元，同减 10.22%。上半年电子玻璃板块营收 8.67 亿元，同增 100.07%，净利润增速 162%，在玻璃原片市场景气度进入尾声的环境下为公司提供新的增长点。随着公司业务布局的多元化，我们认为未来公司抵抗周期波动风险的能力将进一步增强。

**旗滨集团：产能复产有望带来业绩释放：**上半年公司营收 37.70 亿元，同增 7.77；归母净利润 6.55 亿元，同增 22.33%。公司上半年平板玻璃产销量有所下滑，主要是产能冷修所致。随着二季度长兴、漳州、醴陵三条生产线复产以及下半年施工旺季的到来，公司 2018 年业绩仍有增长机会。

**业绩增速普遍稳健，看好生产高附加值产品公司：**2018 年上半年大部分玻璃上市企业营收增速 20% 以内，利润增速 30% 以内。深耕汽车玻璃和玻璃深加工的福耀玻璃由于更高的产品附加值，在毛利率、净利率、现金流以及 ROIC 等关键指标上均显著优于同行。我们认为未来玻璃原片仍有需求，但行业景气度逐步消化，高附加值产品企业将右更多业绩成长空间。

**图表 28. 主要企业 2018 年上半年业绩（单位：百万元）**

股票名称	营业收入		归母净利		营收增速 (%)	利润增速 (%)	现金比率				ROIC (%)	
	营业收入	归母净利	营业收入	归母净利	(%)	(%)	经营现金流	毛利率 (%)	净利率 (%)	负债率 (%)		(%)
南玻 A	5,471.17	352.84	5,471.17	352.84	10.66	(10.22)	764.56	25.07	6.45	55.58	44.35	2.26
旗滨集团	3,769.97	655.37	3,769.97	655.37	7.77	22.33	646.17	31.40	17.38	45.49	13.60	6.70
金晶科技	2,380.82	201.95	2,380.82	201.95	26.49	94.50	498.85	24.76	8.48	55.56	38.85	2.60
耀皮玻璃	1,785.60	60.97	1,785.60	60.97	18.54	254.97	84.22	18.05	3.41	49.95	16.46	1.26
亚玛顿	954.99	18.90	954.99	18.90	14.55	148.26	71.39	13.59	1.98	58.93	40.28	0.48
金刚玻璃	300.11	11.91	300.11	11.91	55.77	27.72	20.87	35.98	3.97	42.56	80.38	0.99
洛阳玻璃	702.36	21.98	702.36	21.98	353.23	1765.74	(75.34)	26.16	3.13	64.93	8.53	1.11
福耀玻璃	10,085.17	1,868.62	10,085.17	1,868.62	15.74	34.80	2,595.01	41.96	18.53	46.26	67.75	6.32

资料来源：万得数据及中银证券

### 3. 行业涨幅与估值：估值下行，业绩逐步见顶

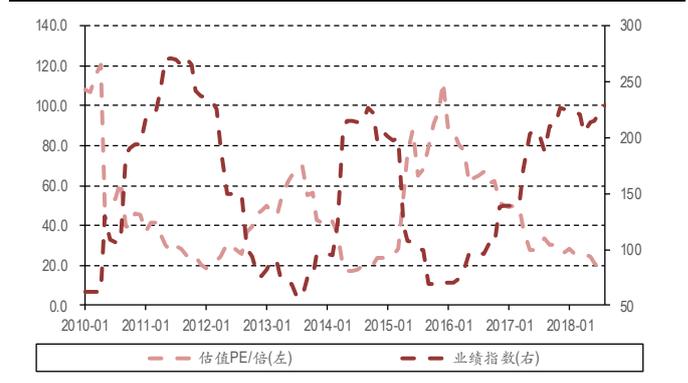
**基本面逐步见顶，估值逐步下行：**2018年年初至今，玻璃制造指数累计下跌32.53%，剔除掉大盘与建材板块因素，玻璃板块指数的相对估值近期仍处于下跌状态，动态市盈率由年初的27.9倍下滑到17.8倍。基本面当前玻璃板块业绩仍处于高位，但整体增速已经不及整个建材板块，相对业绩指数有所下滑。随着下半年施工高峰带来业绩释放后，我们认为整个玻璃板块仍有进一步下探的风险。

图表 29. 业绩尾声，估值下行



资料来源：万得数据及中银证券

图表 30. 估值与业绩反向关系



资料来源：万得数据及中银证券

图表 31. 2018 年玻璃板块上市公司涨幅与估值比较

2018 年涨幅(%)	PE(ttm)	PB
福耀玻璃 (9.68)	洛阳玻璃 187.29	洛阳玻璃 6.14
金晶科技 (25.46)	金刚玻璃 70.72	福耀玻璃 3.36
旗滨集团 (26.92)	耀皮玻璃 40.46	旗滨集团 1.64
亚玛顿 (27.74)	金晶科技 20.02	金刚玻璃 1.60
耀皮玻璃 (27.87)	福耀玻璃 17.56	南玻 A 1.56
洛阳玻璃 (31.35)	南玻 A 17.50	耀皮玻璃 1.22
南玻 A (34.01)	旗滨集团 9.20	亚玛顿 1.21
金刚玻璃 (40.54)	亚玛顿 (222.56)	金晶科技 1.12

