

建筑材料行业

总体趋势向上，结构分化明显；看好行业结构性机会

分析师：邹戈

分析师：谢璐

分析师：徐笔龙



SAC 执业证号：S0260512020001



SAC 执业证号：S0260514080004



SAC 执业证号：S0260517080013



021-60750616



021-60750630



021-60750611



zouge@gf.com.cn



xielu@gf.com.cn



xubulong@gf.com.cn

请注意，邹戈、徐笔龙并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

1.行业维持景气上行，结构分化明显。2016年以来，建材行业景气度持续上升，2018年建材行业（行业口径见表11）营业收入增速为41%（2017全年增速为29%），全行业归属净利增速为74%（2017全年增速为76%），全行业扣非净利同比增长86%（2017全年增速为92%），2019年1季度全行业营收同比增速为36%，归属净利同比增速为36%，整体来看，在2017年高增长的基础上，建材行业2018年-2019Q1业绩同比继续大幅增长。水泥：需求高景气延续，北方地区核心区域需求在回暖，水泥行业2018年收入增速为54%（2017年为34%，2016年为8%），归属净利润增速为109%（2017年为119%，2016年为91%），扣非净利增速为132%（2017年为142%，2016年为433%），2019年1季度水泥行业收入增速为55%，归母净利润增速为55%，扣非净利增速为50%；玻璃：平板玻璃持续回落，药用玻璃和石英玻璃龙头公司持续快速增长，光伏玻璃景气上升，玻璃行业2018年收入增速为20%（去年同期为15%），归属净利润增速为2%（去年同期为10%），2019年1季度玻璃行业收入增速为6%，归属净利润增速为-15%；玻纤：景气度下行，公司业绩分化明显，玻纤行业2018年收入增速为14%（2017年为17%），归母净利润增速为16%（2017年同期为43%），2019Q1收入增速为13%，2019Q1归母净利润增速为-2%；耐火材料：2016年至今收入增速逐步回升，盈利持续好转，耐火材料：2016年至今行业景气持续回升，行业2018年收入增速为43%（去年同期为24%），净利润增速为114%（去年同期为347%），2019Q1收入增速为23%，净利润增速为29%；装饰建材：增速回落，2B业务和2C业务分化明显，装饰建材行业2018年收入增速为27%（2017年为30%），归母净利润增速为15%（2017年为35%），2019年Q1营收同比增速20%，归母净利同比增速7%。

2.利润率和周转率共同驱动 ROE 继续提升，结构表现和业绩增速一致。2018年行业 ROE 上升的主要原因是销售利润率和资产周转率的上升，主要原因一是房地产新开工超预期带来行业需求旺盛，同时供给侧改革带来供给总量收缩，供需关系继续改善；二是行业结构在持续优化，优质龙头企业的表现更好。

3.资产负债表继续修复，产能开始扩张。行业资产负债率自2013年以来持续回落，资产负债表得以持续修复；而2018年以来，行业固定资产增速上升，在建工程增速上涨，建材行业产能开始扩张。

4.投资策略：看好行业结构性机会。从2016年以来，行业基本面保持两个特质：总体趋势向上，行业结构分化；背后的原因一是本轮房地产景气上行周期时间较长，使得房地产上下游产业链的需求持续保持较好态势，二是供给侧改革使得行业供给总量受到控制，三是行业集中度提升、强者恒强效应在发挥作用。

总结2018年和2019年1季度，分结构来看，有几个值得关注的基本面特点：水泥行业净利润率、周转率、ROE持续创历史新高，北方水泥需求在回暖；平板玻璃、玻纤行业景气度2018年开始回落，光伏玻璃行业景气度开始上升，药用玻璃、石英玻璃龙头公司表现优秀；耐火材料景气度持续上行；装饰建材2B和2C业务分化明显，和房地产新开工好、房地产销售/竣工不好有很大关系，优质公司基本面走出差异化（伟星新材、三棵树等）；行业资产负债率持续下行，不过2018年行业产能开始重新扩张（包括水泥企业）。

具体到投资策略，一是我们重点看好有中期成长逻辑或行业景气度向上的优质公司，看好房地产销售和竣工环节的北新建材、三棵树、伟星新材，看好药用玻璃龙头山东药玻、光伏玻璃龙头公司、石英玻璃龙头公司；二是房地产（新开工、施工）需求今年仍有延续性，基建需求回升，核心区域的龙头水泥公司高景气仍在延续，北方地区的冀东水泥和祁连山，南方地区的海螺水泥（600585.SH/00914.HK）和华新水泥，目前仍然具备性价比。

风险提示：宏观经济大幅下行，行业新投产产能超预期风险，供给侧改革政策出现重大调整，原材料成本上涨过快，能源结构转变过快，公司管理经营风险。

相关研究：

建筑材料行业:2019年3月数据点评：需求保持韧性，投资要有耐心

2019-04-30

建筑材料行业:关注6月上旬水泥基本面，继续看好优质公司中线机会

2019-04-28

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：赵勇臻 021-60750614 zhaoyongzhen@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	40.30	2019/4/29	买入	45.55	5.33	5.16	8	8	4	4	22%	19%
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.95	2019/4/29	买入	55.25	5.33	5.16	9	8	4	4	22%	19%
华新水泥	600801.SH	RMB	27.35	2018/4/8	买入	29.00	3.17	3.09	9	8	4	4	24%	21%
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.17	2018/10/12	买入		0.50	0.55	8	7	21	21	17%	17%
山东药玻	600529.SH	RMB	27.90	2018/10/30	买入		1.04	1.41	27	11	15	10	12%	14%
中国巨石	600176.SH	RMB	10.80	2019/4/4	买入	13.86	0.77	0.89	14	13	11	9	16%	16%
中材科技	002080.SZ	RMB	12.00	2019/3/5	买入	15.94	0.94	1.17	13	11	8	7	12%	14%
长海股份	300196.SZ	RMB	9.85	2018/10/28	买入		0.90	1.17	11	9	8	8	13%	15%
东方雨虹	002271.SZ	RMB	18.98	2018/10/21	买入		1.29	1.62	15	7	7	5	20%	20%
三棵树	603737.SH	RMB	67.90	2019/3/15	买入	68.86	2.56	3.88	27	14	14	9	23%	28%
伟星新材	002372.SZ	RMB	19.08	2019/4/26	买入	21.16	0.92	1.12	21	17	16	13	31%	34%
北新建材	000786.SZ	RMB	18.60	2019/3/22	买入	25.95	1.73	2.21	11	9	9	7	18%	20%
帝欧家居	002798.SZ	RMB	22.91	2018/8/28	买入		2.58	3.46	9	10	9	7	16%	18%
石英股份	603688.SH	RMB	13.68	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	22	19	21	15	13%	15%
冀东水泥	000401.SZ	RMB	16.15	2019/4/27-	买入	23.99	2.09	2.35	8	7	4	3	16%	15%
兔宝宝	002043.SZ	RMB	6.48	2018/2/4	买入		0.50	0.57	13	11	9	7	23%	25%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、行业景气继续上行，结构分化明显.....	7
1.行业景气继续上行，收入、净利高基数基础上继续大幅增长.....	7
2.水泥：需求高景气延续，北方地区核心区域需求在回暖.....	8
3.玻璃：平板玻璃持续回落，药用玻璃和石英玻璃龙头公司持续快速增长，光伏玻璃景气回升.....	10
4.玻纤：景气度下行，公司业绩分化明显.....	11
5.耐火材料：2016 年至今行业景气持续回升.....	14
6.装饰建材：增速回落，2B 业务和 2C 业务分化明显.....	15
二、利润率和周转率共同驱动 ROE 继续提升，结构表现和业绩增速一致.....	21
1.利润率和周转率回升共同驱动 ROE 继续改善.....	21
2.水泥行业：利润率、周转率、ROE 均创历史新高.....	23
3.玻璃行业：ROE 回落.....	24
4.玻纤行业：毛利率下降，2019Q1ROE 回落.....	25
5.耐火材料行业：成本承压，需求回升，ROE 继续上行.....	26
6.装饰建材：毛利率、资产周转率、ROE 均同比下降.....	27
三、资产负债表继续修复，产能开始扩张.....	33
四、投资策略：看好行业结构性机会.....	35
风险提示.....	36

图表索引

图 1: 建材行业 2018 年累计营收同比+41%	7
图 2: 建材行业 2018 年归属净利同比+74%	7
图 3: 建材行业 2019Q1 营收增速同比+36%	7
图 4: 建材行业 2018Q1 归属净利润同比+36%	7
图 5: 水泥行业 2018 年收入同比+54%	8
图 6: 水泥行业 2019Q1 收入同比+55%	8
图 7: 水泥行业 2018 年归母净利润同比+109%	8
图 8: 水泥行业 2019Q1 归母净利润同比+55%	8
图 9: 2018 年水泥产量累计同比+3%	9
图 10: 水泥价格持续上升 (元/吨)	9
图 11: 水泥公司 2018 年营收增速	9
图 12: 各水泥企业 2018 年归母净利润增速	9
图 13: 水泥公司 2019Q1 营收增速	9
图 14: 各水泥企业 2019Q1 归母净利润增速	9
图 15: 玻璃行业 2018 年营收同比+20%	10
图 16: 玻璃行业 2018 年归属净利润同比 2%	10
图 17: 玻璃行业 2019 年 Q1 营收同比+6%	10
图 18: 玻璃行业 2019 年 Q1 归属净利润同比-15%	10
图 19: 2019 年一季度平板玻璃产量累计同比+6.00%	11
图 20: 全国平板玻璃平均价格 (元/重箱)	11
图 21: 玻璃行业各公司 2018 营收同比增速	11
图 22: 玻璃行业公司 2018 归母净利润同比增速	11
图 23: 玻璃行业各公司 2019Q1 营收同比增速	11
图 24: 玻璃行业各公司 2019Q1 净利润同比增速	11
图 25: 玻纤行业 2018 年营收同比+14%	12
图 26: 玻纤行业 2018 归母净利润同比+16%	12
图 27: 玻纤行业 2019Q1 营收 (单季度) 同比增长 13%	12
图 28: 玻纤行业 2019Q1 归母净利润 (单季度) 同比-2%	12
图 29: 玻纤行业存货周转天数	13
图 30: 中国巨石存货周转天数	13
图 31: 中国巨石粗纱 (成都) 价格 (元/吨)	13
图 32: 泰山玻纤电子纱价格 (元/吨)	13
图 33: 玻纤行业各公司 2018 营收同比增速	13
图 34: 玻纤行业公司 2018 归母净利润同比增速	13
图 35: 玻纤行业各公司 2019Q1 营收同比增速	14
图 36: 玻纤行业各公司 2019Q1 净利润同比增速	14
图 37: 耐材行业营收 2018 年同比+43%	14
图 38: 耐材行业净利润 2018 年同比+114%	14
图 39: 耐火材料行业营收 2019Q1 同比+23%	15

图 40: 耐火材料行业净利润 2019Q1 同比+29%	15
图 41: 耐火材料公司 2018 年收入增速	15
图 42: 耐火材料公司 2018 归属净利润增速	15
图 43: 耐火材料公司 2019Q1 收入增速	15
图 44: 耐火材料公司 2019Q1 归属净利润增速	15
图 45: 装饰建材行业 2018 年营收增速+27%	16
图 46: 装饰建材行业 2018 年归母净利润增速+15%	16
图 47: 装饰建材行业 2019Q1 营收增速+20%	16
图 48: 装饰建材行业 2019Q1 归母净利润增速+7%	16
图 49: 装饰建材公司 2018 年营收增速	17
图 50: 装饰建材公司 2018 年归母净利润增速	17
图 51: 装饰建材公司 2019Q1 营收增速	17
图 52: 装饰建材公司 2019Q1 归母净利润增速	17
图 53: 防水公司 2018 年营业收入及同比增速	18
图 54: 防水公司毛利率	18
图 55: 三家防水公司应收款项周转率 (年化)	18
图 56: 三家防水公司存货周转率 (年化)	18
图 57: 涂料公司 2018 年营业收入及同比增速	19
图 58: 三棵树和亚士创能归母净利润及同比增速	19
图 59: 三棵树和亚士应收帐款周转率 (年化)	19
图 60: 三棵树和亚士存货周转率 (年化)	19
图 61: 三棵树和亚士创能毛利率	19
图 62: 三棵树和亚士创能费用率	19
图 63: 瓷砖企业 2018 年营业收入及同比增速	20
图 64: 瓷砖企业毛利率	20
图 65: 瓷砖企业应收账款周转率 (年化)	20
图 66: 瓷砖企业库存周转率 (年化)	20
图 67: 管材企业 2018 年营业收入及同比增速	21
图 68: 三家管材企业毛利率	21
图 69: 三家管材公司应收帐款周转率 (年化)	21
图 70: 三家管材公司存货周转率 (年化)	21
图 71: 建材行业毛利率 (%)	22
图 72: 建材行业“在建工程+固定资产”周转率 (TTM)	23
图 73: 山西优混煤炭价格 (元/吨)	24
图 74: 水泥行业“在建工程+固定资产”周转率 (TTM)	24
图 75: 玻璃纯碱重油价格差 (元/吨)	25
图 76: 全国平板玻璃均价(元/吨)	25
图 77: 玻纤行业“在建工程+固定资产”周转率 (TTM)	26
图 78: 玻纤行业存货周转率 (TTM)	26
图 79: 装饰建材行业毛利率与净利润率 (累计季度)	28
图 80: 5 家防水公司横向比较来看, 东方雨虹的 ROE (TTM、摊薄) 领先同行29	
图 81: 防水企业毛利率 (%)	29
图 82: 2018 年三费情况	29

