

行业研究/专题研究

2020年05月05日

行业评级:

建材 中性 (维持)

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

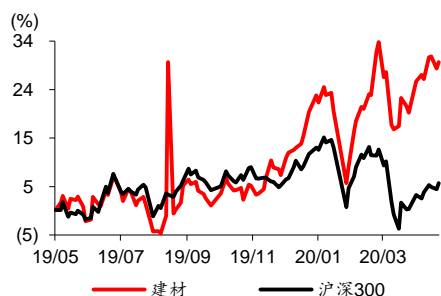
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

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

相关研究

- 1《再升科技(603601 SH,增持): 干净空气应用场景拓宽, 持续增长可期》2020.05
- 2《亚士创能(603378 SH,买入): 建筑涂料保温龙头,看好后期高增长》2020.04
- 3《亚玛顿(002623 SZ,增持): 战略调整显成效, 继续聚焦深加工》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

B 端龙头成长性强, 水泥盈利仍佳

建材 2019 年报及 2020 一季报总结点评

建材行业 19 年 ROE 维持高位, 20Q1 疫情冲击短期承压

2019 年我们追踪的 52 家建材公司行业收入/归母净利润 YoY+18%/19%, 19Q4 收入/归母净利润同比+6%/+19%, 收现比 101%, 同比基本稳定; 19 年 ROE 维持历史高位, 同比+0.3pct 达 20.3%, 源于行业盈利能力及周转率小幅上行 (19 年净利率同比+0.2pct, 总资产周转率同比+0.02 次), 行业杠杆率下降 (资产负债率 19 年 43.6%vs18 年 45.4%)。20Q1 受疫情冲击, 工地复工延迟, 施工效率低, 水泥产量 Q1 同比-24%, 浮法玻璃 1-2 月销量同比-42%, 库存创历史新高, 4 月需求反弹, 月底水泥出货率达 91%, 创三年新高, 逆周期调节加码, 地产赶工, 全年需求影响有限。

消费建材: B 端建材收入快速增长, 利润率提升, 龙头强者恒强

19 年消费建材收入/净利润 751/89 亿, YoY+24%/22%, 其中 Q4 增速同比+22%/+36%, 19H2 地产竣工改善提振需求, 部分龙头费用率弹性显现, 细分行业中, 工程漆上市公司增长最快, 19 年收入增速 60%, 防水受益集采高增长驱动, 19 年收入增速 35%, 瓷砖受益精装修占比提升, 收入增速 28%; 消费建材 20Q1 收入/归母净利润同比-13/-77%, 剔除北新建材, 板块净利润同比-13%, 细分板块看, Q1 受益开工端及基建需求恢复较快, 龙头市占率提升, 防水收入小幅正增长, 其余多在 15%-30%下滑, 我们预计 20 年竣工好转+集采/精装比例提升趋势不变, 龙头长期配置价值突出。

水泥: 19 年价量齐升, Q1 疫情冲击有限, 5 月旺季更旺

19 年水泥上市公司收入/净利润 2763/524 亿元, YoY+19%/+19.5%, 19 年水泥产量 23.3 亿吨, 同比+6.1%, 出厂均价 414 元/吨, 同比+4.4%, 价格整体呈现先抑后扬南高北低态势。20Q1 收入/净利润同比-26%/-29%, 随着 3 月中下旬需求修复, 库位快速下降, 目前华东部分地区销大于产, 西北低库位叠加需求向好, 甘肃部分地区已开启第二轮价格上涨, 我们预计 5 月旺季更旺, 全年盈利维持高位, 推荐海螺水泥、上峰水泥、祁连山。

玻纤: 19 年价格前高后低, 20 年供给压力犹存

19 年玻纤行业收入/净利润 285/40 亿元, YoY+10.5%/7%, 受 18 年下半年大量新增供给冲击, 同时 19 年全球宏观经济增速放缓, 粗纱价格 19 年前高后低, 20Q1 收入/净利润同比+1%/-18%。我们认为 20 年粗纱价格底部震荡, 电子纱下半年有望继续调涨, Q2 国内需求恢复明显, 风电纱高景气, 但海外需求压力逐步体现, 20Q4 仍有较多计划产能投放, 供给压力犹存, 目前板块估值在 13 年以来底部, 长期资金关注长海股份和中国巨石。

玻璃: 光伏玻璃高景气, 浮法玻璃 5 月去库为主

2019 光伏玻璃收入/净利润 YoY+23%/+197%, 受益需求高景气, 光伏玻璃 19 年多次提价, 20 年有望继续受益下游高增长和双玻渗透率提升, 推荐福莱特; 浮法玻璃 19 年收入/净利润 YoY+10%/+21%, 受益于竣工改善, 价格和盈利明显反弹; 20Q1 受疫情冲击库存高企, 20 年 2.28-5.1 价格累计下行 21 元/重量箱, 5 月 1 日价格同比-7.4 元/重量箱, 5 月价格可能继续探底, 下半年有望受益竣工需求向好和纯碱成本下行, 关注旗滨集团。

风险提示: 地产销售/新开工/回款不达预期, 海外经济增速低于预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600585	海螺水泥	59.96	买入	6.34	6.70	6.96	7.25	9.46	8.95	8.62	8.27
600720	祁连山	16.51	买入	1.59	1.76	1.87	1.96	10.38	9.39	8.84	8.42
603916	苏博特	25.18	买入	1.14	1.47	1.81	2.24	22.09	17.17	13.90	11.24
002641	永高股份	6.8	买入	0.46	0.56	0.66	0.77	14.78	12.08	10.35	8.82
002918	蒙娜丽莎	24.09	买入	1.08	1.41	1.78	2.15	22.31	17.11	13.52	11.23

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

建材行业 19 年 ROE 维持高位，子板块龙头强者恒强.....	3
建材行业：19 年行业 ROE 维持高位，疫情冲击 20Q1 短期承压.....	3
板块与公司：B 端建材成长性突出，水泥盈利再创新高.....	5
主要子板块业绩分析	9
消费建材：B 端市占率快速提升，龙头强者恒强	9
水泥：19 年价量齐升，20 年盈利有望继续保持高位.....	11
减水剂：产业链地位提升，龙头市占率提升，行业周期弱化	13
玻纤：19 年价格前高后低，20 年预计底部震荡	15
玻璃：光伏玻璃 19 年价格上涨，浮法玻璃 19 年前低后高.....	16
混凝土：需求稳中有升，价格维持高位.....	19
耐火材料：收入增速放缓，利润率维持高位	21
投资策略：Q2 内需旺季更旺，配置消费建材、水泥、减水剂.....	23
风险提示.....	23

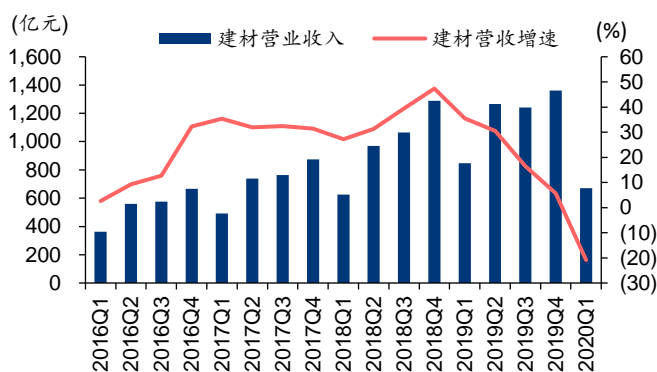
建材行业 19 年 ROE 维持高位，子板块龙头强者恒强

建材行业：19 年行业 ROE 维持高位，疫情冲击 20Q1 短期承压

建材行业 2019 年业绩稳健增长，19Q4 收入增速继续放缓。2019 年我们跟踪的 52 家建材行业上市公司总计实现营收 4716 亿元，同比增长 17.8%，由于基数效应影响，2019Q1-Q4 逐步放缓，同比增速分别为 35%/31%/16%/6%；归母净利润 701 亿元，同比增长 19.3%，2019Q1-Q4 分别为 36%/19%/14%/19%。2020Q1 行业实现营收 671 亿元，同比减少 20.8%，归母净利润 73 亿元，同比减少 33.0%，2020 年受疫情影响，Q1 收入及利润增速均呈现下滑趋势，但考虑到 Q2 开始基建投资景气度高，地产赶工，预期疫情对全年影响不大。

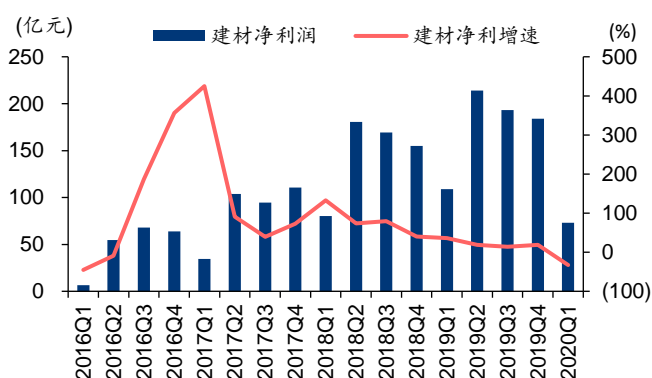
(附 52 家建材行业上市公司名单：冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、祁连山、华新水泥、福建水泥、南玻 A、亚玛顿、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、洛阳玻璃、旗滨集团、秀强股份、北玻股份、福莱特、中材科技、九鼎新材、长海股份、中国巨石、再升科技、坤彩科技、兔宝宝、北新建材、凯伦股份、东方雨虹、伟星新材、三棵树、惠达卫浴、帝欧家居、蒙娜丽莎、亚士创能、华立股份、友邦吊顶、科顺股份、坚朗五金、深天地 A、西部建设、海南瑞泽、三圣股份、瑞泰科技、鲁阳节能、濮耐股份、北京利尔、垒知集团、苏博特、红墙股份)

图表1：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业营收及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

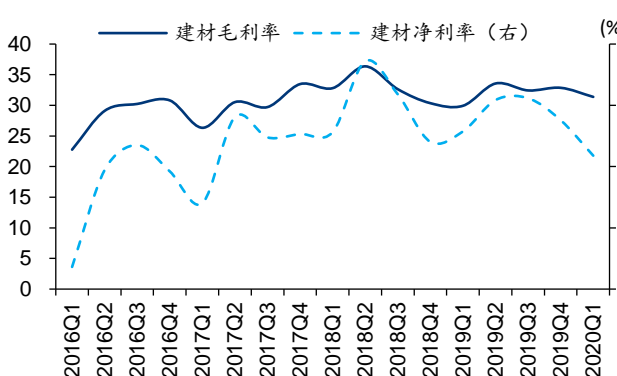
图表2：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业归母净利润及增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

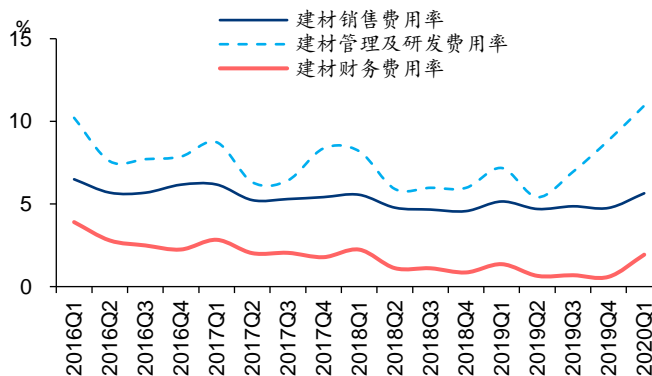
2019 年管理费用率提升较多，2020Q1 疫情影响营收抬升费用率。2019 年行业期间费用率 13.3%，同比上升 1.0pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.8%/6.3%/1.4%/0.8%，YOY+0.1/+1.2/+0.1/-0.4pct，费用率提升主要由于管理费用增长较快；2020Q1 由于疫情影响营收，而管理费用、财务费用等支出较为刚性，导致费用率提升较大，其中销售/管理/研发/财务费用率分别提升 0.5/3.4/0.3/0.6pct。

图表3：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业盈利能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

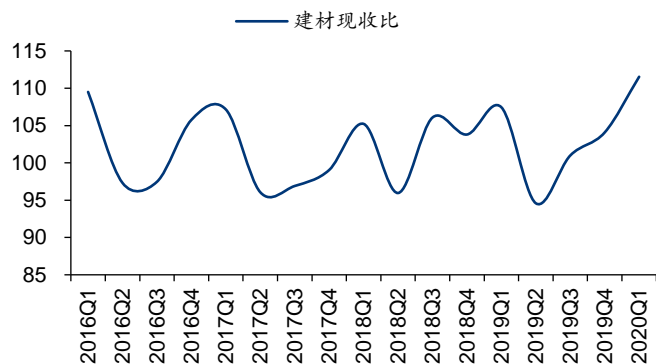
图表4：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业期间费用



资料来源：Wind、华泰证券研究所

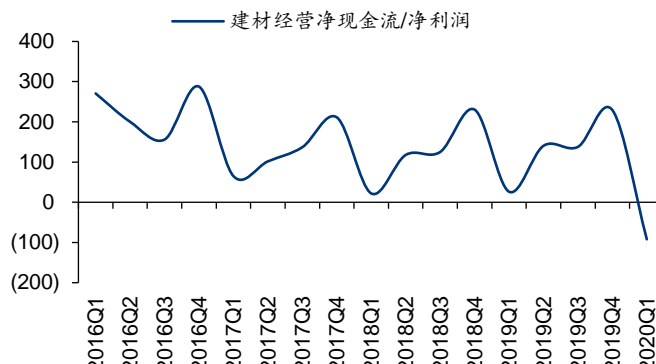
2019 年收现比基本稳定，经营现金流/净利润有所改善，20Q1 收现比提升。2019 年行业平均收现比为 101.3%，同比下降 0.1pct；经营性现金流/归母净利润 142.7%，同比提升 6.7pct，延续 19Q1 持续提升趋势，19Q4 同比提升 4pct，行业盈利质量持续改善，主要由于部分公司加强回款考核，同时部分公司加大与上游供应商票据结算，改善现金流。2020Q1 收现比为 111.5%，同比提升 4.1pct，但经营性现金流/归母净利润为负，源于部分企业支付地产商履约保证金以及加大低价位原材料采购等。

图表5：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业收现比 (%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

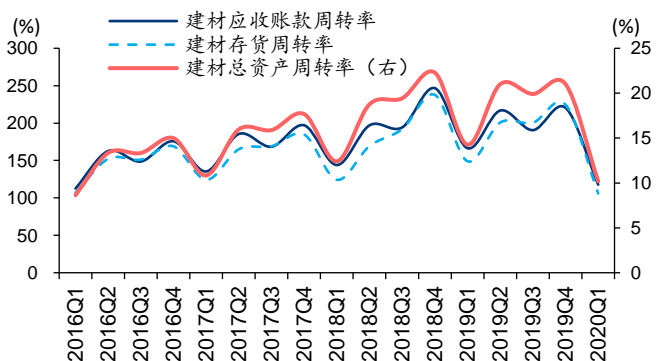
图表6：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业经营性现金流/归母净利润



