

# 建筑材料

## 建筑材料行业 2020 年度投资策略：格局稳定，坚守核心

证券研究报告

2019 年 12 月 13 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

盛昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517120002

shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518010003

wuhaoxiang@tfzq.com

侯星辰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518090004

houxingchen@tfzq.com

时奕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519100001

shiyi@tfzq.com

### 板块半年度涨幅居前，水泥板块表现更加优异

水泥板块的绝对收益主要受益于贯穿整个上半年的供给侧改革政策，水泥价格保持了高位运行，管材、玻璃、其他消费建材受地产竣工增速下滑拖累，玻纤受贸易战以及新增产能过快影响，均表现不如水泥。相比钢铁、煤炭板块，水泥的区域属性带来了结构性机会，高集中度也有利于价格的传导。2019 年上半年建材板块平均 EPS 上升幅度十分明显，板块表现较好，水泥板块表现更优。

### 水泥：行业有望维持较高景气度

我们认为水泥行业有望在 2020 年维持较高景气度，行业供需格局优良，需求端房地产需求有望维持韧性，基建需求仍处在边际改善的趋势中；供给端维持稳定，净新增产能逐步走向负增长阶段，错峰生产和行业协同持续发挥效用；水泥价格目前处在较高水平，2020 年整体或将仍有弱的价格弹性，企业盈利有望保持在较高水平，推荐绩优品种海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团，建议关注弹性品种祁连山、冀东水泥、天山股份。

### 玻璃：供需需升，玻璃价格有望延续涨势

玻璃企业的盈利主要来自于价格弹性，对于 2020 年玻璃价格我们预计价格中枢将高于 2019 年。需求判断预计 2020 年略有增加，一方面增量来自于竣工端的回暖，有望延续 2019 年下半年的态势，另一方面可以期待汽车需求的见底。供给方面预计平稳甚至小幅下滑，因此 2020 年整体玻璃供需需升，预计价格中枢高于 19 年的水平；分阶段看，预计 2020 年年初玻璃受到冬储影响以及需求还未启动，价格略有松动，而在二季度末后需求启动后，玻璃价格有望回到上涨态势。建议关注旗滨集团，公司所处华东华南市场供需结构好于全国；公司深加工业务今年稳步推进，估值处于较低水平，建议关注。

### 玻璃纤维：行业筑底拐点渐近，2020 年行业有望回暖

玻纤板块，我们认为 2020 年玻纤价格有望企稳回升，具有成本、产品结构、产业链优势的龙头企业将持续巩固竞争优势，我们认为行业 2020 年新增产能压力较小，需求有望保持稳定增长。继续推荐玻纤龙头中国巨石，成本优势显著，行业底部向上阶段公司业绩弹性较强；推荐玻纤及制品龙头中材科技，公司各项业务整体运行向好；建议关注长海股份。

### 成长建材存在结构性机会

看好地产施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 5 个月改善，10 月单月同比增长 19.22%，竣工端数据优异。我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，石膏板龙头北新建材、防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居 & 蒙娜丽莎、涂料龙头三棵树、管材龙头伟星新材等。

**风险提示：**房地产需求出现大幅下降，地产企业回款不及预期，玻纤新增供给显著冲击价格，水泥需求大幅下滑，水泥价格大幅下跌。

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:地方专项债扩容，基建稳定增长》 2019-12-07
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥高价持续，重视竣工端景气度提升》 2019-12-01
- 3 《建筑材料-行业研究周报:水泥价格有望高位过冬，关注板块配置机会》 2019-11-23



## 内容目录

<b>1. 复盘全年，建材板块引领周期</b>	<b>5</b>
1.1. 水泥及消费建材板块继续引领行业	5
1.2. EPS 向上，水泥基本面超预期	5
<b>2. 水泥行业有望维持较高景气度</b>	<b>7</b>
2.1. 基建托底，行业需求有望维持韧性	7
2.1.1. 地产数据维持韧性，	7
2.1.2. 逆周期调节，基建托底效果有望显现	9
2.1.3. 水泥需求有望维持稳定	9
2.2. 水泥供给定力较强，局部供给存隐忧	11
2.2.1. 错峰生产常态化，事件性限产影响需重视	11
2.2.2. 产能置换，部分区域存在新增供给隐忧	13
2.3. 水泥价格有望高位过冬，明年价格仍有弱弹性	15
2.4. 投资建议	16
<b>3. 玻璃：供稳需升，玻璃价格有望延续涨势</b>	<b>16</b>
3.1. 需求恢复，玻璃价格低开高走	16
3.2. 复产能力有限，供给预计平稳	17
3.3. 需求触底，关注地产需求延续及汽车需求见底	18
3.4. 纯碱价格下跌，企业盈利空间增加	20
3.5. 投资建议	21
<b>4. 玻纤：行业筑底拐点渐近，2020 年行业有望回暖</b>	<b>22</b>
4.1. 行业需求端维持较快增长	22
4.2. 行业供给阶段性增加	22
4.3. 投资策略：推荐中国巨石，关注中材科技、长海股份	23
4.3.1. 中国巨石	23
4.3.1. 中材科技	24
4.3.2. 长海股份	25
<b>5. 成长建材存在结构性机会</b>	<b>25</b>
5.1. 防水篇：收入、业绩同比较快增长，盈利能力回升	26
5.1.1. 东方雨虹：	27
5.1.2. 科顺股份：	28
5.2. 北新建材：淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期	28
5.3. 瓷砖行业：关注帝欧家居、蒙娜丽莎	29
5.4. 建筑涂料：集中度提高，重视 B 端加速增长	31
5.4.1. 集中度提升趋势明显	32
5.4.2. 行业需求稳步增长，重涂市场即将启动	33
5.4.3. 投资建议	34
5.5. 伟星新材：零售阶段性承压，净利率稳中有升	35

## 图表目录

图 1: 2019 年至今建材行业与大盘比较 (%)	5
图 2: 建筑材料在 28 个申万一级行业板块中, 相对收益靠前 (%)	5
图 3: 2019 年至今建材行业子板块区间涨跌幅 (%)	5
图 4: 水泥子板块与其他行业二级板块相比 (%)	5
图 5: 建材行业平均 EPS (元)	6
图 6: 子板块平均 EPS (元)	6
图 7: 2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势	6
图 8: 商品房销售面积增速: 累计同比和单月同比	7
图 9: 商品房销售额: 累计同比和单月同比	7
图 10: 房地产投资及分项投资同比情况	8
图 11: 全国房地产开发投资累计完成额及增速 (亿元) (%)	8
图 12: 全国房屋新开工面积累计同比 (%)	8
图 13: GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期	9
图 14: 基建投资累计同比 (%)	9
图 15: 固定资产投资累计同比 (%)	9
图 16: 水泥产量预判 (一)	10
图 17: 水泥产量预判 (二)	10
图 18: 2019-2020 年冬季各省水泥冬季错峰生产计划	11
图 19: 2019-2020 年新疆冬季水泥冬季错峰生产计划	12
图 20: 河南市场涨价过程跌宕起伏	12
图 21: 郑州价格走势 (元/吨)	13
图 22: 郑州价格走势 (元/吨)	13
图 23: 水泥行业产能置换相关政策	13
图 24: 云南熟料产能置换情况	13
图 25: 贵州熟料产能置换情况 (2019 年以来)	14
图 26: 广西熟料产能置换情况 (2019 年以来)	14
图 27: 三省异地置换产能新增冲击率	14
图 28: 全国高标水泥价格走势 (元/吨)	15
图 29: 全国水泥库容比 (%)	15
图 30: 华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)	15
图 31: 中南区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)	15
图 32: 华东区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)	15
图 33: 西北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)	15
图 34: 平板玻璃产量及其同比变化	16
图 35: 白玻均价 (元/吨)	16
图 36: 浮法玻璃在产产能	16
图 37: 玻璃库存	16
图 38: 玻璃实际 (在产) 产能周期	18
图 39: 房地产开发投资完成额及累计同比	19

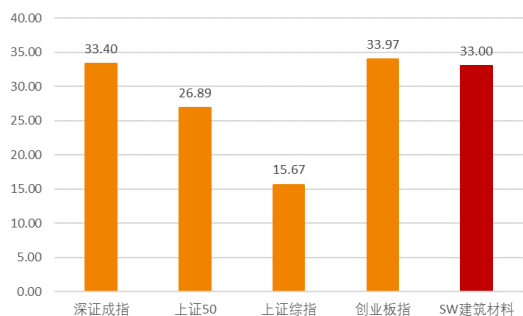
图 40: 房屋新开工面积累计值及累计同比 .....	19
图 41: 房屋竣工面积累计值及累计同比 .....	19
图 42: 新开工及竣工累计同比增速对比 .....	19
图 43: 玻璃价格与供需变化 .....	19
图 44: 我国汽车当月产量及同比 .....	20
图 45: 我国汽车累计产量及同比 .....	20
图 46: 全国纯碱价格走势 (元/吨) .....	21
图 47: 中国玻纤产量 (万吨) 及增速情况 .....	22
图 48: 公司近年营业收入及同比 .....	24
图 49: 公司近年归母净利及同比 .....	24
图 50: 地产施工周期所需建材及其相关标的 .....	26
图 51: 沥青 (70A): 上海石化 (元/吨) .....	27
图 52: 公司单季度营收及同比 .....	28
图 53: 公司单季度归母净利及同比 .....	28
图 54: 前 100%房企市销售额占率不断提升 .....	30
图 55: 主要地产商全装修比重 (%) .....	30
图 56: 2013 以来帝欧家居营收及同比 .....	31
图 57: 2013 以来蒙娜丽莎归营收及同比 .....	31
图 58: 涂料及建筑涂料产量 (万吨) .....	33
图 59: 公司单季度营收及同比 .....	35
图 60: 公司单季度归母净利及同比 .....	35
表 1: 地方政府债务、水泥产量、社融数据变化 .....	6
表 2: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况 .....	17
表 3: 2018 年下半年玻璃行业供给政策 .....	17
表 4: 2018 年玻纤产能 (万吨) 投产情况 .....	22
表 5: 2019 前 Q3 防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比 .....	26
表 6: 2019 前 Q3 年防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比 .....	26
表 7: 建筑涂料开放商首选率排名 .....	32
表 8: 近几年涂料相关政策及法律法规 .....	32
表 9: 2019 年“旧改”相关政策及会议 .....	34

## 1. 复盘全年，建材板块引领周期

### 1.1. 水泥及消费建材板块继续引领行业

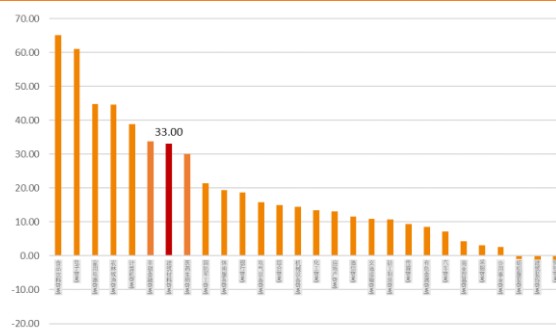
申万行业中建材股相对表现靠前。年初至 2019 年 12 月初，SW 建筑材料上涨 33.00%，跑赢上证综指（15.67%）、上证 50（26.89%）。建材板块在 28 个申万子行业中，表现靠前，跑赢有色金属（8.57%）、房地产（13.16%）、钢铁（-7.04%）、建筑装饰板块（-6.92%）。

图 1：2019 年至今建材行业与大盘比较（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

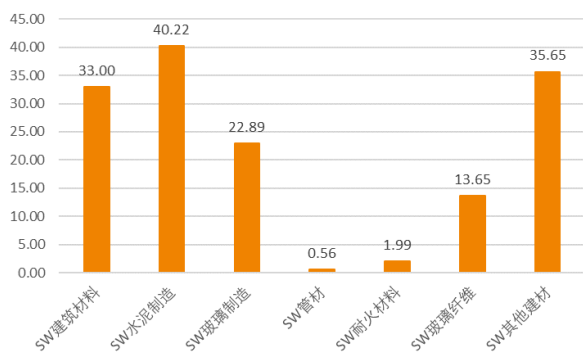
图 2：建筑材料在 28 个申万一级行业板块中，相对收益靠前（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

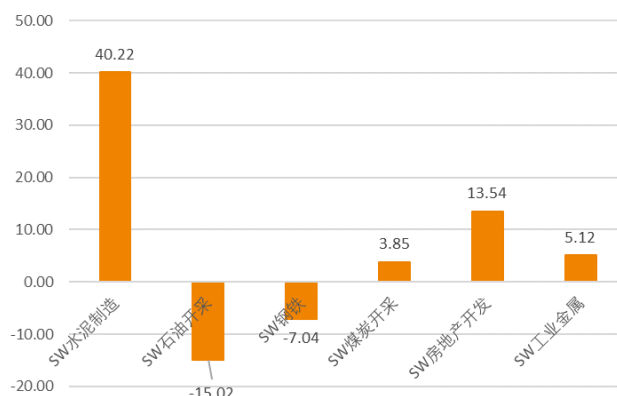
供给侧及环保常态化逻辑贯穿全年，水泥子板块继续引领行业。截至 12 月 3 号水泥指数实现涨幅 40.22%，其余子板块中耐材（1.99%）、管材（0.56%）、玻璃制造（22.89%）、玻璃纤维（13.65%）。水泥板块同时跑赢其他周期行业二级板块：石油开采（-15.02%）、钢铁（-7.04%）、煤炭开采（3.85%）、房地产（13.54%）、工业金属（5.12%）。

图 3：2019 年至今建材行业子板块区间涨跌幅（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：水泥子板块与其他行业二级板块相比（%）

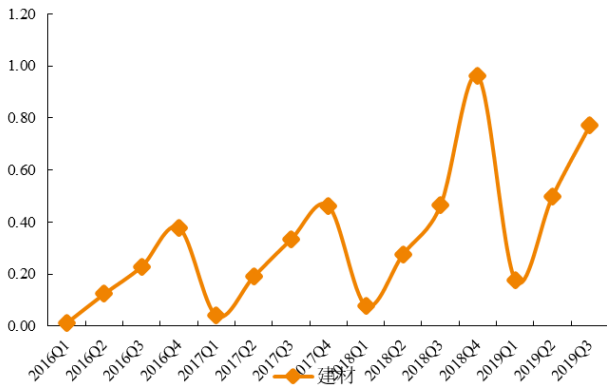


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.2. EPS 向上，水泥基本面超预期

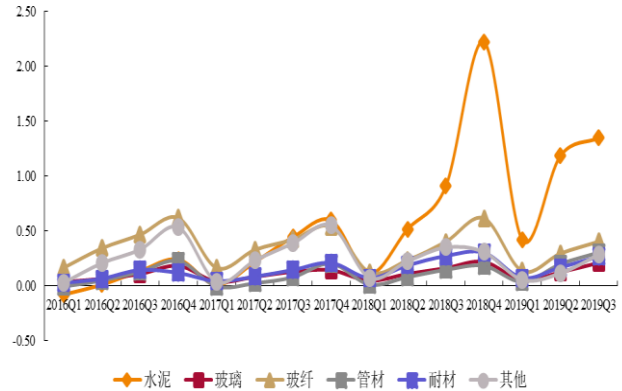
从基本面来看，2019 年 Q3 建材板块平均 EPS 有所提升，其中水泥板块 EPS 持续提升，2019Q3 水泥子板块 EPS 为 1.35 元，18、17、16 年同期分别为 0.91 元、0.44 元、0.14 元，业绩提升明显。以行业龙头海螺水泥为例：截至 12 月 3 日海螺水泥涨幅 64.7%，跑赢建材行业（33.00%）及水泥板块（40.22%）。

图 5：建材行业平均 EPS（元）



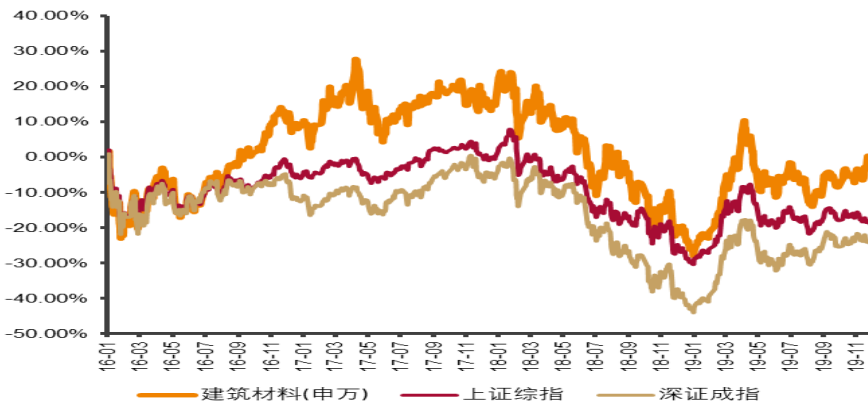
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：子板块平均 EPS（元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016 年初至今上证、深证、申万建材指数走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 12 月 3 号全国水泥价格指数 164.94，去年同期为 161.68，同比提升 3.26 个点，1 至 10 月全国水泥产量同比增长 5.8%，水泥基本面呈现为量价齐升。我们认为主要原因为：环保常态化控制供给、社融高增、地方债提前发行等措施保障需求。

