

建筑材料

装修建材：边际变化正在发生，推荐低估值优质龙头

地产销售有韧性，需求波动收窄。2018年全国商品房销售面积为17.2亿平，同比增长1.3%，增速继续收窄。展望2019年来看，在整体地产紧缩调控和三四线棚改货币化政策收紧的影响下，我们认为预计2019年地产销售面积下滑5%左右，波动幅度弱于以往周期，销售仍具韧性。

新开工和竣工背离收敛，建安投资有望回升：16年以来在整体去杠杆、紧信用的环境之下，地产企业受资金压力、市场走弱的影响，选择“抢开工、高周转”策略导致高开工、低竣工；2019年在期房交付期限要求和房企融资环境改善、资金压力缓解之下，预计竣工面积增速有望向上，建安设备投资有望回升。

格局向好，优质龙头稳健增长：环保成本显性化、税收社保规范化、金融约束加强等因素驱动下，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较为明显。中长期维度来看，需求周期和估值波动有往复，把握企业成长和发展，更多要关注企业自身的竞争力，自身具备较强竞争优势的优质龙头，格局向好、市占率持续提升，业绩稳健增长的能力相对较强。

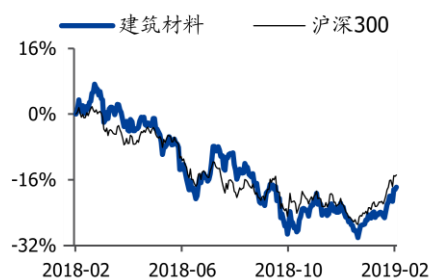
估值调整充分，关注边际宽松变化，估值具备修复空间。2018年板块内地产后端的装修建材公司，受到地产下行的悲观预期、去杠杆下资金压力等因素的影响，股价调整较多，估值向下调整较为充分，多个细分龙头公司估值水平和相对大盘指数的估值水平已处于历史区间下限。当前来看，地产景气下行预期仍会对后周期企业估值有所压制，但**边际变化也正在发生：央行降准，政策持续放松，货币宽松有望逐渐向信用宽松传导；近期上海、广州等地房贷利率出现下调、部分地区调控政策变更，地方政府近期两会报告中强调地产调控“因城施策”思路下，政策微调有望带来边际宽松。**

投资建议：我们认为2019年地产销售有韧性，竣工有望改善，需求不必太悲观；同时格局向好之下，龙头盈利稳健，股价和估值调整较为充分；货币宽松和地产政策边际放松正在来临，估值中枢修复可期。建议关注PE10倍或PB1倍左右的标的。重点推荐**帝欧家居、北新建材、东方雨虹、坚朗五金、建研集团、惠达卫浴**等。

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。

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

相关研究

- 1、《社融大增，板块性行情延续》2019-02-17
- 2、《水泥价格基本已到底部》2019-02-04
- 3、《四季度公募基金建材配置降至低配》2019-01-27

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	0.99	1.32	1.75	115.14	16.28	12.21	9.21
000786	北新建材	买入	1.39	1.61	1.93	2.31	12.17	10.51	8.77	7.32
002271	东方雨虹	买入	0.83	1.04	1.31	1.64	21.63	17.26	13.70	10.95
002372	伟星新材	增持	0.63	0.74	0.86	1.04	27.33	23.27	20.02	16.56
002398	建研集团	增持	0.28	0.39	0.51	0.62	17.57	12.62	9.65	7.94

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

一、需求波动收窄，关注边际宽松，估值具备修复空间	3
地产销售有韧性，需求波动收窄	3
背离收敛，竣工向上，建安投资有望回升，需求不必太悲观	4
装修建材整体增速趋缓，零售端承压，工程端仍是快车道	5
估值调整充分，关注边际变化，期待估值中枢修复	6
二、格局向好，优质龙头稳健增长	7
竞争格局向好，份额提升，细分龙头稳健增长	7
三、投资建议：推荐关注 PE10 倍或 PB1 倍左右的优质龙头	9
帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，战略集采加速集中度提升	9
北新建材：估值低位的石膏板龙头，看好中长期投资价值	9
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	10
建研集团：减水剂量价向上，检测业务稳步扩张	11
坚朗五金：门窗五金龙头，多品类布局领先，模式拐点显现	11
风险提示	12