资料来源：Wind、华泰证券研究所

短期偿债能力持续改善，资本结构进一步优化。2019 年底行业流动比率为 150.6%，较 2019Q3 末提升 7.7pct，2020Q1 行业流动比率 158.2%，较 2019 年末提升 7.6pct，短期偿债能力持续改善。2019 年底行业资产负债率为 43.6%，较 2019Q3 末下滑 1.6pct，2020Q1 行业资产负债率 42.8%，较 2019 年末下滑 0.7pct，资本结构进一步优化。

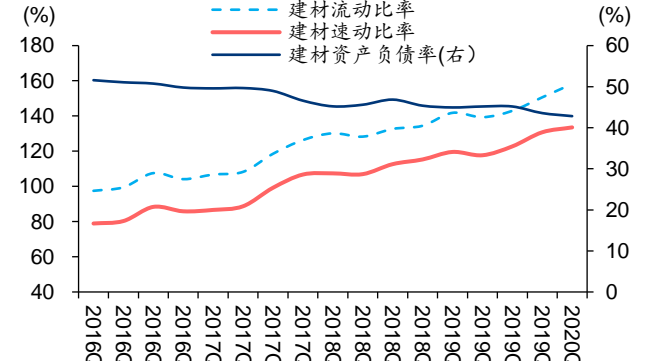
图表7：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业资产周转情况



资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：单季度数据未年化

图表8：2016Q1-2020Q1 单季度建材行业负债情况

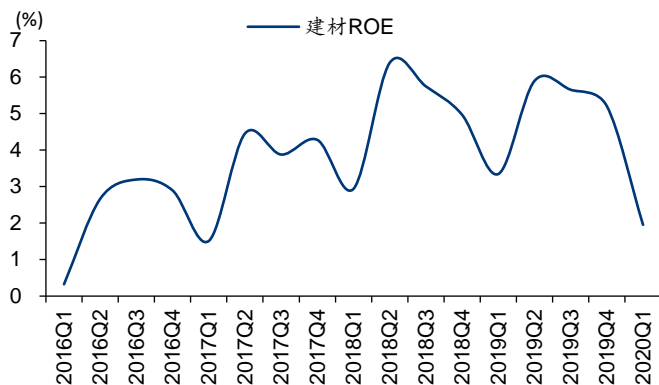


资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：单季度数据未年化

2019 年行业 ROE 有所提升，20Q1 受疫情冲击较大，Q2 有望加速修复。2019 年建材行业 ROE 为 20.3%，较 18 年提升 0.3pct，仍处历史高位，ROE 提升因 19 年行业盈利能力及周转率指标有所好转，2019 年净利润率 14.9%，同比提升 0.18pct；19 年应收账款/存货周转率分别为 9.2/8.3 次，同比提升 0.1/0.5 次，总资产周转率为 0.76 次，同比微升 0.02 次。2020Q1 行业 ROE 为 2.0%，同比下降 1.4pct，环比下滑 3.1pct，主要系资产周转效率下滑严重，总资产周转率环比下降 11pct，同时盈利能力及杠杆率也有下降，毛利率/净利率/资产负债率环比下降 1.5/2.6/0.7pct，3 月中下旬以来需求快速恢复，我们预计 Q2 可能呈现旺季更旺，ROE 将有显著修复。

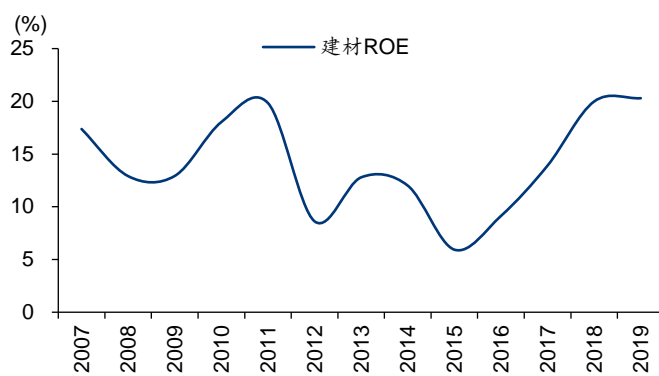
图表9： 2016Q1-2020Q1 单季度建材行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：单季度数据未年化

图表10： 2007-2019 年建材行业 ROE



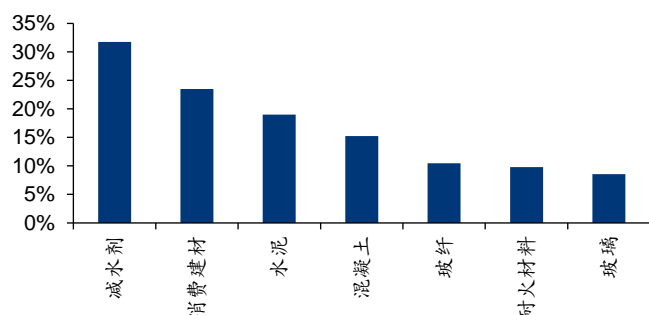
资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：单季度数据未年化

板块与公司：B 端建材成长性突出，水泥盈利再创新高

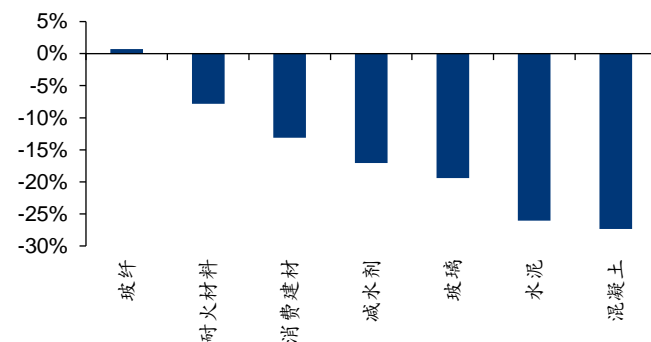
2019 年消费建材收入增长较快，20Q1 主要板块收入下滑。2019 年减水剂、消费建材、水泥收入增速位于子板块前三，分别达 32%/23%/19%；2020Q1 玻纤、耐火材料、消费建材排名居前，收入增速分别达+1%/-8%/-13%。除玻纤外其余子板块 2020Q1 收入均有下滑，主要受新冠疫情影响 2 月-3 月中上旬工程需求。

图表11： 2019 年建材各板块收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

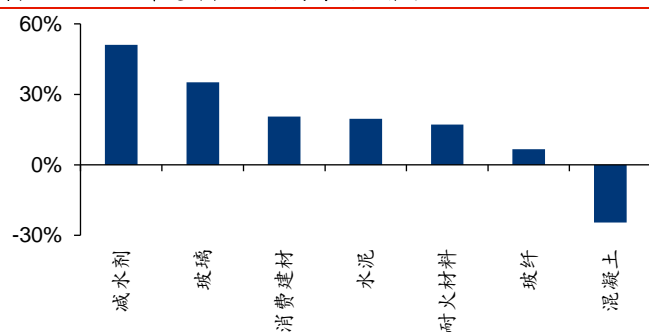
图表12： 2020 年一季度建材各板块收入增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

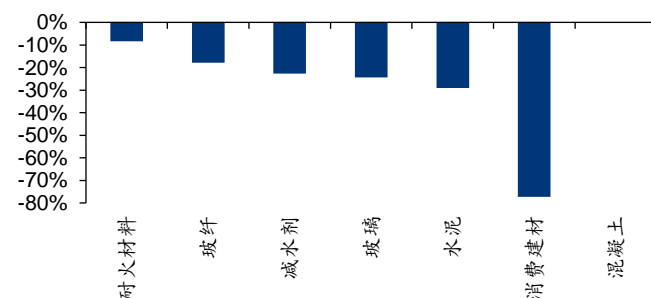
2019 年减水剂/玻璃/消费建材归母净利润增长较快。2019 年减水剂、玻璃、消费建材排名前三，归母净利润分别同比+51%/+35%/+20%。混凝土行业 2019 全年净利润出现负增长，受累于海南瑞泽归母净利润亏损 4.1 亿（其中计提商誉减值 2.9 亿元+信用减值损失增加 1.3 亿元），系投资的广东绿润未能完成业绩承诺及 19Q4 存在应收账款账期进阶+对部分资金紧张/付款违约客户进行了专项计提。

图表13： 2019 年建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所，注：消费建材中，北新建材取扣非归母净利润。

图表14： 2020 年一季度建材各板块归母净利润增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所，注：消费建材中，北新建材取扣非归母净利润；注：2020Q1 混凝土净利润为亏损，去年同期为盈利，故不计算同比增速。

2019 年减水剂行业盈利能力改善最为显著, 2020Q1 疫情下各板块净利率不同程度下滑。子板块毛利率方面, 2019 年减水剂行业毛利率同比提升 6.2pct 至 36.9%, 净利率也有显著改善, 增幅和毛利率水平在建材行业内均属高位, 主要因成本环氧乙烷大幅下降 (19 年比 18 年均价同比下降 25%)。玻璃行业毛利率同比提升 1.4pct 至 24.1%, 主要是产品价格提升与成本下降带动光伏玻璃毛利率提升较快 (+3.9pct), 消费建材行业毛利率同比提升 0.4pct 至 34.9%, 混凝土行业毛利率基本持平, 其余子行业毛利率均有所下滑。2020Q1 毛利率提升的行业有玻璃 (+4.1pct)、水泥 (+3.2pct), 而玻璃板块中光伏玻璃利润率改善明显。净利率方面, 2019 年减水剂净利率同比提升 1.4pct 至 11.3%, 玻璃 (+1.2pct)、耐火材料 (+0.5pct)、水泥 (+0.1pct) 涨幅靠前。

图表15: 2019 年及 2020 年一季度建材子板块盈利能力

	毛利率 (%、pct)				净利率 (%、pct)			
	2019	2019 同比	2020Q1	2020Q1 同比	2019	2019 同比	2020Q1	2020Q1 同比
水泥	35.4	-0.8	35.5	3.2	19.0	0.1	16.3	-0.7
玻璃	24.1	1.4	25.1	4.1	6.1	1.2	5.1	-0.3
浮法玻璃	24.1	1.0	25.1	4.0	6.6	0.6	5.1	-0.9
光伏玻璃	24.1	3.9	25.2	4.6	1.9	5.1	5.1	4.0
玻纤	30.5	-3.6	29.5	-4.2	14.0	-0.5	10.8	-2.4
消费建材	34.9	0.4	32.4	-0.9	11.9	-0.3	2.2	-6.0
混凝土	12.5	0.1	7.3	-2.6	1.4	-0.7	-3.0	-3.8
耐火材料	29.1	-0.1	24.8	-2.5	7.4	0.5	6.4	0.0
减水剂	36.9	6.2	38.6	3.0	11.3	1.4	11.5	-0.8

资料来源: Wind、华泰证券研究所 注: 2019 及 2020Q1 数据单位为%, 同比数据单位为 pct

2019 年水泥行业费用率整体改善明显, 其余板块费用率均有上升。2019 年费用率仅水泥 (-0.5pct) 有所改善, 费用率增幅前三分别为耐火材料 (+4.6pct)、消费建材 (+3.5pct) 及玻纤 (+3.0pct); 其中, 水泥行业财务费用率有明显改善 (-0.7pct), 玻纤行业销售费用率降幅较大 (-1.0pct), 而耐火材料、玻纤、玻璃、消费建材的管理费用率有显著上升。2020Q1 各子板块费用率均上涨, 涨幅前三的板块分别为玻璃 (+8.2pct)、消费建材 (+7.7pct) 及水泥 (+3.6pct), 主要是疫情期间需求走弱、停工停产导致收入规模下滑, 而人工薪酬、研发、财务费用等支出较为刚性, 各子板块管理费用率均有明显上涨, 前三为: 玻璃 (+6.5pct)、消费建材 (+5.8pct)、耐火材料 (+4.3pct)。

图表16: 2019 年建材子板块费用控制能力

	期间费用率 (%、pct)		销售费用率 (%、pct)		管理费用率 (%、pct)		研发费用率 (%、pct)		财务费用率 (%、pct)	
	2019	2019 同比	2019	2019 同比	2019	2019 同比	2019	2019 同比	2019	2019 同比
水泥	8.9	-0.5	3.4	-0.1	5.1	0.1	0.2	0.1	0.2	-0.7
玻璃	18.4	2.9	3.2	0.0	9.1	3.0	3.7	0.3	2.3	-0.4
浮法玻璃	17.9	2.8	3.0	-0.1	9.0	3.0	3.7	0.3	2.1	-0.4
光伏玻璃	22.3	4.0	5.0	1.0	9.9	3.2	3.3	0.0	4.1	-0.2
玻纤	18.7	3.0	3.1	-1.0	8.8	3.3	3.4	0.3	3.3	0.4
消费建材	23.4	3.5	11.5	0.4	8.0	2.7	3.1	0.1	0.8	0.2
混凝土	8.8	1.3	0.9	-0.2	5.0	1.5	1.6	0.2	1.3	-0.2
耐火材料	23.3	4.6	9.3	0.3	9.0	4.0	4.1	0.6	0.9	-0.3
减水剂	26.4	6.5	12.3	1.9	9.3	3.8	4.2	0.6	0.6	0.2

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

图表 17： 2020 年一季度建材子板块费用控制能力

	期间费用率 (%、pct)		销售费用率 (%、pct)		管理费用率 (%、pct)		研发费用率 (%、pct)		财务费用率 (%、pct)	
	2020Q1	2020Q1 同比	2020Q1	2020Q1 同比	2020Q1	2020Q1 同比	2020Q1	2020Q1 同比	2020Q1	2020Q1 同比
水泥	14.0	3.6	4.2	0.5	8.0	2.0	0.1	0.0	1.7	1.0
玻璃	23.1	8.2	3.6	0.3	11.9	6.5	4.1	0.9	3.5	0.6
浮法玻璃	23.5	9.3	3.5	0.3	12.3	7.2	4.3	1.1	3.4	0.7
光伏玻璃	20.6	1.2	4.1	-0.1	9.3	2.0	3.1	0.0	4.1	-0.7
玻纤	19.5	0.9	2.9	-1.8	9.5	3.9	3.8	0.4	3.4	-1.6
消费建材	31.8	7.7	14.6	1.4	12.7	5.8	3.3	0.2	1.2	0.2
混凝土	11.6	3.3	1.4	0.5	6.3	2.6	1.7	-0.1	2.3	0.4
耐火材料	19.1	1.2	5.9	-2.5	8.7	4.3	4.1	0.4	0.5	-1.0
减水剂	38.9	16.6	12.3	1.3	13.6	6.7	11.9	8.3	1.1	0.3

资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：2020Q1 数据单位为%，同比数据单位为 pct

2019 年及 2020Q1 耐火材料行业收现比显著提升，19 年各板块盈余现金保障倍数基本属正常水平。2019 年耐火材料行业收现比同比提升 8.4pct 至 74.1%，改善幅度最大，消费建材行业收现比 102.6%；而混凝土行业收现比出现恶化，同比下滑 12.5pct 至 65.6%，主要是市政项目结算审批流程较长，导致下游企业应收账款回收期较长。2020Q1，消费建材收现比小幅下降 3.5pct 至 109.9%，玻纤（+14.1pct）和耐火材料（+11.7pct）收现比有所改善。

