

原材料成本上涨，部分子行业盈利承压

—2018 中报综述之玻璃和其他建材篇

建材行业整体表现：毛利率提升显著，各子行业成本维持稳定：2018 年上半年，建材行业各板块业绩表现较去年同期均有所提升，行业上市公司上半年实现营业收入 2565.87 亿元，同比增长 25.22%；归母净利润 325.22 亿元，同比大幅增长 74.19%。细分子行业来看，耐火材料板块实现了最为强劲的收入、利润增长，2018 年上半年营业收入同比增长 55.18%，归母净利润同比增长 119.78%。水泥板块也无悬念的实现了收入和利润的高增长，营业收入同比增长 28.63%，归母净利同比增长 107.83%。而 PCCP 板块也实现了扭亏为盈，归母净利润达 1278.47 万元。受益供给侧改革和环保整治等供给收缩带来的价格提升，使得建材行业各子板块的收入都出现了同比提升。**盈利能力方面**，尽管各行业产品价格也出现了上涨，公司也积极采取应对措施对工艺改进，下游传导成本等，但除水泥、pccp 和其他建材行业外，其他行业毛利率出现了下滑。

玻璃行业供给侧改革继续推进，关注限产情况：供给方面，截至 2018 年 8 月，全国平板玻璃产量 4.97 亿重箱，同比增长 3.83%，全国在产浮法玻璃生产线 236 条，较 2017 年底增加了 8 条，在产总产能为 9.23 亿重箱/年，较 2017 年底增加了 3.48%。在供给侧结构改革以及环保政策的叠加影响下，玻璃产能持续受到控制。2018 年初，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的通知，平板玻璃项目延续原办法的置换比例，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。虽然置换比例延续了原办法，但对用于置换的产能限定更加严格。2018 年 8 月，工信部及发改委两部门联合印发《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，指出当前水泥、平板玻璃产能过剩形势依然严峻，责成各地主管部门切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。邢台等地取暖季 15%限产变为全年 15%限产。

耐火材料收益下游钢铁水泥等景气度提升：从耐火材料上市公司整体情况看，2018 年上半年共完成营业收入 60.25 亿元，收入同比上升 55.18%；实现归母净利润 4.58 亿元，同比上升 119.78%；销售毛利率 29.90%，同比下降 2.14 个百分点，销售净利率 7.60%，同比上升 2.23 个百分点。期间费用率 18.62%，同比下降 5.2 个百分点。今年上半年，耐火材料的主要下游钢铁、有色、水泥、玻璃供给侧改革和环保治理使得行业景气度不同程度好转，而环保治理对中小企业的的影响也使得龙头的市占率提升，带动耐材企业都获得了较高的收入增速。

建筑材料

维持

增持

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

发布日期：2018 年 09 月 06 日

市场表现



相关研究报告

塑料管道：伟星毛利率、净利率遥遥领先：塑料管道上市公司（含港股）2018年上半年共完成营业收入折合人民币 176.73 亿元，收入同比上升 17.22%；实现归母净利 17.24 亿元，同比增长 15.09%；综合毛利率 27.11%，同比下降 0.71 个百分点，净利率 9.75%，同比下降 0.18 个百分点。PCCP 上市公司 2018 年共完成营业收入折合人民币 14.54 亿元，收入同比上升 32.07%；实现归母净利 0.13 亿元，较去年同期增加了 1.28 亿元，实现了盈利；综合毛利率 27.92%，同比上升 3.56 个百分点，净利率 0.88%，同比上升 11.37 个百分点。上市塑料管道企业中，中国联塑收入规模仍处于绝对领先地位，收入 104.48 亿，同比增速 16.19%。从盈利能力角度来看，伟星新材毛利率和净利率处于绝对领先的地位，公司毛利率 46.06%和净利率 20.48%，远高于其他企业。

玻纤行业强者恒强，关注人民币贬值和贸易战影响：2018 年上半年，由于汽车轻量化、电子电器、节能环保、基础设施等行业的复合材料需求持续增长，欧美经济强势复苏，全球玻璃纤维市场需求稳定发展。玻纤行业竞争格局较好，目前全球玻璃纤维市场已形成寡头垄断格局，全球产能 75%被巨石、重庆国际、泰山玻纤、OC、NEG 和 JohnsManville 等六家控制，海外企业高端市占率较高，但成本劣势明显，近年也没有产能的继续扩张。行业存在较高的技术、资金及政策壁垒，行业龙头企业优势较大。环保倒逼国内小企业退出，竞争更加有序，集中度进一步提升。未来关注人民币贬值和贸易战对全球化行业的影响。

防水材料成本虽得到控制，但毛利率仍小幅下滑：防水行业目前上市公司三家，2018 年上半年共完成营业收入 71.08 亿元，收入同比上升 32.89%；实现归母净利 7.73 亿元，同比上升 24.58%；综合销售毛利率 36.44%，同比减少 3.57 个百分点，销售净利率 10.88%，同比下降 0.73 个百分点。期间费用率 22.84%，同比下降 2.36 个百分点。从成本端来看，防水材料行业生产所需的原材料主要包括沥青、膜类、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚酯、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，2018 年上半年各类原材料价格均出现了不同幅度的上涨。其中沥青价格 2018 年上半年延续了 2017 年大涨的趋势，三家公司一方面利用自身规模优势、渠道优势等提高对供应商议价能力，降低采购成本，一方面通过工艺优化、设备升级、产品配方研发等手段控制生产成本，此外通过产品涨价，一部分原材料上涨带来的压力也被部分转移到了下游用户。防水行业集中度提升是长期趋势，龙头公司将受益。东方雨虹为防水材料的龙头，管理和执行力强，在行业集中度提升的背景下看好其未来成长性。公司以防水为主，同时大力发展无纺布、节能保温、砂浆、涂料、民用等方面的业务，从系统防水的服务商向多功能的建材服务商过度，进一步打开未来增长空间。公司越来越重视应收账款回收，增加营收增长质量。

人造金刚石行业期间费用率小幅上升，研发投入力度加大：从人造金刚石行业上市公司整体情况看，2018 年上半年共完成营业收入 27.17 亿元，收入同比上升 24.21%；实现归母净利 3.25 亿元，同比上升 0.85%；销售毛利率 31.93%，同比下降 2.74 个百分点，销售净利率 11.95%，同比下降 2.77 个百分点。期间费用率 19.16%，同比增加 2.13 个百分点。我国基本主导着全球超硬材料市场，人造金刚石销量全球占比 90%以上，立方氮化硼销量全球占比 70%，但高端市场依然由英国的元素六公司（Element Six）、山特维克设在美国的合锐公司（Hyperion）、韩国的日进公司（Iljin）所主导，单价往往是国内产品的 3 到 5 倍。黄河旋风与豫金刚石都在积极布局消费级人造钻石领域。

其他建材盈利能力小幅提升，消费类建材仍是重点：2018 年上半年共完成营业收入 401.26 亿元，同比上升 19.94%；实现归母净利 24.48 亿元，同比上升 37.02%；综合销售毛利率 18.81%，同比增加了 0.8 个百分点，销售净利率 6.10%，同比下降 0.76 个百分点。

投资评价和建议：在环保加码、行业集中度提升的背景下，推荐重点还是行业的龙头，重点推荐关注标的旗滨集团、北新建材、伟星新材、三棵树、东方雨虹等。

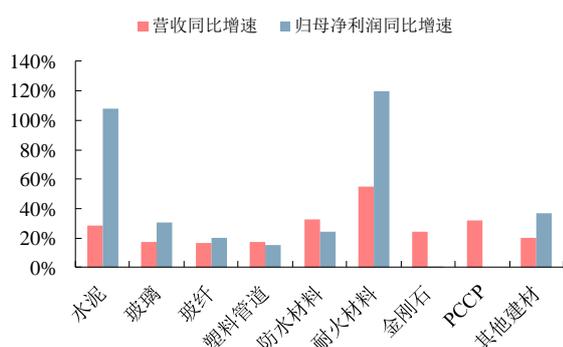
目录

建材行业整体表现：毛利率提升显著，各子行业成本维持稳定.....	1
玻璃行业：供给侧改革继续推进，关注限产情况.....	1
耐火材料：收益下游钢铁水泥等景气度提升.....	8
塑料管道：联塑收入高居榜首，伟星毛利率、净利率遥遥领先.....	10
玻纤行业：强者恒强，关注人民币贬值和贸易战影响.....	13
防水材料行业：成本虽得到控制，但毛利率仍小幅下滑.....	16
人造金刚石：期间费用率小幅上升，研发投入力度加大.....	19
其他建材：盈利能力小幅提升，消费类建材仍是重点.....	20
投资评价和建议.....	23
风险提示.....	24
图 1：各子行业 2018 年上半年收入和净利润同比变化.....	1
图 2：各子行业 2018 年上半年毛利率和净利率同比变动.....	1
图 3：各子行业 2018 年上半年期间费用率同比变动.....	1
图 4：各子行业 2018 年上半年经营活动产生现金流净额同比变动.....	1
图 5：全国平板玻璃产量及其增速 单位：万重箱.....	4
图 6：地产需求变动.....	4
图 7：全国汽车产量及其增速 单位：万.....	4
图 8：全国浮法玻璃销售加权平均价 单位：元/重箱.....	4
图 9：重质纯碱历史价格走势 单位：元/吨.....	4
图 10：重质纯碱历史年度均价 单位：元/吨.....	4
图 11：粗钢产量及其增速 单位：万吨.....	9
图 12：钢铁板块上市公司净利润及其增速 单位：亿元.....	9
图 13：瑞泰科技各类产品收入占比.....	10
图 14：鲁阳节能各类产品收入占比.....	10
图 15：HDPE 历史均价变动单位 单位：美元/吨.....	13
图 16：PP 历史均价变动 单位：美元/吨.....	13
图 17：房地产企业集中度不断提升.....	18
图 18：东方雨虹 2018H1 年收入构成.....	19
图 19：科顺股份 2018H1 年收入构成.....	19
图 20：沥青历史出厂价走势 单位：元/吨.....	19
表 1：全国使用天然气燃料的生产线情况统计.....	2
表 2：对玻璃产能有调控作用的相关政策.....	2
表 3：玻璃行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	7

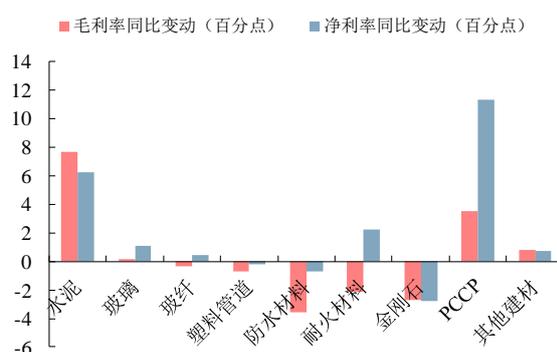
表 4: 耐火材料行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	9
表 5: 塑料管道行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	12
表 6: PCCP 行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	13
表 7: 玻纤行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	15
表 8: 2017 年地产 500 强防水材料企业首选率.....	18
表 9: 防水材料行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	18
表 10: 人造金刚石行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比.....	19
表 11: 其他建材上市公司 2017 年收入及盈利情况对比.....	23

建材行业整体表现：毛利率提升显著，各子行业成本维持稳定

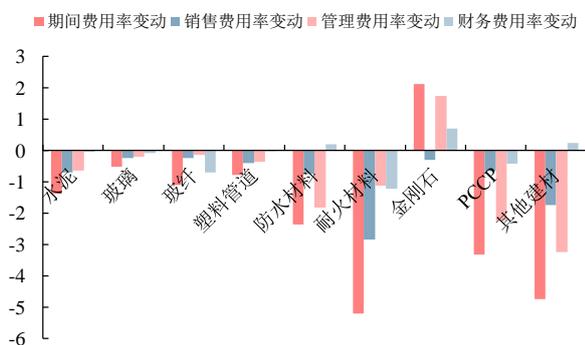
2018 年上半年，建材行业各板块业绩表现较去年同期均有所提升，行业上市公司上半年实现营业收入 2565.87 亿元，同比增长 25.22%；归母净利润 325.22 亿元，同比大幅增长 74.19%。细分子行业来看，耐火材料板块实现了最为强劲的收入、利润增长，2018 年上半年营业收入同比增长 55.18%，归母净利润同比增长 119.78%。水泥板块也无悬念的实现了收入和利润的高增长，营业收入同比增长 28.63%，归母净利润同比增长 107.83%。而 PCCP 板块也实现了扭亏为盈，归母净利润达 1278.47 万元。受益供给侧改革和环保整治等供给收缩带来的价格提升，使得建材行业各子板块的收入都出现了同比提升。**盈利能力方面**，尽管各行业产品价格也出现了上涨，公司也积极采取应对措施对工艺改进，下下游传导成本等，但除水泥、pccp 和其他建材行业外，其他行业毛利率出现了下滑。**现金流方面**，半数子板块现金流同比增加，其中水泥板块现金流净额大幅增加，主要系 2018 年上半年水泥销售量齐升、盈利能力大幅增长所致，而金刚石板块由于企业半年期购买商品、接受劳务的支出大幅增加，现金流净额由去年同期的 1.33 亿元转为 2018 年上半年-0.43 亿元的净流出。

