

建筑材料

装修建材 2019 年投资策略：成本下降、格局改善、模式创新

需求变局：波动收窄，零售端承压、工程端仍是快车道。商品房销售面积增速向下，月底增速连续为负，绝对值仍处历史高位，但景气下行趋势较为明显。我们预计 2019 年销售面积增速转负，但波动幅度弱于以往周期，全年判断前低后高，区域上一二线城市向上，三四城市向下；大地产商集中度提升趋势仍将持续，同时受益政策推动全装修推盘明后两年有望进入落地释放期，战略集采+全装修推进之下，工程端业务仍是快车道，有相应工程端业务布局且具备扩张的龙头公司仍将持续受益。特别是对于此前以经销模式为主、竞争较为分散或较晚进行战略集采的品类，如瓷砖、管材等。

中游盈利回升：成本向下、格局向好，中游建材制造龙头受益。随着供给侧发生转折，此前上游价格大幅上涨对中下游制造企业成本形成压力有望得到缓解，利润分配有望从上游向中下游转移。与装修建材制造相关的上游原料和能源，价格均有不同程度的下降，预计将带来成本端压力的缓解，盈利有望回升。同时此前的环保、营改增等政策因素驱动下，小企业经营成本和资金成本增加并加速退出，细分龙头竞争格局改善、份额提升趋势比较明显。因此受益原料成本下降，毛利率提升的同时自身具备较强扩张能力、有望保持销量增长的龙头企业业绩弹性较大。

模式探索：竞争优势强化与转变，多品类范围经济是发展方向。回顾工程消费建材板块多个上市公司的发展，多家企业通过发挥成本优势或差异化能力，竞争突围成长为行业龙头，并给二级市场带来丰厚的投资回报。装修建材细分品类较多且市场容量大，竞争分散且尚未形成具有多品类集成供应的龙头企业；同时，众多品类在渠道销售、客户资源等方面具有较强的业务关联和共享条件。参考国外龙头企业发展经验以及国内行业发展阶段，我们认为多元化业务布局是龙头企业发展战略的重要方向。

投资策略：1) 未来中下游成本压力缓解，龙头企业竞争格局改善，盈利提升。随着政策避免“一刀切”和企业环保能力提高，上游价格上涨动力逐渐消失，甚至会有所下降；龙头企业受益格局改善、份额提升，盈利弹性显现。**推荐北新建材、建研集团、龙泉股份、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、雄塑科技。**2) 地产商加快集中，全装修加速落地，地产集采成为增长快车道。多规格产品的生产成本可以扩量降本，通过获取足够多的订单来实现生产线的单一规格生产，**推荐帝欧家居、惠达卫浴。**3) 低成本规模经济和差异化品牌策略得到充分施展，龙头企业开始尝试进入相关品类，共享渠道、信息、品牌、管理等平台资源，获取范围经济性。**推荐坚朗五金、伟星新材。**

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、行业竞争风险、应收账款风险、原材料大幅波动的风险。

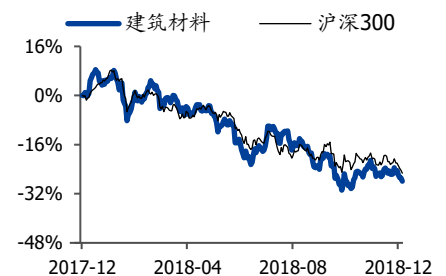
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002798	帝欧家居	买入	0.14	0.96	1.29	1.68	92.14	13.44	10.00	7.68
002372	伟星新材	增持	0.60	0.76	0.88	1.07	24.15	19.07	16.47	13.54
000786	北新建材	买入	1.39	1.61	1.93	2.31	10.01	8.65	7.21	6.03
002271	东方雨虹	买入	0.80	1.04	1.31	1.64	16.39	12.61	10.01	7.99
002398	建研集团	增持	0.28	0.39	0.51	0.62	16.21	11.64	8.90	7.32

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com



内容目录

一、需求变局：波动收窄，零售端承压、工程端仍是快车道.....	5
地产景气下行，预计 19 年销售增速转负，但波动小于以往	5
地产商集中度继续提升，全装修政策进入落地释放期.....	5
头部房企销售集中度跳增，提升趋势有望延续	5
全装修政策进入落地释放期.....	6
消费建材整体增速趋缓，零售端承压明显，工程端放量仍将持续	7
帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，战略集采加速集中度提升.....	8
凯伦股份：防水材料新秀，差异化竞争突围.....	9
二、中游盈利回升：成本向下、格局向好，建材制造龙头受益	9
成本向下：上中游原料价格下降， 利润分配向中下游转移.....	9
原材料和能源价格下降，有望缓解中游建材制造企业成本压力	9
2012-2016 年主要原料价格下行周期，毛利率变化回顾	11
格局向好，关注细分龙头盈利弹性.....	13
环保趋严等供给侧因素驱动，加速中小产能退出，龙头企业格局向好	13
原料成本下行趋势下，关注细分龙头盈利弹性	15
东方雨虹：防水龙头延续高增长，多品类扩张开启新一轮成长	15
建研集团：减水剂量价向上，检测业务稳步扩张.....	16
龙泉股份：PCCP 受益稳基建和成本下降，金属管件业绩持续释放.....	16
三、模式探索：竞争优势改善，多品类范围经济是方向	17
优秀企业不断打造核心竞争优势.....	17
北新建材：石膏板龙头，成本优势的典范	17
伟星新材：家装 PPR 管材龙头，“产品+服务”差异化竞争典范.....	19
向改善竞争优势转变，多元业务的横向战略成为方向	21
坚朗五金：建筑五金龙头，内外兼修，多品类扩张领先者	22
建筑五金专家，门窗幕墙五金龙头	22
建筑五金行业：品类多、订单分散，系统集成“制造+服务”成为竞争方向	22
专业直销+系统集成+信息化，“产品+服务+效率”兼具广度和深度	23
持续投入在前，收益渐显：多品类布局渐入收获期.....	25
海外对标：全球 MRO 龙头—固安捷	26
投资建议.....	27
风险提示	28

图表目录

图表 1: 商品房销售面积累计同比.....	5
图表 2: 房屋新开工面积累计同比.....	5
图表 3: 地产商销售面积集中度 CR10、CR20 变化.....	6
图表 4: 地产商拿地面积集中度 CR10、CR20 变化.....	6
图表 5: 多个省份全装修政策发布时间情况.....	7
图表 6: 多个省份全装修政策实施时间情况.....	7
图表 7: 以经销为主的公司收入季度增速变化.....	8
图表 8: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化.....	8
图表 9: 帝欧家居 PE-BAND.....	9
图表 10: 凯伦股份 PE-BAND.....	9
图表 11: PMI 主要原材料购进价格指数.....	10
图表 12: 英国布伦特原油现货价格 (美元/桶).....	10
图表 13: 秦皇岛动力煤价格 (元/吨).....	10
图表 14: 沥青出厂价格 (元/吨).....	10
图表 15: 螺纹钢价格 (元/吨).....	11
图表 16: 进口美废价格 (美元/吨).....	11
图表 17: 消费建材主要上市公司成本情况及占比.....	11
图表 18: 东方雨虹、凯伦股份、科顺股份毛利率变化.....	12
图表 19: 东方雨虹、凯伦股份、科顺股份净利润增长变化.....	12
图表 20: 北新建材、伟星新材、雄塑科技毛利率变化.....	12
图表 21: 北新建材、伟星新材、雄塑科技净利润增长变化.....	12
图表 22: 建研集团、龙泉股份、永高股份毛利率变化.....	13
图表 23: 建研集团、龙泉股份、永高股份净利润增速变化.....	13
图表 24: 蒙娜丽莎、欧神诺、惠达卫浴、坚朗五金毛利率变化.....	13
图表 25: 蒙娜丽莎、欧神诺、惠达卫浴、坚朗五金净利润增速变化.....	13
图表 26: 环保政策趋严, 组合拳限制排污总量.....	14
图表 27: 各细分行业市场规模、行业格局变化及龙头公司表现.....	14
图表 28: 东方雨虹 PE-BAND.....	15
图表 29: 建研集团 PE-BAND.....	16
图表 30: 龙泉股份 PB-BAND.....	17
图表 31: 北新建材股价表现 VS 上证指数表现.....	17
图表 32: 北新建材 2008-2017 年收入和利润规模.....	17
图表 33: 北新建材营业成本结构变化.....	18
图表 34: 北新建材主要成本占比情况.....	18
图表 35: 2009-2017 北新建材毛利率、净利率变化.....	18
图表 36: 北新建材 PE-BAND.....	19
图表 37: 伟星新材 2013 至今股价走势图.....	19
图表 38: 伟星新材 2012-2017 年收入和利润规模.....	19
图表 39: 伟星新材“星管家”服务模式.....	20
图表 40: 2012-2017 年伟星新材市场推广宣传费和销售业务费 (亿元).....	20
图表 41: 伟星新材与行业内主要公司销售费用率对比.....	20
图表 42: 伟星新材 PE-BAND.....	21
图表 43: 不同业务单元间的关联类型.....	21
图表 44: 消费建材上市公司多元化业务战略.....	22
图表 45: 坚朗五金收入规模变化 (百万元).....	22

图表 46: 坚朗五金净利润规模变化 (百万元)	22
图表 47: 建筑五金产业链	23
图表 48: 建筑五金细分品类	23
图表 49: 坚朗五金业务模式	24
图表 50: 坚朗五金国内销售联络点	24
图表 51: 坚朗五金产品系列	24
图表 52: 坚朗五金近两年来新增品牌情况	25
图表 53: 坚朗五金收入 VS 期间费用增速变化	26
图表 54: 坚朗五金毛利率、费用率和净利率变化趋势	26
图表 55: 坚朗五金销售人员数量变化	26
图表 56: 坚朗五金销售人员数量 VS 销售人均创收	26
图表 57: 固安捷股价表现 (对比标普 500)	27
图表 58: 固安捷收入规模变化	27
图表 59: 固安捷净利润规模变化	27
图表 60: 重点公司盈利预测及估值情况	28

一、需求变局：波动收窄，零售端承压、工程端仍是快车道

地产景气下行，预计 19 年销售增速转负，但波动小于以往

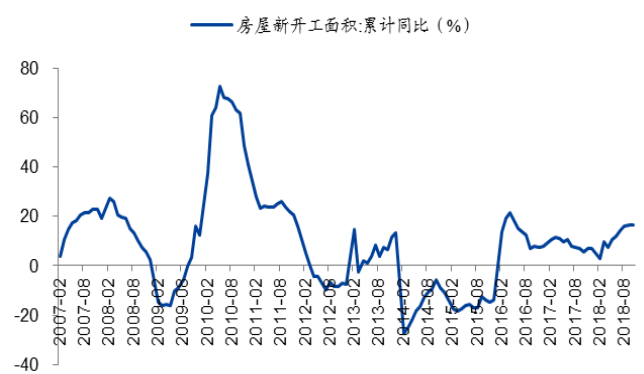
2018 年 1-10 月全国商品房销售面积为 14.86 亿平，同比增长 1.4%，增幅继续收窄，11 月单月同比下降 5.1%，连续 3 个月同比下降，销售下行趋势较为明显。商品房销售面积在绝对值上仍处在历史高位，但受到信贷收紧、限购、棚改资金收紧等政策影响，增速持续回落。受需求下行和市场走弱的影响，房地产企业为规避风险采用加快周转的策略，抢开工、促推盘销售的情况较为普遍，新开工面积同比已连续 6 个月两位数以上增长，使得短期供给增长明显；但在政策调控预期及融资环境仍然偏紧之下，房企拿地意愿逐渐减弱，土地成交面积和成交价款增速连续两个月回落，后续新增供应将会下行，也将对明年开工有所限制。从当前库存和去化数据来看，库存有上行趋势但是仍处于底部位置，因此在中期土地供应有所减弱趋势下，预计此轮地产周期库存累积较以往缓慢。参考我司宏观组对于明年宏观和地产方面的研究观点，我们预计 2019 年地产销售面积下滑-5%左右，但波动幅度弱于以往周期，全年判断前低后高，区域上一二线城市向上，三四城市向下；预计 2019 年房地产投资整体持平，全年判断前高后低；预计 2019 年房地产竣工面积大概率仍是下滑，全年判断前低后高。2019 年经济下行压力叠加贸易战影响，预计政策放松的需求有望开始出现，目前宏观政策和地产调控政策已有变化，部分城市政策已有松动，人才新政、限购松动等已开始出现。

