

# 净利保持高增长，行业景气有望延续

## ——建材行业中报点评和三季度展望

投资建议： 中性

上次建议： 中性

### 投资要点：

#### ► 净利保持高速增长，水泥玻璃业绩领跑

申万行业，上半年净利增长主要来自于钢铁、建材和化工等传统行业。根据我们统计的95家建材上市公司业绩，建材行业营收同比增长29.61%，净利同比增长80.32%；其中水泥板块二季度净利大幅增长121.59%，装饰建材和玻璃板块净利润同比增长49.26%和31.38%。受到景气持续，行业净利率和ROE再创新高；从估值端来看，行业利润释放消化整体估值水平，申万建材PE仅12.26倍，低于全A股整体估值。

#### ► 各板块业绩汇总及三季度展望

**水泥板块：**淡季不淡、景气上行。受益错峰生产和矿山整治政策，行业供给端收缩降低行业整体库存水平；下游需求持稳，水泥产量稳中向好，前8月水泥产量同比增长0.5%。考虑到行业供需格局持续向好，水泥价格有望维持高位，下半年水泥高景气可期。

**玻璃板块：**库存去化、价格回升。下游地产投资稳中向好，房地产新开工面积和施工面积持稳，考虑到土地购置快速增长推升开发商项目周转速度，玻璃需求具备支撑。行业供给收缩有望加强，潜在产线的关停有望推升行业景气；库存持续回落提升信心，四季度玻璃价格有望继续走强；

**玻纤板块：**价格持稳、景气延续。玻纤下游持续向好，行业盈利能力持续提升。二季度，受到原材料价格上涨，行业毛利率有所下滑；考虑到下游需求持续向好，行业新增产能对整体影响不大，玻纤价格有望平稳波动。

**装饰建材：**增速放缓、成长可期。作为地产后周期，装饰建材需求周期较房地产周期滞后9-12个月；受到地产增速下行影响，行业增速开始下滑。考虑到期间费用的下行，行业净利率大幅回升；基于龙头公司品牌、品质和经销商渠道的护城河构建有望提升龙头竞争力。

#### ► 资产负债表修复、看多龙头扩张潜力

行业高景气加速资产负债表修复进程，传统行业政策限制提升准入门槛，行业现金牛有望逐步显现；负债来源，银行和债券占比持续下行，供需格局改善提升经营性负债占比，水泥板块资产负债率下滑至43%；行业高景气提升存货周转率，在建工程保持较低水平。

#### ► 个股推荐：建议关注水泥、玻璃和玻纤板块

水泥、玻纤和玻璃板块净利率保持前列，行业供给端收缩预期下景气有望延续，下游需求稳中向好提升盈利水平。我们建议关注水泥板块海螺水泥(600585.SH)、华新水泥(600801.SH)、祁连山(600720.SH)；玻璃板块旗滨集团(601636.SH)、玻纤板块中国巨石(600176.SH)。

► **风险提示：**基建、地产投资、供给收缩不及预期；原材料价格上涨。

### 一年内行业相对大盘走势



孙会东 分析师

执业证书编号：S0590517080002

电话：0510-82832186

邮箱：sunhd@glsc.com.cn

### 相关报告

- 1、《水泥工业：百年激荡，谁主沉浮》  
《建筑材料》
- 2、《水泥三问三答：从价差探寻行业发展轨迹》  
《建筑材料》
- 3、《行业高景气延续，龙头确定性更强》  
《建筑材料》

## 正文目录

1.	净利保持高速增长，水泥玻璃业绩领跑	4
1.1.	周期净利增速继续领跑，建材行业表现不俗	4
1.2.	盈利中枢上行，行业估值持续回调	5
2.	各板块业绩汇总及三季度展望	6
2.1.	水泥板块：淡季不淡、景气上行	6
2.2.	玻璃板块：库存去化、价格回升	9
2.3.	玻纤板块：价格持稳、景气延续	11
2.4.	装饰建材：增速放缓、成长可期	13
3.	资产负债表修复，看多龙头扩张潜力	14
3.1.	资产负债率持续下行，水泥板块负债下滑明显	14
3.2.	存货周转率提升，在建工程维持平稳	15
4.	投资策略	16
4.1.	建议关注水泥、玻璃和玻纤板块	16
4.2.	个股精选	17
5.	风险提示	19

## 图表目录

图表 1:	申万 I 级行业上半年营收增速	4
图表 2:	申万 I 级行业上半年净利增速	4
图表 3:	建材行业利润表	5
图表 4:	建材行业净利率	5
图表 5:	建材行业 ROE	5
图表 6:	建材行业市盈率	6
图表 7:	建材行业市净率	6
图表 8:	全国水泥库容比 (%)	6
图表 9:	长江下游水泥库容比 (%)	6
图表 10:	全国固定资产投资增速	7
图表 11:	长江下游水泥库容比 (%)	7
图表 12:	全国房地产新开工面积累计同比增速 (%)	7
图表 13:	全国房地产施工面积累计同比增速 (%)	7
图表 14:	全国水泥产量累计同比增速 (%)	8
图表 15:	全国 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	8
图表 16:	华东地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)	8
图表 17:	水泥板块毛利率	9
图表 18:	水泥板块净利率	9
图表 19:	房地产销售面积增速	9
图表 20:	开发商土地购置增速	9
图表 21:	2018 年沙河地区产能关停明细	10
图表 22:	全国浮法玻璃库存走势	10
图表 23:	国内前 5 大浮法玻璃省份库存趋势	10
图表 24:	全国浮法玻璃均价 (元/吨)	11
图表 25:	国内重质纯碱平均价格走势 (元/吨)	11
图表 26:	玻璃板块毛利率	11
图表 27:	玻璃板块净利率	11
图表 28:	国内玻纤产量及同比	12

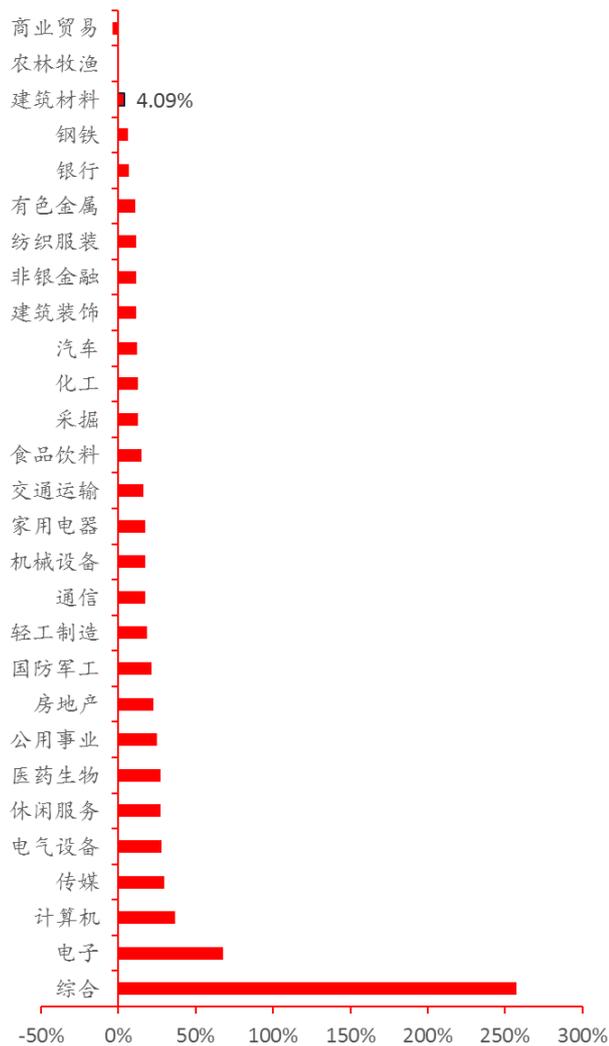
图表 29: 玻纤制品中热塑产品占比.....	12
图表 30: 无碱 2400 缠绕直接纱价格 (元/吨, 巨石) .....	12
图表 31: 玻纤及制品行业利润率.....	12
图表 32: 玻纤板块毛利率水平 .....	13
图表 33: 玻纤板块净利率水平 .....	13
图表 34: 装饰建材行业营收增速.....	13
图表 35: 装饰建材行业毛利率 .....	13
图表 36: 装饰建材板块三费情况.....	14
图表 37: 装饰建材板块净利率 .....	14
图表 38: 建材行业资产负债率 .....	14
图表 39: 建材行业资产负债主要来源 .....	14
图表 40: 水泥板块资产负债率 .....	15
图表 41: 玻璃板块资产负债率 .....	15
图表 42: 玻纤板块资产负债率 .....	15
图表 43: 装饰建材资产负债率 .....	15
图表 44: 建材行业存货周转率 .....	15
图表 45: 建材建工程和固定资产占总资产比例.....	15
图表 46: 水泥板块存货周转率 .....	16
图表 47: 玻璃板块存货周转率 .....	16
图表 48: 玻纤板块存货周转率 .....	16
图表 49: 装饰建材存货周转率 .....	16
图表 50: 建材行业上市公司三季度业绩预报 .....	17