图 83: 东方雨虹 2018 净利率领先.....	29
图 84: 东方雨虹资产周转水平处于行业上游.....	29
图 85: 三棵树的 ROE (TTM, 摊薄) 处于行业上游.....	30
图 86: 三棵树毛利率在行业中一直处于领先地位.....	30
图 87: 涂料公司期间费用率比较 (%).....	30
图 88: 涂料公司净利润率比较.....	30
图 89: 涂料公司总资产周转率 (TTM) 比较.....	30
图 90: 瓷砖行业 ROE (TTM, 摊薄) 比较.....	31
图 91: 瓷砖行业毛利率比较.....	31
图 92: 瓷砖行业期间费用率比较.....	31
图 93: 瓷砖行业存货周转率比较 (单位: 天).....	32
图 94: 瓷砖行业应收账款周转天数 (单位: 天).....	32
图 95: 伟星新材 ROE (TTM, 摊薄) 行业内遥遥领先.....	32
图 96: 伟星新材毛利率行业遥遥领先.....	33
图 97: 三家公司期间费用率比较.....	33
图 98: 伟星新材的净利率远超同行业其他公司.....	33
图 99: 三家管材公司总资产周转率 (TTM).....	33
图 100: 建材行业资产负债率维持低位.....	34
图 101: 建材行业长期负债占比.....	34
图 102: 建材行业在建工程增速 (%).....	34
图 103: 建材行业固定资产增速 (%).....	34
图 104: 水泥行业建工程增速 (%).....	34
图 105: 水泥行业固定资产增速 (%).....	34
图 106: 玻璃行业建工程增速 (%).....	35
图 107: 玻璃行业固定资产增速 (%).....	35
图 108: 玻纤行业在建工程增速 (%).....	35
表 1: 建材行业 2018 年 ROE 回升, 主要受益于利润率和周转率的回升.....	22
表 2: 利润率、周转率上升, 水泥行业 2018 年 ROE 上升.....	23
表 3: 2019Q1 水泥 ROE 同比上升.....	23
表 4: 玻璃行业 2018 年 ROE 回落.....	24
表 5: 2019Q1 玻璃 ROE 同比环比有所提高.....	25
表 6: 玻纤行业 2018 年 ROE 提升主要来自量价齐升.....	25
表 7: 玻纤行业 2019Q1ROE 变动情况.....	26
表 8: 耐火材料行业 2018 年 ROE 上升.....	27
表 9: 耐火材料行业 2019Q1ROE 变动情况.....	27
表 10: 装饰建材行业 2018 年 ROE 回升.....	27
表 11: 本报告细分行业划分口径.....	36

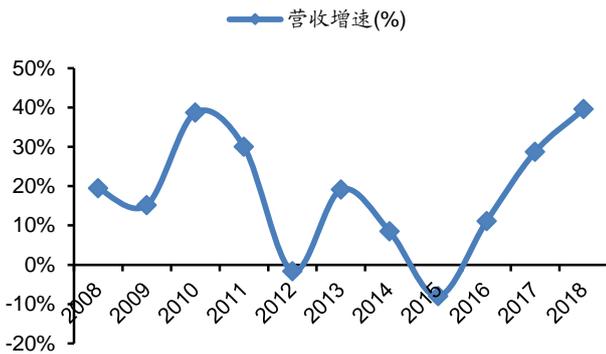
一、行业景气继续上行，结构分化明显

1. 行业景气继续上行，收入、净利高基数基础上继续大幅增长

年度来看，2016年至今，建材行业景气度持续上升，2018年全年营业收入增速为41%（2017全年增速为29%），全行业归属净利增速为74%（2017全年增速为76%），全行业扣非净利同比增长86%（2017全年增速为92%），整体来看，在2017年高速增长的基础上，建材行业2018年业绩同比继续大幅增长。

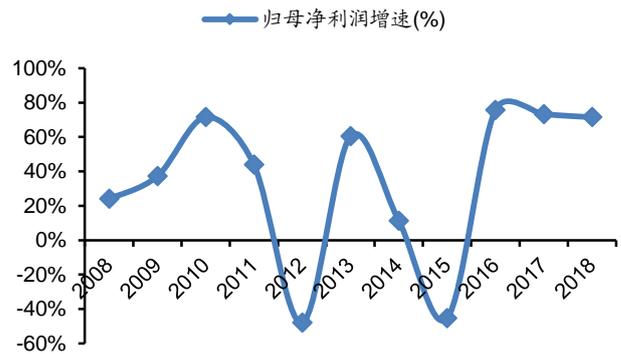
分季度来看，2019年1季度全行业营收同比增速为36%，在去年高基数上继续保持高增速（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4收入同比增速分别为28%、32%、48%、50%）；2019年1季度归属净利同比增速为36%，也是在去年高基数基础上继续保持高增长（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4归属净利润同比增速分别为136%、78%、85%、42%），扣非净利同比增速为34%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4扣非净利润同比增速分别为201%、97%、76%、57%）。

图1：建材行业2018年累计营收同比+41%



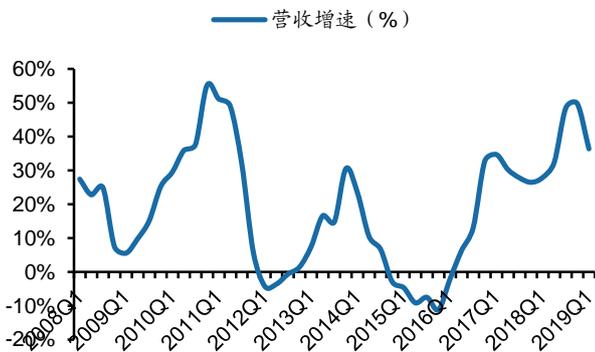
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图2：建材行业2018年归属净利同比+74%



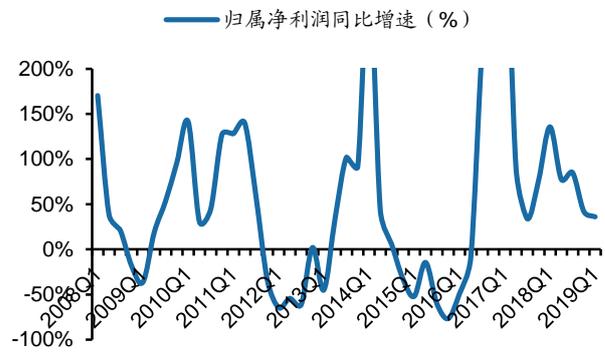
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图3：建材行业2019Q1营收增速同比+36%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图4：建材行业2019Q1归属净利润同比+36%



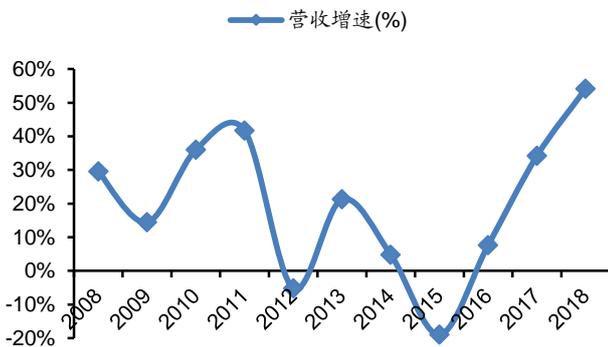
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

2.水泥：需求高景气延续，北方地区核心区域需求在回暖

水泥行业延续2016年以来高景气，2018年收入增速为54%（2017年为34%，2016年为8%），归属净利润增速为109%（2017年为119%，2016年为91%），扣非净利增速为132%（2017年为142%，2016年为433%）；分季度来看，在去年高基数基础上继续维持高位，2019年1季度水泥行业收入增速为55%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4收入同比增速分别为28%、35%、70%、71%）；归母净利润增速为55%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4归属净利润同比增速分别为242%、100%、139%、68%），扣非净利增速为50%（2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4扣非净利润同比增速分别为485%、129%、132%、90%）。

2018年水泥行业业绩继续高增长主要来自房地产需求高景气（房地产新开工面积增速持续上行）、同时受错峰生产、环保停产、行业自律的影响，水泥供给进一步收缩。剔除基数效应影响，2018年南方地区上市公司业绩表现整体仍然要好于北方地区，究其原因，2012年以来南方地区需求表现就一直好于北方地区，而且从2018年小环境来看，房地产需求向上走，基建需求向下走，南方地区房地产需求占比要大一些，北方地区基建需求占比更大，从而使得分化明显。值得注意的是，2019年1季度北方地区水泥上市公司业绩表现都很亮眼，冀东水泥和祁连山都是继2011年以来首次实现盈利，从水泥行业高频数据以及微观跟踪来看，北方地区核心区域（京津冀、陕甘、新疆）需求在回暖；南方地区的华新水泥仍保持高弹性。

图5：水泥行业2018年收入同比+54%



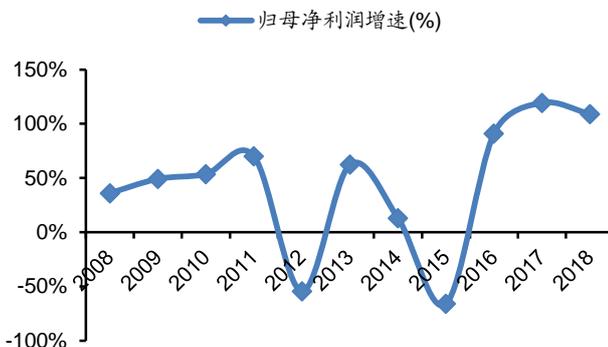
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图6：水泥行业2019Q1收入同比+55%



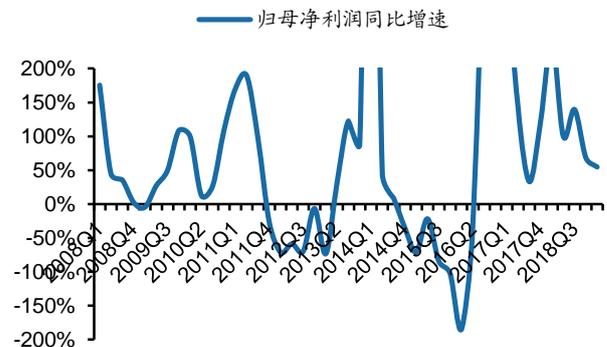
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图7：水泥行业2018年归母净利润同比+109%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图8：水泥行业2019Q1归母净利润同比+55%



数据来源：公司年报、半年报、季度报告、广发证券发展研

图9: 2018年水泥产量累计同比+3%



数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图10: 水泥价格持续上升(元/吨)



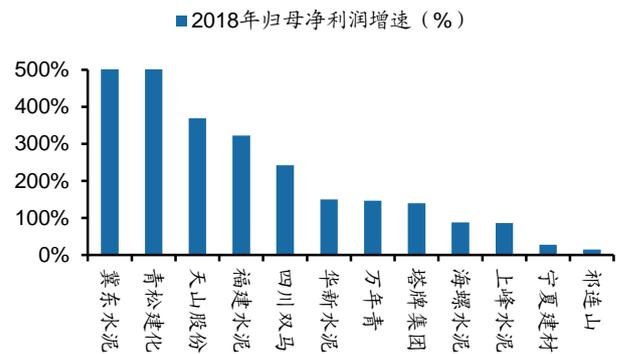
数据来源: 数字水泥网、广发证券发展研究中心

图11: 水泥公司2018年营收增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图12: 各水泥企业2018年归母净利润增速



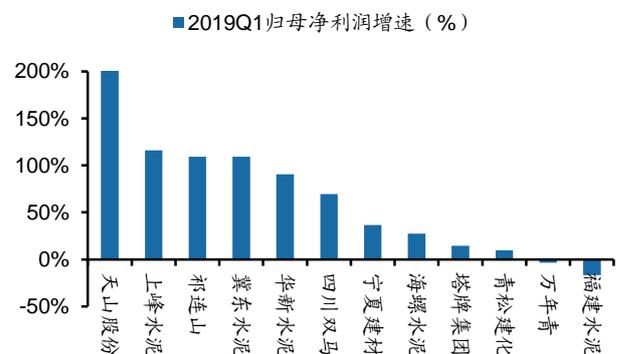
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图13: 水泥公司2019Q1营收增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图14: 各水泥企业司2019Q1归母净利润增速



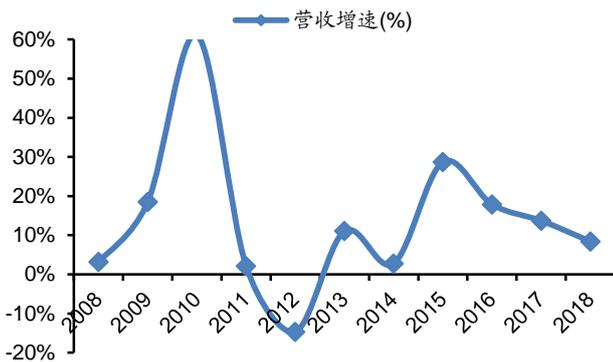
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

3.玻璃：平板玻璃持续回落，药用玻璃和石英玻璃龙头公司持续快速增长，光伏玻璃景气回升

玻璃行业2018年收入增速为20%(去年同期为15%)，归属净利润增速为2%(去年同期为10%)；分季度来看，2019年1季度玻璃行业收入增速为6%(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4收入同比增速分别为22%、30%、18%、10%)；归属净利润增速为-15%(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4归属净利润同比增速分别为32%、29%、-2%、-57%)；扣非净利润增速为-4%(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4扣非净利润同比增速分别为9%、20%、-14%、-140%)；2018年下半年至2019年Q1，全国平板玻璃价格下滑，企业盈利水平受到影响，下滑的原因一是供给释放，二是房地产竣工不佳、汽车产量数据差使得需求不好。

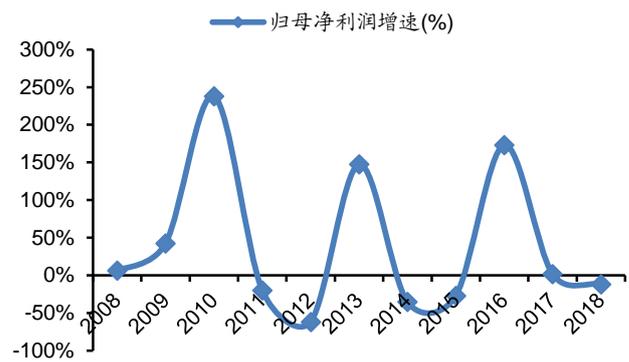
玻璃行业内公司差异度比较大，横向比较来看，剔除低基数效应(洛阳玻璃、耀皮玻璃、亚玛顿)，药用玻璃的山东药玻、石英玻璃的菲利华和石英股份保持快速增长态势，光伏玻璃的福莱特1季度景气回升，而平板玻璃的旗滨集团、南玻A等公司增速回落明显。

图15：玻璃行业2018年营收同比+20%



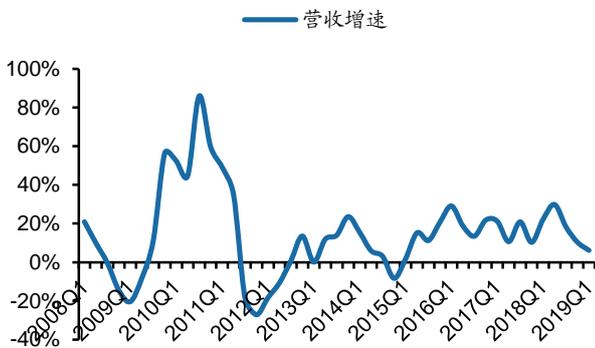
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图16：玻璃行业2018年归属净利润同比2%