图表 1: 商品房销售面积累计同比



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 房屋新开工面积累计同比



资料来源: wind、国盛证券研究所

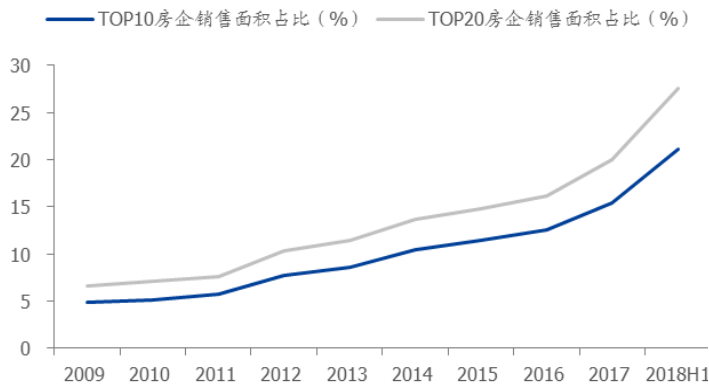
地产商集中度继续提升，全装修政策进入落地释放期

头部房企销售集中度跳增，提升趋势有望延续

2016-2018 年龙头房企发挥在土地资源获取和融资等方面的优势，销售集中度呈现较强的提升趋势。根据 CRIC 数据，TOP10 房企在 2011-2016 年的销售集中度提升相对平稳，由 2011 年的 5.8% 逐步提升至 2016 年的 12.5%，年均提高 1-2 个百分点，2017 年以来销售集中度快速跳增，2017 年达到 15.4%、2018H 提升至 21.2%。2016 年开始，政府针对土地供给端方面出台的政策（如限制配资、资金实力审查、复合招拍挂等方式），提高了中小房企拿地的成本和难度，加强了龙头房企在拿地方面的优势，推动了龙头地产商拿地集中度的快速提升。TOP10 房企拿地集中度由 2012 年的 10% 提升到 2017 年的 27.7%，TOP20 房企拿地集中度由 2012 年的 14% 提升到 2017 年的 36%。拿地集中

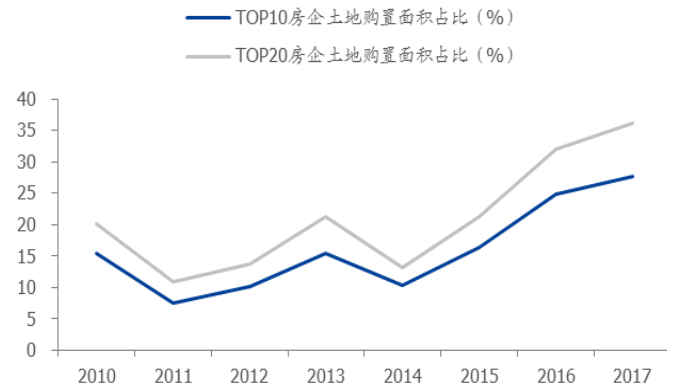
度的提升预示着未来龙头房企销售面积集中度提升趋势仍将持续。

图表3: 地产商销售面积集中度 CR10、CR20 变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表4: 地产商拿地面积集中度 CR10、CR20 变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

全装修政策进入落地释放期

2013年国务院发文明确提出了要积极推行住宅全装修工作，建设部2017年5月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%。近年来全国多个省份及城市相继发布全装修政策，据我们不完全统计，到目前为止已有超过15个省份提出对住宅全装修的要求，多数省份要求新建住宅全装修比例超过30%，多个省份和地区要求全装修比例达到100%；从政策实施时间点来看，多数省份要求时间实施节点早于建设部提出的2020年的时间要求。从总的情况来看，一线城市由于全装修政策出台较早，市场覆盖率较高，基本实现100%全装修交付；二线城市目前已经成为全装修市场的主力市场，规模最大，另外三、四线城市及其他沿海旅游地区县级市也逐渐加入全装修的队伍，二、三、四线城市逐渐成为全装修市场的主力区域。我们预计受益政策推动，明后两年进入落地实施时间窗口期，全装修推盘量有望快速增长。据奥维云网统计的数据，今年1-9月份全国百强房企在300个城市总的精装套数超过100万套，同比增长接近40%。

图表 5: 多个省份全装修政策发布时间情况

政策发布时间	省市	内容
2013-9-10	内蒙古	到 2017 年全区新建住宅全装修比例达到 80%
2014-10-31	江苏	2015 年末, 新建住宅装饰装修配化率达到 60% 以上。
2015-5-1	北京	2015 年 5 月 1 日起, 由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房, 其它新建住宅鼓励采用装配式装修工艺。
2015-9-6	山东	2017 年社区城市新建高层住宅实行全装修, 2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016-1-4	河南	到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合试验区、郑东新区从 2016 年起, 新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016-3-2	四川	到 2020 年, 新建住宅全装修达到 50%。
2016-8-18	上海	2017 年 1 月 1 日起, 外环线以内的城区全装修比例应达到 100%, 除奉贤区、金山区、崇明区之外, 其他地区应达到 50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为 30%, 至 2020 年应达到 50%。
2016-9-18	浙江	2016 年 10 月 1 日起, 全省各市、县中心城区出让或划拨上的新建住宅, 全部实行全装修和成品交付, 鼓励在建住宅积极实施全装修。
2016-12-7	海南	从 2017 年 7 月 1 日起, 各市县商品住宅项目要全部实行装修。
2018-4-10	湖北	2019 年 1 月 1 日起, 全省各城市新建商品住宅中, 全面推行一体化装修技术。
2018-10-25	黑龙江	到 2020 年末新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%, 齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%, 其他市(地)不低于 30%, 县级城市不低于 20%。

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

图表 6: 多个省份全装修政策实施时间情况

实施时间	省市	内容(范围和比例)
2015-5-1	北京	全市, 保障房, 100%全装修。
2016-1-1	郑州	航空港经济综合试验区、郑东新区, 新建住宅 100%全装修。
2016-10-1	浙江	全省中心城市, 出让或划拨土地上的新建住宅, 100%全装修。
2017-1-1	上海	新建住宅, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤区、金山区、崇明区 30%全装修。
2017-1-1	内蒙古	全区, 新建住宅, 80%全装修。
2017-1-1	山东	全省, 新建高层住宅, 100%全装修。
2017-7-1	海南	全省, 新建住宅, 100%全装修。
2018-1-1	山东	全省, 新建高层、小高层住宅, 100%全装修。
2019-1-1	湖北	全省, 新建商品住宅, 全面推行一体化装修技术。
2020-1-1	河南	全省, 新建住宅, 100%全装修。
2020-1-1	四川	全省, 新建住宅, 50%全装修。
2020 年末	黑龙江	新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%, 齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%, 其他市(地)不低于 30%, 县级城市不低于 20%。
2025-1-1	江苏	全省, 新建住宅, 60%全装修。

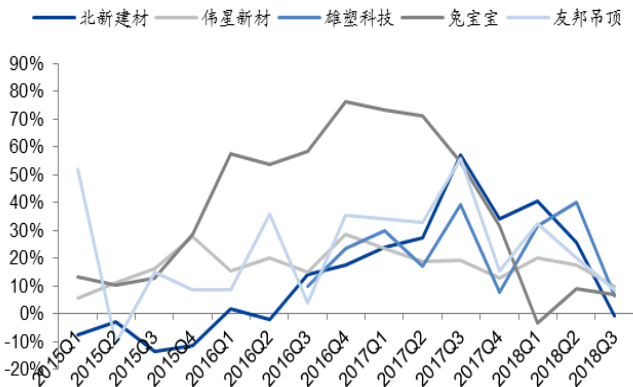
资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

消费建材整体增速趋缓, 零售端承压明显, 工程端放量仍将持续

随着地产需求景气的下行, 后端的房地产消费链条整体增速也呈现趋缓态势, 从上市公司业绩表现来看, 装修建材、家居等下游地产后周期类企业收入端增速受到地产销售回落的影响已显现, 特别是零售端的压力表现较为明显。结合 2018 年前三季度的报表来

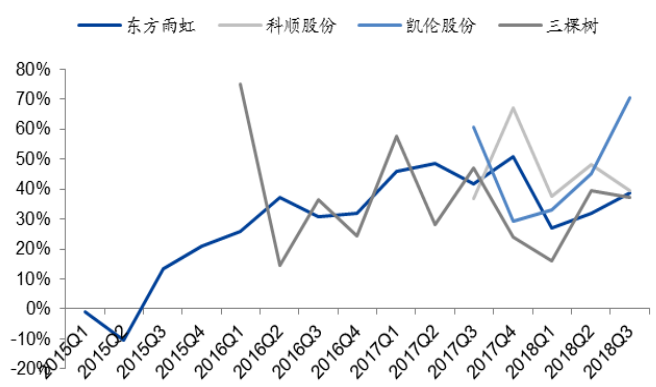
看，板块公司三季度零售端销售承压明显增加，经销零售端收入增速下降明显，预计Q4和明年上半年收入端增速回落趋势仍会延续；而工程端业务在精装修趋势叠加地产商集中度跳增之下，收入仍保持较快增长。从个细分行业表现来看，尽管整体需求承压，但产业资源向龙头企业集聚的趋势仍在持续深化，强者恒强带来龙头公司市占率提升的趋势愈发明显。小企业在环保、资金、税收规范等压力下加速退出，装饰建材各细分龙头企业凭借品牌、渠道、资金等综合优势抢占市场份额。

图表 7: 以经销为主的公司收入季度增速变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 8: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下，工程端仍是快车道。

大地产商集中度跳升之下，销售面积的快速增长带来了对应建材需求的增加，而同时全装修交付占比的提升将使得装饰需求的管控进一步向房地产商集中，针对地产商的工程端业务规模有望进一步扩大；而以恒大和万科等为代表的房地产商采取的“战略集采”的模式对建材企业竞争格局带来的影响较为明显。集采模式对建材企业在品牌、资金、产品供应、服务等方面的要求和门槛较高，中小企业进入较为困难，龙头企业在品牌影响力、资金规模、产能供应、销售服务等方面具有明显的竞争优势。从品类来看，建筑涂料、防水材料、瓷砖等建材品类被列入集采范围较为普遍，有相应工程端业务布局的龙头公司仍将持续受益；而工程端放量，也将推动行业集中度的加速提升，特别是对于此前以经销模式为主、竞争较为分散或较晚进行战略集采的品类，如瓷砖、涂料、管材等。重点推荐关注：帝欧家居、凯伦股份。

帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，战略集采加速集中度提升

- ✓ **瓷砖市场规模超 4000 亿，B 端集采加速品牌集中提升趋势。** 瓷砖需求保持平稳，年产量保持 100 亿平水平，2017 年规模以上建陶企业收入 4163 亿元。“大行业、小公司”特征明显，一线品牌企业市占率不足 1%。近年来消费升级趋势下中高端份额提升，地产客户集中度提升趋势下战略集采模式提高供应门槛，同时环保趋严下中小企业加速退出（17 年退出 183 家，占总体比例 12.6%），中高端瓷砖企业受益，品牌集中度提升趋势明显。
- ✓ **欧神诺：双渠道发力，未来成长可期。** 1) **工程渠道：直销业务优势明显，量扩降本增利，势头强劲。** 欧神诺较早采取自营直销模式，在与万科、碧桂园等地产大客户长期合作中，形成了较强的产品供应、品质管控、供应链服务等直销业务能力。目前公司在前 20 强地产商客户业务占比仍然较低，未来在地产商集中度提升趋势下，已有地产客户的合作份额为公司快速增长提供保障，同时拓展新客户，工程渠道有望保持高速增长。同时工程采购将带动产品结构改善，品类集中带来规模效应，盈利能力望同步提升。2) **经销渠道：门店扩张空间大，与帝王存渠道协同。** 对标东鹏终端近 4000 家门店，公司当前 1300 多家门店仍存在较大开店空间，计划今后 2-3 年每年新增 30% 经销商及 30% 门店；同时与帝王在经销渠道上存在区域协同，

