

行业研究/深度研究

2018年08月05日

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

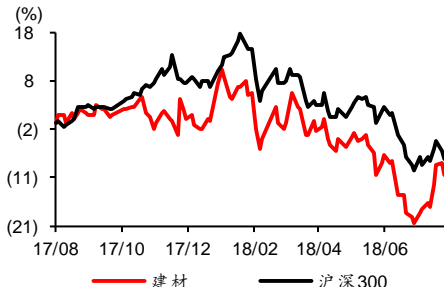
陈亚龙 执业证书编号：S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《建材：基建重振利好西部地区水泥》2018.07
- 2 《建材：行业周报（第三十周）》2018.07
- 3 《建材：行业周报（第二十九周）》2018.07

一年内行业走势图



资料来源：Wind

建材立体复盘暨伟星新材全梳理

建材方法论专题系列报告之二

三重维度复盘建材行业，重点推荐伟星新材、海螺水泥

建材板块通常分为水泥（前周期）、玻璃（后周期）和其他建材（消费属性）三大类，与基础设施建设和房地产投资增速相关性较高。我们从行业、板块和个股三个角度由面到点地对 2002 年以来的建材行业进行复盘研究，房地产周期下行重点推荐防御性较好的伟星新材，基建投资有望边际改善，重点关注需求与供给共振的水泥板块，首推海螺水泥。

盈利是建材行情关键变量，关注建材板块季节性

估值拆分来看，建材三波大涨行情更多受到盈利因子（建材行业公司盈利水平）影响；经济周期来看，一级分类下建材 A 股在扩张期表现最好，滞胀期表现最差，当前时点建材 A 股位于滞胀期尾端，我们认为经济周期或将进入衰退期，由于衰退期建材表现一定程度上会好于滞胀期，故我们认为建材股价有望小幅提升。二级分类下水泥、玻璃在扩张期取得较好的市场表现，而其他建材（通常包含陶瓷、耐火材料、家装建材等）在复苏期时期表现最佳；季节来看，自 2002 年以来 Q3 在同一年中相对收益排名第 1 的有 7 次，占比 43.75%，近 5 年以来建材行业 Q4 收益显著高于其他三个季度。

基于基建和房建的投资时钟，建材行业表征顺周期属性

利用基建和房地产投资来测度下游需求变化，投资增速上行/下行，建材股价表现出较强的顺周期属性，上行周期水泥进攻性较强，下行周期消费建材防御性较强。14 年之后行业格局变化成为重要变量；水泥受到供给侧改革影响，消费建材则受到行业集中度提升的影响，上行周期水泥股和消费建材股进攻性更强，下行周期水泥股和消费建材股股价也有一定韧性。

伟星新材复盘：消费建材标杆养成记

伟星新材在塑料管道行业首创“产品+服务”的商业模式，逐步确立高端品牌定位。在公司现有商业模式准备期，公司坚守产品质量，探索商业模式；在 2012 年首创“星管家”服务后，公司进入导入期，公司着力品牌宣传，搭建服务团队；在扩张期，公司毛利率进入稳定阶段，“星管家”服务快速复制；进入成熟期之后，公司的商业模式成熟，华中、西北等薄弱市场也逐步发力，同时公司有余力探索防水涂料、房建工程等新业务。

管中窥豹：优质消费建材公司的正确打开方式

以伟星新材为例，优质消费建材公司应具备以下特征：1) 公司业务应具备较高壁垒，这种壁垒可能来源于产品质量、服务以及品牌宣传；2) 公司产品享受溢价（定价高、毛利率高），从而可以支撑较高的生产、服务以及广告成本；3) 产业链话语权缔造“现金奶牛”，对上游拥有议价权以降低生产成本（这一点伟星新材表现一般），对下游则拥有较高定价权，同时保证回款情况优良。

风险提示：宏观经济、商品房销售下滑超预期、原材料涨价超预期等。

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)			
				2017	2018	2019	2020	2017	2018	2019	2020
002372.SZ	伟星新材	16.52	买入	0.82	0.94	1.17	1.42	20.15	17.57	14.12	11.63
600585.SH	海螺水泥	36.66	买入	2.99	4.53	4.72	4.91	12.26	8.09	7.77	7.47

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

研究框架.....	5
整体复盘：基于相对估值法下的估值盈利分析.....	6
三波主要的建材行情：盈利和估值贡献拆解.....	6
第一、二波行情：投资驱动繁荣，股价接力上涨.....	7
第三波行情：无风险利率下降，风险偏好推动股价繁荣.....	9
板块复盘：经济周期+季节轮动.....	12
经济周期背景下的板块轮动.....	12
季节轮动：Q3 市场表现最佳，近五年 Q4 收益最高.....	13
公司复盘：基于基建和房建投资时钟，建材行业表征顺周期属性.....	15
投资增速上行周期.....	15
基础设施建设增速上行周期.....	15
房地产投资增速上行周期.....	16
规律发现：消费建材景气上行，水泥股领跑周期行情.....	17
投资增速下行周期.....	17
基础设施建设增速下行周期.....	17
房地产投资增速下行周期.....	19
规律发现：下行周期建材股整体承压，行业格局是重要变量.....	20
伟星新材复盘：消费建材标杆养成记.....	23
准备期：零售为先，初步搭建营销网络.....	23
导入期：首创“星管家”，树立服务典范.....	25
扩张期：质变飞跃，家装 PPR 管材高发展.....	28
成熟期：“零售+工程”双轮驱动，加快新品布局.....	30
管中窥豹：优质消费建材公司的正确打开方式.....	33
商业模式高壁垒：产品、服务和品牌.....	33
高毛利率不只是结果，也是高品质服务的坚实基础.....	34
产业话语权缔造“现金奶牛”.....	36
风险提示.....	37

图表目录

图表 1: 2002/02-2018/08 建材（申万）指数与沪深 300 指数相关系数 0.89.....	6
图表 2: 2002/02-2018/08 申万建材指数和沪深 300 指数三波行情涨跌情况.....	6
图表 3: 估值和盈利共同撬动股价.....	7
图表 4: 建材三波大涨期间股价倍数拆分一览.....	7
图表 5: 2005.03-2011.09 我国 GDP 大部分季度保持 10% 以上增长.....	8
图表 6: 2006-2012 年固定资产投资快速增长.....	8
图表 7: 2005/02-2007/12 房地产开发额占固定资产投资完成额比重.....	8
图表 8: 2005.04-2012.04 房屋新开工面积及同比增速.....	9
图表 9: 2005.04-2012.04 房地产开发投资完成额增长迅速.....	9
图表 10: 2005.04-2011.10 房屋新开工、竣工、销售面积累计同比增速.....	9
图表 11: 2014.03-2015.06 无风险利率（10 年期国债收益率）处于下行趋势.....	10
图表 12: 上证综指 E/P 与上证综指移动平均盈利增速相关系数.....	10
图表 13: 行业 E/P 与盈利增速相关系数.....	11
图表 14: 经济周期判断指标.....	12
图表 15: 1999.04-2018.05 我国经济短周期划分.....	12
图表 16: 建材一级行业月均涨跌幅.....	12
图表 17: 建材二级行业不同经济阶段月均涨跌幅（%）.....	13
图表 18: 建材二级行业不同经济阶段相对于一级行业的超额收益情况（%）.....	13
图表 19: 建材二级细分行业涨跌幅.....	13
图表 20: 其他建材三级子行业涨跌幅.....	13
图表 21: 2002-2017 年建材分季度相对收益表现.....	14
图表 22: 建材行业近 5 年季度平均收益及其标准差.....	14
图表 23: 2002-2017 年分季度相对收益排序.....	14
图表 24: 2013-2017 年建材及其二级行业季度收益及其标准差（%）.....	14
图表 25: 2003.02-2018.06 基础设施建设投资额累计同比情况.....	15
图表 26: 基建增速上行周期建材股股价区间涨跌幅情况.....	15
图表 27: 2003.02-2018.06 房地产投资额累计同比情况.....	16
图表 28: 房地产投资增速上行周期建材股股价区间涨跌幅情况.....	16
图表 29: 2003.02-2018.06 基础设施建设投资额累计同比情况.....	17
图表 30: 基础设施建设投资下行周期建材股股价区间涨跌幅情况.....	18
图表 31: 2003.02-2018.06 房地产开发投资完成额累计同比情况.....	19
图表 32: 房地产投资累计同比下行周期建材股股价区间涨跌幅情况.....	20
图表 33: 2000-2017 年水泥产量及同比增速.....	21
图表 34: 伟星新材及沪深 300 行情复盘.....	23
图表 35: 2010-2011 年伟星新材销售费用.....	24
图表 36: 2010-2011 年主要管材上市公司销售费用率情况.....	24
图表 37: 2010-2011 年伟星新材销售费用拆解.....	24
图表 38: 独特扁平式营销网络渠道.....	25
图表 39: 伟星新材“星管家”三免一告知系统体检服务.....	25

图表 40:	2012-2013 年伟星新材销售费用.....	26
图表 41:	2012-2013 年主要管材上市公司销售费用率情况.....	26
图表 42:	2012-2013 年伟星新材销售费用拆解.....	26
图表 43:	伟星新材打造知行合一的学习型团队.....	27
图表 44:	优质国家级演员增强消费者品牌认同感.....	27
图表 45:	2010.03-2013.12 伟星及沪深 300 累计收益率.....	28
图表 46:	2010.03-2013.12 伟星新材 PE 情况.....	28
图表 47:	2014-2016 年伟星新材销售费用.....	28
图表 48:	2014-2016 年主要管材上市公司销售费用率情况.....	28
图表 49:	2014-2016 年伟星新材销售费用拆解.....	29
图表 50:	2014-2016 年 PPR 管材业务营业收入及同比增速.....	29
图表 51:	2014-2016 年 PPR 管材营收占比及毛利率情况.....	29
图表 52:	2014-2016 年各区域营收占比情况.....	30
图表 53:	2014.01-2016.12 伟星及沪深 300 累计收益率.....	30
图表 54:	2014.01-2016.12 伟星新材 PE 情况.....	30
图表 55:	2015 年之后主要家装管材公司纷纷推出个性化售后服务.....	31
图表 56:	2017 年伟星销售费用构成.....	31
图表 57:	伟星新材 2017 年销售费用构成同比 2016 年增速.....	31
图表 58:	伟星新材家装防水产品“咖乐”系列.....	32
图表 59:	2017.01-2018.07 伟星及沪深 300 累计收益率.....	32
图表 60:	2017.01-2018.07 伟星新材 PE 情况.....	32
图表 61:	伟星新材家装 PPR 管材品种.....	33
图表 62:	2010-2017 年伟星主要产品毛利率.....	34
图表 63:	2010-2017 年主要塑料管道上市企业销售毛利率对比.....	34
图表 64:	2010-2017 年公司销售净利率情况.....	35
图表 65:	2010-2017 年伟星新材期间费用率情况.....	35
图表 66:	2010-2017 年主要塑料管道上市企业销售费用率对比.....	35
图表 67:	2010-2017 年主要塑料管道上市企业管理费用率对比.....	35
图表 68:	2010-2017 年主要塑料管道上市企业财务费用率对比.....	35
图表 69:	2010-2017 年伟星应收账款周转天数.....	36
图表 70:	2010-2017 年经营性现金净流量.....	36

研究框架

通常建材行业主要分为三大板块：水泥（早周期）、玻璃（后周期）、其他建材（消费属性），本文主要选取 2002/02-2018/08 时间段，由面到点，从整体、板块和个股三重维度进行建材行情复盘。

整体复盘我们采用的是相对估值法下的盈利和估值拆分，在建材三波大涨的行情中，我们将期间股价倍数拆分为盈利倍数和估值倍数，旨在分析是行业盈利情况还是估值情况对建材的股价起到推动作用。盈利倍数中我们考虑经济增长、政策等宏观因素，估值倍数中我们考虑利率、风险溢价以及对未来盈利增速预期的改善对估值的影响。我们发现在第一、二波行情中，盈利倍数起着主导作用，第三波行情时逢 A 股“牛市”，估值倍数主导整波行情。

板块复盘我们沿用华泰建筑团队《再谈建筑研究方法论：盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》中对经济周期的划分方法，根据美林时钟模型将经济周期划分为复苏，扩张，滞胀，衰退四个阶段，发现建材行业在扩张和复苏阶段的表现要优于滞胀和衰退阶段表现。同时按照季节划分，研究 Q1-Q4 不同季度下建材板块的表现和收益情况，发现 Q3 的相对收益自 2009 年开始得到显著提升，2009-2017 年 Q3 平均相对收益为 3.42%，高于 2002-2007 年的 -3.65%，同时近 5 年 Q4 的平均相对收益较好。

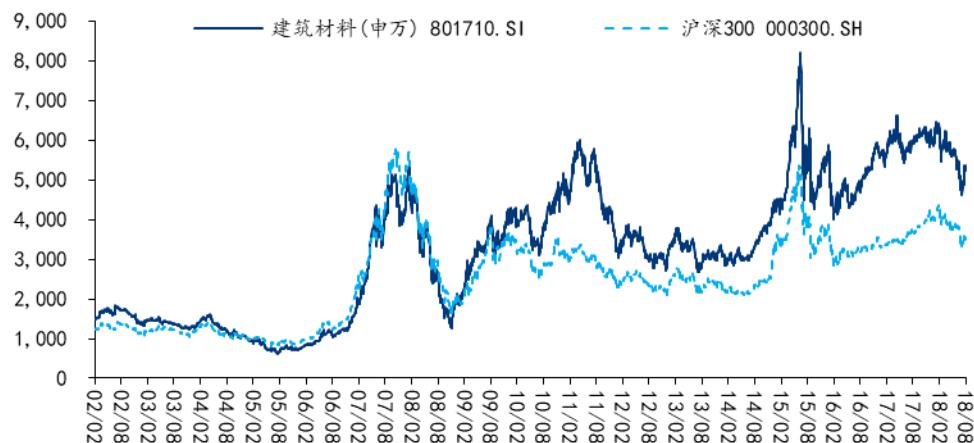
公司复盘我们利用指标因素房地产投资和基础设施建设投资来测度投资增速环境（两者对建材行情影响较大），上行周期中我们发现消费建材受益于地产行业快速发展，整体呈现景气上行趋势，水泥股领跑周期行情；下行周期中，建材股整体受到一定压力，自 14 年之后行业格局成为影响建材股价的重要因素，水泥受到供给侧改革影响，自 2016 年以来的一轮周期表现和以往不同，行情由供给端主导，产能的收缩对股价的抬升具有一定程度的影响，而消费建材股在消费升级的影响下，行业集中度提升的逻辑长期存在，作为消费建材行业龙头的公司更为受益。

除了运用数学和统计学的方法对建材行情复盘之外，我们还复盘了消费建材龙头企业伟星新材在企业准备期、导入期、扩张期和成熟期的经营情况和股价表现，总结出优质企业伟星新材身上所具有的特性，从而能够供投资者参考，投资选股时能提供一些借鉴意义。

整体复盘：基于相对估值法下的估值盈利分析

我们通过比较 2002 年 2 月以来的申万建材指数与沪深 300 指数,发现二者走势基本一致,通过测算得出两者的相关系数高达 0.89。而沪深 300 作为中国宏观经济的“晴雨表”,大致可以反应出经济形势,故我们认为建材行情的走势受投资、利率、政策等宏观因素的影响较大,与经济周期的联系较为紧密,具有较强的顺周期趋势。

图表1: 2002/02-2018/08 建材(申万)指数与沪深 300 指数相关系数 0.89



注: 2018/08 指代截止 2018 年 8 月 3 日数据

资料来源: Wind、华泰证券研究所

同时从上图中我们发现,在 2002/02-2018/08 时间段内建材指数有三波上涨趋势,其中(1) 2007/3-2008/1 申万建材指数和沪深 300 较为接近,从 2440.79 点上涨至 5375.66 点,涨幅达到 120.24%;(2) 2008/12-2011/7 申万建材指数跑赢沪深 300,申万建材指数从 1832.80 点上涨至 5790.14 点,涨幅达到 216.00%,而同期沪深 300 从 1862.10 点上涨至 3128.89 点,涨幅只有 68.03%;(3) 2014/4-2015/6 申万建材指数再次跑赢沪深 300,申万建材指数从 3306.93 点上涨至 8214.93 点,涨幅达到 148.42%,同期沪深 300 从 2273.76 点上涨到 5335.12 点,涨幅为 134.64%。

