

水泥玻璃业绩改善，消费建材稳健增长

报告摘要：

地产投资较强，提振建材需求。2017年上半年，基础设施投资同比增长21.1%，数据上看基建投资并不弱，但结构上看生态环保等增速较快，传统的铁路等增速缓慢，这也导致了基建对水泥需求的拉动并没有预想的那么强。上半年地产投资是超出我们预期的，上半年房地产投资增速8.5%，今年上半年投资增量很大部分由三四线城市贡献，同样的投资额，由于三四线土地成本相对低廉很多，而建造成本（尤其是建筑材料的成本）却与一二线城市相差无几，三四线城市需求占比的提升促使需求端显示出超预期的韧性。

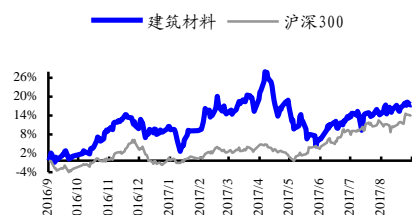
环保叠加供给侧改革，行业供给可控。从供给来看，水泥、玻璃、耐材等行业环保力度加强，供给侧改革不断深入，水泥错峰生产执行较好，玻璃新增产能有限，上半年全国玻璃在产生产线247条，在产产能9.19亿重箱，较去年同期增加5500万重箱，增幅为6.4%，上半年新建投产3条、冷修停产10条、复产8条，累计玻璃产能仅增加342万重箱。供需关系向好带来价格的提升，全行业企业营收、净利持续得到改善，行业景气度继续提升。

周期建材业绩大幅增长，提防成本过快上涨。上半年水泥行业景气度较好，全行业营业收入累计同比增速为29.98%，归母净利润同比增长57.89%，水泥价格的提升为行业带来了较大的业绩弹性；上半年平板玻璃产量为4.14亿重箱，同比增长5.8%，全国5mm浮法玻璃均价约73元/重箱，较去年同期上涨约14元/重箱，传统玻璃企业盈利有所改善，龙头旗滨玻璃盈利大增253%；上半年玻纤行业有所回暖，中国巨石以及中材科技都交出了靓丽的中报，随着后续产能扩张以及产品结构的调整，生产成本的降低，玻纤龙头业绩仍有提升空间；供给侧改革不仅使建材产品价格有所提升，上游原材料的价格也是大幅增长，当前煤炭、纯碱的价格已经有较大的涨幅，如果下游产品提价无法弥补上游原材料涨价带来的冲击，周期建材股可能会承压，水泥仅推西藏天路，玻纤推荐中国巨石、中材科技。

消费建材稳健增长，行业集中度继续提升。受益于消费升级，我们跟踪的几个消费建材公司都实现营收、净利的大幅提升，增速远高于行业平均增速，这几家公司在各自领域都处于龙头地位，且品牌优势较为显著，财务状况也明显好于同侪，我们认为在消费升级、赢家通吃的时代，品牌、龙头公司理应享有高溢价，继续推荐快速成长的环保板材公司兔宝宝（首推），聚焦主业提升管理效率的大亚圣象，产能布局不断完善的防水龙头东方雨虹，以及稳健增长、消费属性强的PPR管材龙头伟星新材。

风险提示：房地产投资增速下滑超预期；基建投资增速下滑超预期。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	2.82%	10.13%	19.15%
相对收益	-1.21%	-1.06%	2.96%

重点公司

投资评级

中国巨石	买入
兔宝宝	买入
中材科技	买入
大亚圣象	买入
西藏天路	买入
北新建材	买入
东方雨虹	买入
伟星新材	买入

相关报告

《寻找确定性机会，推荐消费建材+玻纤——建材行业2017年中期策略》

2017-07-10

证券分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

研究助理：申浩

执业证书编号：S0550117060021

(021)20363234 shenhao@nesc.cn

目 录

1. 行业景气度提升，盈利继续改善.....	5
1.1. 地产投资需求旺盛，供给侧加码助力行业景气度提升.....	5
1.2. 行业业绩大幅改善，ROE 明显提升.....	5
2. 水泥量稳价升，供需格局向好	6
2.1. 收入增速提升，业绩明显改善.....	6
2.2. 错峰生产常态化，水泥价格淡季不淡.....	7
2.3. 海螺龙头地位稳固，费用控制是盈利的核心变量.....	8
3. 玻璃玻纤需求尚可，业绩出现分化.....	9
3.1. 需求稳增供给可控，平板玻璃景气度高.....	9
3.2. 营收稳健增长，盈利出现分化.....	10
3.3. 玻纤新增产能有限，产品结构不断调整.....	12
4. 钢铁行业回暖，耐材盈利明显改善.....	15
4.1. 下游需求回暖，景气度继续从底部回升.....	15
4.2. 鲁阳节能增速较快，瑞泰科技表现欠佳.....	18
5. 消费建材稳健增长，集中度持续提升	18
5.1. 受益消费升级，龙头企业拉大业绩差距.....	18
5.2. Q2 盈利大增，付现比有所提升.....	19
5.3. 寻找确定性，继续推荐白马消费建材.....	20

图 1: H1 建材行业营收增速	5
图 2: H1 建材行业归母净利增速	5
图 3: 水泥行业营收累计同比	6
图 4: 水泥行业营收单季度同比	6
图 5: 水泥行业归母净利累计同比	7
图 6: 水泥行业归母净利单季度同比	7
图 7: 全国 PO42.5 水泥价格	7
图 8: 各地区价格趋势	7
图 9: 全国水泥产量累计同比	8
图 10: 全国水泥销量、产销率	8
图 11: 水泥公司营收对比	8
图 12: 水泥公司归母净利对比	8
图 13: 可比公司盈利质量对比	9
图 14: 水泥企业归母净利增长率	9
图 15: 上半年平板玻璃产量增速	9
图 16: H1 浮法玻璃库存状况	9
图 17: 上半年纯碱价格呈现“U”形变化	10
图 18: 上半年浮法玻璃价格高位持稳	10
图 19: H1 玻璃行业营收增速	10
图 20: H1 玻璃行业归母净利增速	10
图 21: H1 玻璃行业盈利质量	11
图 22: 玻璃行业单季度盈利质量	11
图 23: 单季度玻璃行业期间费用率	11
图 24: H1 玻璃行业收现能力有所提升	11
图 25: H1 玻璃企业营收增速	11
图 26: 玻璃企业单季度营收增速	11
图 27: H1 玻璃企业归母净利润增速	12
图 28: 玻璃企业单季度归母净利润增速	12
图 29: 上半年玻纤价格仍处历史低位	12
图 30: H1 玻纤行业营收增速	13
图 31: H1 玻纤行业归母净利增速	13
图 32: H1 玻纤行业毛利率、净利率	13
图 33: 玻纤行业单季度毛利率、净利率	13
图 34: 玻纤行业单季度期间费用率	14
图 35: H1 玻纤行业收现能力	14
图 36: H1 玻纤企业营收增速对比	14
图 37: 玻纤企业 Q2 营收对比	14
图 38: H1 玻纤企业净利增速	15
图 39: Q2 玻纤企业净利增速	15
图 40: 上半年粗钢产量增速稳中有升	16
图 41: 上半年电熔镁砂价格大涨	16
图 42: H1 耐材行业营收增速	16
图 43: H1 耐材行业归母净利增速	16
图 44: 耐材行业单季度营收增速	17
图 45: 耐材行业单季度归母净利增速	17

图 46: H1 耐材行业毛利率、净利率.....	17
图 47: 耐材行业单季度毛利率、净利率	17
图 48: 耐材行业单季度期间费用率	17
图 49: H1 耐材行业收现能力维持较高水平	17
图 50: H1 耐材企业营收增速	18
图 51: 耐材企业 Q2 营收增速	18
图 52: H1 耐材企业净利增速	18
图 53: 耐材企业 Q2 净利增速	18
图 54: 上半年房屋销售面积、竣工面积累计同比增速	19
图 55: H1 消费建材营收同比高速提升	19
图 56: 消费建材单季度营收增速加快	19
图 57: H1 消费建材归母净利增速	20
图 58: 消费建材单季度归母净利增速	20
图 59: H1 消费建材现金流概况	20
图 60: H1 消费建材行业收付现比	20
图 61: 营收规模与营收增速对比	20
图 62: 盈利规模与净利增速对比	20
 表 1: 上半年建材行业 ROE 拆分	6

1. 行业景气度提升，盈利继续改善

1.1. 地产投资需求旺盛，供给侧加码助力行业景气度提升

2017 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）28.06 万亿元，同比增长 8.6%，基础设施投资 59422 亿元，同比增长 21.1%，基础设施中短板领域的投资增长较快，生态保护和环境治理业投资增长 46%，公共设施管理业投资增长 25.4%，道路运输业投资增长 23.2%，水利管理业投资增长 17.5%，基建投资并不弱，但结构上看生态环保等增速较快，传统的铁路等增速缓慢，这也导致了基建对水泥需求的拉动并没有预想的那么强。

上半年地产投资是超出我们预期的，从数据上看上半年房地产投资增速 8.5%，新开工增速 10.6%、竣工增速为 5%、销售增速 16.1%，增速较高；更为重要的是我们看到房地产投资的结构变化，今年上半年投资增量很大部分由三四线城市贡献，这是与以往最大的不同，同样的投资额，由于三四线土地成本相对低廉很多，而建造成本（尤其是建筑材料的成本）却与一二线城市相差无几，三四线城市需求占比的提升促使需求端显示出超预期的韧性。

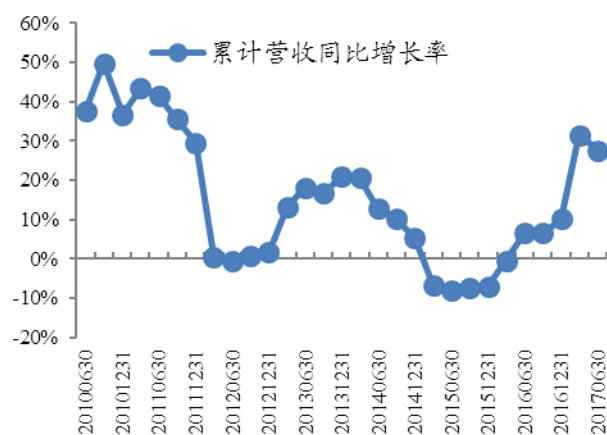
从供给来看，水泥、玻璃、耐材等行业环保力度加强，供给侧改革不断深入，新增产能有限，落后产能淘汰加快，推动供给格局优化。供需关系向好带来价格的提升，全行业企业营收、净利持续得到改善，行业景气度继续提升。