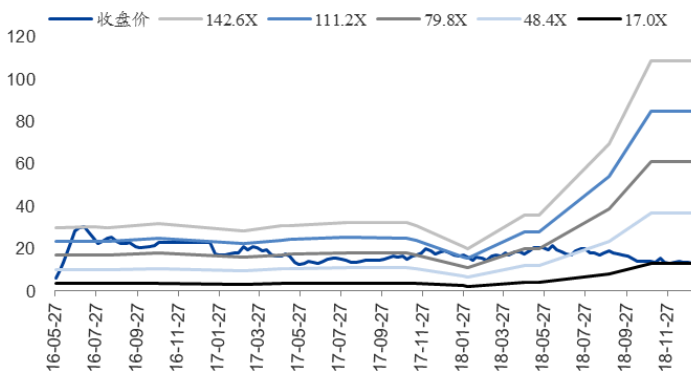
有望助力经销渠道扩张。

- ✓ 欧神诺近年来把握地产端工程业务放量趋势迅速扩张，上市公司的融资优势和产能扩张有望驱动欧神诺打开新的成长空间。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.96 元、1.29 元、1.68 元，对应 PE 为 15、11、8 倍，维持“买入”评级。

凯伦股份：防水材料新秀，差异化竞争突围

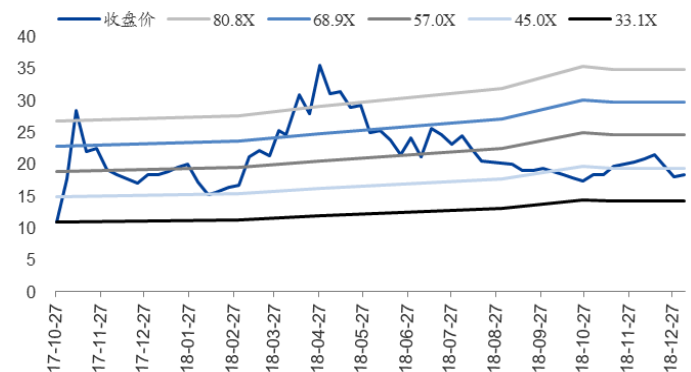
- ✓ **首家创业板上市防水企业，业绩保持高增长。**公司是建筑防水行业新秀，于 2011 年成立，2017 年登陆创业板，是行业内首家创业板上市企业，主要产品包括高分子防水材料、聚氨酯涂料和沥青基防水卷材。依托新型高分子防水材料快速打开市场，自成立以来保持快速增长，2012~2017 年的主营业务收入复合增长率达到 77.29%，2018 年前三季度实现营业收入 4.15 亿元，同比增长 51%，实现归母净利润 4068 万元，同比增长 43%。
- ✓ **依托产品技术优势，差异化竞争快速扩张。**凯伦股份率先在国内突破了高分子相关的应用技术难题，确立在防水高分子防水材料领域的技术和施工应用体系的组合优势，并通过差异化竞争路线，在防水高分子防水卷材和聚氨酯涂料产品上积累并形成了行业领先的技术优势和品牌影响力，通过精准的市场定位和差异化的产品迅速打开了市场，实现在防水材料市场的快速成长和扩张。2017 年公司成功登陆创业板，上市平台带来融资成本优势同时将显著提高公司的品牌形象。随着募投项目逐渐完成，公司将在全国逐渐形成三大基地，通过产能和销售渠道的扩张，不断拓展市场份额，规模和业绩有望实现快速成长。

图表 9: 帝欧家居 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 10: 凯伦股份 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

二、中游盈利回升：成本向下、格局向好，建材制造龙头受益

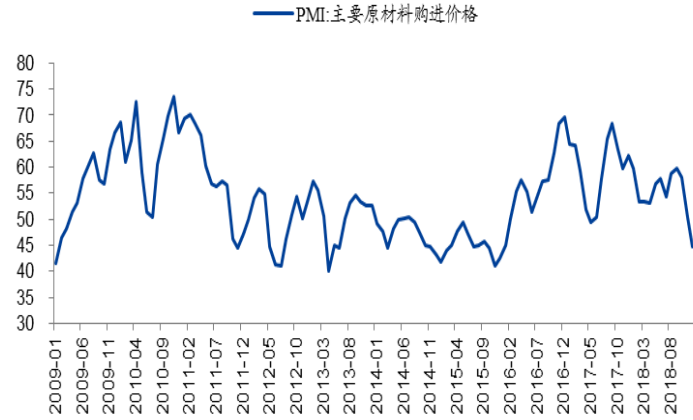
成本向下：上中游原料价格下降，利润分配向中下游转移

原材料和能源价格下降，有望缓解中游建材制造企业成本压力

2016 年以来我国全面进行的供给侧改革政策，带来上中游原材料价格的持续上涨，2017 年以来规模以上工业企业利润增速同比均保持高位，主要利润来源于钢铁、建材、石油和加工、化工等行业。今年 10 月份以来，受到供给端政策放松（环保限产放松、排放达标等）叠加需求增速放缓，以及全球经济下行的影响，原油、钢铁、煤炭价格均有不同程度下滑，12 月 PMI 原料购进价格指数 44.8%，环比继续大幅回落 5.5 个百分点，

创 2016 年 1 月以来新低。我们认为，随着供给侧发生转折，此前上游价格大幅上涨对中下游制造企业成本形成压力有望得到缓解，利润分配有望从上游向中下游转移。与装修建材制造相关的上游原料和能源，包括石油化工产品、钢材铝材、燃煤、废纸等多个品类，价格均有不同程度的下降，预计将带来成本端压力的缓解，盈利有望回升。

图表 11: PMI 主要原材料购进价格指数



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 12: 英国布伦特原油现货价格 (美元/桶)



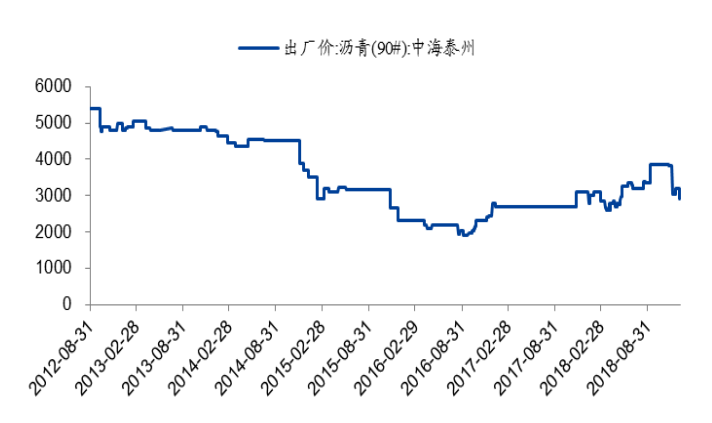
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 13: 秦皇岛动力煤价格 (元/吨)



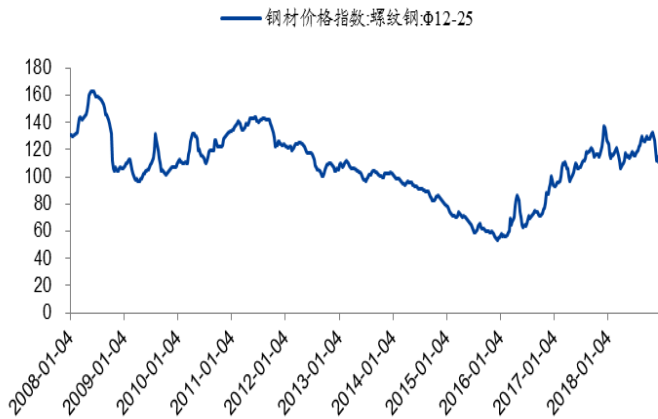
资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 沥青出厂价格 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 15: 螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 16: 进口美废价格 (美元/吨)



资料来源: wind、国盛证券研究所

2012-2016 年主要原料价格下行周期，毛利率变化回顾

装修建材企业多处于中游制造环节，业务模式多为采购上游原材料进行生产加工后通过直销或经销的模式进行销售，原材料成本占总成本的比例较高，因此上游原材料价格的波动会直接影响建材企业销售、定价以及盈利。由于多数企业采用成本加成的定价模式，可以通过对产品价格调整来应对上游原料价格波动，但由于不同企业在产业链中话语权和定价周期(合同周期)的不同，会导致不同企业盈利受原料价格波动影响程度的不同。

图表 17: 消费建材主要上市公司成本情况及占比

公司	行业	主要成本	原材料占比	燃料占比	时间(备注)
三棵树	建筑涂料	乳液、钛白粉等石化产品	92.51%		2017 年
东方雨虹	防水材料	沥青、乳液等石化产品	90.00%	2.00%	2017 年
科顺股份	防水材料	沥青、乳液等石化产品	88.70%	1.67%	2017 年
凯伦股份	防水材料	沥青、乳液等石化产品	88.50%		2017 年
亚士创能	建筑涂料	乳液、钛白粉、聚苯乙烯颗粒等石化产品	87.80%		2017 年
永高股份	塑料管道	PPR/PVC/PE	84.97%	3.28%	2017 年
雄塑科技	塑料管道	PPR/PVC/PE	80.04%		2017 年
建研集团	外加剂	环氧乙烷	>80%		2017 年, 外加剂业务
龙泉股份	PCCP/金属管件	水泥、钢铁	>80%		PCCP
伟星新材	塑料管道	PPR/PVC/PE	69.54%		2017 年
坚朗五金	建筑五金	为不锈钢、铝合金、锌合金和零配件	67.00%		2017 年
北新建材	石膏板	能源、护面纸、脱硫石膏	63.00%	22.00%	2017 年
惠达卫浴	建陶	能源、矿物、化工原材料	44.00%	5.70%	2017 年
帝欧家居	建陶	能源、矿物、化工原材料	36.00%	20.60%	2016 年欧神诺
蒙娜丽莎	建陶	能源、矿物、化工原材料	25.00%	16.00%	2016 年

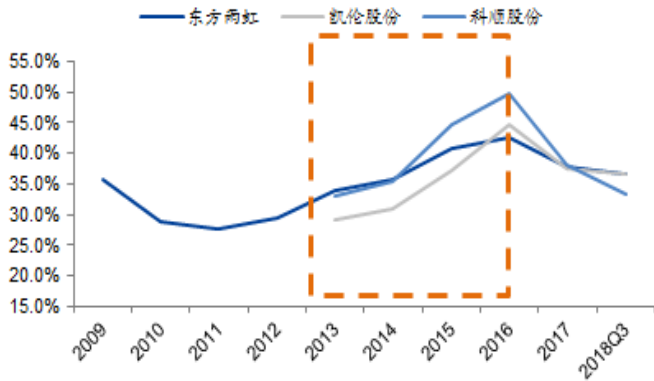
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

2012-2016 年，钢铁、煤炭以及石油为代表的上中游原料价格处于下行通道，其中螺纹钢和动力煤价格下跌超过 50%、原油价格下跌超过 60%。受益于上游原料价格下跌，处于中下游的装修建材制造企业毛利率普遍呈现提升趋势，但整体业绩增长不同细分品类有所分化。

✓ 防水材料板块：原料成本占比高且降幅明显，毛利率提升弹性大。防水卷材主要原

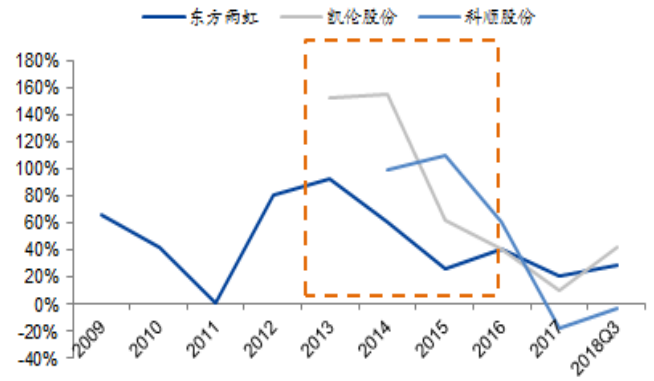
料为沥青，防水涂料主要原料为乳液、溶剂等石化产品，在2014-2016年油价持续下跌50%左右的背景下，三家防水企业毛利率提升较为明显，东方雨虹毛利率有2013年的33.8%提升到了2016年的42.6%、科顺股份毛利率由2013年的33.1%提升到了2016年的49.7%，凯伦股份毛利率由2013年的29%提升到了2016年的44.6%；在毛利率提升同时，渠道和产能扩张驱动销量快速增长，业绩保持快速增长，盈利弹性表现最为明显。防水材料成本中，原材料占比接近90%且沥青等原料价格降幅较大，同时针对地产商的B端业务占比高，订单确定（报价确定）到材料采购间隔时间相对较长，导致原料成本下降对毛利率弹性比较明显。

