

证券研究报告—深度报告

建材

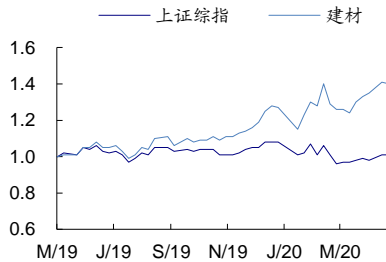
建材行业 19 年年报及 20 年一季报总结

超配

(维持评级)

2020 年 05 月 22 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《非金属建材周报(20年第20周):基建地产持续恢复,关注西部大开发建设》——2020-05-18
《非金属建材行业5月投资策略:下游积极赶工,维持行业“超配”》——2020-05-12
《非金属建材周报(20年第19周):水泥出货再创新高,玻璃价格或现年内拐点》——2020-05-11
《非金属建材周报(20年第18周):基建再添政策助力,水泥出货创新高》——2020-05-06
《非金属建材周报(20年第17周):部分地区赶工潮初现,再次重申“超配”》——2020-04-27

证券分析师:黄道立

电话: 0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师:陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人:冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

行业专题

蓄势、整固、分化,再前行

● 蓄势、整固、分化,再前行

我们在此前的数篇专题中强调:16年以来的供给侧改革及相关政策和行业运行规律的演变,是造成行业在本轮周期运行与历史数次周期波动有所不同的主要原因,而最终导致在次轮周期中,行业运行呈现波动性减弱、企业业绩韧性加强、行业内部分化加剧、优质企业优势及安全性凸显等特点。

回顾2019年,板块整体呈现如下特点:①实现高质量的增长:板块全年营收5667.9亿元,同增16.3%,实现归母净利753.2亿元,同增13.4%,实现经营活动现金流净额1089亿元,同增22.2%;②盈利稳定性加强:板块全年平均毛利率和净利率分别为31.5%和14.3%,较上年基本持平;③资债结构继续优化:19年末板块平均资产负债率为41.6%,同比下降2.4个百分点,其中水泥、玻璃、其他建材板块分别下降5、1.3和0.9个百分点至36.1%、49.4%和47.2%;④再投资稳步推进:板块全年构建固定资产等支付现金合计455.7亿元,同增29.8%,其中水泥、玻璃和其他建材板块分别同增88.9%、同减2.2%、同增4.4%。分子板块看:

水泥行业:2019年,行业内龙头企业显著加大了再投资力度,在产能扩张受到严控的宏观背景下,水泥行业再投资表现在产业链延伸以及海外拓展方面,如对骨料、砂石、混凝土行业的布局和海外产能拓展扩张。

玻璃行业:在供给侧和环保严控的背景下,玻璃行业业绩韧性再度被印证,即在需求承压的背景下,业绩下行强度显著弱于此前几轮周期。此外,行业内龙头等有技术储备的企业大力技术升级战略仍在推进,但2019年行业再投资在前几年高投入后略有放缓,新技术和新产能布局进入深化、整固期,为后续发展突破蓄势。

其他建材:首先,2019年受益宏观流动性的边际改善,小企业资金承压的局面得到较显著的缓解;其次板块平均业绩增长、盈利情况、再投资等指标看似平稳,但实则暗潮汹涌,诸多呈现“大行业,小公司”的子行业,其龙头企业迅速崛起,行业内分化更加显著。

综上分析,我们前期《新均衡、新思路》系列报告的行业推演正不断被印证。行业发展正朝着更稳健,更高质量的方向运行,企业业绩的韧性不断显现,杠杆率的持续下降使其安全性不断加强;更重要的是,在本轮周期的运行过程中,行业内分化仍在进一步加剧,在经历供给侧改革、去杠杆等洗礼之后,在各项宏观经济指标波动率逐步减弱的宏观背景下,企业的个性得以彰显,诸多企业不断发生蜕变、升华,走出提质、增效的中长期健康发展之路。重申年度策略《行稳致远,进而有为》,建议逢低做多具备中长期增长潜力的优质企业,推荐海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、塔牌集团、中国巨石、北新建材、旗滨集团、信义玻璃、东方雨虹、科顺股份、三棵树、五金龙头、再升科技、帝欧家居、兔宝宝、中国联塑、伟星新材、雄塑科技等各子行业优质龙头企业。

● 风险提示:①宏观经济进一步下行;②产能限制政策松动,供给超预期。

内容目录

建材行业概览：业绩韧性犹存，分化仍在继续，方向略有不同	5
Q1 业绩受疫情扰动有望逐步回归，长期增长依旧有韧性	5
现金流同步改善，资本开支分化趋势延续，分红规模持续提升	7
行业去杠杆继续加速，板块表现略有分化	9
水泥：增长有韧性，再投资意愿明显，去杠杆持续	10
业绩增长保持韧性，毛利率维持高位	10
经营性净现金流保持高位运行，再投资规模显著扩大，分红规模稳步提升	12
负债率水平持续下行至历史最低水平	14
玻璃：业绩增速回升，高分红持续，负债率有所提升	14
业绩增速回升，盈利能力持续改善	14
经营性现金流持续改善，再投资趋于谨慎，龙头企业高分红持续	16
Q1 负债率有所提升，其中龙头更为突出	17
其他建材：业绩增长持续分化，扩张稳步推进	18
业绩增长持续分化，盈利能力相对稳定	18
现金流继续分化，扩张稳步推进，分红规模和分红率均有所下滑	21
负债率缓慢提升，龙头提升趋势更为明显	22
蓄势、整固、分化，再前行	23
风险提示	24
国信证券投资评级	25
分析师承诺	25
风险提示	25
证券投资咨询业务的说明	25

图表目录

图 1: 2011-2019 建材行业营收及增速	5
图 2: 2011-2019 建材行业归母净利润及增速	5
图 3: 2017Q1-2020Q1 建材行业单季度营收及增速	5
图 4: 2016Q1-2019Q1 建材行业单季度归母净利润及增速	5
图 5: 2011-2019 建材行业毛利率和净利率	6
图 6: 2017Q1-2020Q1 建材行业单季度毛利率和净利率	6
图 7: 2011-2019 建材行业期间费用率	6
图 8: 2017Q1-2020Q1 建材行业单季度期间费用率	6
图 9: 2011-2019 建材行业经营现金流净额及增速	7
图 10: 2011-2019 建材行业各子板块经营现金流净额	7
图 11: 2011-2019 建材行业构建固定资产等支付现金及增速	8
图 12: 2011-2019 建材各子板块构建固定资产等支付现金及增速	8
图 13: 2011-2019 年建材行业在建工程规模及同比增速	8
图 14: 2011-2019 建材各子板块在建工程规模	8
图 15: 2011-2019 年建材行业分红规模及分红率	8
图 16: 2011-2019 建材各子板块分红规模	8
图 17: 现金流改善加速行业去杠杆	9
图 18: 建材行业各板块去杠杆表现继续分化	9
图 19: 2011-2019 年建材行业资产负债率和有息负债率	10
图 20: 2017Q1-2020Q1 建材资产负债率和有息负债率	10
图 21: 2011-2019 年建材行业各子板块资产负债率	10
图 22: 2011-2019 建材行业各子板块有息负债率	10
图 23: 2011-2019 年水泥板块营收及增速	10
图 24: 2011-2019 年水泥板块归母净利润及增速	10
图 25: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度营收及增速	11
图 26: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季归母净利润及增速	11
图 27: 2011-2019 水泥板块毛利率和净利率	11
图 28: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度毛利率和净利率	11
图 29: 2011-2019 水泥板块期间费用率	12
图 30: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度期间费用率	12
图 31: 2011-2019 水泥板块经营现金流净额及增速	13
图 32: 2011-2019 水泥板块及龙头公司经营现金流净额	13
图 33: 2018 年以来水泥板块构建固定资产等支付现金提升明显	13
图 34: 水泥板块及龙头构建固定资产等支付现金均明显提升	13
图 35: 水泥板块分红规模稳步提升, 龙头企业分红率相对更高	13
图 36: 2011-2019 年水泥板块资产负债率	14
图 37: 2017Q1-2020Q1 水泥板块各季度末资产负债率	14
图 38: 2011-2019 年水泥板块有息负债率	14
图 39: 2017Q1-2020Q1 水泥板块各季度末有息负债率	14
图 40: 2011-2019 年玻璃板块营收及增速	15
图 41: 2011-2019 年玻璃板块归母净利润及增速	15
图 42: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度营收及增速	15
图 43: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季归母净利润及增速	15
图 44: 2011-2019 玻璃板块毛利率和净利率	15
图 45: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度毛利率和净利率	15
图 46: 2011-2019 玻璃板块期间费用率	16
图 47: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度期间费用率	16
图 48: 2011-2019 玻璃板块经营现金流净额及增速	17
图 49: 2011-2019 玻璃板块及龙头公司经营现金流净额	17
图 50: 2019 玻璃板块构建固定资产等支付现金略有下降	17
图 51: 玻璃板块及龙头构建固定资产等支付现金不同程度下降	17
图 52: 玻璃板块分红规模稳步提升, 龙头企业分红率更高	17
图 53: 2011-2019 年玻璃板块资产负债率	18
图 54: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块各季度末资产负债率	18
图 55: 2011-2019 年玻璃板块有息负债率	18

图 56: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块各季度末有息负债率	18
图 57: 2011-2019 年其他建材板块营收及增速	19
图 58: 2011-2019 年其他建材板块归母净利润及增速	19
图 59: 2011-2019 其他建材和龙头营收及增速 (剔除北新)	19
图 60: 2011-2019 其他建材和龙头归母净利润及增速 (剔除北新)	19
图 61: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块单季度营收及增速	19
图 62: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块单季度归母净利润及增速	19
图 63: 2011-2019 其他建材板块毛利率和净利率	20
图 64: 2017Q1-2020Q1 其他建材单季度毛利率和净利率	20
图 65: 2011-2019 其他建材板块期间费用率	20
图 66: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块期间费用率	20
图 67: 2011-2019 其他建材板块经营现金流净额及增速	21
图 68: 2011-2019 其他建材板块及龙头经营现金流净额	21
图 69: 其他建材板块构建固定资产等支付现金的增速大幅放缓	21
图 70: 其他建材板块及龙头构建固定资产等支付现金的增速均大幅放缓	21
图 71: 其他建材板块分红规模和分红率均有所下滑	22
图 72: 2011-2019 年其他建材板块资产负债率	22
图 73: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块各季末资产负债率	22
图 74: 2011-2019 年其他建材板块有息负债率	23
图 75: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块各季末有息负债率	23

表 1: 建材行业 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	6
表 2: 水泥板块 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	12
表 3: 玻璃板块 2018 年及 2019 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	16
表 4: 其他建材板块 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比 (亿元)	20

