

中性

建材行业 2020 年中报综述

泛 B 端业绩表现亮眼，玻璃行业疫情冲击较大

建材行业 2020 年中报公布完毕，包括防水、涂料、瓷砖等泛 B 端建材上半年在原料价格下滑和行业集中驱动下业绩增速亮眼。玻璃行业上半年受疫情冲击影响较大。水泥和玻纤行业业绩保持稳健，后续业绩复苏可期。新材料中，抗震材料表现亮眼。

- **上半年建材行业营收增速下滑，但利润水平保持稳定**：2020 年建材行业 55 家代表上市公司合计营收 2,150.8 亿元，同增 1.3%；归母净利 334.8 亿元，同增 6.1%。毛利率为 32.1%，同减 0.3PCT；四项费用率合计 12.8%，同增 0.1PCT；经营利润率 19.3%，同减 0.4PCT。疫情冲击下，建材行业利润水平保持稳定。
- **水泥行业盈利稳健仍处于历史高位，早周期品中防水材料表现突出**：疫情冲击和雨水天气冲击下，水泥行业复苏之路较为曲折，行业整体增速有所下滑。但应看到上半年水泥行业尽管利润增速下滑，盈利绝对水平依然处于历史高位。目前雨水天气和疫情冲击渐行渐远，下半年施工需求大概率反弹，叠加传统施工旺季带动下，下半年水泥行业景气度有望迎来新高。防水材料和减水剂同为早周期品，行业均处于加速集中期。但防水行业集中趋势更为明显，且上半年沥青价格下调明显，上市公司毛利率有明显提升，利润水平创历史新高。减水剂主要上市公司上半年发货量同样有较快速增长，但产品价格下降导致营收与利润增速相对较慢。
- **玻璃受疫情影响冲击较大，B 端建材表现亮眼，C 端建材表现稳健**：玻璃受到疫情冲击影响较大，主要体现在停工停产期原料供应受限，库存压力剧增，4 月份玻璃价格快速下滑。对于玻璃上市公司，一季度表现为量减价稳，二季度表现为量增价减。业绩总体下滑幅度较大。随着竣工需求反弹，下半年玻璃将重现 2019 年涨价行情，下半年玻璃上市公司将迎来爆发。后周期家装建材中，B 端建材表现亮眼，一季度传统淡季叠加疫情影响表现一般，二季度相关上市公司营收增速平均在 40%以上，精装房逻辑持续生效。C 端建材业绩增速有所改善，负债率、现金流、盈利能力等指标仍有优势。
- **玻纤行业利润同比基本持平，行业复苏可期**：玻纤上市公司上半年利润与去年同期基本持平。随着行业供给过剩压力逐步缓解，疫情后下游需求逐步复苏，龙头企业率先涨价，目前行业站在新一轮复苏起点，业绩释放可期。新材料中个别企业表现亮眼，抗震材料受益建筑抗震规范修改预期，业绩有较快增长。

重点推荐

- 首推水泥行业和玻纤行业。水泥首推景气度高涨的粤东龙头**塔牌集团**，建议关注行业龙头**海螺水泥**；玻纤行业建议关注行业龙头**中国巨石，长海股份**。

评级面临的主要风险

- **水泥产能下半年集中投放、竣工回升不及预期、精装房渗透率放缓、海外疫情持续蔓延**

相关研究报告

《建材行业周报》20200901
《建材行业周报》20200824
《建材行业周报》20200817

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

目录

建材行业总结：水泥依然景气，市场关注度依然较高.....5

1. 行业整体：疫情冲击后，Q2 经营总体恢复正常 5
2. 细分板块：新材料新业务板块边际表现较好.....6
3. 市场关注点：持股集中现状有所改变，高增长个股获增持 7

一、水泥与早周期板块：增速下滑盈利稳定，Q2 快速复苏...9

1. 水泥板块：增速下滑但盈利稳定，吨利润提升但出货量相关数据下滑 9
2. 塔牌集团、祁连山、宁夏建材财报表现较好.....10
3. 其他早周期建材：二季度快速复苏，防水材料表现最好..... 11

二、玻璃与后周期板块：竣工需求回升，业绩改善可期.....12

1. 玻璃行业：上半年疫情冲击较大，下半年业绩爆发可期.....12
2. 后周期板块：Q2 反弹势头强，财报质量有所提升.....13

三、玻纤与新材料：玻纤复苏态势出现，抗震材料表现突出16

1. 玻纤行业：站在新一轮复苏的起点 16
2. 新材料：抗震材料表现突出 17

重点推荐.....19

1. 北新建材 19
2. 旗滨集团 19
3. 塔牌集团 19

风险提示.....20

图表目录

图表 1. 水泥行业景气度曲折回升.....5
图表 2. 玻璃行业景气度触底反弹.....5
图表 3. 上半年业绩增速深 V 反转.....5
图表 4. 现金流有所下滑，但回款周期缩短.....5
图表 5.2020 年中报不同细分行业财报指标比较(主要企业财务指标加权平均).....6
图表 6. 水泥、早周期、玻纤半年报表现比较.....6
图表 7. 个别重点建材上市公司半年报表现比较.....6
图表 8. 建材行业分行业持股情况(单位：亿股).....7
图表 9.2019Q1 以来建材板块重仓个股（单位:万股）.....7
图表 10. 2020 年上半年建材板块主要增减持个股情况.....8
图表 11. 上半年水泥价差并没有明显下滑.....9
图表 12. 实际需求小幅下滑但总体可控.....9
图表 13. 华南地区价格保持坚挺.....9
图表 14. 西北、华南等地区需求较为旺盛.....9
图表 15. 上半年建筑行业需求微降.....9
图表 16. 水泥上市公司盈利仍保持稳定.....9
图表 17. 水泥板块上市公司 2020 年中报财务指标比较.....10
图表 18. 海螺、华新、塔牌财务指标同比改善情况比较.....10
图表 19. 宁夏建材和祁连山业绩增速保持较高水平.....10
图表 20. 早周期品板块上市公司 2020 年中报财务指标比较.....11
图表 21. 防水、减水剂、混凝土三大板块中报指标对比.....11
图表 22. 雨虹、凯伦、科顺、苏博特中报表现较好.....11
图表 23. 平板玻璃上市公司上半年利润下滑.....12
图表 24. 上半年平板玻璃产能产量均有较明显缩减.....12
图表 25. 4 月份玻璃库存冲击历史性高位.....12
图表 26. 玻璃价格目前快速反弹中.....12
图表 27. 平板玻璃上市公司 2020 年中报财务指标比较.....13
图表 28. 平板玻璃上市公司 2020 年中报财务指标比较.....13
图表 29. 伟星、永高、雄塑、东宏财报指标对比.....14
图表 30. 蒙娜丽莎、坚朗、亚士、北新财报指标对比.....14
图表 31. B 端建材收入增速明显高于 C 端建材.....14
图表 32. C 端建材账期短、负债率低、ROE 高的优势仍存.....14
图表 33. 利润增速有所下滑.....16

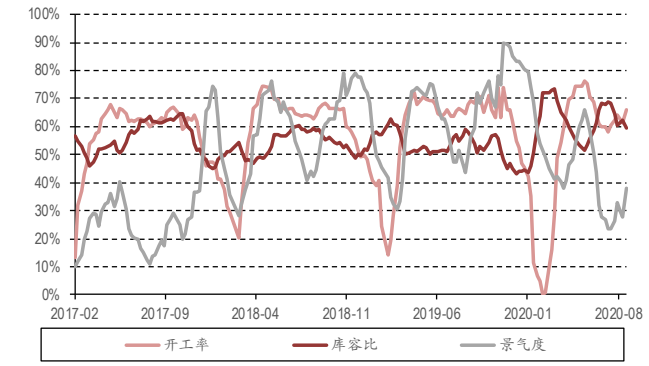
图表 34. 经营利润率下滑，但现金流指标明显改善 16
图表 35. 玻璃纤维上市公司 2020 年中报财务指标比较 16
图表 36. 中国巨石，长海股份，中材科技财务指标对比 17
图表 37. 价格低位导致产品利润率较低 17
图表 38. 2019 年下半年以来较多产能停产冷修 17
图表 39. 新材料上市公司 2020 年中报财务指标比较 18
图表 40. 上半年新材料公司营收利润增速保持平稳 18
图表 41. 震安科技、濮耐股份、石英股份财务指标对比 18
附录图表 42. 报告中提及上市公司估值表 21

建材行业总结：水泥依然景气，市场关注度依然较高

1. 行业整体：疫情冲击后，Q2 经营总体恢复正常

2020 年上半年建材行业景气度下滑，水泥复苏进展曲折，玻璃进展较慢但势头猛：2020 年上半年疫情影响之下，建材行业与其他行业一样遭受了景气度下滑的冲击。水泥行业景气度复苏较为曲折。3 月下旬在下游建筑行业施工带动下，景气度持续回升。5 月份在长江流域洪涝灾害影响下景气度下滑，7 月下旬后重新回升。玻璃行业恢复较慢，4 月初行业库存压力爆发，厂商压价去库存，产品价格快速下滑。5 月份以来行业风险释放完毕，玻璃价格回升，8 月份以来价格屡创历史新高。玻纤有较大需求在海外，随着海外疫情蔓延，玻纤行业景气度复苏有所放缓。装修建材景气度同样有所下滑，但在地产竣工持续回升的影响下，装修建材景气度复苏进程相对较快。