此外，受益于地产投资增速高增、消费升级带来的品牌溢价，兔宝宝、伟星新材等消费建材保持远超行业的增速，表现依旧亮眼。

1.2. 行业业绩大幅改善，ROE 明显提升

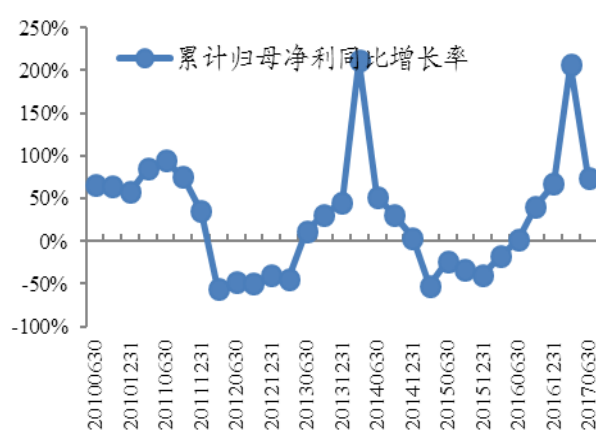
我们以建材行业 A 股 80 家主要上市公司为样本来进行分析，今年上半年全行业实现营收约 1921.60 亿元，同比增速为 27.50%，较上年同期的 6.62%有较大提升，实现归母净利润共 179.45 亿元，同比增速为 73.85%，增速大幅高于上年同期的 1.58%，从数据上看受益于行业景气度的提升，当前建材行业营收、净利润的增速保持高速增长，业绩大幅改善。

图 1: H1 建材行业营收增速



数据来源：东北证券，wind

图 2: H1 建材行业归母净利增速



数据来源：东北证券，wind

今年上半年，建材行业 ROE 约为 4.31%，较上年同期的 2.70%有较大提升，最主要的原因是销售净利率的提升显著，其次是资产周转率的提升，而这两点很大程

度上都是由产品涨价所决定，尤其对于周期性建材来说，量稳价增下，收入的增长来自于涨价，而涨价为收入增长带来的弹性小于利润率。

下游需求尚可的背景下，供给端的收缩（供给侧改革、环保限产等），为建材产品价格提供了支撑，下半年价格有望稳中有涨。但是值得注意的是，煤炭、纯碱的价格已经有较大的涨幅，后期原材料涨价带来的影响有待观察，如果下游产品提价无法弥补上游原材料涨价带来的冲击，周期建材股可能会承压。

表 1：上半年建材行业 ROE 拆分

	16H1	17H1	增幅	16Q2	17Q1	17Q2	同比增幅	环比增幅
ROE	2.70%	4.31%	1.60pct	2.47%	0.97%	3.32%	0.85pct	2.36pct
毛利率	25.33%	26.58%	1.25pct	26.19%	24.22%	27.41%	1.22pct	3.19pct
销售利润率	5.83%	8.04%	2.20pct	8.68%	4.46%	10.42%	1.74pct	5.96pct
资产周转率	0.21	0.23	0.02	0.13	0.09	0.13	0.01	0.04
权益乘数	2.24	2.37	0.13	2.23	2.35	2.37	0.13	0.01

数据来源：东北证券,wind 注意：ROE 采取扣非后加权 ROE

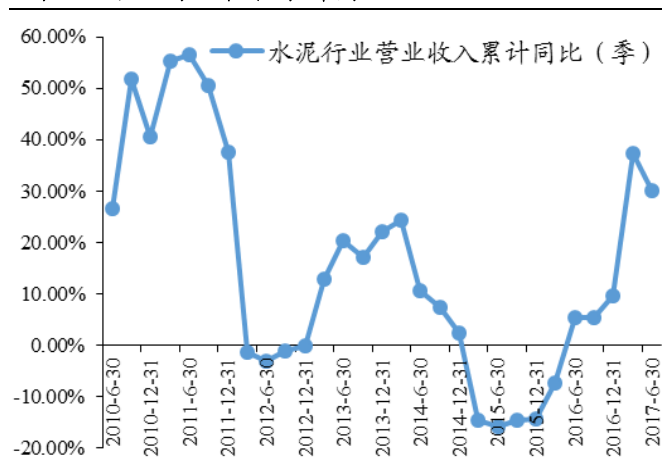
2. 水泥量稳价升，供需格局向好

2.1. 收入增速提升，业绩明显改善

我们以水泥行业 19 家 A 股上市公司的业绩为样本分析行业整体表现，公司具体为：亚泰集团、冀东水泥、金隅股份、狮头股份、海螺水泥、上峰水泥、万年青、福建水泥、华新水泥、同力水泥、塔牌集团、金圆股份、祁连山、宁夏建材、天山股份、*ST 青松、四川双马、四川金顶、西藏天路。

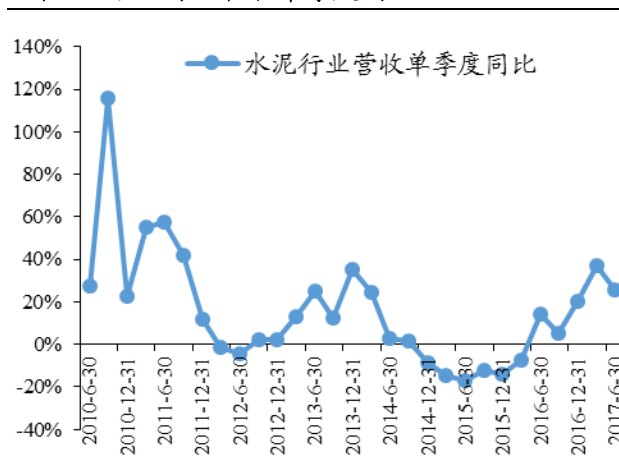
2017 上半年水泥行业景气度较好，全行业营业收入累计同比增速为 29.98%（去年同期为 5.31%），第二季度行业营收同比提升 25.85%（上年同期为 14.20%），增速提升显著；归母净利润半年度累计同比增长 57.89%（上年同期为 17.21%），第二季度归母净利润同比增速达 81.16%，远超去年同期增速-10.44%，继 2016Q3 以来连续第四个季度高速增长（2016Q3、2016Q4、2017Q1 分别为 420%、447%、473%），水泥价格的提升为行业带来了较大的业绩弹性。

图 3：水泥行业营收累计同比



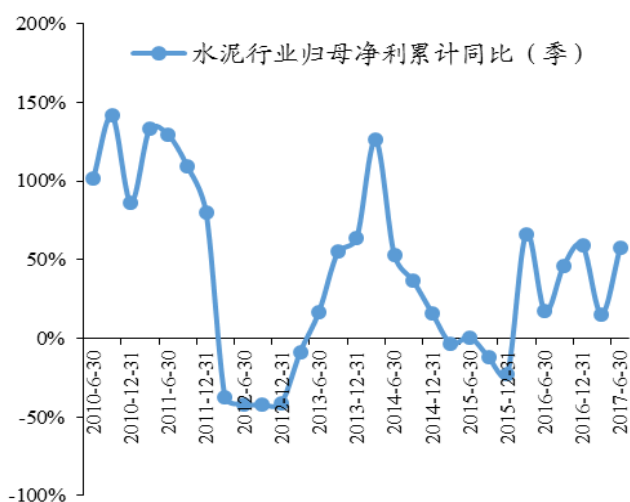
数据来源：东北证券，Wind

图 4：水泥行业营收单季度同比



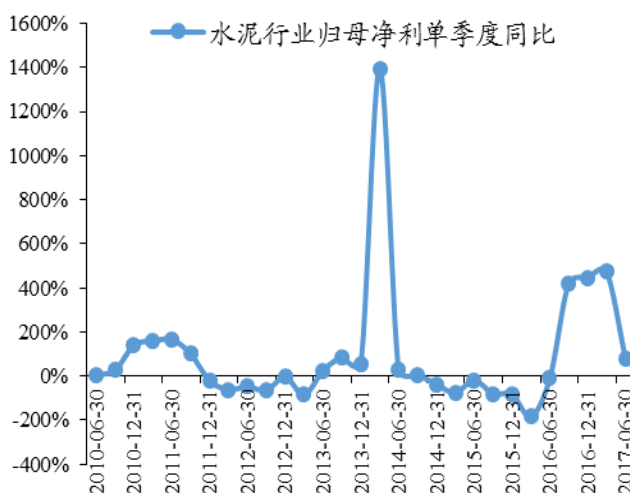
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 水泥行业归母净利累计同比



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 水泥行业归母净利单季度同比



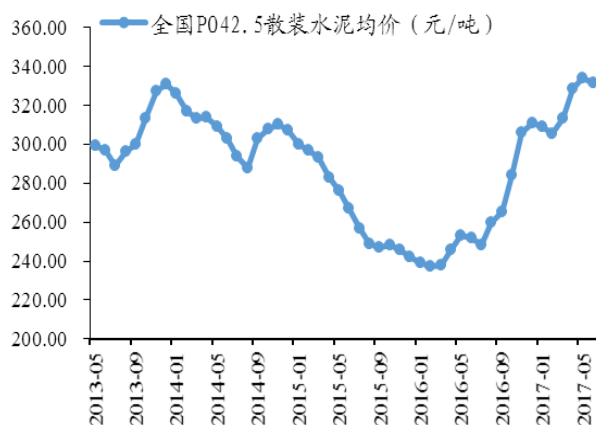
数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 错峰生产常态化，水泥价格淡季不淡

水泥行业上半年执行错峰生产、限制产量的省份较 2016 年增加，错峰时长也有所上升。2016-2017 冬季错峰计划中，北方十五省平均时长达到 108 天，其中陕甘青宁四省将停窑时间拉长了 13-40 天不等，河北、山西、蒙古、陕西等地新增夏季限产安排；南方省份错峰范围提升，省份增加至 12 个，占南方总省份的 80%。

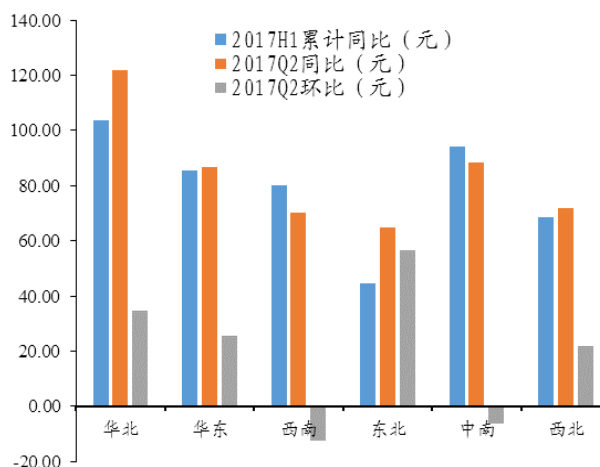
供给侧控制产量、环保督查等措施拉高了各地水泥价格，2017 上半年全国 PO42.5 散装水泥均价为 320.21 元/吨，较去年同期上涨 76.04 元；Q2 水泥均价达 331.28 元/吨，环比上涨 121.53 元，同比上升 80.95 元。分地区看，华北地区上半年及单季度同比上涨幅度均居首位，半年累计同比上涨 103.89 元；第二季度同比、环比分别上升 122 元、34.57 元。华东、西北涨势平稳，东北三省第二季度环比上涨 56.74 元，领先其他地区。整体来看，水泥价格在一季度的淡季保持高位，二季度略有上扬，上半年的价格维持在高位。