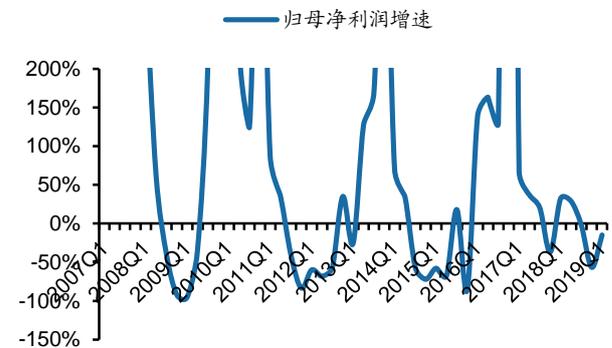
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图17：玻璃行业2019年Q1营收同比+6%



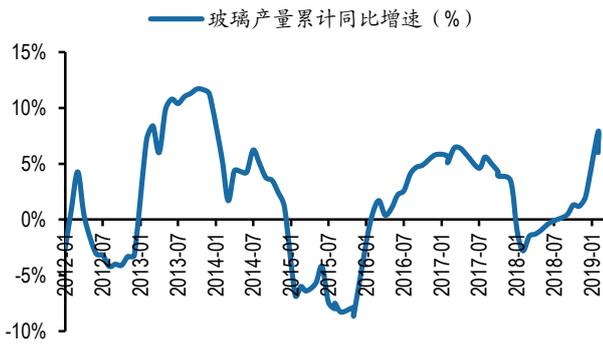
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图18：玻璃行业2019年Q1归属净利润同比-15%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图19: 2019年一季度平板玻璃产量累计同比+6.00%



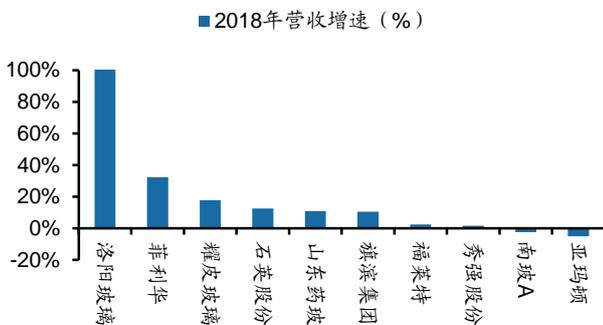
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图20: 全国平板玻璃平均价格(元/重箱)



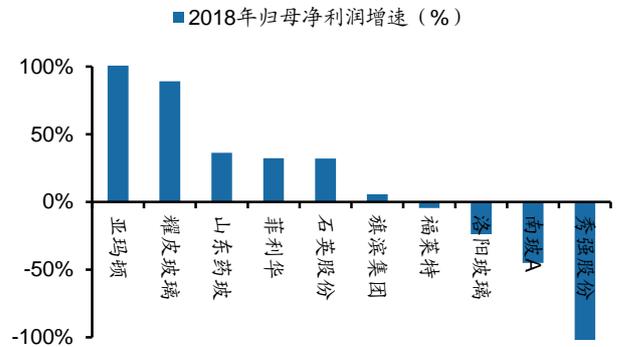
数据来源: 中国玻璃信息网、广发证券发展研究中心

图21: 玻璃行业各公司2018营收同比增速



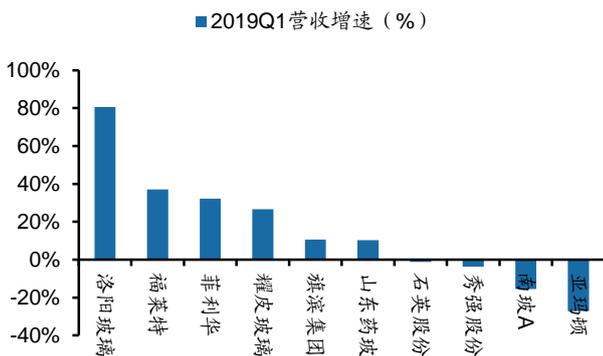
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图22: 玻璃行业公司2018归母净利润同比增速



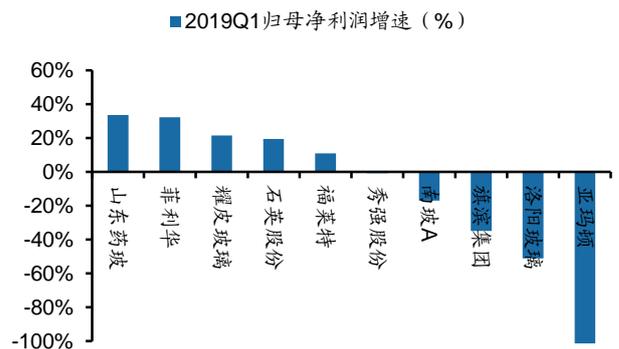
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图23: 玻璃行业各公司2019Q1营收同比增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图24: 玻璃行业各公司2019Q1净利润同比增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

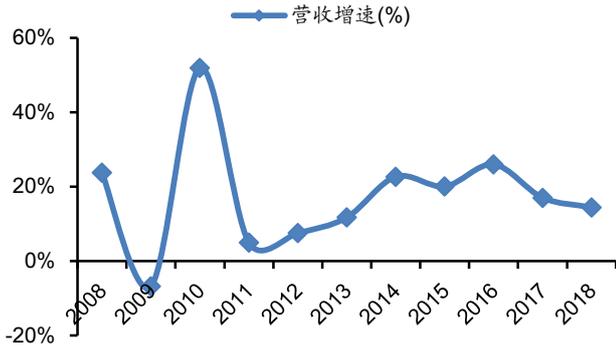
4.玻纤: 景气度下行, 公司业绩分化明显

玻纤行业2018年收入增速为14% (2017年为17%), 归母净利润增速为16% (2017年同期为43%); 分季度来看, 2019Q1收入增速为13% (2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4分别为20%、14%、10%、15%), 2019Q1归母净利润增速为-2%

(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4分别为22%、18%、32%、-7%)；业绩增速下行。从库存周转率和玻纤价格来看，行业景气度在下行。

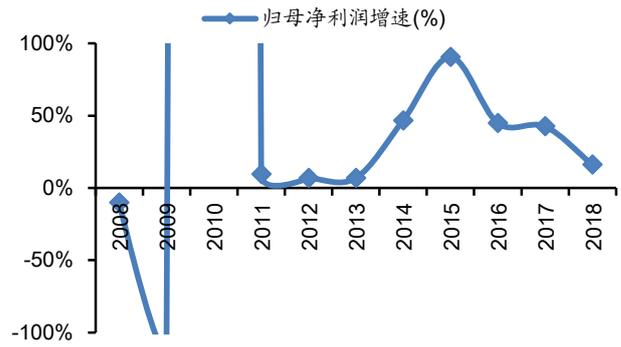
分公司来看，本轮技改领先者中国巨石由于（高）基数效应增长已经转负；中材科技受益于风电景气度回升，叶片业务带动业绩仍然快增长；玻纤制品小龙头长海股份受益于技改带来成本下降，2018年业绩出现小拐点；新材料小龙头再升科技受益于产能大幅扩张和产业链布局，正处于高速成长期。

图25：玻纤行业2018年营收同比+14%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图26：玻纤行业2018归母净利润同比+16%



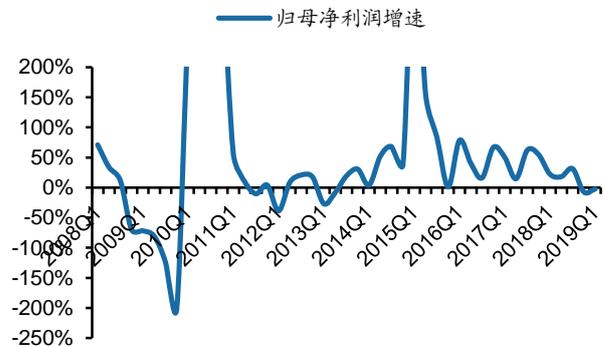
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图27：玻纤行业2019Q1营收（单季度）同比增长13%



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图28：玻纤行业2019Q1归母净利润（单季度）同比-2%



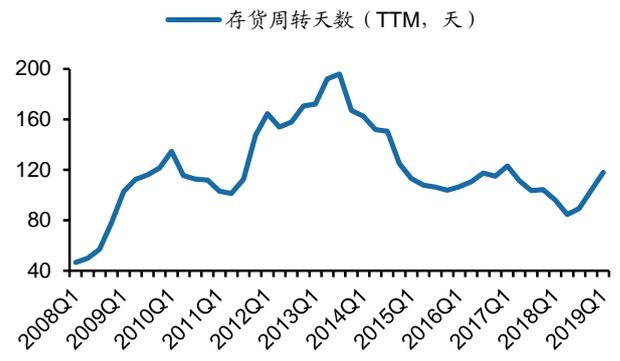
数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图29: 玻纤行业存货周转天数



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图30: 中国巨石存货周转天数



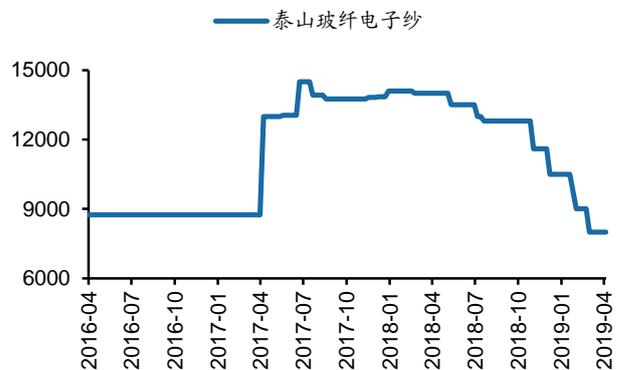
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图31: 中国巨石粗纱(成都)价格(元/吨)



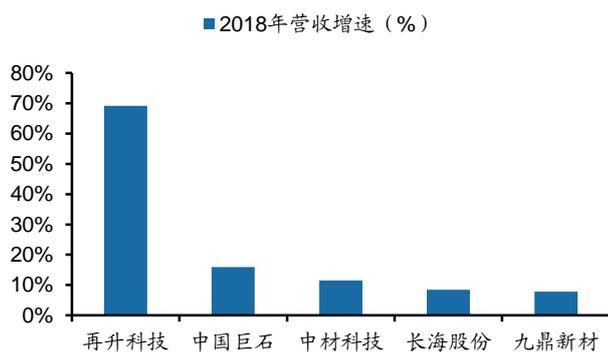
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图32: 泰山玻纤电子纱价格(元/吨)



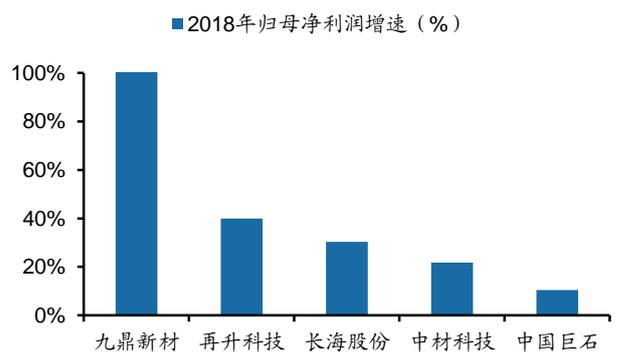
数据来源: 卓创资讯、广发证券发展研究中心

图33: 玻纤行业各公司2018营收同比增速



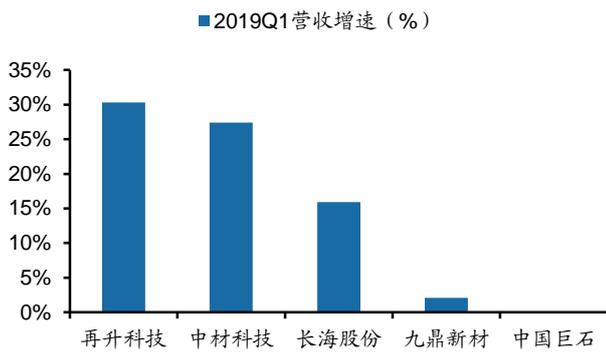
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图34: 玻纤行业公司2018归母净利润同比增速



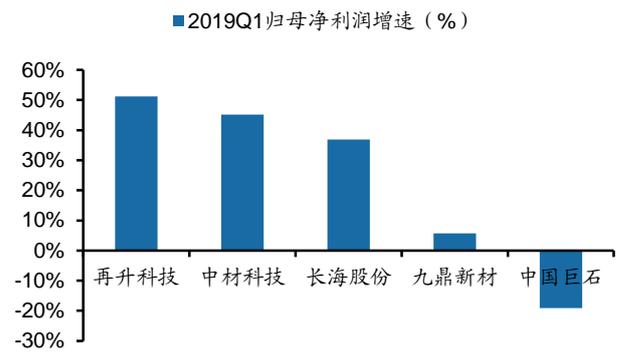
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图35: 玻纤行业各公司2019Q1营收同比增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图36: 玻纤行业各公司2019Q1净利润同比增速

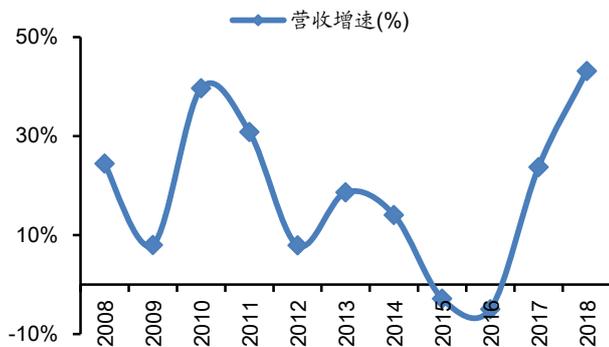


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

5.耐火材料: 2016年至今行业景气持续回升

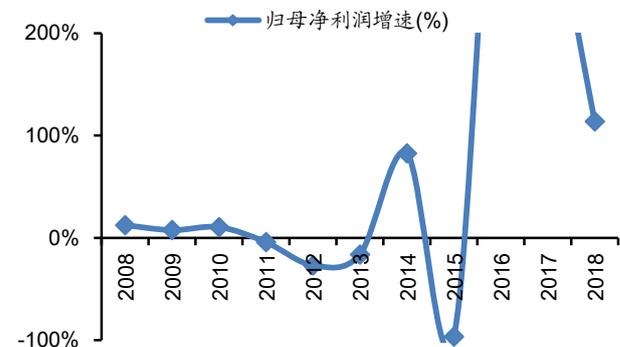
耐火材料行业2018年收入增速为43%(去年同期为24%),净利润增速为114%(去年同期为347%);分季度来看,2019Q1收入增速为23%(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4增速分别为61%、50%、49%、22%),2019Q1净利润增速为29%(2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4增速分别为78%、156%、103%、111%)。2015年是行业历史底部,2016年至今受益主要下游钢铁等行业盈利持续好转,行业底部景气回升,行业收入增速持续好转。