2019 年 1 到 11 月地方债发行累计额度为 43244 亿元，同比去年增加 22304 亿元，2019 年 1 到 10 月社会融资规模增量为 193566.86 亿元，同比去年增加 31589.92 亿元，社融高增、地方债提前发行等措施保障水泥行业需求。

表 1：地方政府债务、水泥产量、社融数据变化

频率	地方政府债券发行额:累计值(亿)	产量:水泥:累计同比 (亿)	社会融资规模增量:累计值 (亿)
月	月	月	月
2018-01			31,411.86
2018-02		4.10	43,408.66
2018-03	2,195	-4.50	59,346.00
2018-04	5,213	-1.90	77,093.95
2018-05	8,766	-0.80	86,611.08
2018-06	14,109	-0.60	101,493.72
2018-07	21,679	-0.30	113,728.36
2018-08	30,508	0.50	133,261.26

2018-09	37,994	1.00	154,603.42
2018-10	40,554	2.60	161,976.94
2018-11	41,014	2.30	178,019.42
2018-12	41,652	3.00	194,240.89
2019-01	4,180		46,179.27
2019-02	7,821	0.50	53,268.71
2019-03	14,067	9.40	82,005.33
2019-04	16,333	7.30	96,079.81
2019-05	19,376	7.10	110,603.92
2019-06	28,372	6.80	133,602.26
2019-07	33,931	7.20	144,432.02
2019-08	39,626	7.00	164,606.54
2019-09	41,822	6.90	187,378.00
2019-10	42,787	5.80	193,566.86
2019-11	43,244		

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 水泥行业有望维持较高景气度

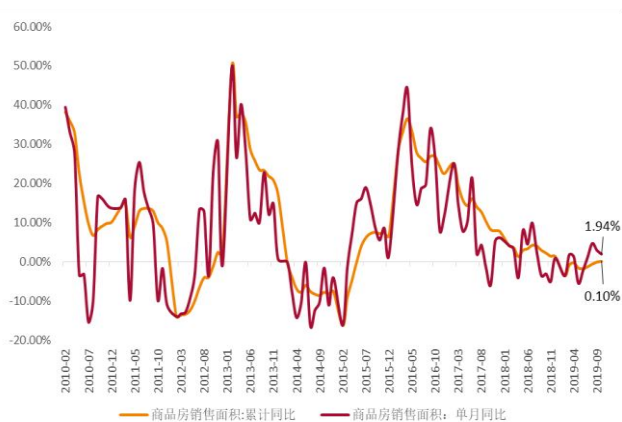
我们认为水泥行业有望在 2020 年维持较高景气度，行业供需格局优良，需求端房地产需求有望维持韧性，基建需求仍处在边际改善的趋势中；供给端维持稳定，净新增产能逐步走向负增长阶段，错峰生产和行业协同持续发挥效用；水泥价格目前处在较高水平，2020 年整体或将仍有弱的价格弹性，企业盈利有望保持在较高水平。

### 2.1. 基建托底，行业需求有望维持韧性

#### 2.1.1. 地产数据维持韧性，

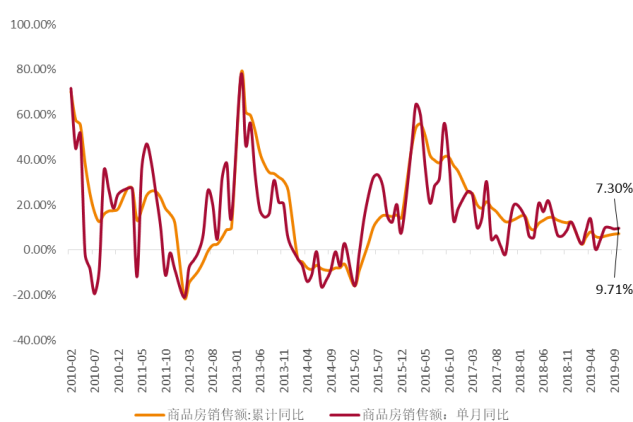
从今年全年来看，房地产数据持续呈现出超预期的韧性，房地产投资在高基数上保持增长态势在一定程度上支撑了水泥等早周期建材品种的需求，而房地产投资增速的攀升在很大程度上可以归结为地产销售的高景气。

图 8：商品房销售面积增速：累计同比和单月同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：商品房销售额：累计同比和单月同比

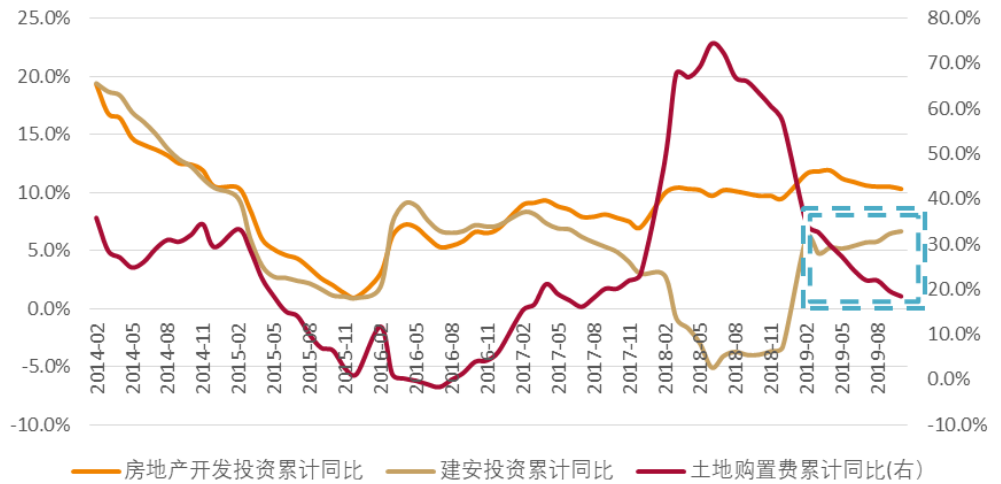


资料来源：wind，天风证券研究所

从月度的商品房销售数据来看，截止 2019 年 10 月，销售面积累计增速为 0.1%，整体处于下行通道，但是累计增速从 6 月份开始呈现出筑底迹象并出现反弹，10 月份累计增速已经开始转正，单月增速连续四个月保持正增长；商品房销售金额累计截止 2019 年 10 月保持在 7.3% 的较高增速。整体而言，商品房销售端的数据整体而言来看有所降低但维持韧性，

预计 2020 年仍将保持缓慢的趋势。

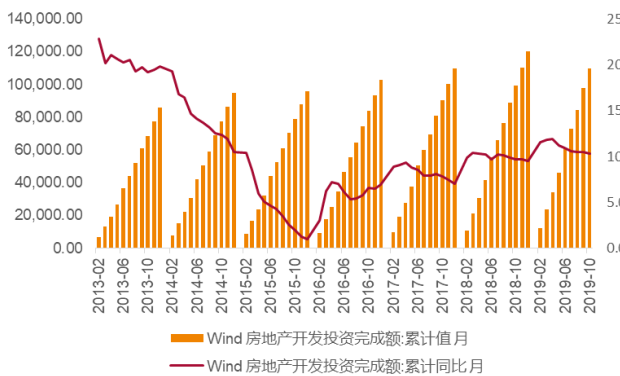
图 10：房地产投资及分项投资同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

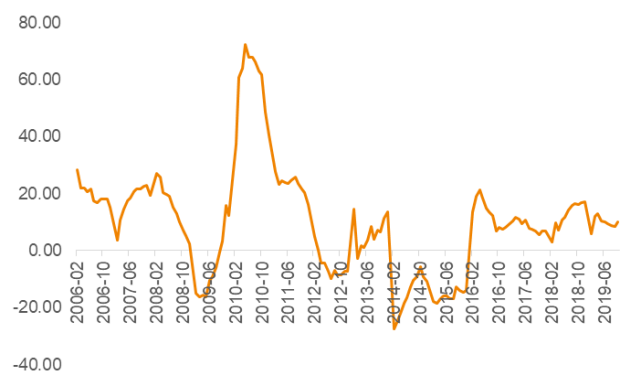
2016-2017 年房地产销售的高景气支撑房企在开发投资方面维持较强的投资力度，从投资的环节来看，土地购置费的投资增速在 2018 年中达到高点，随后建安投资增速开始回升，从 2019 年来看，土地购置费增速逐步下滑，建安投资增速逐步回升，而建安投资对应的是房地产建筑安装工程阶段的投资，是主要建筑材料进场使用的主要环节，从中我们也能较好的解释今年水泥表观产量增速保持在相对较好的增长水平。

图 11：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：全国房屋新开工面积累计同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

进而从具体的地产开工情况来看，地产新开工同样维持景气高位，地产方面，房地产开发投资 1-10 月累计同比增长 10.3%，较前值回落 0.2 个百分点；房屋新开工面积累计同比增长 10.0%，增速比前值上升 1.4 个百分点，10 月单月同比增速 23.23%，新开工数据表现强劲。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，1-10 月累计同比增速 9.0%，累计增速环比前值提升 0.3 个百分点，10 月单月同比增速 20.19%，为 2019 年下半年以来的最快单月增速。我们认为 2020 年房地产销售增速还是处在趋势性小幅趋缓的过程中，房地产投资增速也会保持稳中有降的趋势，但是整体下降斜率非常缓慢，从投资结构上来看，仍将继续维持从土地购置费投资向建安投资切换的进程中。结合房地产新开工、施工以及整体地产投资判断，2020 年新开工增速继续或将从高位缓慢回落，施工增速整体延续回暖态势，地产建安投资继续保持房地产投资主要拉动力量，房地产行业的水泥需求仍然具备可靠支撑。



### 2.1.2. 逆周期调节，基建托底效果有望显现

基建投资在中国的现代化、城市化进程中扮演者不可忽视的角色，基础设施的改善对经济社会的发展具有积极意义。2008 年的全球金融危机之后，面对内外部严重不利形势挑战，基建投资的刺激作为稳定经济增长的重要手段加以推出，对经济压力起到了有力的对冲作用，此后基建投资历经波澜起伏，成为国内经济稳增长的重要推动力。

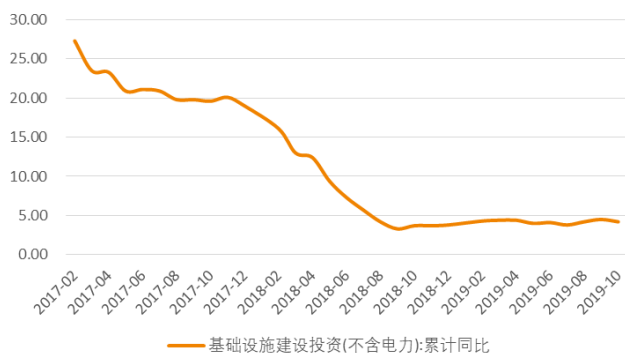
图 13：GDP 同比、基建投资增速同比以及基建周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

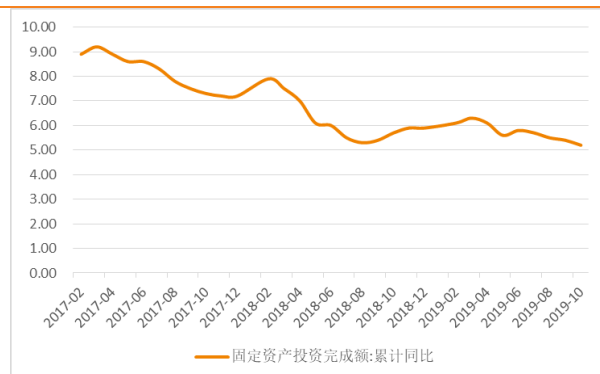
从 2008 年之后的基建投资增速数据来看，中国的基建投资经历了 3 轮较为完整的周期，如上图绿色方框所示，三轮周期的大致时段分别为 2008Q2-2012Q1、2012Q2-2015Q4、2016Q1-2018Q3。从每一轮基建周期启动的触发因素来看，每一轮的表现背景各有特点，但是从经济增速的数据来看，“稳增长”的特性十分明显，根据上图中蓝色方框的数据，基建投资的启动时点均在国内经济增长下行压力较大的时期。

图 14：基建投资累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：固定资产投资累计同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

基建投资预期向上，债券发行节奏加快，建材上下游资金需求有较强保障。我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的 20-30%。据经济参考报统计，今年前 10 个月，全国发行地方政府债券超过 4.27 万亿元，其中，发行一般债券超过 1.74 万亿元，专项债券超过 2.53 万亿元。发行新增债券超过 3 万亿元，几乎已经完成全年 3.08 万亿的新增额度。今年 9 月份已将新增债券额度基本发行完毕，比去年提前了 2 个月，从地方债的使用来看，扩大有效投资的效果已经开始显现。此外，根据 11 月 13 日召开的国务院常务会议，会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合，对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。可以看到，在风险可控的前提下，下调资本金最低比例有望拓宽部分基建项目的资金来源，提振相关建材产品的需求。

### 2.1.3. 水泥需求有望维持稳定

我们认为，2020 年水泥需求有望维持稳定，我们从两种口径对水泥产量进行预判，由于水

泥产品本身难以长时间库存，所以我们假定水泥产量等同于水泥消耗量即需求，另外，由于水泥产品销售有运输半径的限制，所以我们本部分暂时不考虑水泥进出口的影响。

图 16：水泥产量预判（一）

	水泥熟料产能（亿吨）	表现产能利用率	水泥熟料产量（亿吨）	水泥熟料产量比	水泥产量（亿吨）	同比
2004	9.98	62.6%	6.24	1.55	9.67	
2005	9.59	69.4%	6.66	1.56	10.38	7.3%
2006	10.38	73.3%	7.61	1.58	12.04	16.0%
2007	11.09	80.4%	8.91	1.52	13.54	12.5%
2008	12.58	71.4%	8.98	1.55	13.88	2.5%
2009	12.54	82.4%	10.33	1.58	16.29	17.4%
2010	15.28	75.4%	11.52	1.62	18.68	14.7%
2011	16.41	89.7%	12.81	1.61	20.63	10.4%
2012	17.26	80.5%	12.79	1.71	21.84	5.9%
2013	17.76	80.7%	13.62	1.77	24.14	10.5%
2014	18.12	80.6%	14.17	1.75	24.76	2.6%
2015	18.59	73.4%	13.30	1.77	23.48	-5.2%
2016	18.56	77.9%	14.18	1.70	24.03	2.3%
2017	18.77	75.7%	14.00	1.65	23.16	-3.6%
2018	18.87	76.1%	14.22	1.53	21.77	-6.0%
2019E	18.99	79.4%	14.93	1.53	22.87	5.1%
2020E		77.0%	14.77		22.45	-1.8%
	19.00	79.0%	15.16	1.52	23.04	0.7%
		81.0%	15.54		23.62	3.3%

资料来源：数字水泥网、国家统计局，天风证券研究所

第一种方式是从水泥熟料产能利用率来判断水泥产量，产能利用率一般同行业的供需态势相关，假定不考虑区域差异。根据数字水泥网统计，2020年拟建水泥熟料产能为一条日产5000吨产线，同时还有部分淘汰产线以及产能置换项目，置换项目的实际产能影响受到建设进度的影响，我们假定2020年水泥熟料产能同2019年基本持平为19亿吨，2019年水泥产能利用率为79.4%，假定2020年水泥产能利用率为77%、79%、81%三种情形，水泥熟料产量比为1.52（假定高标水泥使用逐步增加），则2020年水泥产量较2019年分别同比减少1.8%、增加0.7%、增加3.3%，2020年水泥产量在22.45亿吨-23.62亿吨之间。

图 17：水泥产量预判（二）

	固投同比	固定资产投资额（万亿）	投资系数	水泥产量（亿吨）	水泥产量同比
2004		4.93	1.96	9.67	
2005	28.4%	6.33	1.64	10.38	7.3%
2006	25.4%	7.93	1.52	12.04	16.0%
2007	26.8%	10.06	1.35	13.54	12.5%
2008	26.8%	12.76	1.09	13.88	2.5%
2009	32.1%	16.86	0.97	16.29	17.4%
2010	24.9%	21.07	0.89	18.68	14.7%
2011	27.9%	26.95	0.77	20.63	10.4%
2012	21.1%	32.62	0.67	21.84	5.9%
2013	19.9%	39.13	0.62	24.14	10.5%
2014	15.3%	45.11	0.55	24.76	2.6%
2015	10.2%	49.72	0.47	23.48	-5.2%
2016	8.3%	53.85	0.45	24.03	2.3%
2017	6.8%	57.51	0.40	23.16	-3.6%
2018	5.9%	60.93	0.36	21.77	-6.0%
2019E	5.0%	63.97	0.36	22.87	5.1%
2020E	4.0%	66.53		23.29	1.8%
	3.0%	65.89	0.35	23.06	0.8%
	2.0%	65.25		22.84	-0.1%