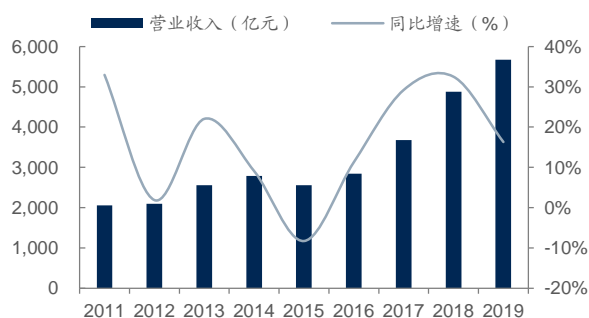
建材行业概览：业绩韧性犹存，分化仍在继续，方向略有不同

我们选取了 85 家建材行业主要上市公司作为样本（其中：水泥行业 16 家、玻璃行业 9 家、其他建材行业 60 家），对行业 2019 年年报及 2020 年一季报表现进行回顾和总结。整体来看，新均衡下建材板块业绩增长依然表现出较强韧性，盈利稳定性加强，杠杆率持续下降，分红规模逐年提升，2020 年 Q1 业绩受短期疫情扰动不改长期趋势，预计 Q2 将逐步恢复。除业绩的韧性之外，我们还发现板块间的分化仍在延续，但各子板块的运行与此前几年略有差异，水泥资本开支有较显著提升，产业链布局迅速推进；玻璃龙头企业扩张进程进入平台整固期；其他建材扩张整体呈现平稳态势，板块内分化显著。下文我们将分别从业绩、现金流、杠杆率水平、企业再投资等角度，针对板块以及各子行业的特点进行展开分析：

Q1 业绩受疫情扰动有望逐步回归，长期增长依旧有韧性

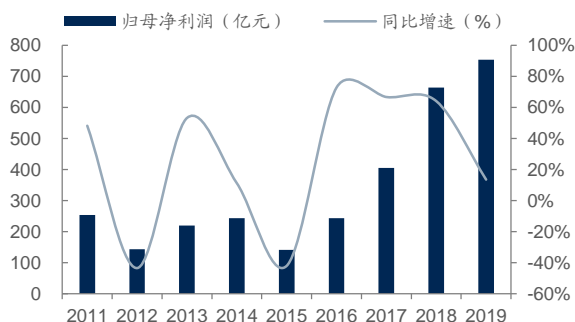
疫情影响制约短期增速，长期增长有韧性。2019 年建材行业共实现营业收入 5667.9 亿元，同比增长 16.3%，实现归母净利润 753.2 亿元，同比增长 13.4%，营业收入和归母净利润增长有韧性。2020 年 Q1 单季度实现营业收入 790.1 亿元，同比下滑 22.2%，实现归母净利润 76.2 亿元，同比下滑 36.1%，主要受短期疫情冲击影响，预计随着疫情逐步稳定，增速将逐步回归。

图 1：2011-2019 建材行业营收及增速



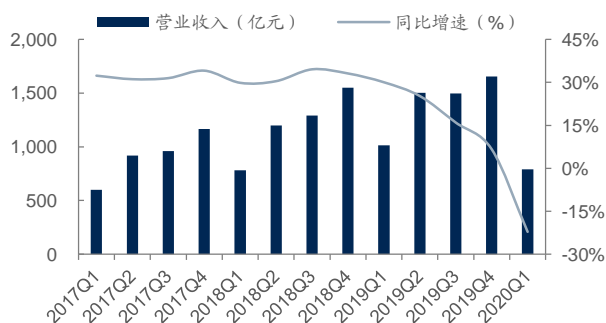
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：2011-2019 建材行业归母净利润及增速



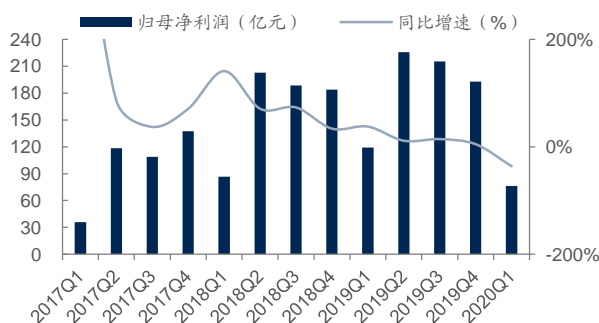
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：2017Q1-2020Q1 建材行业单季度营收及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

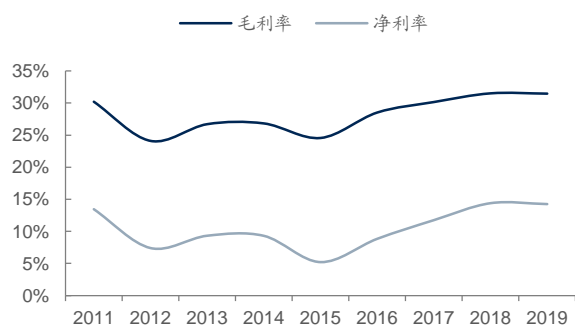
图 4：2016Q1-2019Q1 建材行业单季度归母净利润及增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2017Q1 同比增长率为 493.2%）

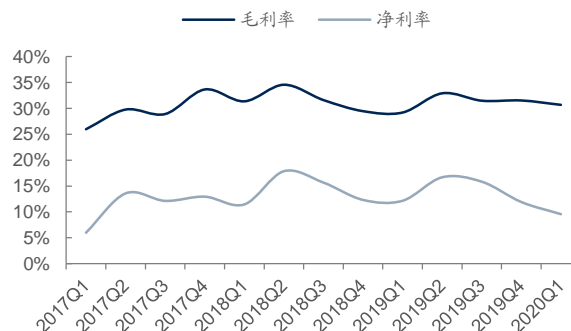
毛利率维持高位，费用率短期扰动不改长期趋势。2019 年建材行业平均毛利率和净利率分别为 31.5%和 14.3%，同比下滑 0.05 个百分点和 0.14 个百分点，较上年同期基本持平；2020Q1 毛利率继续维持高位 30.7%，同比提高 1.5 个百分点，净利率同比下滑 2.6 个百分点至 9.6%。2019 年期间费用率整体延续优化趋势，同比下滑 0.48 个百分点至 11.3%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5%、5.1%、1.2%，较上年同期提高 0.06 个百分点、下降 0.18 个百分点和下降 0.36 个百分点；2020Q1 期间费用率同比提升 5.1 个百分点至 18.4%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别较上年同期提高 0.6 个百分点、3.8 个百分点、0.8 个百分点。

图 5：2011-2019 建材行业毛利率和净利率



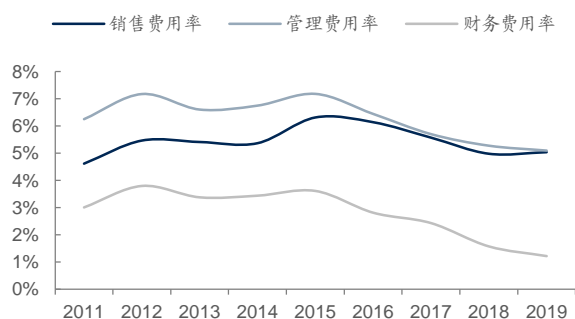
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 6：2017Q1-2020Q1 建材行业单季度毛利率和净利率



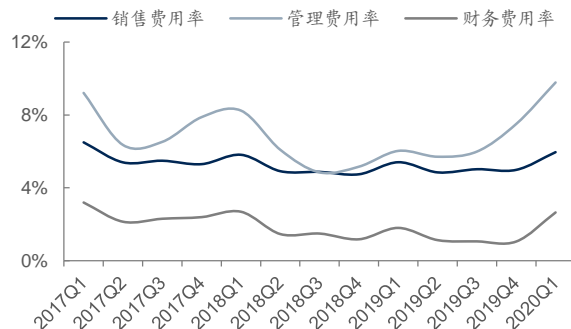
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 7：2011-2019 建材行业期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：2017Q1-2020Q1 建材行业单季度期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2018Q2 以前的管理费用率包含研发费用）

表 1：建材行业 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2018	2019	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增速
营业收入	4,873.28	5,667.82	16.30%	1015.05	790.05	-22.17%
营业成本	3,337.44	3,884.17	16.38%	718.62	547.64	-23.79%
毛利率（%）	31.52%	31.47%	降低 0.05 个百分点	29.20%	30.68%	提高 1.48 个百分点
销售费用	242.59	285.36	17.63%	54.87	82.49	50.32%
销售费用率（%）	4.98%	5.03%	提高 0.06 个百分点	5.41%	10.44%	提高 5.03 个百分点
管理费用	257.02	288.70	12.33%	61.18	62.55	2.23%
管理费用率（%）	5.27%	5.09%	降低 0.18 百分点	6.03%	7.92%	提高 1.89 个百分点
财务费用	76.58	68.82	-10.13%	18.32	20.94	14.30%

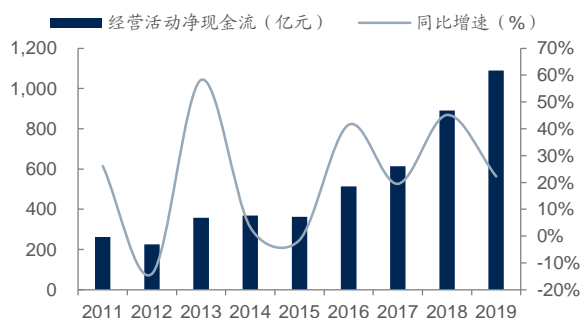
表 1：建材行业 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

财务费用率（%）	1.57%	1.21%	降低 0.36 个百分点	1.81%	2.65%	提高 0.85 个百分点
投资净收益	24.01	46.02	91.67%	8.55	4.44	-48.08%
公允价值变动净收益	30.50	8.77	-71.26%	3.77	1.30	-65.46%
营业利润	901.91	1,040.71	15.39%	156.34	101.71	-34.94%
营业利润率（%）	18.51%	18.36%	降低 0.15 个百分点	15.40%	12.87%	降低 2.53 个百分点
利润总额	886.93	1,022.91	15.33%	157.90	102.81	-34.89%
净利润	701.42	807.92	15.18%	123.35	75.51	-38.78%
净利润率（%）	14.39%	14.25%	降低 0.14 个百分点	12.15%	9.56%	降低 2.59 个百分点
归属母公司股东的净利润	664.01	753.23	13.44%	119.31	76.20	-36.13%

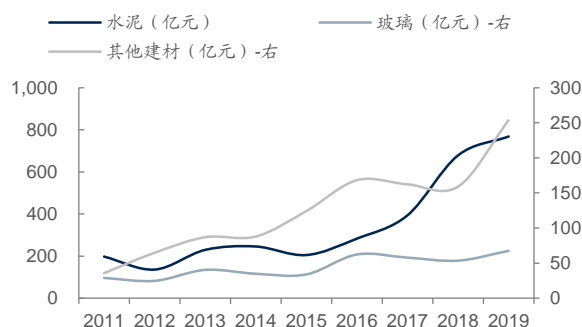
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 85 家建材上市公司）

