



中性

建材行业 2019 年年度策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
建研集团	002398.SZ	4.47	买入
东方雨虹	002271.SZ	13.05	增持↑
伟星新材	002372.SZ	14.63	买入
坤彩科技	603826.SH	13.81	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以 2019 年 01 月 02 日当地货币收市价为标准

后周期分化，重寻新机会

水泥板块 2018 年超预期靓丽表现后，2019 年高基数效应下难有高速增长。未来建材板块将更关注主题性投资以及个股内生性的成长带来的投资机会。行业个股分化将更为明显。

支撑评级的要点

- **水泥基本面仍稳健，关注限产变化后定价机制的变化：**当前水泥需求端有基建加持，供给侧限产仍趋严，供需依然紧平衡。导致水泥股估值走低原因是 2018 年业绩的高基数。当前供给侧限产刚性，需求弹性，区域是决定价格的因素。未来若限产放松，定价机制会改变，供需缺口有望成为新的决定价格的因素，据此北方地区供需缺口较大，若因限产放松导致水泥价格下滑，则北方下滑幅度相对较小。长期来看，水泥股的选择依然应该遵循人口流动，成本优势，市场占有率等因素。
- **玻璃价格有望企稳，企业营收有望改善：**2018 年玻璃价格下滑明显，主要原因是新增与复产生产线较多，而竣工下滑与新车销售下滑又导致需求持续探底。未来随着竣工面积释放预期以及供给侧逐步稳定，玻璃价格也将逐步企稳。同时成本端因石油价格下跌，重油、石油焦等燃料价格同步下调，部分仍使用石油燃料的企业毛利率短期内有一定提升空间，企业营收总体有望改善。
- **关注竣工释放后的投资机会：**地产竣工面积持续走低，未来在合同约定下回升确定性高。中后端建材企业销售增速与竣工面积增速有极高关联性，未来在竣工面积回升拉动下，对应上市企业业绩有望显著增长。中后端建材企业估值周期性较弱，横向比较下与企业的业绩增速也无明显关系，公司市值增长主要依靠业绩驱动。
- **关注原料下调后的投资机会：**海外石油价格下跌导致国内石化系产品价格下调。对于建材的防水材料（沥青），减水剂（环氧乙烷），管材（PVC 等），玻璃（燃料）等细分行业成本端短期内有下降空间。考虑不同行业成本端价格传导机制的时间差，部分企业一到两季度内存在超额收益的可能性。
- **维持行业评级为“中性”：**水泥板块 2018 年业绩超预期增长，带动板块表现持续向好。受高基数影响，水泥板块估值难有进一步提升空间。建材其他板块 2019 年也缺乏趋势性机会，建议从细分主题，个股内生性成长寻找投资机会。预计 2019 年建材板块个股表现与建筑板块不同，分化将更为明显。维持行业评级为“中性”。

评级面临的主要风险

- **上游原材料价格调整不及预期，房屋竣工未有改善，地产需求进一步下探，环保限产放松。**

重点推荐

- **建议从竣工、原材料下调、内生增长三个主线选股：**一是竣工增速释放后，受益装修需求提升的伟星新材；二是基本面稳健，石化系原料下调后短期内有超预期盈利的建研集团，东方雨虹；三建议关注企业内生性增长能力较强的坤彩科技。

相关研究报告

- 《建材行业三季报综述》20181106
- 《建材行业三季报前瞻》20181017
- 《建材行业半年报总结》20180904

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

田世欣
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者



目录

2018 年行情回顾	5
一、水泥行业：业绩创新高，再求新机遇	9
二、玻璃行业：产能提升，需求探底	14
三、竣工回升带动的投资机会	18
四、成本端改善的投资机会	20
投资建议	22
风险提示	23
建研集团	25
东方雨虹	27
伟星新材	29
坤彩科技	31



图表目录

图表 1. 2018 年年初至今各板块涨跌幅	5
图表 2. 建材板块估值水平持续下行	5
图表 3. 各个细分板块涨跌幅情况	6
图表 4. 各个细分板块估值情况	6
图表 5. 细分行业营收增速与变化情况	6
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况	6
图表 7. 细分行业现金流变化情况	7
图表 8. 细分行业毛利率变化情况	7
图表 7. 细分行业集中度变化情况	7
图表 8. 细分行业负债率变化情况	7
图表 9. 上游建材价格高企	8
图表 10. 家居建材景气度较高	8
图表 11. 2018 年以来基建增速向下	9
图表 12. 业绩落地滞后与融资与订单	9
图表 13. 7 月份以来主要的政策转向措施	9
图表 14. 房地产信托收益率持续攀升	10
图表 15. 新开工增速超预期提升	10
图表 16. 居民购房需求难有释放预期	10
图表 17. 房地产企业拿地下滑明显	10
图表 18. 三大下游需求分化	11
图表 19. 东南地区投资需求较为旺盛	11
图表 20. 全国水泥错峰停窑情况一览	11
图表 21. 北方限产更为严重	12
图表 22. 供需缺口依然较高	12
图表 21. 需求与供给和价格均高度相关	12
图表 22. 供需缺口与价格相关性较弱	12
图表 23. 华东与华中价格涨幅更大	13
图表 24. 东北地区供需缺口更大	13
图表 25. 2011-2016 年全国人口增长情况	13
图表 26. 2013-2017 年各区域代表水泥企业表现	13
图表 27. 新开工面积与竣工面积持续背离	14
图表 28. 当前汽车处于主动去库存阶段	14
图表 29. 2018 年玻璃需求进一步探底	14



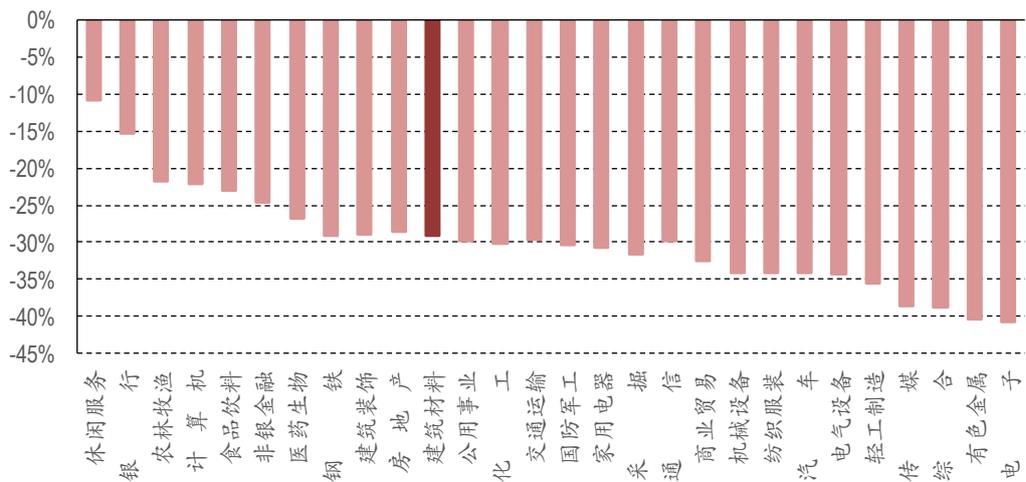
图表 35. 近期产能持续提升.....	15
图表 36. 当前行业尚处于被动加库存阶段.....	15
图表 37. 近期玻璃价格下降.....	15
图表 38. 玻璃价格与供需缺口高度相关.....	15
图表 39. 石化产品价格下降.....	16
图表 40. 受石化产品影响, 整体成本规模有所下降.....	16
图表 41. 玻璃行业单吨毛利水平近期走低.....	16
图表 42. 地产周期传导以及相关建材需求的变化.....	18
图表 43. 新开工面积与竣工面积持续背离.....	18
图表 44. 后端建材企业销售与竣工增速高度协同.....	18
图表 45. 中后端建材估值与周期无关.....	19
图表 46. 上市公司业绩与估值变动情况.....	19
图表 45. 欧佩克原油产量提升.....	20
图表 46. 欧佩克增产是导致下跌的原因之一.....	20
图表 47. 相关行业上市公司毛利率.....	20
附录图表 48. 报告中提及上市公司估值表.....	24

2018 年行情回顾

1. 股价表现与估值水平

建材板块表现不佳，总体情况跑输大盘：受国内去杠杆以及中美贸易战影响，2018 年以来股票市场下挫明显。沪深 300 指数从 2018 年至今下跌 25.88%，建筑材料指数受新开工面积增速快的影响，水泥业绩表现良好，但是下游板块业绩较差，总体处于下跌态势，年初至今下跌接近 30%，依然跑输大盘。

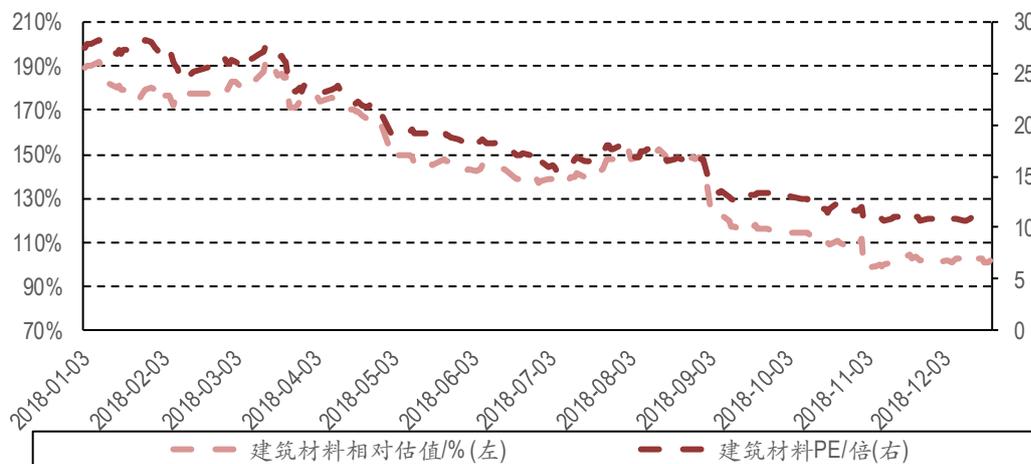
图表 1. 2018 年年初至今各板块涨跌幅



资料来源：万得，中银国际证券

建材板块总体保持平稳，水泥行业表现突出：今年受建材市场需求持续走弱、环保限产等因素影响，建材行业出货量呈现中低速平稳增长态势，但水泥行业价格高企业绩超预期上涨。2018 年上半年，建材行业经济运行总体保持平稳，表现为稳中有变的运行特征。下半年以来，受益于国际油价下跌，玻璃等行业估值有所修复。另一方面，产能严重过剩等结构性矛盾还没有得到有效缓解，市场需求下滑、企业内生动力不足的问题仍然存在，行业下行压力不断积聚。