图表目录

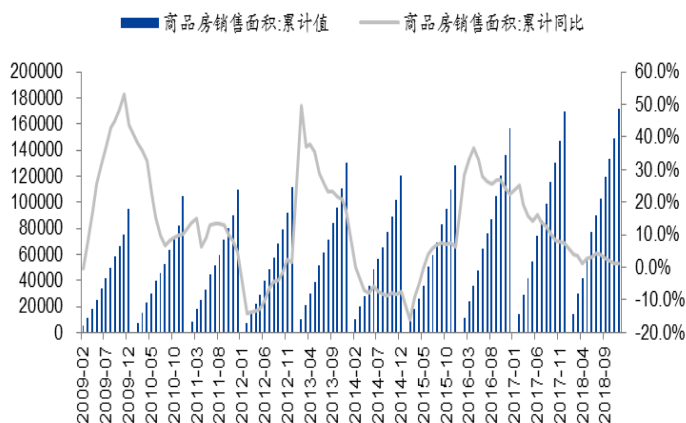
图表 1: 商品房销售面积累计同比	3
图表 2: 此轮地产下行期销售增速回落期明显拉长	3
图表 3: 一二线和三四线城市销售面积增速分化	3
图表 4: 棚户区改造住房套数及货币化安置比例	3
图表 5: 新开工面积和竣工面积增长出现背离	4
图表 6: 期房销售面积占比提升明显	4
图表 7: 土地成交面积和土地成交价款累计同比连续回落	4
图表 8: 商品房销售面积中期房销售累计同比保持较高增长	5
图表 9: 建安设备投资增速有望回升	5
图表 10: 以经销为主的公司收入季度增速变化	5
图表 11: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化	5
图表 12: 北新建材历史估值变化 VS 销售面积同比变化	6
图表 13: 北新建材估值相对上证综指估值变化	6
图表 14: 东方雨虹历史估值变化 VS 销售面积同比变化	6
图表 15: 东方雨虹估值相对上证综指估值变化	6
图表 16: 帝欧家居历史估值变化 VS 销售面积同比变化	6
图表 17: 帝欧家居估值相对上证综指估值变化	6
图表 18: 全国平均房贷利率及环比变化	7
图表 19: 北京、上海、广州等地首套房贷平均利率变化	7
图表 20: 环保政策趋严，环保成本显性化	8
图表 21: 各细分行业市场规模、行业格局变化及龙头公司表现	8
图表 22: 帝欧家居 PE-BAND	9
图表 23: 北新建材 PE-BAND	10
图表 24: 东方雨虹 PE-BAND	10
图表 25: 建研集团 PE-BAND	11
图表 26: 坚朗五金 PB-BAND	12
图表 27: 重点公司盈利预测及估值情况	12

一、需求波动收窄，关注边际宽松，估值具备修复空间

地产销售有韧性，需求波动收窄

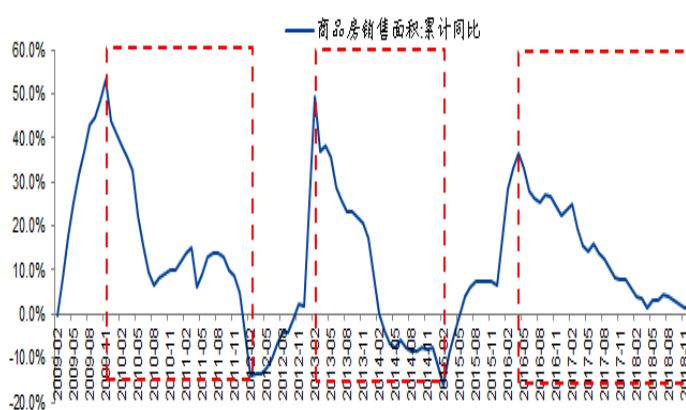
2018年全国商品房销售面积为17.2亿平，同比增长1.3%，增速继续收窄。商品房销售面积在绝对值上仍处在历史高位，但受到信贷收紧、限购、棚改资金收紧等政策影响，增速持续回落。从这轮地产销售增速下行期表现来看，呈现较上两轮周期不同的特征：增速回落的幅度弱于以往周期，且下行期被明显拉长，自2016年4月增速高点回落到现在已有31个月度，预计回落趋势19年仍将持续。