注：2019、1-10月固投增速5.2%，假设全年增速5%；假设

资料来源：数字水泥、国家统计局，天风证券研究所

第二种方式是从固定资产投资增速来预判水泥 2020 年产量。水泥需求主要来源于房地产、基建等领域，整体而言同国家固定资产投资的强度有较强的相关性。根据上图中的数据，单位固定资产投资对应水泥产量有一个投资系数，代表单位固定资产投资对应的水泥消耗，可以看到投资系数总体呈现出下降的趋势，我们假定 2020 年投资系数为 0.35，假定 2020 年固定资产投资增速分别为 4%、3%、2%，则 2020 年水泥产量较 2019 年分别同比增加 1.8%、增加 0.8%、减少 0.1%，2020 年水泥产量在 22.84 亿吨-23.29 亿吨之间。

## 2.2. 水泥供给定力较强，局部供给存隐忧

我们认为水泥行业供给定力整体较强，错峰生产逐步常态化，事件性限产亦会对局部供给产生阶段性影响，尤其是需求旺季的事件性停限产可能会导致阶段性的供给缺口，带动停限产地区及其周边地区水泥价格的大幅波动；另外投资者较为关心产能置换带来的局部产能冲击问题，我们认为部分异地置换的产能确实会对局部地区产生一定的供给冲击，值得注意。

### 2.2.1. 错峰生产常态化，事件性限产影响需重视

水泥行业错峰生产主要指的是水泥企业在行业需求淡季的停限产行为，最早始于冬季限产，之后逐步扩展到夏季，最初始于北方地区，逐步扩展至南方省份，目前水泥行业北方冬季错峰限产已经形成常态化，成效较为明显，北方地区需求淡季的水泥供给整体得到较好的控制，淡季满产造成的水泥价格大幅下跌局面得到一定缓解，整体上有助于淡季水泥价格波动性的减小。

根据目前各个省份的错峰生产计划，整体上还是具备一定的政策连续性，错峰生产已经趋于常态化，并成为多数企业的共识。从下图中可以看到，山西省、湖南省、甘肃省的停产时间有所变动，其中山西省、湖南省停产时间整体略有延长，甘肃省略有缩短，另外甘肃省、湖南省采取了较为灵活的限产政策，为在制定时间区间停产制定天数的政策。我们认为冬季限产将会继续保证行业水泥价格在淡季的稳定性，难以出现大幅下滑。

图 18：2019-2020 年冬季各省水泥冬季错峰生产计划

区域	2019-20年冬季计划执行时间	2018-19年冬季计划执行时间
<b>华北地区</b>		
北京市	2019.11.15-2020.3.15	2018.11.15-2019.3.15
天津市	2019.11.15-2020.3.15	2018.11.15-2019.3.15
河北省	2019.11.15-2020.3.15	邯郸不停，除唐山、邯郸、石家庄以外地区 2018.11.15-2019.3.15错峰限产
山西省	<b>2019.10.1-2019.3.31</b>	2018.11.1-2019.3.31 晋城、临汾有出台相关文件
内蒙古	2019.11.15-2020.3.15	2018.11.15-2019.3.15
<b>东北地区</b>		
辽宁省	2019.11.1-2020.3.31	2018.11.1-2019.3.31
吉林省	2019.11.10-2020.3.31	2018.11.1-2019.3.31
黑龙江省	2019.10.20-2020.4.20	2018.10.20-2019.4.20
<b>华东地区</b>		
山东省	2019.11.15-2020.3.15	2018.11.15-2019.3.15
<b>中南地区</b>		
河南省	2019.11.1-2019.12.31；2020.2.1-2020.3.31	2018.11.15-2019.3.15
湖南省	<b>2020一季度停产不少于40天</b>	2018年10.16-12.31停窑不少于20天；长沙出台 相关文件，2018.10.16-2019.3.15为特护时间
<b>西北地区</b>		
陕西省		2018.11.15-2019.3.15
甘肃省	<b>2019.10.20-2020.3.31期间，停90天</b>	2018.11.1-2019.3.10
宁夏自治区	2019.12.1-2020.3.10	2018.12.1-2019.3.10
新疆自治区	<b>2019.11.1-2020.7.1</b>	2018.11.1-2019.7.1

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

另外新疆自治区的冬季错峰限产政策也有所变化，和田、喀什、克州的冬季错峰时间有所缩短。我们认为，2020年基建需求有望发力，如果错峰生产能够兼顾淡季供给控制和满足市场需求，北方区域的水泥企业有望享受到需求增长带来的量的增长以及供给适度调节带来的较高的水泥价格和企业盈利。

图 19：2019-2020 年新疆冬季水泥冬季错峰生产计划

地区	2019-2020年错峰生产计划	2018-2019年错峰生产计划
和田	2019年12月1日至2020年3月1日， <b>共计3个月</b>	2018年12月1日至2019年3月1日，2019年4月1日-2019年5月1日，共计4个月
喀什	2019年11月1日至2020年3月1日， <b>共计4个月</b>	2018年11月1日至2019年3月1日，2019年4月1日-2019年5月1日，共计5个月
克州	2019年11月1日至2020年3月1日， <b>共计4个月</b>	2018年11月1日至2019年3月1日，2019年4月1日-2019年5月1日，共计5个月
阿克苏	2019年11月1日至2020年4月1日，2020年5月1日至2020年6月1日，共计6个月	2018年11月1日至2019年4月1日，2019年5月1日-2019年6月1日，共计6个月
巴州	2019年11月1日至2020年4月1日，2020年5月1日至2020年6月1日，共计6个月	2018年11月1日至2019年4月1日，2019年5月1日-2019年6月1日，共计6个月
乌昌吉、吐鲁番、石河子传统企业	2019年11月1日至2020年5月1日，2019年6月1日-2019年7月1日，共计7个月	2018年11月1日至2019年5月1日，2019年6月1日-2019年7月1日，共计7个月
其它地州市	2019年11月1日至2020年5月1日，2019年6月1日-2019年7月1日，共计7个月	2018年11月1日至2019年5月1日，2019年6月1日-2019年7月1日，共计7个月

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

同时今年的事件性停产仍然对局部时段和局部区域的水泥供需产生较为明显的影响，包括重大事件（如国庆庆典、军运会、进博会等）造成的停限产，以及因为环保要求进行的停产行为，近期对于水泥价格影响最大的为河南地区的停产。

图 20：河南市场涨价过程跌宕起伏

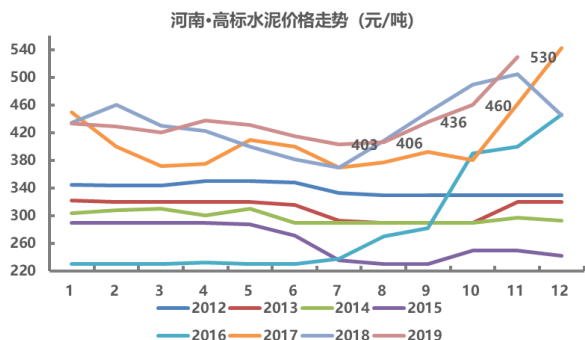


资料来源：数字水泥，天风证券研究所

河南地区 11 月 1 日再次开始环保限产，72 条熟料线仅 6 条运行，本地缺货工程开始向山西、河北进货，部分企业继续上调 20-30 元/吨，在 11 月 10 日结束管控后，15 日再次因重污染天气预警 50%企业进入停窑限产，触发水泥价格进一步上调，郑州高标散企出厂价普遍 600 元/吨以上，最高累计涨幅超过 150 元/吨，供应不足吸纳周边河北、山西、陕西、湖北和安徽等地熟料及水泥流入补充，对于周边区域较为明显的价格上涨也起到了推动作用。

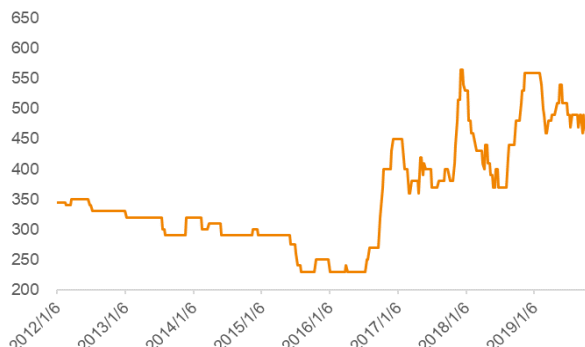
我们认为重要对于环保依然是高度重视的，只是达到环保目标的手段和具体执行方式出现了变化，出现空气质量不达标的时候，地方政府依然会进行相应的工业生产管控来减少污染物的排放，执行时间更加灵活，依据实际空气状况制定相应的管控措施和管控时段。此类事件的出现具有不确定性，而从趋势上看，中国尚处在经济转型的大背景中，“蓝天保卫战”并非朝夕之事，而是需要今后相当长时段内的整治累积，更具有针对性和时效性的环保限产事件或仍将时有发生，对于局部地区的水泥供需格局仍会产生较大的影响。

图 21：郑州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 22：郑州价格走势（元/吨）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

### 2.2.2. 产能置换，部分区域存在新增供给隐忧

2019 年第三季度，经中央批准，由工业和信息化部、发展改革委、国家能源局牵头，会同 12 个部委和 7 个行业协会组成 10 个联合督导组，对各地淘汰落后和化解过剩产能工作进行督查。根据督查内容和要求，7-8 月由各地开展全面自查，9 月中下旬联合督导组进行了为期两周的实地检查。

图 23：水泥行业产能置换相关政策

时间	相关文件	主要内容
2015年4月	工信部产业（2015）127号	部分产能严重过剩行业产能置换实施办法
2017年2月	环办环监函（2017）1186号	关于水泥玻璃行业淘汰落后产能专项督查情况的通报
2018年8月	工信厅联原（2018）57号	严肃产能置换 严禁水泥平板玻璃行业新增产能
2019年9月	-	多部委淘汰落后和化解过剩产能工作进行督查

资料来源：数字水泥，天风证券研究所

根据此次调查的结果，形成了部分关于水泥产能置换的意见反馈。主要是“严肃产能置换、严禁新增产能”，从督查遇到的问题来看，有的企业仍存在“实际建设产能远大于批文产能；并且化解过剩产能、产能置换政策文件较多，更新频繁，有的集团子公司、运营区不熟悉业务，自认为提交了合规的产能置换方案，实际上明显不符合现行政策，集团总部不重视置换方案的制定、审核和批复过程，产生了“批小建大”新增产能的隐患；同时关于市场关注的异地产能置换，需要在公示前召开听证会，同时需要说服一些企业取消跨省置换方案，转为省内置换，或是加大省内置换比例，缓解区域产能过剩矛盾，消除新建项目对周边企业研判市场造成的恐慌。我们认为部分异地置换的产能确实会对局部地区产生一定的供给冲击，值得注意，但是整体冲击预计有限，政策方面仍有望继续对不合规置换产能保持警惕。

市场担忧的置换水泥产能带来的供给增加主要有两个方面，一是置换掉的产能实际上为停关较长时间的“僵尸产能”，置换后的新建产能会带来水泥产能供给的实际增加；二是水泥产能异地置换，比如置换产能利用率不足的省份产能在本省新建产能，由于水泥具有较为明显的运输半径，也会实际带来本省水泥供给的增加。由于“僵尸产能”情况难以跟踪，我们主要讨论异地置换新增产能的情况，我们梳理了市场关注的西南地区云南、贵州、四川三省产能置换情况，目前在建或规划中的项目确实存在部分异地置换的熟料产线。

图 24：云南熟料产能置换情况

州市	地址	企业名称	产能 (t/d)	在建(或新建)	产能置换情况	是否异地
昆明市	宜良县	明良汇江水泥制造有限公司	2500	在建	省工信厅公告(2015年第1号)	否
曲靖市	富源县	富源远东金源水泥有限责任公司	2500	在建	省工信厅公告(2016年第3号)	否
昭通市	威信县	威信得云建材有限责任公司	2500	在建	省工信厅公告(2017年第7号)	否
	彝良县	彝良晨狮建材有限公司	2500	在建	省工信厅公告(2017年第7号)	否
普洱市	景谷县	景谷红狮水泥有限公司	3000	在建	省工信厅公告(2018年第7号)	是
玉溪市	易门县	云南易门大椿树水泥有限责任公司	4000	新建	省工信厅公告(2017年第14号)	否
	红塔区	云南省活发集团刘总旗水泥有限公司	5000	新建	省工信厅公告(2017年第3号)	否
文山州	文山市	云南壮山实业股份有限公司	4500	新建	省工信厅公告(2017年第3号)	否
红河州	绿春县	绿春县共达水泥有限公司	2100	在建	省工信厅公告(2017年第18号)	否
大理州	祥云县	祥云建云水泥有限公司	3000	在建	省工信厅公告(2017年第19号)	否
			4750	新建	省工信厅公告(2018年第8号)	否
	宾川县	云南红塔滇西水泥股份有限公司宾川分公司	6000	新建	省工信厅公告(2017年第14号)	否
丽江市	宁浪县	丽江巨龙交通能源投资有限公司	2500	在建	省工信厅公告(2019年第4号)	否
	永胜县	丽江古城西南水泥有限公司	5000	新建	省工信厅公告(2019年第4号)	否

资料来源：省工信厅，天风证券研究所

图 25：贵州熟料产能置换情况（2019 年以来）

日期	州市	企业名称	设计产能 (t/d)	设计产能 (万吨/年)	是否异地
2019/11/11	正安	正安西南水泥有限公司	3200	99.2	否
2018/11/9	遵义	贵州西南水泥有限公司	3200	99.2	否
2019/6/1	铜仁	贵州铜仁西南水泥有限公司	4000	124	否
2019/6/25	毕节	贵州毕节西南水泥有限公司	4000	124	否
2019/2/26	铭川	贵州铭川公司	4500	139.5	是
2018/11/27	黔东南	贵州东立水泥	5000	155	是

资料来源：省工信厅，天风证券研究所

图 26：广西熟料产能置换情况（2019 年以来）

日期	州市	企业名称	设计产能 (t/d)	设计产能 (万吨/年)	是否异地
2019/11/15	都安	上峰水泥	5000	155	是
2019/8/20	南宁	南宁红狮水泥有限公司	5000	155	是
2019/8/20	柳州	广西鱼峰水泥股份有限公司	5500	170.5	是
2019/8/20	来宾	广西合山虎鹰建材有限公司	5500	170.5	是

资料来源：省工信厅，天风证券研究所

如上面三张图所示，云南、贵州、广西均存在异地产能置换的情况，分别有一条线、两条线、四条线为异地产能置换，我们通过比对三省区的现有熟料产能，对应异地新增产能的冲击率分别为 2%、3%、8%，其中广西省的新增冲击率最高，并且均为 19 年下半年集中公示的项目，如果投产时间相近，可能会对区域市场产生较为明显的冲击，如果本地需求没有实现相对较快的增速，则本地水泥产量可能会产生阶段性过剩，从而引发熟料的省外流动，影响周边市场的供需关系。

图 27：三省异地置换产能新增冲击率

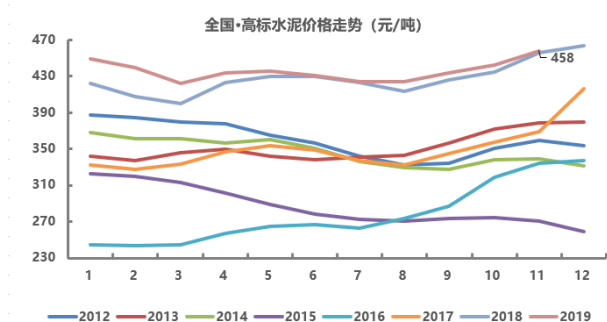
	现有产能 (万吨/年)	异地置换新增产能 (万吨/年)	新增冲击率
云南	9,207.50	155	2%
贵州	9,272.60	294.5	3%
广西	8,118.90	651	8%

资料来源：省工信厅，天风证券研究所

### 2.3. 水泥价格有望高位过冬，明年价格仍有弱弹性

从 2019 年四季度水泥价格运行情况来看，国内水泥市场需求保持稳定，水泥价格上涨势头不减，南部地区水泥企业为在最后旺季提升盈利，不断推动价格上涨。

图 28：全国高标水泥价格走势 (元/吨)



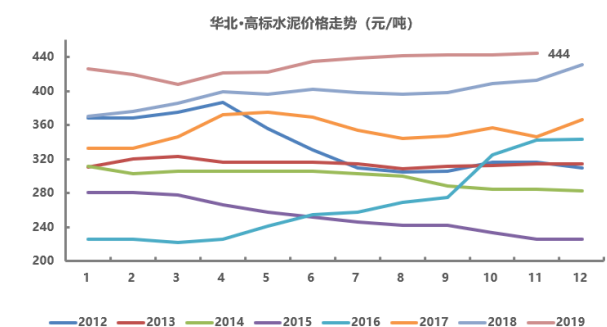
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 29：全国水泥库容比 (%)



