



中性

建材行业 2018 年报及 2019 年一季报综述

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
建研集团	002398.SZ	6.16	买入
东方雨虹	002271.SZ	20.45	增持
华新水泥	600801.SH	25.4	买入
伟星新材	002372.SZ	19.16	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 5 月 13 日当地货币收市价为标准

主要催化剂/事件

建材行业年报一季报公布完毕

水泥板块依然景气，开工链条一季度受益

建材行业公布 2018 年报及 2019 年一季报，水泥板块带动下，板块财务报表依然靓丽。开工需求超预期带动下，细分板块与开工相关的水泥、防水、减水剂等一季度表现较好。2019Q1 后，建材有小幅减持，但持股数量依然处于相对高位。

支撑评级的要点

- **水泥带动板块较高速增长，19Q1 公允价值变动与投资收益增厚利润：**2018 年建材板块主要上市公司合计营收 4,660.47 亿元，同增 28.78%；归母净利润 636.02 亿元，同增 59.79%。2019 年一季度营收 997.98 亿元，同增 30.04%，归母净利润 119.07 亿元，同增 39.20%。由于水泥板块营收占比高，2018 年以来水泥板块的高度景气支撑行业业绩保持中高速增长，除去水泥板块，耐火与减水剂行业 2018 也有较高的业绩增速，其余板块利润增速大多数在 10%-15% 的区间内。在水泥板块涨价逻辑的带动下，建材板块各项期间费用率明显下降；而 2019 年一季度以来市场行情回暖，企业投资收益以及公允价值变动损益提升则进一步增厚了板块的利润水平。
- **水泥、涂料、防水三板块表现较好：**水泥、涂料、防水三大板块各项财务指标相对同行较好。水泥板块规模体量较大，对建材板块有直接带动作用。2018 年行情下，板块财报全面修复，各项指标均优于其他板块。玻璃板块因为玻璃价格 2018 年以来持续阴跌，营收与盈利等均不甚理想。管材板块营收保持平稳增长，但利润有所下滑，2019 年竣工大年预期下，管材需求有望回升，业绩有望反弹。玻纤板块保持较快业绩增速。或受贸易战影响以及产能集中投放冲击，2018Q4 以来业绩有所下滑。耐火板块 2018 年业绩创历史新高，但市场关注度不足。在工业企业利润持续下滑的环境下，行业需求难以持续高增。人造板业绩增速相比其他板块较慢，市场关注度稍低。防水板块受益开工超预期，业绩增速较高。同时板块利润率较高，负债率低于同行。涂料当前处于较高速增长期。未来坤彩科技与三棵树均有较强的业绩释放预期。减水剂受益地产开工超预期与行业集中度加速提升。但减水剂业务放量同时经营现金流出明显。其他建材公司营收增速保持增长，但毛利率有所下滑导致整体利润负增长，板块关注度也相对较低。

相关研究报告

《建材行业周报》20190508

《建材行业一季报预告小结与基金持仓分析》

20190423

《建材行业月报》20190422

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

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

重点推荐

- 建议从竣工、原材料下调、内生增长主线选股：一是竣工增速释放后，受益装修需求提升的**伟星新材**；二是基本面稳健，石化原料下调后短期内盈利改善的**建研集团**，**东方雨虹**；三建议关注企业内生性增长能力较强的**坤彩科技**；四是华中西南水泥超预期充分受益的**华新水泥**。

评级面临的主要风险

- 上游原材料价格调整不及预期，房屋竣工未有改善，地产需求进一步下探，环保限产放松。



目录

建材行业总结：水泥依然景气，市场关注度依然较高.....	6
一、水泥板块：业绩高增，各项指标全面改善.....	11
二、玻璃板块：产品价格阴跌，板块表现下滑.....	14
三、管材板块：营收平稳向好，板块热度有望提升.....	17
四、玻纤板块：19Q1 毛利下滑，净利负增长初现.....	19
五、耐火板块：高增长恐难持续，市场关注度下降.....	22
六、板材板块：营收增速稳健，利润波动较大.....	23
七、防水板块：营收增速较高，毛利率下降影响利润.....	24
八、涂料板块：业绩向好，未来释放空间大.....	25
九、减水剂板块：19Q1 超预期高增，现金流转负.....	26
十、其他建材：毛利下滑影响业绩，市场关注度持平.....	27
重点推荐.....	30
风险提示.....	31



图表目录

图表 1. 建筑板块业绩保持较高速增长.....	6
图表 2. 经营现金流持续改善.....	6
图表 3. 各项盈利指标同步向好.....	6
图表 4. 现金比率继续提升, 负债率继续下降.....	6
图表 5. 2018 年年报细分行业财务指标比较.....	7
图表 6. 海螺水泥、伟星新材、北新建材优势对比.....	7
图表 7. 防水、水泥、涂料三大板块报表比较.....	7
图表 8. 建材板块持股仍处于相对高位.....	8
图表 9. 持股集中度保持稳定.....	8
图表 10. 2019Q1 建筑板块重仓个股与机构 (单位:万股).....	8
图表 11. 2019Q1 主要机构增减持情况 (单位:万股).....	8
图表 12. 2019Q1 主要个股增减持情况 (单位:万股).....	9
图表 13. 近年水泥价格、库存、产量.....	9
图表 14. 近年煤炭价格、库存、产量.....	9
图表 15. 近年玻璃价格、库存、产量.....	9
图表 16. 近年石油焦价格、库存、产量.....	9
图表 17. 房屋建筑新开工增长保持强劲.....	10
图表 18. 建筑业产值与新签订单平稳增长.....	10
图表 19. 板块业绩连续高增.....	11
图表 20. 经营现金流屡创新高.....	11
图表 21. 盈利能力与行业集中度均有提升.....	11
图表 22. 负债率下降现金比率提升.....	11
图表 23. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	12
图表 24. 2019 年一季报部分公司财务指标比较.....	12
图表 25. 海螺、塔牌、华新、上峰财务指标比较.....	13
图表 26. 水泥板块关注度依然较高.....	13
图表 27. 房屋新开工增速依然处于高位.....	13
图表 28. 水泥板块相对估值并未创新高.....	13
图表 29. 板块业绩持续下滑.....	14
图表 30. 经营现金流增长下行.....	14
图表 31. 行业平均周转率与收现率同步下行.....	14
图表 32. 板块盈利能力下滑.....	14
图表 33. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	15



图表 34. 2019 年一季报部分公司财务指标比较.....	15
图表 35. 2018 年年报财务指标比较.....	15
图表 36. 2019 年一季度财务指标比较.....	15
图表 37. 2019 年板块持股相比 2018 年同期提升.....	16
图表 38. 2019 年以来行业库存高企.....	16
图表 39. 2018 年以来玻璃价格持续阴跌.....	16
图表 40. 板块估值与业绩增速回落.....	16
图表 41. 利润增速有所下滑.....	17
图表 42. 现金流同比改善.....	17
图表 43. 负债率提升，现金比率下降.....	17
图表 44. 周转率提升但收现比下降.....	17
图表 45. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	18
图表 46. 2019 年一季报部分公司财务指标比较.....	18
图表 47. 伟星新材指标均衡优势突出.....	18
图表 48. 市场关注度有边际提升.....	18
图表 49. 利润增速有所下滑.....	19
图表 50. 现金流增长保持平稳.....	19
图表 51. 现金比率与负债率同降.....	19
图表 52. 收现率下降，应收账款周转率提升.....	19
图表 53. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	20
图表 54. 2019 年一季报部分公司财务指标比较.....	20
图表 55. 行业估值水平与业绩增速有所下降.....	21
图表 56. 市场关注度保持平稳.....	21
图表 57. 单季度现金流波动较大.....	22
图表 58. 2018 年全年业绩保持高速增长.....	22
图表 59. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	22
图表 60. 机构持股显著减少.....	22
图表 61. 行业估值持续下行.....	22
图表 62. 现金比率提升，负债率下降.....	23
图表 63. 业绩增速有所下降.....	23
图表 64. 2018 年年报部分公司财务指标比较.....	23
图表 65. 行业关注度下滑.....	23
图表 66. 现金流同比下降.....	23
图表 67. 经营现金流波动较大.....	24
图表 68. 利润增速平稳波动.....	24



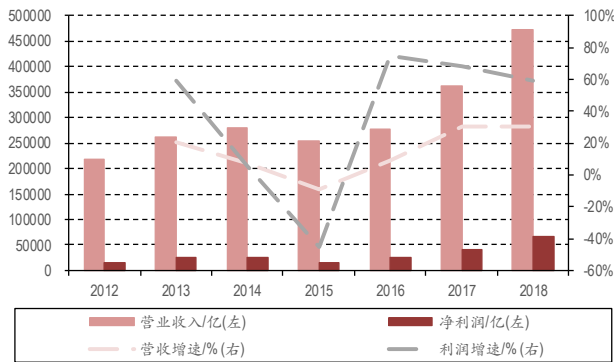
图表 69. 2018 年年报部分公司财务指标比较	24
图表 70. 行业关注度依然处于相对高位	24
图表 71. 负债率与现金比率同升	24
图表 72. 经营现金流较快增长	25
图表 73. 行业业绩增速较快	25
图表 74. 2018 年年报部分公司财务指标比较	25
图表 75. 行业持股数量明显增长	25
图表 76. 行业增速趋于平稳	25
图表 77. 业绩高增导致行业经营现金流出	26
图表 78. 行业上市公司业绩高增	26
图表 79. 2018 年年报部分公司财务指标比较	26
图表 80. 行业关注度波动较大	26
图表 81. 行业产量增速趋于平稳	26
图表 82. 行业营收有所下滑	27
图表 83. 经营现金流流出明显	27
图表 84. 毛利率有所下滑	27
图表 85. 现金比率下降，负债率抬头	27
图表 86. 2019 年一季报部分公司财务指标比较	28
图表 87. 2018 年年报部分公司财务指标比较	28
图表 88. 板块持股同比基本持平	29
图表 89. 北新建材、蒙娜丽莎财务指标较为均衡	29
附录图表 90. 报告中提及上市公司估值表	32

建材行业总结：水泥依然景气，市场关注度依然较高

1. 水泥板块依然景气，带动行业财报全面改善

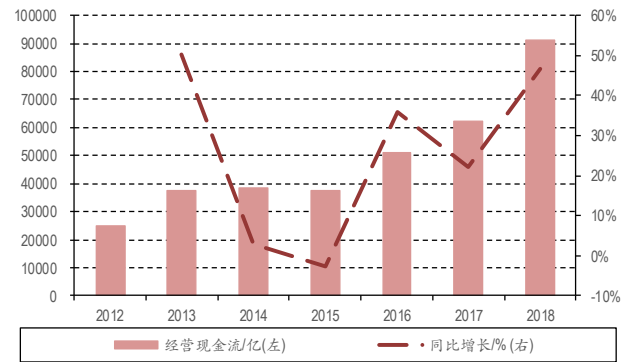
水泥带动板块较高速增长，19Q1 公允价值变动与投资收益增厚利润：2018 年建材板块主要上市公司合计营收 4,660.47 亿元，同增 28.78%；归母净利润 636.02 亿元，同增 59.79%。其中四季度营收 1,500 亿元，同增 30.64%；归母净利润 161.24 亿元，同增 19.11%。2019 年一季度营收 997.98 亿元，同增 30.04%，归母净利润 119.07 亿元，同增 39.20%。由于水泥板块营收占比较高，2018 年以来水泥板块的高度景气支撑行业业绩保持中高速增长，除去水泥板块，耐火与减水剂行业 2018 也有较高的业绩增速，其余板块利润增速大多数在 10%-15% 的区间内。在水泥板块涨价逻辑的带动下，建材板块各项期间费用率明显下降；而 2019 年一季度以来市场行情回暖，企业投资收益以及公允价值变动损益提升则进一步增厚了板块的利润水平。

图表 1. 建筑板块业绩保持较高速增长



资料来源：万得，中银国际证券

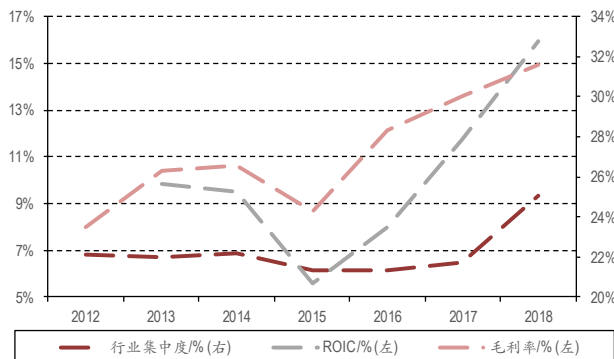
图表 2. 经营现金流持续改善



资料来源：万得，中银国际证券

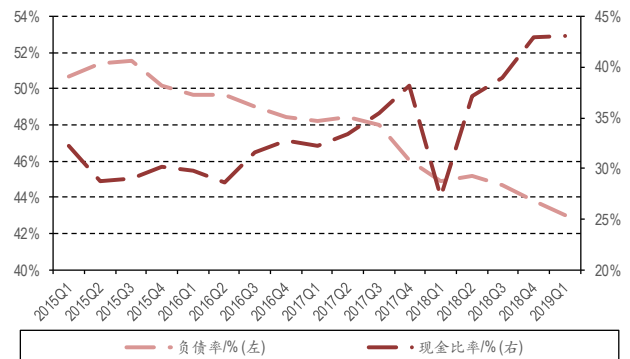
2018 年报各项财务指标全面进一步改善，表明当前水泥板块依然处于高度景气状态：2018 年以来，随着水泥板块业绩的提升，建材板块各项财务指标向好：毛利率提升、负债率下降、现金比率下降、现金流提升、应收账款周转率提升，销售收现比提升。全部指标反映当前水泥板块依然处于高度景气状态。