图 1：各子行业 2018 年上半年收入和净利润同比变化


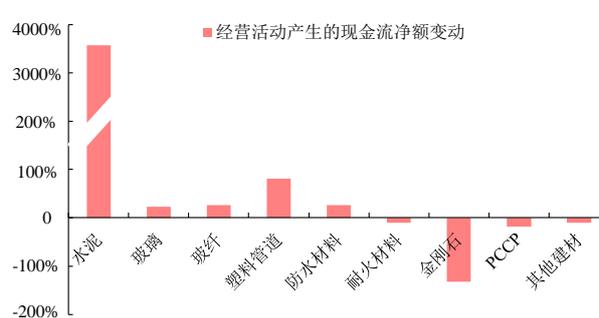
资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研发部

图 2：各子行业 2018 年上半年毛利率和净利率同比变动


资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

图 3：各子行业 2018 年上半年期间费用率同比变动


资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研发部

图 4：各子行业 2018 年上半年经营活动产生现金流净额同比变动


资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

玻璃行业：供给侧改革继续推进，关注限产情况

供给方面，截至 2018 年 8 月，全国平板玻璃产量 4.97 亿重箱，同比增长 3.83%，全国在产浮法玻璃生产线

36 条，较 2017 年底增加了 8 条，在产总产能为 9.23 亿重箱/年，较 2017 年底增加了 3.48%。在供给侧结构改革以及环保政策的叠加影响下，玻璃产能持续受到控制。2018 年初，工信部印发《水泥玻璃行业产能置换实施办法》的通知，平板玻璃项目延续原办法的置换比例，位于国家规定的环境敏感区的建设项目，需置换淘汰的产能数量按不低于建设项目的 1.25 倍予以核定，其他地区实施等量置换。虽然置换比例延续了原办法，但对用于置换的产能限定更加严格。2018 年 8 月，工信部及发改委两部门联合印发《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》，指出当前水泥、平板玻璃产能过剩形势依然严峻，责成各地主管部门切实做好禁止新增水泥、平板玻璃产能工作。

受环保限产带来的供给侧冲击影响，局部玻璃供应出现紧张。2018 年华东华北等地区玻璃企业第三次市场研讨会后，安徽、江西、湖北、河南和江苏北部等地区纷纷上调玻璃价格，幅度为 20-50 元/吨。此外根据《邢台市 2018 年大气污染防治治理工作方案》中无证企业立即停产、有证企业全年限产 15% 的要求，沙河地区玻璃产能收紧。目前沙河地区共有生产线 44 条，其中在产 30 条，在产日熔量 2.03 万吨，占全国总在产产能的 12.71%。政府政策执行后，在产产能将减少 6-7 条生产线，涉及产能约 4100 吨/日，占全国总在产产能的 2.6%，加上对有证企业限产的要求，沙河地区整体产能将减少 35-40%。就库存而言，当前玻璃市场库存为 3127 万重量箱，较去年同期减少 170 万重量箱，其中沙河市场重点玻璃厂家库存较去年同期减少 30%。随着环保标准的不断加强，浮法玻璃行业燃料逐步从以煤炭、煤焦油、石油焦、重油为主，转变为以天然气为主。从 2011 年开始，广东地区就开始了天然气逐步取代煤焦油的过程。到 2017 年，环保治理加码，山东、安徽等区域生产线燃料由煤气改用天然气，天然气为燃料的产能占比大幅提升至 48%。煤改气后，吨成本上升约 300 元左右，河北地区的玻璃原片价格过去长期保持全国较低水平，一方面是巨大的产能和相对不足的需求；另一方面是沙河地区多用煤为燃料，成本低廉。如果全部煤改气后，区域成本优势降低，竞争格局或将重构。

表 1：全国使用天然气燃料的生产线情况统计

年份	天然气燃料生产线 条数	天然气燃料产能 (吨/日)	天然气燃料产能 (万重箱/年)	天然气燃料生产线 平均产能	产能占比
2015 年	90	60,630	1,992	674	40.71%
2016 年	94	64,220	2,110	683	40.70%
2017 年	108	74,170	2,436	687	48.05%

资料来源：卓创资讯，中信建投证券研发部

表 2：对玻璃产能有调控作用的相关政策

颁布日期	政策名称	发布单位
2013 年 10 月	《国务院关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》	国务院
2015 年 4 月	《部分产能严重过剩行业产能置换实施办法》	工信部
2016 年 5 月	《国务院办公厅关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅
2016 年 11 月	《国务院办公厅关于印发控制污染物排放许可制实施方案的通知》	国务院办公厅
2016 年 12 月	《排污许可证管理暂行规定》	环保部
2017 年 5 月	《关于京津冀及周边地区执行大气污染物特别排放限值的公告（征求意见稿）》	环保部
2017 年 8 月	《固定污染源排污许可分类管理名录（2017 年版）》	环保部
2017 年 8 月	《京津冀及周边地区秋冬季大气污染防治综合治理攻坚行动方案》	环保部及北京、河北等六省市政府
2017 年 10 月	《关于对未持有国家统一制式排污许可证玻璃企业实施停产的函》	邢台市环保局
2018 年 1 月	《水泥玻璃行业产能置换实施办法》	工信部

2018年4月	《邢台市2018年大气污染防治综合治理工作方案》	邢台市政府
2018年8月	《关于严肃产能置换严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	工信部、发改委

资料来源：政府网站，中信建投证券研发部

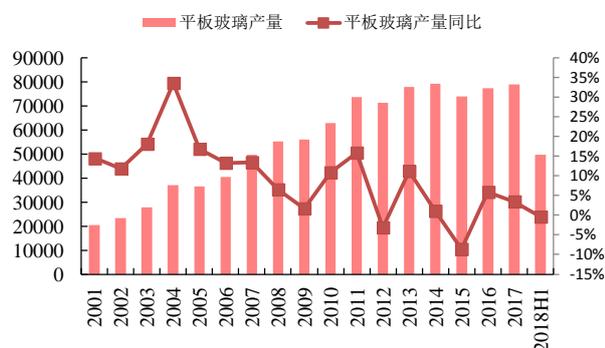
需求方面，房地产是平板玻璃的主要需求端，占需求的75%左右。其次是汽车领域和出口，都占总需求的10%左右，剩余的需求主要来自光伏、电子、医学等。2018年上半年，全国房地产开发投资完成额平均增幅为10.1%，较去年同期增速提高了1.18个百分点；全国房屋新开工面积增长8.5%，较去年同期下降了2.14个百分点，增速小幅下降。从历史上看，2015年地产中的新开工和竣工面积增速均为负值，施工面积和投资增速也出现明显下滑，汽车产量增速也处于历史低位，相应的2015年玻璃产量也出现明显的负增长。历史另外两次玻璃产量增速的明显下滑出现在08-09年以及12年，同样也对应了地产和汽车需求的下滑。2018年上半年平板玻璃产量同比减少了0.4%，汽车产量同比增速仅为0.62%，预计需求端将保持不温不火的状态。

价格方面，2018年上半年全国浮法玻璃销售加权平均价为72.65元/重箱，在17年71.68元/重箱的基础上继续上行，成为2010年（83.54元/重箱）和2008年（75.80元/重箱）以来的历史第三高位。2017年全年玻璃价格呈上升趋势，2017年第四季度全国玻璃均价一度达到77.1元/重箱，2018年上半年玻璃均价有所回落，但仍高于去年同期，受华北、华东玻璃供应紧张以及沙河地区玻璃产能持续收缩等影响，预计2018年下半年玻璃价格将迎来新一轮上涨。2002到2012年十年间玻璃价格涨跌周期较短，价格低点和产量增速的低点基本重合。而2012年以后玻璃价格的涨跌周期被明显拉长，2012、2013年由于产能的扩张，玻璃价格在当时的相对低位盘整；2014、2015年价格由于下游需求尤其是地产需求的萎缩的进一步下滑，创出历史新低；2016、2017、2018年一方面受益于地产需求的回暖，一方面受益于供给侧改革，环保压力等供给减少，同时受到纯碱等原材料价格上升的推动，使得玻璃价格逐渐提升，目前处于近五年来的较高水平，但与02-12年三个周期高点仍有差距。

成本方面，2018年上半年国内纯碱市场价格仍出现了波动，但波动幅度有所减小。受市场炒作、纯碱与下游客户之间的博弈等因素影响，2016年底纯碱价格开始暴涨，短短两个月上涨35%，2017年伊始，纯碱市场又上演暴跌行情，从8月份开始价格再度大涨，价格创2006年以来新高，12月份纯碱价格再度大跌，年内振幅近60%。2018年2月份开始，纯碱价格开始了新一轮上涨，至6月底达到高点，涨幅为22.64%，此后价格有所回落，跌幅在14%左右，预计下半年纯碱价格还有进一步上涨可能。另外，受国际油价上涨，石油焦等价格出现上涨；受大规模煤改气影响，供暖季天然气供应不足的现象仍然存在，预计天然气价格也会出现上涨。

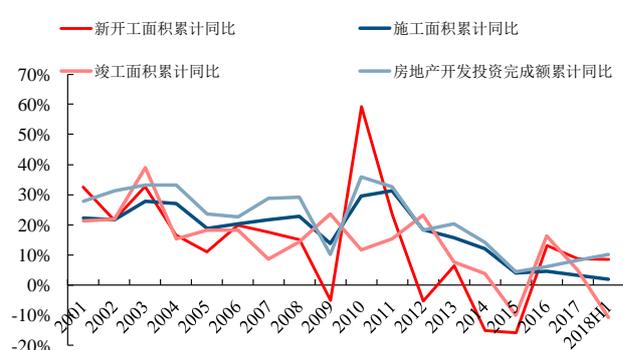
综上所述，玻璃行业下半年供给端受环保等因素影响将继续保持收缩态势，需求端较为平稳，纯碱行业预计会有500元/吨的涨幅，天然气部分地区有40%的价格上调，推算下半年玻璃制造成本有可能上涨13-15元左右，各企业通过自身降本增效有望消化5元/重箱的成本压力；另外部分成本上涨需要向下游传导。在库存偏低、供给减少、成本上升的背景下，预计玻璃价格将进一步上涨。

图 5：全国平板玻璃产量及其增速 单位：万重箱



资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 6：地产需求变动



资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

图 7：全国汽车产量及其增速 单位：万



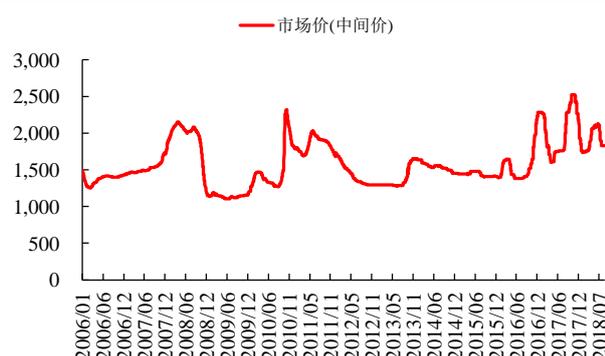
资料来源：国家统计局，中信建投证券研发部

图 8：全国浮法玻璃销售加权平均价 单位：元/重箱



资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

图 9：重质纯碱历史价格走势 单位：元/吨



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 10：重质纯碱历史年度均价 单位：元/吨



资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

从玻璃行业上市公司来看，2018 年上半年共完成营业收入 358.16 亿元，收入同比上升 17.15%；实现归母净利润 37.53 亿元，同比上升 30.82%；综合销售毛利率 23.06%，同比增加 0.17 个百分点，销售净利率 10.48%，同比增加 1.09 个百分点。期间费用率 12.22%，同比下降 0.52 个百分点，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别减少了 0.24、0.21 和 0.07 个百分点。

2018 年上半年，玻璃价格基本维持了 2017 年第四季度的高位，受此影响多家浮法玻璃上市公司营收和归

母净利润均保持较快增长。从产品结构看，2018年信义玻璃浮法收入与深加工玻璃收入比例近似 53:47，与南玻的浮法占比较为相近，中国玻璃浮法占比较低；旗滨集团目前几乎所有收入来自浮法原片。旗滨玻璃目前浮法在产产能居全国第一，总在产产能达 15700 吨/日，约占全国在产产能的 10%，略高于信义玻璃，南玻浮法产能为 9400 吨/日，而金晶科技和中国玻璃日熔量均为 5000 吨上下。就单条生产线而言，信义玻璃平均单线产能达到了 789 吨/日，为几家企业最高。从地理分布上看，信义玻璃生产基地覆盖中国各主要经济发展地区，呈现出全国发展的态势；而旗滨玻璃、南玻生产线主要位于浙江、广东、四川等南方省份，中国玻璃相对集中在北方地区，而金晶科技主要集中于山东省内。

旗滨集团：

公司实现营业收入 37.7 亿元，同比增长 7.77%；归属于上市公司股东净利润 6.55 亿元，同比增加 1.2 亿，增长 22.33%；扣非归母净利润 5.81 亿元，同比增加 0.84 亿元，增长 16.94%；基本每股收益 0.2413 元。公司上半年红 8.07 亿元，占公司上年度归母净利润的 70.69%。