图37: 耐材行业营收2018年同比+43%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图38: 耐材行业净利润2018年同比+114%



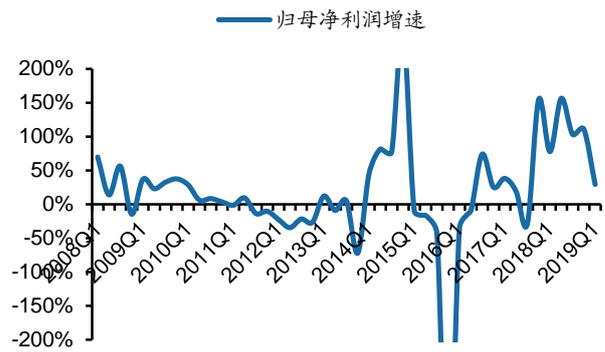
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图39: 耐火材料行业营收2019Q1同比+23%



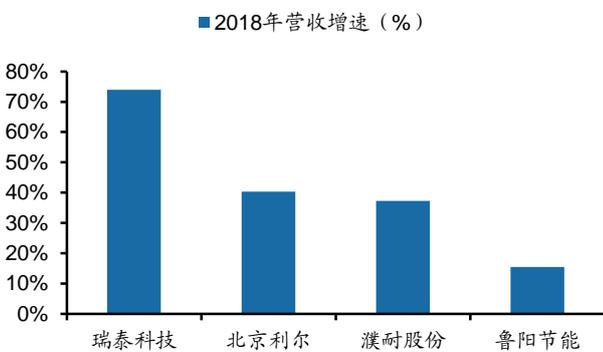
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图40: 耐火材料行业净利润2019Q1同比+29%



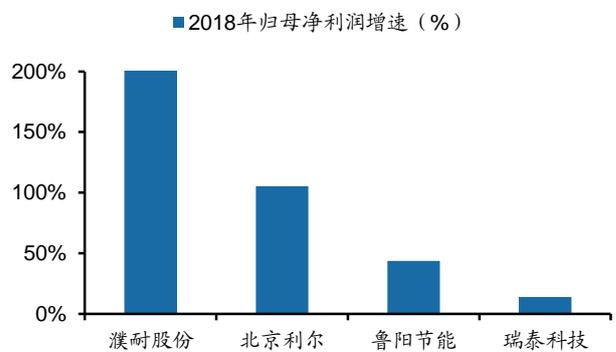
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图41: 耐火材料公司2018年收入增速



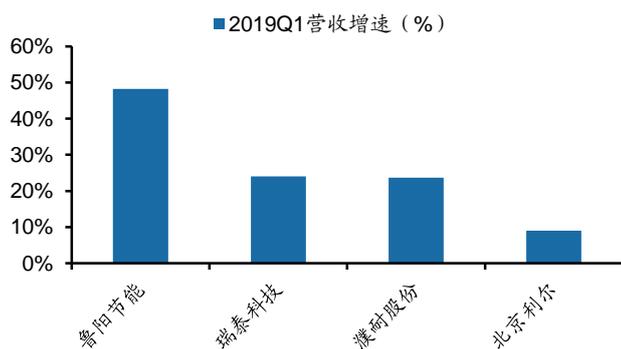
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图42: 耐火材料公司2018归属净利润增速



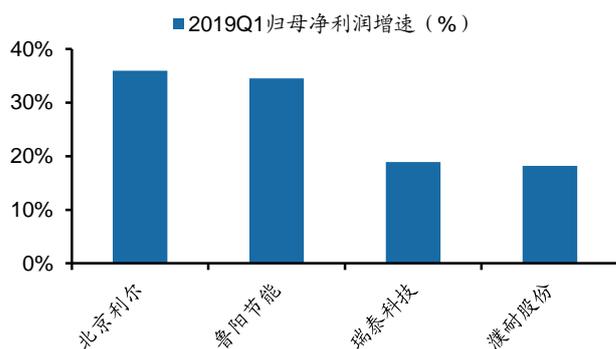
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图43: 耐火材料公司2019Q1收入增速



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图44: 耐火材料公司2019Q1归属净利润增速



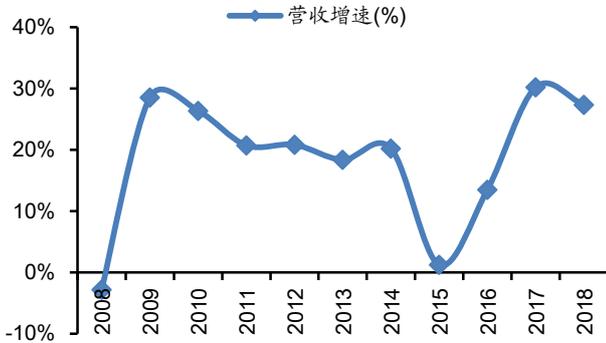
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

6.装饰建材: 增速回落, 2B 业务和 2C 业务分化明显

一方面, 整体增速处于回落态势。装饰建材行业2018年收入增速为27% (2017年为30%), 归母净利润增速为15% (2017年为35%); 分季度来看, 2019年Q1营收同比增速20% (2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4增速分别为30%、32%、

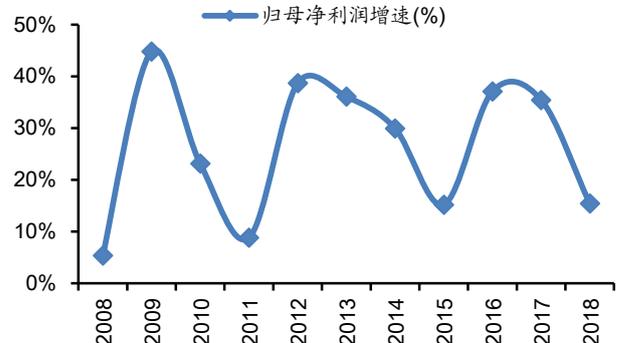
22%、27%)，归母净利同比增速7% (2018Q1、2018Q2、2018Q3、2018Q4增速分别为89%、38%、6%、-11%)。

图45: 装饰建材行业2018年营收增速+27%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 装饰建材行业2018年归母净利润增速+15%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

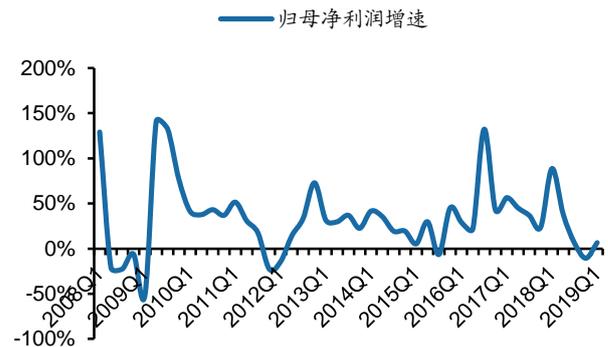
图47: 装饰建材行业2019Q1营收增速+20%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 单季度数据

图48: 装饰建材行业2019Q1归母净利润增速+7%

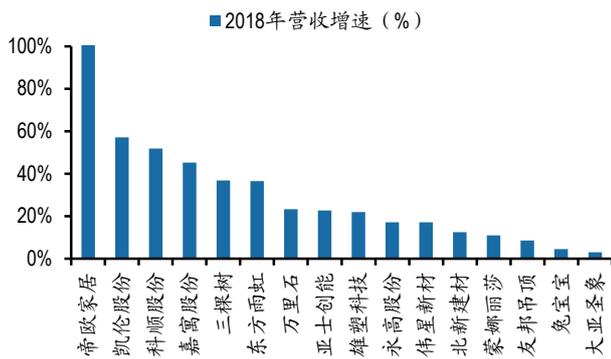


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 单季度数据

另一方面2B业务普遍都延续高增长态势和2C业务增速回落明显, 这种分化不仅体现在不同公司之间, 比如2B业务的防水行业三上市公司(东方雨虹、科顺股份和凯伦股份)、瓷砖行业的帝欧家居都快速增长, 2C业务的伟星新材、北新建材、友邦吊顶增速都出现回落, 也体现在同一公司不同业务间(比如三棵树的外墙漆和内墙漆, 东方雨虹的工建和民用建材, 帝欧家具的工程和零售业务); 原因, 一方面和行业需求环境有关, 2B业务一般都对应为房地产新开工阶段, 2C业务一般都对应为房地产销售和房地产竣工阶段, 2018年属于新开工好、销售和竣工不好, 导致不同业务的需求环境不一样; 另一方面2018年宏观经济处于去杠杆环境, 资金紧张, 上市公司开展2B业务具备很强的资金优势。

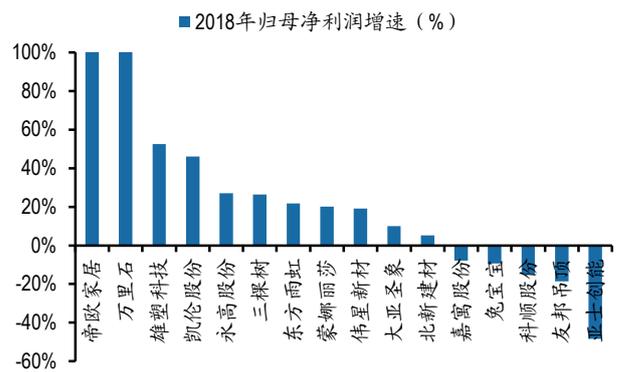
图49: 装饰建材公司2018年营收增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 帝欧家居增速为70.7%

图50: 装饰建材公司2018年归母净利润增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 帝欧家居增速为59.8%, 万里石增速为27.6%

图51: 装饰建材公司2019Q1营收增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 单季度数据

图52: 装饰建材公司2019Q1归母净利润增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

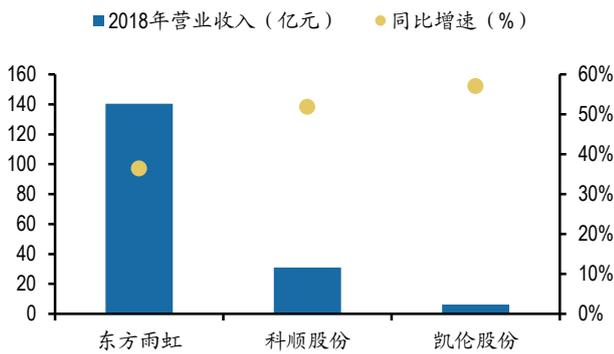
注: 永高股份增速为67.2%; 单季度数据

由于装饰建材细分行业多, 为了更清晰的了解行业态势, 我们分别对4个细分行业进一步分析。

● 防水行业: 上市公司优势明显

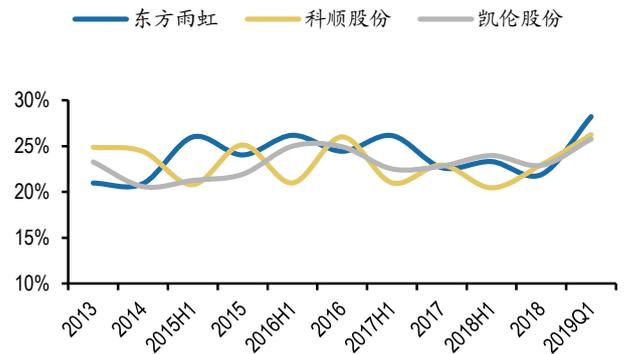
2018年度, 东方雨虹、科顺股份和凯伦股份整体表现优秀, 尤其是龙头公司东方雨虹在销售规模高基数情况下继续实现较快增长(2018年全年实现营收140.46亿元, 同比增长36%); 原因, 一方面受益于房地产新开工景气向上, 防水行业整体需求保持较好态势, 2018年规模以上防水企业收入增长14.8%; 另一方面下游房地产集中度提升以及2018年偏紧的资金环境, 使得上市公司优势更加明显。

图53: 防水公司2018年营业收入及同比增速



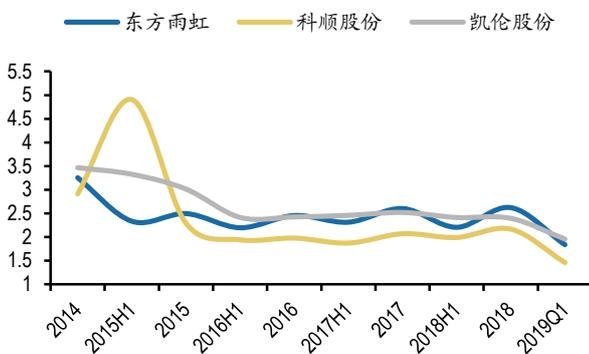
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图54: 防水公司毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

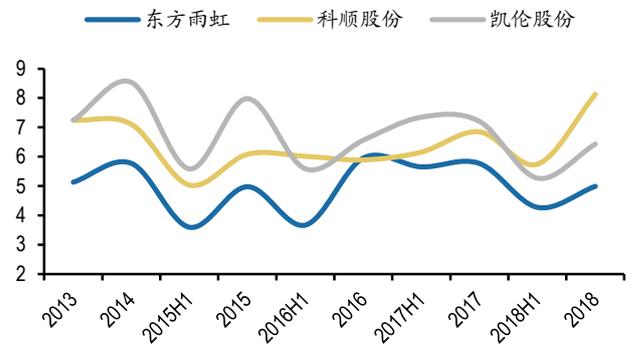
图55: 三家防水公司应收款项周转率 (年化)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 应收款项为应收票据+应收账款+其他应收款

图56: 三家防水公司存货周转率 (年化)