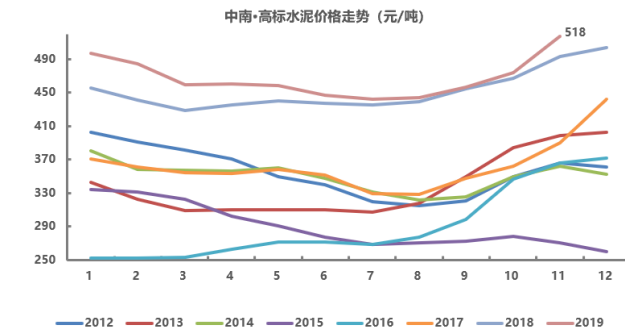
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 30：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



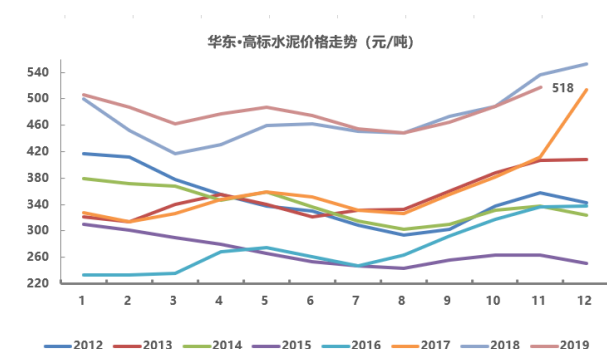
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 31：中南区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



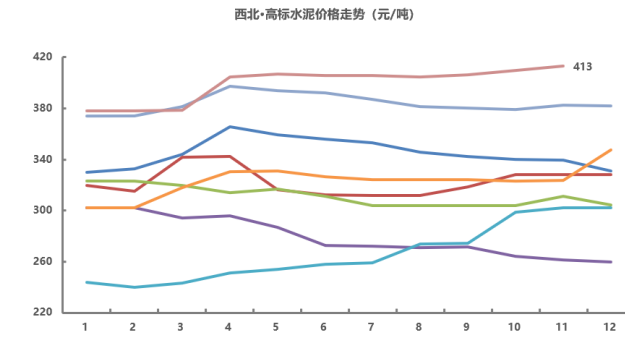
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 32：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 33：西北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

展望 2020 年全年的价格表现，如果水泥价格在 19-20 冬季价格不出现大幅下调，2020 年 H1 全国水泥价格仍有望持续同比提升的状态，2020 年 H2 的价格走势预计保持稳定，价格的同比情况仍需要持续跟踪观察多种因素的变化情况，预计 2020 年水泥价格仍有弱弹性。考虑到价格基数和区域供需格局，我们认为 2020 年值得重点关注华北、西北、华南等区域潜在的价格弹性。

## 2.4. 投资建议

我们认为水泥行业有望在 2020 年维持较高景气度，行业供需格局优良，需求端房地产需求有望维持韧性，基建需求仍处在边际改善的趋势中；供给端维持稳定，净新增产能逐步走向负增长阶段，错峰生产和行业协同持续发挥效用；水泥价格目前处在较高水平，2020 年整体仍或将有的价格弹性，企业盈利有望保持在较高水平，推荐绩优品种海螺水泥、华新水泥、上峰水泥、塔牌集团，建议关注弹性品种祁连山、冀东水泥、天山股份。

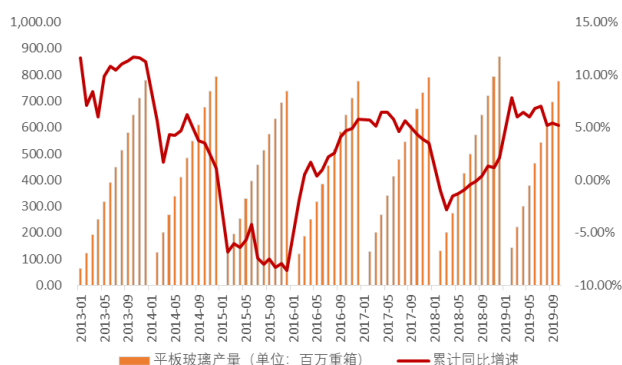
## 3. 玻璃：供稳需升，玻璃价格有望延续涨势

### 3.1. 需求恢复，玻璃价格低开高走

平板玻璃的主要下游包括房地产、汽车、出口及其他，各类相关指标中，房地产竣工与玻璃需求相关性高，1-10 月全国房屋竣工面积累计下滑 5.50%，相比年初降幅收窄 6.40%，整体来看下半年竣工开始逐步恢复，符合我们此前对地产竣工复苏的预判。2019 年前 1-10 月玻璃行业共生产平板玻璃 7.76 亿重箱，同比上升 5.2%。按照中国玻璃期货网统计口径，2019 年 10 月末全国平板玻璃整体产能利用率为 69.88%。

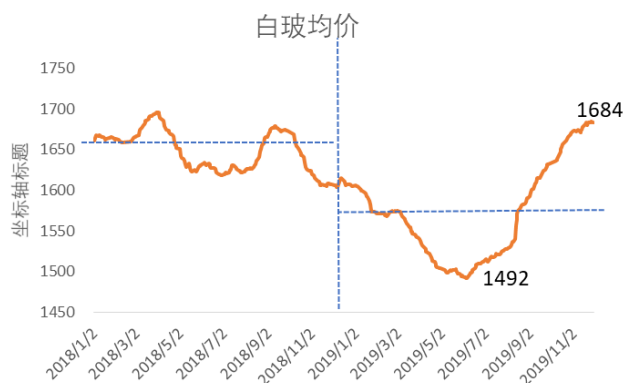
供给方面上半年波动较大，从高点的 9.56 亿重箱跌至 3 月的 9.11 亿重箱，由于年初玻璃行业处于淡季，叠加玻璃价格自 18 年 9 月以后持续下跌，企业盈利情况不佳，纷纷开始冷修。进入二季度以来部分厂家认为春季开工，会带来需求提升，逐步开始复产。但是北方因为环保、禁运等条例导致需求没有提升，并且非标产品库存较高，贸易商也不愿意增加库存，导致厂家的整体库存提升，价格继续下挫，盈利情况不佳，单 6 月就冷修停产了 7 条生产线。之后产能基本保持稳定，约在 9.3 亿重箱左右。

图 34：平板玻璃产量及其同比变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：白玻均价（元/吨）



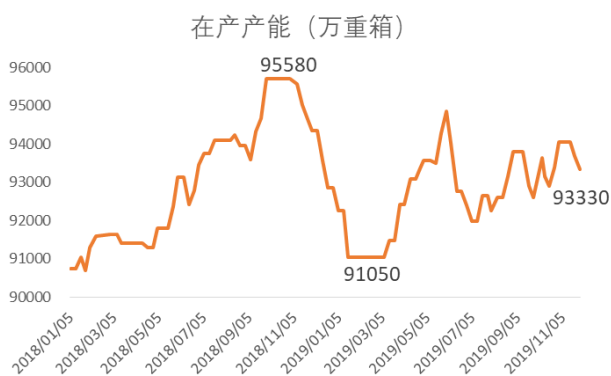
资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

回顾玻璃价格，全年走势类似“V”字型，7 月前玻璃价格延续 18 年四季度以来的下跌趋势，主要原因是需求较弱，竣工数据依旧保持 10% 以上的累计下滑，厂家库存持续增加，超过了 4500 万重箱，价格跌至 1500 元/吨以下。之后随着竣工面积累计增速降幅不断缩小，需求逐步抬升，以及供给端相对稳定，库存逐步下降，伴随着“金九银十”的传统旺季来临，玻璃价格逐步抬升至最近 1684 元/吨。

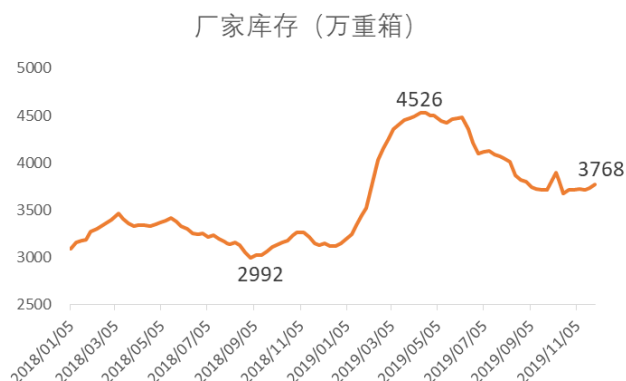
图 36：浮法玻璃在产产能

图 37：玻璃库存





资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所



资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

### 3.2. 复产能力有限, 供给预计平稳

我们认为 2020 年玻璃行业的供给会相对平稳, 甚至略有下滑。首先从自然收缩的角度来看, 玻璃行业仍有较多产线需要冷修。玻璃生产线的寿命一般在 5-8 年, 2012 至 2013 年投产的新线即将进入冷修周期, 而且 2012 年之前仍有众多产线没有冷修, 根据中国玻璃期货网预计, 明年具备冷修条件的玻璃生产线有 14-15 条左右。复产方面, 18-19 年大量生产线已经完成复产, 剩下正在冷修的生产线已经所剩不多, 具备复产条件的生产线约 9-10 条, 考虑到部分新建产线, 预计 2020 年全年净增生产线为负值。

表 2: 2012 至今玻璃产线新增、复产、冷修情况

年份	新点火产线 (条)	复产产线 (条)	冷修产线 (条)	净新增产线 (条)
2012	19	13	25	7
2013	29	8	11	26
2014	23	9	38	-6
2015	10	17	43	-16
2016	9	22	15	16
2017	4	14	24	-6
2018	5	18	20	3
2019.12	3	15	19	-1
2020E	3-4	9-10	14-15	-3-0

资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

从政策角度来看, 从 2016 年年中开始, 玻璃行业供给侧改革相关文件、会议陆续落地。工信部于 2016 年 5 月发布了《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》和《建材工业发展规划 (2016-2020 年)》中都提到 2020 年底前严禁备案或新建扩大产能的平板玻璃项目。另外工信部在 2018 年 8 月印发的《严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》提到严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口, 不得以其他任何名义、任何方式备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目; 各相关部门和机构不得办理土地供应、能评、环评审批和新增授信支持等相关业务。目前政府正在深化供给侧改革, 并着力解决产能过剩问题, 2019 年初至今, 有 3 条新建生产线, 预计明年新建产线数量也保持较低水平。

表 3: 2018 年下半年玻璃行业供给政策

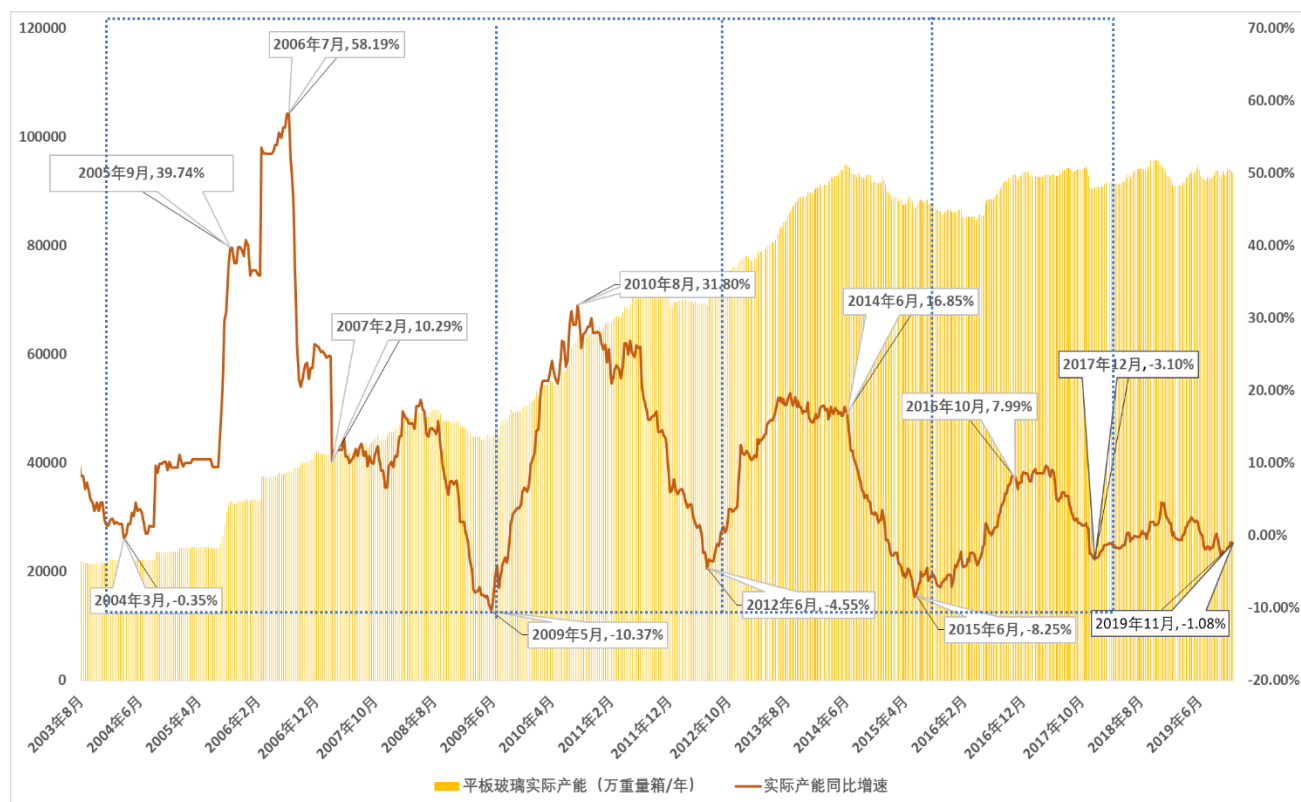
时间	文件	主要内容
2018.8	工业和信息化部、国家发改委印发《严肃产能置换、严禁水泥平板玻璃行业新增产能的通知》	严格把好水泥熟料、平板玻璃建设项目备案源头关口, 不得以其他任何名义、任何方式备案新增水泥熟料、平板玻璃产能的建设项目; 各相关部门和机构不得办理土

2019.8	生态环境部印发《重污染天气重点行业应急减排措施制定技术指南》	对钢铁、焦化、铸造、玻璃、石化等 15 个行业明确了绩效分级指标,提供了各地制定重点行业分类施策的差异化减排措施的参考标准。
2019.10	《京津冀及周边地区 2019-2020 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	河北省压减退出平板玻璃产能 660 万重量箱;全面摸清 2017-2019 年应完成排污许可证核发的重点行业排污单位情况;日用玻璃、玻璃棉氮氧化物排放不高于 400 毫克/立方米。
2019.10	河北发布水泥和平板玻璃工业大气污染物超低排放标准二次征求意见稿	平板玻璃熔窑颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放限值是 10、50、200mg/m3。

资料来源: 政府官网, 北极星大气网, 天风证券研究所

从周期角度来看,我国玻璃产能即将进入平稳阶段。2009-2017 年之间受宏观政策以及下游地产、汽车行业需求的波动,以及新建产能日熔量不断增加,行业产能波动较大,2009-2012 年在产产能同比增速波动可以达到-10%-30%左右,在此周期阶段,政府推出四万亿刺激计划,拉动投资需求,玻璃行业也开始加速投产,在产产能突飞猛进,由于需求没有及时跟上,产能又开始回落。此后又经过 2 轮周期,在产产能同比增速的波动逐步降低,进入当前周期,整体波动更小,如果产业政策不变,下游需求稳定,预计实际产能的波动会在 0%左右,振幅小于 5%,所以长期来看玻璃价格更看重需求的边际变化。

图 38: 玻璃实际(在产)产能周期



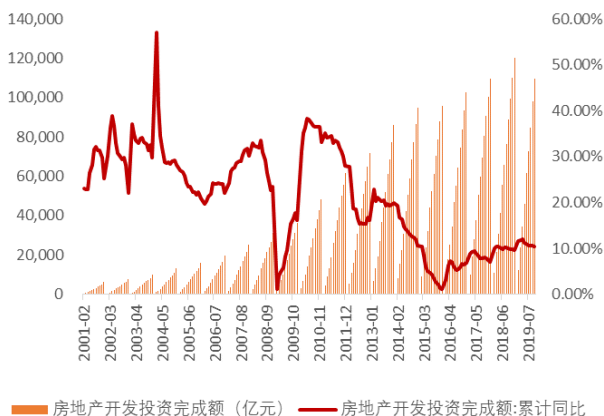
资料来源: 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

### 3.3. 需求触底, 关注地产需求延续及汽车需求见底

目前房地产相关的前置指标增速保持稳定, 根据国家统计局数据显示, 19 年 1-10 月的房地产开发投资完成额的同比增速达到 10.3%, 好于去年同期水平, 房屋新开工面积同比增

