

建筑材料行业

复盘建材行业过去十年的 5 倍以上股

核心观点:

- **复盘建材行业 2010 年以来股价最低点至今 (2020/8/31) 上涨超过 5 倍的股票有 17 只, 消费建材公司占一半。4 只十倍股中 (东方雨虹、三棵树、坚朗五金、山东药玻) 3 只在消费建材, 历年股价涨幅标准差在 38%-108%; 从细分行业来看, 有 8 只消费建材股, 5 只水泥股, 2 只玻璃股, 2 只玻纤股。作为对比, 根据我司食品饮料小组 2020/9/10 报告《复盘食品饮料行业过去十年的十倍股》, 食品饮料行业过去十年产生 28 只五倍以上股, 12 只十倍股。建材小行业孕育了不少大牛股。这些公司呈现出三个特点: (1) 长期来看, ROE 都较高, 业绩是主要驱动因素; (2) 消费建材板块容易孕育牛股; (3) 水泥玻璃玻纤是周期品中的好赛道, 虽然 ROE 波动率大, 成长的优质龙头有较好的长期回报。**
- **消费建材是容易出长线牛股的好赛道。消费建材四个赛道特点决定了其容易出牛股: (1) 产品技术稳定, 有品牌属性, 时间是好公司的朋友; (2) 服务属性强、对销售渠道依赖度高, 管理 (公司质地) 好坏带来差异化程度大; (3) 行业大 (坡道长) 且需求相对稳定, 天然具备集中趋势; (4) 优秀公司可以实现品牌、渠道协同, 通过品类拓展能扩张新的增长边界和加强护城河。我们简单分析东方雨虹、坚朗五金、三棵树、亚士创能、联塑、伟星新材、兔宝宝。我们分析了美国、日本、欧洲和韩国等发达国家数据, 建材行业长期大牛股基本都出在消费建材领域, 长期表现稳健, 表现出共性。**
- **水泥玻璃玻纤是周期品中的好赛道, 成长中的优质龙头有较好的长期回报。2010 年以来股价最低点至今 (2020/8/31), 水泥玻璃玻纤行业共产生 9 只 5 倍以上股, 分别为华新水泥 (9.1 倍)、信义玻璃 (8.5 倍)、海螺水泥 (7.2 倍)、华润水泥控股 (7.1 倍)、中国巨石 (6.8 倍)、万年青 (6.4 倍)、上峰水泥 (6.2 倍)、中材科技 (6.0 倍); 这些公司虽然都是周期股, 收入增速、利润增速、股价都有较大周期性波动, 但是过去 10 年收入和利润累计增幅都较大, 平均 ROE 都较高, 业绩的累计增长和长期 ROE 表现较好, 从较长周期来看 (10 年) 长期回报表现较好。财务数据背后的经营逻辑, 我们认为有以下几个基本特征: (1) 过去十年 (2010-2020 年) 这三个行业需求总量处于增长态势; (2) 水泥玻璃玻纤行业十年性, 区域龙头很多), 这些龙头不仅体现在规模上, 其长期盈利能力明显领先于行业竞争对手; (3) 这些优质龙头都是专注主业, 长期战略清晰, 持续进行产能扩张 (尤其是在行业景气底部坚定扩张), 规模效应进一步巩固竞争优势。**
- **风险提示: 宏观经济继续下行风险, 货币、房地产等政策大幅波动风险, 公司经营风险, 二级市场股价产生较大波动。**

识别风险, 发现价值

行业评级

持有

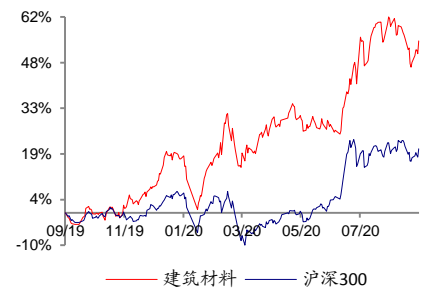
前次评级

持有

报告日期

2020-09-20

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630

分析师:

李振兴



SAC 执证号: S0260520080003



010-59136627



lizhenxing@gf.com.cn

请注意, 邹戈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。

相关研究:

- 建筑材料行业: 社融超预期, 2020-09-13
- 行业需求环境有保障
- 建筑材料行业 2020 年中报总结: 从早周期走向顺周期, 2020-09-07
- 建筑材料行业: 从中报看行业的基本面变化趋势和未来线索, 2020-08-23

请务必阅读末页的免责声明

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(%)	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海螺水泥	600585.SH	RMB	60.03	2020/8/21	买入	72.42	7.00	7.00	8.58	8.58	5.49	4.86	17.5	14.7
海螺水泥	00914.HK	HKD	57.15	2020/8/21	买入	70.03	7.00	7.00	7.12	7.12	5.49	4.86	17.5	14.7
华新水泥	600801.SH	RMB	26.62	2020/8/29	买入	29.75	2.82	3.38	9.74	8.14	7.69	6.42	23.7	23.8
冀东水泥	000401.SZ	RMB	16.83	2020/8/14	买入	24.56	2.25	2.64	7.48	6.38	2.91	2.10	16.5	16.2
中国建材	03323.HK	HKD	10.72	2020/4/13	买入	12.38	1.65	2.17	5.67	4.31	4.73	3.40	15.2	17.2
天山股份	000877.SZ	RMB	19.74	2020/8/20	买入	24.98	2.10	2.43	9.40	8.12	7.29	5.97	19.6	19.5
祁连山	600720.SH	RMB	16.67	2020/8/20	买入	26.00	2.60	2.93	6.41	5.69	5.42	4.66	24.6	23.2
塔牌集团	002233.SZ	RMB	15.34	2020/4/25	买入	16.45	1.68	1.84	9.13	8.34	5.48	4.87	18.4	18.0
垒知集团	002398.SZ	RMB	10.72	2020/8/31	买入	16.17	0.70	0.94	15.31	11.40	10.39	7.47	14.6	16.5
旗滨集团	601636.SH	RMB	7.85	2020/8/11	买入	10.95	0.62	0.73	12.66	10.75	8.57	7.26	18.3	19.2
山东药玻	600529.SH	RMB	45.54	2020/5/12	买入	43.65	0.97	1.18	46.95	38.59	32.08	26.68	13.4	14.4
中国巨石	600176.SH	RMB	15.89	2020/9/6	买入	17.82	0.56	0.81	28.38	19.62	17.76	13.91	11.1	13.9
中材科技	002080.SZ	RMB	19.85	2020/8/20	买入	27.00	1.22	1.35	16.27	14.70	14.92	13.64	14.8	14.1
长海股份	300196.SZ	RMB	15.12	2020/9/6	买入	21.40	0.73	1.07	20.71	14.13	14.30	10.52	10.1	12.9
东方雨虹	002271.SZ	RMB			买入	70.50	1.86	2.35	28.90	22.92	22.70	17.93	24.1	24.4
三棵树	603737.SH	RMB	161.53	2020/9/10	买入	190.85	2.31	3.85	58.20	34.97	41.61	25.85	26.6	33.1
伟星新材	002372.SZ	RMB	13.96	2020/8/16	买入	17.00	0.59	0.68	23.66	20.53	18.89	16.39	23.2	25.7
北新建材	000786.SZ	RMB	35.80	2020/8/25	买入	40.60	1.54	2.03	21.52	16.36	16.31	12.64	16.5	18.6
帝欧家居	002798.SZ	RMB	30.88	2020/4/30	买入	32.94	1.83	2.22	16.87	13.91	11.31	9.05	16.7	17.4
兔宝宝								0.81	19.18	13.49	14.93	10.84	21.5	26.2

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中股价数据来源于Wind资讯统计2020年9月18日该公司收盘市值；表中2020年和2021年估值和财务数据来自广发证券最新外发报告；海螺水泥H股和中国建材EPS的单位是人民币元/股，收盘价、合理价值单位是港元/股。

目录索引

一、复盘建材行业过去 10 年五倍以上股（17 只），消费建材公司占一半	6
二、消费建材是容易出长线牛股的好赛道	9
（一）消费建材赛道属性决定其容易孕育长线牛股	9
（二）他山之石，发达国家的优质消费建材公司也长期走牛	16
三、水泥玻璃玻纤是周期品中的好赛道，成长中的优质龙头有较好的长期回报	22
四、风险提示	25

图表索引

图 1: 2010 年以来东方雨虹最低点至今涨幅 20.4 倍	11
图 2: 东方雨虹收入和归母净利润	11
图 3: 2010-2019 年东方雨虹市场占有率	11
图 4: 2010-2019 年东方雨虹 ROE	11
图 5: 坚朗五金上市以来最低点至今涨幅 15.3 倍	12
图 6: 坚朗五金收入和归母净利润	12
图 7: 2011-2019 年坚朗五金 ROE	12
图 8: 2011-2019 年坚朗五金毛利率和净利率和员工数量	12
图 9: 三棵树和亚士创能上市以来最低点至今涨幅分别为 8.4 倍、7.5 倍	13
图 10: 三棵树和亚士创能归母净利润及增速	13
图 11: 2011-2019 年三棵树和亚士创能 ROE	13
图 12: 2011-2019 年三棵树和亚士创能净利率	13
图 13: 2010 年以来北新建材最低点至今涨幅 7.2 倍	14
图 14: 北新建材收入和扣非归母净利润	14
图 15: 2010-2019 年北新建材 ROE	14
图 16: 北新建材毛利率、营业利率和销量同比增速	14
图 17: 2010 年以来中国联塑和伟星新材最低点至今涨幅分别为 8.3 倍、7.6 倍	15
图 18: 中国联塑和伟星新材归母净利润及增速	15
图 19: 2010-2019 年中国联塑和伟星新材 ROE	15
图 20: 2010-2019 年中国联塑和伟星新材净利率	15
图 21: 2010 年以来兔宝宝最低点至今涨幅 6.0 倍	16
图 22: 2010-2019 年兔宝宝收入和归母净利润	16
图 23: 2010-2019 年兔宝宝 ROE	16
图 24: 2010-2019 年兔宝宝毛利率和净利率	16
图 25: 美国住宅销售情况	17
图 26: 截至 2019 年美国房屋年龄分布情况	17
图 27: 美国存量住房及当年美国存量房屋平均年龄	17
图 28: 美国建筑涂料和水泥产值比较	17
图 29: 2018 年美国涂料需求占比	18
图 30: 2017 年美国各类建材需求占比	18
图 31: 宣伟营收各地区占比	20
图 32: 立邦营收各地区占比	20
图 33: 水泥、玻璃和玻纤行业十年 5 倍股公司 2010-2019 年收入累计增幅	22
图 34: 水泥、玻璃和玻纤行业十年 5 倍股公司 2010-2019 年归母净利润累计增幅	22
图 35: 2010-2019 年水泥产量及同比增速	23
图 36: 2010-2019 年玻璃产量及同比增速	23
图 37: 2010-2019 年玻纤产量及同比增速	23
图 38: 2010-2019 年地产投资和广义基建投资	23

