

行业研究/深度研究

2019年09月02日

行业评级:

建材 中性 (维持)

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

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

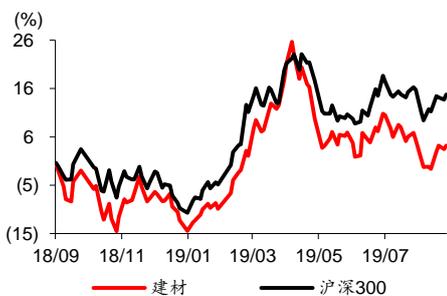
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《三棵树(603737 SH,增持): 工程与家装齐飞, 业绩延续快增长》2019.09
- 2 《建材: 行业周报(第三十五周)》2019.09
- 3 《科顺股份(300737 SZ,增持): 19H1 收入高速增长, 利润率继续改善》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

## 盈利能力维持高位, 首推 B 端家装建材

### 建材行业 2019 年中报综述

#### 利润增速有所回落, ROE 高位运行

2019Q2 建材行业营收增速和净利润增速均有所回落, 但 ROE 等盈利能力指标高位运行。2019Q2 建材行业实现营收 1201 亿元, 同比增长 25%, 实现净利润 194 亿元, 同比增长 9%; 2019Q2 收现比 99.2%, 同比 2018Q2 的 96.3% 小幅提升, 经营性现金流净额/净利润 129%, 同比改善幅度较大 (2018Q2 为 118.6%), 显示行业现金流状况良好; 行业盈利水平维持高位, 19Q2 毛利率 30.5%, YoY-5.9pct, ROE 为 6.5%, YoY+0.1pct, 盈利水平小幅下滑, 但维持相对高位。建议关注精装房趋势下的投资机会 (蒙娜丽莎等); 重视伟星新材、海螺水泥等建材白马的配置价值。

#### 水泥业绩彰显韧性, 下半年有望继续超预期

水泥业绩持续稳健增长, 行业维持高景气, 下半年有望继续超预期。2019Q2 水泥行业实现收入 698 亿元, 同比增长 32%; 实现规模净利润 157 亿元, 同比增长 20%; 毛利率 31.6%, YoY-10.9pct, 净利率 22.4%, YoY-2.3pct; ROE 为 8.1%, YoY-0.3pct, 水泥行业总资产周转率同比提升 1pct, 权益乘数下滑, 水泥 ROE 下滑原因系销售净利率和权益乘数下滑。房屋新开工增速维持相对高位, 水泥环保限产、行业等供给端有利因素仍然存在, 建议关注 9-10 月旺季水泥提价情况, 下半年仍存在超预期的可能。

#### 玻璃利润增速环比改善, 期待竣工逻辑兑现

玻璃盈利能力承压, 但 19Q2 利润增速环比一季度改善。19Q2 玻璃净利润同比下滑 2%, 环比 19Q1 增速 (YoY-36%) 较大幅度改善; 19Q2 毛利率 24%, 环比 19Q1 提升 3pct, 净利率 8%, 环比 19Q1 提升 2.5pct; ROE 为 2.4%, 环比 2019Q1 提升 1%。玻璃盈利环比改善, 考虑到河北环保限产、地产竣工改善等因素, 继续推荐平板玻璃龙头旗滨集团, 关注南玻 A。

#### 玻纤价格处于底部区域, 关注左侧龙头投资机会

2019Q2 玻纤行业营收增速 12%, 利润增速 13%, 由于玻纤价格底部区域弱势整理, 玻纤龙头产能扩张对净利润的拉动暂未显现, 关注龙头左侧投资机会。2019Q2 玻纤行业净利润 11 亿元, 跟前高 2018Q3 持平; 行业毛利率/净利率为 32.5%/16.1%, 环比 2019Q1 变化-1.2pct/+2.9pct。由于中国巨石等龙头积极推进产品结构升级, 高端品占比提升, 公司盈利增速有望早于行业触底, 关注龙头左侧投资机会。

#### 精装房利好 2B 家装建材, 推荐蒙娜丽莎、三棵树、北新建材

2019Q2 消费建材营收和利润增速环比 2019Q1 均改善, 首推受益于精装房趋势标的。消费建材 2019Q2 毛利率 36.4%, YoY+0.8pct, 净利率 14.1%, YoY-0.6pct, 毛利率同比变化与净利率存在背离, 主要系费用率同比提升 1.9%, 其中销售费用率提升 1.4pct 和财务费用率提升 0.5pct (19Q2 应收账款周转率 141%, YoY-6pct); 蒙娜丽莎、三棵树、北新建材受益于精装房趋势, B 端业务更具看点, 继续推荐。

风险提示: 重点公司业绩不达预期; 地产数据不达预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021
002918	蒙娜丽莎	13.62	买入	0.90	1.14	1.48	1.89	15.13	11.95	9.20	7.21
002372	伟星新材	14.65	买入	0.82	0.71	0.83	0.95	17.87	20.63	17.65	15.42
000786	北新建材	18.20	买入	1.39	0.53	1.46	1.59	13.09	34.34	12.47	11.45

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

建材行业：盈利能力维持高位，费用率全面下滑 .....	5
水泥仍处于景气扩张周期，玻璃 19Q2 盈利同比改善 .....	7
主要子板块业绩分析 .....	11
水泥：水泥盈利彰显韧性，下半年有望继续超预期 .....	11
玻璃：Q2 净利润降幅环比改善，期待下半年竣工改善 .....	12
玻纤：玻纤价格处于底部区域，关注左侧龙头投资机会 .....	14
消费建材：精装房利好 2B 家装建材，推荐蒙娜丽莎、三棵树 .....	16
混凝土：盈利质量改善，19H1 业绩同比大幅增长 .....	17
耐火材料：收入及利润增速下滑，盈利能力稳中有升 .....	19
投资策略 .....	21
风险提示 .....	21

## 图表目录

图表 1: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业营收及增速	5
图表 2: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业归母净利润及增速	5
图表 3: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业盈利能力	5
图表 4: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业三项费用	5
图表 5: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业收现比	6
图表 6: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润	6
图表 7: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业资产周转情况	6
图表 8: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业负债情况	6
图表 9: 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业 ROE	7
图表 10: 2016Q1-2019Q2 建材行业 ROE (TTM)	7
图表 11: 2019 年上半年建材各板块收入增速	7
图表 12: 2019 年二季度建材各板块收入增速	7
图表 13: 2019 年上半年建材各板块归母净利润增速	7
图表 14: 2019 年二季度建材各板块归母净利润增速	7
图表 15: 2019 年上半年及 2019 年二季度建材子板块盈利能力	8
图表 16: 2019 年上半年建材子板块费用控制能力	8
图表 17: 2019 年二季度建材子板块费用控制能力	8
图表 18: 2019 年上半年建材子板块现金流情况	9
图表 19: 2019 年二季度建材子板块现金流情况	9
图表 20: 2019H1 建材上市公司归母净利润同比增速	10
图表 21: 2019Q2 建材上市公司归母净利润同比增速	10
图表 22: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业营收归母净利润增速	11
图表 23: 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季营收及归母净利润增速	11
图表 24: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业毛利率及净利率	11
图表 25: 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季毛利率及净利率	11
图表 26: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业营运能力	12
图表 27: 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季营运能力	12
图表 28: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业 ROE	12
图表 29: 2016Q1-2019Q2 水泥行业 ROE(TTM)	12
图表 30: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业营收归母净利润增速	13
图表 31: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季营收及归母净利润增速	13
图表 32: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业毛利率及净利率	13
图表 33: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季毛利率及净利率	13
图表 34: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业营运能力	13
图表 35: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季营运能力	13
图表 36: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业 ROE	14
图表 37: 2016Q1-2019Q2 玻璃行业 ROE(TTM)	14
图表 38: 2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业营收归母净利润增速	14
图表 39: 2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季营收及归母净利润增速	14

图表 40:	2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业毛利率及净利率.....	15
图表 41:	2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季毛利率及净利率 .....	15
图表 42:	2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业营运能力 .....	15
图表 43:	2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季营运能力 .....	15
图表 44:	2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业 ROE .....	15
图表 45:	2016Q1-2019Q2 玻纤行业 ROE(TTM) .....	15
图表 46:	2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业营收归母净利润增速 .....	16
图表 47:	2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度营收及归母净利润增速 .....	16
图表 48:	2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业毛利率及净利率 .....	16
图表 49:	2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度单季毛利率及净利率 .....	16
图表 50:	2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业营运能力 .....	16
图表 51:	2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度单季营运能力 .....	16
图表 52:	2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业 ROE .....	17
图表 53:	2016Q1-2019Q2 消费建材行业 ROE(TTM) .....	17
图表 54:	2014-2019Q2 消费建材部分细分行业收入增速 .....	17
图表 55:	2014-2019Q2 消费建材部分细分行业净利润增速 .....	17
图表 56:	2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业营收归母净利润增速 .....	18
图表 57:	2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度营收及归母净利润增速 .....	18
图表 58:	2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业毛利率及净利率 .....	18
图表 59:	2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度单季毛利率及净利率 .....	18
图表 60:	2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业营运能力 .....	18
图表 61:	2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度单季营运能力 .....	18
图表 62:	2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业 ROE .....	19
图表 63:	2016Q1-2019Q2 混凝土行业 ROE(TTM) .....	19
图表 64:	2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业营收归母净利润增速 .....	19
图表 65:	2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度营收及归母净利润增速 .....	19
图表 66:	2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业毛利率及净利率 .....	19
图表 67:	2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度单季毛利率及净利率 .....	19
图表 68:	2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业营运能力 .....	20
图表 69:	2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度单季营运能力 .....	20
图表 70:	2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业 ROE .....	20
图表 71:	2016Q1-2019Q2 耐火材料行业 ROE(TTM) .....	20
图表 72:	华泰建材重点跟踪公司估值表 .....	21

## 建材行业：盈利能力维持高位，费用率全面下滑

建材行业收入及利润增速有所放缓。2019年二季度我们跟踪的49家建材行业上市公司总计实现营收1201亿元，同比增长24.9%，增速环比下降10.7pct，归母净利润194亿元，同比增长8.6%，增速环比下降27.3pct。收入增速在2018年达到高位后，2019年持续下滑，Q2单季增速环比继续放缓，且低于2018Q2增速，净利润增速环比大幅回落。

图表1：2015Q2-2019Q2 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：2015Q2-2019Q2 单季度建材行业归母净利润及增速

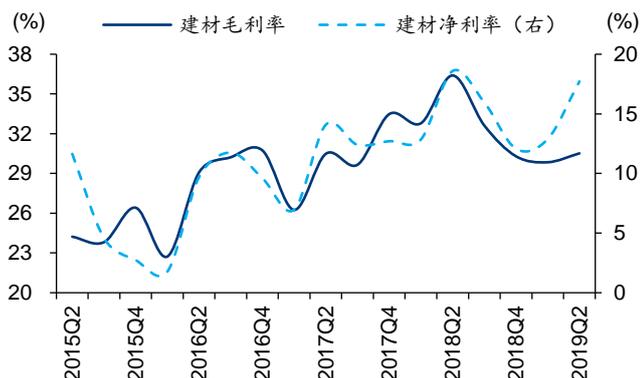


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**2019Q2 建材行业盈利能力环比改善。**2019H1 建材行业毛利率 32.0%，同比下降 3.0pct；净利润率 15.3%，同比下降 1pct。2019Q2 行业毛利率为 30.5%，同比下降 5.9pct，环比提升 0.7pct；净利率 17.7%，同比下降 0.9pct，环比提升 4.8pct。