图表 3. 各项盈利指标同步向好



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 现金比率继续提升，负债率继续下降



资料来源：万得，中银国际证券

2. 水泥、涂料、防水表现较好

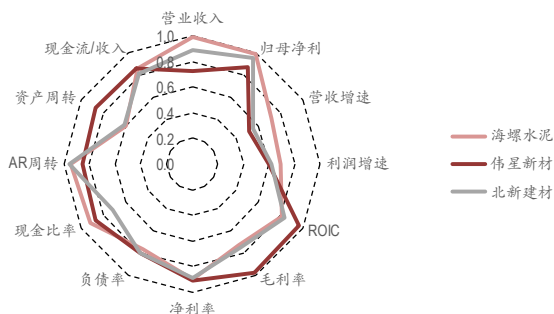
水泥、涂料、防水三板块表现较好：从主要上市公司来看不同细分板块年报，各板块表现不一，水泥、涂料、防水三大板块各项财务指标相对同行较好。水泥板块规模体量较大，对建材板块有直接带动作用。2018 年行情下，板块财务报表全面修复，各项指标均优于其他板块。玻璃板块因为玻璃价格 2018 年以来持续阴跌，营收与盈利等均不甚理想。管材板块营收保持平稳增长，但利润有所下滑，2019 年竣工大年预期下，管材需求有望回升，业绩有望反弹。玻纤板块保持 14.39% 的营收增速和 16.08% 的利润增速。或受贸易战影响以及产能集中投放冲击，2018 年四季度以来板块业绩有所下滑。耐火板块 2018 年业绩创历史新高，但市场关注度不足。在工业企业利润持续下滑的环境下，行业需求难有长期持续的增长。人造板板块业绩增速相比其他板块较慢，市场关注度稍低。防水板块受益地产开工超预期，业绩增速较高。同时板块利润率相对较高，负债率低于同行。涂料板块仅 3 家上市公司，当前处于业绩较高速增长期。未来坤彩科技与三棵树均有较强的业绩释放预期。减水剂同样受益地产开工超预期，业绩增速较高，同时行业集中度加速提升利好上市公司。但减水剂业务放量的代价是行业经营现金流明显恶化。其他建材公司营收增速保持增长，但毛利率有所下滑导致整体利润负增长，板块关注度也相对较低，其中石膏板龙头北新建材各项财务指标保持稳健，表现优于同行。

图表 5. 2018 年年报细分行业财务指标比较

细分行业	收入规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 亿元	归母净利 亿元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
水泥	2,515.60	449.36	45.97	99.94	20.63	35.92	19.05	40.72	54.89	6.01	0.65	110.51
玻璃	571.85	63.98	12.05	12.75	10.44	30.56	11.25	48.11	35.82	5.16	0.57	96.09
管材	150.95	10.99	12.09	(3.67)	8.96	31.29	7.19	41.86	32.67	3.32	0.71	107.10
玻纤	258.30	37.49	14.39	16.08	10.37	34.07	14.77	51.14	15.83	2.52	0.42	78.56
耐火	126.89	8.83	43.15	113.61	9.70	29.28	7.47	45.54	26.71	2.19	0.76	65.78
板材	156.89	13.54	8.29	15.70	13.98	25.96	8.85	36.03	66.90	10.89	0.90	107.88
防水	177.62	17.59	39.57	17.15	17.21	34.11	9.92	55.14	49.10	2.18	0.70	91.40
涂料	58.33	4.61	31.26	13.17	14.62	37.60	7.91	44.96	35.68	3.09	0.81	103.15
减水	59.63	5.86	38.42	44.46	11.71	30.77	9.93	34.30	26.20	1.35	0.69	66.27
其他	636.51	26.16	10.35	(22.73)	7.73	15.26	4.31	46.92	23.31	2.89	0.90	95.54

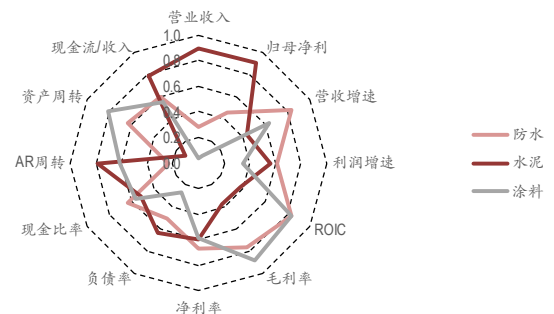
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 海螺水泥、伟星新材、北新建材优势对比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 防水、水泥、涂料三大板块报表比较



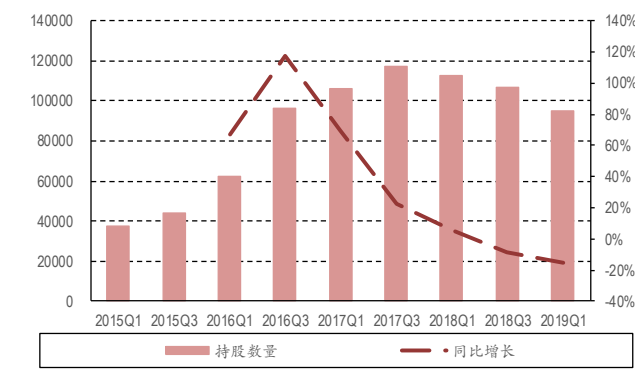
资料来源：万得，中银国际证券

海螺水泥、伟星新材、北新建材等个股表现较好：综合考察 2016-2018 年年报以及 2019 年一季报，海螺水泥、伟星新材、北新建材财务报表表现显著优于建材板块其他上市公司，三家公司都是所在细分板块的绝对龙头，各项财务指标均优于同行。海螺水泥的优势在于规模成本优势，伟星新材的优势在于扁平化渠道以及深耕零售端渠道带来的品牌效应。

3. 建材行业持股小幅下滑，增持个股较为分散

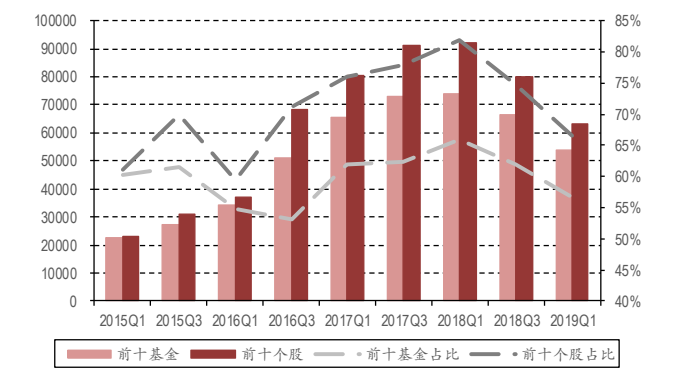
建材板块持股小幅下滑，仍处于历史较高水平：2019 年一季度末公募基金在建材板块合计持股 9.52 亿股，环比 2018 年年底的 10.71 亿股有所减少，但仍处于相对高位，板块的市场关注度依然较高。其中持股数量排名前十的个股合计持股 6.33 亿股，占比 66.55%，前十个股持股集中度基本稳定在 60%-80% 的区间内。

图表 8. 建材板块持股仍处于相对高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 持股集中度保持稳定



资料来源：万得，中银国际证券

建材板块持股依然集中在大白马，大型公募普遍减持：一季度建材板块公募基金主要重仓的个股主要是东方雨虹、北新建材、中国巨石、海螺水泥、伟星新材等大白马，均为所在细分行业龙头，但一季度均有不同程度的减持；而重仓建材行业的公募基金主要是华安、兴全、汇添富、景顺长城、广发等大型公募。其中，一季度兴全基金减持建材板块 0.57 亿股，广发基金减持建材板块 0.28 亿股。南方基金、嘉实基金、富国基金、华夏基金分别减持建材板块 1.38、1.05、0.98、0.79 亿股。

图表 10. 2019Q1 建筑板块重仓个股与机构 (单位: 万股)

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
重仓个股	东方雨虹	北新建材	中国巨石	海螺水泥	山东药玻	大亚圣象	伟星新材	冀东水泥	中材科技	金圆股份
持股数量	14,401.72	9,306.52	7,955.81	6,332.96	5,753.93	4,840.11	3,911.75	3,837.38	3,632.53	3,359.65
重仓机构	华安基金	兴全基金	汇添富基金	景顺长城	广发基金	华夏基金	嘉实基金	富国基金	交银施罗德	南方基金
持股数量	7,868.13	7,226.15	5,663.94	5,313.53	5,128.27	5,005.29	4,708.00	4,591.91	4,438.89	3,995.61

资料来源：万得，中银国际证券

图表 11. 2019Q1 主要机构增减持情况 (单位: 万股)

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增仓机构	交银施罗德	汇添富基金	景顺长城	农银汇理	太平基金	天治基金	华泰保兴	中泰资管	永赢基金	南华基金
增仓数量	4,079.17	3,846.59	680.89	528.68	344.99	305.26	285.44	247.33	176.12	65.24
减仓机构	南方基金	嘉实基金	富国基金	华夏基金	兴全基金	华泰柏瑞	博时基金	东方资管	易方达基金	广发基金
减仓数量	(13,781.92)	(10,534.84)	(9,753.19)	(7,868.76)	(5,701.70)	(5,491.27)	(4,266.30)	(3,986.37)	(3,947.03)	(2,831.55)

资料来源：万得，中银国际证券

行业增持较为分散，细分板块龙头普遍减持：2019 年一季度建材板块增持个股较为分散，中材科技、上峰水泥、悦心健康、万年青等个股增持较多。主要减持个股则为中国巨石、海螺水泥、东方雨虹、北新建材、旗滨集团等细分行业龙头。

图表 12.2019Q1 主要个股增减持情况 (单位:万股)

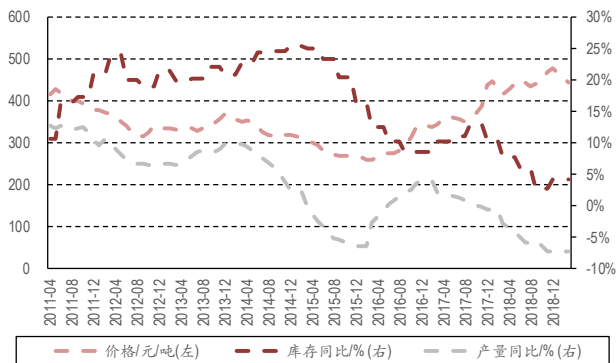
排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
增持个股	中材科技	上峰水泥	悦心健康	万年青	国统股份	海南瑞泽	再升科技	丰林集团	蒙娜丽莎	红墙股份
增仓数量	2,617.71	1,099.79	849.05	739.44	321.09	278.86	230.88	123.89	79.83	75.84
减持个股	中国巨石	海螺水泥	福耀玻璃	东方雨虹	北新建材	旗滨集团	亚泰集团	大亚圣象	祁连山	南玻 A
减仓数量	(18,889.84)	(14,649.02)	(10,234.23)	(7,569.15)	(7,267.70)	(6,620.87)	(5,846.13)	(5,614.78)	(4,059.02)	(3,485.46)

资料来源: 万得, 中银国际证券

4. 一季度水泥表现超预期, 玻璃价格持续阴跌

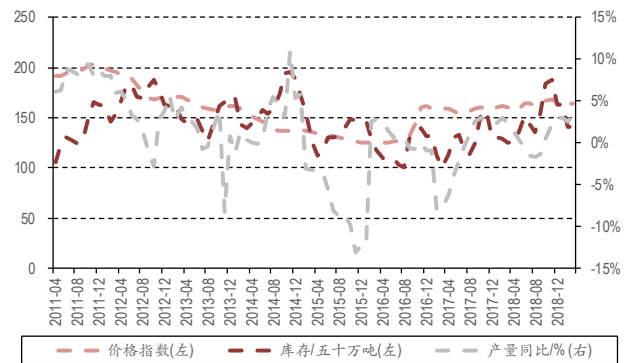
水泥价格上行, 价格表现超乎预期, 华北、华东、华中、西南地区表现突出: 一季度水泥价格重新上行。分区域看, 华北地区因雄安新区建设推动, 2019 年也无新产能增加, 水泥价格表现较好。长江流域的西南、华中、华东地区雨季结束, 施工需求集中释放, 对价格形成较强支撑。西南与华中水泥龙头华新水泥因此充分受益, 一季度业绩超预期。从当前时点来看, 水泥板块表现要好于去年底市场预期, 2018 年密集开工带来的存续项目也为水泥需求形成强大的支撑。其次春节以后高涨的市场行情为水泥板块估值提升提供更好的环境。而基建补短板则与施工超预期对水泥需求形成共振, 需求共振下, 一季度水泥行业出货量有所提升, 国家统计局数据显示, 全国水泥产量同比提升 16.34%。

图表 13. 近年水泥价格、库存、产量



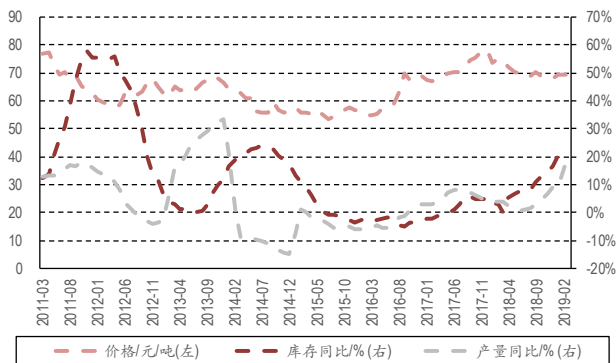
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 14. 近年煤炭价格、库存、产量



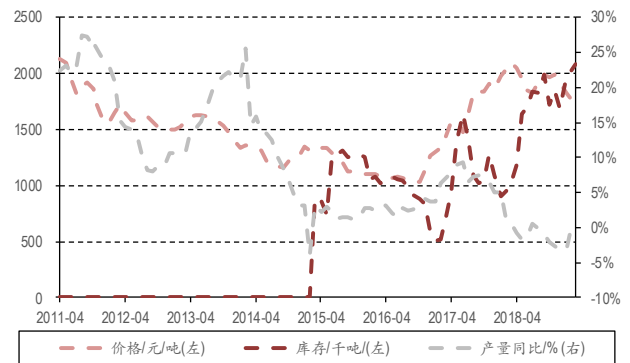
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 15. 近年玻璃价格、库存、产量