资料来源：万得数据及中银证券

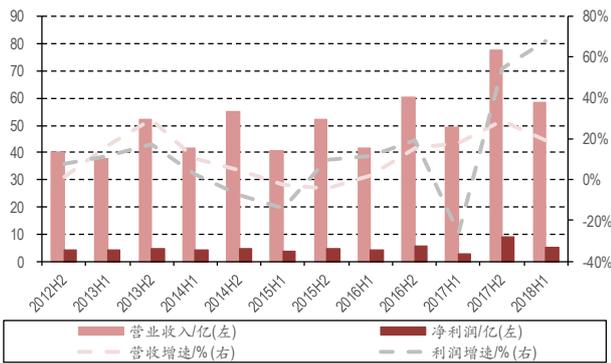
**推荐高附加值玻璃企业与行业龙头：**当前玻璃板块处于业绩释放周期的尾声，未来高附加值产品预计将有更强的业绩增长动力。而行业龙头则有更强的抵御行业周期的能力，并在行业低谷期进一步提升市场占有率。推荐从高附加值与行业龙头两个角度选股，建议关注：**福耀玻璃、南玻 A、旗滨集团。**

### 三、管材板块：行业利润空间提升，企业表现差异化明显

#### 1. 行业中报：业绩表现亮眼，利润大幅增长

**营收增速企稳，利润大幅调升：**2018年上半年主要上市企业合计营收58.59亿元，同增19.02%，增速较为稳定；合计归母净利润4.94亿元，同增68.27%，利润连续两个季度实现大幅增长。总体而言2018年上半年管材板块表现亮眼。

图表 32. 管材板块业绩亮眼



资料来源：万得数据及中银证券

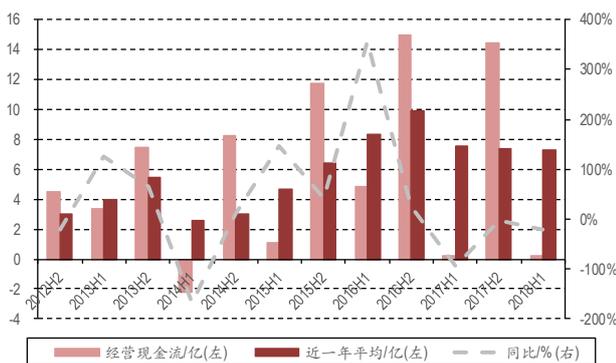
图表 33. 净利率稳中有升



资料来源：万得数据及中银证券

**期间费用率基本持平，利润率同比大幅增长：**2018年上半年管材板块三项费用率为20.89%，与去年基本持平，但是利润率提升幅度较大，2018年上半年管材板块毛利率、净利率分别为31.51%、8.43%，比去年同期分别增加1.04个百分点、2.47个百分点，为行业整体净利率贡献了41%的增长，行业盈利水平增强，主要系产品定价弹性大。

图表 34. 经营性现金流水平较高



资料来源：万得数据及中银证券

图表 35. 资产结构逐步优化



资料来源：万得数据及中银证券

**现金流水平高位运行，行业负债率合理抬升：**2018年上半年管材板块现金净流入0.18亿元，与去年基本持平，行业的现金流季节性较为明显，主要系下半年回款集中期。近一年现金流平均净流入7.31亿元，基本每半年度的现金流均为正流入，体现了零售端较高的现金流水平。与此同时，行业的现金比率走低，负债率走高，2018年上半年管材板块负债率39.20%，处于历史较高水平，但是与其他行业对比比较低，合理运用杠杆空间有助于行业规模的较快增长。

## 2. 公司业绩：最稳健当属伟星新材

管材行业龙头效应明显，最稳还属伟星新材：2018年上半年管材板块中营收前两位的企业分别为永高股份、伟星新材，分别达到23.19亿元、18.87亿元，远高于其他企业，同时龙头企业的净利率、现金比率、现金流等指标也明显好于其他企业，龙头效应十分明显。其中又属伟星新材较为稳健，2018年上半年永高股份、伟星新材的归母净利润分别为0.008亿元、3.86亿元，伟星新材的负债率只有22.92%，现金比率78.97%，现金储备充足，盈利能力强，企业发展稳扎稳打，各项指标非常抢眼。

图表 36. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)

