

行业评级:

建材 中性 (维持)

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**赵蓬** 执业证书编号: S0570518040001  
研究员 0755-82493836  
zhao.peng@htsc.com

**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

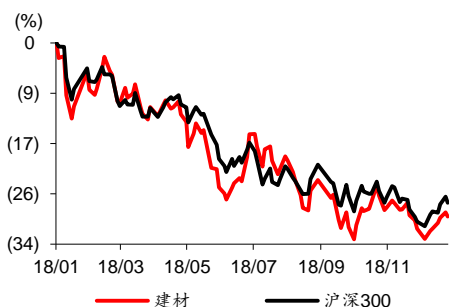
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**李振兴** 010-56793969  
联系人 li.zhenxing@htsc.com

相关研究

- 1 《建材: 行业周报 (第四周)》2019.01
- 2 《建材: 行业周报 (第三周)》2019.01
- 3 《建材: 行业周报 (第二周)》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## PB-ROE 模型下建材龙头的长期投资价值

### 建材方法论专题系列报告之三

#### PB-ROE 是成熟的估值方法, 适用于成熟期的建材龙头

建材龙头公司经历高速成长期, ROE 向长期稳定水平靠拢, 从 PB-ROE 的角度看待指导投资实践未来的适应性会更高, PB-ROE 在投资中的应用: (1) ROE 提升驱动 PB 提升, 买入有 ROE 提升潜力的标的; (2) 当 ROE 绝对水平提升空间较小时, ROE 的持续性决定 PB 能否得到修复; (3) 处于高速成长阶段的公司, PB-ROE 需要结合 PE-PEG 探讨合理估值水平。历史上, 建材龙头公司的 ROE 提升主要是依靠利润率提升驱动, 但是不同细分行业背后的驱动力是有差异的: 对于重资产建材公司, 偏向周期与技术改进的力量; 对于轻资产建材公司, 主要是靠品牌渠道的驱动。

#### 重资产建材龙头: 周期、技术驱动的 ROE 提升

海螺水泥、中国巨石与北新建材历史上 ROE 提升都是由利润率提升驱动的, 但是驱动利润率改善的背后因素存在较大差异: 海螺水泥由水泥价格走高驱动, 中国巨石技术改进带来的成本改善起到更大作用, 而北新建材则是由市占率大幅提升带来的定价权优势弱化了石膏板价格的周期性。2019 年, 我们建议投资者关注 (1) 水泥价格的稳定性, 在中性假设下 2019 年海螺水泥 ROE 21.1%, 对应 PB 向合理估值中枢 2x 回归; (2) 玻纤行业短期供给压力有望被逐步消化, 中国巨石 ROE 仍有提升空间, PB 仍处于向上修复通道中; (3) 随着石膏板价格企稳, 北新建材盈利有望改善, PB 估值有望迎来向上的机会。

#### 轻资产建材龙头: 品牌、渠道驱动的 ROE 提升

东方雨虹、伟星新材 ROE 的提升相类似, 均是由良好的口碑带来高于竞争对手的盈利能力。但从波动性上来看, 伟星新材 ROE 有着更好的稳定性, 抵御周期的能力更强; 东方雨虹除下游地产周期外还受到上游石化原材料周期的影响, ROE 波动性相对较大。而兔宝宝 ROE 提升主要是由其轻资产的渠道铺设、特色营销方式带来的总资产周转率提升。2019 年, 我们建议投资者关注 (1) 东方雨虹品类扩充带来市占率的提升及经营、管理改善带来的估值修复; (2) 伟星新材品牌议价能力提升带来的盈利能力进一步提升; (3) 兔宝宝“易装”业务放量与战略并购带来的 ROE 及估值提升。

#### 从 ROE 到 PB, 传递路径的有效性和无效性

从 ROE 到 PB 的映射, PE 是中间的桥梁。对于 PE 长期保持稳定水平的公司, 意味着 PB-ROE 同向变动, ROE 向 PB 的传导过程更加顺畅, 如海螺水泥、伟星新材。PE 不稳定的情况主要考虑对预期盈利的修正以及对成长性的修正。例如, 2018 年以来海螺水泥 ROE 与 PB 走势相背离的情况, 反映出市场对于海螺水泥未来盈利能力下行的担忧; 雨虹上市后 PE 的估值波动范围大, 在高速成长阶段市场给予高倍数的 PE 估值。总的来说, 建材龙头公司具备良好的长期投资价值, 稳定阶段的建材龙头竞争优势显著, 长期高 ROE 并不绝对意味着高 PB, 但是却大概率能够实现高回报。

风险提示: 宏观经济下滑超预期、原材料价格上涨超预期、恶性竞争等。

## 正文目录

绪论：什么样的公司值得长期坚守？ .....	4
重资产建材龙头：周期、技术驱动的 ROE 提升 .....	6
海螺水泥：周期之王，关注 2019 年水泥价格稳定性 .....	6
中国巨石：技术红利释放驱动 ROE 提升，估值仍处向上修复通道中 .....	9
北新建材：高市占保证强定价权，长期投资价值受到低估 .....	12
轻资产建材龙头：品牌、渠道驱动的 ROE 提升 .....	15
东方雨虹：防水细分市场成长起来的新建材巨头，扩品类提升长期天花板 .....	15
伟星新材：“星管家”打造品牌差异化，建材中的消费典范 .....	17
兔宝宝：轻资产之路获得成功，未来面临定制化、成品化趋势挑战 .....	19
展望：成功是否延续？成功能否复制？ .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1： 2003-2018 年海螺水泥季度 ROE .....	6
图表 2： 2001-2018 年海螺水泥年度 ROE .....	6
图表 3： 2003-2018 年海螺水泥吨均价与 ROE .....	7
图表 4： 2003-2017 年海螺水泥杜邦分析 .....	7
图表 5： 2019 年海螺水泥 ROE 敏感性分析 .....	7
图表 6： 2003-2018 年海螺水泥净利润率及总资产周转率 .....	8
图表 7： 2003-2018 年海螺水泥权益乘数 .....	8
图表 8： 2003-2011 海螺水泥 PB-ROE .....	8
图表 9： 2012-2018 海螺水泥 PB-ROE .....	8
图表 10： 2003-2017 年海螺水泥 ROE-PB 对比分析 .....	9
图表 11： 2012-2018 年海螺水泥历史 PB 分位图 .....	9
图表 12： 2003-2018 年中国巨石季度 ROE .....	9
图表 13： 2000-2018 年中国巨石年度 ROE .....	9
图表 14： 2000-2017 年中国巨石杜邦分析 .....	10
图表 15： 2003-2018 年中国巨石净利润率及总资产周转率 .....	10
图表 16： 2003-2018 年中国巨石权益乘数 .....	10
图表 17： 2009-2018 年中国巨石毛利率及粗纱产品均价成本 .....	10
图表 18： 2009-2018 年中国巨石单位成本分解 .....	10
图表 19： 2018-2019 年玻纤行业实际新增产能（产能单位：万吨） .....	11
图表 20： 2003-2011 年中国巨石 PB-ROE .....	12
图表 21： 2012-2018 年中国巨石 PB-ROE .....	12
图表 22： 2003-2018 年北新建材季度 ROE .....	12
图表 23： 2000-2018 年北新建材年度 ROE .....	12
图表 24： 1999-2018 年不同口径房地产投资完成额同比增速 .....	13

图表 25: 2005-2017 年北新建材石膏板单平均价、市占率及 ROE.....	13
图表 26: 2000-2017 年北新建材杜邦分析 .....	13
图表 27: 2003-2018 年北新建材净利润率及总资产周转率 .....	14
图表 28: 2003-2018 年北新建材权益乘数 .....	14
图表 29: 2003-2018 年北新建材 PB-ROE .....	14
图表 30: 2008-2018 年东方雨虹季度 ROE .....	15
图表 31: 2005-2018 年东方雨虹年度 ROE .....	15
图表 32: 2008-2018 年东方雨虹季度毛利率与 WTI 原油期货价格 .....	16
图表 33: 2005-2017 年东方雨虹杜邦分析 .....	16
图表 34: 2009-2018 年东方雨虹净利润率及总资产周转率 .....	16
图表 35: 2009-2018 年东方雨虹权益乘数 .....	16
图表 36: 2008-2018 年东方雨虹 PB-ROE .....	17
图表 37: 2010-2018 年伟星新材季度 ROE .....	17
图表 38: 2006-2018 年伟星新材年度 ROE .....	17
图表 39: 2006-2017 年伟星新材杜邦分析 .....	18
图表 40: 2010-2018 年伟星新材净利润率及总资产周转率 .....	18
图表 41: 2010-2018 年伟星新材权益乘数 .....	18
图表 42: 2010-2018 年伟星新材 PB-ROE .....	19
图表 43: 2005-2018 年兔宝宝季度 ROE.....	19
图表 44: 2003-2018 年兔宝宝年度 ROE.....	19
图表 45: 2003-2017 年兔宝宝杜邦分析 .....	20
图表 46: 2005-2018 年兔宝宝净利润率及总资产周转率.....	20
图表 47: 2005-2018 年兔宝宝权益乘数 .....	20
图表 48: 2005-2018 年兔宝宝 PB-ROE .....	21
图表 49: 2018 年来兔宝宝项目投资 .....	21

## 绪论：什么样的公司值得长期坚持？

我们将 ROE 视为影响上市公司长期投资价值的首要因素，至少在建材行业，我们定义一家公司为优秀的公司，很大程度是因为它在历史上，表现出高水平、稳定的 ROE。本篇报告也是以此为切入点，针对建材行业，探讨长期高水平、稳定回报率的来源，同时结合估值，构建 PB-ROE 体系探讨投资框架。

PB-ROE 实际上是 PE 的进一步分解，其中分子项 PB 是对资产的定价，影响 PB 的因素包括资产预期盈利能力以及持续性、市场整体估值水平等；分母项 ROE 是资产的盈利能力，影响 ROE 的因素包括行业经济周期、企业成长周期、企业议价能力、竞争壁垒、资本结构等：

- (1) **PE 长期保持相对稳定水平**，意味着 PB-ROE 同向变动，市场对这类公司认识较为充分，长期保持较为稳定的看法，较难出现分歧。比如海螺的 PE 估值体系，2011 年以后进入成熟阶段，市场对其估值分歧小，PE 变动区间较小，牛市的时候 PE 也很难高于 15x，大部分时间里围绕 10x 的中枢上下波动。只有在 2018 年下半年由于盈利短期大幅上涨，市场认为高盈利未来难以为继，加之市场整体估值水平回落也对公司造成一定影响，所以 PE 大幅回落低于 10x；
- (2) **PE 历史上出现较大的波动**，尤其是对于高速成长长期的公司，市场更倾向于在高速增长阶段过度乐观，给予高于平均水平的 PE 估值水平，造成 PB-ROE 的扭曲。即便在中期跨度上依然得不到修正，比如 2012 年以后的雨虹，PE 的范围从 18x 到 50x，没有稳定的 PE 锚。

总的来说，PB-ROE 对投资的启示是：(1) 大部分情况，ROE 提升驱动 PB 提升，所以买入有 ROE 提升潜力的标的；(2) 市场分歧时，ROE 绝对水平较高、提升空间较小，ROE 的持续性决定 PB 能否得到修复；(3) 处于高速增长阶段的公司，市场赋予成长性溢价，PB-ROE 需要结合 PE-PEG 探讨合理估值水平。