图表 1. 水泥行业景气度曲折回升



资料来源：万得，中银证券

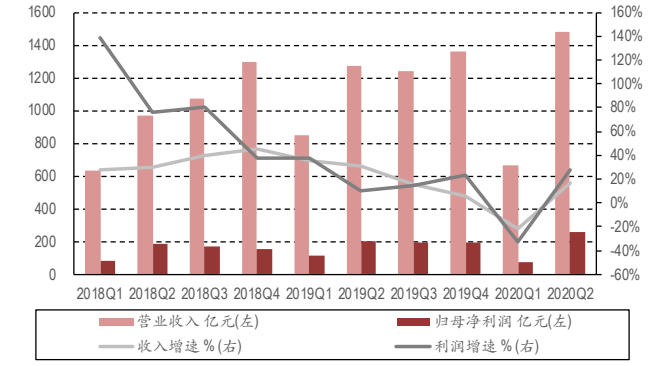
图表 2. 玻璃行业景气度触底反弹



资料来源：万得，中银证券

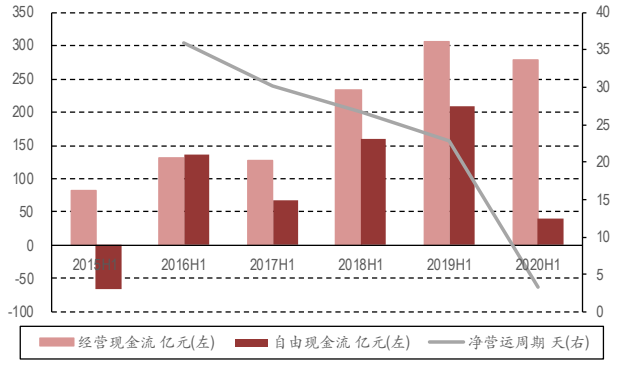
上半年利润与去年基本持平，现金流有所下滑，但净营运周期缩短：从财务报表角度来看，上半年建材行业上市公司总体度过了疫情冲击，二季度开始经营逐步向好。我们选取建材行业 55 家业务结构较为纯正的上市公司进行考察，2020 年上半年上述 55 家上市公司合计收入达到 2,150.8 亿元，同增 1.3%；归母净利 334.8 亿元，同增 6.1%。毛利率为 32.1%，同减 0.3pct；四项费用率合计 12.8%，同增 0.1pct；经营利润了 19.3%，同减 0.4pct。在收入增速和经营利润率基本持平的情况下，2020 年上半年营业外支出 3.7 亿元，相比去年同期大幅减少，是导致归母净利同比正增长的主要原因，从扣非的角度来看，上半年的利润和去年基本持平。受收入规模下滑，经营现金流 278.8 亿元，同减 9.0%；但疫情影响下，各公司加强款项催收，净营运周期明显缩短。

图表 3. 上半年业绩增速深 V 反转



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 现金流有所下滑，但回款周期缩短



资料来源：万得，中银证券

二季度建材板块业绩增速恢复正常水平，相比一季度明显好转：分拆各个季度来看，一季度建材行业主要上市公司合计营收 669.2 亿元，同减 21.4%；归母净利 75.4 亿元，同减 32.5%。毛利率和综合费用率分别为 31.7%和 20.8%；分别同比增加 1.5pct 和 5.8pct。二季度合计营收 1,481.6 亿元，同增 16.5%；归母净利 259.3 亿元，同增 27.4%。毛利率和综合费用率分别为 32.3%和 9.2%；分别同减 1.5pct 和 2.1pct。二季度业绩增速恢复正常水平，相比一季度有明显好转。

建材行业上市公司盈利能力不断提升，上市龙头优势进一步凸显：分析上半年建材行业上市公司财报表现和往年情况，基本呈现出毛利率稳定，净利率提升，周转率提升，负债率下降，盈利能力不断改善的局面。当前建材行业主要上市公司平均 ROE 已经达到 16%-18%的水平，有非常强的投资价值。财报数据优异的背后，体现着 1.疫情后无论是开工还是竣工需求都有反弹空间；2.供给侧改革力度不减，精装房与装配式建筑加速行业走向集中；3.龙头集中控本增效，相对中小企业优势不断加大，疫情后率先于其他企业复苏。

2. 细分板块：新材料新业务板块边际表现较好

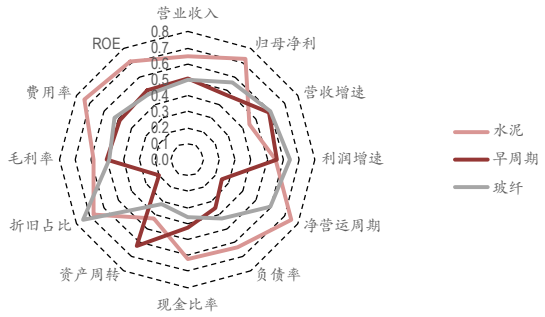
从边际变化的情况来看，玻纤和新材料板块财报质量表现较好：从主要上市公司财务报表质量来看，水泥和玻纤依然由于良好的行业格局和优异的现金流表现领跑建材各个变快。但是从各个板块财报质量边际变化情况来看，上半年玻纤和新材料财报表现较好，玻璃和早周期板块表现较差，水泥、管材和后周期板块表现平稳。

图表 5.2020 年中报不同细分行业财报指标比较(主要企业财务指标加权平均)

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
水泥	1,246.50	243.28	46.82	30.29	21.07	32.06	147.15	0.38	8.41	34.92	8.56	12.53
早周期	250.64	18.63	36.06	57.76	184.54	57.55	43.45	0.41	2.71	24.42	14.84	7.63
玻璃	140.36	10.88	0.03	(19.22)	(14.48)	46.85	42.43	0.28	13.52	23.64	14.39	4.27
管材	77.55	12.09	7.33	78.58	154.94	37.03	72.49	0.40	5.46	30.22	17.11	10.22
后周期	195.57	2.87	15.57	(86.13)	66.91	39.16	58.17	0.38	4.36	33.26	20.28	0.91
玻纤	132.53	19.55	12.46	6.22	95.16	52.39	35.85	0.20	14.78	33.04	16.18	6.53
新材料	80.15	8.10	12.23	9.56	148.03	41.36	91.29	0.35	4.64	31.78	18.63	6.31

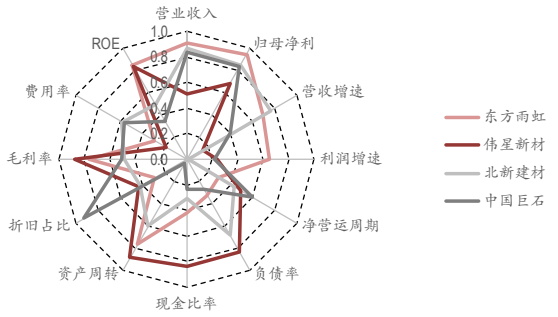
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 水泥、早周期、玻纤半年报表现比较



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 个别重点建材上市公司半年报表现比较



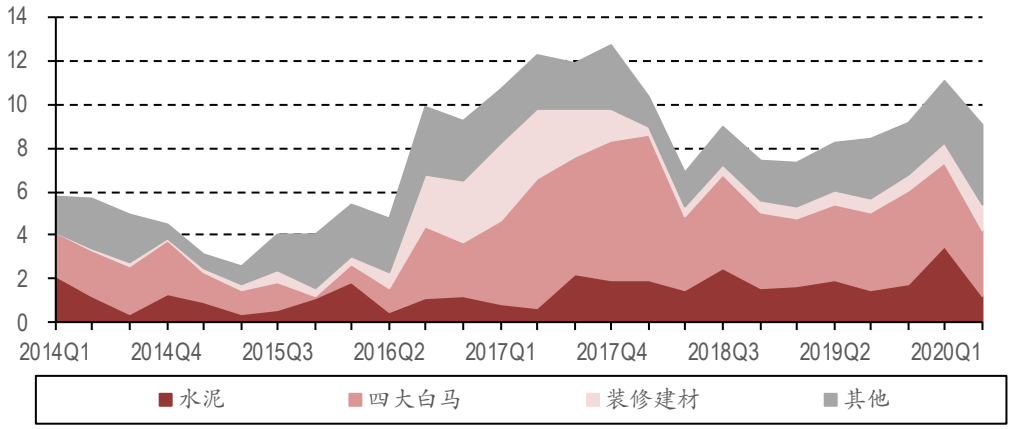
资料来源：万得，中银证券

疫情对传统建材影响较大，边际改善主要出现在新材料新业务板块：在疫情冲击下，玻纤需求下滑，生产和物流也受到限制，上半年实际上行业景气度下滑。导致上市公司财报质量改善的原因主要是新业务需求提升如中材科技的风机叶片受益风电抢装，再升科技的空气清新业务受益新冠疫情需求大增。新材料板块主要是震安科技业绩高速增长，其背后驱动力是抗震立法的完善。玻璃上半年财报表现较差，具体表现在一季度出货受疫情影响，二季度库存压力较大，价格快速下滑。早周期品上半年表现较差主要原因是疫情和洪水灾害影响下下游施工需求不足，出货量增长不及预期。早周期品中的防水板块受益沥青价格下滑，业绩增速相比其他早周期品表现较好。从这个角度来看，本次疫情对传统建材经营影响还是比较大的。