公司拥有 8 个原片生产基地，25 条在产优质浮法玻璃生产线、1 条在建超白玻璃生产线、1 条在建 65 吨/日高性能电子玻璃生产线。广东节能、浙江节能、马来西亚节能项目完成基本建设，二季度起逐步投入商业化运营，节能玻璃产品将覆盖现有市场节能玻璃全系列产品。长兴旗滨一线、漳州旗滨一线、醴陵旗滨五线相继完成冷修改造，陆续复产，郴州旗滨项目进入建设后期，醴陵电子玻璃进入建设准备阶段。公司年初通过了《关于公司投资新建高性能电子玻璃生产线项目的议案》，新建一条 65 吨/天的高性能电子玻璃生产线。公司利用规模大、生产线多的优势，积极采取产品差异化经营策略，以达到缓解普通建筑玻璃的同质化竞争。2018 年上半年，集团生产各种玻璃 5182 万重箱，同比降低 0.69%；销售各种玻璃 4814 万重箱，同比降低 2.9%。公司产销量同比下降幅度较 2017 年有所收窄，这主要是因为 2017 年进行冷修改造的漳州、长兴、醴陵生产线已于 2018 年上半年点火复产，公司加权在产产能有所提高。

毛利率 31.4%，同比下降 1.75 个百分点，其中 2018Q2 毛利率 29.47%，环比下降 4.39 个百分点，同比下降 3.11 个百分点。根据我们计算，公司上半年玻璃均价为 78.31 元/重箱，同比增加 7.76 元/重箱，已达到公司上市以来最高价；箱成本为 53.72 元/重箱，同比增加 6.54 元/重箱，公司在 3 月份纯碱价格较低时购进了约 10 万吨的纯碱作为战略储备，有效地对冲了之后的纯碱价格大幅上升；箱毛利为 24.59 元/重箱，同比增加 1.21 元/箱，由于产品价格上涨浮动大于原材料及燃料价格上涨浮动，箱毛利也达到公司自上市以来最高值；箱净利为 13.61 元/重箱，同比增加 3.01 元/箱，同样是公司上市以来最高值。

2018 年 5 月 23 日，公司实施了 2017 年度现金分红方案，分红金额为 8.07 亿元，占公司当年归属于上市公司普通股股东的净利润的 70.69%，大幅高于 2016 年的 46.85%。公司已经承诺未来 3 年分红率不低于 50%。

看好玻璃行业在供给侧改革、冷修高峰期和环保加码等背景下的供需紧平衡状态，对 18 年玻璃价格保持乐观。旗滨集团作为浮法龙头，地域布局合理，覆盖我国经济发展较为发达的地区，存量方面不断改进工艺、调整配方、提升良品率、提升玻璃品质、降低各项费用率、改善资产负债表；增量方面海外市场拓展、节能玻璃、电子玻璃等玻璃深加工高附加值领域不断拓展；预计 2018-2019 年实现收入 84.87 和 95.14 亿元，同比增长分别为 11.9%和 12.1%，实现净利润 14.1 和 16.02 亿元，同比增长分别为 23.4%和 13.6%。对应 EPS 0.52 和 0.59 元。

信义玻璃：

2018 年上半年，公司实现营业收入 154.22 亿元，同比增长 14.63%；实现归母净利 40.14 亿元，同比增长

24.91%；公司毛利率为 36.97%，同比增加 0.7 个百分点，净利率为 26.03%，同比增长 1.1 个百分点。上半年公司每股收益达 50.0 港仙，每股派发股息 25.0 港仙，派息比率约为 49.8%，维持在较高派息水平。

分产品类别看，2018 年上半年公司三大主营产品均呈现良好的营收增长态势。浮法玻璃实现营收 34.89 亿元，同比增长 14.4%；汽车玻璃实现营收 17.84 亿元，同比增长 13.1%；建筑玻璃营业收入也表现出 25.8% 的高速增长，总额达到 12.59 亿元。

公司目前在全国拥有多个生产基地，形成环渤海经济区、京津冀地区、长三角、成渝经济区和珠三角五大生产集群，工业园总面积近 700 万平米。2018 年上半年，公司在马来西亚的生产线已经投产，同时部分生产线开始冷修，下半年华北、长三角等环保敏感地区产能或将受到政府强制减产措施影响下降 20%-30%，预计 2018 年公司的产能情况将整体保持平稳，变化不大。

2017 年浮法玻璃整体行情攀升至高位，公司受益行业形势。而今年上半年，尤其是第二季度，浮法玻璃的价格出现了明显的下降情况。但信义玻璃顶住浮法玻璃价格下行的压力，其相关产品的平均售价反而出现了抬升，抬升幅度高达 7% 左右，带动毛利率上升至 37.7%。这主要依赖于公司成功的差异化战略。目前市场中出现降价的产品主要是厚度在 4mm-12mm 区间内的普通浮法白玻璃，信义玻璃的产品与之形成了明显的差异化，即着眼于厚度小于 4mm 或者大于 12mm 的浮法玻璃产品以及茶玻、灰玻等多元品类。2018 年上半年，公司差异化浮法玻璃产品占比达到 39%，并计划于 2020 年提升占比达到 50% 及以上。我们预计，2018 年下半年浮法玻璃的价格应有所回升，公司的出货量也将比上半年高出 10% 左右，全年浮法玻璃产品的营收及利润或有良好提升。同时随着公司差异化战略的持续推进，公司在浮法玻璃领域或将实现一定程度上的价格风险免疫及反向获利，长期继续保持相对稳定的业绩增长。

受汇率影响汽车玻璃毛利率小幅下滑，长期视角下贸易战影响可控：公司上半年汽车玻璃的营业额同比增长 13.1%，但毛利率从去年同期的 47.8% 降至 44.9%。主要原因在于汽车玻璃的销售以出口为主，尤其销往美国的产品基本均为汽车玻璃，并且以美元为单位结算，上半年受到了国际贸易和汇率波动的影响。但是由于美国的汽车玻璃依赖进口，其中 80% 来自中国，所以公司议价能力较强。经充分交流协商，目前客户表示贸易战产生的额外税收将主要由买方承担。预计 2018 年下半年汽车玻璃出货量将呈现单位数稳步上涨，长期视角下贸易战的影响仍然是可控的。

与房地产市场关联性不大，建筑玻璃订单充裕、增长良好：虽然房地产市场仍处于低潮期，但是公司建筑玻璃在 2018 年上半年表现优异。建筑玻璃实现营收 14.93 亿港元，同比高速增长 25.8%，占比从 17.8% 提升至 19.3%。其毛利增速 30%，毛利率提升至 39.0%。建筑玻璃增长的主要原因是多方面的，最根本的因素在于公司的该类产品瞄准的是高档商业和公共建筑，与房地产市场关联性不大，加之国内材料节能政策的出台导致建筑玻璃刚性需求增加，国外需求也相对旺盛，出口量也在增大。当前公司的建筑玻璃订单充裕，珠三角产区的生产压力已经较大，经过测算我们预计公司下半年建筑玻璃的出货量或将出现 10% 以上的涨幅，继续良好的增长趋势。

国际化战略稳步推进，全球龙头未来可期：作为国内玻璃行业全方面的龙头企业，公司的国际化战略仍在稳步推进中。一方面，公司计划在马来西亚的两条生产线中一线已经于上半年投产，虽然马来西亚的产品售价偏低，但是在成本和税赋等方面相对国内更具优势，所以目前其毛利率与国内相当。目前马来西亚的一线处于满产状态，库存大约稳定维持在 30 天左右，我们预计未来二线投产之后，规模效应和差异化产品等多重因素将进一步提升马来西亚的毛利贡献。而另一方面，公司原计划在 2019 年底建成的加拿大生产线未能在第一选址城市展开建设，但是安大略省其他城市已经争相主动联系公司前去建厂，该项国际化战略的环节虽有延迟但预计

仍将顺利进行。信义浮法玻璃产能全球第一，同时品牌优于同业，随着国际化战略的持续推进，未来的发展空间将非常广阔。

看好玻璃行业在短期调整后继续维持供给侧改革、环保加码等背景下的供需紧平衡状态，对 18 年下半年浮法玻璃价格保持乐观。信义玻璃作为浮法玻璃生产的全球龙头，在上半年整体不利的环境形势下维持了逆势增长，**国内市场**持续推进浮法玻璃产品差异化战略、缓冲汽车玻璃在贸易战中所受影响、保有建筑玻璃充裕订单；**国外市场**马来西亚二线即将投产、加拿大扩张顺利开展。我们预计公司 2018-2019 年主营业务收入分别为 172.66 亿元和 202.36 亿元港币，同比增长 17.23%和 17.20%；净利润分别为 49.25 亿元和 59.98 亿元港币，同比增长 22.71%和 21.77%。EPS 分别为 1.24 元港币/股和 1.51 元港币/股。

南玻 A:

2018 年上半年，公司实现营业收入 54.71 亿元，同比增长 10.66%；归母净利润 3.53 亿元，同比减少 10.22%。公司归母净利润出现大幅下降，主要是因为 2017 年 10 月，公司决议进行股权激励，向 454 名激励对象授予 9751 万股限制性股票，首次授予价格为 4.28 元/股，预留限制性股票 1704 万股。剔除股权激励费用摊销后，公司实现净利润 4.44 亿元，同比增长 10.87%，归属于母公司净利润为 4.35 亿元，同比增长 10.79%。公司 2018 年上半年销售毛利率为 25.07%，同比增加 0.66 个百分点，销售净利率为 6.56%，同比减少 1.53 个百分点。

南玻集团现拥有 10 条浮法生产线、两条太阳能压延玻璃生产线，年产约 232 万吨各种高档浮法玻璃原片，43 万吨太阳能压延玻璃，在四川江油、广东英德拥有石英砂原料基地。能够生产 1.3-25mm 多种厚度和颜色的高档优质浮法玻璃、超白浮法玻璃。公司镀膜中空玻璃年产能超过 1,600 万平方米，镀膜玻璃产能超过 3,600 万平方米。高品质的节能环保 LOW-E 中空玻璃国内高端市场占有率在 50%以上。高纯多晶硅产量为 9000 吨/年，硅片产品产量为 2.2GW/年，电池片产量为 0.85GW/年，组件产量为 0.4GW/年。0.2mm-1.1mm 中铝、高铝超薄电子玻璃品质达到国内领先水平。南玻显示器件已成为显示触控行业内优质的电子应用材料供应商，触控 Sensor 及 TP 供应商，可为客户提供一站式 TP 解决方案。2018 年上半年，公司浮法玻璃实现收入增长 17%，盈利提升 24%；工程玻璃板块收入增长 6%，净利润水平提升 12%；太阳能业务板块，由于国家对光伏产业扶持加大、光伏行业投资及技术革新等因素，光伏产能大幅增加，市场价格下行，加之公司宜昌基地能源成本偏高，太阳能业务全年实现收入增长 3.54%，净利润为-0.45 亿元；电子玻璃及显示器产业收入增长 19%，净利润大幅增长 162%。

表 3：玻璃行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
601636.SH	旗滨集团	37.70	7.77%	65536.51	22.33%	31.40%	-1.75	17.38%	2.10
000012.SZ	南玻 A	54.71	10.66%	35283.72	-10.22%	25.07%	0.66	6.56%	-1.53
0868.HK	信义玻璃	79.37	16.04%	200752.40	22.72%	37.66%	1.28	25.36%	1.38
3300.HK	中国玻璃	12.21	8.34%	11134.30	386.53%	18.34%	5.55	9.44%	7.63
600586.SH	金晶科技	23.81	26.49%	20195.04	94.50%	24.76%	1.39	8.71%	4.14
600819.SH	耀皮玻璃	17.86	18.54%	6097.35	254.97%	18.05%	0.22	4.57%	2.92
600293.SH	三峡新材	74.65	23.83%	21412.17	17.77%	6.75%	-0.87	2.91%	-0.16
600876.SH	洛阳玻璃	7.02	-0.30%	2197.77	11.37%	26.16%	-1.19	4.02%	3.26
002623.SZ	亚玛顿	9.55	14.55%	1890.19	148.26%	13.59%	-0.70	2.17%	1.01
600552.SH	凯盛科技	13.09	-16.44%	4748.28	35.00%	16.83%	0.99	4.10%	1.32

002613.SZ	北玻股份	6.25	41.81%	7616.94	393.33%	21.29%	0.08	13.75%	19.60
002163.SZ	中航三鑫	21.93	23.16%	(1602.17)	59.68%	12.12%	-0.81	-2.42%	2.08
	合计	358.16	17.15%	375262.49	30.82%	23.06%	0.17	10.48%	1.09

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研发部

耐火材料：收益下游钢铁水泥等景气度提升

从耐火材料上市公司整体情况看，2018年上半年共完成营业收入60.25亿元，收入同比上升55.18%；实现归母净利润4.58亿元，同比上升119.78%；销售毛利率29.90%，同比下降2.14个百分点，销售净利率7.60%，同比上升2.23个百分点。期间费用率18.62%，同比下降5.2个百分点。其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降2.85个百分点、1.13个百分点和1.22个百分点。

具体到公司来看，北京利尔和濮耐股份下游80%左右为钢铁，瑞泰科技下游钢铁：玻璃：水泥：其他的比例为：59:25:9:7，鲁阳节能陶瓷纤维和玄武岩保温材料收入比例为87:13。