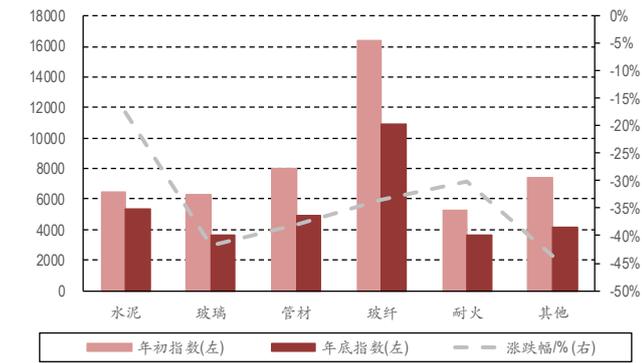
图表 2. 建材板块估值水平持续下行



资料来源：万得，中银国际证券

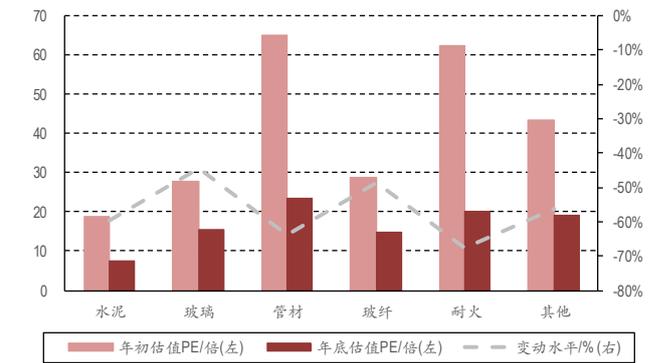
细分板块水泥、耐火材料两大板块表现相对较好：从估值来看当前建材板块估值为 10.45 倍 PE，相比 2018 年初 27.57 倍 PE 下跌 62.10%，并且由于主要的细分子行业估值都在下行，建材行业相对于大盘指数估值水平 2018 年也持续下行。分行业来看，各个细分板块 2018 年均有所下滑，其中水泥与耐火材料两大板块表现相对较好，年初至今跌幅分别为 17.47%和 30.22%；估值下滑幅度较大，分别下滑 59.71%和 67.62%。这两大板块表现相对较好的原因是受益于环保限产水泥产品价格提升以及上游工业企业利润提升产能投资增加。2018 年水泥价格呈同比增长环比稳定，保持高位运行，水泥行业业绩超预期提升；同时上游工业企业因限产等原因业绩有所改善，产能投资需求增加，使得耐火材料企业面临的经营环境有所改善，实现了营收和利润的双增长。

图表 3. 各个细分板块涨跌幅情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 各个细分板块估值情况

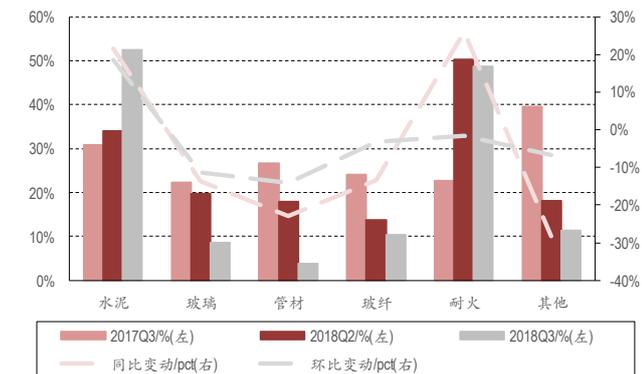


资料来源：万得，中银国际证券

2. 建材行业业绩

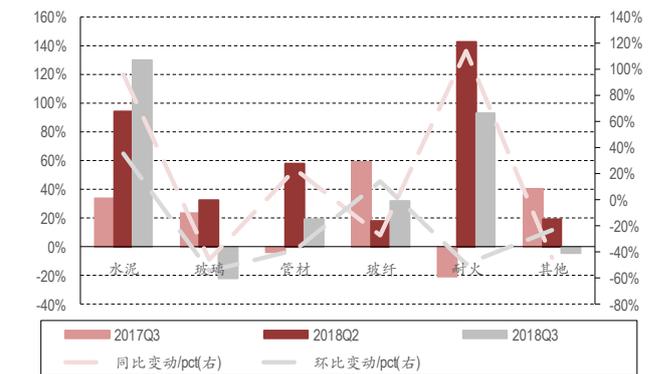
大部分细分板块业绩下滑，水泥与耐火材料表现较好：2018 年前三季度水泥与耐火材料的营业收入呈现高速增长，水泥板块三季度营业收入增速同比提升 21.47 个百分点，环比提升 18.46 个百分点，营收依然在加速增长，业绩增长的主要驱动力是产品价格的提升；利润方面水泥板块三季度营业收入增速同比大幅提升 95.60 个百分点，环比提升 35.30 个百分点，行业重资产属性带来 2018 年行业利润增速的高弹性。耐火板块营收增速从 2017 年三季度 22.75% 上升到 2018 年中 50.22%，三季度增速小幅下滑致 48.61%；利润增速由 2017 年三季度的 -20.93% 大幅提升为 142.19%，2018 年三季度有所下滑为 93.10%。2017 年低基数是行业利润高增长的原因之一。其他细分板块则表现一般，营收与利润增速自 2017 年三季度以来便逐步下滑，部分板块在 2018 年年中有所反弹，但总体来看业绩情况并不乐观。从供给端来看，受供给侧改革影响，建材行业在过去几年内产能扩张受到明显抑制，淘汰过剩产能和落后产能成为关注焦点，也是建材行业长期的矛盾所在，如何去产能，如何限产将分别成为影响建材行业长期和短期价格的关键因素。

图表 5. 细分行业营收增速与变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

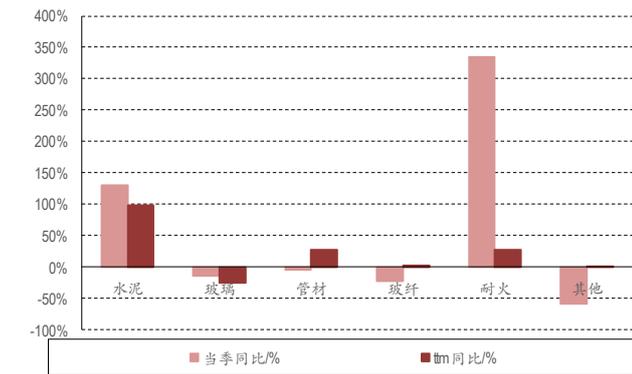
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

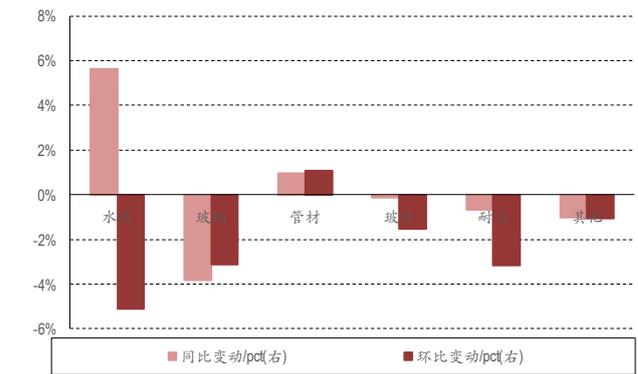
水泥与耐火材料现金流表现突出，水泥板块毛利率高点已过：细分行业现金流情况与业绩情况基本挂钩。水泥行业因 2018 年以来持续保持高度景气，经营性现金流 2018 年以来持续保持同比 100% 以上的高速增长。耐火板块 2018 年业绩较好，但是现金流情况表现弹性较大，三季度经营现金流同比超过 300%，但 ttm 同比仅仅 30% 左右。行业毛利率方面 2018 年大多数细分行业毛利率下滑，成本端因素很大一部分原因是 2018 年 1 至 10 月原油价格上涨导致上游原材料价格调升，利润空间收到挤压。价格端因素则是部分建材需求不足，价格难有提升空间。从各水泥上市公司披露的财务报表，水泥行业三季度毛利率相比二季度环比下降超过 5 个百分点，纵向来看，行业毛利率高点已过；管材行业毛利率表现较为突出，2018 年全年呈现较为稳定增长。

图表 7. 细分行业现金流变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 细分行业毛利率变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

水泥行业集中度指数提升明显，细分行业负债率有所分化：水泥行业上市公司 2018 年高度景气，但企业与地域有明显分化。行业限产后龙头企业在固定成本上的优势凸显，弹性更大；东南区域人口集中，区域建设需求更大；大企业进行价格协同，则联合占据了市场更大的份额。因此水泥行业上市公司景气度指数 2018 年以来明显提升，龙头企业与末端企业生存状况截然相反。建材细分行业负债率有明显分化，水泥与管材因现金里明显改善，负债率也有明显下降，其他行业业绩无明显改善，负债纵向有所波动，横向涨跌互现。