图 7: 全国 PO42.5 水泥价格



数据来源: 东北证券, Wind

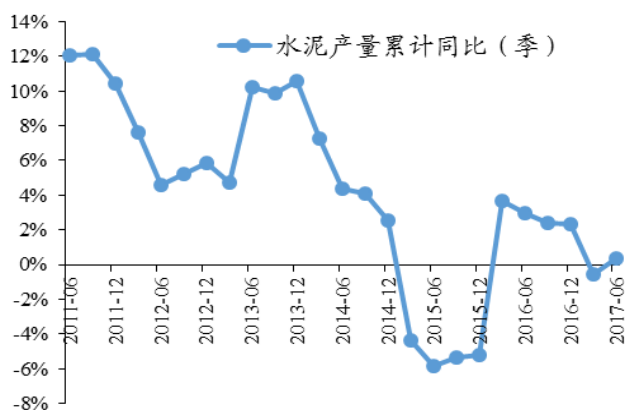
图 8: 各地区价格趋势



数据来源: 东北证券, Wind

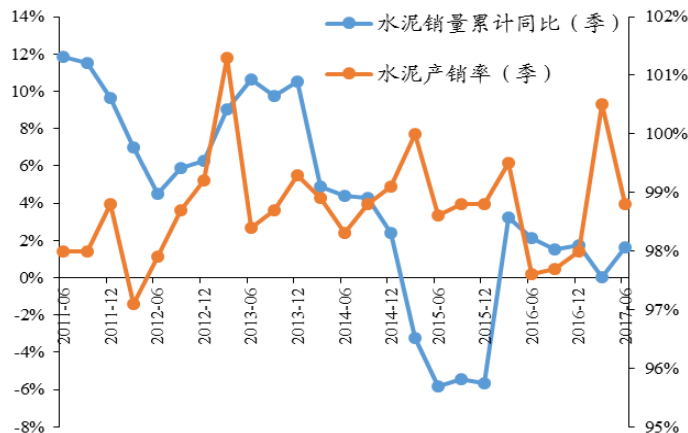
在限产推升水泥价格的同时，我们看到上半年全国水泥产量累计仅同比增长 0.4%（去年同期为 3.20%），销量累计同比增长 1.62%（去年同期为 2.10%），水泥产销量增速一般。在有条件的情况下（京津冀等环保督查严厉、水泥产销大幅下滑），水泥公司的限产有望动态调整，在价格和产量之间寻求平衡，以期利润最大化。

图 9：全国水泥产量累计同比



数据来源：东北证券，Wind

图 10：全国水泥销量、产销率

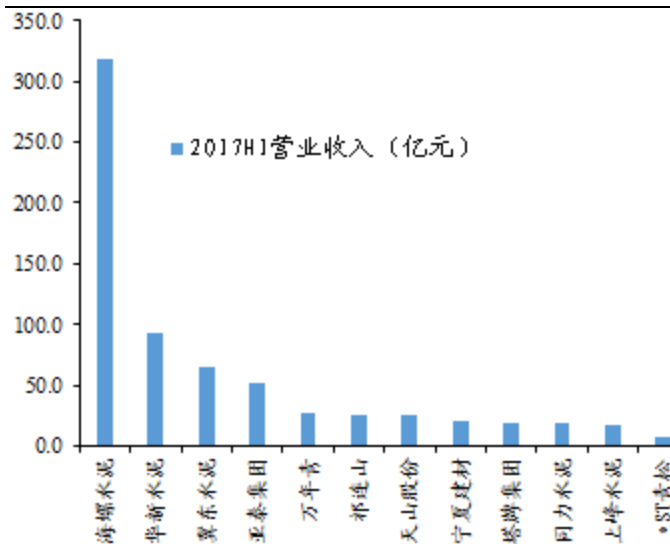


数据来源：东北证券，Wind

2.3. 海螺龙头地位稳固，费用控制是盈利的核心变量

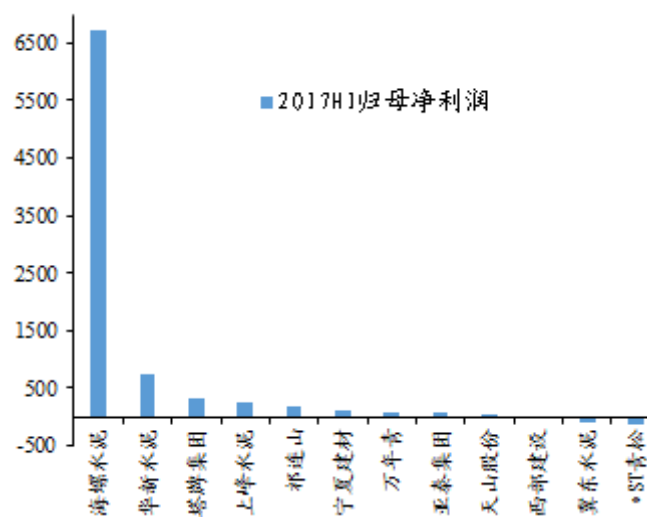
对样本水泥公司分析发现，海螺水泥无论在规模还是盈利能力上都仍然是行业龙头，海螺营收 319 亿元，远高于第二位华新的 94 亿元，海螺水泥的吨净利达 50.12 元，华新水泥吨净利为 22.89 元，所以加上投资收益，海螺水泥净利润为 71 亿元，远高于华新水泥的 7 亿元。

图 11：水泥公司营收对比



数据来源：东北证券，Wind

图 12：水泥公司归母净利对比

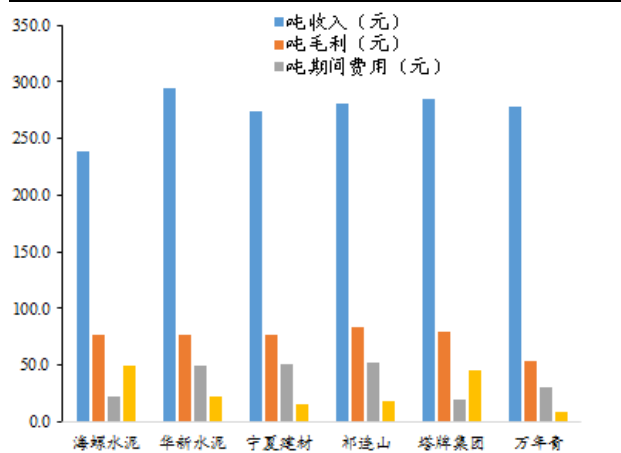


数据来源：东北证券，Wind

我们看到海螺水泥、华新等六家公司的吨收入相差不大，甚至海螺还处于相对较低的位置，吨毛利除了万年青较低外，其他五家公司差距并不大，而真正拉开差距的在于期间费用。我们看到海螺期间费用控制十分出色，只有塔牌可与之媲美，

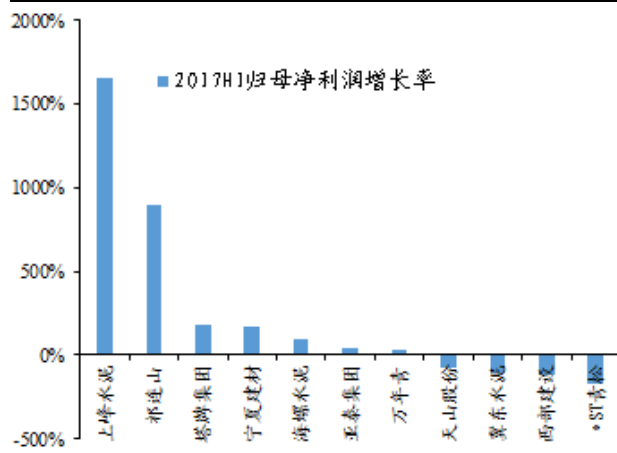
较强的管理能力以及较低的期间费用使得海螺的吨净利显著高于同侪。

图 13: 可比公司盈利质量对比



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 水泥企业归母净利增长率



数据来源: 东北证券, Wind

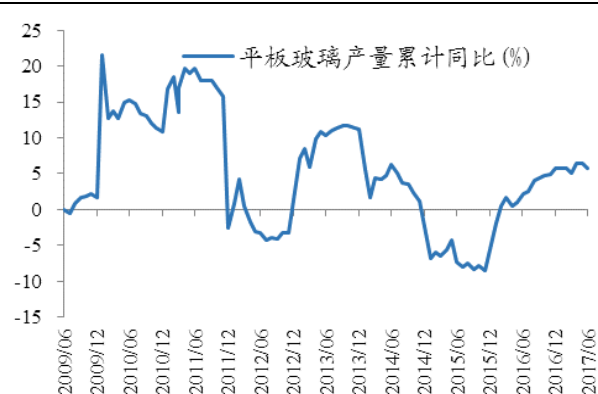
3. 玻璃玻纤需求尚可，业绩出现分化

3.1. 需求稳增供给可控，平板玻璃景气度高

从玻璃行业供需情况来看，房地产竣工增速不低，上半年房地产竣工面积约4.15亿平方米，同比增速为5%，同时汽车行业需求保持稳定增长、玻璃原片出口表现不俗，下游需求整体良好。从供给端来看，上半年全国玻璃在产产线247条，在产产能9.19亿重箱，较去年同期增加5500万重箱，增幅为6.4%，新建投产3条、冷修停产10条、复产8条，累计玻璃产能净增加仅342万重箱，新增供给相对可控；我们认为在行业盈利大增的背景下，上半年复产较慢的原因有两个，一是受环保巡查等影响，玻璃企业环保成本支出增加，冷修复产以及新建投产得到一定程度的制约，二是玻璃企业进入心理博弈期，考虑到复产成本较高，如果复产企业较多，行业景气度难以维持，复产得不偿失。

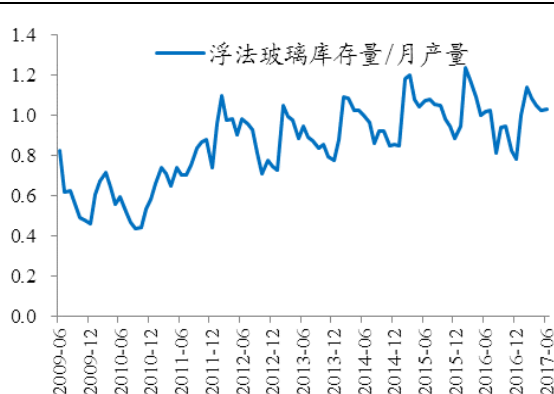
供需关系良好下，玻璃行业“淡季不淡”，截至6月底，我国平板玻璃产量为4.14亿重箱，同比增长5.8%，与地产竣工增速较为吻合，行业库存在相对低位，玻璃销售价格稳中有升，处于近几年的高位（全国5mm浮法玻璃均价约73元/重箱，较去年同期涨幅约14元/重箱）。