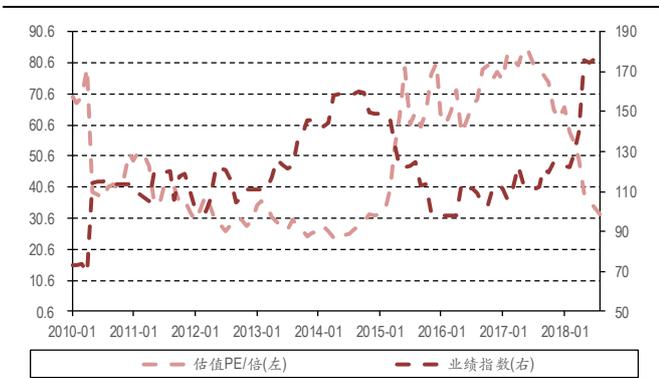
股票名称	营业收入		营收增速		利润增速		经营现金流		现金比率		ROIC(%)
	营业收入	归母净利润	(%)	(%)	经营现金流	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)		
永高股份	2,319.37	83.08	18.24	31.52	65.95	23.85	3.58	44.05	27.99	2.17	
伟星新材	1,886.86	385.99	18.39	23.61	196.11	46.06	20.46	22.92	78.97	12.36	
龙泉股份	427.39	7.90	88.76	(120.15)	64.78	36.73	1.85	40.31	14.85	0.28	
顾地科技	810.25	17.51	2.76	178.93	(89.87)	17.75	2.16	54.81	11.03	1.04	
青龙管业	414.94	6.24	17.75	(114.57)	(218.59)	29.61	1.50	37.03	24.41	0.30	

资料来源：万得数据及中银证券

## 3. 行业涨幅与估值：板块估值调整有望触底反弹

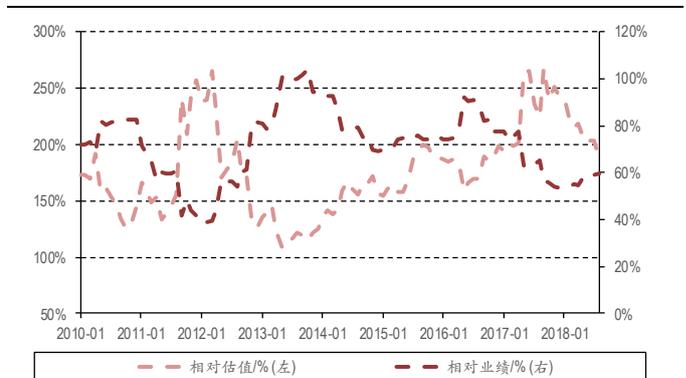
板块估值处于调整期，下探空间有限反弹可期：管材板块业绩指数2017年开始走强，相对业绩变化不明显；估值自2017年冲高回落，并持续走低，相对估值也有大幅回调，板块估值处于调整期。鉴于目前板块估值已接近历史较低水平，进一步下探空间有限，有望触底反弹。推荐盈利强发展步伐稳健的龙头企业，建议关注：伟星新材。

图表 37. 估值大幅下挫



资料来源：万得数据及中银证券

图表 38. 相对业绩表现平凡



资料来源：万得数据及中银证券

图表 39. 2018 年管材板块上市公司涨幅与估值比较

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
伟星新材	25.20	青龙管业	39.17	伟星新材	7.28
东宏股份	7.05	东宏股份	33.94	韩建河山	4.62
雄塑科技	(12.38)	龙泉股份	25.66	东宏股份	2.91
龙泉股份	(19.98)	伟星新材	24.80	顾地科技	2.72
韩建河山	(20.12)	顾地科技	24.22	雄塑科技	2.48
永高股份	(22.97)	永高股份	17.91	青龙管业	1.50
青龙管业	(31.22)	雄塑科技	17.72	永高股份	1.39
顾地科技	(76.75)	韩建河山	(134.78)	龙泉股份	1.23

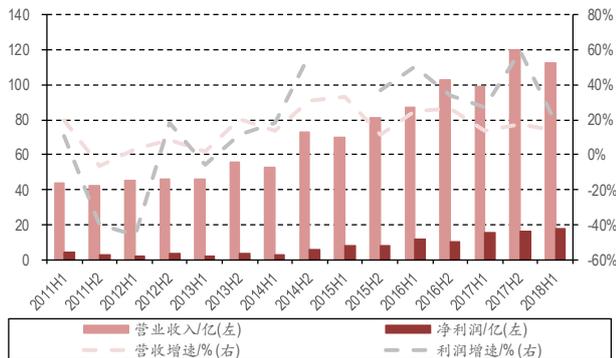
资料来源：万得数据及中银证券

## 四、玻纤板块：业绩持续增长，集中度与规模效应仍可提升

### 1. 行业中报：行业景气长虹，龙头扩产业绩仍有释放预期

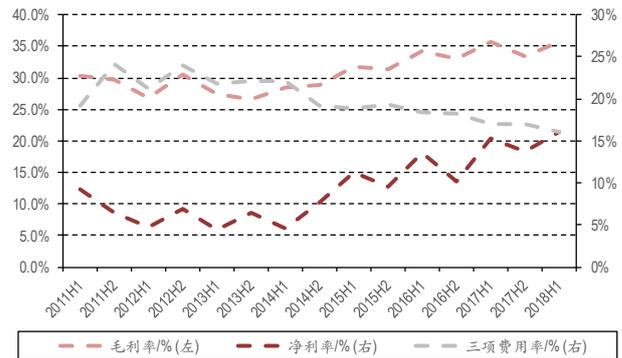
**行业景气长虹，业绩持续向好：**2018年上半年，玻璃板块主要上市企业合计营收254.50亿元，同增13.33%；净利润18亿元，同增18.46%。行业长期保持景气，营收与盈利均达到新高度。由于国内玻纤龙头在国际也有较高的市场占有率，并且行业产能投入时间较长，目前产品仍处于供需紧平衡状态，我们认为国内龙头拥有充分定价权，行业景气度在较长时间内仍将持续。龙头企业由于较强的产能投放能力，将进一步受益。