图 39: 水泥行业十年 5 倍股公司 2010-2020 年 ROE 和水泥行业 ROE 均值(%)	24
图 40: 2010-2019 年玻璃公司 ROE	24
图 41: 2010-2019 年玻纤公司 ROE	24
图 42: 2010-2019 年海螺水泥水泥和熟料产能.....	25
图 43: 2010-2019 年海螺水泥水泥和熟料销量及增速.....	25
图 44: 2010-2018 年中国巨石产能及增速.....	25
图 45: 2010-2019 年中国巨石玻纤销量及增速.....	25

表 1: 2010-2020 十年 5 倍以上股净利润和 PE 涨幅	6
表 2: 2010-2020 十年 5 倍以上涨幅公司股价低点对应 ROE 处于区间低分位水平	7
表 3: 中国和美国几个建材品类比较	9
表 4: 海内外消费建材龙头公司基本情况对比.....	10
表 5: 美国建材龙头公司概况 (单位: 亿元人民币)	18
表 6: 日本建材龙头公司概况 (单位: 亿元人民币)	19
表 7: 欧洲和韩国建材龙头公司概况 (单位: 亿元人民币)	20
表 8: 水泥、玻璃和玻纤行业十年 5 倍股公司 2010-2020 年 ROE、营收增速和归母净利润增速	22

一、复盘建材行业过去 10 年五倍以上股（17 只），消费建材公司占一半

2010-2020 十年建材行业共 17 只五倍以上股，一半在消费建材，4 只十倍股中（东方雨虹、三棵树、坚朗五金、山东药玻）3 只在消费建材。我们提取自 2010 年 1 月 1 日至 2020 年 8 月 31 日近十年的时间里从最低点至今（2020/8/31）上涨超过 5 倍的股票（A+H 股），期间上市的新股从打开涨停板之日算起，共得到 17 只股票；从细分行业来看，有 8 只消费建材股，5 只水泥股，2 只玻璃股，2 只玻纤股；其中涨幅超过 10 倍的有 4 只，分别是东方雨虹（20.4 倍）、三棵树（17.1 倍）、坚朗五金（15.3 倍）、山东药玻（13.5 倍），历年股价涨幅标准差在 38%-108%。

作为对比，根据我司食品饮料小组 2020/9/10 的报告《复盘食品饮料行业过去十年的十倍股》，食品饮料行业过去十年产生了 28 只五倍以上股，12 只十倍股。建材小行业孕育了不少大牛股。

观察建材行业 17 只 5 倍以上股，有几个特点：

（1）长期来看，ROE 都较高，业绩是主要驱动因素；70% 的公司过去 10 年平均 ROE 都在 15% 以上；从股价涨幅归因来看，多是以业绩驱动为主；其中三棵树和坚朗五金由于上市时间短、业绩增速快、长期空间大，给予一定估值溢价；山东药玻和中国联塑由于公司治理结构变化带来估值提升；信义玻璃和北新建材主要因在行业景气低迷期估值极低，后续市场逐渐认可公司护城河实现业绩和估值双击。总体来看，如果时间维度足够长，以十年来看，基本上都是业绩驱动为主。估值驱动的机会往往发生在公司逻辑和行业景气发生很大变化，或是衡量的时间不够长，短期内出现估值涨幅大于业绩的情况。

表 1：2010-2020 十年 5 倍以上股净利润和 PE 涨幅

	2010 年至今 股价最低日	2010 年以来最 低点至今涨幅	自股价最低日年份 起至 2020 年年报 归母净利润涨幅	最低价日当年 年报 PE(x)	2020 年预测 PE(x) (2020/8/31)	自股价最低日年 份起至 2020 年 年报 PE 涨幅	上涨主因
东方雨虹	2011-10-24	2041%	2642%	34.34	32.83	-4%	业绩驱动
三棵树	2016-06-03	1708%	324%	17.17	72.46	322%	业绩估值驱动
坚朗五金	2018-10-18	1526%	305%	16.87	63.65	277%	业绩估值驱动
山东药玻	2012-12-04	1346%	387%	16.45	51.59	214%	业绩估值驱动
华新水泥	2010-07-02	913%	971%	11.03	9.56	-13%	业绩驱动
信义玻璃	2010-05-20	850%					
中国联塑	2010-07-05	826%	239%	4.96	11.69	136%	业绩估值驱动
伟星新材	2012-07-31	757%	333%	14.08	22.02	56%	业绩驱动
亚士创能	2018-10-12	752%	389%	34.66	56.08	62%	业绩驱动
北新建材	2012-01-06	720%	295%	8.32	20.74	149%	业绩估值驱动
海螺水泥	2010-07-05	718%	479%	9.00	9.03	0%	业绩驱动

华润水泥控股	2016-02-12	707%	593%	8.62	8.59	0%	业绩驱动
中国巨石	2012-08-31	682%	670%	22.44	24.63	10%	业绩驱动
万年青	2010-05-18	643%	970%	16.89	8.77	-48%	业绩驱动
上峰水泥	2014-01-20	619%	630%	9.66	8.52	-12%	业绩驱动
中材科技	2012-12-04	601%	1339%	21.10	18.16	-14%	业绩驱动
兔宝宝	2012-01-06	595%	1291%	44.08	20.57	-53%	业绩驱动

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2020 年预测 PE 为 2020 年 8 月 31 日 wind 一致预期值

（2）消费建材板块容易孕育牛股。消费建材板块2010年以来产生8只五倍以上股，其中3只十倍以上股，分别为东方雨虹（20.4倍）、三棵树（17.1倍）、坚朗五金（15.3倍）、中国联塑（8.3倍）、伟星新材（7.6倍）、亚士创能（7.5倍）、北新建材（7.2倍）、兔宝宝（6.0倍）；这些公司普遍ROE较高，且波动率不大，业绩增速快。

（3）水泥玻璃玻纤是周期品中的好赛道，虽然ROE波动率大，成长的优质龙头有较好的长期回报。建材周期板块（水泥、玻璃、玻纤）2010年以来股价最低点至今（2020/8/31）产生了9只五倍以上股，分别为山东药玻（13.5倍）、华新水泥（9.1倍）、信义玻璃（8.5倍）、海螺水泥（7.2倍）、华润水泥控股（7.1倍）、中国巨石（6.8倍）、万年青（6.4倍）、上峰水泥（6.2倍）、中材科技（6.0倍）；这些公司ROE波动率更大，但只要具备成长性，在ROE或PB较低时买入会显著提升收益率，容易带来估值和业绩双击。

表2：2010-2020十年5倍以上涨幅公司股价低点对应ROE处于区间低分位水平

公司名称	2010/1/1 起到 2020/8/31 股价 最低日	2010/1/1 起从 最低点到 2020/8/31 的 涨幅	2010/1/1 到 2020/8/31 的涨幅	近十年平均 ROE (%)	2010/1/1 起到 2020/8/31 股价 最低日所在年 份 ROE (%)	近十年最低 ROE (%)	近十年最高 ROE (%)	行业分类
东方雨虹	2011-10-24	2041%	1666%	19.48	9.92 (2011 年)	9.92 (2011 年)	24.86 (2013 年)	消费建材 (防水)
三棵树	2016-06-03	1708%	1708%	21.86	17.53 (2016 年)	16.79 (2017 年)	27.05 (2013 年)	消费建材 (建筑涂料)
坚朗五金	2018-10-18	1526%	584%	17.57	6.41 (2018 年)	6.41 (2018 年)	29.73 (2012 年)	消费建材 (五金)
山东药玻	2012-12-04				6.32	6.02	12.41	
华新水泥	2010-07-02	913%	542%	15.78	11.95 (2010 年)	1.06 (2015 年)	36.27 (2018 年)	水泥
信义玻璃	2010-05-20	850%	631%	21.18	26.3 (2010 年)	11.11 (2014 年)	31.80 (2013 年)	玻璃

中国联塑	2010-07-05	826%	666%	22.84	44.87 (2010 年)	17.61 (2018 年)	44.87 (2010 年)	消费建材 (管材)
伟星新材	2012-07-31	757%	366%	21.10	13.52 (2012 年)	13.33 (2011 年)	28.60 (2018 年)	消费建材 (管材)
亚士创能	2018-10-12	752%	355%	26.97	4.52 (2018 年)	4.52 (2018 年)	76.69 (2012 年)	消费建材 (建筑涂料)
北新建材	2012-01-06	720%	397%	16.62	20.69 (2012 年)	3.12 (2019 年)	23.28 (2013 年)	消费建材 (石膏板)
海螺水泥	2010-07-05	718%	381%	19.58	19.36 (2010 年)	11.00 (2015 年)	29.51 (2018 年)	水泥
华润水泥 控股	2016-02-12	707%	307%	14.81	5.04 (2016 年)	3.71 (2015 年)	24.53 (2011 年)	水泥
中国巨石	2012-08-31	682%	335%	13.57	7.74 (2012 年)	7.74 (2012 年)	18.36 (2017 年)	玻纤
万年青	2010-05-18	643%	514%	20.47	13.42 (2010 年)	8.43 (2016 年)	36.84 (2011 年)	水泥
上峰水泥	2014-01-20	619%	505%	31.10	23.18 (2014 年)	3.52 (2015 年)	52.48 (2019 年)	水泥
中材科技	2012-12-04			7.79	5.5 (2012 年)	4.60 (2013 年)	12.35 (2019 年)	玻纤
兔宝宝	2012-01-06	595%	502%	11.96	4.35 (2012 年)	3.04 (2013 年)	22.51 (2019 年)	消费建材 (板材)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

居 (公司 2018-2019 年水泥市)

二、消费建材是容易出长线牛股的好赛道

（一）消费建材赛道属性决定其容易孕育长线牛股

消费建材板块容易出长线牛股源于其赛道优势，具体体现在以下几个方面：

（1）商业模式和产品技术稳定，有品牌属性，时间是好公司的朋友；消费建材大多是土木建筑的结构和装饰材料，产品很成熟，应用了很多年，几乎没有颠覆性技术和潮流的冲击；商业模式也很固定（直销和经销），几乎没有颠覆式创新；由于消费建材产品均有一定功能属性，会直接影响日常居住质量，有一定品牌属性；随着时间的积累，品牌和渠道构建的壁垒均会不断的加固，龙头公司形成的这种壁垒（竞争优势）很难被新出来的竞争对手颠覆。