图 15: 上半年平板玻璃产量增速



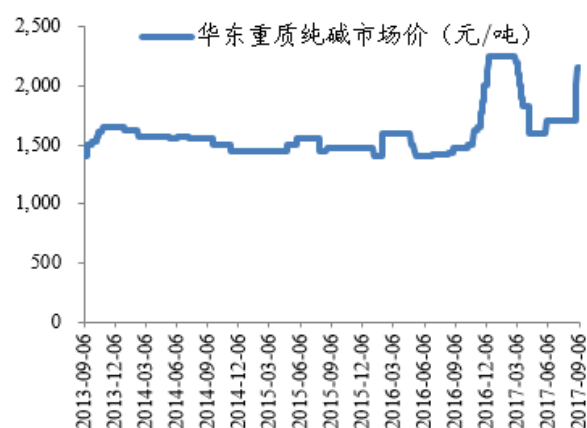
数据来源: 东北证券, wind

图 16: H1 浮法玻璃库存状况



数据来源: 东北证券, 玻璃信息网

图 17: 上半年纯碱价格呈现“U”形变化



数据来源：东北证券，wind

图 18: 上半年浮法玻璃价格高位持稳



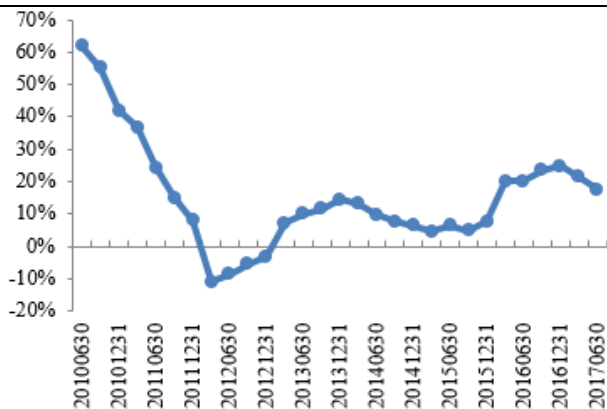
数据来源：东北证券，wind

3.2. 营收稳健增长，盈利出现分化

我们以玻璃行业 A 股 11 家主要上市公司为样本来分析玻璃行业整体业绩表现，公司具体为：南玻 A、旗滨集团、耀皮玻璃、洛阳玻璃、金晶科技、福耀玻璃、秀强股份、亚玛顿、凯盛科技、莱宝高科、金刚玻璃。

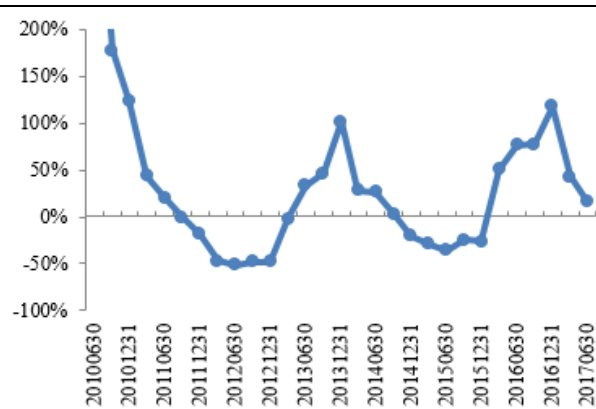
玻璃行业 17 年上半年营收同比增速为 17.61%（16 同期为 20.03%），归母净利润同比增速为 17.04%（16 同期为 76.15%），两个增速同比均有所回落，主要是因为 2015H1 的基数较低，整体而言，17 年上半年玻璃行业营收继续保持稳定增长，归母净利润出现分化。

图 19: H1 玻璃行业营收增速



数据来源：东北证券，wind

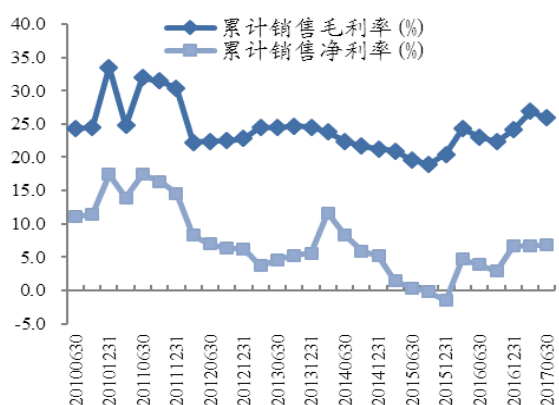
图 20: H1 玻璃行业归母净利增速



数据来源：东北证券，wind

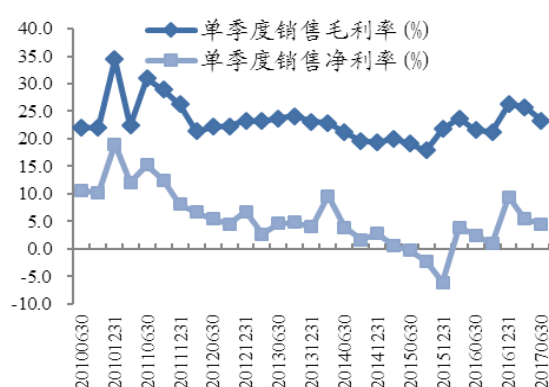
上半年玻璃行业毛利率为 25.93%，较上年同期提升 2.85pct，自 2015 年 Q3 以来基本处于上涨趋势，分季度来看，17Q2 毛利率同比上升 2.87pct，环降 2.17pct（纯碱价格上涨影响有一定滞后），但仍然处于高位；17Q2 期间费用率与去年基本持平；17H1 净利率约 6.83%，同升 2.93pct，17Q2 净利率同升 3.90pct；上半年企业收现能力有所提升，经营活动产生的现金流量净额/营业收入约为 11.58%，较去年同期的 5.17%有大幅提升。

图 21: H1 玻璃行业盈利质量



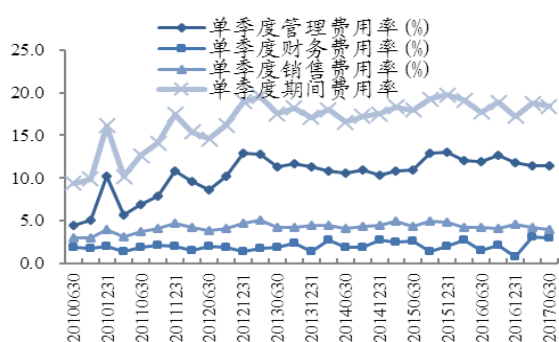
数据来源：东北证券，wind

图 22: 玻璃行业单季度盈利质量



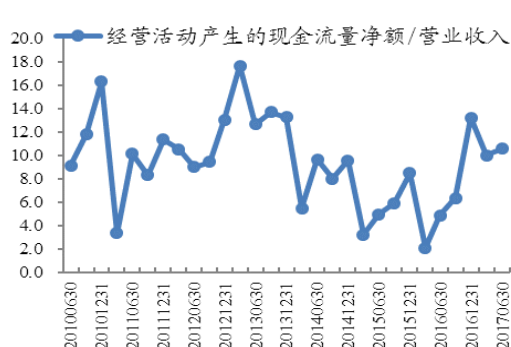
数据来源：东北证券，wind

图 23: 单季度玻璃行业期间费用率



数据来源：东北证券，wind

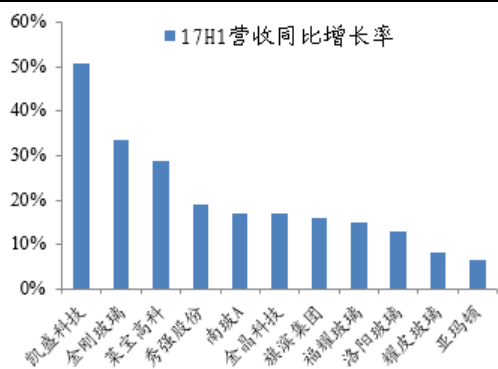
图 24: H1 玻璃行业收现能力有所提升



数据来源：东北证券，wind

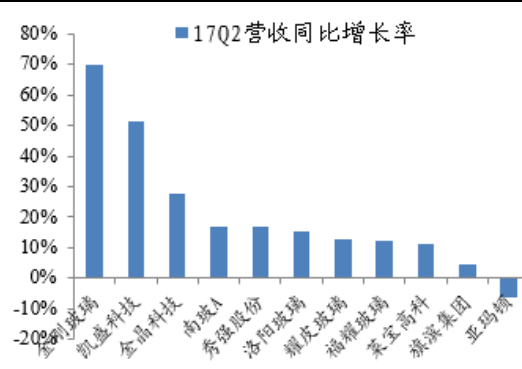
对玻璃企业进行横向比较，样本 11 家玻璃企业上半年营收都取得了正增长，凯盛科技、金刚玻璃、莱宝高科等玻璃深加工类企业营收表现亮眼，传统玻璃类企业中南玻 A、金晶科技、旗滨集团营收增速居中游水平；从净利水平来看，上半年平板玻璃生产商如金晶科技、旗滨集团受玻璃价格上涨影响，企业生产利润大幅提高，而南玻 A、亚玛顿等因光伏行业竞争激烈、相关玻璃产品利润下降，拖累整体盈利，金刚玻璃控股子公司苏州金刚防火钢型材系统公司实现较大利润，且基数较低，所以净利润增速较高。

图 25: H1 玻璃企业营收增速



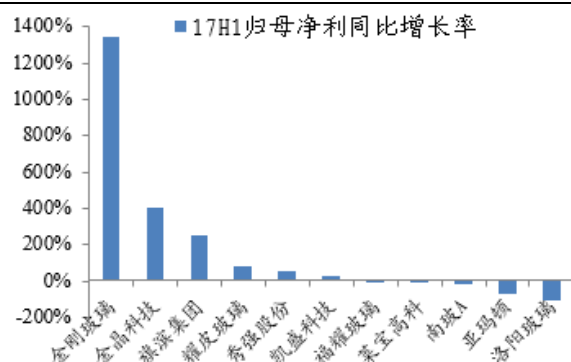
数据来源：东北证券，wind

图 26: 玻璃企业单季度营收增速



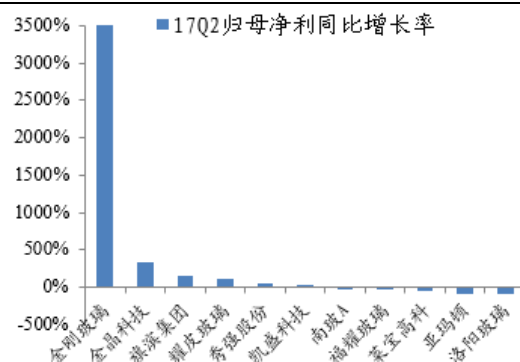
数据来源：东北证券，wind

图 27: H1 玻璃企业归母净利润增速



数据来源: 东北证券, wind

图 28: 玻璃企业单季度归母净利润增速



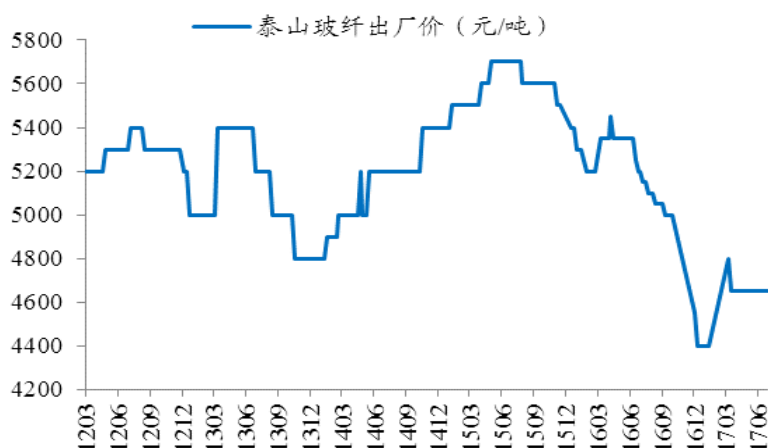
数据来源: 东北证券, wind

我们中期策略已经提到, 对于周期建材来说, 成本端原材料价格的上涨风险不容忽视, 8月底, 纯碱价格大幅上涨, 当前华东重质纯碱价格已达 2150 元/吨, 较 6 月底上涨约 26%, 按照每重箱 0.01 吨的消耗量计算, 每重箱毛利减少 4 元左右。整体而言, 我们认为下半年玻璃行业的投资逻辑不甚顺畅, 还有待密切注意原材料价格的变动。