图表 40. 营收稳健，利润增速小幅抬升



资料来源：万得数据及中银证券

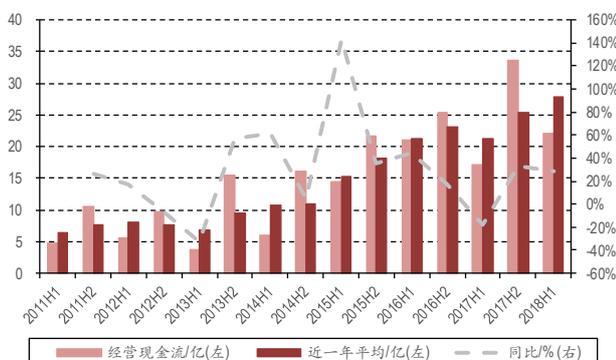
图表 41. 费用率小幅下行，净利率上升



资料来源：万得数据及中银证券

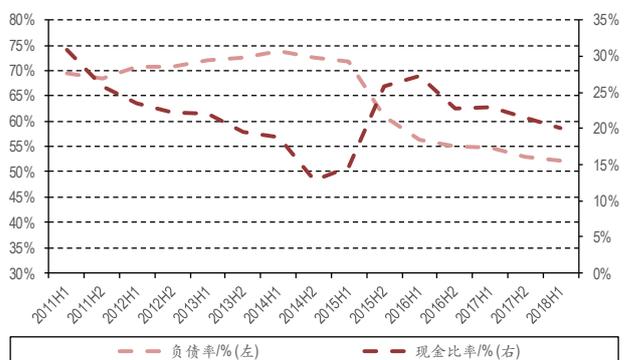
**规模效应实现成本管控，行业利润率节节攀升：**玻纤行业属重资产行业，产能越大规模效应越明显。中国巨石等龙头通过优化产品生产过程中各个环节的成本和费用，实现利润率的步步攀升。2018年上半年，行业平均毛利率为35.59%，处于历史高位，自2011年以来，整个行业平均毛利率已经提升了5.24pct，增幅可观。期间费用率受企业严格管控，三项期间费用率自2011年的24.14%逐步下降为2018年上半年的16.02%，降幅为8.12pct，其中销售费率为4.07%，同减0.26pct；管理费率为8.57%，同减0.12pct；财务费率为3.38%，同减0.63pct。长期的费用与成本管控，行业平均净利率由2011年的6.39%提升至2018年上半年的16.01%，国内玻纤龙头的成本优势凸显。

图表 42. 经营性现金流持续向好



资料来源：万得数据及中银证券

图表 43. 负债率与现金比率同步下行



资料来源：万得数据及中银证券

**资本开支增大，行业负债率与现金比率同步下行：**2018 年上半年，行业主要上市公司总资产合计同比增加 50.36 亿元，其中固定资产增加 29.47 亿元，在建工程增加 15 亿元，应收票据增加 7.64 亿元，应收账款增加 4.66 亿元；负债端负债累计增加 12.31 亿元，其中短期借款增加 15.61 亿元。而 2018 年上半年行业主要上市公司经营性现金流合计为 21.99 亿元，同增 28.51%。我们认为当前玻纤材料的应用领域还在不断扩大，行业仍处于增长期，国内玻纤龙头在当前行业景气周期中利用充裕的现金流入扩大资本开支抢占市场份额，导致行业平均负债率和现金比率同步下行：平均负债率为 52.10%，同比下降 2.70pct；现金比率为 20.06%，同比下降 2.93%。随着资本开支的增长落地，未来行业仍将有产能与业绩持续释放。

## 2. 公司业绩：龙头产能落地，业绩长虹可期

**中国巨石：产能密集落地提升业绩预期：**公司上半年营收 50.18 亿元，同增 23.06%；归母净利润 12.67 亿元，同增 93.06%。公司作为全球玻纤龙头，有足够的规模成本优势和资金优势。随着智能生产基地，美国基地、印度基地的建设，未来 3 年公司产能将密集投放，进一步抢占市场份额，并利用海外产能充分规模贸易壁垒等带来的风险，降低产品运输成本。在行业持续景气的前提下，公司业绩将持续保持较高速度增长。

图表 44. 主要企业 2018 年上半年业绩（单位：百万元）

股票名称	营收增速		利润增速		现金比率					
	营业收入	归母净利	(%)	(%)	经营现金流	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	ROIC(%)
中材科技	4,745.89	384.39	5.97	2.91	361.46	28.33	8.10	55.78	16.55	2.04
九鼎新材	481.50	5.19	12.28	17.02	146.66	23.39	1.08	64.31	11.30	0.28
长海股份	986.89	107.96	6.61	2.89	123.65	25.66	10.94	22.32	71.20	3.95
中国巨石	5,017.87	1,267.07	23.06	25.91	1,567.02	45.58	25.25	51.20	21.05	5.38