图表2: 2002/02-2018/08 申万建材指数和沪深 300 指数三波行情涨跌情况

时间	建材(申万)	建材期间涨跌幅(%)	沪深 300	沪深 300 期间涨跌幅(%)
2007-03-13	2440.79		2640.17	
2008-01-15	5375.66	120.24	5696.45	115.76
2008-12-26	1832.30	-65.91	1862.10	-67.31
2011-07-15	5790.14	216.00	3128.89	68.03
2014-04-10	3306.93	-42.89	2273.76	-27.33
2015-06-12	8214.93	148.42	5335.12	134.64

资料来源: Wind、华泰证券研究所

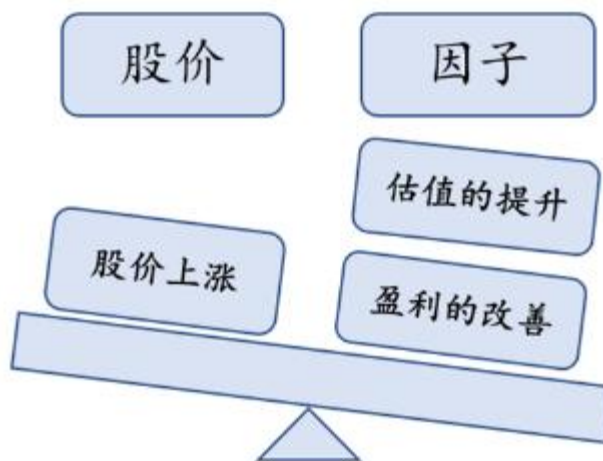
三波主要的建材行情：盈利和估值贡献拆解

如前文提到在 2002/02-2018/08 时间内,建材指数主要有三波比较明显的板块性行情。而股票价格的上涨,在我们采用相对估值法(P/E)的条件下,把 P 分解成 PE(估值提升)和 EPS(盈利改善)。

此处我们引入期间股价倍数概念,我们将时间区间 PE 的末值除以时间区间的初值,得到在这段区间内的估值提升倍数;用时间区间股价的末值除以初值得到此段时间区间内股价增长的倍数,同时按照 P/E 公式将期间股价倍数拆分为估值倍数(通常我们用 P/E 整体代

表估值)和盈利倍数的乘积,其中估值/盈利贡献比大于1,表明估值提升对股价的贡献度要大于盈利;相反,若估值/盈利贡献比小于1,表明估值提升对股价的贡献度要小于盈利。以此来研究在每一段时间区间内是何种因素拉动股价的提升。则分母端的盈利用盈利倍数来衡量,即公司的每股税后利润情况;分子端的估值用估值倍数来衡量,即为 PE。

图表3: 估值和盈利共同撬动股价



资料来源: 华泰证券研究所

在建材主要的三波行情中,第一波、第二波行情股价的上涨主要是由盈利驱动的,其中第二波行情盈利提升达184%,估值提升11%,估值/盈利贡献比为0.39倍;第三波行情股价的上涨则是由估值驱动,其中估值提升178%,盈利下降11%,估值/盈利贡献比为3.12。

图表4: 建材三波大涨期间股价倍数拆分一览

日期	收盘价	市盈率 PE(TTM)	期间股价倍数	估值倍数	盈利倍数	估值/盈利贡献比
2007-03-16	2416.69	64.66				
2008-01-15	5375.66	85.10	2.22	1.32	1.69	0.78
2008-12-26	1832.30	26.08	0.34	0.31	1.11	0.28
2011-07-15	5790.14	29.03	3.16	1.11	2.84	0.39
2014-04-10	3306.93	18.21	0.57	0.63	0.91	0.69
2015-06-12	8214.93	50.69	2.48	2.78	0.89	3.12

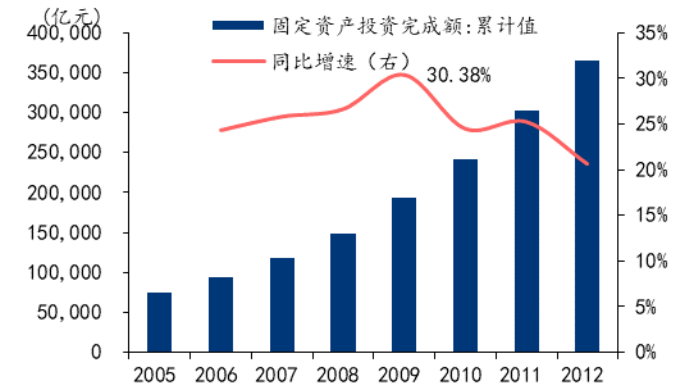
资料来源: Wind、华泰证券研究所

第一、二波行情: 投资驱动繁荣, 股价接力上涨

固定资产投资高速增长, 房地产作为主力贡献增速。2007-2011年(除2008年受经济危机影响外)我国GDP大部分季度保持在10%以上高速增长水平,固定资产投资维持同比20%高速增长。这一阶段GDP的增长更多的来自固定资产投资的快速增长,如2007年固定资产投资总额为11.7万亿元,同比增长25.81%。2008-2010年4万亿经济刺激下固定资产投资同比分别+26.62%、+30.38%、+24.50%。

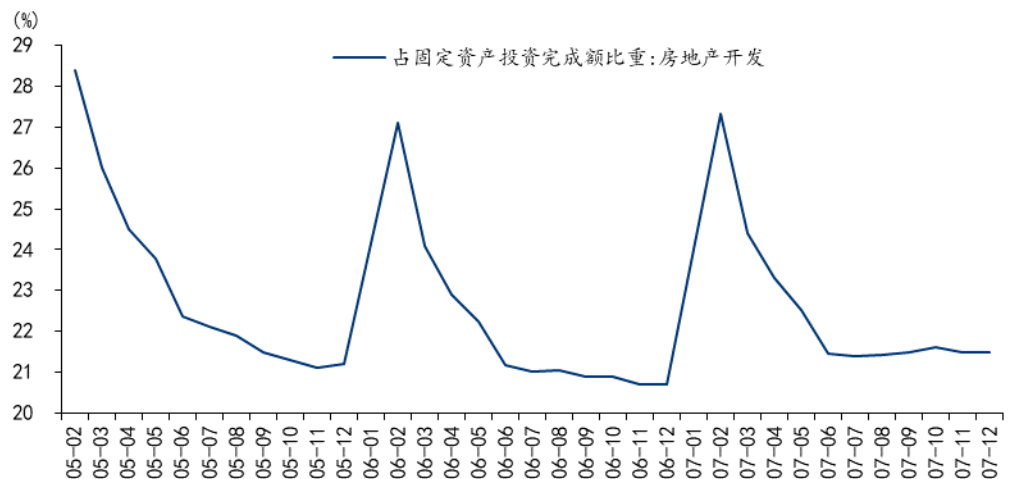
图表 5: 2005.03-2011.09 我国 GDP 大部分季度保持 10% 以上增长

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 6: 2006-2012 年固定资产投资快速增长

资料来源: Wind、华泰证券研究所

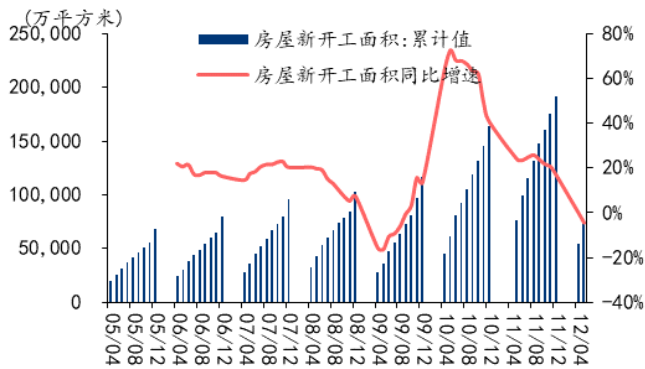
在 2005-2007 年的第一、第二波行情上涨中，房地产开发额占比固定资产投资额均超过 20%，房地产行业对固定资产投资完成额增加的贡献力量较大。同时建材行业与房地产行业密切相关，根据地产产业建材涉及顺序，水泥、玻璃、防水、家装建材等多种建筑材料贯穿于房屋建设之中，故一定程度上带动建材股行情走高。

图表 7: 2005/02-2007/12 房地产开发额占固定资产投资完成额比重

资料来源: Wind、华泰证券研究所

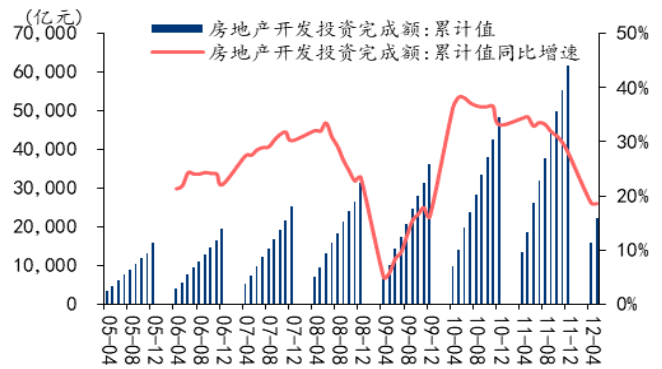
地产新开工面积及开发投资完成额的增长助力建材行情的走高。在前两波行情大涨的过程中，房屋新开工面积由 2005 年 68064.44 万平方米增长到 2011 年 191236.87 万平方米，复合增长率 15.81%，房地产开发投资完成额由 2005 年 15909.20 亿元增长到 2011 年 61796.90 亿元，复合增长率 125.38%。

图表 8: 2005.04-2012.04 房屋新开工面积及同比增速



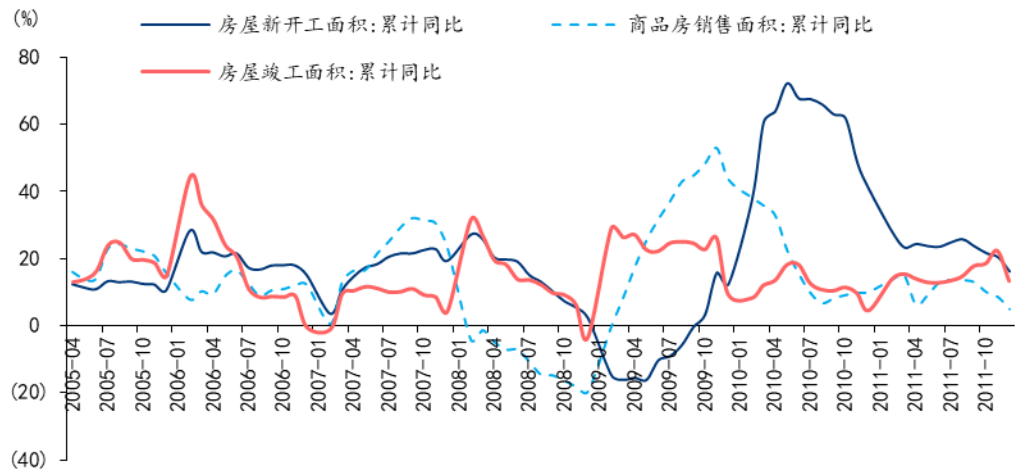
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 9: 2005.04-2012.04 房地产开发投资完成额增长迅速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 10: 2005.04-2011.10 房屋新开工、竣工、销售面积累计同比增速



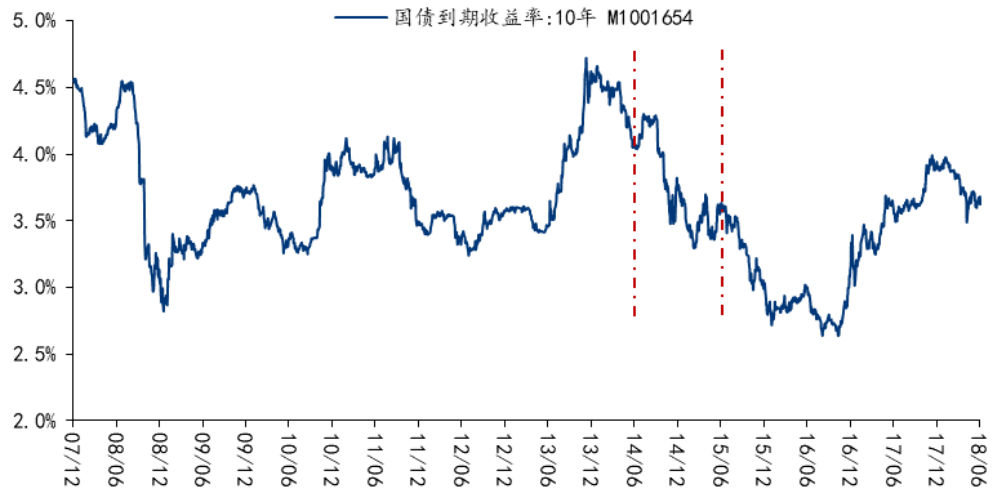
资料来源: Wind、华泰证券研究所

第三波行情: 无风险利率下降, 风险偏好推动股价繁荣

如上所述, 2014-2015 年建材股指数上涨的主要原因是估值的提升, 而估值提升的主要原因可能来自三个: (1) 无风险利率的下降; (2) 风险偏好的提升, 对应风险溢价的下行; (3) 对未来盈利增速预期的改善。

无风险利率下降, 股票价格上升。我们采用 10 年期国债利率作为无风险收益率, 由于采用的是相对估值法, 根据 CAPM 和不变增长模型, 无风险利率与市场指数存在对应关系, 无风险收益率 (Rf) 会对股票收益率产生影响。无风险收益率下降, 股票的期望收益率下降, 反应到股票上股票价格会上升, 进而 P/E 估值也会上升。同样, 根据股利贴现不变增长模型, 无风险利率作为贴现率下降, 股票价格上升。

图表11: 2014.03-2015.06 无风险利率(10 年期国债收益率)处于下行趋势



资料来源: Wind、华泰证券研究所

A 股牛市行情, 风险偏好提升, 驱动股价上涨。从同期沪深 300 的强劲走势来看, 牛市氛围较浓, 投资者对股市整体持乐观态度, 对应风险偏好上行、风险溢价下行, 这可能是驱动建材在此期间上涨的另一重要因素。

此外, 未来盈利预期增速的改善可能也会对股价造成影响, 未来企业盈利预期增速乐观, 提升股票估值。根据 CAPM 和不变增长模型的变换公式, 估值倒数 (E/P) 和盈利增速 (g) 有较强负相关关系。我们选取时间段为 2006 年 1 月 4 日至 2017 年 12 月 31 日的相关数据, 定义盈利增速为某一时点前推 m 个季度、后推 n 个季度的移动平均, 用 $(-mQ, nQ)$ 表示。下面图表中第一列表示前推的时间长度 $(-mQ)$, 第一行表示后推的时间长度 (nQ) 。从下面图表的计算结果来看, $(-0Q, 11Q)$, 也即从某一时点后推 11 个季度对应的移动平均业绩增速与 E/P 的相关系数绝对值最大 (相关系数此时为 -0.94)。

图表12: 上证综指 E/P 与上证综指移动平均盈利增速相关系数

时间区间	0Q	1Q	2Q	3Q	4Q	5Q	6Q	7Q	8Q	9Q	10Q	11Q	12Q	13Q	14Q
-0Q	-0.08	-0.10	-0.15	-0.24	-0.35	-0.48	-0.59	-0.71	-0.82	-0.90	-0.93	-0.94	-0.92	-0.90	-0.88
-1Q	-0.07	-0.08	-0.11	-0.18	-0.30	-0.44	-0.58	-0.71	-0.83	-0.90	-0.92	-0.91	-0.88	-0.85	-0.82
-2Q	-0.09	-0.08	-0.10	-0.17	-0.28	-0.44	-0.60	-0.74	-0.85	-0.89	-0.88	-0.85	-0.81	-0.78	-0.75
-3Q	-0.11	-0.10	-0.12	-0.17	-0.29	-0.47	-0.65	-0.79	-0.86	-0.85	-0.81	-0.78	-0.74	-0.71	-0.70
-4Q	-0.15	-0.14	-0.15	-0.20	-0.34	-0.54	-0.72	-0.82	-0.84	-0.80	-0.76	-0.73	-0.70	-0.67	-0.66
-5Q	-0.18	-0.17	-0.19	-0.25	-0.40	-0.62	-0.79	-0.84	-0.83	-0.78	-0.74	-0.71	-0.68	-0.66	-0.65
-6Q	-0.23	-0.22	-0.32	-0.31	-0.48	-0.70	-0.84	-0.85	-0.82	-0.77	-0.73	-0.70	-0.68	-0.67	-0.66