图表 7. 细分行业集中度变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 细分行业负债率变化情况

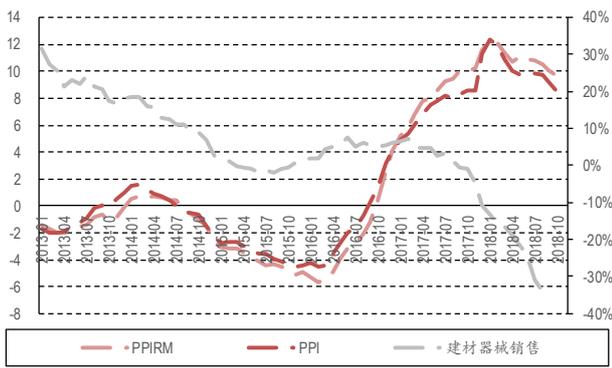


资料来源：万得，中银国际证券

3. 行业经营现状

供给侧改革抑制行业产能，油价持续走低将利好玻璃等细分板块：根据中商产业研究院披露数据，2018年上半年建材行业企业34554个，亏损单位5074个，同比减少10.1%。累计亏损总额143.3亿元，同比减少13.6%。短期来看，受益于部分地区停产以及库存偏低，水泥价格将不会有大幅滑落，但是随着库存数的增加以及后期逐步恢复生产，水泥价格将会受到一定的冲击。未来，基建补短板仍是一大利好，为水泥需求提供支撑，水泥价格水平短期内将持续保持平稳。目前，我国建材行业的发展仍然处于一个不平衡的局面。未来，受地产回暖叠加和供给侧改革，建材行业景气度将持续保持稳定增长。

图表 9. 上游建材价格高企



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 家居建材景气度较高



资料来源：万得，中银国际证券

建材行业整体体现“上游涨价，下游走量”的趋势：抛开行业上市公司层面，上游建材2018年价格水平依然持续走高，并且从建材器械销售水平可以直接反映出导致价格走高的直接原因就是环保限产企业产能投资减少。不过从趋势上可以看出建材行业价格因素导致2018年上半年基本到顶，未来难有超预期价格表现。后端建材销售总体较高，景气度较高。建材行业整体体现“上游涨价，下游走量”的趋势。

一、水泥行业：业绩创新高，再求新机遇

1. 水泥行业需求：基建有望反弹，房建预计放缓

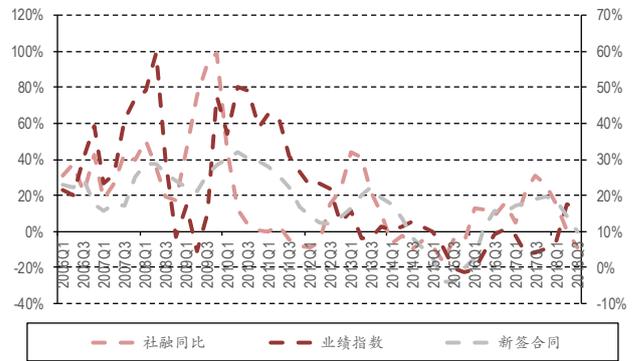
基建需求 2018 年下滑明显，2019 年大概率触底反弹：水泥行业 2019 年需求基本保持平稳。按照基建、房建、农村建设来分析水泥下游需求。基建投资 2018 年因电力投资放缓以及非标和城投债等资金缺口，下滑较为明显。2018 年 7 月份以来，政策层面利好频现，政府多次召开工作会议和新闻发布会提振基建补短板，具体措施包括地方专项债提速，重点项目推介，定向降准，定向降息，放松建筑企业发债融资等等，加快重点基建项目审批落地，增加储备项目库等，政策支持力度不断加大。参照以往基建周期，融资改善与订单落地往往在政策转向 2-3 个季度以后，因此对水泥板块需求的拉动预计将在 2019 年二季度后真正体现。

图表 11. 2018 年以来基建增速向下



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 业绩落地滞后与融资与订单



资料来源：万得，中银国际证券

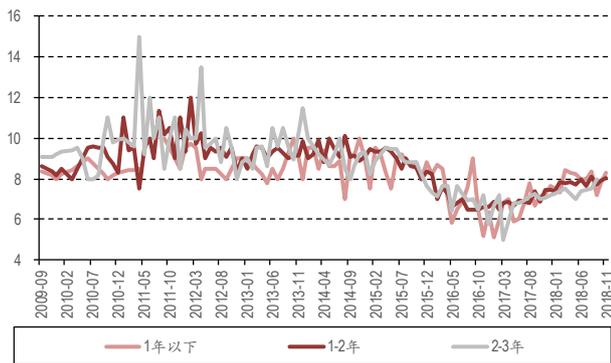
图表 13. 7 月份以来主要的政策转向措施

日期	部委	文件	内容
7 月 23 日	国务院	国务院常务会议	国务院力挺在建项目融资，加快 1.35 万亿元地方专项债发行
7 月 31 日	中央政治局	年中政治局会议	中央政治局会议坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策
8 月 14 日	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作意见》	加快专项债发行进度，提升发行市场化水平，优化发行程序，简化债券信息披露流程，加快专项债资金拨付使用，加强信息报送
9 月 6 日	发改委	促民间投资新闻发布会	向民间资本推介 200 个重点项目
9 月 15 日	财政部	《关于规范对 PPP 工作的实施意见》	明确规范的 PPP 项目形成的中长期财政支出不属于地方政府隐性债务，原则上不在开展完全政府付费项目。
9 月 18 日	发改委	基建补短板新闻发布会	细化推进乡村振兴、水利、交通运输等重点建设项目，加快重点领域项目储备
9 月 18 日	国务院	国务院常务会议	聚焦补短板扩大有效投资，按照既不过度依赖投资也不能不要投资，防止大起大落的要求，稳投资稳增长
10 月 7 日	中国人民银行	定向降准	定向降准 1 个百分点，释放增量资金 7500 亿元。
10 月 31 日	国务院办公厅	《关于保持基建补短板力度的指导意见》	提出以防风险、补短板、保在建为原则，在脱贫攻坚、铁路、公路等九大重点领域加强项目储备与落地，保障在建项目顺利实施、推进项目资金到位以及调动社会资本积极性。
12 月 13 日	中央政治局	经济工作会议	打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作；进一步做好六个稳
12 月 14 日	发改委	《关于支持优质企业直接融资的通知》	支持包括地产、建筑等行业在内，符合资产规模、盈利规模、负债率水平的优秀企业发债融资
12 月 19 日	中国人民银行	推出 TMLF	支持商业银行向小微、民企贷款，同时定向降息 15bp。同时增加 1000 亿元再贷款与再贴现额度。

资料来源：中央政治局、国务院、财政部、发改委、中国人民银行，中银国际证券

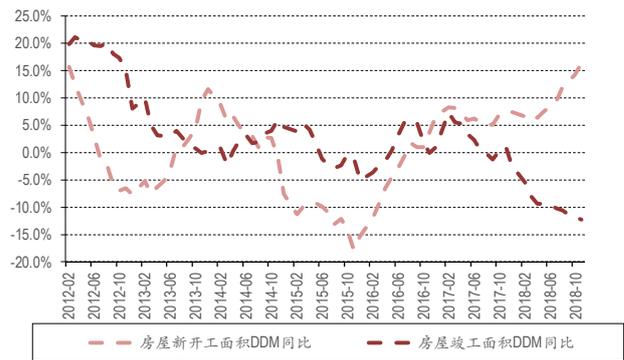
房建需求 2018 年旺盛，2019 年有下滑预期：房地产行业对水泥的需求主要反映为新开工面积增速。2018 年以来，房地产领域新开工面积持续走高，而竣工面积超预期走低，主要原因为房企资金趋紧，在销售走低的情况下，大部分房企抢开工抢预售以提升回款。当前房地产行业政策面依然未有明显的宽松迹象，销售难言回升，企业拿地持续探底，在存量项目开发逐步减少后，新开工面积下降是大概率事件。当前房地产行业的主要关注点在于政策面是否存在转向的可能，按照历史周期来看，基建政策面周期曾经与地产政策面周期共振，当前经济下行压力加大，当基建补短板对经济的托底作用不及预期后，存在地产政策面宽松的可能性。若地产政策面宽松，预计将在 2019 年底至 2020 年新开工增速持续回升，对水泥行业需求重新形成支撑。

图表 14. 房地产信托收益率持续攀升



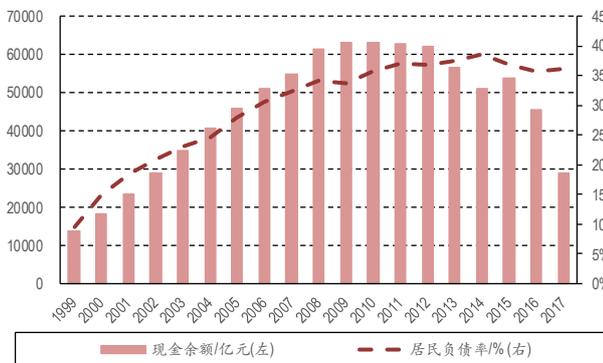
资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 新开工增速超预期提升



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 居民购房需求难有释放预期



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 房地产企业拿地下滑明显

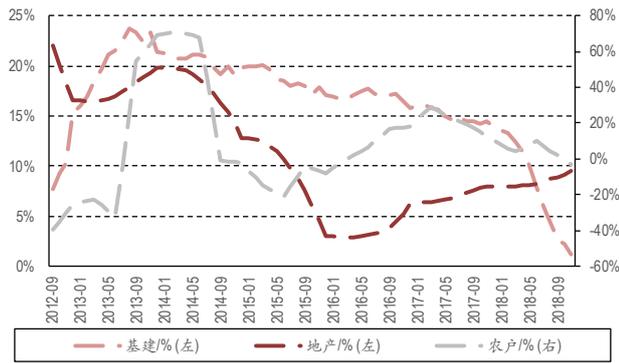


资料来源：万得，中银国际证券

本轮基建补短板是托底，政策举措不同于以往大水漫灌的货币宽松：我们以农户融资额月度数据来衡量农村固定资产投资情况，2018 年农户投资有所下降，预计对水泥行业需求拉动将有所减少。把地产、基建、农户投资三大下游需求和并分析，2018 年全年水泥需求稳中有降，与水泥行业供给趋势相同。但是水泥行业供给缩减更为明显，导致全年价格高企。未来基建与地产仍将是影响水泥行业需求的主要变量。