现金流同步改善，资本开支分化趋势延续，分红规模持续提升

经营性现金流同步改善，其他建材表现突出。2019 年建材行业合计实现经营活动现金流净额 1089 亿元，同比增长 22.2%；分板块来看，水泥、玻璃、其他建材分别实现 768.1 亿元，67.4 亿元和 253.5 亿元，同比增长 13.2%、26.1%、59.4%，其中其他建材增长明显，主因加强销售货款回笼，同时部分公司票据支付增多使现金流出大幅减少所致。

图 9：2011-2019 建材行业经营现金流净额及增速


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：2011-2019 建材行业各子板块经营现金流净额


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

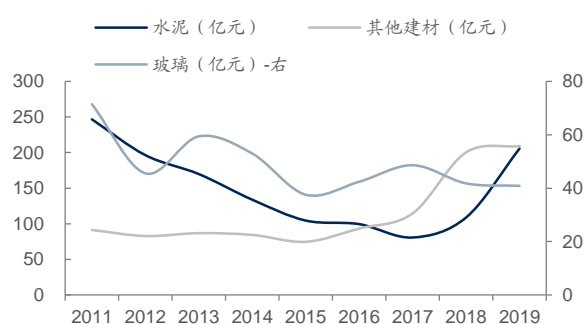
资本开支结构性增长，水泥板块增长幅度明显。从企业构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金来看，2011 年以来建材行业呈现明显下降趋势，2016 年以来回升态势明显，其中水泥和其他建材板块回升幅度明显，2018 年以来水泥板块呈现出较强的扩张意愿，主要集中于产业链延伸布局和结构性升级扩张，意在实现更有质量的增长。2019 年建材行业构建固定资产等支付现金合计 455.7 亿元，同比增长 29.8%，其中水泥、玻璃和其他建材板块分别实现 205.6 亿元、40.9 亿元和 209.2 亿元，同比增长 88.9%、减少 2.2%、增长 4.4%。从企业在建工程规模来看，也呈现类似趋势。截至 2019 年末，建材行业在建工程规模 330.2 亿元，同比增长 26.1%，其中水泥、玻璃和其他建材板块分别为 144.9 亿元、50.7 亿元和 134.7 亿元，同比增长 93.3%、减少 9.5%、增长 2.8%。

图 11: 2011-2019 建材行业构建固定资产等支付现金及增速



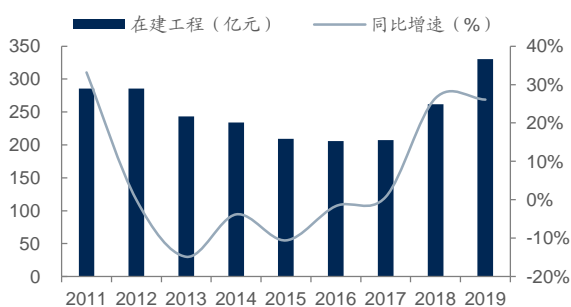
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 12: 2011-2019 建材各子板块构建固定资产等支付现金及增速



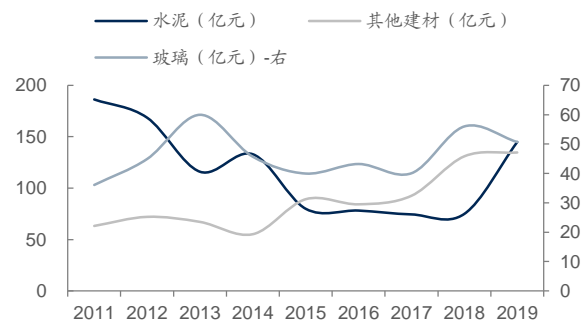
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 13: 2011-2019 年建材行业在建工程规模及同比增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

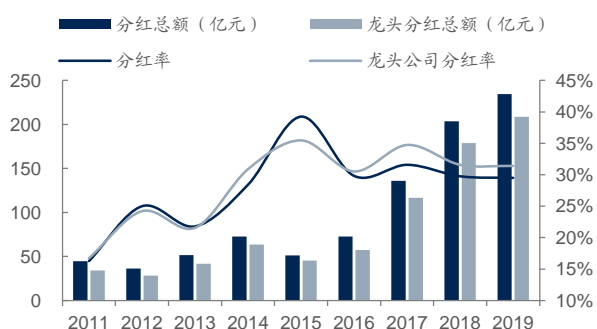
图 14: 2011-2019 建材各子板块在建工程规模



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

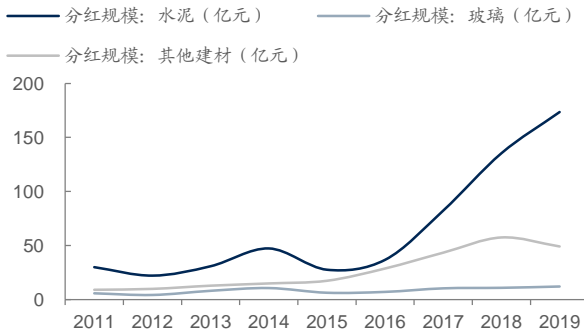
分红规模整体持续提升，其他建材板块略有下滑。2019 年建材行业分红规模达 238.4 亿元，同比增长 14.2%，分红率达 29.5%，其中水泥板块分红规模 177.1 亿元，同比增长 26.1%，分红率 29.6%；玻璃板块分红规模 12.2 亿元，同比增长 12.3%，分红率 41%；其他建材板块分红规模 49.1 亿元，同比下降 14.5%，分红率 27.3%。

图 15: 2011-2019 年建材行业分红规模及分红率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 16: 2011-2019 建材各子板块分红规模



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业去杠杆继续加速，板块表现略有分化

现金流改善加速行业去杠杆，水泥板块表现突出。从“借款取得的现金+发债取得的现金-偿还债务支付的现金”来看，全行业该指标下降趋势明显，同时各板块间也呈现出明显分化，其中水泥板块去杠杆表现明显。

图 17：现金流改善加速行业去杠杆



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

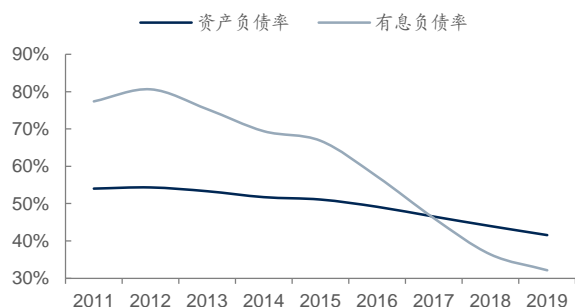
图 18：建材行业各板块去杠杆表现继续分化



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

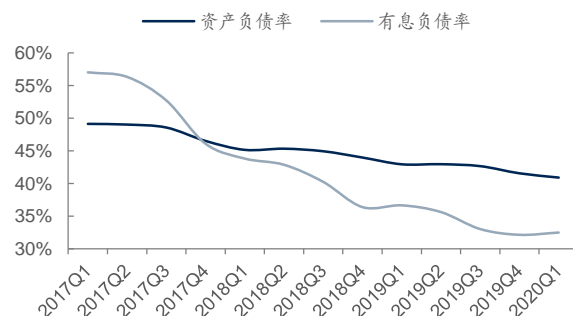
资债结构持续优化，有息负债下降明显。截至 2019 年末建材行业平均资产负债率为 41.6%，较 2018 年末下降 2.4 个百分点，其中水泥板块下降 5 个百分点至 36.1%，玻璃板块下降 1.3 个百分点至 49.4%，其他建材板块提升 0.9 个百分点至 47.2%；2020Q1 资产负债率继续下降至 40.9%，较年初下降 0.7 个百分点。有息负债率呈现类似趋势，且下降明显，截至 2019 年末同比下滑 4.2 个百分点至 32.1%。

图 19: 2011-2019 年建材行业资产负债率和有息负债率



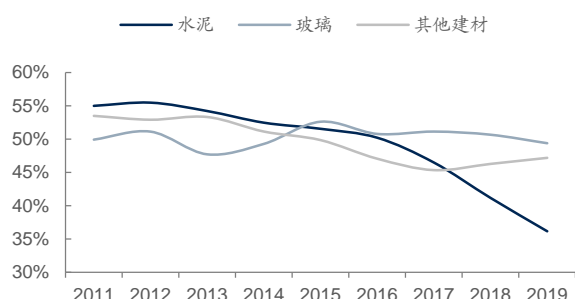
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 20: 2017Q1-2020Q1 建材资产负债率和有息负债率



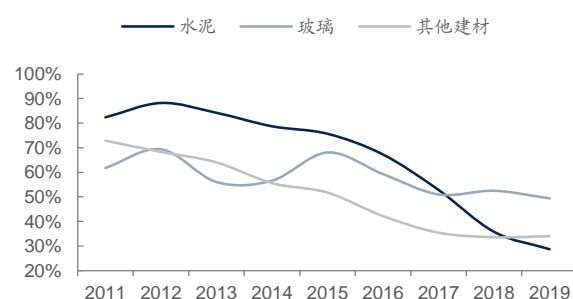
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 21: 2011-2019 年建材行业各子板块资产负债率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 22: 2011-2019 建材行业各子板块有息负债率



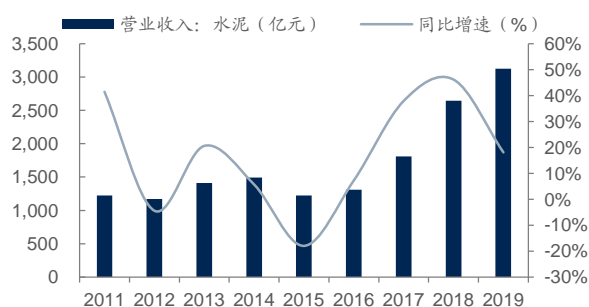
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

水泥: 增长有韧性, 再投资意愿明显, 去杠杆持续

业绩增长保持韧性, 毛利率维持高位

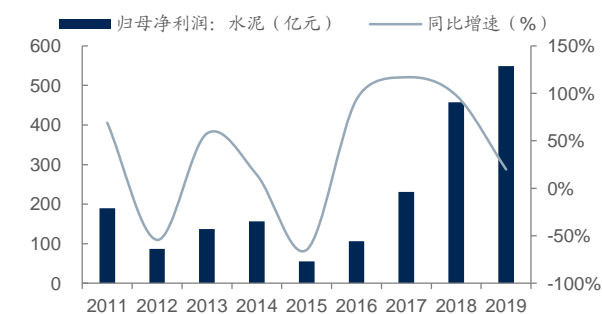
业绩增长保持韧性, 增速稳步回落。我们统计的水泥板块标的共 16 个, 2019 年共实现营业收入 3124.2 亿元, 同比增长 18.1%, 实现归母净利润 548.4 亿元, 同比增长 19.9%, 业绩增长保持韧性, 增速稳步回落。2020Q1 分别实现营业收入和归母净利润 399.9 亿元、57.7 亿元, 同比下滑 26.4%、32.4%, 主要受疫情影响导致上下游复工延迟。