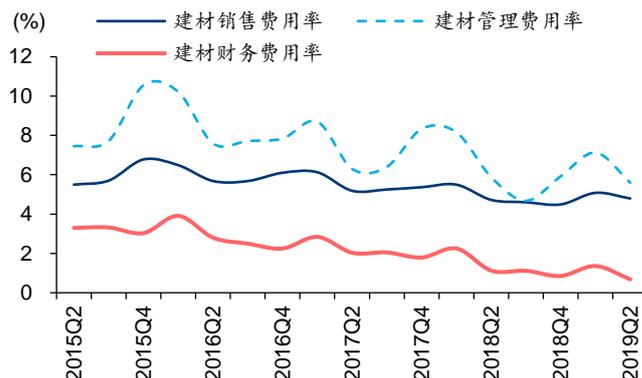
**规模效应显现，费用率全面下滑。**2019H1 行业销售费用率 4.79%，同比减少 0.24pct；2019Q2 销售费用率 4.79%，同比提升 0.07pct。2019H1 行业管理费用率 6.07%，同比下降 0.7pct；2019Q2 管理费用率 5.6%，同比下降 0.28pct。2019H1 行业财务费用率 0.93%，同比下滑 0.63pct；2019Q2 财务费用率为 0.68%，同比下降 0.45pct。

图表3：2015Q2-2019Q2 单季度建材行业盈利能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

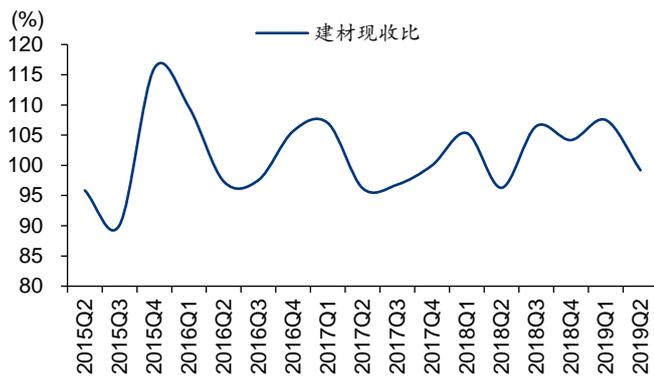
图表4：2015Q2-2019Q2 单季度建材行业三项费用



资料来源：Wind、华泰证券研究所

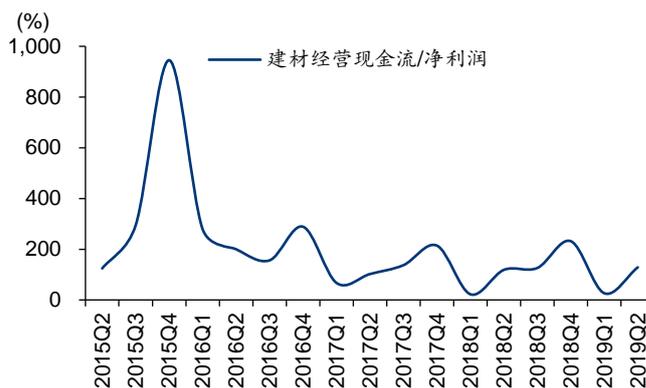
**收现比小幅提高，经营现金流与净利润基本匹配。**2019H1 行业平均收现比为 100.0%，同比提升 0.2pct；2019Q2 收现比为 99.2%，同比提升 2.9pct。2019H1 行业经营性现金流/归母净利润 94.1%，同比提升 5.2pct。2019Q2 行业经营性现金流/归母净利润为 129%，同比提升 10pct。

图表5： 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业收现比



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表6： 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润

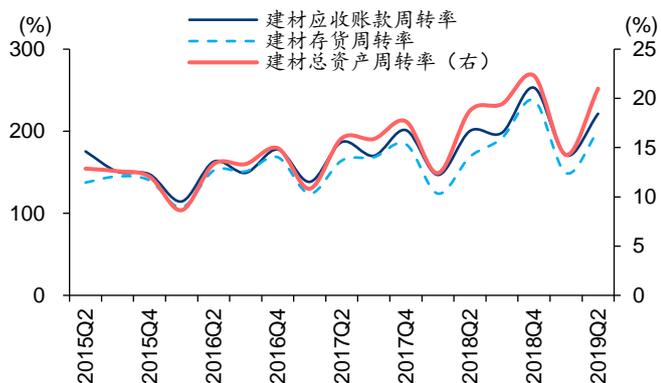


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**收入扩张，周转率普遍提升。**2019H1 行业应收账款周转率为 3.96，同比提升 0.47 次；2019Q2 行业应收账款周转率为 2.21 次，同比提升 0.21 次。2019H1 存货周转率为 3.74 次，同比提升 0.1 次；2019Q2 存货周转率为 2.0 次，提升 0.32 次。2019H1 总资产周转率为 0.36 次，同比提升 0.04 次；2019Q2 总资产周转率为 0.20 次，同比提升 0.01 次。

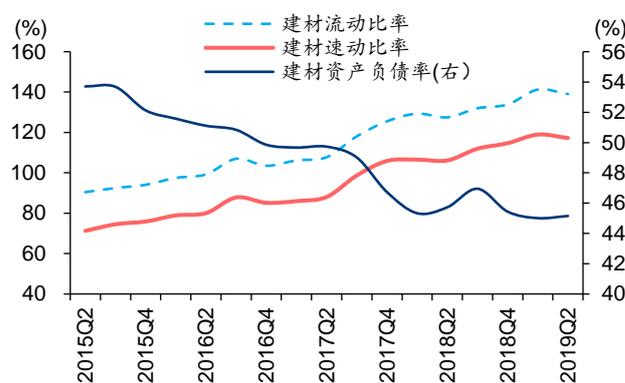
**偿债能力持续改善，**2019Q2 行业资产负债率为 45.2%，同比减少 0.57pct。流动比率为 139.0%，较去年同期提升 11.5pct；速动比率为 117.2%，较去年同期提升 11.1pct。

图表7： 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业资产周转情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

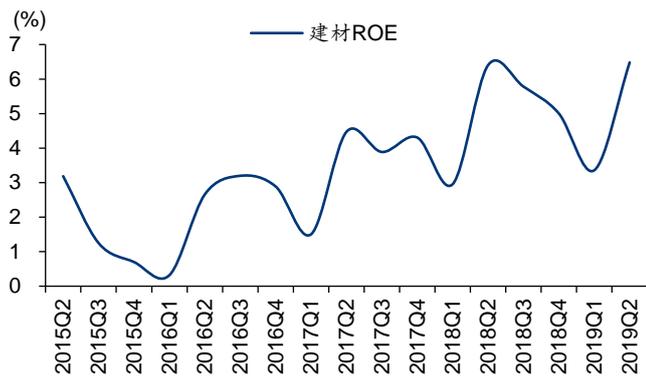
图表8： 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业负债情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

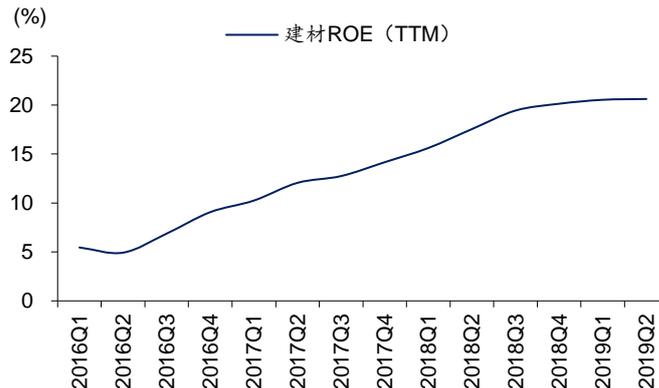
**ROE 连续 12 个季度同比上行。**2019H1 建材行业 ROE 为 11.2%，同比提升 1.8pct。2019Q2 行业 ROE 为 6.5%，同比提升 0.1pct，连续第十二个季度 ROE 同比上行。

图表9： 2015Q2-2019Q2 单季度建材行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表10： 2016Q1-2019Q2 建材行业 ROE (TTM)

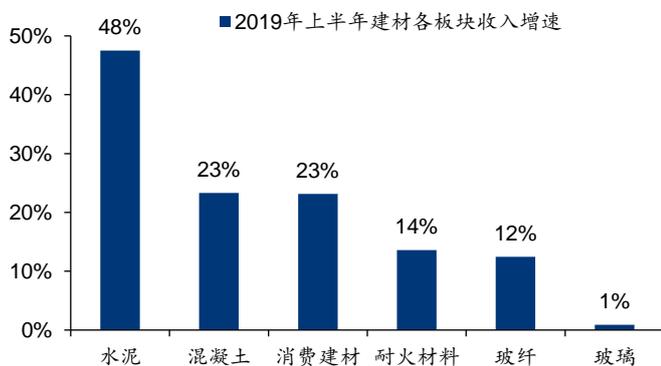


资料来源：Wind、华泰证券研究所

### 水泥仍处于景气扩张周期，玻璃 19Q2 盈利同比改善

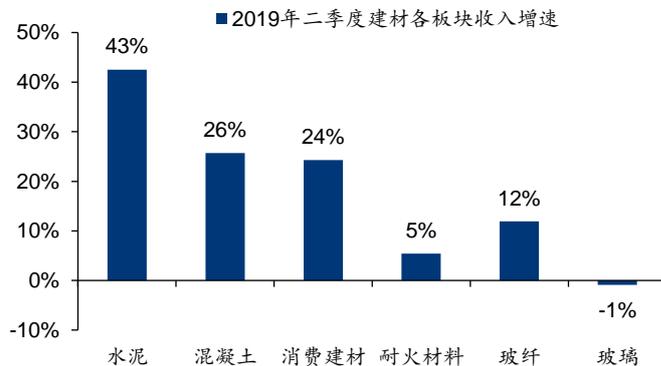
收入增速，2019H1 水泥、混凝土、消费建材排名前三，收入增速分别达 48%/23%/23%；2019Q2 同样是水泥、混凝土、消费建材排名前三，收入增速分别达 43%/26%/24%；归母净利润增速，2019H1 混凝土、水泥、消费建材排名前三，归母净利润分别增长 95%/30%/15%；2019Q2 混凝土、水泥、消费建材排名前三，归母净利润分别增长 50%/20%/19%。