3.3. 玻纤新增产能有限, 产品结构不断调整

今年上半年, 玻纤下游基建、房地产投资回暖, 风电市场也开始有所回升, 带动玻纤需求上升, 从供给方面来看, 新增产能投放速度较慢, 预计全年国内新增产能 70.7 万吨, 年内产能冲击不足 35 万吨, 未来 1-2 年冷修产能较多, 我们测算将高达 90 万吨, 预计冷修产能要大于新增产能, 总体来说供需格局良好。玻纤价格年初以来有所上涨, 但与往年相比仍在低位, 玻纤产品 (尤其是高端产品) 仍有提价预期。玻纤企业也在不断进行产品结构的调整, 积极加大高附加值产品销售比例, 以热塑、电子砂为代表的高端产品占比不断提升, 调整进度顺畅的公司毛利率有望进一步提升。

图 29: 上半年玻纤价格仍处历史低位



数据来源: 东北证券, 卓创资讯

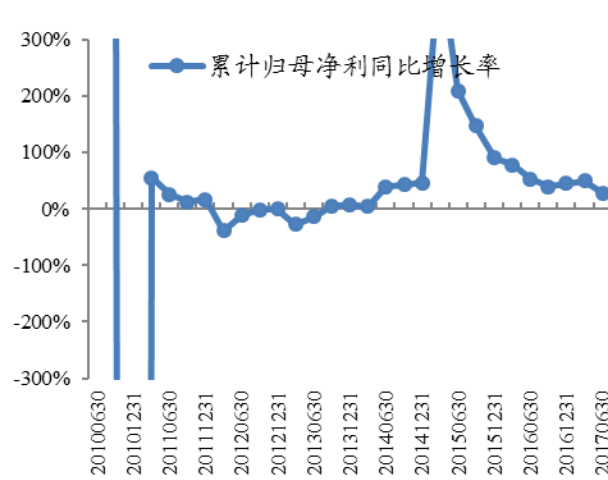
我们以玻纤行业 A 股 5 家主要上市公司为样本来分析玻纤行业整体业绩表现，公司具体为：中国巨石、再升科技、中材科技、长海股份、九鼎新材。玻纤行业 17 年上半年营收同比增速为 14.14%，归母净利润同比增速为 28.24%。

图 30: H1 玻纤行业营收增速



数据来源：东北证券，wind

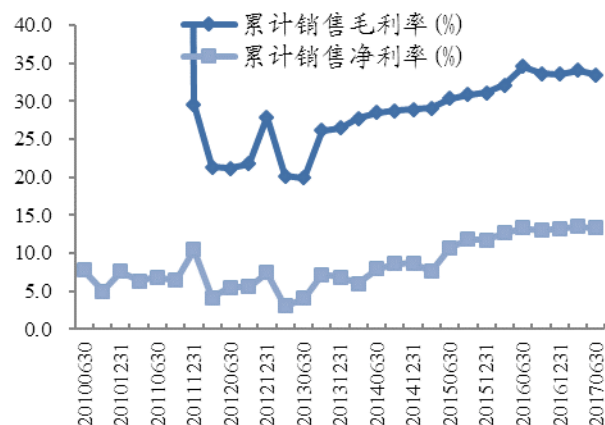
图 31: H1 玻纤行业归母净利润增速



数据来源：东北证券，wind

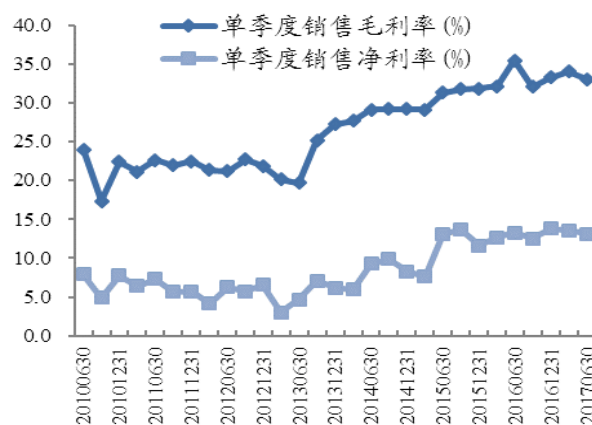
17 年上半年，玻纤行业毛利率约 33.46%，较 16 同期回落 1.08pct，主要系长海股份毛利率下滑较多所致，中国巨石、中材科技的毛利率仍处于上升通道；上半年期间费用率同降 1.14pct 至 17.90%；受毛利率下降以及费用率下降影响，17H1 净利率约 13.32%，17Q2 净利率约 13.14%，同比基本持平；上半年玻纤企业经营活动产生的现金流量净额/营业收入约为 17.32%，与上年同期基本持平。

图 32: H1 玻纤行业毛利率、净利率



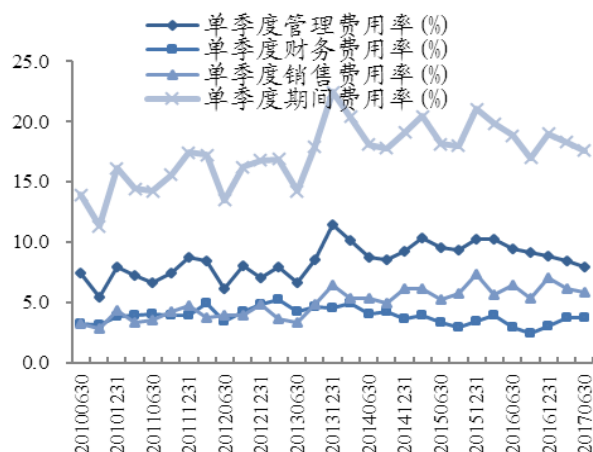
数据来源：东北证券，wind

图 33: 玻纤行业单季度毛利率、净利率



数据来源：东北证券，wind

图 34: 玻纤行业单季度期间费用率



数据来源: 东北证券, wind

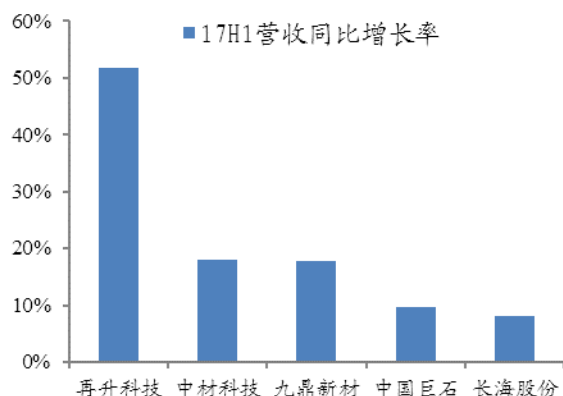
图 35: H1 玻纤行业收现能力



数据来源: 东北证券, wind

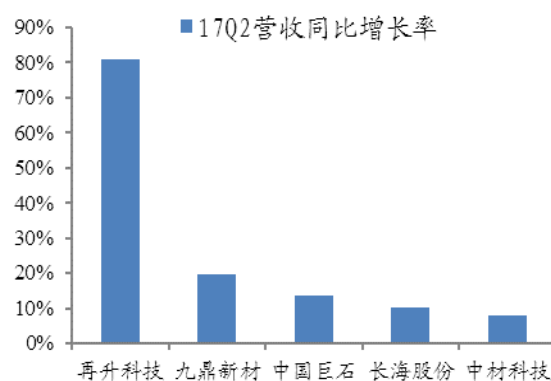
对玻纤企业进行横向比较: 受悠远环境并表影响, 再升科技营收增速以及净利增速遥遥领先 (17H1 营收增速约 51.63%), 剔除并表因素, 受益其产能的大幅扩张, 再升科技营收及净利正处于快速增长时期。17 上半年其他玻纤企业营收都实现了稳定增长, 从净利水平来看, 长海股份营业成本增幅大且产能在建盈利未释放、九鼎新材固定资产清理损失大增, 两者净利增速为负, 而玻纤龙头中材科技、中国巨石在期内积极进行产品结构调整以及成本管控, 净利表现优于行业平均。

图 36: H1 玻纤企业营收增速对比



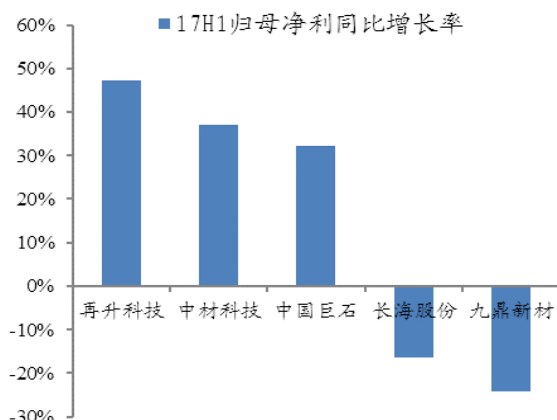
数据来源: 东北证券, wind

图 37: 玻纤企业 Q2 营收对比



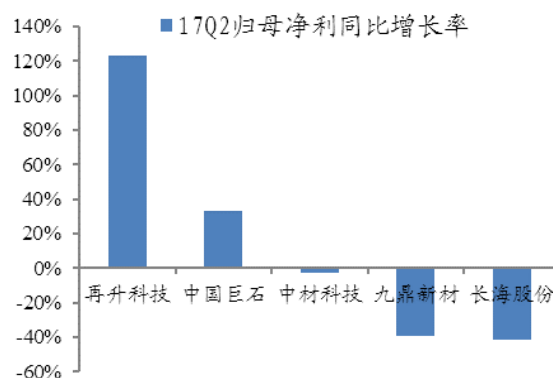
数据来源: 东北证券, wind

图 38: H1 玻纤企业净利增速



数据来源：东北证券，wind

图 39: Q2 玻纤企业净利增速



数据来源：东北证券，wind

玻纤企业我们推荐中材科技和中国巨石：

中材科技两条十万吨玻璃纤维生产线已于三月建成投产，公司产能扩大到 85 万吨左右，稳居国内第二大玻纤企业，上半年公司玻纤已销售 34 万吨，随着新增 20 万吨产能的释放，公司玻纤业务预计充分受益于本轮景气行情，全年玻纤业务高增可期。其隔膜进展顺利，年产 2.4 亿平米锂电池隔膜两条生产线已安装完成，下半年有望投产，待明年初全部四条线建成投产后，预计每年贡献 2.16 亿元的净利润。当前股价对应 2017、2018、2019 年 PE 为 25、19、15 倍。