图表 18: 东方雨虹、凯伦股份、科顺股份毛利率变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

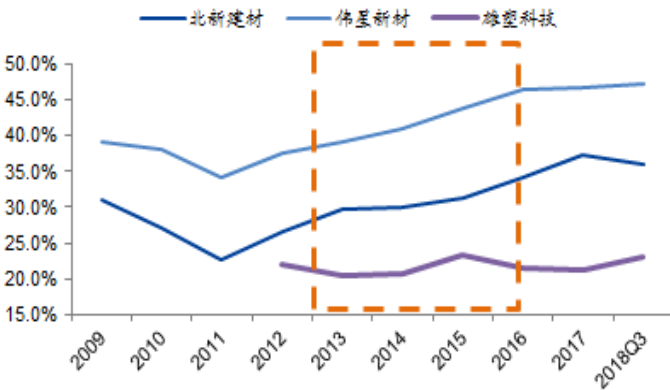
图表 19: 东方雨虹、凯伦股份、科顺股份净利润增长变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

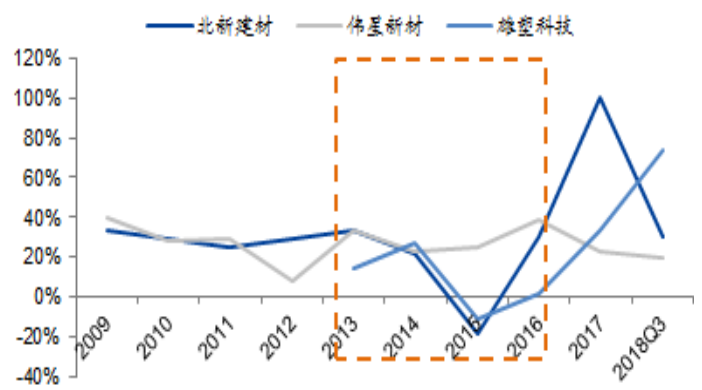
✓ **经销为主的石膏板和塑料管道板块: 毛利率平稳提升, 业绩波动相对稳定。**经销为主的销售模式下, 品牌对终端具备溢价能力, 价格相对稳定且具备提价能力, 原料成本下降之下毛利率表现出平稳提升。北新建材在燃煤、护面纸等价格下行趋势下, 产品价格有所下降抢占市场份额, 但幅度低于成本下降, 整体毛利率处于提升通道; 伟星新材创新业务模式, 品牌宣传同时推出“星管家”服务, 形成品牌溢价, 上游PPR/PE/PVC等原料降幅低于油价跌幅, 毛利率年均提升2个点。

图表 20: 北新建材、伟星新材、雄塑科技毛利率变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 21: 北新建材、伟星新材、雄塑科技净利润增长变化



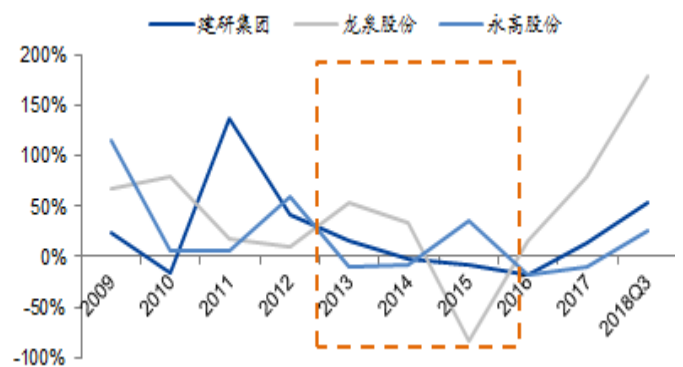
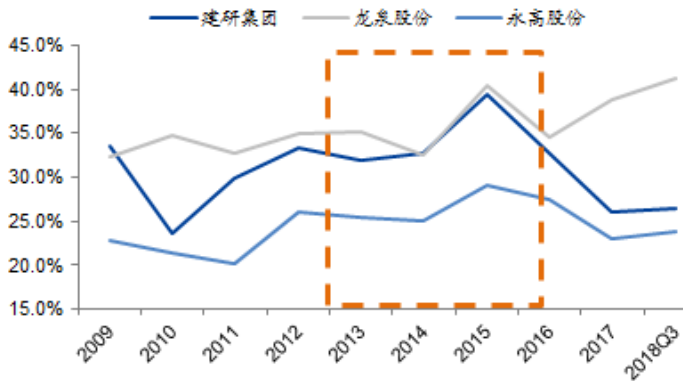
资料来源: wind、国盛证券研究所

✓ **针对 B 端客户的工程建材: 毛利率逆周期特征明显, 盈利波动较大。**工程建材业务往往需要垫资销售, 销售回款之后 3-6 个月不等, 上游原材料涨跌反映到价格调整上普遍存在 3-6 个月左右的滞后, 因此毛利率逆周期特征比较明显(经济景气向上,

原料价格涨，毛利率下降；景气向下，原料价格降，毛利率提升)；同时业务受到行业景气影响较大，产能利用率波动较高，导致盈利波动较大。

图表 22: 建研集团、龙泉股份、永高股份毛利率变化

图表 23: 建研集团、龙泉股份、永高股份净利润增速变化



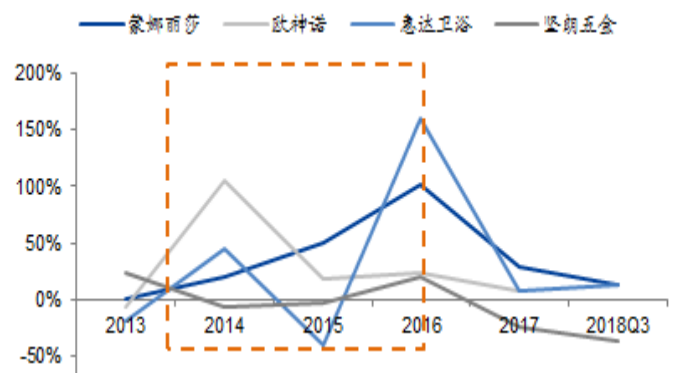
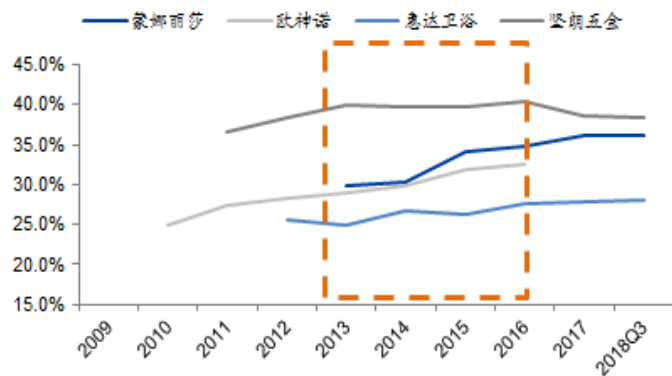
资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

- ✓ **陶瓷卫浴五金: 原料价格波动幅度小, 毛利率相对平稳, 盈利弹性较弱。**卫浴五金和陶瓷品类, 上游原料价格波动幅度较小, 燃料动力占比相对其他品类较高, 生产工艺相对成熟, 而且主要采取“订单生产”的模式, 主要产品在订单报价中已经锁定主要原材料价格。由于从确定订单到组织材料采购的时间间隔较短, 因此主要原材料价格的波动对公司产品毛利率的影响较小。因此毛利率变化表现相对平稳。

图表 24: 蒙娜丽莎、欧神诺、惠达卫浴、坚朗五金毛利率变化

图表 25: 蒙娜丽莎、欧神诺、惠达卫浴、坚朗五金净利润增速变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

格局向好, 关注细分龙头盈利弹性

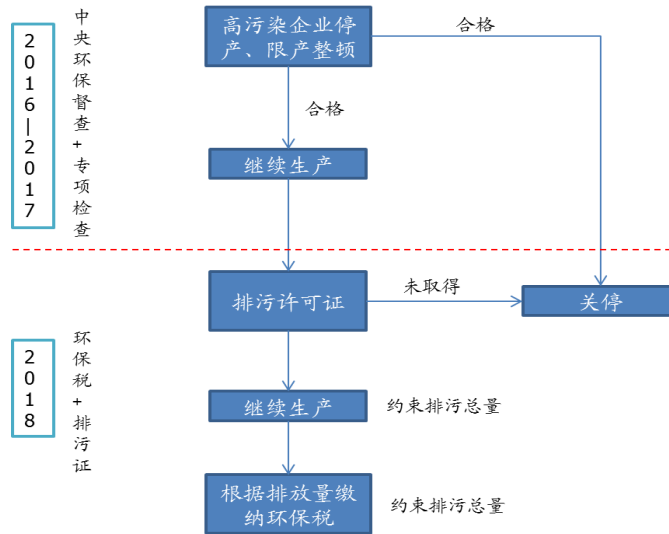
环保趋严等供给侧因素驱动, 加速中小产能退出, 龙头企业格局向好

装修建材多个细分品类制造生产过程中易产生工业粉尘、挥发性有机污染物等工业污染和大气污染, 需要使用环保装置来减少污染物的排放, 日常运行和维护也需要投入一定的人力和物力。污染防治被定为我国“三大”攻坚战之一, 环保强约束预计成为常态。目前行业内仍然存在大量环保和排放不达标的中小产能和企业, 环保趋严加速出清环保不达标的中小产能。一方面部分企业或因污染整改不达标而被限产或停产, 另一方面没有能力进行设备升级、环保改造的中小企业, 或面临淘汰。

环保成本显性化, 税收社保规范化, 金融约束加强, 龙头企业市占率快速提高。随着国

国家对安全、环保要求的不断提高以及营改增使得了小企业经营成本增加，导致众多小企业因亏损和资金短缺退出了行业。而环保达标、生产管理规范和资金雄厚的龙头企业，通过控制成本、自身生产技术提高和更强的市场把控能力，在小企业承压时，实现了份额的快速提升。

图表 26: 环保政策趋严, 组合拳限制排污总量



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

图表 27: 各细分行业市场规模, 行业格局变化及龙头公司表现

细分行业	行业需求变化	行业格局	龙头公司表现
防水材料	2016-2017 规模以上防水企业营收增速平均为 7% 左右	环保趋严加速中小产能退出	东方雨虹: 2016-2018H 收入增长分别为 32%、47%、30%。 凯伦股份: 2016-2018H 收入增长分别为 23%、47%、40%。 科顺股份: 2016-2018H 收入增长分别为 23%、38%、45%。
塑料管材	2012 年起产量基本保持个位数增长; 2012-2017 复合增速为 8.86%; 2016-17 年产量增速 4% 左右。	CR20 持续提升	中国联塑: 2016-2018H 产品销售收入增长分别为 11%、17%、15%。 伟星新材: 2016-2018H 收入增长分别为 21%、18%、15%。 永高股份: 2016-2018H 收入增长分别为 7%、21%、16%。
建筑陶瓷	2016-2017 年产量同比增长 0.8%、-1.15%; 2016 年消费量同比增长 3%	2017 年全国共有 183 家陶瓷工厂彻底退出, 占总数的 12.6%。	欧神诺: 2016-2018H 收入增长分别为 13%、34%、80%。 蒙娜丽莎: 2016-2018H 收入增长分别为 47%、24%、14%。
石膏板	石膏板行业规模增长平稳 2014-2017 年个位数增长	准入壁垒提高, 环保和政策淘汰小产能: 2000 万 m2 以下产线列入淘汰类	北新建材 2016-2017 年销量增速: 13%、11%。
混凝土	2016-2017 年产量分别增长 0.4%、3%。	2015-2017 年 CR4 分别为 6.2%、6.6%、7.2%。	西部建设: 2016-2017 年产量增速 17%、14%; 15-17 年集中度分别为 1.5%、1.7%、1.9%
混凝土外加剂	需求平稳, 消费量小个位数增长	环保趋严加速中小产能退出	建研集团: 2017 销量同增 40%, 2018H 销量同增+40% 苏博特: 2017 收入同增 28%, 2018H 收入同增 32%