3. 市场关注点：持股集中现状有所改变，高增长个股获增持

一季度建材持仓有所增加，主要集中在少数重点标的：2020Q1 和 Q2，主动管理公募基金分别重仓建材行业股票合计 11.1 亿股和 9.1 亿股。一季度相比 2019 年底增持 2 亿股，二季度比一季度减持 2 亿股。从重仓标的来看，机构持股依然集中在海螺水泥、东方雨虹、中国巨石、海螺水泥、北新建材等几个重点标的上。

图表 8. 建材行业分行业持股情况(单位：亿股)



资料来源：万得，中银证券

持仓高度集中有所改变，个别标的业绩爆发预期高受机构增持：从上半年重仓标的来看，持仓高度集中的情况有所改变。海螺水泥、北新建材、伟星新材等个股短期内持仓数量有所下降。垒知集团、旗滨集团、中材科技因为较强的业绩爆发预期，受到机构的重点关注。从增持标的看，一季度市场看好早周期品需求反弹，相应个股有较多增持，后周期个股受到较多减持。二季度亚士创能、蒙娜丽莎等后周期龙头受到较多增持。

图表 9.2019Q1 以来建材板块重仓个股（单位:万股）

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
1	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹
	14,459.5	14,484.2	13,689.7	15,139.9	19,513.2	19,538.5
2	北新建材	中国巨石	中国巨石	中国巨石	北新建材	中材科技
	7,645.7	8,631.7	9,310.9	13,962.5	11,218.4	9,445.2
3	中国巨石	北新建材	北新建材	北新建材	海螺水泥	中国巨石
	5,502.0	8,266.8	9,236.5	12,478.3	9,639.4	6,360.8
4	海螺水泥	冀东水泥	中材科技	海螺水泥	中材科技	垒知集团
	4,990.1	5,383.7	6,897.1	7,469.5	8,809.5	6,203.8
5	伟星新材	海螺水泥	海螺水泥	中材科技	中国建材	旗滨集团
	3,531.5	5,353.4	4,974.0	6,608.5	8,175.2	4,346.9

资料来源：万得，中银证券

图表 10. 2020 年上半年建材板块主要增减持个股情况

	1	2	3	4	5
2020Q1	垒知集团	科顺股份	坤彩科技	中国建材	冀东水泥
增持(%)	11,677.7	4,009.8	1,911.5	1,903.5	505.0
2020Q1	蒙娜丽莎	帝欧家居	中国巨石	兔宝宝	伟星新材
减持(%)	(82.6)	(55.8)	(51.7)	(49.2)	(32.8)
2020Q2	永高股份	祁连山	蒙娜丽莎	垒知集团	亚士创能
增持(%)	6,868.2	349.5	184.6	171.6	150.0
2020Q2	塔牌集团	兔宝宝	北新建材	冀东水泥	宁夏建材
减持(%)	(94.2)	(89.9)	(76.8)	(76.3)	(74.7)

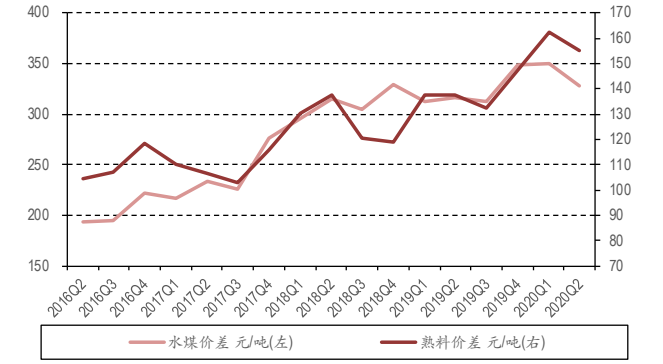
资料来源：万得，中银证券

一、水泥与早周期板块：增速下滑盈利稳定，Q2 快速复苏

1. 水泥板块：增速下滑但盈利稳定，吨利润提升但出货量相关数据下滑

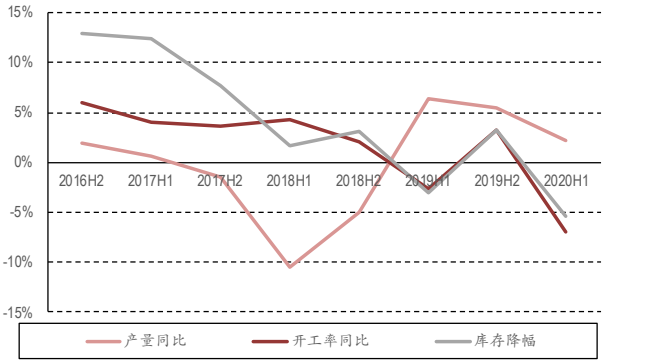
上半年增速有所下滑但仍处于高位，毛利率与费用率基本稳定：2020 年上半年，水泥板块上市公司业绩增速保持坚挺。上半年收入 1,244.4 亿元，同减 0.2%；归母净利 244.8 亿元；其中一季度营收 362.9 亿元，同减 26%；归母净利 60 亿元，同减 28.8%；二季度营收 881.4 亿元，同增 16.5%；归母净利 184.7 亿元，同增 16.2%。二季度业绩增速回升，基本抹平一季度带来的冲击。尽管上半年营收与利润增速下滑，但与历史同期相比，上半年的利润水平依然处于高位。上半年平均毛利率 33.9%，同减 1.0pct；四项费用率合计 7.6%，同减 1.0%；经营利润率 26.4%，与去年同期持平。

图表 11. 上半年水泥价差并没有明显下滑



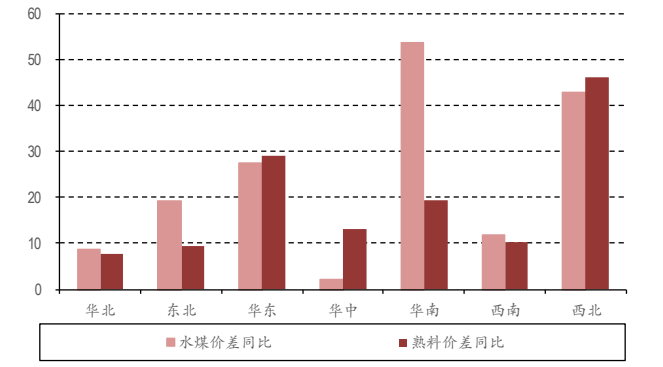
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 12. 实际需求小幅下滑但总体可控



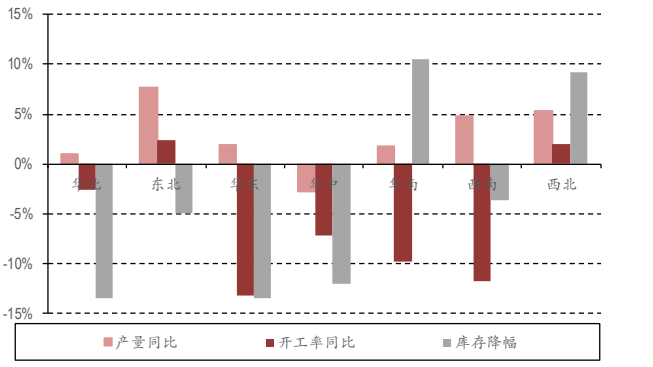
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 13. 华南地区价格保持坚挺



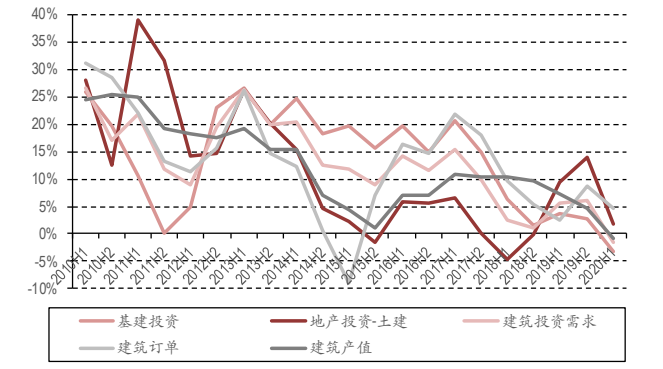
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 14. 西北、华南等地区需求较为旺盛



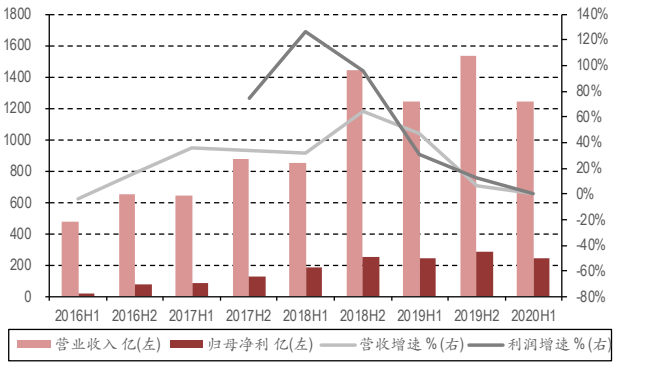
资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