图表11： 2019 年上半年建材各板块收入增速



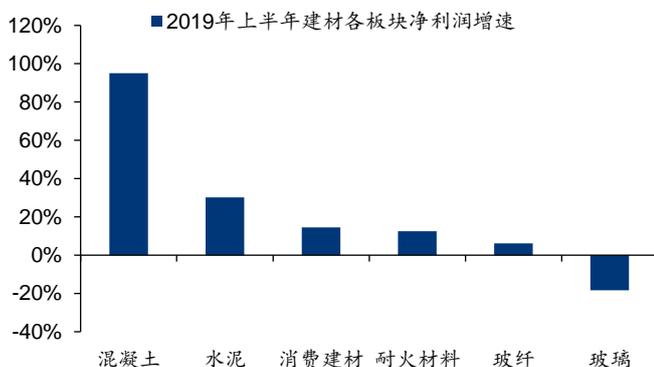
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表12： 2019 年二季度建材各板块收入增速



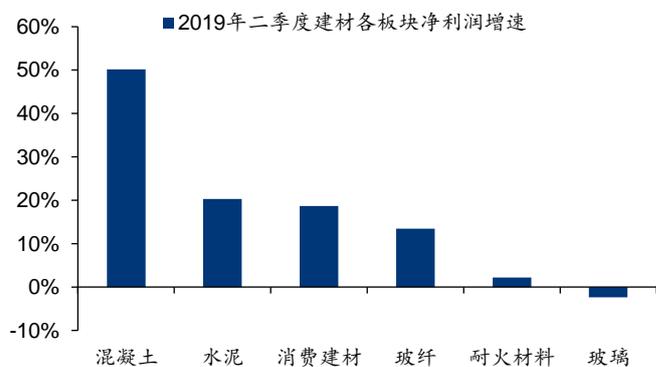
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13： 2019 年上半年建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表14： 2019 年二季度建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

子行业盈利能力有所下降。2019H1 仅混凝土行业盈利能力有所提升,毛利率同比提升 1pct 至 14.1%, 毛利率下滑较多的行业有: 水泥 (-5.9pct), 玻纤 (-2.4pct), 主要系成本上涨过快, 同时玻纤价格上半年同比下滑; 除此之外, 玻璃、耐材行业毛利率同比分别下滑 1.9、1.0pct, 消费建材行业毛利率同比持平。从 19Q2 来看, 毛利率同比增加的行业有消费建材 (+0.8pct)、混凝土 (+0.8pct)。

图表 15: 2019 年上半年及 2019 年二季度建材子板块盈利能力

	毛利率 (%、pct)				净利率 (%、pct)			
	2019 上半年	上半年同比	2019Q2	2019Q2 同比	2019 上半年	上半年同比	2019Q2	2019Q2 同比
水泥	34.8	-5.9	31.6	-10.9	19.3	-2.6	22.4	-2.3
玻璃	22.6	-1.9	24.0	-0.7	6.8	-1.6	8.0	-0.1
玻纤	33.0	-2.4	32.5	-2.2	14.7	-0.9	16.1	0.2
消费建材	35.3	0.0	36.4	0.8	11.9	-0.9	14.1	-0.7
混凝土	14.1	1.0	15.2	0.8	4.3	1.6	5.5	0.9
耐火材料	28.9	-1.0	30.5	-1.4	7.5	-0.1	8.7	-0.3

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019 年上半年及 2019Q2 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

2019H1 水泥、混凝土、耐材费用率整体有所改善。2019 年上半年费用率有所改善的板块分别为水泥 (-2.5pct)、混凝土 (-0.7pct) 及耐材 (-0.1pct), 其中水泥及耐火材料板块财务费用率改善最为明显。消费建材的费用率同比有所提升 (+1.5pct), 玻璃、玻纤费用率维持稳定。

图表 16: 2019 年上半年建材子板块费用控制能力

	期间费用率 (%、pct)		销售费用率 (%、pct)		管理费用率 (%、pct)		财务费用率 (%、pct)	
	2019H1	同比	2019H1	同比	2019H1	同比	2019H1	同比
水泥	8.6	-2.5	3.4	-0.6	4.8	-0.9	0.4	-1.1
玻璃	14.7	0.1	3.2	0.2	8.8	0.0	2.7	-0.1
玻纤	16.2	0.2	4.3	0.1	8.5	-0.1	3.4	0.1
消费建材	21.3	1.5	12.0	1.2	8.4	-0.2	0.9	0.5
混凝土	7.5	-0.7	1.5	-0.3	4.8	-0.2	1.3	-0.1
耐火材料	18.6	-0.1	8.6	0.2	8.9	0.3	1.1	-0.5

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019H1 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

图表 17: 2019 年二季度建材子板块费用控制能力

	期间费用率 (%、pct)		销售费用率 (%、pct)		管理费用率 (%、pct)		财务费用率 (%、pct)	
	2019Q2	2019Q2 同比						
水泥	8.0	-1.3	3.5	-0.3	4.3	-0.3	0.2	-0.8
玻璃	14.5	0.4	3.1	0.1	8.9	0.7	2.4	-0.4
玻纤	14.0	-0.8	3.9	-0.3	8.0	-0.5	2.1	0.1
消费建材	19.7	1.9	11.4	1.4	7.5	0.0	0.8	0.5
混凝土	6.7	-0.5	1.4	-0.1	4.3	-0.1	1.0	-0.3
耐火材料	19.2	1.1	8.8	0.6	9.7	0.5	0.6	0.0

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019Q2 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

2019H1 水泥及玻璃收现比同比提升, 玻纤有所下滑, 玻璃行业盈余现金保障倍数高。2019 年上半年除了水泥及玻璃行业收现比小幅提升外, 其余行业均有不同程度的下滑。其中下滑较多的板块为玻纤 (-10.8) 及耐材 (-6.0); 利润角度, 我们跟踪的四大子行业 (水泥、玻璃、玻纤、家装建材) 中, 仅水泥、玻璃及耐材的经营活动现金流/归母净利润处在较为正常的水平, 水泥与耐材现金流与净利润基本匹配, 玻璃经营活动现金流入高于净利润, 玻纤和消费建材板块盈余现金保障倍数同比下滑, 混凝土板块虽同比有较大幅度增长, 但仍不乐观。

图表18: 2019年上半年建材子板块现金流情况

	收现比(%、pct)		经营活动现金流/归母净利润(%、pct)	
	2019H1	同比	2019H1	同比
水泥	112.5	0.7	115.9	6.7
玻璃	91.5	0.4	151.1	16.4
玻纤	74.7	-10.8	88.8	-31.3
消费建材	96.2	-3.7	-11.4	-17.2
混凝土	52.5	-4.0	-184.0	349.7
耐火材料	71.9	-6.0	108.4	38.1

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019H1 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

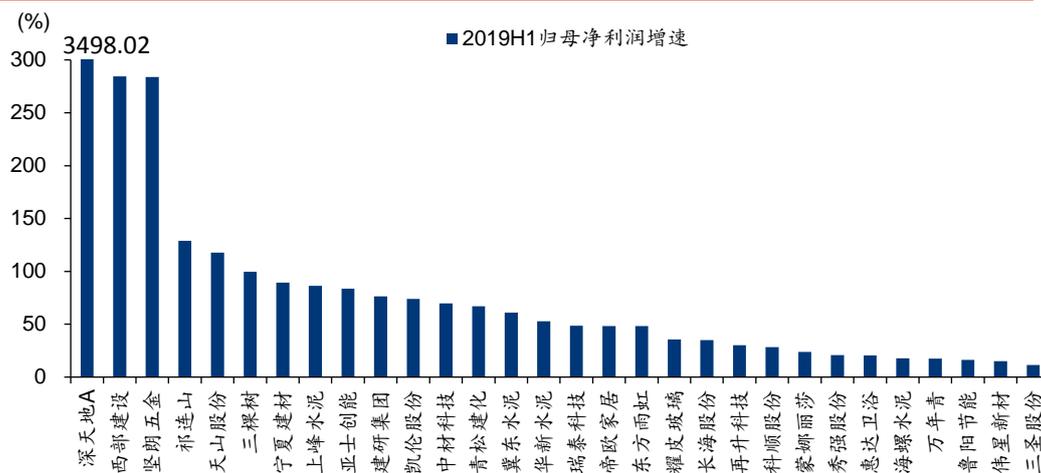
图表19: 2019年二季度建材子板块现金流情况

	收现比(%、pct)		经营活动现金流/归母净利润(%、pct)	
	2019Q2	2019Q2 同比	2019Q2	2019Q2 同比
水泥	114.6	8.6	127.6	8.5
玻璃	95.6	0.6	180.5	-32.7
玻纤	72.6	-16.8	134.3	-54.5
消费建材	86.3	-5.7	131.5	65.5
混凝土	45.4	-8.5	14.8	-46.4
耐火材料	79.8	1.4	201.9	93.7

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019Q2 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

公司层面, 2019年上半年混凝土公司集体显示了较高的业绩弹性, 其中深天地 A/西部建设/建研集团净利润同比增速分别高达 3498%/284%/76%, 这与 18 年上半年的低基数有关; 水泥公司归母净利润继续维持高增速, 祁连山、天山股份、宁夏建材、上峰水泥、青松建化、华新水泥、冀东水泥业绩增速均超过 50%, 公司所处区域多为华北、西北、华中、川渝及长三角等地, 体现出当地较好的需求情况; 消费建材中坚朗五金、三棵树、亚士创能、凯伦股份归母净利润增速均在 50 以上, 多为地产竣工品种。

**图表20： 2019H1 建材上市公司归母净利润同比增速**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表21： 2019Q2 建材上市公司归母净利润同比增速**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 主要子板块业绩分析

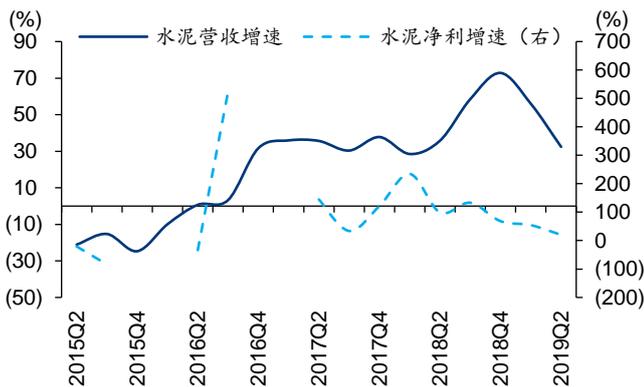
### 水泥：水泥盈利彰显韧性，下半年有望继续超预期

我们跟踪的 11 家水泥公司(冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、祁连山、华新水泥、福建水泥)，2019 年上半年合计实现收入 1238 亿元，YoY+47.5%，实现归母净利润 239 亿元，YoY+30.2%；2019Q2 合计实现收入 698 亿元，YoY+32.4%，实现归母净利润 157 亿元，YoY+20.3%。

水泥行业营收增速在 2018Q4 创出新高之后，2019 年单季收入增速持续放缓；归母净利润增速在经历 17Q2、18Q2 两个高点后，19Q2 明显下滑，但净利润同比仍在增长。根据统计局数据，2019 年上半年全国水泥产量 10.45 亿吨，同比增长 6.8%，实际需求好于预期，主要系地产投资韧性和基建在建项目进展较好；根据数字水泥网数据，2019 年上半年全国水泥均价 408 元/吨，同比增长 4%，其中华北、西北等地提价明显。