对于中国巨石，我们一直强调不要仅关注公司的营业收入增速，应更加重视产品结构的调整以及生产成本下降带来的毛利率的提升。比如本期巨石攀登电子基材料有限公司年产 5000 万平米电子布生产线技改项目于今年 7 月点火，产品全部为玻璃纤维电子布，将受益于今年电子砂价格的大幅上涨，同时公司进一步提升热塑、风电等高端产品和高端市场的比例；生产方面，公司积极采用各种提高生产效率的手段提高窑炉熔化率和拉丝成品率，从而提升单台炉位产量，降低单位产出消耗，达到降本增效的目的，本期毛利率在去年同期 43.79% 高位的基础上又提升了 2.48pct。我们认为公司的负债结构在不断优化，2012 年公司负债率为 79.40%，偿债压力很大，财务费用侵蚀较多营业利润，经过不断的内部调整，如今公司负债率已降低至 52.77% 的合理水平，归属于母公司权益与带息债务的比值从 2012 年的 0.29 提升至如今的 1.05，本期利息支出减少 1801 万元，财务结构调整引起财务费用的下降增厚了公司业绩。

公司积极开拓国外生产，提升“以外供外”比例，埃及前两期 16 万吨订单饱满，三期 4 万吨正积极建设中，预计 17 年中完工，届时公司埃及基地将有 20 万吨产能。此外美国一期 8 万吨生产线也在紧张建设中，预计 2018 年投产。此次公告印度 10 万吨玻纤生产线建成投产后，年均销售收 10764.93 万美元，年利润总额 2647.86 万美元，显著提升公司业绩。当前股价对应 2017、2018、2019 年 PE 为 15、12、10 倍。

4. 钢铁行业回暖，耐材盈利明显改善

4.1. 下游需求回暖，景气度继续从底部回升

今年上半年，耐材行业下游钢铁、水泥、有色等行业运行向好，需求持续回暖，

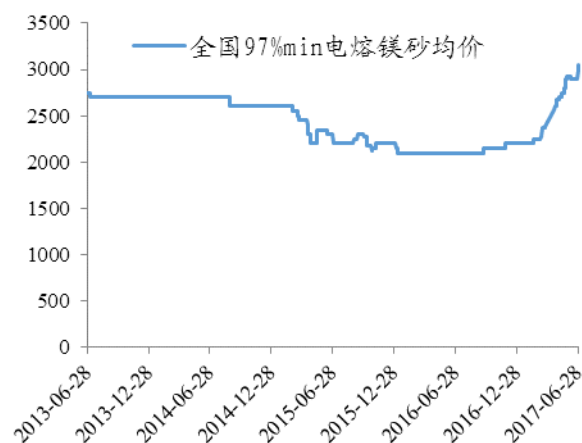
截止 6 月底，全国粗钢产量约 4.2 亿吨，同增 4.6%。从供给端来看，受环保趋严影响，落后产能淘汰力度加大，整体承包制推广稳步进行，小产能加速出清，供给情况得到改善。另外，二季度以来，耐材原料主产地辽宁实施矿山炸药开采管制，菱镁矿治理力度加强，镁砂价格大涨，耐材企业成本端压力加大，开始向下游企业进行涨价。整体而言，下游行业需求持续好转，环保因素加持下，耐材行业景气度处于从底部回升通道，企业盈利水平不断回升。

图 40: 上半年粗钢产量增速稳中有升



数据来源：东北证券，wind

图 41: 上半年电熔镁砂价格大涨

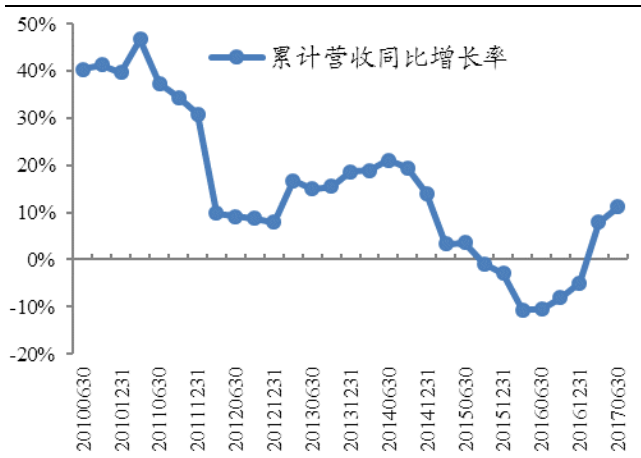


数据来源：东北证券，choice

我们以耐材行业 A 股 4 家主要上市公司为样本来分析耐材行业整体业绩表现，公司具体为：濮耐股份、北京利尔、鲁阳节能、瑞泰科技。

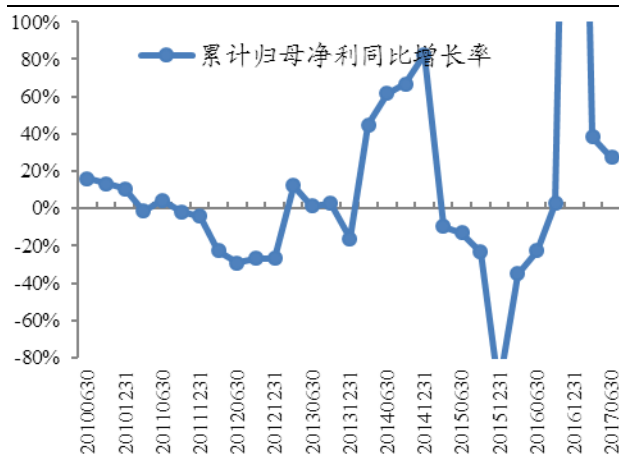
耐材行业 17 年上半年营收同比增速为 11.13%（16 同期为-10.45%），归母净利润同比增速为 27.39%（2016 同期为-22.83%）；分季度来看，17Q2 营收同比增速为 13.94%（16 同期为-10.32%），归母净利润增速为 19.27%（16 同期为-9.86%），整体而言，行业正处于景气度底部回升过程中，企业业绩实现较大改善。

图 42: H1 耐材行业营收增速



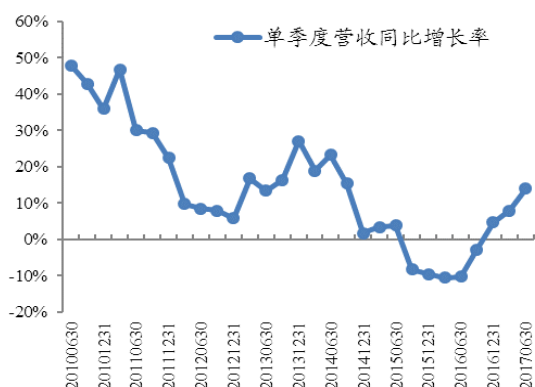
数据来源：东北证券，wind

图 43: H1 耐材行业归母净利润增速



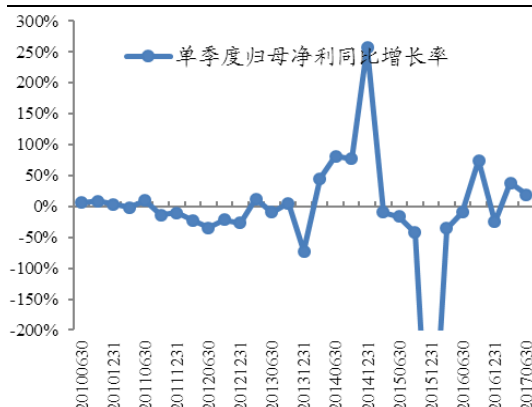
数据来源：东北证券，wind

图 44: 耐材行业单季度营收增速



数据来源: 东北证券, wind

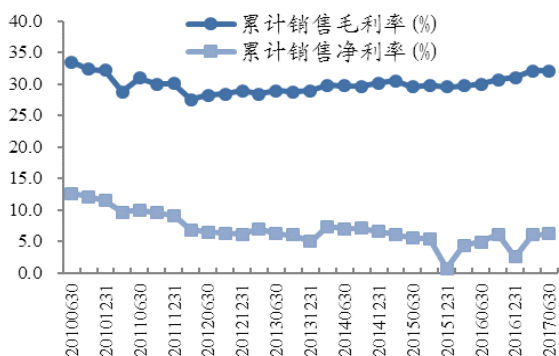
图 45: 耐材行业单季度归母净利增速



数据来源: 东北证券, wind

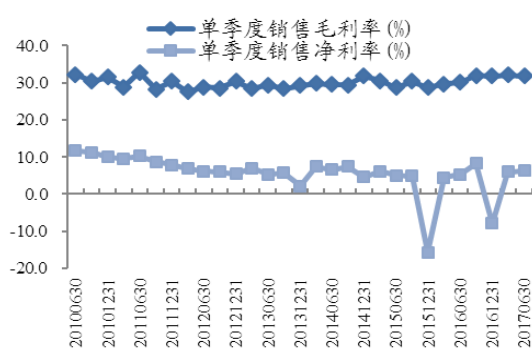
17 年上半年耐材行业毛利率约 32.04%，较 16 同期上升 2.10pct，分季度来看，17Q2 毛利率约 31.83%，同升 1.74pct，由于二季度以来原料价格大涨，17Q2 毛利率较 17Q1 环比降低 0.25pct；17Q2 期间费用率约 22.61%，同降 0.34pct，环降 1.98pct，环比同比皆有改善；受益费用率的降低以及毛利率的提升，17H1 净利率约 6.21%，同升 1.28pct，17Q2 净利率同比环比皆实现上升；17H1 企业收现能力继续高位维持，经营活动产生的现金流量净额/营业收入约为 10.62%，较 2016 同期上升 3.62pct。