**为什么使用 ROE，而不是 ROIC？** 在 2018 年去杠杆的环境下，ROIC 投入资本回报率受到更多投资者的青睐。由于 ROIC 调整了 ROE 的分子、分母端，剔除了杠杆因素以及超额现金对资产回报率的影响，所以更加能反映企业整体资产回报率的情况。但是我们仍然倾向于使用 ROE 作为衡量长期回报的指标：(1) ROE 当期容易受到杠杆波动影响，但是一个长周期稳定的 ROE 并不能单纯归因到杠杆。从某种意义上，对周期的识别以及杠杆的使用，也是考核优秀的管理团队的能力之一；(2) 使用 ROIC 选出来的优秀公司，一般更偏向轻资产行业，尽管建材中也有伟星这样优质的轻资产公司，但是资产较“重”情况偏多，“轻重”都要兼顾；(3) 对 ROIC 分母端的计算，包括剔除超额现金的影响，但是超额现金的现象可能会长期存在，这个很大程度上取决于管理层的态度；(4) ROIC 算法过于复杂，超额现金的定义方式也较模糊。

本篇报告主要研究对象是建材中公认的几家优秀公司：**海螺水泥、中国巨石、北新建材、东方雨虹、伟星新材、兔宝宝**，主要考虑到市场对这几家公司基本面认识已经较为充分，另外它们上市时间比较早，有更多的数据样本，可以展开长周期的时间跨度探讨。根据①固定资产占总资产的比重以及②总资产周转率指标，我们将这六家公司分为两类，前者属于重资产的范畴，固定资产占总资产比重较高，总资产周转率较低，企业主要依赖固定资产进行盈利，核心竞争力是对固定资产的运营能力；后者属于轻资产范畴，固定资产占总资产比例较低，总资产周转率较高，产能硬性约束较小，资产周转较快，较依赖品牌口碑形成差异化的竞争。

说明我们对财务指标的选择：(1) ROE，我们选取指标是**扣除非经常性损益后平均净资产收益率**，一方面扣非是为了避免非经常性损益项目的扰动，另一方面平均期初期末净资产，考虑了期间融资的扰动。虽然我们认为扣非后加权净资产收益率是更好的指标，但是由于加权净资产收益率的计算方式更加复杂，而从结果的效果来看，两者基本接近，所以本篇

报告提到的 ROE 指的都是扣非平均净资产收益率；(2) PB，使用的指标是 PB 在每个季度的平均值，由于 ROE 指标是季度频率公布，但是 PB 是每个交易日都会产生，所以为了便于比较，我们这里讨论的 PB 指的季度内平均 PB，另外 PB 的高低点的出现伴随较大的偶然性，季度平均值平滑波动，能够更好地描述趋势性的变化。如无特别说明，本文中的 ROE、PB 数据来源均是来自 Wind，不再赘述。

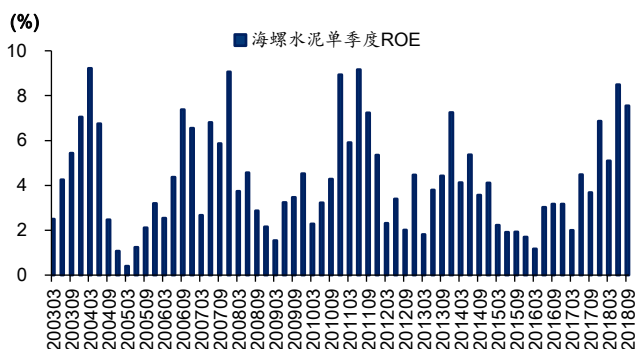
## 重资产建材龙头：周期、技术驱动的 ROE 提升

### 海螺水泥：周期之王，关注 2019 年水泥价格稳定性

水泥行业是公认的周期性较强的行业，供需变化快，水泥价格波动大。海螺水泥（以下简称“海螺”）在水泥行业中也是公认的强周期股，根据历史经验，每轮水泥牛市，海螺股价涨幅都要显著高于行业指数：（1）05-07 年，海螺股价期间最大涨幅 2106%，同期水泥指数（中信二级，下同）最大涨幅 1078%；（2）09-11 年的反弹行情，海螺最高上涨 628%，水泥指数上涨 478%；（3）16 年至今，海螺最高涨幅 340%，水泥指数上涨 198%。另外，历史上除了 2007 年牛市后期阶段、2014 年、2015 年外，大部分时间海螺都能跑赢水泥指数。

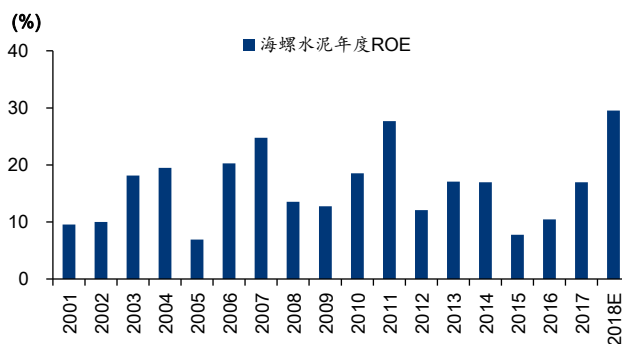
从 ROE 来看，海螺的周期波动是我们讨论的公司里表现最强的，一般 3-4 年左右，海螺 ROE 会走出一个完整的波动周期。上市以来，海螺 ROE 最低点出现在 2005 年，只有 6.9%，已知的最高点是 2011 年，但是我们预计 2018 年海螺 ROE 水平会刷新 2011 年的高点记录，达到 29.6%。海螺 ROE 历史平均水平是 16.2%，考虑到水泥常年维持低估值，投资者极少高估水泥资产的价值，高均值 ROE+低估值水平带来的长期投资回报并不低。

图表1：2003-2018 年海螺水泥季度 ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2001-2018 年海螺水泥年度 ROE

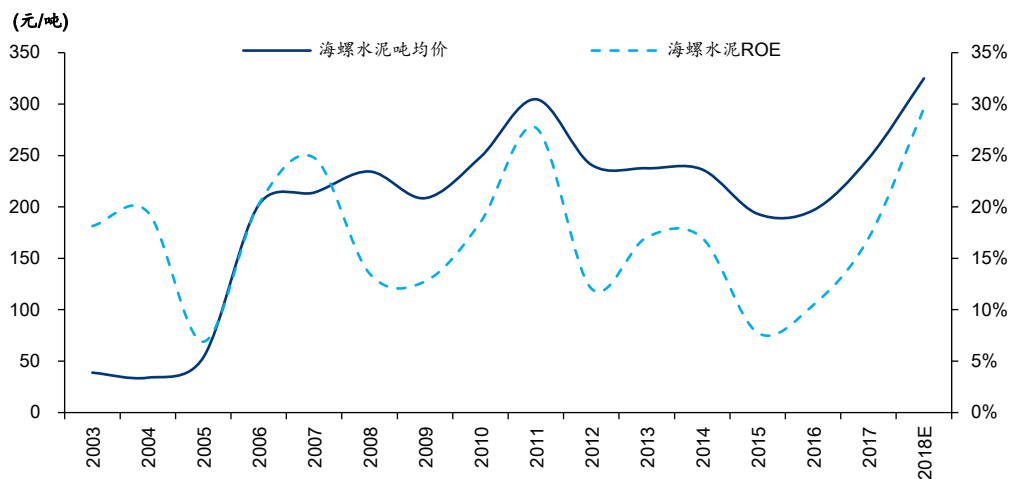


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**海螺 ROE 是由盈利能力提升驱动的，是价格型 ROE 提升的范例。**海螺历史上三次大的 ROE 提升主要发生在 2005-2007，2009-2011 以及 2015 迄今，净利率波动区间较大，资产周转率基本稳定在 0.5-0.7 次之间，而权益乘数大趋势处于降杠杆中，ROE 的提升主要是由净利润率的改善驱动的。再具体一点，这几次 ROE 显著走高的过程无一例外都是水泥价格走高驱动的盈利能力提升实现的。

过去几轮宏观周期中，水泥与同处于上游原材料的煤炭、钢铁，受到下游共同的地产驱动力作用，表现出较强的正相关性。但是从 2015 年以来的供给侧改革，水泥的价格在地产周期扩张末期阶段走出了相对其他上游原材料的独立行情，这是因为本轮地产周期除了受地产需求的扩张影响外，行业供给的收缩成为了更加重要的分析变量。水泥行业协会制定全年错峰停产计划阶段性化解产能过剩的矛盾，地方政府的环保临停结合水泥的季节性、地域性特征也推高了华东、华南区域的供求紧张关系。

**图表3： 2003-2018年海螺水泥吨均价与ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2019年关注水泥价格稳定性。**自2015年以来，水泥行业经历了2016年地产的复苏，2017/2018年价格的大幅拉涨之后，行业盈利改善明显，但是压制未来盈利预期的不利因素依然存在，包括整体的产能过剩、局部地区产能置换带来的供给冲击、长期需求回落、国外进口水泥的冲击，维持高位的价格对行业提出挑战。2019年，相对于前几年分析水泥价格的上涨空间及上涨的驱动力，我们更加关注行业稳定价格的措施、能力以及可行性。

**图表4： 2003-2017年海螺水泥杜邦分析**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	18.14	19.50	6.89	20.26	24.78	13.52	12.75	18.51	27.70	12.06	17.05	16.98	7.76	10.44	16.96
净利润率(%)	12.43	11.69	3.56	8.23	12.17	10.01	13.66	17.10	22.73	12.35	16.20	17.10	10.40	13.73	18.69
总资产周转率(次)	0.51	0.57	0.61	0.76	0.70	0.66	0.56	0.64	0.67	0.53	0.61	0.62	0.49	0.52	0.65
权益乘数	2.85	2.93	3.16	3.22	2.93	2.05	1.67	1.69	1.81	1.83	1.72	1.60	1.52	1.46	1.40

资料来源：Wind，华泰证券研究所

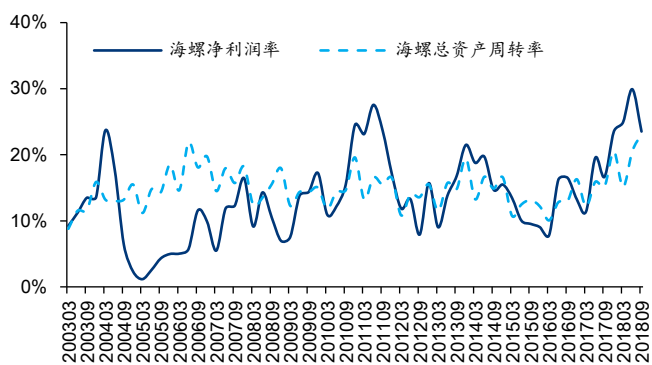
**中性假设下，19年海螺ROE 21.1%。**我们对2019年海螺净利润增速及分红率水平（针对2018年年报）进行区间假设，以我们对海螺2018年预测利润301亿元为基准，2019年净利润增速按照乐观的增长10%，以及悲观下跌30%，分红率从30%至50%（2017年年报分红率水平40%），我们得到2019年的ROE敏感性分析区间，中性判断海螺2019年ROE水平为21.1%，这里19年净利润下滑10%的隐含预期是全年水泥均价下滑20-30元左右。由于水泥在Q2、Q4旺季有更多涨价的机会，全年均价下滑20-30元意味在淡季价格下滑的幅度更大，甚至是30-50元，这里的中性假设已经隐含了2019年价格从高位回落的预期。

**图表5： 2019年海螺水泥ROE敏感性分析**

2019ROE		2018年分红率				
		50%	45%	40%	35%	30%
2019年净利润	10%	25.25%	24.96%	24.68%	24.41%	24.14%
增速	5%	24.38%	24.10%	23.83%	23.56%	23.30%
	0%	23.49%	23.22%	22.95%	22.69%	22.44%
	-5%	22.58%	22.32%	22.06%	21.80%	21.56%
	-10%	21.65%	21.39%	21.14%	20.90%	20.66%
	-15%	20.70%	20.45%	20.20%	19.97%	19.73%
	-20%	19.72%	19.48%	19.24%	19.02%	18.79%
	-25%	18.72%	18.49%	18.26%	18.04%	17.83%
	-30%	17.69%	17.47%	17.25%	17.04%	16.84%