图表 18： 2019 年建材子板块现金流情况

	收现比 (%、pct)		经营活动现金流/归母净利润 (%、pct)	
	2019	2019 同比	2019	2019 同比
水泥	111.7	0.2	141.1	-1.9
玻璃	85.3	-3.4	260.9	-43.8
浮法玻璃	87.8	-3.6	250.8	-23.3
光伏玻璃	65.1	-3.3	548.4	667.3
玻纤	78.6	0.0	167.1	9.0
消费建材	102.6	1.8	94.7	19.4
混凝土	65.6	-12.5	606.4	731.3
耐火材料	74.1	8.4	137.5	21.8
减水剂	73.1	6.8	74.8	85.0

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

图表 19： 2020 年一季度建材子板块现金流情况

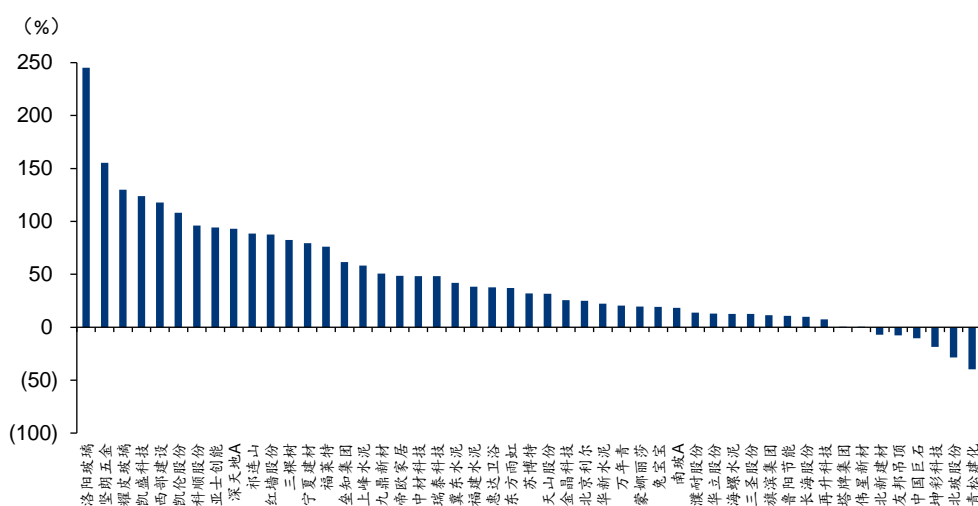
	收现比 (%、pct)		经营活动现金流/归母净利润 (%、pct)	
	2020Q1	2020Q1 同比	2020Q1	2020Q1 同比
水泥	125.8	4.0	39.9	-53.9
玻璃	94.8	8.0	-35.6	-136.1
浮法玻璃	99.7	9.5	-40.0	-139.5
光伏玻璃	66.3	5.1	-10.0	-148.5
玻纤	91.3	14.1	132.9	107.1
消费建材	109.9	-3.5	-3657.5	-3214.8
混凝土	69.7	7.1	1618.4	4625.4
耐火材料	76.0	11.7	13.9	27.5
减水剂	126.1	35.9	-58.7	18.2

资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：2020Q1 数据单位为%，同比数据单位为 pct；混凝土 20Q1 归母净利润为负，20Q1 消费建材及混凝土数值异常主要系分母归母净利润过小

2019 年玻璃行业上市公司价格上涨带来业绩高业绩弹性显现，消费建材龙头成绩斐然。公司层面，2019 年玻璃公司显示了较高的业绩弹性，洛阳玻璃、耀皮玻璃、凯盛科技归母净利润增速分别为 245%/130%/124%，在建材行业中名列第一/三/四位，主要是 18 年同期基数过小，19 年三家公司主要玻璃产品均价同比+9%/18%/27%；水泥板块上市公司排名居中，祁连山、宁夏建材、上峰水泥归母净利润增速介于 50%-90%之间，冀东水泥、福建水泥、天山股份、华新水泥、万年青增速在 20%-50%，海螺水泥、塔牌集团增速在 0%-15%；消费建材中，b 端企业收入快速增长，利润率提升，坚朗五金、凯伦股份、科顺股份、亚士创能、三棵树归母净利润同比增长 155%/108%/96%/94%/83%。

2020Q1 新冠疫情对建材行业冲击显著，玻璃企业部分实现扭亏为盈。2020Q1，建材行业内归母净利润增速前三为：福莱特（97%）、凯伦股份（56%）、洛阳玻璃（55%）。在我们跟踪的 52 家建材上市公司(含福莱特)中，有 17 家在 20Q1 实现归母净利润正增长，20 家为负增长，有 9 家由盈转亏，主要是销售收入下滑，而成本和费用中刚性费用支出较多；玻璃企业中，亚玛顿和北玻股份在 20Q1 都实现扭亏为盈，归母净利润分别为 0.13 亿/0.05 亿，而 19Q1 分别为-0.21 亿/-0.16 亿。

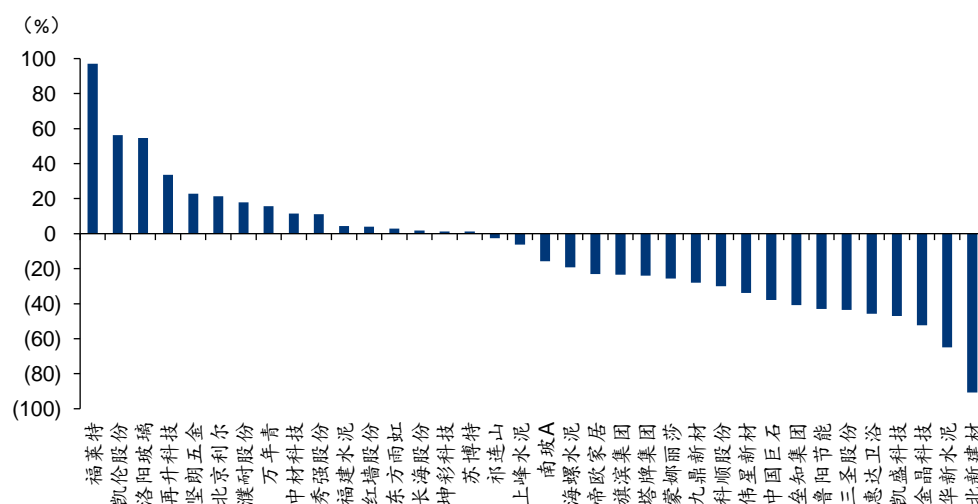
图表20： 2019 年建材上市公司归母净利润同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所，

注：仅列示 2019、2020 年均为盈利的上市公司；北新建材因美国诉讼问题，采用扣非归母净利润。

图表21： 2020 年一季度建材上市公司归母净利润同比增速



注：仅列示 19Q1、20Q1 均为盈利的上市公司，北新建材因美国诉讼问题，采用扣非归母净利润。

资料来源：Wind、华泰证券研究所，

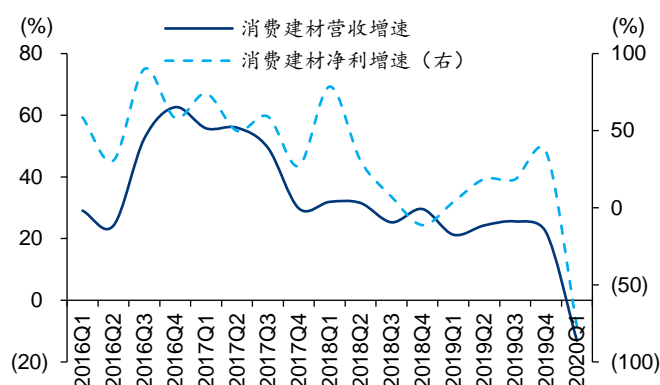
主要子板块业绩分析

消费建材：B 端市占率快速提升，龙头强者恒强

我们跟踪的 15 家消费建材上市公司（坤彩科技、兔宝宝、北新建材、凯伦股份、东方雨虹、伟星新材、三棵树、惠达卫浴、帝欧家居、蒙娜丽莎、亚士创能、华立股份、友邦吊顶、科顺股份、坚朗五金）2019 年总计实现收入 751 亿元，YoY+23.5%，实现归母净利润 89 亿元，YoY+21.8%；2020Q1 实现收入 102 亿元，YoY-13.1%，实现归母净利润 2 亿元，YoY-77.0%。整体来看 2019 收入及利润实现稳健增长，2020Q1 受疫情影响各建材子行业收入及净利润均有所下滑，20 年地产竣工好转及集采/精装比例提升趋势不变，后期在建项目赶工、老旧小区改造有望加速，受益下游集中度提升和质量品牌升级，具备品牌、渠道、资金、服务、成本综合优势的 B 端龙头集中度将快速提升，长期来看，在存量需求占比逐步提升背景下，零售和小 b 渠道布局较好的企业业绩稳健性较好。

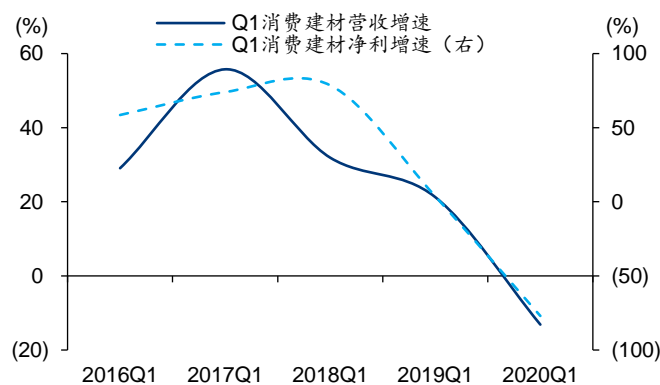
（注：在计算消费建材行业净利润时，由于北新建材美国诉讼产生相关费用 19 亿元，对整体利润影响较大，因此北新 2019 年净利润测算使用扣非归母净利润数据 23.71 亿元）。

图表22： 2016Q1-2020Q1 单季度消费建材行业营收及归母净利润增速



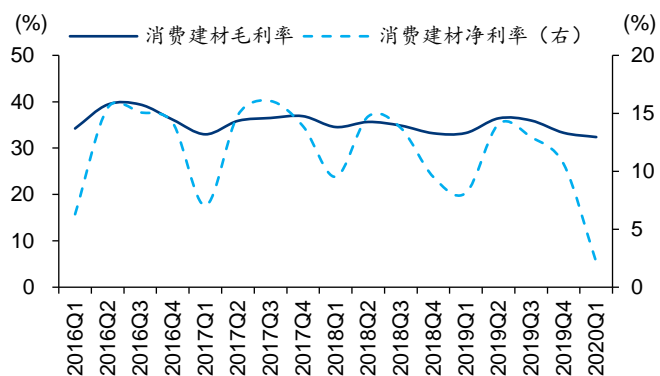
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表23： 2016Q1-2020Q1 消费建材行业一季度营收及归母净利润增速



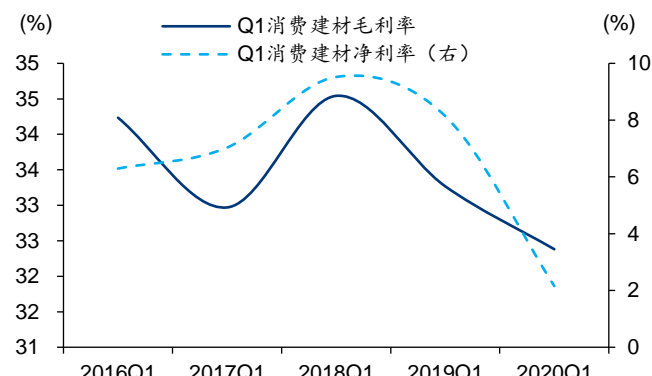
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表24： 2016Q1-2020Q1 单季度消费建材行业毛利率及净利率



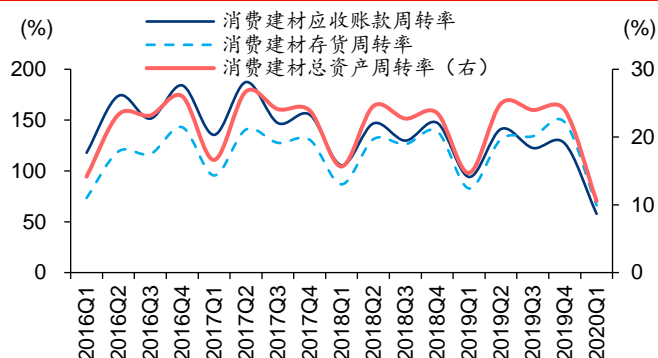
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25： 2016Q1-2020Q1 消费建材行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

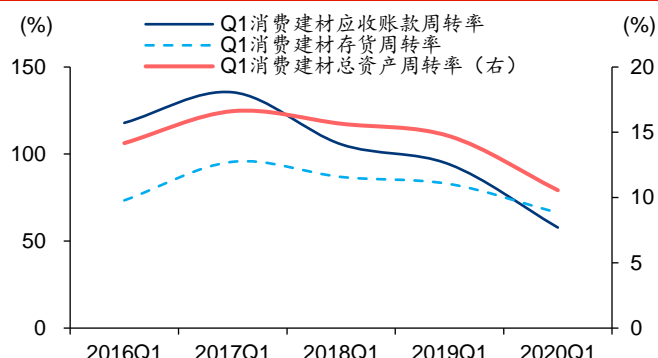
图表26: 2016Q1-2020Q1 单季度消费建材行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

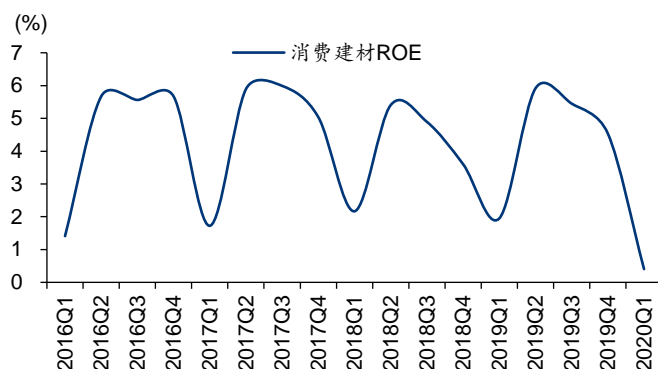
图表27: 2016Q1-2020Q1 消费建材行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

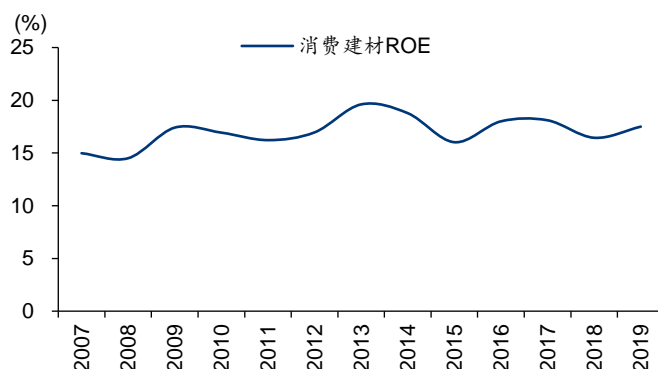
注: 单季度数据未年化

图表28: 2016Q1-2020Q1 单季度消费建材行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表29: 2007-2019 年消费建材行业 ROE