图表1：商品房销售面积累计值及同比（万平方米）



资料来源：wind、国盛证券研究所

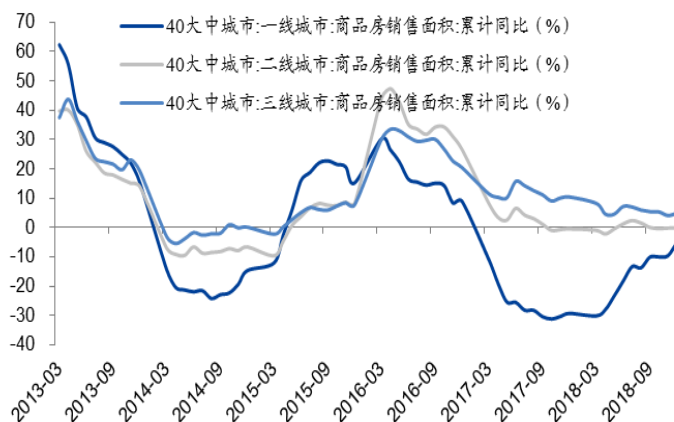
图表2：此轮地产下行期销售增速回落期明显拉长



资料来源：wind、国盛证券研究所

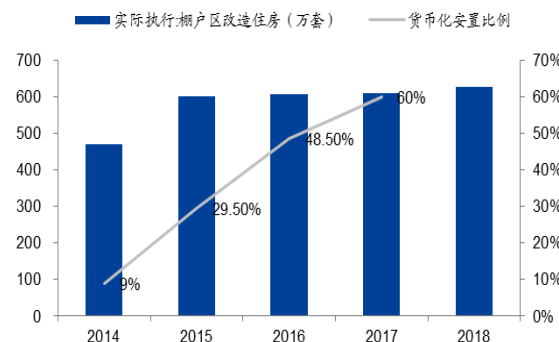
我们认为此轮下行期显著拉长且销售增长具备韧性的原因在于：1）16年中以来的地产调控政策相对持久且强调“分类调控、因城施策”，使得整体调控的节奏和结构较之前有所不同。一二线城市在紧缩调控政策下，销售面积增速出现明显下降，但三四线城市因库存较高，“因城施策”下调控政策的力度相对有宽松弹性，使得三四线城市销售面积增速回落缓慢，由于三四线城市销售面积占比超过70%，使得整体销售更具韧性。2）棚户区改造政策以及棚改货币化，三四线城市是主要区域。

图表3：一二线和三四线城市销售面积增速分化



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表4：棚户区改造住房套数及货币化安置比例



资料来源：wind、国盛证券研究所

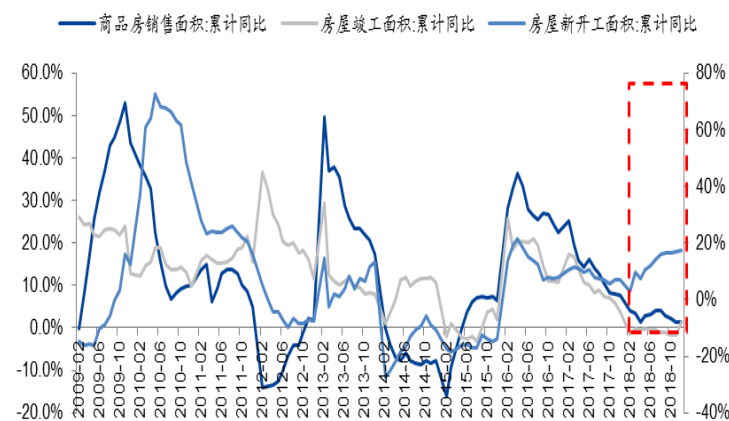
展望2019年来看，在整体地产紧缩调控和三四线棚改货币化政策收紧的影响下，我们预计2019年地产销售面积下滑5%左右，波动幅度弱于以往周期，销售仍具韧性。

背离收敛，竣工向上，建安投资有望回升，需求不必太悲观

新开工和竣工背离收敛，开工向下、竣工向上

- ✓ **资金压力下，房企“抢开工、高周转”导致高开工、低竣工：**16年以来，在整体去杠杆、紧信用的环境之下，地产企业在资金压力、市场走弱的影响下，为规避风险采用加快周转的策略，抢开工、促推盘预售来获取销售回款的情况较为普遍（期房销售占比提升明显）；同时在较高的库存之下，放缓了施工和竣工节奏，使得新开工和竣工出现明显背离，18年房屋新开工面积增速持续走高，保持两位数增长，全年增长17.2%，而竣工面积增速持续走低，18年连续为负，全年累计同比增速为-7.2%。