资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

原料成本下行趋势下，关注细分龙头盈利弹性

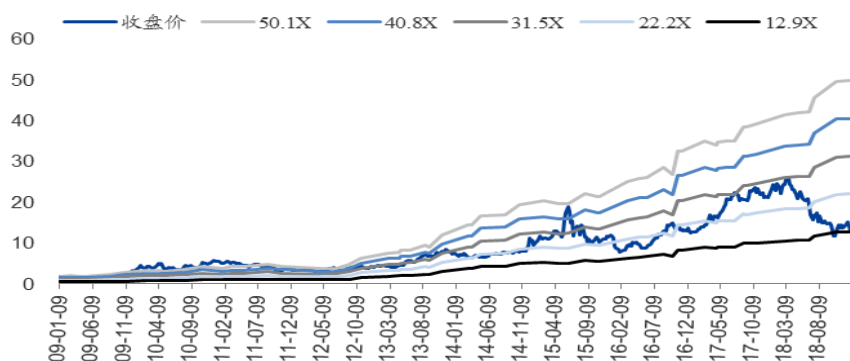
从毛利率变化的角度来看，结合上述公司财务数据表现，在上游原料价格下行期下，毛利率的弹性变化取决于：原材料成本占比高低、原料价格下降幅度大小、订单周期长短、竞争格局优劣、对下游客户议价能力强弱等因素。结合工程消费建材各细分品类的成本结构、上下游链条和竞争格局等方面，我们认为，受益于上游原料成本下降，各细分板块毛利率弹性排序为：防水材料 > 建筑涂料 > 外加剂 > 塑料管材 > 陶瓷卫浴。个股方面，预计科顺股份、凯伦股份、东方雨虹、三棵树、建研集团、北新建材、伟星新材等毛利率弹性较为明显。

从利润端受益的角度来看，关注受益环保等供给侧因素推动竞争格局改善的细分龙头的盈利弹性：上游原料成本下行期，往往是经济下行期，整体需求向下，尽管成本压力有所缓解或下降，但需求的下滑会导致整体销量的下滑，进而对整体业绩影响较大，特别是对于产能利用率变化比较敏感企业。我们认为，此轮原料价格下行主要受供给侧松动驱动，宏观经济整体韧性较强，需求波动幅度收窄，同时此前的环保、营改增等政策因素驱动下，小企业经营成本和资金成本增加并加速退出，细分龙头竞争格局改善、份额提升趋势比较明显。因此受益原料成本下降，毛利率提升的同时自身具备较强扩张能力、有望保持销量增长的龙头企业业绩弹性较大，建议关注东方雨虹、帝欧家居、凯伦股份、建研集团、三棵树、龙泉股份等。

东方雨虹：防水龙头延续高增长，多品类扩张开启新一轮成长

- ✓ 扩产能、拓渠道、多品类，防水龙头延续高增长。公司是国内防水行业龙头，2017年营收规模突破100亿，上市10年以来营收和净利润实现高速增长，2008-2017年复合增长率分别为35%和45%。行业整体需求预计平稳增长，而地产商集中度提升和集采模式使得业务门槛提高，同时环保趋严加速中小产能退出，行业集中度有望加快提升，雨虹有望明显受益。公司已形成了覆盖全国的多层次营销网络和完善产能布局，未来公司将借助上市平台优势，巩固行业龙头地位同时延续PS战略，通过产能扩张、渠道拓展、品类延伸等策略，延续快速增长，加速份额提升。
- ✓ 目前防水材料行业集中度仍比较低，上市企业的资金优势明显，龙头成长性远大于地产周期性。企业的周期性主要表现自身产能建设周期和资本市场周期。随着去杠杆转为稳杠杆，支持民企发展的一系列政策出台，雨虹多品类战略开始展露头角，公司又站在了新一轮周期成长的起点上。我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为15.6、19.6和24.6亿元，对应EPS分别1.04、1.31、1.64元，对应PE分别为13、10、8倍；维持“买入”评级。

图表 28: 东方雨虹 PE-BAND



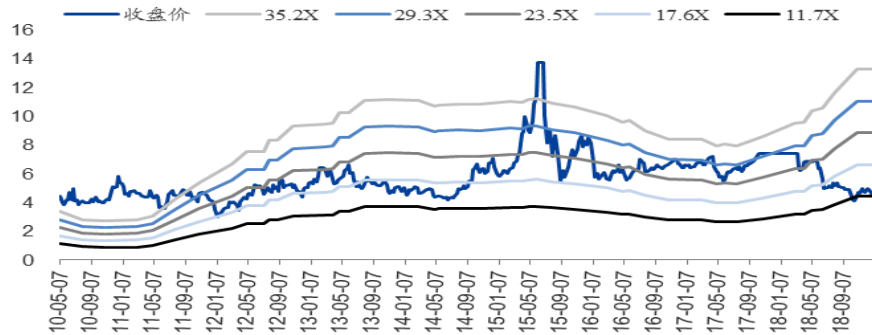
资料来源: wind、国盛证券研究所

建研集团：减水剂量价向上，检测业务稳步扩张

- ✓ 供给侧改革推动外加剂行业集中度加速提升，公司“资金+复配”优势明显，公司量价齐升。外加剂消费量基本与商混产量变化同步，整体需求相对平稳，预计市场规模约 500 亿元，其中减水剂约 300 亿。随着 16 年以来国家对安全、环保要求趋严以及营改增政策的实施，使得小企业经营成本增加，众多小企业因亏损和资金短缺退出了行业。公司凭借完善的全国布局、优质的产品质量及专业的服务，快速扩大市场份额，外加剂销量 2017 年和 2018H 分别增长 40%和 30%；同时调价效应开始显现，2017 和 2018H 提价幅度同比超 10%，2018H 外加剂毛利率同比、环比均有回升。2018H 外加剂业务量价齐升，收入增长 45%，净利润同增 60%，盈利能力改善明显。
- ✓ 受益于客户集中度提升和小企业加速退出，公司份额提升、销量快速增长，同时调价效应逐渐显现带来盈利能力提高；检测业务“跨区域、跨领域”战略推进外延并购加快落地，提高业绩的同时，进一步增强了建设综合技术服务实力，后续外延扩张值得期待。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.7、3.5 和 4.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.39、0.51、0.62 元，对应 PE 分别为 12、9、7 倍；维持“增持”评级。

✓

图表 29：建研集团 PE-BAND

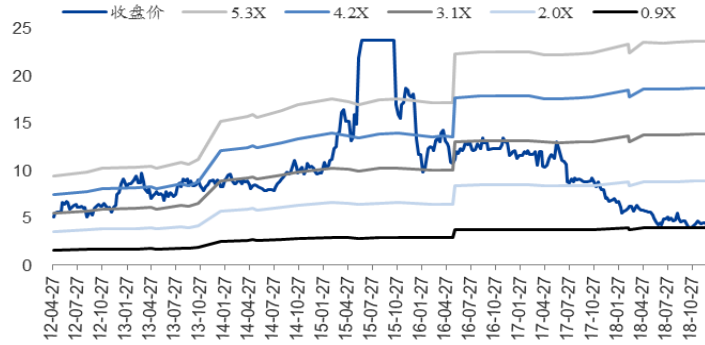


资料来源：wind、国盛证券研究所

龙泉股份：PCCP 受益稳基建和成本下降，金属管件业绩持续释放

- ✓ **PCCP 受益稳基建和成本下降**：PCCP 业务受宏观政策影响，输水工程项目履行进度延缓，收入下滑；钢材、水泥等原材料价格上涨，利润亏损。目前 PCCP 在手订单金额 12.46 亿元，稳基建预期下，水利工程项目履约有望加快，同时上游原料价格下降，毛利率有望回升。
- ✓ **高端金属管件业绩持续释放**：2016 年收购新峰管业切入了核电及石化等高端金属管件制造领域。新峰是国内规模最大的高端金属压力管件生产厂商之一，国内石化和核电领域高端金属管件骨干供应商。17 年开始业绩进入爆发期，全年净利润 1.1 亿元；2018H 收入 2.7 亿，同比增长 721%，利润 7800 万；在手金属管件订单 4.1 亿元，有望受益核电重启和石化领域投资增加。

图表 30: 龙泉股份 PB-BAND



资料来源: wind, 国盛证券研究所

三、模式探索：竞争优势改善，多品类范围经济是方向

优秀企业不断打造核心竞争优势

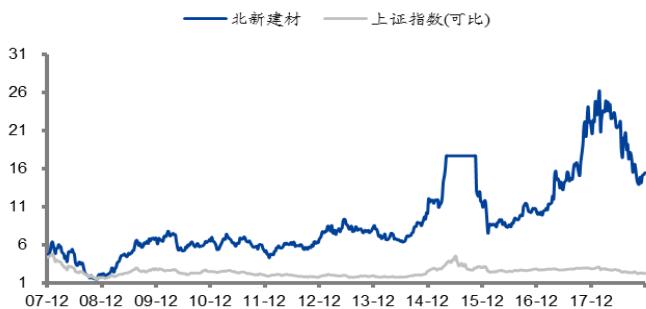
波特竞争优势理论认为，企业可以拥有两种基本的竞争优势：成本优势（低成本）或差异化。一个企业所具有的优势的显著性取决于在多大程度上对相对成本或差异性有所作为。成本优势和差异化受到产业结构的影响和作用，而企业获取这两种优势取决于企业具有对竞争对手更有效处理波特五力的能力。回顾工程消费建材板块多个上市公司的发展，多家企业通过发挥成本优势或差异化能力，竞争突围成长为行业龙头，并给二级市场带来丰厚的投资回报。

北新建材：石膏板龙头，成本优势的典范

成本优势的来源有多种驱动因素，并取决于产业结构，包括规模经济、生产能力利用模式、专有技术、低价格的原材料、地理位置等因素。成本优势往往依赖于先发优势形成的成本领先，在行业没有重大技术变革之下，其他竞争者很难成本优势的竞争地位不会发生根本变化。

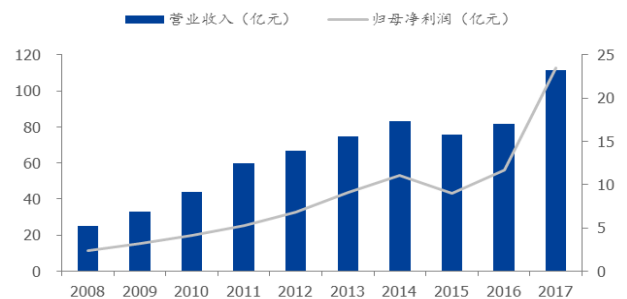
北新建材深耕石膏板领域 30 余年，旗下拥有龙牌、泰山两大石膏板品牌，通过混合所有制实现了生产工艺、核心原材料、生产管控效率、财务费用、区域布局等全方位的竞争优势，目前公司市占率已经超过 60%，产能遍布全国。公司利润规模从 2008 年的 2.4 亿增长到 2017 年 23.4 亿，利润十年十倍，股价 10 年间涨幅亦超过 10 倍。

图表 31: 北新建材股价表现 VS 上证指数表现



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 32: 北新建材 2008-2017 年收入和利润规模

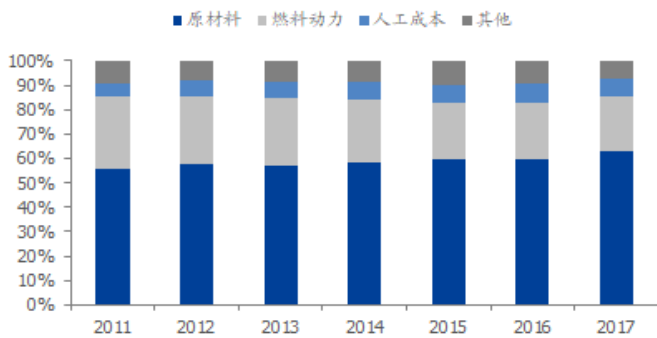


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司综合成本优势明显：坐拥脱硫石膏资源与生产技术，技术升级带动脱硫石膏单耗、护面纸单耗、能源及电力单耗下降，具有护面纸采购规模优势，经营效率提升促使人工成本持续下降，综合成本低于行业平均成本超过10%以上。