今年上半年，耐火材料的主要下游钢铁、有色、水泥、玻璃供给侧改革和环保治理使得行业景气度不同程度好转，而环保治理对中小企业的的影响也使得龙头的市占率提升，带动耐材企业都获得了较高的收入增速。然而与此同时，2018年上半年镁砂特别是高级镁砂价格维持了2017年大幅上涨后的价格中枢。2017年镁砂平均涨幅超过300%，MgO含量98%的大结晶电熔镁砂价格（含税出厂价）由2017年年初的3,800元/吨上升至年末的14,000元/吨，MgO含量97%的高纯镁砂则从1,400元/吨上涨至年末的7,500元/吨。2018年上半年镁砂价格仍居高不下，结算价格远高于2017年同期。菱镁矿主产区鞍山地区对菱镁矿开采加大了环保督查，管制开采所需要的炸药，导致镁砂供应严重不足。受其影响，电熔镁砂的价格于2017年8月达到顶峰，其后有所下滑，至2018年4月12日辽宁省菱镁矿全面停采，镁砂价格再度上涨。原材料占耐火材料生产成本的85%左右，原材料价格波动对企业盈利能力影响巨大。向上游布局对企业盈利能力的稳定性具有重要意义。濮耐股份拥有琳丽矿业、新疆秦翔和实际控制人控制下的西藏高纯菱镁矿三座菱镁矿，有一定能力应对原材料上涨风险，同时公司计划募集资金7.57亿元，新建年产12万吨高密高纯氧化镁、6万吨大结晶电熔氧化镁项目，此外公司利用供应链优势向下游客户转嫁成本，维持了较好的财务状况。北京利尔也将进一步完善镁质材料基地的产品结构，高标准建设公司高纯氧化物合成材料基地。

具体看，北京利尔收入和利润都实现了较好增长，毛利率受益于下游钢铁行业好转，毛利率提升了3个百分点。公司在国内首先提出由“产品制造商”向“整体承包商”转变，由“产品价值”向“服务价值”延伸的战略思想，率先创造了“全程在线服务”的整体承包经营模式，实现了“矿石开采—矿石精加工—高档镁质、高铝质合成原料的生产—高档耐火材料生产和销售—客户现场施工与服务”的全产业链布局。

濮耐股份由于原材料价格的大幅上涨，毛利率下滑了3.41个百分点，但由于期间费用率的大幅下降仍然实现了归母净利的高速增长，其管理和销售费用增幅低于收入增速，同时由于人民币贬值，汇兑收益导致财务费用率大幅降低。2017年耐火材料主要原料之一的镁砂价格出现暴涨，今年以来镁砂价格整体呈现出高位震荡，略有下降的趋势，但依然处于历史高位。目前国内主要的镁砂产地鞍山地区对菱镁矿开采所需炸药仍然停止发放，环保要求进一步趋严。公司通过建立镁质原料采供中心，合理调配采购时间和数量，有效保障全公司镁质原料供应的同时，缓解了镁砂价格暴涨对公司生产经营的冲击，提升了公司在镁质原料上的抗风险能力。

瑞泰科技实现了收入的高速增长，一方面是公司投资设立瑞泰马钢子公司，本期瑞泰马钢增加营业收入6.65亿元，另一方面，水泥窑用耐火材料实现4.54亿元，同比增长37.18%，主要原因是水泥行业回暖，销量增加以

及随着原材料的上涨，单位售价上升。公司毛利率下滑明显，同比下降 7.72 个百分点。其中钢铁用耐火材料毛利率下滑最为明显，为 12.07%。

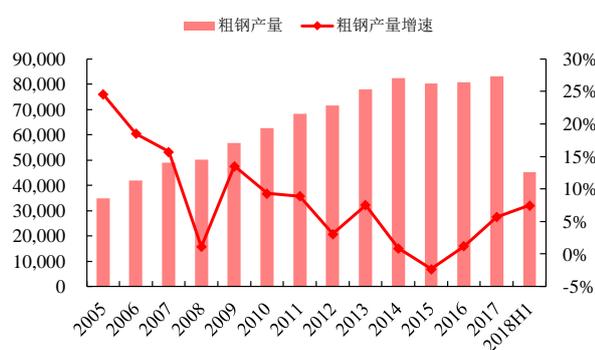
鲁阳节能实现收入 16%和归母净利 138%的增长，毛利率同比提升 8.97 个百分点。其陶瓷纤维和玄武岩纤维产品的毛利率都实现了大幅提升，分别提升 9.88 和 3.55 个百分点。毛利率大幅提升的原因是公司启动提价抵消了原材料成本上升，同时产能利用率的提升也改善了公司的综合毛利率。公司陶瓷纤维产能 30 万吨陶，占全国总量的 1/3；岩棉产能 10 万吨，建筑保温市场占有率正不断提升。

表 4：耐火材料行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

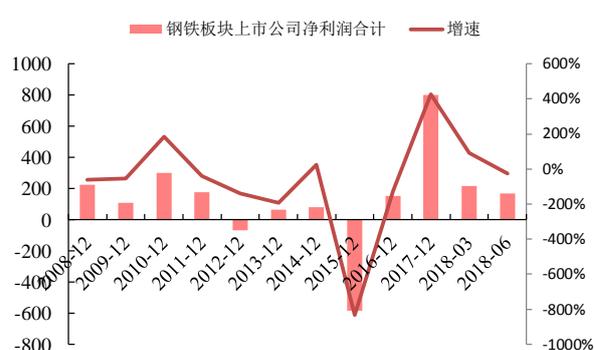
证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
002392.sz	北京利尔	15.02	40.48%	17923.66	112.24%	38.66%	3.07	11.97%	4.06
002225.sz	濮耐股份	19.01	54.66%	12308.69	120.60%	28.88%	-3.41	6.88%	1.99
002088.sz	鲁阳节能	7.64	16.16%	14931.81	138.27%	43.08%	8.97	19.55%	10.02
002066.sz	瑞泰科技	18.58	100.50%	631.98	15.66%	18.45%	-7.72	1.47%	-1.04
板块合计		60.25	55.18%	45796.13	119.78%	29.90%	-2.14	7.60%	2.23

资料来源：公司公告，wind，中信建投证券研发部

我国耐材企业集中度低，CR10=18%左右，CR20=25%左右，产业集中度低。通过不断的竞争筛选和环保治理淘汰，市场在不断整合和提高集中度。2018 年 1 月 4 日工信部第一批 40 条符合耐火材料行业规范条件的生产线名单公布，包括北京利尔、濮耐股份以及瑞泰科技 3 家子公司在内的一共 19 家公司入选。规范条件的实施将抬高行业门槛，使龙头企业获得更好的发展机遇。

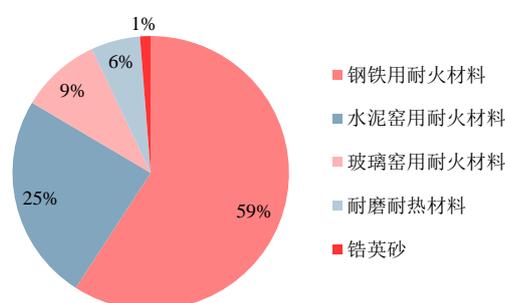
图 11：粗钢产量及其增速 单位：万吨


资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

图 12：钢铁板块上市公司净利润及其增速 单位：亿元


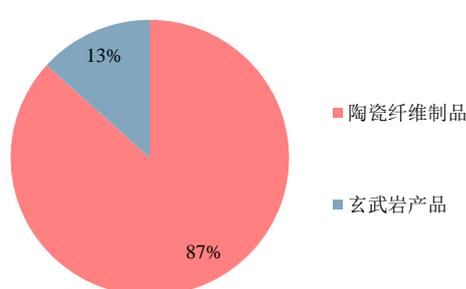
资料来源：国家统计局，wind，中信建投证券研发部

图 13: 瑞泰科技各类产品收入占比



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

图 14: 鲁阳节能各类产品收入占比



资料来源: 国家统计局, wind, 中信建投证券研发部

塑料管道: 联塑收入高居榜首, 伟星毛利率、净利率遥遥领先

塑料管道上市公司(含港股)2018年上半年共完成营业收入折合人民币 176.73 亿元,收入同比上升 17.22%;实现归母净利 17.24 亿元,同比增长 15.09%;综合毛利率 27.11%,同比下降 0.71 个百分点,净利率 9.75%,同比下降 0.18 个百分点。PCCP 上市公司 2018 年共完成营业收入折合人民币 14.54 亿元,收入同比上升 32.07%;实现归母净利 0.13 亿元,较去年同期增加了 1.28 亿元,实现了盈利;综合毛利率 27.92%,同比上升 3.56 个百分点,净利率 0.88%,同比上升 11.37 个百分点。

根据《中国塑料行业“十三五”期间(2016-2021)发展建议》预测,中国于“十三五”期间塑料管道生产量将维持在约 3%的年增长速度,到 2020 年,预计中国塑料管道生产量将达到 1,600 万吨。塑料管道下游需求方面,《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》提出“十三五”期间新建供水管网 9.3 万公里,污水管网 9.5 万公里,改造老旧污水管网 2.3 万公里,新建集中供热管网 4.1 万公里,新建燃气管道 13.7 万公里,建设城市雨水管道 11.24 万公里。其中雄安新区地下综合管廊基础设施建设是新亮点,市场规模预计可达一千亿元。至 2020 年,全国城市道路综合管廊综合配建率将达到 2%左右。

另外,“地下综合管廊”和“海绵城市”稳步推进、水污染防治行动、海洋传统产业的调整优化、“美丽乡村”的新农村建设,京津冀“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上,都为管道市场带来重大机遇。其中根据 2018 年全国两会政府工作报告,2017 年我国开工重大水利工程 122 项,水利建设投资规模达到 1 万亿元,水污染防治行动计划预计带动全社会投资 4.6 万亿元,通过加大治污投资将带动环保产业新增产值 1.9 万亿元,上海、广东等地政府带头持续推动计划落地实施。此外,特别提出“2+26”重点城市目标:2019 年“2+26”重点城市城区清洁取暖率达到 90%以上,县城和城乡结合部达到 70%以上,农村地区达到 40%以上;2021 年,城市城区全部实现清洁取暖,县城和城乡结合部达到 80%以上,农村地区达到 60%以上。六省市的支线管道现有约 1.3 万公里,2017-2021 年规划新增 4300 公里,同比增加 30%。

随著西气东输、川气东送等能源政策相继进行建设工程,中国天然气输送行业得到快速发展。根据《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021 年)》,北京、天津、河北、山东、河南、山西六省市共有十六条主干管道,总输气规模达 940 亿立方米/年,2017-2021 年计划新增 8 条主干管道,建成后总输气规模可达 1690 亿立方米/年,支线管道长度将从目前的 1.3 万公里增加至 1.73 万公里。

中国各地政府对房地产行业继续实行政策调控,于一二线城市控房价,三四线城市推进房地产去库存政策,受其影响,2018 年上半年建材家具市场稍显低迷。但随著供给侧结构性改革的深入,新型城镇化的推进,核心

城市的次新房和房产再装修将为建材家居行业带来新机遇。而精装交付比例提升和地产集中度提升，利好塑料管道龙头企业。

海外市场方面，中国政府持续推进“一带一路”沿线国家基础设施合作建设，不断深化贸易往来，由于“一带一路”沿线国家的很多地区尚处于城镇化起步阶段，基础设施建设需求较大，这将为管道系统、建材等带来巨大需求。

上市塑料管道企业中，中国联塑收入规模仍处于绝对领先地位，收入 104.48 亿，同比增速 16.19%。从盈利能力角度来看，伟星新材毛利率和净利率处于绝对领先的地位，公司毛利率 46.06%和净利率 20.48%，远高于其他企业。从毛利率变动的角度看，中国联塑、伟星新材、永高股份、纳川股份、东宏股份毛利率在成本上升的背景下变动不大，雄塑科技毛利率小幅上升，而顾地科技的毛利率下降幅度较大。

中国联塑：

2018 年上半年，中国联塑营业收入为 104.48 亿，同比增速 16.19%，营收规模处于行业绝对领先地位；半年期毛利为 27.21 亿元，同比增长 10.6%，毛利率 26.04%，较去年同期下降了 1.37 个百分点；归母净利润为 10.41 亿元，净利率 9.62%，较去年同期略微下降了 0.95 个百分点。

目前，公司拥有 22 个生产基地，2172 个一级经销商，致力于打造自动化、智能化生产基地，加快推动规模化生产。公司主营业务为塑料管道业务，该业务收入占总收入的 90.0%，公司积极把握中国政府推动实施的基础设施建设项目及民生项目对塑料管道及管件的需求，2018 年上半年塑料管道总销量达到了 98.54 万吨，较去年同期增加了 13.3%，实现收入 97 亿元，同比增长 17.0%。此外建材家居产品业务占公司总收入的 5.3%，公司自有的家居、建材、五金全球销售平台领尚环球之家为公司贡献了 1.8%的营业收入，较去年同期增加了 0.2 个百分点。在环保业务方面，公司持续拓展环保业务，在污水、河涌治理、土壤修复、地下综合管廊、海绵城市等多个领域承接了数个大型环保项目。