图 23: 2011-2019 年水泥板块营收及增速



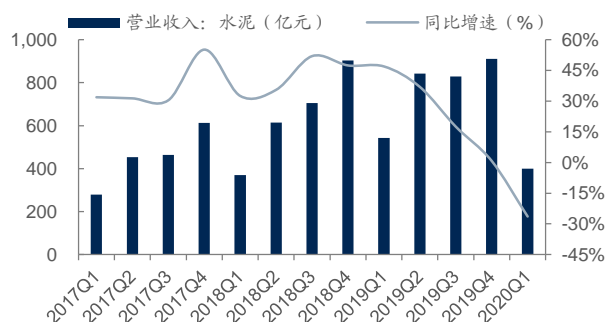
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 24: 2011-2019 年水泥板块归母净利润及增速



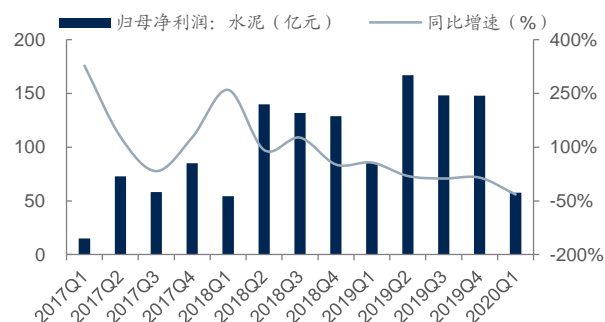
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 25: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 26: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度归母净利润及增速

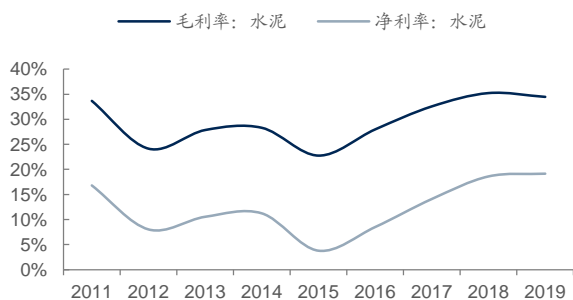


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

毛利率维持高位，短期费用率提升拖累净利率。2019 年水泥板块毛利率和净利率分别为 34.5%和 19.1%，较上年同期下降 0.8 个百分点和提升 0.5 个百分点，继续维持高位水平；期间费用率延续下降趋势，较上年同期下降 0.71 个百分点至 9.8%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.05、0.08 和 0.59 个百分点。

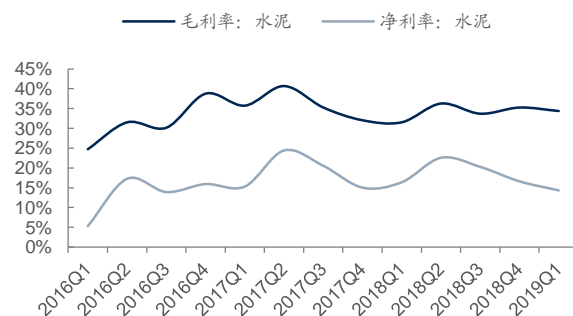
2020Q1 毛利率为 34.4%，同比提升 2.8 个百分点；净利率为 14.3%，同比下降 2 个百分点，主因受疫情冲击影响，收入规模同比下滑，期间费用率同比提升 4.3 个百分点至 16%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别提升 0.6、2.2 和 1.4 个百分点。

图 27: 2011-2019 水泥板块毛利率和净利率



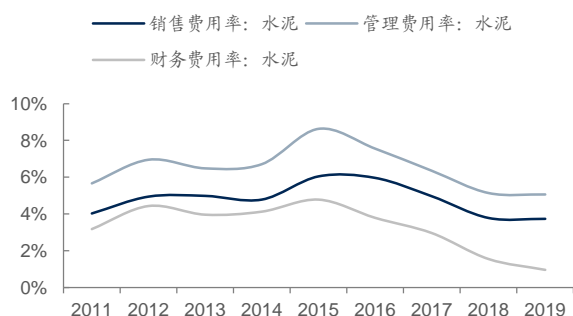
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 28: 2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度毛利率和净利率



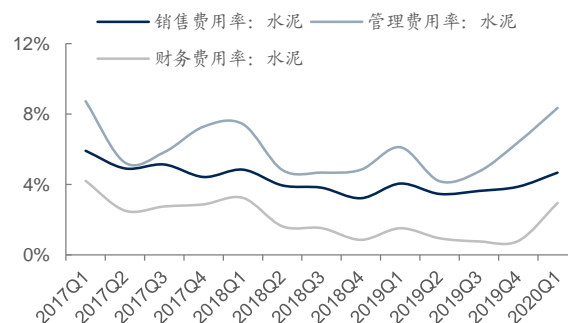
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 29：2011-2019 水泥板块期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 30：2017Q1-2020Q1 水泥板块单季度期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2018Q2 以前的管理费用率包含研发费用）

表 2：水泥板块 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2018	2019	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增速
营业收入	2,645.26	3,124.24	18.11%	543.20	399.86	-26.39%
营业成本	1,713.41	2,047.46	19.50%	371.94	262.39	-29.45%
毛利率（%）	35.23%	34.47%	降低 0.76 个百分点	31.53%	34.38%	提高 2.85 个百分点
销售费用	100.04	116.69	16.65%	22.03	18.70	-15.14%
销售费用率（%）	3.78%	3.74%	降低 0.05 个百分点	4.06%	4.68%	提高 4.78 个百分点
管理费用	135.93	166.80	22.71%	33.25	32.48	-2.30%
管理费用率（%）	5.14%	5.34%	提高 0.20 百分点	6.12%	8.12%	提高 2.00 个百分点
财务费用	40.97	29.94	-26.92%	8.26	11.80	42.83%
财务费用率（%）	1.55%	0.96%	降低 0.59 个百分点	1.52%	2.95%	提高 1.43 个百分点
投资净收益	16.01	37.32	133.07%	7.43	3.77	-49.30%
公允价值变动净收益	0.92	7.40	706.39%	3.03	1.67	-44.70%
营业利润	649.50	768.39	18.30%	114.89	78.13	-31.99%
营业利润率（%）	24.55%	24.59%	提高 0.04 个百分点	21.15%	19.54%	降低 1.61 个百分点
利润总额	636.88	770.43	20.97%	116.07	79.79	-31.26%
净利润	492.10	598.11	21.54%	88.93	57.29	-35.57%
净利润率（%）	18.60%	19.14%	提高 0.54 个百分点	16.37%	14.33%	降低 2.04 个百分点
归属母公司股东的净利润	457.50	548.40	19.87%	85.32	57.70	-32.38%

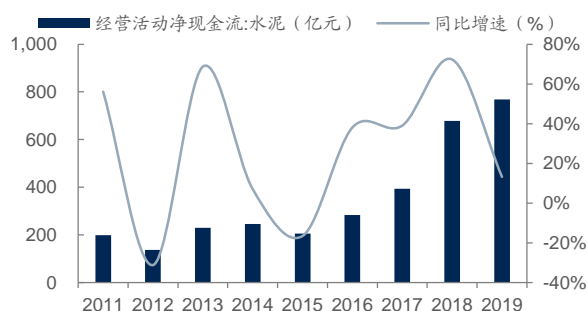
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 16 家水泥板块上市公司）

经营性净现金流保持高位运行，再投资规模显著扩大，分红规模稳步提升

2019 年水泥板块共实现经营活动净现金流 768.1 亿元，同比增长 13.2%，增速同步回落，其中龙头企业实现经营活动净现金流 683.1 亿元，同比增长 16.3%，优于板块平均水平。

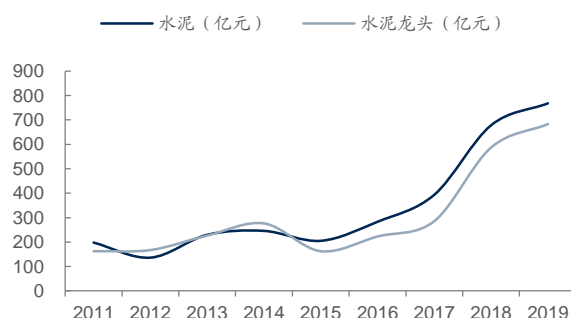
从再投资方面来看，以企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来衡量，2018 年以来水泥板块投资意愿大幅提升，骨料、混凝土、墙体材料等产业链相关领域的延伸布局明显加强，2019 年水泥板块构建固定资产等支付现金合计 205.6 亿元，同比增长 88.9%。从分红来看，2019 年水泥板块分红规模达 177.1 亿元，同比增长 26.1%，分红率 29.6%，其中龙头企业分红率相对更高，2019 年达 30.8%

图 31: 2011-2019 水泥板块经营现金流净额及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 32: 2011-2019 水泥板块及龙头公司经营现金流净额



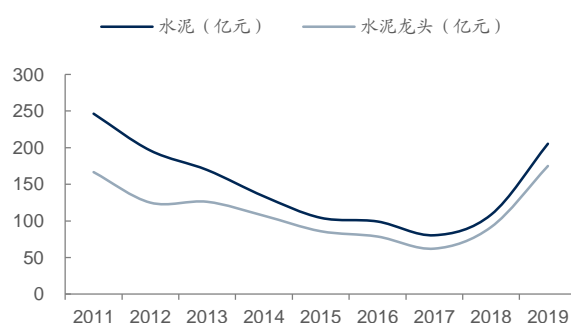
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 33: 2018 年以来水泥板块构建固定资产等支付现金提升明显



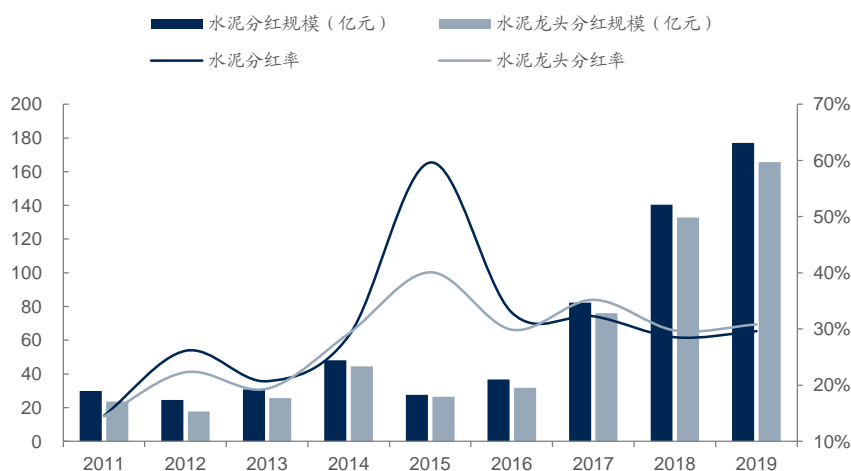
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 34: 水泥板块及龙头构建固定资产等支付现金均明显提升



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 35: 水泥板块分红规模稳步提升，龙头企业分红率相对更高