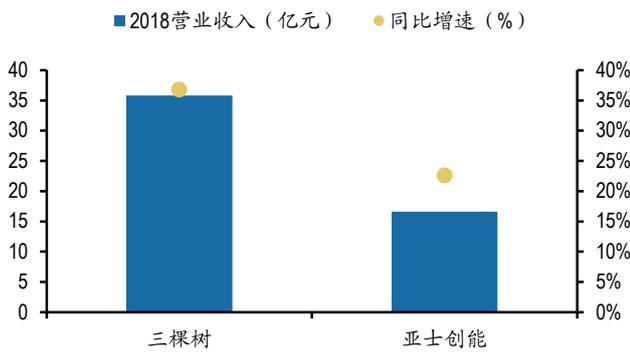


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

● 装饰涂料行业: 三棵树经营出色

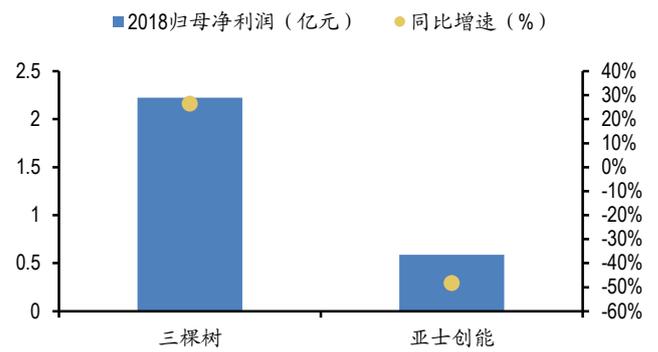
三棵树和亚士创能2018年营收增速分别为37%、23%，归母净利润增速分别为26%、-48%；同时，从毛利率和应收账款周转率来看，三棵树表现也优于亚士创能，目前，三棵树收入扩张的规模效应已经开始显现，期间费用率开始下降，2018年期间费用率为31.28%，同比下降0.31个pct；2019Q1期间费用率34.33%，同比下降12.89个pct。

图57: 涂料公司2018年营业收入及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

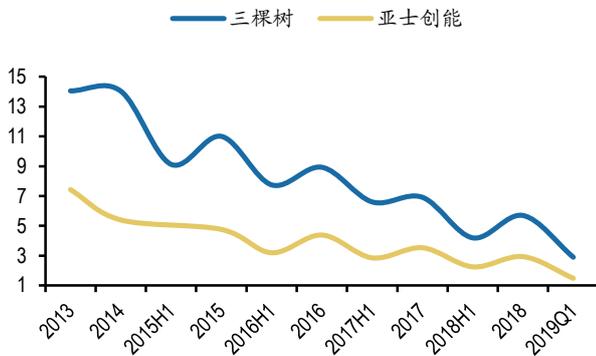
图58: 三棵树和亚士创能归母净利润及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

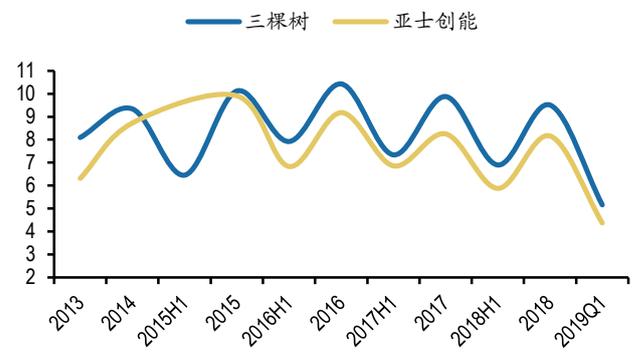
注: 此处2018Q3表示累计季度

图59: 三棵树和亚士应收帐款周转率 (年化)



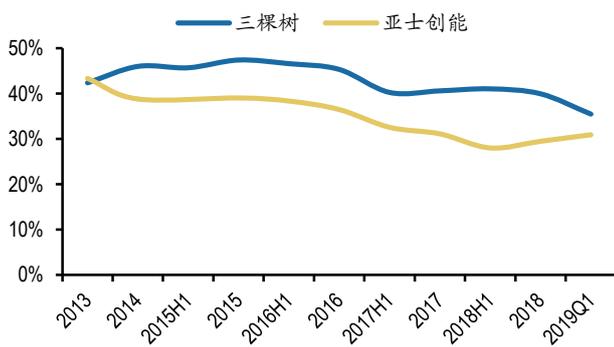
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图60: 三棵树和亚士存货周转率 (年化)



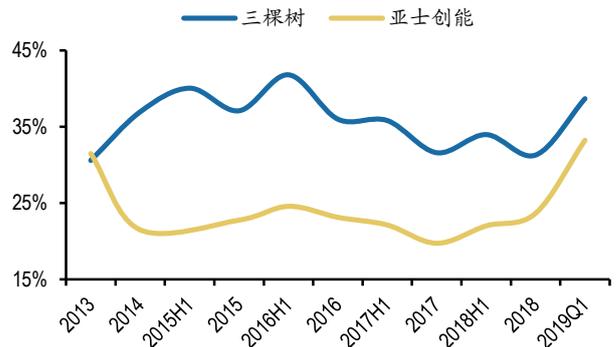
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图61: 三棵树和亚士创能毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图62: 三棵树和亚士创能费用率



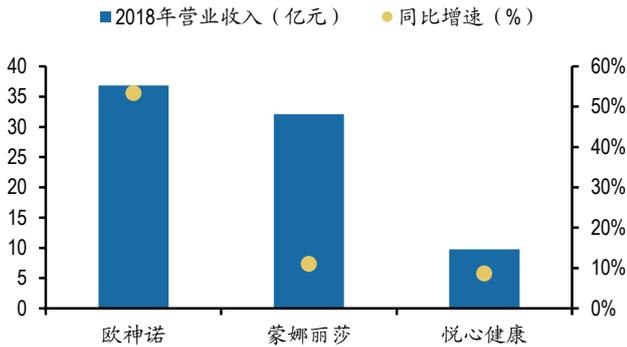
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

● 瓷砖行业: 房地产精装化率提升的最大受益者

帝欧家居增长异军突起, 增速明显高于同行, 2018年营收43.08亿, 同比+707%; 归母净利3.81亿, 同比+598%, 大幅增长主要是欧神诺并表影响; 欧神诺本身(瓷

砖业务)也是高增长:2018年营收36.82亿元,同比53%;净利润3.56亿元,同比+60%。帝欧家居快速增长主要受益于房地产精装修率提升带来2B业务放量,在工程端先发优势明显的欧神诺继续领跑全行业(蒙娜丽莎2018年收入规模32亿,2018年悦心健康瓷砖收入规模10个亿,两家公司收入增速明显低于欧神诺)。工程业务虽然会带来应收账款周转率下降,但也能带来库存周转率提升(品类变少),这个在帝欧家居的财务数据上已经明显体现。

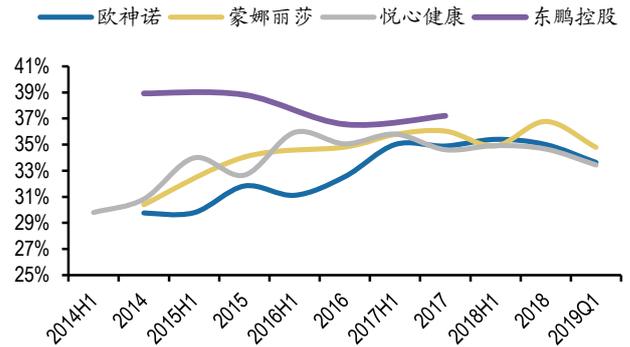
图63: 瓷砖企业2018年营业收入及同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺数据来源于帝欧家居年报

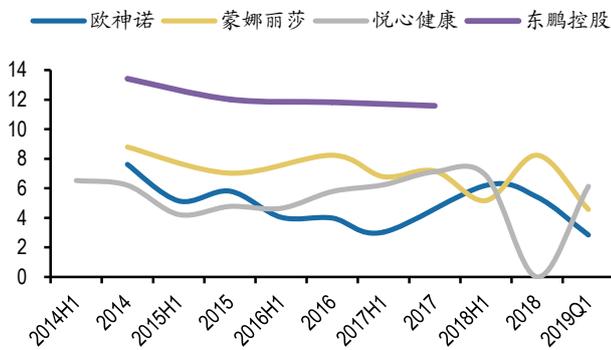
图64: 瓷砖企业毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺2018、2019Q1数据为帝欧家居数据

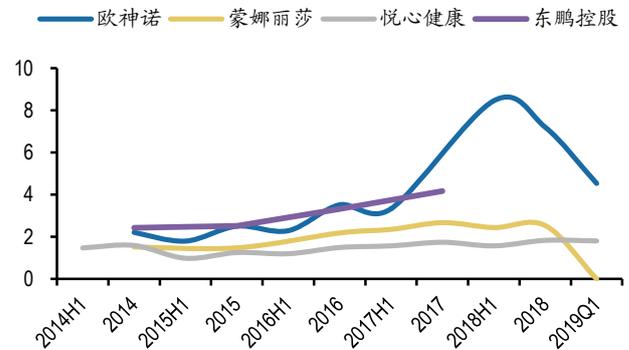
图65: 瓷砖企业应收账款周转率 (年化)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺2018H1及之后数据为帝欧家居年化(合并后)

图66: 瓷砖企业库存周转率 (年化)



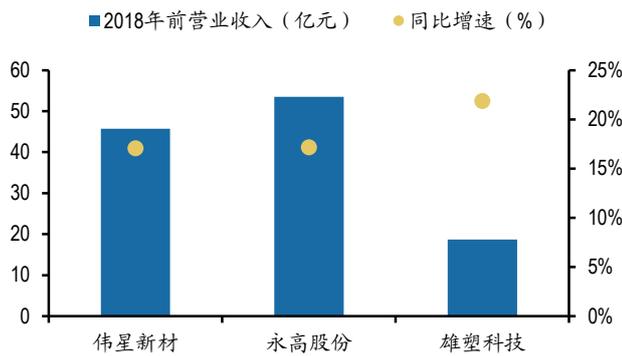
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺2018H1及之后数据为帝欧家居年化(合并后)

● 管材行业: 伟星新材经营质量继续“鹤立鸡群”

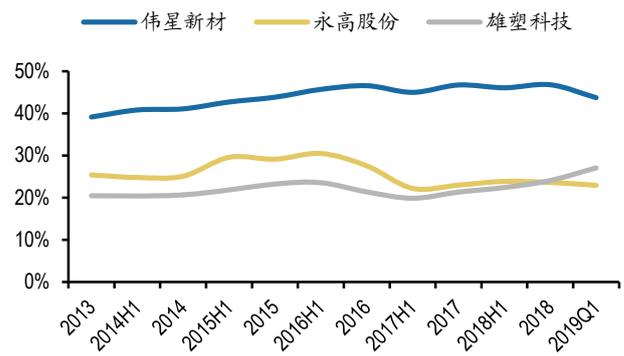
2018年伟星新材、永高股份、雄塑科技营收增速分别为17%、17%、22%;但从经营质量来看,由于伟星新材业务以零售为主,而永高股份、雄塑科技工程端业务偏多,伟星新材毛利率和应收账款周转率等明显好于永高股份和雄塑科技。

图67: 管材企业2018年营业收入及同比增速



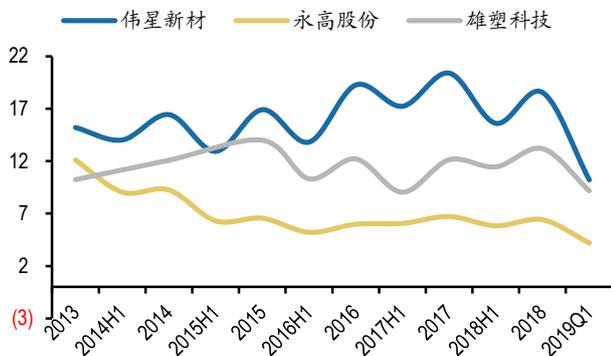
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图68: 三家管材企业毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

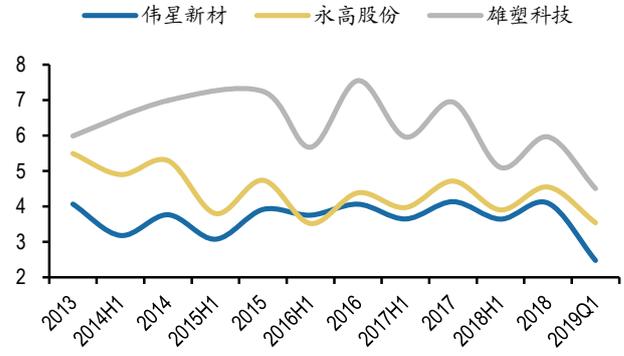
图69: 三家管材公司应收帐款周转率 (年化)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 永高股份2019H1为 (应收账款+应收票据) 口径

图70: 三家管材公司存货周转率 (年化)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、利润率和周转率共同驱动 ROE 持续提升，结构表现和业绩增速一致

1. 利润率和周转率回升共同驱动 ROE 继续改善

2018年行业景气上行也体现在ROE上，建材行业ROE达到19.24%，同比提高6.67个百分点；2019Q1的ROE（3.29%），同比提高0.28个pct，环比因为淡旺季因素下滑。

2018年行业ROE上升的主要原因是销售利润率和资产周转率的上升，主要原因一是房地产新开工超预期带来行业需求旺盛，同时供给侧改革带来供给总量收缩，供需关系继续改善；二是行业结构在持续优化，优质龙头企业的表现更好。