资料来源: 万得, 中银国际证券

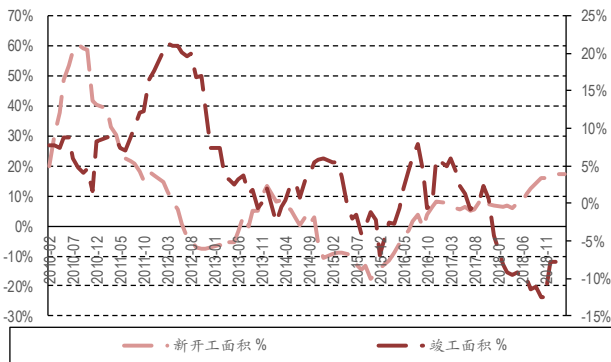
图表 16. 近年石油焦价格、库存、产量



资料来源: 万得, 中银国际证券

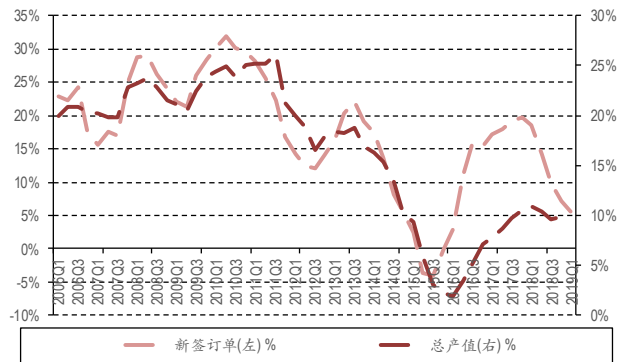
部分厂商乐观，行业产能增加，企业压价去库存的压力依然存在：一季度玻璃价格持续阴跌，库存明显提升。由于地产销售小幅回暖带动厂商市场信心提振，一季度新增产能相对较多。与之对应的是库存的高企以及部分厂商压价去库存的压力，预计短期内玻璃价格仍将承压。冷修方面，厂商当前对于产能的控制力已经非常强，部分产能并不是已经到非冷修不可的程度，因此在价格高位条件下，当前厂商进行冷修意愿并不强。成本方面，去年四季度石油价格回调对玻璃行业成本压力有一定缓解，但并不是每个厂商都是，部分厂商采用天然气，由于四季度采暖期对冲后，成本改善并不明显。

图表 17. 房屋建筑新开工增长保持强劲



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 建筑业产值与新签订单平稳增长



资料来源：万得，中银国际证券

建筑大央企一季度新签订单平稳增长，中国化学增速加快，葛洲坝有所下滑，普通上市公司3月份订单提升：3月份上市建筑企业（剔除建筑大央企）新签重大合同10项，总额84.18亿元；新中标订单20项，总金额233.44亿元，数量与金额环比同样增多。一季度中国建筑、中国中冶、中国化学、中国电建、葛洲坝新签订单分别同比增长13.49%、5.33%、47.13%、16.15%、-33%。建筑央企订单同比均有增多，水利水电订单下滑，房建、工建订单保持平稳，中国化学订单依然保持强劲增长。中国化学订单的强势表现小幅超于我们预期。

地产资金面有所缓解，投资超预期，开工依然保持强劲：年初至今部分房地产数据有所改善。3月份新开工面积3.87亿平，同增11.88%，趋势上依然保持强劲，增速超越市场预期；竣工面积1.85亿平，同减10.79%，整体依然保持低位；销售面积2.98亿平，同减0.86%，新房销售有所改善，其中以一二线城市表现较为突出；从地产信托产品收益率平稳小幅下行也可以印证地产商当前资金面有所缓和。3月份百城土地成交规划建筑面积0.60亿平，同减39.47%，增速趋势依然下行；房地产广义库存63.03亿平，库存同比7.15%，增速依然继续提升。

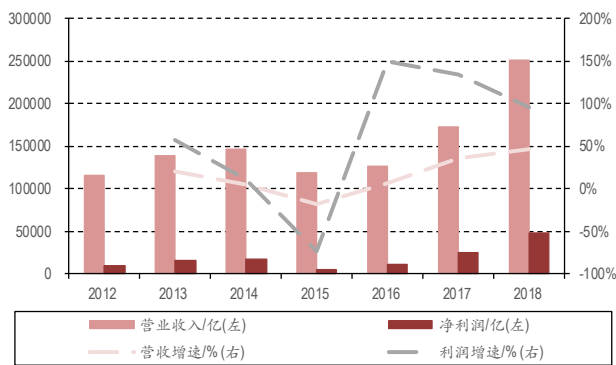
部分数据改善，但总体依然未有明显改善，房企总体战略依然保守：综合看房地产各项总量数据，我们可以发现开工依然强劲、竣工依然萎靡、房企资金改善但拿地意愿不强，销售虽然好转但库存依然上升。因此我们认为当前随着部分城市需求好转，但是总体库存压力依然趋近，房企依然保持悲观，销售回款的资金增量用于进一步加快库存项目开发，但拿地意愿不强，行业总体呈保守态势。

一、水泥板块：业绩高增，各项指标全面改善

1. 涨价推动板块财报全面改善

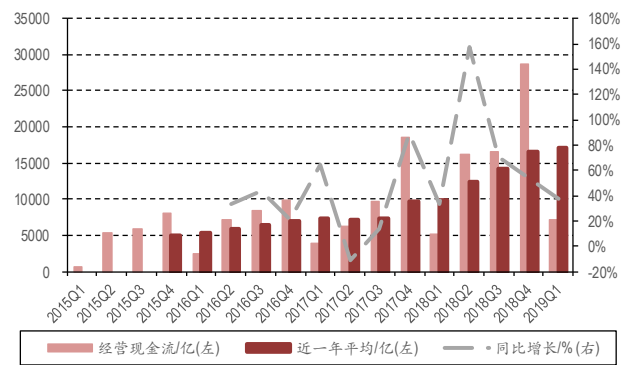
价格上涨推动利润高增，需求叠加屡超市场预期：2018 年水泥板块进入全面业绩释放期。行业主要上市公司合计营收 2,463.62 亿元，同增 42.96%；归母净利润 446.98 亿元，同增 98.88%。其中四季度营收 866.69 亿元，同增 49.47%，归母净利润 128.15 亿元，同增 52.55%。2019 年一季度营收 526.02 亿元，同增 49.66%，归母净利润 85.20 亿元，同增 57.26%。本次水泥板块业绩释放主要是价格上涨导致，在价格上涨催化下，各项成本率费用率均有下降，利润率提升明显。值得注意的是，在 2018 年四季度起基数明显增高的条件下，水泥板块依然能够保持营收 40% 以上，利润 50% 以上的增速，大超市场预期。我们认为当前水泥板块表现再超预期主要是房屋建筑新开工超预期以及基建补短板项目推进造成需求叠加所致。

图表 19. 板块业绩连续高增



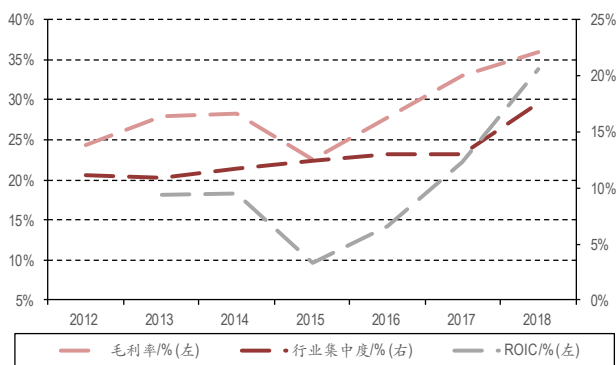
资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 经营现金流屡创新高



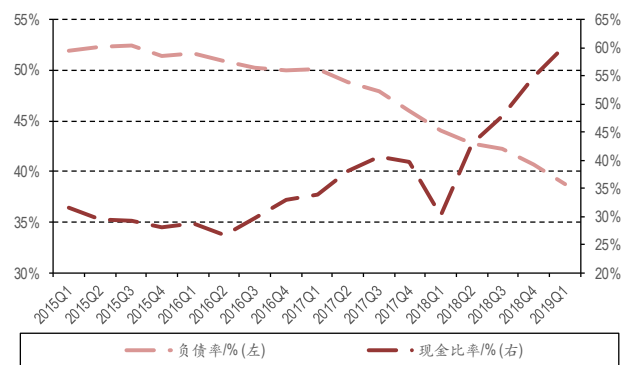
资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 盈利能力与行业集中度均有提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 负债率下降现金比率提升



资料来源：万得，中银国际证券

水泥板块主要上市公司财务报表依然呈现全面向好的态势：2018 年至今经营现金流至少保持 30% 以上的同比增速，2018 年全年行业主要上市公司经营现金流合计 166.46 亿元，同增 54.02%。同时行业负债率下降，现金比率提升，行业平均应收账款周转率和收现比同步上升，毛利率与 ROIC 均有提升。同时行业向头部集中的趋势更为明显：头部企业规模成本优势明显，价格上涨时业绩弹性更大。

2. 海螺、华新、塔牌、上峰财务报表最优

海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、上峰水泥四大标的财务报表表现较为稳健：考察 2016-2018 年年报以及 2019 年一季报，我们认为海螺水泥、华新水泥、塔牌集团、上峰水泥四家公司财务报表比较稳健，与当前海螺、华新、冀东、塔牌、万年青“五朵金花”关注度较高有所出入。我们认为水泥板块财务报表稳健表现有赖于产能区域布局。冀东水泥主要产能布局在华北，区域需求相对较弱，主要是 2019 年一季度业绩弹性较大引起市场关注。万年青主要产能布局于江西省，有赖于长江中下游市场联动。而塔牌与上峰分别布局于水泥需求旺盛的广东省和浙江省，虽然带给市场的超预期不多，但是财务报表表现相对稳健。海螺是水泥板块当之无愧的龙头，规模成本优势显著，区域布局合理，竞争力最强各项财务指标最好。华新水泥产能布局主要在湖北省，区域需求较为旺盛，西南地区需求超预期以及未来华新水泥依然有持续产能释放是公司近期市场关注度较高的主要原因。

图表 23. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
上峰水泥	5,304.58	1,472.36	15.63	85.96	35.61	46.70	28.03	49.06	55.20	36.26	0.82	34.27
塔牌集团	6,630.34	1,723.11	45.27	139.00	19.88	40.35	26.00	17.91	105.48	84.01	0.64	39.45
海螺水泥	128,402.63	29,814.28	70.50	88.05	25.58	36.74	23.86	22.15	194.17	112.03	0.95	28.08
华新水泥	27,466.04	5,181.45	31.48	149.39	24.74	39.65	20.77	44.76	69.77	47.08	0.86	28.76

资料来源：万得，中银国际证券

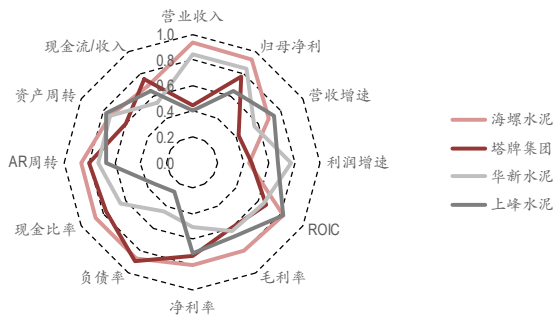
图表 24. 2019 年一季报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
上峰水泥	1,139.86	358.94	37.29	116.08	7.79	47.47	31.67	47.82	42.77	7.88	0.16	58.56
塔牌集团	1,379.63	425.29	12.58	14.45	4.58	38.17	30.84	12.25	241.01	25.64	0.13	(5.35)
海螺水泥	30,500.53	6,081.26	62.53	27.27	4.50	30.83	20.34	19.48	245.17	25.38	0.20	16.43
华新水泥	5,975.73	1,010.90	32.53	90.60	4.55	36.55	18.37	42.20	59.49	7.95	0.18	21.84

资料来源：万得，中银国际证券

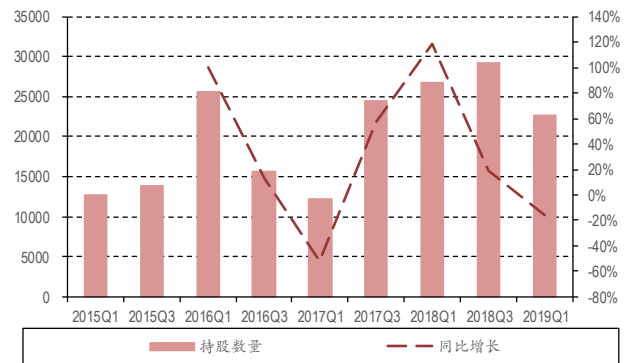
一季度行业表现超预期，市场关注度较高，海螺、冀东、华新持股较多：2019 年一季度末水泥板块合计持股 2.27 亿股，相比 2018 年四季度有所下降，但依然处于历史较高水平。2019 年一季度以来开工超预期与基建补短板推进形成的需求工程为水泥板块带来了更多的市场关注度，行业上市公司一季度业绩表现确实超乎市场预期。其中行业龙头海螺水泥、华北龙头冀东水泥、华中西南龙头华新水泥三者合计持股 1.28 亿股，占板块持股总量 56.47%。

图表 25. 海螺、塔牌、华新、上峰财务指标比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 水泥板块关注度依然较高