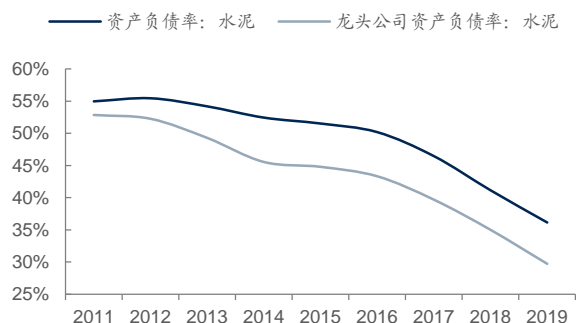
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

负债率水平持续下行至历史最低水平

截至 2019 年末水泥板块平均资产负债率为 36.1%，较上年同期下降 5 个百分点，其中龙头水泥企业资债结构更优，资产负债率为 29.7%，较上年同期下降 5.3 个百分点；有息负债率同比下滑 7.1 个百分点至 28.7%，其中龙头水泥企业有息负债率 16.4%

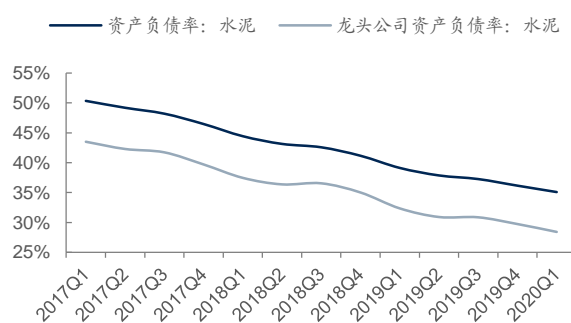
2020Q1 水泥板块资产负债率和有息负债率继续下行至 35.1%、27.3%，分别较年初下降 1.1 个百分点和 1.4 个百分点。

图 36：2011-2019 年水泥板块资产负债率



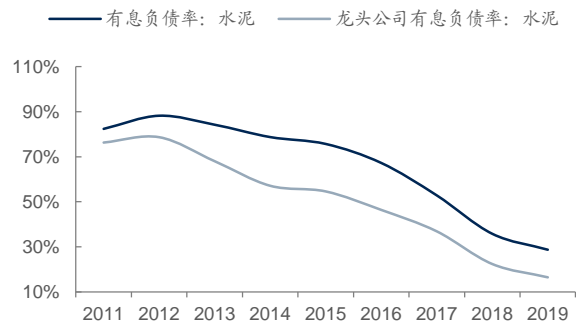
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 37：2017Q1-2020Q1 水泥板块各季度末资产负债率



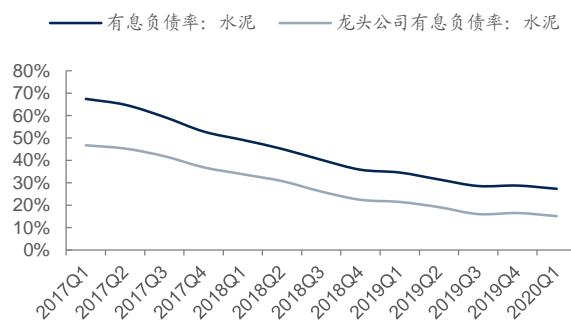
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 38：2011-2019 年水泥板块有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 39：2017Q1-2020Q1 水泥板块各季度末有息负债率



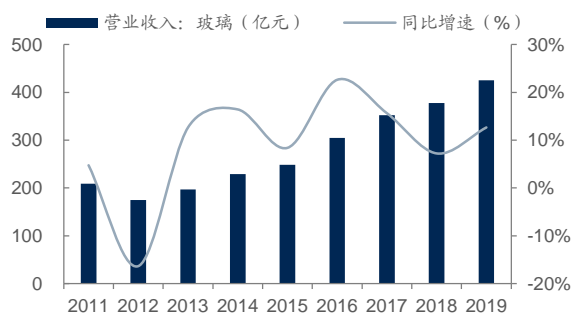
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

玻璃：业绩增速回升，高分红持续，负债率有所提升

业绩增速回升，盈利能力持续改善

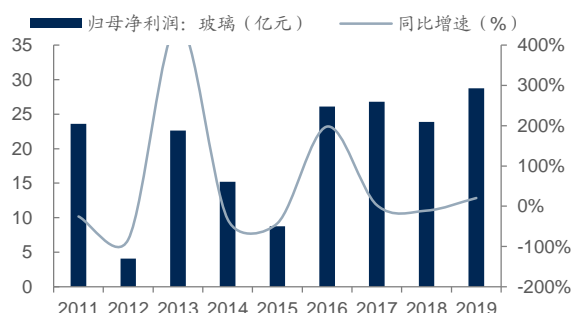
收入利润增速逐季回升，疫情影响 Q1 再度承压。我们统计的玻璃板块标的共 9 个，2019 年共实现营业收入 425.3 亿元，同比增长 12.7%，实现归母净利润 38.7 亿元，同比增长 20.3%；其中 Q4 实现营业收入 123.2 亿元，同比增长 24%，实现归母净利润 4.8 亿元，同比增长 172.4%，增速连续 2 个季度转正且大幅提升。2020 年 Q1 分别实现营业收入和归母净利润 74.4 亿元、5.0 亿元，同比下滑 14.9%、8.7%，业绩再度承压主因疫情影响导致复工不及预期。

图 40: 2011-2019 年玻璃板块营收及增速



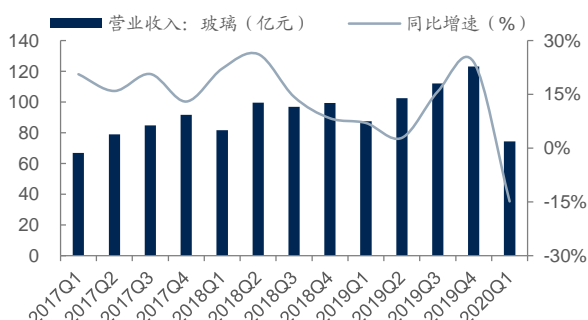
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 41: 2011-2019 年玻璃板块归母净利润及增速



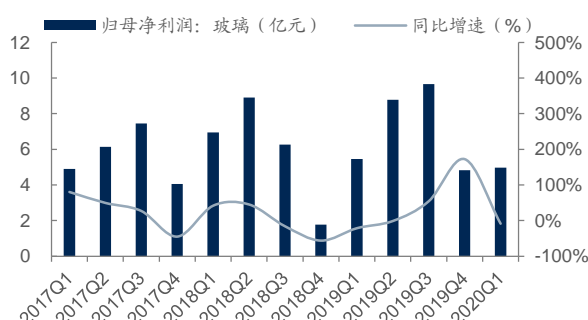
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 42: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 43: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季归母净利润及增速

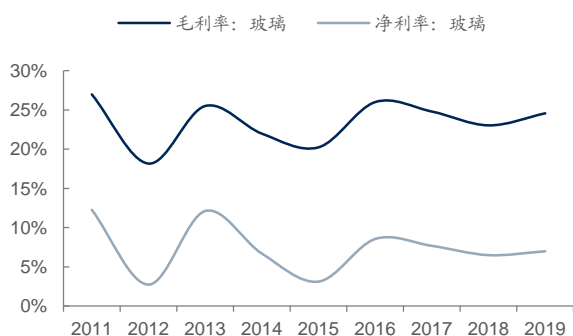


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

毛利率持续提升,疫情影响期间费用率短期承压。2019 年玻璃板块毛利率和净利率分别为 24.6%和 7%,较上年同期提升 1.5 个百分点和 0.5 个百分点;2019 年 Q1 毛利率和净利率继续提升至 27.1%和 6.7%,分别同比提升 5.5 个百分点和 0.3 个百分点。

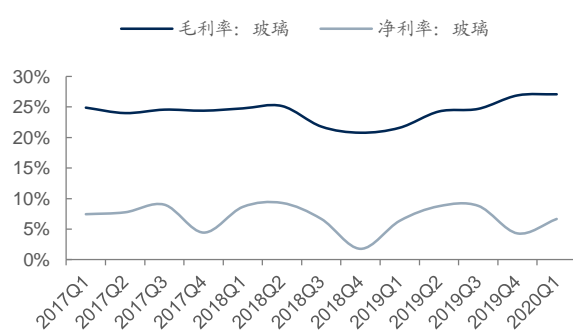
2019 年期间费用率延续下降趋势,较上年同期下降 1 个百分点至 10.6%,其中销售费用率提高 0.1 个百分点至 3.2%,管理费用率下降 0.8 个百分点至 5%,财务费用率下降 0.4 个百分点至 2.3%;2020Q1 期间费用率同比提升 7 个百分点至 18.1%,销售费用率、管理费用率和财务费用率均有不同程度提升,其中管理费用率同比提升 6 个百分点。

图 44: 2011-2019 玻璃板块毛利率和净利率

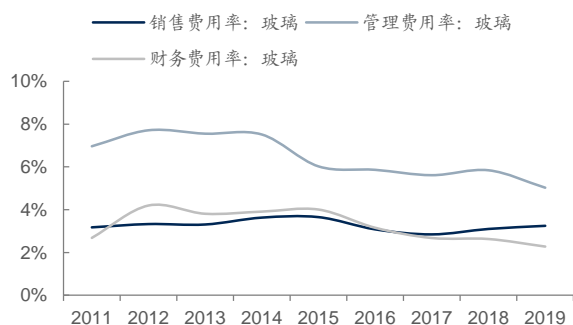


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

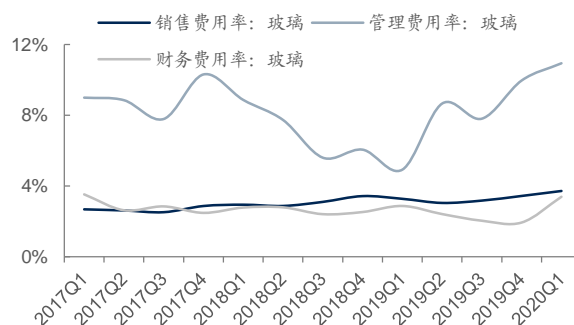
图 45: 2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度毛利率和净利率



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 46：2011-2019 玻璃板块期间费用率


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 47：2017Q1-2020Q1 玻璃板块单季度期间费用率