图 46: H1 耐材行业毛利率、净利率



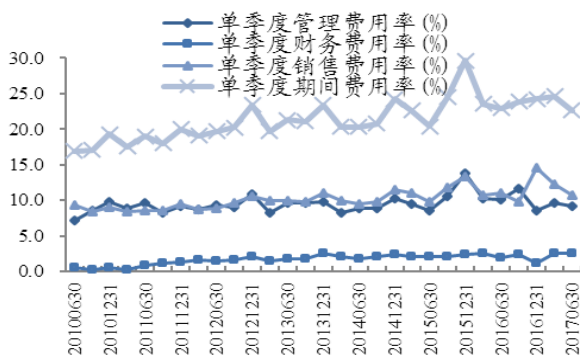
数据来源: 东北证券, wind

图 47: 耐材行业单季度毛利率、净利率



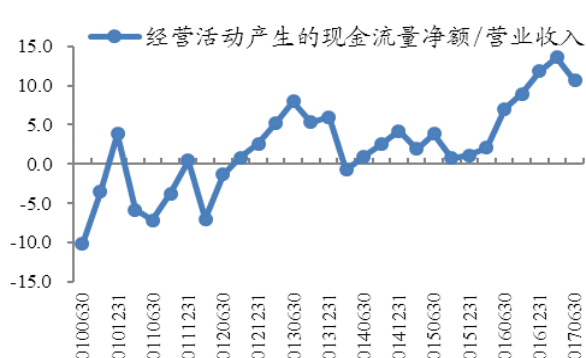
数据来源: 东北证券, wind

图 48: 耐材行业单季度期间费用率



数据来源: 东北证券, wind

图 49: H1 耐材行业收现能力维持较高水平

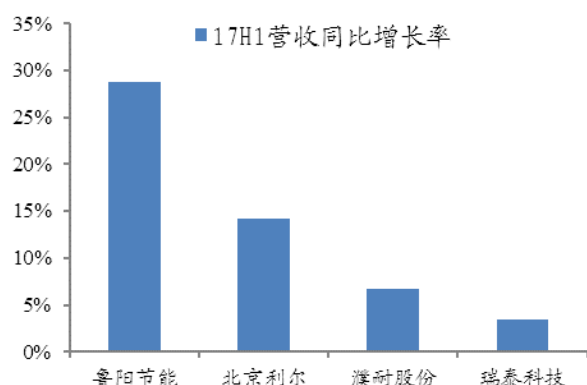


数据来源: 东北证券, wind

4.2. 鲁阳节能增速较快，瑞泰科技表现欠佳

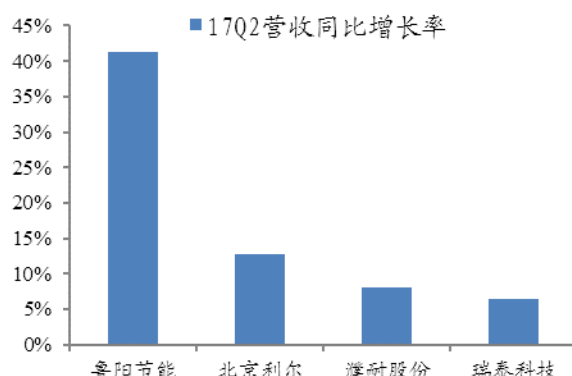
对耐材企业进行横向比较，四家耐材企业上半年营收都保持了正增长，其中鲁阳节能 17H1 营收增速约 29%，17Q2 增速约 41%，领跑行业。从净利水平来看，鲁阳节能以 17H1 净利增速 144% 领先其他企业。整体来看，瑞泰科技表现欠佳，而鲁阳节能表现高于行业平均。

图 50: H1 耐材企业营收增速



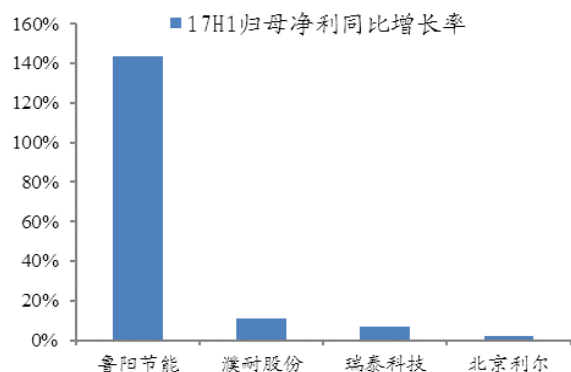
数据来源：东北证券，wind

图 51: 耐材企业 Q2 营收增速



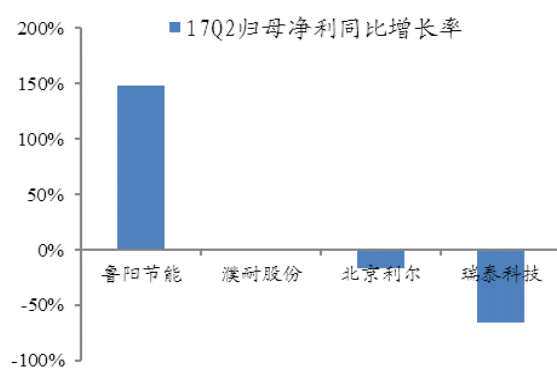
数据来源：东北证券，wind

图 52: H1 耐材企业净利增速



数据来源：东北证券，wind

图 53: 耐材企业 Q2 净利增速



数据来源：东北证券，wind

在耐材行业销售利润率以及资产周转率双升的背景下，企业盈利大幅改善，ROE 较 16 同期上升 0.63pct。

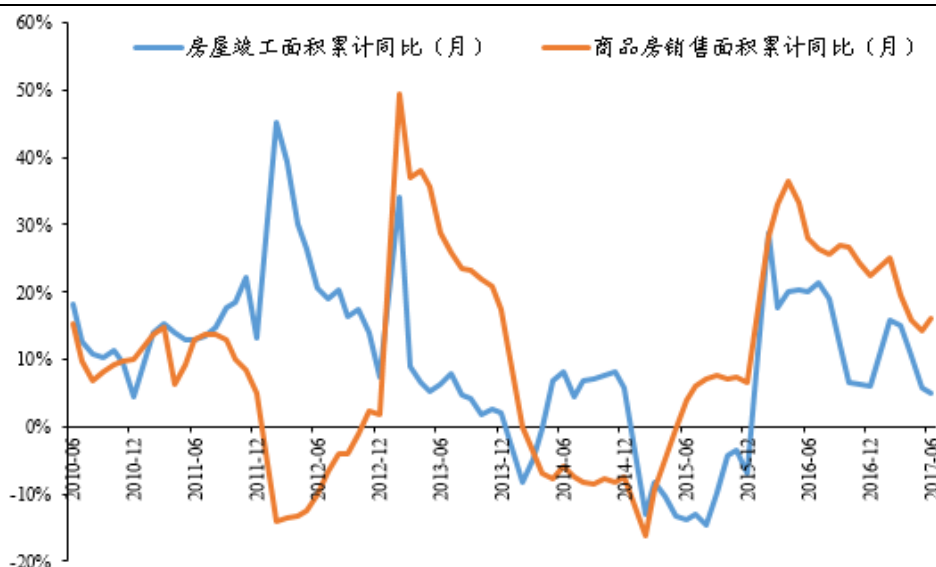
5. 消费建材稳健增长，集中度持续提升

5.1. 受益消费升级，龙头企业拉大业绩差距

今年以来三四线城市地产销售回暖，但与房地产发展黄金期相比，总体房地产增速已减缓，上半年商品房销售面积累计同比增长 16.10%（去年同期为 27.90%），房屋竣工面积累计同比增长 5.00%（去年同期为 20.00%）。在房市政策收紧的背景下，压制消费建材行业整体增速。但我们看到上市消费建材公司营收增速显著高于

行业增速，过去家装建材行业“大公司，小行业”的特征目前正因行业集中度的上升及龙头企业的显现而逐渐减弱，受益于消费升级，产品质量好、品牌受认可的企业能够实现营收、净利高增速发展，与落后企业的差距也正在拉大，选品牌、买龙头的投资逻辑不变。

图 54：上半年房屋销售面积、竣工面积累计同比增速

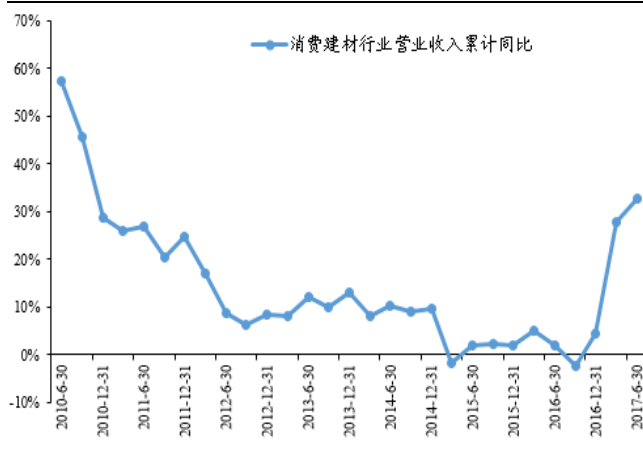


数据来源：东北证券，Wind

5.2. Q2 盈利大增，付现比有所提升

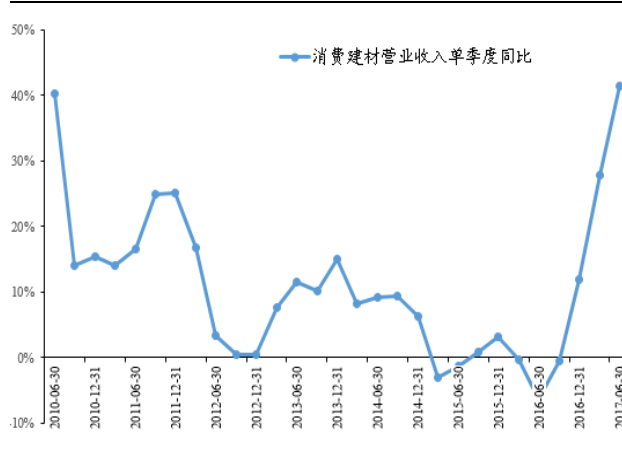
我们以 A 股 27 家消费建材公司作为业绩分析样本。2017 上半年消费建材行业实现营业收入累计同比增长 32.74% (去年同期为 1.93%)，第二季度同比增长 41.39% (去年同期为 -6.38%)，为近 5 年同期最大增幅。行业龙头具有的产品优势和品牌溢价进一步巩固了其定价能力，盈利得以加速提升，上半年全行业归母净利润同比增速为 16.81% (上年同期为 15.67%)，第二季度同比上升 34.41% (上年同期为 -1.06%)，Q2 单季度盈利增长亮眼。从现金流看，经营活动现金流净额/营业收入下降至 2.32% (去年同期为 5.72%)，主要系今年付现比提升所致。