图表 15. 上半年建筑行业需求微降



资料来源：万得，中银证券

图表 16. 水泥上市公司盈利仍保持稳定



资料来源：万得，中银证券

上半年水泥吨毛利保持稳定，出货量是影响利润主要原因，下半年利润有较大提升空间：上半年基建投资额为 6.5 万亿，同减 3.3%；地产投资中土建施工 3.5 万亿，同增 1.8%；基建和地产投资合计 10 万亿，同减 1.6%。建筑行业新签订单和产值分别为 12.6 和 10.1 万亿，分别同增 4.7%和 0.8%。总体看上半年建筑行业需求有所下降，但相比其他行业降幅比较小。相比下游需求缩减，上游煤炭价格下降幅度更大，因此实际上一季度全国水煤价差仍保持 350 元/吨左右的水平，环比微升；二季度受雨水天气影响下游冲击较大价差才有所缩减。因此对多数水泥企业吨毛利同比有所提升。对企业盈利影响较大的主要是出货量方面，上半年无论是产量增速还是开工率、库容比同比均有下降。下半年随着旺季的到来，无论是价格还是出货量都将有明显反弹，企业盈利有较大的提升空间。

华南、西北地区量价数据优异，对应区域龙头财报表现较好：分区域看，华南需求保持旺盛，受到雨水天气影响较小，量价表现都较好。西北地产投资增速较快，对水泥需求较为旺盛，出货量相关指标表现较好。对应塔牌集团、天山股份、宁夏建材、祁连山等区域龙头财务报表有较好表现。

2. 塔牌集团、祁连山、宁夏建材财报表现较好

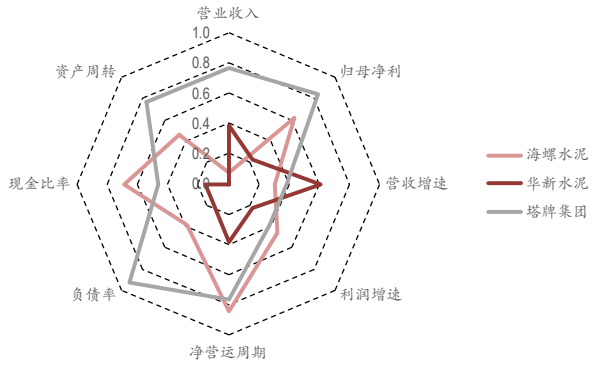
塔牌集团、祁连山、宁夏建材三家公司上半年保持较高利润增速：上半年行业需求整体下滑，除海螺水泥、万年青、祁连山、宁夏建材、青松建化之外，其他公司营收增速均下滑。部分企业吨毛利情况有所改善，塔牌集团、祁连山、宁夏建材三家公司上半年保持较高的利润增速

图表 17. 水泥板块上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
海螺水泥	74,006.90	16,069.25	3.30	5.31	31.86	18.81	318.93	0.40	5.21	31.41	3.76	11.46
天山股份	3,597.43	676.51	(9.07)	0.90	(155.70)	33.76	40.67	0.23	19.11	38.68	10.26	6.96
冀东水泥	14,253.05	1,000.62	(11.35)	(32.37)	(45.13)	52.40	29.74	0.24	17.10	34.91	19.53	6.49
华新水泥	12,564.95	2,251.97	(12.67)	(28.79)	(147.34)	42.68	66.02	0.31	11.69	38.98	13.43	10.68
塔牌集团	2,799.25	918.85	(2.10)	31.15	(96.93)	13.40	275.19	0.24	14.58	47.27	6.60	9.32
万年青	5,333.32	679.26	20.64	12.60	(4.39)	41.61	100.22	0.40	5.17	30.92	6.47	13.04
上峰水泥	2,874.22	1,008.53	(0.49)	6.15	(146.83)	35.17	84.11	0.31	11.57	48.04	7.74	18.09
祁连山	3,391.58	732.35	16.53	45.83	(195.22)	28.66	41.73	0.31	14.80	41.93	12.29	10.54
宁夏建材	2,176.17	426.13	9.51	56.15	(10.00)	21.46	65.66	0.28	11.83	36.83	12.82	7.51
青松建化	1,328.06	115.81	1.49	4.80	50.29	43.67	42.33	0.16	15.75	26.99	13.18	2.46
四川双马	829.95	383.64	(5.97)	(4.55)	(233.90)	16.95	88.44	0.15	8.57	43.98	4.64	8.76
福建水泥	1,273.22	201.01	(3.15)	(4.62)	(249.30)	60.83	22.25	0.31	11.58	31.19	9.52	13.88
博闻科技	7.82	7.72	(40.58)	109.89	433.40	4.93	3,075.50	0.01	8.67	(26.28)	71.90	1.16

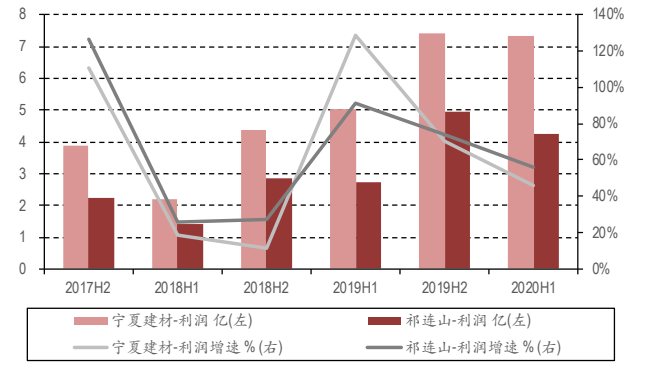
资料来源：万得，中银证券

图表 18. 海螺、华新、塔牌财务指标同比改善情况比较



资料来源：万得，中银证券

图表 19. 宁夏建材和祁连山业绩增速保持较高水平



资料来源：万得，中银证券

塔牌集团、祁连山、宁夏建材财报改善情况最明显；海螺财报质量稳定，华新水泥财报质量有所下滑：从财务数据边际改善情况的角度来看，塔牌集团、祁连山、宁夏建材因为区域景气度较高，表现也是最好的。传统龙头海螺水泥各项数据优异，但相比 2019 年同期财务数据提升幅度相对不明显。华新水泥作为话中龙头，一季度处于疫情中央，强势区域华中和西南二季度受到雨水天气影响较为严重，上半年业绩和财报质量均有较为明显下滑。

3. 其他早周期建材：二季度快速复苏，防水材料表现最好

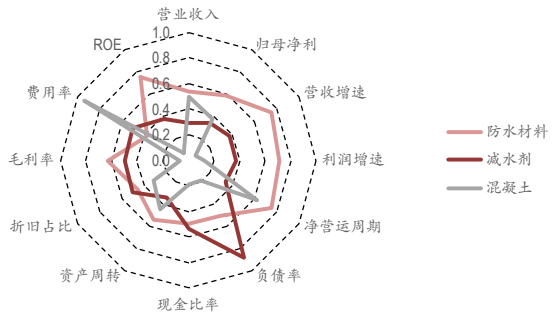
早周期板块二季度经营快速复苏，其中防水材料表现最好：除水泥外，早周期品主要是防水材料、减水剂、混凝土。上半年，早周期板块上市公司合计营收 258.9 亿元，同增 3.3%；归母净利 21.7 亿元，同增 16.5%；其中二季度营收 183.2 亿元，同增 12.7%；归母净利 19.8 亿元，同增 28.0%。板块经营情况在二季度快速恢复。其中防水板块上市公司上半年营收 122.1 亿元，同增 18.5%；利润 14.7 亿元，同增 31.1%。减水剂板块营收 34.6 亿元，同增 3.4%；归母净利 4.1 亿元，同增 2.9%。混凝土板块营收 102.1 亿元，同减 10.5%；归母净利 281.6 亿元，同减 16.3%。防水材料表现最好，减水剂次之。

图表 20. 早周期品板块上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
东方雨虹	8,783.07	1,096.85	11.07	19.75	157.87	49.83	41.27	0.36	4.47	39.82	21.08	10.09
凯伦股份	770.00	89.44	82.70	103.81	129.29	55.39	35.73	0.30	2.90	44.62	25.49	8.15
科顺股份	2,659.40	289.97	34.70	74.67	125.51	49.71	47.28	0.38	2.60	38.99	20.55	8.74
苏博特	1,431.54	166.70	3.01	24.52	425.55	47.07	84.05	0.27	8.11	45.98	29.35	6.67
垒知集团	1,510.28	174.87	1.96	(15.14)	175.50	34.06	52.67	0.33	2.86	25.87	11.97	6.01
红墙股份	522.98	71.00	8.92	16.63	226.03	25.32	23.81	0.31	2.70	32.10	17.99	5.91
深天地 A	606.46	(13.99)	(27.10)	(144.96)	342.97	76.84	27.05	0.24	4.01	8.89	7.19	(3.00)
西部建设	9,603.12	295.58	(9.21)	(3.13)	124.63	60.08	33.91	0.40	2.04	10.81	5.02	4.08