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2018Q2 以前的管理费用率包含研发费用）

表 3：玻璃板块 2018 年及 2019 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2018	2019	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增速
营业收入	377.53	425.30	12.65%	87.44	74.43	-14.87%
营业成本	290.54	320.77	10.41%	68.56	54.29	-20.82%
毛利率（%）	23.04%	24.58%	提高 1.53 个百分点	21.59%	27.06%	提高 5.47 个百分点
销售费用	11.71	13.81	17.98%	2.87	2.77	-3.38%
销售费用率（%）	3.10%	3.25%	提高 0.15 个百分点	3.28%	3.73%	提高 2.42 个百分点
管理费用	22.06	37.17	68.48%	4.31	5.13	18.98%
管理费用率（%）	5.84%	8.74%	提高 2.90 百分点	4.93%	6.89%	提高 1.96 个百分点
财务费用	9.93	9.68	-2.45%	2.52	2.53	0.51%
财务费用率（%）	2.63%	2.28%	降低 0.35 个百分点	2.88%	3.40%	提高 0.52 个百分点
投资净收益	1.07	-0.25	-123.23%	0.01	0.03	472.09%
公允价值变动净收益	0.13	-0.05	-139%	0.00	-0.02	-21157.45%
营业利润	28.05	35.78	27.58%	6.57	6.23	-5.21%
营业利润率（%）	7.43%	8.41%	提高 0.98 个百分点	7.52%	8.37%	提高 0.85 个百分点
利润总额	28.38	35.11	23.73%	6.70	6.05	-9.60%
净利润	24.54	29.73	21.14%	5.57	4.96	-10.95%
净利润率（%）	6.50%	6.99%	提高 0.49 个百分点	6.37%	6.66%	提高 0.29 个百分点
归属母公司股东的净利润	23.88	28.72	20.30%	5.45	4.98	-8.73%

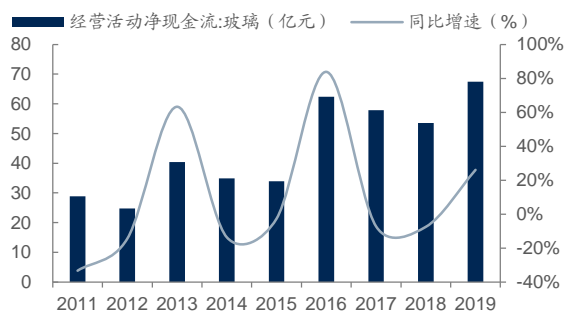
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 9 家玻璃板块上市公司）

经营性现金流持续改善，再投资趋于谨慎，龙头企业高分红持续

2019 年玻璃板块共实现经营活动净现金流 67.4 亿元，同比增长 26.1%，其中龙头企业实现经营经营活动净现金流 44 亿元，同比增长 4.4%，非龙头改善更为明显。

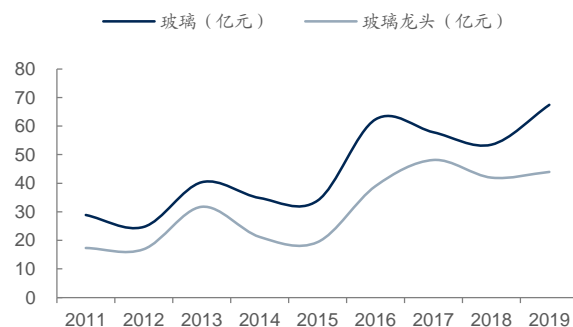
从再投资方面来看，以企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来衡量，企业再投资意愿趋于谨慎，2019 年玻璃板块构建固定资产等支付现金合计 40.9 亿元，同比下滑 2.2%。从分红来看，2019 年玻璃板块分红规模达 12.2 亿元，同比增长 12.3%，其中龙头企业分红规模达 10.2 亿元，同比增长 7.8%，分红率达 53.7%，远高于玻璃板块平均分红率 41%

图 48: 2011-2019 玻璃板块经营现金流净额及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 49: 2011-2019 玻璃板块及龙头公司经营现金流净额



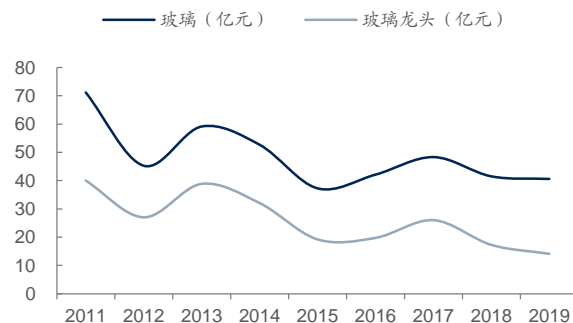
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 50: 2019 玻璃板块构建固定资产等支付现金略有下降



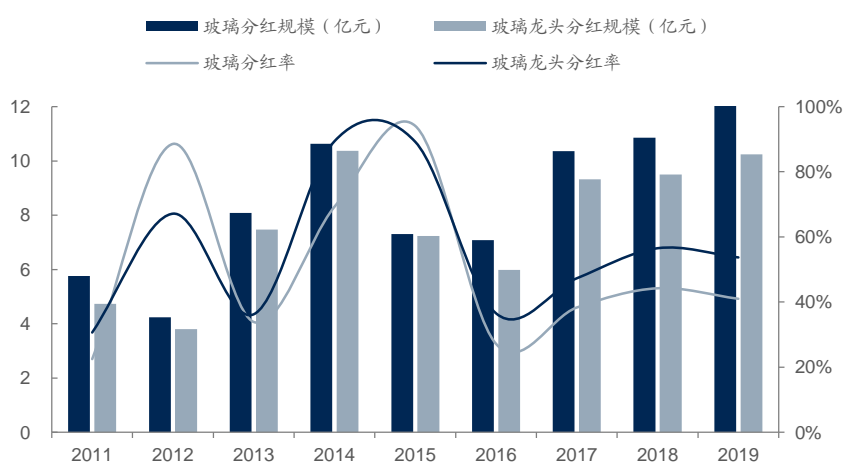
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 51: 玻璃板块及龙头构建固定资产等支付现金不同程度下降



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 52: 玻璃板块分红规模稳步提升, 龙头企业分红率更高



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

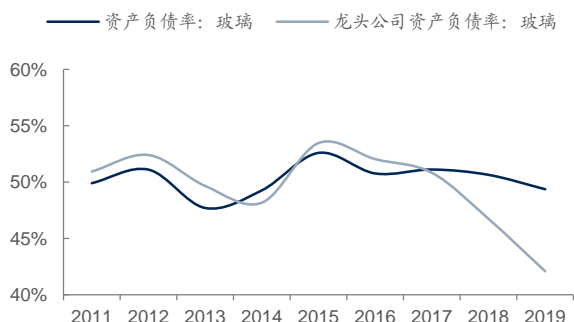
Q1 负债率有所提升, 其中龙头更为突出

截至 2019 年末玻璃板块平均资产负债率为 49.4%, 较上年同期下降 1.3 个百分点, 其中龙头玻璃企业为 42.1%, 较上年同期下降 4.7 个百分点, 去杠杆持续

加速；有息负债率也呈现类似趋势，玻璃板块平均有息负债率为 49.4%，同比下滑 3.1 个百分点，其中龙头玻璃企业有息负债率 45.2%，同比下滑 4.7 个百分点。

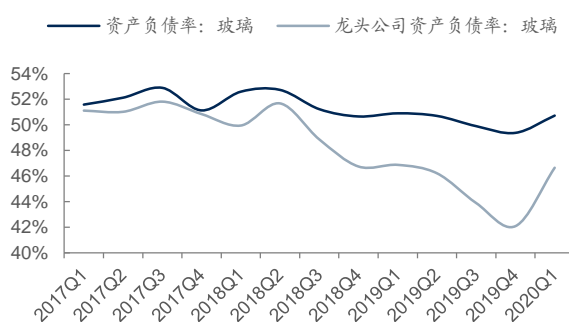
2020Q1 玻璃板块资产负债率和有息负债率为 50.7%、58.1%，分别较年初提升 1.3 个百分点和 8.7 个百分点，其中龙头玻璃企业提升趋势更为明显，资产负债率较年初提升 4.6 个百分点至 46.6%，有息负债率分别较年初提升 14.6 个百分点至 59.7%。

图 53：2011-2019 年玻璃板块资产负债率



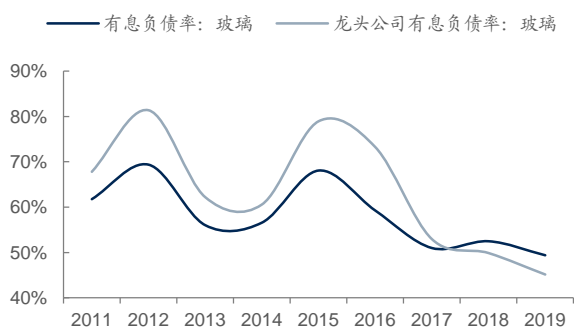
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 54：2017Q1-2020Q1 玻璃板块各季度末资产负债率



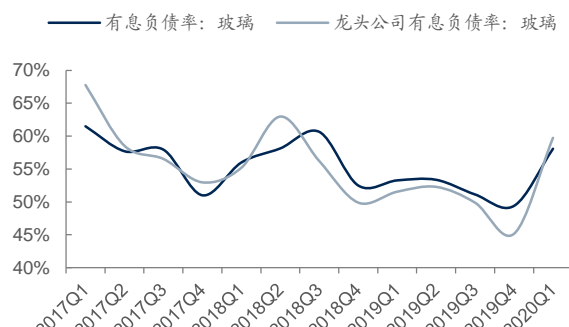
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 55：2011-2019 年玻璃板块有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 56：2017Q1-2020Q1 玻璃板块各季度末有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

其他建材：业绩增长持续分化，扩张稳步推进

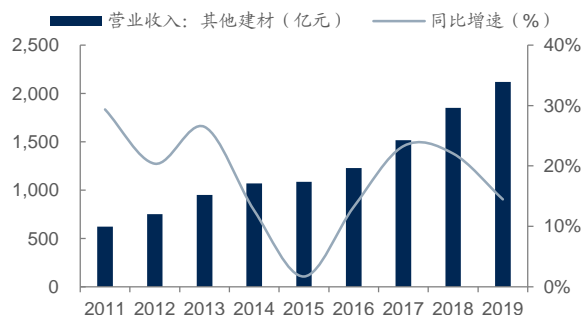
业绩增长持续分化，盈利能力相对稳定

剔除北新建材非经常性损益影响之后，板块业绩增长持续分化。我们统计的其他建材板块标的共 60 个，2019 年共实现营业收入 2118.3 亿元，同比增长 14.5%，实现归母净利润 176.1 亿元，同比下滑 3.6%，整体呈现季度收入增速波动区间相对稳定，利润增速大幅下滑的态势，主因 2019 年北新建材因海外诉讼发生较大规模非经常性损益，将其剔除之后，2019 年板块共实现营业收入 1985.1 亿元，同比增长 15.1%，实现归母净利润 171.7 亿元，同比增长 8.7%，其中，龙头公司共实现营业收入 929.8 亿元，同比增长 19.9%，实现归母净利润 113.8 亿元，同比增长 22.9%，龙头增长优于行业均值，板块业绩增长持续分化。