纵观整个淡季期间，各区域水泥价格仍然维持坚挺，淡季价格回落幅度基本符合预期，并未出现较大幅度下滑，为后期市场奠定基础。目前华东地区水泥价格已经开始涨价，随着雨水减少、高温天气消退，水泥下游需求有望进一步提升，我们预计下半年水泥价格将继续上行，旺季值得期待。

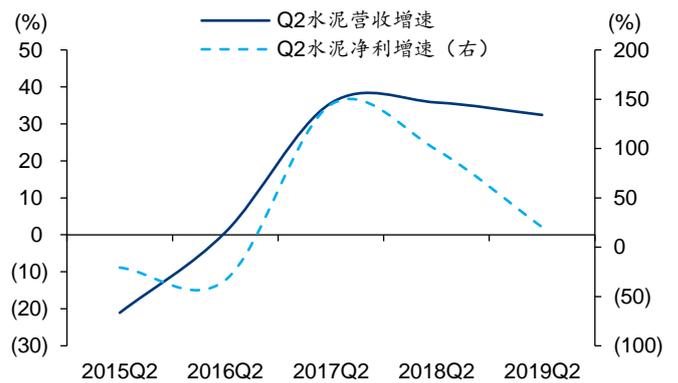
图表22： 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业营收归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

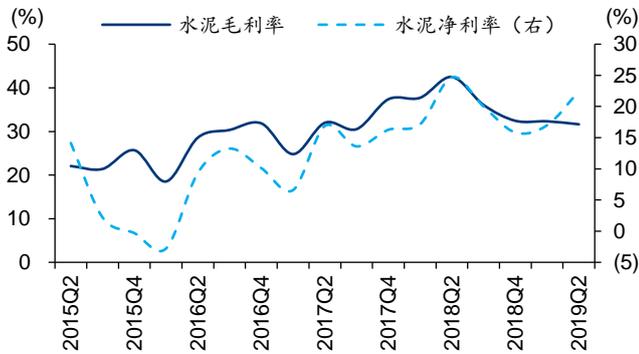
注：跟踪的 11 家水泥公司 15Q4 净利润-0.8 亿，16Q1 净利润-5 亿；

图表23： 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季营收及归母净利润增速



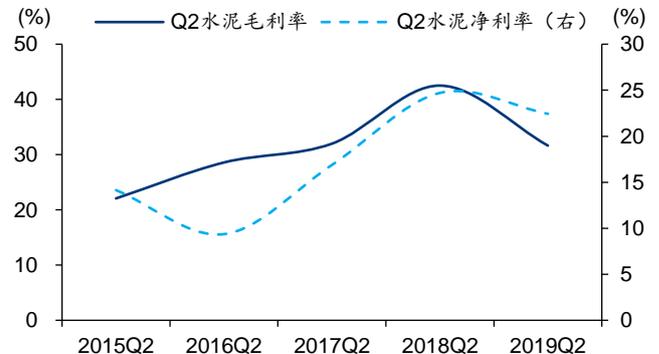
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表24： 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业毛利率及净利率



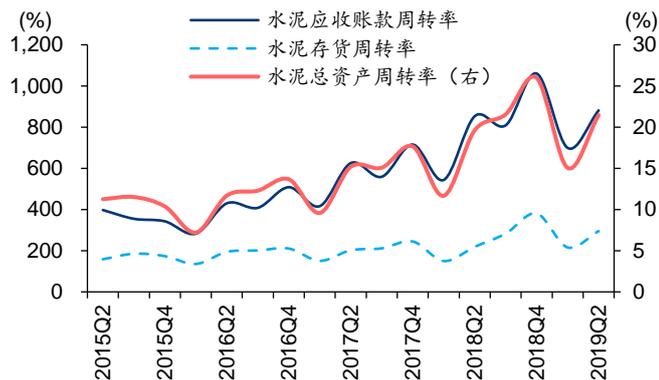
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25： 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季毛利率及净利率



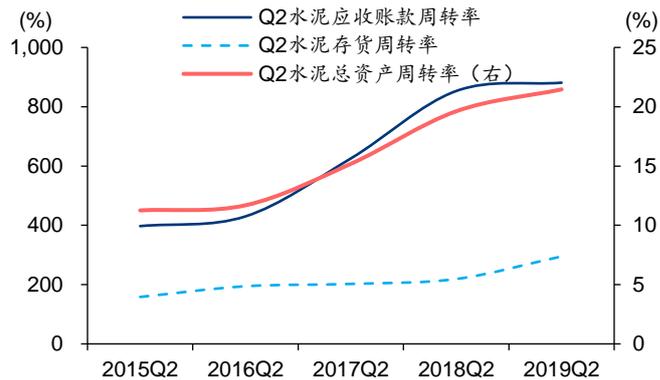
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表26: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业营运能力**



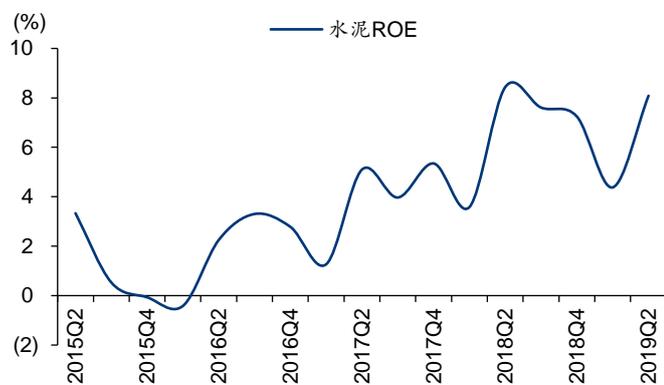
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表27: 2015Q2-2019Q2 水泥行业二季度单季营运能力**



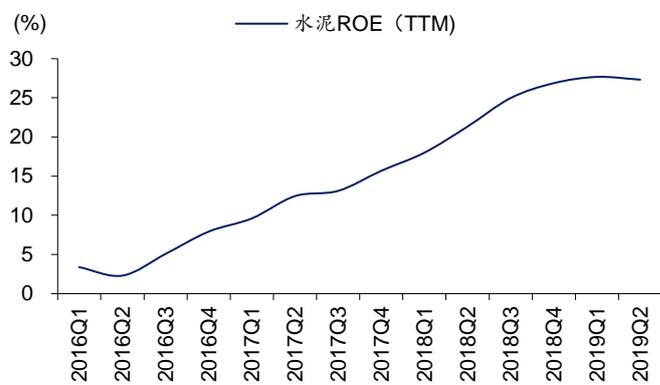
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表28: 2015Q2-2019Q2 单季度水泥行业 ROE**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表29: 2016Q1-2019Q2 水泥行业 ROE(TTM)**



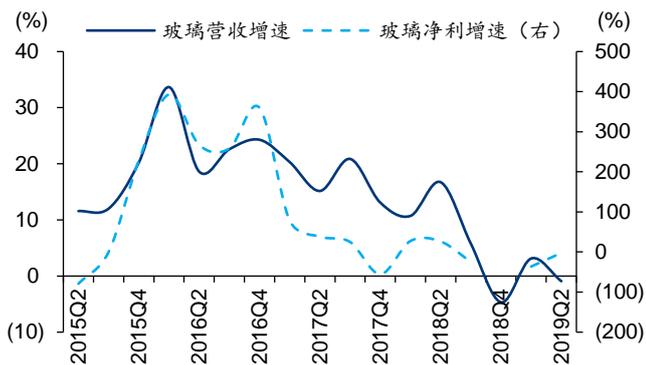
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**玻璃: Q2 净利润降幅环比改善, 期待下半年竣工改善**

我们跟踪的 9 家玻璃行业上市公司(南玻 A、亚玛顿、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、洛阳玻璃、旗滨集团、秀强股份、北玻股份) 2019 年上半年总计实现收入 179 亿元, YoY+0.9%, 实现归母净利润 12 亿元, YoY-18.3%; 2019Q2 实现收入 97 亿元, YoY-0.9%, 实现归母净利润 8 亿元, YoY-2.4%, 单季度利润降幅环比收窄。

**2019H1 玻璃产销率同比好转, 全年有望受益于地产竣工改善。**据国家统计局, 2019H1 平板玻璃产量 2.4 亿重箱, 同比增加 7.9%, 销量 2.3 亿吨, 同比增长 9.7%, 产销率 93.7%, 同比回升 1.1pct。从 Q2 价格情况来看, 虽然仍略有下滑, 但已基本趋稳。今年相比去年复产和新点火产能有所放缓, 且下半年停产线多于上半年, 目前沙河和湖北等洼地市场库存较低, 并且沙河限产 16%, 下半年地产竣工有望改善, 从而带动玻璃需求。

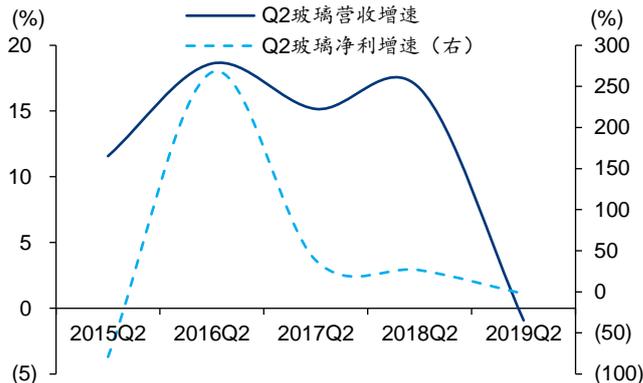
图表30: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业营收归母净利润增速



注: 我们跟踪的9家玻璃上市公司2018Q4净利润-3亿

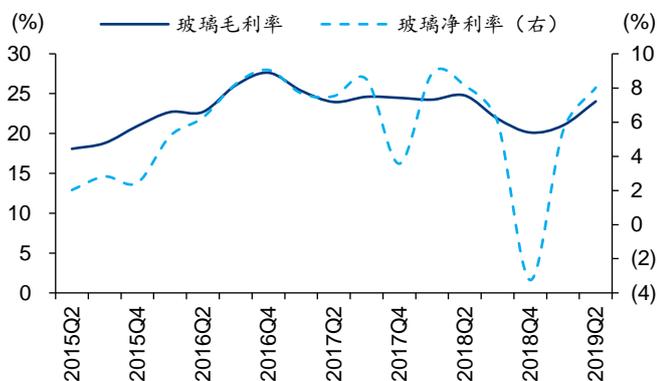
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表31: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季营收及归母净利润增速



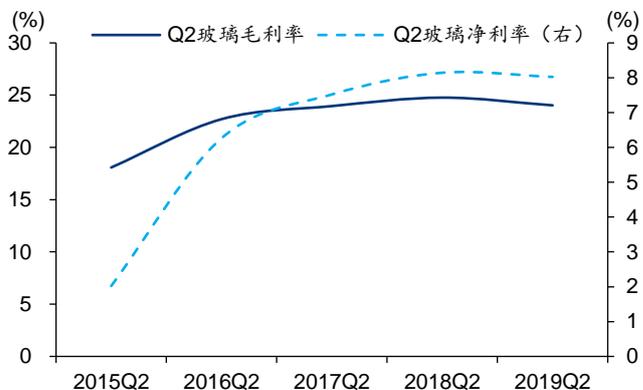
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表32: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业毛利率及净利率