图表5：新开工面积和竣工面积增长出现背离



资料来源：wind、国盛证券研究所

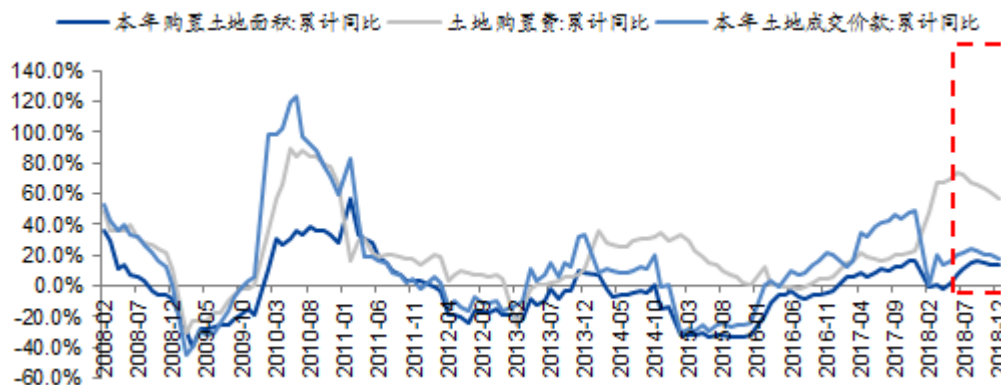
图表6：期房销售面积占比提升明显



资料来源：wind、国盛证券研究所

- ✓ **新开工增速预计向下回落：**18年下半年以来新开工面积累计同比连续多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4个月回落，后续新增供应预计将会下行，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。

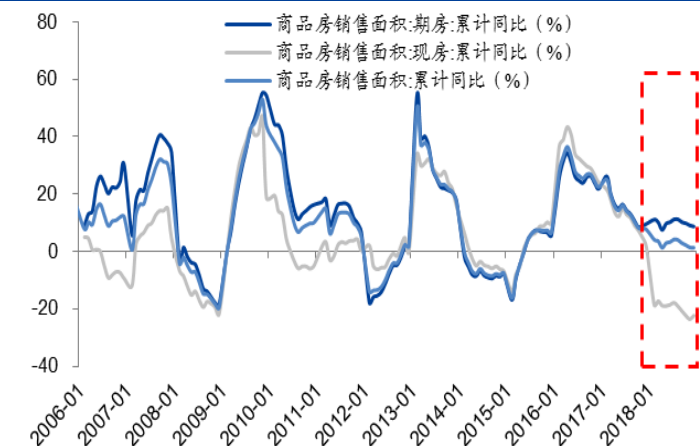
图表7：土地成交面积和土地成交价款累计同比连续回落



资料来源：wind、国盛证券研究所

- ✓ **期房交付叠加资金压力缓解，预计19年竣工面积增速向上，建安设备投资有望回升。**一方面，在期房交付期限要求之下，竣工增速有望回升。一般期房交付时间在2年左右，参考期房销售占比的数据来看，17年以来期房面积占比持续提升，在今年有望进入交付期，竣工面积增速预计将向上回升。另一方面，央行降准，货币政策宽松有望逐渐向信用宽松传导，融资环境边际改善，房企资金压力缓解之下，竣工增速有望回升；同时，在房企拿地意愿减弱之下，土地购置费用支出增速放缓，对建安设备投资的挤出效应有望缓解，建安设备投资增速有望回升。

图表 8: 商品房销售面积中期房销售累计同比保持较高增长



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 9: 建安设备投资增速有望回升



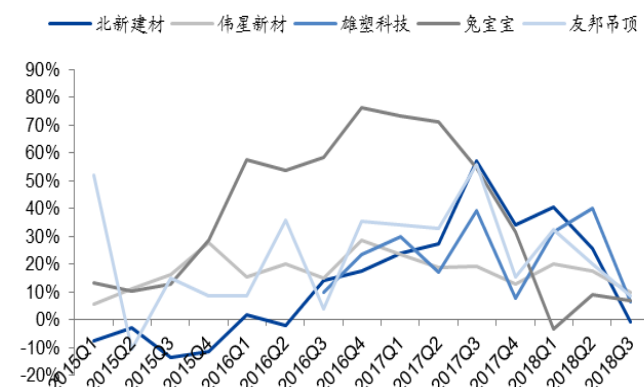
资料来源: wind、国盛证券研究所

装修建材整体增速趋缓，零售端承压，工程端仍是快车道

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 19 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。