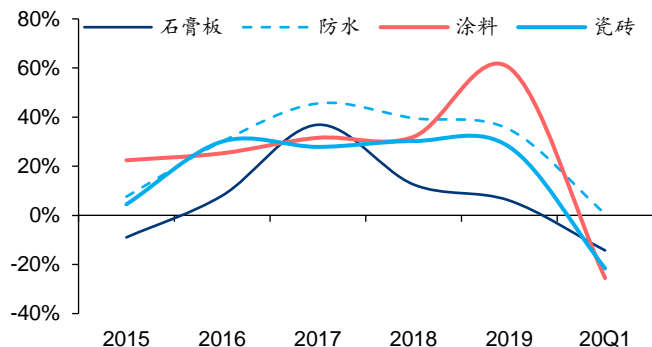


资料来源: Wind、华泰证券研究所

我们对消费建材行业进一步细分, 选出四个代表性行业进行分析: 石膏板(北新建材)、防水(东方雨虹、科顺股份、凯伦股份)、涂料(三棵树、亚士创能)及瓷砖(欧神诺、蒙娜丽莎)。

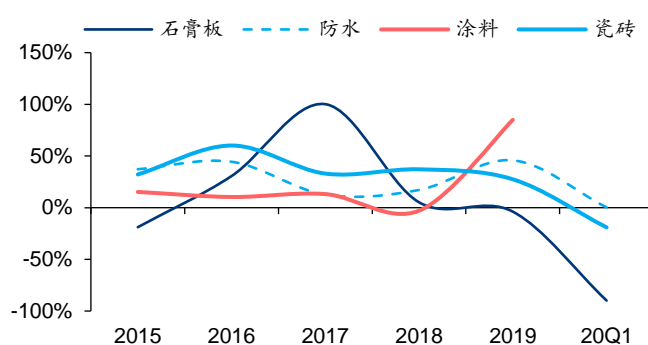
从细分行业收入及净利润增速来看: (1) 19 年涂料行业收入/净利润增速 60%/85%, 增长明显提速, 我们认为收入增长受益于内资龙头工程漆市场市占率加速提升所致, 利润增长一方面受益于 19 年原材料价格下行推升毛利率, 另外龙头规模效应显现促使费用率下行; (2) 防水行业 2019 收入/利润增速 35%/46%, 受地产新开工超预期, 同时下游地产客户集中度提升+集采集中度提升推动上市公司市占率快速提升, 毛利率层面受益于 19 年提价顺利小幅提升, 看好 20 年沥青等原材料价格大幅下降和大 B 端客户价格滞后调整显著增厚毛利率; (3) 瓷砖行业 19 年收入/净利润增速为 28%/28%, 竣工回暖叠加 B 端精装修放量利好上市瓷砖企业; (4) 石膏板行业 19 年收入/净利润增速 6%/-3.8%, 北新建材 2019 年石膏板销量 19.7 亿平方米, 同比增长 5.2%, 高于行业增速 (3.4%), 市场份额继续增加, 价格同比下跌、费用增加拖累利润增长, 长期北新石膏板市占率持续提升, 产品结构优化, 单平净利逐步提升, 同时龙骨、防水、海外、涂料等提供新增长点。20Q1 疫情影响消费建材及上下游复工, 各子行业收入及利润均受到一定程度的负面冲击, 其中北新由于市占率高, 竣工复苏较慢销量显著下滑, 同时由于 Q1 出货结构中低端占比高造成均价下跌, 产能利用率降低+阶段性高端销量占比下降共同导致毛利率同比下滑, 4 月发货量结构逐步恢复正常, 同时需求也在逐步恢复, 预计 Q2 将有显著修复, 防水行业由于同新开工相关度高, 同时基建占比约 30%, 需求恢复较快, 龙头产能布局完善, 供应链效率高, 份额进一步提升, Q1 整体增速下滑相对较为轻微。

图表30: 2015-2020Q1 消费建材部分细分行业收入增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表31: 2015-2020Q1 消费建材部分细分行业净利润增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所;

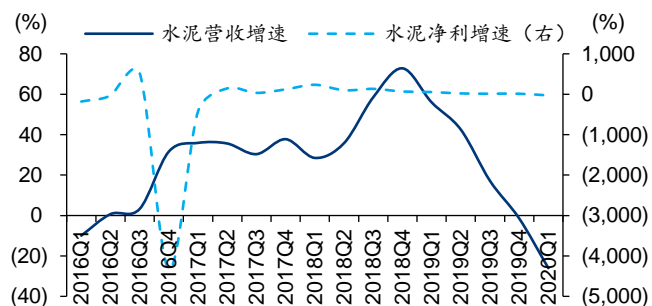
注: 涂料行业 19Q1、20Q1 净利润均为负, 不计算同比。

水泥: 19 年价量齐升, 20 年盈利有望继续保持高位

我们跟踪的 11 家水泥公司(冀东水泥、上峰水泥、万年青、天山股份、塔牌集团、青松建化、宁夏建材、海螺水泥、祁连山、华新水泥、福建水泥), 2019 年合计实现收入 2763 亿元, YoY+19.0%, 实现归母净利润 524 亿元 YoY+19.5%; 2020Q1 合计实现收入 360 亿元, YoY-26.0%, 实现归母净利润 59 亿元, YoY-29.0%。

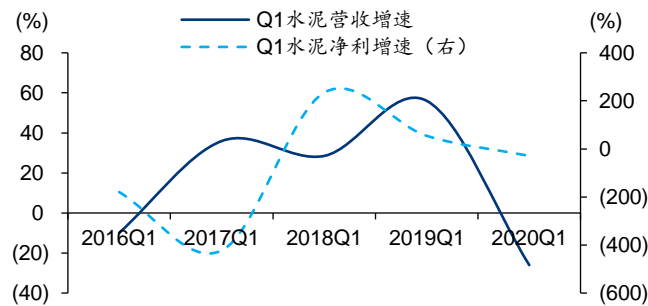
19 年地产投资维持高位支撑水泥需求。2019 年地产投资超出年初预期对水泥需求提供较强支撑, 从营收增速来看, 自 18Q4 创出新高后, 19 年单季收入增速持续放缓。从利润增速来看, 2019 年下半年水泥行业单季度净利增速维持在 13% 左右, 2020Q1 遭受疫情影响, 水泥销量承压, 收入同比下滑。ROE 在 18 年创 10 年来新高 26.5%, 19 年高点小幅回落至 25.7%, 因资产负债率同比下降 4.7pct。

图表32: 2016Q1-2020Q1 单季度水泥行业营收及归母净利润增速



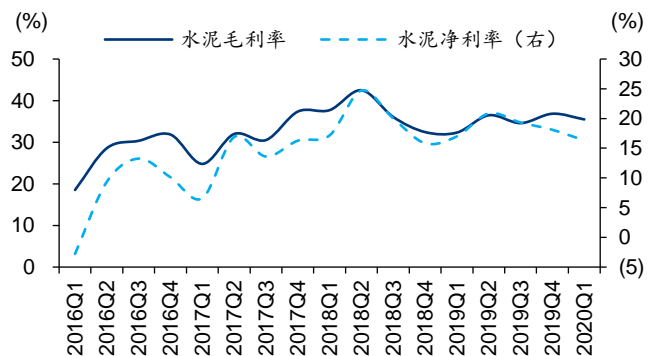
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 2016Q1-2020Q1 水泥行业一季度单季营收及归母净利润增速



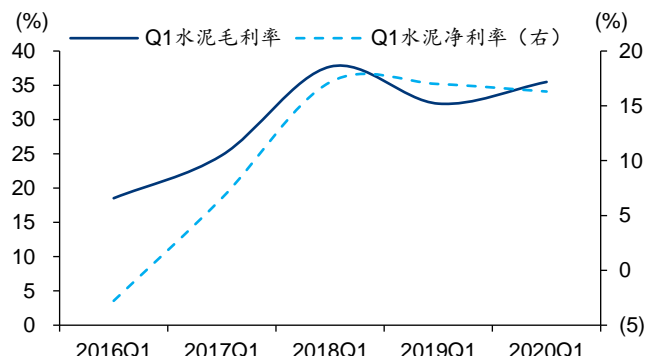
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表34: 2016Q1-2020Q1 单季度水泥行业毛利率及净利率



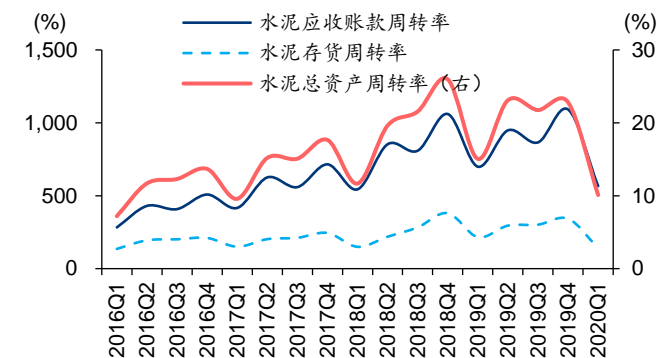
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 2016Q1-2020Q1 水泥行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

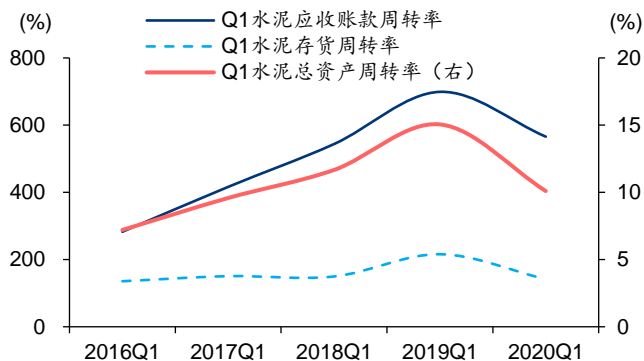
图表36: 2016Q1-2020Q1 单季度水泥行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

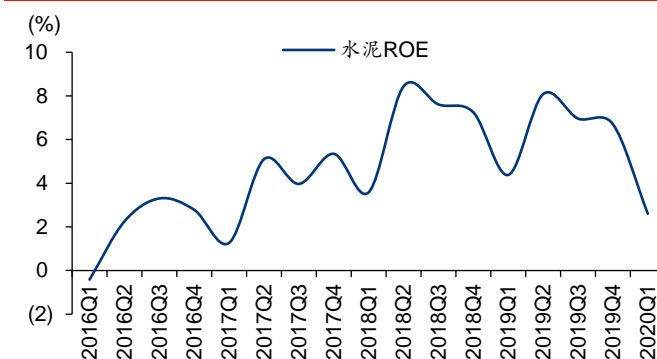
图表37: 2016Q1-2020Q1 水泥行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

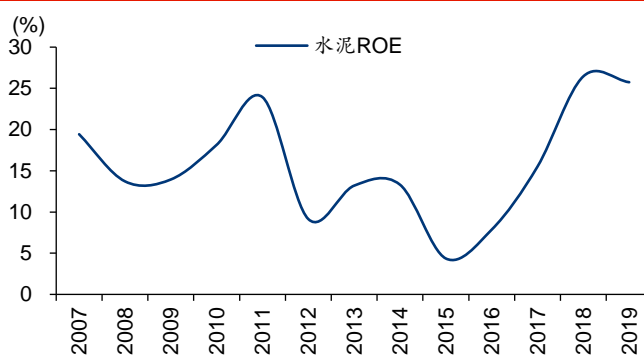
注: 单季度数据未年化

图表38: 2016Q1-2020Q1 单季度水泥行业 ROE



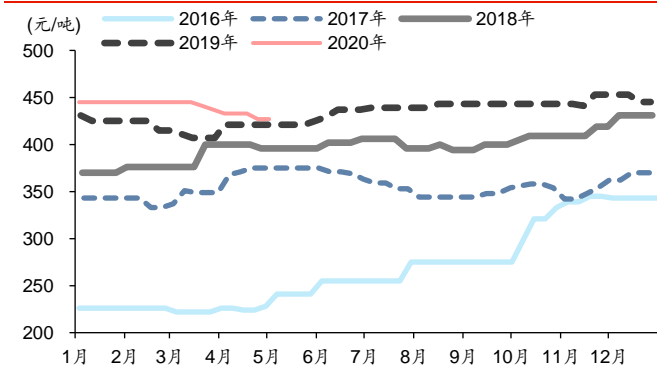
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 2007-2019 年水泥行业 ROE



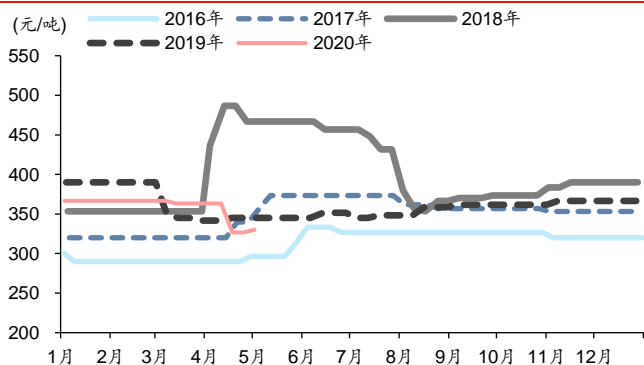
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表40: 华北地区分年度水泥价格走势



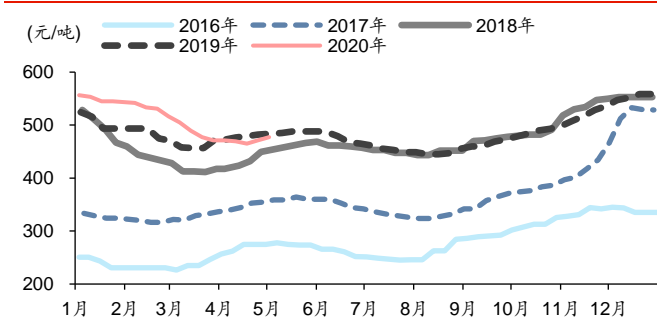
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表41: 东北地区分年度水泥价格走势



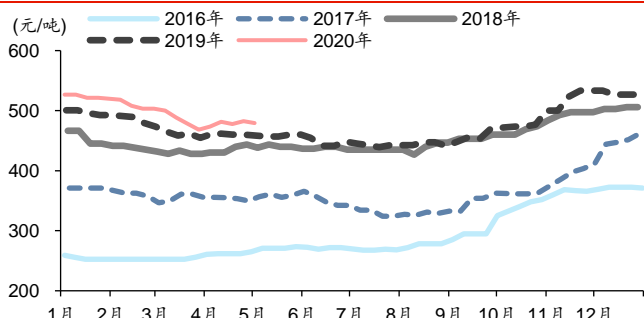
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表42: 华东地区分年度水泥价格走势



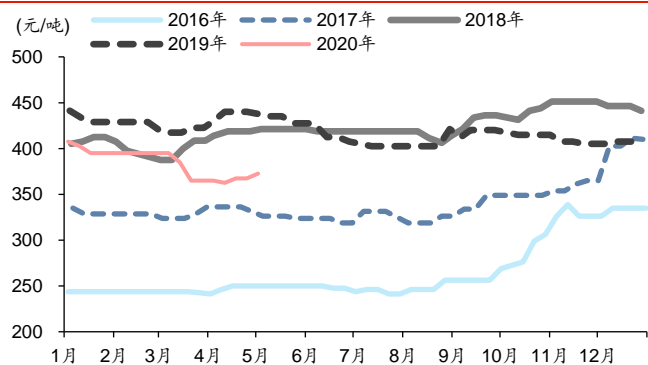
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表43: 中南地区分年度水泥价格走势