资料来源: Wind、华泰证券研究所

建材行业未来 8 个季度的盈利增速对估值可能也有一定影响。而由于各个行业业绩波动的幅度有所区别, 各个行业盈利预期增速由多长时间的盈利增速决定也会有所区别。同样我们采用 2006 年-2017 年的行业 E/P 数据进行回归分析, 从而推断未来 16 个季度盈利增速对估值的影响, 根据回归分析就建材行业而言, 未来 8 个季度的盈利增速对估值可能有一定影响。

图表 13: 行业 E/P 与盈利增速相关系数

后推季度数量	1Q	2Q	3Q	4Q	5Q	6Q	7Q	8Q	9Q	10Q	11Q	12Q	13Q	14Q	15Q	16Q
石油石化	-0.57	-0.58	-0.56	-0.50	-0.44	-0.42	-0.46	-0.63	-0.75	-0.81	-0.81	-0.80	-0.79	-0.79	-0.79	-0.80
煤炭	-0.61	-0.69	-0.74	-0.75	-0.73	-0.69	-0.67	-0.66	-0.66	-0.68	-0.71	-0.74	-0.76	-0.77	-0.77	-0.76
有色金属	0.02	0.04	0.03	0.00	-0.29	-0.41	-0.46	-0.50	-0.51	-0.52	-0.51	-0.45	-0.37	-0.26	-0.20	-0.19
电力及公用事业	0.00	-0.08	-0.08	-0.11	-0.12	-0.11	-0.08	-0.02	0.03	0.08	0.10	0.11	0.08	0.01	-0.08	-0.20
钢铁	0.05	0.01	0.00	0.02	0.01	-0.01	-0.41	-0.43	-0.39	-0.18	0.10	0.23	0.00	0.01	0.00	0.02
基础化工	0.03	0.02	0.01	-0.01	-0.41	-0.54	-0.60	-0.65	-0.68	-0.68	-0.61	-0.44	-0.27	-0.17	-0.20	-0.29
建筑	-0.40	-0.54	-0.64	-0.73	-0.79	-0.80	-0.80	-0.81	-0.85	-0.88	-0.88	-0.87	-0.86	-0.84	-0.83	-0.84
建材	-0.47	-0.55	-0.61	-0.67	-0.71	-0.74	-0.75	-0.75	-0.74	-0.73	-0.69	-0.64	-0.60	-0.59	-0.61	-0.67
轻工制造	0.09	-0.11	-0.34	-0.52	-0.62	-0.64	-0.59	-0.49	-0.37	-0.22	-0.09	-0.05	-0.12	-0.23	-0.34	-0.42
机械	-0.29	-0.42	-0.54	-0.64	-0.69	-0.70	-0.66	-0.58	-0.48	-0.37	-0.29	-0.25	-0.24	-0.26	-0.31	-0.37
电力设备	0.02	-0.11	-0.25	-0.38	-0.45	-0.47	-0.46	-0.43	-0.39	-0.37	-0.33	-0.30	-0.28	-0.27	-0.30	-0.33
汽车	-0.14	-0.29	-0.45	-0.61	-0.71	-0.75	-0.71	-0.57	-0.42	-0.33	-0.36	-0.47	-0.59	-0.68	-0.70	-0.69
房地产	-0.42	-0.55	-0.67	-0.76	-0.81	-0.81	-0.78	-0.77	-0.79	-0.84	-0.87	-0.89	-0.89	-0.87	-0.84	-0.82
交通运输	-0.01	-0.02	0.00	0.00	-0.30	-0.53	-0.65	-0.66	-0.59	-0.43	-0.22	-0.08	-0.11	-0.25	-0.39	-0.49
电子元器件	0.03	0.01	0.02	0.02	-0.03	-0.08	-0.01	-0.07	-0.74	-0.61	-0.39	-0.25	-0.27	-0.37	-0.42	-0.46
通信	0.05	-0.01	-0.05	-0.09	-0.21	-0.33	-0.44	-0.49	-0.50	-0.48	-0.45	-0.43	-0.45	-0.51	-0.57	-0.62
计算机	0.13	0.05	0.03	0.02	0.03	0.06	-0.08	-0.74	-0.77	-0.77	-0.76	-0.73	-0.70	-0.67	-0.64	-0.61
综合	-0.01	0.13	0.02	0.04	0.04	0.03	0.03	0.04	0.02	0.03	0.02	0.02	0.04	0.04	-0.03	0.01

注：底纹数据为该行业未来 16 个季度数据中行业盈利增速对行业影响最大的季度数据

资料来源：Wind、华泰证券研究所

在上面相关性的计算中，发现估值（倒数）与盈利增速的历史数据相关性较低，这跟有效市场理论不谋而合；并且建材行业未来 8 个季度的盈利增速与估值（倒数）的相关性最强，一定程度上可以体现出对未来盈利增速预期的改善对股价可能也会有一定程度影响。

板块复盘：经济周期+季节轮动

经济周期背景下的板块轮动

我们采用华泰建筑团队《再谈建筑研究方法论：盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》的研究方法，按照经济增长趋势和通货膨胀趋势，根据美林时钟模型将经济周期划分为复苏，扩张，滞胀，衰退四个阶段，发现建材行业在复苏和滞胀阶段的表现要优于扩张和衰退阶段表现。同时按照《再谈建筑研究方法论：盈虚有时，三重维度复盘建筑轮动》中对我国经济周期与股票市场行业轮动效应进行分析，构建建材 A 股的投资时钟，并重点分析建筑材料行业三个二级子板块（水泥、玻璃、其他建材）的轮动效应。

投资时钟模型最关键的是对经济周期的划分。我们以可跟踪性较好、月度发布的宏观经济 Wind 一致景气指数和 CPI 当月同比作为主要判断指标，结合工业增加值（VAI）累计同比作为辅助变量，对 1999.04-2018.06 的经济运行进行周期划分。

图表 14：经济周期判断指标

经济阶段	宏观经济一致指数	CPI 当月同比	VAI 累计同比	库存周期
复苏（复苏）	↑	↓	↑	被动去库存
扩张（繁荣）	↑	↑	↑	主动补库存
滞胀（收缩）	↓	↑	↓	被动补库存
衰退（萧条）	↓	↓	↓	主动去库存

资料来源：华泰证券研究所

整体而言，从 1999/04-2018/06 我们经历了较为完整的五轮经济短周期，周期区间在 3-4 年，我们认为目前我国正处于第六轮经济周期的滞胀尾端阶段。尽管今年上半年我国经济总体增长仍好于预期，根据国家统计局数据 2018 年上半年 GDP 增速 6.8%，但市场预期在中美贸易摩擦、地产货币化棚改等因素影响下，我们认为今年下半年经济增长将承受较大压力。

图表 15：1999.04-2018.05 我国经济短周期划分

	1999-2001	2002-2004	2005-2008	2009-2012	2012-2015	2016-2018
复苏(复苏)	1999.04-1999.05	2002.02-2002.06	2005.03-2006.11	2009.03-2009.07	2012.08-2012.10	2016.03-2016.08
扩张(繁荣)	1999.06-2000.08	2002.07-2004.03	2006.12-2007.12	2009.08-2010.02	2012.11-2013.09	2016.09-2017.03
滞胀(收缩)	2000.09-2001.02	2004.04-2004.09	2008.01-2008.04	2010.03-2011.07		2017.04-2018.06
衰退(萧条)	2001.03-2002.01	2004.10-2005.02	2008.05-2009.02	2011.08-2012.07	2013.10-2016.02	
周期长度(月)	34	37	48	41	43	33

资料来源：华泰证券研究所

从一级行业的板块轮动来看，建材 A 股在扩张期表现最好，滞胀期表现最差，当前时点建材 A 股位于滞胀期尾端。建材 A 股在不同经济周期的平均月收益依次为扩张（5.46%）> 复苏（4.54%）> 衰退（-1.56%）> 滞胀（-2.66%）。扩张和复苏时期，基础设施、地产投资发展较快，对整体建材市场表现有较好的推动作用。但在滞胀期内，由于高通胀、紧信用等因素的存在，二级市场的表现最差，而衰退期虽然经济整体下行，但由于信用紧张预期和高通胀的缓解，二级市场表现往往好于滞胀时期。

图表 16：建材一级行业月均涨跌幅

	复苏期	扩张期	滞胀期	衰退期
最大值	7.01%	6.28%	0.12%	-0.63%
最小值	2.91%	1.94%	-3.23%	-1.85%
平均值	4.65%	4.36%	-2.34%	-1.30%
标准差	0.88%	0.86%	0.74%	0.36%
建筑材料	4.54%	5.46%	-2.66%	-1.56%
建筑材料排名	16	3	18	18

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们按照 SW 二级分类将建材行业分为水泥、玻璃和其他建材三个子板块。结果表明水泥、玻璃具有较为明显的周期性，在经济扩张期水泥和玻璃在固定资产投资、基础设施建设的推动下取得较好的市场表现，而其他建材（通常包含陶瓷、耐火材料、家装建材等）呈现出较弱的周期性，在经济复苏期市场表现最佳，而在经济衰退期相对于一级建筑材料行业也取得一定的超额收益。

图表 17: 建材二级行业不同经济阶段月均涨跌幅 (%)

	复苏期	扩张期	滞涨期	衰退期
水泥	2.39	5.73	-2.56	-2.32
玻璃	3.10	5.06	-2.30	-1.92
其他建材	5.46	3.41	-3.15	-0.84

资料来源: Wind、华泰证券研究所

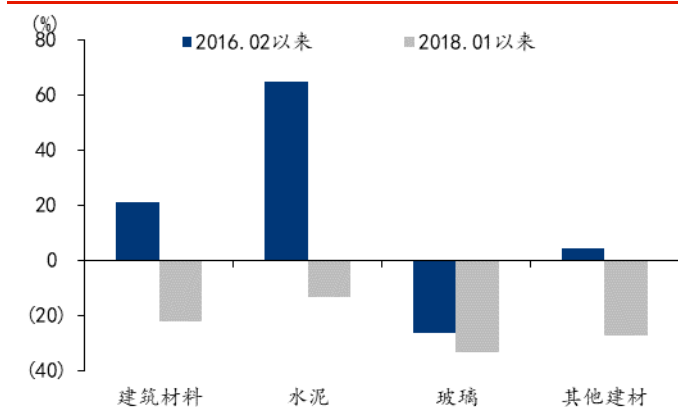
图表 18: 建材二级行业不同经济阶段相对于一级行业的超额收益情况 (%)

	复苏期	扩张期	滞涨期	衰退期
水泥	-2.16	0.27	0.11	-0.75
玻璃	-1.45	-0.40	0.36	-0.35
其他建材	0.92	-2.05	-0.49	0.72

资料来源: Wind、华泰证券研究所

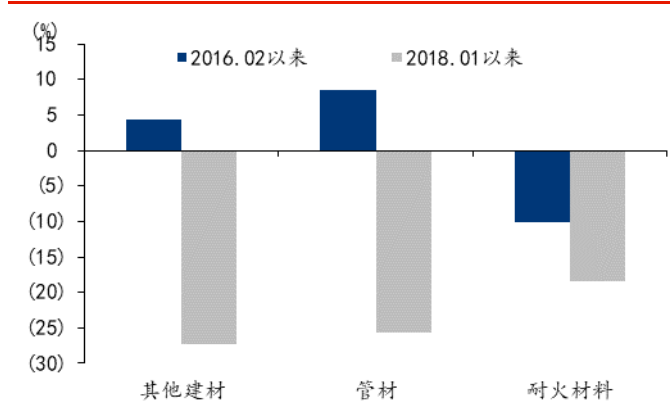
截至 2018 年 6 月 30 日，2016 年 2 月以来的第六轮经济周期中，建材板块实现 20.99% 的绝对收益率（起始时间点为 2016 年 2 月 1 日），而其中二级子板块中水泥表现出色，实现绝对收益率 64.92% 和相对收益率 43.93%。从 2018 年初以来，水泥超额收益同样最高，达到 8.63%。而在三级细分行业中，管材行业表现好于耐火材料行业，2016 年 2 月以来，管材取得绝对收益率 8.44% 和相对收益率 1.55%，耐火材料取得相对收益率 8.82%

图表 19: 建材二级细分行业涨跌幅



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 20: 其他建材三级子行业涨跌幅

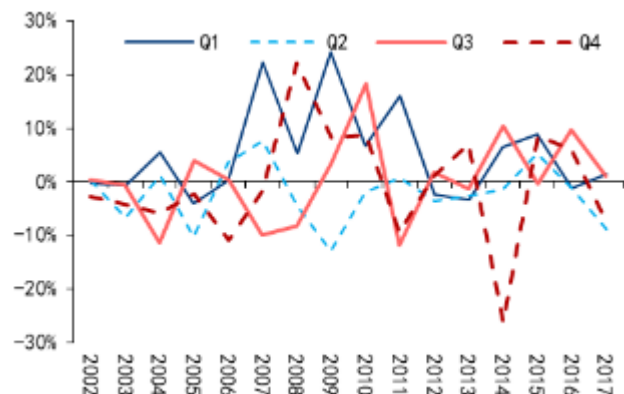


资料来源: Wind、华泰证券研究所

季节轮动: Q3 市场表现最佳, 近五年 Q4 收益最高

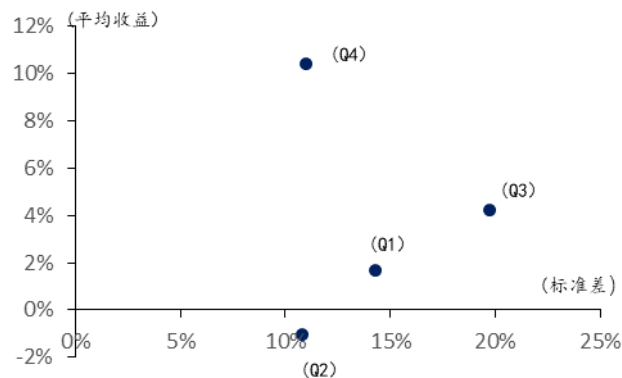
由于建材行业存在较强的周期性，在前文经济周期的划分基础之上我们基于季节进行拆分，以 2002-2017 年共计 16 年完整的历史数据为基础，统计了建材板块相对沪深 300 的分季度收益情况。Q3 的相对收益自 2009 年开始得到显著提升，2009-2017 年 Q3 平均相对收益为 3.42%，高于 2002-2007 年的 -3.65%。我们认为与 2009 年“四万亿”计划有关，在“四万亿”计划的刺激下，与经济周期密切相关的水泥、玻璃行业快速发展。

图表 21: 2002-2017 年建材分季度相对收益表现



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 22: 建材行业近 5 年季度平均收益及其标准差



资料来源: Wind、华泰证券研究所

从相对收益的排名情况来看, Q3 在同一年中相对收益排名第 1 的有 7 次, 占比 43.75%, 分别出现在 2002、2003、2005、2010、2012、2014 和 2016 年, 相对沪深 300 的超额收益分别达 0.37%、-0.61%、4.00%、18.19%、1.82%、10.40%和 9.58%; 排名第 2 的有 3 次, 占比 18.75%。相对而言, 建材板块 Q3 相对收益在一年四个季度中排名前二的频率为 62.5%, 即建材板块在 Q3 超额收益相对较好。

图表 23: 2002-2017 年分季度相对收益排序

	排名第 1	排名第 2	排名第 3	排名第 4	合计
Q1 获得次数	6	3	5	2	16
Q2 获得次数	1	4	5	6	16
Q3 获得次数	7	3	1	5	16
Q4 获得次数	2	6	5	3	16

资料来源: Wind、华泰证券研究所

从近 5 年的季度表现看, 建材行业 Q4 平均收益显著高于其他三个季度, Q1 与 Q3 收益与标准差相当, Q2 表现最差。从建材二级行业季度行情来看, Q1 其他建材收益率较高且标准差相对较低, Q4 水泥收益率较高且标准差相对较低, 均具有一定投资机会。

图表 24: 2013-2017 年建材及其二级行业季度收益及其标准差 (%)

季度收益(标准差)	Q1	Q2	Q3	Q4
建筑材料	1.67(14.26)	-1.06(10.79)	4.23(19.75)	10.41(11.01)
水泥	1.6(12.39)	-6.75(9.52)	3.21(21.07)	14.75(12.1)
玻璃	0.17(15.48)	3.12(17.53)	2.14(19.71)	8.55(18.97)
其他建材	3.7(18.77)	5.43(11.22)	6.98(20.49)	6.48(11.53)