资料来源：万得数据及中银证券

## 3. 行业涨幅与估值：预期边际变化减少，行业估值持续往下

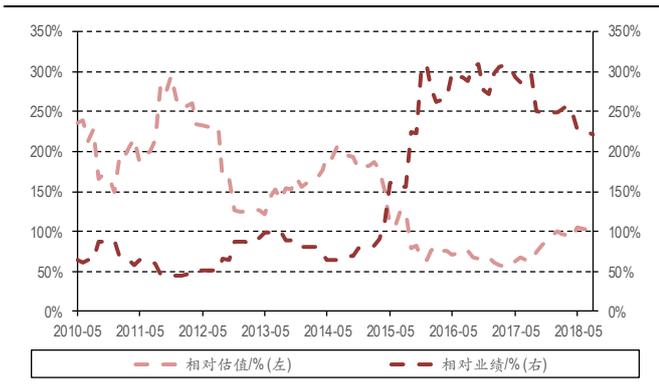
**基本面逐步见顶，估值逐步下行：**2018 年年初至今，玻纤指数累计下跌 26.85%，其中板块估值由年初的 26.65 下降至 8 月底的 16.83%，估值下跌了 36.95%。剔除了大盘因素和建材行业因素后，我们发现玻纤行业业绩屡创新高，还是难以获得高于行业平均水平的估值，主要原因是行业长期将其给市场带来的预期边际变化较少，而市场对玻纤行业关注程度也较低，因此上半年板块表现整体一般。

图表 45. 2018 年玻纤板块上市公司涨幅与估值比较

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
长海股份	(18.33)	再升科技	26.91	再升科技	3.15
中国巨石	(21.38)	长海股份	21.85	中国巨石	2.82
再升科技	(23.80)	中国巨石	15.26	九鼎新材	2.38
九鼎新材	(42.31)	中材科技	13.24	长海股份	1.88
中材科技	(50.78)	九鼎新材	(867.42)	中材科技	1.02

资料来源：万得数据及中银证券

图表 46. 经营性现金流持续向好



资料来源：万得数据及中银证券

图表 47. 负债率与现金比率同步下行



资料来源：万得数据及中银证券

国内龙头未来仍有提升的空间，有望由业绩改善带动估值改善，建议关注行业龙头：我们认为随着中国巨石等国内龙头在建产能逐步落地，行业集中度进一步提升，规模效应进一步凸显，未来业绩仍有提升预期，有望带动行业估值重新实现提升。作为全球玻纤行业龙头，中国巨石将充分受益行业持续景气，实现业绩的进一步跨越式增长。建议关注：中国巨石。

## 五、耐材板块：营收利润向好 行业景气度恢复

### 1. 行业中报：营收利润双双高增

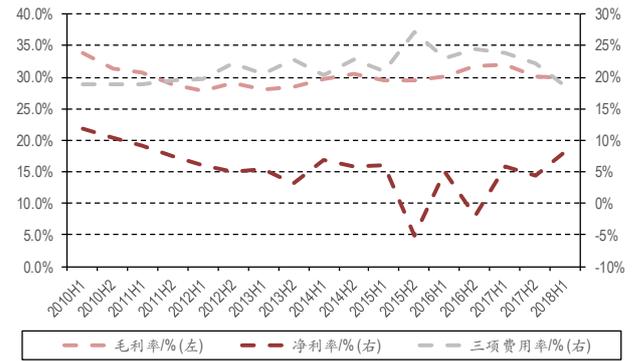
**营收增速企稳，利润大幅调升：**2018年上半年主要上市企业合计营收60.25亿元，同增55.18%，规模增长提速；合计归母净利润4.87亿元，同增111.30%，利润水平持续高位运行。主要由于去杠杆的背景下钢铁景气度持续上升，促使耐材板块向好。

图表 48. 耐材规模稳中有升



资料来源：万得数据及中银证券

图表 49. 净利率震荡上行



资料来源：万得数据及中银证券

**毛利率企稳，净利率震荡上行：**2018年上半年耐材板块毛利率为29.90%，同比微降环比持平，期间费用率自2015年后持续下降，2018年上半年为18.62%，距高点27.09%已经调低8.47%，净利率自2015年后震荡上行至8.09%，距离低点-5.19%调高13.28%。行业的盈利水平逐步恢复高位，叠加需求释放销量增长，后期业绩向好。

图表 50. 经营性现金流持续改善



资料来源：万得数据及中银证券

图表 51. 行业整体负债率提升



资料来源：万得数据及中银证券

**现金流水平持续改善，负债率抬升助力企业发展：**2018年上半年耐材板块现金净流入3.22亿元，同比降低10.54%，但主要成向好趋势，近一年现金流平均净流入3.97亿元，连续四年保持较高正流入，行业整体现金流水平处于改善状态。而行业的负债率持续走高对冲导致现金比率降低，2018年上半年耐材板块负债率48.45%，虽然属于历史较高水平但合理范围内的负债有助于企业的快速发展。

## 2. 公司业绩：三足鼎立 一支崛起

**耐材行业领跑企业营收平均，其他指标差异较大：**2018年上半年耐材板块中营收规模前三分别为濮耐股份19.01亿元，瑞泰科技18.58亿元，北京利尔15.01亿元，相对较为持平，但是内部管理和商业模式导致彼此的利润与毛利率差异较大。从归母净利润、毛利率、净利率等各项指标来看，营收规模相对较低的北京利尔表现明显较好，主要系公司采取与供货商协商定价、向下游涨价等措施来缓解成本压力，受原料涨价影响有限，进而利润增速较高。同时北京利尔的负债率为三者中最低水平，杠杆空间较大。