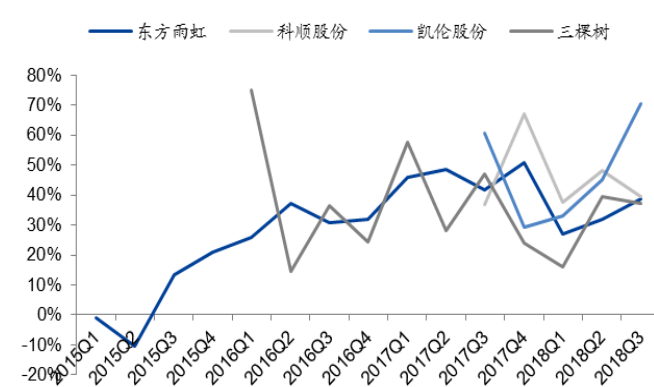
精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下，工程端仍是快车道。大地产商集中度跳升之下，销售面积的快速增长带来了对应建材需求的增加，而同时全装修交付占比的提升将使得装饰需求的管控进一步向房地产商集中，针对地产商的工程端业务规模有望进一步扩大；而以恒大和万科等为代表的房地产商采取的“战略集采”的模式对建材企业竞争格局带来的影响较为明显。集采模式对建材企业在品牌、资金、产品供应、服务等方面的要求和门槛较高，中小企业进入较为困难，龙头企业在品牌影响力、资金规模、产能供应、销售服务等方面具有明显的竞争优势。从品类来看，建筑涂料、防水材料、瓷砖等建材品类被列入集采范围较为普遍，有相应工程端业务布局的龙头公司仍将持续受益；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。

图表 10: 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 11: 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

估值调整充分，关注边际变化，期待估值中枢修复

2018年板块内地产后端的装修建材公司，受到地产下行的悲观预期、去杠杆下资金压力等因素的影响，股价调整较多，估值向下调整较为充分，多个细分龙头公司估值水平和相对大盘指数的估值水平已处于历史区间下限。而近期地产后端公司的行情，我们认为更多的是市场在竣工端改善预期之下，对此前过度悲观需求预期的修复。

图表 12: 北新建材历史估值变化 VS 销售面积同比变化

图表 13: 北新建材估值相对上证综指估值变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 14: 东方雨虹历史估值变化 VS 销售面积同比变化

图表 15: 东方雨虹估值相对上证综指估值变化

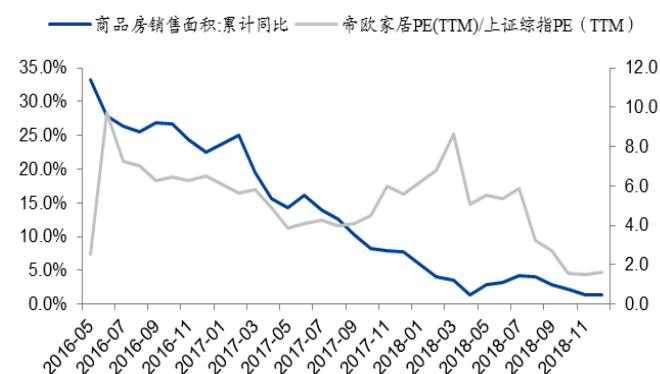
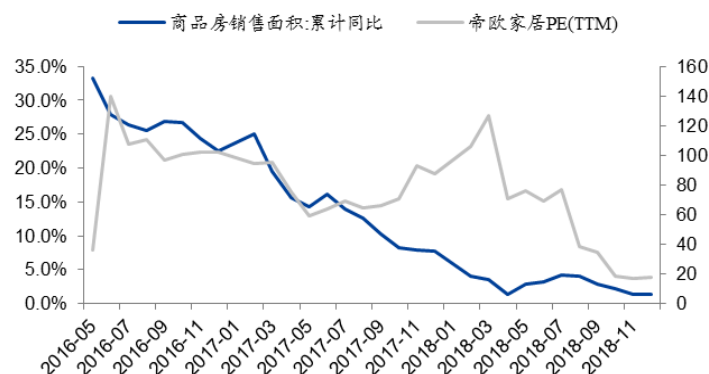


资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 16: 帝欧家居历史估值变化 VS 销售面积同比变化