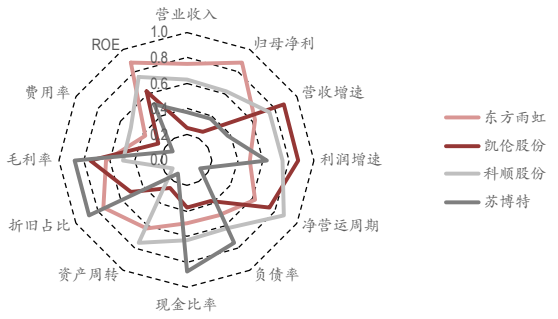
资料来源：万得，中银证券

图表 21. 防水、减水剂、混凝土三大板块中报指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 22. 雨虹、凯伦、科顺、苏博特中报表现较好



资料来源：万得，中银证券

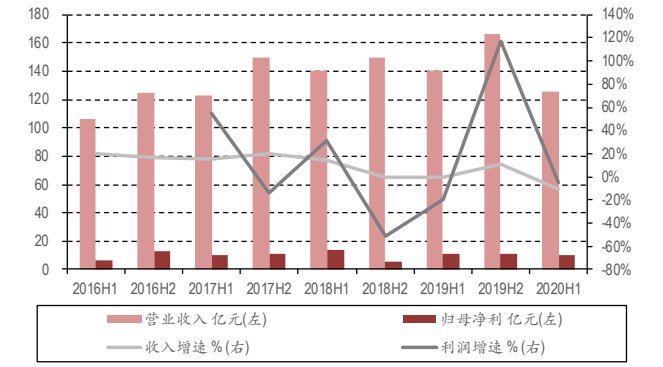
行业集中进程以及定价防水不同导致防水与减水剂上半年表现差异：从个股角度来看，上半年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、苏博特四个股财报表现好于其他，防水材料整体表现更好，主要体现在营收和利润增速方面。防水材料和减水剂同为早周期板块，行业诸多属性类似，同样受到疫情和雨水天气下施工需求不足的影响，上半年业绩增速差异较大主要有两个原因：第一，防水材料和减水剂目前都处于行业加速集中期，但防水材料目前集中整合的势头更强，龙头企业收益更多，主要体现在上半年防水材料上市公司业绩增速快于减水剂公司。第二，相比减水剂，防水材料并不具备成本转嫁能力，终端价格相对稳定。上半年原油价格暴跌，防水材料原料沥青价格下跌导致相关上市公司利润率明显提升。而减水剂成本转嫁能力较强，普遍采用成本加成法定价，则导致上游环氧乙烷跌价之后产品也必须下调价格，产品单价下滑。具体体现为营收增速较低，利润率提升不明显。

二、玻璃与后周期板块：竣工需求回升，业绩改善可期

1. 玻璃行业：上半年疫情冲击较大，下半年业绩爆发可期

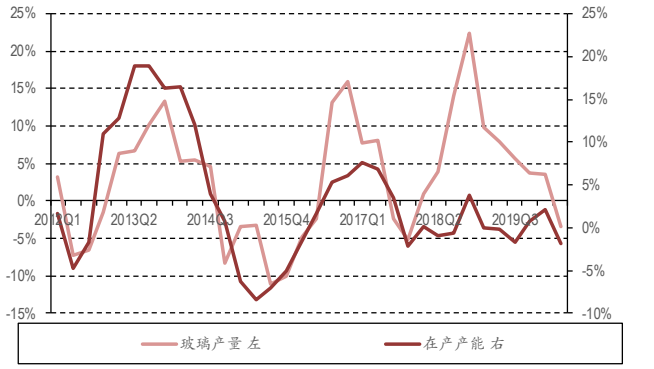
上半年玻璃营收与利润增速均有明显下滑，低于建材行业平均水平：上半年平板玻璃上市公司合计营收 125.4 亿元，同减 10.7%；归母净利 10.3 亿元，同减 5.2%；其中一季度营收 48.4 亿元，同减 25.9%；归母净利 2.8 亿元，同减 33.3%；二季度营收 77.0 亿元，同增 2.6%；归母净利 7.5 亿元，同增 12.6%。二季度尽管增速回正，相比以往增速依然较低。

图表 23. 平板玻璃上市公司上半年利润下滑



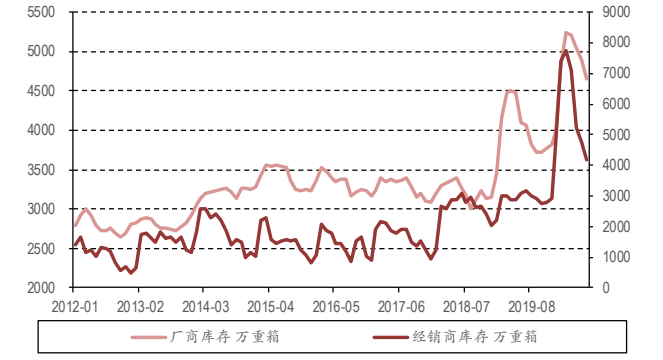
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 上半年平板玻璃产能产量均有较明显缩减



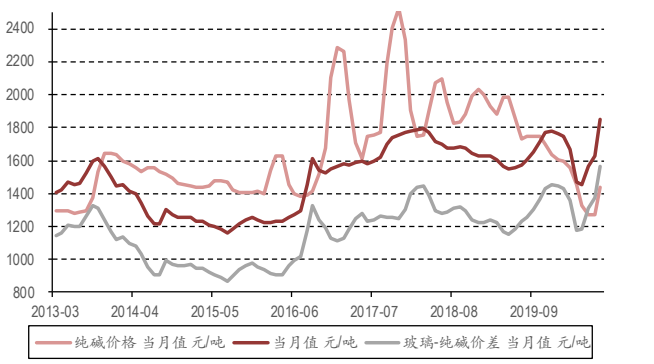
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 4 月份玻璃库存冲击历史性高位



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 玻璃价格目前快速反弹中



资料来源：万得，卓创资讯，中银证券

上市公司一季度量减价高，二季度量增价减，下半年业绩爆发预期高：玻璃行业受到疫情冲击影响较大，主要体现在 1.疫情期间停工停产，原料供应受限；2.疫情期间需求萎缩，库存压力加大。因此一季度平板玻璃行业具体体现为出货量明显减少，但因为 1 月中上旬玻璃价格处于历史高位，所以上市公司一季度玻璃平均售价依然较高但出货量明显减少。二季度库存压力集中释放，厂商压价去库存，玻璃价格快速下滑，上市公司表现为出货量回升但价格明显下滑。当前疫情对玻璃行业冲击基本消失，雨水天气对竣工端的玻璃基本没什么影响，随着竣工需求复苏，玻璃价格快速修复，目前已经达到历史高位。我们认为三季度以来玻璃价格持续上涨，竣工需求持续反弹，下半年玻璃将重演 2019 年反弹大行情，平板玻璃上市公司下半年业绩有较大提升空间。

图表 27. 平板玻璃上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
旗滨集团	3,790.61	506.10	(6.78)	(2.36)	16.45	41.69	20.12	0.27	18.54	29.54	14.52	6.23
南玻 A	4,424.22	391.47	(9.49)	3.74	0.79	48.09	54.54	0.23	14.49	28.58	17.08	4.08
金晶科技	2,178.21	75.97	(11.53)	(34.39)	(385.53)	55.08	31.97	0.23	13.56	15.47	9.73	1.84
耀皮玻璃	1,683.25	32.66	(21.24)	(60.46)	101.50	38.00	42.17	0.25	14.47	19.90	19.58	0.99
北玻股份	462.75	25.27	(4.10)	(537.25)	252.91	19.95	205.19	0.23	8.98	26.74	22.11	1.67

资料来源：万得，中银证券

旗滨集团依旧领跑行业，南玻集团报表质量有较明显改善：横向比较平板玻璃业务占比较高的上市公司，上半年旗滨集团财务报表质量依然最好，除去流动现金比率稍低于其他行业以及总营收规模稍低于南玻集团外，其他各项指标均明显领先同行。值得注意的是南玻集团，光伏补贴退坡政策冲击逐步减弱，平价上网政策作用开始显现，新业务开始为公司带来正向收益，财报质量有较为明显边际改善，主要体现在业绩增速表现由于同行，费用率控制有所改善。

2. 后周期板块：Q2 反弹势头强，财报质量有所提升

上半年增速下降，但二季度反弹势头较强，利润率稳中有升，收现率有所改善：从财务数据来看，上半年后周期建材财报表现中规中矩，不及防水材料那么出色，但受到疫情冲击也没有玻璃行业那么大，上半年利润水平同比基本持平。其中管材行业上市公司营收 74.5 亿元，同减 3.9%；归母净利 8.6 亿元，同减 28.7%。二季度营收 51.6 亿元，同增 14.3%；归母净利 7.1 亿元，同减 24.3%。上半年管材毛利 29.3%，同减 0.9pct；四项费用率 16.1%，同减 1.0%。其他装修建材上半年合计营收 217.4 亿元，同增 11.2%；归母净利 20.14 亿元，同增 601.6%。剔除北新建材 2019 年美国诉讼案影响，实际利润同比减少 0.4%。二季度营收 157.7 亿元，同增 29.5%；归母净利 20.8 亿元，同增 773.5%；剔除北新建材案件影响，实际利润同比 45.8%。上半年平均毛利率 35.1%，同增 0.5pct，四项费用率 17.2%，同减 1.9pct。由于大多数装修建材上游均为石油化工原料，上半年疫情影响下原油价格下跌，企业成本压力有所缓解，这是板块企业毛利率保持稳中小升的主要原因。装修建材财务报表呈现营收增速下滑，但二季度反弹势头较强，利润率保持稳中有升，收现率改善的状况。