资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司复盘：基于基建和房建投资时钟，建材行业表征顺周期属性

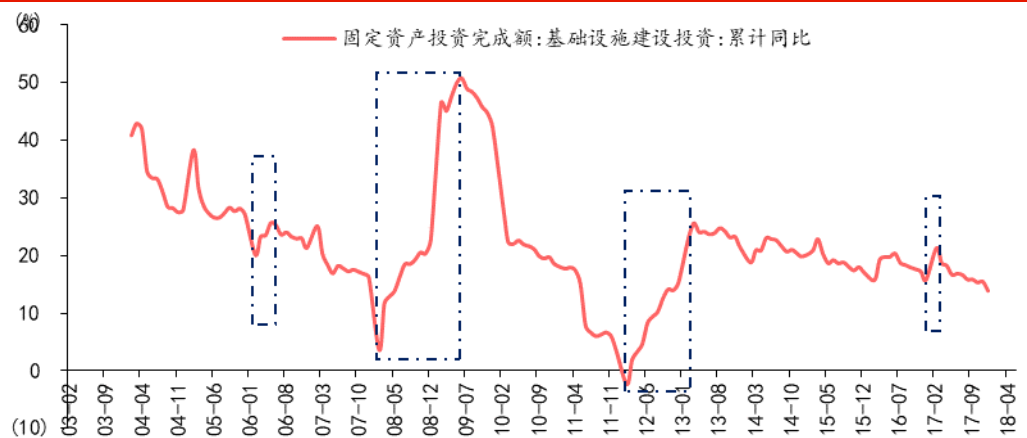
根据前文研究我们知道，建材行业最大的两个细分领域水泥和玻璃具有明显的强周期性，与基础设施建设投资、房地产投资等因素密切相关，而具有消费属性建材股受到房地产投资的影响更大。在前文经济周期和季节轮动与行情的关系之后，我们继续对投资增速上行和下行周期内个股表现分别进行复盘研究，来寻找出表现较好的建材股。

投资增速上行周期

基础设施建设增速上行周期

2003 年 2 月-2018 年 6 月期间基建增速上行一共有较为典型的四段时间段，时间段分别为 2006/02-2006/08、2008/02-2009/06、2012/02-2013/03 和 2016/11-2017/02。

图表 25： 2003.02-2018.06 基础设施建设投资额累计同比情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 26： 基建增速上行周期建材股股价区间涨跌幅情况

四波涨跌幅	南玻 A	中国巨石	北新建材	兔宝宝	鲁阳节能	塔牌集团	东方雨虹	伟星新材	蒙娜丽莎	凯伦股份	海螺水泥	华新水泥	旗滨集团
2006/2/6-2006/8/31	93.69	34.99	17.25	17.14							64.91	22.61	
区间涨跌幅 (%)													
2008/2/1-2009/6/30	-13.32	-50.79	-1.62	-10.34	-31.39	-8.59	87.13				-37.66	-22.04	
区间涨跌幅 (%)													
2012/2/1-2013/3/29	-22.61	-8.00	58.28	35.83	-10.64	-23.00	25.76	4.23			0.29	-8.05	2.28
区间涨跌幅 (%)													
2016/11/1-2017/2/28	-1.94	-0.55	9.42	-6.09	-0.10	26.78	8.34	10.70			20.19	34.41	16.54
区间涨跌幅 (%)													

资料来源：Wind、华泰证券研究所

同样我们可以发现较为明显的规律，2012 年之前建材股与宏观经济具有较强的关联性。2006/02-2006/08 期间，基建投资增速上行，GDP 保持 12% 左右增速，建材股股价基本呈现上升趋势，玻璃、水泥个股领跑周期行情；2008/02-2009/06 期间，在“四万亿”计划的作用下，固投、基建增速上行明显，但由于产能释放并为企业带来业绩增速需要一定时间，故在“四万亿”计划初期，整体建材股股价受到金融危机的影响基本呈现下跌趋势。

2012/02-2013/03 期间，具有消费属性的建材股股价上涨表现不俗，北新建材、兔宝宝、东方雨虹、伟星新材股价涨幅分别为 58.28%、35.83%、25.76%、4.23%；2016/11-2017/02 期间，水泥领跑周期行情，华新水泥、塔牌集团、海螺水泥股价涨幅分别为 34.41%、26.78%、20.19%。

房地产投资增速上行周期

2003/02-2018/06 期间内房地产增速上行一共有较为典型的五段时间段，时间段分别为 2003/09-2004/02、2006/02-2008/06、2009/02-2010/06、2012/07-2013/02、2016/02-2017/04。

图表 27: 2003.02-2018.06 房地产投资额累计同比情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 28: 房地产投资增速上行周期建材股股价区间涨跌幅情况

六波涨跌幅	南玻 A	中国巨石	北新建材	兔宝宝	鲁阳节能	塔牌集团	东方雨虹	伟星新材	蒙娜丽莎	凯伦股份	海螺水泥	华新水泥	旗滨集团
2003/9/1-2004/2/27	9.42	3.81	-0.93								74.22	22.54	
区间涨跌幅 (%)													
2006/2/6-2008/6/30	272.82	449.29	106.08	43.13	5.05	-40.60					360.27	227.14	
区间涨跌幅 (%)													
2009/2/2-2010/6/30	43.43	-9.20	161.60	69.67	13.40	10.25	106.99	-34.29			13.91	-6.70	
区间涨跌幅 (%)													
2012/7/2-2013/2/28	-4.11	-7.22	43.66	30.99	1.08	-9.42	16.20	18.48			30.84	27.88	-6.65
区间涨跌幅 (%)													
2016/2/1-2017/4/28	-2.96	29.58	68.25	145.26	48.11	70.19	111.11	99.87			65.96	57.90	25.51
区间涨跌幅 (%)													

资料来源: Wind、华泰证券研究所

2003/09-2004/02 期间,水泥股领跑周期行情,海螺水泥、华新水泥股价涨幅分别为 74.22%、22.54%; 2006/02-2008/06 期间,在房地产投资增速上行区间内,建材股股价整体表现较好,其中海螺水泥区间股价涨幅 360.27%;中国巨石股价涨幅为 449.29%,除了受到房地产投资增速上行的影响之外,根据卓创资讯数据,玻纤纱的盈利高点出现在 2007-2008 年,平均吨净利超过 1000 元/吨,而 2008 年正是玻纤纱产能历史上集中释放的一年,新增产能达 100 万吨。

2009/02-2010/06 期间,消费建材股在房地产投资增速上行区间内进攻能力更强,北新建材、东方雨虹、兔宝宝股价涨幅分别为 161.60%、106.99%、67.67%; 2012/07-2013/02 期间,消费建材股北新建材、兔宝宝、伟星新材、东方雨虹股价涨幅分别为 43.66%、30.99%、18.48%、16.20%;水泥个股中海螺水泥、华新水泥股价涨幅分别为 30.84%、27.88%; 2016/02-2017/04 期间,消费建材股北新建材、伟星新材、兔宝宝、东方雨虹同样具有较好的股价表现,水泥股海螺水泥、塔牌集团、华新水泥领跑周期股行情。

规律发现：消费建材景气上行，水泥股领跑周期行情

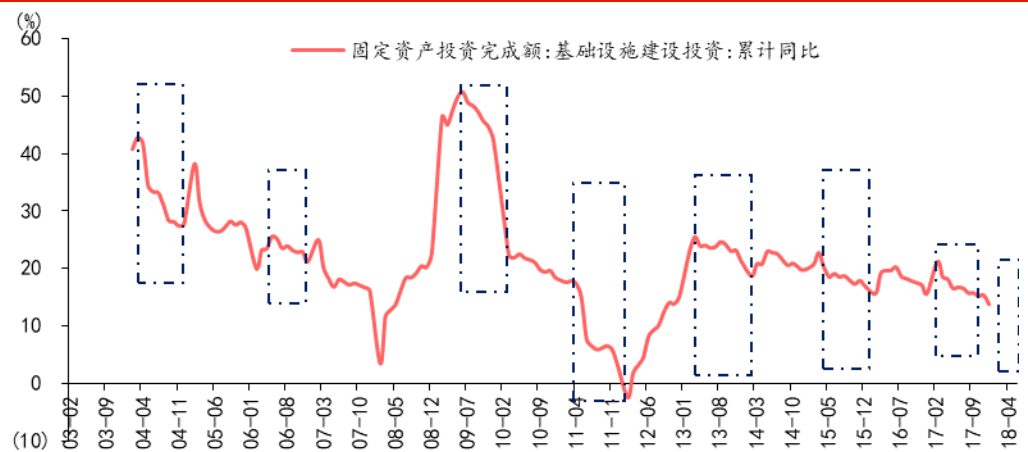
我们发现在投资增速上行周期，建材股股价与投资增速上行呈现更多的正相关性。基础设施建设投资增速上行周期，建材股股价整体表现较好。建材股股价大致符合房地产投资增速上行，拉动建材股股价走高的规律。受益于地产行业的快速发展，房地产投资增速上行催化消费建材股价的上涨，地产商通常会寻找行业龙头谋求合作，东方雨虹、兔宝宝和伟星新材分别属于消费建材细分防水、地板和管材行业龙头，股价提升明显；同时基建和房地产投资增速上行，带来水泥需求走旺，水泥股领跑周期行情。

投资增速下行周期

基础设施建设投资增速下行周期

2003年2月-2018年6月期间固投和基建增速同时下滑一共有较为典型的八段时间段，时间段分别为2004/03-2004/12、2006/06-2006/11、2009/06-2010/03、2011/05-2012/02、2013/02-2014/02、2015/03-2016/02、2017/04-2017/12和2018/02-2018/06。

图表29：2003.02-2018.06 基础设施建设投资完成额累计同比情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

在2003.02-2018.06八次基础设施建设投资完成额累计同比下滑阶段，我们追踪了主要13家建材标的公司。分行业来看，水泥和玻璃行业与经济周期相关性较大，在基础设施投资累计同比下降的阶段，水泥和玻璃公司的股票价格在相应下行区间基本一定程度上呈现下跌趋势，具有一定消费属性的建材在不同时间段呈现一定的抵御能力，具有较好的市场表现。

图表 30: 基础设施建设投资下行周期建材股股价区间涨跌幅情况

八波涨跌幅	南玻 A	中国巨石	北新建材	兔宝宝	鲁阳节能	塔牌集团	东方雨虹	伟星新材	蒙娜丽莎	凯伦股份	海螺水泥	华新水泥	旗滨集团
2004/3/1-2014/12/31 区间涨跌幅 (%)	-8.64	-40.92	-21.65								-45.54	-8.46	
2006/6/1-2006/11/30 区间涨跌幅 (%)	-9.62	10.24	-2.31	15.06							84.43	40.06	
2009/6/1-2010/3/31 区间涨跌幅 (%)	21.48	39.14	68.76	72.91	37.14	10.93	173.48	12.23			7.12	1.51	
2011/5/3-2012/2/29 区间涨跌幅 (%)	-39.95	-40.84	-16.53	-28.79	-25.59	1.67	-23.81	-11.94			-28.19	-37.01	-39.22
2013/3/1-2014/2/28 区间涨跌幅 (%)	-6.27	-14.67	-19.71	-16.17	-4.30	-28.61	48.47	18.72			-20.94	-35.01	19.38
2015/3/2-2016/2/29 区间涨跌幅 (%)	8.68	11.56	-29.67	46.41	6.86	-4.18	-22.58	18.37			-28.83	-29.90	-2.88
2017/4/5-2017/12/29 区间涨跌幅 (%)	-9.97	89.43	83.97	-12.13	8.80	11.58	50.35	18.00	23.61	85.17	44.85	44.27	45.95
2018/2/1-2018/6/29 区间涨跌幅 (%)	-34.19	-24.55	-23.89	-25.72	17.29	0.31	-27.03	8.80	-31.38	25.84	0.62	4.50	-39.00

资料来源: Wind、华泰证券研究所

分时间段来看, 2006/6-2006/11 时间段内, 海螺水泥、华新水泥股价涨幅分别为 84.43%、40.06%。此时间段内水泥公司行情普遍较好, 主要系 2005-2006 年市场流动性释放, 宏观经济向好。从政治环境来看, 2006 年是地方政府换届年, 用固定资产投资拉动经济发展仍是新任政府班子主要追求的目标。从经济环境来看, 2005 年-2006 年间我国货币政策相对宽松, M2 增速提速并保持高位震荡, GDP 保持 11% 以上的高增速, 固定资产投资与地产投资同样保持 20% 以上的快速增长, 是拉动水泥需求的主要因素。除此之外, 新农村建设也有效拉动了农村水泥的需求。

2009/6-2010/3 时间段内, 政府颁布“四万亿”计划以此应对 2008 年全球金融危机造成的流动性紧张, 支持房地产市场发展, 并大力推进基建投资; 随着刺激政策的推出受此提振, 2009 年初基建投资增速迅速提升, 于 2009 年 5 月开始回落。此段时间内, 大部分建材股价区间涨跌幅为正, 建材股整体表现较好, 受宏观经济影响较大; 2011/05-2012/02 时间段内, 由于“四万亿”计划是在较为仓促的历史背景下出台, 前期过热投资之后, 建材行业产能的过剩问题也开始逐渐浮现, 大部分建材股在此区间股价涨跌幅为负。

2013/03-2014/02 时间段内, 东方雨虹、伟星新材股价区间涨幅分别为 48.47%、18.72%, 体现出在基建投资增速回落时期具有消费属性的建材股的较强防御能力。“四万亿”之后, 东方雨虹将战略重心重新调整回到渠道网络, 防水产品系统服务能力和渠道先发优势成为东方雨虹业绩塑造起品牌壁垒, 助力公司股价取得较好表现; 同时伟星新材在“星管家”服务全面推广和营销网络搭建完成之后, 家装 PPR 管材营收增长明显, 2013 年 PPR 管材的毛利率为 51.73%, 毛利率水平在制造业企业中处于前列。

2015/03-2016/02 时间段内, 兔宝宝、伟星新材、中国巨石排名股价区间涨幅前三, 股价区间涨幅分别为 46.41%、18.37% 和 11.56%, 表现出较好的防御能力。其中兔宝宝 2015 年进军定制家居领域, 与全球最大的顺芯板制造商达成全面战略合作, 2015 年度, 公司实现归母净利润 0.97 亿元, 同比增长 127.83%, 业绩增速提升明显; 此外公司利用资本平台进行跨界拓展, 收购了杭州多赢网络科技有限公司 100% 股权。战略布局和兼并收购体现出公司较好的经营能力, 区间股价表现较好。

2017/04-2017/12 时间段内, 主要建材股整体表现良好, 基本涨跌幅为正。水泥板块中, 海螺水泥和华新水泥股价涨幅为 44.85% 和 44.27%, 涨幅明显, 主要系错峰生产、环保限产形成供给侧改革新常态, 水泥龙头企业竞争优势进一步扩大; 玻璃板块中, 旗滨集团股价涨幅为 45.95%, 同样受益于环保趋严和排污许可证的逐步落实, 龙头竞争优势明显, 同时 17 年 3 月公司收购了广东旗滨节能玻璃、浙江旗滨节能玻璃、南方节能玻璃 (马来西亚)、郴州旗滨光伏光电玻璃等子公司少数股权, 新建项目逐步投产将助力公司归母净

利润稳步增长；其他建材板块中，中国巨石、北新建材、东方雨虹股价涨幅分别为 89.43%、83.97%和 50.35%，主要系消费理念升级，玻纤、石膏板、防水涂料细分子行业高景气，龙头持续受益。

2018/02-2018/06 时间段内，凯伦股份、鲁阳节能、伟星新材股价涨幅分别为 25.84%、17.29%和 8.80%。凯伦股份涨幅较大主要系高送转板块继续维持结构性行情；鲁阳节能受益于陶纤、岩棉行业景气上行，下游需求旺盛助力股价接连走高；伟星新材 2C 发展战略有利地抵御固投、基建增速下行周期，股价表现较好。

综上所述我们发现，2012 年之前 GDP 增速维持 10%以上、固投增速虽有下滑但依旧维持 20%的增速高位运行以及国家“四万亿”计划的影响，建材股受宏观经济发展影响较大。受益于消费升级以及公司 2C 的经营战略，2013 年之后消费建材股在基建投资增速下行周期更能取得较好的股价表现。