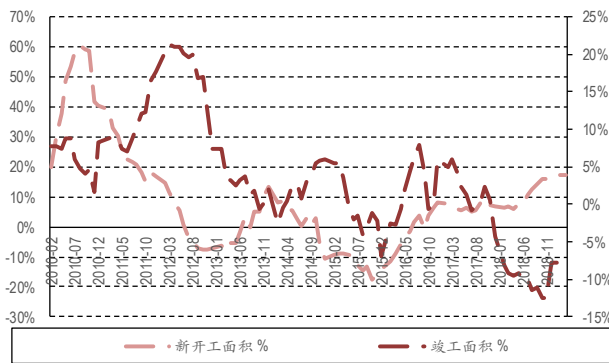


资料来源：万得，中银国际证券

3. 板块行情驱动因素有别，区域结构性更明显

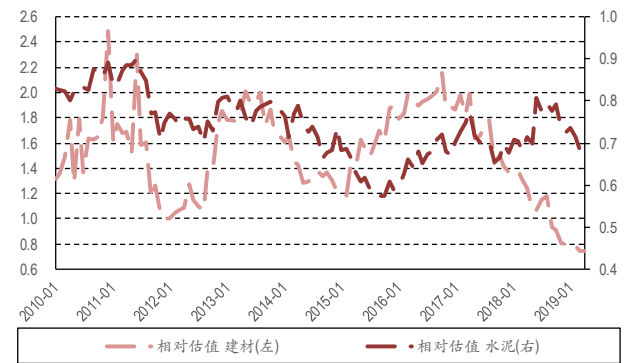
2019 水泥板块行情驱动因素有别于 2018 年，区域结构性更加明显：我们认为当前水泥板块行情的驱动力与 2018 年有所不同。2018 年水泥板块行情驱动是供给侧限产、行业自律、错峰停窑同时执行，导致行业供给不足，价格上涨，是事件性因素驱动，因此行业有普涨行情。而 2018 年四季度以来水泥板块超预期是需求端驱动，开工超预期加上基建补短板施工形成需求共振拉动水泥板块预期，因此本轮水泥行情的区域性更强，哪里水泥供需矛盾更急迫，哪个公司表现就更好，因此一季度冀东水泥和华新水泥股价表现优于同行。

图表 27. 房屋新开工增速依然处于高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28. 水泥板块相对估值并未创新高



资料来源：万得，中银国际证券

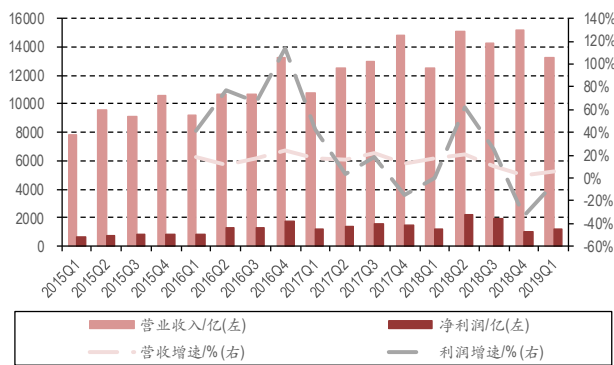
预期房屋新开工依然会回落并传导到水泥板块的需求：2018 年以来，水泥板块业绩高增，业绩基数越来越大。未来供给侧限产难有边际收紧的预期，后续企业业绩关键看需求端是否有超预期。一方面基建需求稳步推进，房屋建筑需求是否继续坚挺是水泥板块业绩能否持续的关键。地产新开工持续高增，但土地购置面积增速持续低迷，我们认为随着库存项目减少，未来房屋新开工将下滑，并最终将传导到水泥板块的需求上。

二、玻璃板块：产品价格阴跌，板块表现下滑

1. 玻璃价格持续阴跌，板块业绩增速下滑

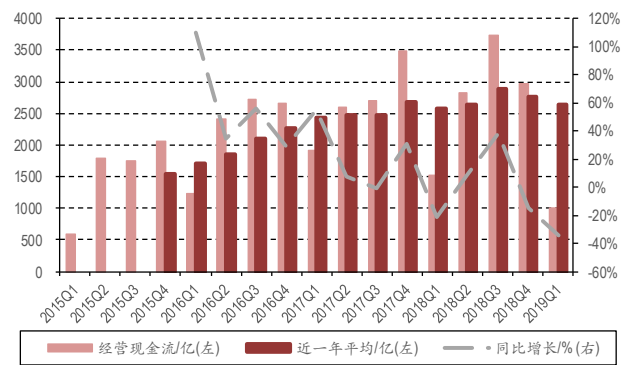
玻璃价格持续阴跌，行业营收增速下滑，2019年一季度利润增速负增长：2018年玻璃板块主要上市公司合计营收571.85亿元，同增12.05%；归母净利润63.98亿元，同增12.79%。其中四季度营收152.27亿元，同增2.67%；归母净利润10.29亿元，同减31.79%。2019年一季度营收132.15亿元，同增5.17%；归母净利润11.75亿元，同减4.72%。2018年至今玻璃价格持续下跌是导致板块整体业绩低迷的主要原因。2018年与2019年一季度，行业平均毛利率分别下滑1.46pct与2.80pct；行业内公司加强费用管控，管理费用率同比分别下降1.74pct与1.02pct。由于玻璃行业也具有固定成本较高，盈利弹性较大的特点，由于价格阴跌导致行业营收下滑对利润增速的影响明显放大，2018年四季度与2019年一季度利润增速均为负。

图表 29. 板块业绩持续下滑



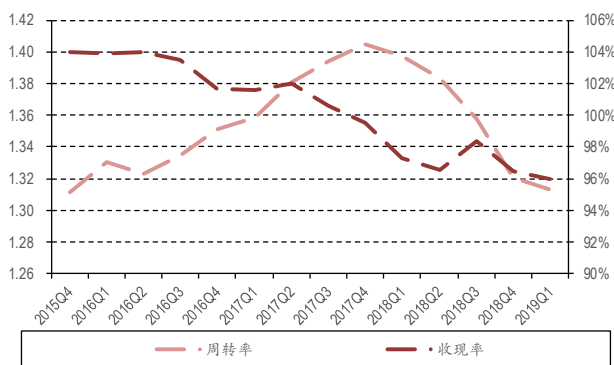
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 经营现金流增长下行



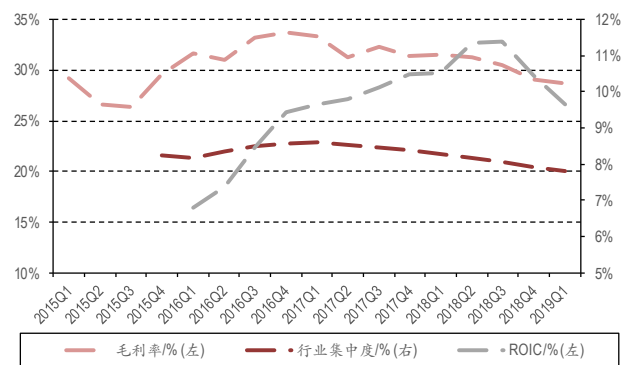
资料来源：万得，中银国际证券

图表 31. 行业平均周转率与收现率同步下行



资料来源：万得，中银国际证券

图表 32. 板块盈利能力下滑



资料来源：万得，中银国际证券

玻璃板块各项财务指标下行：2018年以来，随着产品价格阴跌导致板块营收增速下滑，玻璃板块各项财务指标也均呈下滑态势。经营现金流同比持续下滑，应收账款周转率与经营收现率同步下降，行业负债率提升，现金比率下降。玻璃板块各项财务指标与价格关联度较高，行业财务报表的改善也有待于产品价格的回暖。

2. 板块纯正标的的较少，旗滨集团表现优于同行

玻璃板块纯正标的的相对较少，旗滨集团标的的纯正，各项指标优于同行：与水泥板块相比，玻璃板块标的的纯度相对较低。更多企业会兼营光伏、电子玻璃等业务，也有企业主营汽车玻璃、药用玻璃等，因此受医药、汽车、光伏、电子等其他行业景气度影响较大。旗滨集团当前主营平板玻璃生产与销售，是板块内相对较为纯正的标的。收全年玻璃价格下跌影响，旗滨集团利润增速下滑明显，但相对同行，2016-2018年以来旗滨集团财务报表表现依然相对稳健，各项财务指标均优于同行，具体在业务规模、现金周转以及负债率控制等方面优于同行。

图表 33. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
南玻 A	10,609.96	452.97	(2.48)	(45.12)	5.04	23.46	4.45	50.56	47.55	17.25	0.55	20.08
旗滨集团	8,378.31	1,207.66	10.46	5.69	13.53	28.79	14.41	41.03	18.75	126.19	0.66	24.66
福莱特	3,063.80	407.31	2.42	(4.50)	8.55	27.12	13.29	47.24	70.86	4.61	0.47	14.06

资料来源：万得，中银国际证券

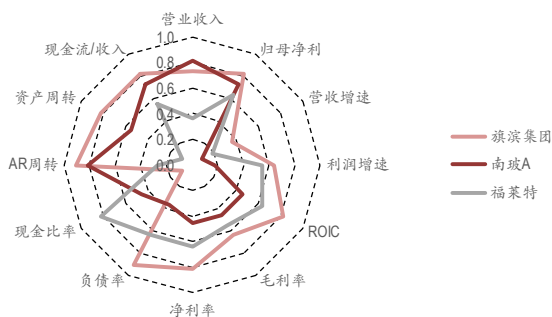
图表 34. 2019 年一季报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
南玻 A	2,222.72	132.19	(15.47)	(17.06)	1.31	23.06	6.12	49.62	47.95	2.92	0.12	6.13
旗滨集团	1,835.41	209.59	10.67	(34.95)	2.22	24.39	11.42	43.02	33.40	20.23	0.14	5.82
福莱特	931.67	109.21	37.08	10.89	2.25	28.27	11.72	46.58	78.97	1.21	0.13	22.13

资料来源：万得，中银国际证券

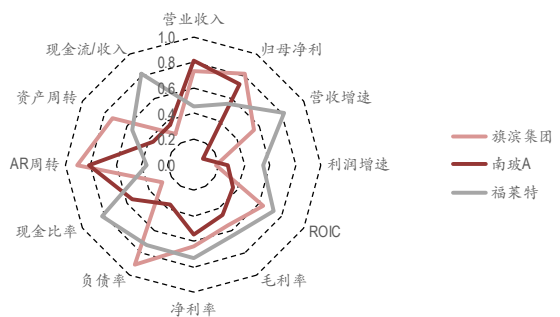
南玻集团应收账款周转较快，福莱特利润率与增长率较高：南玻集团与新股福莱特同样主营平板玻璃，但均有涉足光伏业务，标的的纯度相对旗滨集团较低，财务报表表现方面旗滨集团更好。从 2018 年以及 2019 年一季度来看福莱特在利润以及现金流控制做的更好，业绩增速相对南玻和旗滨集团更快。南玻集团则在营业规模以及应收账款周转的控制方面有一定优势。

图表 35. 2018 年年报财务指标比较



资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 2019 年一季度财务指标比较



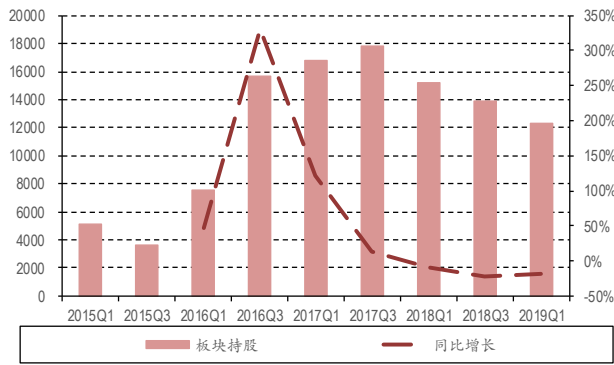
资料来源：万得，中银国际证券

旗滨集团、福耀玻璃、山东药玻有更高的市场关注度：若不考虑标的的纯正的问题，福耀玻璃和山东药玻也是玻璃板块两大市场关注度较高的标的。2016 年以来，旗滨集团、山东药玻、福耀玻璃三大个股持股占板块总体持股比率一直稳定在 80% 以上，股价表现也优于同行。

3. 短期内厂商行为影响库存指导价格

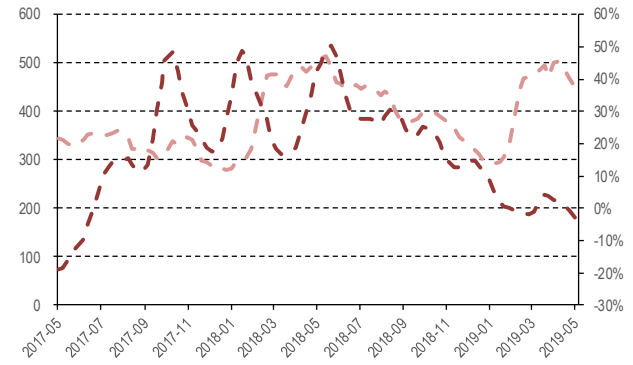
地产数据未有明显变化，主要由库存指导价格：2018年以来玻璃板块价格持续下跌是行业盈利下滑的主要原因。我们认为如果没有地产在周期的驱动，则玻璃行业自身周期将“熨平拉长”，并由库存扰动产生地产周期内的“次周期”。当前地产销售、地产竣工等数据并未有明显改善，主要还是由厂商冷修影响库存从而影响价格。2018年以来玻璃价格虽然阴跌，但是依然处于历史相对高位，因此厂商普遍乐观，冷修意愿不足，加大复产力度，库存提升厂商压价去库存压力提升。

图表 37. 2019 年板块持股相比 2018 年同期提升



资料来源：万得，中银国际证券

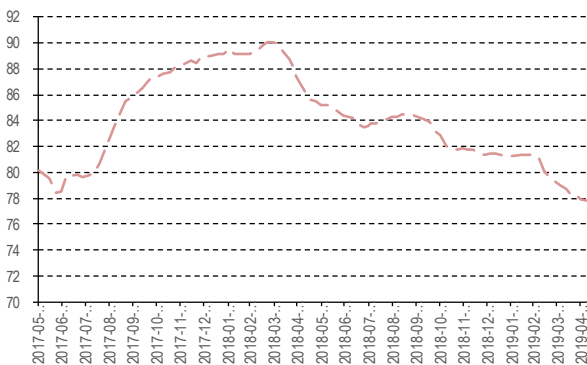
图表 38. 2019 年以来行业库存高企



资料来源：万得，中银国际证券

板块持股持续下行，估值水平持续下探：2019 年一季度末玻璃板块合计持股 1.23 亿股，相比 2018 年四季度有所减少，同比也有所下滑。相比 2015 年持股数量更多，但可以发现 2017 年以来，玻璃行业的市场关注度持续下降，板块估值水平也逐步下探。