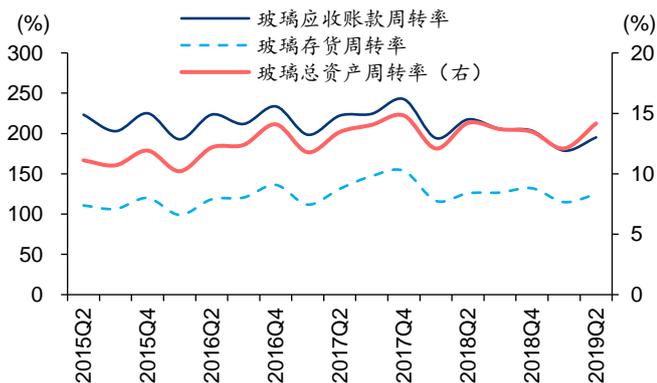
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季毛利率及净利率



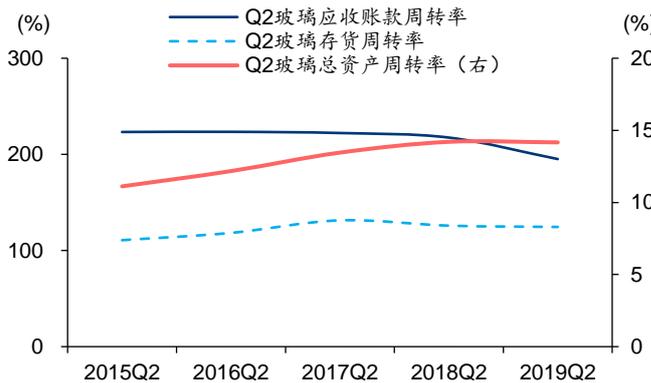
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表34: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业营运能力



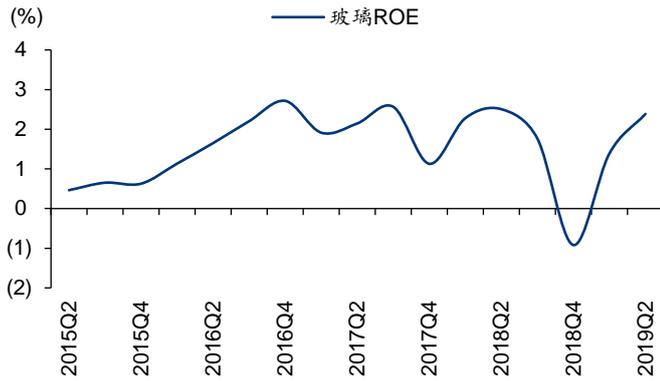
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 2015Q2-2019Q2 玻璃行业二季度单季营运能力



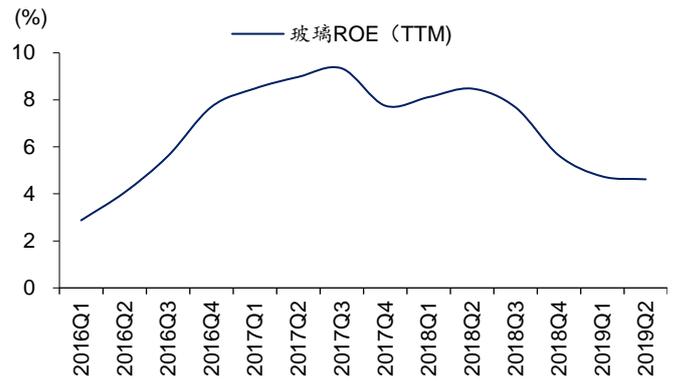
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表36: 2015Q2-2019Q2 单季度玻璃行业 ROE**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表37: 2016Q1-2019Q2 玻璃行业 ROE(TTM)**



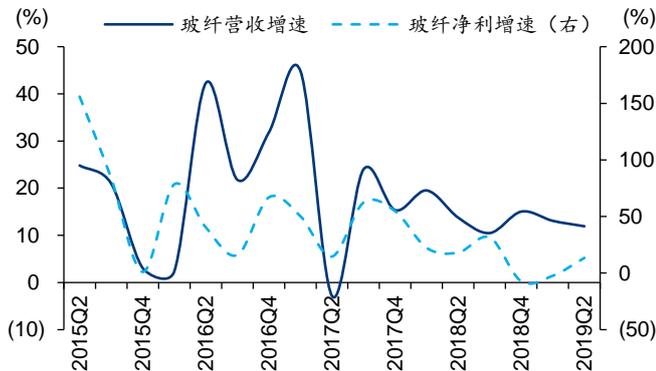
资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 玻纤: 玻纤价格处于底部区域, 关注左侧龙头投资机会

我们跟踪的5家玻纤行业公司, (中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、再升科技), 2019H1实现收入133亿元, YoY+12.46%, 实现归母净利润20亿元, YoY+6.22%。2019Q2实现收入71亿元, YoY+11.93%, 实现归母净利润11亿元, YoY+13%。

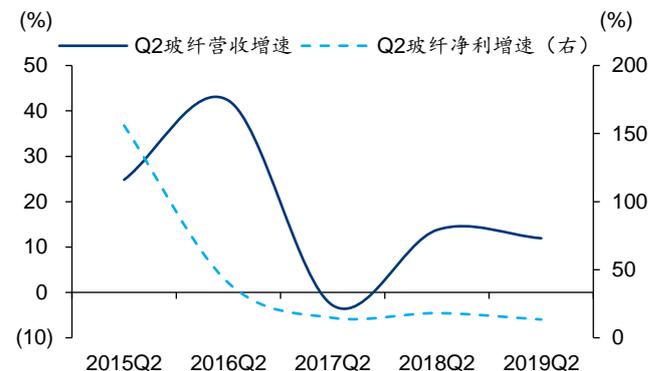
玻纤行业19年行业仍将以消化18年新增产能为主, 且由于需求增长不及预期叠加中美贸易摩擦影响, 预计玻纤价格全年将呈现低位震荡。玻纤行业中由于公司的收入体量不对等, 所以行业变化主要反映出中国巨石、中材科技两大龙头的变化情况。结构来看, 两大龙头公司主要以上游粗纱产品为主, 受到上半年玻纤价格下跌及原材料、能源等价格上涨影响, 中国巨石19H1毛利率同比下滑5.2pct至40.4%; 中材科技玻纤业务19H1毛利率同比下滑2.32pct至33.3%, 毛利率下滑较少主要系公司18年底F06线点火投入运行, 降低单吨成本, 两家龙头企业在短期内毛利率均承压。19年上半年玻纤行业整体呈现供大于求的局面, 19Q2较Q1玻纤价格环比仍在下跌, 但主要体现在低端粗纱产品价格压力较大, 风电纱、热塑等高端产品价格较稳定, 龙头公司高端产品占比较高, 防御性较强, 产品结构单一的小企业生存压力加大, 成本较低的行业龙头中国巨石、泰山玻纤市场份额有望进一步加大。

**图表38: 2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业营收归母净利润增速**



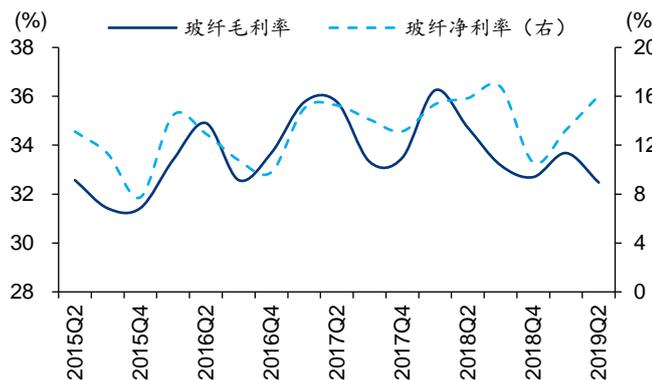
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表39: 2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季营收及归母净利润增速**



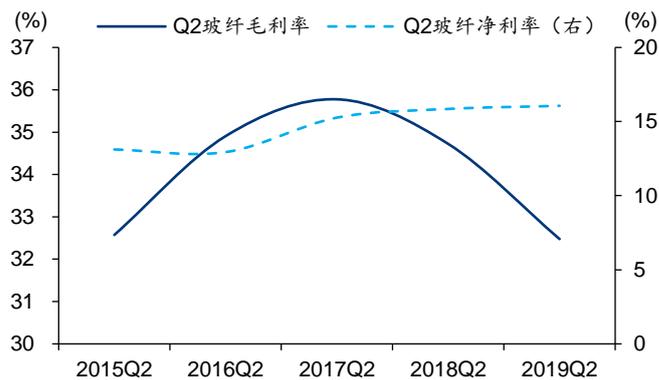
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表40： 2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业毛利率及净利率**



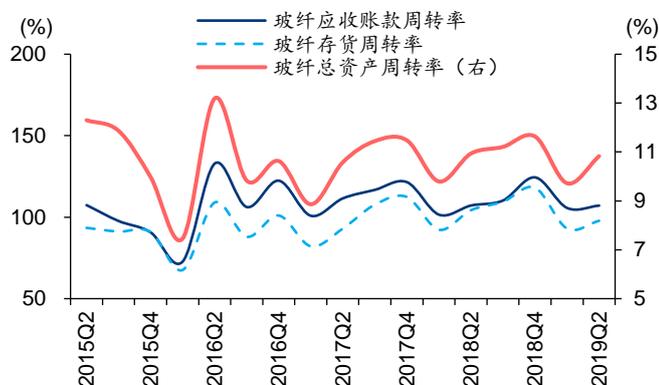
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表41： 2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季毛利率及净利率**



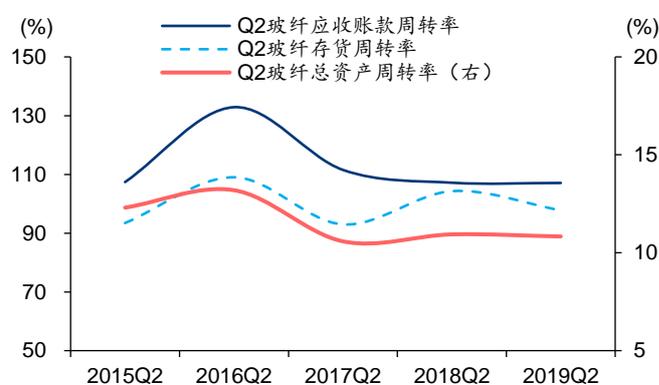
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表42： 2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业营运能力**



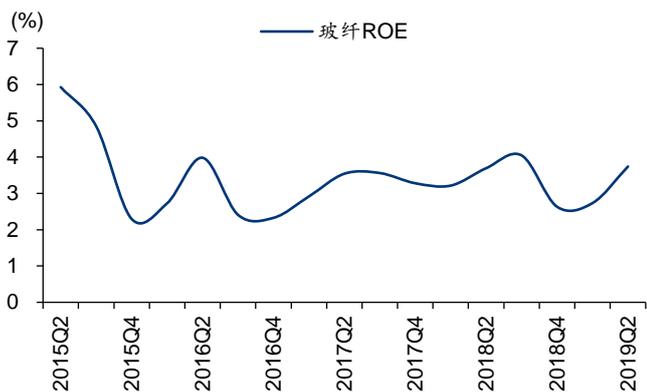
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表43： 2015Q2-2019Q2 玻纤行业二季度单季营运能力**