（2）服务属性强、对销售渠道依赖度高，管理（公司质地）好坏带来差异化程度大；和水泥不同，消费建材服务属性强、对销售渠道依赖程度高，这样避免了产品高度同质化“价格战”的情景；而且不同公司由于管理上的差异会带来销售端差异化程度大。

（3）行业大（坡道长）且相对稳定，天然具备集中趋势；消费建材都具备存量属性，并不会随着新建房出现长周期波动，行业需求大而相对稳定；由于以上1、2的原因，行业内公司具备强者更强的特点，呈现出天然集中的趋势。

（4）优秀公司可以实现品牌、渠道协同，通过品类拓展能扩张新的增长边界和加强护城河；由于消费建材很多品类消费场景和渠道较为一致，相关品类具备销售协同效应，进一步加强优质公司的护城河。

表3：中国和美国几个建材品类比较

	中国		美国/中国
水泥产量规模（2017年）	231625 万吨	9550 万吨	4%
建筑涂料产量（2018年）	649 万吨	379 万吨	58%
石膏板产量（2016年）	29.4 亿平方米	23.23 亿平方米	79%
人口数量（2019年）	14.0 亿	3.29 亿	24%
城镇化率（2019年）	61%	82%	/
新房销售（2019年）	1341 万套（15 亿平方米）	103 万套	8%
存量房套数（2019年）	3.2 亿套（306.4 亿平方米）	13964 万套	44%
可比口径人均住房面积（2019年）	28.9 平/人	57.8 平/人	200%

berg, 美国建筑材料协会, 中国建筑材料协会, 北新建材年报, 中国统计局,

表4：海内外消费建材龙头公司基本情况对比

行业	国内公司（单位：人民币亿元）						对标海外龙头公司（单位：人民币亿元）				
	公司名称	行业市场 规模	市占 率	2019 年 总收入	2019 年归 母净利润	最新市值 (2020/8/31)	公司名称	市占 率	最新年 报收入	最新年报归 母净利润	最新市值 (2020/8/31)
防水	东方雨虹	2000 亿	8.6%	182	20.7	941	西卡	/	564	52	2330
建筑五金	坚朗五金	1000 亿	5.3%	53	4.4	444	史丹利百得	/	998	85	1764
石膏板	北新建材	200 亿	60%	133	4.4	554	吉野石膏	80%	/	/	/
建筑涂料	三棵树	2000 亿	1.9%	60	4.1	410	宣伟	52%	1237	107	4184
建筑涂料	亚士创能	2000 亿	0.9%	24	1.1	161	宣伟	52%	1237	107	4184
管材	中国联塑	3000 亿	8.4%	264	30.2	397	吉博力	/	214	45.0	1463
管材	伟星新材	3000 亿	1.5%	47	9.8	225	吉博力	/	214	45.0	1463
装饰板材	兔宝宝	2000 亿	7.0%	46	3.9	94	宜家	/	3035	141	/

数据来源：公司财报，Bloomberg，统计局，各行业协会，广发证券发展研究中心

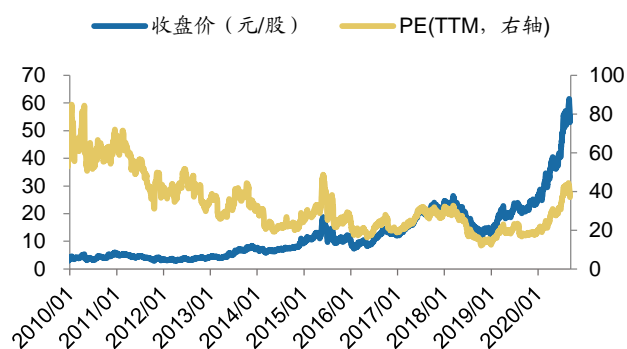
注 1：防水、建筑涂料和管材行业均根据统计局/行业协会披露的规模以上企业收入*2 计算得到总市场规模（考虑到还有众多中小企业，中性假设规模以上企业和规模以下企业各占一半），建筑五金市场规模根据各细分品类规模测算，石膏板市场规模根据行业销量和单价估算，装饰板材市场规模根据提货价 5000/套*2000 万套数估算；注 2：北新建材市占率为销量市占率，其余公司为收入口径市占率；注 3：所有公司市占率指相关业务收入或销量市占率，非公司总收入或总销量，兔宝宝市占率为 B 类收入折算后的板材业务收入市占率。

具体到各个消费建材公司：

东方雨虹：充分激励和高效管理，持续升级产品（服务）、品牌、渠道，已是防水行业一马当先龙头。公司 2008 年 9 月上市，2019 年相比 2008 年，收入累计增长 24.5 倍（年化增速 34%），归母净利润累计增长 45.8 倍（年化增速 42%）；公司持续快速增长直接源自防水行业市场大、公司份额持续提升（市占率从 2010 年不到 2% 提升至 2019 年的 9%），公司已在防水行业构筑起强大的竞争力：公司在产品（服务）、品牌、渠道三个维度构筑竞争力，使其成为防水行业龙头。

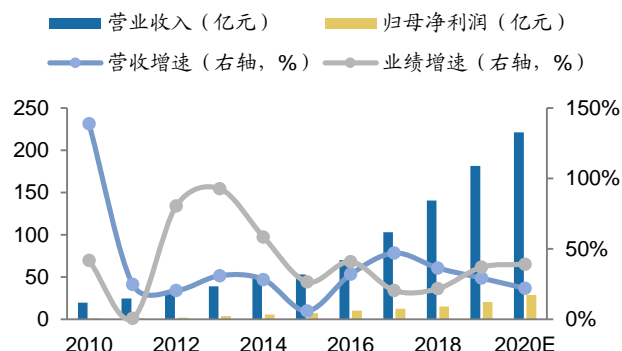
属性明显，公司具备产品加服务基因，持续异地扩张实现唯一全国布局，供应能力强，二是公司构筑全渠道、密布全国销售网络，三是通过产品美誉度、示范性大工程、规模效应、持续营销已具备一定品牌效应；而这些过程背后是公司优秀的激励机制和高效管理带来的支撑。公司在打造以防水为核心的产品矩阵，实现产品品类协同扩张，公司加速布局其他功能性建材主要是因为防水材料品牌外溢效应开始显现，借助防水主业构筑的生产网络、渠道资源和品牌优势，公司正在进行延伸布局。

图1：2010年以来东方雨虹最低点至今涨幅20.4倍



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

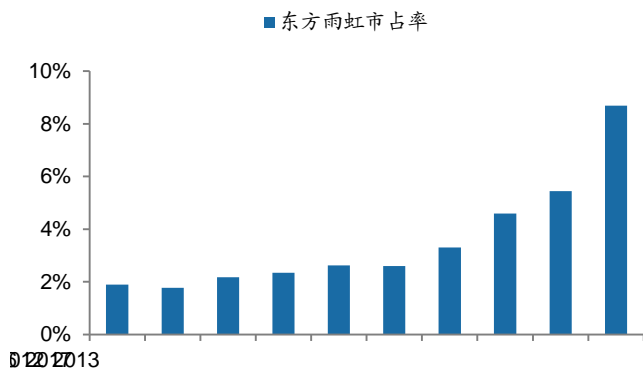
图2：东方雨虹收入和归母净利润



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

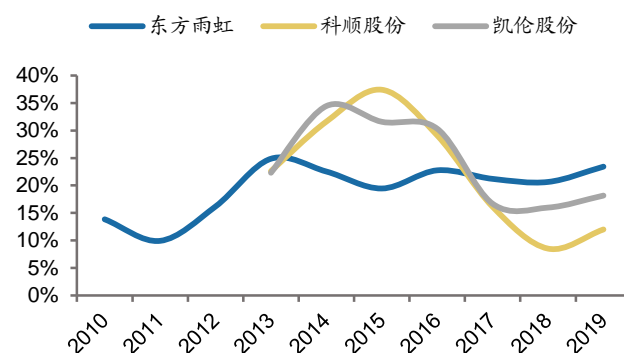
注：2020年数据为Wind一致预期，下同

图3：2010-2019年东方雨虹市场占有率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：2010-2019年东方雨虹 ROE



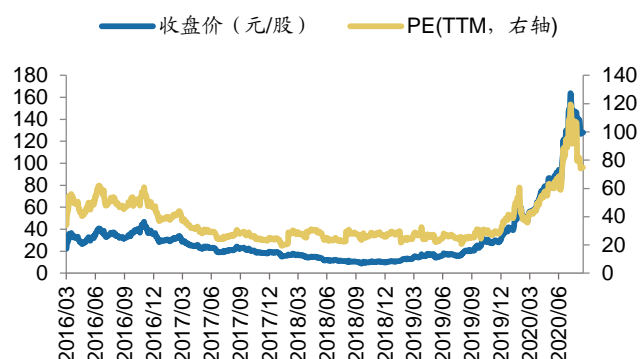
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

坚朗五金：打造泛建筑五金集成供应平台，新品类放量、规模效应显现带来业绩估值双击。坚朗五金从上市以来股价最低点至2020/8/31涨幅15.3倍，从上市以来至2020/8/31日涨幅5.8倍，股价最低点在2018/10/18，坚朗五金上市前三年业绩增速分别为20.1%（2016年）、-24.5%（2017年）、-9.9%（2018年），股价出现下滑，2019年公司业绩迎来拐点，业绩和估值同步大幅提升，2019年业绩增速155.2%，2020年业绩增速（wind一致预期）58.3%，PE估值从2018年的18x上升至2020年的59x（wind一致预期）。2019年公司产品和渠道齐发力，一方面，公司制定集成供应战略，通过品类扩张提升规模，通过直销模式构筑平台优势，另一方面，集成化供应

现摊薄费用率，净利率提升明显，2019年

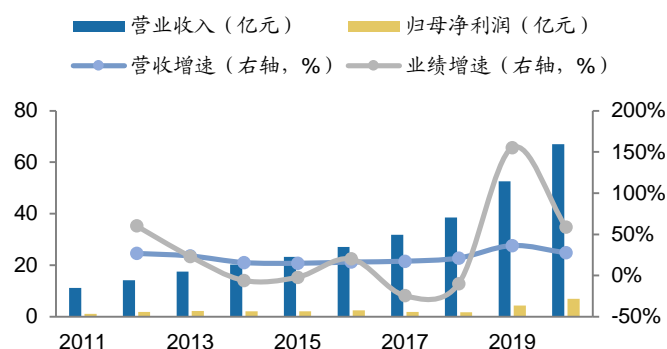
以来公司业绩持续超预期；公司具有优秀的产品研发能力和供应链管理能力和高黏性的销售网络、规模优势，已初步成为平台型公司。