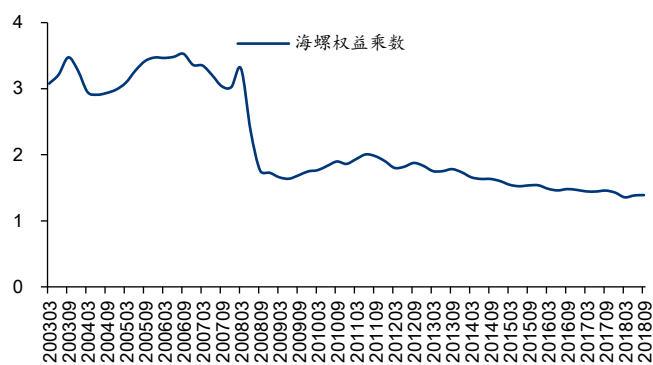
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2003-2018年海螺水泥净利润率及总资产周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

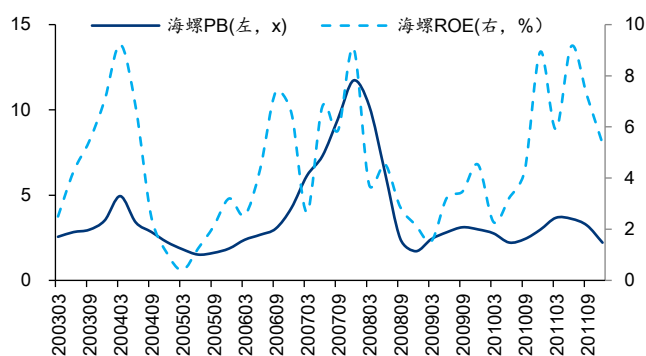
图表7：2003-2018年海螺水泥权益乘数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

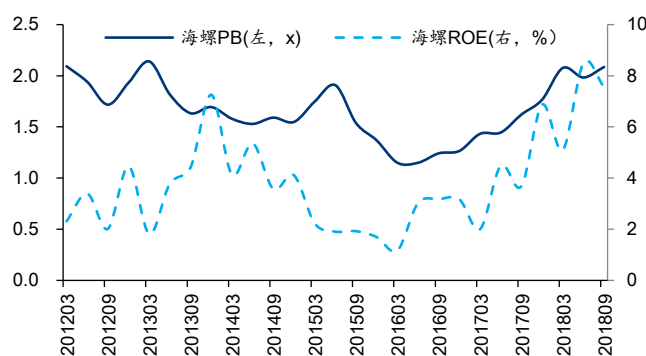
**PB 的变化反映了对 ROE 预期的变动，具有领先 1-2 个季度效应。**海螺经历了不同的成长阶段，2011 年以前 PB 的波动范围较大，07 年牛市后期 PB 超过了 10x。2012 年以后，市场对海螺的估值更加理性，PB（季度平均值）波动的范围在 1.1-2.2x 之间。尽管从下图直观感受是 PB-ROE 同步变动，但 PB 实际反映市场对未来 ROE 的预期，考虑到 ROE 披露数据的滞后性以及海螺本身的季节性，一般滞后 1-2 个季度。当前时点海螺股价回落带动的 PB 明显回撤，除了整体市场估值的压制外，反映出市场对 2019 年 Q1、Q2 海螺 ROE 或出现明显回撤的忧虑。

图表8：2003-2011 海螺水泥 PB-ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所，注，PB 取季度区间均值，右同

图表9：2012-2018 海螺水泥 PB-ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**如何看待海螺的合理 PB 估值水平？我们倾向于 PB 向合理估值中枢 2x 回归。**按照我们之前的分析，海螺 2019 年中性的 ROE 是 21.59%，我们在下表将 ROE 与全年平均的 PB 放在一起对比，ROE 在 20% 以上的年份，平均 PB 基本不会低于 2x。另外，我们统计了海螺 2012 年以后的 PB 估值分位图，2x PB 出现在 85 分位的位置，基本对应了 ROE > 20% 的盈利水平在公司历史上的排序。所以我们看好 2019 年海螺 PB 向 2x 均值水平的回归。

这里面未考虑的一个因素就是资本结构的变迁对于传统估值体系的扰动。海螺近几年资产负债率持续回落，2018 年三季报已经回落至 22.75%，处于历史绝对低位水平，同时账面现金 312 亿元，这还未考虑近年来经营资本有所扩大、有息负债 66.8 亿元。超额现金在资产负债表中的比例持续提升一定程度上产生了对 PB 向下的牵引作用，未来进一步收购优质的水泥产能有助于消除海螺资本结构对估值造成的不利影响。

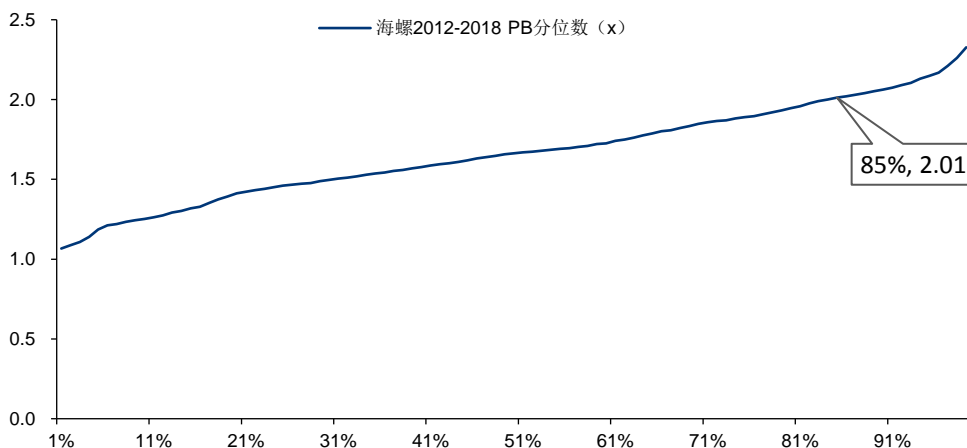


图表10: 2003-2017年海螺水泥 ROE-PB 对比分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	18.14	19.50	6.89	20.26	24.78	13.52	12.75	18.51	27.70	12.06	17.05	16.98	7.76	10.44	16.96
平均 PB (x)	2.98	3.31	1.70	3.10	8.71	5.11	2.85	2.59	3.18	1.92	1.81	1.56	1.64	1.20	1.57

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 2012-2018年海螺水泥历史 PB 分位数

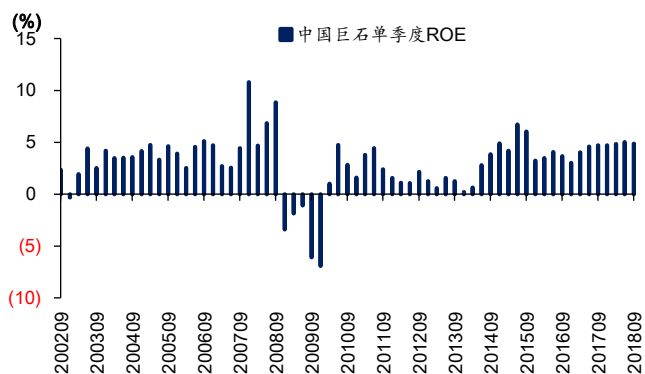


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 中国巨石: 技术红利释放驱动 ROE 提升, 估值仍处向上修复通道中

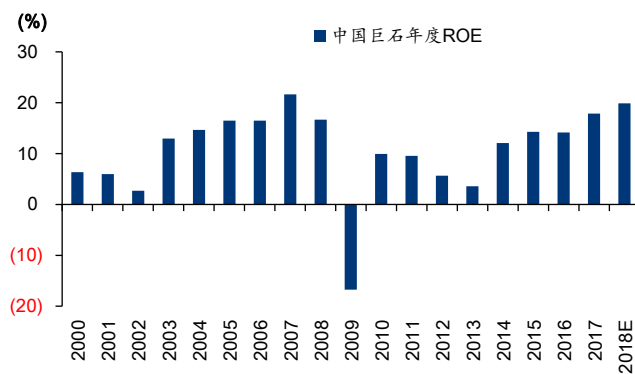
除 2009 年金融危机的特殊情况外, 中国巨石的 ROE 在历史上大部分时间里表现稳定。中国巨石 (以下简称“巨石”) 周期波动的情况尽管存在, 但是时间跨度久, 整体周期波动不强。从季度 ROE 来看, 基本不受季节性因素的影响, 连续性跟稳定性要好于大部分地产产业链标的。2000-2018 期间, 除了亏损年份, ROE 最低发生在 2002 年, 2.69%, 最高是 2007 年的 21.67%, 历史的 ROE 均值水平为 10.8%。14 年以后, ROE 稳步提升, 长期维持在高于历史均值 ROE 之上, 并且最近的几个季度里仍然处于稳定提升的趋势中。

图表12: 2003-2018年中国巨石季度 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 2000-2018年中国巨石年度 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

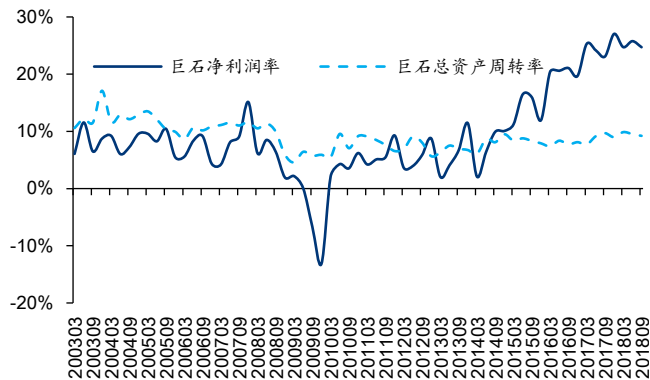
2013 年以后巨石 ROE 提升也是由盈利能力提升驱动的, 但成本降低起到更大作用。巨石净利率 2017 年达到 24%。这样高的净利润率不仅在公司历史上没出现过, 即便是与其他建材公司相比, 也是罕见的。总资产周转率在 2009 年以前上下波动较大, 0.24-0.53 次, 但是在 2009 年以后表现出更强的稳定性, 只在 0.28-0.36 次波动, 大部分时间都是在 0.3 次以上运行。资本结构经历了 2009 年前的加杠杆, 2009 年以后开始去杠杆, 其中 2011 年增发 29 亿元收购了核心资产巨石集团 49% 少数股东权益, 2015 年底再次增发对国内产能冷修并扩大埃及基地规模, 两次增发完成后, 大幅充实了巨石权益水平, 推进产能扩张进展, 增加抵御风险能力。

图表14: 2000-2017年中国巨石杜邦分析

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	6.37	5.96	2.69	12.98	14.64	16.48	16.5	21.67	16.67	-16.73	9.96	9.57	5.66	3.56	12.07	14.28	14.14	17.86
净利润率(%)	8.17	5.43	2.05	7.95	7.59	7.72	6.48	7.17	5.71	-7.15	2.76	4.62	3.93	2.51	7.44	13.91	19.64	24.17
总资产周转率(次)	0.30	0.39	0.42	0.53	0.51	0.45	0.44	0.46	0.38	0.24	0.32	0.32	0.30	0.28	0.33	0.33	0.31	0.36
权益乘数	2.55	2.85	3.12	3.11	3.78	4.78	5.81	6.62	7.75	9.78	11.11	6.48	4.86	5.14	4.99	3.16	2.32	2.08