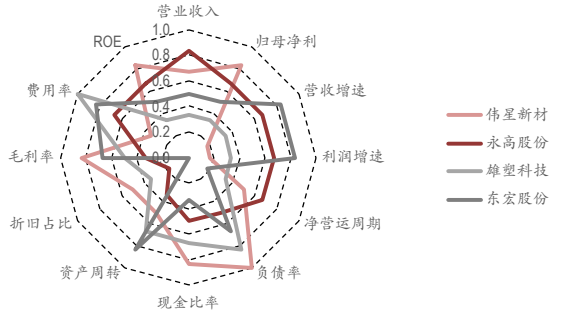
图表 28. 平板玻璃上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
伟星新材	1,804.65	356.57	(14.28)	(19.61)	64.67	20.59	152.09	0.41	6.68	45.04	22.46	9.71
永高股份	2,800.59	276.47	(0.04)	39.58	6.31	48.81	79.93	0.39	5.29	23.69	13.12	7.86
顾地科技	585.79	(21.57)	(16.09)	(6.52)	(128.81)	63.75	6.37	0.20	11.10	19.63	21.76	(2.21)
雄塑科技	871.77	95.70	(6.83)	(15.87)	98.01	21.86	130.37	0.42	5.75	25.37	10.43	5.94
纳川股份	346.25	18.61	(4.14)	(95.11)	(30.71)	56.84	18.66	0.10	8.58	20.83	24.57	1.32
东宏股份	1,041.91	135.75	22.21	41.02	423.96	24.33	69.70	0.44	2.54	28.58	11.50	7.79
帝欧家居	2,705.15	252.02	8.27	7.96	164.94	53.67	22.17	0.32	4.49	36.02	23.40	6.70
蒙娜丽莎	1,787.53	216.17	11.42	31.13	(17.65)	48.67	61.54	0.30	4.65	34.68	20.27	7.27
惠达卫浴	1,316.96	128.41	(11.16)	(9.99)	230.23	31.56	117.29	0.25	7.37	32.64	20.30	3.77
坚朗五金	2,597.69	231.19	24.36	91.60	147.82	38.92	45.95	0.45	3.85	42.59	26.93	7.16
友邦吊顶	280.29	17.02	(16.32)	(47.19)	(7.97)	33.44	59.53	0.15	9.13	29.54	26.60	1.35
亚士创能	1,271.23	110.77	33.93	212.82	(92.82)	59.51	36.92	0.36	3.71	39.44	27.74	7.89
三棵树	2,594.51	108.76	17.81	(7.77)	(71.22)	70.72	23.06	0.41	3.90	39.08	32.71	6.31
兔宝宝	1,962.29	42.82	2.10	(66.01)	68.73	61.81	22.67	0.44	1.37	20.50	13.60	2.56
万里石	305.35	4.52	(29.99)	(16.44)	666.89	43.71	9.13	0.26	2.10	18.80	19.05	0.73
北新建材	6,921.89	902.76	14.63	230.56	85.03	31.15	30.73	0.31	6.24	31.48	14.59	6.30

资料来源：万得，中银证券

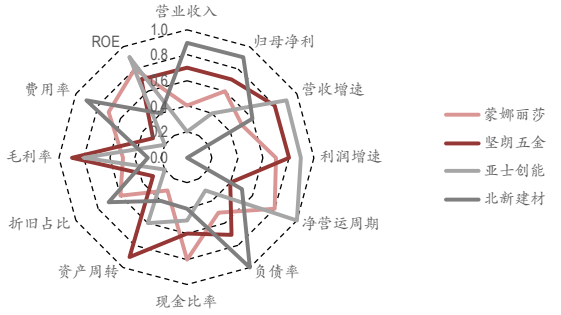
伟星新材、永高股份、雄塑科技、东宏股份、蒙娜丽莎、坚朗五金、亚士创能、北新建材中报表现较好：塑料管行业六个上市公司中，伟星新材、永高股份、雄塑科技、东宏股份四个公司财务报表质量较高，其中伟星新材负债率控制、现金流、盈利能力依然明显领先其他同行；永高股份在收入规模，利润增速方面优势明显；雄塑科技费用率和负债率控制领先；东宏股份业绩增速，毛利率，费用率等指标表现较好。从财务报表边际改善情况来看，东宏股份上半年营收与利润增速领先同行，表现较好。其他装修建材中，坚朗五金、蒙娜丽莎、亚士创能、北新建材无论是财务报表综合表现还是边际改善都优于同行。蒙娜丽莎各项指标表现均衡，亚士创能受益 B 端订单快速增长营收与利润增速领先同行，坚朗五金毛利率高负债率控制较好，北新建材收入规模大成本与费用率控制较好。

图表 29. 伟星、永高、雄塑、东宏财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

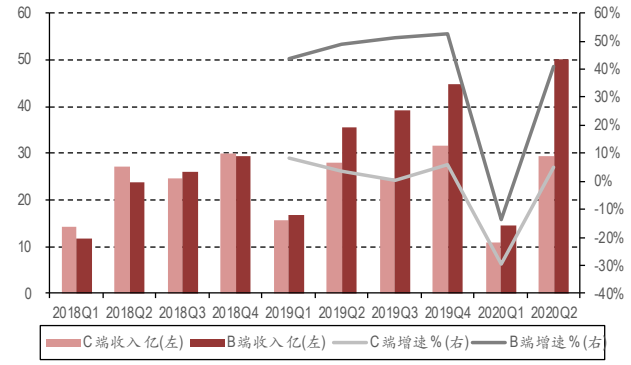
图表 30. 蒙娜丽莎、坚朗、亚士、北新财报指标对比



资料来源：万得，中银证券

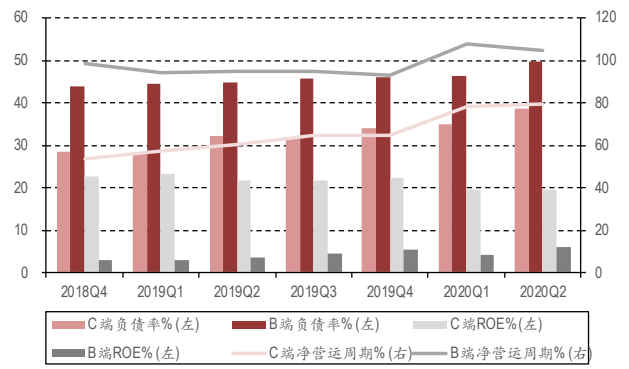
B 端建材持续高速增长，C 端建材财务指标仍有优势：B 端后周期建材受地产集采影响，继续释放红利，业绩快速增长。平均收入增速稳定在 40%-50%的水平上，经过一季度的短暂下滑，二季度平均收入又回升到 40.9%的高位。C 端建材市场份额受地产集采挤压，上市公司业绩增速相对较低，营收增速平均在 10%以下，一季度下滑至 29.4%的历史低位。我们认为，当前一线城市精装房渗透率已经达到发达国家水平，后续精装房渗透速度预计放缓，对 C 端建材份额的冲击预计将有所减小。从财务指标质量来看，C 端建材尽管增速较慢，但在负债率、净资产收益率，净营运周期等核心指标均优于 B 端建材。财务指标差异的背后，实际上是经营质量和市场份额的取舍。目前 B 端后周期建材尚未出现能够充分掌控市场话语权的龙头反过来改善经营质量。

图表 31. B 端建材收入增速明显高于 C 端建材



资料来源：万得，中银证券

图表 32. C 端建材账期短、负债率低、ROE 高的优势仍存



资料来源：万得，中银证券

管材：营收增速有望维持，毛利率保持稳定：B 端龙头销售呈现较强韧性，C 端龙头伟星新材二季度营收跌幅有所收窄，营收增速有望维持。由于下游产品端价格调整频率较高，产品基本采用成本加成法，毛利率保持稳定水平。

涂料瓷砖：二季度复苏强劲，毛利率有所提升：考虑竣工需求复苏滞后于开工，涂料瓷砖一季度营收增速下滑明显，二季度反弹力度强劲。参考当前玻璃强劲的需求，预计下半年产品需求增长力度不减。上半年因原料价格下滑，毛利率有所提升，随着石化产品价格回升，毛利率将回归正常。

石膏板：产能利用率提升，发货量增长，高端品占比提升促进均价提升：据测算北新建材产能利用率有所提升，发货量有增长，在竣工需求改善之际，产品发货量将持续增长。受益高端产品占比提升，均价将有所提升，石膏板业务毛利率将进一步提升。