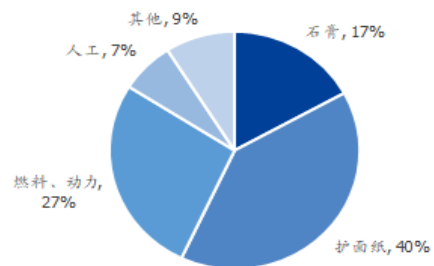
- ✓ **坐拥脱硫石膏资源，原料成本较低：**天然石膏丰富，但是产销地错配，成本较高，电厂脱硫石膏作为燃煤电厂的副产物，经济环保。通过垄断电厂脱硫石膏，获得了低价稳定的原材料来源，与包括华能集团、中电投、国电、大唐、华润电力在内的多家发电厂、化工厂建立了稳固的合作关系，有效抢占脱硫石膏资源。同时，在发电厂附近建厂临近资源和消费市场，生产基地布局更为合理。
- ✓ **规模优势托底+自供比例提升，护面纸成本得到控制：**护面纸在石膏板生产成本中占比约为40%，其价格波动对采购成本和盈利影响较大，公司护面纸实行集中采购，相较中小企业，采购具备规模优势；同时公司旗下泰和纸业专业生产护面纸，自供比例约50%，帮助公司平滑纸价上涨造成的影响。
- ✓ **构建核心技术壁垒，生产技术工艺降低物料、能耗成本：**公司石膏板生产技术全球领先，“高强轻板”和“低密度石膏板”等新技术使得板单重平均降低13%，节约石膏10%；先进工艺和技术开发提高热能利用率，节能降耗效果显著：1996-2016H，公司电单耗从0.63kwh下降至0.42kwh，标煤单耗从2.2kg下降至0.595kg，降幅分别为33%、73%。

图表 33: 北新建材营业成本结构变化



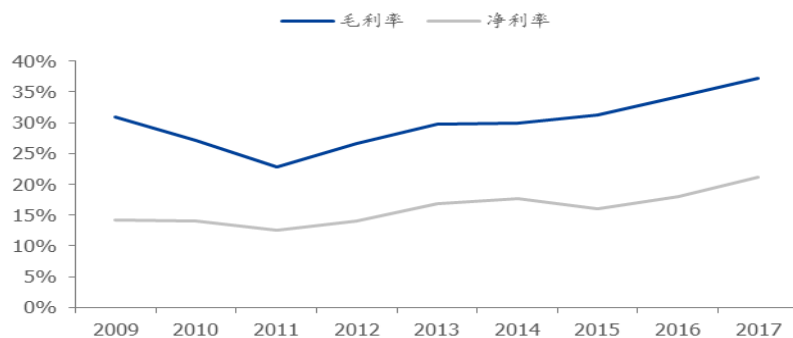
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 34: 北新建材主要成本占比情况



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 2009-2017 北新建材毛利率、净利率变化

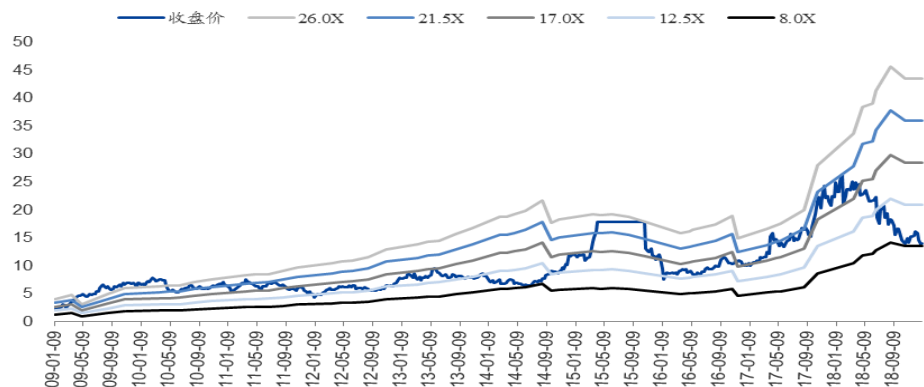


资料来源：wind，国盛证券研究所

看好公司中长期投资价值：中长期来看，行业需求仍有成长空间，石膏板未来在住宅和隔墙领域渗透率提升的趋势较为确定，公司依托行业龙头地位进一步外延内生进行扩张的步伐稳定而确定，海外产能在未来几年或成为新的亮点；同时受益消费升级趋势，公

司高端产品占比有望持续提升，带来整体盈利能力提升。公司当前估值处于历史底部水平，看好中长期投资价值。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 27.2、32.7、39 亿元，EPS 分别为 1.61、1.93、2.31 元，对应 PE 为 8.7、7.2、6.0 倍；维持“买入”评级。

图表 36: 北新建材 PE-BAND



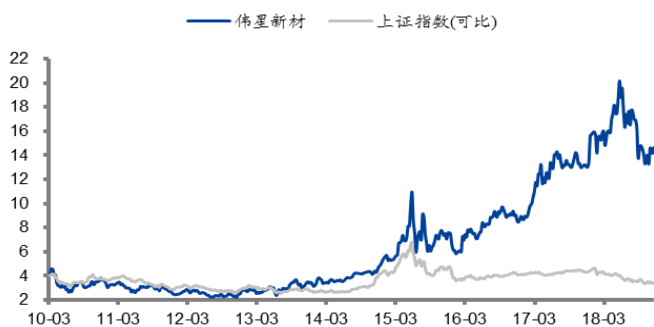
资料来源: wind、国盛证券研究所

伟星新材: 家装 PPR 管材龙头, “产品+服务” 差异化竞争典范

差异化的经营战略要求企业在客户普遍重视的某些方面做到独树一帜, 用独特的方式满足客户需求, 并因为其独特性或差异性而获得价格溢价; 差异化竞争依赖于产品本身、销售体系、营销渠道等因素, 如果获取的价格溢价超过其为差异化而付出的额外成本, 其盈利有望超过行业平均水平。

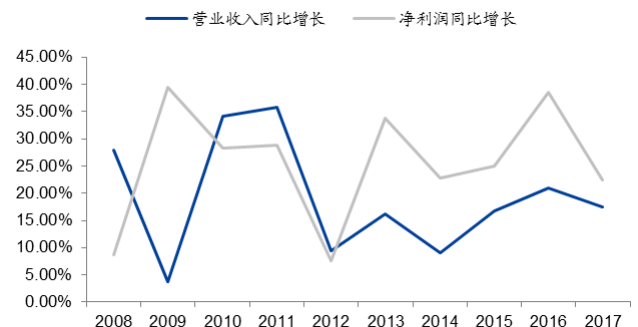
伟星新材依托优质产品, 2013 年借助业内首创的“星管家”服务和扁平化销售渠道, 走“品牌产品+服务”的差异化竞争策略, 发展成为高端家装 PPR 龙头企业。公司利润规模从 2012 年的 2.4 亿增长到 2017 年 8.2 亿, 预计 18 年净利润规模约 10 亿; 2013 年至今股价上涨接近 5 倍。

图表 37: 伟星新材 2013 至今股价走势图



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 38: 伟星新材 2012-2017 年收入和利润规模



资料来源: wind、国盛证券研究所

伟星新材差异化竞争策略:

- ✓ **渠道扁平化: 减少利润分流, 加强市场控制。**有别传统经销模式, 公司搭建了扁平化的渠道网络, 并在全国铺开。2007 年起伟星开始布局全国性扁平化渠道网络, 上市后利用超募资金加快铺设, 2013 年基本形成框架。截止 2017 年, 公司已在全国建立了 30 多家销售分公司, 拥有 1000 多名专业营销人员, 营销网点 23000 多个。扁平化渠道在减少渠道层级利润分流的同时, 加强了渠道管控能力和执行能力, 加

- 快了对终端市场的反应速度。
- ✓ “星管家”服务解决用户痛点，增强客户粘性：**2013年**，公司在业内首创“星管家”服务，通过“三免一告知”的方式，减少安装隐患，解决隐形工程痛点。**1)**通过产品真伪鉴定，打击假冒伪劣产品，减少其对销售体系的冲击，加强消费者对品牌的信赖。**2)**通过免费水压测试等附加服务减少工程隐患，为消费者提供便利，增加客户粘性。

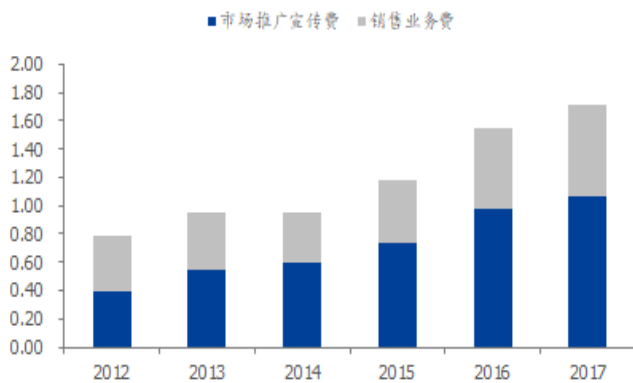
图表 39: 伟星新材“星管家”服务模式



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

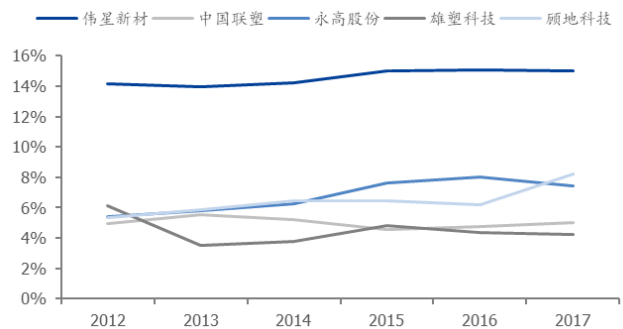
- ✓ 依托产品质量、服务保障，塑造高端品牌形象，获取产品价格溢价。以产品和服务为基础，打造“高端管道典范”，投入大量资金进行品牌、产品宣传推广公司，签约张国立为品牌代言人，提高品牌认知度；加强打假维权、开展各种公益活动，提升品牌影响力。公司家装 PPR 产品价格普遍高于同类产品 10% 左右，毛利率呈现稳步提升趋势，2018H 毛利率达到 59%，显著高于竞争对手。

图表 40: 2012-2017 年伟星新材市场推广宣传和销售业务费 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

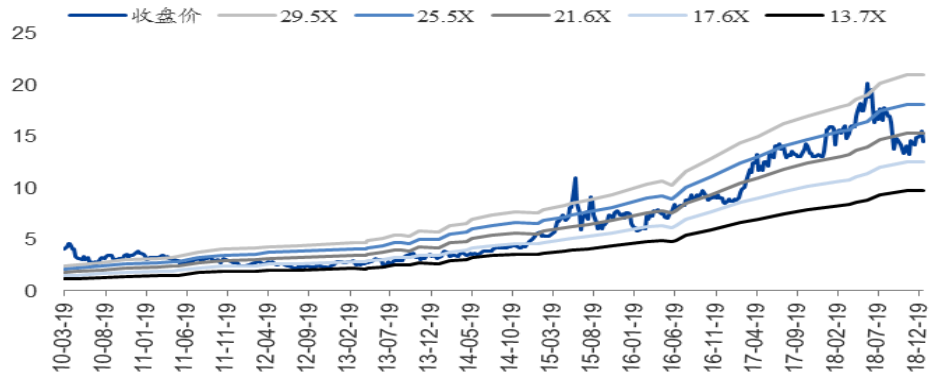
图表 41: 伟星新材与行业内主要公司销售费用率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

优质现金奶牛，零售端增速承压，关注新品类进展：公司“零售+工程双轮驱动”策略效果明显，依靠品牌服务和渠道拓展进一步提升市占率；工程业务在地产、燃气、市政等领域拓展增量市场同时保证收入质量。防水涂料业务有序推进，已形成产品销售，作为公司重点培育业务，未来有望借助已有零售渠道和服务体系，迅速拓展市场，带来新的利润增长点。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.76、0.88、1.07 元，对应 PE 分别为 19、16、14 倍；维持“增持”评级。

图表 42: 伟星新材 PE-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

向改善竞争优势转变，多元业务的横向战略成为方向

成本优势和差异化更多是企业各自产业中的竞争策略，随着经济、技术以及竞争的发展推动，能够识别和挖掘产业链中的业务关联，并且在实际经营活动中有降低成本或者加强差异化能力的企业，其竞争优势往往会得到改善和加强。横向战略也成为获取持续竞争优势的战略方向。**1) 寻求并重视竞争优势的改善。**在行业总量规模快速增长时期，单个的业务品类扩张是企业寻求快速增长的有力手段，但在行业增长相对缓慢或者竞争更加激烈的背景之下，强调竞争优势的企业会发掘和推动具备业务关联的多元业务战略发展。**2) 技术的发展和 innovation 使得多元业务关联更加容易实现**，如信息技术的发展使得自动化系统的发展并在多个相关业务间共享并帮助重新构建渠道和销售体系，同时技术带来共享的同时也降低了不同业务活动协同的费用和成本，业务关联活动的灵活性更加容易实现。