房地产投资增速下行周期

除基建投资增速影响之外，我们还需要考虑房地产投资增速的影响，以此来进一步寻找下行周期的规律性。同样我们在相同的时间段对房地产投资完成额累计同比进行划分，以此分析在房地产投资累计同比增速下行周期中具有防御能力的建材股。

图表31： 2003.02-2018.06 房地产开发投资完成额累计同比情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

根据统计，2003/02-2018/02 时间段内，房地产开发投资完成额累计同比增速下滑主要有 6 段时间段，分别为 2004/02-2004/07、2008/06-2009/02、2011/07-2012/02、2014/02-2016/01、2017/04-2017/12 和 2018/03-2018/06。

图表 32: 房地产投资累计同比下行周期建材股股价区间涨跌幅情况

六波涨跌幅	南玻 A	中国巨石	北新建材	兔宝宝	鲁阳节能	塔牌集团	东方雨虹	伟星新材	蒙娜丽莎	凯伦股份	海螺水泥	华新水泥	旗滨集团
2004/2/2-2004/7/30	14.47	-34.78	-10.87								-20.35	-2.42	
区间涨跌幅 (%)													
2008/6/2-2009/2/27	-50.60	-51.64	-26.74	-29.49	-22.88	43.07					-45.19	-11.95	-50.60
区间涨跌幅 (%)													
2011/7/1-2012/2/29	-34.18	-46.03	-22.88	-26.88	-16.18	-18.37	-28.33	-6.73			-35.37	-38.40	-39.22
区间涨跌幅 (%)													
2014/2/10-2016/1/29	40.83	181.70	24.82	180.89	33.42	39.10	9.64	52.15			-16.68	-11.64	19.31
区间涨跌幅 (%)													
2017/4/5-2017/12/29	-9.97	89.43	83.97	-12.13	8.80	11.58	50.35	18.00	23.61	85.17	44.85	44.27	45.95
区间涨跌幅 (%)													
2018/3/1-2018/6/29	-28.18	-21.81	-20.58	-31.76	19.53	6.98	-25.67	16.27	-21.33	48.69	6.53	12.31	-29.89
区间涨跌幅 (%)													

资料来源: Wind、华泰证券研究所

通过数据比较分析发现,在房地产投资增速下行周期,建材股的表现更具有一般规律。2012 年前建材个股与房地产投资相关度较高,在房地产投资累计同比下行周期,建材股区间涨跌幅基本为负,建材股受到房地产投资增速下行的影响较大。

2014/02-2016/01 时间段内,建材股价涨跌幅基本为正,中国巨石、兔宝宝、伟星新材、塔牌集团、鲁阳节能股价涨幅分别为 181.70%、180.89%、52.15%、39.10%、33.43%;受益于供给侧改革、环保趋严和限峰错峰等因素,2016 年之后水泥股表现较好。2017/04-2017/12 时间段内,水泥个股中海螺水泥、华新水泥、塔牌集团股价涨幅分别为 44.85%、44.27%、11.58%;家装建材中北新建材、东方雨虹、伟星新材股价涨幅分别为 83.97%、50.35%、18.00%;2018/03-2018/06 时间段内,水泥个股中海螺水泥、华新水泥、塔牌集团股价涨幅为 6.53%、12.31%和 6.98%;家装建材板块伟星新材股价涨幅分别为 16.27%。

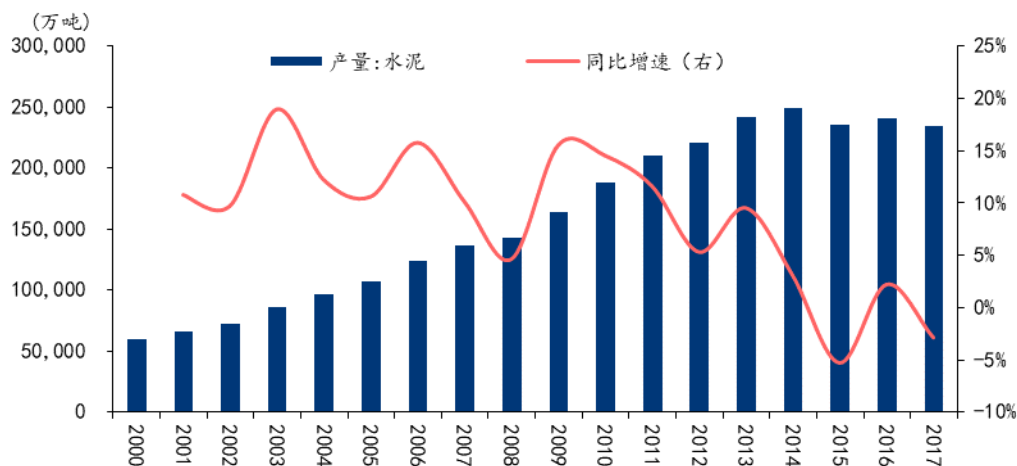
综上所述我们发现,和基建增速下行周期有类似之处,在房地产投资增速下行周期,2014 年之后消费建材股具有较好的市场表现,同时受益于供给侧改革,水泥行业格局发生变化,区别于以往的下行周期的表现,水泥股在 2016 年之后逆周期而上,领跑周期行情。

规律发现:下行周期建材股整体承压,行业格局是重要变量

我们认为,在基础设施建设和房地产投资增速下行周期内,整体建材股承压较为明显,2014 年之前受宏观经济影响,建材股更多呈现顺周期波动的局面。2014 年之后,建材行业格局发生变化,消费建材股和水泥股呈现出一定的抵御周期行情。受到供给侧改革的影响,水泥行业严控新增产能,产能收缩明显,水泥行业由需求主导行情逐步转变为供给主导行情,周期性在削弱;消费建材领域,受到消费升级影响,行业集中度进一步提升,消费建材龙头充分受益,在基建投资增速下行周期表现出一定的抵御能力。

我们以 2014 年作为分水岭,重点分析水泥 2000 年以来行业格局发生的变化。2000-2014 年水泥产量从 5.97 亿吨增长到 24.92 亿吨,复合增长率 10.25%,水泥产量接连走高,同时行业产能过剩问题加剧。此时水泥行业主要受需求端主导,故在基础设施建设、房地产投资增速下行周期中,行业受到影响较大,水泥股也很难取得较好的市场表现。

图表33: 2000-2017 年水泥产量及同比增速



资料来源：国家统计局、华泰证券研究所

2015 年水泥产量出现首次下降，同比下降 4.9%至 23.5 亿吨。随着需求端的放缓，水泥行业的产能过剩情况突出，2015 年中央经济工作会议聚焦“三去一降一补”。由此，供给侧改革、“三去”中的“去产能”，成为 2016 年以来水泥行业的主旋律。2016 年底供给侧改革大背景下，一方面水泥行业严控新增产能，另一方面行业开始推行错峰生产和产能置换，2016-2017-2018 年三年内供给收缩力度持续增加，在此期间需求一直保持平稳，供需关系一直偏紧，同时水泥价格持续走高，根据数字水泥网数据，全国水泥平均价格从 2017 年 4 月初 310.80 元/吨上涨至 2018 年 6 月的 414.51 元/吨，价格涨幅 33.37%，助力水泥股价格接连走高。

消费建材股表现较好主要系住宅存量更新成为消费建材需求的主导因素，住宅增量的升级促进行业集中度提升，龙头持续受益。存量住宅方面，二手房存量住宅翻新需求主要包括两部分：第一类是二手房交易导致的翻新需求；第二类是出于改善性需求对原有装修进行更新。根据链家研究院数据，2016 年全国二手房交易规模占住房交易总额的比例达到 41%，比 2012 年提高了 20 个百分点。一线城市二手房交易额是新房的 2.1 倍，北京、上海和深圳二手房成交金额分别是总交易额的 74%、72%和 60%。在 2014-2016 年时间段内，消费建材股受益于二手房交易的提升。

增量住宅方面，进入 2017 年以来国家精装房政策不断出台，精装房比例的提升，由于 B 端房地产、装修企业采购量较大，对产品质量、供货能力以及品牌有较高要求，这对细分行业已经取得先发优势的龙头企业更为有利，消费建材龙头企业受益。

结合投资增速上行和下行周期来看，建材股价表现出较强的顺周期属性，上行周期水泥进攻性较强，下行周期消费建材防御性较强。14 年之后行业格局变化成为重要变量；水泥受到供给侧改革影响，消费建材则受到行业集中度提升的影响，上行周期水泥股和消费建材股进攻性更强，下行周期水泥股和消费建材股股价也有一定韧性。

水泥股受到供给侧改革的影响，由需求主导行情逐步演变为供给主导行情，即使基建、房地产投资增速下行，水泥股受到拖累的影响一定程度上有所缓解。消费建材股受到行业集中度提升的影响上行周期股价抬升明显，下行周期股价表现亦呈现出一定抵御能力，由于在华泰建材报告《建材方法论专题系列报告之一水泥研究框架暨复盘海螺二十年》我们对水泥行业做了详细分析，故下文我们重点复盘消费建材行业龙头伟星新材，试图总结出典型消费建材公司的特性，从而对投资者进行消费建材行业选股时能起到一定参考和借鉴意义。

伟星新材复盘：消费建材标杆养成记

伟星新材自 2010 年 3 月 18 日上市以来公司股价由 3.96 元/股上涨至 17.67 元/股（截止 2018 年 7 月 27 日数据），上涨 4.46 倍，累计收益率为 346.36%，相对沪深 300 的超额收益率为 338.59%，股价具有较好的市场表现。营业收入由 2010 年 12.49 亿元上升到 2017 年 39.03 亿元，复合增长率 17.67%，归母净利润由 2010 年 1.70 亿元上升到 2017 年 8.21 亿元，复合增长率 25.22%，公司盈利能力较强。

我们认为在伟星新材上市的 8 年时间里，公司凭借产品品质和独特的经营模式，不仅成功抵御多次基建和房地产投资增速下行周期，而且构造出品牌护城河。我们按照 2012 年“星管家”问世、2013 年网络渠道建设完成、2017 年家装 PPR 管材营收增速减缓、其他家装 PPR 管材推出类似服务系统等关键因素将伟星新材上市以来的 8 年划分为准备期（2010-2011）、导入期（2012-2013）、扩张期（2014-2016）和成熟期（2017-至今）四个主要阶段。

考虑到具有消费属性的建材公司为能赢得市占率和口碑，通常耗费较高的销售费用，故我们从销售费用入手，将销售费用进行拆解，以此来研究公司在不同时间段的营销策略和经营情况，从而对其进行复盘研究。

图表34：伟星新材及沪深 300 行情复盘



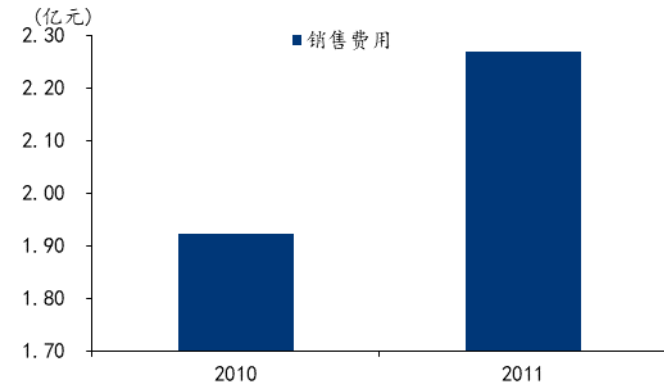
资料来源：Wind、华泰证券研究所

准备期：零售为先，初步搭建营销网络

2010 年 3 月 18 日，伟星新材在 A 股上市。伟星新材上市之前其管材产品就占据一定的市场地位。根据公司招股说明书数据，2008 年公司生产的 PPR 管、PE 管和 HDPE 双壁波纹管产品产量分别为 1.52 万吨、1.53 万吨和 0.50 万吨，2008 年市占率分别为 5.85%、3.06%和 3.13%，国内排名靠前。上市后，公司加大力度推进市场布局，完善销售渠道，重视研发，利用明星代言增强品牌认可度，不断提升公司的竞争力。

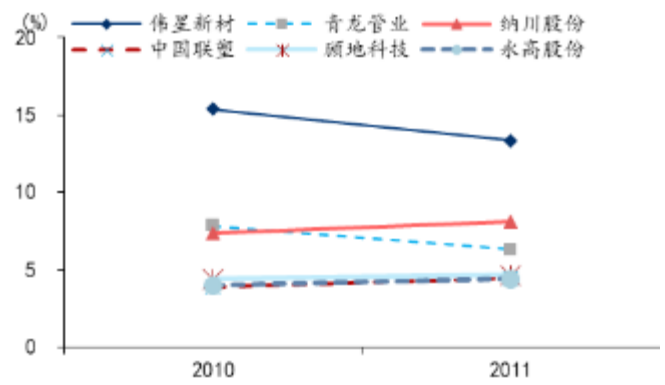
准备期，销售费用逐年递增，销售费用率超过其他管材公司。企业准备期，公司为营造品牌形象，提高市占率，往往需要付出大量的销售费用，打造品牌形象。2010-2011 年公司平均销售费用 2.09 亿元，其中 2010 年为上市做准备，公司销售费用率为 15.38%，2011 年销售费用率为 13.37%，销售费用率水平高于其他管材上市公司。

图表 35: 2010-2011 年伟星新材销售费用



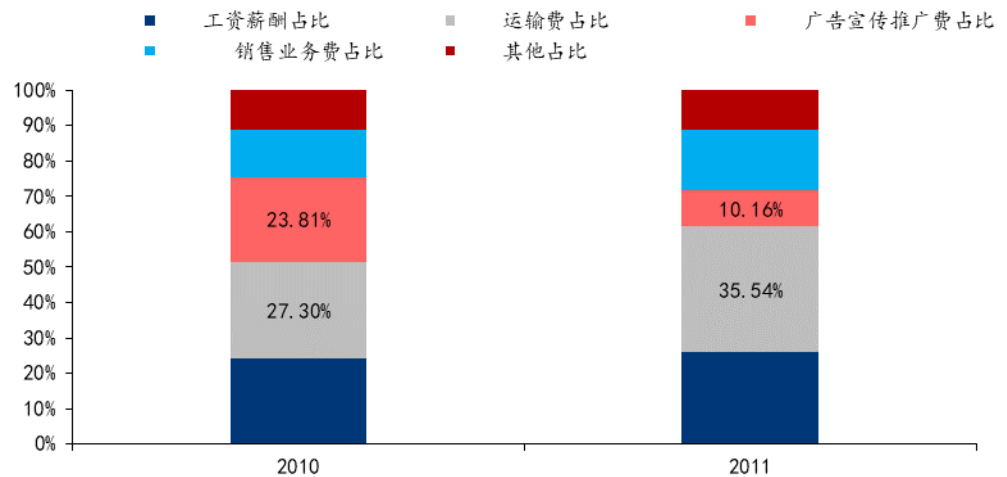
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 36: 2010-2011 年主要管材上市公司销售费用率情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 37: 2010-2011 年伟星新材销售费用拆解

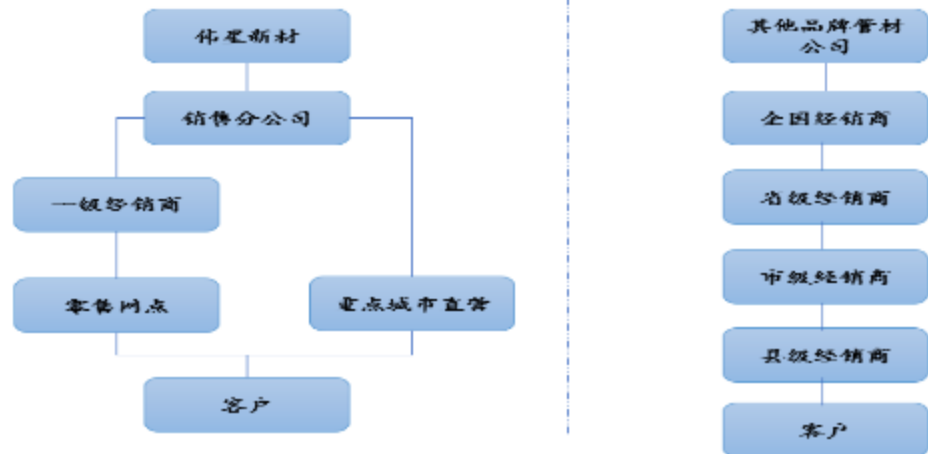


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

我们将公司销售费用进行拆解，2010 年上市初，公司为营造良好营业形象和推广品牌，投入较多资金在广告宣传推广费用上，广告宣传推广费占比销售费用 23.81%，同时由于前期营销网络搭建不够完善，公司的运输费占比较高，从 2010 年 27.30% 上升到 2011 年 35.54%。在 2010-2011 时间段内，我们认为准备期公司花费更多在网络渠道的搭建和品牌推广上。