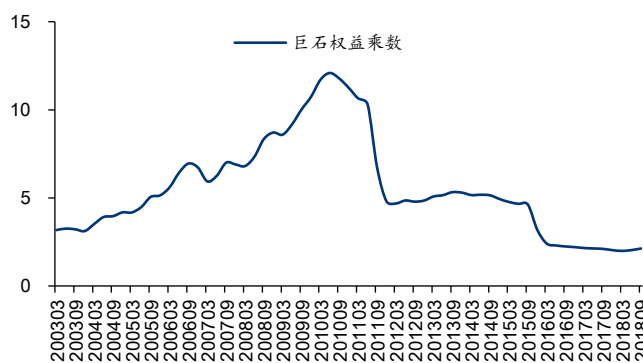
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表15: 2003-2018年中国巨石净利润率及总资产周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

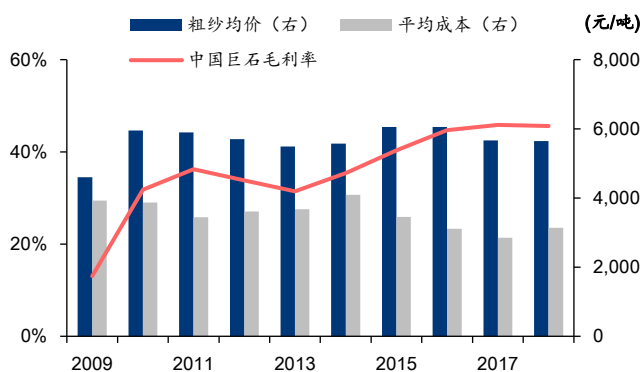
图表16: 2003-2018年中国巨石权益乘数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

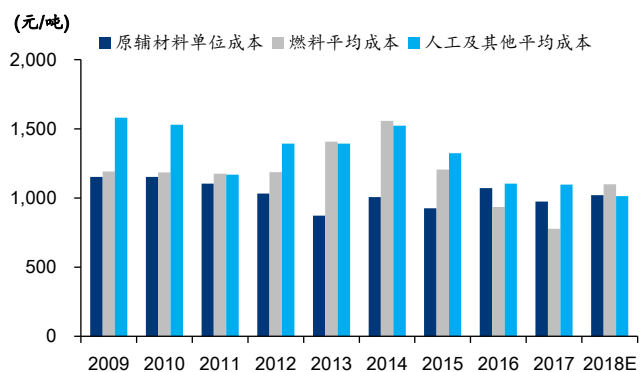
成本降低主要体现在燃烧效率与人工生产效率上。巨石 2017 年粗纱均价与 2013 年水平基本一致,但是单位生产成本较 2013 年有大幅的降低,2017 年全公司口径(粗纱+制品)的平均生产成本较 2013 年降了 638 元/吨,其中燃料系统单位成本降低了 557 元/吨,人工以及钨钼合金单位成本降低了 226 元/吨,矿石原辅材料提高了 145 元/吨。成本在这些方面的降低是因为,巨石在对产线的升级投入、矿石配方改进完善、自动化流程等方面领先于竞争对手。从巨石最新一代智能制造产线来看,投产后可实现生产效率提升 20%以上、运营成本降低 20%、产品研制周期缩短 30%、能源利用率提高 20%,优势进一步扩大。

图表17: 2009-2018年中国巨石毛利率及粗纱产品均价成本



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 2009-2018年中国巨石单位成本分解



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

短期产能增加的供给压力会被逐渐消化。2018 年下半年以来新增加产能较多,大部分在 19 年就能实际发挥,理论上产能释放的压力较大,但实际要考虑几点:(1)各家实力悬殊, top3 大厂实力较强:产线运营能力较强、订单充足、产能爬坡周期短等;(2)近两年的落后产能退出,使得阶段性供应紧张,在 2018 年初表现出全面涨价的态势,新增产能一定程度上填补了落后产能退出的空白市场,根据行业协会《纤维复合材料行业淘汰落后产能指导意见》,十三五期间目标淘汰 30 万吨中碱窑,100 万吨陶土窑;(3)根据我们之前报告的测算,玻纤需求年增量级在 30-40 万吨左右,需求增长主要体现在结构性上,偏向风电纱、短切热塑、电子纱,需求增量对行业内企业意义也不同,新进入者未必能分享到增量蛋糕,门槛包括技术硬核以及高端客户的认证。

我们判断未来公司 ROE 还有提升空间。我们认为未来几个季度的玻纤市场的趋势维持弱平衡态势，降价空间有限。这源于技术投入及生产规模扩大带来的毛利率提升以及费用率改善，持续性较强。此外，行业第一的巨石市占率还有提升的空间，目前全球市占率是 20%。从 ROE 角度，巨石有一定的加杠杆空间，其资产负债率有望在今年一季度见底，二三季度或有小幅攀升，未来会围绕智能制造基地（二期、三期）、电子纱、海外基地投入建设，进一步扩大资产规模，目前充足的资本以及丰沛的现金流也支持未来新产能的建设。

图表19： 2018-2019 年玻纤行业实际新增产能（产能单位：万吨）

大区	省份	企业名称	基地	生产线	年产能	18年新产能发挥	19年新产能发挥	品种	备注
华东	江西	巨石九江	九江	3 线	12	8	4	无碱粗纱	2018 年 2 月点火
华东	山东	中材庞贝捷金晶	淄博	3 线	8	3	4	缠绕/板材	2018 年 5 月 8 日点火
西南	四川	内江华原	内江	1 线	4.5	1.9	2.6	无碱粗纱	2018 年 5 月 20 日点火
华东	江西	江西元源	上犹	1 线	5	2.1	2.9	无碱粗纱	2018 年 5 月 21 日点火
华东	江西	巨石九江	九江	1、2 线	20 (5)	2.5	2.5	无碱粗纱	2018 年 5 月复产，15 万吨改 20 万吨
华中	江西	江西大华	江西	1 线	4 (1)	0.3	0.7	中碱改无碱	2018 年 7 月 5 日点火，3 万吨改 4 万吨
华中	林州	林州光远	林州	2 线	5	1.3	3.7	电子纱	2018 年 8 月 9 日上午点火
西南	重庆	CPIG	大渡口	5 线	10 (5)	1.3	3.7	无碱粗纱	2018 年 8 月 15 日,5 万吨改 10 万吨
华东	浙江	巨石桐乡	桐乡	智能 1 线	15	3.8	11.2	无碱粗纱	2018 年 8 月 21 日点火
华东	安徽	安徽丹凤	桐城	2 线	3	0	3	电子纱	2018 年 11 月点火
华东	山东	泰山玻纤	泰安	6 线	10	0	10	无碱粗纱	2018 年 11 月点火，2019 年实际释放
东北	辽宁	辽宁炜盛	凌源	1 线	7	0	7	无碱粗纱	2018 年 11 月 18 日点火，2019 年实际释放
华东	浙江	巨石桐乡	桐乡	1 线	6	0	5.5	电子纱	2018 年 12 月 18 日点火
华东	山东	山东玻纤	格赛博	2 线	8	0	6	无碱粗纱	计划 2018 年 12 月点火
美国	南卡	巨石美国	南卡	1 线	8	0	4.7	无碱粗纱	预计 2019 年一季度点火
合计					102.5	25.2	71.5		

注：实际新产能发挥按照点火后烤窑 2 个月计

资料来源：卓创资讯、华泰证券研究所

历史上，巨石 PB 与 ROE 起落基本一致，但也受到大盘整体环境以及资本运作的影响。目前公司的 PB 处于历史低位水平，未来仍处于向上修复的通道当中。

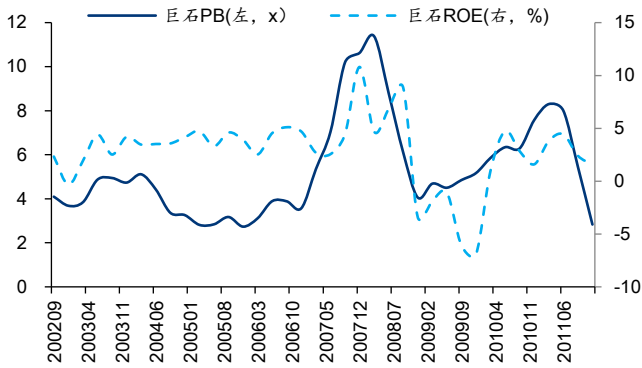
目前巨石 PB 处于历史低位水平。公司历史上 PB 波动范围较大，两次增发成为重要的分水岭，第一次增发前（2012 年前），PB 的波动范围在 2.8-11.4x，第一次增发到第二次增发间（2012-2015），PB 的波动范围为 1.8-5.8x，第二次增发后（2016 年及以后），PB 的波动范围 2.3-4.0x。

巨石 PB 与 ROE 发生过两次大的背离：

(1) 2004Q1-2005Q4，PB 从 5.1x 跌到 2.7x，与当时的杀估值、宏观调控有关，大盘也整体回落。但公司 ROE 基本稳定，行业、公司基本面欣欣向荣，2004 年我国成为美国之后的第二大玻纤生产国，五年玻纤产量复合增速 29.4%，公司收入、利润增速呈现不断加速态势；

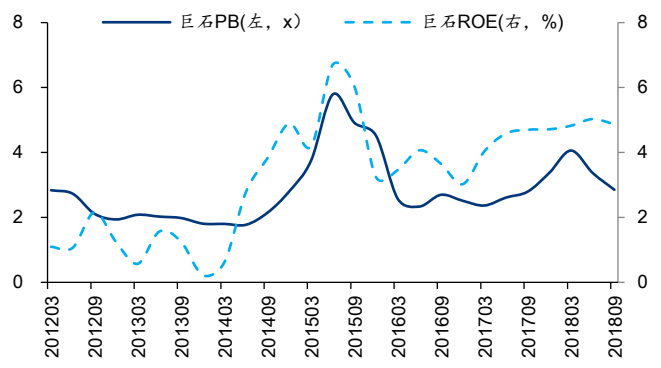
(2) 2018 年一季度开始，PB 在短暂超过 4x 之后开启一轮杀跌，但是之后 3 个季度的 ROE 并未回落，事实上本轮 PB 的回升是在 ROE 从 2013 年稳定提升的基础上的一轮估值提升，2018 年初以来的杀估值反映出市场对于国内玻纤行业在贸易摩擦环境中竞争力的削弱，以及对玻纤新一轮产能投放的担忧，但是根据我们在前文对巨石 ROE 的判断，我们认为当前巨石基本面不支持进一步杀估值，未来 PB 仍处于 2013 年以来向上修复的通道当中。

图表20: 2003-2011年中国巨石 PB-ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 2012-2018年中国巨石 PB-ROE

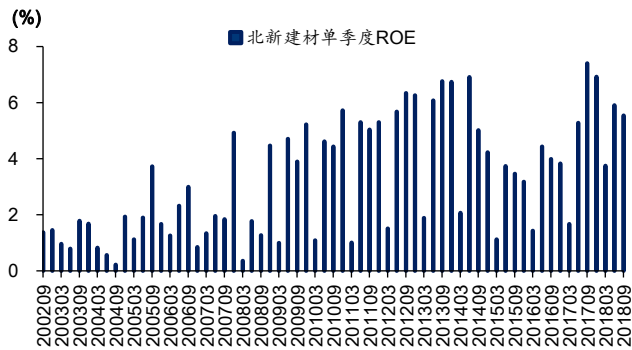


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 北新建材: 高市占保证强定价权, 长期投资价值受到低估