如果不同业务间的共享活动降低了成本或者增强了差异化，将会带来竞争优势；而如果共享产生的收益高于成本且竞争对手难以跟进，多元业务会带来具有持续性的竞争优势。

图表 43: 不同业务单元间的关联类型

分类	内容
有形业务关联	核心是价值链活动的共享：采购、生产、技术、市场、基础设施等多个价值链环节；如共同的客户、共享销售渠道等。
无形业务关联	管理经验、技能及技术的共享与转化等；如生产管理、品牌形象塑造、营销等方面的经验转化等。

资料来源: 迈克尔波特《竞争优势》、国盛证券研究所

装修建材板块，多家已在自身所在细分行业建立起龙头地位和竞争优势的企业，在份额提升的同时，也在进行新业务品类的拓展，希望通过主业已建立起的品牌、渠道、客户资源等优势共享，扩充相关联的业务品类来进一步拓展市场增量和加强自身竞争优势。装修建材细分品类较多且市场容量大，竞争分散且尚未形成具有多品类集成供应的龙头企业；同时，众多品类在渠道销售、客户资源等方面具有较强的业务关联和共享条件。参考国外龙头企业发展经验以及国内行业发展阶段，我们认为多元化业务扩张是龙头企业发展战略的重要方向，建议关注坚朗五金、伟星新材、东方雨虹、北新建材等在多品类扩张的进展。

图表 44: 消费建材上市公司多元化业务战略

公司	主业产品	业务扩充
坚朗五金	建筑五金: 门窗门控五金、幕墙构配件、护栏等	智能家居、卫浴及精装房五金、建筑配套产品
东方雨虹	防水材料: 防水卷材、防水涂料	建筑涂料、保温材料、砂浆等
伟星新材	塑料管材: PPR、PE、PVC 等	防水涂料、净水器
北新建材	石膏板	轻钢龙骨、涂料

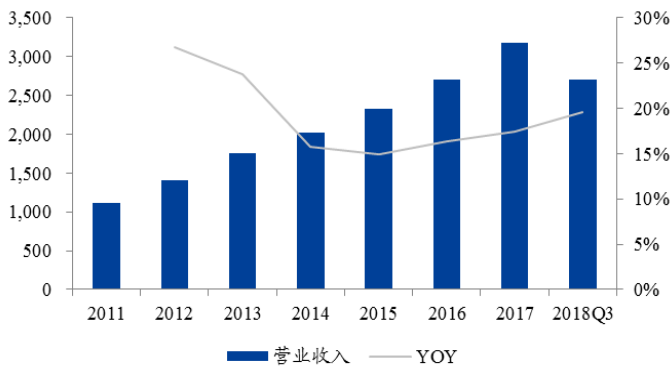
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

坚朗五金: 建筑五金龙头, 内外兼修, 多品类扩张领先者

建筑五金专家, 门窗幕墙五金龙头

公司定位建筑五金专家, 从事中高端建筑门窗幕墙五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售, 是国内规模最大的门窗幕墙五金生产企业, 拥有的“坚朗”、“坚宜佳”品牌已经成为建筑五金行业的著名品牌。通过品牌、客户资源、销售渠道以及生产能力的共享, 公司形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的多品种产品体系, 以门窗五金系统和点支承玻璃幕墙构配件为基础, 延伸至门控五金系统、不锈钢护栏构配件及其他建筑五金产品。2017年销售收入 32 亿元, 2011-2017 年 CAGR 为 19%; 净利润 1.9 亿元, 2011-2017 年 CAGR 为 9%。

图表 45: 坚朗五金收入规模变化 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 坚朗五金净利润规模变化 (百万元)



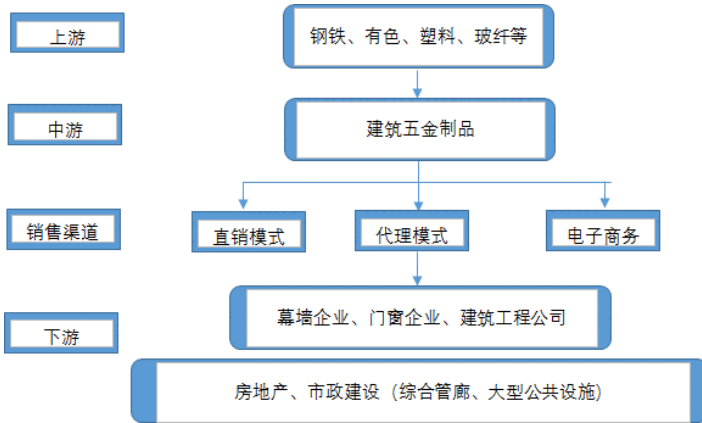
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

建筑五金行业: 品类多、订单分散, 系统集成“制造+服务”成为竞争方向

建筑五金属于离散为主、流程为辅的制造业, 具有产品品种多样、工艺复杂、订单分散、供货期短、生产设备和工装夹具种类多、模具要求高、工程项目复杂多变等特点, 特别是在中高端市场, 定制化、个性化的产品需求占比高。由于业务流程的复杂性, 使得建筑五金企业在生产管理、库存管理、销售渠道和供货管理以及整个业务流程优化管理等方面的竞争要求较高。近年来, 大地产商对建筑材料战略集采的要求和占比越来越高, 需要五金供应商能为其各种项目提供大批量、集成化的建筑五金系统解决方案, “制

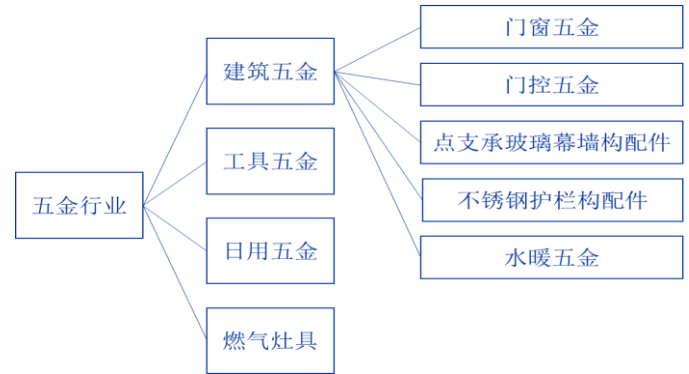
“造+服务”成为建筑五金发展方向。因此，优秀的产品品质、完善的产品品类和销售网络、快速响应的供货能力、高效的管理能力、系统集成化的产品服务成为建筑五金企业获取竞争优势的决定因素。

图表 47: 建筑五金产业链



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 48: 建筑五金细分品类



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

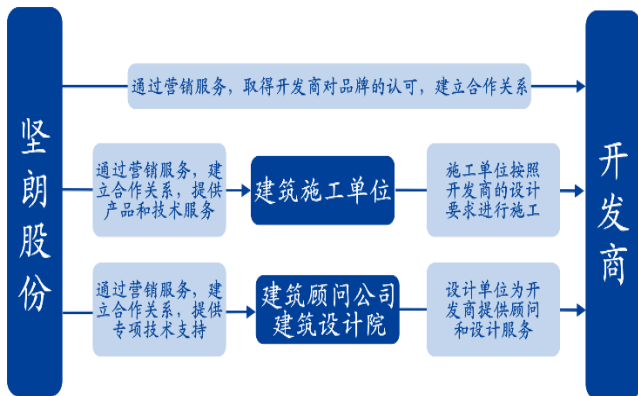
专业直销+系统集成+信息化，“产品+服务+效率”兼具广度和深度

自建直销模式，已建立完善销售网络和团队

由于建筑五金产品品类多、单品价值占比低，同时我国建筑工程项目普遍存在着工期较短且区域分布分散等特点，因此客户选择五金产品除了关注品牌质量外，往往更关注于产品供应的及时性，普遍会通过便捷的渠道选取五金供应商。

- ✓ 公司自建专业化直销渠道，直接向客户提供产品和技术服务，目前已在国内外设立了超过 400 个销售联络点，并拥有超过 3800 人的销售团队，销售网络覆盖了国内所有一线城市和重点二三线城市市场。经过多年的发展和积累，公司已经形成了强大的营销能力，在营销团队建设、营销网络布局、客户关系维护以及快速市场反应等方面具有明显的行业竞争优势。公司通过直销的模式在深度和广度上更充分、更直接地与客户对接，在快速供货的同时提供专业的技术服务。
- ✓ 30 多个备货仓，专业化仓储物流服务：公司拥有集仓储、物流、计划于一体的仓储物流中心，截止目前在全国各省会及直辖市建立了 30 多个备货仓，丰富的库存储备，快速的业务效率，大大缩短了订单的供应链条长度。为进一步提高客户满意度，坚朗五金于 2016 年全面启动物流配送服务项目，让客户享受更高效的供货反应速度和优质的物流配送服务业务。

图表 49: 坚朗五金业务模式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 坚朗五金国内销售联络点



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

建筑五金集成供应构建竞争优势和壁垒

- ✓ “扩充产品线+专业服务”集成供应强化竞争优势和壁垒：公司上市以来，借助资本市场和自身强大的销售服务体系，扩大和延伸公司产品线。在已有门窗、门控五金系统等主导产品基础上，增加了智能家居、卫浴及精装房五金产品，并通过投资并购等方式进入安防、地下综合管廊、自然消防排烟与智能通风窗、劳动安全防护类产品、防火防水材料、机电设备与精密仪器等业务领域，产品体系基本可满足公共建筑、商业建筑、房地产、地铁、机场、管廊等各类型建筑五金的订单一站式采购需求。
- ✓ 新扩充的产品品类与现有模式存在互补和高度协同，共享销售和客户渠道降低成本的同时，为客户提供一站式的采购和技术服务，不仅可以保证产品质量，而且可以大大降低客户通过多个供应商采购的繁琐性和管理成本，“多品类+服务”集成供应加强了差异化竞争优势。

图表 51: 坚朗五金产品系列



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 52: 坚朗五金近两年来新增品牌情况

已有品牌	2017 年新增	2018H 新增
坚朗	春光间隔条	精高
坚宜佳	特灵	超格
海贝斯	坚稳	莱法特
新安东		智瑞坚
GTI(秦泰)		久安佳

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

全业务流程信息化, 信息系统实现优化管理, 提高管理效率

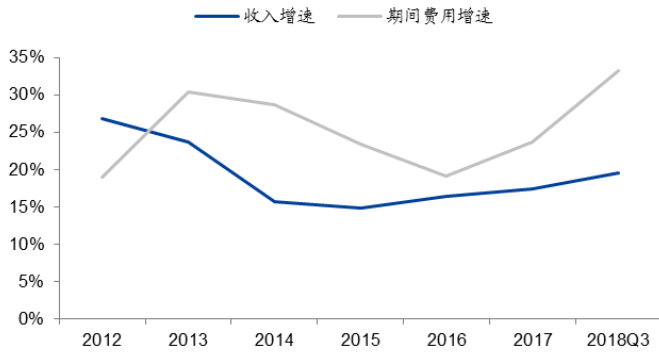
公司较早引入并持续投入信息化管理系统: 2006 年在销售系统上线 CRM, 2007 年上线 HR, 2008 年上线 ERP, 2009 年上线 PDM, 2014 年升级核心信息系统到国际领先的 Oracle 甲骨文系统, 2015 年实施 OA 研发平台与 BI 商业智能系统, 不断增强产品研发及数据分析能力。近年来公司一直进行信息系统的升级改造, 通过优化公司信息网络、建立规范统一的数据中心、搭建专业的信息处理平台, 在整体品类和规模扩张的同时, 帮助优化业务流程, 并依靠柔性化的生产管理, 提高公司营运各环节的快速反应效率以及销售和管理效率。目前已经实现全业务流程的信息化和各业务环节的有效衔接, 在“多品种、多客户、多订单”的生产经营与客户管理方面积累了丰富的经验。