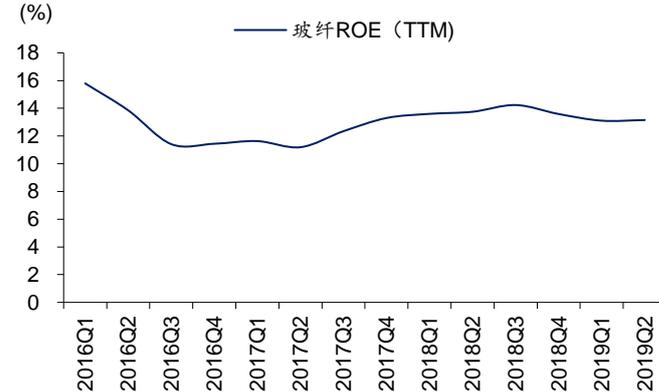
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表44： 2015Q2-2019Q2 单季度玻纤行业 ROE**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表45： 2016Q1-2019Q2 玻纤行业 ROE(TTM)**

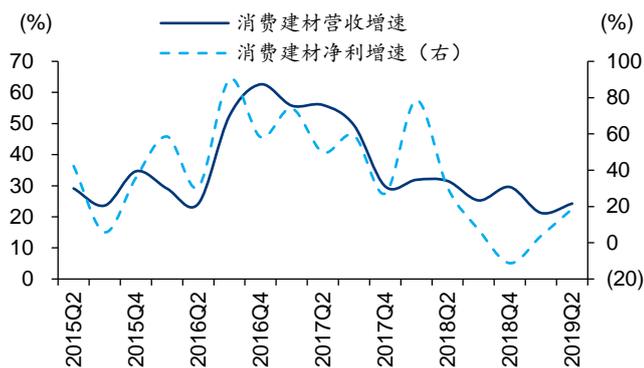


资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 消费建材：精装房利好 2B 家装建材，推荐蒙娜丽莎、三棵树

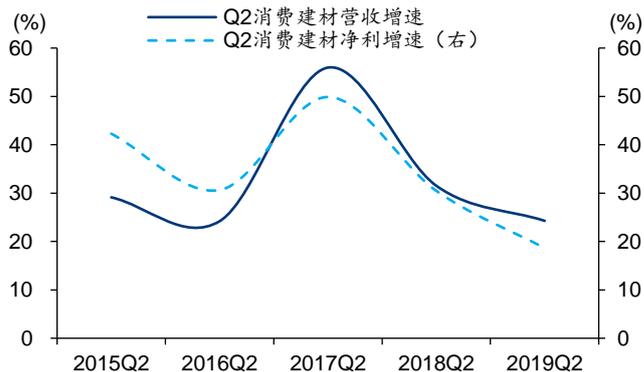
我们跟踪的 15 家消费建材上市公司（坤彩科技、兔宝宝、北新建材、凯伦股份、东方雨虹、伟星新材、三棵树、惠达卫浴、帝欧家居、蒙娜丽莎、亚士创能、华立股份、友邦吊顶、科顺股份、坚朗五金）2019 年上半年总计实现收入 322 亿元，YoY+23.2%，实现归母净利润 38 亿元，YoY+14.5%；2019Q2 实现收入 204 亿元，YoY+24.3%，实现归母净利润 29 亿元，YoY+18.6%。整体来看收入及利润实现稳健增长。（注：在计算消费建材行业净利润时，由于北新建材美国诉讼相关费用较高，对整体利润影响较大，因此我们核算时扣除了诉讼相关费用影响）

图表 46：2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业营收归母净利润增速



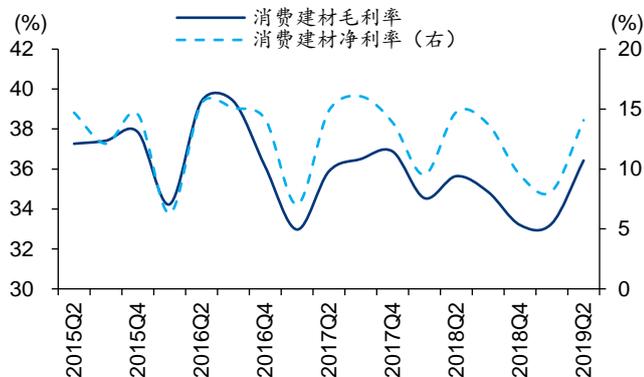
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 47：2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度营收及归母净利润增速



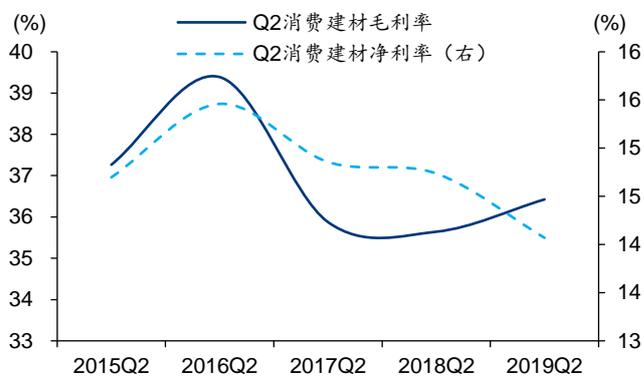
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 48：2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业毛利率及净利率



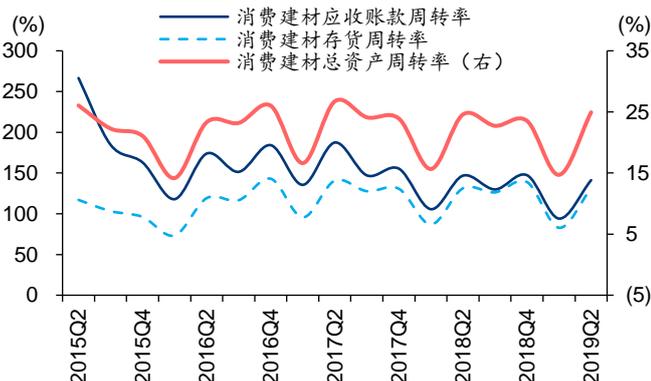
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 49：2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度单季毛利率及净利率



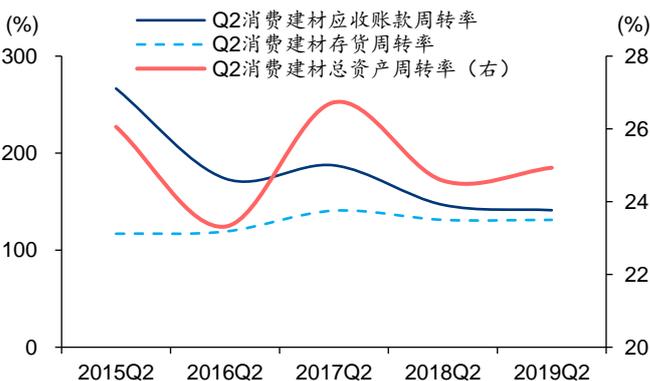
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 50：2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业营运能力



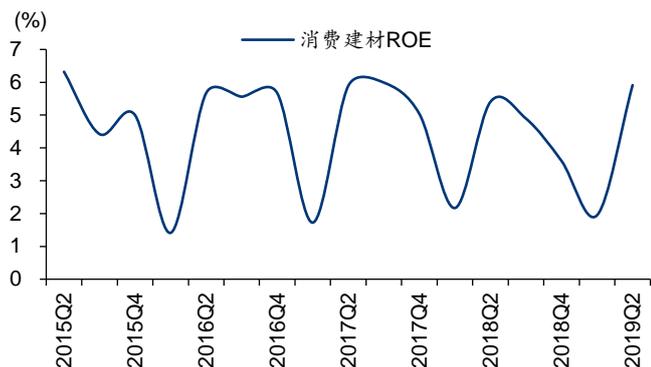
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 51：2015Q2-2019Q2 消费建材行业二季度单季营运能力



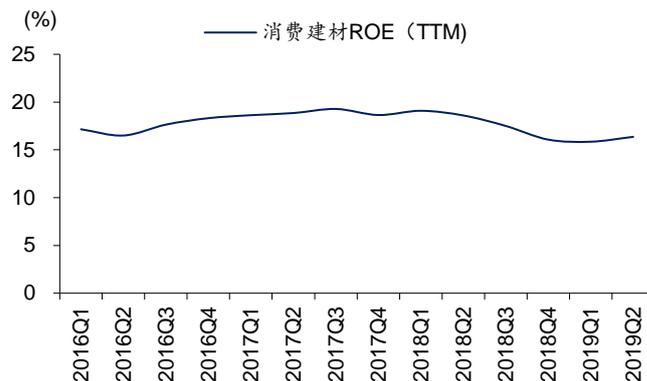
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表52: 2015Q2-2019Q2 单季度消费建材行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

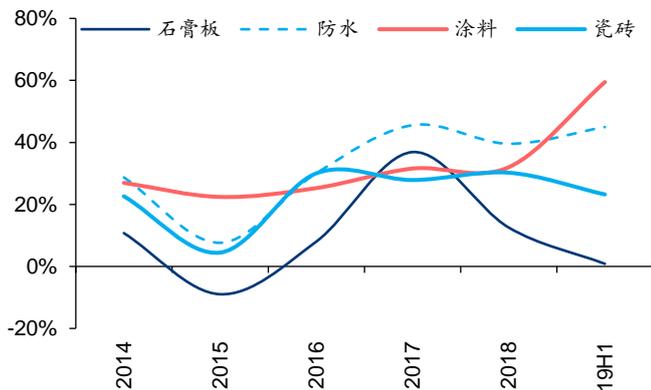
图表53: 2016Q1-2019Q2 消费建材行业 ROE(TTM)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

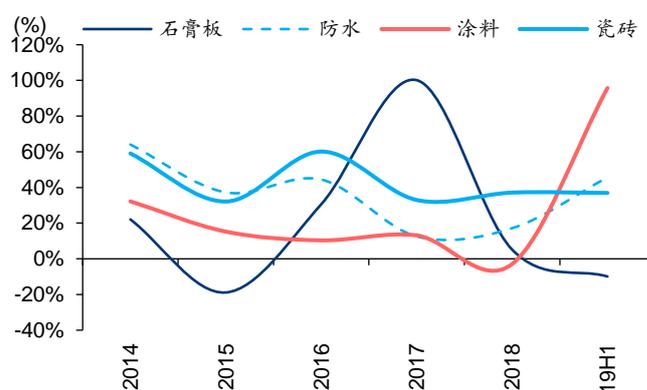
从消费建材的细分行业来看, 涂料(三棵树、亚士创能)成长性更好, 19年上半年净利润 YoY+95.7%; 防水行业(东方雨虹、科顺股份、凯伦股份)19H1净利润 YoY+45.6%, 因地产新开工超预期, 整体防水需求超预期; 瓷砖(蒙娜丽莎、帝欧家居)行业受益于C端渠道下沉+B端下游客户集中度提升, 19H1净利润 YoY+36.9%; 石膏板(北新建材)上半年净利润 YoY-11.7%(扣除美国诉讼相关费用影响), 因18年上半年价格高基数, 同时19H1需求较差, 产能利用率较低等因素导致, 下半年预计业绩好转。