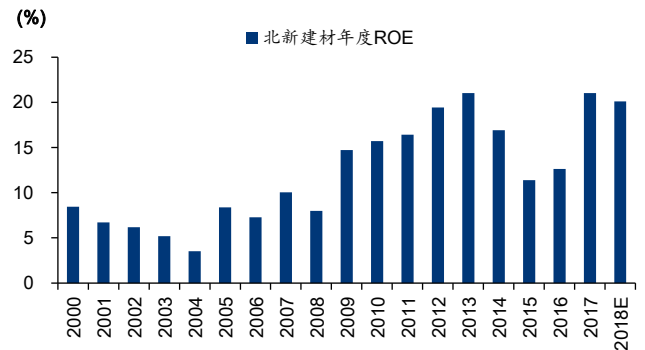
**2005年收购核心资产泰山石膏后, 北新建材 ROE 稳定提升。**根据 ROE 的变化趋势, 北新建材 (以下简称“北新”) 被划分为两个阶段: (1) 2005 年以前, ROE 低于 10%, 且逐年下降; (2) 2005 年收购泰山石膏 42% 股权, ROE 逐年稳步提升, 到 2013 年增发以前, 北新 ROE 超过 20%, 期间基本无大幅回撤。2014 年、2015 年的 ROE 两年连续下跌, 是因为①2014 年增发 21 亿元扩大产能规模, 摊低了资产周转率, 同时降低了权益乘数; ②2015 年地产下行, 公司石膏板销量走平, 价格下滑接近 10%, 但是值得注意的是尽管价格下滑, 2015 年的利润率与前一年对比变化并不大。

图表22: 2003-2018年北新建材季度 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

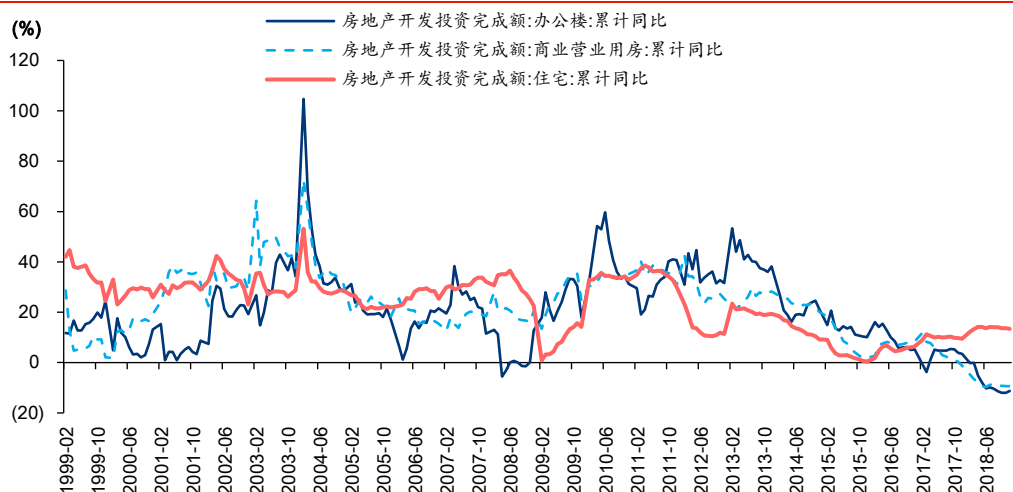
图表23: 2000-2018年北新建材年度 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**与海螺、巨石类似, 北新 ROE 的提升也是得益于净利润率的持续提升。**但是与海螺、巨石相比, 北新在长周期保持稳定提升的态势, 即便是在下游地产周期下行的阶段, 净利率提升的趋势也未被打断。石膏板在国外主要是应用在民用住宅的隔墙上, 但在国内主要是用在商业地产 (酒店、办公楼等) 等建筑的吊顶上。历史上, 商业地产投资增速较住宅地产投资增速的波动更大, 所以我们认为北新净利率逆地产周期提升的原因并非是因为下游稳定的需求。

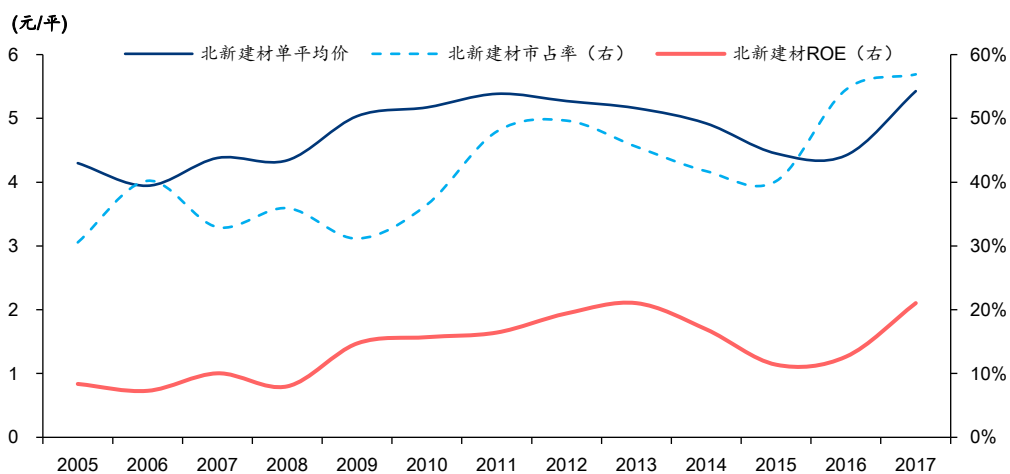
**图表24： 1999-2018年不同口径房地产投资完成额同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为北新较强的市场定价能力来源于其在石膏板细分市场较高的市占率。2005年北新收购泰山石膏后，市占率在30%左右，相对其他建材品种已经较高，但是到2017年底，北新市占率提升至57%，十余年间市占率接近翻倍。由于石膏板体积大，单位价值量低，不便长距离运输，具有最佳运输半径，所以在北新重点布局的华东、华北、华南的局部市场，意味着北新在当地的市占率超过全国平均水平。如此高的市占率，使得公司在当地市场拥有较高的定价能力。北新的定价力具体体现在对上游原材料价格上涨的传导，2017Q3由于中国禁止进口美废导致石膏板主要原材料废纸价格大幅上涨，公司同步对石膏板进行了提价对冲成本上涨，随后在2017Q4公司毛利率达到45.66%，净利率25.48%，创出历史最好的水平。

**图表25： 2005-2017年北新建材石膏板单平均价、市占率及ROE**



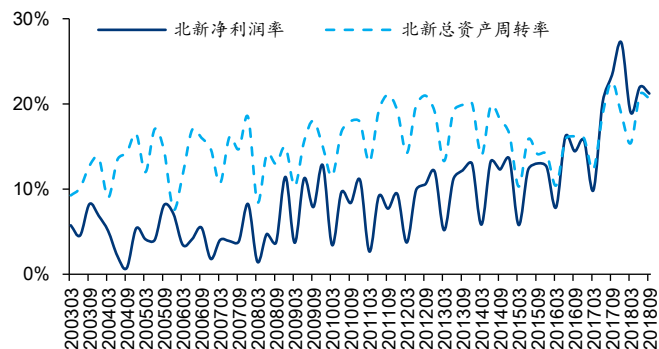
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表26： 2000-2017年北新建材杜邦分析**

	2001	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE (%)	6.72	8.45	6.17	5.19	3.53	8.37	7.29	10.04	7.99	14.72	15.70	16.43	19.43	21.04	16.93	11.39	12.64	21.04
净利润率 (%)	9.05	14.45	7.40	6.48	3.28	5.88	3.80	5.31	5.90	9.40	8.68	7.71	9.51	10.92	11.69	11.32	14.09	21.48
总资产周转率 (次)	0.47	0.39	0.49	0.45	0.53	0.53	0.62	0.61	0.48	0.60	0.65	0.75	0.75	0.75	0.69	0.56	0.58	0.73
权益乘数	1.58	1.51	1.69	1.80	2.04	2.66	3.09	3.09	2.81	2.63	2.76	2.83	2.74	2.57	2.09	1.80	1.54	1.34

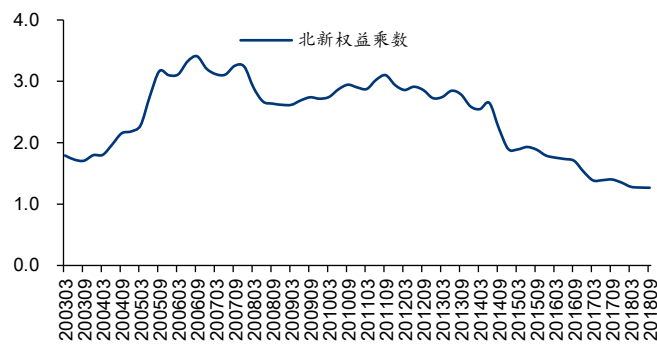
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27: 2003-2018年北新建材净利润率及总资产周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

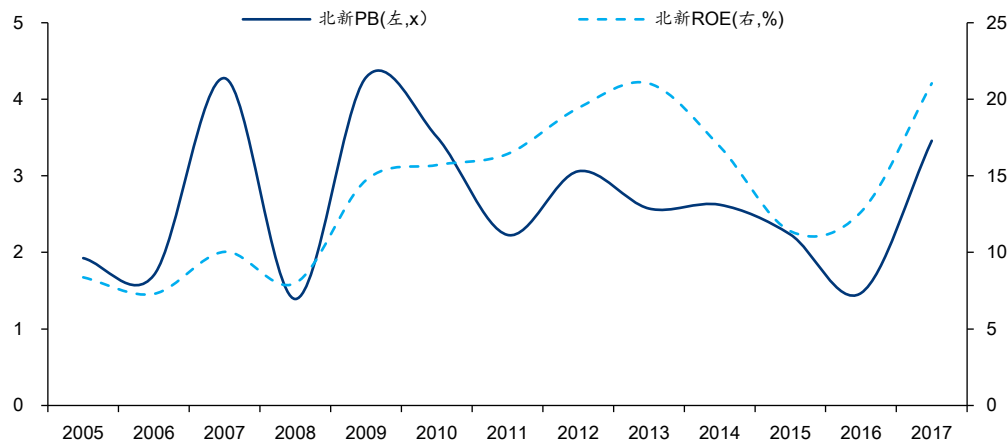
图表28: 2003-2018年北新建材权益乘数



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

公司历史 PB 波动较大, 高光时刻是“四万亿”以及 2017 年以后供给侧改革的牛市。北新是目前唯一一家主业是石膏板的 A 股上市公司, 上市以后估值波动较大, PB 最低的季度是 2008Q4 只有 1.34x, 但是在“四万亿”政策刺激下, 估值最高反弹到 2010Q1 的 4.46x, 超过了 2007 年牛市前期的峰值水平。随后, 尽管 ROE 逐年稳定改善, 但 PB 逐年走低, 直到 2014Q2 新一轮牛市再次释放北新估值向上的弹性空间。在 2016 年初北新的估值再次见底后, 随后开启的供给侧改革中, 北新的估值启动时点滞后于海螺, 但是估值的弹性却高于海螺, 反映出在投资信心较为充足的环境下, 市场对北新的预期更加乐观。2018 年公司估值经历了一轮快速杀跌, 目前的估值已经基本反映了对地产需求的悲观预期, 随着石膏板价格企稳盈利能力改善, 我们认为公司估值有望迎来向上的机会。