持续投入在前, 收益渐显: 多品类布局渐入收获期

我们认为, 公司持续的投入建立起了强大的前台营销体系和后台管理体系, 构建起了多产品线集成供应平台, 随着多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳, 集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放, 收入加速向上而费用增长趋于平稳, 贡献收入增长快于成本和费用增加, 多品类扩张有望进入收获期, 业绩弹性有望显现。

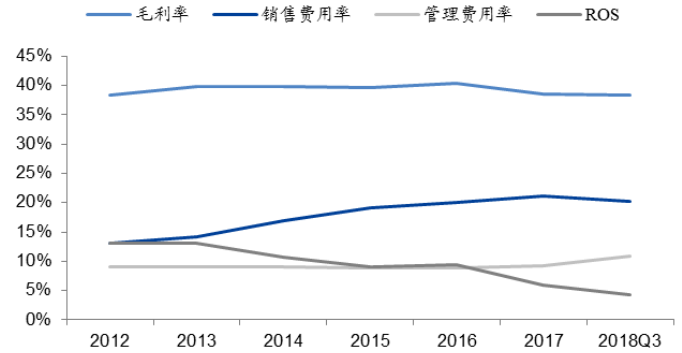
- ✓ 公司完成后上市融资后, 在扩充新产品品类的同时也在持续加大对生产研发、营销体系和管理信息系统建设, 使得公司费用支出增幅一直高于收入增长, 导致整体业绩有所波动, 净利润率近年来处于下降趋势。特别是 17-18 年产品和销售团队快速扩充期, 整体营销和管理费用支出较高, 导致利润端承压。2017 年销售费用和管理费用同比增长 30% 和 42%, 高于收入 15% 的增速, 使得公司在 2017 年和 2018 年上半年利润出现下滑。随着新品收入贡献占比快速提升, **2018Q3 收入加速增长同时费用支出相对平稳, 利润端出现改善趋势。**
- ✓ **销售人员大幅扩张之下, 人均创收企稳:** 直销队伍人员数量从 2012 年 1286 人增加到 2017 年 3829 人, 销售扩充与产品扩充同时进行, 销售人均产值呈下降趋势; 随着新品培育和新人销售能力逐渐成熟, 收入呈现加速增长趋势, 销售人均产值企稳回升。
- ✓ **新产品快速扩充, 收入增长迅速:** 上市以来, 公司整体收入规模稳健加速增长, 核心主业稳健增长的同时, 新品收入规模增长显著。2017 新品收入 (家居类产品+其他建筑五金产品) 3.5 亿元, 同比增长 75%; 2018 年上半年新产品收入 (家居类产品+其他建筑五金产品) 2.1 亿元, 同比增长 46%, 其中其他建筑五金产品收入 0.95 亿元, 同比增长 192%; 毛利率水平仍然相对较低但呈现明显提升趋势, 2018 上半年在收入快速增长同时, 毛利率同步提升, 新品毛利率 29%, 较上年同期提升 5 个百分点。

图表 53: 坚朗五金收入 VS 期间费用增速变化



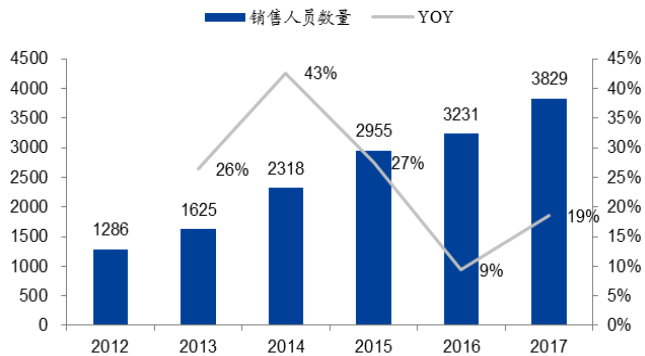
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 54: 坚朗五金毛利率, 费用率和净利率变化趋势



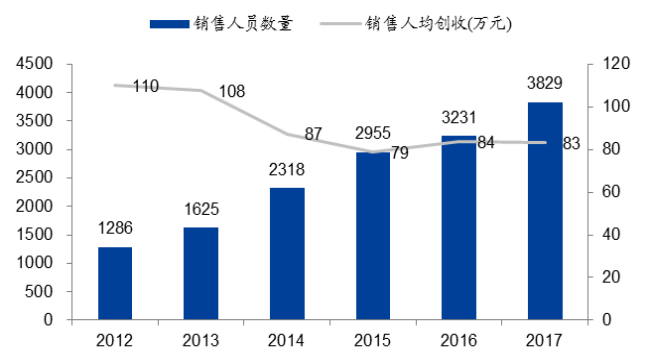
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 55: 坚朗五金销售人员数量变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 56: 坚朗五金销售人员数量 VS 销售人均创收



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

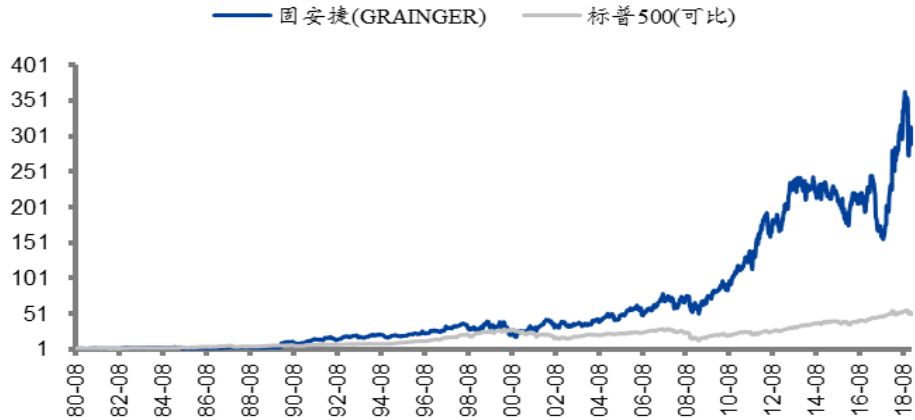
海外对标: 全球 MRO 龙头—固安捷

固安捷于 1927 年成立, 主要从事电气发动机分销, 1980 年后, 随着美国经济结构升级、制造业放缓、企业间合并加剧等外部因素, 开始进入 MRO 市场。目前固安捷已从一家小型的家族企业发展成为世界最大 MRO 分销商。MRO 即维护、维修和运营, MRO 工业品超市源于欧美, 是集工业品的展示、零售、批发、维修、信息交流于一体的综合流通平台。由于 MRO 工业品所覆盖的领域广泛, 具有产品种类众多、专业技术要求高的特点, 上下游产业链环节众多, 对平台运营能力要求高。

固安捷: 一站式采购体系, 打造 MRO 龙头分销商竞争力。固安捷主要业务集中在美国 and 加拿大, 并在欧洲、亚洲和拉丁美洲设有业务。公司通过高度集成的物流配送中心(美国本土 16 个分销中心)、线下专业销售分支机构(美国本土 280 个分支机构、40 个呼叫中心)、线上互联网销售平台和库存管理解决方案, 搭建形成了工业品一站式采购体系, 其主要产品线有劳防安全、物料搬运存储、清洁、金属加工、工具以及库存管理和技术支持等, 产品种类已扩张到 170 万种, 服务全球超过 300 万客户, 全球供应商超过 5000 家。

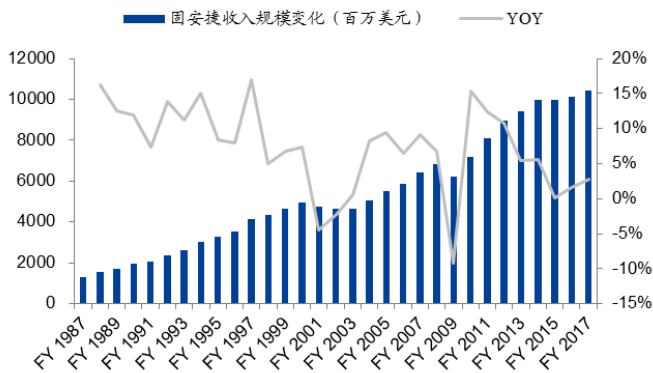
作为全球 MRO 龙头分销商, 固安捷 2017 年收入规模超过 100 亿美元, 近 30 年复合增长率为 7%; 净利润规模 5.8 亿美元, 近 30 年复合增长率为 6%。近 30 年股价涨幅超过 40 倍, 当前市值 160 亿美元。

图表 57: 固安捷股价表现 (对比标普 500)



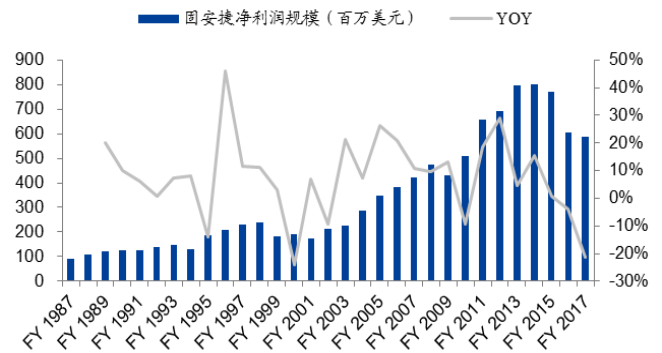
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 58: 固安捷收入规模变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 59: 固安捷净利润规模变化



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

投资建议

结合上文论述, 建议参考以下三条主线精选个股:

- ✓ 1) 未来中下游成本压力缓解, 龙头企业竞争格局改善, 盈利提升。环保等供给侧政策的极大加强, 使得上游原料价格大幅提升。随着政策避免“一刀切”和企业环保能力提高, 上游价格上涨动力逐渐消失, 甚至会有所下降。同时此前的环保、营改增等政策因素驱动下, 小企业经营成本和资金成本增加并加速退出, 细分龙头竞争格局改善、份额提升趋势比较明显。因此受益原料成本下降, 毛利率提升的同时自身具备较强扩张能力、有望保持销量增长的龙头企业业绩弹性较大。推荐北新建材、建研集团、龙泉股份、东方雨虹、科顺股份、凯伦股份、雄塑科技、三棵树等。
- ✓ 2) 地产商加快集中, 全装修加速落地, 地产集采成为增长快车道。多规格产品的生产成本可以扩量降本, 通过获取足够多的订单来实现生产线的单一规格生产, 推荐帝欧家居、惠达卫浴。
- ✓ 3) 低成本规模经济和差异化品牌策略得到充分施展, 龙头企业开始尝试进入相关品类, 共享渠道、信息、品牌、管理等平台资源, 获取范围经济性。推荐坚朗五金、伟星新材。

图表 60: 重点公司盈利预测及估值情况

股票 代码	股票 名称	投资 评级	EPS (元)				PE			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002798	帝欧家居	买入	0.14	0.96	1.29	1.68	92.14	13.44	10.00	7.68
002372	伟星新材	增持	0.60	0.76	0.88	1.07	24.15	19.07	16.47	13.54
000786	北新建材	买入	1.39	1.61	1.93	2.31	10.01	8.65	7.21	6.03
002271	东方雨虹	买入	0.80	1.04	1.31	1.64	16.39	12.61	10.01	7.99
002398	建研集团	增持	0.28	0.39	0.51	0.62	16.21	11.64	8.90	7.32
603385	惠达卫浴		0.61	0.67	0.78	0.92	13.49	12.28	10.55	8.95
300599	雄塑科技		0.44	0.69	0.91	1.15	23.07	14.71	11.15	8.83
300737	科顺股份		0.36	0.41	0.56	0.77	24.33	21.37	15.64	11.38
603737	三棵树		1.32	1.87	2.61	3.55	27.07	19.11	13.69	10.06

资料来源: wind, 国盛证券研究所; 说明: 帝欧家居、伟星新材、北新建材、东方雨虹、建研集团 2018-2020 年 EPS 为国盛建材团队预测数值, 惠达卫浴、雄塑科技、科顺股份、三棵树 2018-2020 年 EPS 为 wind 一致盈利预测数值。

风险提示

下游基建及房地产行业波动风险

行业与房地产、基建工程、家居装饰装修具有密切的相关性, 其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况, 若市场景气度不佳或未达预期, 将会导致经营受到不利影响的风险。

行业竞争风险

多个细分行业市场化程度较高, 市场集中度较低, 中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额, 在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

原材料价格大幅波动风险

原材料市场价格出现较大幅度波动, 成本控制将承受压力, 盈利水平可能受到一定影响。

应收账款风险

下游客户主要为地产商、工程商的企业, 未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com