图表 17: 帝欧家居估值相对上证综指估值变化

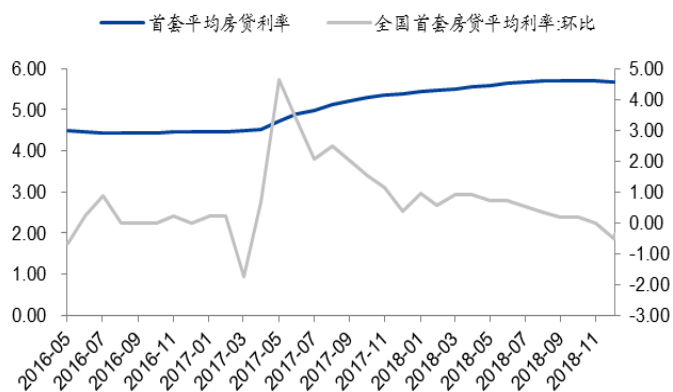


资料来源: wind、国盛证券研究所

资料来源: wind、国盛证券研究所

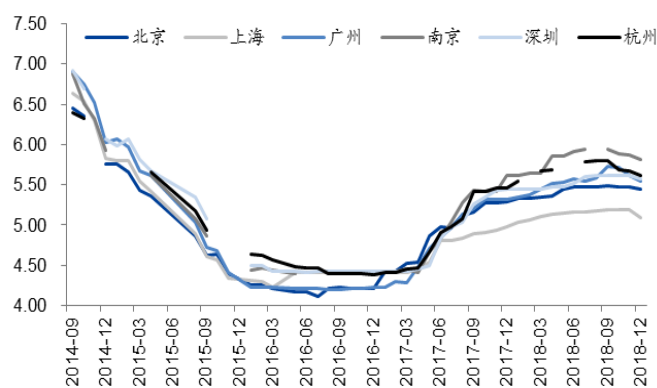
关注边际变化：边际宽松正在发生，估值修复具备空间。当前来看，地产景气下行预期仍会对后周期企业估值有所压制，但边际变化也正在发生：央行降准，政策持续放松，货币宽松有望逐渐向信用宽松传导；近期上海、广州等部分地区房贷利率出现下调，融360大数据研究院监测数据显示，全国首套房贷平均利率已连续两个月回落；部分地区调控政策变更，地方政府近期两会报告中强调地产调控“因城施策”思路下，政策微调有望带来边际改善。

图表 18: 全国平均房贷利率及环比变化 (%)



资料来源: wind、融 360 大数据研究院、国盛证券研究所

图表 19: 北京、上海、广州等地首套房贷平均利率变化 (%)



资料来源: wind、融 360 大数据研究院、国盛证券研究所

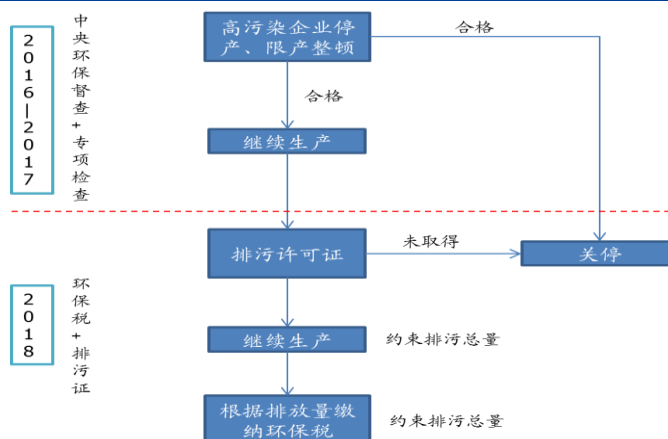
二、格局向好，优质龙头稳健增长

竞争格局向好，份额提升，细分龙头稳健增长

环保成本显性化，税收社保规范化，金融约束加强，龙头企业格局向好。随着国家对安全、环保要求的不断提高以及营改增使得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。

中长期维度来看，需求周期和估值波动有往复，把握企业业绩增长更多要关注企业自身的竞争力，自身具备较强竞争优势的优质龙头，格局向好、份额持续提升趋势明显，业绩稳健增长的能力相对较强。同时，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。