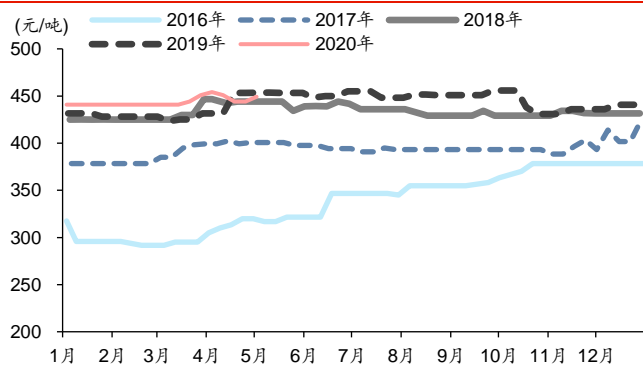
资料来源: 数字水泥网、华泰证券研究所

图表44： 西南地区分年度水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

图表45： 西北地区分年度水泥价格走势



资料来源：数字水泥网、华泰证券研究所

水泥企业销量增长价格稳健，行业维持高景气。据国家统计局数据，2019 年全国累计水泥产量 23.3 亿吨，YoY+6.1%；2019 年全国水泥出厂均价 414.2 元/吨，同比增 4.4%。北方区域由于基建投资恢复较好，水泥产量增长较多，华东和南方区域维持强韧性。受新冠肺炎疫情的影响，下游需求启动迟滞，2020 年一季度水泥和熟料库存向 2016 年高点靠拢，4 月以来，赶工需求逐渐释放，水泥开始加速去库，根据数字水泥网，截至 4 月 30 日，全国主要城市水泥出货率平均水平已恢复到 91%，创三年最高水平。华东库存降至 4-5 成，下游需求较好，部分地区销大于产，西北低库位叠加基建需求较好，甘肃部分地区已开启第二轮价格上涨，我们预计今年 5 月份旺季更旺，全年逆周期调节有望加码，行业预计维持高景气。

图表46： 2019 年华泰建材跟踪水泥公司量价情况

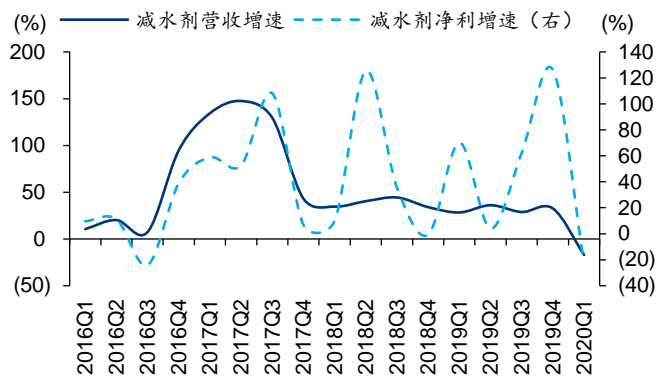
	销量 (万吨)			吨均价 (元)			吨毛利 (元)			归母净利润 (亿元)		
	2019	2018	YoY(%)	2019	2018	YoY(%)	2019	2018	YoY(%)	2019	2018	YoY(%)
海螺水泥	32300	29800	8.4%	336	328	2.6%	158	155	1.8%	335.9	298.1	12.7%
华新水泥	7693	7072	8.8%	354	338	4.9%	146	137	7.0%	63.4	51.8	22.4%
冀东水泥	9640	9664	-0.2%	315	292	7.9%	115	105	9.5%	27.0	14.8	82.1%
塔牌集团	1939	1795	8.0%	340	344	-1.2%	130	144	-9.7%	17.3	17.2	0.6%
上峰水泥	1632	1430	14.1%	369	338	9.3%	188	159	18.5%	23.3	14.7	58.4%
万年青	2759	2745	0.5%	293	279	4.9%	109	102	6.5%	13.7	11.4	20.3%
宁夏建材	1717	1510	13.7%	229	236	-2.7%	82	84	-2.7%	7.7	4.3	79.5%
祁连山	2267	1927	17.6%	278	277	0.3%	103	93	9.8%	12.3	6.5	88.5%
天山股份	2149	1946	10.4%	377	352	7.4%	158	136	16.2%	16.4	12.4	31.8%
福建水泥	925	930	-0.6%	306	314	-2.5%	95	104	-9.1%	4.7	3.4	38.3%
青松建化	686	596	15.0%	424	392	8.1%	163	112	46.3%	2.2	3.7	-39.6%

资料来源：各公司公告、华泰证券研究所 注：青松建化仅辐射新疆区域，代表性较差。

减水剂：产业链地位提升，龙头市占率提升，行业周期弱化

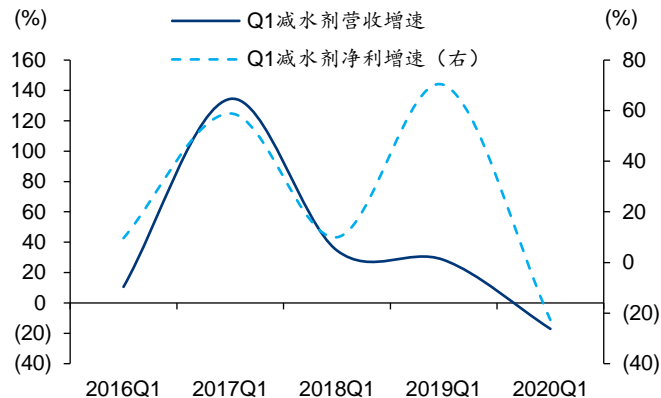
我们跟踪的 3 家减水剂上市公司（垒知集团、苏博特、红墙股份）2019 年总计实现营业收入 78.6 亿元，YoY+31.8%；20Q1 实现营业收入 10.4 亿元，YoY-17.1%。19 年实现归母净利润 8.8 亿元，YoY+51.1%，20Q1 实现归母净利润 1.2 亿元，YoY-22.7%。在下游集中度提升、原材料质量变差、合成环节化工入园管理的背景下，减水剂配方及服务重要性提升，龙头市占率持续提升，价格周期性弱化，行业现金流状况好转，收现比 73.1%，同比提升 6.8pct。2019 年减水剂行业 ROE 14.8%，同比+3.8pct，主要受行业盈利能力提升（毛利率+6.2pct）及运营效率提升（总资产周转率+3.8pct）。

图表47: 2016Q1-2020Q1 单季度减水剂行业营收及归母净利润增速



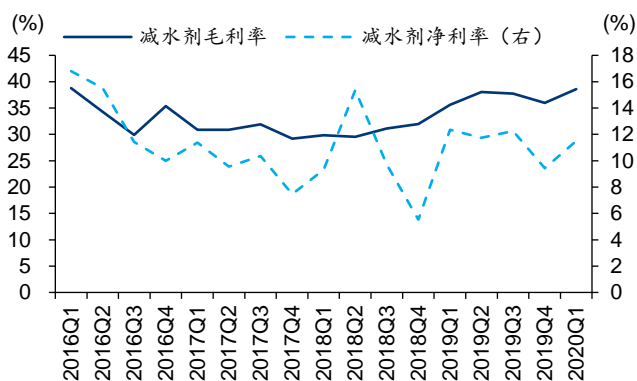
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表48: 2016Q1-2020Q1 减水剂行业一季度营收及归母净利润增速



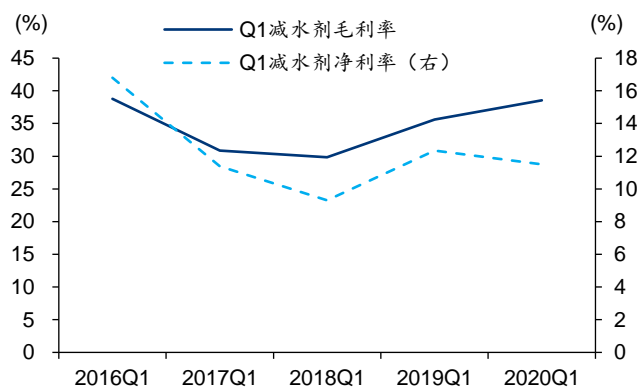
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表49: 2016Q1-2020Q1 单季度减水剂行业毛利率及净利率



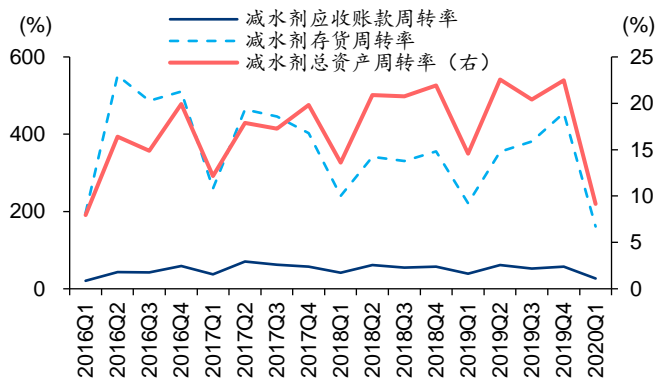
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表50: 2016Q1-2020Q1 减水剂行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

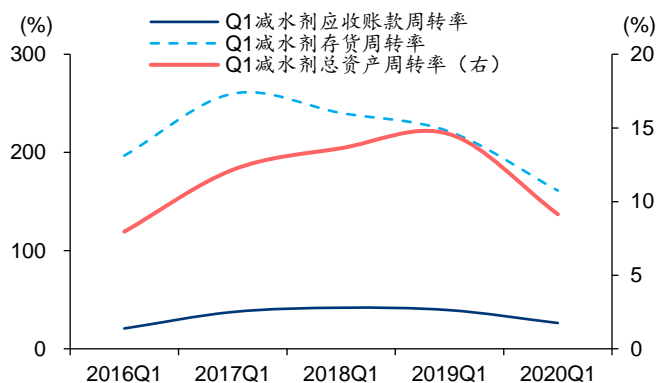
图表51: 2016Q1-2020Q1 单季度减水剂行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

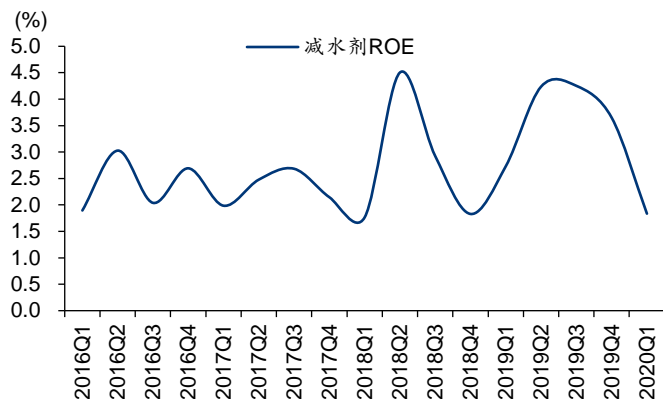
图表52: 2016Q1-2020Q1 减水剂行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

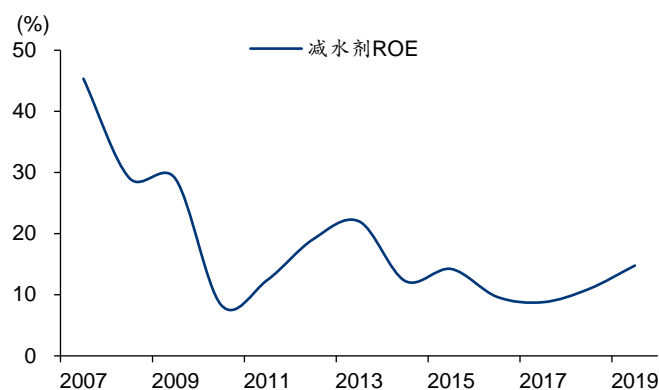
注: 单季度数据未年化

图表53: 2016Q1-2020Q1 减水剂行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 2007-2019 年减水剂行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

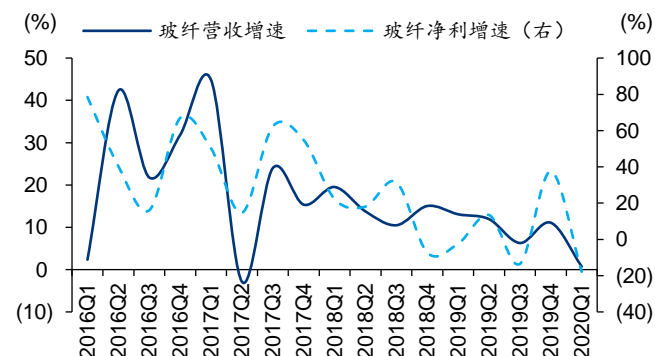
玻纤: 19 年价格前高后低, 20 年预计底部震荡

我们跟踪的 5 家玻纤行业公司(中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份、再升科技), 2019 年实现收入 285 亿元, YoY+10.5%, 实现归母净利润 40 亿元, YoY+6.6%。2020Q1 实现收入 62 亿元, YoY+0.7%, 实现归母净利润 7 亿元, YoY-17.8%。19Q4 单季度收入增速环比+4.8pct, 净利润增速创两年内新高 38%。2019 年玻纤行业 ROE 小幅降 0.7pct 至 12.9%, 主要是毛利率同比-3.6pct, 总资产周转率-1.1pct。

龙头企业短期毛利率承压。玻纤行业中中国巨石、中材科技两大龙头体量大。结构来看, 两大龙头公司主要以上游粗纱产品为主, 以往盈利能力提升受益于下游需求旺盛以及自身经营成本的不断下降。受 19 年全球宏观经济放缓, 行业阶段性产能过剩等因素影响, 粗纱价格同比出现较大幅度下滑, 中国巨石/中材科技 19 年毛利率分别同比-9.7/-0.03pct 至 35.5%/26.9%, 20 年一季度-9.8/-2.0pct 至 31.4%/26.6%。考虑到海外疫情扩散影响, 部分客户订单延迟, 出口需求放缓的影响在 Q2 逐步体现(19 年巨石海外收入占比达 42%, 同比下滑 2%)。

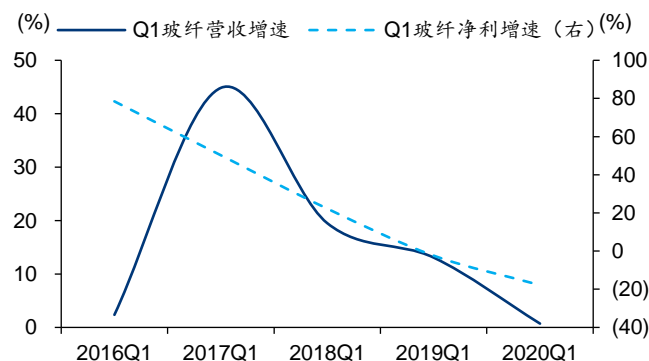
看好 20 年行业进入供需再平衡。18 年玻纤新增的 83 万吨产能致使市场供需失衡, 18 年四季度开始玻纤价格出现持续下行, 19 年全球经济增长放缓造成需求端压力加大, 19Q3 玻纤价格加速探底, 19 年 10 月以来价格基本稳定, 我们认为粗纱长周期景气底部基本确定, 疫情导致部分企业推迟建设计划, 全年供给端预计进一步收缩; 需求端, 风电/电子行业高景气, Q2 起建筑建材/交通/工业景气度有望回升, 2020 行业将进入供需再平衡。