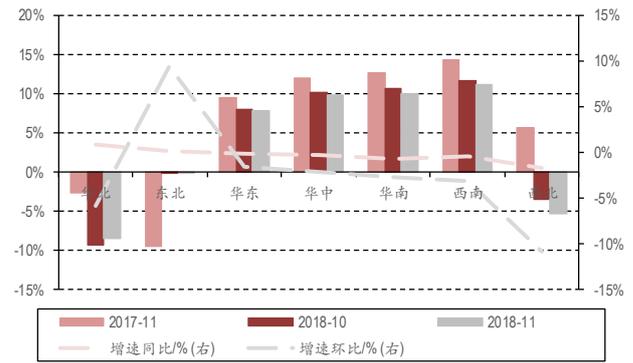
东南地区投资需求较为旺盛，人口流动依然是主要因素：对区域数据分析，我们采用固定资产投资完成额的月度数据来反映不同区域对水泥需求的情况。整体来看，东南区域投资续期依然比较旺盛，华东、华南、华中、西南区域投资续期依然可以保持正增长。华北、东北与西北地区投资续期均为负增长。其中华东、华南投资额基数相对较高，西南地区投资需求增速较高。我们认为投资需求与人口流动有较大的相关性，东南地区人口密度较大，经济较为发达，当前对外来人口依然有较大吸引力。具体到广东、浙江、江苏、湖北、四川、上海、重庆等省市依然是重点人口流入区，投资需求旺盛，自然对水泥的需求较多。

图表 18. 三大下游需求分化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 19. 东南地区投资需求较为旺盛



资料来源：万得，中银国际证券

2. 水泥行业供给：限产不放松，供需依然紧平衡

水泥限产加速，四季度价格加速提升：2017 年底以来，水泥行业开始错峰停窑，导致行业供给收缩。我们认为由于错峰停窑的存在，水泥产量出现人为的减少，产量不在能反映行业的需求，而更能够反映行业的供给水平。因此我们用下游投资情况反映行业需求，以产量反映行业供给情况。三季度以来，市场出现了限产放松的传闻，主要针对上游大宗商品行业，但事实上对于水泥行业并未出现明显的放松限产的举措，反而四季度因为华东地区进博会等原因出现较大规模的限产，力度加大，加上施工旺季，导致华东水泥产品价格加速提升。

图表 20. 全国水泥错峰停窑情况一览

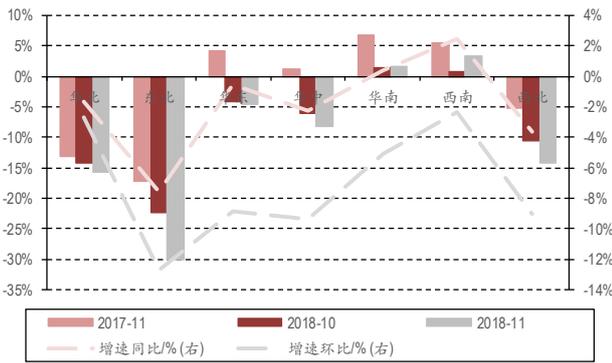
区域	地区	限产时间	控制产能
东北	辽宁	2018 年 11 月 1 日-2019 年 4 月 5 日	错峰停窑，大连 11 月 5 日开始错峰停窑
	吉林	2018 年 11 月-2019 年 3 月	错峰停窑
	黑龙江	2018 年 10 月 20 日-2019 年 4 月 20 日	错峰停窑
华北	河北	2018 年 3 月 16 日-11 月 14 日	非采暖季石家庄、唐山限产 30%；邢台、邯郸限产 20%
	唐山	2018 年 10 月-2019 年 3 月	除供暖等民生熟料线外，其他全部秋冬季停产
	山西	2018 年 9 月	太原、临汾、运城分两批停窑 20 天，吕梁停窑一个月
华东	内蒙古	2018 年 11 月 15 日-2019 年 4 月 15 日	呼伦贝尔、兴安盟、通辽、赤峰停产至 4 月 15 日，其他停产至 3 月 15 日
	山东	2018 年 11 月 15 日-2019 年 3 月 15 日	错峰生产
华中	芜湖	2018 年 11-12 月	企业限产 40%
	江苏	2018 年 11 月-2019 年 2 月	限产 30%-50%
	常州	2018 年 8-12 月	熟料限产 50%
	浙江	2018 年 11 月-2019 年 2 月	11 月湖州限产 10 天。11-12 月，杭州、衢州、金华每月限产 10 天
	江西	2018 年全年	熟料全年停窑 55 天，其中春节 35 天、夏季 10 天、环境敏感期 10 天
西南	河南	2018 年 8 月 25 日-9 月 15 日	停窑 20 天
	湖北	2018 年全年	全年停产时间超过 70 天，其中非冬季错峰期要达到 30 天以上
	湖南	2018 年全年	全年停窑 85 天，其中四个季度分别停产 35 天、15 天、15 天、20 天
西南	四川	2018 年全年	熟料全年停窑 110 天，1-12 月分别 10、20、10、5、0、7、10、13、7、8、10、10 天
	重庆	2018-2020 年	主城区与渝西每年停窑 110 天，渝东每年停窑 85 天
	贵州	2018 年全年	全年停窑 80-120 天，其中黔中 120 天

资料来源：卓创资讯，中银国际证券

在限产环境下，市场的主要定价因素是需求的变动：从水泥行业限产演化阶段来看，当前水泥市场已经从 2017 年初逐步由自由竞争演变为 2017 年底协同竞争定价以至 2018 年限产定价，市场供给量趋于稳定，需求弹性较大。在供给相对稳定的情况下，市场价格的主要决定因素是需求。

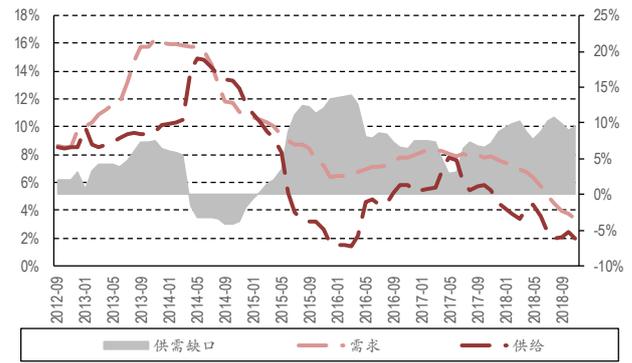
市场担忧限产放松，放松情况或与经济下行压力有关：当前市场的主要担忧是水泥限产放松，一旦水泥限产放松，则以需求定价的限产价格的形成机制将不复存在。2018 年四季度，东北地区已经出现限产边际放松的倾向，但是未来限产放松力度有赖于经济下行压力释放情况。如果经济下行压力低于预期，则限产边际放松的力度有可能相对较小。

图表 21. 北方限产更为严重



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 供需缺口依然较高



资料来源：万得，中银国际证券

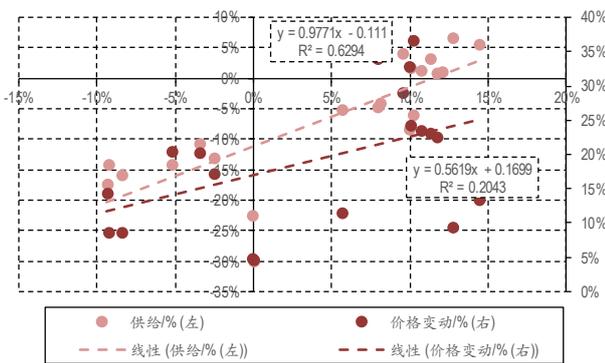
水泥行业区域限产情况与当地需求情况有较大关系：分区域来看，以水泥生产同比增速代表行业供给。不同区域供给增速有所分化。北方地区与需求较差，供给侧限产力度执行相对较大。至2018年11月份，华北地区产量同比减少15.76%，东北地区同比减少29.99%，西北地区同比减少14.18%。而同期华东地区产量同比减少4.63%，华中产量减少8.21%，华南产量增加1.76%，西南产量增加3.31%。产量的减少情况与需求的变化情况相关性较大。

供需缺口处于历史高位，价格依然有支撑因素：以基建、地产、农户投资需求代表水泥产品需求，以水泥产量代表行业供给。纵向来看，当前的供需缺口处于历史较高水平，价格依然存在较大支撑。

3. 行业价格形成因素：供给侧限产下需求对价格影响更大

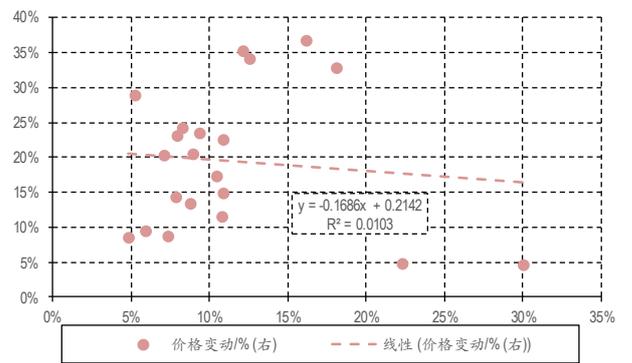
在供给侧限产的情况下，需求而不是供需缺口成为影响价格的关键因素：当前水泥市场已经进入典型的供给侧限产形态，在供给侧限产的情况下，供给呈刚性，需求弹性相对较大，因此需求成为决定水泥产品价格的关键因素。而供给与需求的缺口对价格的影响反而相对较小。从2017年底错峰停窑以来各地数据来看，投资需求的变动情况与价格变动情况高度相关，与供需缺口的关系却相对弱化了。