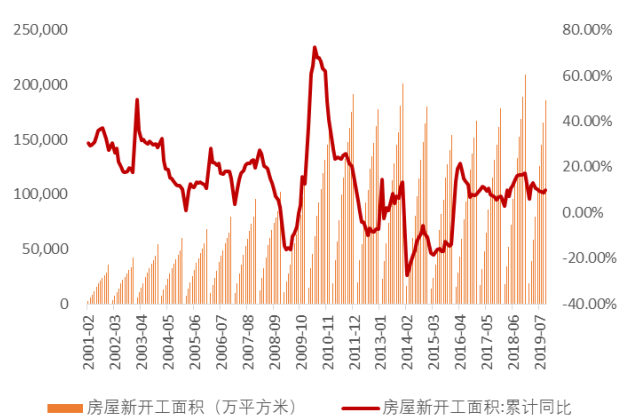
速达到 10.00%，低于去年同期水平。

图 39：房地产开发投资完成额及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

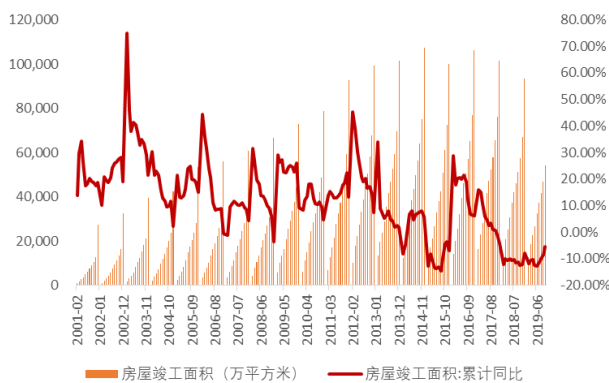
图 40：房屋新开工面积累计值及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

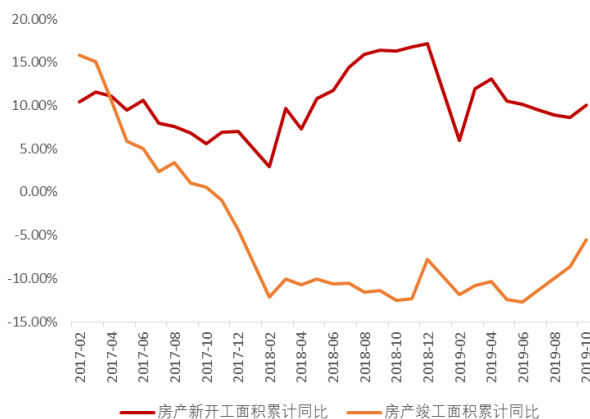
房屋竣工面积继续维持负增长，但是跌幅逐步收窄，尤其是在下半年，符合此前我们对地产竣工端下半年复苏的预判。19 年 6 月竣工累计同比下滑 12.7%，10 月竣工累计同比下滑 5.5%，降幅收窄了 7.2 个百分点，改善显著。观察新开工与竣工的累计同比增速，2017 年二季度开始出现了剪刀差，新开工的增速好于竣工，主要是房地产开发企业在 17-18 年加快了拿地、开工的周转速度，此前我们判断，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此 19 年竣工有望恢复，事实表明进入 19 年下半年以来，竣工需求确实有所改善，我们预计竣工的恢复至少贯穿 2020 年至 2021 年上半年，对玻璃需求有积极的提振作用。

图 41：房屋竣工面积累计值及累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

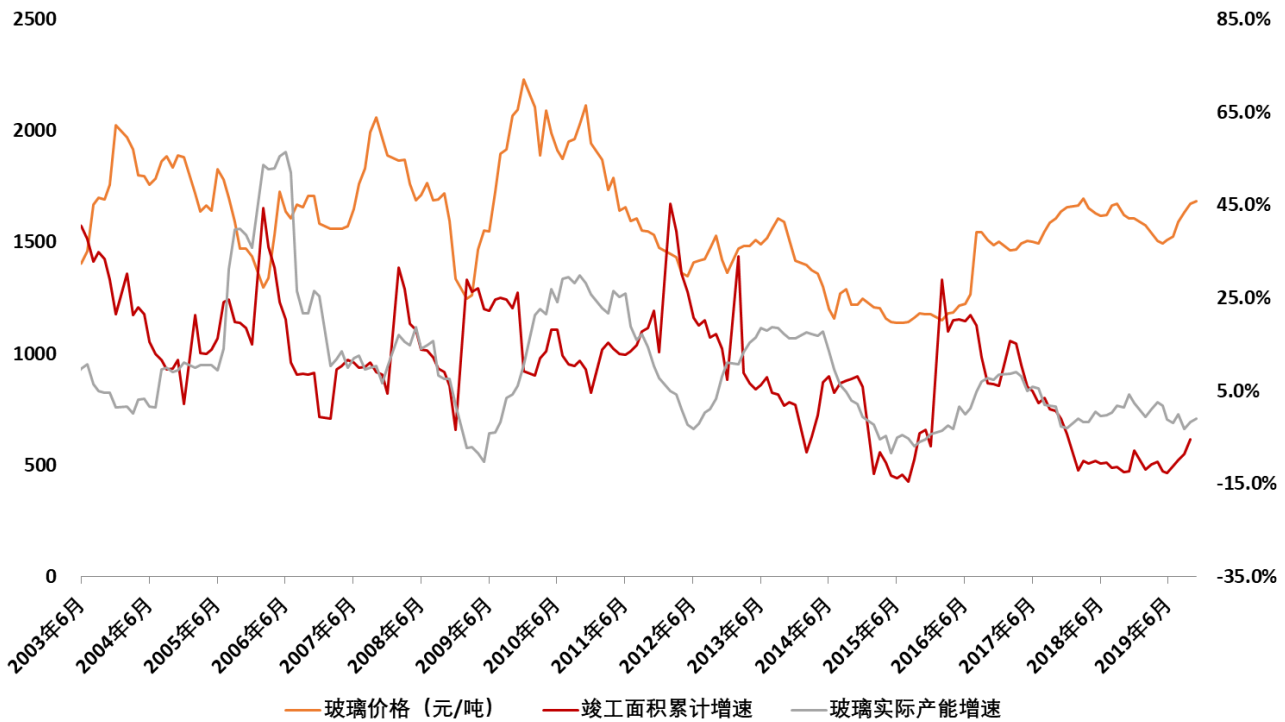
图 42：新开工及竣工累计同比增速对比



资料来源：wind，天风证券研究所

在房地产限制性政策不松动的前提下，需求走弱可能导致房企前端拿地、新开工的动力不足，土地购置和新开工面积可能逐步回落；同时按照一般常理，新开工之后一般两年内要完成竣工交房，因此竣工数据可能逐步回升，新开工和竣工数据的剪刀差有望减小，对玻璃需求有一定提振作用。

图 43：玻璃价格与供需变化

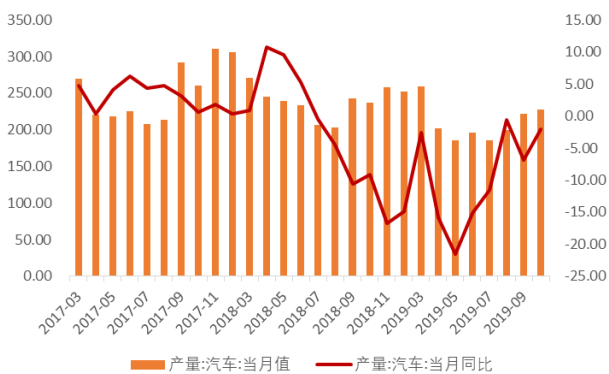


资料来源: wind, 中国玻璃期货网, 天风证券研究所

长期来看, 在供给侧改革之前, 需求对玻璃价格的边际作用大于供给, 但是在 16 年至 18 年玻璃行业供给收缩显著, 比如 17 年下半年-18 年上半年, 行业需求不佳, 但是供给收缩幅度更大, 导致玻璃价格维持高位。随着近期供给变化的振幅减少, 需求的边际作用更大, 因此 19 年地产需求恢复后价格持续走高, 假设明年需求稳定抬升, 玻璃价格有望保持高位。

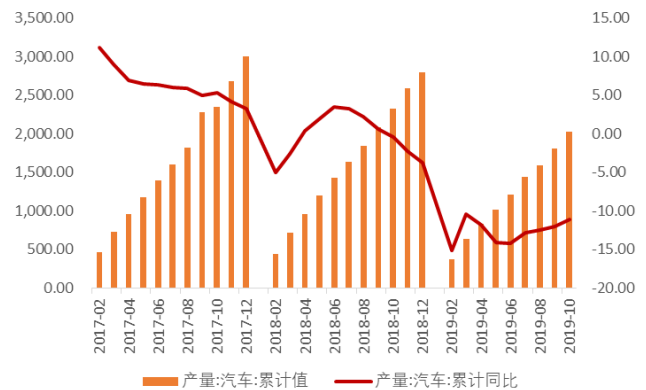
玻璃另一块需求汽车行业近两年表现不佳, 产量在 18-19 年累计下滑, 受房地产挤压可选消费、前期高油价以及新国六标准的推行, 导致汽车产量在 18 年 5 月之后有所下滑。今年受到 18 年低基数效应, 单月汽车产量增速有所改善, 累计增速降幅也在收窄, 预计这两年汽车行业走出底部周期, 对玻璃行业也会提供增量需求。此外我国汽车存量市场逐步增大, 汽车玻璃后装市场稳定增长, 比如汽车玻璃龙头信义玻璃抓住汽车玻璃替换市场, 近几年大力推动信义易车业务, 实现了快速增长。

图 44: 我国汽车当月产量及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 45: 我国汽车累计产量及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3.4. 纯碱价格下跌, 企业盈利空间增加

占玻璃成本较大的纯碱今年以来持续走低, 主要是纯碱行业产能略有增加, 纯碱价格从超过 2000 元/吨持续下跌到近期的 1646 元/吨, 对下游的玻璃企业来说, 在玻璃价格不断走

高的情况下，成本端还能不断下降，玻璃企业的盈利情况在下半年有较大改善。随着供给侧改革的深化以及环保政策的严格，纯碱价格的波动情况会变小，整体来看利于玻璃行业维持相对合理的毛利水平。

图 46：全国纯碱价格走势（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.5. 投资建议

玻璃企业的盈利主要来自于价格弹性，对于 2020 年玻璃价格我们预计价格中枢将高于 2019 年。需求判断预计 2020 年略有增加，一方面增量来自于竣工端的回暖，有望延续 2019 年下半年的态势，另一方面可以期待汽车需求的见底。供给方面预计平稳甚至小幅下滑，因此 2020 年整体玻璃供需需升，预计价格中枢高于 19 年的水平；分阶段看，预计 2020 年年初玻璃受到冬储影响以及需求还未启动，价格略有松动，而在二季度末后需求启动后，玻璃价格有望回到上涨态势。

#### 建议关注旗滨集团：

公司 2019 前三季度实现营业收入 65.32 亿元，同比增长 7.76%；实现归母净利润 9.27 亿元，同比下降 3.33%；综合毛利率、净利率分别为 28.14%、14.19%。其中，三季度公司总营收 24.66 亿元，同比增长 7.60%，归母净利润 4.09 亿元，同比增加 34.60%。

需求恢复带动价格走高，业绩持续改善。我们此前判断房屋交付将进入恢复期，竣工数据会有所起色，而作为竣工最前端需求的玻璃自 6 月以来价格持续走高，在供给端变化不大的背景下，需求恢复是拉动玻璃价格走高的主要原因，竣工端需求明显起色，公司产能大受益显著，三季度当季归母净利大幅增长，当前正处于“金九银十”旺季阶段，公司产能主要覆盖华东、华南地区，旺季持续性长，预计四季度业绩有望继续保持增长。

成本端稳定，利润空间放大。玻璃生产的主要成本是纯碱，今年上半年整体价格基本在 2000 元/吨以下，近期有所下跌，因此在玻璃价格持续走高的情况下，毛利率净利率都环比提升；同时公司通过增资控股醴陵市金盛硅业有限公司并成功摘牌醴陵市浦口镇十八坡矿山采矿权，正在积极筹备硅砂矿建设工作，随着硅砂自给率的提升，成本端有望进一步压低。

中长期规划确保长期发展，股权激励激发企业动能。公司 2019 年 9 月发布《中长期发展战略规划纲要（2019—2024）》，争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30%以上、节能玻璃产能规模增加 200%以上，并要求产品高端化，使产品更具有竞争力。玻璃行业集中度不高，仍有提升空间，公司有望继续稳固自身浮法龙头的地位，并加快深加工业务的布局。还推出合伙人持股计划和员工持股计划，考核目标以 2016-2018 年营业收入平均值为基数，2021 年和 2024 年的营业收入复合增长率均不低于 10%。规划确保公司中长期发展的方向，而股权激励将高管、核心技术人员及员工的利益一致化，有望实现公司长

期持续的稳定发展。

投资建议：我们预计公司 19-21 年实现归母净利 12.46、13.77、14.97 亿元，EPS 分别为 0.46、0.51、0.56 元，维持“买入”评级。

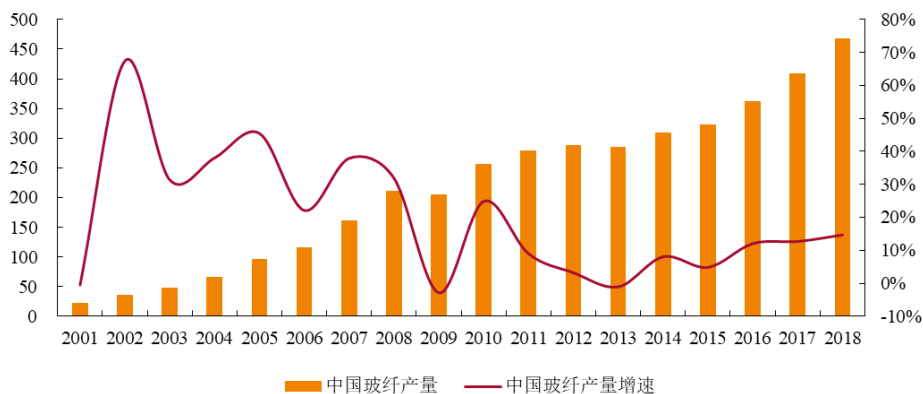
风险提示：大量生产线复产；房地产竣工需求大幅下滑；新开工项目不及预期。

## 4. 玻纤：行业筑底拐点渐近，2020 年行业有望回暖

### 4.1. 行业需求端维持较快增长

玻纤行业下游需求广泛，一方面下游的应用领域不断拓宽，另一方面多个领域玻纤材料应用的渗透率也在不断提升。从产量增速来看玻纤产量 2016 年、2017 年的产量增速均为 12%，由于行业下游需求的稳定增长和行业龙头企业收入端的明显提升，2018 年玻纤产量达到 468 万吨，同增 14.71%，增加 60 万吨。同时考虑到近期原纱价格回落，行业整体产销率情况或将有所下降。

图 47：中国玻纤产量（万吨）及增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 4.2. 行业供给阶段性增加

市场担忧行业供给新增带来的潜在负面影响，新增的供给可能直接冲击产品价格，进而对于企业盈利产生不利影响，因而我们对于 2018 年玻纤行业的产能新增做了梳理。结果显示，2018 年行业供给确实有阶段性的增加，从产能的投放节奏来看，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年预计国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主，2020 年行业供给压力预计将会有所缓解。

表 4：2018 年玻纤产能（万吨）投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018/5	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018/5	无碱粗砂

长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗纱
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗纱
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产		非电子纱
江西元源	上犹	1 线	5	5	在产		电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2017 年 11 月	无碱粗纱
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月 21 日	无碱粗纱
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月 15 日	无碱粗纱
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
中国巨石	桐乡	1 线	6	6	在产	2018 年 12 月	电子纱
安徽丹凤	安徽	2 线	5	5	在产	2018 年 10 月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2 线	8	8	在产	2018 年 12 月	无碱粗纱
泰山玻纤	泰安	6 线	10	10	在产	2018 年 11 月	无碱粗纱
18 年合计			85.5	86.5	同比	21%	
重庆国际	重庆	F11	11	11	在产	2019 年 3 月	风电纱
19 年预计			11	11	同比	2%	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

根据上表数据，2018 年玻纤产能新增合计为 86.5 万吨，同比增加 21%。根据玻纤产线新建、冷修技改和冷修的规划，2019 年全年新增产能绝对数值有望较 18 年显著降低，玻纤整体产品价格预计将会继续筑底，并且中低端产品价格仍将存在一定压力。