准备期公司营销战略为坚持“零售为先”的经营思路，推进“产品+服务”的零售商业模式以及全国性营销网络建设，建立扁平化的营销渠道和高效服务体系。公司在上市之前，就已经开始建设销售网络，2010 年上市后，公司用超募资金 1.14 亿投入到营销网络建设，主要包括：一、对原有营销网络（已成立的台州、杭州、上海、西安、天津等销售分公司）进行升级建设，在原有区域做精做细做强；二、加大在薄弱区域的开拓力度，计划 3 年内新建 15 家销售公司及办事处。

图表38： 独特扁平式营销网络渠道



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

相比较传统的经销商层层分级的模式，扁平化渠道虽然带来了销售费用的上升，但是减少了中间经销环节带来的利润分流，加强公司对经销网络的掌控和议价能力，产品利润率更高；同时由于销售层级的削减，增强市场信息传递效率，有利于公司对市场变化做出快速响应；最后该模式降低公司对单一经销商的依赖程度，一定程度上降低市场销售风险。

导入期：首创“星管家”，树立服务典范

首创“星管家”服务系统，引领行业服务水平提高。公司于 2012 年开始推出星管家服务，由经销商对消费者免费提供水压测试在内的多项服务，是业内唯一提供相关服务的企业。家装管道作为隐蔽耐用工程，赢得消费者的信任至关重要，星管家服务以专业贴身的服务提高了消费者的认可度，自从“星管家”服务问世，公司家装 PPR 管材的毛利率逐步提升，13 年 PPR 管材毛利率 51.73%，较 12 年 48.15%提高 3.58pct，公司逐步进入导入期。

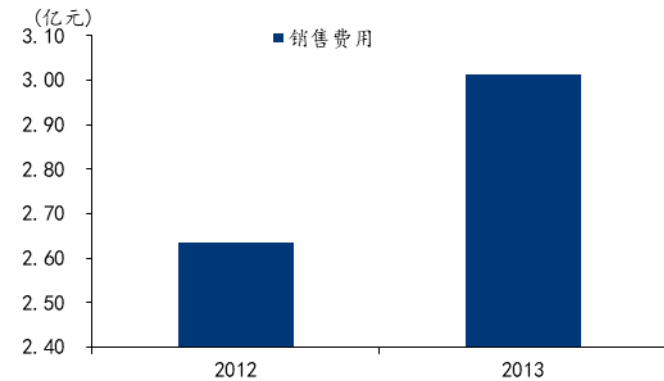
图表39： 伟星新材“星管家”三免一告知系统体检服务



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

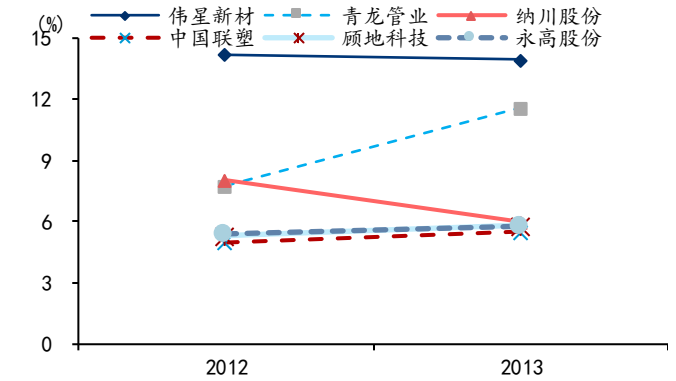
导入期，公司进一步加大品牌宣传推广投入。公司销售费用从 2012 年 2.65 亿元增长到 2013 年 3.01 亿元，2013 年销售费用同比增长 14.41%，而我们将销售费用拆解来看，公司宣传推广费用从 2012 年 3935.25 万元上涨到 2013 年 5487.21 万元，其占比由 14.94% 提升到 18.21%，我们认为主要系公司推广“星管家”服务系统和更换明星代言人带来品牌宣传推广费用的提升。

图表 40: 2012-2013 年伟星新材销售费用



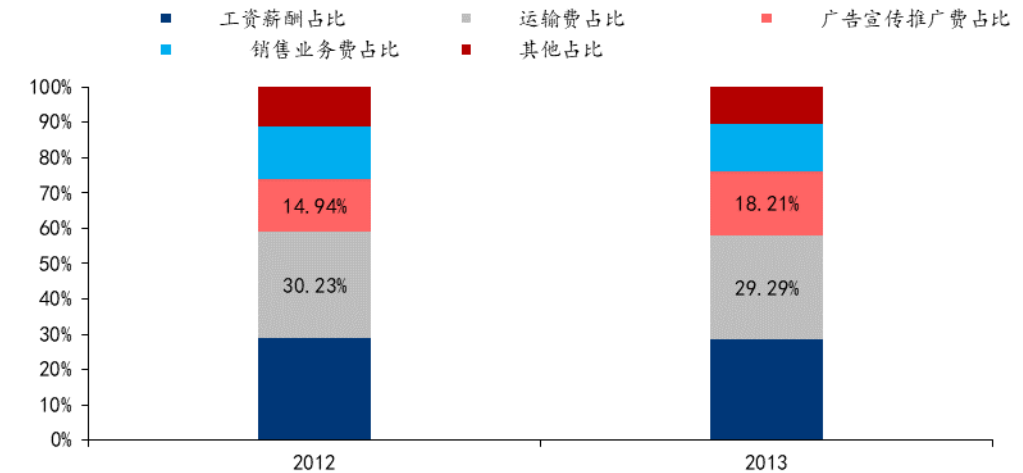
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 41: 2012-2013 年主要管材上市公司销售费用率情况



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 42: 2012-2013 年伟星新材销售费用拆解



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

“星管家”服务加强了消费者对公司产品的依赖程度，有望复制家电行业上门安装服务促进公司市场份额的快速提升。2013 年公司仅在直营渠道全面铺开实施，经销商持犹豫观望态势，主要系代理渠道费用由经销商自己承担，由于“星管家”服务属于业界首创，经销商考虑费用问题，导入期对“星管家”系统的接受度较低。

此外我们认为公司推出的“星管家”服务具有较高的进入壁垒，竞争对手短期内难以模仿，未来一段时间公司将继续具备“星管家”服务带来的竞争优势。“星管家”服务的核心进入壁垒包括两点：1) 支撑“星管家”服务费用投入的高盈利水平；2) 完善、系统的人才培训体系。对于大量的中低端定位的 PPR 管材生产商而言，较低的盈利水平难以支撑“星管家”服务产生的费用，因此难以效仿，而相同定位的竞争对手在人才建设上重视程度不够，尚未形成完善的人才培训体系。

公司于 2012 年成立伟星新材学院，学院主要分为针对内部骨干的管理学院和针对外部的经销商学院，是公司跨部门联合的培训平台。公司将其作为发展战略的助推器，截止 2013 年经销商学院运作已卓有成效，管理学院的相关培训工作也已进入正轨，随着销售和管理人员培训的不断完善，我们认为产品服务效果进一步提升。

图表 43：伟星新材打造知行合一的学习型团队



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

借助明星代言人，提升品牌认可度。2013 年 3 月公司邀请张国立作为形象代言人，借助张国立优质的银幕形象，能为消费者更好地诠释伟星新材的品牌内涵，增强消费者对公司“高端管道典范”的品牌认同感。同时，公司还在 CCTV-2 及各大门户网站投放广告，增强消费者对于伟星新材品牌的认知程度。

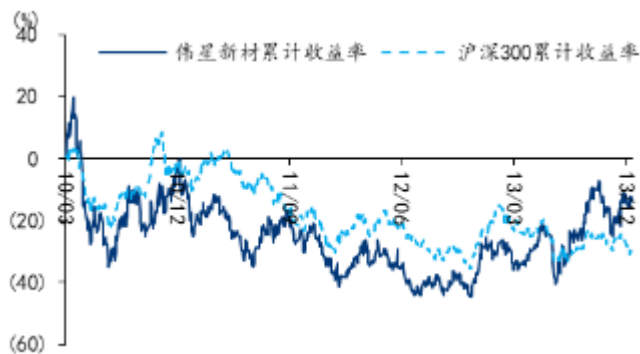
图表 44：优质国家级演员增强消费者品牌认同感



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

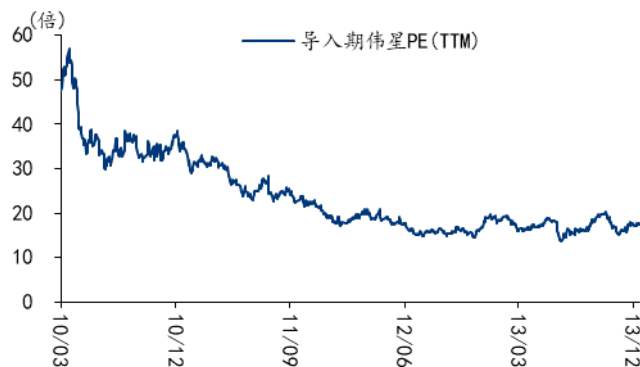
市场准备期和导入期，公司已初步建立全国范围零售渠道框架：24 个销售分公司，15 个销售办事处，独家代理商 1000 多家，终端网点 20000 多家（截止 2013 年年报数据）。“星管家”系统正处于逐步推广阶段，同时受到地产调控政策影响，PPR 管材业务收入增长缓慢，家装 PPR 管材毛利率变化较不明显，伟星新材股价并没有实现较大上涨。2013 年 12 月 31 日公司股价 3.42 元/股，低于 2010 年 3 月上市发行价 3.96 元/股，同时 2013 年 12 月 31 日公司 PE (TTM) 下降至 17x 左右，进入估值低洼。

图表 45: 2010.03-2013.12 伟星及沪深 300 累计收益率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表 46: 2010.03-2013.12 伟星新材 PE 情况



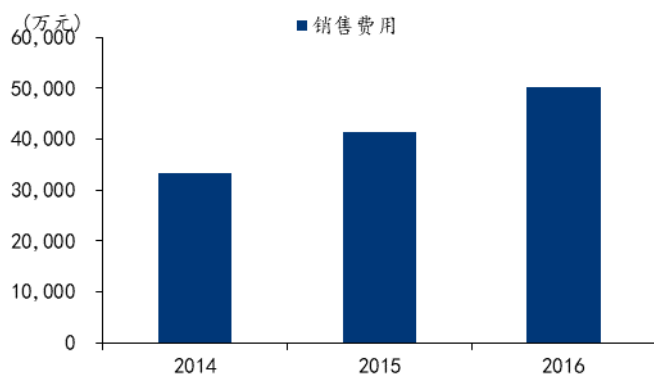
资料来源: Wind、华泰证券研究所

扩张期: 质变飞跃, 家装 PPR 管材高发展

2010 年公司上市募集资金主要用于产能的扩张, 根据公司 2012 年年报数据, 三个募投项目“年产 3.2 万吨节能环保型 PPR 项目”、“年产 2.5 万吨节能节水型 PE 项目”、“年产 1.5 万吨环保型排水、排污用聚烯烃系列双壁波纹管项目”已于 2012 年 7 月达到预定可使用状态; 超募资金投资的“年产 1.5 万吨节能节水型 PE 项目”也已于 2012 年 7 月达到预定可使用状态, “公司营销网络建设项目”于 2013 年 12 月达到预定可使用状态。随着前期产能地扩充以及营销网络的搭建成型, 公司逐步进入扩张期。

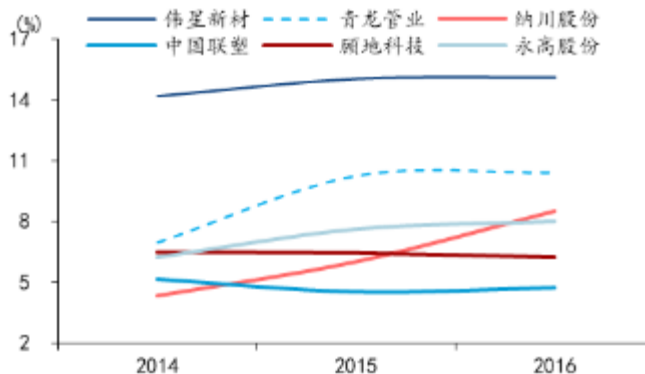
扩张期, 公司继续加大销售费用投入。销售费用由 14 年 3.34 亿元增长到 16 年 5.02 亿元, 其中 15、16 年销售费用同比增长 23.46%、21.50%。2014-2016 年销售费用率依旧明显高于其他管材上市公司, 分别为 14.21%、15.03%、15.10%。

图表 47: 2014-2016 年伟星新材销售费用



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

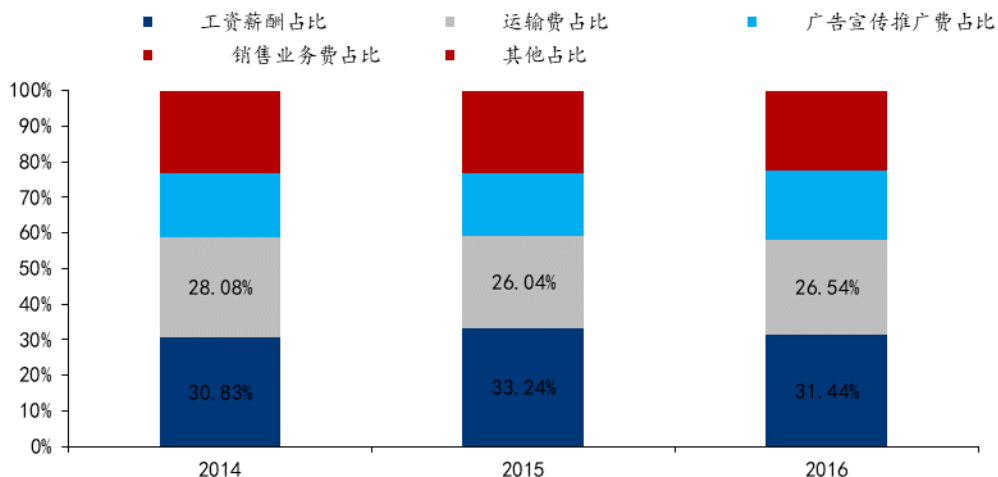
图表 48: 2014-2016 年主要管材上市公司销售费用率情况



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

推广宣传品牌之后, 进入扩张期的公司在基于搭建的营销网络基础之下, 开始主攻渠道和区域的营销。我们将销售费用进行拆解, 发现广告宣传推广费占比在公司进入扩张期之后一定程度上有所下降。职工薪酬占比增长较为明显, 14-16 年职工薪酬占比销售费用超过 30%, 其中 15 年占比达到 33.24%, 在进入扩张期之前的 2013 年公司职工薪酬占比为 28.55%。我们认为主要系公司为开展营销工作, 增加渠道和区域的销售人员数量, 14-16 年公司销售人员数量分别为 1075、1191 和 1199 人, 在此之前 2013 年的公司销售人员为 979 人, 增长较为明显。