图5：坚朗五金上市以来最低点至今涨幅15.3倍



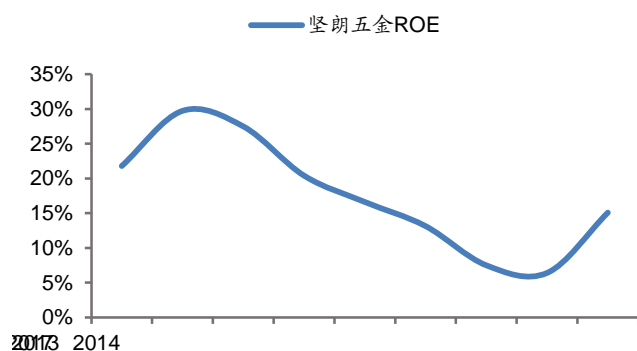
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：坚朗五金收入和归母净利润



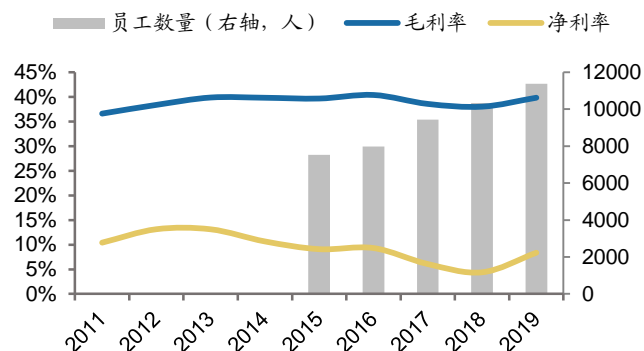
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：2011-2019年坚朗五金ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

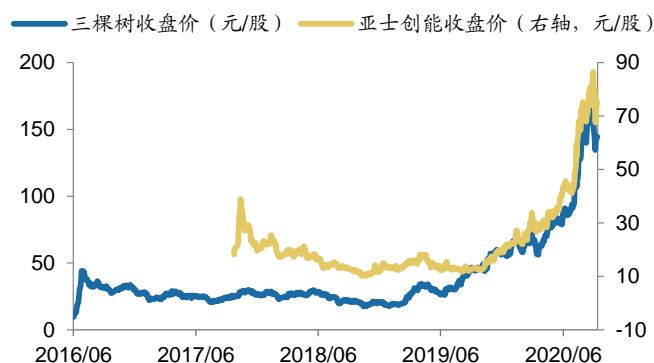
图8：2011-2019年坚朗五金毛利率和净利率和员工数量



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

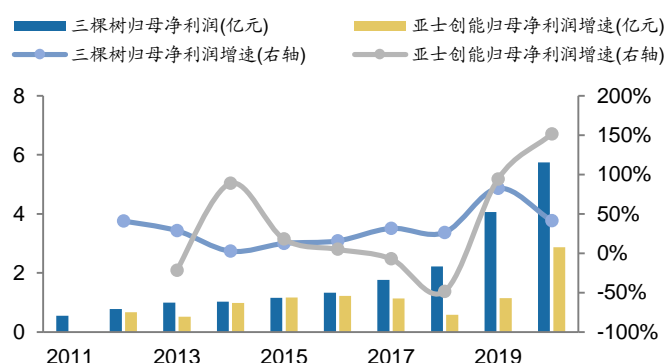
三棵树和亚士创能：外墙涂料集采化带来国产品牌B端突围，三棵树和亚士创能产品、渠道布局持续完善，高效管理和充分激励，均迎来业绩拐点和估值上升。三棵树和亚士创能从上市以来股价最低点至2020/8/31涨幅分别为17.1倍、7.5倍，两个公司的业绩均于2019年出现增长拐点（2019年，三棵树收入增长67%，归母净利润增长83%，亚士创能收入增长46%，归母净利润增长94%）；一方面建筑涂料适合主场作战，外墙涂料集采化带来行业集中度快速提升，三棵树和亚士创能凭借持续优化品牌力、快速供应链和优质产品/服务能力、渠道网络，在B端市场实现突围；另一方面两家公司持续完善产能布局、产品矩阵、渠道体系，凭借高效管理和充分激励带

图9：三棵树和亚士创能上市以来最低点至今涨幅分别为8.4倍、7.5倍



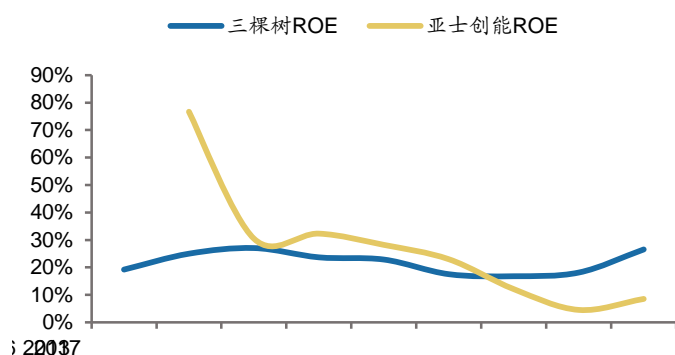
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：三棵树和亚士创能归母净利润及增速



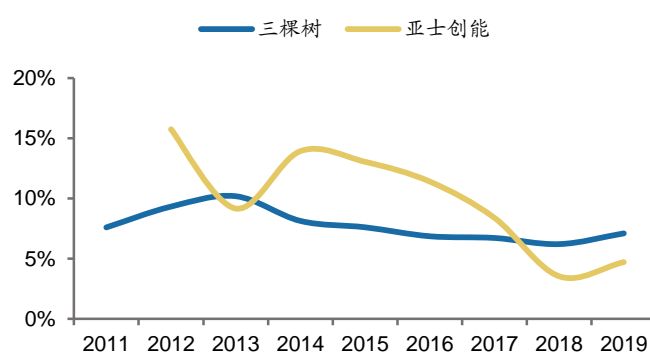
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：2011-2019年三棵树和亚士创能ROE



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

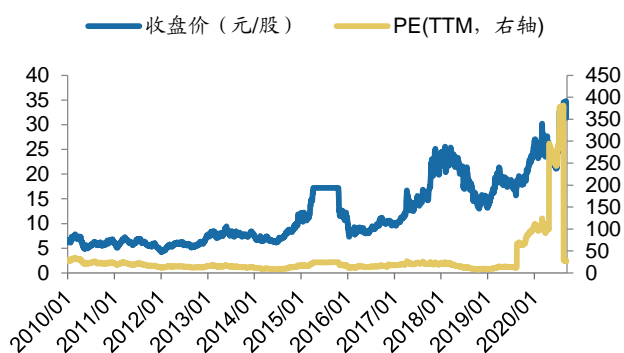
图12：2011-2019年三棵树和亚士创能净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

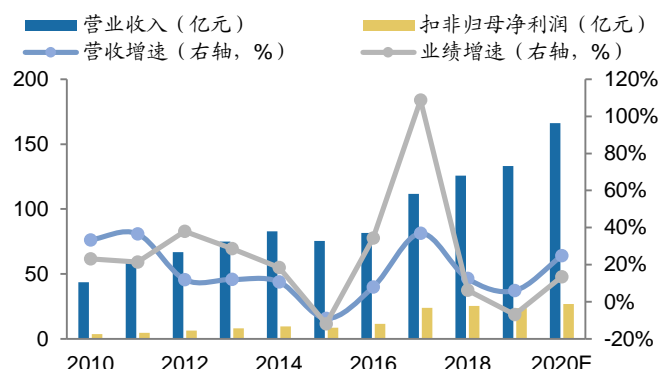
北新建材：石膏板资源禀赋和品牌属性筑就单龙头，品类扩张进入发展新阶段。北新建材从2010年股价最低点至2020/8/31涨幅7.2倍，主要源于公司持续业绩增长（2010-2019年业绩涨幅5.3倍，年化增速23%）；石膏板行业，一方面石膏板有运输半径、同时上游脱硫石膏来自火电厂，使其生产上具备资源禀赋，另一方面石膏板品牌属性较强，不同品牌间价格差异较大，公司通过占领全国脱硫石膏资源、优质渠道和多品牌布局，实现份额持续提升，目前公司在石膏板行业市占率超过60%；公司通过一体两翼战略扩展新产品，一方面立足于石膏板业务优势，协同拓展轻钢龙骨、石膏砂浆等品类，优势明显，另一方面通过收购切入防水和涂料等新领域，公

图 13: 2010年以来北新建材最低点至今涨幅7.2倍



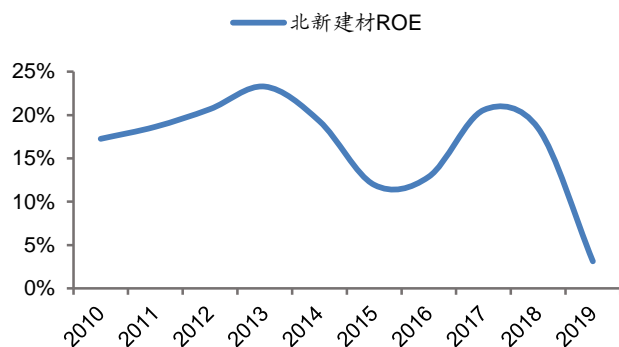
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 北新建材收入和扣非归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

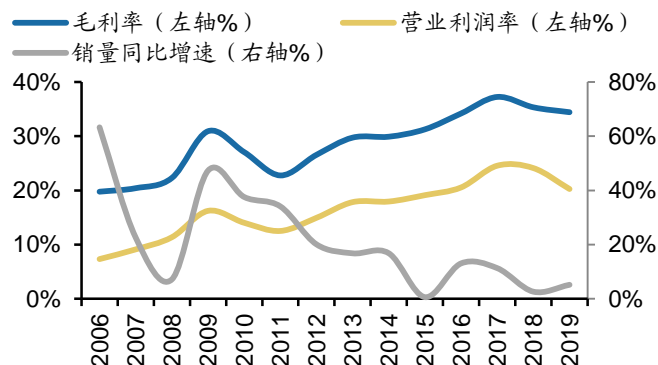
图 15: 2010-2019年北新建材ROE



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2019 年受到美国石膏板案诉讼费影响, 净利率大幅下滑