### 4.3. 投资策略：推荐中国巨石，关注中材科技、长海股份

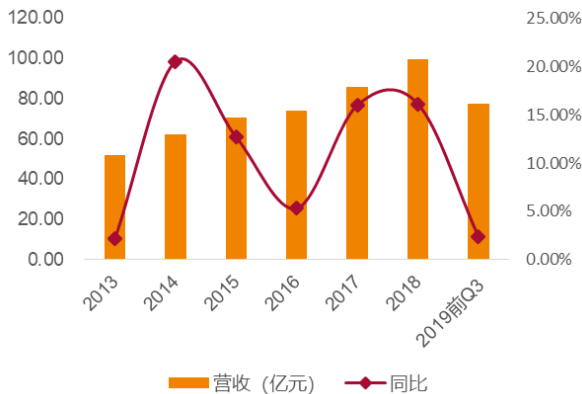
#### 4.3.1. 中国巨石

公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 77.38 亿元，同比增长 1.43%；实现归母净利 15.49 亿元，同比下降 19.02%。盈利能力承压，单季营收增速提升；公司 2019 年 Q3 单季实现营收 26.76 亿元，同比增加 2.47%，单季收入增速较前两个季度的 0.06%、1.71%有所提升，发货情况或有边际改善的迹象；单季度实现毛利率 38.9%，较前两个季度 41.2%、39.7%继续下滑，或同产品价格下降有关，盈利能力继续承压；前三季度期间费用率为 17.17%，较去年同期 14.14%明显上升，其中财务费用率提升是主要因素，从去年同期的 2.96%提升为 4.41%，主要原因为公司本期新增有息负债增加，预计同公司近年及未来的产能扩张及技改有关；前三季度综合净利率为 20.04%，较去年同期 25.14%有所下滑。

玻纤业务产品结构有望持续优化，2019 年上半年，受益于市场和政策的有效引导，玻璃纤维行业在控产能、调结构方面取得一定成效，但依然面临较大挑战。受 2018 年中国玻纤行业集中扩产影响，叠加经济下行压力，2019 年上半年玻纤行业整体呈现供大于求的局面，产品价格下降明显，落后产能企业的亏损面逐步扩大，中低端玻纤市场竞争激烈。从公司三季度经营情况来看，公司报告期末存货为 20.81 亿元，同中报期末金额基本持平，产品垒库情况逐步缓解；报告期末应收账款余额为 19.10 亿元，较中报期末金额出现下降，预计客户付款周期相对稳定。我们认为未来中低端产品价格竞争仍将较为激烈，公司有望通过产能结构的优化、产品附加值的提升强化在行业中的竞争优势。

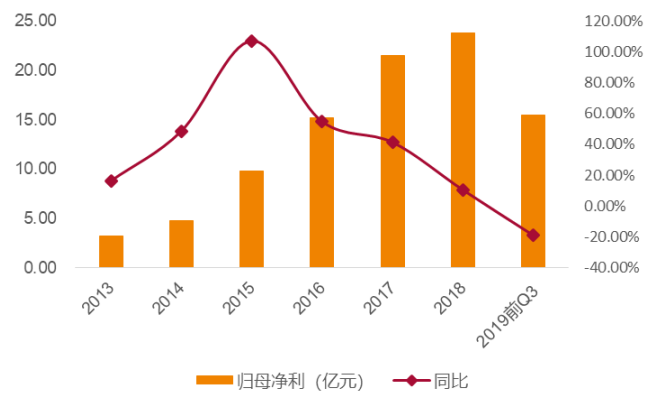
龙头逆势扩张，推进全球布局，报告期内，公司在恒业产能大幅提升的情况下，进一步加强生产工艺管控，各分厂开机率保持高位稳定，生产效率持续改进。产能方面继续加大差异化布局力度，美国项目如期点火投产，生产运行稳步开展，预计有望在今年全年实现盈亏平衡；印度项目扎实推进，开工在即；成都公司整厂搬迁有序进行。我们预计在玻纤行业下游需求稳定并且有结构性需求增量（比如风电）的情况下，玻纤价格有望逐步企稳或出现回升。公司作为行业龙头有望继续提升经营效率，在玻纤价格出现企稳或向好的阶段有望受益。

图 48: 公司近年营业收入及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 49: 公司近年归母净利润及同比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

**盈利预测:** 由于公司产品价格承压, 将公司 2019-2020 年归母净利润预测由 23.70 亿、27.81 亿下调为 19.46 亿、24.02 亿, 对应 EPS 分别为 0.56 元、0.69 元, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 全球玻纤需求出现大幅下滑; 海外项目进度不及预期。

#### 4.3.1. 中材科技

公司发布 2019 年三季报, 前三季度公司实现营收 95.34 亿元, 同比增长 22.21%; 实现归母净利润 10.19 亿元, 同比增加 36.66%。

单季扣非盈利增长势头持续; 公司 2019Q3 单季实现营收 34.71 亿元, 同比增长 13.62%; 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比增加 1.5%, 实现扣非归母净利润 3.49 亿元, 同比增加 17.9%; 公司单季实现毛利率 26.7%, 维持在较好水平; 报告期内经营活动产生的现金流量净额为 5.61 亿元, 同比大增 264.83%, 现金流情况有所改善。预计公司全年盈利有望保持较快增长势头。

风电叶片景气向好, 玻纤业务运行稳健; 我们认为风电市场景气度回升, 需求端支撑力度较强, 公司风电叶片产业积极推动产品结构优化升级, 引领行业技术进步, 开发出多款高性能产品, 同时公司在生产效率方面也有所提升, 产品质量得到国际一流客户的充分认可。玻璃纤维行业整体景气度有所下降, 泰山玻纤持续优化产能规模及产品结构, 根据市场需求及新材料发展趋势积极调整产品结构, 经营情况维持平稳, 公司在产品差异化方面具备明显优势, 同时公司公告投资浸润剂项目及湿法毡项目, 预计投产后有助于进一步增强公司的成本控制能力, 提升产品品质, 同时增强玻纤制品领域的竞争力。

锂电隔膜持续加码, 气瓶业务盈利提升; 报告期内, 公司在山东滕州建设的锂电池隔膜一期项目 4 条年产 6,000 万平米生产线运行状态良好, 产品性能优越, 并已为主流电池企业批量供货。2019 年 8 月, 公司向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60% 股权, 迅速提高市场份额, 深入绑定战略客户, 加快实现锂电池隔膜产业战略规划, 未来随着产业放量, 将为公司带来新的利润增长点, 同时公司公告投资锂电隔膜装备公司, 未来或将有助于提升公司在隔膜产业的综合竞争力; 公司氢气瓶产业紧跟燃料电池行业变化, 加强技术储备及产品开发, 目前产品主要面向商用车及无人机市场, 报告期内, 氢气瓶销量较上年同期实现大幅增长, 毛利率同比大幅上升, 半年度实现净利润 4019.53 万元, 较上年同期增长超过 1000%, 公司气瓶产业主要围绕 CNG、氢燃料气瓶、储运等方向发展, 率先研发完成国内最大容积 165L 及 320L 燃料电池氢气瓶, 未来具有较好的发展前景。

**盈利预测:** 我们预计公司 19 年、20 年归母净利润为 13.80 亿元、15.62 亿元, EPS 为 0.82 元、0.93 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 全球玻纤需求出现大幅下滑; 风电装机、锂电盈利不及预期。



### 4.3.2. 长海股份

公司发布三季报，报告期内公司实现营业收入 16.65 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 20.58%。

单季收入增速小幅下滑，收现情况改善；公司 2019Q3 单季实现营业收入 5.80 亿元，同比下降 2.32%；实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 2.74%；公司单季实现销售毛利率 29.66%，在玻纤产品价格承压的情形下，维持在较好水平；实现净利率 15.43%，同比仍有提升。前三季度实现三项费用率 13.50%，同比略有提升，其中财务费用率有所提升，与公司汇兑收益减少有关。现金流方面，公司收现情况持续改善，2019Q3 单季收现率达到 80.7%，为近几个季度的最好水平，2019 年呈现逐季改善的趋势，与此相应的是公司前三季度经营活动产生的现金流量净额同比提升 35.59%，现金及现金等价物净增加额同比增加 47.22%。

实现产业链纵向布局，平滑周期波动；公司拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链，及子公司天马集团以玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的横向产业链。通过整合，公司实现了横纵向产业链的延伸，形成了产业链优势，提高了劳动生产率。公司与子公司天马集团在原料、产品、设备、客户等方面存在极高的相关度，子公司天马集团生产的化工辅料是公司现有各类玻纤制品的重要原材料之一，天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司生产的短切毡、薄毡等玻纤制品，形成了较为完整的玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复合材料产业链，有助于抵御行业性的周期波动。

第二期股份回购完毕，彰显公司信心；公司于 2018 年 7 月 25 日召开的 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购公司股份预案的议案》；截至 2019 年 7 月 24 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 6,490,300 股，占公司总股本的 1.53%，最高成交价为 10.30 元/股，最低成交价为 7.575 元/股，支付的总金额为 57,574,675.35 元（含交易费用）。至此，公司本次回购股份已完成。本次回购或用作公司股权激励或员工持股计划，彰显公司对未来发展的信心。我们认为目前行业整体处在盈利的底部区间，未来行业以及公司的收入规模和盈利能力仍有进一步提升的空间。

**盈利预测：**由于玻纤及制品价格承压，我们将公司 2018 年、2019 年的归母净利润由 3.29 亿元、3.95 亿元调整为 3.22 亿元、3.65 亿元，EPS 为 0.76 元、0.86 元，维持“增持”评级。

**风险提示：**新产品投放不及预期；产品价格下降；汇率大幅波动影响公司利润。

## 5. 成长建材存在结构性机会

不同主业的建材企业位于房地产建设周期的不同阶段，水泥、钢材、混凝土等材料作为房屋主体建设材料，主要在地产动工、开工阶段使用，玻璃、防水卷材等在地产主体建设完工之后，作为主体外封装材料，而伟星、北新、蒙娜丽莎等装修类消费建材，在地产竣工之后，视全装修与否需求主体不同。从指标上观测，根据大部分消费建材功能及其在地产建设周期所处时点，我们判断其需求主要受到房地产的竣工情况的影响。

2019 年 1-10 月房屋竣工面积累计同比下滑 5.5%，降幅比前值继续收窄 3.1 个百分点，占比约 70%的住宅竣工面积下滑 5.5%。看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 5 个月改善，10 月单月同比增长 19.22%，竣工端数据优异。我们建议关注 3 个方面，一是品牌企业市占率有望加速提升，主要受益行业景气底部内生整合；二是地产精装与家装公司集采扩大趋势下，B 端增速快于 C 端零售，关注 B 端占优标的以及 B/C 模式转换成本较低的标的；三是 7 月 30 日中共中央政治局会议提出“实施城镇老旧小区改造等补短板工程”，我国既有建筑面积大，旧改市场需求有望释放，优先关注涂料、防水、管材等需求增量。相关标的包括，石膏板龙头北新建材、防水龙头东方雨虹、瓷砖龙头帝欧家居&蒙娜丽莎、涂料龙头三棵树、管材龙头伟星新材等。

图 50：地产施工周期所需建材及其相关标的



资料来源：天风证券研究所

### 5.1. 防水篇：收入、业绩同比较快增长，盈利能力回升

从防水行业上市公司的情况来看，2019 前 3Q 共完成营业收入 172.17 亿元，收入同比上升 43.67%；实现归母净利润 19.18 亿元，同比增长 43.66%；销售毛利率 33.68%，同比上升 0.54 个百分点，销售净利率 8.69%，同比下降 0.64 个百分点。

防水类上市公司整体业绩总体实现增长，收入端整体维持较快增长，净利润出现较为明显的分化，其中，凯伦股份、科顺股份、东方雨虹营业收入均实现较高增长，涨幅分别为 71.41%，58.07%，40.89%。从盈利角度看，毛利率水平略有上升，预计同行业产品价格变动和成本变动有关，净利率方面，凯伦股份、东方雨虹、科顺股份净利率同比出现提升，体现出较好的成本控制能力。同时，凯伦股份营收增速高于其他几家防水企业，后发优势较为明显。从 2019 前 3Q 三项费用的角度来看，各公司表现略有差异。整体来看，四家防水上市公司三项费用率涨跌互现，其中提升幅度的最大的为飞鹿股份。凯伦股份销售费用率同比降低 1.33 个百分点，公司前期销售投入转化为收入增长，进而摊薄费用，财务费用率略有提升；科顺股份三项费用率整体维持稳健；东方雨虹管理费用率延续下行态势，预计同摊销费用的减少有关，财务费用率略有增加，同公司融资成本略有提升有关。我们认为行业 2018 年经历了原料成本上涨后，产品价格有所提升，2019 年产品价格中枢提升使得行业盈利水平边际改善。继续推荐防水龙头东方雨虹，关注科顺股份、凯伦股份。

表 5：2019 前 Q3 防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

		营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）		毛利率(%)		净利率(%)	
		2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)
300715.SZ	凯伦股份	6.90	71.41	0.71	73.97	37.48	0.93	10.31	0.50
300737.SZ	科顺股份	33.26	58.07	2.69	28.22	33.69	0.48	8.10	0.09
300665.SZ	飞鹿股份	3.06	19.57	0.11	-58.43	27.08	0.84	4.12	-3.37
002271.SZ	东方雨虹	128.95	40.89	15.66	48.11	36.46	-0.11	12.23	0.23
	合计	172.17	43.67	19.18	43.66	33.68	0.54	8.69	-0.64

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

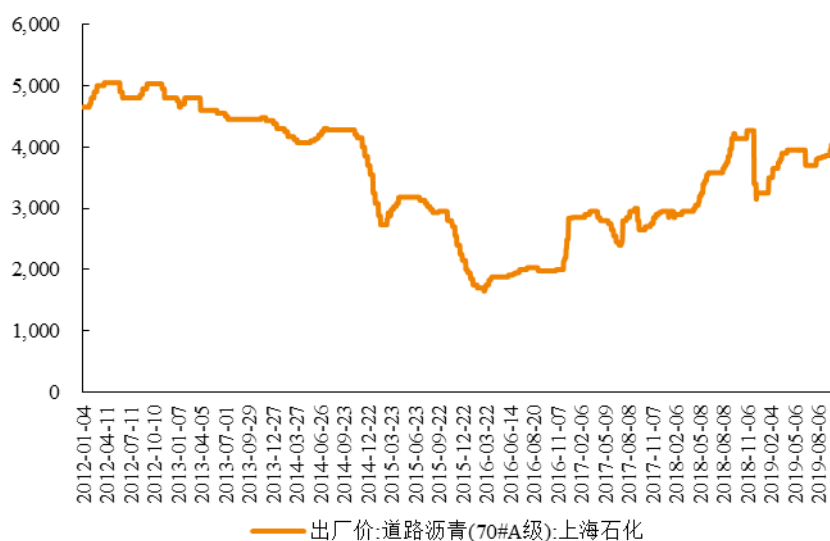
表 6：2019 前 Q3 年防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

		销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)		三项费用率 (%)	
		2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)
300715.SZ	凯伦股份	11.85	-1.33	8.98	0.14	1.45	0.45	22.29	-0.73
300737.SZ	科顺股份	12.65	-0.24	8.71	-0.25	0.62	-0.27	21.98	-0.76
300665.SZ	飞鹿股份	8.48	1.09	12.10	2.72	3.14	1.15	23.72	4.96

002271.SZ	东方雨虹	11.92	-0.15	7.22	-1.91	2.42	1.07	21.57	-0.99
-----------	------	-------	-------	------	-------	------	------	-------	-------

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 51：沥青（70A）：上海石化（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 5.1.1. 东方雨虹：

公司发布 2019 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 128.95 亿元，同比增加 38.64%；实现归母净利 15.66 亿元，同比增加 40.55%。

#### （1）龙头地位稳固，高基数下收入维持较快增速

公司前三季度实现扣非归母净利 13.04 亿元，同比增加 31.06%，同归母净利增速差异的主要原因为非经常性损益中 3.28 亿元的政府补助。报告期内，公司三项费用率有所降低，由 18 年的 22.56%降低为报告期内的 21.57%，其中管理费用率由 7.45%降至 5.69%。公司 Q3 单季实现营业收入 49.87 亿元，同比增加 35.2%，实现归母净利 6.50 亿元，同比增加 31.1%，单季销售毛利率维持在 36.3%的高位，销售净利率为 13.08%，环比 Q1、Q2 有所提升，盈利能力较强。

#### （2）业务拓展，现金流阶段性承压

公司报告期末在建工程余额较期初增加 112.29%，公司新建工厂扩充产能的步伐仍在持续推进，未来业务拓展具备产能支撑；公司报告期末应收账款余额较期初增加 45.43%，同时公司采用收到的承兑票据背书转让的方式偿付部分货款，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金发生额较上期增加 17.68%，此外公司报告期内还有较大金额的其他应收款，系支付履约保证金增加所致，对应公司经营活动产生的现金流量净额阶段性承压，较上期明显减少。总体而言，公司仍然处在产能拓展、业务拓展的增长渠道中，资金需求较大，现金流情况阶段性承压。