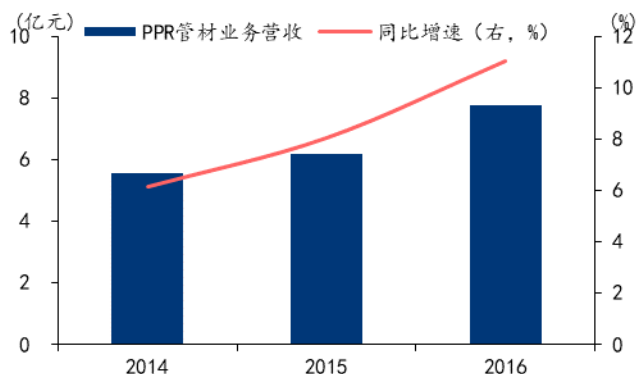
图表 49: 2014-2016 年伟星新材销售费用拆解



资料来源：Wind、华泰证券研究所

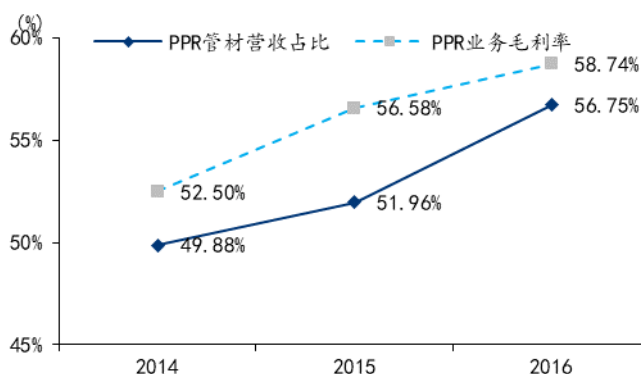
扩张期伟星新材继续“零售为先”战略，PPR 管材业务增长迅速。在成熟区域重抓网点质量，并继续推进渠道下沉；在薄弱区域横向上加强营销网点密度，加大营销网络的覆盖面，截止 2016 年 12 月，公司拥有约 20000 多个零售网点，只销售伟星管材的一级经销商超过 1000 家。同时公司进一步提升“星管家”服务质量，严抓价格体系管理，得益于渠道建设、产品服务和募集产能的逐步释放，2014-2016 年 PPR 管材业务实现快速成长，家装 PPR 管材营业收入分别为 11.74 亿元、14.27 亿元、18.85 亿元，同比增速分别为 17.87%、21.55%、32.10%，同时 2014-2016 年期间公司经营性现金净流入由 5.13 亿元增长到 9.69 亿元，复合增长率 23.61%，公司成为制造行业中的“现金奶牛”。

图表 50: 2014-2016 年 PPR 管材业务营业收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 51: 2014-2016 年 PPR 管材营收占比及毛利率情况



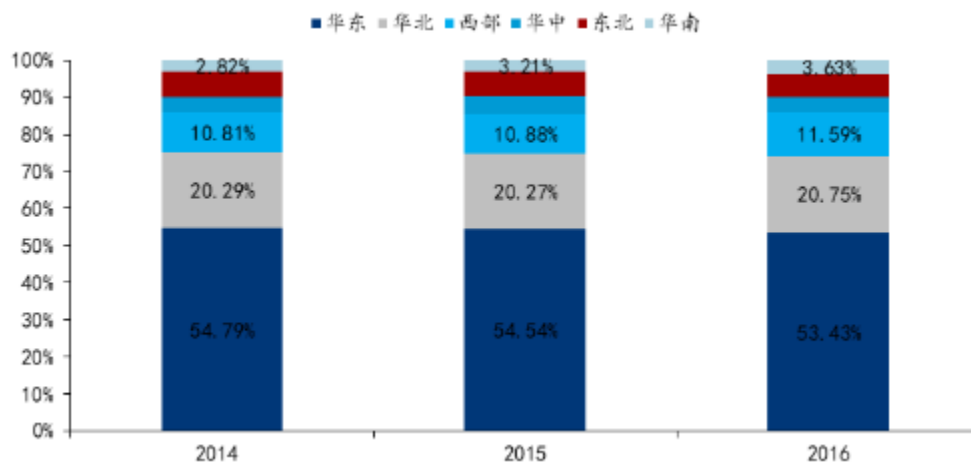
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

2014-2016 年期间，在“零售为先”的营销策略推动下，家装 PPR 业务收入占总营收比例提升明显。2016 年 PPR 业务营业收入占比为 56.75%，较导入期初 2010 年 43.15% 提高 13.60pct。随着前期“星管家”服务系统的投入使用效果初显，14 年经销商积极参与，客户普遍对“星管家”服务认可度较高，PPR 管材产品销量出现了明显提升，公司具备一定的提价能力，在此基础上叠加 2015-2016 年原材料原油成本的下降，PPR 管材的毛利率有了较大程度提升。2016 年 PPR 管材毛利率为 56.75%，较导入期初 2010 年 48.78% 提高 9.96pct。

扩张期伟星新材在搭建的营销网络基础之上不断深化，薄弱区域重点加强，公司在核心区域华东地区渠道继续下沉，在华南、西部、华北等地亦有快速扩张。其中西部地区营收占

比从 14 年 10.81% 提升到 16 年 11.59%，华南地区营收占比从 14 年 2.82% 提升到 16 年 3.63%，增长较为明显。

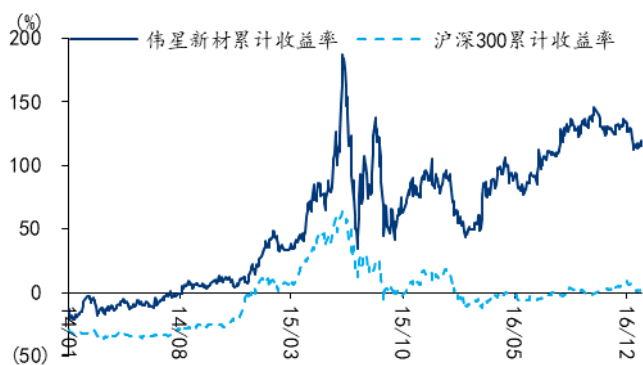
图表52: 2014-2016 年各区域营收占比情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

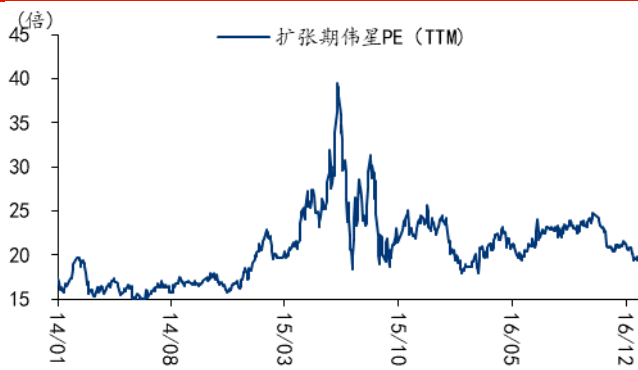
得益于公司业绩高增长，扩张期公司股价从 2014 年初 3.44 元/股上涨到 2016 年末 8.68 元/股，截止 2016 年末累计收益率 119.17%，同期沪深 300 期间累计收益率 1.30%，跑赢同期沪深 300。同时公司估值较导入期也有一定增长，截止 16 年底，公司估值 PE(TTM) 为 20x 左右，较 13 年 PE(TTM)17x 有一定程度上提升。

图表53: 2014.01-2016.12 伟星及沪深 300 累计收益率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 2014.01-2016.12 伟星新材 PE 情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

成熟期：“零售+工程”双轮驱动，加快新品布局

2017 年家装 PPR 管材营业收入为 21.92 亿元，同比增长 16.29%，收入增速较 16 年 32.10% 下滑 15.81pct，经营性现金净流入 9.42 亿元，同比略有小幅下滑，家装 PPR 管材毛利率 58.33%，毛利率依旧维持高位但较 16 年 PPR 管材毛利率 58.74%略有下降。我们认为家装 PPR 业务模式已经成形，同时 15 年之后市场上其他家装管材公司推出类似于“星管家”的售后服务系统，经过一到两年市场培育，进入 17 年之后陆续开始被消费者接受和使用，伟星 PPR 管材的抬价能力一定程度上受到约束，同时受到原材料原油价格上涨的影响，PPR 管材毛利率略有小幅下降，公司逐步进入成熟期。

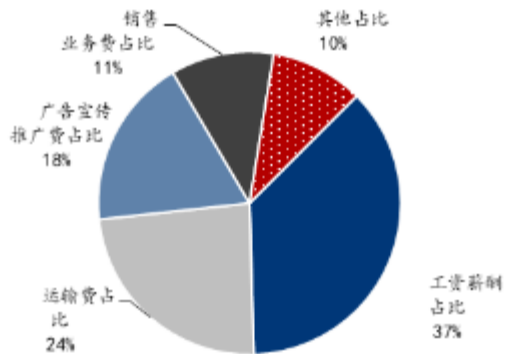
图表 55: 2015 年之后主要家装管材公司纷纷推出个性化售后服务

公司名称	2C 服务名称	推出时间	服务内容
伟星新材	星管家	2012 年	在当地伟星管门店/装饰公司购买全套伟星管并安装完毕后,凭服务凭证可免费预约“星管家”上门验收服务,通过产品真伪查询、专业水压测试、拍摄管路走向图、告知使用注意事项等服务,避免管道系统中存在的大部分隐患。
日丰管业	日丰安全卫士	2015 年	日丰安全卫士是日丰集团特有的增值服务,通过服务工程师上门对管路系统进行产品真伪查询、管路水压检测、管路安装验收、管路图拍摄保存等服务,并承诺为通过日丰安全卫士验收的管路系统提供“双质保”,给消费者一个安全无忧的管道系统。
永高股份	优管家	2015 年	1.电话预约;2.试压员上门服务;3.真伪鉴别;4.专业范围试压;5.清理现场;6.拍摄并提高管路图;7.讲解管道注意事项;8.电话回访。一站式解决家庭健康用水烦恼,优化您的生活,解决您家庭用水的后顾之忧。
金牛管业	金牌服务	2016 年	3 免费+2 保障,厂家免费上门辨别真伪、进行管道压力测试验收和拍摄管路图;中国平安保险质量承保 50 年,焊接质量质保 50 年。
金德管业	臻服务	2017 年	金德“臻服务”体系是金德“臻品质、臻服务、真健康”发展战略的重要组成部分;为消费者提供产品终身质保的售后服务。

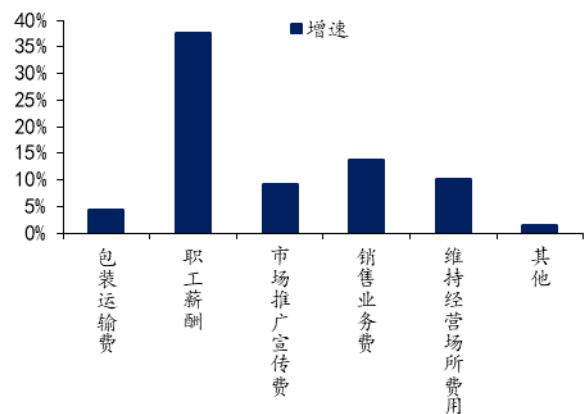
资料来源:中国塑料管道协会、华泰证券研究所

成熟期,销售人员达上市以来最大规模,公司销售费用率略有下降。17 年公司销售费用 5.86 亿元,同比增长 16.85%,较 16 年销售费用增速 21.50%下降 4.66pct。但依赖于规模效应,公司 17 年销售费用率为 15.01%,较 16 年 15.10%下降 0.9pct,销售费用率水平依旧高于行业平均销售费用率 7.20%。

拆分来看,职工薪酬 2.17 亿元,同比增长 37.68%,占比 17 年销售费用 37.05%,较 16 年占比提升 5.61pct,从更加动态的数据来看,17 年职工薪酬增速远高于其他构成,17 年公司继续加强销售(服务)团队的建设力度。17 年伟星销售人员达到自 2010 年上市以来最高值 1294 人。

图表 56: 2017 年伟星销售费用构成

资料来源:Wind、华泰证券研究所

图表 57: 伟星新材 2017 年销售费用构成同比 2016 年增速

资料来源:Wind、华泰证券研究所

我们认为此时公司加大销售人员投入和公司经营战略的略微调整和新品布局有关。进入成熟期,公司的商业模式成熟,华中、西北等薄弱市场逐步发力,17 年华中收入区域占比 5.43%,较 16 年提升 1.08pct,公司尚有余力探索防水涂料、房建工程等新业务。受精装房政策的影响,17 年公司正式提出“零售+工程”双轮驱动经营战略,公司积极创新并完善市政、房产、燃气三大工程业务模式,同时公司依托现有渠道优势,探索并完善防水业务模式,培育新的增长点。

PE 管材营收增速首超 PPR 管材营收增速。市场导入期和扩张期 PPR 管材始终是公司增长的主要来源,其收入增速一直高于 PE 管材。17 年 PE 管收入增速超过 PPR 管收入增速,前者为 23.8%,后者为 16.3%。同时 17 年 PE 管材毛利率为 34.55%,创自 2010 年

上市以来历史新高。我们预计在双轮驱动的营销战略下，未来公司可能改变过去单产品突进的局面，PE 管和 PPR 管齐头并进。

此外公司在防水领域逐步布局。17 年公司积极利用现有零售渠道资源，进一步做强家装领域隐蔽工程系统，高起点切入防水材料领域，与 5 位核心经销商在上海共同设立防水子公司，并依托成熟的“产品+施工”模式在核心地区推动家装防水业务家装防水产品“咖乐”，并于 17 年在华东试点市场正式开始销售。公司还与德国安内特合作经营家用净水装置，借助公司渠道优势进军家装净水行业，试点区域反响较好。

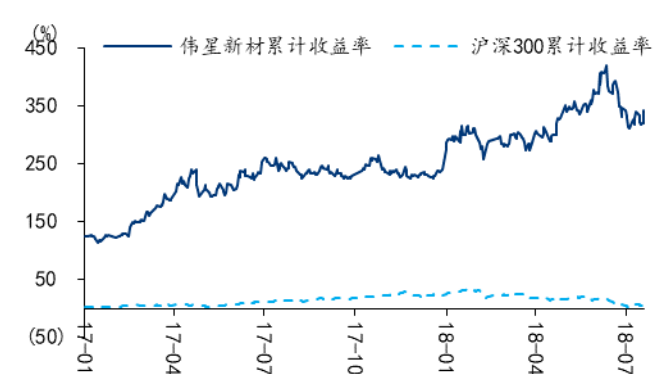
图表 58：伟星新材家装防水产品“咖乐”系列



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

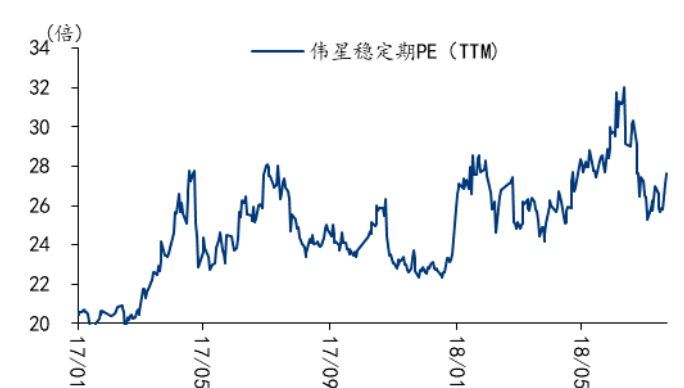
成熟期，公司股价从 2017 年初 8.88 元/股上涨到 16.67 元/股（数据截止 2018/7/27），累计收益率自上市起达 346.36%，同期沪深 300 累计收益率为 7.76%。公司 PE（TTM）从 2017 年初 20x 提高到 27x 左右（数据截止 2018/7/27），伟星在股市上赢得典型的戴维斯双击。

图表 59：2017.01-2018.07 伟星及沪深 300 累计收益率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 60：2017.01-2018.07 伟星新材 PE 情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

管中窥豹：优质消费建材公司的正确打开方式

我们在前文的公司复盘部分中寻找出在基建和房地产投资增速下行周期中具有一定抵御能力的是消费建材股，同时对消费建材股中的家装 PPR 管材龙头伟星新材进行了复盘研究。本部分我们试图以伟星新材为例，总结出优质的消费建材企业的特征，从而能对投资者选股具有一定指导和借鉴意义。

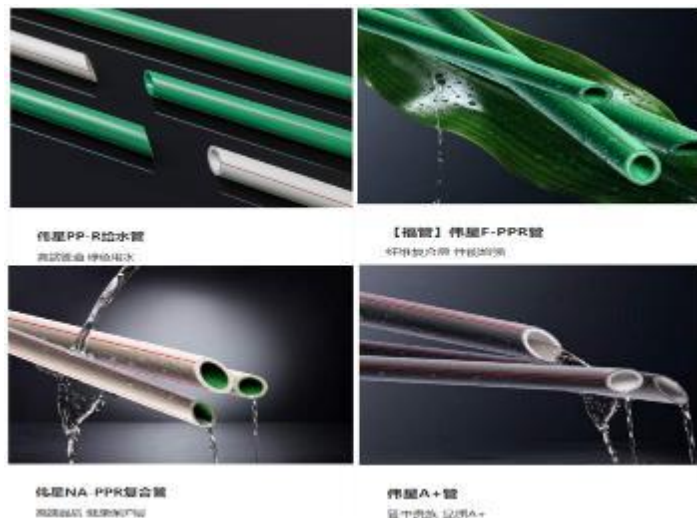
商业模式高壁垒：产品、服务和品牌

伟星新材自上市以来，一直坚持“零售为先”的战略，打造高端品牌形象。公司产品主要分为三大系列和两大板块：PPR 系列、PE 系列和 HDPE 系列；零售和工程业务板块。PPR 系列主要用于建筑内给排水领域，属于零售业务板块，直接面对 C 端消费者；PE 和 PVC 系列(16 年之前主要为 HDPE 系列，16 年之后合并成为 PVC 管材系列)主要用于市政给排水和燃气领域，属于工程业务板块。