## 1. 净利保持高速增长，水泥玻璃业绩领跑

### 1.1. 周期净利增速继续领跑，建材行业表现不俗

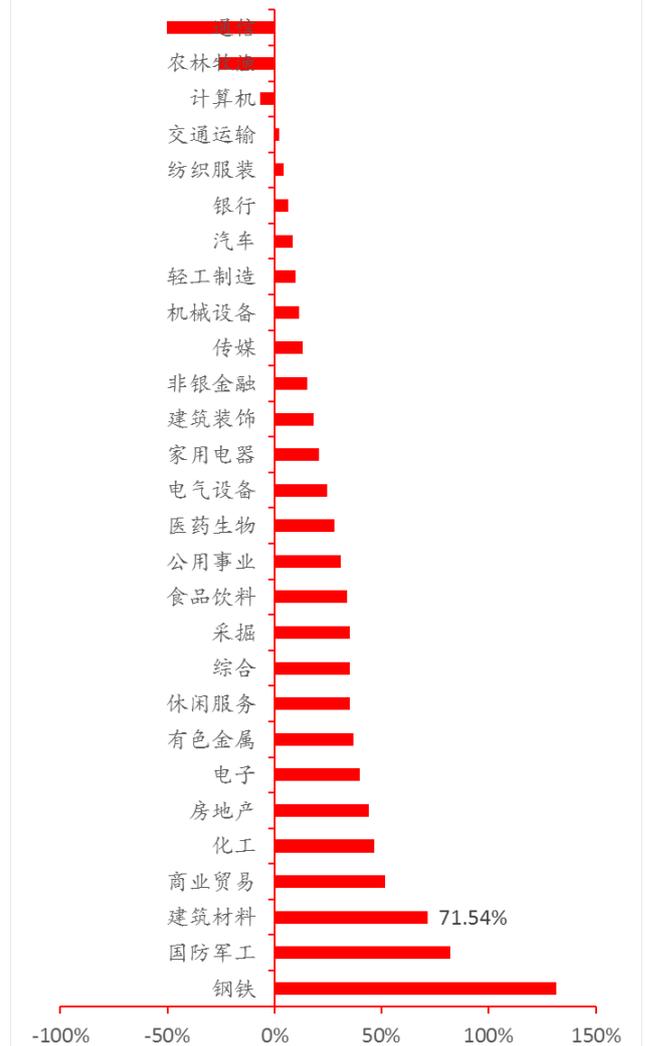
上半年，申万 I 级行业中电子、计算机和传媒等行业营收增速较大，传统周期如钢铁、化工、建筑和建材等板块增长较慢，建材行业上半年营收增长 4.09%；从净利润角度来看，上半年周期行业净利增长较快，钢铁、建材和化工行业净利增长分别为 131.7%、71.54%和 46.71%。

图表 1：申万 I 级行业上半年营收增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：申万 I 级行业上半年净利增速



来源：Wind，国联证券研究所

考虑到申万行业分类的差异性，我们以国联建材行业分类的 95 家建材行业上市公司为样本。上半年，样本企业营业收入合计 2164.9 亿元，同比增长 29.61%；营业成本 1460 亿元，同比增长 22.16%；净利润合计 314.54 亿元，同比增长 80.32%。分子行业来看，水泥板块和装饰建材板块上半年营收增速最快，分别同比增长 34.67%和 32.11%；净利润方面，上半年水泥行业净利同比增长 121.59%，继续领跑；装饰建材板块净利同比增长 49.26%，玻璃和新材料板块净利增长分别为 31.38%和 34.9%。

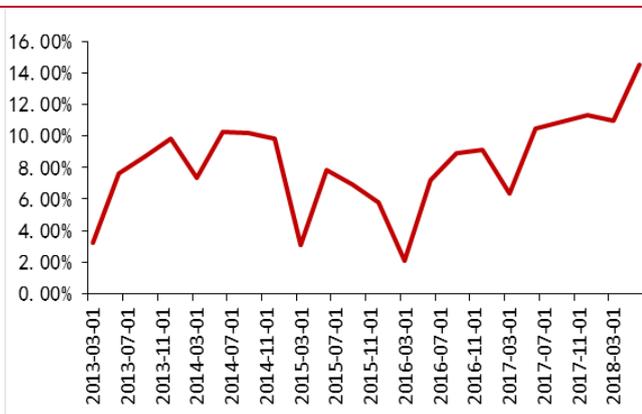
**图表 3：建材行业利润表**

单位：百万元	2016	2017	2016H1	2017H1	2018H1
<b>营业总收入</b>	<b>297115</b>	<b>397945</b>	<b>124901</b>	<b>167026</b>	<b>216490</b>
Yoy	16.46%	33.94%	6.67%	33.73%	29.61%
<b>营业总成本</b>	<b>270370</b>	<b>349828</b>	<b>115378</b>	<b>149117</b>	<b>180573</b>
<b>营业成本</b>	<b>210017</b>	<b>278117</b>	<b>90308</b>	<b>119513</b>	<b>145999</b>
Yoy	9.64%	32.43%	2.29%	32.34%	22.16%
营业税金及附加	<b>4049</b>	<b>5027</b>	<b>1019</b>	<b>2212</b>	<b>2902</b>
销售费用	<b>17715</b>	<b>21036</b>	<b>7700</b>	<b>9238</b>	<b>10737</b>
管理费用	<b>25436</b>	<b>29886</b>	<b>11317</b>	<b>12713</b>	<b>15253</b>
财务费用	<b>7817</b>	<b>9734</b>	<b>3918</b>	<b>4217</b>	<b>4220</b>
资产减值损失	<b>4166</b>	<b>4692</b>	<b>544</b>	<b>507</b>	<b>751</b>
投资净收益	<b>4426</b>	<b>4912</b>	<b>1018</b>	<b>3213</b>	<b>1982</b>
<b>营业利润</b>	<b>30627</b>	<b>56477</b>	<b>10039</b>	<b>21485</b>	<b>39184</b>
利润总额	34589	57113	11591	21910	39349
所得税	<b>8031</b>	<b>12627</b>	<b>2794</b>	<b>4769</b>	<b>8201</b>
<b>净利润</b>	<b>27070</b>	<b>45089</b>	<b>8972</b>	<b>17444</b>	<b>31454</b>
Yoy	83.61%	66.56%	-2.67%	94.42%	80.32%
<b>归属母公司股东的净利润</b>	<b>26165</b>	<b>42470</b>	<b>8825</b>	<b>16839</b>	<b>30014</b>
Yoy	66.91%	62.32%	-8.45%	90.81%	78.24%

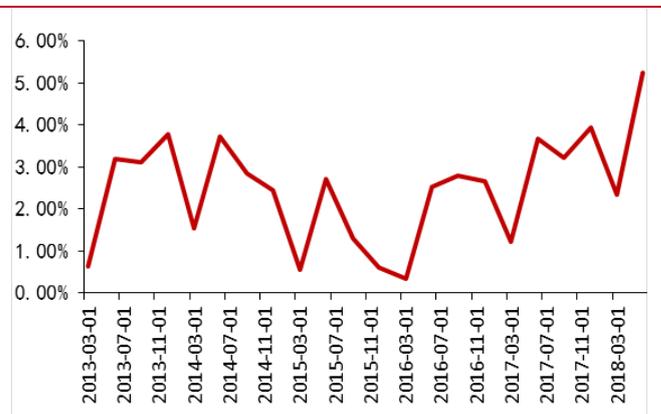
来源：Wind，国联证券研究所

## 1.2. 盈利中枢上行，行业估值持续回调

二季度，建材行业盈利能力再创新高；作为传统小旺季，建材行业二季度净利润率 16.95%，上半年净利润率累计 14.53%，再创近年来新高。从行业 ROE 角度来看，建材行业二季度净资产收益率达到 5.25%，同样创近年来新高。从具体子版块来看，水泥和玻璃二季度 ROE 分别为 6.9% 和 3.8%，表现较优。我们认为，受到建材行业供给侧改革影响，水泥和玻璃价格处于高位推升行业盈利能力；行业价格中枢维持高位波动，推升行业盈利中枢整体上行。

**图表 4：建材行业净利率**


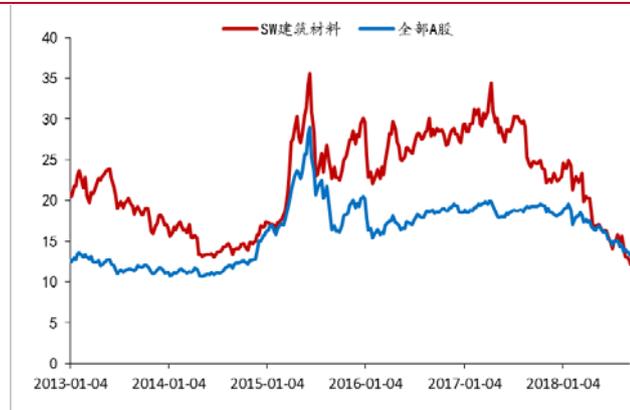
来源：Wind，国联证券研究所

**图表 5：建材行业 ROE**


来源：Wind，国联证券研究所

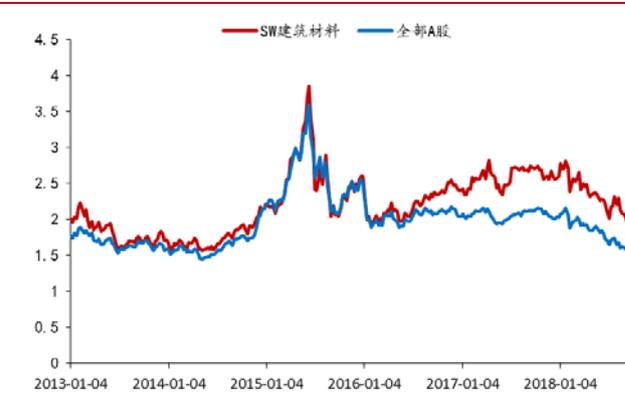
行业高景气下，行业利润释放消化整体估值水平。截止至 2018 年 9 月 10 日，申万建材行业市盈率 12.26，低于全部 A 股 13.30 的估值水平；单位资产盈利能力提升较大，行业市净率大幅跑赢全部 A 股。