#### （3）组织变革成效初显，股权激励助力公司发展

公司组织变革成效初显，工程建材集团组建北方、华南、华东三大区，快速实现直销及工程渠道的有效融合，充分发挥渠道+直销的综合优势；目前，公司形成了直销模式与工程渠道模式相结合的多维度工程市场营销网络，以及以零售渠道模式为核心的民用建材市场营销网络，充分激发工程市场和民用建材市场的活力和动能。另外，公司 2019 年 9 月 20 日公告实施第三期股票激励计划，授予的激励对象共计 2,189 人，覆盖范围较广，有助于绑定员工同公司利益，助力公司长期发展。

**风险提示：**沥青等原材料价格大幅上涨；应收账款坏账大幅提升；防水材料需求出现下滑。

**盈利预测：**由于公司收入维持较快增长，盈利能力较好，将公司 2019、20 年的归母净利润预测由 19.14 亿元、22.83 亿元调整为 20.25 亿元、24.34 亿元，对应 EPS 为 1.36 元、1.63 元，维持“增持”评级。

### 5.1.2. 科顺股份：

公司发布 2019 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 33.26 亿元，同比增加 64.60%，实现归母净利 2.69 亿元，同比增长 66.56%。

#### (1) 收入快速增长，盈利弹性显现

公司 2019Q3 单季实现营收 13.52 亿元，同比增加 75.4%，实现大幅增长，较 Q2 单季增速进一步提升，预计主因公司发货维持高增速；公司单季度实现毛利率 34.2%，较 Q1、Q2 环比改善，整体盈利情况有所好转，单季实现归母净利 1.03 元，较 2018Q3 单季大幅提升，公司盈利弹性较为明显。从前三季度公司费用率情况来看，公司整体费用率由 18 前 Q3 的 22.73% 下降为 21.99%，费用控制能力有所增强。与此同时，公司现金流情况维持稳定，前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 61.49%，同营业收入增速相匹配，应收账款期末余额较期初增加 41.01%，其他应收款期末余额较期初增加 37.92%，应收款项的增速维持在可控范围，低于营收增速，收入增长相对稳健。

#### (2) 逐步形成全国性产能覆盖，渠道完善拓展市场份额

根据公司半年报，公司已在广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、江苏南通建有生产基地，覆盖华南、华北、华东、西南、东北地区，同时正在建设湖北荆门、陕西渭南两大生产基地。公司采用直销+经销的销售模式。直销方面，公司在北京、上海、广州、深圳等地开设 13 家销售分公司；经销方面，公司根据不同防水市场需求在全国各地发展相应的经销商，目前在全国 30 个省份与近 1,000 家经销商建立了长期稳固的合作关系。公司正在逐步形成全国性产能覆盖，并通过完善的渠道快速拓展市场份额。

#### (3) 实施股份回购，稳步扩张产能

8 月 6 日，公司通过回购股份的议案，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购 5,000 万元-10,000 万元公司股份，回购价格不超过人民币 12.00 元/股，将用于员工持股计划或股权激励，或将有助于绑定公司同员工利益共同成长。9 月 3 日，公司通过对外投资议案，拟在福建明溪县投资生产基地，计划总投资额约为 70,000 万元，预计将有助于公司实施产能布局战略，提升公司新型防水材料的生产能力，加强东南地区产能供应及市场拓展力度。

**盈利预测：**由于公司盈利情况较好，我们将公司 2019 年、2020 年的归母净利润分别由 3.47 亿、4.53 调整为 3.50 亿元、4.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元，维持“增持”评级。

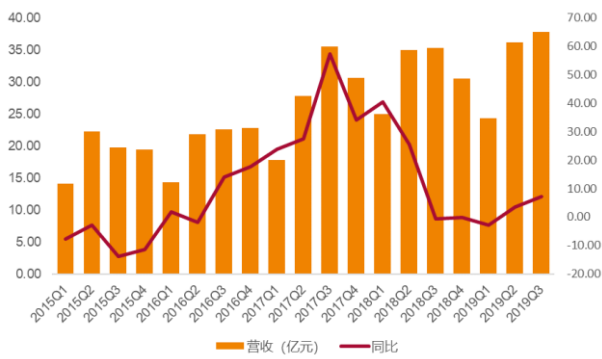
**风险提示：**沥青等原材料价格大幅上涨；应收账款坏账大幅提升；防水材料需求出现下滑。

## 5.2. 北新建材：淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期

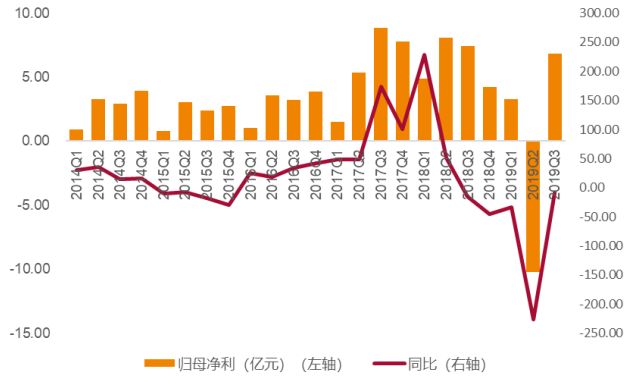
➤ 公司前三季度实现营收 98.17 亿，同比微增 3.2%，归母净利-0.11 亿，同比下滑 100.53%，其中，因诉讼和解导致的非经常性损益 18.46 亿，扣非后归母净利 18.42 亿，同比下滑 7.46%。单季营收 37.79 亿，同比微幅增长 7.21%，扣非后归母净利 7.44 亿，同比微幅下降 0.56%，单季毛利率 36.66%，环比提高 1.21 个百分点，我们预计与销量提高、成本下降有关。同时，公司预计全年实现归母净利 3-4.5 亿，加回诉讼影响为 21.46-22.96 亿。

图 52：公司单季度营收及同比

图 53：公司单季度归母净利及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 关于三季报, 市场较为关心的地方包括:

(1) 单季期间费用率 13.1%, 同比增加 2.89 个百分点, 销售、管理、财务费用率分别提高 3.54、0.29、0.1 个百分点, 其中, 销售费用大幅增长 170.56%, 主因公司及子公司运输费、广告宣传及展览费增加, 财务费用同比增长 47.5%, 主因子公司费用化的借款利息支出同比增加 (判断可能与不同阶段产能建设进程、资产使用状态有关), 以及汇兑损失同比提高。

(2) 营业外支出同比增加 5287 万, 对应+144.8%, 主因人民币汇率变动引起预计负债变化, 和解费的汇兑损失增加。

(3) 经营现金流量净额下降 25.09%, 单季同比下降 10.66%, 无论是单季还是累计, 经营活动现金流入均同比提高, 主要是支出同比增大, 可以观察到 2 个较为明显的变化, 一是支付给职工以及为职工支付的现金今年以来逐季有 15-36% 的增幅, 二是支付其他与经营活动有关的现金 (部分费用、营业外支出等) 同比增加显著, 单季同比提高 242.7%。

(4) 投资现金流量净额同比增加 32.44%, 主因理财收回的本金同比增加额大于在建项目、土地款支出的同比增加值。

(5) 应收账款比年初增长 372.95%, 主因公司实施额度加账期的年度授信销售政策, 应收票据&账款在收入中占比 4.99%, 低于去年同期的 5.11%, 同样低于半年末的 7.75%。(6) 一年内到期的非流动负债比年初增加 2.6 亿, 增幅为 684.12%, 主因所属于子公司长期借款重分类, 因此长期借款降低 54.04%

**诉讼和解轻装上阵有助海外进程, 50 亿产能规划有助市占率稳步提升。**截止 2019H1, 石膏板产能 27 亿平, 年初为 24.7 亿平。公司制定 50 亿平全球产能规划, 加快落实“国际化”战略, 目前已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业, 开业当年即实现盈利, 今年乘胜追击将原 600 万平拓展为 1500 万平, 此外, 还积极拓展乌兹别克斯坦项目。前期诉讼案持续较长时间, 占用公司经营管理时间精力、对当期利润带来不确定性, 大范围和解靴子落地有利市场信心和公司国际化进程。此外, 公司积极开拓其他业务, 成长可期。公司通过收购四川蜀羊切入防水领域, 并在今年以来增加龙骨配套销售, 多点开花贡献业绩。

**投资建议:** ①高集中度的供给格局在消费建材领域较为少见, 行业磨底龙头扩张, 市占率有望继续提升; ②主观推动产品结构高端化, 增强盈利能力, 住宅精装趋势有利高端产品渗透, 同时可快速对接过往销售模式, 适应成本低; ③竣工连续回暖, 单平净利向上弹性大; ④现金流稳定资产质量优质; ⑤多点开花, 成长性可期。

**风险提示:** 石膏板量价变动不及预期, 原材料价格波幅不及预期。

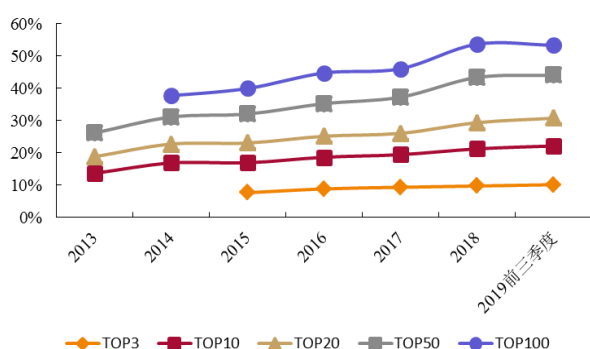
### 5.3. 瓷砖行业: 关注帝欧家居、蒙娜丽莎

**行业竞争加剧，龙头加速崛起。**陶瓷行业面临着全国环保督查的行业环境，环保整治力度、“煤改气”力度进一步加大，部分陶瓷产区生产经营阶段性受到一定影响，部分落后产能以及环保不达标的陶瓷企业被逐步淘汰及出现被关停整改，行业集中度不断提升。据中国陶瓷网统计，2015、2016、2017，建陶行业连续三年产量微增长，2018 年出现两位数负增长，2019 年 1-9 月，全国瓷砖产量 75.2 亿平方米，同比增长 7.7%，规模以上建筑陶瓷行业营业收入同比增长 6.6%。实现销售收入 1,197.28 亿，同比下降 7.67%。2018 年，全行业有 137 家、近 10%规模以上企业退出。2019 年 1-5 月，规模以上建陶企业 1161 家，同比减少 104 家。从目前的形势看，市场竞争异常激烈，行业处于深度洗牌当中，2019 年前三季度，帝欧家居、蒙娜丽莎收入同比分别增长 29.47%、17.44%，大幅跑赢行业，龙头市占率进一步提升。

**地产集中度提升叠加全装修政策推行，催化行业集中度提升。**近来房地产行业企业集中度不断提升，随全装修要求逐渐落实，直接影响下游行业集中度提升。同时随全装修政策推广执行，单家企业的全装修业务量也在快速提升。国内排名靠前的几家大企业，全装修比例基本在 50%以上，根据产业信息网 TOP3 房企-1744 恒大、万科、碧桂园全装修比例几乎都已达到 100%，预计直接推动建陶企业集中度提升。**环保趋严，环标加码，小产线面临淘汰境地。**

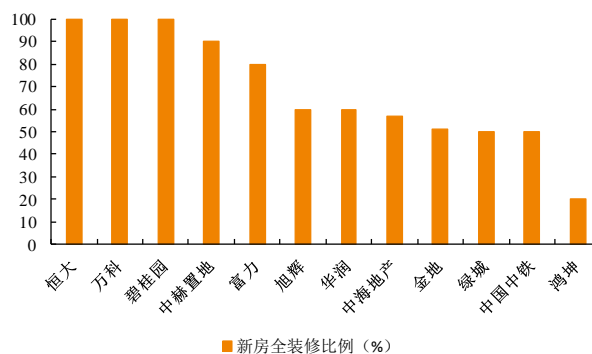
**竣工数据降幅继续收窄，1-10 月房屋竣工面积累计同比下滑 5.5%，降幅比前值继续收窄 3.1 个百分点，占比约 70%的住宅竣工面积下滑 5.5%，降幅比前值收窄 3 个百分点，我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 4 个月改善，瓷砖行业作为地产后周期装修行业，竣工数据的改善或将带动瓷砖销售回升。**

图 54：前 100 房企市销售额占率不断提升



资料来源：CRIC，天风证券研究所

图 55：主要地产商全装修比重 (%)



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 工程零售齐发力，规模效应持续凸显——帝欧家居

**工程端业务持续放量。**帝欧家居公司瓷砖业务保持高速增长趋势，欧神诺借助多年来自营工程服务团队累积为集团采购提供优质的服务能力和完善的服务体系等丰富经验，赢得了房地产开发商的青睐，不但继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长，在深化与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型房地产开发商合作的同时，陆续与敏捷、海伦堡、合正、华侨城、景瑞、电建、鸿通等大中型房地产开发商客户构建了合作关系，进一步巩固公司快速发展的势头。随公司产能进一步释放，减少外协采购比重，规模效应凸显助力降本增效。公司在工装市场上已占有主要市场地位。

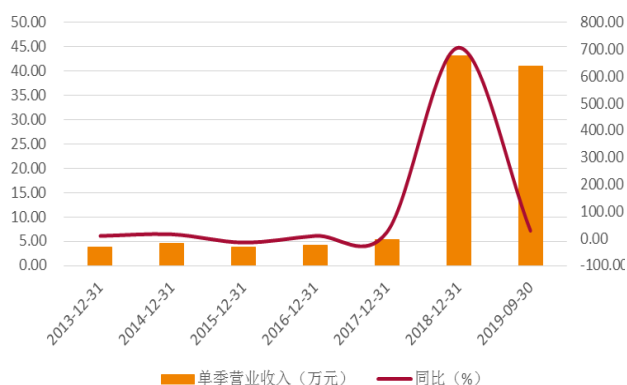
**零售渠道下沉，“1+N”战略值得期待。**欧神诺在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖、实行通路与服务下沉：通过 1) “全面布网”细分县级空白点；2) 推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局。同时利用欧神诺多年来积累的工程服务经验帮助经销商开拓整装和工装市场，为零售发展提供新的增长模式。截至 2019 年 6 月 30 日，欧神诺陶瓷经销商逾 800 家，终端门店逾 2400 个，经销商门店比去年年底增加 700 家，我们预计全年经销商数量有望继续增长。9 月公司发布了“1+N”战略，“1”代表建筑陶瓷，“N”代表围绕陶瓷延伸的多种相关品类，我们认为“1+N”战略是公司陶瓷研发能力跟市场规模日臻成熟的必然结果，值得期待。

#### 坚持技术创新，延续渠道下沉，建设滕县新基地——蒙娜丽莎

**坚持技术创新，品牌知名度和影响力不断提升。**蒙娜丽莎公司在传统瓷砖的基础上，加大对大规格陶瓷薄板、陶瓷大板、超石代岩板的研发与生产力度，使大规格产品成为公司的优势产品之一，生产和销售占比不断提升。蒙娜丽莎品牌处于行业一线品牌，具有丰富的品牌文化和内涵，公司在建成蒙娜丽莎文化艺术馆的基础上，不断丰富、挖掘、提炼、传播品牌文化；加大在高铁、机场、户外、电台等高端渠道的广告投放，蒙娜丽莎品牌知名度和影响力不断提升；公司与万科连续 10 年合作，并连续多年获万科 A 级供应商。

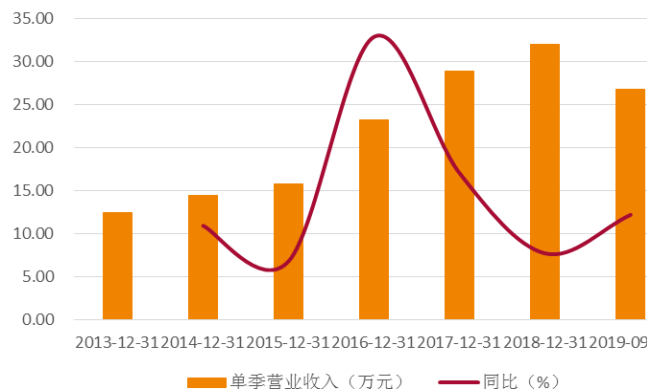
**延续渠道下沉，建设滕县新基地。**延续渠道下沉策略，大力拓展县镇级市场，新客户开发较为理想，渠道下沉及市场拓展取得较大成绩；同时，公司凭借丰富的向大型工程供货的经验，与碧桂园、万科、保利、恒大、中海、绿地、融创等一批大型房地产商保持多年良好合作关系，并在全国形成了多项代表性工程项目，产生了较好的示范效应。2019 年公司第三个生产基地滕县生产基地正式建设。“滕县蒙娜丽莎陶瓷生产项目”建成后，将有望打造生产效率高、智能化程度高的现代化生产线，打造行业内具有示范标杆性的生产基地，项目达产后将整体提升公司的产能，进一步提升市场竞争力，为公司持续发展提供产能保障。

图 56：2013 以来帝欧家居营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 57：2013 以来蒙娜丽莎归营收及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5.4. 建筑涂料：集中度提高，重视 B 端加速增长