图表29: 2003-2018年北新建材 PB-ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

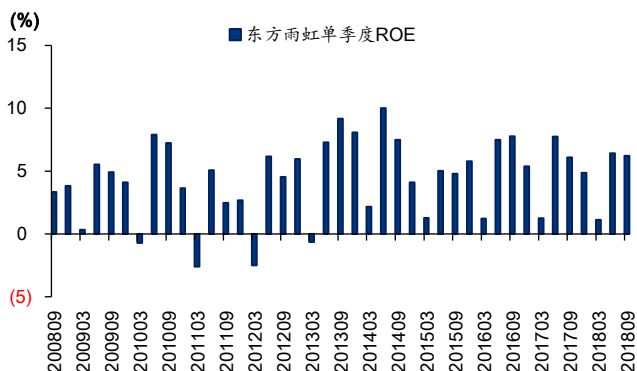
## 轻资产建材龙头：品牌、渠道驱动的 ROE 提升

### 东方雨虹：防水细分市场成长起来的新建材巨头，扩品类提升长期天花板

东方雨虹 2008 年上市，上市后 ROE 经历了先低后高，目前处于 20% 以上的优秀水平。2008-2010 年东方雨虹（以下简称“雨虹”）ROE 保持在 13-14% 左右的水平；2011 年是雨虹发展的低谷期，由于当年高铁停建对下游需求产生不利影响，同时上游原油价格大幅上涨拉动原材料成本上涨，公司的毛利率显著下滑，所以当年的 ROE 创出历史低点的 7.54%。2012 年以后，随着公司战略向地产防水业务的倾斜，以及原材料成本回落，公司的盈利能力显著提升，净利润率从 2011 年低点的 3.21% 持续提升至 2016 年的 13.66%，盈利能力提升是 ROE 近几年提升的主要原因。

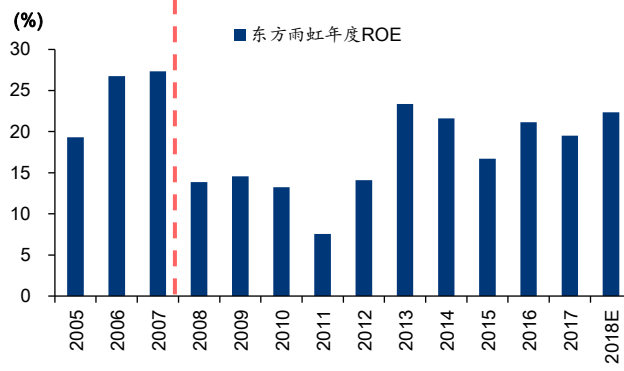
雨虹的经营模式有较强的季节性，一季度是施工淡季，在 2014 年以前一季度亏损是常态。2014 年以后，随着公司的收入规模扩大，公司一季度亏损的现象不再出现。到了二季度施工旺季，ROE 水平往往有领先全年的引导效应，如果二季度 ROE 仍然表现不佳，全年可能会面临较大的业绩压力，典型的例子是 2015 年。

图表30： 2008-2018 年东方雨虹季度 ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31： 2005-2018 年东方雨虹年度 ROE

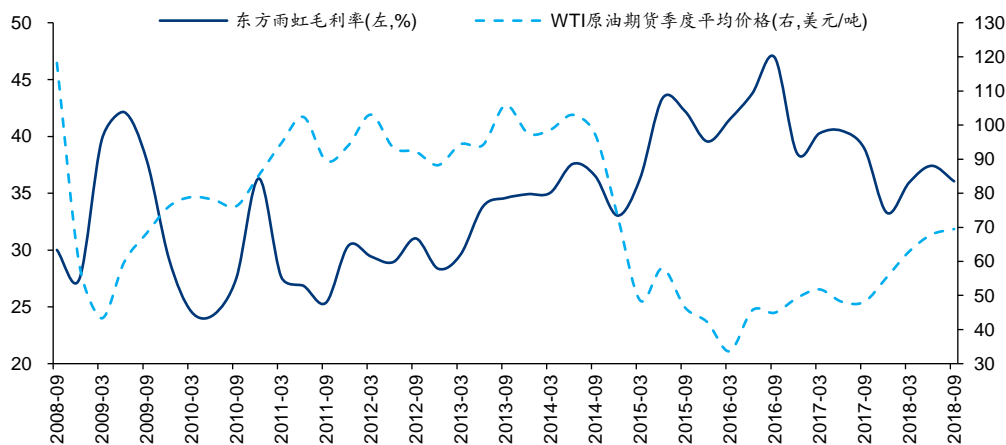


资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：红色虚线左侧为上市前

毛利率围绕长期均值水平波动，具备一定的成本转嫁能力，但是滞后于原油价格波动。雨虹上游为石化炼化供应商，下游是地产开发商、基建工程建设商，从产业链上不具备天然的定价优势，但是通过面向全国铺开产能、渠道布局，以优秀的管理能力与过硬的产品品质带来的市场口碑，使公司拥有一定的成本转嫁能力。不过在油价快速变化的阶段，无论是上涨还是下跌，雨虹的毛利率都会在短期受到明显的影响，然后经过几个季度的调整后，向长期均衡的盈利水平调整（上市后平均毛利率水平是 35%），较为典型的是（1）油价在 2009-2011 年大幅上涨，2011-2013 年保持在 100 美元左右的高位水平，雨虹的毛利率在 2011Q3 触底后开始反弹，2011-2013 期间油价高位横盘小幅波动，但是雨虹毛利率改善明显；（2）油价在 2014 年下半年见顶后开始回落，公司毛利率随后不断刷新历史记录，在 2016Q3 创出 46.95% 的最好水平，2017 年上半年油价仍保持低位水平，但是公司毛利率出现明显的回落。

**图表32： 2008-2018年东方雨虹季度毛利率与WTI原油期货价格**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

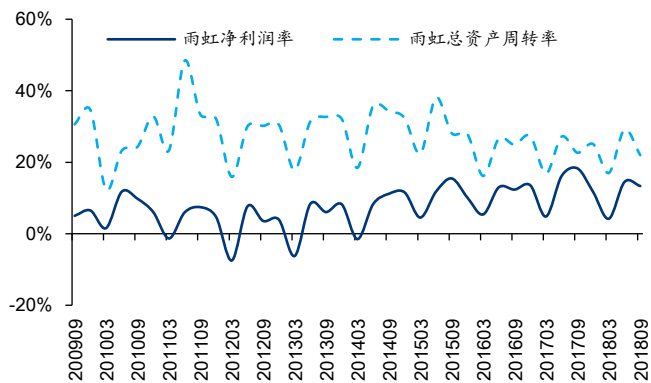
**防水市占率未来提升空间大，扩品类提升长期天花板。**公司上市后，资产周转率相对较为稳定，保持在 0.9-1.2 次区间，较前文三家重资产公司的周转率要明显快很多，保持较快的资产周转率是轻资产行业公司的共性，我们看后文的伟星新材和兔宝宝，也有这样的特性。公司权益乘数有波动，在 2011、2014 分别经历了两次增发，以及 2017 年发行可转债，适度的财务杠杆水平保障公司扩产投入。2015 年以来公司经历了新一轮的加杠杆，2017 年公司市占率在 10%左右，2018 年预计达到 13%的水平，对标北新这样的高市占建材品种（接近 60%），目前公司市占率仍然偏低，未来在防水细分市场仍有较大的市占率提升空间。另外公司在民用建材领域的扩品类也值得期待，去年底公司单独划分独立的民用建材业务板块，对标瑞士西卡，未来有望通过内生培养以及外延收购导入更多的新兴建材品类。

**图表33： 2005-2017年东方雨虹杜邦分析**

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	19.32	26.76	27.35	13.85	14.58	13.26	7.54	14.10	23.37	21.62	16.72	21.16	19.52
净利润率(%)	8.04	8.18	7.44	5.65	7.95	5.02	3.21	5.52	8.76	11.05	11.82	13.66	11.09
总资产周转率(次)	0.90	1.30	1.59	1.40	0.99	1.24	1.09	1.16	1.23	1.16	0.95	0.94	0.93
权益乘数	2.66	2.52	2.32	1.75	1.85	2.14	2.15	2.20	2.16	1.69	1.50	1.65	1.90

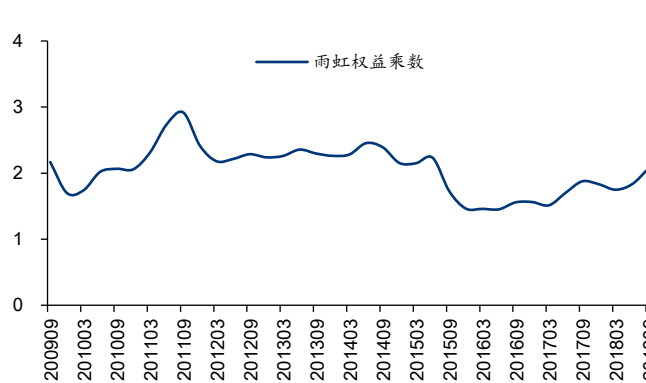
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表34： 2009-2018年东方雨虹净利润率及总资产周转率**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表35： 2009-2018年东方雨虹权益乘数**

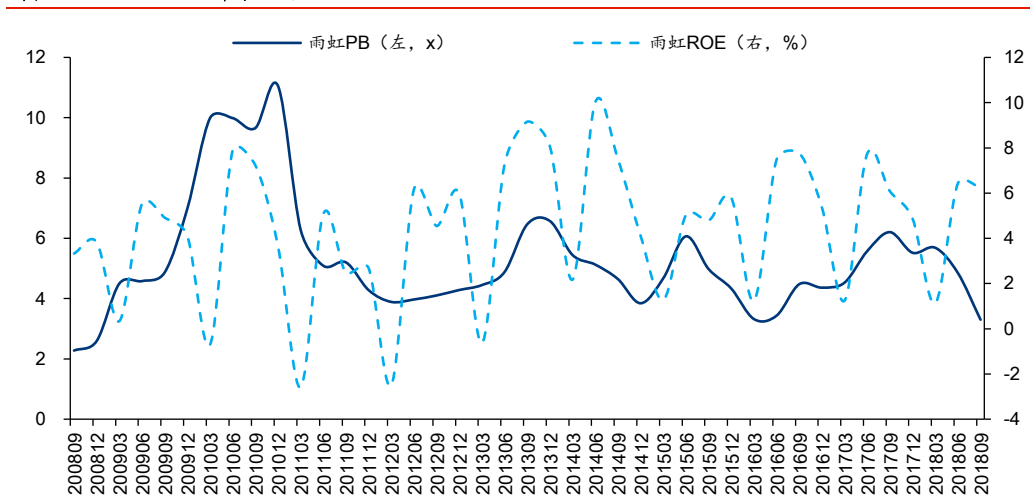


资料来源：Wind，华泰证券研究所



雨虹在 2011 年以前 PB 波动范围较大，上市初 PB 只有 2.2x，2010Q3 大盘反弹见顶，PB 超过 10x。2011 年以后 PB 的变化可以分为三个阶段（1）2011-2013，在 ROE 的返升驱动下，PB 从 2012Q1 的 3.9x 升至 2013Q4 的 6.6x，这一阶段基本是由基本面改善驱动的；（2）2014-2016，前半段 PB 走低反映出市场对地产产业链的整体悲观，事实证明 2015 年雨虹的 ROE 较 2014 年确实变差，但是 2015 年牛市推动下，PB 与 ROE 走势背离，直到牛市结束；（3）2016-2018，2016 年初地产企稳估值触底，2017 年市场开始过度乐观，实际 ROE 改善并未有超于预期的表现，乐观预期在年末证伪，2018 年在现金流压力、原材料成本上涨、股权质押风险暴露后进一步杀估值。