**鲁阳节能业绩亮眼，崛起趋势明显：**2018年鲁阳节能以7.63亿元的营收创造了1.49亿元的归母净利润，盈利能力远高于行业平均水平，直指表现最好的龙头企业北京利尔，主要系公司通过设备自动化改造、工艺配方优化等措施，能耗、物耗继续下降，业务逐步拓展至高温节能、保温防水，符合行业发展趋势，ROIC明显高于龙头企业，后期成长性较为确定。

图表 52. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)

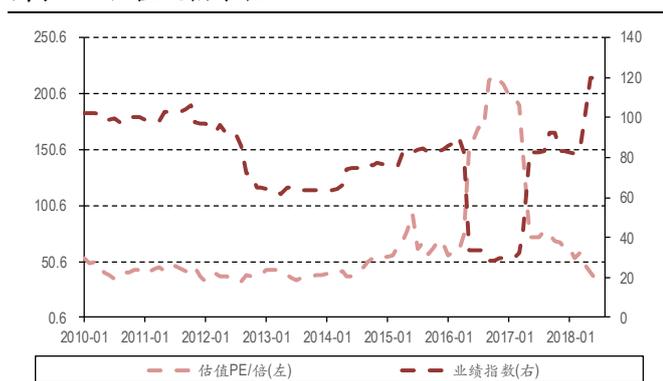
股票名称	营业收入		营收增速		利润增速		现金比率			ROIC(%)
	营业收入	归母净利	(%)	(%)	经营现金流	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)	
北京利尔	1,501.79	179.24	40.48	112.24	(100.41)	38.66	11.93	37.88	19.23	3.92
濮耐股份	1,901.35	123.09	54.66	120.60	269.25	28.88	6.47	49.23	7.56	3.32
瑞泰科技	1,858.03	6.32	100.50	15.66	42.07	18.45	0.34	76.35	16.13	0.29
鲁阳节能	763.89	149.32	16.16	138.27	111.29	43.08	19.55	24.99	67.23	7.42

资料来源：万得数据及中银证券

## 3. 行业涨幅与估值：基本面向好 估值不愁

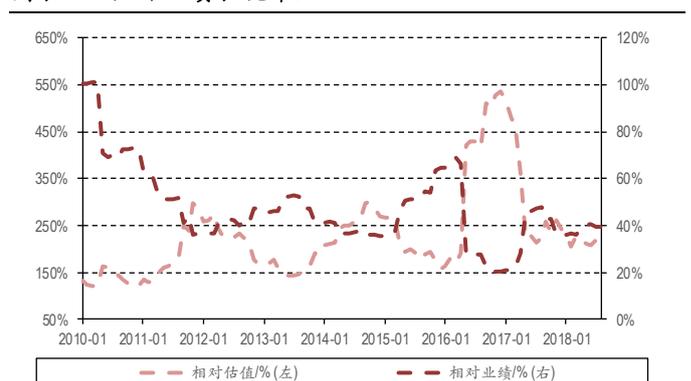
**板块估值较低系大盘影响，预期尚在：**耐材板块相对业绩与相对估值基本持平，但是2018年上半年耐材板块的估值下挫明显，一方面由于前一年激增今年有一定回调，更多是由于大盘低迷带来的估值下降。鉴于去杠杆逐步见成效，钢铁景气度逐步回升，耐材板块的业绩逐步恢复高位，短期内带来估值修复，有望跑赢大盘。推荐盈利能力较高规模效应明显的龙头企业以及潜力较高各项指标亮眼的中小企业，建议关注：北京利尔、鲁阳节能。

图表 53. 估值大幅下挫



资料来源：万得数据及中银证券

图表 54. 相对业绩表现平凡



资料来源：万得数据及中银证券

图表 55. 2018 年耐材板块上市公司涨幅与估值比较

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
鲁阳节能	0.47	瑞泰科技	109.09	瑞泰科技	4.17
濮耐股份	(4.27)	濮耐股份	48.94	鲁阳节能	2.47
北京利尔	(25.60)	北京利尔	17.32	濮耐股份	1.76
瑞泰科技	(26.58)	鲁阳节能	15.21	北京利尔	1.35