图 16: 北新建材毛利率、营业利润率和销量同比增速



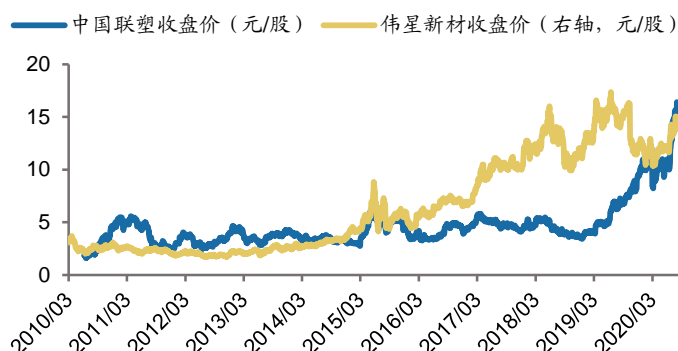
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

中国联塑和伟星新材: 精装修改变建筑管材行业需求结构, 两家公司采取了不同发展模式构筑自己护城河; 中国联塑(管材行业龙头)和伟星新材(管材零售市场细分龙头)从2010/1/1以来股价最低点至2020/8/31涨幅分别为8.3倍、7.6倍, 两者涨幅相近但趋势不同, 2010-2018年, 中国联塑股价保持低位震荡, 而伟星新材一骑绝尘; 2018年末以来, 中国联塑股价一路上涨, 伟星新材则震荡下行, 背后的原因一是精装房趋势改变了行业需求结构, 另一方面两家公司采取了不同发展模式构筑自己护城河。伟星新材偏重零售市场, 扁平化渠道、极致服务, 打造高端品牌, 品牌和渠道管控是其护城河; 中国联塑偏重工程市场为主, 密集分销、密集建厂布局, 追求

河; 而由于2017年以来精装房渗透率持续

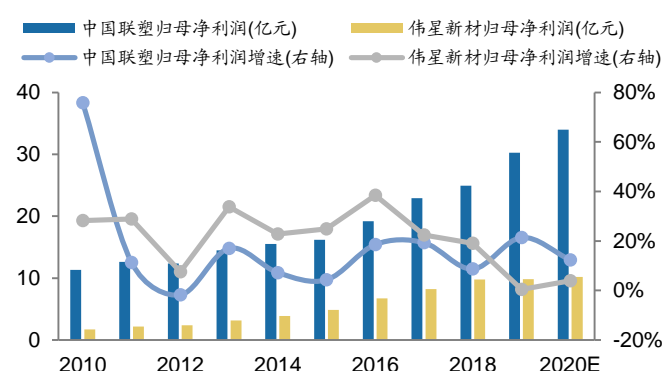
快速提升, 对伟星新材零售商业模式带来负面冲击, 使其业绩增速和估值均受到影响; 中国联塑受益这一行业变化, 同时由于其治理结构变化带来分红率好转, 使其业绩增速和估值得以双击。

图 17: 2010年以来中国联塑和伟星新材最低点至今涨幅分别为8.3倍、7.6倍



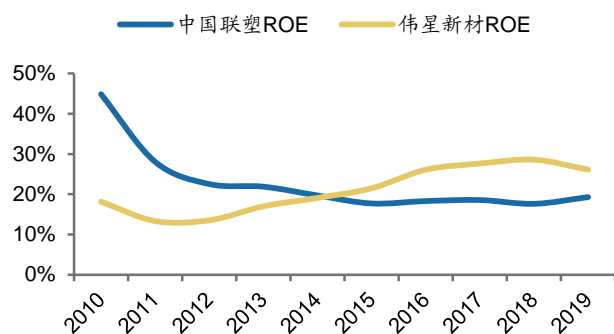
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 中国联塑和伟星新材归母净利润及增速



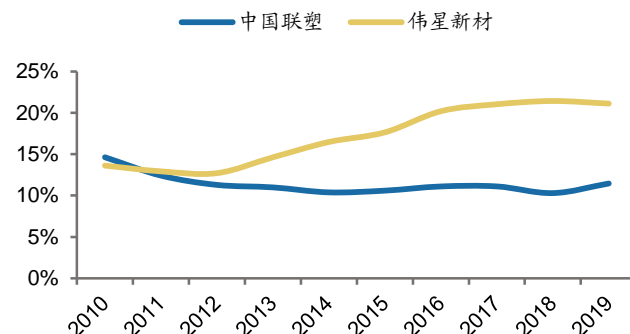
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 2010-2019年中国联塑和伟星新材ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

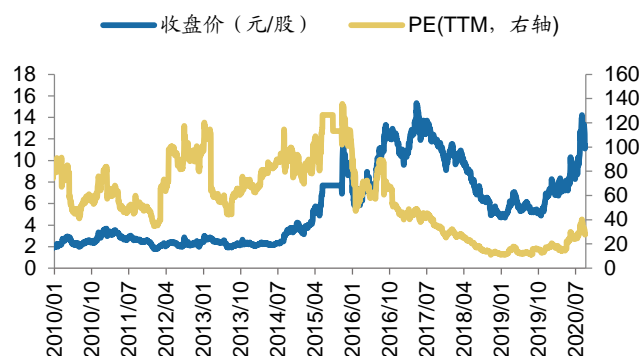
图 20: 2010-2019年中国联塑和伟星新材净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

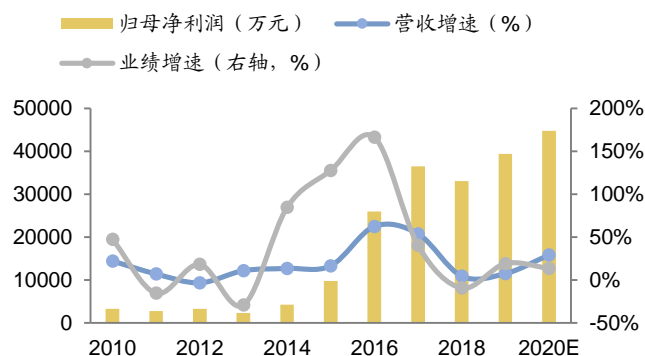
兔宝宝: 品牌和渠道成就装饰板材龙头, 新渠道和新业务构建新增长点, 业绩持续增长带动股价上涨。兔宝宝从2010年股价最低点至2020/8/31涨幅6倍, 源于业绩的高速增长, 公司2010-2020年业绩涨幅12.7倍; 一方面, 公司装饰板材业务树立了高端环保品牌, 采用OEM轻资产模式实现板材业务快速扩张, 通过品牌和渠道构建起宽深护城河, 2010-2019年板材A类收入CAGR达18.4%, 品牌授权B类收入折算后的板材收入CAGR达27.8%; 另一方面, 公司进行产品和渠道升级, 从装饰材料向家居成品, 从零售渠道向零售/工程并举, 工程端收购的裕丰汉唐供应链管理和团队执行力强, 产品布局和客户基础好, 客户拓展和品类扩张将带来收入高速增长, 零售端易装正处于导入期, 公司立足现有品牌和渠道, 差异化商业模式, 具备较强竞争潜

图 21: 2010年以来兔宝宝最低点至今涨幅6.0倍



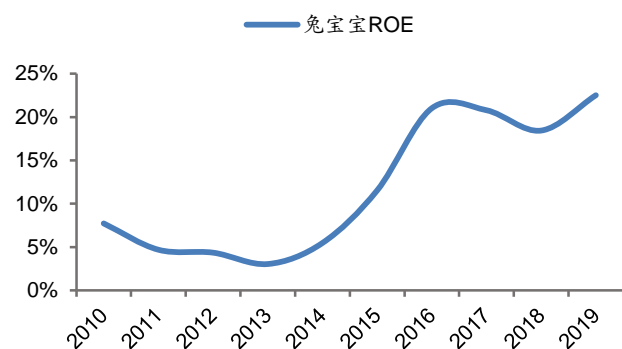
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 2010-2019 年兔宝宝收入和归母净利润



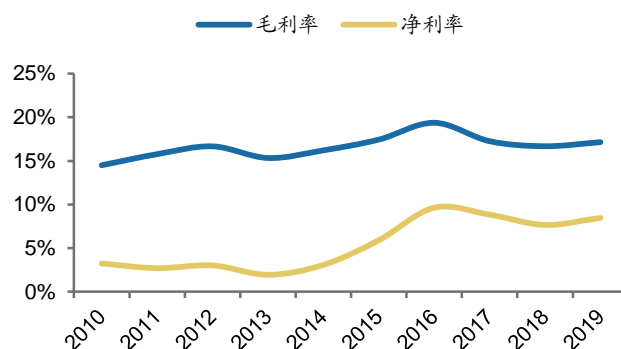
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 2010-2019 年兔宝宝ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 2010-2019 年兔宝宝毛利率和净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

，发达国家的消费建材公司也长期走牛

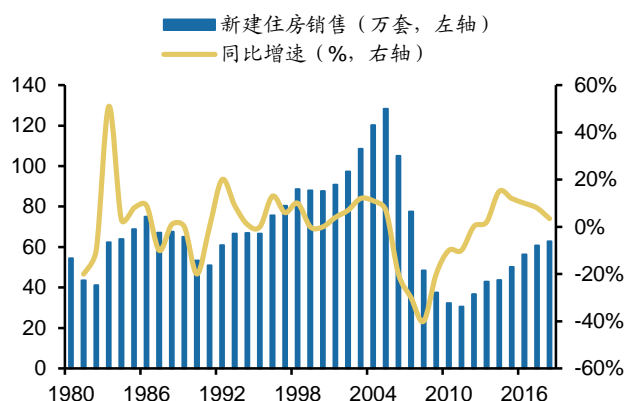
从发达国家经验来看，建材行业长期大牛股基本都出在消费建材领域，表现出共性。

美国：美国消费建材行业有几个特点；（1）需求以存量房维修和翻新市场为主（占比60%以上），高人工成本造成美国消费者DIY习惯；（2）零售渠道品牌大于商品（制造）品牌，家得宝和劳氏是两家巨无霸，渠道强势，集中度高，也带来商品品牌集中度高，但对大客户（渠道品牌）依赖度高；（3）在两大零售巨头的压迫下，仍有不少制造业（品牌）公司主要分布在涂料、工具、地面装饰材料、卫浴等行业，他们有自己的渠道体系；（4）行业集中度高，呈现出单龙头或双寡头格局，美国大型建材商超行业双寡头——家得宝（市占率38%）和劳氏（市占率26%），美国建筑涂料行业单龙头——宣伟（市占率50%），美国室内铺地材料行业双寡头：莫霍克工业（市占率23%）和萧氏工业（市占率22%）。

1980年以来，美国两大建材零售巨头家得宝和劳氏分别取得30.7%、24.0%的年化收益，宣伟、PPG、史丹利百得、马斯可和莫霍克工业年化收益分别达24.5%、18.0%、