图表 20: 环保政策趋严, 环保成本显性化



资料来源: 公开信息整理, 国盛证券研究所

图表 21: 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

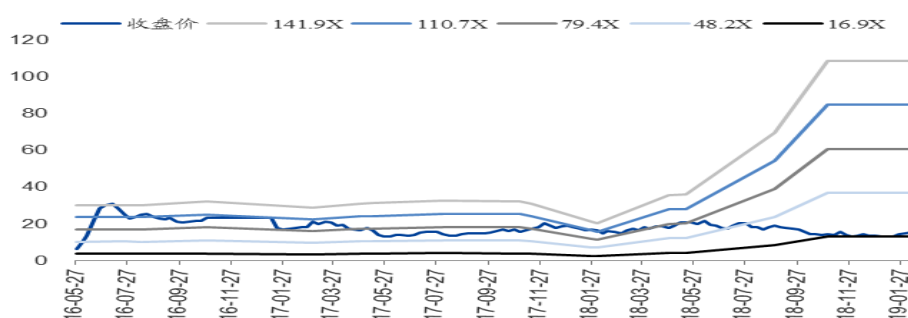
三、投资建议：推荐关注 PE10 倍或 PB1 倍左右的优质龙头

我们认为 2019 年地产景气仍处下行期，但销售有韧性，竣工有望改善，需求不必太悲观；同时格局向好之下，龙头盈利稳健，股价和估值调整较为充分，资金放松和地产政策边际宽松正在来临，估值中枢修复可期。建议关注 PE10 倍左右或 PB1 倍左右的标的。重点推荐帝欧家居、北新建材、东方雨虹、坚朗五金、建研集团、惠达卫浴等。

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。
- ✓ 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 16、12、9 倍，维持“买入”评级。

图表 22：帝欧家居 PE-BAND



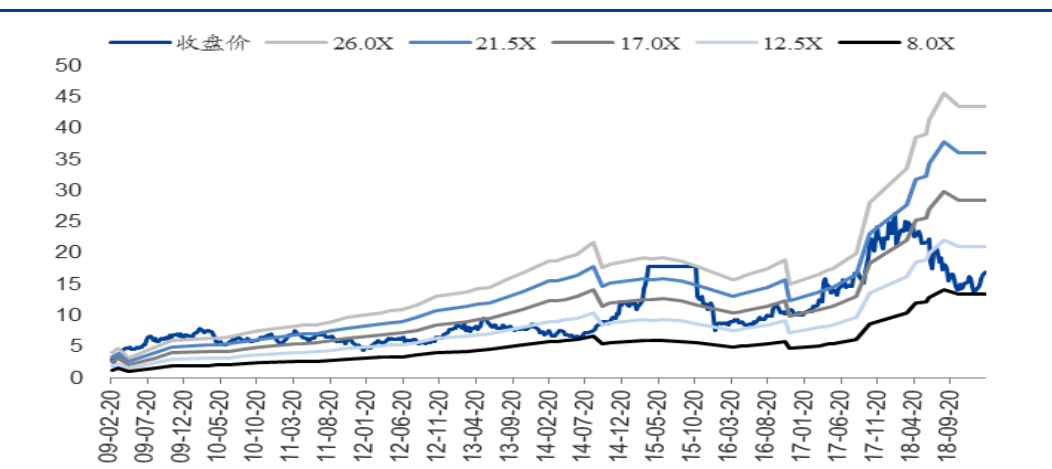
资料来源：wind、国盛证券研究所

北新建材：估值低位的石膏板龙头，看好中长期投资价值。

- ✓ **石膏板龙头，护城河深厚：** 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。
- ✓ **产能扩张+盈利提升，业绩稳健增长：** 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，规划建设 21 条石膏板生产线，总产能将达到 30 亿平米；外延并购加速区域整合，海外产能在未来几年或成为新的增量；煤炭、护面纸原料下降+技术进步继续推动成本下降，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，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 11、9、7 倍；维持“买入”评级。