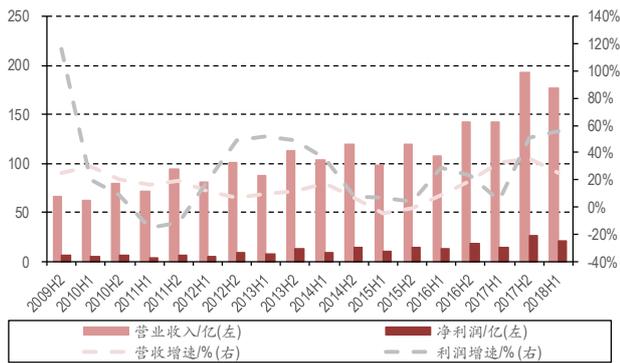
资料来源：万得数据及中银证券

## 六、消费建材板块：受益地产存量需求行业向成熟期过渡

### 1. 行业中报：业绩高增 盈利能力持续向好

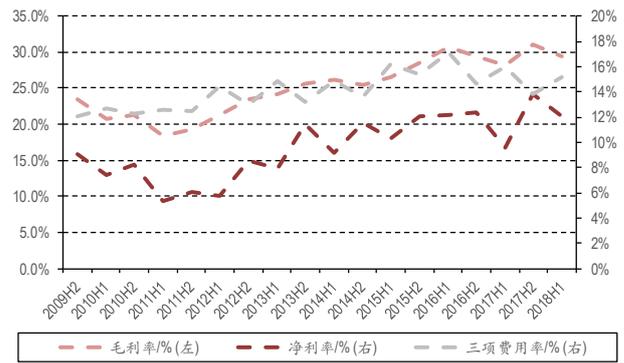
**营收稳中有升，利润空间走高：**2018年上半年主要上市企业合计营收177.15亿元，同增24.56%；合计归母净利润21.34亿元，同增56.00%，行业营收与利润均实现了较高的增长。主要由于前期地产投资增速较快，周期差带来消费建材需求增长，预计短期内热度居高不下。

图表 56. 消费建材营收利润齐高增



资料来源：万得数据及中银证券

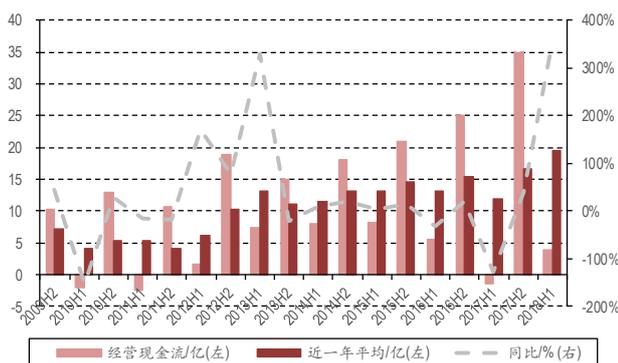
图表 57. 利润指标稳步向好



资料来源：万得数据及中银证券

**毛利率净利率震荡走高，盈利能力上行：**2018年上半年消费建材板块毛利率为29.35%，相比去年同期增长1.13个百分点；2018年上半年消费建材板块净利率12.05%，相比去年同期大涨2.43个百分点，盈利能力明显提升；2018年上半年消费建材板块期间费用率15.16%，相比去年同期下降0.87个百分点，贡献部分盈利增速。由于消费建材的各项原材料持续上行，得出其他部分利润增速则主要来源于市场价格的弹性变化。鉴于存量住宅与增量需求的出现，消费建材业绩有望进一步提升。

图表 58. 经营性现金流水平较为稳健



资料来源：万得数据及中银证券

图表 59. 行业整体负债率整体回落



资料来源：万得数据及中银证券

**现金流水平稳健，负债率回落：**2018年上半年消费建材板块现金净流入3.93亿元，同比增长356.08%，近一年现金流平均净流入19.42亿元，同增16.37%，现金流水平全年基本处于净流入状态，较为稳健。2018年上半年消费建材板块负债率41.88%，相比历史高点51.21%调降9.33个百分点，行业负债率回落明显，行业逐步向成熟阶段过渡。

## 2. 公司业绩：领域覆盖较广 平分秋色

**防水保温龙头表现亮眼：**2018年东方雨虹、北新建材营收分别为56.13亿元、59.87亿元，营收增速分别为30.21%、31.27%，利润增速分别为25.26%、90.33%，均保持了较高的成长性。净利率分别为11.02%、21.69%，高于行业平均水平。消费建材需求由新增商品房与房屋周期更新双重驱动，同时由于传导周期差，地产前期高速投资有望带来后续市场放量，而随着渠道逐步集中向工程渠道，龙头效应叠加规模效应，强者更强，龙头企业的业绩增长性较为明确。

图表 60. 主要企业 2018 年上半年业绩 (单位: 百万元)

股票名称	营业收入		营收增速		利润增速		经营现金流		现金比率		ROIC(%)
	营业收入	归母净利润	(%)	(%)	(%)	毛利率(%)	净利率(%)	负债率(%)	(%)		
罗普斯金	502.45	(43.95)	3.48	733.55	(18.23)	6.59	-8.75	8.52	71.27	-3.03	
东方雨虹	5,613.00	618.41	30.21	25.26	(379.47)	36.91	11.02	53.17	35.41	5.73	
海螺型材	1,414.40	2.66	-2.93	13.79	(78.00)	11.58	0.19	28.91	32.33	0.09	
北新建材	5,987.98	1,298.64	31.27	90.33	1,068.74	36.16	21.69	20.90	31.05	8.96	
兔宝宝	1,905.45	190.16	4.41	20.39	145.00	19.56	9.98	40.81	53.53	9.18	
悦心健康	423.40	8.36	4.73	-31.77	25.79	34.93	1.97	58.79	22.66	0.51	
嘉寓股份	1,868.40	56.03	58.64	171.83	(370.85)	13.05	3.00	76.85	16.41	1.56	