图表 6: 建材行业市盈率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 建材行业市净率



来源: Wind, 国联证券研究所

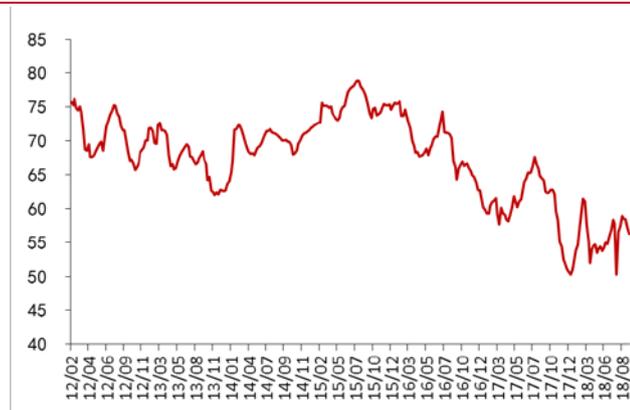
## 2. 各板块业绩汇总及三季度展望

### 2.1. 水泥板块: 淡季不淡、景气上行

- 供给端持续收缩，水泥库存维持低位

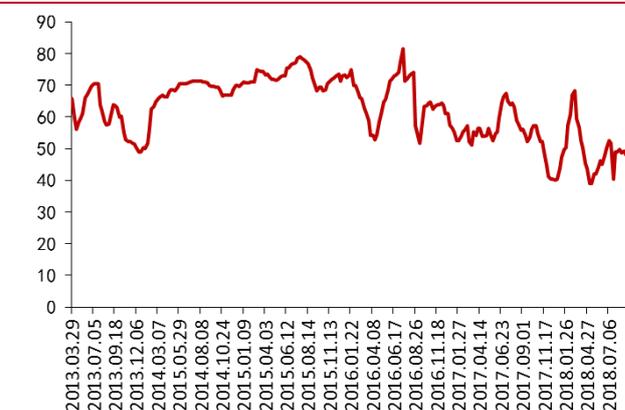
十八大以来，青山绿水作为政府执政的着力点，正全面依靠环保督查、环保法规加快实施供给侧改革。2016 年至今，错峰生产政策从京津冀蔓延全国绝大部分区域的常态措施。2018 年，全国多个地方受到空气污染因素影响，临时性的错峰生产政策开始普遍；8 月底，南京、芜湖、唐山、太原等城市先后发布临时性的停产措施。考虑到采暖季后空气质量的愈发严峻，全国范围内错峰生产政策有望持续。受到供给端收缩的影响，水泥行业库容比持续走低；其中安徽、江苏和浙江等长江下游省份水泥库容比最低时小于 40%，截止 9 月 7 日库容比仅为 48%。

图表 8: 全国水泥库容比 (%)



来源: 数字水泥网, 国联证券研究所

图表 9: 长江下游水泥库容比 (%)

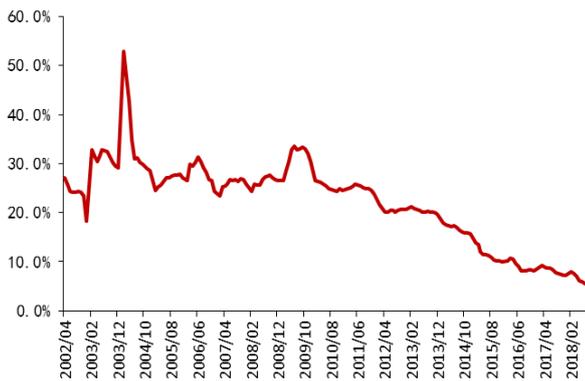


来源: 数字水泥网, 国联证券研究所

➤ 下游需求持稳，水泥产量稳中向好

2018M1-8，全国基建投资增速继续下滑，房地产投资趋稳。前8月，全国基础设施建设投资（不含电力）累计同比增长4.2%，进一步下滑1.5个百分点；房地产投资趋稳，前8月房地产领域投资累计同比增长10.1%，较1-7月小幅回落0.1个百分点。综合来看，1-8月份全国固定资产投资同比增长5.3%，较1-7月回落0.2个百分点，整体趋向稳定。

图表 10：全国固定资产投资增速



来源：Wind，国联证券研究所

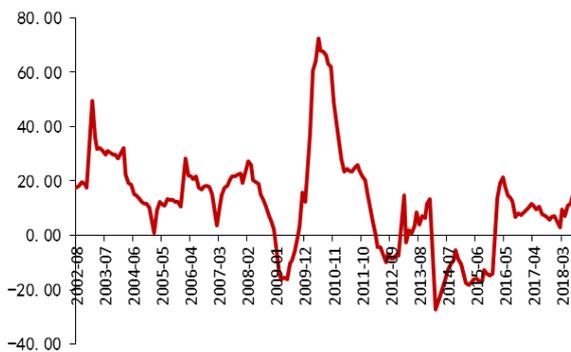
图表 11：长江下游水泥库容比 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

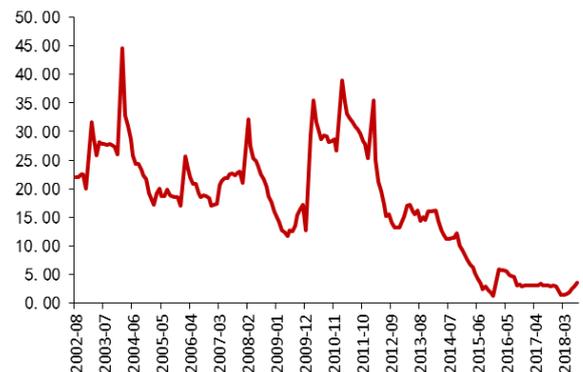
从地产施工面积来看，1-8月份新开工增速15.9%，提升1.5个百分点；施工面积增速3.6%，提升0.6个百分点。考虑到施工面积的高基数，施工持续增长支撑水泥需求。

图表 12：全国房地产新开工面积累计同比增速 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

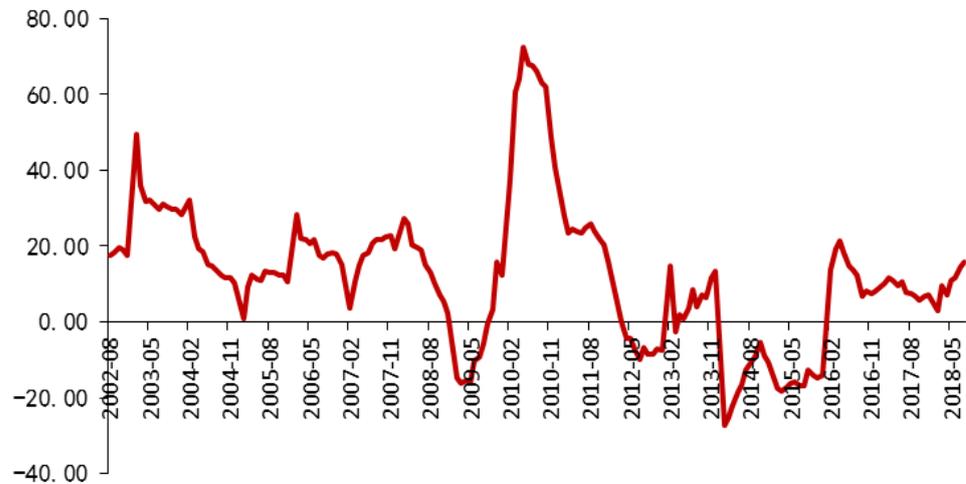
图表 13：全国房地产施工面积累计同比增速 (%)



来源：Wind，国联证券研究所

受益于下游需求持稳，全国水泥产量稳中有升。1-8月份，全国水泥累计产量13.8亿吨，同比增长0.5%，增速由负转正；单8月份，水泥产量环比增长2.04%，同比大增5%，地产施工稳中向好是水泥需求较为强劲的主要支撑。8月份作为传统淡季，水泥需求的向好反向佐证建筑投资不弱。考虑到基建政策转向宽松预期，中西部地区基建补短板有望提升水泥需求，水泥需求有望持稳回升。

图表 14: 全国水泥产量累计同比增速 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 水泥价格维持高位，行业盈利能力再创新高