**图表36： 2008-2018 年东方雨虹 PB-ROE**

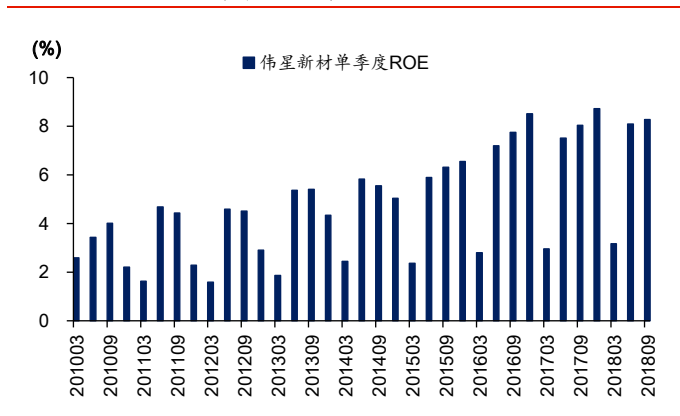


资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 伟星新材：“星管家”打造品牌差异化，建材中的消费典范

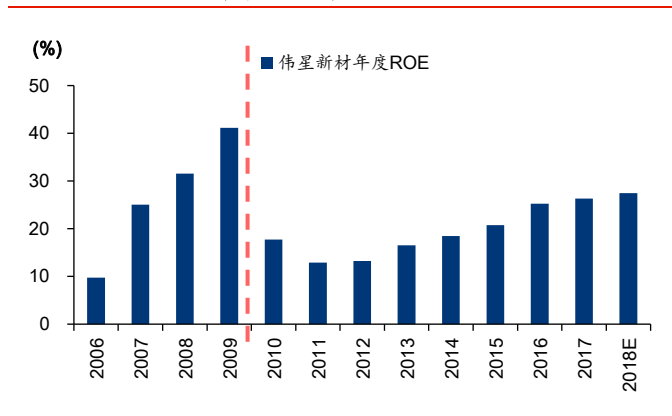
上市后，伟星新材的 ROE 是我们分析的公司里提升趋势最稳定的。2010 年上市前，伟星新材（以下简称“伟星”）全面拥抱新兴的成长速度更快的 PPR 市场，ROE 快速提升，在 2009 年上市前一年 ROE 创出历史最高水平。2010 年上市后由于资本结构的变迁，ROE 降低至历史低位水平。2012 年起，公司推出“星管家”服务，并在原有营销网络的基础上主攻零售渠道及区域营销，ROE 逐年稳定提升，伟星的 ROE 提升趋势不受地产周期的影响，是我们研究的建材公司中抵御地产周期能力最强的公司。

**图表37： 2010-2018 年伟星新材季度 ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表38： 2006-2018 年伟星新材年度 ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：红色虚线左侧为上市前

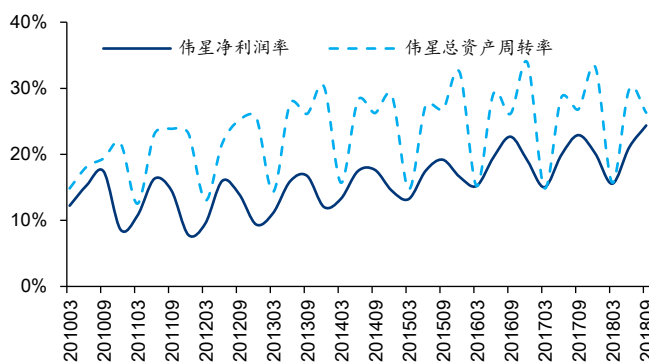
净利润率稳步提升是带动伟星 ROE 提升的关键因素，受益于“星管家”带来的品牌溢价。家装管道作为隐蔽耐用工程，赢得消费者的信任至关重要。伟星的产品定位高端，首创“星管家”服务，由经销商对消费者提供免费水压测试在内的多项服务，有效提升了消费者的认可度。在产能及渠道扩张过程中，公司亦坚持“零售为先”战略，通过搭建扁平化渠道减少利润分流，构建了坚固的品牌护城河。品牌树立带来的议价能力，使公司能够在原材料价格上涨时产品提价幅度高于成本涨幅，下跌时产品降价幅度低于成本跌幅。整体来看，公司自 2012 年起总资产周转率稳定在 1 次左右，权益乘数稳定在 1.2~1.3 的区间，而净利润率自 2012 年起逐年提升，2017 年达到上市后的最高点 20.04%，成为驱动 ROE 逐年提升的关键因素。

图表39： 2006-2017 年伟星新材杜邦分析

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	9.76	25.02	31.55	41.17	17.71	12.89	13.26	16.52	18.48	20.75	25.27	26.31
净利润率	5.41	8.71	9.70	13.87	13.30	12.50	12.46	14.23	15.95	17.04	19.56	20.04
总资产周转率	0.85	1.32	1.55	1.43	0.98	0.84	0.88	0.98	0.97	1.01	1.01	0.99
权益乘数	2.12	2.18	2.10	2.08	1.35	1.22	1.21	1.18	1.20	1.21	1.28	1.32

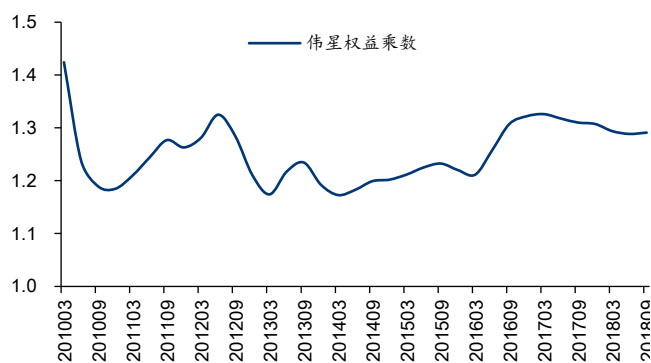
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40： 2010-2018 年伟星新材净利润率及总资产周转率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41： 2010-2018 年伟星新材权益乘数

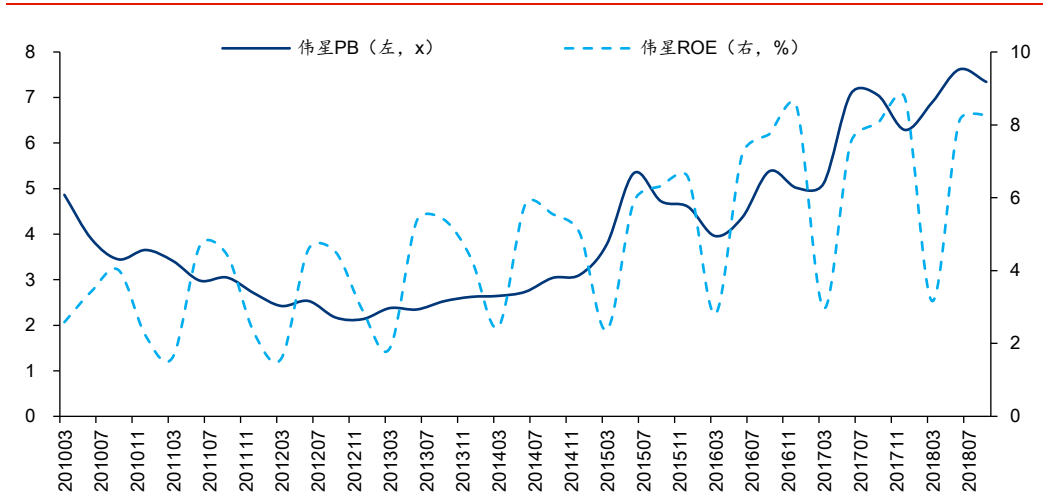


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2012 年以后伟星 PE 估值体系稳定，估值中枢在 20x 左右，PB-ROE 保持同步变化。受益于品牌议价力提升带来的盈利能力提升，公司 ROE 由 2012 年的 12.89% 提升至 2017 年的 26.31%，PB 也由 2012Q4 的 2.9x 提升至 2017Q4 的 6.3x，2018Q2 达到历史高点 7.6x。即便期间大盘指数剧烈变动，对伟星的估值影响也较小。

盈利能力背后的品牌议价力是对伟星研究最关键的变量，决定了背后的估值水平。从伟星历史盈利能力来看，几乎不受到地产投资增速下行等因素影响，表现出显著的逆周期能力，“消费股”属性明显，这与公司强悍的品牌议价能力密不可分。通过“星管家”模式，公司以高质量的产品及服务打造品牌议价能力，净利润率于 2017 年达到历史新高 20.04%，2018 年仍有望进一步提升，这在所有家装建材公司中是非常难得的。高的盈利能力也极大影响了背后的估值水平，未来公司估值能否进一步提升取决于公司的盈利能力能否再进一步。

**图表42： 2010-2018年伟星新材 PB-ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**兔宝宝：轻资产之路获得成功，未来面临定制化、成品化趋势挑战**

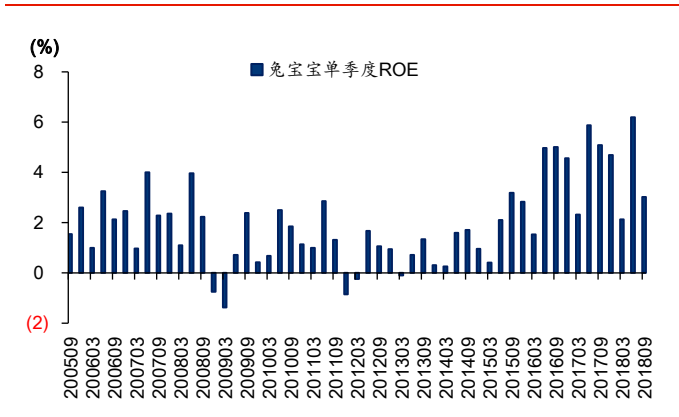
**2013年由制造业向品牌服务业转型成功，兔宝宝 ROE 迅速提升。**根据公司 ROE 变化趋势及发展历程，兔宝宝被划分为三个阶段：

(1) 2003-2009年：早期探索期，公司在2005年上市，受总资产周转率及权益乘数摊低影响，ROE出现明显下滑。2006-2009年，受行业竞争加剧、原材料成本上涨及地产投资增速回落等因素影响，公司ROE整体下行；

(2) 2010-2013年：全国渠道布局投入期，与其他制造业企业不同，公司选择了一条“异地扩张渠道、由当地签约OEM企业提供产能”之路，转变为收取贴牌费的平台型企业。公司的专卖店数量也由2010年的500家拓展至2013年的1930家。期间，公司ROE在10%以下低位震荡；

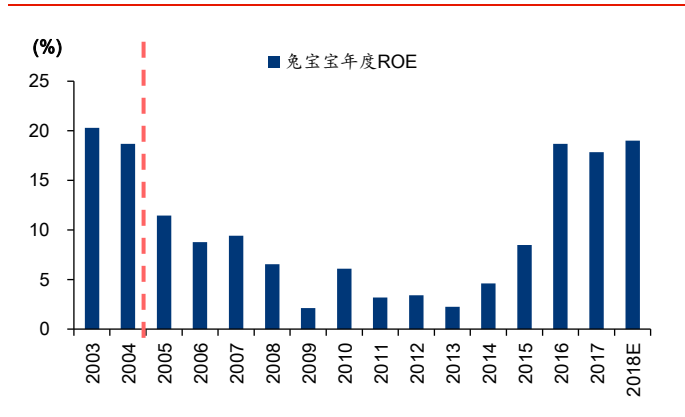
(3) 2014年至今：渠道成熟收获期，2014年公司前期投入运行的专卖店开始逐步发挥效益；2015年公司进军定制家居领域、收购多赢网络开拓O2O模式；2016年公司受益于品牌知名度的提高及“环保中国行”促销活动的开展，公司ROE由2014年的4.62%迅速提升至2016年的18.67%，创上市以来新高。