图表 21. 需求与供给和价格均高度相关



资料来源：万得，中银国际证券

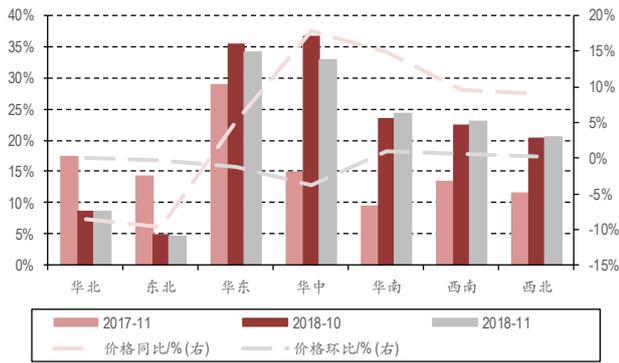
图表 22. 供需缺口与价格相关性较弱



资料来源：万得，中银国际证券

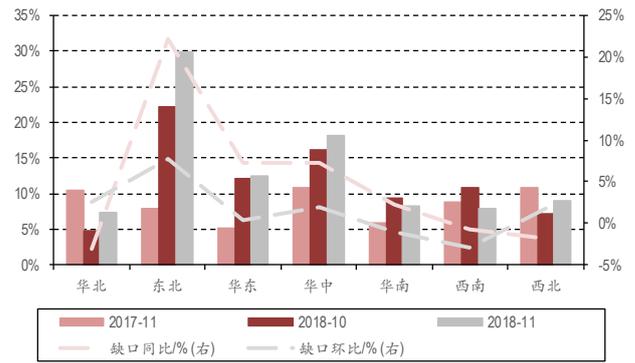
若2019年水泥供给侧限产放松，则供需缺口将成为水泥价格形成的重要因素：在供给侧限产的情况下，华东、华中、华南地区由于有更高的投资需求因此价格涨幅在2018年更高。当前市场的主要担忧在于2019年水泥供给侧限产是否放松，放松力度有多大，是否对市场定价机制造成影响。在限产情况下，供给刚性，需求弹性，是影响价格变动的主要因素。那么当供给侧限产取消以后，供给与需求都会重回弹性，以市场竞争或者协同竞争的方式形成价格，那么供需缺口将成为影响水泥价格的重要因素。

图表 23. 华东与华中价格涨幅更大



资料来源：万得，中银国际证券

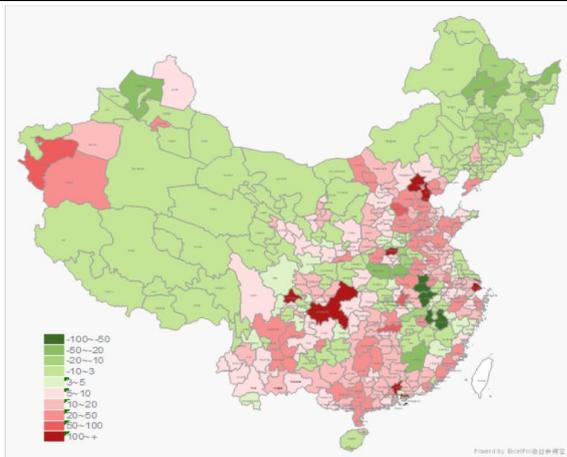
图表 24. 东北地区供需缺口更大



资料来源：万得，中银国际证券

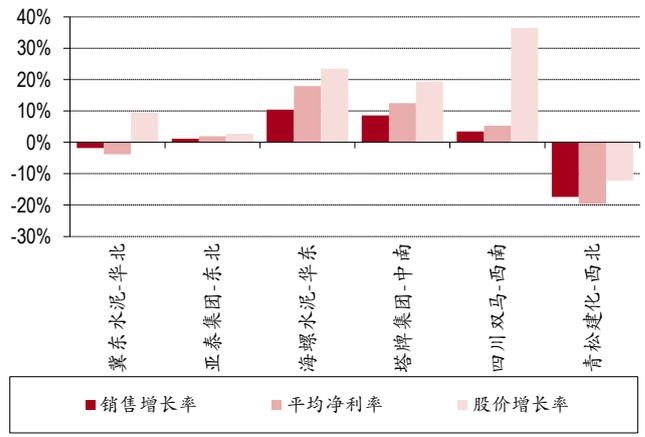
预计供给侧限产放松定价机制改变后，东北地区水泥价格下跌幅度将相对温和，其他地区预计将有明显调整：参考当前各地水泥供需情况，东北地区供需缺口最大。2017 年错峰停窑执行以来，东北地区由于需求萎靡以及冬季采暖等因素，限产执行力度是最大的，不少地区年限产超过 5 个月。但这并不导致东北地区水泥价格上涨，因为当地并没有旺盛的需求。如若供给侧限产放松后，定价因素重新成为供需缺口，则参照当前情况，东北地区供需缺口最大，如果供给侧限产放松导致水泥价格下跌，则对应东北地区水泥价格下跌幅度应该相对较小，而需求较旺盛市场景气度较高的华东、华中、华南地区市场价格以及定价机制预计将有明显的调整。

图表 25. 2011-2016 年全国人口增长情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 26. 2013-2017 年各区域代表水泥企业表现



资料来源：万得，中银国际证券

长期来看，选水泥股就是选择区域：水泥股的表现依然与人口流动明显相关。经济发达地区对流动人口有较强的吸引力，人口集中带来更大的投资需求，对应更多的水泥产品需求。无论是供给侧限产还是自由竞争形成价格，需求对水泥价格的形成都有重要的影响。而水泥行业作为重资产行业，利润弹性高，价格变动对企业利润影响巨大。因此从基本面来看，水泥行业股票投资，区域选择至关重要。从 2013 年 2017 年各区域股票龙头表现也可表明，水泥股票表现与所在区域人口流动情况有较大的相关性。因此，尽管市场预期 2019 年供给侧限产放松，但长期来看，布局华东、华南、华中中等人口流入区域的水泥企业依然有投资价值。

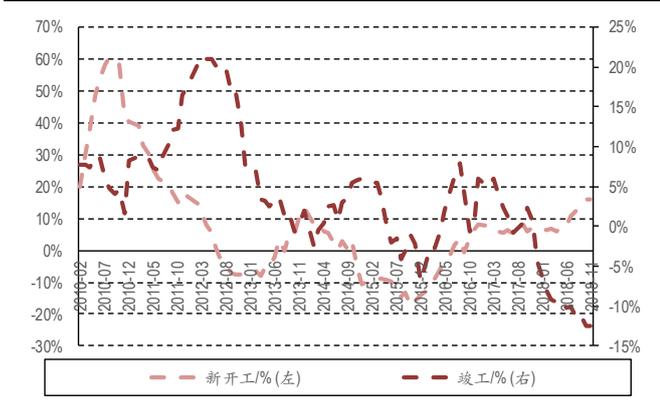
资料来源：万得，中银国际证券

二、玻璃行业：产能提升，需求探底

1. 玻璃行业需求：需求探底，2019 年有回升预期

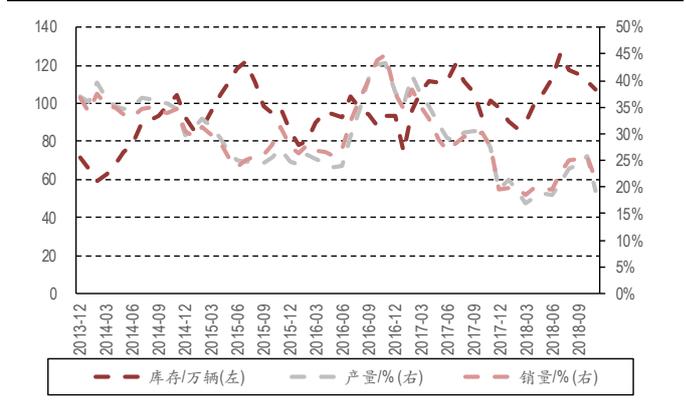
因竣工面积与新车销售持续低迷，2018 玻璃需求下滑明显：玻璃的主要来源为房地产装饰装修，其次为汽车销售。装饰装修需求与房地产房屋竣工面积关联程度较大；而新车销售量则可以直接反映汽车方面的需求。因 2018 年竣工面积持续保持低位以及新车销售面积持续下探，2018 年全年玻璃需求下滑明显。

图表 27. 新开工面积与竣工面积持续背离



资料来源：万得，中银国际证券

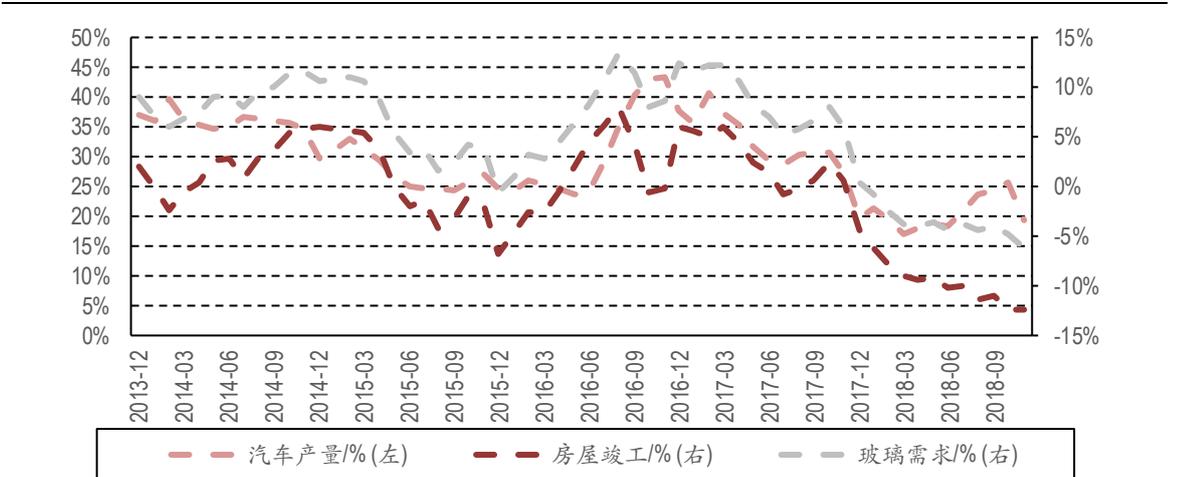
图表 28. 当前汽车处于主动去库存阶段



资料来源：万得，中银国际证券

2019 年竣工面积增速大概率回升，带动平板玻璃需求回暖：竣工面积下滑的原因是由于当前房企资金趋紧，企业普遍采取抢开工抢预售的方法加速资金回笼，而对于消耗资金的竣工交付则有意拖延。竣工面积增速受到合同约束与资金约束，当前房企资金依然紧张意味着竣工面积增速难以快速回升，但新开工与竣工的持续背离积压了较多的施工面积，在合同约束下，未来竣工面积增速将以缓慢的速度回升。参考以往的历史数据，竣工面积往往与滞后 18 个月的新开工面积有最强的相关性，最近一轮周期中，新开工面积的谷底早已出现，我们认为 2019 年竣工增速的回暖只是时间和程度的问题。