图表55: 2016Q1-2020Q1 单季度玻纤行业营收及归母净利润增速



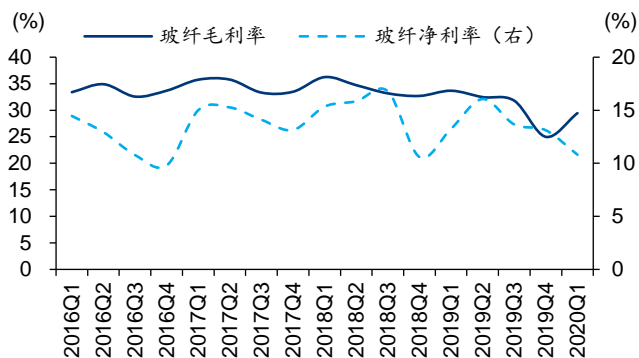
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表56: 2016Q1-2020Q1 玻纤行业一季度营收及归母净利润增速



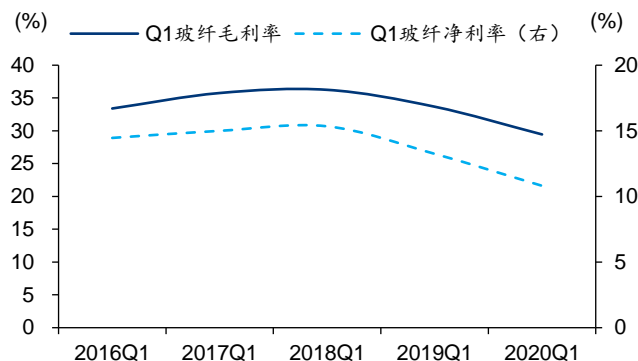
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表57: 2016Q1-2020Q1 单季度玻纤行业毛利率及净利率



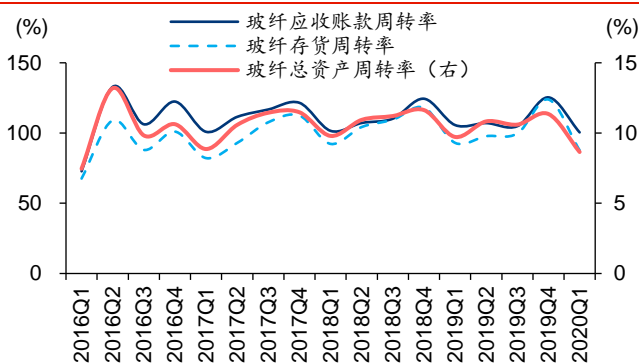
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表58: 2016Q1-2020Q1 玻纤行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源: Wind、华泰证券研究所

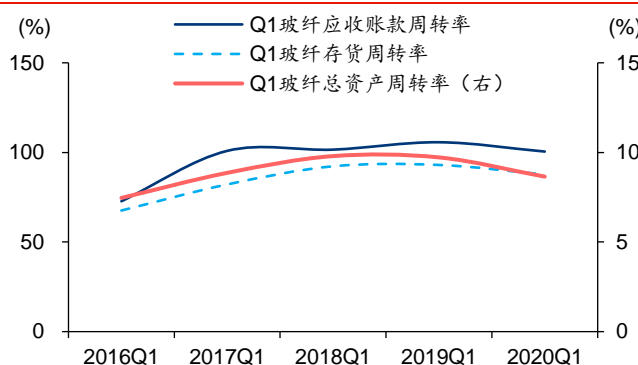
图表59: 2016Q1-2020Q1 单季度玻纤行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

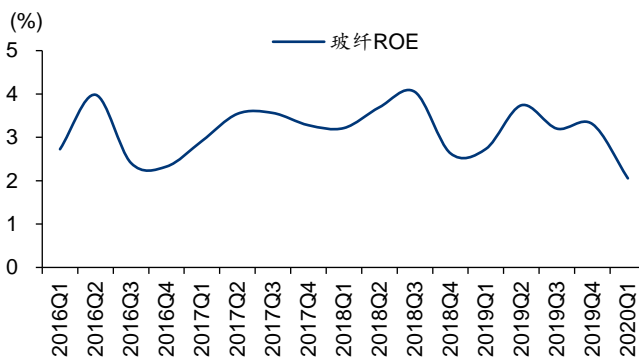
图表60: 2016Q1-2020Q1 玻纤行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

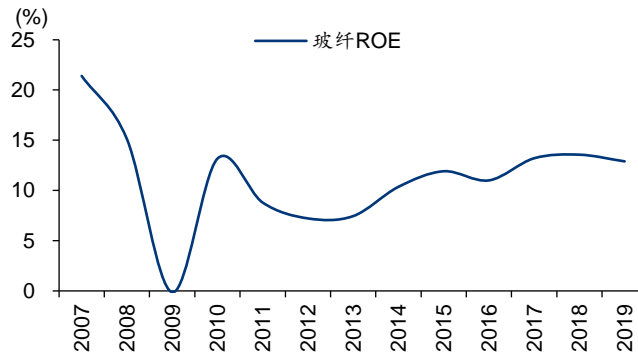
注: 单季度数据未年化

图表61: 2016Q1-2020Q1 单季度玻纤行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表62: 2007-2019 年玻纤行业 ROE



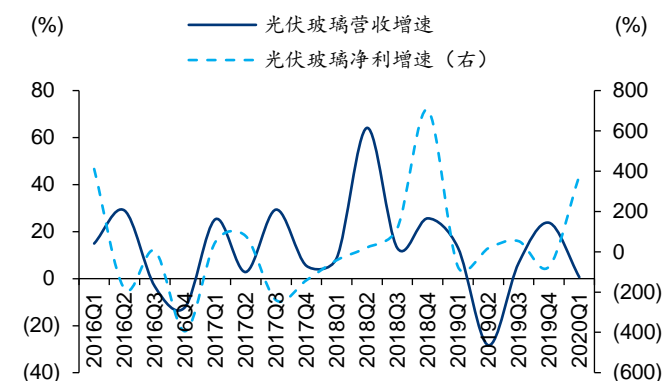
资料来源: Wind、华泰证券研究所

玻璃: 光伏玻璃 19 年价格上涨, 浮法玻璃 19 年前低后高

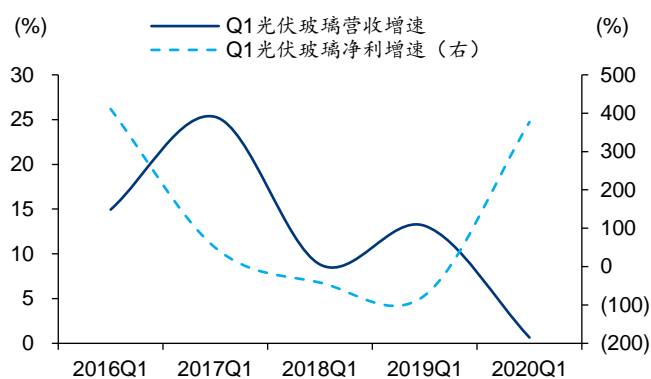
1) 光伏玻璃: 19 年光伏玻璃供应比较紧张, 存在较大供给缺口

我们跟踪的 4 家光伏玻璃行业上市公司 (亚玛顿、洛阳玻璃、秀强股份、福莱特) 2019 年总计实现收入 91 亿元, YoY+23.2%, 实现归母净利润 8 亿元, YoY+197.0%; 2020Q1 实现收入 22 亿元, YoY+14.7%, 实现归母净利润 3 亿元, YoY+121.2%。19 年光伏玻璃行业 ROE 较 18 年提升 5.9pct 至 9.4%, 主要是盈利能力和运营效益有所提升 (净利润率同比+5.1pct, 总资产周转率同比+4.2pct)。

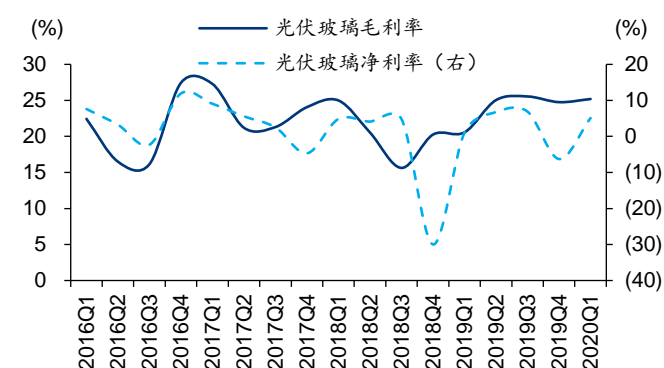
光伏玻璃价格自 18 年 3 月起走弱，Q4 初期开始反弹，年底前涨幅加大。19 年光伏玻璃在下游淡季的 1 月份实现大幅提价，并在 3 月、9 月、11 月三次提价，19 年下半年福莱特提价两次。光伏玻璃受益于下游高增长（2020 年全球光伏装机规模有望达到 150GW）和双玻渗透率提升（2020 年预计提升至 30%），需求高增长，新建产线主要来自于信义光能和福莱特，我们预计行业景气度有望继续上行。

图表 63： 2016Q1-2020Q1 单季度光伏玻璃行业营收及归母净利润增速


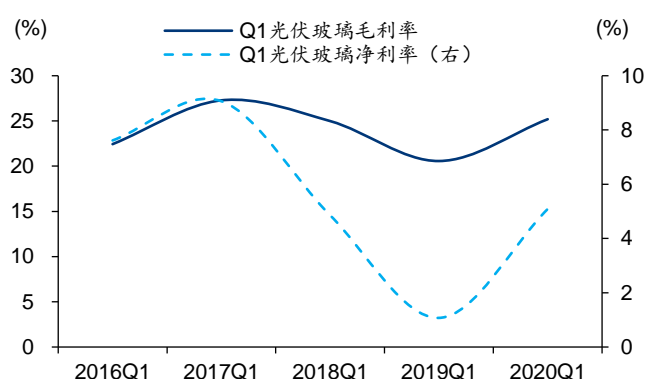
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 64： 2016Q1-2020Q1 光伏玻璃行业一季度营收及归母净利润增速


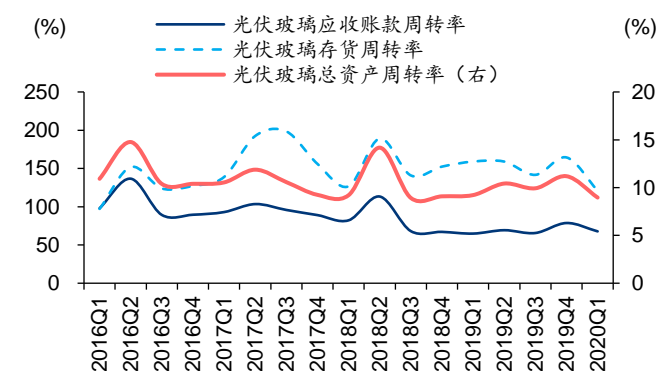
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 65： 2016Q1-2020Q1 单季度光伏玻璃行业毛利率及净利率


资料来源：Wind、华泰证券研究所

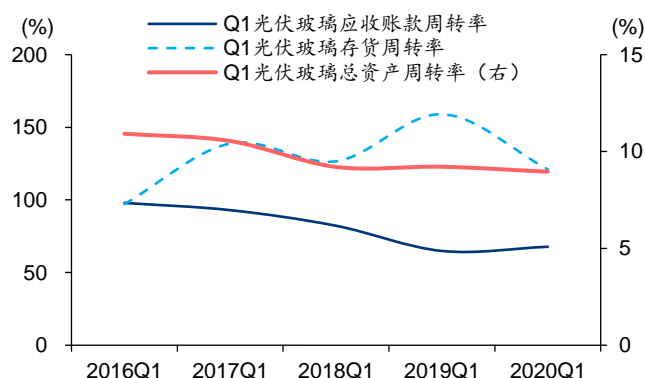
图表 66： 2016Q1-2020Q1 光伏玻璃行业一季度单季毛利率及净利率


资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 67： 2016Q1-2020Q1 单季度光伏玻璃行业营运能力


资料来源：Wind、华泰证券研究所

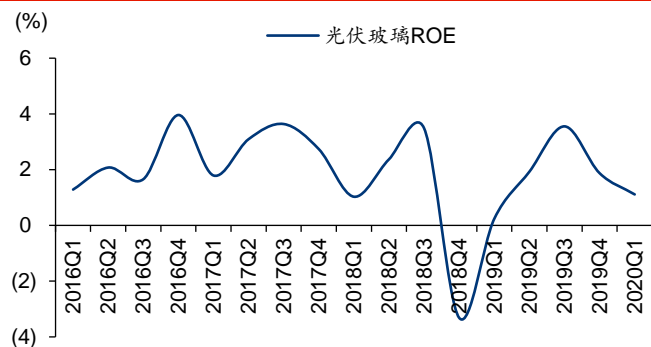
注：单季度数据未年化

图表 68： 2016Q1-2020Q1 光伏玻璃行业一季度单季营运能力


资料来源：Wind、华泰证券研究所

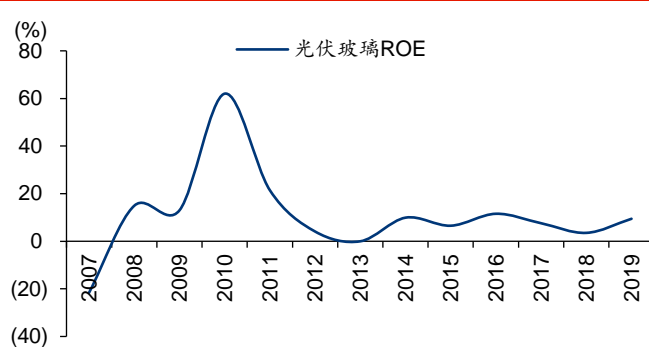
注：单季度数据未年化

图表69： 2016Q1-2020Q1 单季度光伏玻璃行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表70： 2007-2019 年光伏玻璃行业 ROE



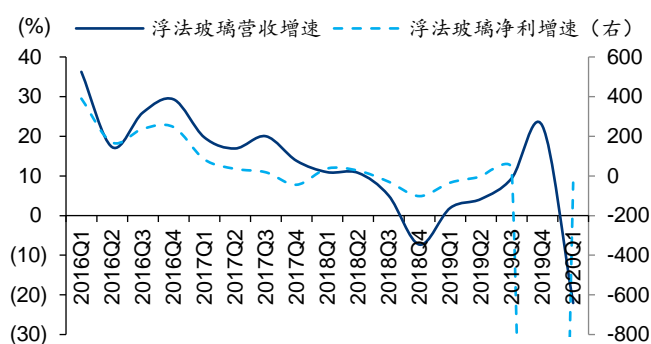
资料来源：Wind、华泰证券研究所

2) 浮法玻璃：19 年产销基本平衡，看好 20 全年受益于竣工改善

我们跟踪的 6 家浮法玻璃行业上市公司（南玻 A、凯盛科技、金晶科技、耀皮玻璃、旗滨集团、北玻股份）2019 年总计实现收入 352 亿元，YoY+9.8%，实现归母净利润 23 亿元，YoY+21.1%；2020Q1 实现收入 57 亿元，YoY-22.0%，实现归母净利润 3 亿元，YoY-33.8%。