图 55：H1 消费建材营收同比高速提升



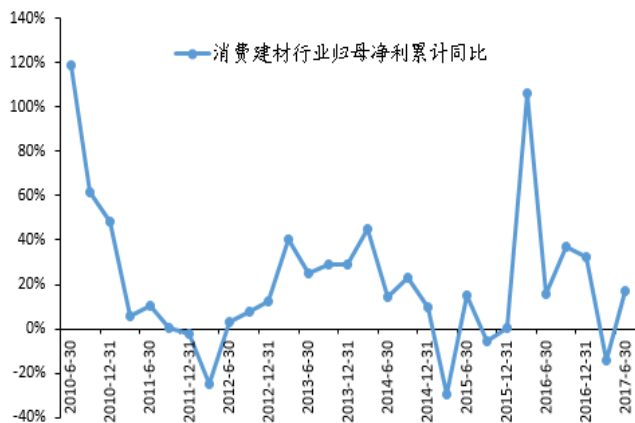
数据来源：东北证券，wind

图 56：消费建材单季度营收增速加快



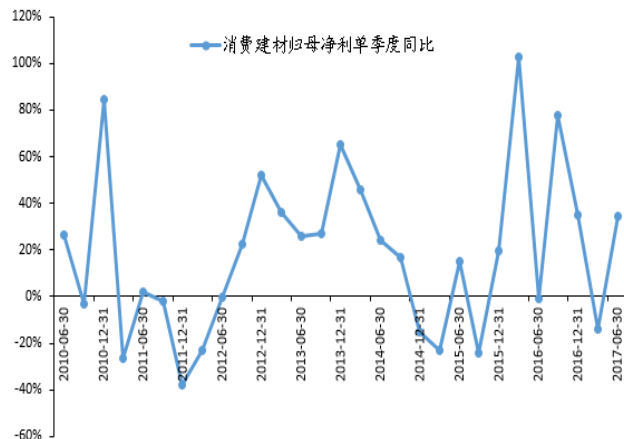
数据来源：东北证券，wind

图 57: H1 消费建材归母净利增速



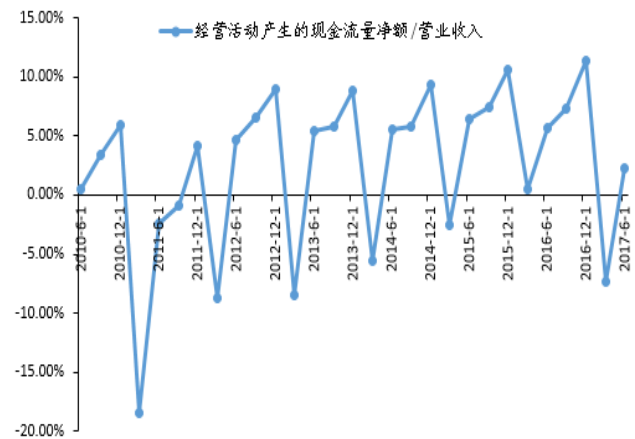
数据来源: 东北证券, wind

图 58: 消费建材单季度归母净利增速



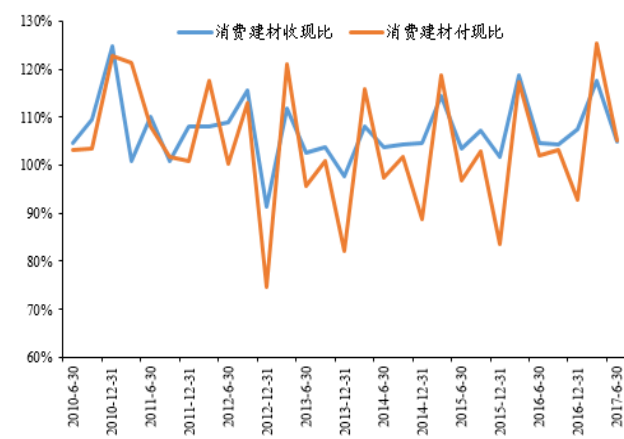
数据来源: 东北证券, wind

图 59: H1 消费建材现金流概况



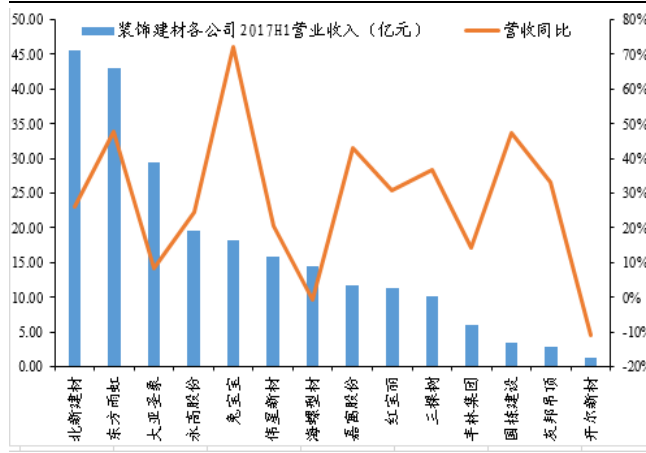
数据来源: 东北证券, wind

图 60: H1 消费建材行业收付现比



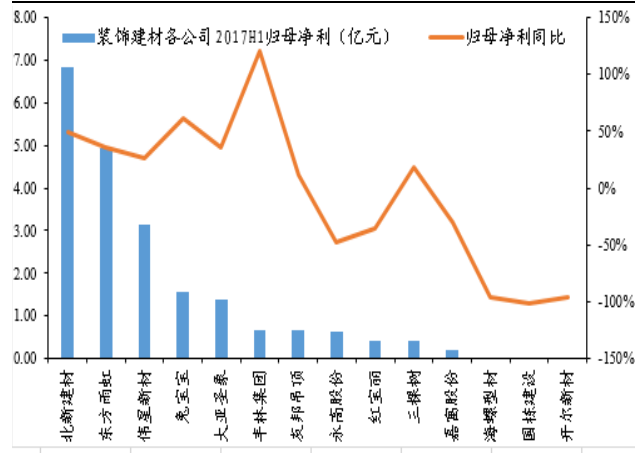
数据来源: 东北证券, wind

图 61: 营收规模与营收增速对比



数据来源: 东北证券, wind

图 62: 盈利规模与净利增速对比



数据来源: 东北证券, wind

5.3. 寻找确定性, 继续推荐白马消费建材

我们持续推荐具备确定性机会的兔宝宝、东方雨虹、大亚圣象、伟星新材、北新建材：

兔宝宝在 2017 上半年营收及净利增长位居消费板材企业前列，营业收入同比增长 72.03%，其中主业装饰板材大幅上升 84.53%，如考虑 B 类收入转 A 类收入的比例增加，板材增速仍超 50%。地板及衣柜业务增速加快，营收增长分别为 52.93%、89.48%，已成极具发展潜力的业务增长点。公司毛利率虽在消费建材行业中处较低水平，上半年毛利率为 16.97%，同比下降 3.07pct，但其仍有向经销商取利、提升对消费者议价能力的空间。目前通过广布经销网络、着重渠道下沉、加强品牌建设，兔宝宝“轻资产、快扩张”的发展思路已得到印证。公司未来发力点将集中在成品家居领域，成长性仍有进一步提升的可能。我们认为公司是少有的具备品牌、空间以及高成长性的上市消费建材公司，当前股价对应 2017、2018 年 PE 为 28、18 倍。

东方雨虹上半年增长形势略超预期，营收同比增长 47.57%，归母净利同比增长 35.49%，毛利率 40.41%，毛利水平领跑消费建材行业。公司持续推进“渗透全国”的战略目标，当前规模以上产能点近 20 个，覆盖全国大部分市场，扩张势头迅猛。同时，东方雨虹具有清晰的销售渠道：房地产客户占比 50%，即采用直销模式，紧跟下游市场集中度提升趋势，抓紧龙头地产商；基建业务则采用工程渠道经销方式，通过激励带动代理商积极性；零售方面也正探索新兴的零售合伙人制度。目前公司已进军家装涂料市场，未来业绩看点增加，发展前景可观，当前股价对应 2017、2018 年 PE 为 21、17 倍。

大亚圣象在聚焦主业木地板发展后，业绩增速节节升高，上半年营收同比增长 8.43%，创近年同期增幅新高，归母净利同比增加 35.02%。公司目前拥有 160 多万立方米的中高密度板和刨花板产能，以及 4700 万平方米地板产能，是当前地板行业的龙头。其中高档刨花板供不应求，公司通过投产 50 万立方米刨花板产能工厂，未来将收获约每年 7 亿元的收入增量，业绩成长空间较大。通过剥离繁杂副业、控制杠杆、股权激励等手段，公司内部管理效率不断完善，本期毛利率提升 1.10pct 至 34.95%，期间费用率小幅上升 0.07pct 至 27.45%，我们仍然看好公司未来的发展活力，当前股价对应 2017、2018 年 PE 为 18、15 倍。

伟星新材上半年 PPR/PE/PVC 管收入分别同比增长 26.34%、13.94%、11.01%，整体营收同比增速达 20.47%，归母净利同比增加 26.67%，业绩增长略超市场预期。本期毛利率 44.97%，由于下游零售消费者对管材提价敏感度较低，公司高毛利现状仍有持续可能。在消费升级的背景下，公司在提高产品质量的同时，致力于打造“高端管道典范”的品牌形象，首创“星管家”服务体系，契合当前市场对于消费建材品牌、品质和服务的需求，扩张路线稳扎稳打。同时，伟星新材也正积极布局净水、防水领域，实现了管道产业链的两头延伸，预计未来产品间的协同效应将助力公司业绩进一步上行，当前股价对应 2017、2018 年 PE 为 21、17 倍。

北新建材上半年营收及净利规模均在行业样本企业中位列第一，龙头特点显著。上半年公司实现营收同比增速 26.02%，归母净利同比增长 48.51%，成长性仍然较好。虽面临原料成本上涨，但北新建材通过践行“价格-成本-利润”的经营模式，成本转嫁能力较强，提价降本效果显著，本期毛利率仅下降 3.31pct 至 31.11%，证明公司管理经营效率处较高水平。收购泰山石膏少数股权后，北新建材正积极制定新一轮石膏板产业布局规划，布局完成后公司石膏板产能将扩大至 30 亿平方米，

届时将帮助提升公司市占率至 60% 以上。在环保督查压力下，石膏行业小产能逐渐淘汰出清，龙头企业将受益实现业绩持续提升，当前股价对应 2017、2018 年 PE 为 19、16 倍。

分析师简介:

申浩, 建筑建材行业助理分析师, 华建集团3年工程设计行业工作经验, 同济大学土木工程学士、结构工程硕士。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
 邮编: 130119
 电话: 4006000686
 传真: (0431)85680032
 网址: <http://www.nesc.cn>

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
 恒奥中心D座
 邮编: 100033
 电话: (010)63210800
 传真: (010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
 邮编: 200127
 电话: (021)20361009
 传真: (021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
 邮编: 518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
 电话: (010) 63210890
 手机: 185-1501-8255
 邮箱: lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
 电话: (021) 20361100
 手机: 136-2169-3507
 邮箱: yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
 电话: (0755) 33975865
 手机: 186-6457-9712
 邮箱: qiuxx@nesc.cn