**图表43： 2005-2018年兔宝宝季度ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表44： 2003-2018年兔宝宝年度ROE**



注：红色虚线左侧为上市前

资料来源：Wind，华泰证券研究所

与其余轻资产建材公司不同，2013年后兔宝宝 ROE 提升主要是由总资产周转率驱动的，这与公司轻资产的渠道铺设、特色的营销方式密切相关。2005年上市后至2009年，公司作为传统制造业企业，受到行业竞争格局恶化影响，公司销售净利率由4.45%降至2.11%，甚至在2008Q4及2009Q1连续两个季度出现亏损，资产周转率也由1.23次降至0.97次，

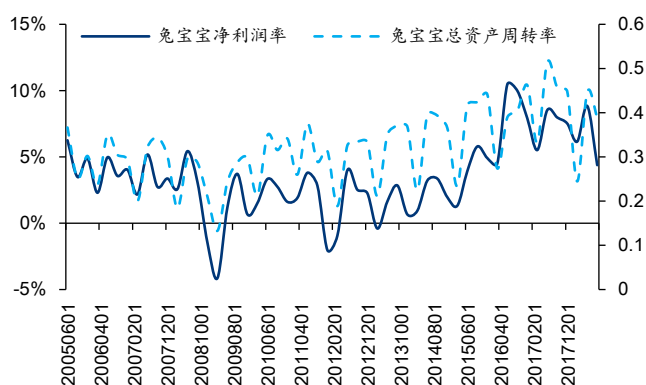
杠杆率的提升也难以遏制 ROE 的连续下滑。2013 年起,在公司正式转型为品牌服务商后,净利润率出现显著改善,但对 ROE 起到明显提振作用的还是在于资产周转率,由 2013 年的 1.29 次提升至 2017 年的 1.77 次,这与公司前期渠道铺设(OEM 贴牌业务订单流转时间短、响应更快)、“环保中国行”等特色营销方式密不可分,权益乘数基本维持在 1.3 倍左右。

图表45: 2003-2017年兔宝宝杜邦分析

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
ROE(%)	20.29	18.67	11.44	8.77	9.43	6.53	2.11	6.10	3.18	3.42	2.25	4.62	8.48	18.67	17.83
净利润率(%)	5.01	4.61	4.45	3.85	3.49	2.71	0.97	2.39	1.62	2.29	1.38	2.56	4.35	8.62	7.60
总资产周转率(次)	1.32	1.48	1.23	1.14	1.20	1.01	0.95	1.25	1.25	1.17	1.29	1.37	1.46	1.70	1.77
权益乘数	3.06	2.74	2.08	2.01	2.25	2.39	2.27	2.05	1.57	1.28	1.26	1.32	1.33	1.27	1.32

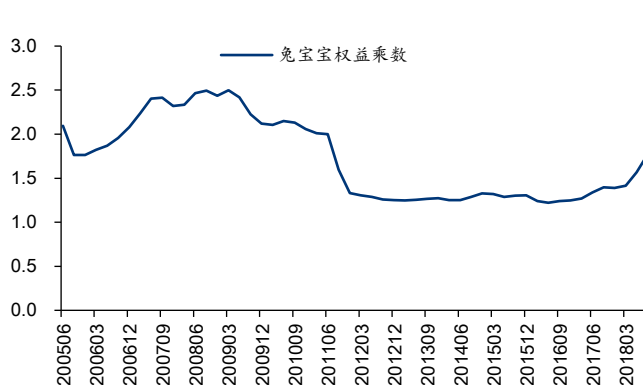
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表46: 2005-2018年兔宝宝净利润率及总资产周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47: 2005-2018年兔宝宝权益乘数

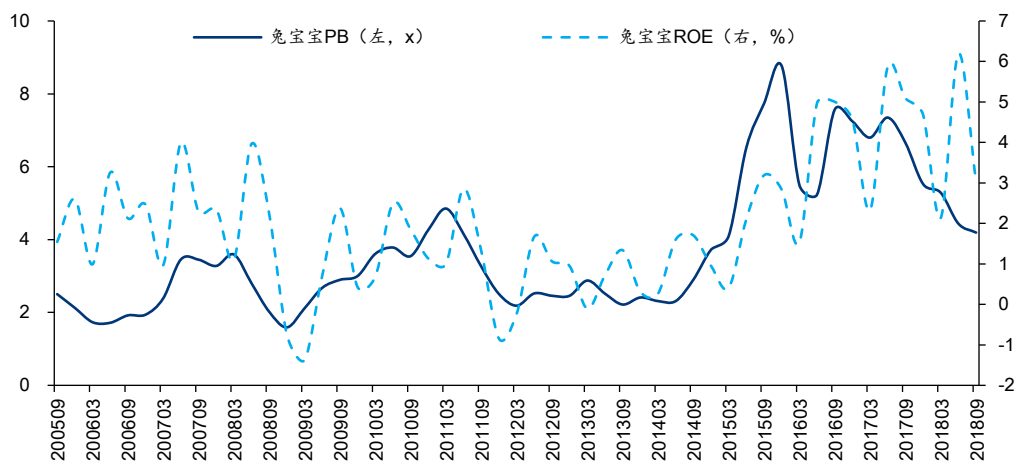


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

受 2017 年来精装房放量影响 PB 受到压制,与 ROE 出现较大程度背离。从兔宝宝历史 PB-ROE 来看匹配程度相对较高,但自 2017Q2 以来公司 PB 出现明显下杀,由 5.9x 降至 2018Q3 的 4.2x,我们认为系受到精装房放量、定制家居快速发展影响,市场对于公司业务适应当前环境的程度认可度较低所致, PB 与 ROE 出现较明显背离。

“易装”业务与战略并购或成估值及 ROE 提升关键。相较顾家家居年度海内外多起大额并购,兔宝宝的出手相对小额、分散。在经济下行周期下,兔宝宝的一系列并购、投资显得较为合理,其大投资战略得以稳步运行:或补充新线业务、或弥补战略短板。这也有助于提升公司的权益乘数(2017 年以来公司权益乘数已经有明显提升),带动 ROE 向上。另一方面,面对未来定制化、成品化趋势挑战,兔宝宝加快推进“兔宝宝易装”业务,通过对家具板材的深加工增值服务,积极布局定制家居市场业务;同时也加快推进家装公司、定制家居企业等“小 B”端业务。若“易装”业务放量,也有助于公司 PB 估值的提升。

**图表48： 2005-2018年兔宝宝PB-ROE**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表49： 2018年来兔宝宝项目投资**

时间	投资标的	投资属性	获得股权份额	出资资金
2018/1/5	云兔网络	对内	100%	1000万元
2018/1/5	云兔智维	对内	100%	1000万元
2018/1/24	龙威新材	对外	10%	3650万元
2018/4/23	大自然家居	对外	18.39%	3.36亿元
2018/7/31	恒基伟业	对外	55%	2.29亿元
2018/9/13	青岛裕丰	对外	5.66%	3000万元
2018/12/25	法狮龙	对外	2.36%	2538.8万元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 展望：成功是否延续？成功能否复制？

我们总结以上六家公司的案例，无论是重资产还是轻资产，建材公司的 ROE 提升大部分情况都是来自于盈利能力的提升，当然也有免宝宝这样的少数情况，是因为商业模式创新带来的周转率加快提升了 ROE。我们对前面公司展开详细的探讨，按照 ROE 的波动，周期性由强到弱的排序：

(1) **海螺水泥有较强的周期性**，水泥价格历史波动幅度大，从 2016 年初以来，尽管季节性的价格调整幅度增大，但是水泥价格基本处于单向上涨的过程中，2018 年下半年市场开始担心这样的价格单调上涨不可持续甚至回落至历史低位。从这几年的经验中，水泥行业的周期扩张阶段远胜以往，未来 ROE 中枢水平能否提升，取决于水泥价格能否在高位维持稳定。

(2) **东方雨虹、北新新材有一定的周期性**。雨虹与北新是两家风格、气质迥异的公司，但是在 ROE 周期波动的程度上较为类似，地产周期向下的阶段，雨虹跟北新的 ROE 都会受到一定的负面影响。从历史经验来看，实际影响会来的比预期更好一点。市场在悲观的阶段，容易将雨虹跟北新解读为像海螺一样的强周期品种，但实际上它们不是。雨虹的高 ROE 是由于良好的品牌口碑带来高于竞争对手的盈利能力，防水除了受下游地产周期的影响，还受上游石化原材料成本的周期影响，毛利率围绕长期均衡水平波动，均衡的毛利率水平取决于差异化的竞争能否成功，以及未来是否会有恶性竞争。北新的高市占率保证了强定价权，我们判断未来市占率还有进一步提升的空间，而且石膏板的应用场景有望从吊顶扩大到隔墙，从商用更多的应用到民用市场，市场仍然有一定的成长空间。

(3) **中国巨石周期性较弱**。玻纤行业的应用面不断拓宽，成长来源稳定，受国内地产周期的影响较小，但是较容易受到全球宏观经济波动的影响。2013 年以来，受益于技术红利的释放，巨石的成本明显降低，ROE 的提升主要来源于技术驱动。技术的扩散速度以及巨石的创新能力是未来研究的核心变量。

(4) **伟星新材没有观察到明显的周期性**。伟星已经摸索出了一套独特的成长路径，从 PE 管材到 PPR 管材，从卖产品到卖服务，2012 年“星管家”的推出开启了一条差异化的品牌塑造之路，未来 ROE 能否进一步提升取决于对渠道的管控能力，以及是否能够导入更多增值服务以提高增值空间。

**从 ROE 到 PB 的映射，PE 是中间的桥梁**。处在高速成长的公司 PE 的波动区间大，ROE 向 PB 传导的过程往往要结合市场风格考虑成长性溢价的部分，如雨虹、巨石；但是对成熟稳定的公司，市场较难产生分歧，更容易达成一致，ROE 向 PB 传导的过程更加顺畅，比如海螺、伟星，但在个别时候也有例外的情况，比如 2018 年下半年以后，海螺的 ROE 跟 PB 走势背离，市场对海螺未来的 ROE 表现整体转向悲观。

**总的来说，建材龙头公司具备良好的长期投资价值，竞争优势显著**。从波特五力模型看建材龙头的风险：①替代风险较小，建材产品形态稳定，迭代周期往往是几十年甚至是上百年，不太容易受到替代品挑战；②行业内竞争风险趋于收敛，龙头公司规模壮大，成本优势较为明显，行业内部的竞争风险被弱化；③存在一定的潜在进入者风险，大部分细分行业经历了 2016 年以来的地产扩张，盈利能力处于较高的水平，对新进入者的吸引力加大，但是总得来说有较明显的进入壁垒，如上游的资源入口壁垒（水泥）、资金技术壁垒（玻纤）、品牌渠道壁垒（涂料、管材等）；④主要的风险来自于上游原材料价格波动，以及下游的地产以及宏观需求波动。

## 风险提示

**宏观经济下滑超预期：**水泥、玻璃等周期性行业受宏观经济影响较大，若地产新开工、基建投资增速出现超预期下滑，将严重影响水泥、玻璃的需求，主要产品价格或出现下滑，影响企业利润。

**原材料价格上涨超预期：**建材行业中，原材料占成本比重通常较大，若原材料价格超预期上涨，将压缩企业的利润空间。

**恶性竞争：**当行业景气度较高时，会导致中小企业盲目扩张，致恶性竞争加剧。不但影响行业利润，还影响到建筑物质量。如 2003 年防水卷材市场中，80%都是生产设备简陋、工艺落后，缺乏质量控制手段的企业。这些企业以低价位冲击市场，迫使剩余 20%的企业也陷入了低价竞争的漩涡。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com