资料来源：万得数据及中银证券

## 3. 行业涨幅与估值：基本面向好 估值不愁

**板块估值较低系大盘影响，预期尚在：**消费建材板块业绩稳中有升，估值在2015年达到峰值后处于调整期，目前已经回落至历史较低水平，2018年消费耐材板块相对业绩与相对估值基本持平，在建材细分领域中消费建材的业绩预期向好，只是受大盘低迷影响交易意愿度降低，同时由于整体估值调整空间有限，后期有望反弹。

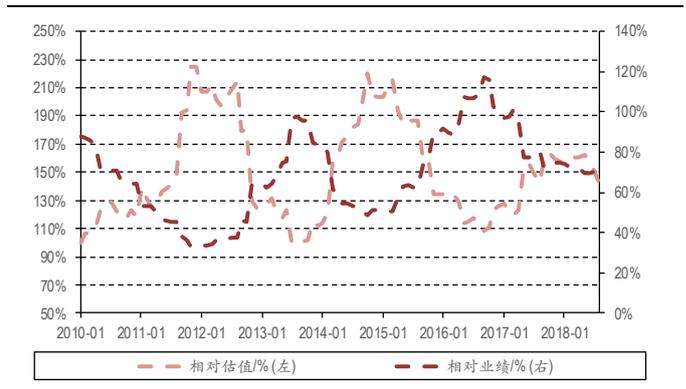
**伴随需求放量，渠道与通胀共同驱动业绩，估值有望修复：**2017年地产投资超预期有望带来后两年消费建材的业绩释放，同时由于渠道逐渐聚合至工程端，客单规模提升，而后期市场通胀趋势明显，业绩有望大幅提升。虽然近期估值背离业绩下行，但主要受大盘影响较大，短期内估值有望在业绩支撑下得到一定幅度的修复。推荐细分领域的龙头企业，建议关注：**东方雨虹、北新建材。**

图表 61. 估值回调至历史较低水平



资料来源：万得数据及中银证券

图表 62. 大盘对板块估值影响较大



资料来源：万得数据及中银证券

**图表 63. 2018 年涨幅与估值较高股票**

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
罗普斯金	11.86	海螺型材	244.02	四川金顶	73.62
凯伦股份	9.42	悦心健康	165.54	凯伦股份	6.66
永和智控	(5.39)	四川金顶	70.18	罗普斯金	5.61
四川金顶	(7.58)	凯伦股份	51.18	永和智控	5.03
扬子新材	(18.15)	永和智控	50.34	扬子新材	3.96

资料来源：万得数据及中银证券

**图表 64. 2018 年涨幅与估值较低股票**

2018 年涨幅(%)		PE(ttm)		PB	
科顺股份	(49.01)	开尔新材	(297.73)	海螺型材	0.93
蒙娜丽莎	(46.60)	万里石	(218.28)	坚朗五金	1.31
坚朗五金	(45.53)	罗普斯金	(103.19)	万邦德	1.60
丽岛新材	(43.33)	北新建材	10.27	华立股份	1.75
兔宝宝	(43.27)	兔宝宝	14.13	开尔新材	1.80

资料来源：万得数据及中银证券

## 风险提示

1. **原材料价格波动**：水泥和玻璃都是高耗能产业，燃料占成本比例较大，原材料波动对利润水平影响较大
2. **政策不确定性**：水泥行业高毛利率是供给侧行政性控制导致的，存在政策变动的风险。
3. **下游需求不及预期**：建筑行业当前订单增速初显下滑，未来存在需求增速下降的风险。
4. **产能投放冲击**：部分企业在行业高度景气期加大资本开支，对行业格局造成一定冲击，存在新增产能无法完全消化的风险。

**附录图表 65: 报告中提及上市公司估值表**

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600585.SH	海螺水泥	买入	37.13	2,025.22	2.99	5.73	12.4	6.5	18.10
600801.SH	华新水泥	买入	19.65	257.05	1.39	3.04	14.2	6.5	9.05
000789.SZ	万年青	买入	12.50	76.67	0.75	1.93	16.6	6.7	5.55
002233.SZ	塔牌集团	买入	12.52	149.27	0.60	1.60	20.7	7.8	7.28
002372.SZ	伟星新材	买入	16.93	221.94	0.63	0.77	27.0	21.0	2.33
600176.SH	中国巨石	买入	10.50	367.74	0.61	0.80	17.1	13.1	3.72
002088.SZ	鲁阳节能	买入	12.62	45.68	0.59	0.73	21.4	17.3	5.12
601636.SH	旗滨集团	增持	4.32	116.16	0.42	0.51	10.2	8.5	2.64
000012.SZ	南玻 A	增持	4.81	115.38	0.29	0.31	16.6	15.5	3.08
002271.SZ	东方雨虹	未有评级	15.42	231.17	0.83	1.07	18.7	14.4	4.55
000786.SZ	北新建材	未有评级	18.00	304.11	1.39	1.81	13.0	10.0	7.33
002392.SZ	北京利尔	未有评级	3.74	44.52	0.14		27.4		2.77

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2018 年 8 月 31 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371