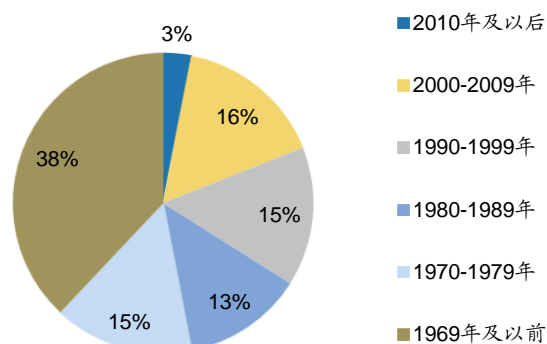
16.2%、14.1%、10.7%，长期较好收益源自这些公司长期较好的ROE和经营现金流。

图 25：美国住宅销售情况



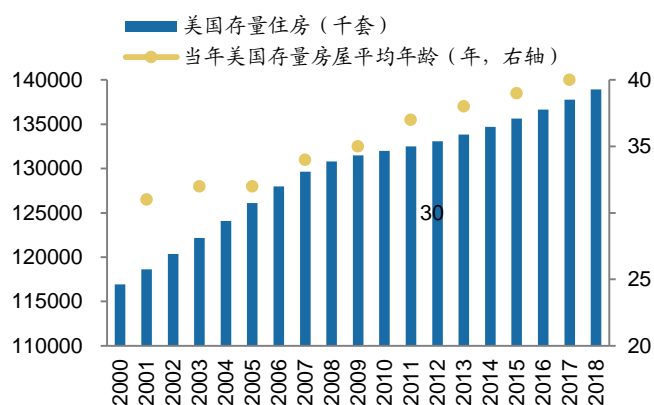
数据来源：NAHB，广发证券发展研究中心

图 26：截至2019年美国房屋年龄分布情况



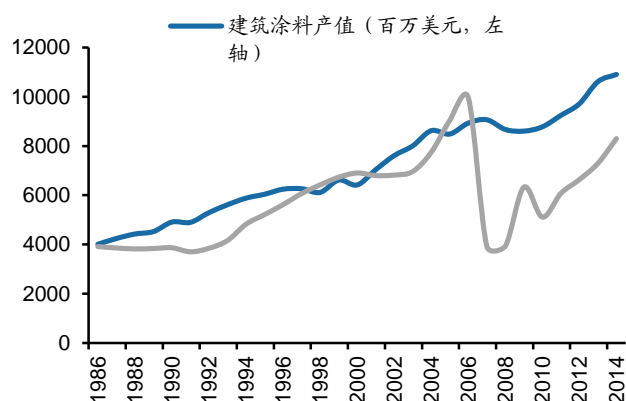
数据来源：NAHB，广发证券发展研究中心

图 27：美国存量住房及当年美国存量房屋平均年龄



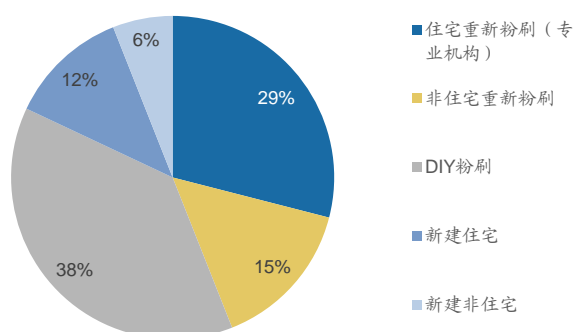
数据来源：US Census Bureau American Housing Survey，广发证券发展研究中心

图 28：美国建筑涂料和水泥产值比较



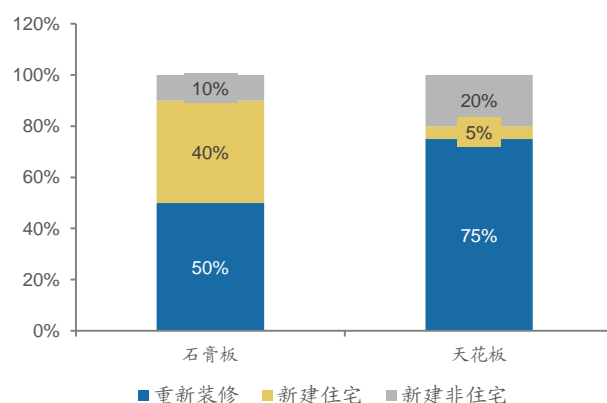
数据来源：ACA，Department of Commerce，广发证券发展研究中心

图 29: 2018年美国涂料需求占比



数据来源: SHW 2018 年度业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

图 30: 2017年美国各类建材需求占比



数据来源: USG 2017 年度业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

表5: 美国建材龙头公司概况 (单位: 亿元人民币)

公司	Home Depot	Lowes	Sherwin-Williams	PPG	MOHAWK Industry	Masco	SWK
中文简称	家得宝		宣伟	PPG	莫霍克工业	马斯可	史丹利百得
成立时间	1978 年	1952 年	1866 年	1883 年	1902 年	1929 年	1843 年
上市时间	1981 年	1980 年	1964 年	1945 年	1992 年	1963 年	1966 年
总部所在地	美国乔治亚州科布县维宁斯市	美国北卡罗莱纳州斯威尔	美国俄亥俄州克利夫兰市	美国宾夕法尼亚州匹兹堡	美国佐治亚州	美国密歇根州泰勒	美国康涅狄格州新布萊頓
主要业务	建材家居零售			涂料	地毯、瓷砖、地板	卫浴、涂料、木制家具	工具和五金
营业收入 (最新年报)	7629	4993	1237	1047	689	463	998
归母净利润 (最新年报)	778	296	107	86	51	65	85
当前市值 (2020/9/14)	20270	8450	4397	2056	479.2	1052	1777.8
ROE 均值和中位数	均值 28.3% 中位数 20.7%	均值 25.1% 中位数 16.1%	均值 30.3% 中位数 24.5%	均值 21.1% 中位数 22.5%	均值 12.7% 中位数 15.4%	均值 17.2% 中位数 11.9%	均值 15.9% 中位数 15.0%
经营净现金流/净利润均值和中位数	均值 1.27 中位数 1.22	均值 2.10 中位数 1.77	均值 2.43 中位数 1.51	均值 1.18 中位数 1.43	均值 2.36 中位数 1.61	均值 0.79 中位数 1.11	均值 1.52 中位数 1.56
股价涨幅	31429 倍 (1982-2020 年)						
股价复合增速	30.7% (1982-2020 年)	24.0% (1981-2020 年)	24.5% (1981-2020 年)	18.0% (1981-2020 年)	10.7% (1992-2020 年)	14.1% (1981-2020 年)	16.2% (1981-2020 年)

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

日本：日本消费建材有几个特点；（1）日本的消费建材市场是零售渠道品牌和制造品牌并存，以存量房维修和翻新市场为主；市值最大的是制造品牌立邦，渠道品牌宜得利市值也很大，收入最大的企业是骊住；单个商品品牌收入最大的是东陶（TOTO）。（2）由于日本本土市场相对较小，大公司都进行全球化布局，尤其是在中国布局，其中以立邦、东陶、关西涂料等为代表；（3）行业集中度高，呈现出单龙头或双寡头格局，建材零售行业单龙头宜得利，涂料行业双寡头立邦和关西涂料，石膏板行业单龙头吉野。

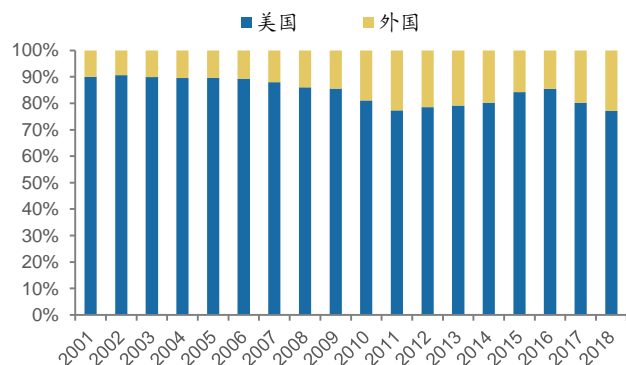
日本建材零售龙头宜得利以19%的年化收益领先其他建材龙头，立邦、关西涂料作为日本涂料行业双龙头分别取得17%、13%的年化收益，卫浴洁具龙头东陶年化收益为11%；长期较好收益源自这些公司长期较好的ROE和经营现金流。

表6：日本建材龙头公司概况（单位：亿元人民币）

公司（亿元人民币）	Nitori Holdings	NIPPON PAINT	LIXIL GROUP	TOTO	Kansai Paint
中文简称	宜得利	立邦	骊住	东陶	关西涂料
成立时间	1972 年	1899 年	1949 年	1917 年	1918 年
上市时间	2002 年	1974 年	1985 年	1974 年	1974 年
总部所在地	日本		日本东京	日本北九州市	日本大阪
主要业务	建材零售	涂料	瓷砖+洁具	卫浴洁具	涂料
营业收入（最新年报）	420	439	1015	376	248
归母净利润（最新年报）	50	23	-2.66	14	11
当前市值（2020/9/14）	1540	2021	416	559	468
ROE 均值和中位数	均值 17.2% 中位数 16.7%	均值 7.0% 中位数 6.3%	均值 3.9% 中位数 4.8%	均值 4.6% 中位数 5.6%	均值 6.7% 中位数 6.9%
经营净现金流/净利润均值和中位数	均值 1.29 中位数 1.24	均值 1.87 中位数 1.62	均值 -23.6 中位数 1.81	均值 3.51 中位数 1.95	均值 1.47 中位数 1.31
股价涨幅	23 倍	503 倍	5.69 倍	75 倍	151 倍
	（2003-2020 年）	（1981-2020 年）	（1986-2020 年）	（1981-2020 年）	（1981-2020 年）
股价复合增速	19%	17%	5%	11%	13%
	（2003-2020 年）	（1981-2020 年）	（1986-2020 年）	（1981-2020 年）	（1981-2020 年）

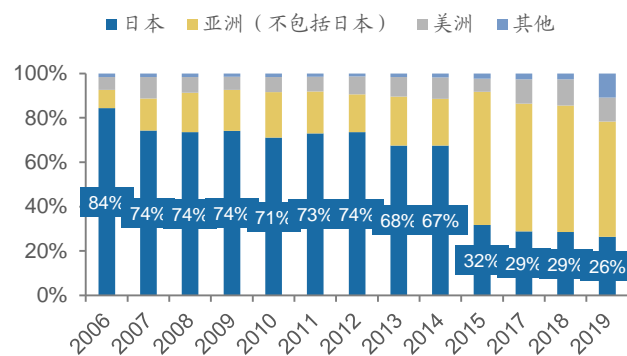
数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