就公司主营业务塑料管道业务而言，华南市场为公司的主要市场，收入占比 54.64%，中国境外贡献了 2% 的收入，较去年同期有所上升。塑料管道应用方面，公司供水、排水、电力通讯、燃气业务收入占比分别为 39.0%、38.4%、17.4%和 1.9%。分产品来看，PVC 管业务占到了公司主营业务收入的 65.2%，2018 年上半年 PVC 产品平均售价为 7929 元/吨，较去年同期增加了 300 元/吨，而非 PVC 产品平均售价从去年同期的 15980 元/吨降至 15378 元/吨；同时产品毛利率均有所下降，PVC 产品毛利率由去年同期的 29.7%降至 28.5%，非 PVC 产品由 27.9%降至 23.7%。但整体而言公司产能及产能利用率都有所提高，2018 年上半年公司塑料管道产能为 253 万吨，较去年同期增加了 29 万吨，平均产能利用率也从 80.3%提高至了 82.9%。

公司于 2018 年 4 月入股兴发铝业控股有限公司，持股 26.28%，成为集团联营公司。兴发铝业为中国领先铝型材制造商之一，在建筑及工业材料业务拥有丰富经验，能够为公司带来长期的商业协同效应，一方面扩展公司销售渠道及增加客户群，另一方面带来更全面的产品及服务组合。公司董事会已宣布向股东派发每股 10 港仙的股息。

伟星新材：

2018 年上半年，公司营业收入为 18.87 亿，同比增长 18.39%，归母净利润 3.86 亿，同比增长 23.61%，毛利率达 46.06%，为同行业最高，较去年同期增加了 1.09 个百分点，净利率为 20.48%，同比增长 0.89 个百分点。

各项业务均实现了较好增长：报告期内，公司实现营业收入 18.87 亿元，同比增长 18.39%；其中，PPR 管营收 10.74 亿，同比增长 16.4%，PPR 管去年上半年增长基数较高，今年上半年在地产调控，竞争加剧的背景下仍保持了较高增长；PVC 管营收 2.42 亿，同比增长 24.22%，PVC 收入增长部分原因是进入到零售渠道，也体现了渠道赋能各项业务的能力；PE 管营收 5.03 亿，同比增长 18.54%，由于 PE 管主要是工程类项目，上半年招标投标较多，下半年落实在营收上较多，预计下半年 PE 仍将保持较高增长；“零售、工程双轮驱动”的策略得到充分有效地落实。其他产品收入 6747.77 万元，同比增加 30.73%，主要是由于新的净水和防水涂料业务的销售增加，公司下半年仍然将净水、防水业务列为重点，以“同心圆”为发展策略开展多元化的业务。目前，公司拥有营销网点 24,000 多个，较去年同期增加了 4,000 多个，较去年底增加了 1000 多个。

毛利率逆势提升，体现公司高端定位和强大的渠道控制能力：报告期内，公司综合毛利率 46.06%，同比增加 1.09 个百分点；净利率 20.46%，同比增长 0.88 个百分点；毛利率和净利率均保持在高位。PPR 管毛利率 58.97%，同比增加 1.08 个百分点，PPR 在高毛利率基础上继续提升，一方面原因是去年铜价大幅上涨，公司提高了管件的定价，一方面也更加体现了公司管材的高端定位和强大销售网络的定价能力；PE 管毛利率 30.86%，同比增加 0.8 个百分点，PE 定价主要是成本加成，随行就市，毛利率小幅上涨体现公司品牌对下游的议价能力；PVC 管毛利率 27.46%，同比增加 3.9 个百分点，主要原因是自产比例提高且加大了零售渠道的配套，也体现了公司强大渠道的护城河的能力。我们再次强调我们的观点，公司自建的扁平、强大、高响应，控制力强的渠道相当于 1，目前进入了向后面叠加 0 的过程。

华东、华北地区优势增强，华南、西部地区发展尤为突出：2018 年上半年，华东地区收入 9.84 亿元，同比增长 19.34%，占总营业收入 52.15%，同比增长 0.41 个百分点，华北地区收入 3.91 亿元，同比增长 19.77%，占总营业收入 20.72%，同比增长 0.24 个百分点，在华东、华北地区基数较大且房地产调控的大环境下依然达到了将近 20% 的增速，说明公司在华东、华北的地区优势在进一步深化，是公司“同心圆”和“零售、工程双轮驱动”策略的成功体现。今年上半年，公司在华南和西部地区的发展尤为突出，华南地区收入 7218.4 万，同比增长 50.82%，西部地区收入 1.91 亿元，同比增长 26.99%，主要是由于基数较小，但同时也是公司较强的异地扩张能力的体现，面对强有力的竞争对手仍然取得优异的成绩，华南、西部地区收入的大幅增长归功于零售业务的发展，特别是华南地区，在扣除工程业务增长后，零售业务依然贡献了 30% 左右的增速。

公司产品定位高端，依托强大的营销渠道以及“大责任”的“星管家”服务体系，在 PPR 零售领域多年保持高毛利率水平以及较高的增长速度，华东、华北等优势区域不断深耕，提高客单价、下沉渠道，保持稳定增长；华中华南等区域面对强有力的竞争对手实现突破。**工程方面**，公司“零售、工程双轮驱动”，收入增长超过公司整体增速。精装房比例提升和地产集中度提升，利好龙头企业。并与多家地产、自来水、燃气公司保持着长期良好的合作关系。**新业务方面**，公司燃气管件 17 年上半年通过 G5+ 认证，叠加煤改气、支线管道建设等市场需求提升，预计未来 3-5 年有望高速增长。**防水和净水业务**发展依托公司强大的营销渠道和服务体系，共享公司追求生活品质的目标客户群体，经过试点反应良好，预计 18 年有望放量。看好公司家装隐蔽工程领域“同心圆多元化”战略。看好公司未来发展。预计 2018-2019 年实现收入 46.55 和 55.65 亿元，同比增长分别为 19.3% 和 19.5%，实现净利润 9.92 和 11.88 亿元，同比增长分别为 20.8% 和 19.8%。对应 EPS 0.98 和 1.18 元。

表 5：塑料管道行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
2128.hk	中国联塑	104.59	16.39%	104119.40	7.22%	26.04%	-1.37	9.61%	-0.96
002641.sz	永高股份	23.19	18.24%	8308.20	31.52%	23.85%	1.66	3.58%	0.36

002372.sz	伟星新材	18.87	18.39%	38599.48	23.61%	46.06%	1.09	20.48%	0.89
002694.sz	顾地科技	8.10	2.76%	1750.62	178.93%	17.75%	-5.59	1.54%	1.16
300599.sz	雄塑科技	8.43	36.36%	9176.62	110.54%	22.40%	2.55	10.89%	3.84
603856.sh	东宏股份	7.50	24.44%	7965.21	6.32%	23.23%	-1.32	10.62%	-1.75
300198.sz	纳川股份	6.16	16.45%	2521.33	-6.86%	21.46%	-0.02	4.53%	-0.42
	合计	176.84	17.22%	172440.85	15.09%	27.11%	-0.71	9.75%	-0.18

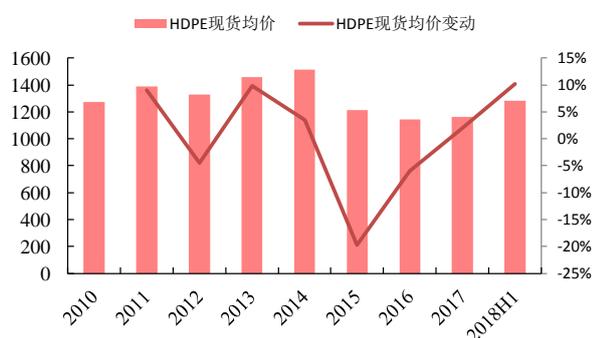
资料来源: 国家统计局, wind, 中信建投证券研发部

表 6: PCCP 行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
603616.SH	韩建河山	3.45	47.85%	386.15	113.44%	19.13%	-2.72	2.25%	14.17
002205.SZ	国统股份	2.62	-5.95%	-521.51	-11.19%	21.20%	5.70	-1.53%	0.98
002457.SZ	青龙管业	4.19	17.75%	623.79	114.57%	29.61%	-0.30	1.39%	13.96
002671.SZ	龙泉股份	4.27	88.76%	790.04	120.15%	36.73%	10.94	1.40%	19.32
	合计	14.54	32.07%	1278.47	-111.07%	27.92%	3.56	0.88%	11.37

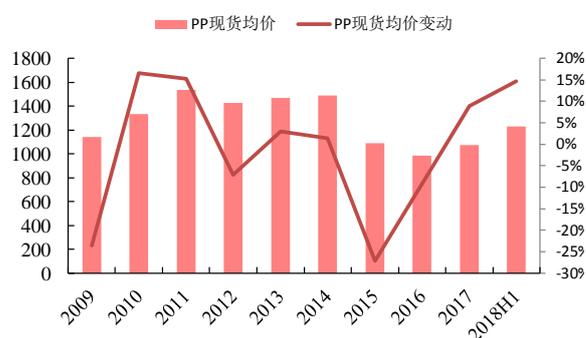
资料来源: 国家统计局, wind, 中信建投证券研发部

图 15: HDPE 历史均价变动单位 单位: 美元/吨



资料来源: wind, 中信建投证券研发部

图 16: PP 历史均价变动 单位: 美元/吨



资料来源: 国家统计局, wind, 中信建投证券研发部

玻纤行业：强者恒强，关注人民币贬值和贸易战影响

2018 年上半年，由于汽车轻量化、电子电器、节能环保、基础设施等行业的复合材料需求持续增长，全球玻璃纤维市场需求稳定发展。玻纤行业竞争格局较好，目前全球玻璃纤维市场已形成寡头垄断格局，全球产能 75% 被巨石、重庆国际、泰山玻纤、OC、NEG 和 JohnsManville 等六家控制，海外企业高端市占率较高，但成本劣势明显，近年也没有产能的继续扩张。行业存在较高的技术、资金及政策壁垒，行业龙头企业优势较大。环保倒逼国内小企业退出，竞争更加有序，集中度进一步提升。

从玻纤行业上市公司的情况来看，2018 年上半年共完成营业收入 117.85 亿元，收入同比增加 16.36%；实现归母净利 18.40 亿元，同比增加 19.97%；销售毛利率 35.43%，同比减少 0.34 个百分点；销售净利率 15.61%，同比提升 0.47 个百分点。玻纤行业在 2018 年第一季度依旧维持较高的景气度。期间费用率 15.99%，同比下降 1.09 个百分点。其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.24 个百分点、0.14 个百分点和 0.71 个

百分点。

中材科技

公司 2018 年上半年收入为约 47.46 亿元，同比增长 5.97%；归母净利润约 3.84 亿元，同比增长 2.91%；公司综合毛利率 28.33%，同比略微下降 0.6 个百分点；净利率 8.75%，同比略微下降 0.08 个百分点。

风电叶片领域：公司目前具备年产 4,000 套兆瓦级风电叶片的生产能力，2018 年上半年公司合计销售风电叶片 1338MW（2MW 及以上产品接近 90%），实现收入 8.36 亿元，同比下降 21.87%，毛利润 9338.17 万元，同比下降 0.6 个百分点。2018 年上半年，国内风电市场总体保持平稳，全年风电新增装机预计稳中有升；海上风电将迎来加速发展期，到 2020 年底，全国海上风电累计并网装机容量力争达到 5GW，开工建设容量达到 10GW，公司将全面拓展海上、海外市场。

玻纤方面：目前年产能约 80 万吨，公司 2018 年上半年玻纤销量为 40 万吨，同比增长 17.65%，为全国第二、全球前五的玻纤制造企业；公司玻纤产品中高端产品占比不断提升，生产规模、盈利能力不断提升，2018 年上半年实现营业收入 27.6 亿元，同比增长 15.41%，实现毛利 9.82 亿元，毛利率 35.62%，同比增长 0.23 个百分点，净利润达 3.95 亿元。吨单价、吨成本、和吨毛利约 6895.7 元、4439.78 元和 2455.92 元，分别降低 1.9%、2.25%、1.28%。新线建设方面，满庄新区基地两条生产线投产后，公司先进产能占比达到 70%，泰山玻纤的玻纤实际生产能力超过 80 万吨/年；公司湿法毡生产技术改造完成进入调试阶段，耐碱网格布进入试生产阶段，D450、D900 等超细纱实现批量化生产。公司投资的年产 50000 吨电子细纱生产线产品在生产装备、工艺技术及自动控制技术等方面均有创新，填补了国内高端细纱产品的空白。此外公司国深入调研东南亚投资建厂可行性及市场需求，持续推进境外建厂相关工作。

锂膜产业方面：公司 2018 年上半年锂电池隔膜营业收入为 1106.47 万元，同比减少 16.77%；目前，两条年产 6,000 万平米生产线产品性能及工厂通过了两家战略客户的测试、认证，获得了量产订单；一条生产线已经进入试生产调试阶段；另一条生产线正在进行设备安装。四条生产线即将全部投产，为公司带来新的利润增长点。

AGM 隔板产业方面：公司联合中国中材国际工程股份有限公司，在越南同奈共同投资 1252.74 万美元建设“年产 4,800 吨隔板生产基地建设项目”，扩大 AGM 隔板海外市场份额。