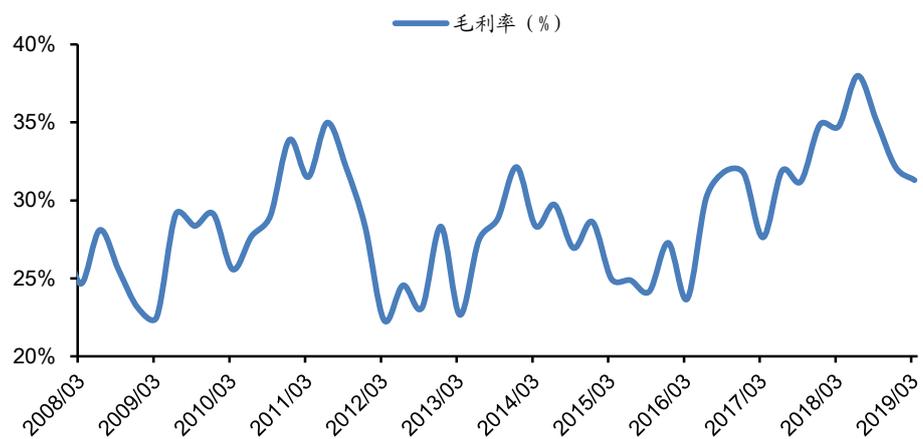
表1: 建材行业2018年ROE回升, 主要受益于利润率和周转率的回升

建材扣非后	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	34.19%	31.85%	2.34pct	
销售利润率	15.27%	11.55%	3.72pct	59.43%
资产周转率	0.74	0.60	0.14	55.70%
权益乘数	1.71	1.80	-0.09	-15.14%
ROE	19.24%	12.48%	6.76pct	
建材扣非后	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	31.30%	34.75%	-3.45pct	
销售利润率	12.77%	12.98%	-0.21pct	-17.38%
资产周转率	0.15	0.13	0.02	192.21%
权益乘数	1.67	1.78	-0.11	-74.83%
ROE	3.29%	3.02%	0.28pct	
建材扣非后	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	31.30%	32.14%	-0.84pct	
销售利润率	12.77%	13.43%	-0.66pct	12.21%
资产周转率	0.15	0.24	-0.09	84.27%
权益乘数	1.67	1.71	-0.04	3.52%
ROE	3.29%	5.51%	-2.22pct	

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

净利润率同比提升的主要原因来自毛利率上升, 究其本质还是水泥等周期品行业供需关系改善。

图71: 建材行业毛利率 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

此外相比总资产周转率, 我们以“在建工程+固定资产”周转率更近似地代表行业产能利用率, 可以看到, 自2016年以来的行业景气回升, 带动行业产能利用率明

显回升，代表供需关系在明显改善，驱动企业盈利能力（ROE）持续回升，处于2008年以来最好的水平。

图72: 建材行业“在建工程+固定资产”周转率（TTM）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.水泥行业：利润率、周转率、ROE 均创历史新高

2018年水泥行业ROE为23.93%，同比上升11.28个百分点，从ROE分拆结果可以看到，ROE同比提升主要是水泥价格同比涨幅较大，销售利润率大幅提高，同时资产周转率也加快，从水泥行业的“在建工程+固定资产”周转率也可以看到，该指标自2016年3季度以来持续回升创了历史新高，说明行业供需关系持续改善。利润率、周转率、ROE均创历史新高。

表2: 利润率、周转率上升，水泥行业2018年ROE上升

水泥扣非后	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	36.27%	31.94%	4.33pct	
销售利润率	18.72%	12.43%	6.28pct	56.72%
资产周转率	0.78	0.57	0.21	62.33%
权益乘数	1.63	1.78	-0.15	-19.05%
ROE	23.93%	12.65%	11.28pct	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表3: 2019Q1水泥ROE同比上升

水泥扣非后	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	32.40%	37.73%	-5.33pct	
销售利润率	16.15%	16.60%	-0.46pct	-14.16%

资产周转率	0.16	0.12	0.04	182.80%
权益乘数	1.57	1.74	-0.18	-68.64%
ROE	4.12%	3.45%	0.67pct	
水泥扣非后	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	32.40%	32.51%	-0.11pct	
销售利润率	16.15%	16.68%	-0.54pct	7.24%
资产周转率	0.16	0.27	-0.11	87.84%
权益乘数	1.57	1.63	-0.06	4.93%
ROE	4.12%	7.42%	-3.30pct	

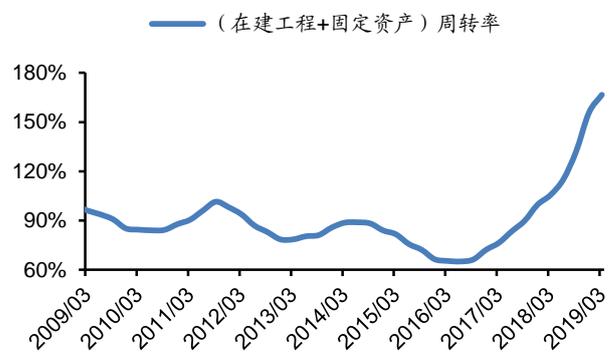
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图73: 山西优混煤炭价格(元/吨)



数据来源: 数字水泥网, 百川资讯, 广发证券发展研究中心

图74: 水泥行业“在建工程+固定资产”周转率(TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.玻璃行业: ROE 回落

2018年玻璃行业ROE为6.19%, 同比下滑2.10pct, 2019年Q1继续保持下滑态势, 分拆来看, 主要来自利润率下降, 平板玻璃价格前高后低是主要原因。

表4: 玻璃行业2018年ROE回落

	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	25.91%	27.04%	-1.14pct	
销售利润率	6.07%	8.13%	-2.06pct	100.35%
资产周转率	0.55	0.55	0.00	-1.34%
权益乘数	1.86	1.86	-0.01	0.99%
ROE	6.19%	8.29%	-2.10pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表5: 2019Q1玻璃ROE同比环比有所提高

	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	25.03%	27.48%	-2.45pct	
销售利润率	6.57%	7.26%	-0.68pct	57.99%
资产周转率	0.13	0.14	-0.01	36.49%
权益乘数	1.87	1.89	-0.02	5.52%
ROE	1.61%	1.92%	-0.31pct	
	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	25.03%	31.74%	-6.70pct	
销售利润率	6.57%	-1.74%	8.31pct	108.10%
资产周转率	0.13	0.15	-0.01	-8.77%
权益乘数	1.87	1.86	0.02	0.67%
ROE	1.61%	-0.47%	2.08pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图75: 玻璃纯碱重油价格差(元/吨)



数据来源: 百川资讯, 广发证券发展研究中心

图76: 全国平板玻璃均价(元/吨)



数据来源: 百川资讯, 广发证券发展研究中心

4. 玻纤行业: 毛利率下降, 2019Q1ROE 回落

2018年玻纤行业ROE为13.25%, 同比提高0.29pct, 小幅提升。具体来看, 2018年毛利率同比小幅度下降0.39个pct, 2019年Q1下降2.57个pct, 不过得益于行业规模效应带来的费用率下降, 玻纤行业销售利润率仍有所提高, 这也是ROE进一步扩张的主要原因。玻纤行业资产周转率同比仍上升, 存货周转率、“在建工程+固定资产”周转率处于上升趋势。

表6: 玻纤行业2018年ROE提升主要来自量价齐升

玻纤	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	34.07%	34.47%	-0.39pct	
销售利润率	14.51%	14.30%	0.21pct	64.86%

资产周转率	0.44	0.42	0.02	170.32%
权益乘数	2.07	2.14	-0.06	-135.17%
ROE	13.25%	12.95%	0.29pct	

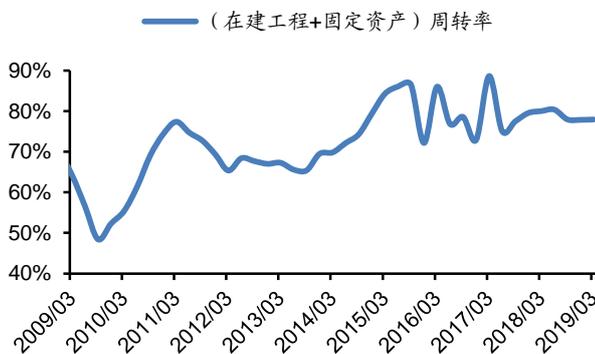
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表7: 玻纤行业2019Q1ROE变动情况

玻纤	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	33.68%	36.25%	-2.57pct	
销售利润率	13.25%	15.34%	-2.09pct	98.59%
资产周转率	0.10	0.10	0.00	-5.58%
权益乘数	2.09	2.11	-0.02	6.99%
ROE	2.81%	3.26%	-0.45pct	
玻纤	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	33.68%	32.70%	0.98pct	
销售利润率	13.25%	10.59%	2.66pct	691.13%
资产周转率	0.10	0.12	-0.02	-610.45%
权益乘数	2.09	2.07	0.01	19.32%
ROE	2.81%	2.71%	0.10pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图77: 玻纤行业“在建工程+固定资产”周转率(TTM)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图78: 玻纤行业存货周转率(TTM)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

5.耐火材料行业: 成本承压, 需求回升, ROE 继续上行

2018年耐火材料行业ROE10.05%, 同比提高5.01pct, 主要来自销售利润率和资产周转率提升的贡献。耐火材料上游菱镁矿矿山开采受限, 原材料成本上升, 在成本压力下, 2018年毛利率同比下降1.66pct, 行业需求回升使得费用率摊薄, 销售利润率同比提升, 同时也使得资产周转率上升。

表8: 耐火材料行业2018年ROE上升

	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	29.28%	30.93%	-1.66pct	
销售利润率	6.96%	4.66%	2.30pct	49.51%
资产周转率	0.77	0.57	0.20	53.57%
权益乘数	1.88	1.91	-0.03	-3.09%
ROE	10.05%	5.04%	5.01pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表9: 耐火材料行业2019Q1ROE变动情况

	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	27.32%	27.63%	-0.30pct	
销售利润率	6.39%	6.07%	0.32pct	22.65%
资产周转率	0.20	0.18	0.03	66.59%
权益乘数	1.98	1.94	0.04	10.76%
ROE	2.57%	2.08%	0.49pct	
	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	27.32%	28.37%	-1.04pct	
销售利润率	6.39%	6.84%	-0.45pct	186.43%
资产周转率	0.20	0.21	0.00	61.15%
权益乘数	1.98	1.88	0.11	-147.59%
ROE	2.57%	2.66%	-0.09pct	

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

6.装饰建材: 毛利率、资产周转率、ROE 均同比下降

2018年装饰建材行业ROE小幅度降低, 同比下降1.21个百分点。2019年1季度ROE同比继续回落, 受毛利率、资产周转率同时回落影响。

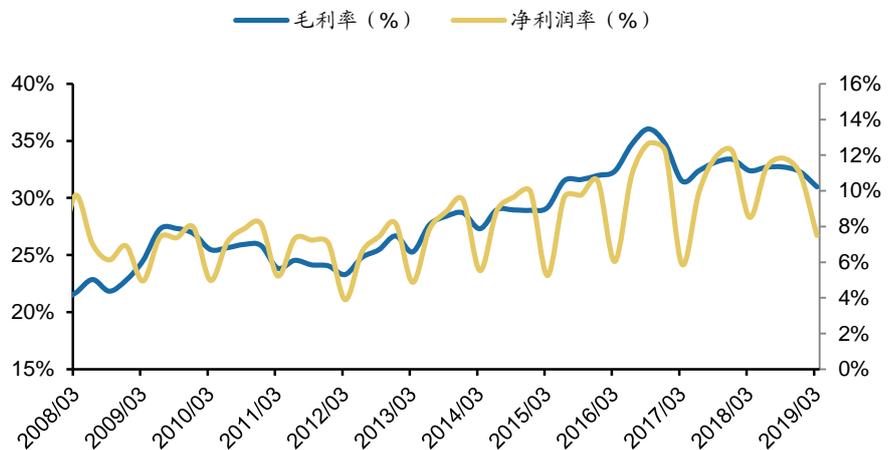
表10: 装饰建材行业2018年ROE回升

装饰建材	2018	2017	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	32.29%	33.37%	-1.08pct	
销售利润率	10.89%	12.02%	-1.13pct	138.52%
资产周转率	0.91	0.91	-0.01	9.71%
权益乘数	1.69	1.63	0.06	-48.23%
ROE	16.69%	17.90%	-1.21pct	
装饰建材	2019Q1	2018Q1	同比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	30.98%	32.40%	-1.42pct	

销售利润率	7.54%	8.50%	-0.96pct	70.92%
资产周转率	0.17	0.19	-0.02	51.08%
权益乘数	1.65	1.58	0.07	-22.00%
ROE	2.10%	2.50%	-0.40pct	
装饰建材	2019Q1	2018Q4	环比变化幅度	ROE 变化贡献占比
毛利率	30.98%	31.34%	-0.37pct	
销售利润率	7.54%	8.94%	-1.40pct	31.42%
资产周转率	0.17	0.28	-0.11	66.08%
权益乘数	1.65	1.69	-0.04	2.49%
ROE	2.10%	4.19%	-2.09pct	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图79：装饰建材行业毛利率与净利率率（累计季度）



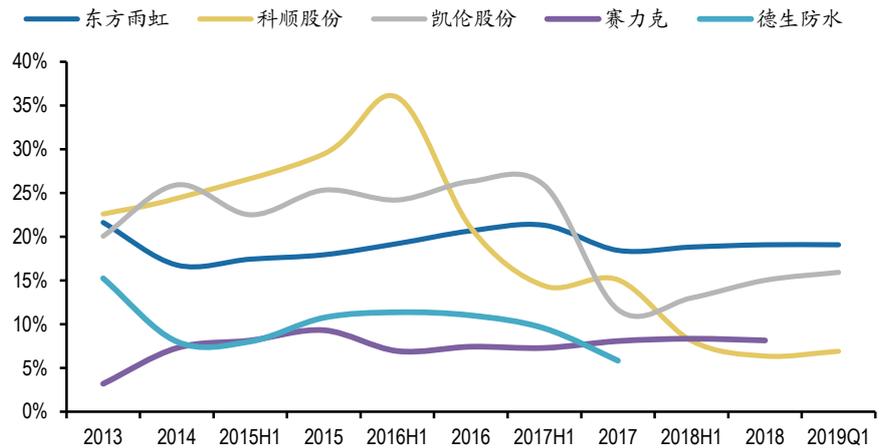
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

具体到各细分行业：

● **防水行业：东方雨虹ROE继续领先同行**

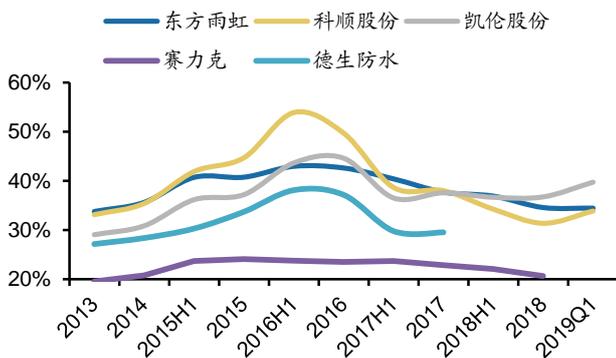
2017年开始东方雨虹的ROE行业领先同行，主要来自公司综合表现；一方面公司毛利率处于同行里上游水平，三项费用率也处于较高水平，综合来看净利率率略高于同行；另一方面资产周转率也处于上游水平。