图31: 宣伟营收各地区占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 32: 立邦营收各地区占比



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

欧洲和韩国: 我们也统计了欧洲和韩国的一些消费建材优质公司收益情况, 防水龙头西卡近30年年化收益达19%, 吉博力20年年化收益率18%, 韩国全屋定制龙头汉森近17年年化收益为19%, 全球涂料龙头阿克苏诺贝尔近30年年化收益达12%, 德国汉高近30年年化收益为10%。

表7: 欧洲和韩国建材龙头公司概况 (单位: 亿元人民币)

公司 (亿元人民币)	Sika	GEBERIT	HENKEL	AkzoNobel	hanssem
中文简称	西卡	吉博力	汉高	阿克苏诺贝尔	汉森
成立时间			1876 年	1969 年	1970 年
上市时间	1989 年	1999 年	1989 年	1989 年	2002 年
总部所在地	瑞士巴利市	瑞士	德国杜塞尔多夫	荷兰	韩国
主要业务	防水等建材	排水系统、卫浴	装饰用粘合剂、化妆品	涂料	橱柜+全屋定制
营业收入 (最新年报)	564	214.4	1556	717	109
归母净利润 (最新年报)	52	45.0	161	42	3
当前市值 (2020/9/14)	2318	1459	2951	1331.2	132
ROE 均值和中位数	均值 15.2% 中位数 12.9%	均值 27.3% 中位数 27.6%	均值 15.9% 中位数 15.4%	均值 19.4% 中位数 15.0%	均值 16.1% 中位数 16.3%
经营净现金流/净利润均值和中位数	均值 1.71 中位数 1.58	均值 1.73 中位数 1.29	均值 1.75 中位数 1.40	均值 1.42 中位数 1.33	均值 1.44 中位数 1.21
股价涨幅	237 倍 (1990-2020 年)	33 倍	9 倍	36 倍	22 倍
股价复合增速	19% (1990-2020 年)	18% (1999-2020 年)	10% (1990-2020 年)	12% (1990-2020 年)	19% (2003-2020 年)

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

发达国家这些消费建材龙头公司优秀的市场表现和优异的财务指标背后是消费建材好的赛道，体现在：

1、消费建材需求受益于存量房市场，大而稳定（坡长）；美国、日本、欧洲等发达国家地产行业处于成熟期，新房量少，存量房大，消费建材需求不仅来源于新房，更大比例来自于存量房翻新和维修，由于存量房数量和房龄持续走高，其翻新和维新需求占比增加，使得整体需求更加稳定。以美国为例，美国存量房中2000年以前的房屋占比约80%，存量房平均房龄为40年，新房销售数量早已过峰值，巨大的存量房孕育出持续稳定的市场，以建筑涂料为例，其80%需求来自重涂。

2、美国大国经济，市场体量大，消费建材公司立足本土市场足以发展成大企业；日本和欧洲人口数量和经济体量小，消费建材龙头公司更看重国际化。我们以建材家居零售巨头和涂料龙头为例进行对比：

家得宝和劳氏 VS 宜家：家得宝和劳氏全品类模式主要在北美地区（（2019年北美营收占比均为92%）），瑞典的宜家高度国际化，细分定位（小户型）、高性价比模式在全球范围内获得了广泛的成功；但背靠大国经济的家得宝收入体量是宜家的3倍多、劳氏收入体量是宜家的2倍多。

宣伟VS立邦、关西涂料、阿克苏诺贝尔：宣伟以美国市场为主（2019年美国地区收入占比79%，加拿大也有布局），立邦深耕亚洲，主要是日本本土、中国和东南亚（2019年日本地区收入占比26%，亚洲其他国家或地区占比52%），关西涂料国际化布局（2019年日本占比34%，印度占比20%，亚洲其他国家或地区占比17%，欧洲占比17%），荷兰的阿克苏诺贝尔2019年全球占比4%，欧洲其他

国家或地区占比44%，亚洲占比29%，北美占比12%，拉丁美洲占比9%）。宣伟的收入是阿克苏诺贝尔的1.5倍、立邦的2.8倍、关西涂料的5倍。

呈现出寡头或寡头格局；前面分析过消费建材天然具备集中

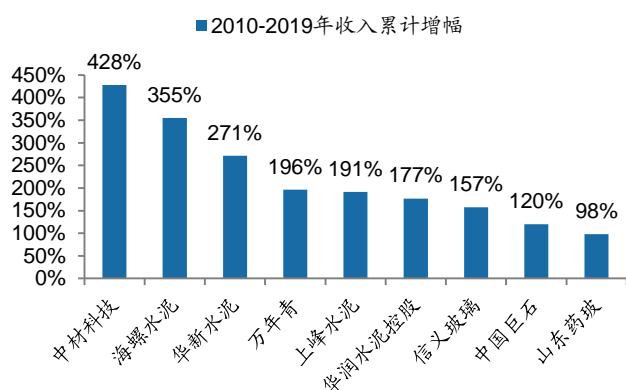
趋势，行业集中度高，一方面规模效应有利于降低生产和经营成本，另一方面龙头公司拥有一定话语权和定价权，从而保持优秀且稳定的盈利能力。

4、龙头公司一般都会做品类协同扩张、打造产品矩阵，一方面打造新的增长边界，另一方面提升综合竞争力。比如建筑涂料企业往往也会布局工业涂料，瓷砖企业往往也会布局地板、地毯等室内铺地材料，防水企业拓展其它功能性建材等。

三、水泥玻璃玻纤是周期品中的好赛道，成长中的优质龙头有较好的长期回报

水泥玻璃玻纤等周期性行业里的优质龙头也能取得较好的长期回报。2010年以来水泥玻璃玻纤行业共产生9只5倍以上股，分别为华新水泥（9.1倍）、信义玻璃（8.5倍）、海螺水泥（7.2倍）、华润水泥控股（7.1倍）、中国巨石（6.8倍）、万年青（6.4倍）、上峰水泥（6.2倍）、中材科技（6.0倍）；这些公司虽然都是周期股，收入增速、利润增速、股价都有较大周期性波动，但是过去10年收入和利润累计增幅都较大，平均ROE都较高，业绩的累计增长和长期ROE表现较好，从较长周期来看（10年）长期回报表现较好。

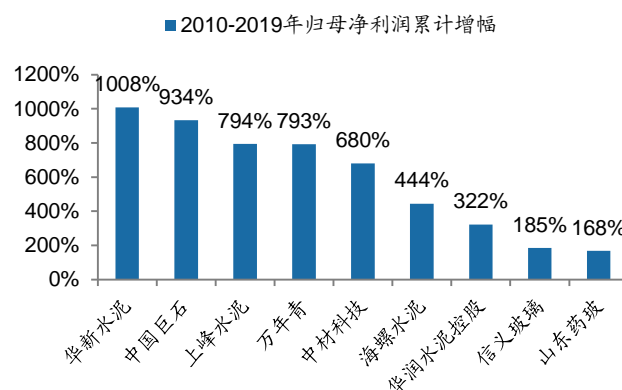
图33：水泥、玻璃和玻纤行业十年5倍股公司2010-2019年收入累计增幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：上峰水泥为2013-2019年累计增幅（公司2013年借壳上市）

图34：水泥、玻璃和玻纤行业十年5倍股公司2010-2019年归母净利润累计增幅



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：上峰水泥为2013-2019年累计增幅（公司2013年借壳上市）

表8：水泥、玻璃和玻纤行业十年5倍股公司2010-2020年ROE、营收增速和归母净利润增速

	ROE			营收增速			扣非归母净利润增速		
	均值	中位数	极差	均值	中位数	极差	均值	中位数	极差
山东药玻	8.1%	7.3%	6.4%	9.5%	10.2%	30%	13.8%	14.9%	71%
华新水泥	15.8%	13.8%	35.2%	18.4%	18.5%	71%	126.5%	68.6%	768%
信义玻璃	21.2%	22.8%	20.7%	17.9%	13.7%	59%	21.3%	10.0%	129%
海螺水泥	19.6%	18.5%	18.5%	22.5%	21.5%	87%	38.7%	51.7%	161%
华润水泥控股	14.8%	14.8%	20.8%	23.0%	13.6%	122%	53.4%	55.9%	263%
中国巨石	13.6%								292%
万年青	20.5%	19.4%	28.4%	17.0%	18.5%	64%	74.0%	51.4%	291%
上峰水泥	31.1%	35.1%	49.0%	21.6%	21.0%	83%	159.8%	85.9%	728%
中材科技	7.8%	6.8%	7.7%	19.3%	16.5%	62%	33.8%	21.8%	236%

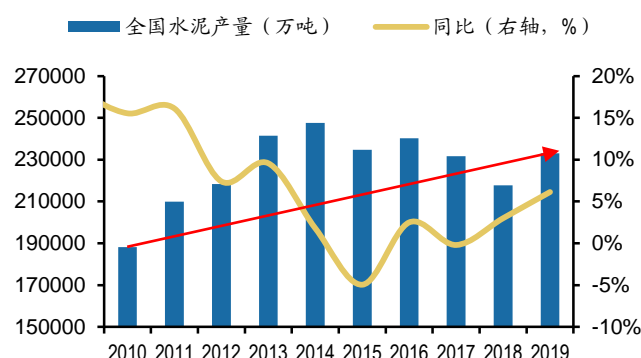
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：上峰水泥为2013-2019年数据（公司2013年借壳上市）

财务数据背后的经营逻辑，我们认为有以下几个基本特征：

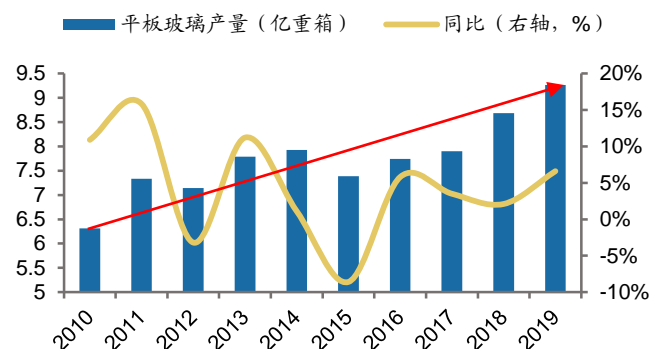
(1) 过去十年(2010-2020年)这三个行业需求总量处于增长态势。以2010年为基准，2019年水泥产量累计增长了24%，平板玻璃产量累计增长了47%，玻纤产量累计增长了106%；从年度增速来看，2010-2014年水泥和玻璃行业每年需求都保持增长态势，2014-2020年水泥和玻璃行业需求基本处于需求总量稳定的成熟期了；玻纤行业仍处于成长期，需求每年都保持扩张态势。