图表 23: 北新建材 PE-BAND

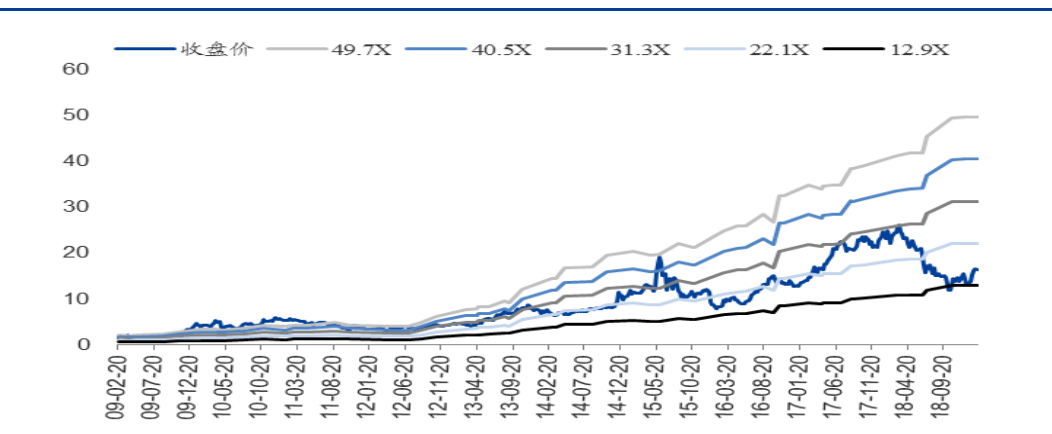


资料来源: wind、国盛证券研究所

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。19 年受益沥青等原料价格下降, 成本压力有望缓解; 组织架构和人事调整寻求模式变革, 追求持续、高质量的发展, 同时多品类战略开始展露头角, 公司有望开启新一轮周期成长。
- ✓ 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 17、14、11 倍; 公司当前动态估值水平处于历史区间底部, 维持“买入”评级。

图表 24: 东方雨虹 PE-BAND

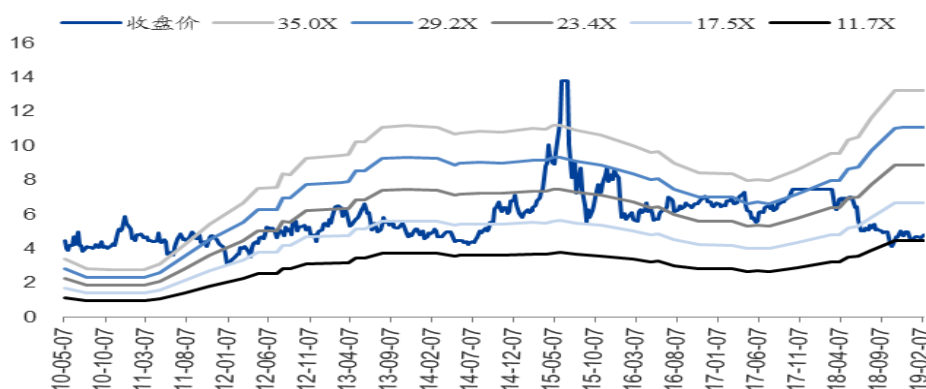


资料来源: wind、国盛证券研究所

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 13、10、8 倍；维持“增持”评级。

图表 25：建研集团 PE-BAND



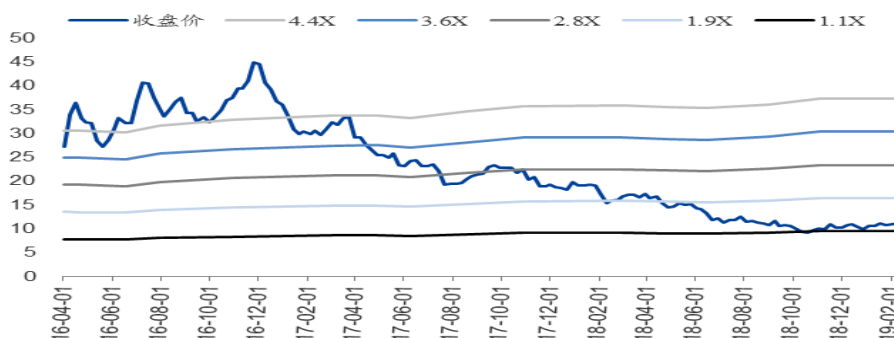
资料来源：wind、国盛证券研究所

坚朗五金：门窗五金龙头，多品类布局领先，模式拐点显现

- ✓ **“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。
- ✓ **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。
- ✓ **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。

图表 26: 坚朗五金 PB-BAND



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 27: 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	0.99	1.32	1.75	115.14	16.28	12.21	9.21
002372	伟星新材	增持	0.63	0.74	0.86	1.04	27.33	23.27	20.02	16.56
000786	北新建材	买入	1.39	1.61	1.93	2.31	12.17	10.51	8.77	7.32
002271	东方雨虹	买入	0.83	1.04	1.31	1.64	21.63	17.26	13.70	10.95
002398	建研集团	增持	0.28	0.39	0.51	0.62	17.57	12.62	9.65	7.94
603385	惠达卫浴		0.61	0.67	0.78	0.92	16.14	14.69	12.70	10.77
300599	雄塑科技		0.44	0.69	0.91	1.15	25.52	16.32	12.36	9.75
300737	科顺股份		0.36	0.41	0.56	0.77	24.18	21.12	15.30	11.21

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 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