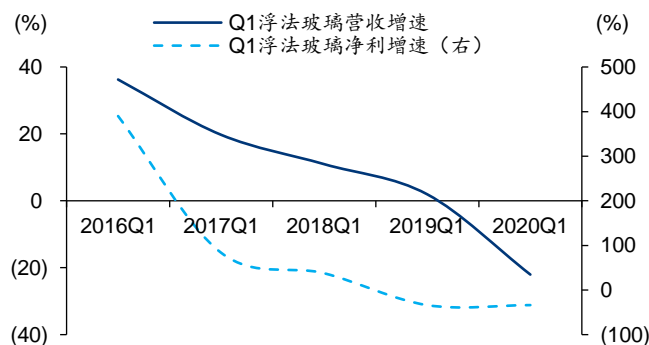
据国家统计局，2019 全年平板玻璃平均出厂价格 75.5 元/重量箱，YoY+0.2%。2019 年平板玻璃产量 9.27 亿重量箱，YoY+6.6%，销量 8.95 亿重量箱，YoY+9.4%，产销率同比 +1.7pct 至 99.8%，产销基本平衡。2019 年 6 月房屋竣工面积增速触底反弹，12 月转正，带动玻璃需求提升，平板玻璃均价创近四年次高（12 月 5mm 白玻全国均价 91 元/重量箱，最高为 2018 年 4 月的 92 元/重量箱）。考虑到 2019 年下半年起房地产竣工增速转正+房地产开发投资、施工面积向好，2020 年虽然受疫情影响，供需的恢复节点较往年有所延后，但需求总量受影响有限，预计全年仍能受益于地产竣工改善。19 年浮法玻璃 ROE 同比增 1.1pct 至 8.1%，主要受益于运营效益提升（总资产周转率同比+5.8pct）。

图表71： 2016Q1-2020Q1 单季度浮法玻璃行业营收及归母净利润增速



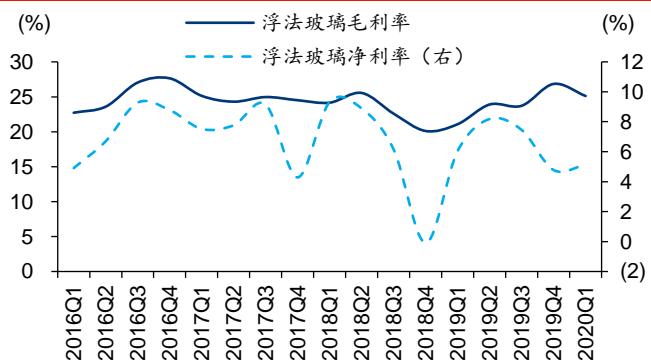
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表72： 2016Q1-2020Q1 浮法玻璃行业一季度营收及归母净利润增速



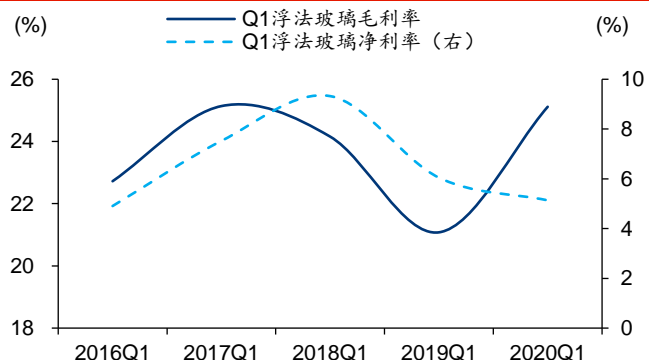
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表73： 2016Q1-2020Q1 单季度浮法玻璃行业毛利率及净利率



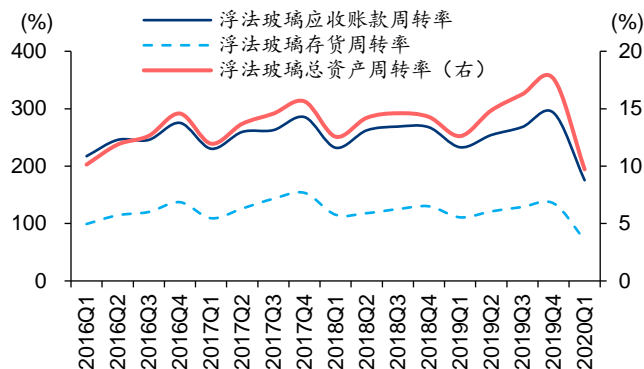
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表74： 2016Q1-2020Q1 浮法玻璃行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

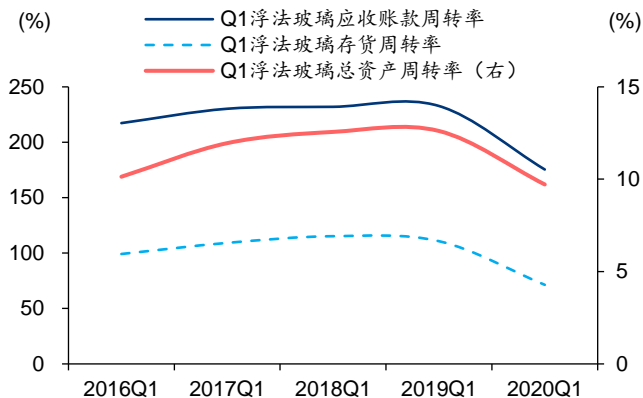
图表75: 2016Q1-2020Q1 单季度浮法玻璃行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

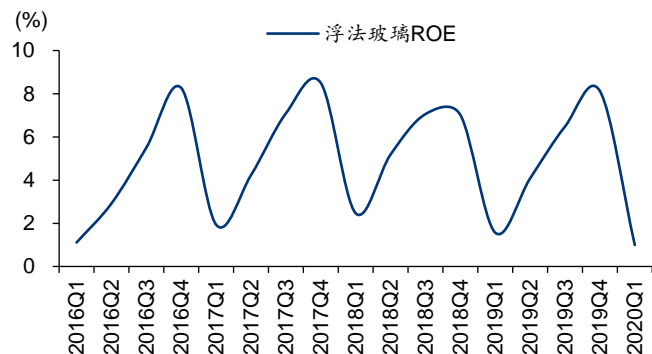
图表76: 2016Q1-2020Q1 浮法玻璃行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

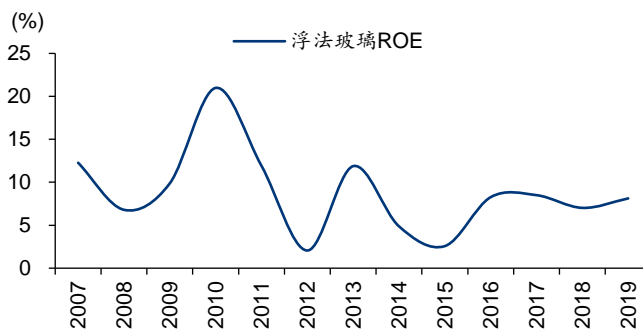
注: 单季度数据未年化

图表77: 2016Q1-2020Q1 单季度浮法玻璃行业 ROE



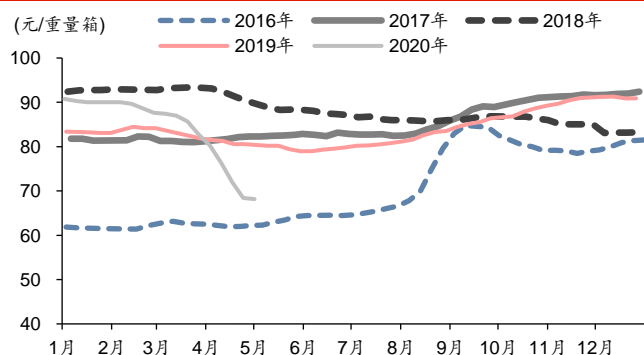
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表78: 2007-2019 年浮法玻璃行业 ROE



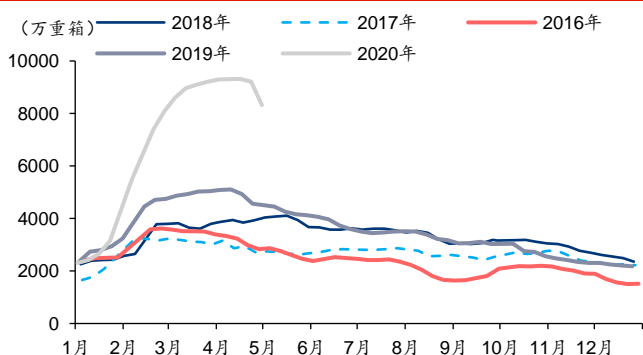
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表79: 分年度全国平板玻璃价格



资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

图表80: 分年度全国平板玻璃库存



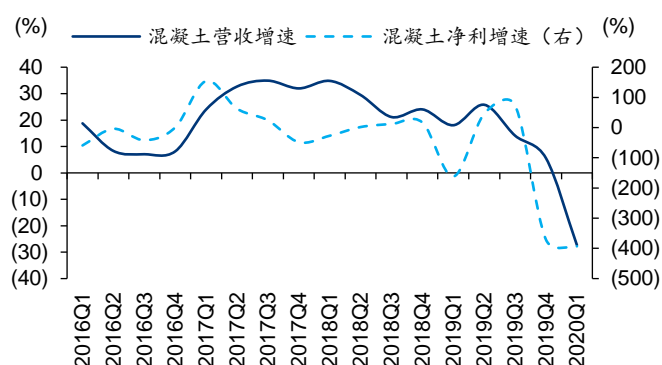
资料来源: 卓创资讯、华泰证券研究所

混凝土: 需求稳中有升, 价格维持高位

我们跟踪的 4 家混凝土上市公司 (深天地 A、西部建设、海南瑞泽、三圣股份) 2019 年总计实现营收 305 亿元, YoY+15.3%; 20 年一季度实现营收 38 亿元, YoY+27.3%。19 年总计实现归母净利润 4 亿元, YoY+24.6%, 20Q1 实现归母净利润-1.2 亿元, 19Q1 实现归母净利润 0.4 亿元。剔除 19 年营收/净利润表现异常海南瑞泽, 2019 年行业实现营收/归母净利润 279/8 亿元, YOY+20%/90%。

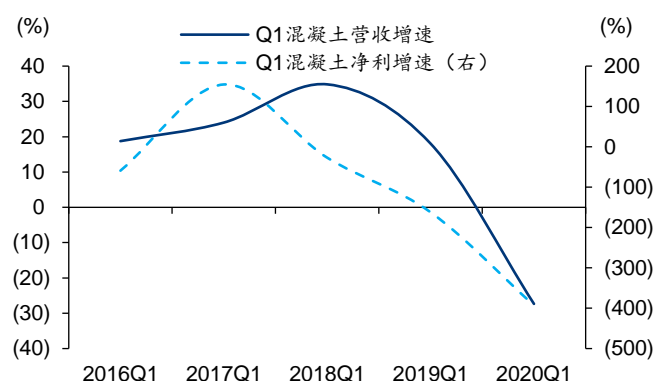
混凝土行业集中度提升，营运效率改善。2019 年，全国规模以上企业商品混凝土产量 25.5 亿立方米，可比口径同比增长 14.5%，房地产开发投资完成额同比增长 10%，成为需求端重要支撑；全年价格保持高位平稳运行，C30 均价较上一年增长 35 元/立方米，增幅为 8.67%，2019 年行业应收账款周转次数为 2.34 次，同比增加 0.14 次，营运效率改善。随着环保趋严、非法搅拌站清理以及行业内部整合，供给侧结构性改革推动行业集中度提升。2019 年 4 家公司 ROE 同比下滑 1.56pct，主要系组合内部海南瑞泽由于海南省经济结构调整、省房地产开发投资下降导致公司销量下滑，投资的广东绿润未能完成业绩承诺等因素计提商誉减值 2.9 亿元及信用减值损失增加 1.3 亿元，归母净利润大幅下滑 (YOY-437.3%)，拖累行业盈利表现。20 年 Q1 行业受新冠疫情影响，预计随国家加大下游基建投资，行业需求将逐渐转好。

图表81： 2016Q1-2020Q1 单季度混凝土行业营收及归母净利润增速



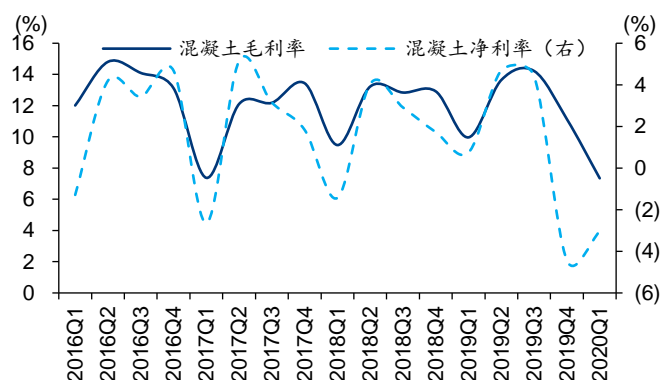
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表82： 2016Q1-2020Q1 混凝土行业一季度营收及归母净利润增速



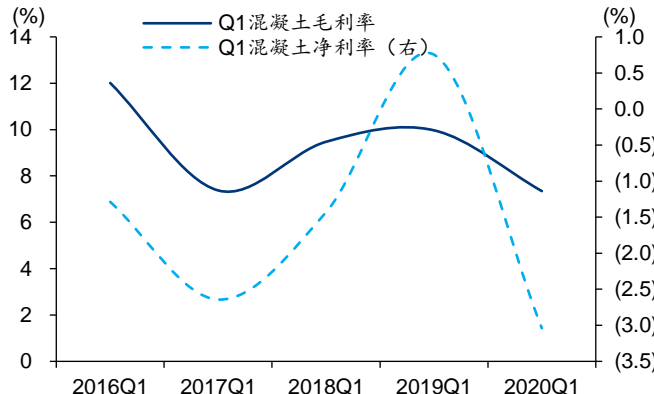
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表83： 2016Q1-2020Q1 单季度混凝土行业毛利率及净利率



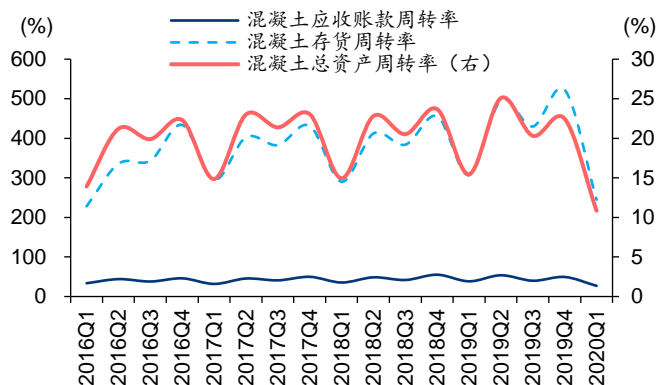
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表84： 2016Q1-2020Q1 混凝土行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

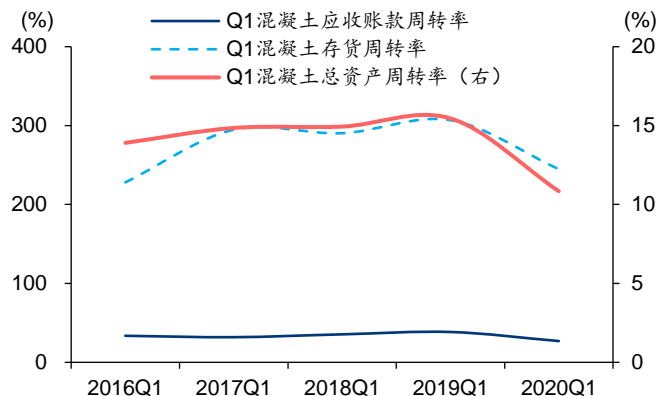
图表85: 2016Q1-2020Q1 单季度混凝土行业营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