图表 39. 2018 年以来玻璃价格持续阴跌



资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. 板块估值与业绩增速回落



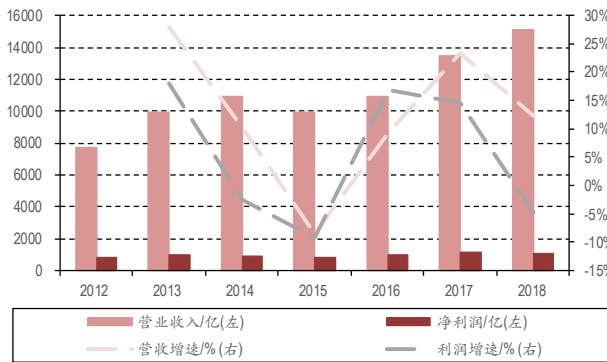
资料来源：万得，中银国际证券

三、管材板块：营收平稳向好，板块热度有望提升

1. 顾地科技非经常损益影响板块业绩增速

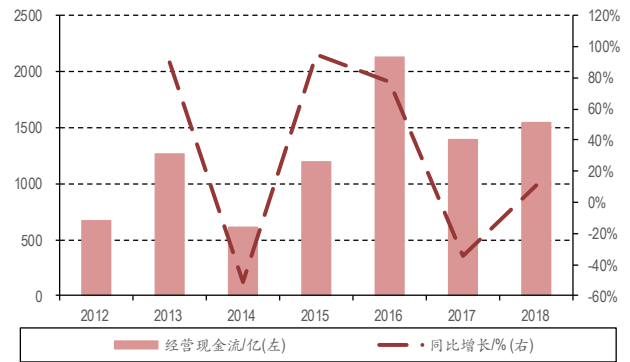
顾地科技 2017 年投资收益影响板块 2018 年业绩增速，毛利率与管理费用率均有下降：2018 年管材板块主要上市公司合计营收 150.88 亿元，同增 12.22%；归母净利润 10.99 亿元，同减 3.67%。其中四季度营收 50.38 亿元，同增 7.15%；归母净利润 2.01 亿元，同减 67.01%。2019 年一季度营收 27.68 亿元，同增 19.42%；归母净利润 1.27 亿元，同增 39.73%。其中 2018 年四季度盈利下滑的原因是 2017 年顾地科技出售子公司股权形成投资收益 0.67 亿元基数较高所致。管材板块上市公司相比水泥板块较少，公司规模较小，单个公司的非经常性损益会对板块整体指标形成影响。管材行业 2018-2019 年总体毛利率与管理费用率均有所下滑，2018 全年与 2019 年一季度毛利率分别同比下降 0.75pct 与 0.38pct；管理费用率分别同比下降 1.66pct 与 0.54pct。

图表 41. 利润增速有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

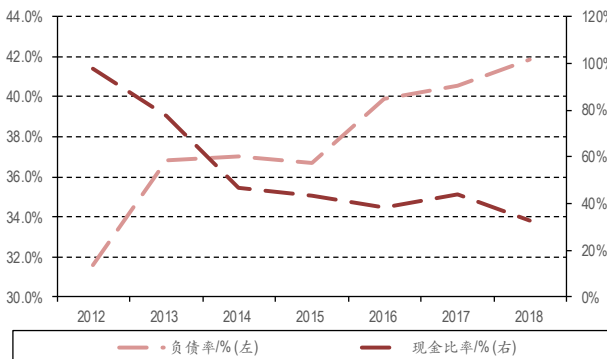
图表 42. 现金流同比改善



资料来源：万得，中银国际证券

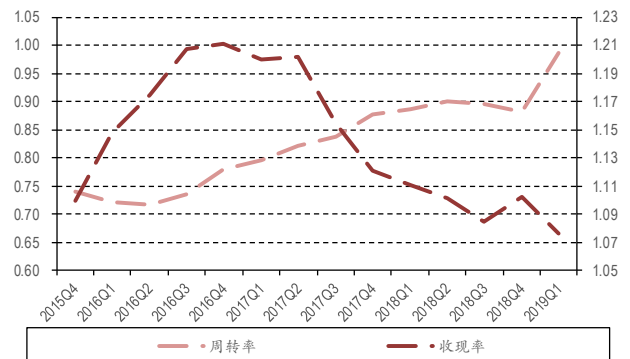
企业加快货物周转，现金流平稳向好，但收现率下降：2018 年地产供应商普遍面临的问题是地产资金趋紧，收现能力下降。管材板块平均收现率明显上行，但应收周转率下降。同时负债率提升，现金减少，经营现金流平稳同比小幅提升。对此我们认为企业收现率下降，但是加快货物周转，因此收入增速较快，现金流平稳向好。

图表 43. 负债率提升，现金比率下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 周转率提升但收现比下降



资料来源：万得，中银国际证券

2. 市场关注度小幅提升，伟星新材优势明显

伟星新材标的纯正，各项指标明显优于同行：综合考察 2016-2018 三年财务报表和 2019 年一季报，我们认为管材板块中，伟星新材是板块最纯正标的并且各项财务指标最为稳健。公司上市 7 年以来每年保持 20% 左右的业绩增速，除增速处于行业中游水平外，营业规模、利润率、负债率、现金周转等各项指标均明显优于同行。2018 年公司归母净利 9.78 亿元，占板块归母净利总额超过 90%。2018 年塑料管行业整体营收增速由于地产资金趋紧有所下降，公司深耕零售渠道有效规避地产产业链周期风险，实现营收增长 17.08% 实属不易。

图表 45. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
伟星新材	4,569.54	978.33	17.08	19.12	28.13	46.77	21.43	20.74	114.54	18.55	1.04	20.94
永高股份	5,353.78	244.67	17.16	27.00	7.96	23.59	4.57	46.36	45.58	6.41	1.06	7.79
雄塑科技	1,872.84	203.96	21.89	52.60	15.00	24.06	10.89	20.94	179.99	13.19	1.08	5.66

资料来源：万得，中银国际证券

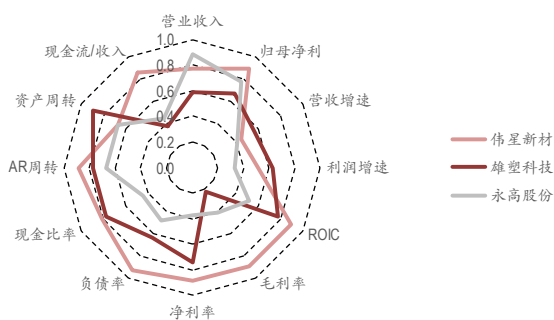
图表 46. 2019 年一季报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
伟星新材	781.61	130.15	17.89	21.01	3.40	43.70	16.67	18.60	185.39	2.56	0.17	(18.08)
永高股份	1,189.24	58.15	28.26	672.38	1.81	22.92	4.89	46.82	31.65	0.00	0.22	9.99
雄塑科技	424.04	56.54	16.88	45.32	3.86	27.06	13.33	16.88	189.00	2.29	0.24	(15.70)

资料来源：万得，中银国际证券

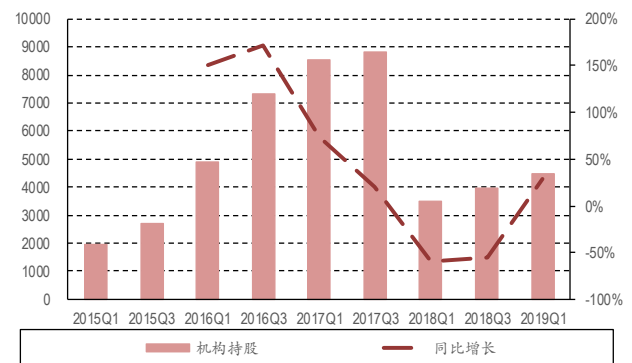
板块持股同比小幅增长，伟星新材市场关注度最高：2018 年四季度管材板块公募基金合计持股 4,491.20 万股，相比 2018 年底有所减少，但同比依然有小幅增加。其中伟星新材持股 3,911.75 万股，占比达到 87.10%。伟星新材依靠稳健的经营思路逐步得到市场的信任与关注。并以其深耕零售端的渠道布局有效规避地产周期风险。2019 年地产有望迎来竣工大年，装修需求提升下，对塑料管材需求提升，板块市场关注度有望进一步提升。

图表 47. 伟星新材指标均衡优势突出



资料来源：万得，中银国际证券

图表 48. 市场关注度有边际提升



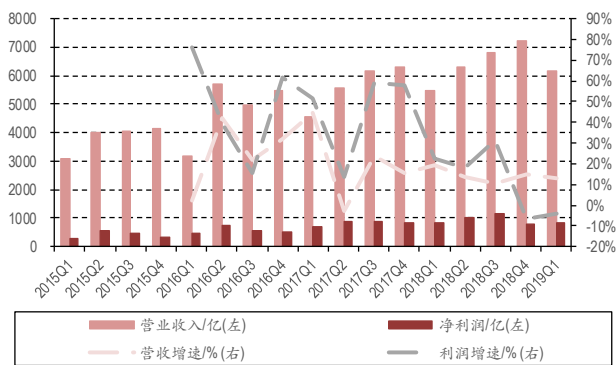
资料来源：万得，中银国际证券

四、玻纤板块：19Q1 毛利下滑，净利负增长初现

1. 毛利率下滑明显导致净利润初现负增长

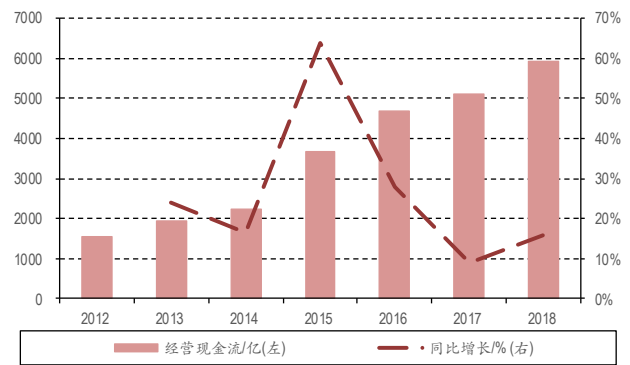
2018 年四季度开始毛利率下滑明显，导致净利润负增长：2018 年玻纤板块上市公司合计营收 258.30 亿元，同增 14.39%；归母净利 37.49 亿元，同增 16.08%。其中四季度营收 72.47 亿元，同增 15.04%；归母净利 7.68 亿元，同减 7.29%。2019 年一季度板块上市公司营收 61.87 亿元，同增 13.08%；归母净利 8.20 亿元，同减 2.36%。2018 年以来，板块上市公司毛利率有所下降，同时管理费用率均有下降，两者抵消，利润增速保持平稳。但 2018 年四季度以来，毛利率下滑态势更加明显，并导致净利润的负增长。我们认为毛利率下降或一方面与贸易战升级，销量降低，固定成本占比提升有关；另一方面与业内部分厂商产能集中投放对价格形成约束有关。

图表 49. 利润增速有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

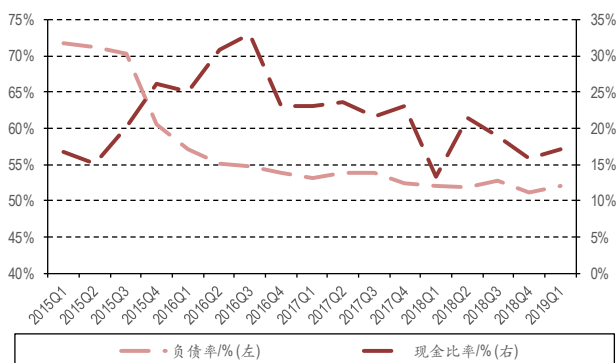
图表 50. 现金流增长保持平稳



资料来源：万得，中银国际证券

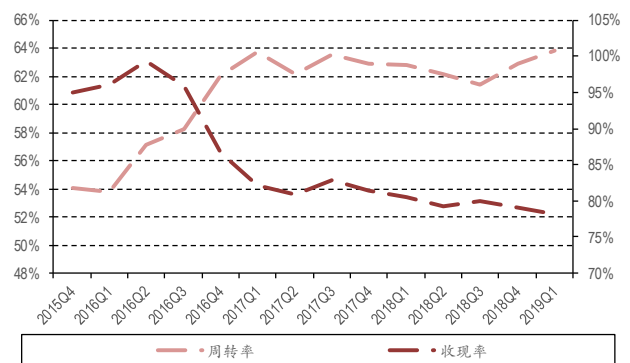
企业加快货物周转，现金流平稳向好，但收现率下降：观察板块现金流相关数据，2018 年全年玻纤板块经营现金流保持平稳增长，现金比率与负债率同降，收现率下降，但应收账款周转率提升。对此我们认为行业营收增速高于现金流增速与应收账款增速导致收现率下降的同时周转率提升。行业也负债率与现金比率同步下降表明当前行业财务状况依然稳健。

图表 51. 现金比率与负债率同降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 52. 收现率下降，应收账款周转率提升



资料来源：万得，中银国际证券

2. 市场关注平稳小降，预计短期存在一定制约因素

中国巨石、长海股份、再升科技财务报表表现较好：玻纤板块 5 家上市公司均为纯正标的，分别处于玻纤行业的不同制造环节。综合考察 2016-2018 三年财务报表和 2019 年一季报，我们认为中国巨石、长海股份、再升科技三家公司财务财务报表各项指标较为稳健。其中中国巨石在营业规模、成本费用、收现比等方面的控制优势较好。长海股份周转率较快，负债率较低；再升科技负债率较低，成长速度相对较快。中材科技与九鼎新材各项财务指标也较好。