图表 29. 2018 年玻璃需求进一步探底



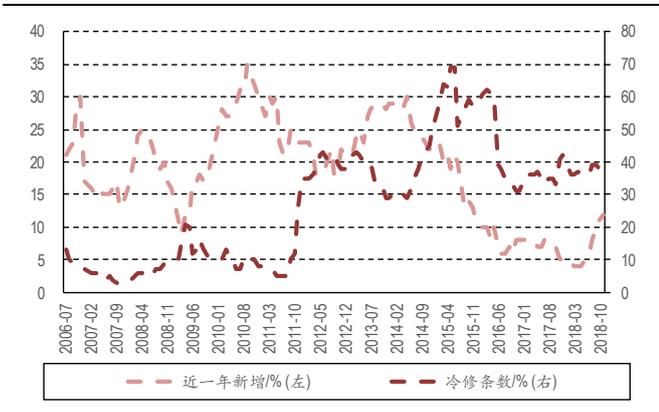
资料来源：万得，中银国际证券

当前汽车行业处于渠道主动去库存阶段，对于新车的需求预计将继续下滑，汽车行业对玻璃需求拉动进一步走弱：2018 年汽车销售与生产双双明显下滑导致对玻璃的需求也有所下降。考虑到当前全国范围内乘用车库存依然处于高位，当前正处于行业渠道主动去库存阶段，如果终端需求未有明显变化，未来对于新车的需求会进一步减弱，相应的由汽车带动的玻璃需求将进一步减弱。考虑建筑对玻璃的需求占比更大，2019 年平板玻璃需求将随着竣工面积的回升有所提升，但受其他因素的影响，预计提升幅度有限。

2. 玻璃行业供给：供给提升，价格承压

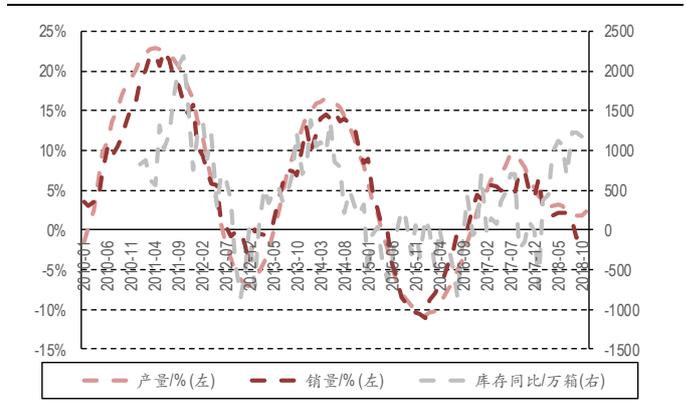
平板玻璃 2018 年产能明显提升：2018 年全年，平板玻璃产能不断提升，提升的原因一个是 2018 年部分生产线冷修复产有所增加，另一个原因是 2016-2017 年玻璃价格高企改善了企业盈利，部分企业加大投资，产能于 2018 年落地导致。总体来看，玻璃产能在 2018 年有明显的提升，是导致平板玻璃价格 2018 年回调的最主要因素。

图表 35. 近期产能持续提升



资料来源：万得，中银国际证券

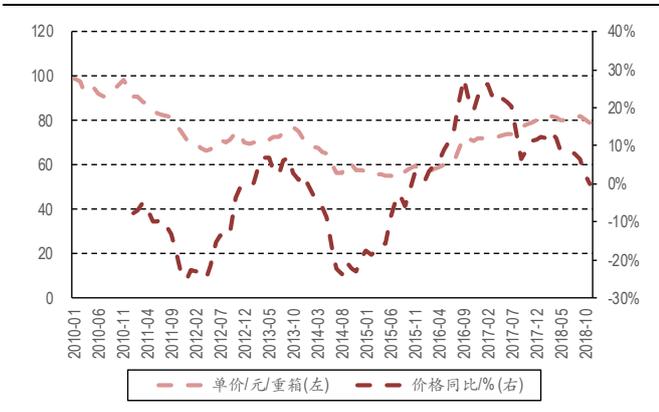
图表 36. 当前行业尚处于被动加库存阶段



资料来源：万得，中银国际证券

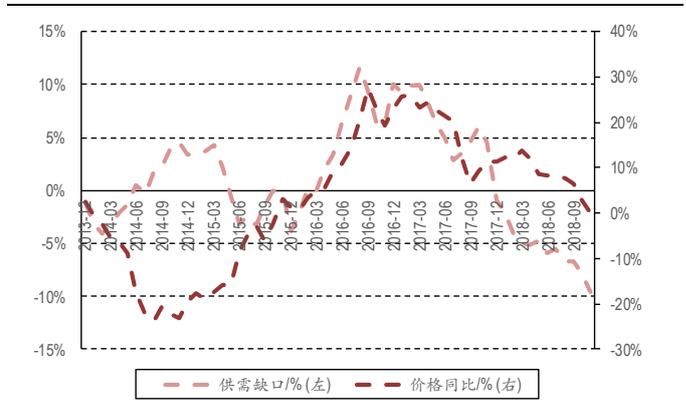
当前玻璃行业依然处于被动加库存阶段，行业景气度相对较低：从动态数据来看，当前平板玻璃产量与销量均处于下降态势，而库存同比却明显提升。表明当前玻璃行业依然处于被动加库存阶段，景气度相对较低。按照库存周期，还需经历主动去库存后，行业底部确认才能够迎来产品价格的提升以及企业利润的改善。

图表 37. 近期玻璃价格下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 玻璃价格与供需缺口高度相关



资料来源：万得，中银国际证券



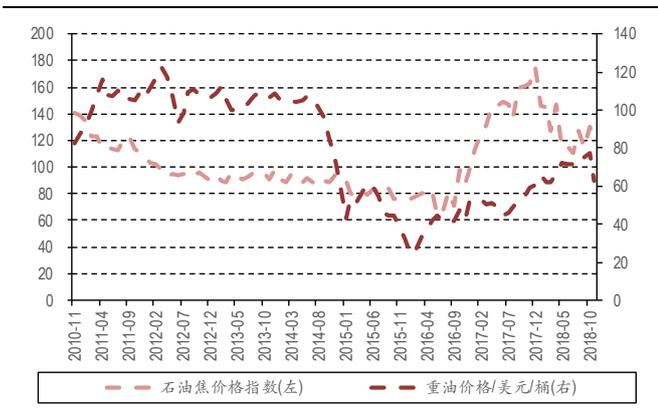
预计部分产能将先后进入冷修，一定程度上缓解产能供给过剩问题：考虑 2016-2017 年玻璃行业景气度并不长，企业集中投产生产线的时间不多，因此玻璃产能连续长时间投放的基础并不大。此外，玻璃生产线冷修数量有较强周期性，与产能投放有一定关系。从产能投放的角度看，未来将有一段时间玻璃产能集中进入冷修。但冷修成本对玻璃企业来说相对较大，因此预计未来冷修依然将以相对缓慢的方式推进，一定程度缓解平板玻璃市场供给连续提升的情况。

供需缺口对产品定价指导作用更大，未来随着需求有望提升，价格下行趋势有望得到缓解：玻璃行业价格形成机制与水泥行业差别较大，水泥由于供给侧限产，供给刚性需求弹性，需求是影响价格的主要因素。玻璃一定程度上也受到环保监管，但是力度相对较小，行业市场竞争属性相对较强，供给与需求均为弹性，供需缺口对价格形成有更强的指导意义。考虑当前行业需求端有望随着竣工增速提升而回暖，供给侧产能连续提升的情况也有望相对缓解，平板玻璃价格有望随着供需缺口逐步提升，价格逐步筑底。

3. 成本端：石化产品下跌带来毛利提升空间

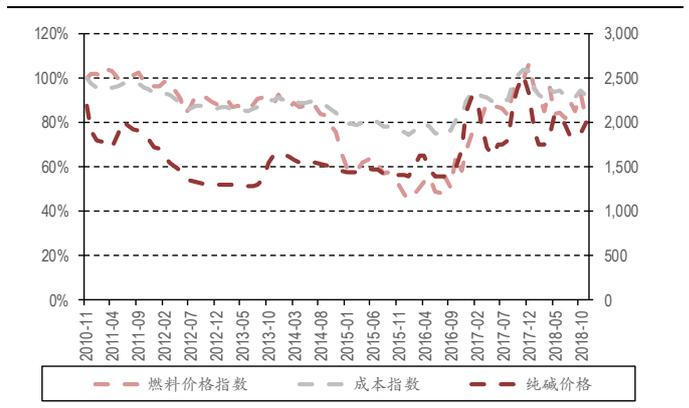
石油焦等燃料产品价格调整，对提升产品毛利率构成利好：受美国对伊朗制裁放松等因素的作用，石油价格自 2018 年 10 月份以来下跌明显。带动相关产品价格下跌。作为玻璃行业重要燃料的石油焦与重油价格在 2018 年 10 月份以来就有明显的调整。在燃料价格的带动下，玻璃行业综合成本指数有明显下调。本轮价格调整，按照燃料成本占玻璃的成本结构以及玻璃行业的毛利率水平测算，对玻璃营业成本影响的比例大概在 5% 左右，对应将增加约 3pct 的毛利率。

图表 39. 石化产品价格下降



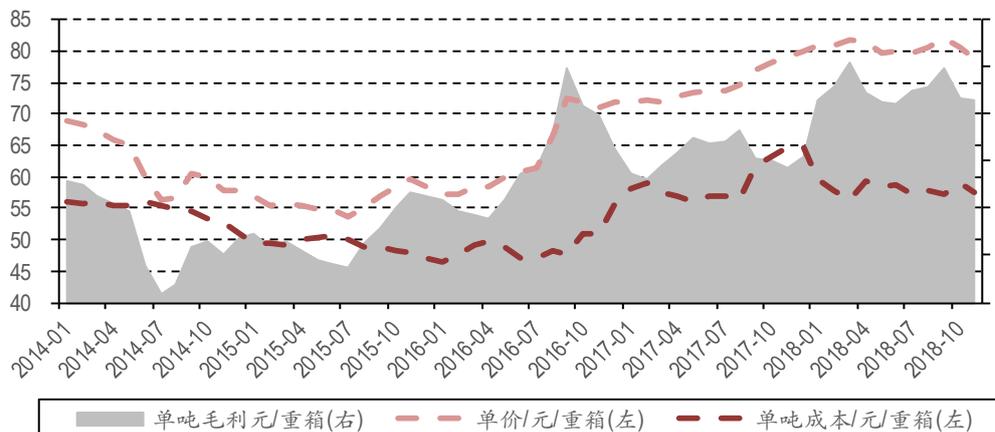
资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. 受石化产品影响，整体成本规模有所下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 41. 玻璃行业单吨毛利水平近期走低