注: 单季度数据未年化

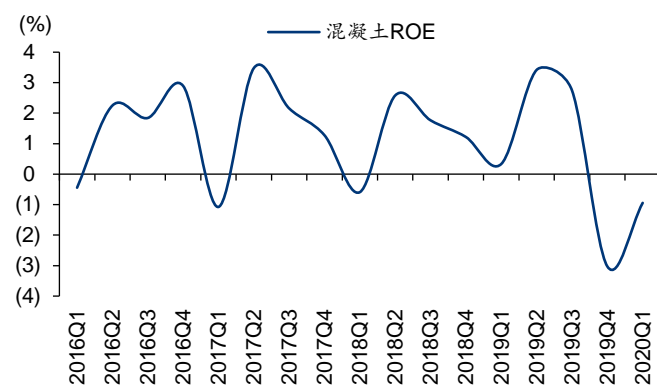
图表86: 2016Q1-2020Q1 混凝土行业一季度单季营运能力



资料来源: Wind、华泰证券研究所

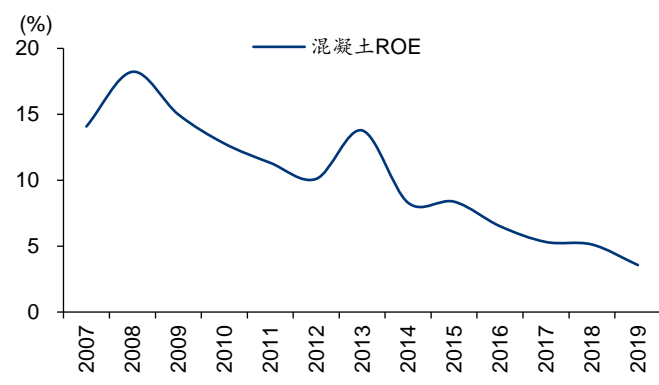
注: 单季度数据未年化

图表87: 2016Q1-2020Q1 单季度混凝土行业 ROE



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表88: 2007-2019 年混凝土行业 ROE

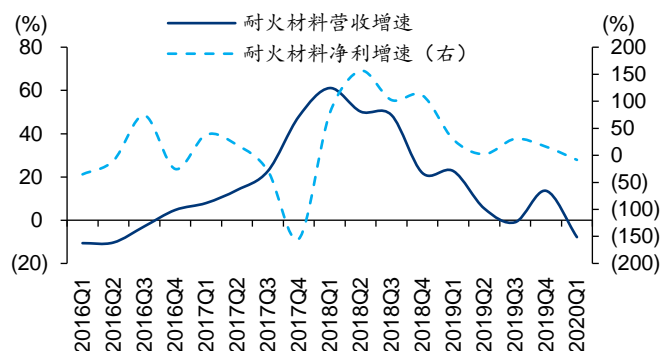


资料来源: Wind、华泰证券研究所

耐火材料: 收入增速放缓, 利润率维持高位

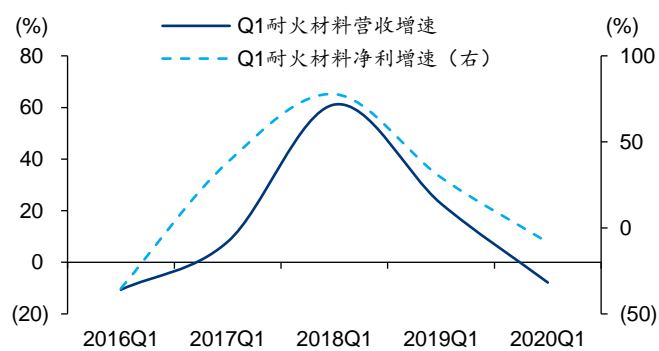
我们跟踪的 4 家耐火材料上市公司 (瑞泰科技、鲁阳节能、濮耐股份、北京利尔) 2019 年总计实现营收 139.3 亿元, YoY+9.8%, 增速较 18 年下降 33pct; 19 年实现归母净利润 10.3 亿元, YoY+17.1%, 增速较 18 年下降 96pct, 收入与净利润增速双降主要系 19 年耐火材料价格下跌、出口量减少、环保成本上升所致。ROE 11.6%, 同比提升 0.8pct, 主要受益于行业营运能力有所提升, 应收账款/存货/总资产周转率分别提升 36.1/9.9/2.6 pct。20 年一季度实现营收 32.2 亿元, YoY-7.8%, 实现归母净利润 2.0 亿元, YoY-8.4%。

图表89: 2016Q1-2020Q1 单季度耐火材料行业营收及归母净利润增速



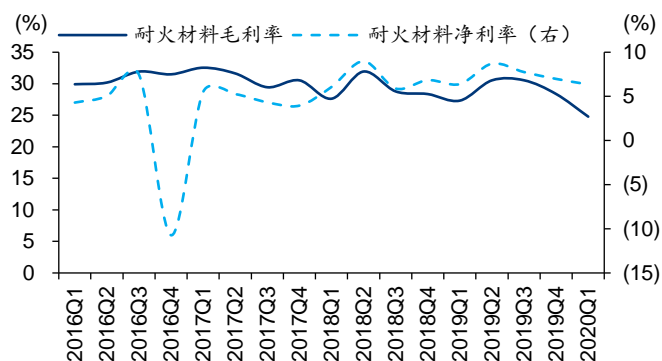
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表90: 2016Q1-2020Q1 耐火材料行业一季度营收及归母净利润增速



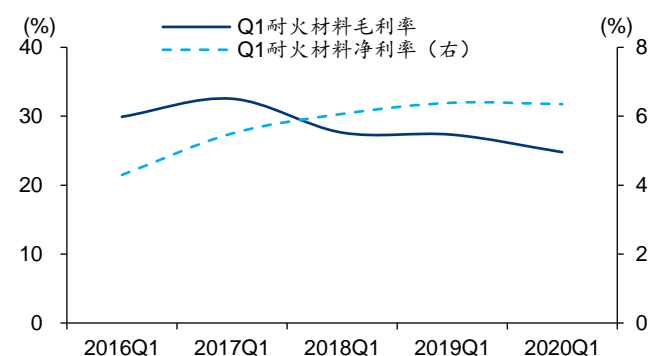
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表91： 2016Q1-2020Q1 单季度耐火材料行业毛利率及净利率



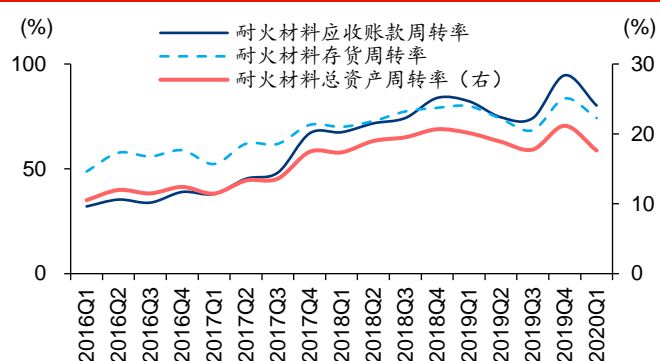
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表92： 2016Q1-2020Q1 耐火材料行业一季度单季毛利率及净利率



资料来源：Wind、华泰证券研究所

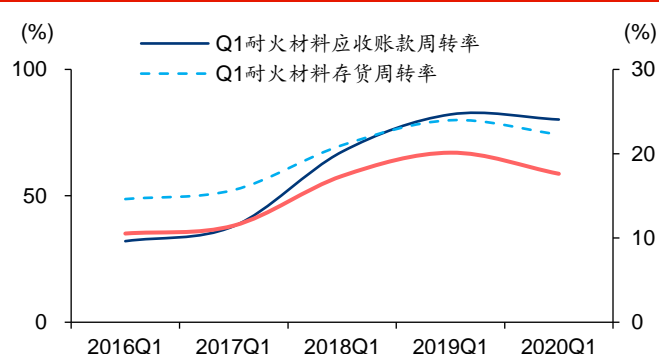
图表93： 2016Q1-2020Q1 单季度耐火材料行业营运能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：单季度数据未年化

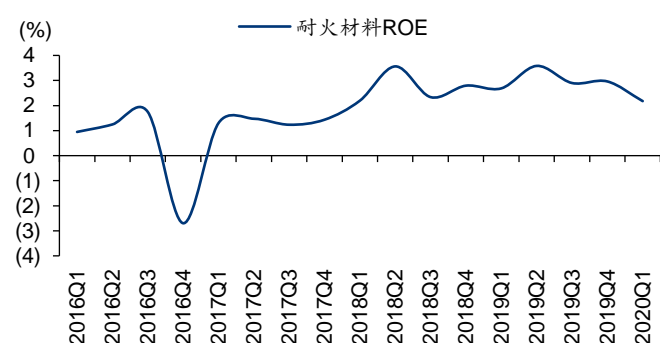
图表94： 2016Q1-2020Q1 耐火材料行业一季度单季营运能力



资料来源：Wind、华泰证券研究所

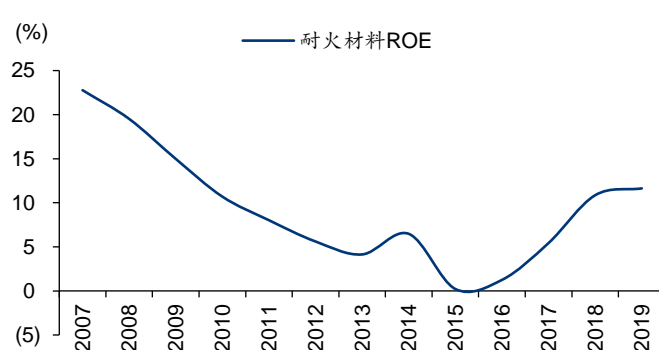
注：单季度数据未年化

图表95： 2016Q1-2020Q1 单季度耐火材料行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表96： 2007-2019 年耐火材料行业 ROE



资料来源：Wind、华泰证券研究所

投资策略：Q2 内需旺季更旺，配置消费建材、水泥、减水剂

- 1) 消费建材板块：**考虑地产施工竣工传导加速，竣工好转+集采/精装比例提升+旧改加速推进，中长期持续看好消费建材龙头，推荐永高股份、蒙娜丽莎、北新建材、东方雨虹、科顺股份、亚士创能、三棵树、伟星新材；
- 2) 水泥板块：**地产需求补位，基建投资加速，推荐海螺水泥、上峰水泥、祁连山；
- 3) 减水剂板块：**看好下游集中度提升+原材料质量下降+合成环节化工入园管理背景下，配方及服务重要性升级，龙头市占率持续提升，价格周期弱化，推荐垒知集团、苏博特；
- 4) 玻纤板块：**目前估值处于 2013 年以来低位，国内需求恢复明显，海外 5 月有望逐步开始复工复产，长期资金推荐长海股份、中国巨石；
- 5) 玻璃板块：**预计 4-5 月玻璃价格仍在探底阶段，有望推动企业主动停检修增加，关注后期价格下行幅度，关注旗滨集团。光伏玻璃受益于下游高增长和双玻渗透率提升，行业景气度有望继续上行，推荐福莱特。

图表97： 华泰建材重点跟踪公司估值表

公司名称	细分行业	股价	每股收益			市盈率(x)			每股净资产			市净率(x)			净资产收益率(%)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
上峰水泥	水泥	25.49	2.87	3.26	3.68	8.9	7.8	6.9	6.67	10.14	13.86	3.8	2.5	1.8	43%	32%	27%
海螺水泥	水泥	59.96	6.34	6.70	6.96	9.5	8.9	8.6	25.92	30.62	35.56	2.3	2.0	1.7	24%	22%	20%
祁连山	水泥	16.51	1.59	1.76	1.87	10.4	9.4	8.8	8.76	10.58	12.52	1.9	1.6	1.3	18%	17%	15%
旗滨集团	玻璃	5.26	0.50	0.55	0.67	10.5	9.6	7.9	3.06	3.32	3.66	1.7	1.6	1.4	16%	17%	18%
福莱特	玻璃	12.87	0.37	0.57	0.80	34.78	22.55	16.18	2.31	2.88	3.67	5.56	4.47	3.50	16%	20%	22%
长海股份	玻纤	10.32	0.70	0.80	0.95	14.7	12.9	10.8	6.45	7.11	7.82	1.6	1.5	1.3	11%	11%	12%
中国巨石	玻纤	8.80	0.61	0.54	0.70	14.5	16.3	12.6	4.47	4.81	5.34	2.0	1.8	1.6	14%	11%	13%
北新建材	石膏板	25.53	0.26	1.48	1.69	97.8	17.2	15.1	8.26	9.66	10.89	3.1	2.6	2.3	3%	15%	16%
蒙娜丽莎	瓷砖	24.09	1.07	1.41	1.78	22.5	17.1	13.5	7.24	7.48	8.84	3.3	3.2	2.7	15%	19%	20%
东方雨虹	防水	38.64	1.32	1.86	2.10	29.3	20.8	18.4	6.27	7.78	9.48	6.2	5.0	4.1	21%	24%	22%
科顺股份	防水	19.81	0.60	1.11	1.15	33.0	17.8	17.3	5.18	6.29	7.27	3.8	3.1	2.7	12%	18%	16%
亚士创能	涂料	32.29	0.59	1.04	1.66	54.73	31.12	19.49	7.01	7.87	9.21	4.60	4.10	3.50	8%	13%	18%
三棵树	涂料	107.51	2.18	2.94	4.14	49.3	36.6	26.0	9.25	11.53	14.65	11.6	9.3	7.3	24%	25%	27%
伟星新材	管材	12.20	0.63	0.65	0.70	19.4	18.7	17.4	2.47	2.62	2.80	4.9	4.7	4.4	25%	25%	25%
永高股份	管材	6.80	0.46	0.56	0.66	14.78	12.08	10.35	3.01	3.44	3.92	2.26	1.98	1.73	15%	16%	17%
垒知集团	减水剂	11.45	0.58	0.73	0.91	19.74	15.75	12.58	4.09	4.74	5.55	2.80	2.42	2.06	14%	15%	16%
苏博特	减水剂	25.18	1.14	1.47	1.81	22.09	17.17	13.90	7.70	8.86	10.29	3.27	2.84	2.45	15%	17%	18%

注：EPS、BPS、ROE 预测值均为华泰建材组最新预测；

资料来源：Wind（截至 2020 年 4 月 30 日）、华泰证券研究所

风险提示

- 1、地产销售/新开工/回款不达预期：**建材行业高度依赖下游地产产业链，地产在政策调控下，开工、竣工、销售数据有不达预期的风险。建材行业存在垫资情况，部分子行业竞争激烈、下游大客户较为强势，如果未来回款状况不及预期，会增加坏账损失，对公司业绩产生一定影响。
- 2、海外经济增速低于预期：**海外经济增速放缓会对出口占比较高的玻纤行业复苏进程产生负面影响。

免责声明

分析师声明

本人，鲍荣富、张雪蓉、方晏荷，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师鲍荣富、张雪蓉、方晏荷本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司