我们认为当前建筑涂料行业正在发生重要的改变，首先是集中度提升带来龙头业绩与小企业分化明显，其次是国内民族品牌正抓住 B 端市场的机会争取赶超外资品牌，最后是涂料需求的稳定增加，源于短期地产竣工回暖以及长期二次装修和老旧小区改造带来的重涂需求增加。继续推荐三棵树，建议关注亚士创能。

### 5.4.1. 集中度提升趋势明显

近几年建筑涂料行业呈现集中度提升的趋势，龙头企业增速可观，小企业面临亏损或者倒闭的境地，预计这种趋势将会延续多年。建筑涂料集中度提升首先源于下游地产开发商集中度提升，根据 2019 中国房地产开发企业 500 强测评研究报告，前四大房地产开发企业销售金额占比（CR4）从 2013 年的 6.93% 上升至 2018 年的 14.17%，而以销售金额计算的 10 强、20 强、50 强、100 强房地产企业市场份额分别为 24.04%、36.06%、51.95%、63.50%，除了十强的份额变化不大，其他数据分别较上年增长 3.85、6.66、8.26 个百分点，地产开发商的集中度提升趋势明显。此外，根据人民法院公告网搜索情况显示，2019 年年初至今已有 400 家左右的房地产开发企业破产，破产企业多为地方性小型房地产开发商，也侧面反映更多的市场份额被龙头企业获得。

表 7：建筑涂料开放商首选率排名

序号	2016 年		2019 年	
	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	20%	立邦	20%
2	多乐士专业	17%	三棵树	19%
3	亚士漆	17%	亚士漆	18%
4	三棵树	17%	富思特 固克	9%
5	富思特	11%	嘉宝莉	8%
6	华润	4%	美涂士	6%
7	PPG=申纽丽	4%	多乐士专业	3%
8	美涂士	2%	巴德士	3%
9	巴德士	2%	经典	2%
10	固克	2%	久诺	1%

资料来源：涂界，天风证券研究所

伴随着地产龙头集中度提升，立邦、三棵树、亚士创能等在地产供应首选度最高的企业受益显著，B 端产品有望持续放量。一方面龙头地产增速高，带动其优质供应商快速发展，比如恒大在 2017-2021 年期间向三棵树意向采购总金额约 20 亿元，是三棵树快速成长的重要推动力；另一方面龙头地产企业也正在提高集采比例，因为建筑外墙涂料作为定制化产品，与防水卷材的标准化比起来，集采难度偏大，各个楼盘项目要求不同，而全国性布局的建筑涂料企业少，供应能力有限。随着近几年国内涂料企业的发展，以三棵树、亚士为首的龙头在产能、技术和服务能力大幅提升，赶超了多乐士、PPG 等海外品牌，国内龙头地产企业也开始与涂料供应商开展集采，根据 18 年公告，亚士创能与万科、恒大等约 70 家主流房企达成集采战略合作，三棵树则与国内 10 强地产中的 8 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，集采比例的提升也将给涂料龙头带来更多 B 端的成长机会。

表 8：近几年涂料相关政策及法律法规

颁布时间	法律法规和政策名称	颁布单位	法律法规和政策相关内容
2016 年 6 月	《国家危险废物名录》	环保部	水性涂料生产和使用过程中产生的废物将不被列为危险废物
2016 年 7 月	《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	工信部、财政部	重点推广水性涂料、粉末涂料、高固体分涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料(UV 涂料)等绿色涂料
2016 年 12 月	《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录》	工信部、科学技术部、环保部	推广水性涂料替代溶剂型涂料
2017 年 9 月	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	环保部	2020 年全国工业涂装 VOC 排放量减 20%以上，重点地区减 30%以上
2018 年 1 月	《环境保护综合名录(2017 年版)》	环保部	列出“高污染、高环境风险”产品名录；新增涂料



2019年6月 《重点行业挥发性有机物综合治理方案》 环保部

行业五类产品为“双高”产品  
大力推广使用低VOCs含量木器涂料、建筑物和构筑物防护涂料等

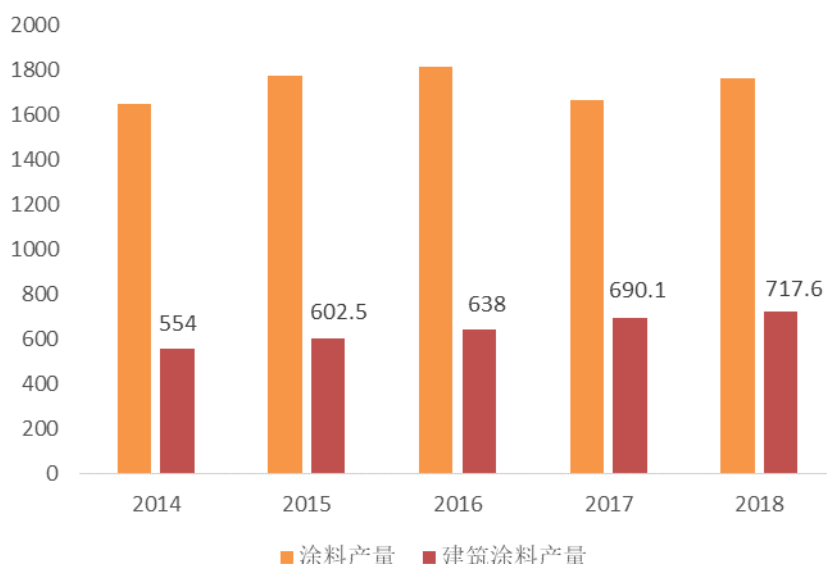
资料来源：环保部、工信部等政府部门，天风证券研究所

与地产行业相似的是，涂料行业中小企业也在面临大面积关停、破产的问题，除了竞争力不足以外，最大的问题在于环保不达标。早期涂料也被叫做油漆，由于含有大量VOCs，即挥发性有机物，其中含有苯和甲醛等有害物质，对人体有害，并且在生产过程中会污染臭氧并增加PM2.5污染。随着技术进步，大部分涂料龙头企业相应国家号召，大力推进“油改水”，现在的主流涂料基本不含有毒物质，也是涂料品牌主推的产品。然而小企业研发能力弱，产品革新速度慢，无法满足消费者对健康需求，叠加近几年环保要求高，关停数量众多。2018年中国涂料大会上，协会会长指出2016-2017年间，受环保法规影响，约四、五千家散乱污、微小型企业及下游涂装企业关闭。小企业的退出也给龙头企业让出了众多份额，预计未来行业的马太效应会继续显现。

#### 5.4.2. 行业需求稳步增长，重涂市场即将启动

涂料品种多，除了建筑涂料以外，还包括汽车、粉末、船舶涂料等，2018年我国涂料行业1336家规上企业产量达1759.79万吨，同比增长5.9%；1998家规模以上工业企业总额达3268.1亿元，同比增长6.5%，行业增长稳定。协会统计的是规模以上企业数据，根据涂界报道，8000多家涂料企业里收入超过亿元的企业数量约380家左右，75%左右的涂料企业每年经营收入规模在两千万以下，因此整体市场规模更大。

图 58：涂料及建筑涂料产量（万吨）



资料来源：中国涂料工业协会，天风证券研究所

建筑涂料与地产需求相关，包括新增以及存量翻新，因此每年产量稳定增加。建筑涂料是地产竣工的最后一环，因此涂料的需求量与房地产竣工面积数据相关。今年下半年以来地产竣工数据持续改善，短期来看建筑涂料的整体需求将会持续增加。除此以外重涂市场将会持续放量，当前我国涂料消费仍以首次涂刷为主，国外则是以重涂为主，我国既有建筑面积大，叠加今年政府多次提出“旧改”，涂料的二次涂刷市场有望打开。

表 9：2019 年“旧改”相关政策及会议

颁布时间	会议和政策名称	颁布单位	会议和政策相关内容
3 月 5 日	《2019 年政府工作报告》	国务院	城镇老旧小区量大面广，要大力进行改造提升
7 月 1 日	城镇老旧小区改造工作吹风会	国务院、住建部	城镇老旧小区改造保民生稳投资拉内需，一举多得；各地要因地制宜制定改造具体方案
7 月 12 日	《重庆市主城区老旧小区改造提升实施方案》	重庆市住建委、发改委	针对 2000 年以前建成的住宅小区，按照综合改造和管理提升两种途径，持续改造提升老旧小区。
8 月 15 日	《杭州市老旧小区综合改造提升工作实施方案》	杭州市人民政府	至 2022 年年底，全市实施改造老旧小区约 950 个、居民楼 1.2 万幢、住房 43 万套，涉及改造面积 3300 万平方米。
10 月 15 日	《关于推进全省城镇老旧小区改造工作的实施意见》	陕西省住建厅	从 2019 年起，逐步实施老旧小区改造工作，按照年度改造计划，完成城市、县城老旧小区改造任务。
11 月 26 日	《安徽省推进城镇老旧小区改造行动方案》	安徽省住建厅	2019 年至 2021 年，计划整治改造老旧小区 2600 个左右。

资料来源：国务院、住建部及地方政府部门，天风证券研究所

年初提出旧改工作要求后，各地陆续推出旧改相关政策和目标，建筑外墙及基础设施包括道路桥梁街道的外墙翻新有望陆续展开，B 端建筑涂料去求将被打开。此外内墙的翻新需求也不弱，我国现阶段存量建筑面积巨大，统计局数据显示，1981-2017 年，全社会竣工住宅面积 473.5 亿多平方米，加上 2018-2019 年数据，粗略估计我国既有住房面积超过 500 亿平方米，考虑到每 10-15 年翻新一次，整体翻新需求保持稳定，加上每年新增的竣工面积以及公共建筑面积等，每年的翻新需求不可小觑。龙头企业抓住翻新市场，立邦的刷新服务、三棵树的“马上住”服务通过销售涂料的同时还提供内墙刷新业务，把握住翻新市场。

### 5.4.3. 投资建议

**三棵树：**公司持续保持高增长，2019 前三季度实现营业收入 38.39 亿元，同比增长 67.00%；实现归母净利 2.72 亿元，同比增长 110.80%，实现扣非后归母净利 2.31 亿元，同比增长 112.86%；综合毛利率、净利率分别为 39.09%、7.43%。其中，三季度公司总营收 16.37 亿元，同比增长 68.17%，归母净利 1.54 亿元，同比增加 120.19%。

家装工程齐发力，下半年旺季来临延续高增长。公司 C 端产品今年实现高增长，前三季度销量增速达到 43.4%，显著高于去年同期增速，主要有以下几点原因。首先公司去年扩展渠道时注重经销商质量而非数量，招揽优秀且实力较强的经销商；其次公司今年在上海成立营销中心，加速进入一二线城市；最后是行业需求有所恢复，地产竣工数据环比改善，同时下半年是传统旺季，“金九银十”也是地产销售与房屋装修的集中时间，因此 C 端实现较快增长。工程端也继续维持高增长，前三季度销量同比增长 67.48%，地产大客户和 b 端经销商继续放量。同时今年旧改成为政府的重要议题，是重大民生工程和发展工程，老旧小区的翻新将会全面推广，而外墙的重涂是旧房翻新的主要环节，建筑外墙重涂需求有望大幅增长，利好公司工程端业务。

规模效应提升净利率水平。公司当前为了抢占优质经销商，给予部分让利，主动降低产品价格，虽然 C 端和 B 端产品价格分别下降了 11.96%和 3.83%，但是原材料也下降明显，主要的乳业、颜填料、树脂等价格下调幅度也超过了 10%，所以毛利率小幅下滑。净利率同比提升 1.81 个百分点，改善显著，公司去年提前布局扩大销售人员，导致费用提升较快，今年业绩增长明显，费用得到摊薄，预计随着营收规模的进一步扩大，净利率水平将继续提升。

行业空间大，长期增长可期。涂料行业集中度较低，随着消费者对环保健康的要求提升，

消费者的选择目标也向头部集中，公司作为国产涂料龙头，有望长期受益。除了 C 端，公司也把握住地产龙头集中度提升的机会，加强与龙头地产的合作，B 端规模进一步扩大，是国内为数不多的家装与工程涂料持续增长的优质企业。

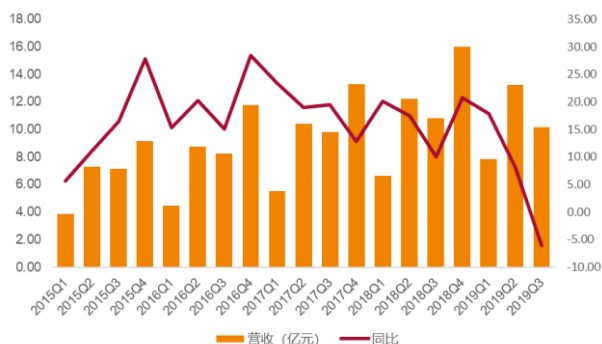
投资建议：得益于规模效应费用率降低以及防水业务的逐步释放，19-21 年归母净利润由 3.15、4.28、5.83 亿元上调至 4.13、5.43、7.42 亿元，EPS 分别为 2.21、2.91、3.98 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格增加；经销商及地产大客户拓展不及预期。

## 5.5. 伟星新材：零售阶段性承压，净利率稳中有升

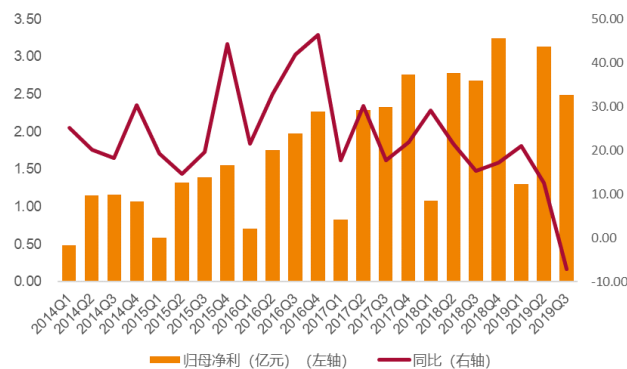
- 2019 前三季度实现营收 31.20 亿元，同比增长 5.15%，归母净利 6.92 亿元，同比增长 5.86%，其中，单季度实现营收 10.15 亿元，同比下滑 6.08%，归母净利 2.49 亿元，同比下滑 7.16%，单季度毛利率 47.71%，净利率 24.55%，分别下滑 1.77、0.3 个百分点。

图 59：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 60：公司单季度归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

关于三季报，我们提示关注以下几点：

(1) 三季度经营承压，精装影响较为突出。根据奥维云网统计，今年 1-8 月累计角度，从房间套数规模结构来看，住宅精装开盘项目主要分布在华东、二线城市，全国占比分别为 36.8%、64.6%，华南仅次于，地区占比 23.1%。而华东是公司核心重点区域（上半年华东收入占比 50%，华南占比 3.56%），精装对零售业务的影响难以避免，考虑到价格体系没有明显波动，我们预计压力主要来自零售销量。此外，市场较为关注的预收账款 4.22 亿，同比下降 13.26%，存货 7.56 亿，同比提高 33.33%。市政工程方面，预计公司继续严控订单质量，延续上半年趋势，因此应收&票据的收入占比为 12.16%，同比/环比下降 0.29、5.24 个百分点。建筑工程方面有望延续上半年态势。

(2) 单季毛利率为 47.71%，同比/环比下滑 1.77、0.22 个百分点，以燕山石化 PPR4220 为代表的原材料价格 Q3 单季度均价出现同比/环比 9%、5%的显著下降，但二季度有 0%、4%的变动，结合公司有备货习惯，预计单季度原材料价格下降可能在当季不能充分反映，零售销量承压以及建筑工程增速快于零售带来的产品结构变化，仍然是毛利同比下降的主因。

(3) 单季净利率为 24.5%，同比下降 0.3 个百分点，环比继续提升 0.81 个百分点，我们观察到期间费用率 19.55%，同比/环比下降 0.27、0.61 个百分点，主因销售/研发/财务费用同比下降 3.18%、12.8%、515.63%，其中财务费用同比减少主因收到银行利息收入增加。

(4) 资金状态较为充沛。现金及等价物净增加额同比增加 9.84 亿，主因本期投资现金流量净额大幅增加 10.97 亿（收回对新疆东鹏的部分投资以及理财减少）。此外，经营现金流量净额同比增长 9.42%，货币资金同比增长 72.79%（理财产品减少）。

投资建议：对于 C 端渠道为主的企业，短期虽然面临零售需求低迷、消费方式改变、竞争

加剧等市场变化，但公司大力开发薄弱潜在市场，同时工程业务注重经营质量，严格把关应收，此外，还应关注到公司同心圆业务成效初显，PVC 线管以及各类家装管道系统配套销售力度加强，上半年 PVC 业务同比增速近 30%，净水及方式业务增速同比高达 90%。未来业绩弹性可聚焦区域开拓、同心圆产业链拓展、市占率提升。

**风险提示：**华东精装加速渗透；建筑工程业务增长空间不及预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com