2020 年 Q1 受到疫情影响，业绩整体承压，Q1 单季度分别实现营业收入和归

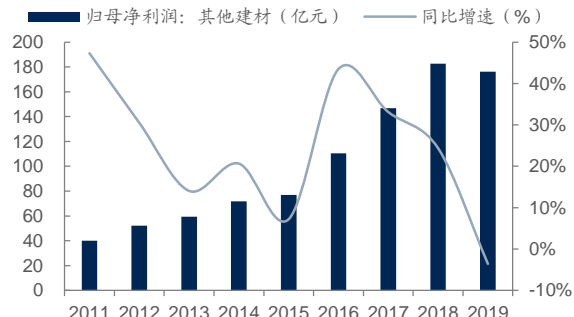
属于母公司所有者净利润 315.8 亿元和 13.5 亿元,同比下滑 17.9%和 52.6%,预计后续随着复工推进,二三季度增速有望回归。

图 57: 2011-2019 年其他建材板块营收及增速



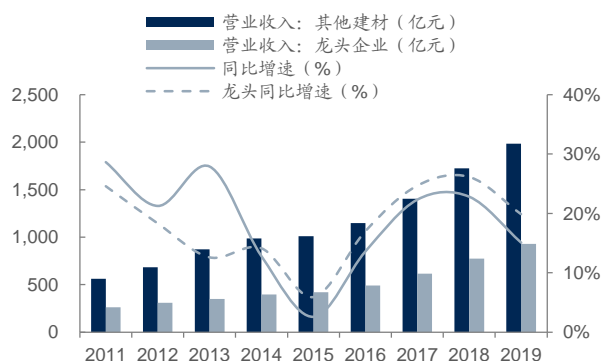
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 58: 2011-2019 年其他建材板块归母净利润及增速



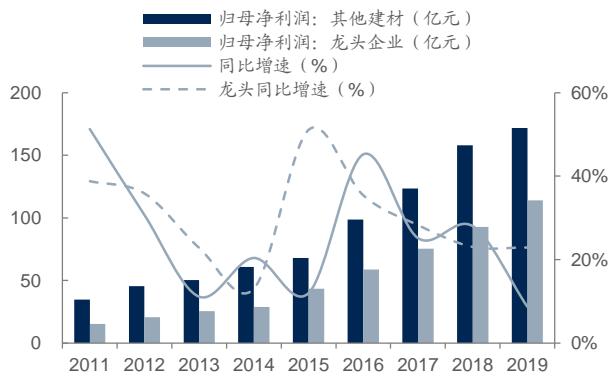
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 59: 2011-2019 其他建材和龙头营收及增速 (剔除北新)



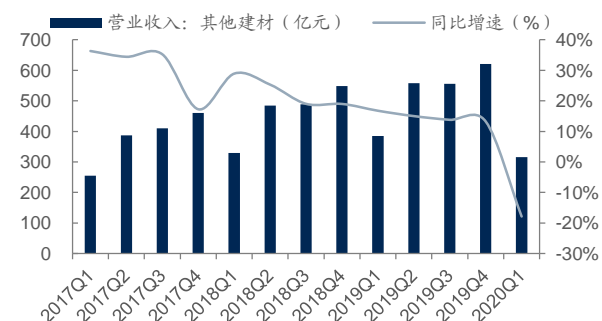
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 60: 2011-2019 其他建材和龙头归母净利润及增速 (剔除北新)



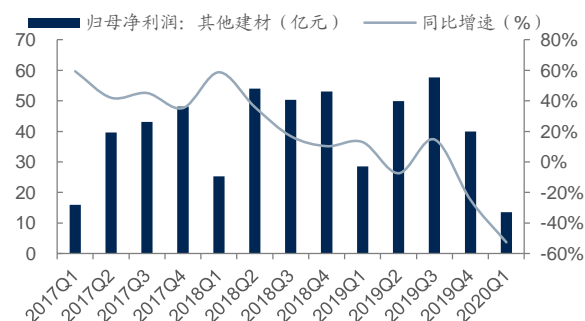
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 61: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块单季度营收及增速



资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

图 62: 2017Q1-2020Q1 其他建材板块单季度归母净利润及增速



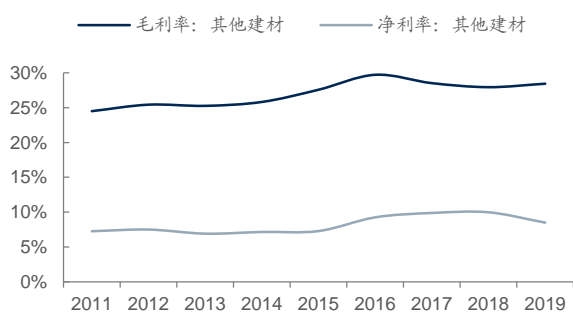
资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

毛利率、净利率年度表现总体平稳, Q1 费用率承压拖累盈利。从年度角度看, 2019 年其他建材板块毛利率 28.4%, 较上年同期提升 0.5 个百分点, 净利率 8.5%, 较上年同期下滑 1.5 个百分点; 期间费用率为 13.8%, 较上年同期基本

持平，提升 0.03 个百分点，上述各指标整体表现平稳。

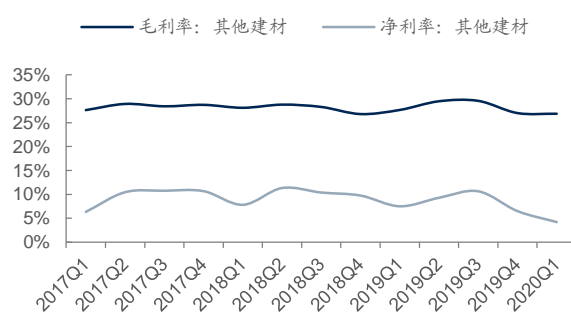
2020Q1 单季度毛利率为 26.9%，同比下滑 0.8 个百分点、环比下降 0.1 个百分点；期间费用率同比提升 4.3 个百分点至 20%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别提升 0.3、3.8 和 0.1 个百分点，受费用率提升影响，净利率同比下滑 3.3 个百分点、环比下滑 2.3 个百分点至 4.2%。

图 63：2011-2019 其他建材板块毛利率和净利率



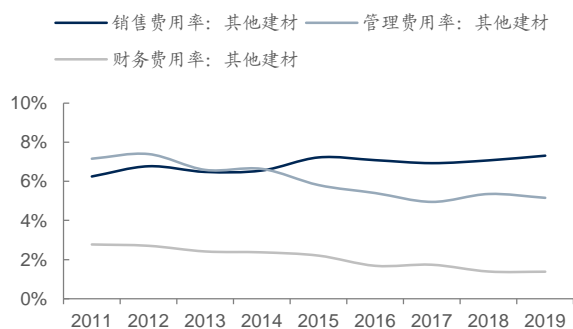
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 64：2017Q1-2020Q1 其他建材单季度毛利率和净利率



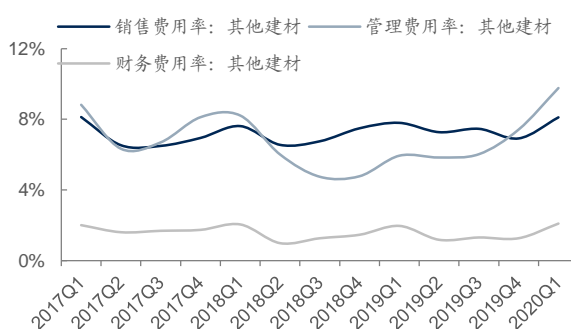
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 65：2011-2019 其他建材板块期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 66：2017Q1-2020Q1 其他建材板块期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（2018Q2 以前的管理费用率包含研发费用）

表 4：其他建材板块 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

	2018	2019	同比增速	2019Q1	2020Q1	同比增速
营业收入	1,850.49	2,118.28	14.47%	384.41	315.76	-17.86%
营业成本	1,333.49	1,515.94	13.68%	278.13	230.95	-16.96%
毛利率（%）	27.94%	28.44%	提高 0.50 个百分点	27.65%	26.86%	降低 0.79 个百分点
销售费用	130.84	154.86	18.36%	29.97	25.60	-14.59%
销售费用率（%）	7.07%	7.31%	提高 0.24 个百分点	7.80%	8.11%	提高 5.79 个百分点
管理费用	99.03	171.23	72.91%	23.62	24.93	5.55%
管理费用率（%）	5.35%	8.08%	提高 2.73 百分点	6.14%	7.90%	提高 1.75 个百分点
财务费用	25.68	29.19	13.68%	7.54	6.61	-12.35%
财务费用率（%）	1.39%	1.38%	降低 0.01 个百分点	1.96%	2.09%	提高 0.13 个百分点
投资净收益	6.93	8.95	29.18%	1.12	0.64	-42.38%
公允价值变动净收益	29.45	1.42	-95.18%	0.74	-0.36	-147.77%

表 4：其他建材板块 2019 年及 2020 年 Q1 主要财务指标对比（亿元）

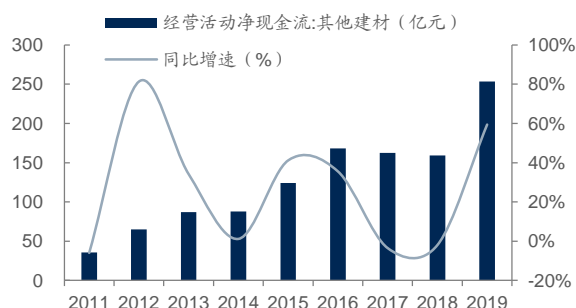
营业利润	224.36	236.54	5.43%	34.88	17.35	-50.26%
营业利润率（%）	12.12%	11.17%	降低 0.96 个百分点	9.07%	5.49%	降低 3.58 个百分点
利润总额	221.68	217.37	-1.95%	35.13	16.97	-51.70%
净利润	184.78	180.09	-2.54%	28.85	13.26	-54.05%
净利润率（%）	9.99%	8.50%	降低 1.48 个百分点	7.51%	4.20%	降低 3.31 个百分点
归属母公司股东的净利润	182.63	176.12	-3.57%	28.54	13.53	-52.60%

资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（注：统计数据基于跟踪的 60 家其他建材板块上市公司）

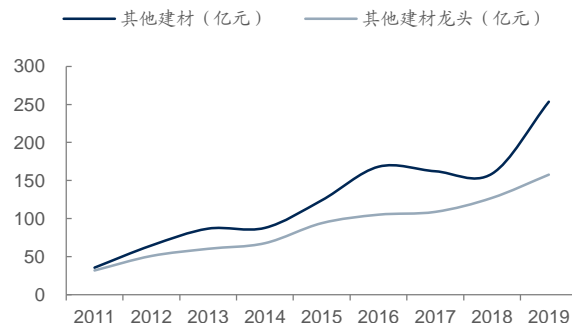
现金流继续分化，扩张稳步推进，分红规模和分红率均有所下滑

2019 年其他建材板块共实现经营活动净现金流 253.5 亿元，同比增长 59.4%，其中龙头企业实现经营活动净现金流 157.8 亿元，同比增长 24%，主因 2019 年宏观货币环境同比 2018 年出现显著改善，其他建材板块中的非龙头企业现金流承压现象得到显著改善。