图表54: 2014-2019Q2 消费建材部分细分行业收入增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表55: 2014-2019Q2 消费建材部分细分行业净利润增速

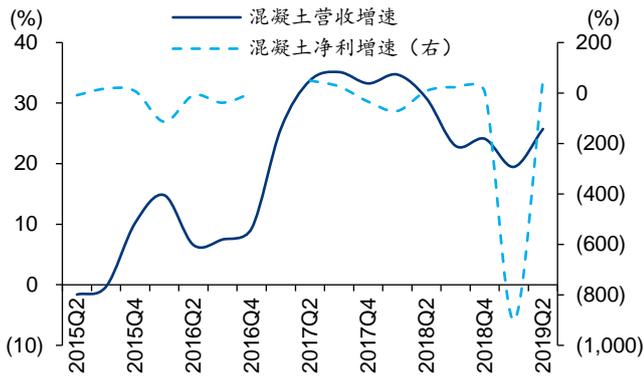


资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 混凝土: 盈利质量改善, 19H1 业绩同比大幅增长

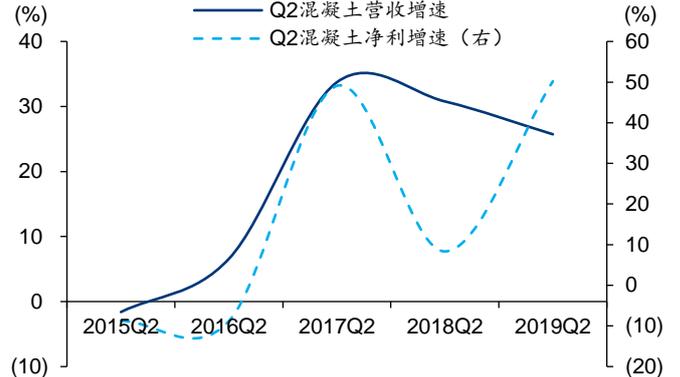
我们跟踪的5家混凝土上市公司(建研集团、深天地A、西部建设、海南瑞泽、三圣股份)2019年上半年总计实现营收156亿元, YoY+23.3%, 归母净利润6.6亿元, YoY+95.1%; 19年二季度实现营收98亿元, YoY+25.7%, 归母净利润5.4亿元, YoY+50.2%。上半年业绩增速。环保趋严下混凝土行业集中度提升, 盈利质量有所改善, 上半年业绩同比大幅增长。

**图表56: 2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业营收归母净利润增速**



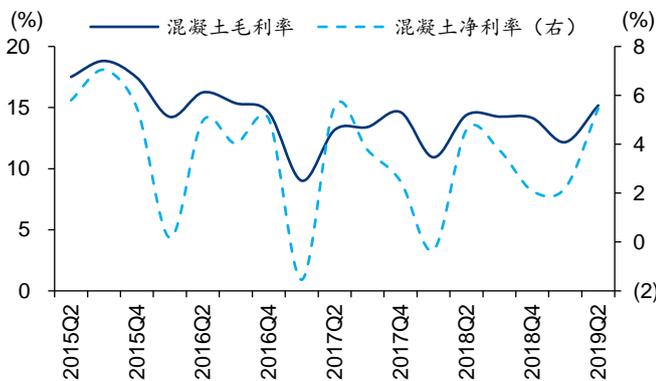
注: 2017Q1 净利润-0.6 亿, 2018Q1 净利润-0.6 亿, 2019Q1 净利润 1.3 亿  
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表57: 2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度营收及归母净利润增速**



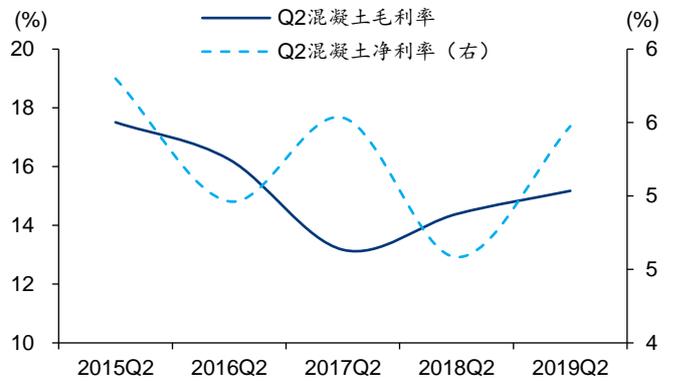
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表58: 2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业毛利率及净利率**



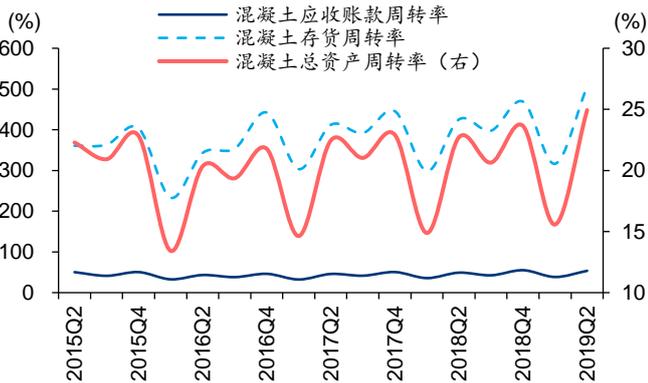
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表59: 2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度单季毛利率及净利率**



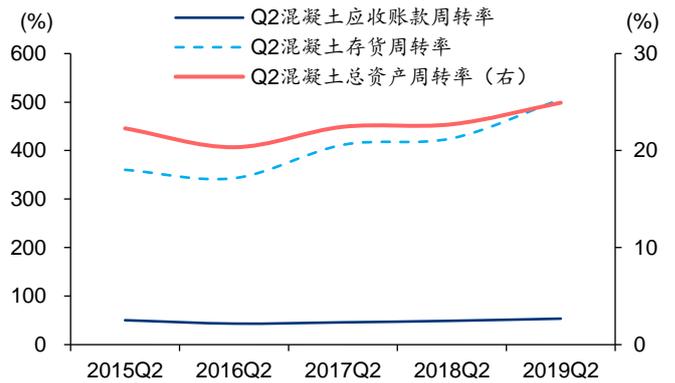
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表60: 2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业营运能力**



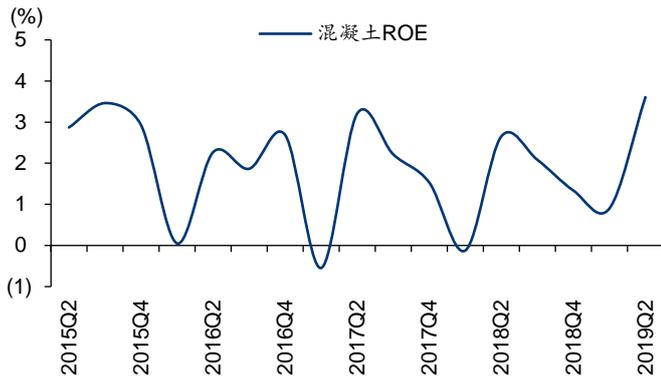
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表61: 2015Q2-2019Q2 混凝土行业二季度单季营运能力**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表62： 2015Q2-2019Q2 单季度混凝土行业 ROE**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表63： 2016Q1-2019Q2 混凝土行业 ROE(TTM)**

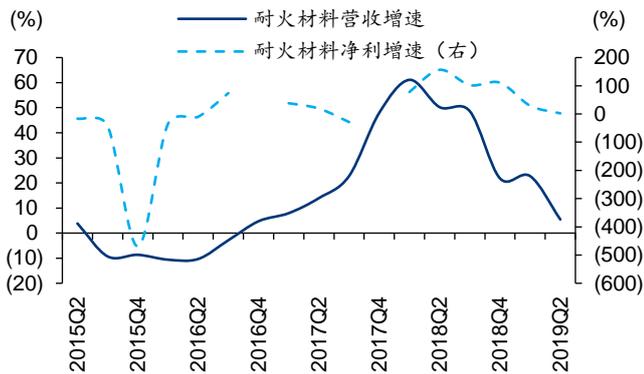


资料来源：Wind、华泰证券研究所

**耐火材料：收入及利润增速下滑，盈利能力稳中有升**

我们跟踪的 4 家耐火材料上市公司（瑞泰科技、鲁阳节能、濮耐股份、北京利尔）2019 年上半年总计实现营收 68 亿元，YoY+13.6%，归母净利润 5.1 亿元，YoY+12.4%；19 年二季度实现营收 34 亿元，YoY+5.4%，归母净利润 2.9 亿元，YoY+2.2%。耐火材料行业收入及净利润增速有所放缓，但行业整体盈利能力稳中有升，ROE 也维持上涨。

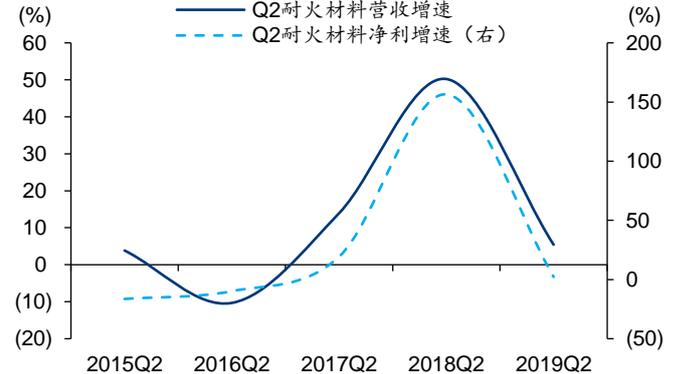
**图表64： 2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业营收归母净利润增速**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

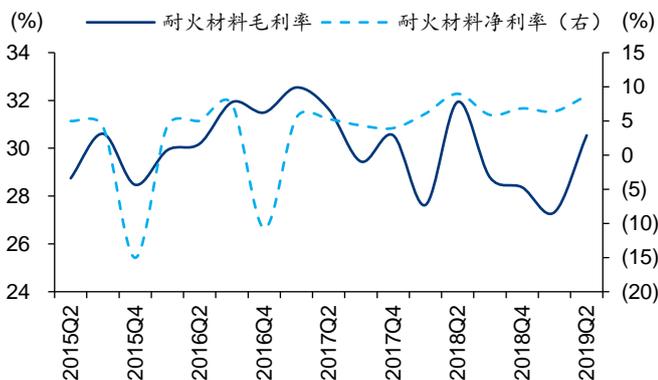
注：2015Q4 净利润-2.7 亿，2016Q4 净利润-2.0 亿，2017Q4 净利润 1.1 亿