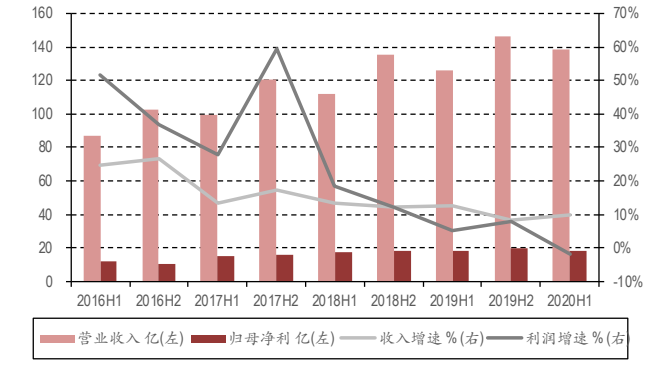
五金吊顶：疫情期间营收快速增长，集成与管理提效作用明显：上半年坚朗五金持续保持业绩高速增长，主要原因是疫情期间防疫物资贡献增量。公司渠道加上品类集成优势不断体现，内部管理逐步奏效，上半年毛利率明显提升，费用率有所下降。

三、玻纤与新材料：玻纤复苏态势出现，抗震材料表现突出

1. 玻纤行业：站在新一轮复苏的起点

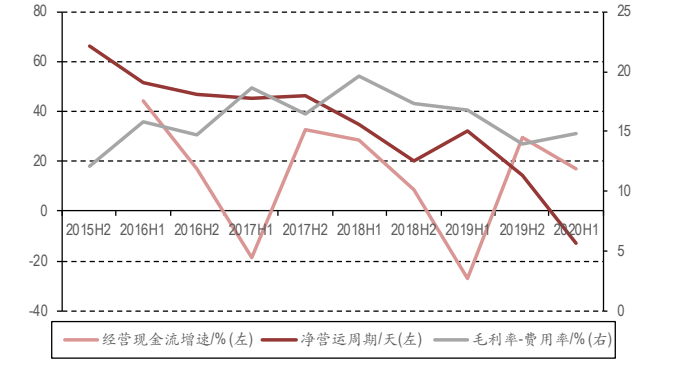
疫情冲击下行业增速坚挺预示景气度改善，利润率有所下滑但经营现金流明显改善：2020 年上半年中国巨石、中材科技、九鼎新材、长海股份四家玻纤上市公司合计营收 138.7 亿元，同增 9.7%；归母净利 18.2 亿元，同减 2.0%。其中一季度营收 59.1 亿元，同增 0.2%；归母净利 6.1 亿元，同减 21.0%；二季度营收 79.6 亿元，同增 18.1%；归母净利 12.1 亿元，同增 11.5%。相比 2018 年以来行业业绩增速整体下行，上半年在疫情冲击下上市公司仍能保持 9.7%的营收增速，主要是中材科技风电叶片业务增速较快，说明行业景气度已经边际改善，部分需求回暖。上半年平均毛利率 29.5%，同减 3.6pct；四项费用率合计 14.7%，同减 1.6pct；经营利润率 14.8%，同减 2.0pct。上半年四家公司应收账款合计 67.5 亿元，大幅缩减 37.2%；应收账款周转率进一步提升至 4.1。经营现金流合计 18.8 亿元，同增 17.0%。疫情冲击下，一季度出货量有所减少，各企业加强风险控制严抓回款，现金流表现明显改善，净营运周期有所缩短。

图表 33. 利润增速有所下滑



资料来源：万得，中银证券

图表 34. 经营利润率下滑，但现金流指标明显改善



资料来源：万得，中银证券

中国巨石规模成本控制领先，长海股份负债率与费用率控制占优，中材科技业绩增速亮眼：中国巨石、长海股份、中材科技财报质量较高。中材科技受益于风电叶片业务快速增长营收与利润均保持较高速增长。中国巨石与长海股份主营集中于玻纤纱及其制品，上半年营收与利润有所下滑。从财务指标来看，中国巨石以玻纤纱生产为主，公司依然在营收规模、成本与费用控制、负债率控制等方面优于同行，其他指标也相对均衡。中材科技账期最短，在风电叶片业务的加持下，公司营收利润规模与增速均由于同行，但毛利率较低。长海股份主营玻纤制品，在负债率、费用率控制方面有较大优势。

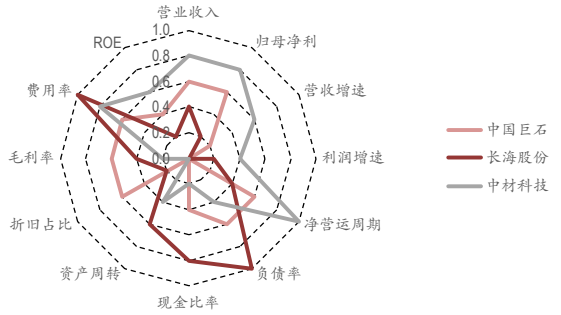
图表 35. 玻璃纤维上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
中国巨石	4,891.59	762.30	(3.37)	(27.66)	12.69	53.59	23.30	0.13	17.93	31.81	14.83	4.81
长海股份	906.01	123.78	(16.48)	(15.00)	63.45	14.83	180.03	0.28	10.61	29.65	13.68	4.59
中材科技	7,587.43	923.19	25.15	41.53	(61.61)	58.68	13.84	0.24	9.95	28.10	14.25	7.77
九鼎新材	482.00	9.48	12.65	106.41	98.65	60.65	9.31	0.20	22.92	26.82	21.59	1.00

资料来源：万得，中银证券

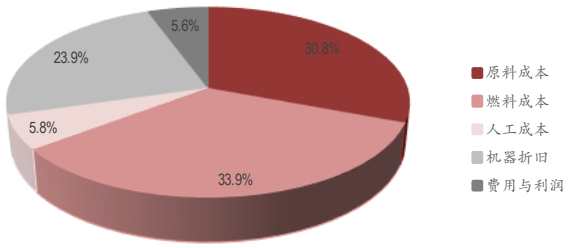
行业产能过剩压力缓解，需求出现边际改善，海外复工滞后，国内龙头有望蚕食海外龙头市场份额：2018 年行业集中投放产能以来，玻纤产品价格持续下行，2019 年下半年以来，在持续低迷的价格下，玻纤行业已经有较多产能冷修或退出生产，产能过剩局面已有明显缓解。疫情冲击下，上半年经济增速下滑，玻纤需求相对疲软。海外疫情持续蔓延，需求回暖尚需时日。但随着国内经济重启，以及风电抢装等需求带动，目前玻纤行业需求已经出现明显改善。行业供给侧和需求端最差的时刻已经过去。8 月底中国巨石率先宣布玻纤制品涨价 7%，其他行业龙头宣布单吨价格上涨 300 元，超市场预期。行业集体涨价代表目前行业景气度复苏已经确认。后续随着全球范围内疫情影响逐步减小，行业需求有望逐步复苏，而海外龙头复产进度明显慢于国内，国内中国巨石、泰山玻纤等龙头有望蚕食海外传统龙头的市场份额，进一步获取国内景气度率先复苏的红利。

图表 36. 中国巨石，长海股份，中材科技财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 价格低位导致产品利润率较低



资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 38. 2019 年下半年以来较多产能停产冷修

公司	年产能/万吨	变动情况	产品类型	时间	产线名称
巨石成都	9.0	停产	无碱粗纱	2019-11	103 线
巨石成都	6.0	停产	无碱粗纱	2020-02	101 线
巨石成都	8.0	停产	无碱粗纱	2020-02	102 线
巨石智能制造	15.0	点火	无碱粗纱	2020-06	TX229B 二线
辽宁炜盛	7.0	投产	中碱纱	2019-10	中碱线
林山高远	0.3	点火	电子纱	2019-10	5G 高性能电子纱
欧文斯科宁	8.0	热修	无碱粗纱	2020-01	余杭 1 线
山东玻纤	3.0	冷修	中碱纱	2019-06	格赛博
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-08	泰安 3 线
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-11	泰安 2 线
泰山玻纤	4.0	停产	无碱粗纱	2019-11	泰安 9 线

资料来源：卓创资讯，中银证券

2. 新材料：抗震材料表现突出

新材料主要指耐火、抗震、石英、珠光粉行业：新材料领域上市公司主营业务较为分散，主要集中在耐火材料、抗震材料、石英纤维、珠光颜料等行业。我们选取瑞泰科技、濮耐股份、北京利尔、鲁阳节能、震安科技、菲利华、石英股份、坤彩科技 8 家主营业务占比较高的上市公司作为考察对象。

营收与利润增速小幅放缓，利润率基本持平，营运资产周转加速，资本开支有所增加：2020 年上半年，8 家新材料上市公司合计营收 83.0 亿元，同增 3.6%；归母净利 8.9 亿元，同增 9.6%。其中一季度营收 37.3 亿元，同减 7.4%；归母净利 3.1 亿元，同减 7.3%；二季度营收 45.8 亿元，同增 14.6%；归母净利 5.8 亿元，同增 21.4%。上半年 8 家上市公司毛利率 29.2%，同减 2.6pct；四项费用率合计 16.3%，同减 2.3pct；经营利润率 12.9%，同减 0.3pct。上市公司上半年合计经营现金流 6.3 亿元，同减 2.4%，应收账款和存货周转率持续提升，净营运周期进一步缩短。资本开支合计 34.2 亿元，同增 67.7%，有较明显增长。