图表 53. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
中材科技	11,446.87	934.14	11.48	21.75	7.26	26.93	8.66	54.17	43.58	3.98	0.49	13.79
九鼎新材	1,071.04	18.60	7.73	(684.10)	3.90	25.16	1.74	61.26	17.33	3.63	0.42	20.89
长海股份	2,197.94	263.08	8.42	30.28	9.77	25.76	11.93	19.44	134.48	6.29	0.70	8.85
中国巨石	10,032.42	2,373.98	15.96	10.43	11.51	45.11	23.77	51.99	29.35	8.09	0.36	38.50
再升科技	1,082.12	158.96	69.15	39.96	10.65	33.01	14.66	41.10	51.78	3.63	0.50	6.53

资料来源：万得，中银国际证券

图表 54. 2019 年一季报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		盈利能力			负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %	ROIC %	毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
中材科技	2,655.54	215.23	27.40	45.20	1.63	28.56	8.38	54.97	40.69	0.81	0.11	(15.77)
九鼎新材	227.49	2.55	2.09	5.67	0.69	23.77	1.12	62.22	20.30	0.84	0.10	7.55
长海股份	519.17	55.04	15.90	36.94	2.25	28.01	10.54	21.09	136.16	1.41	0.16	1.86
中国巨石	2,496.33	498.83	0.06	(19.14)	2.44	41.19	19.80	52.95	26.60	1.58	0.08	21.56
再升科技	288.68	48.09	30.30	51.22	2.87	33.82	16.74	43.07	45.84	0.79	0.12	22.42

资料来源：万得，中银国际证券

短期产能投放以及贸易战预计对行业量价均有一定影响：玻纤板块长期看天花板一直在提升，行业竞争格局较好，护城河已宽且深，是建材行业里面不可多得受地产周期影响的细分行业，投资价值较高。但短期受中美贸易战影响以及部分厂商产能投放较为集中，对产品销量以及价格均有一定压力。

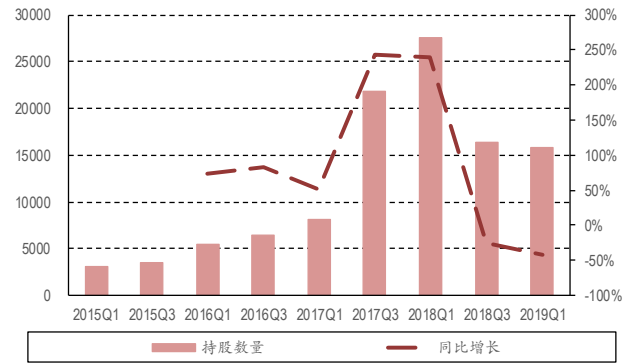
玻纤板块市场关注度大致保持平稳，有小幅下降：2019 年一季度玻纤板块合计持股 1.58 亿股，相比 2018 年下半年变化不大，与 2018 年上半年相比有所下滑。当前玻纤板块或因贸易战影响以及产能集中投放业绩增速与行业估值均有所下降。我们认为短期制约因素释放完毕后，玻纤板块依然有较好投资价值。

图表 55. 行业估值水平与业绩增速有所下降



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 56. 市场关注度保持平稳

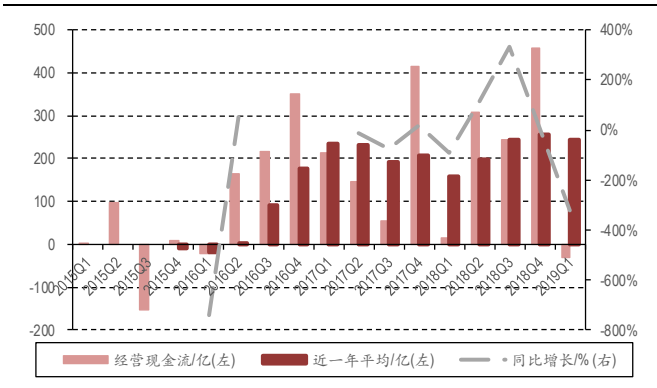


资料来源: 万得, 中银国际证券

五、耐火板块：高增长恐难持续，市场关注度下降

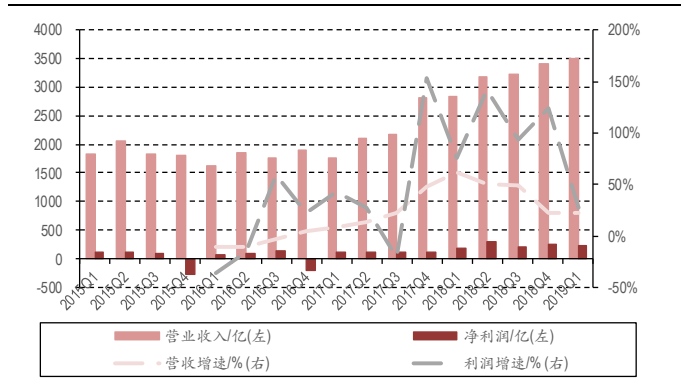
2018 年全年利润高速增长，但未来恐难以长期持续：2018 年耐火板块四家上市公司合计营收 126.76 亿元，同增 43.01%，归母净利 8.82 亿元，同增 113.39%。其中四季度营收 34.17 亿元，同增 21.82%，归母净利 2.34 亿元，同增 110.83%。2019 年一季度营收 34.92 亿元，归母净利 2.23 亿元，同增 29.29%。2018 年全年耐火板块业绩高增，2019 年一季度有所下降，但依然处于较高增速。考虑耐火材料主要应用在工业产能投资，特别是钢铁行业为主。2018 年工业企业投资的超预期增长带动了行业业绩高增。但随着工业企业利润持续下行，工业企业投资高增难以持续，我们认为耐火板块的高度景气也难以长期持续。

图表 57. 单季度现金流波动较大



资料来源：万得，中银国际证券

图表 58. 2018 年全年业绩保持高速增长



资料来源：万得，中银国际证券

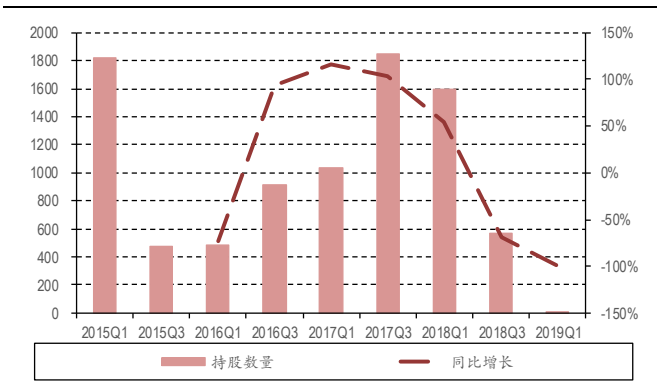
图表 59. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
瑞泰科技	3,786.42	17.29	73.96	13.91	5.96	18.17	1.87	73.65	24.83	5.21	1.03	8.96
鲁阳节能	1,842.37	307.17	15.45	43.71	15.41	42.11	16.67	27.66	112.92	4.04	0.70	12.55
濮耐股份	3,863.10	225.39	37.25	915.79	8.26	29.22	6.11	47.37	34.89	2.50	0.78	12.71
北京利尔	3,196.92	333.08	40.39	105.33	9.42	35.12	10.44	33.41	101.29	2.93	0.61	(1.26)

资料来源：万得，中银国际证券

板块关注度降至历史最低：2019 年一季度公募基金持有耐火板块仅 11.15 万股，同比减少 99.30%。考虑耐火本不是建材主流板块，未来业绩增长难以持续，板块的市场关注度降至历史最低。

图表 60. 机构持股显著减少



资料来源：万得，中银国际证券

图表 61. 行业估值持续下行

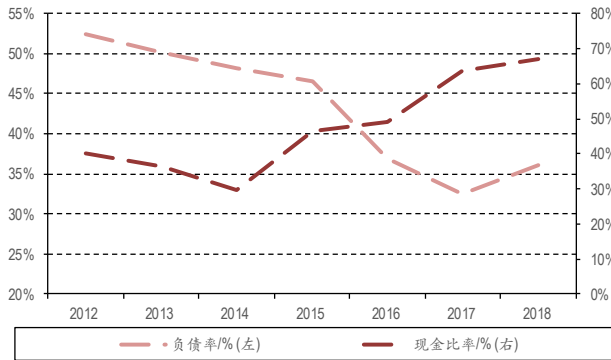


资料来源：万得，中银国际证券

六、板材板块：营收增速稳健，利润波动较大

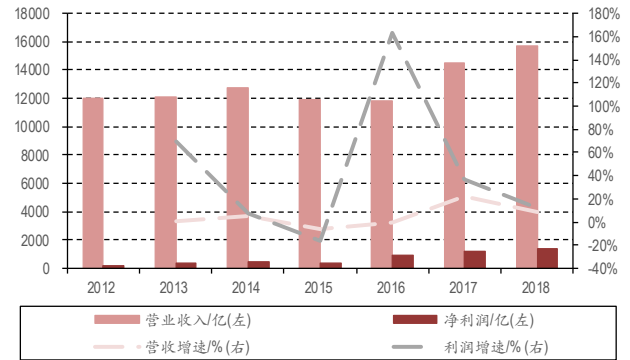
营收增速稳健，非经常性损益影响利润：2018年人造板板块主要上市公司合计营收156.889亿元，同增8.29%；归母净利13.88亿元，同增11.89%。其中四季度营收45.27亿元，同增5.97%；归母净利4.13亿元，同增1.79%。2019年一季度营收29.38亿元，同增4.34%；归母净利2.07亿元，同增42.5%。板块营收增速总体保持平稳，毛利率小幅提升，费用率小幅下降。2018年四季度利润增速下滑主要因大亚圣象和威华股份其他类受益同比明显减少。2019年一季度增速较快主要因为兔宝宝公允价值变动损益明显提升所致。板块非经常性利润对净利润影响较大。

图表 62. 现金比率提升，负债率下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 63. 业绩增速有所下降



资料来源：万得，中银国际证券

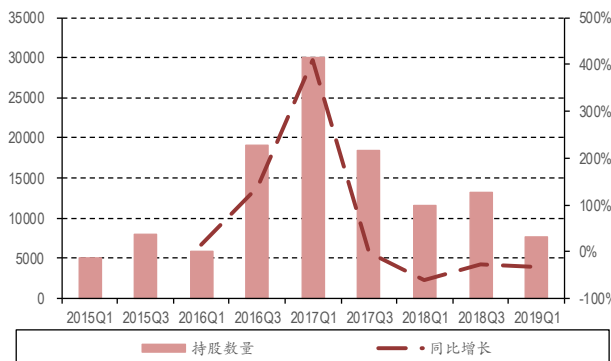
图表 64. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
大亚圣象	7,261.28	724.80	3.02	9.95	17.57	36.42	10.53	35.17	74.25	9.78	1.09	13.82
兔宝宝	4,306.46	330.85	4.54	(9.33)	15.81	16.68	7.66	43.60	31.28	51.80	1.52	6.99
威华股份	2,523.70	160.01	25.04	509.31	7.03	13.87	6.08	38.74	28.07	22.96	0.76	(0.06)
丰林集团	1,597.22	138.64	22.70	15.32	5.50	22.57	8.79	28.95	211.91	11.43	0.53	12.81

资料来源：万得，中银国际证券

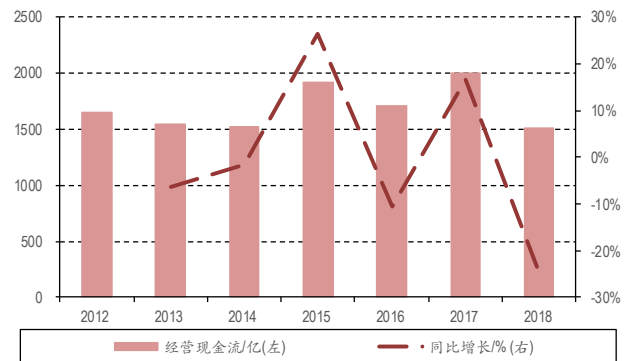
市场关注度下降，需求有望提升：人造板板块2019年一季度末持股0.76亿股，相比2018年下半年明显减少，行业关注度逐步下降。预计随着后续竣工高峰到来或者销售数据改善，装修需求有望提升，对应人造板需求有望新上一台阶。

图表 65. 行业关注度下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 66. 现金流同比下降

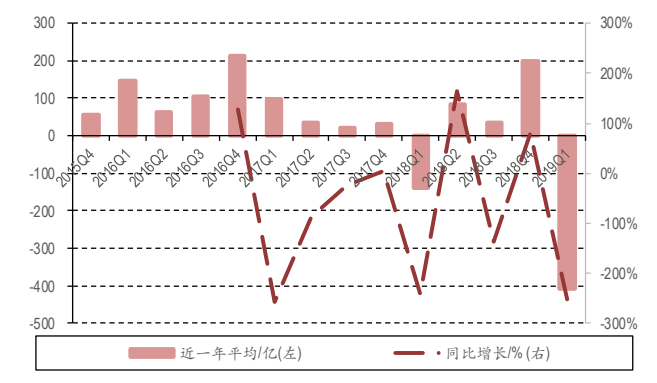


资料来源：万得，中银国际证券

七、防水板块：营收增速较高，毛利率下降影响利润

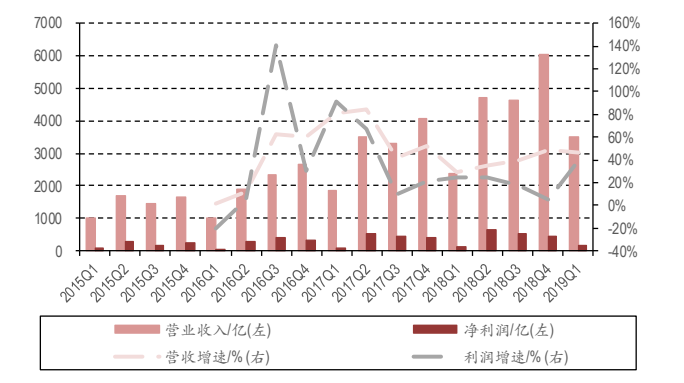
毛利率下降影响利润增速，经营现金流波动较大：2018年防水板块三家上市公司合计营收177.62亿元，同增39.57%；归母净利17.59亿元，同增17.15%。其中四季度营收60.23亿元，同增48.25%；归母净利4.42亿元，同增1.19%。2019年一季度营收34.99亿元，同增46.31%；归母净利1.86亿元，同增41.24%。2019年一季度，板块三家公司经营现金流流出33.92亿元，波动幅度较大。防水板块受益房屋新开工数据增长较快，业绩保持中高速增长，主要收到东方雨虹业绩影响。2018年以来，防水材料毛利率下降成为影响行业盈利的主要制约因素，而收现比下降则导致行业业务扩张的同时经营现金流波动较大。