受益于供给端的收缩和下游需求持稳，行业供需紧平衡下水泥价格维持高位波动。根据我们行业深度《水泥三问三答：从价差探寻行业发展轨迹》报告中说论述的，行业供需紧平衡强化熟料资源的稀缺性，基于熟料产能的行业护城河的构建加快定价权和发展权向上游龙头企业聚集，水泥-熟料价差扩大有望逐步淘汰下游中小粉磨站，行业龙头市占率有望提升。伴随着矿山整治、错峰生产、排放限值和产业协同，熟料龙头企业定价权和发展权得到进一步巩固，毛利更高、更加贴近下游客户的骨料和混凝土业务将成为发展的主战场。对比海外龙头，完善水泥、骨料和混凝土等全产线业务将进一步提升龙头竞争力，海螺水泥大力发展骨料、布局混凝土业务凸显龙头具备发展权优势。

图表 15: 全国 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 16: 华东地区 P.O42.5 水泥均价 (元/吨)

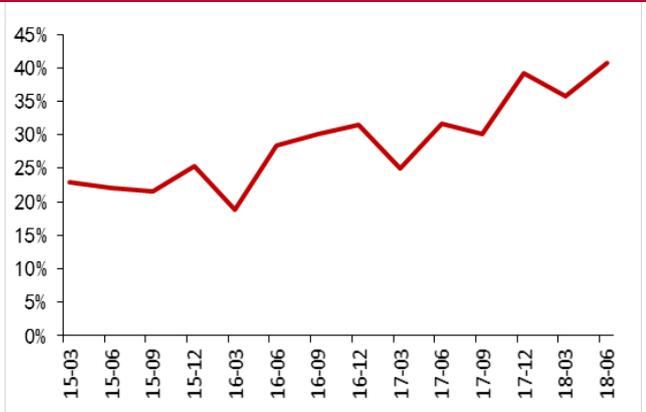


来源: Wind, 国联证券研究所

从上市公司的盈利能力来看，水泥板块毛利率和净利率再创新高。二季度，水泥

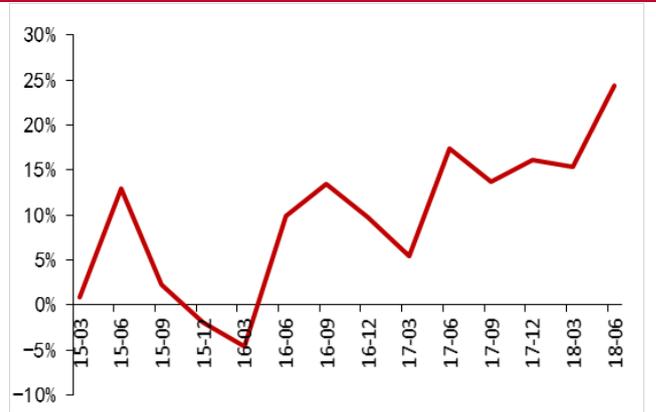
板块毛利率 40.81%，净利率达到 24.33%。我们认为，随着水泥价格的稳中向上，行业盈利能力有望持续提升，看好三季度水泥板块业绩表现。

图表 17: 水泥板块毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 18: 水泥板块净利率



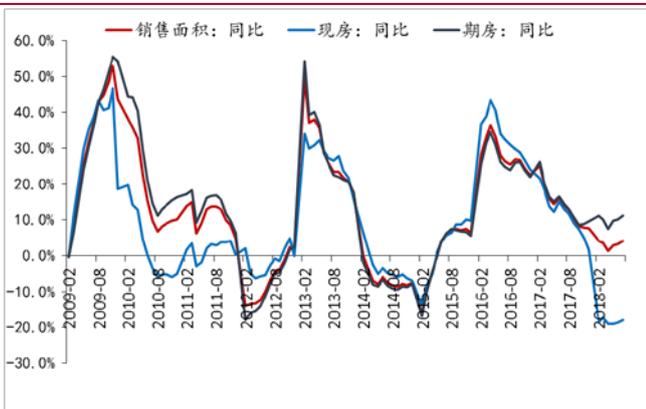
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.2.玻璃板块：库存去化、价格回升

### ➤ 地产投资稳中向好，玻璃需求具备支撑

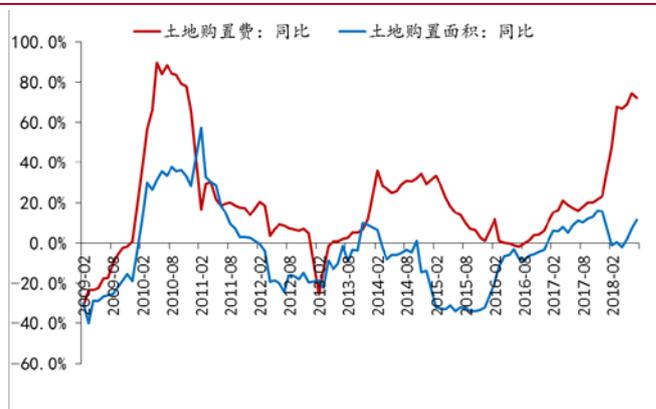
玻璃下游需求主要集中在房地产领域，其中地产占比高达 70%左右。一般而言，玻璃终端需求来自于地产竣工后的装饰环节，玻璃需求量与新开工和销售增速紧密相关。根据本文在上一小节中的表述，地产新开工和施工增速不弱，玻璃需求具备支撑。从销售数据来看，2018M1-7 全国商品房销售面积同比增长 4.2%，其中期房销售面积同比增长 11.2%，销售端尤其是期房的持续增长夯实未来 1-2 年地产施工周期。从开发商土地购置来看，全国开发商土地购置费同比增长 72.3%，土地购置面积同比增长 11.3%。考虑到信用收紧背景下，地产商较高的土地购置成本加快其项目周转速度，未来 1-2 年地产投资有望保持平稳，玻璃需求不悲观。

图表 19: 房地产销售面积增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 开发商土地购置增速



来源: Wind, 国联证券研究所

### ➤ 供给端收缩有望加强，关注潜在产线关停进展

考虑到玻璃生产工艺的特性，玻璃生产具备连续性，玻璃产量与开工点火的玻璃产线数量关系较大。截止 8 月底，全国浮法玻璃产能 10.82 亿重箱，在产产能 9.36 亿重箱，产能利用率 86.51%。沙河地区作为国内浮法玻璃产线最集中的区域，今年 8 月份关停 3 条玻璃产能超市场预期，接下来仍有 3 条产线关停。假定 6 条产线全部关停，将收缩产能 2220 万重箱，占沙河地区在产产能 18.23%，占全国产能比重 2.37%。考虑到去年沙河 9 条产线关停大幅推升玻璃价格，今年沙河地区玻璃产线再度关停有望进一步缓解行业供需过剩局面，积极关注行业供给端收缩进程意义较大。另外，近年来行业高景气延缓了玻璃企业冷修进度，随着在产年限的不断增长，行业冷修潮有望来来临，详情请参考我们近期深度报告《旗滨集团——国内玻璃原片龙头，受益行业供给收缩》。

图表 21： 2018 年沙河地区产能关停明细

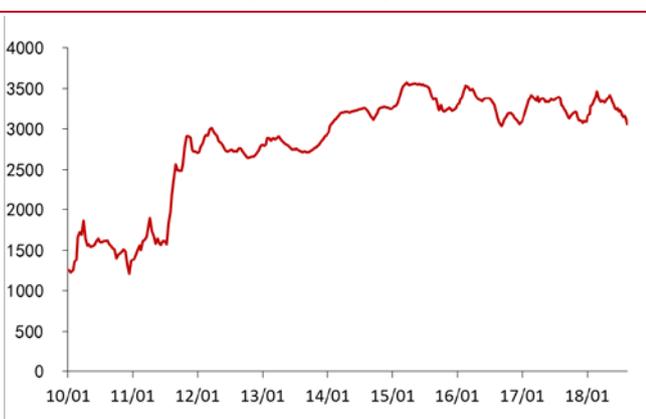
序号	产线明细	地理区位	产能(t/d)	关停时间	主要原因	备注
10	河北沙河鑫利玻璃二线	河北沙河	550	2018.08.14	无排污许可证	
11	沙河元华二线	河北沙河	1000	2018.08.17	环保限产 15%	
12	沙河迎新二线	河北沙河	450	2018.08.22	园区搬迁	
13	沙河迎新三线	河北沙河	500	可能关停		
14	河北沙河鑫利玻璃三线	河北沙河	600	可能关停		
15	河北沙河鑫利玻璃四线	河北沙河	600	可能关停		
今年已关停合计			2000	沙河占比：	9.85%	
今年可能关停合计			3700	沙河占比：	18.23%	