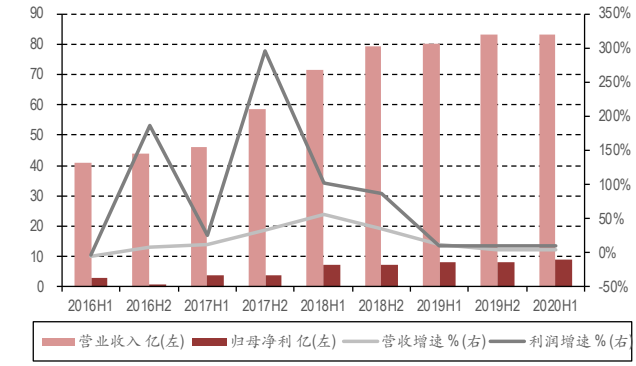
图表 39. 新材料上市公司 2020 年中报财务指标比较

	收入规模		成长能力		现金收付	负债水平		周转能力		盈利能力		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速	营运周期	负债率	现金比率	资产周转	折旧占比	毛利率	费用率	ROE
	亿元	亿元	%	%	天	%	%	次	%	%	%	%
瑞泰科技	1,975.37	3.25	(2.44)	(65.35)	25.05	75.21	12.83	0.47	2.69	18.66	15.63	0.72
濮耐股份	2,079.03	167.81	(2.78)	26.91	(6.74)	51.37	22.21	0.34	3.52	28.44	17.30	5.93
北京利尔	2,091.82	230.30	27.09	15.42	67.73	32.02	75.33	0.36	2.83	24.92	12.05	5.93
鲁阳节能	887.13	118.83	(14.28)	(31.60)	182.55	25.77	74.89	0.30	9.86	39.63	22.33	5.36
震安科技	278.26	92.98	44.08	114.73	538.82	18.91	197.76	0.22	0.49	54.39	19.85	9.26
菲利华	348.49	86.33	(7.13)	(8.79)	218.70	11.03	465.77	0.16	16.73	50.64	21.33	4.52
石英股份	309.28	121.19	0.47	59.01	397.71	14.69	745.30	0.15	16.51	42.28	16.16	7.41
坤彩科技	332.73	67.24	12.93	(17.35)	446.72	24.51	22.46	0.17	17.48	39.79	16.57	4.67

资料来源：万得，中银证券

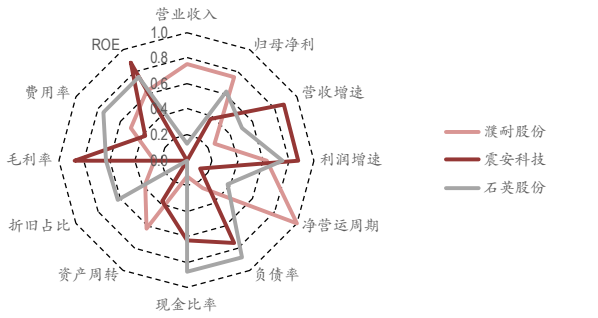
震安科技、石英股份、濮耐股份三家公司财报质量较好，中报有较多亮点：横向对比 8 家新材料上市公司财务报表，我们认为震安科技、濮耐股份、石英股份、北京利尔四家公司财务报表质量较高。其中震安科技、濮耐股份、石英股份上半年财报质量有较为明显的边际改善。具体来说，濮耐股份在收入规模，营运资产周转管理做的较好，上半年毛利率有所提升，盈利能力增长较为明显。震安科技近年来受益于抗震规范修改预期，产品需求有大幅增长，公司在营收与利润增速，负债率管控，毛利率等方面领先于同行；上半年财报在利润和业绩增速方面继续一枝独秀。石英股份在成本费用管控，负债率控制等表现较好，上半年营收利润增速和毛利率均有较为明显改善。

图表 40. 上半年新材料公司营收利润增速保持平稳



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 震安科技、濮耐股份、石英股份财务指标对比



资料来源：万得，中银证券

重点推荐

1. 北新建材

推荐理由：公司主营石膏板，产能全球第一，国内市占率超过一半。石膏板需求随着行业结构的改善、装配式建筑的发展以及二次装修等将产生广阔的增量空间。面对上游资源紧缺以及价格波动，公司议价能力凸显。品牌价值高，营销网络发达，地产、装饰公司多渠道发力，财务状况稳健。

业绩预测：预计 2020-2022 年，公司营收为 161.9、209.3、239.6 亿元；归母净利润分别为 23.4、30.9、35.8 亿元；EPS 为 1.39、1.83、2.12 元。

2. 旗滨集团

推荐理由：2019 年公司经营继续保持稳健。5 月份以来，平板玻璃价格持续保持上涨，我们认为玻璃市场需求有所改善，公司作为市场纯正平板玻璃龙头，预计充分受益平板玻璃价格上涨。预计三季报业绩改善有望达到 30%以上。同时公司已经完成股份回购和员工持股激励，业绩改善条件下，股票上涨动力足，但目前市场关注度低，是目前板块较为低估的标的。

业绩预测：预计 2020-2022 年，公司营收为 102.1、120.7、125.6 亿元；归母净利润分别为 18.2、19.1、20.2 亿元；EPS 为 0.68、0.71、0.75 元。

3. 塔牌集团

推荐理由：公司现金充裕，部分大股东减持暂告一段落，短期内也无限售解禁。尽管同比下降，公司业绩仍处于历史高位，现金分红价值凸显。当前水泥行业景气度处于周期订单，广东省内景气度更冠绝全国，公司产能集中布局粤东，新产能投放，业绩增长确定性最高。

业绩预测：预计 2020-2022 年，公司营收分别为 76.9、81.1、87.1 亿元；归母净利润分别为 23.7、24.4、26.1 亿元；EPS 为 1.99、2.05、2.19 元。

风险提示

1. **水泥产能下半年集中投放**：疫情影响下，上半年水泥行业产能投放受到抑制，下半年水泥产能有可能集中投放，给对应区域内水泥市场造成一定冲击，对应区域价格预计承压。
2. **竣工回升不及预期：**尽管当前玻璃数据与去年类似，但竣工数据波动大，本次竣工是 2017 年以来地产开工高速增长的结果，有一定补涨性质。从长期来看，复苏可持续性较差。若下半年竣工回暖不持续或不及预期，则基于竣工回升的玻璃和家装建材行情都将不及预期。
3. **精装房渗透率放缓：**目前一线城市和龙头房企精装房渗透率已经到了较高水平，也是建材龙头重点布局的区域。未来精装房渗透有赖于二三线城市的政策推进，预计速度会放缓，对应建材集中度提升速度有放缓可能。
4. **海外疫情持续蔓延**：海外需求是玻纤需求不可忽略的一部分。当前海外特别是美国、拉美、印度地区疫情仍有加速态势，预计对海外需求和相应区域产能生产造成较大影响。

附录图表 42. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
601636.SH	旗滨集团	买入	7.62	204.70	0.50	0.60	15.2	12.6	2.98
002233.SZ	塔牌集团	买入	14.89	177.53	1.45	1.81	10.2	8.2	8.34
002398.SZ	垒知集团	买入	10.90	75.48	0.58	0.70	18.8	15.6	4.31
000786.SZ	北新建材	买入	34.80	587.95	0.26	1.58	133.3	22.0	8.71
600585.SH	海螺水泥	未有评级	58.86	3,013.94	6.34	6.74	9.3	8.7	26.98
600801.SH	华新水泥	未有评级	26.40	472.05	3.03	2.92	8.7	9.0	9.94
002372.SZ	伟星新材	未有评级	13.98	219.92	0.63	0.65	22.4	21.5	2.20
600176.SH	中国巨石	未有评级	15.16	530.95	0.61	0.60	24.9	25.1	4.58
603737.SH	三棵树	未有评级	137.09	357.42	1.56	2.18	88.0	62.9	6.61
603826.SH	坤彩科技	未有评级	30.80	144.14	0.31	0.50	98.2	61.6	3.15
002271.SZ	东方雨虹	未有评级	55.02	863.70	1.32	1.83	41.8	30.1	7.65
002043.SZ	兔宝宝	未有评级	12.43	96.30	0.51	0.56	24.4	22.0	1.94
000012.SZ	南玻 A	未有评级	5.53	131.07	0.17	0.25	31.7	22.3	3.15
002918.SZ	蒙娜丽莎	未有评级	40.84	165.83	1.07	1.42	38.3	28.8	7.46
000789.SZ	万年青	未有评级	16.60	132.36	1.72	2.06	9.7	8.1	6.52
603378.SH	亚士创能	未有评级	74.78	145.67	0.59	1.47	127.6	50.7	7.40
000910.SZ	大亚圣象	未有评级	19.45	106.47	1.31	1.34	14.8	14.6	9.33
000672.SZ	上峰水泥	未有评级	26.31	214.06	2.87	3.34	9.2	7.9	7.03
002798.SZ	帝欧家居	未有评级	29.12	113.26	1.46	1.81	20.0	16.1	9.98
600660.SH	福耀玻璃	未有评级	30.71	731.52	1.16	1.01	26.6	30.4	8.17
002641.SZ	永高股份	未有评级	8.56	96.15	0.46	0.64	18.7	13.3	3.15
300737.SZ	科顺股份	未有评级	25.50	155.22	0.60	1.08	42.7	23.6	5.73

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 9 月 8 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371