其他领域：气瓶：2018 年上半年公司高压气瓶、先进复合材料、高温过滤材料、技术与装备业务收入分别同比增长 9.09%、1.01%、-0.55%、13.90%。

长海股份：

公司公布 2018 年中报，公司实现营业收入 9.87 亿元，同比增长 6.61%；归属于母公司的净利润为 1.08 亿元，同比增长 2.89%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润 9586 万元，同比增长 7.20%。基本每股收益 0.26 元。

收入利润同比增长，毛利率小幅下滑：公司实现营业收入 9.87 亿元，同比增长 6.61%，毛利率 25.66%，同比下降 1.35 个百分点，其中二季度毛利率 24.49%，同比下降 0.83 个百分点，环比下降 2.57 个百分点。其中玻璃纤维及制品收入 5.92 亿元，占比 60%，收入同比增长 6.32%，毛利率 32.47%，同比下降 2.22 个百分点，毛利

率下滑的主要原因是去年上半年产线并未冷修，而今年上半年冷修点火后产能爬坡等仍未达到最佳状态；化工制品收入 3.52 亿元，占比 36%，收入同比增长 12.3%，毛利率 14.8%，同比增长 1.36 个百分点，毛利率上升有两方面因素，一方面技改完成后机械化程度提高，生产效率提升，一方面今年上半年相关化工原材料价格相对稳定；玻璃钢制品收入 4231 万元，占比 4%，收入同比降低 17.71%，毛利率 20.59%，同比提高 0.52 个百分点。

技改完成，市占率有望提升，成本将明显下降：今年上半年公司募投项目陆续投产，其中“4 万吨/年树脂技改”于 1 月份完工。有助于提高公司树脂生产的自动化水平和工艺技术。3 万吨池窑技改项目于 3 月 31 日顺利点火投产，由于成型效率更高，单台产能更高，新池窑的成本较低。7 万吨 E-CH 玻纤扩产技改项目也基本扩建完成。7,200 吨连续纤维增强热塑性复合材料生产线是公司区别于现有热固型玻纤制品的新产品，预计今年 8 月 31 日达到预定可使用状态。公司在玻纤纱、制品、树脂等环节的技改都稳步推进或已经完成，为业绩拐点打下基础。报告期末公司固定资产 13.99 亿元，增加 3.41 亿元。

公司受益人民币贬值，汇兑收益增加：公司期间费用率 13.37%，同比下降 0.27 个百分点，其中销售费用率 5.14%，同比上升 0.06 个百分点，管理费用率 8.32%，同比上升 1.02 个百分点，财务费用率-0.09%，同比下降 1.36 个百分点。财务费用率显著下降，主要是由于美元升值带来的汇兑收益。截至报告期末，公司共有美元余额 4835 万元，中报折算汇率为 6.62。按目前的美元余额，人民币每变动 1000 个基点，影响公司财务费用 480 万元左右。

大手笔回购体现管理层信心：2018 年 2 月 23 日公司公告拟以不超过人民币 1 亿元，且不低于人民币 5,000 万元的自有资金回购公司股票，用作公司股权激励或者员工持股计划。截至 2018 年 7 月 6 日，公司累计回购股份数量 931 万股，占公司总股本的 2.19%，最高成交价为 11.96 元/股，最低成交价为 9.75 元/股，支付总金额为 1.00 亿元。基于对公司未来发展的信心，公司于 2018 年 7 月 9 日通过了议案，拟进一步以不超过人民币 1.5 亿元，且不低于 5,000 万元的自有资金回购公司股份，用于实施股权激励计划或员工持股计划。回购价格不超过人民币 16 元/股。截至 2018 年 8 月 7 日，公司累计回购股份数量 130,000 股，占公司总股本的 0.03%，最高成交价为 10.30 元/股，最低成交价为 10.25 元/股，支付的总金额 1,336,167.18 元。公司大手笔回购体现了管理层对公司未来发展的信心。

公司是玻纤制品企业中的龙头，自 2008 年上市以来至 2017 年的 10 年，公司营业收入复合增长率为 24.04%；归母净利复合增长率为 24.48%，体现出良好的成长性。2017 年业绩出现波动的主要原因是技改、原材料成本上升和汇兑损益等。2018 年，公司玻纤纱池窑技改完成，产量提升 30%以上，成本大幅降低，玻纤制品保持 10-15% 的稳健增长，树脂生产线技改完成后自动化程度提高，生产效率提升。人民币贬值预期下，汇兑损益将大幅转正，公司业绩拐点明确。预计 2018-2019 实现收入 24.55 亿元和 29.99 亿元，同比增长分别为 21.1%和 22.1%，实现净利润 2.85 亿元和 3.70 亿元，同比增长分别为 40.9%和 29.9%。对应 EPS0.67 元和 0.87 元。

表 7：玻纤行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
600176.SH	中国巨石	50.18	23.06%	126707.08	25.91%	45.58%	-0.69	25.35%	0.51
300196.SZ	长海股份	9.87	6.61%	10796.01	2.89%	25.66%	-1.03	10.87%	-0.68
002080.SZ	中材科技	47.46	5.97%	38439.36	2.91%	28.33%	-0.60	8.75%	-0.07
002201.SZ	九鼎新材	4.81	12.28%	519.08	17.02%	23.39%	-0.73	1.08%	0.06
603601.SH	再升科技	5.52	154.80%	7554.86	69.17%	32.18%	-9.13	13.61%	-6.78

合计	117.85	16.36%	184016.38	19.97%	35.43%	-0.34	15.61%	0.47
----	--------	--------	-----------	--------	--------	-------	--------	------

资料来源: wind, 中信建投证券研发部

防水材料行业：成本虽得到控制，但毛利率仍小幅下滑

防水行业目前上市公司三家，2018年上半年共完成营业收入71.08亿元，收入同比上升32.89%；实现归母净利润7.73亿元，同比上升24.58%；综合销售毛利率36.44%，同比减少3.57个百分点，销售净利率10.88%，同比下降0.73个百分点。期间费用率22.84%，同比下降2.36个百分点，其中销售费用率和管理费用率分别减少了0.74和1.82个百分点，财务费用率增加了0.2个百分点。

东方雨虹、科顺股份和凯伦股份三家公司2018年上半年都实现了收入的高速增长，但从成本端来看，防水材料行业生产所需的原材料主要包括沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，2018年上半年各类原材料价格均出现了不同幅度的上涨。其中沥青价格2018年上半年延续了2017年大涨的趋势，截至2018年6月，沥青出厂价较2016年年初均价涨幅一度达到80%，此后沥青价格进一步上涨，不断蚕食企业利润空间。但相对而言，经历了2017年原材料的大涨，三家公司一方面利用自身规模优势、渠道优势等提高对供应商议价能力，降低采购成本，一方面通过工艺优化、设备升级、产品配方研发等手段控制生产成本，此外通过产品涨价，一部分原材料上涨带来的压力也被部分转移到了下游用户。雨虹和科顺下滑幅度较大，分别下滑3.5和4.42个百分点，而凯伦股份较去年同期毛利率略微上升，增加了0.13个百分点。

东方雨虹：

公司是防水行业绝对龙头，2018年上半年实现营业收入52.13亿元，在高基数基础上达到30.21%的增长，归母净利润为6.18亿元，同比增长达到了25.26%。扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润5.28亿元，同比增长12.33%。基本每股收益0.41元。公司预计2018年1-9月归母净利润同比增长20%-40%，约10.4-12.2亿元。

收入保持高速增长：2018年上半年，公司营业收入56.13亿元，同比增长30.21%。主营业务中，防水卷材、防水涂料占比进一步扩大，分别占52.32%，30.48%。其中防水卷材收入29.37亿元，占比52.32%，收入同比增长34.31%；防水涂料收入17.11亿元，占比30.48%，收入同比增长43.15%。防水施工收入6.87亿元，同比增长4.38%。海外业务拓展顺利超出预期，境外地区营业收入6264.8万元，增速141.34%。公司采用“直销+渠道”的销售方式，针对核心市场区、大型工程及房地产类客户实行直销，核心城市市场外实行经销，大众消费群体、家装市场实行零售渠道多位一体战略，有效提升销售网络效率、提高市场渗透率。公司产能持续扩大，报告期内，安徽芜湖“新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期）”、青岛“年产2400万平方米防水卷材、4万吨防水涂料、20万吨砂浆及1000万平方米TPO项目”相继投产，营收增速有望进一步提升。

原材料价格上涨导致毛利率下滑：2018年上半年公司综合毛利率36.91%，同比下降3.50pct，其中第二季度综合毛利率37.41%，同比下降3.08pct，环比增加1.47pct。其中公司防水卷材、防水涂料、工程施工毛利率分别为39.01%，40.13%，28.78%，同比分别下降3.16pct，6.51pct和4.00pct。公司毛利率下降的主要原因是主要原材料成本的上升，以及向下游传导的滞后。2017年上半年沥青均价在2000元/吨左右，而2018年上半年沥青均价上浮幅度在50%左右。

应收账款有所改善，应付账款增加，资金使用效率提高：报告期末公司应收账款51.73亿元，同比增长32%，

增速与同期营收增速基本持平，公司加强应收账款的管理，降低对应收账款的容忍度。同时，公司应付账款 13.60 亿元，同比增长 71.52%，显著高于营业成本增速，随着公司规模扩大，采购方面的规模效应显现，对供应方的议价能力更强。同时，随着资金成本的提高，公司也在提高资金的使用效率。

大股东回购体现公司信心：公司拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购部分公司股份，用于后期实施员工持股计划。回购总金额不低于 3 亿元，不超过 10 亿元，回购价格不超过 22 元/股，在 12 个月内完成。公司于 8 月 14 日回购 10.96 万股，占总股本的 0.074%，最高成交价 16.16 元/股，最低成交价 15.93 元/股，成交总金额为 1784 万元。公司大手笔回购体现对公司价值的信心。

公司为防水材料的绝对龙头，管理和执行力强，在行业集中度提升的背景下看好其未来成长性。公司以防水为主，同时大力发展无纺布、节能保温、砂浆、涂料、民用等方面的业务，从系统防水的服务商向多功能的建材服务商过度，进一步打开未来增长空间。预计 2018-2019 年实现收入 90.32 亿元和 94.1 亿元，同比增长分别为 27.3%和 4.2%，实现净利润 10.66 亿元和 10.78 亿元，同比增长分别为 130.3%和 1.2%。对应 EPS 1.74 和 1.76 元。

科顺股份：

公司 2018 年上半年实现营业收入 12.49 亿元，同比增速达 44.69%。实现归母净利 1.29 亿元，同比增长 19.72%。

2018 年上半年，公司各类产品业务均实现了较快增长。公司销售防水卷材 8.53 亿元，同比增长 48.23%，占总收入比例 68.49%；销售防水涂料 2.53 亿元，同比增长 63.96%，占总收入比例 20.29%；防水施工收入 1.40 亿元，同比增长 9.27%，占比总收入比例 11.22%。防水卷材、防水涂料和防水施工毛利率分别为 37.43%、27.43% 和 27.68%，同比变动分别为-3.67、-1.89 和-13.66 个百分点。

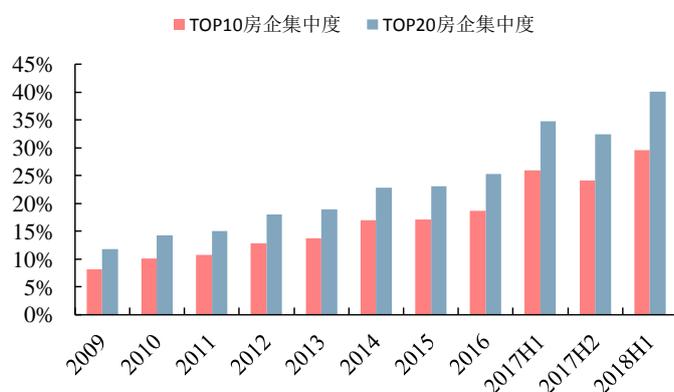
目前公司拥有三大防水品牌，对应建筑、家装、维修堵漏三个市场，采用“分公司直销+直销”的销售模式，在北京、上海、广州、深圳等地开设 13 家销售分公司，负责大型企业的战略合作、本地的市场开拓和重点项目支持，同时承接大型防水工程施工、堵漏维修业务。此外，公司在全国 30 个省份与近 600 家经销商建立了长期合作关系。

公司 2018 年借助上市的契机，大力开发战略客户，目前签订的有龙湖地产、中海地产等。此外公司与碧桂园、华夏幸福等知名房企已经确定了战略合作关系并成为其重要供应商；与中国建筑、中国中铁、中国铁建等大型建筑企业建立了长期合作关系；在高铁、地下管廊、机场、地铁等领域也拥有较多客户。

生产方面，公司目前拥有南通科顺、德州科顺、鞍山科顺等多个防水材料生产基地，湖北荆门、陕西渭南两个生产基地也处在建设之中，公司产能水平、销售规模、员工水平将不断扩张，产能不足的压力将得到缓解。