图表 67. 经营现金流波动较大



资料来源：万得，中银国际证券

图表 68. 利润增速平稳波动



资料来源：万得，中银国际证券

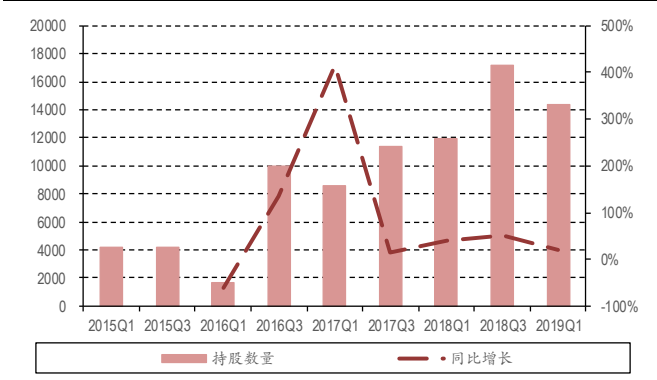
图表 69. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
东方雨虹	14,045.71	1,508.22	36.46	21.74	14.05	34.59	10.76	58.84	64.60	3.19	0.85	7.22
凯伦股份	619.31	65.10	57.09	46.07	11.25	36.76	10.51	52.39	59.12	2.57	0.79	(3.89)
科顺股份	3,096.75	185.27	51.89	(14.89)	8.33	31.40	5.98	40.90	87.26	2.62	0.83	(6.41)

资料来源：万得，中银国际证券

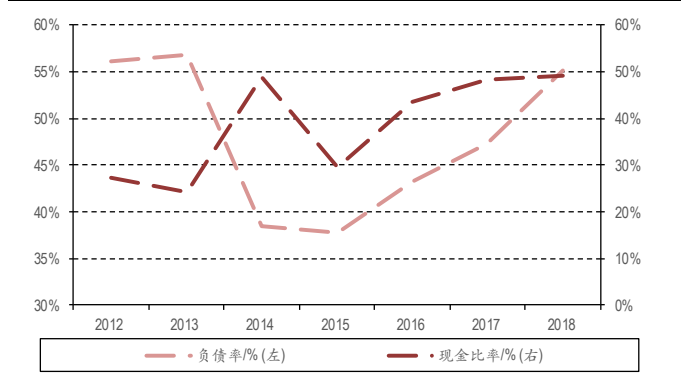
行业关注度有望提升：防水板块2019年一季度公募基金合计持股1.44亿股，相比2018年下半年有所回落，但依然处于历史高位，横向比较也高于其他细分板块。随着防水板块公司加强现金回收方面的措施，房屋新开工与基建施工需求叠加，未来防水板块市场关注度有望进一步提升。

图表 70. 行业关注度依然处于相对高位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 71. 负债率与现金比率同升

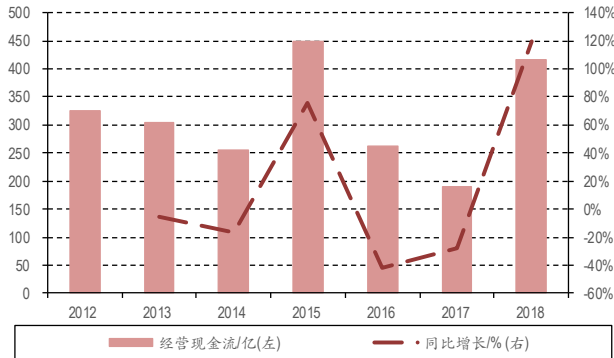


资料来源：万得，中银国际证券

八、涂料板块：业绩向好，未来释放空间大

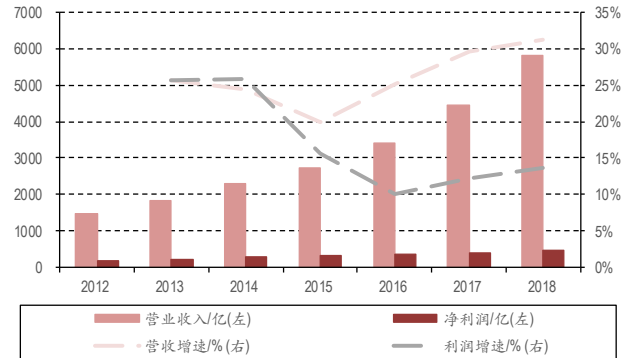
行业总体较快增长，三棵树对板块业绩影响较大：2018年涂料板块三家上市公司合计营收58.33亿元，同增31.26%，归母净利4.61亿元，同增13.17%。其中四季度营收19.39亿元，同增37.01%，归母净利1.41亿元，同减7.27%。2019年一季度营收10.25亿元，同增50.11%；归母净利0.22亿元，同增90.04%。2018年四季度利润负增长主要是三棵树集中支付用于应收账款保理的费用，导致财务费用有较大幅度增长所致。2019年一季度利润增速较快主要是三棵树营收超预期带动行业利润增长。

图表 72. 经营现金流较快增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表 73. 行业业绩增速较快



资料来源：万得，中银国际证券

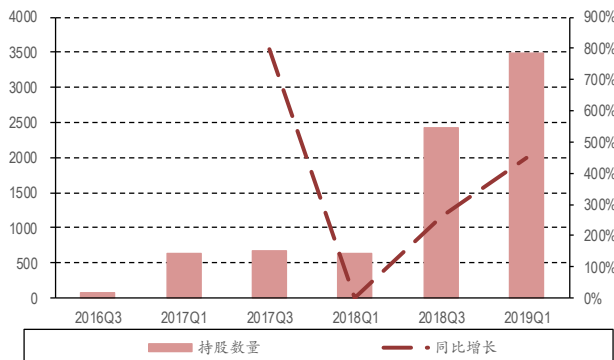
图表 74. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
坤彩科技	586.77	180.21	25.07	52.69	14.52	46.13	30.68	11.11	43.36	5.59	0.43	12.00
三棵树	3,584.02	222.49	36.82	26.43	15.84	39.97	6.21	57.82	28.03	5.70	1.36	7.44
亚士创能	1,662.26	58.73	22.64	(48.36)	4.40	29.49	3.53	48.40	90.32	2.94	0.72	4.81

资料来源：万得，中银国际证券

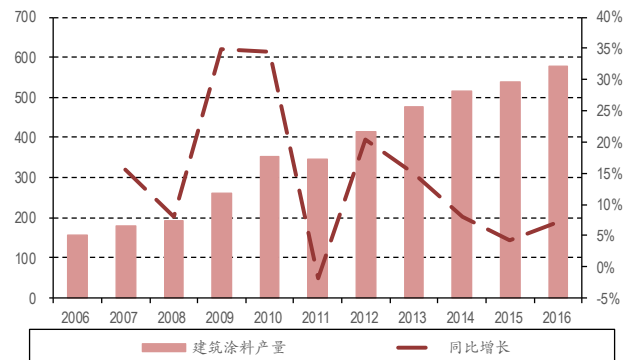
未来三棵树与坤彩科技均有较大的业绩释放空间：2019年有望迎来地产竣工大年，特别是在三四线城市。中小型城市通过地产集中装修较少，市场较为分散。但是装修建材需求依然在。利好渠道下沉布局三四线城市的三棵树。坤彩科技作为珠光颜料龙头，2019年一季度也做好了新产能布局，未来业绩释放空间大。

图表 75. 行业持股数量明显增长



资料来源：万得，中银国际证券

图表 76. 行业增速趋于平稳

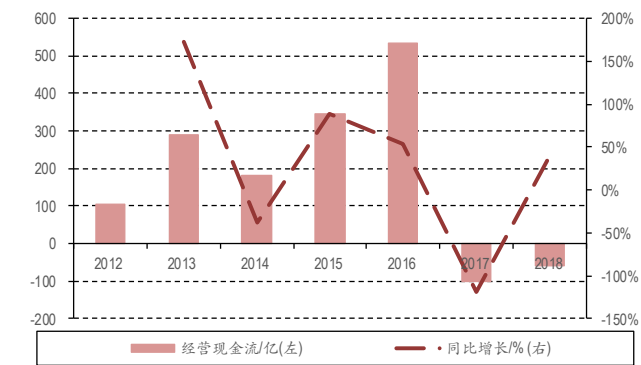


资料来源：万得，中银国际证券

九、减水剂板块：19Q1 超预期高增，现金流转负

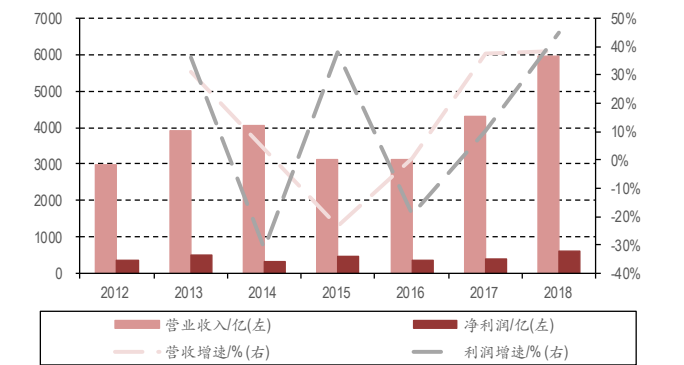
业绩高速增长超市场预期，经营现金流转负：2018年减水剂板块三家上市公司合计营收59.63亿元，同增38.42%，归母净利5.86亿元，同增44.46%。其中四季度营收18.28亿元，同增34.02%；归母净利1.01亿元，同减0.72%。2019年一季度营收12.55亿元，同增28.33%；归母净利1.55亿元，同增70.20%。2018年减水剂板块保持较快增长，2019年一季度，在地产施工超预期的加持下，板块业绩超越市场预期。但减水剂业务现金流较差，2017年以来，随着行业步入景气时期，行业合计经营性现金流开始转负。

图表 77. 业绩高增导致行业经营现金流流出



资料来源：万得，中银国际证券

图表 78. 行业上市公司业绩高增



资料来源：万得，中银国际证券

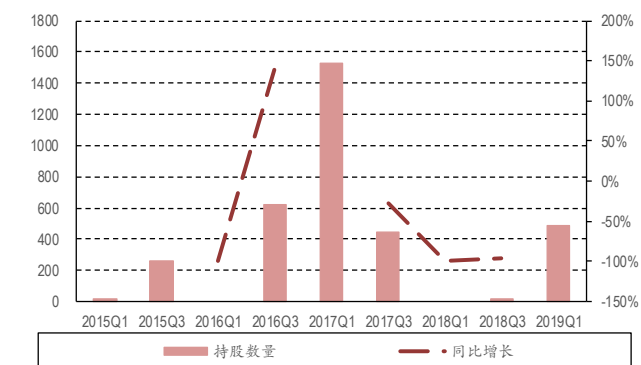
图表 79. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
建研集团	2,715.70	249.13	35.94	30.37	10.44	26.35	9.37	30.85	60.53	2.04	0.80	2.87
红墙股份	931.74	68.31	47.66	(15.29)	5.78	27.21	7.33	27.07	154.45	2.28	0.70	(4.26)
苏博特	2,315.96	268.40	37.88	100.61	11.18	37.38	11.64	40.77	43.62	2.04	0.74	(4.22)

资料来源：万得，中银国际证券

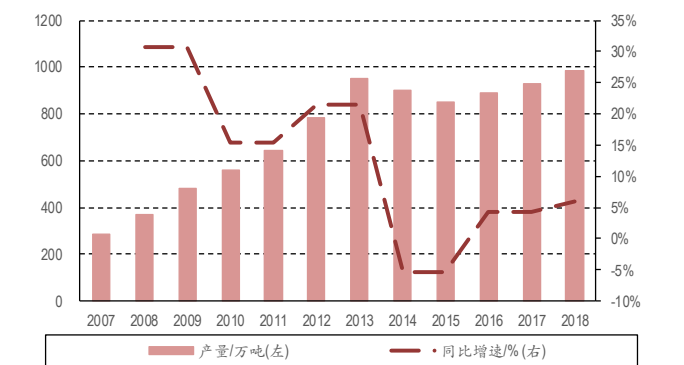
未来行业规模有望提升，仍有较多增长点：除去地产周期加持，减水剂行业本身有商品化率普及，机制砂普及利好减水剂规模提升。化工行业要求提升又将导致行业集中度提升，利好行业内上市公司。减水剂行业上市公司未来业绩仍有较多增长点，值得市场进一步关注。