来源：玻璃信息网，国联证券研究所

➤ 库存持续回落，看多四季度玻璃价格

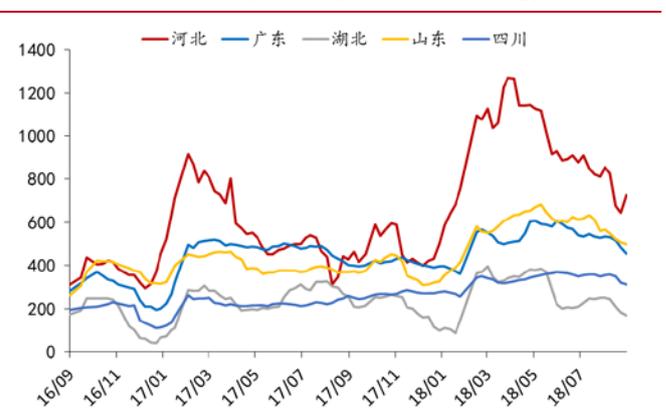
根据我们前面所述，地产投资不悲观下玻璃需求具备支撑。年初至今，一季度淡季推升玻璃库存持续走高；随着二季度下游需求逐渐回暖，玻璃库存持续回落。根据玻璃信息网，全国玻璃库存二季度以来持续回落；对比卓创统计的全国前 5 大省份库存数据，全国玻璃主产地河北地区库存下降幅度较大。

图表 22： 全国浮法玻璃库存走势



来源：玻璃信息网，国联证券研究所

图表 23： 国内前 5 大浮法玻璃省份库存趋势



来源：卓创资讯，国联证券研究所

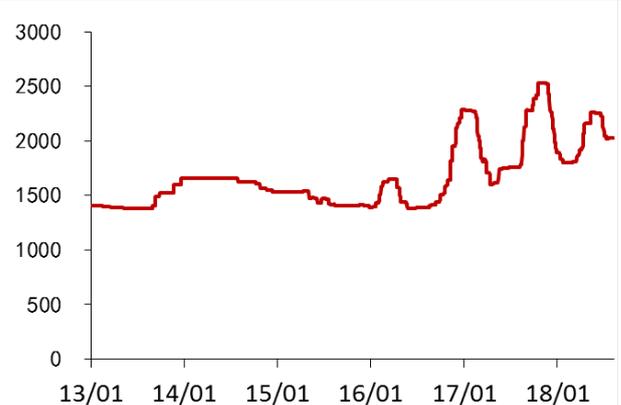
受到供给端收缩影响和需求持稳，库存走低增加玻璃价格信心，玻璃价格维持高位波动。考虑到浮法玻璃成本结构中纯碱占比近 30%，纯碱价格上涨进一步推动玻璃价格走高。考虑到冬季环保因素的影响，纯碱价格有望小幅走强；但基于联碱法、氨碱法边际成本变化的影响，纯碱中枢价格有望维持在 2000 元/吨左右。综合以上，我们认为三季度行业盈利能力有望维持，四季度行业景气有望更上一层楼。

图表 24: 全国浮法玻璃均价 (元/吨)



来源: 公司公告, 国联证券研究所

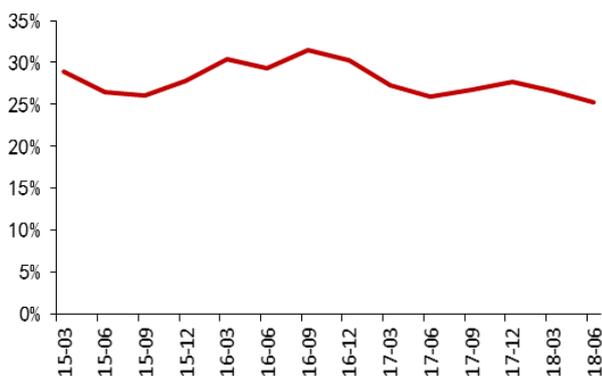
图表 25: 国内重质纯碱平均价格走势 (元/吨)



来源: 玻璃信息网, 国联证券研究所

从上市公司的盈利能力来看, 受到纯碱价格的上涨, 玻璃板块毛利率小幅下行; 基于销售费用和管理费用的把控, 行业净利率大幅提升至 11.56%。我们认为, 随着玻璃价格的稳中向上, 行业盈利能力有望持续提升, 看好下半年玻璃板块业绩表现。

图表 26: 玻璃板块毛利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 玻璃板块净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

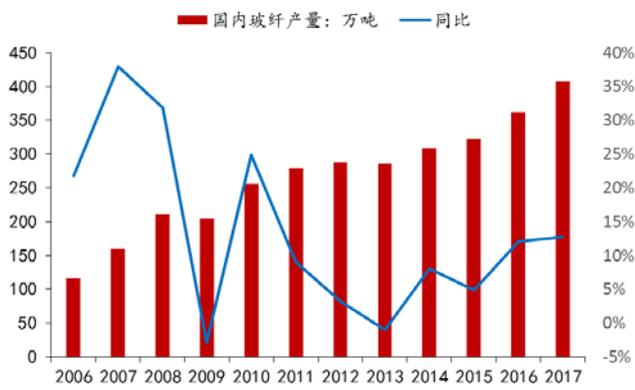
### 2.3. 玻纤板块: 价格持稳、景气延续

#### ➤ 玻纤需求向好, 高端产品占比提升

玻纤产品广泛应用于建筑、交通运输、工业设备、风电等领域, 因此需求与宏观经济紧密相关。据 OC 公告, 1981-2014 年, 全球玻纤需求的年均复合增速约为工业产值增速的 1.6 倍。2006 年至今, 国内玻纤产量持续增长; 2016 年, 随着新能源、风电等需求持续向好, 玻纤产量增速有所提升; 2017 年, 全国玻纤产量 408 万吨,

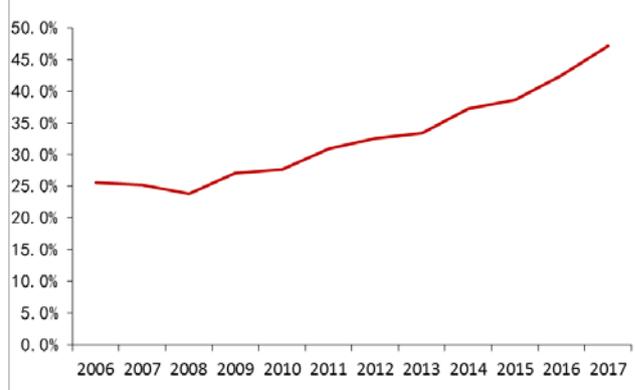
同比增长 12.71%。另外, 高端产品占比持续提升。2017 年, 热塑产品占比达到 47.13%, 增速同比提升 4.6 个百分点。

图表 28: 国内玻纤产量及同比



来源: 玻璃纤维协会, 国联证券研究所

图表 29: 玻纤制品中热塑产品占比

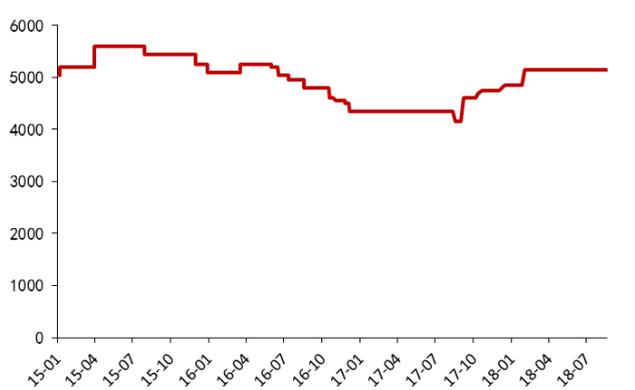


来源: 玻璃纤维协会, 国联证券研究所

➤ 价格上涨推升盈利能力, 行业净利率大幅提升

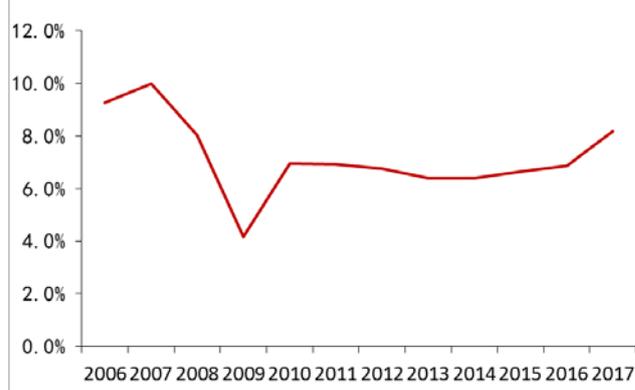
需求向好推动行业营收规模持续提升, 2017 年行业营收约 1674 亿元, 同比增长 11.6%; 受益玻纤价格向好, 行业利润率大幅提升, 2017 年行业净利率 8.2%, 较上年增长 1.3 个百分点。

图表 30: 无碱 2400 缠绕直接纱价格 (元/吨, 巨石)