公司未来将深耕防水行业，努力提高市占率。同时也会考虑其他与公司主营业务相关联的配套产业，如防腐、保温、外墙漆等。

过去十年来，国内龙头房企集中度不断提高，尤其在政策严苛、市场环境有压力的年份，集中度提升更快，到 2018 年上半年 CR10=29.54%，CR20=40.09%。未来集中度提升的趋势也将延续。房地产集中度不断提升，利好具备品牌优势、规模优势、产品优势的防水龙头企业。中国房地产业协会等机构对发布的“2017 中国房地产开发企业 500 强首选建筑部品类品牌”中显示，各大房企对东方雨虹的首选率高达 32%，科顺股份为 20%。

图 17：房地产企业集中度不断提升


资料来源：克尔瑞，wind，中信建投证券研发部

表 8：2017 年地产 500 强防水材料企业首选率

排名	品牌名称	品牌首选率
1	东方雨虹	32%
2	科顺	20%
3	宏源	14%
4	卓宝	11%
5	蓝盾	5%
6	大禹	4%
7	德生	3%
8	禹王	3%
9	宇虹	2%
9	蜀羊	2%
10	凯伦	1%
10	大明	1%

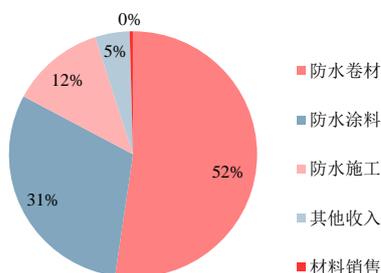
资料来源：房地产业协会，长江证券研究所

表 9：防水材料行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
002271.SZ	东方雨虹	56.13	30.21%	61841.48	25.26%	36.91%	-3.50	11.00%	-0.41
300737.SZ	科顺股份	12.49	44.69%	12947.73	19.72%	34.26%	-4.42	10.37%	-2.16
300715.SZ	凯伦股份	2.46	40.49%	2522.58	34.91%	36.67%	0.13	10.26%	-0.42
	合计	71.08	32.89%	77311.79	24.58%	36.44%	-3.57	10.88%	-0.73

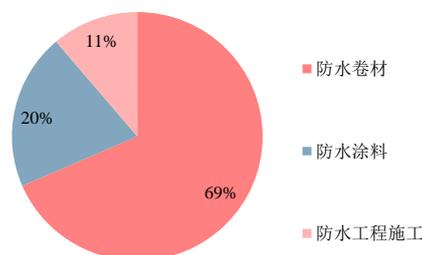
资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

图 18: 东方雨虹 2018H1 年收入构成



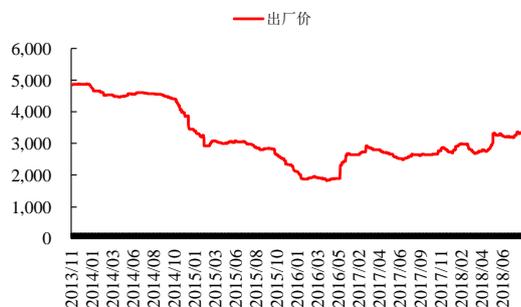
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

图 19: 科顺股份 2018H1 年收入构成



资料来源: 国家统计局, wind, 中信建投证券研发部

图 20: 沥青历史出厂价走势 单位: 元/吨



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研发部

人造金刚石: 期间费用率小幅上升, 研发投入力度加大

从人造金刚石行业上市公司整体情况看, 2018 年上半年共完成营业收入 27.17 亿元, 收入同比上升 24.21%; 实现归母净利 3.25 亿元, 同比上升 0.85%; 销售毛利率 31.93%, 同比下降 2.74 个百分点, 销售净利率 11.95%, 同比下降 2.77 个百分点。期间费用率 19.16%, 同比增加 2.13 个百分点, 其中销售费用率减少了 0.29 个百分点, 管理费用率和财务费用率分布增加了 1.73、0.69 个百分点。

我国基本主导着全球超硬材料市场, 人造金刚石销量全球占比 90% 以上, 立方氮化硼销量全球占比 70%, 但高端市场依然由英国的元素六公司 (Element Six)、山特维克设在美国的合锐公司 (Hyperion)、韩国的日进公司 (Iljin) 所主导, 单价往往是国内产品的 3 到 5 倍。

受公司负债增加、职员及中介薪酬增加、股权激励、拓展业务、研发投入增加等影响, 2018 年上半年黄河旋风和四方达的归母净利润较去年同期有所下降, 但研发支出等增加也表现出公司对科技创新和工艺研发的重视。豫金刚石则保持了 42.01% 的营业收入增长速度和 28.08% 的归母净利润增长速度。黄河旋风与豫金刚石都在积极布局消费级人造钻石领域。

表 10: 人造金刚石行业上市公司 2018 年上半年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
600172.SH	黄河旋风	1.76	17.95%	3447.87	-15.76%	47.96%	-1.10	19.62%	-7.88

300064.SZ	豫金刚石	8.10	42.01%	16736.52	77.38%	28.08%	2.20	20.61%	5.47
300179.SZ	四方达	17.32	17.94%	12299.22	-34.17%	32.11%	-4.52	7.02%	-5.69
	合计	27.17	24.21%	32483.62	0.85%	31.93%	-2.74	11.95%	-2.77

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

其他建材：盈利能力小幅提升，消费类建材仍是重点

建材相关其他公司 2018 年上半年共完成营业收入 401.26 亿元，同比上升 19.94%；实现归母净利润 24.48 亿元，同比上升 37.02%；综合销售毛利率 18.81%，同比增加了 0.8 个百分点，销售净利率 6.10%，同比下降 0.76 个百分点。

北新建材：

石膏板需求随着经济发展、人均收入提高、节能环保意识加强、消费习惯的改变以及人力的成本提高，仍有较大提升空间。从工装应用到家装应用、从吊顶向隔墙的推广，以及公共和家庭的翻新和二次装修都将推动石膏板市场需求进一步增加。与美国石膏板巨头 USG 相比，公司净资产与其相仿，总资产是其 65%左右，收入是其 53%左右。

公司目前石膏板产能 21.82 亿平米，2017 年销售石膏板 18.21 亿平米，产能利用率 83.46%。公司计划再新建 21 条生产线，其中北新建材 12 条，布局在乌鲁木齐、哈尔滨等地，泰山石膏 9 条，布局在菏泽、亳州等地，达产后公司石膏板总产能将达到 30 亿平方米左右，产能在现有基础上提升 37%。同时，结合国家“一带一路”战略，公司拟在坦桑尼亚设立石膏板合资企业，通过收购和新建形成 900 万平米/年的产能。

公司继续推进“六星标杆企业”计划，北新建材和泰山石膏共有 23 家企业实现了“投资 1 亿元、年税后净利润 5000 万元（或投资回报率 40%以上）”的业绩指标。公司通过不断的品牌建设、技术创新、降本提效，并将先进技术和管理经验输出海外，打造 360 度世界级工业标杆，成为具有全球竞争力的世界一流企业。

石膏板产品价格高位维持，成本有所上涨：2018H1 石膏板营收为 52.48 亿元，同比增长 30.77%，占营收比例为 87.6%。今年上半年受宏观经济环境、基建增长乏力等影响，石膏板销量仅实现小幅增长。今年上半年石膏板销量 8.6 亿平米，同比增长 1.5%，其中北新龙牌销量同比增长 7.5%，泰山销量同比增长 0.32%。价格方面：去年三季度，在护面纸等成本大幅提升的情况下，公司发挥其定价权优势对产品进行提价，虽然今年上半年价格有小幅回落，但价格中枢依旧维持高位，同比增加 28%左右。2018 年上半年公司总的毛利率为 36.2%，同比提高 5.1 个百分点，分季度看，2018Q2 毛利率为 36.6%，环比提高 1.1 个百分点。其中，石膏板毛利率为 38.1%，同比提高 6.1%。今年上半年北新龙牌石膏板的价格大概是在 7.8 元左右，同比增长 27%，泰山价格大概是 5.4 元左右，同比增长了 28%，今年上半年石膏板的毛利率 35%，龙牌石膏板毛利率大概是在 46%左右，泰山石膏板的毛利率大概是在 32%左右。成本端，上半年护面纸采购的价格是在 5500 元左右，同比增长 50%，泰山护面纸采购价格 5800 元，同比增长 34%。

产能扩张进展顺利，行业领先地位巩固：18H1 公司稳步推进国内石膏板产能布局，根据石膏板 30 亿平方米产能布局规划，新增产能龙牌有 12 条生产线，泰山有 4 条生产线，规模都在 3000 万平方米以上；同时公司加速行业整合，与山东万佳成立合资公司，进一步提升山东、安徽等区域市场话语权，增强公司综合竞争力，万家规划 1.9 亿平产能。18H1 公司石膏板产能达到 22.17 亿平米，向着中长期 30 亿平米的目标又迈进一步。

环保有助于提升公司市占率，护面纸价格仍有上涨可能：环保政策的趋严会使得部分落后产能退出，行业集中度进一步提升。另外环保趋严也使得护面纸产能受影响，同时美废不放开，护面纸价格还是会呈上升趋势，同时，公司也在积极寻找韩国、泰国等地废纸是否可以替代。公司护面纸目前 25 万吨产能能满足 30%的需要，其余还需外购。公司自产护面纸成本比外购低 600 元/吨左右。

公司是国内石膏板企业的绝对龙头，市占率 60%以上，石膏板需求受益消费升级、城镇化进程和新农村建设仍将保持增长，公司规划 30 亿产能布局，较当前产能有 37%提升空间。公司 2017 年提价并高位维持，体现公司在高市占率背景下的议价能力，盈利能力高，现金流充裕。预计公司 18-19 年实现销售收入 137.88 亿元和 158.42 亿元，同比增长 23.5%和 14.9%，实现净利润 30.87 亿元和 35.55 亿元，同比增长 31.7%和 15.2%，EPS1.83 元和 2.10 元。

兔宝宝：

装饰材料收入总体略有下降，重点市场、外围市场收入大幅增加，毛利率小幅上涨：分行业看，收入占比 75.88%的装饰材料在报告期内实现营收 14.46 亿元，同比下降 0.32%，营业成本 13.06 亿元，同比下降 0.56%。分产品来看，装饰板材收入 12.4 亿元，同比下降 5.72%，营业成本 11.34，同比下降 5.72%；其他装饰材料收入 1.53 亿元，同比增加 33.67%，主要是由于石膏板、封边条、装修五金等销售提升所致；品牌授权费 1.57 亿元，同比增加 63.96%，主要是由于公司为提高供货响应速度，允许经销商自主选择 A、B 类下单，更多经销商选择了订单流转时间短、相应速度快的 B 类，同时公司大力拓展重点和外围市场，这些区域 B 类下单较多。分地区来看，核心市场收入 9.09 亿元，同比下降 4.69%，主要是由于受房地产限购等政策影响，重点市场收入 3.11 亿元，同比上涨 21.39%，外围市场收入 2.26 亿元，同比增长 33.45%，主要是由于公司正努力拓展江浙沪皖鄂以外地区的业务。公司上半年综合毛利率为 19.56%，相比去年同期增加 2.59 个百分点；其中，装饰材料毛利率 9.7%，同比增加 0.23 个百分点，家具成品毛利率 18.62%，同比增加 0.59 个百分点，其他业务毛利率 95.78%，同比增加 0.22 个百分点。

板材和家居业务都有创新式推进：板材销售方面，核心和重点市场通过密集分销和渠道下沉、外围市场通过加快招商和渠道建设，来提高市占率和单店销量，同时，由于精装房占比提升以及装修过程中采用家装公司的占比提升，C 端销售增速放缓，公司推动经销商加快布局家装公司、定制家具企业等“小 B”端业务，同时公司加速开拓房地产公司、工装公司、大型定制家具等“大 B”端业务，以更好的适应下游的变化。同时公司加快推进“易装”服务，通过对板材的深加工增值服务，解决客户痛点。家居宅配业务方面，加快各团队人才队伍建设，成立“兔宝宝设计院”，加速布局渠道，同时建设自己的信息化工厂。公司将电商团队并入多赢互联网公司，充分发挥多赢的人才优势，推进兔宝宝的线上导流和 B2C 直销业务，旨在将“6.18”和“双 11”打造成兔宝宝客户的购物狂欢节，进一步提升品牌的线上影响力和销量。

公司在板材领域具有市场优势，核心区域渠道建设完善，重点和外围区域发展迅速，家居宅配业务快速推进。向“全屋定制解决方案综合服务商”转型，研发实木和实木复合产品走差异化发展道路：随着消费升级，装修成品化趋势加快，为满足一站式购物和高端消费者的需求，公司在原有地板、衣柜、木门基础上，导入橱柜、儿童家居等，进一步完善定制家居的产业链布局，并推进成品家居业务向实木复合和实木系列升级。全面导入“兔宝宝易装”业务体系，提供从家具板材供应到柜体定制、家具定制、乃至整屋定制的深度服务。预计公司 18-19 年营业收入 55.00 亿元和 75.66 亿元，同比增长 33.5%和 37.6%；实现净利润 4.75 亿元和 6.52 亿元，同比增长 30.3%和 37.1%。对应 EPS 分别为 0.55 和 0.76 元/股。