图表 80. 行业关注度波动较大



资料来源：万得，中银国际证券

图表 81. 行业产量增速趋于平稳



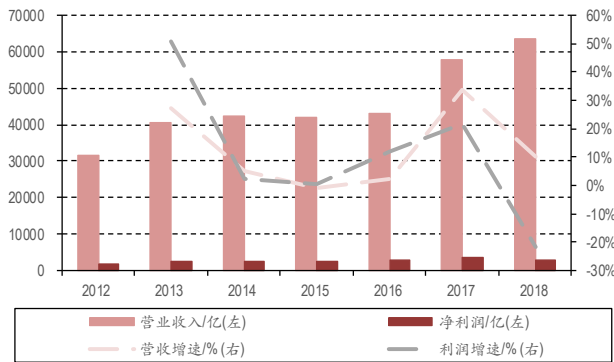
资料来源：万得，中银国际证券

十、其他建材：毛利下滑影响业绩，市场关注度持平

1. 资金趋紧影响业绩，各项指标下滑明显

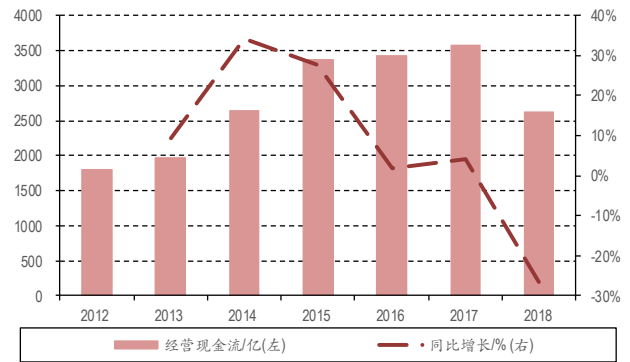
毛利率下滑导致板块整体利润增速下滑：2018年其他建材板块主要上市公司合计营收636.51亿元，同增10.35%，归母净利润26.16亿元，同减22.74%；其中四季度营收180.51亿元，同增5.82%；归母净利润亏损0.20亿元，同减101.97%。2019年一季度营收128.17亿元，同增11.19%，归母净利润4.71亿元，同增12.26%。其他类建材主要覆盖行业包括瓷砖、石膏板、混凝土、五金、石材、铝材贸易等，公司数量较少。其中石膏板龙头北新建材2018年营收125.64亿元，同增12.55%；归母净利润24.66亿元，同增5.20%，各项财务指标保持稳健。2018年四季度以来，其他建材板块毛利率下滑较明显，2018年四季度与2019年一季度毛利率分别同比下滑4.46pct与1.77pct。其他各项费用总体平稳，投资收益等有所增长。毛利率下滑是导致板块营收增速下滑的最主要原因。

图表 82. 行业营收有所下滑



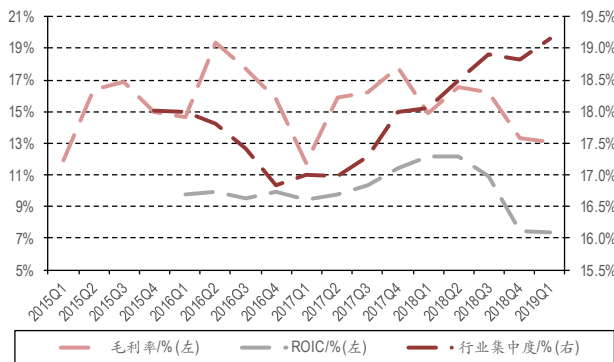
资料来源：万得，中银国际证券

图表 83. 经营现金流流出明显



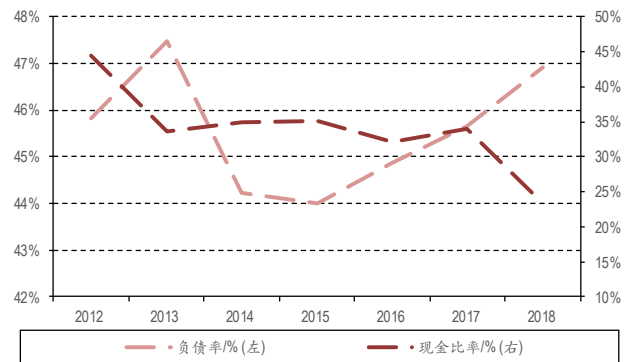
资料来源：万得，中银国际证券

图表 84. 毛利率有所下滑



资料来源：万得，中银国际证券

图表 85. 现金比率下降，负债率抬头



资料来源：万得，中银国际证券

板块整体现金流水平下降：毛利率下降的同时，板块应收账款周转率提升，收现率持平，总体现金流下降明显，负债率抬头，现金比率下降。总体我们认为行业现金流情况正在趋于恶化。其他建材里面的公司或多或少会受到地产周期的影响。地产资金趋紧时，供应商面对地产议价能力较弱，首先能力也较差，甚至需要为房企提供融资，因此现金流情况较差。

2. 市场关注度基本持平，持股集中在北新建材

北新建材、坚朗五金、华立股份、蒙娜丽莎、帝欧家居财务报表表现较好：综合考察其他建材板块2016-2018年年报以及2019年一季报，我们认为北新建材、坚朗五金、华立股份、蒙娜丽莎、帝欧家居五个股财务报表各项指标更为稳健。主营业务分别是石膏板、五金材料、装饰面板、瓷砖。北新建材是石膏板行业当之无愧的龙头，在营业规模、利润率、现金周转都明显优于同行，财务报表综合表现也优于板块其他公司。蒙娜丽莎与帝欧家居主营瓷砖，蒙娜丽莎各项财务指标均衡，均位于板块前列，总体表现优于帝欧家居。帝欧家居原主营卫浴洁具后转型瓷砖，在营收增速以及利润率的控制方面做的较好。坚朗五金主营五金材料，营收规模较大，毛利率、资产周转、现金比率等指标领先板块。华立股份主营装饰面板，在毛利率、现金周转等方面优于同行。

图表 86. 2019 年一季报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
北新建材	2,426.96	328.03	(2.83)	(33.12)	2.11	30.07	13.57	18.46	124.47	11.81	0.13	(7.43)
坚朗五金	801.18	6.74	31.30	(123.02)	0.31	39.53	0.88	34.97	46.77	0.72	0.19	(40.90)
华立股份	139.86	11.28	13.48	33.30	1.14	22.06	7.97	14.47	280.67	1.23	0.11	(25.40)
蒙娜丽莎	603.91	53.24	12.32	14.75	2.01	34.79	8.82	40.80	107.25	1.14	0.14	13.49
帝欧家居	1,041.30	65.73	37.64	48.82	1.78	33.63	6.20	43.77	36.31	0.71	0.18	17.45

资料来源：万得，中银国际证券

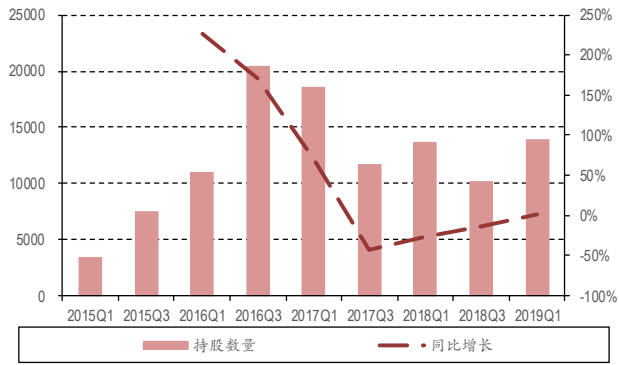
图表 87. 2018 年年报部分公司财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入 百万元	归母净利 百万元	营收增速 %	利润增速 %		毛利率 %	净利率 %	负债率 %	现金比率 %	AR 周转 次	资产周转 次	收现比 %
北新建材	12,564.91	2,465.98	12.55	5.20	16.69	35.32	19.74	19.37	134.78	142.09	0.74	22.15
坚朗五金	3,853.48	172.13	21.22	(9.93)	6.03	38.01	4.39	29.42	71.58	4.32	1.03	0.83
华立股份	754.19	82.98	16.09	(8.72)	8.09	26.58	10.99	19.00	147.78	6.85	0.63	14.50
蒙娜丽莎	3,208.40	362.38	11.02	20.11	14.07	36.77	11.29	41.57	98.09	6.21	0.81	8.58
帝欧家居	4,308.34	380.64	707.31	598.10	16.18	35.00	8.72	44.29	32.96	5.41	1.22	1.41

资料来源：万得，中银国际证券

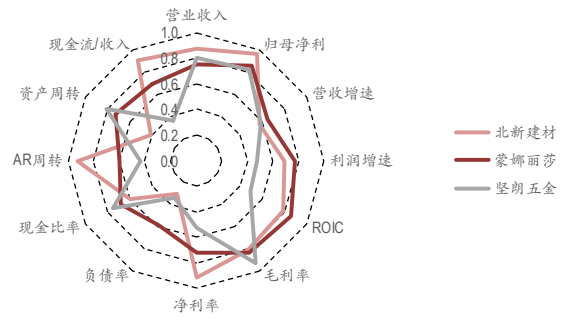
北新建材关注度相对较高，板块关注度未有明显变化：其他板块建材市场关注度相对较低。北新建材由于绝对的市场份额以及较强的抵御地产周期的能力有相对较高的市场关注度，除了北新建材其他个股持股较少。2015年以来，北新建材公募基金持股数量占板块持股数量很少低于50%，2017年以后更是从未低于70%。2019年一季度末，板块公募基金合计持股1.38亿股，同比小幅增长，基本持平，板块关注度未有明显变化。

图表 88. 板块持股同比基本持平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 89. 北新建材、蒙娜丽莎财务指标较为均衡



资料来源：万得，中银国际证券



重点推荐

1. 坤彩科技

推荐理由：高端产品壁垒突破，高毛利高端产品有望放量，未来三年内市场占有率向20%-30%看齐，复合增长率接近100%；毛利率也有结构性提升机会。自建天然云母产能，对冲海外采购波动；自建前驱体产能实现自给自足，毛利率有内生性提升空间。金融性负债为零，杠杆提升空间较高，未来有充分扩充潜力，随着未来需求稳步提升，2020年后将有年均万吨的新的产能扩充计划。

业绩预测：预计2019-2021年，公司营收分别为9.14、12.74、19.82亿元；归母净利润为2.79、3.81、6.37亿元；EPS为0.60、0.81、1.36元。

2. 华新水泥

推荐理由：公司是为数不多的当前还有产能投放的水泥企业，未来骨料产能扩张以及协同处置下公司业绩增长点依然可圈可点，预期增长确定性较高。此外公司还有军博会限产带来涨价预期以及母公司拉豪上市平台整合带来扩张预期。

业绩预测：预计2019-2021年，公司营收分别为300.22、320.43、339.83亿元，净利润为57.04、58.79、58.28亿元，EPS3.81、3.93、3.89元。

3. 伟星新材

推荐理由：公司渠道优势明显，“工程+零售”双轮驱动战略为公司提供新的业绩增长点。产品结构上，公司持续加大PE、PVC等产品线以及渠道的建设，产品结构持续优化。区域结构上，西部、华南等非优势区域持续发力，区域收入趋于均衡，公司通过产品、区域、渠道等方面的开拓不断寻找新的业务增长点。

业绩预测：预计2019-2021年，公司营收分别为52.48、59.38、65.66亿元；归母净利润分别为11.10、12.50、13.83亿元；EPS为0.847、0.954、1.055元。

4. 东方雨虹

推荐理由：公司成本端近期将受益于石油产品价格下调，需求端将受益房企开工超预期上行以及基建补短板加持，供给端受益于2019年大部分募投项目将进入投产，总体盈利提升确定性较高。

业绩预测：预计2019-2021年，公司营收分别为172.90、208.68、240.76亿元；归母净利润分别为20.77、25.63、30.37亿元；EPS为1.39、1.72、2.04元。

5. 建研集团

推荐理由：公司是国内减水剂行业龙头，通过并购与新建产能，已经建成遍布全国的生产与营销网络。近期上游原材料价格下滑，公司成本优势凸显。而基建补短板以及新开工增速的持续高企更推动了减水剂产品的需求。同时公司通过全国范围内收购检测站开展监测业务，毛利与现金流情况较好。双主业运行，公司盈利能力强劲；上游原材料价格下行条件下，公司业绩放量可期。

业绩预测：预计2019-2021年，公司营收分别为29.02、31.63、33.47亿元；归母净利润分别为3.46、4.18、4.52亿元；EPS为0.500、0.604、0.652元。



风险提示

1. **基建资金到位情况不及预期**：地方政府债务高企，开展基础设施建设意愿与能力存在不确定性。非标监管放松，地方政府专项债发行额度增加只是市场预期。
2. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
3. **工业企业利润下滑**：工业企业利润下滑，企业进行固定资产投资扩大再生产意愿不足，工业建筑板块需求存在不确定性。
4. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。



附录图表 90. 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)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600585.SH	海螺水泥	买入	38.31	2,048.48	5.63	5.76	6.8	6.7	22.42
600801.SH	华新水泥	买入	25.40	343.44	3.46	3.81	7.3	6.7	11.83
000789.SZ	万年青	买入	12.96	79.49	1.85	2.42	7.0	5.4	6.93
002233.SZ	塔牌集团	买入	11.08	132.10	1.45	1.44	7.7	7.7	7.88
002372.SZ	伟星新材	买入	19.16	251.17	0.75	0.85	25.7	22.5	2.89
600176.SH	中国巨石	买入	9.74	341.12	0.68	0.88	14.4	11.1	4.19
603737.SH	三棵树	买入	58.87	78.37	1.67	2.54	35.2	23.2	10.04
002398.SZ	建研集团	买入	6.16	42.67	0.36	0.50	17.1	12.3	3.70
603826.SH	坤彩科技	买入	15.34	71.79	0.39	0.60	39.8	25.6	2.76
601636.SH	旗滨集团	买入	3.88	104.30	0.45	0.51	8.6	7.6	2.89
002271.SZ	东方雨虹	增持	20.45	305.13	1.01	1.39	20.2	14.7	5.12
002043.SZ	兔宝宝	增持	6.08	47.11	0.43	0.60	14.2	10.1	2.20
000012.SZ	南玻 A	增持	4.67	109.84	0.16	0.32	29.5	14.6	3.23
000786.SZ	北新建材	未有评级	19.60	331.14	1.46	1.69	13.4	11.6	8.65
002088.SZ	鲁阳节能	未有评级	14.25	51.58	0.85	1.14	16.8	12.5	5.83

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 5 月 13 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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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