图35: 2010-2019年水泥产量及同比增速



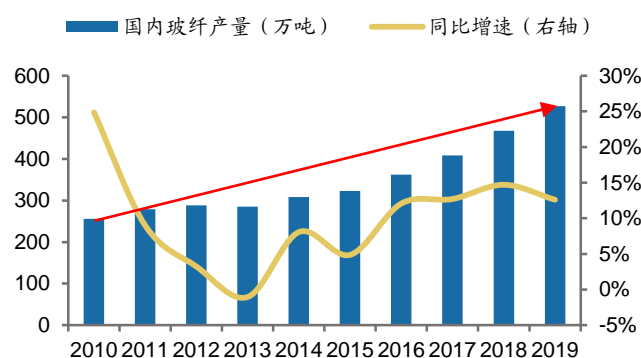
数据来源：数字水泥网，广发证券发展研究中心

图 36: 2010-2019 年玻璃产量及同比增速

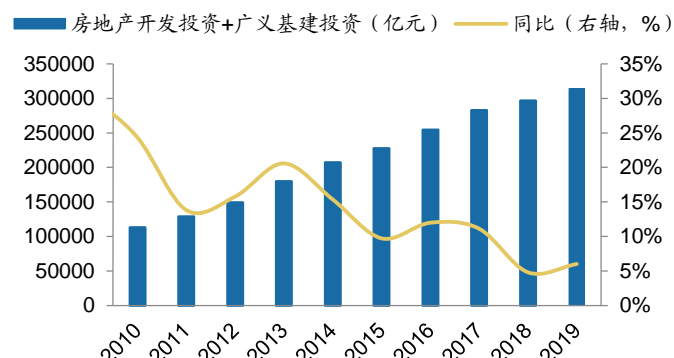


数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

1. 水泥玻纤



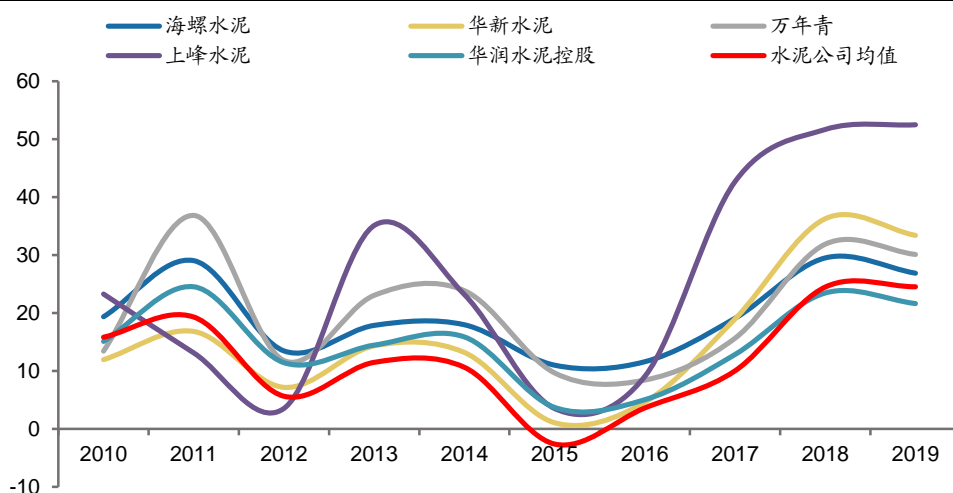
数据来源：中国玻纤复材网，广发证券发展研究中心



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

(2) 水泥玻璃玻纤行业十年5倍以上股均为行业龙头（由于水泥具有区域性，区域龙头很多），这些龙头不仅体现在规模上，其长期盈利能力明显领先于行业竞争对手。从财务指标来看，这些公司ROE均显著高于行业平均水平和大部分竞争对手，龙头公司容易凭借更强大的产品力、完善的产能布局、领先的成本控制、优秀的管理和机制等获得综合竞争力。

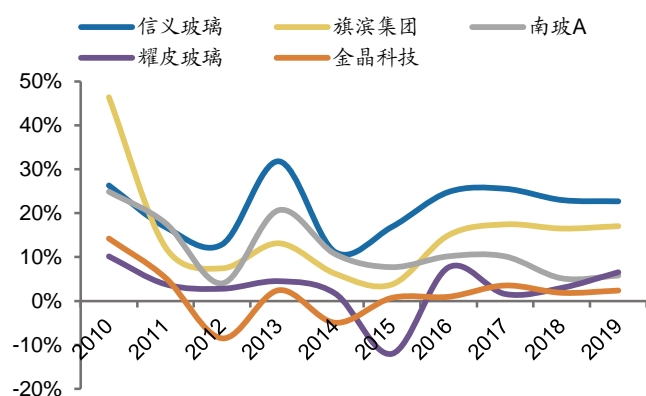
图39: 水泥行业十年5倍股公司2010-2020年ROE和水泥行业ROE均值(%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

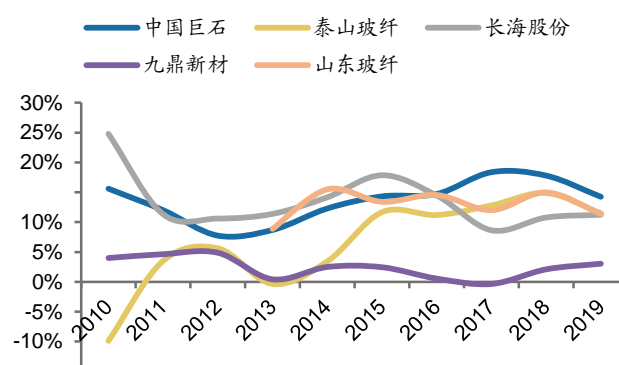
注: 水泥公司包括海螺水泥、华新水泥、万年青、塔牌集团、祁连山、宁夏建材、天山股份、青松建化、冀东水泥、上峰水泥、四川双马、福建水泥、华润水泥控股。

图40: 2010-2019年玻璃公司ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

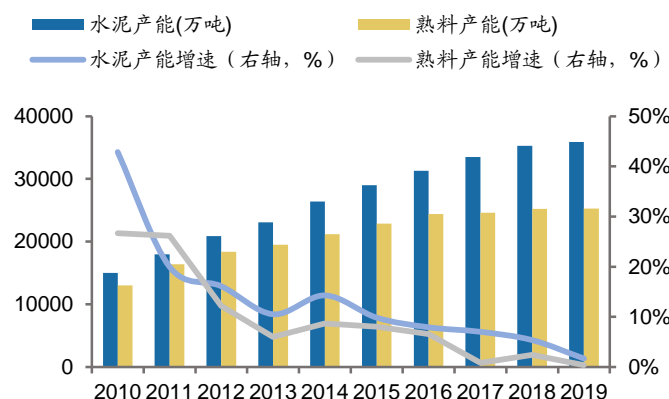
图 41: 2010-2019 年玻纤公司 ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

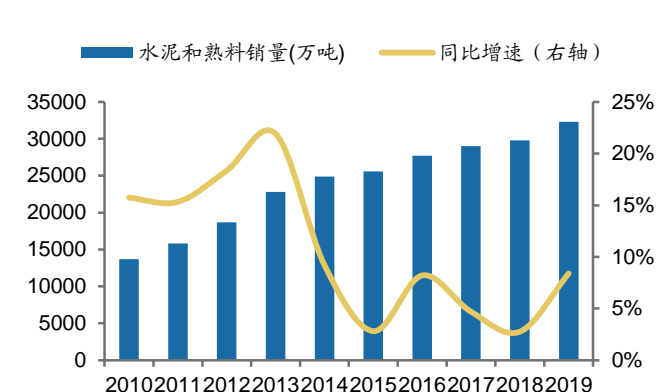
(3) 这些优质龙头都是专注主业, 长期战略清晰, 持续进行产能扩张 (尤其是在行业景气底部坚定扩张), 规模效应进一步巩固竞争优势。水泥行业龙头海螺水泥2010-2019年水泥产能和熟料产能分别累计增长139%和95%, 水泥和熟料销量累计增长136%; 玻纤行业龙头中国巨石2010-2018年产能累计增长84%, 2010-2019年销量累计增长131%。这些优质龙头公司专注于主业, 长期战略清晰, 过去十年有序推进产能扩张 (尤其是在行业景气底部坚定扩张), 规模效应也进一步巩固了竞争优势。

图42: 2010-2019年海螺水泥水泥和熟料产能



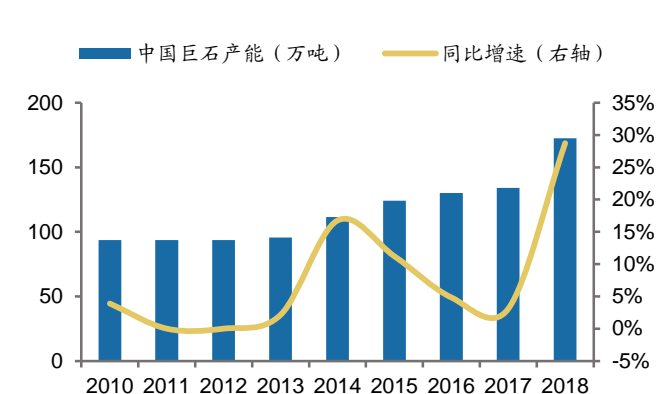
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 2010-2019年海螺水泥水泥和熟料销量及增速



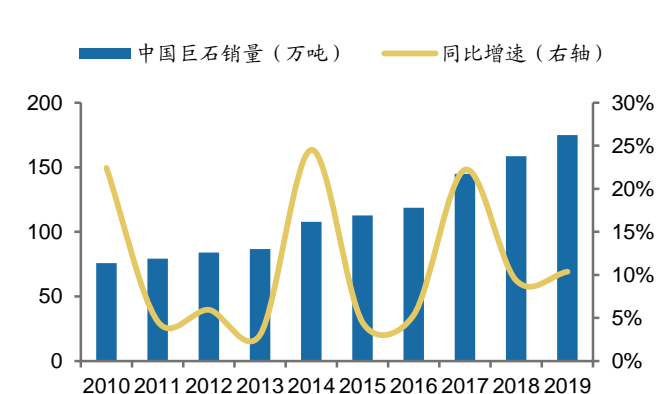
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图44: 2010-2018年中国巨石产能及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图45: 2010-2019年中国巨石玻纤销量及增速



报, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

宏观经济继续下行风险, 货币、房地产等政策大幅波动风险, 行业新投产产能超预期风险, 公司经营风险, 二级市场股价产生较大波动。

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：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：高级研究员，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

张乾：南京大学硕士，2020年6月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 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37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	gfyqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

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

营业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（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

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。