**图表65： 2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度营收及归母净利润增速**



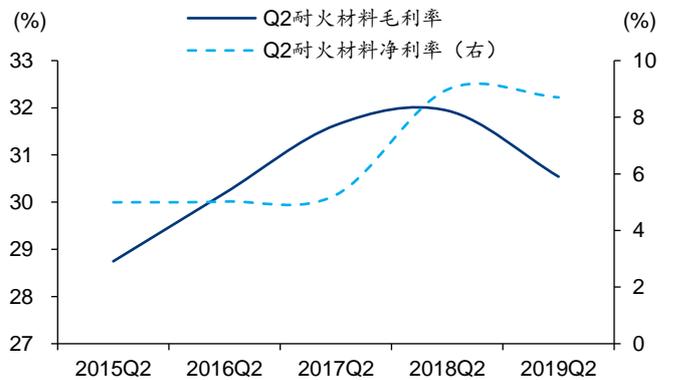
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表66： 2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业毛利率及净利率**



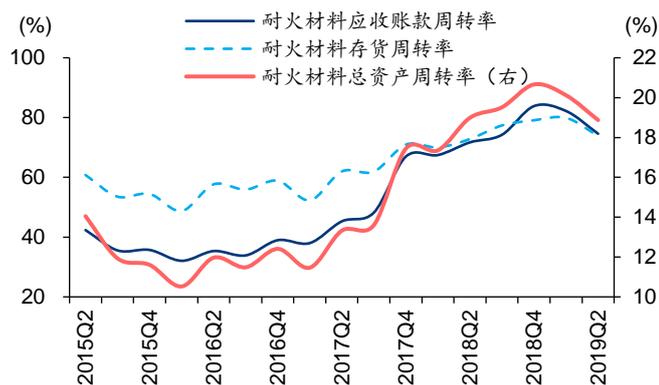
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表67： 2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度单季毛利率及净利率**



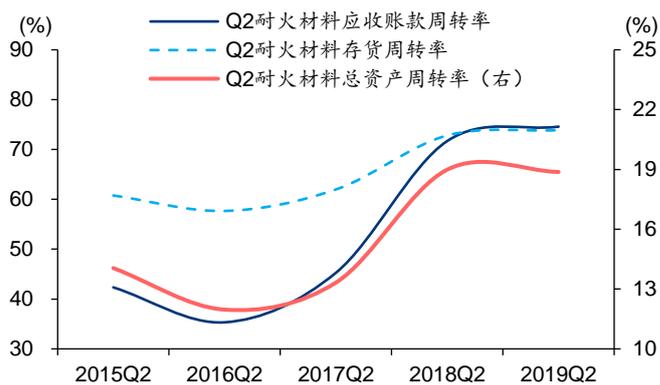
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表68： 2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业营运能力**



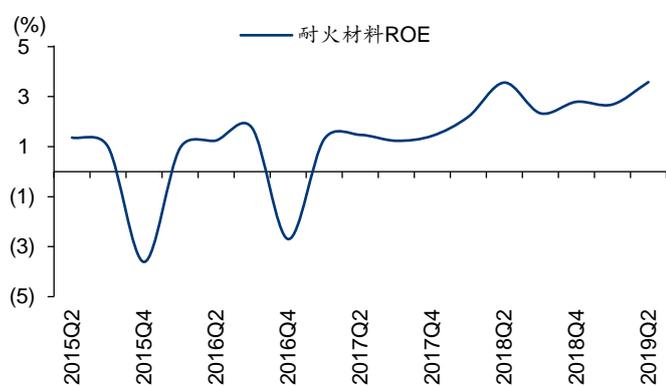
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表69： 2015Q2-2019Q2 耐火材料行业二季度单季营运能力**



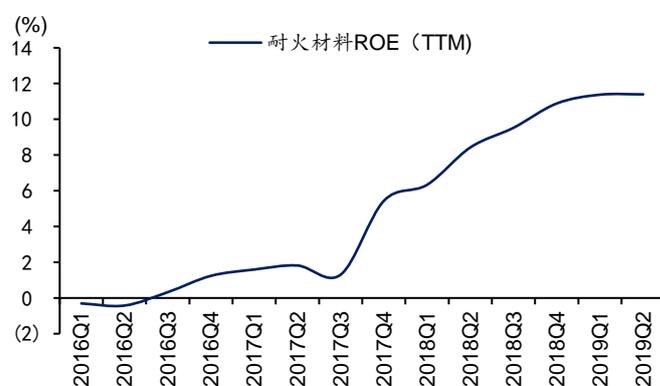
资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表70： 2015Q2-2019Q2 单季度耐火材料行业 ROE**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表71： 2016Q1-2019Q2 耐火材料行业 ROE(TTM)**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 投资策略

2019Q2 消费建材营收和利润增速环比 2019Q1 均改善，首推受益于精装房趋势标的。消费建材 2019Q2 毛利率 36.4%，YoY+0.8pct，净利率 14.1%，YoY-0.6pct，毛利率同比变化与净利率存在背离，主要系费用率同比提升 1.9pct，其中销售费用率和财务费用率分别提升 1.4/0.5pct（19Q2 应收账款周转率 141%，YoY-6pct）；蒙娜丽莎、三棵树、北新建材受益于精装房趋势，B 端业务更具看点，继续推荐；重视伟星新材、海螺水泥等建材白马的配置价值；地产产业链存在一定下行压力，福莱特、山东药玻下游分别为光伏行业和医药行业，前者受益于行业景气度提升、自身产能较快扩张，建议关注。

图表 72： 华泰建材重点跟踪公司估值表

公司名称	细分行业	股价	每股收益			市盈率(x)			每股净资产			市净率(x)			净资产收益率(%)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
冀东水泥	水泥	15.20	1.10	2.29	2.57	13.8	6.6	5.9	8.61	11.91	14.12	1.8	1.3	1.1	10%	19%	15%
上峰水泥	水泥	12.04	1.81	2.34	2.55	6.7	5.1	4.7	4.25	6.34	8.69	2.8	1.9	1.4	43%	38%	28%
万年青	水泥	8.97	1.43	1.51	1.59	6.3	5.9	5.6	6.57	6.23	7.49	1.4	1.4	1.2	28%	27%	21%
天山股份	水泥	10.48	1.18	1.53	1.65	8.9	6.8	6.4	8.01	9.00	10.15	1.3	1.2	1.0	15%	18%	16%
塔牌集团	水泥	9.79	1.45	1.25	1.42	6.8	7.8	6.9	7.53	8.47	9.59	1.3	1.2	1.0	19%	17%	20%
宁夏建材	水泥	8.69	0.90	0.96	1.04	9.7	9.1	8.4	10.14	10.92	11.81	0.9	0.8	0.7	9%	9%	9%
海螺水泥	水泥	39.43	5.63	6.07	6.26	7.0	6.5	6.3	21.26	25.38	29.36	1.9	1.6	1.3	26%	24%	21%
祁连山	水泥	8.79	0.84	1.30	1.44	10.4	6.8	6.1	7.42	8.32	9.35	1.2	1.1	0.9	11%	16%	11%
华新水泥	水泥	18.58	3.46	3.84	4.02	5.4	4.8	4.6	11.13	10.41	12.76	1.7	1.8	1.5	31%	31%	23%
南玻 A	玻璃	4.16	0.16	0.25	0.32	26.3	16.6	13.0	3.18	2.89	3.14	1.3	1.4	1.3	5%	7%	9%
亚玛顿	玻璃	13.77	0.50	0.52	0.65	27.8	26.5	21.2	13.85	14.34	14.99	1.0	1.0	0.9	4%	4%	4%
旗滨集团	玻璃	3.38	0.45	0.49	0.57	7.5	6.9	5.9	2.82	3.07	3.30	1.2	1.1	1.0	16%	15%	18%
山东药玻	玻璃	22.45	0.84	0.77	0.95	26.6	29.2	23.6	8.30	6.73	7.52	2.7	3.3	3.0	10%	12%	13%
中材科技	玻纤	10.32	0.56	0.85	0.99	18.4	12.1	10.4	7.39	6.81	7.52	1.4	1.5	1.4	9%	12%	13%
长海股份	玻纤	8.74	0.62	0.76	0.89	14.1	11.5	9.8	5.83	6.60	7.23	1.5	1.3	1.2	11%	12%	12%
中国巨石	玻纤	8.18	0.68	0.60	0.70	12.1	13.6	11.7	4.07	4.50	5.00	2.0	1.8	1.6	17%	14%	16%
再升科技	玻纤	7.00	0.23	0.30	0.39	30.4	23.3	17.9	2.41	2.16	2.49	2.9	3.2	2.8	12%	15%	18%
北新建材	石膏板	18.20	1.39	0.53	1.46	13.1	34.3	12.5	8.45	8.89	10.23	2.2	2.0	1.8	17%	8%	16%
帝欧家居	瓷砖	17.64	0.99	1.34	1.74	17.9	13.2	10.1	8.42	10.06	11.57	2.1	1.8	1.5	12%	14%	15%
蒙娜丽莎	瓷砖	13.62	0.90	1.14	1.48	15.1	11.9	9.2	10.78	8.64	9.80	1.3	1.6	1.4	14%	14%	17%
东方雨虹	防水	20.27	1.01	1.37	1.69	20.1	14.8	12.0	5.02	6.53	8.00	4.0	3.1	2.5	19%	21%	20%
科顺股份	防水	9.21	0.30	0.60	0.87	30.4	15.4	10.6	4.77	5.29	5.98	1.9	1.7	1.5	6%	11%	12%
凯伦股份	防水	19.17	0.49	1.00	1.65	38.7	19.1	11.6	3.29	4.29	5.93	5.8	4.5	3.2	15%	23%	30%
坤彩科技	涂料	14.50	0.39	0.47	0.64	37.7	30.9	22.7	2.77	3.20	3.80	5.2	4.5	3.8	14%	15%	20%
三棵树	涂料	60.60	1.19	2.05	2.79	50.9	29.6	21.7	10.03	8.87	11.09	6.0	6.8	5.5	17%	20%	25%
伟星新材	管材	14.65	0.82	0.71	0.83	17.9	20.6	17.7	2.78	2.63	2.95	5.3	5.6	5.0	27%	28%	29%
兔宝宝	板材	5.32	0.43	0.48	0.55	12.5	11.1	9.7	2.06	2.39	2.69	2.6	2.2	2.0	20%	21%	21%
鲁阳节能	耐材	11.03	0.85	1.10	1.36	13.0	10.0	8.1	5.61	6.55	7.58	2.0	1.7	1.5	15%	17%	18%
建研集团	减水剂	5.51	0.36	0.50	0.61	15.3	11.1	9.1	3.57	4.08	4.66	1.5	1.4	1.2	10%	14%	13%
坚朗五金	五金	17.33	0.54	0.88	1.88	32.4	19.7	9.2	8.57	9.37	10.44	2.0	1.8	1.7	6%	9%	10%

注：EPS 预测中除华新水泥、长海股份、凯伦股份、坚朗五金为 Wind 一致预期外，均为华泰建材组预测；BPS 均为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind（截止 2019 年 8 月 30 日）、华泰证券研究所

## 风险提示

- 1、重点公司业绩不达预期：我们重点推荐的公司包括蒙娜丽莎、三棵树、海螺水泥等，盈利预期依赖于对全年瓷砖、涂料和水泥价格维持高位的假设，相关产品价格如果大幅下滑，将影响全年的盈利判断。
- 2、地产数据不达预期：建材行业高度依赖下游地产产业链，地产在政策调控下，开工、竣工、销售数据有不达预期的风险。

## 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