资料来源：万得，中银国际证券

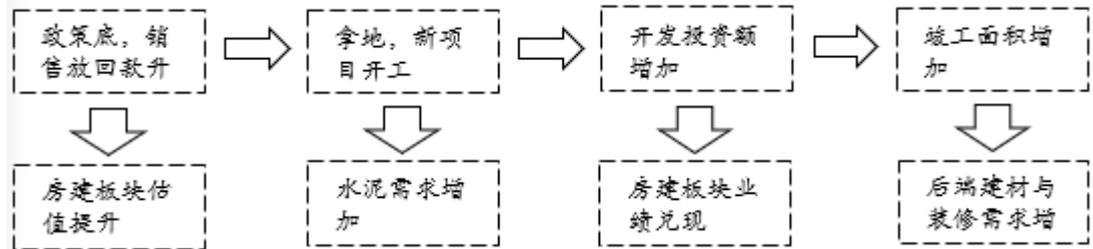


预计玻璃行业将受益于燃料价格下降，毛利水平进一步提升，企业盈利状况改善：当前平板玻璃行业的吨毛利水平相比以往更高。近来随着成本端因石化制品价格下跌，价格端因产能增速有望放缓，产品下跌幅度将有所缓解，毛利率也将对应更上一层楼。对于企业来说，需求有望随着竣工增速提升而回升，毛利水平同时有望进一步提升，预计2019年玻璃行业企业盈利水平将有明显改善。

三、竣工回升带动的投资机会

2019 年竣工面积增速大概率回升：竣工面积下滑的原因是由于当前房企资金趋紧，企业普遍采取抢开工抢预售的方法加速资金回笼，而对于消耗资金的竣工交付则有意拖延。竣工面积增速受到合同约束与资金约束，当前房企资金依然紧张意味着竣工面积增速难以快速回升，但新开工与竣工的持续背离积压了较多的施工面积，在合同约束下，未来竣工面积增速将以缓慢的速度回升。参考以往的历史数据，竣工面积往往与滞后 18 个月的新开工面积有最强的相关性，最近一轮周期中，新开工面积的谷底早已出现，我们认为 2019 年竣工增速的回暖只是时间和程度的问题。

图表 42. 地产周期传导以及相关建材需求的变化



资料来源：万得，中银国际证券

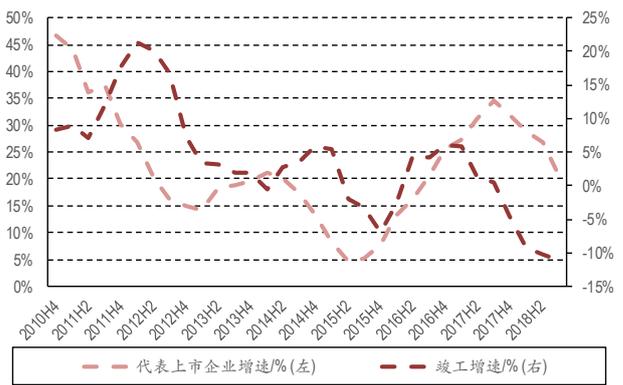
中后端建材代表上市公司营收增速与竣工增速高度协同：我们选取中后端建材代表企业比较营收规模与竣工面积的关系。玻璃选旗滨集团，涂料选三棵树，管材选伟星新材，石膏板选北新建材，防水选东方雨虹，装修板材选兔宝宝。以上六家企业主营业务收入结构相对较为单一，并且都是所在行业的龙头，可以较好的代表所在行业的景气程度以及销售情况。可以发现后端建材六大代表企业销售收入增速与竣工增速有高度的协同。在不考虑成本端的影响后，未来竣工增速的回升大概率会带来以上公司销售收入的增长。

图表 43. 新开工面积与竣工面积持续背离



资料来源：万得，中银国际证券

图表 44. 后端建材企业销售与竣工增速高度协同



资料来源：万得，中银国际证券

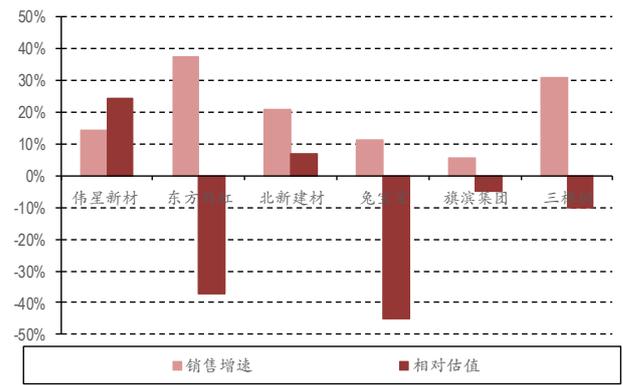
后端企业的估值与销售水平关系不大，优秀的企业市值往往是由业绩驱动的：参考 6 家中后端建材上市公司，估值水平主要受大盘的影响。提出大盘影响后，6 家中后端建材上市公司估值水平与竣工增速之间基本无关系，呈缓慢上升的态势。因此，若后续竣工增速回升，中后端建材业绩大概率向好，并且业绩驱动下股票市场也会有较好的表现。

图表 45. 中后端建材估值与周期无关



资料来源：万得，中银国际证券

图表 46. 上市公司业绩与估值变动情况



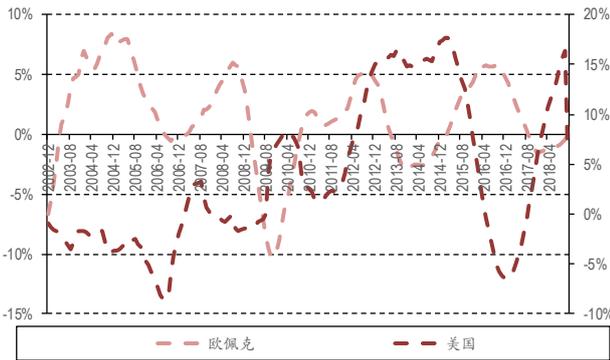
资料来源：万得，中银国际证券

建议选择业绩较好，内生性增长逻辑较强的中后端建材企业：横向对比，上市公司销售业绩与估值水平也无明显关系。从2018年三季度销售同比来看，各个企业剔除大盘影响后的市销率变化情况与销售增速并不相关。建议投资中后端建材应抓准竣工回升周期，并从基本面选取业绩优良内生性增长逻辑较强的上市公司。

四、成本端改善的投资机会

美国宣布将在11月重启对伊朗的制裁计划是油价下调的短期因素：交易员重仓押注中东石油供给短缺对油价产生巨大冲击。过重的持仓量或为油价超涨回调的直接原因，而11月5日美国正式启动今年对伊朗的第二轮制裁，但暂时给予中国大陆、中国台湾地区、印度、韩国、日本、希腊、意大利和土耳其这八个国家和地区继续进口伊朗石油的豁免，而这八个国家和地区自伊朗的石油进口量占伊朗石油出口相当大的比例。制裁的大幅低预期直接引燃了原油下跌的导火索，情绪面的较大冲击叠加前期市场较重的多头持仓，油价一路下跌。

图表 45. 欧佩克原油产量提升



资料来源：万得，中银国际证券

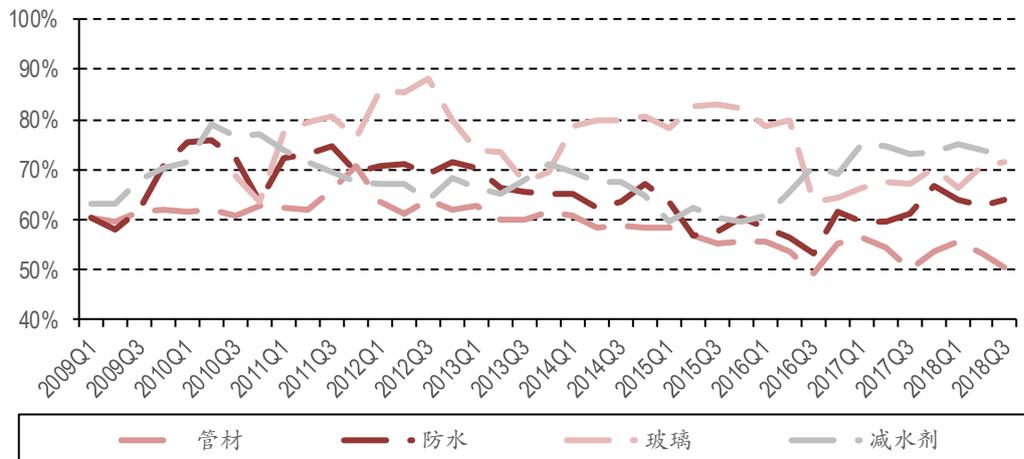
图表 46. 欧佩克增产是导致下跌的原因之一



资料来源：万得，中银国际证券

欧佩克增产，对经济未来预期悲观，需求不足等都是原油下跌的重要原因：10月，IMF发布的2019年《世界经济展望报告》下调了今明两年的全球经济增长预期。随着美国贸易战的持续升温，欧盟内部的纷争不断，美国国内经济的持续“过热”以及新兴市场国家经济增长的乏力，市场逐渐出现对全球经济的负面情绪。在股市上表现为10月以来的美股下跌以及今年A股的深度回调。市场对全球经济增长的担忧或为此轮油价下跌的深层次原因，且或将对油价产生持续压制。