图80: 5家防水公司横向比较来看, 东方雨虹的ROE (TTM、摊薄) 领先同行



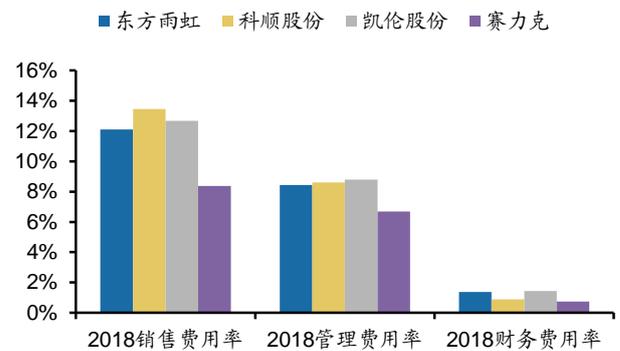
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图81: 防水企业毛利率 (%)



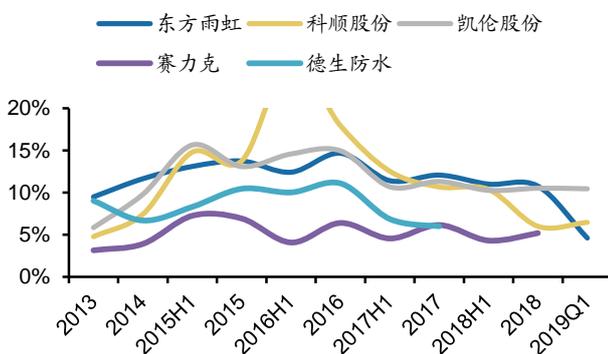
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图82: 2018年三费情况



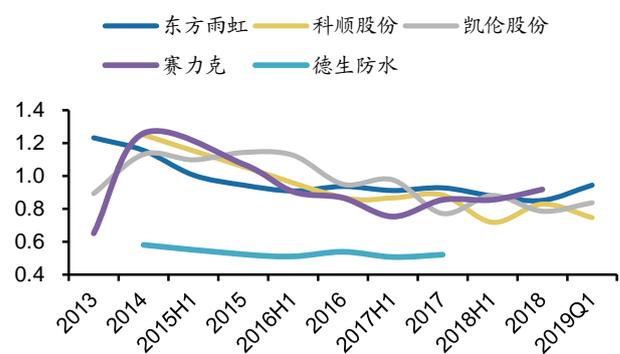
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图83: 东方雨虹2018净利率领先



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图84: 东方雨虹资产周转水平处于行业上游



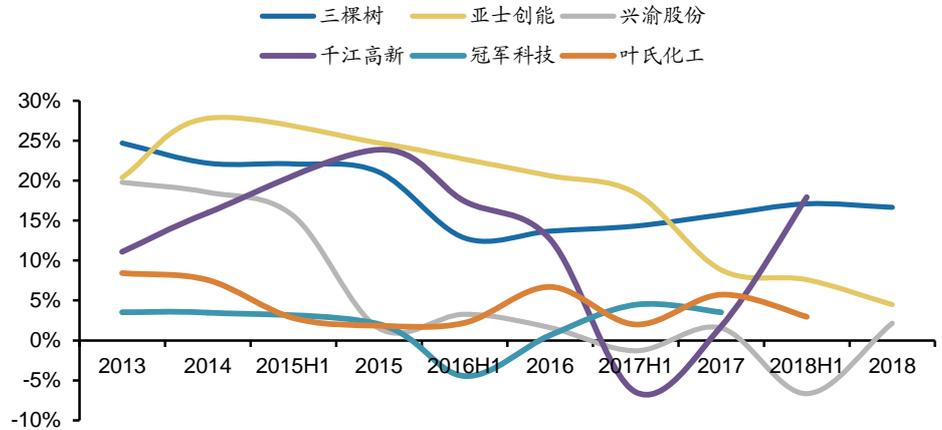
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

● 装饰涂料行业: 三棵树 ROE 行业最高

2017年开始三棵树的ROE处于同行中最高水平, 主要来自公司毛利率高, 使得净利率在行业内处于领先地位, 这和公司努力打造国内第一品牌战略密不可分(当

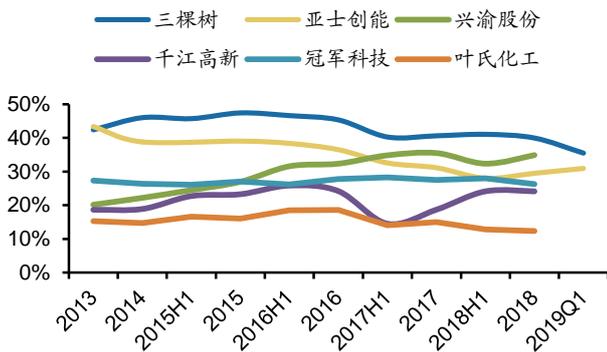
然目前费用率也高)。从资产周转率指标来看,三棵树资产周转水平处于行业中上水平。应当注意到,三棵树应收账款周转率在逐年下降,这也是由于公司为扩大规模、向工程业务扩张而付出的代价。

图85: 三棵树的ROE (TTM, 摊薄) 处于行业上游



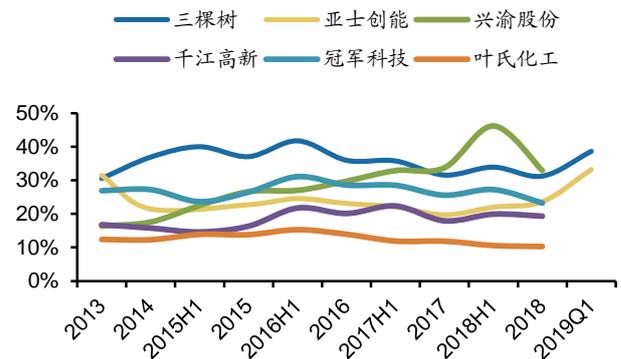
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图86: 三棵树毛利率在行业中一直处于领先地位



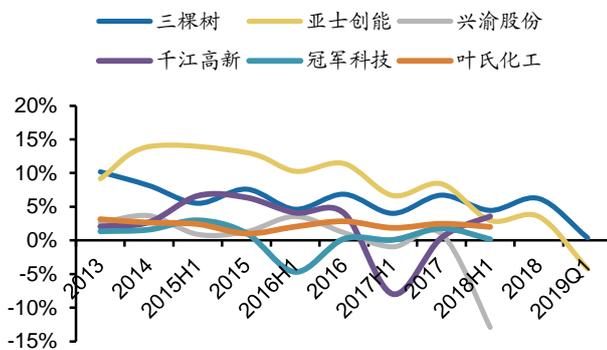
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图87: 涂料公司期间费用率比较 (%)



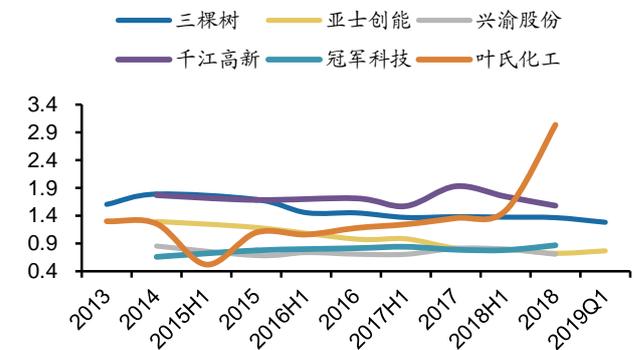
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图88: 涂料公司净利润率比较



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图89: 涂料公司总资产周转率 (TTM) 比较

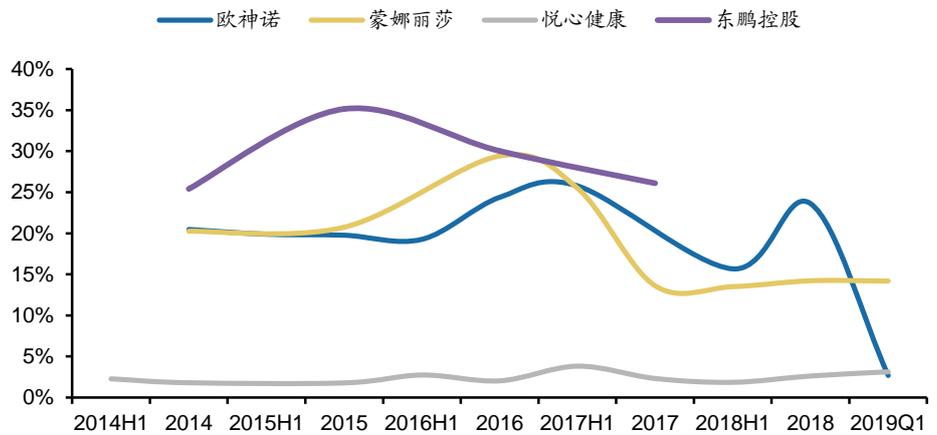


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

● 瓷砖行业：行业存在规模效应

瓷砖公司之间ROE差异较大，2018年欧神诺最高；拆分来看，一方面，四家公司毛利率有一定差异，这个和公司商业模式有一定关系，2C业务的毛利率要高于2B业务，不过从2B业务的欧神诺自身数据来看，伴随公司收入规模快速扩张，规模效应显现使得毛利率呈上升态势。另一方面，2B业务和2C业务也会导致公司周转率表现的差异，以2B业务为主的欧神诺为例，一来2B需要垫资使得应收账款周转率下降，二来2B业务相对产品品类少，库存周转率大幅改善。整体来看，瓷砖行业存在较明显的规模效应。

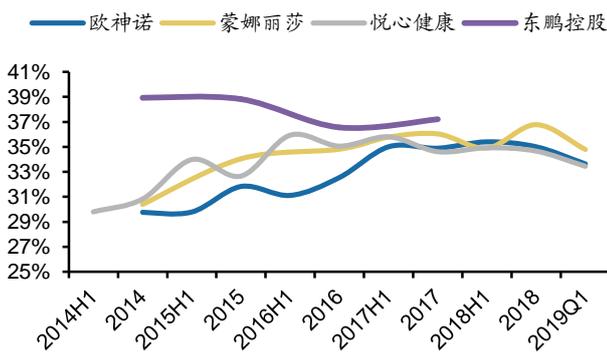
图90：瓷砖行业ROE（TTM，摊薄）比较



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：欧神诺2018H1及之后数据为帝欧家居年化（合并后），之前为欧神诺自身数据

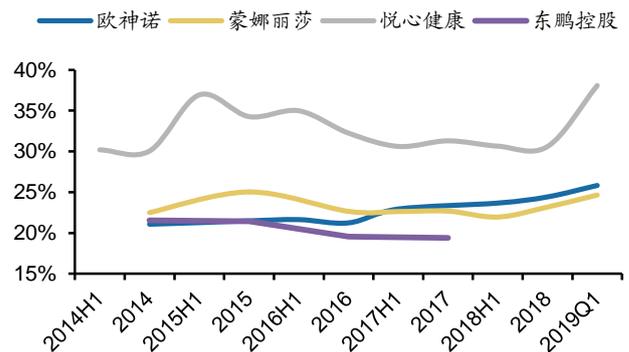
图91：瓷砖行业毛利率比较



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：欧神诺2018数据为帝欧家居年化（合并后），之前为欧神诺自身数据

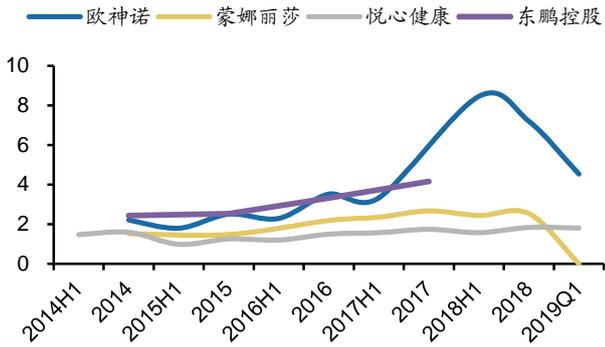
图92：瓷砖行业期间费用率比较



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：欧神诺2018数据为帝欧家居年化（合并后），之前为欧神诺自身数据

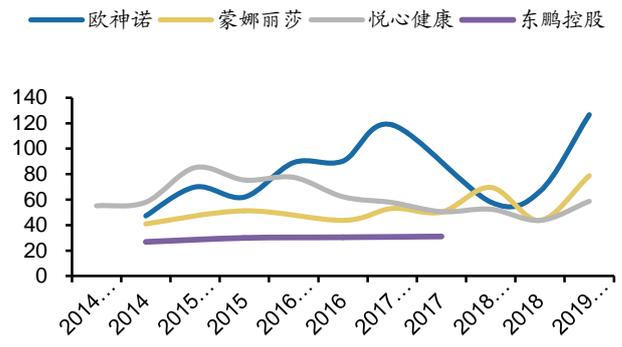
图93: 瓷砖行业存货周转率比较 (单位: 天)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺2018H1及之后数据为帝欧家居年化(合并后), 之前为欧神诺自身数据

图94: 瓷砖行业应收账款周转天数 (单位: 天)



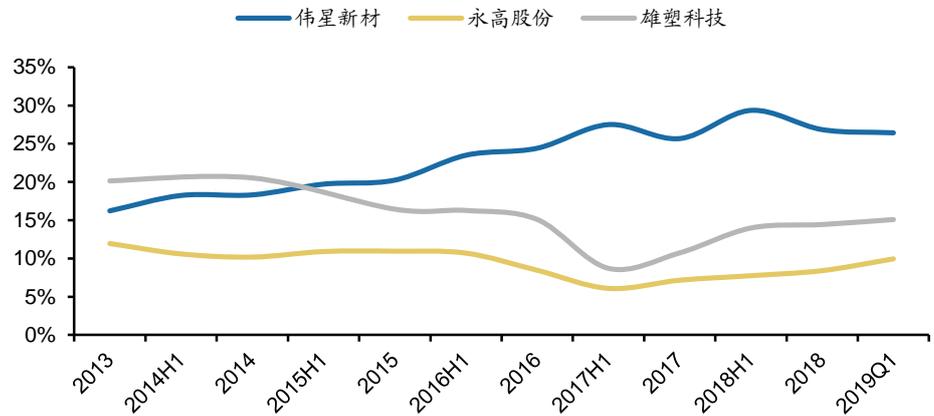
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 欧神诺2018H1及之后数据为帝欧家居年化(合并后), 之前为欧神诺自身数据