从再投资方面来看，以企业“构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金”来衡量，无论是龙头公司还是非龙头公司扩张稳步推进，增速趋于平稳；2019 年其他建材板块构建固定资产等支付现金合计 209.2 亿元，同比增长 4.4%，龙头公司构建固定资产等支付现金合计 141 亿元，同比下滑 1.1%。从分红来看，2019 年其他建材板块分红规模达 49.1 亿元，同比下滑 14.5%，分红率 27.3%，其中龙头企业分红规模达 36.5 亿元，同比下滑 11.9%，分红率达 30.6%，分红规模和分红率均有所下滑，但整体仍保持历史高位。

图 67：2011-2019 其他建材板块经营现金流净额及增速


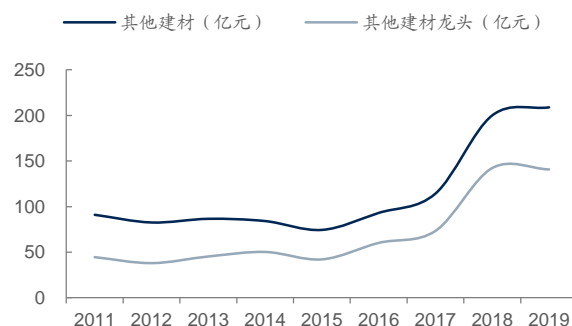
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 68：2011-2019 其他建材板块及龙头经营现金流净额


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

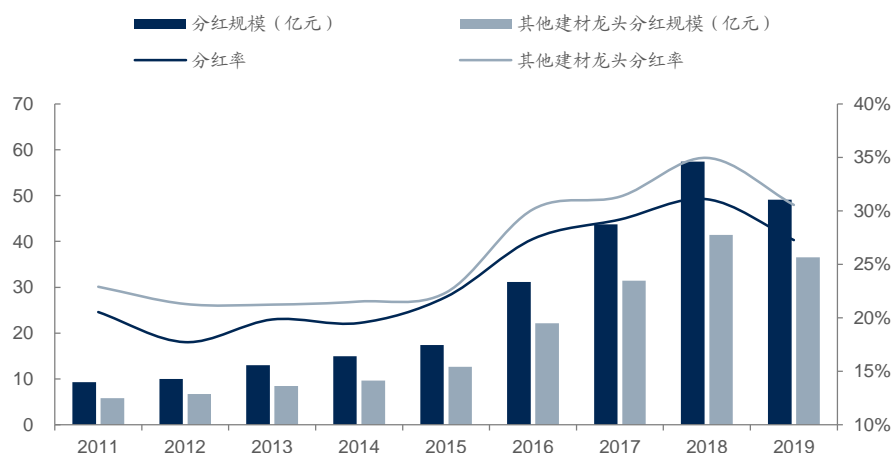
图 69：其他建材板块构建固定资产等支付现金的增速大幅放缓


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 70：其他建材板块及龙头构建固定资产等支付现金的增速均大幅放缓


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 71：其他建材板块分红规模和分红率均有所下滑



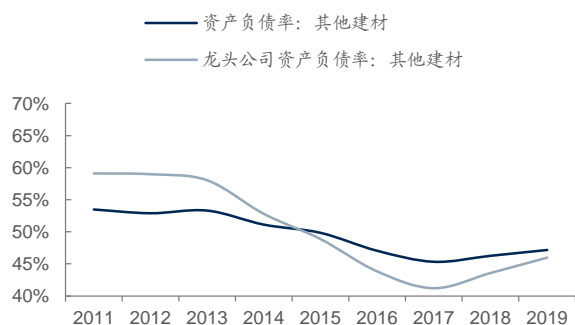
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

负债率缓慢提升，龙头提升趋势更为明显

截至 2019 年末其他建材板块平均资产负债率 47.2%，较上年同期提升 0.9 个百分点，其中龙头企业资产负债率为 46%，较上年同期提升 2.4 个百分点，龙头企业提升趋势更为明显；有息负债率也呈现类似趋势，2019 年其他建材板块平均有息负债率为 34%，同比提升 0.4 个百分点，其中龙头企业有息负债率 38.7%，同比提升 2.5 个百分点。

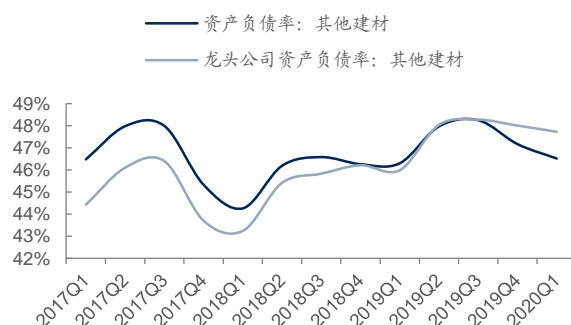
2020 年 Q1 其他建材板块和龙头企业资产负债率均有所降低，分别较年初下滑 0.7 个百分点和 0.3 个百分点至 46.5% 和 47.7%。

图 72：2011-2019 年其他建材板块资产负债率



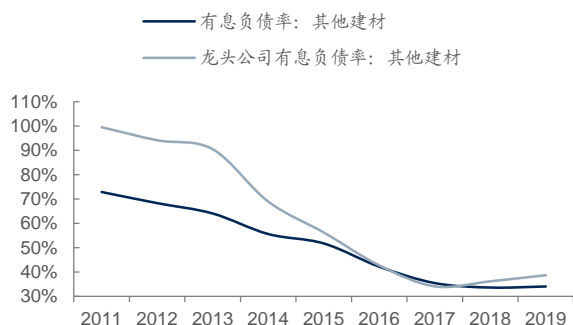
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 73：2017Q1-2020Q1 其他建材板块各季末资产负债率



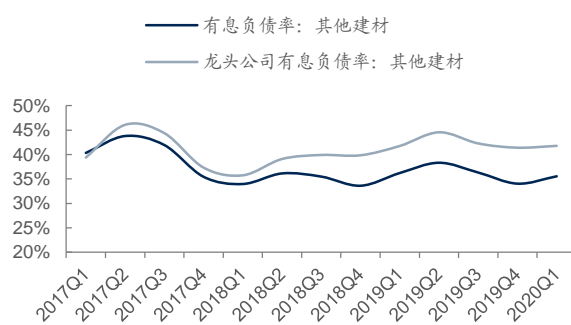
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 74：2011-2019 年其他建材板块有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 75：2017Q1-2020Q1 其他建材板块各季末有息负债率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

蓄势、整固、分化，再前行

我们在此前的数篇专题中强调：16 年以来的供给侧改革及相关政策和行业内部运行规律的演变，是造成行业在本轮周期运行与历史数次周期波动有所不同的主要原因，而最终导致在次轮周期中，行业运行呈现波动性减弱、企业业绩韧性加强、行业内部分化加剧、优质企业优势及安全性凸显等特点。2019 年非金属建材板块的财报数据对上述特点亦有所呈现。

从周期所处阶段来看，2018 年底至 2019 年初，市场不乏对于新一轮周期开启的讨论，我们亦在 2019 年发布《高质量增长的起点，不一样的底部》的专题和《行稳致远，进而有为》的年度策略：不论新一轮周期何时开启，非金属建材行业过去数年的运行已为新一轮周期的开启以及行业更长远的发展奠定了一个良好的开局。

回顾 2019 年板块财报数据，建材板整体呈现如下特点：

- ①**业绩实现高质量的增长**：19 年建材行业营收 5667.9 亿元，同增 16.3%，实现归母净利润 753.2 亿元，同增 13.4%，实现经营活动现金流净额 1089 亿元，同增 22.2%；
- ②**盈利稳定性加强**：19 年建材行业平均毛利率和净利率分别为 31.5%和 14.3%，较上年同期基本持平；
- ③**资债结构进一步优化**：截至 19 年末建材行业平均资产负债率为 41.6%，同比下降 2.4 个百分点，其中水泥、玻璃、其他建材板块分别下降 5、1.3 和 0.9 个百分点至 36.1%、49.4%和 47.2%；
- ④**企业再投资稳步推进**：2019 年建材行业构建固定资产等支付现金合计 455.7 亿元，同比增长 29.8%，其中水泥、玻璃和其他建材板块分别实现 205.6 亿元、40.9 亿元和 209.2 亿元，同比增长 88.9%、减少 2.2%、增长 4.4%。

分子板块看，由于其行业属性、发展特点及发展阶段的差异，各子板块表现略有不同，其中：

水泥行业：建材行业中技术成熟度最高，行业格局最稳的子行业；因企业对产能具有较强控制力，在协同、错峰及环保严控的背景下，行业业绩表现出极强的韧性和稳定性；近几年因经营性净现金流快速改善，行业加速去杠杆，加大分红；2019 年，行业内龙头企业显著加大了再投资力度，在产能扩张受到严控的宏观背景下，水泥行业再投资表现在产业链延伸以及海外拓展方面，如对骨

料、砂石、混凝土行业的布局和海外产能拓展扩张。

玻璃行业：建材行业中技术路径分化最多，部分产品国产技术水平与全球第一梯队差距最大，行业格局尚未完全稳定的子行业；在供给侧和环保严控的背景下，玻璃行业业绩也同样表现出较强韧性，即在需求承压的背景下，业绩下行强度显著弱于此前几轮周期。同时，在经营性净现金流大幅改善的背景下，企业除降杠杆、加大分红力度外，龙头等有技术储备的企业大力推进技改和高端产能布局，而非龙头企业更多的作出跨界的尝试，企业分化较为明显；2019年行业再投资在前几年高投入后略有放缓，新技术和新产能布局进入深化、整固期，为后续发展突破蓄势。

其他建材：建材行业中其他品类的集合，多数子行业呈现“大行业、小公司”的格局，品牌、渠道竞争的重要性更为突出。首先，2019年受益宏观流动性的边际改善，小企业资金承压的局面得到较显著的缓解；其次板块平均业绩增长、盈利情况、再投资等指标看似平稳，但实则暗潮汹涌，诸多呈现“大行业，小公司”的子行业，其龙头企业迅速崛起，行业内分化更加显著。

综合分析，行业运行整体沿着我们前期《新均衡、新思路》的框架演变，不断印证了我们此前的判断。行业发展正朝着更为稳健，更为高质量的方向运行，企业业绩的韧性不断显现，杠杆率的持续下降使其安全性不断加强；更重要的是，在本轮周期的运行过程中，行业内分化仍在进一步加剧，经历了供给侧改革、去杠杆等洗礼之后，在各项宏观经济指标波动率逐步减弱的宏观背景下，企业的个性得以彰显，诸多企业不断发生蜕变、升华，走出提质、增效的中长期健康发展之路。重申年度策略《行稳致远，进而有为》，建议逢低做多具备中长期增长潜力的优质企业，推荐海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、塔牌集团、中国巨石、北新建材、旗滨集团、信义玻璃、东方雨虹、科顺股份、三棵树、五金龙头、再升科技、帝欧家居、兔宝宝、中国联塑、伟星新材、雄塑科技等各子行业优质龙头企业。

风险提示

①宏观经济进一步下行；②产能限制政策松动，供给超预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032