来源: 卓创资讯, 国联证券研究所

图表 31: 玻纤及制品行业利润率

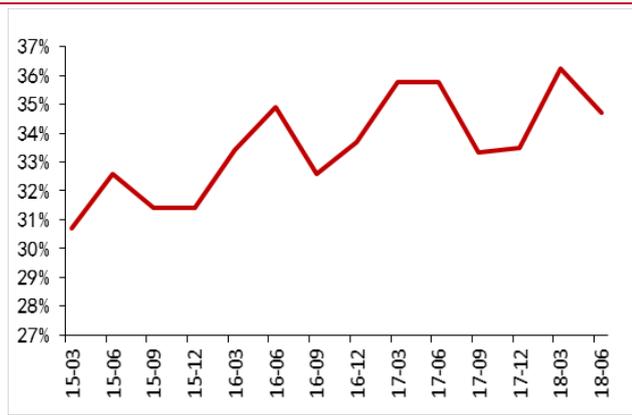


来源: 玻璃纤维协会, 国联证券研究所

➤ 成本上涨降低毛利率, 成本管控提升净利水平

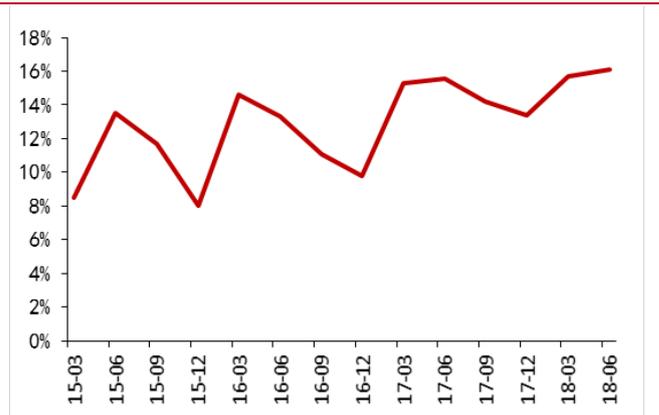
二季度, 玻璃板块毛利率有所下滑, 净利率维持高位。我们认为, 石灰石、化工原材料价格上涨推升成本大幅提升是行业毛利率有所下滑的原因; 考虑到期间费用率的大幅下滑, 行业净利率维持在高位。二季度, 玻纤板块上市公司毛利率和净利率分别为 34.72%、16.12%。考虑到威玻四期 5 万吨技改产线、元源新材 5 万吨产线、重庆国际 F05 技改产线相继点火, 新增产能对于行业供需格局产生负面因素, 玻纤价格恐有所调整。考虑到下游需求持续向好, 新增产能对行业供给影响不大, 玻纤价格有望维持平稳波动, 短期价格下调的可能性对龙头公司成长性影响较小。

图表 32: 玻纤板块毛利率水平



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 33: 玻纤板块净利率水平



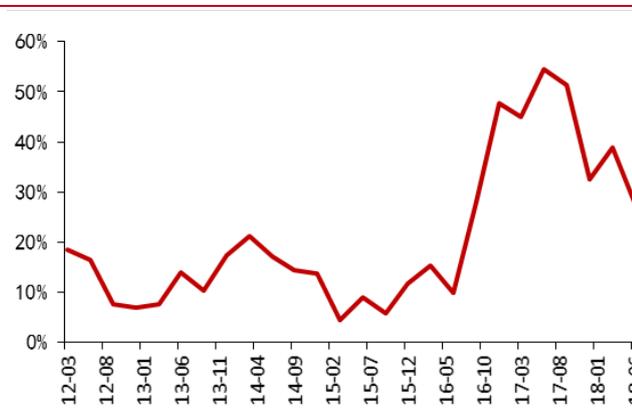
来源: Wind, 国联证券研究所

## 2.4. 装饰建材: 增速放缓、成长可期

### ➤ 行业营收增速放缓, 毛利率维持稳定

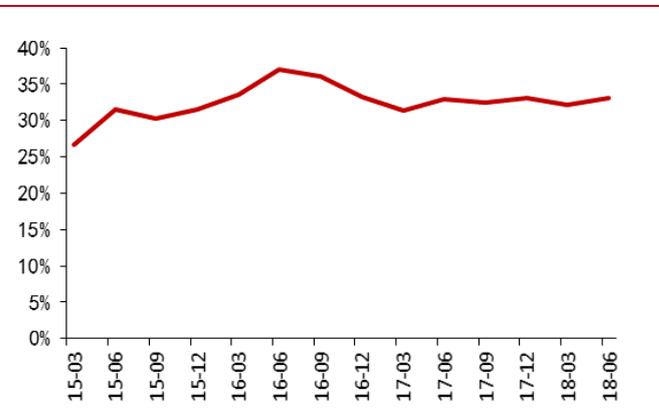
作为地产后周期, 装饰建材需求周期较房地产周期滞后 9-12 个月; 受到地产增速下行因素影响, 装饰建材营收增速持续下滑。二季度, 行业整体营收增长 28%, 较一季度继续下行; 考虑到行业的属性, 二季度毛利率维持在 33% 附近。

图表 34: 装饰建材行业营收增速



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 35: 装饰建材行业毛利率

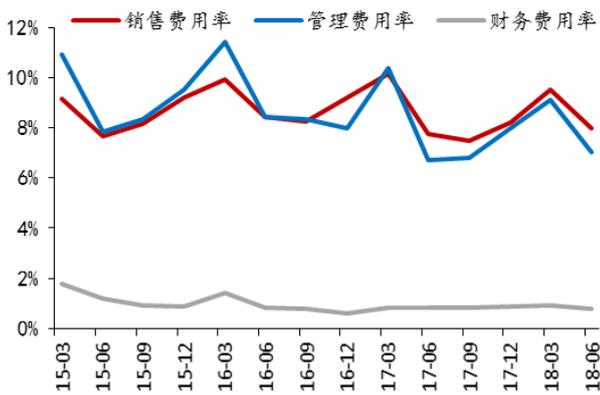


来源: Wind, 国联证券研究所

### ➤ 销售费用率和管理费用率下行, 净利率大幅回升

考虑到二季度后需求逐渐回暖, 销售费用率和管理费用率快速下滑。2018Q2, 行业销售费用率 7.99%, 环比大幅下滑 1.53 个百分点, 同比提升 0.26 个百分点; 管理费用率 7.04%, 环比下滑 2 个百分点, 同比增加 0.3 个百分点。考虑到期间费用率的下行, 行业净利率恢复至 13.42%, 环比大幅提升 5.11 个百分点, 同比小幅提升 0.44 个百分点。展望下半年, 受到地产投资的持续稳步增长, 装饰建材需求量具备支撑; 消费升级下, 具备品牌优势、品质优势和经销商渠道优势的龙头公司有望持续受益, 基于品牌和渠道的护城河将提升龙头公司竞争力, 看好龙头公司下半年业绩表现。

图表 36: 装饰建材板块三费情况



来源: Wind、国联证券研究所

图表 37: 装饰建材板块净利率



来源: Wind、国联证券研究所

### 3. 资产负债表修复, 看多龙头扩张潜力

#### 3.1. 资产负债率持续下行, 水泥板块负债下滑明显

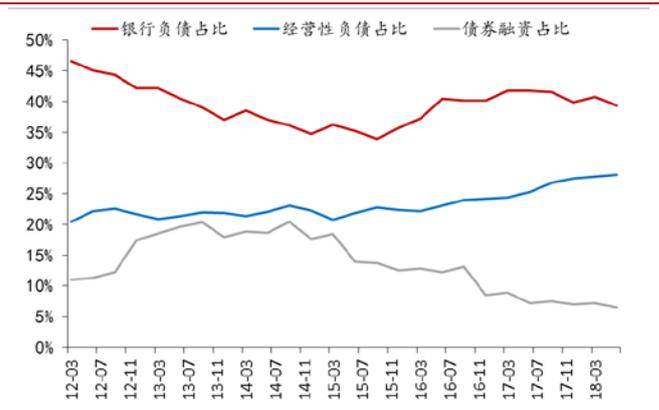
2013 年至今, 随着周期的持续向下, 行业资产负债率持续回落; 2017 年至今, 行业景气的上行加速资产负债表的修复进程, 建材行业整体资产负债率 45.65%。作为传统周期行业, 政策的新增产能限制增加了行业进入的门槛; 行业高景气的延续有望持续降低资产负债水平, 行业现金牛趋势有望显现。资产负债主要来源方面, 银行负债依然占比最高。从趋势上来说, 降杠杆的行业背景下银行负债、债券融资负债占比有望持续回落; 作为上游产业, 行业竞争格局的转变提升龙头公司的议价能力, 经营性负债有望稳步提升。

图表 38: 建材行业资产负债率



来源: Wind、国联证券研究所

图表 39: 建材行业资产负债主要来源

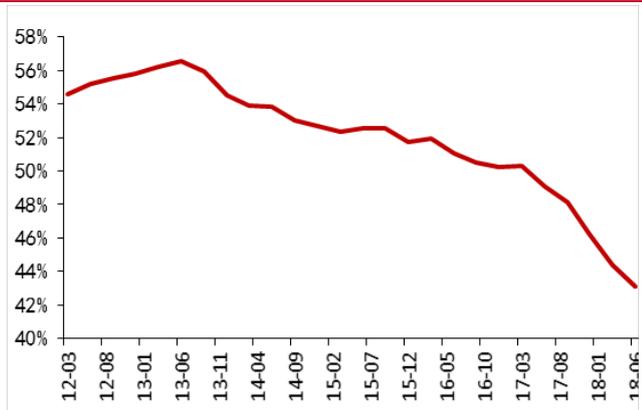


来源: Wind、国联证券研究所

具体子行业来看, 盈利能力较好的水泥板块资产负债率下滑速度亦最快。2018Q2, 水泥板块资产负债率仅为 43.12%, 低于行业平均水平; 考虑到行业冷修以及下游拓展, 玻璃板块资产负债率有所上升; 玻纤板块资产负债率近年来维持不变, 行业景气度有望维持。考虑到装饰建材的消费属性, 相对于其他周期板块, 装饰建材板块资产负债率较低; 考虑到行业集中度低, 龙头公司品牌、渠道等护城河仍在不断完善, 行