● 管材行业: 零售品牌带来的优势, 伟星新材整体表现遥遥领先

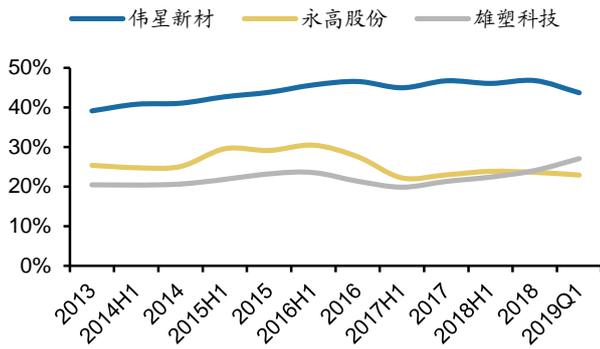
伟星新材的ROE水平一直遥遥领先行业内其他公司; 主要原因来自公司毛利率远超同行, 公司坚持零售市场高端路线, 目前高端品牌形象已深入人心; 永高股份、雄塑科技无论产品结构(2B占比要高)还是品牌地位都弱于伟星新材, 从而盈利能力相对较差。

图95: 伟星新材ROE (TTM, 摊薄) 行业内遥遥领先



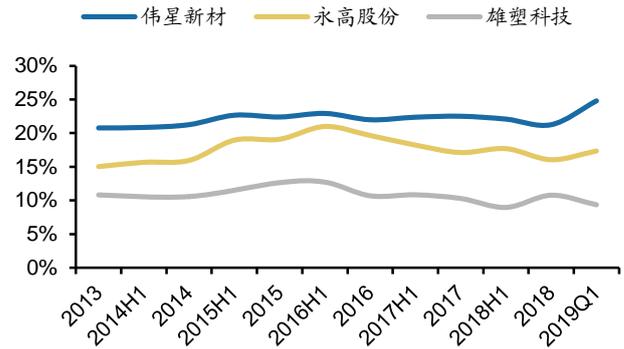
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图96: 伟星新材毛利率行业遥遥领先



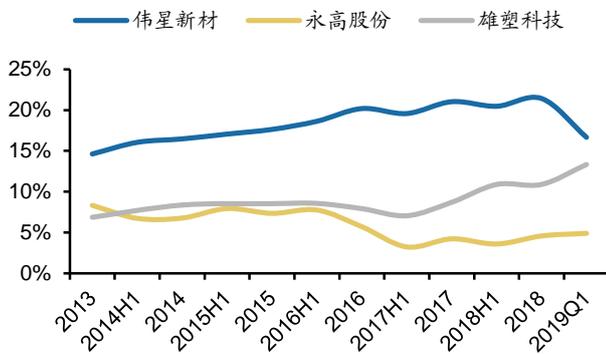
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图97: 三家公司期间费用率比较



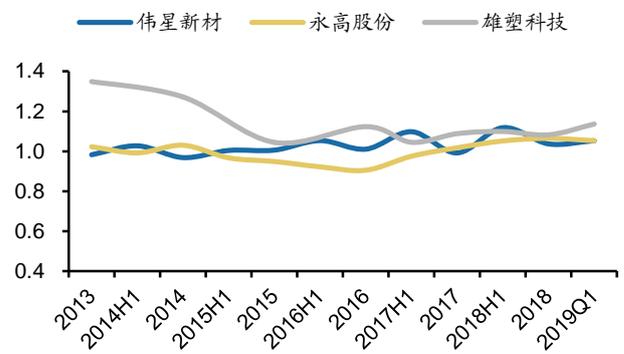
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图98: 伟星新材的净利率远超同行业其他公司



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图99: 三家管材公司总资产周转率 (TTM)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

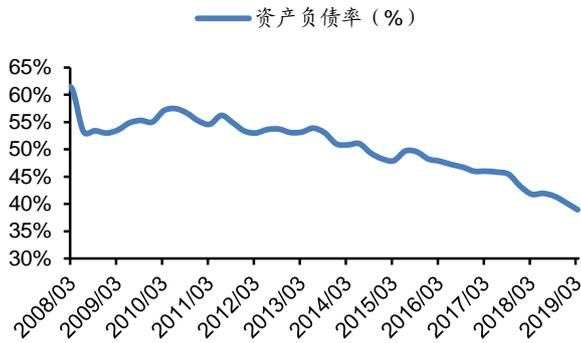
三、资产负债表继续修复, 产能开始扩张

除了增长和ROE, 最值得关注的莫过于资产负债表修复情况, 我们从几个维度来衡量行业状态。

首先, 行业资产负债率自2013年以来持续回落, 资产负债表得以持续修复, 同时, 长期负债占比也在持续降低。

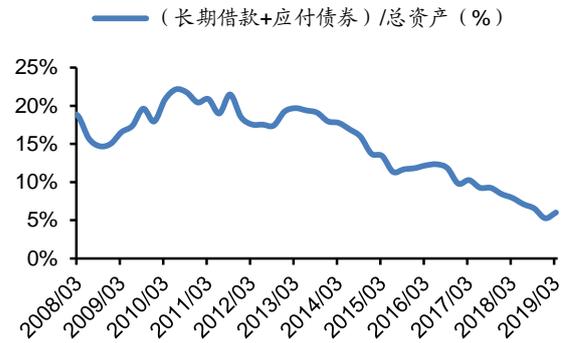
其次, 2018年以来, 行业固定资产增速上升, 在建工程增速上涨, 建材行业产能开始扩张。

图100: 建材行业资产负债率维持低位



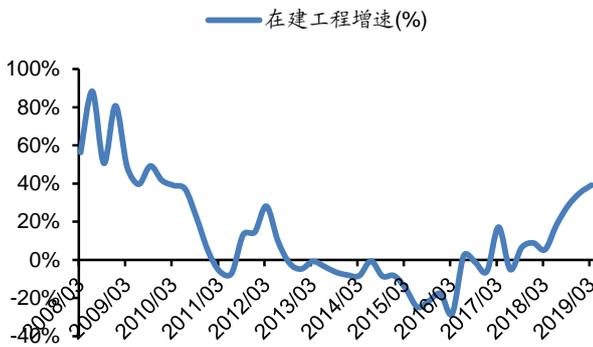
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图101: 建材行业长期负债占比



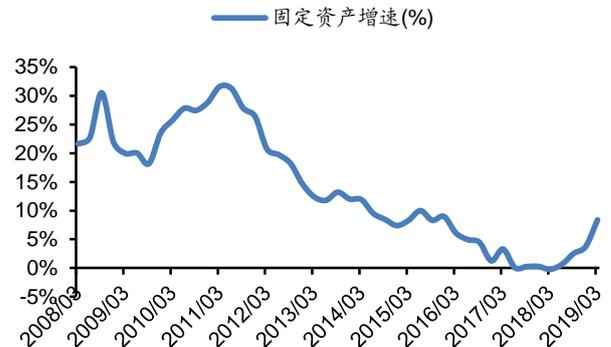
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图102: 建材行业在建工程增速 (%)



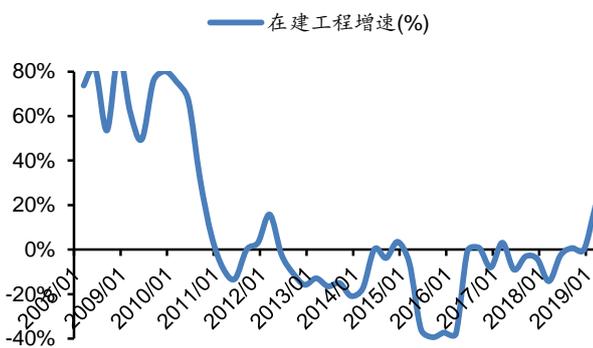
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图103: 建材行业固定资产增速 (%)



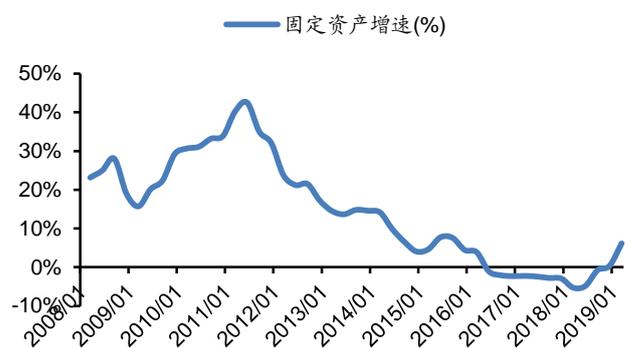
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图104: 水泥行业在建工程增速 (%)



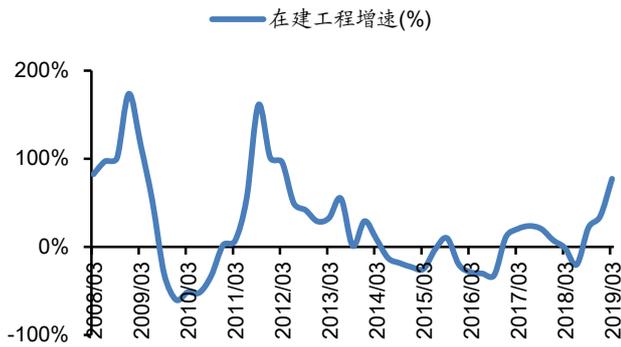
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图105: 水泥行业固定资产增速 (%)



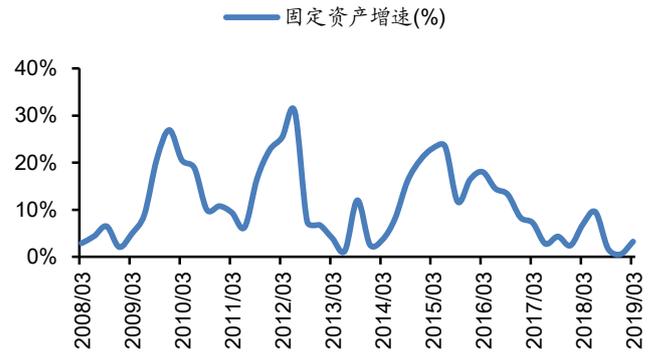
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图106: 玻璃行业在建工程增速 (%)



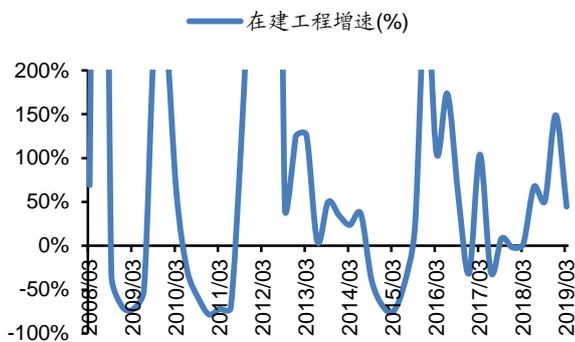
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图107: 玻璃行业固定资产增速 (%)



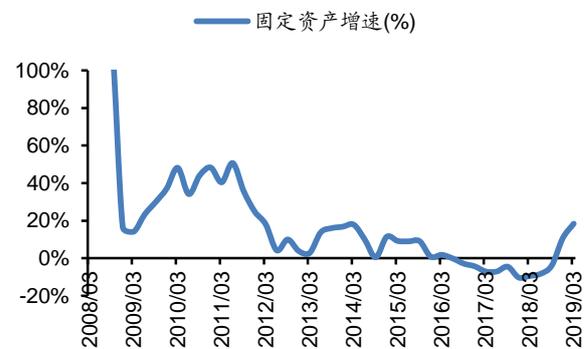
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图108: 玻纤行业在建工程增速 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图109: 玻纤行业固定资产增速 (%)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

四、投资策略: 看好行业结构性机会

从2016年以来,行业基本面保持两个特质:总体趋势向上,行业结构分化;背后的原因一是本轮房地产景气上行周期时间较长,使得房地产上下游产业链的需求持续保持较好态势,二是供给侧改革使得行业供给总量受到控制,三是行业集中度提升、强者恒强效应在发挥作用。

总结2018年和2019年1季度,分结构来看,有几个值得关注的基本面特点:水泥行业净利润率、周转率、ROE持续创历史新高,北方水泥需求在回暖;平板玻璃、玻纤行业景气度2018年开始回落,光伏玻璃行业景气度开始上升,药用玻璃、石英玻璃龙头公司表现优秀;耐火材料景气度持续上行;装饰建材2B和2C业务分化明显,和房地产新开工好、房地产销售/竣工不好有很大关系,优质公司基本面走出差异化(伟星新材、三棵树等);行业资产负债率持续下行,不过2018年行业产能开始重新扩张(包括水泥企业)。

具体到投资策略,一是我们重点看好有中期成长逻辑或行业景气度向上的优质公司,看好房地产销售和竣工环节的北新建材、三棵树、伟星新材,看好药用玻璃龙头山东药玻、光伏玻璃龙头公司、石英玻璃龙头公司;二是房地产(新开工、施工)

需求今年仍有延续性，基建需求回升，核心区域的龙头水泥公司高景气仍在延续，北方地区的冀东水泥和祁连山，南方地区的海螺水泥（600585.SH/00914.HK）和华新水泥，目前仍然具备性价比。

风险提示

宏观经济大幅下行，行业新投产能超预期风险，供给侧改革政策出现重大调整，原材料成本上涨过快，能源结构转变过快，公司管理经营风险。

表11：本报告细分行业划分口径

装饰类建材	水泥	玻璃	玻纤	耐火材料
东方雨虹	海螺水泥	旗滨集团	中国巨石	濮耐股份
凯伦股份	华新水泥	南玻 A	中材科技	北京利尔
科顺股份	万年青	耀皮玻璃	长海股份	鲁阳节能
三棵树	塔牌集团	洛阳玻璃	九鼎新材	瑞泰科技
亚士创能	祁连山	秀强股份	再升科技	
伟星新材	宁夏建材	亚玛顿		
永高股份	天山股份	福莱特		
雄塑科技	青松建化	石英股份		
北新建材	某华北水泥公司	某石英公司		
帝欧家居	上峰水泥	山东药玻		
蒙娜丽莎	四川双马			
兔宝宝	福建水泥			
大亚圣象				
友邦吊顶				
万里石				
嘉寓股份				

数据来源：广发证券发展研究中心；注：本报告中建材行业指表格中所有公司

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与冀东水泥(000401)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。