三棵树

三棵树发布 2018 年中期报告，公司 2018 年上半年实现营业收入 13.26 亿元，同比增长 31.59%；实现归母净利润 0.59 亿元，同比增长 46.27%；实现扣非后的归母净利润 0.40 亿元，同比增长 95.54%；若扣除上半年摊销的 1,623.39 万元股权激励费用，则扣非后的归母净利润达到 0.54 亿元，较去年同期增长 162.24%；基本每股收益 0.44 元，同比增长 41.94%。公司在净利润、基本每股收益等多项指标均实现同期新高，业绩表现可圈可点。

产品整体提价，成本稳中有降，毛利率得以改善：2018 年上半年公司产品和原材料价格均呈现有利变动，毛利率因此改善。除工程墙面漆由于商业地产占比上升略微削弱了公司议价能力，三棵树的各项主要产品平均单价全部上升，家装墙面漆同比提价 8.02%，营收 3.42 亿元，统一口径后同比增长 17.12%；木器漆价格提升幅度最大，家装和工业产品价格分别同比上涨 12.92%和 23.48%，营收 0.61 亿元和 0.45 亿元；胶黏剂、基材与辅材价格也分别小幅提升 6.68%和 5.67%，实现收入 0.69 亿元和 1.09 亿元。同时，在近两年原材料成本大幅提高后，2018 年上半年各类原材料采购价格基本稳定，部分主要原材料价格下降，有效缓解公司的成本压力。其中核心原材料乳液价格同比下降 4.29%，钛白粉价格同比微升 2.29%维持稳定。在产品整体提价和成本稳中有降的基础上，公司毛利率扭转了近几年持续滑坡的趋势，回升至 41.06%，同比提高了 0.79 个百分点。

墙面涂料业务核心地位持续稳固，工程零售双增长：公司主营产品类别清晰且长期稳定，主要包括墙面涂料、木器涂料和胶黏剂（粘胶剂）。但是近年来木器涂料和胶黏剂的产量和营收均处于停滞和萎缩状态，墙面涂料业务的核心地位持续稳固。在原口径统计前提下，2018 年上半年墙面涂料营收占比达到 83.28%的新高位，而木器涂料营收同比下降 16.81%，主营占比仅为 8.14%；胶黏剂主营占比 5.30%，基本同期持平。这主要是由于以墙面涂料为代表的建筑涂料市场需求增速远高于木器涂料，迫使公司业务重心持续聚焦。2018 年 1-6 月，墙面涂料的工程端和零售端的同步增长是业绩表现优异的重要原因。根据我们的测算，在去除统计口径差异后，工程墙面漆销售重量同比增加约为 44%，收入同比增长达 41.5%，毛利率约为 39%；而零售端家装墙面漆销售重量增速约为 12%，收入同比增长 21.2%左右，毛利率超过 50%。二者的价格、销量同时增加，毛利率也都有小幅提升，实现双增长。

“马上住”服务和“O2O”体系快速推进，订单量爆发式增长：在传统产品销售模式以外，公司在报告期内积极推进“马上住”服务和“O2O”体系，构建工程涂装平台，促使公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变。2018 年上半年，公司新增“马上住”服务授权网点 221 家，成交单数由去年同期的 3,705 单快速增长至 17,794 单，其中 7 月份高达 7,000 单，呈爆发式拐点。我们估计，2018 全年“马上住”服务订单量应能达到 4 万单左右，客单价也将由去年的 12,000 元/单小幅提升。目前，“马上住”的订单增长集中于三四线城市，与公司销售渠道布局基本吻合。随着未来公司业务逐渐切入一二线城市，该服务模式也会迎来更充分的发展空间，或将成为公司的重要增长点之一。

加速产能扩张，整合国内涂料行业的分散格局：2017 年至今，公司分别于安徽省、河北省、福建省、四川省（三期项目）新建生产基地，目前安徽和四川的产能已经在建，今年年底会有新的产能投放，河北尚未开工，福建莆田的高新材料综合产业园项目刚刚于 5 月份通过初步议案。2018 年下半年公司将进一步推进安徽明光、河北博野与莆田秀屿生产基地的建设，完善供应链在全国的布局。与此同时，我国涂料行业目前仍然处于高度分散的状态，前十大品牌的市场占有率尚不足 30%，这与美国 70%-80%的比例相差甚远。近年来随着涂料行业的成本持续上升、产销量增速放缓、环保力度加码，大量的小型涂料生产企业将被逐渐淘汰。2018 年上半年公司毛利率高达 41.06%，但是净利率仅 4.46%，原因正是公司为整合格局所投入的三费水平较高。我们相信，伴随着未来公司新建产能陆续释放、行业整合持续深入，三棵树将由国内涂料巨头向龙头迈进。

公司深耕涂料领域，已经形成以墙面涂料为产品核心，工程、零售有机结合的主营业务模式，2018年上半年受益于产品价格和原材料成本，实现整体业绩的量价齐升；与此同时，公司又注重完整产业链和服务能力的构建，“马上住”服务业已初见成果，将迎来爆发式增长；未来公司的新增产能不断，整合布局深化，龙头地位可期。预计公司18-19年实现销售收入34.97亿元和45.88亿元，同比增长32.8%和31.9%，实现净利润2.62亿元和3.58亿元，同比增长49.2%和36.3%，EPS2.57元和3.5元。

表 11：其他建材上市公司 2017 年收入及盈利情况对比

证券代码	证券简称	营业收入(亿元)		归母净利润(万元)		毛利率		净利率	
		2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动(百分点)	2018H1	变动(百分点)
002302.SZ	西部建设	81.67	31.04%	7939.95	532.44%	8.24%	1.04	1.21%	1.38
002082.SZ	万邦德	64.36	9.67%	3446.20	15.92%	3.22%	1.86	0.71%	0.18
000786.SZ	北新建材	59.88	31.27%	129864.34	90.33%	36.16%	5.05	21.77%	6.71
002043.SZ	兔宝宝	19.05	4.41%	19016.14	20.39%	19.56%	2.59	9.96%	1.35
002791.SZ	坚朗五金	15.83	15.39%	3144.73	-69.08%	37.98%	-1.72	1.84%	-5.81
000619.SZ	海螺型材	14.14	-2.93%	265.57	13.79%	11.58%	1.15	0.21%	-0.06
300117.SZ	嘉寓股份	18.68	58.64%	5603.23	171.83%	13.05%	-4.16	3.15%	1.32
002918.SZ	蒙娜丽莎	14.10	13.71%	13330.95	9.41%	34.90%	-0.88	9.46%	-0.37
603737.SH	三棵树	13.26	31.59%	5905.66	46.27%	41.06%	0.79	4.46%	0.45
002652.SZ	扬子新材	13.85	14.51%	3706.92	-25.54%	14.46%	-3.65	4.64%	-2.16
002084.SZ	海鸥住工	10.47	7.31%	4023.24	1.36%	19.40%	-1.74	3.95%	-0.36
002398.SZ	建研集团	11.54	40.64%	11695.04	49.10%	25.74%	0.65	10.43%	0.78
002742.SZ	三圣股份	12.57	58.90%	7071.73	-44.41%	22.61%	-2.04	6.98%	-9.56
002323.SZ	雅百特	2.48	-60.32%	616.31	-94.71%	24.34%	-9.52	2.52%	-16.17
603937.SH	丽岛新材	5.94	8.85%	5072.97	20.74%	15.67%	-0.39	8.53%	0.84
600321.SH	*ST 正源	8.72	150.64%	957.66	245.61%	8.28%	-0.64	1.11%	2.72
300374.SZ	恒通科技	3.09	-39.75%	2570.08	-8.92%	32.28%	15.19	8.26%	2.65
002333.SZ	罗普斯金	5.02	3.48%	-4395.28	-733.55%	6.59%	-2.29	-9.24%	-8.16
603725.SH	天安新材	4.77	13.10%	3078.38	18.30%	21.98%	1.20	6.45%	0.28
002785.SZ	万里石	3.97	-5.63%	973.87	-8.37%	18.42%	-2.56	2.44%	-0.72
002162.SZ	悦心健康	4.23	4.73%	835.97	-31.77%	34.93%	-0.88	1.83%	-1.06
002718.SZ	友邦吊顶	3.56	24.04%	5286.27	-18.53%	37.77%	-10.64	14.45%	-7.80
603038.SH	华立股份	3.26	12.86%	3660.68	-10.17%	27.13%	-3.34	11.22%	-2.90
002795.SZ	永和智控	3.24	25.08%	3190.17	5.85%	25.99%	-2.06	9.84%	-1.79
300344.SZ	太空智造	2.44	49.73%	3243.35	370.20%	33.48%	-5.11	14.56%	18.83
300234.SZ	开尔新材	0.97	-26.69%	69.29	12.45%	24.69%	-10.89	-0.69%	-0.89
600145.SH	*ST 新亿	0.16	-36.95%	4669.12	1046.67	9.65%	9.50	296.28%	279.99
					%				
	合计	401.26	19.94%	244842.55	37.02%	18.81%	0.80	6.10%	0.76

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

投资评价和建议

请参阅最后一页的重要声明

在环保加码、行业集中度提升的背景下，推荐重点还是行业的龙头，重点推荐关注标的旗滨集团、北新建材、伟星新材、三棵树、东方雨虹等。

旗滨集团：看好玻璃行业在供给侧改革、冷修高峰期和环保加码等背景下的供需紧平衡状态，对 18 年玻璃价格保持乐观。旗滨集团作为浮法龙头，地域布局合理，覆盖我国经济发展较为发达的地区，存量方面不断改进工艺、调整配方、提升良品率、提升玻璃品质、降低各项费用率、改善资产负债表；增量方面海外市场拓展、节能玻璃、电子玻璃等玻璃深加工高附加值领域不断拓展；预计 2018-2019 年实现收入 84.87 和 95.14 亿元，同比增长分别为 11.9%和 12.1%，实现净利润 14.1 和 16.02 亿元，同比增长分别为 23.4%和 13.6%。对应 EPS 0.52 和 0.59 元。

北新建材：公司是国内石膏板企业的绝对龙头，市占率 60%以上，石膏板需求受益消费升级、城镇化进程和新农村建设仍将保持增长，公司规划 30 亿产能布局，较当前产能有 37%提升空间。公司 2017 年提价并高位维持，体现公司在高市占率背景下的议价能力，盈利能力高，现金流充裕。预计公司 18-19 年实现销售收入 137.88 亿元和 158.42 亿元，同比增长 23.5%和 14.9%，实现净利润 30.87 亿元和 35.55 亿元，同比增长 31.7%和 15.2%，EPS1.83 元和 2.10 元。

伟星新材：公司产品定位高端，依托强大的营销渠道以及“大责任”的“星管家”服务体系，在 PPR 零售领域多年保持高毛利率水平以及较高的增长速度，华东、华北等优势区域不断深耕，提高客单价、下沉渠道，保持稳定增长；华中华南等区域面对强有力的竞争对手实现突破。**工程方面**，公司“零售、工程双轮驱动”，收入增长超过公司整体增速。精装房比例提升和地产集中度提升，利好龙头企业。并与多家地产、自来水、燃气公司保持着长期良好的合作关系。**新业务方面**，公司燃气管件 17 年上半年通过 G5+认证，叠加煤改气、支线管道建设等市场需求提升，预计未来 3-5 年有望高速增长。**防水和净水**业务发展依托公司强大的营销渠道和服务体系，共享公司追求生活品质的目标客户群体，经过试点反应良好，预计 18 年有望放量。看好公司家装隐蔽工程领域“同心圆多元化”战略。看好公司未来发展。预计 2018-2019 年实现收入 46.55 和 55.65 亿元，同比增长分别为 19.3%和 19.5%，实现净利润 9.92 和 11.88 亿元，同比增长分别为 20.8%和 19.8%。对应 EPS 0.98 和 1.18 元。

三棵树：公司深耕涂料领域，已经形成以墙面涂料为产品核心，工程、零售有机结合的主营业务模式，2018 年上半年受益于产品价格和原材料成本，实现整体业绩的量价齐升；与此同时，公司又注重完整产业链和服务能力的构建，“马上住”服务业已初见成果，将迎来爆发式增长；未来公司的新增产能不断，整合布局深化，龙头地位可期。预计公司 18-19 年实现销售收入 34.97 亿元和 45.88 亿元，同比增长 32.8%和 31.9%，实现净利润 2.62 亿元和 3.58 亿元，同比增长 49.2%和 36.3%，EPS2.57 元和 3.5 元。

东方雨虹：公司为防水材料的绝对龙头，管理和执行力强，在行业集中度提升的背景下看好其未来成长性。公司以防水为主，同时大力发展无纺布、节能保温、砂浆、涂料、民用等方面的业务，从系统防水的服务商向多功能的建材服务商过度，进一步打开未来增长空间。预计 2018-2019 年实现收入 90.32 亿元和 94.1 亿元，同比增长分别为 27.3%和 4.2%，实现净利润 10.66 亿元和 10.78 亿元，同比增长分别为 130.3%和 1.2%。对应 EPS 1.74 和 1.76 元。

风险提示

- 1、下游需求下滑超预期，原材料价格超预期带来的企业盈利能力下滑。
- 2、盈利能力改善后带来的扩产冲动，使得供给增加造成供大于求，价格下跌，造成企业盈利能力下滑。

单击此处输入文字。

分析师介绍

王慷：中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张 苗 苗 020-38381071

zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859