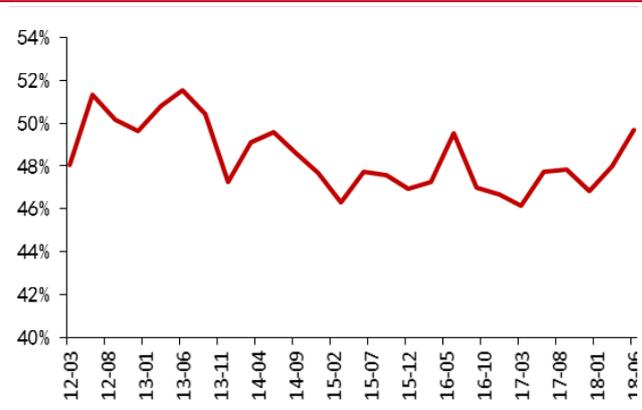
业资产负债率有所提升。

图表 40: 水泥板块资产负债率



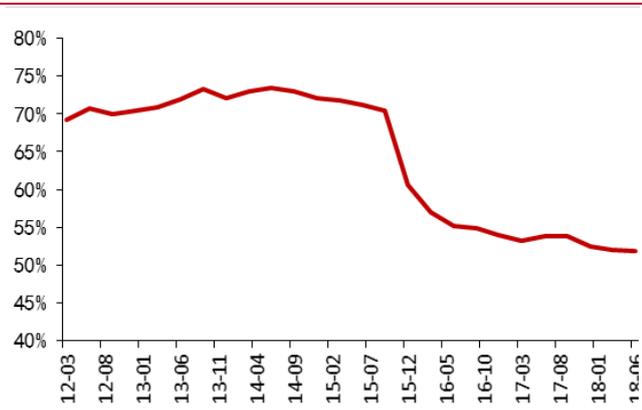
来源: Wind、国联证券研究所

图表 41: 玻璃板块资产负债率



来源: Wind、国联证券研究所

图表 42: 玻纤板块资产负债率



来源: Wind、国联证券研究所

图表 43: 装饰建材资产负债率

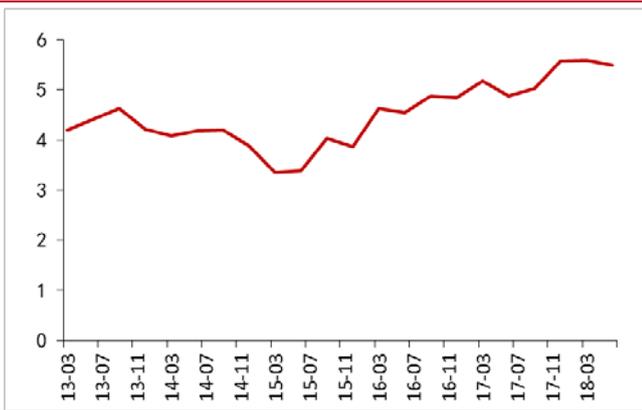


来源: Wind、国联证券研究所

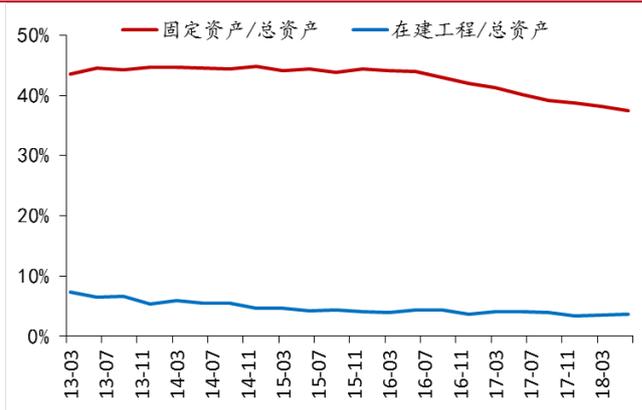
### 3.2. 存货周转率提升，在建工程维持平稳

行业景气的好转提升存货周转率，二季度建材行业周转率 5.48，环比基本持平，同比大幅增长，水泥、玻璃和玻纤供需结构转向偏紧是主要因素。作为重资产行业，建材行业固定资产占总资产比重近年来持续下行，在建工程体量占比保持平稳。

图表 44: 建材行业存货周转率



图表 45: 建材建工程和固定资产占总资产比例

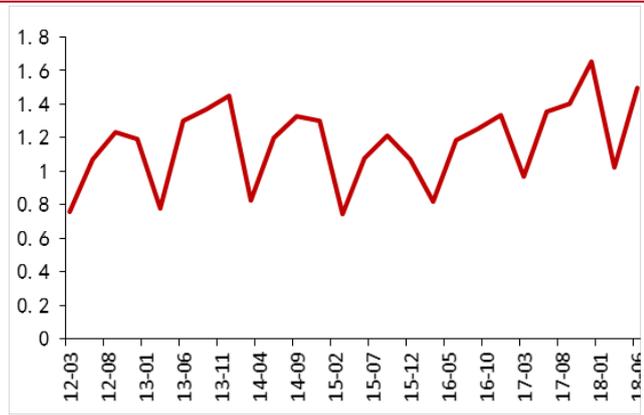


来源: Wind 国联证券研究所

来源: Wind 国联证券研究所

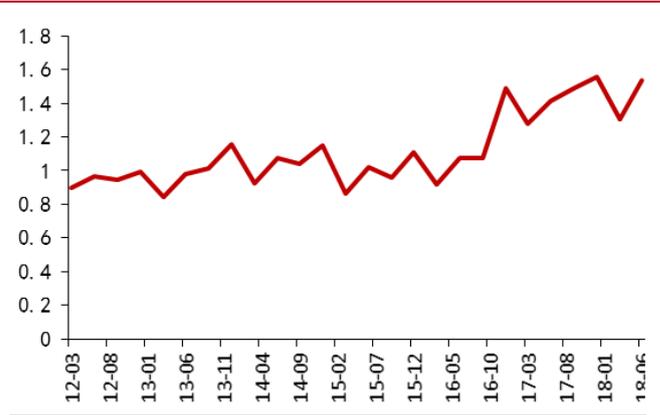
分板块来看,水泥板块受到下游需求的影响,存货周转率存在较大的季节性因素;行业供需关系向好下,存货周转率同比小幅提升;玻璃和玻纤板块下游需求不弱,存货整体周转速度有所提升。

图表 46: 水泥板块存货周转率



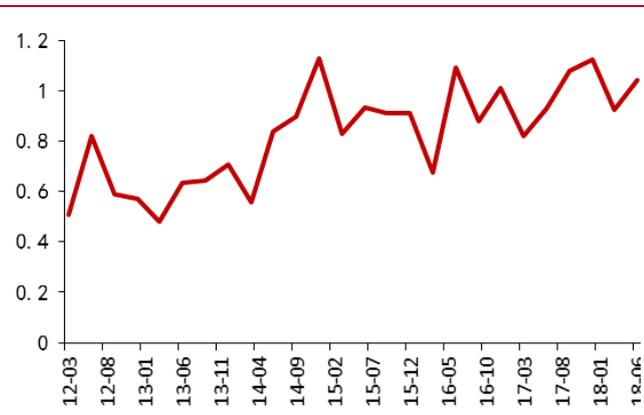
来源: Wind、国联证券研究所

图表 47: 玻璃板块存货周转率



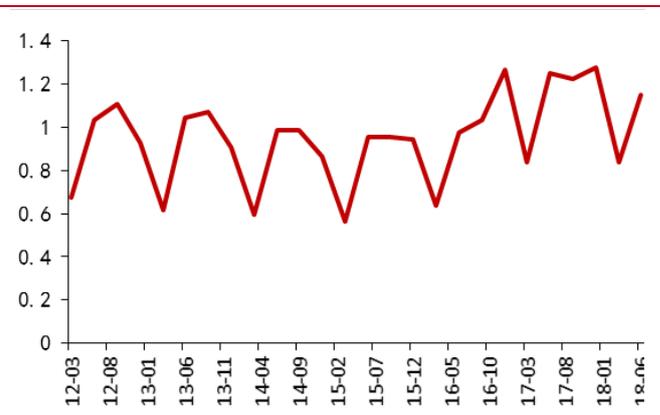
来源: Wind、国联证券研究所

图表 48: 玻纤板块存货周转率



来源: Wind、国联证券研究所

图表 49: 装饰建材存货周转率



来源: Wind、国联证券研究所

## 4. 投资策略

### 4.1. 建议关注水泥、玻璃和玻纤板块

建材板块中净利率排行依次为水泥、玻纤、装饰建材和玻璃,二季度净利率分别为 24.33%、16.12%、13.42%和 11.56%。受到环保督查、行业供给侧改革和全球经济回暖,水泥、玻纤和石膏板等产品价格上涨是行业盈利能力向好的主要原因。从上市公司发布的三季度业绩预报可以看出,水泥、玻璃和玻纤板块盈利仍可期。我们认为,环保问题仍将是政策持续关注的主要方面、落后产能淘汰仍将持续,行业错峰生产叠加协同机制,传统水泥、玻璃、石膏板等板块景气周期仍将持续。消费建材在大行业小公司情况下,龙头市占率有望持续提升。综合分析,我们首先推荐水泥板块和