通常来说，消费者对家装管材更加注重质量和服务，对价格敏感度不高。我们认为伟星新材的商业模式布局主要包括产品质量、渠道建设和售后服务三个方面。商业模式使得伟星新材在家装 PPR 管材的竞争中保持优势，不断扩大销售且形成品牌优势，同时品牌知名度与公司卓越的产品质量、售后服务互相强化，为品牌构建护城河，形成自己独有的品牌壁垒。

产品质量方面，不断推陈出新提升品质，满足消费者差异化需求。2010-2017 年公司研发费用从 3275.35 万元增长到 11451.13 万元，复合增长率 19.52%，伟星新材不断加强自主创新力度，研发推出质量上乘的新产品。以家装供水系统管道为例，公司根据消费者的差异化需求，推出了 PPR 给水管、F-PPR 管、伟星 NA-PPR 复合管、伟星 A+管等，优质的家装 PPR 管材产品质量为家用供水系统提供了多样化的管道产品和解决方案。

图表 61：伟星新材家装 PPR 管材品种



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

渠道方面，扁平化营销网络有利于决策高效化和及时响应市场变化。“宝剑锋从磨砺出，梅花香自苦寒来”，虽然营销网络的搭建需要付出较多时间和金钱，但公司受益于优质的扁平化销售渠道：1) 有效减少销售中间环节，增强渠道控制力，有利于产品销售获得较高毛利率；2) 快速对市场做出反应，有利于及时捕捉市场变化，从而在公司制定经营战

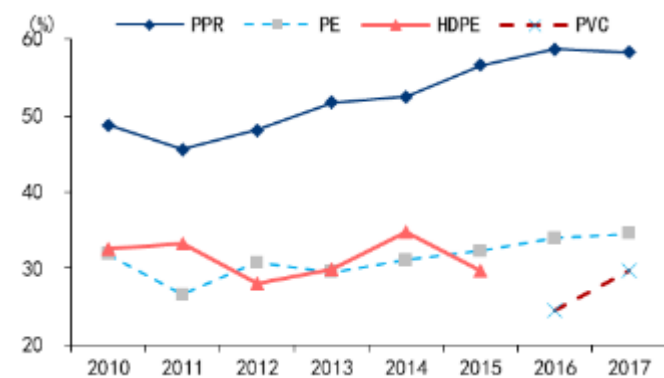
略时更加有针对性；3) 新品推出之后，可复制家装 PPR 管材的营销路径，更有利于新品的推广和销售。

售后服务方面，“星管家”服务不断积累品牌口碑。2012 年在确立高端品牌形象后，公司推出“星管家”特色增值服务，深化品牌内涵，为消费者提供更安心、放心和贴心的服务，进一步赢得了消费者信赖。同时“星管家”也在不断更新升级，截止 2017 年“星管家”已经推出 3.0 系列，正如“星管家”APP 中广告语，“预约星管家，省时省心便捷高效”，伟星在细节之处彰显服务典范，为品牌赢得良好口碑。

高毛利率不只是结果，也是高品质服务的坚实基础

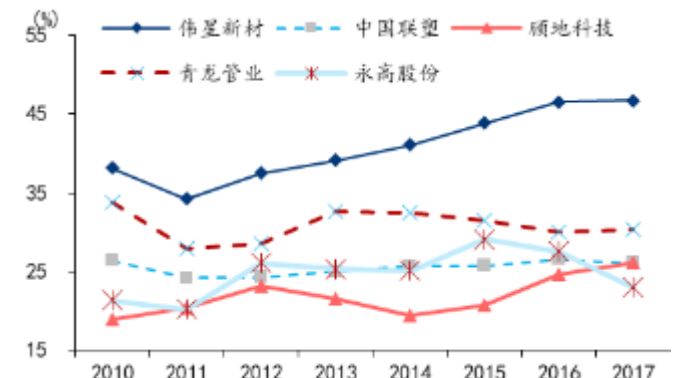
由于管材属于墙内装修的一部分，除非彻底重新装修，更换管材并不简单，这使得家装管材的更换成本较高。故我们认为在管材消费上，消费者对管材的质量重视程度胜于价格。由于 2C 的商业模式，原材料端成本的变动对公司毛利率影响不大，公司有较强抵御原材料成本波动的能力。2010-2017 年期间家装 PPR 管材毛利率从 48.78% 提升到 58.33%，增速明显。得益于高毛利 PPR 管材的高增长，伟星新材的销售毛利率高于其他管材上市公司，2017 年公司销售毛利率 46.72%，达到公司上市以来最高销售毛利率水平，盈利能力突出。同时伟星品牌定位高端，高品质的服务需要耗费较多的人力、物力成本，公司高毛利率一定程度上又可以为公司的品质服务提供保障。

图表 62: 2010-2017 年伟星主要产品毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 63: 2010-2017 年主要塑料管道上市企业销售毛利率对比

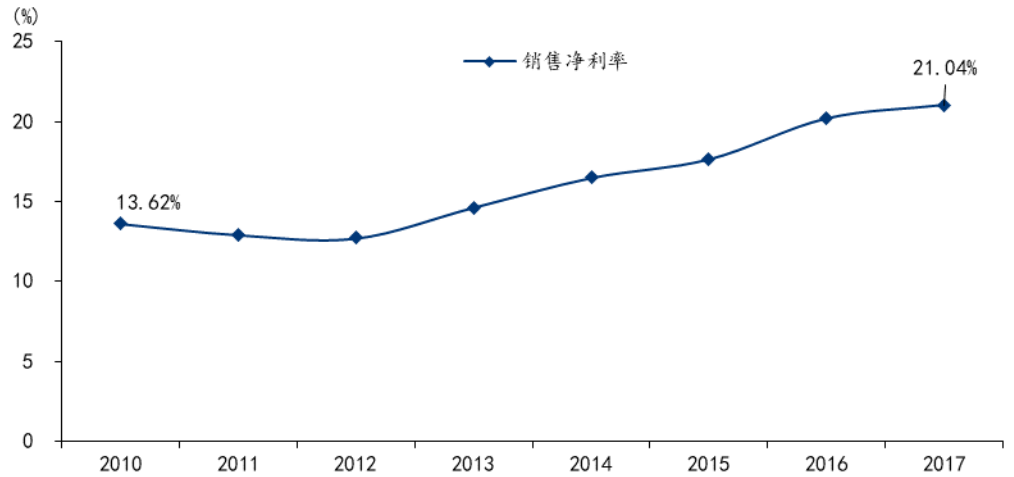


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

对标 A 股其他上市公司，与伟星新材销售毛利率处于同一水平的上市公司有麦趣尔（43.25%）、青岛啤酒（40.55%）、养元饮品（47.85%）、承德露露（47.25%）、金枫酒业（47.43%）等食品饮料企业，食品饮料行业由于具有更强的消费属性，通常销售毛利率高于制造型企业，这进一步凸显出伟星新材的盈利能力。

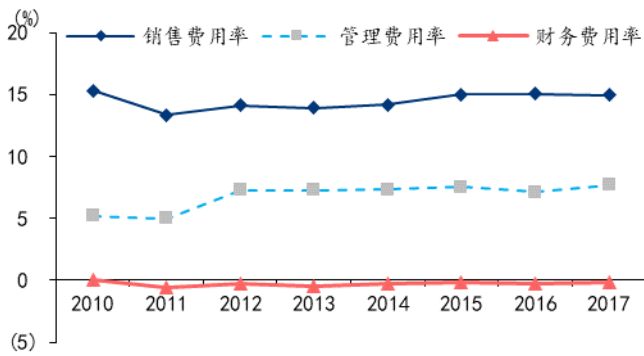
结合费用角度来看，2010-2017 年期间，销售费用率基本维持在 13%-15% 之间，维持较高水平，我们认为高销售费用率一定程度上可以保证产品服务和质量，从而一定程度上保证相应产品享受较高毛利率；管理费用率基本维持在 5%-8% 之间，由于没有利息支出，伟星新材财务费用率一直为负。期间费用率在保持稳定的情况下，公司销售毛利率不断提升，则对应的公司销售净利率提升也较为明显。2017 年公司销售净利率 21.04%，较 2010 销售净利率 13.62% 提高 7.42pct。

图表 64: 2010-2017 年公司销售净利率情况



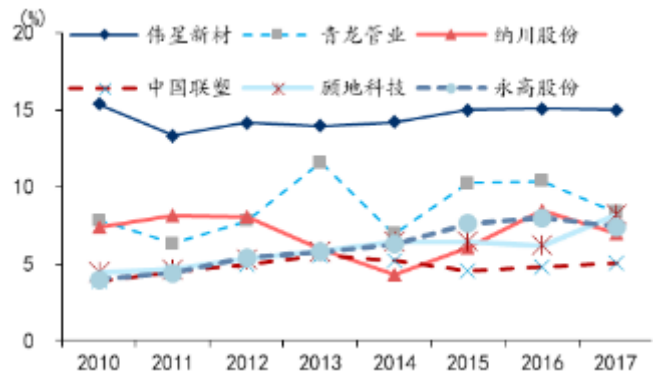
资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

图表 65: 2010-2017 年伟星新材期间费用率情况



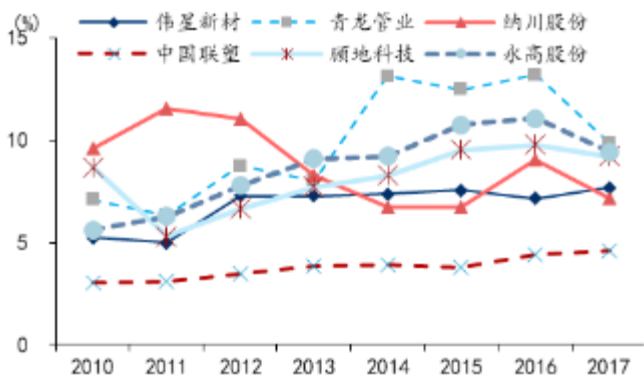
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 66: 2010-2017 年主要塑料管道上市企业销售费用率对比



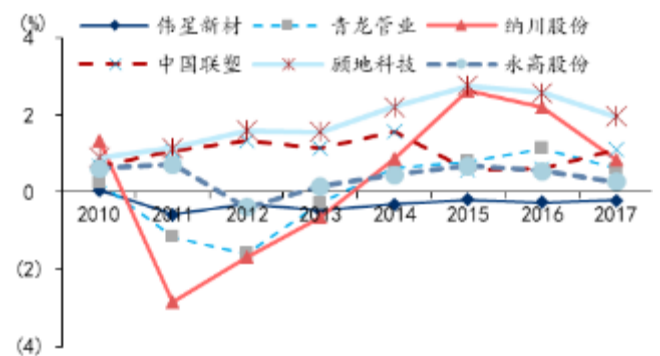
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 67: 2010-2017 年主要塑料管道上市企业管理费用率对比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表 68: 2010-2017 年主要塑料管道上市企业财务费用率对比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

产业话语权缔造“现金奶牛”

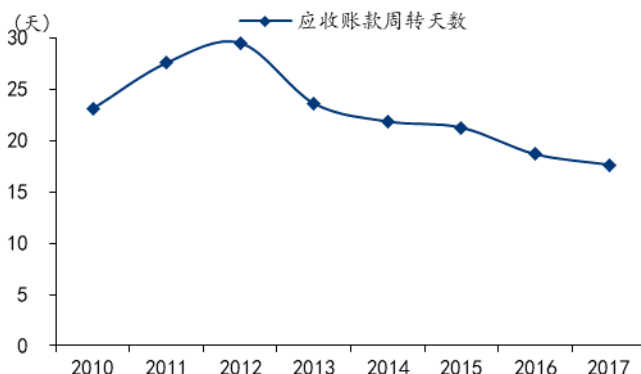
伟星新材主打产品 PPR 管材主要应用于家装领域，定位中高端市场，在同质化程度较高的行业中，公司分别从营销策略、售后服务和产品研发这三个环节出发，逐步打造出“高端管道典范”的品牌形象，市场对公司管材品牌的认可度较高。

对标石膏板子行业龙头北新建材，根据 17 年年报数据，北新建材、东方雨虹、伟星新材的市占率分别为 50%、10%、7%，虽然北新建材的面对的是 B 端消费者，但由于高市占率决定公司可以把面对 B 端回款压力转嫁给经销商，同时享有产品定价权从而在产业中具备一定的话语权。2017 年北新建材应收账款周转天数 3.32 天，经营性现金净流量为 26.54 亿元，同比增长 55.39%，而伟星新材虽然市占率仅 7%，但市场口碑认可度高，C 端消费者对伟星新材的产品具有较高的认可度。在此基础上公司产品定价采取成本加成法，对于零售类产品，如果成本端波动较大，公司会综合考虑制造成本、市场需求、客户接受程度等因素，对产品价格进行适当调整，故我们认为伟星新材在管材行业零售端中具有较强的定价话语权。

对标家装细分防水子行业龙头东方雨虹，市场占有率 10% 的情况下，由于面对的主要是 B 端消费者，产品主要应用于 B 端的房屋建筑、高铁、地铁及城市轨道交通等领域，议价能力较弱，防水产业中话语权也较为薄弱，2017 年公司应收账款周转天数为 125.30 天，经营性现金净流量为 0.24 亿元，同比减少 95.94%，主要系公司采购原材料储备所致。我们发现同样在上游原材料原油价格上涨的情况下，东方雨虹 17 年毛利率为 37.73%，较 16 年明显下滑 4.9pct，而伟星新材 17 年毛利率为 46.72%，较 16 年小幅上升约 0.2pct，主要系 2C 和 2B 战略差异造成。2C 的伟星新材一定程度上能通过提高产品价格来平滑原材料成本上涨造成的影响，进一步凸显出伟星新材在 PPR 管材零售端的定价话语权。

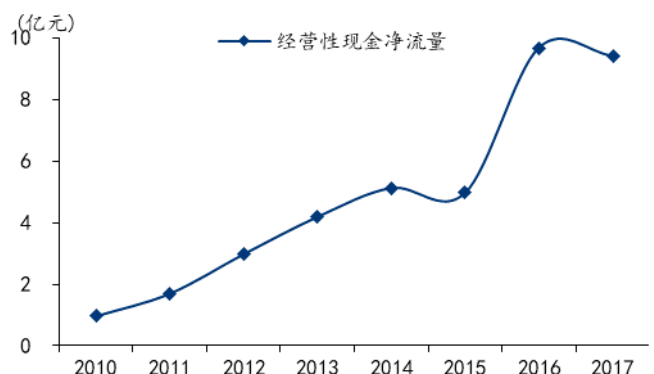
具备定价话语权基础之上，公司在管材行业零售端中具备一定的话语权，进一步缔造“现金奶牛”。2010-2017 年公司应收账款周转天数从 23.14 天下降到 2017 年 17.65 天，经营性净现金流量从 0.96 亿元增长到 9.42 亿元，复合增长率 38.57%，其中 17 年经营性现金净流量 9.42 亿元，较 16 年 9.69 亿元虽有小幅度下降，但依旧维持高位，同时 17 年在手现金 14.30 亿元，较 16 年 10.14 亿元同比增长 41.03%，体现出公司“现金奶牛”的特征。

图表 69： 2010-2017 年伟星应收账款周转天数



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 70： 2010-2017 年经营性现金净流量



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

综上所述我们发现，优质消费建材公司应具备以下特征：1) 公司业务应具备较高壁垒，这种壁垒可能来源于产品质量、服务以及品牌宣传；2) 公司产品享受溢价（定价高、毛利率高），从而可以支撑较高的生产、服务以及广告成本；3) 产业链话语权缔造“现金奶牛”，对上游拥有议价权以降低生产成本（这一点伟星新材表现一般），对下游则拥有较高定价权，同时保证回款情况优良。

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、房地产开发投资、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。

商品房销售下滑超预期：2018 年 6 月商品房销售面积同比增速较去年同期下滑较为明显，在居民去杠杆的政策导向下，商品房销售有可能超预期下滑；

原材料涨价超预期等：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。

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门、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：AOK809

©版权所有 2018 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

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 1063211166/传真：86 1063211275

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