技术密集和景气持续的玻纤板块，同时建议关注玻璃板块供给端收缩带动的景气提升以及消费类属性的塑料管材。

**图表 50: 建材行业上市公司三季度业绩预报**

证券代码	证券名称	事件类型	主要内容	披露日期
002596.SZ	海南瑞泽	三季度业绩预告	净利润约 9500.00 万元~11600.00 万元,增长-9.77%~10.18%	20180830
300163.SZ	先锋新材	三季度业绩预告	净利润约-4351.764501 万元~-3851.764501 万元,下降 1742.45%~1955.66%	20180830
002163.SZ	中航三鑫	三季度业绩预告	净利润约-5000 万元~-2000 万元	20180829
002271.SZ	东方雨虹	三季度业绩预告	净利润约 104247.8 万元~121622.44 万元,增长 20.00%~40.00%	20180829
002457.SZ	青龙管业	三季度业绩预告	净利润约 3500 万元~4500 万元	20180829
002791.SZ	坚朗五金	三季度业绩预告	净利润约 10224.33 万元~17660.21 万元,下降 5.00%~45.00%	20180829
002066.SZ	瑞泰科技	三季度业绩预告	净利润约 750 万元~825 万元,增长 0.00%~10.00%	20180828
002623.SZ	亚玛顿	三季度业绩预告	净利润约 5500 万元~5800 万元,增长 508.95%~542.16%	20180828
002201.SZ	九鼎新材	三季度业绩预告	净利润约 539.04 万元~808.56 万元,增长 0.00%~50.00%	20180827
002333.SZ	罗普斯金	三季度业绩预告	净利润约-6600 万元~-5500 万元	20180825
002613.SZ	北玻股份	三季度业绩预告	净利润约 6716.33 万元~7983.68 万元	20180825
002694.SZ	顾地科技	三季度业绩预告	净利润约 2359.97 万元~3343.29 万元,增长 20.00%~70.00%	20180825
002798.SZ	帝欧家居	三季度业绩预告	净利润约 25375.75 万元~26961.74 万元,增长 700.00%~750.00%	20180825
002162.SZ	悦心健康	三季度业绩预告	净利润约 1500 万元~2500 万元,增长-29.40%~17.66%	20180824
002641.SZ	永高股份	三季度业绩预告	净利润约 12998.34 万元~16897.84 万元,增长 0.00%~30.00%	20180824
002671.SZ	龙泉股份	三季度业绩预告	净利润约 800 万元~1800 万元	20180824
002918.SZ	蒙娜丽莎	三季度业绩预告	净利润约 25959.65 万元~30679.58 万元,增长 10.00%~30.00%	20180824
600801.SH	华新水泥	三季度业绩预告	净利润增长 150%左右	20180824
002785.SZ	万里石	三季度业绩预告	净利润约 800 万元~1050 万元,下降 33.13%~49.05%	20180823
002043.SZ	兔宝宝	三季度业绩预告	净利润约 25980 万元~33770 万元,增长 0.00%~30.00%	20180822
002742.SZ	三圣股份	三季度业绩预告	净利润约 7539.74 万元~10501.78 万元,下降 22.00%~44.00%	20180822
002302.SZ	西部建设	三季度业绩预告	净利润约 19880 万元~24844 万元,增长 100.00%~150.00%	20180821
002398.SZ	建研集团	三季度业绩预告	净利润约 17194.98 万元~21163.06 万元,增长 30.00%~60.00%	20180821
600678.SH	四川金顶	三季度业绩预告	预测年初至下一报告期期末的累计净利润为盈利,与上年同期相比实现扭亏为盈.	20180821
600802.SH	福建水泥	三季度业绩预告	净利润约 29500 万元~34500 万元	20180821
002392.SZ	北京利尔	三季度业绩预告	净利润约 20641.9 万元~25228.98 万元,增长 80.00%~120.00%	20180820
002718.SZ	友邦吊顶	三季度业绩预告	净利润约 9110.55 万元~11843.72 万元,增长 0.00%~30.00%	20180820
002088.SZ	鲁阳节能	三季度业绩预告	净利润约 20870.60 万元~26436.09 万元,增长 50.00%~90.00%	20180818
002205.SZ	国统股份	三季度业绩预告	净利润约-500 万元~-361 万元	20180818
000877.SZ	天山股份	三季度业绩预告	净利润约 71000 万元,增长 126.23%	20180810
002080.SZ	中材科技	三季度业绩预告	净利润约 53997.87 万元~65997.39 万元,增长-10.00%~10.00%	20180808
002372.SZ	伟星新材	三季度业绩预告	净利润约 54475.66 万元~70818.36 万元,增长 0%~30%	20180808
002233.SZ	塔牌集团	三季度业绩预告	净利润约 113555.89 万元~138790.53 万元,增长 125%~175%	20180807
002225.SZ	濮耐股份	三季度业绩预告	净利润约 14830.52 万元~16890.32 万元,增长 260.00%~310.00%	20180731

来源: Wind, 国联证券研究所

## 4.2. 个股精选

➤ 水泥板块重点关注行业龙头海螺水泥、中南龙头华新水泥和甘青地头祁连山

(1) 海螺水泥是国内第二大水泥制造企业，依托高效管理模式公司单吨水泥毛利率处于行业较高水平。受到行业愈发趋严的错峰生产、淘汰落后和矿山保护，水泥价格上涨推升公司业绩。上半年，公司单吨水泥均价约 331 元，较去年同期增加 82 元；剔除原材料价格上涨因素，单吨毛利同比提升 64 元。我们认为，公司一体化和水泥-熟料价格逻辑逐步得到验证，公司水泥销量有望持续稳步增长。基于水泥-熟料价差理论，上游熟料龙头惜售加速下游集中度提升。另外，对标全球主要经济体的发展趋势，全产业链布局有利于提供质量可靠、货源稳定的建安材料，公司一体化进程有望加快；考虑到华东寡头垄断，持续低库存下四季度旺季水泥价格有望再超历史高点。

(2) 华新水泥布局中南和西南地区，看好区域内精准扶贫和乡村振兴带动基建需求上行，年初至今区域内价格维持坚挺；公司作为一体化的龙头，深度布局熟料、水泥、骨料、混凝土和协同处置全产业链；受益矿山整治，混凝土和骨料业务有望发力。

(3) 祁连山：公司深度布局甘青地区，上半年甘肃固定资产投资同比下滑 9%，青海省小幅下滑 2.6%，基建投资不及预期拖累水泥需求量，上半年甘肃和青海水泥产量同比下滑 7%和 12.4%。我们认为，受到宏观政策的回暖以及部分已开工的项目下半年有望进入施工高潮期，下半年下游需求有望好于上半年；考虑到价格的上涨，公司盈利有望快速提升。

#### ➤ 玻璃板块重点关注行业龙头旗滨集团

旗滨集团是国内浮法玻璃龙头企业，产能分布福建、广东、湖南、浙江和马来西亚森美兰等八大基地，年产能合计 16600t/d，主要市场位于华东、华南和华中地区。从下游需求来看，地产投资和销售数据表明国内投资仍将持稳，房屋施工面积仍保持 3%的增长稳定地产投资预期；考虑到期房销售的持续增长，结合水泥销量数据来看，我们认为地产投资持稳概率较大，玻璃需求不悲观；从供给端来看，今年可预期的玻璃停产规模有望达到 3700t/d，占国内在产产能比重 2.37%，供给端的收缩对于玻璃价格具有支撑作用。我们认为，考虑到公司漳州一线和醴陵五线冷修复产，公司下半年销量有望提升；旺季带动和供给端收缩影响下，预判玻璃价格继续上涨。我们对公司持续推荐。

#### ➤ 玻纤板块重点关注行业龙头中国巨石

中国巨石是玻纤行业龙头，在产能规模、成本控制、技术实力和资金配置方面均有非常明显的比较优势。行业新增产能方面，近期行业新增投产威玻四期 5 万吨（原 3 万吨，冷修扩产 2 万吨）、元源新材 5 万吨、重庆国际 F05 线，新增产能对市场影响不大，但长期影响有望逐渐显现。当前，玻纤价格较为稳定，行业对于新增投产较为谨慎。考虑到下半年预计全行业冷修复产 28.5 万吨冷修复产、26 万吨新建产能投产，新增产能主要集中在巨石等龙头企业，产能冲击可能较小。另外，公司深度布局埃及和美国，贸易摩擦影响较小，我们对公司发展保持信心。利润端来看，受到年初行业提价影响以及公司新增产线利好，2018 年公司业绩有望量价齐升，我们建议积

极关注。

## 5. 风险提示

1. 基建投资不及预期；
2. 地产投资不及预期；
3. 原材料价格大幅上涨；
4. 行业供给端收缩不及预期；

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。

所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

#### 无锡

国联证券股份有限公司研究所  
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层  
 电话：0510-82833337  
 传真：0510-82833217

#### 上海

国联证券股份有限公司研究所  
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F  
 电话：021-38991500  
 传真：021-38571373

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810