图表 47. 相关行业上市公司毛利率



资料来源：万得，中银国际证券



油价下跌带动部分建材产品原材料成本显著下降：上游与石油化工行业相关的建材主要有：防水材料（沥青），减水剂（环氧乙烷），玻璃（重油、石油焦），管材（PP,PVC）。由于各个产业链价格调整存在时间差，部分行业在短期内有望毛利率获得提升。长期来看，产业链价格传导基本顺畅，不存在长期的超额毛利率水平，但存在由价格传导效率引起的流动性溢价。

未来一段时间里部分建材企业盈利能力将逐步提升：相关的 A 股上市公司标的包括建研集团和防水材料行业的东方雨虹。从两公司毛利结构来看,东方雨虹由于主营产品较多，盈利能力较高，部分毛利来源与价格下跌的原材料不相关,因此弹性相对较弱，原材料价格下行对盈利的影响会相对偏小。但是混凝土外加剂和建筑技术服务业务是建研集团利润的主要来源，所以石油价格下跌对建研集团影响较大。从各公司生产成本中原材料占比来看,原材料占比大都在 70%以上,因此原材料价格下降对总成本的影响都较为明显。



投资建议

竣工增速释放预期下后端建材受益：随着市场预期房屋竣工增速有望释放，中后端建材销售与业绩有望放量，建议关注伟星新材。

上游原材料价格调整相关受益标的：近期原油价格深度调整，上游原材料为石化相关产业链企业将受益。推荐上游原材料价格调整与基建补短板加持的**东方雨虹、建研集团**。

关注企业内生成长动力：推荐技术壁垒突破，毛利率内生性提升空间较大，销售放量确定性较高的珠光颜料龙头**坤彩科技**。



风险提示

1. **上游原材料价格调整不及预期**：石油价格回调，但相关原材料价格调整机制并不通畅。或产品价格端较为透明，下游调整更为迅速，毛利率并无明显改善空间。
2. **房屋竣工未有改善**：房企资金趋紧，尽管存在合同约定，不排除部分项目“力不从心”，未能竣工，相关产业需求难有改善。
3. **地产需求进一步下探**：居民现金余额进一步下滑，终端需求并不充足，即使地产政策放开，部分地区需求依然不振；而地产政策放开目前也仅仅是市场预期。
4. **环保限产放松**：环保限产是导致当前水泥行业供不应求局面的根本原因，放松环保限产将导致当前水泥价格支撑因素荡然无存，水泥板块基本面将发生根本性变化。

附录图表 48. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
600585.SH	海螺水泥	买入	28.82	1,570.78	2.99	5.84	9.6	4.9	19.56
600801.SH	华新水泥	买入	16.47	221.78	1.39	3.04	11.9	5.4	9.95
000789.SZ	万年青	买入	10.68	65.51	0.75	1.77	14.2	6.0	6.14
002233.SZ	塔牌集团	买入	10.01	119.35	0.60	1.52	16.6	6.6	7.17
002372.SZ	伟星新材	买入	14.63	191.79	0.63	0.77	23.4	19.0	2.53
600176.SH	中国巨石	买入	9.47	331.67	0.61	0.78	15.4	12.1	3.90
002088.SZ	鲁阳节能	买入	8.57	31.02	0.59	0.73	14.5	11.7	5.37
603737.SH	三棵树	买入	35.56	47.34	1.32	1.92	26.9	18.5	9.16
002398.SZ	建研集团	买入	4.47	30.96	0.28	0.42	16.2	10.6	3.50
603826.SH	坤彩科技	买入	13.81	64.63	0.25	0.42	54.8	32.9	2.69
601636.SH	旗滨集团	增持	3.75	100.81	0.43	0.49	8.8	7.7	2.76
000012.SZ	南玻 A	增持	3.98	95.51	0.29	0.31	13.8	12.8	3.13
002271.SZ	东方雨虹	增持	13.05	194.72	0.83	1.04	15.7	12.5	4.91
002043.SZ	兔宝宝	增持	5.04	40.61	0.45	0.49	11.1	10.3	2.12
000786.SZ	北新建材	未有评级	13.86	234.17	1.39	1.67	10.0	8.3	8.20

资料来源: 万得数据及中银证券

注: 股价截止日 2019 年 1 月 2 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



002398.SZ

买入

原评级：买入

市场价格：人民币 4.47

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(5.7)	(9.3)	(40.0)
相对深证成指	0.0	1.2	5.6	(4.0)

发行股数(百万)	693
流通股(%)	76
流通股市值(人民币 百万)	2,349
3个月日均交易额(人民币 百万)	16
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
蔡永太	18

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

建研集团

基建加持公司需求，原料调整提升利润空间

公司作为减水剂龙头，需求端受益基建补短板与地产超预期开工；成本端受益于原材料价格调整，供给侧受益于检测业务与减水剂业务的良性互动资金充裕，目前依然有较强扩产能力。

支撑评级的要点

- **前三季度业绩保持稳健**：2018年受益于减水剂业务市场份额持续扩张，公司前三季度业绩保持稳健增长，每一季度增速均保持在40%-60%的区间内。前三季度公司收入为18.88亿元，同增41.44%，归母净利润为2.03亿元，同增53.21%；EPS为0.29，同增52.63%，预计全年净利润超2.5亿元问题不大。
- **原油价格调整，短期内公司业绩存在提升空间**：四季度以来，原油价格深度调整。减水剂原材料之一环氧乙烷价格与石油关联度较高，石油价格下调为公司毛利率提升提供了一定空间。产业链调价机制较为透明，但需要时间，短期一到两季度内，预计公司毛利率有提升空间，长期将保持稳定。
- **产能持续扩张，减水剂领域市场份额再提升**：受需求端地产开工高速增长与基建带动，公司2018年产品持续放量。近期公司在四川与河北均有产能建设，未来市场占有率提升依然有空间，公司有望2018-2019年超越对手获取市场第一份额。近期公司检测业务在上海也有进行扩张。
- **基建补短板加持下，业绩仍有释放空间**：公司地产端需求占70%，受房企抢开工行为影响，公司2018年业绩放量明显。2019年在基建补短板加持下，公司出货量仍将有释放空间。

评级面临的主要风险

- 价格调整不及预期，下游需求疲软，上游价格超预期波动

估值

- 考虑短期内公司利润空间提升预期，预计2018-2020年，公司营收分别为29.79、33.44、36.70亿元；归母净利润分别为2.91、3.94、4.87亿元；EPS为0.42、0.57、0.70，维持公司**买入**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,385	1,998	2,979	3,344	3,670
变动(%)	3	44	49	12	10
净利润(人民币 百万)	167	191	291	394	487
全面摊薄每股收益(人民币)	0.242	0.276	0.421	0.569	0.704
变动(%)	(17.2)	14.2	52.5	35.2	23.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.42	0.57	0.70
调整幅度(%)			0.2	0.1	0.1
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	16.3	10.7	7.9	6.4
价格/每股现金流量(倍)	12.0	6.5	6.1	6.8	5.5
每股现金流量(人民币)	0.38	0.69	0.74	0.66	0.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.0	11.0	8.0	6.0	5.0
每股股息(人民币)	0.05	0.10	0.17	0.23	0.28
股息率(%)	1.1	2.2	3.8	5.1	6.2

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,385	1,998	2,979	3,344	3,670
销售成本	932	1,479	2,146	2,327	2,474
经营费用	265	310	506	568	642
息税折旧前利润	260	283	390	514	622
折旧及摊销	58	56	42	43	43
经营利润 (息税前利润)	202	227	348	471	579
净利息收入/(费用)	(0)	0	(0)	(0)	3
其他收益/(损失)	39	31	37	44	50
税前利润	201	227	348	471	582
所得税	34	36	57	77	95
少数股东权益	3	2	6	10	12
净利润	167	191	291	394	487
核心净利润	128	160	254	350	437
每股收益 (人民币)	0.242	0.276	0.421	0.569	0.704
核心每股收益 (人民币)	0.185	0.231	0.368	0.506	0.631
每股股息 (人民币)	0.050	0.100	0.170	0.230	0.280
收入增长(%)	3	44	49	12	10
息税前利润增长(%)	(19)	12	53	35	23
息税折旧前利润增长(%)	(16)	9	38	32	21
每股收益增长(%)	(17)	14	53	35	24
核心每股收益增长(%)	(26)	25	59	38	25

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	201	227	348	471	582
折旧与摊销	58	56	42	43	43
净利息费用	0	(0)	0	0	(3)
运营资本变动	165	48	(187)	(5)	(10)
税金	112	123	38	48	58
其他经营现金流	82	(283)	(142)	(153)	(185)
经营活动产生的现金流	288	75	474	415	506
购买固定资产净值	10	28	0	0	0
投资减少/增加	66	68	363	(42)	(48)
其他投资现金流	47	500	400	3	6
投资活动产生的现金流	(28)	405	36	45	54
净增权益	(18)	(17)	0	0	0
净增债务	7	1	0	0	0
支付股息	34	69	118	159	194
其他融资现金流	0	30	57	(3)	(3)
融资活动产生的现金流	(45)	(55)	(60)	(162)	(197)
现金变动	215	320	51	297	363
期初现金	130	67	115	166	464
公司自由现金流	260	479	510	460	560
权益自由现金流	267	510	567	456	557

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	67	115	166	464	827
应收帐款	1,083	1,507	2,181	2,420	2,631
库存	55	72	132	152	170
其他流动资产	264	515	458	458	458
流动资产总计	1,721	2,152	2,938	3,494	4,085
固定资产	397	394	374	335	296
无形资产	106	103	128	124	119
其他长期资产	433	496	896	897	897
长期资产总计	936	993	1,398	1,355	1,312
总资产	2,657	3,145	4,336	4,849	5,398
应付帐款	375	656	1,417	1,615	1,776
短期债务	1	0	110	110	110
其他流动负债	83	138	188	253	331
流动负债总计	458	794	1,715	1,978	2,217
长期借款	0	0	6	6	6
其他长期负债	22	27	42	47	52
股本	343	346	692	692	692
储备	1,834	1,979	1,881	2,126	2,432
股东权益	2,177	2,325	2,574	2,818	3,124
少数股东权益	46	45	61	70	83
总负债及权益	2,657	3,145	4,336	4,849	5,398
每股帐面价值 (人民币)	3.08	3.29	3.63	3.97	4.39
每股有形资产 (人民币)	3.49	4.18	5.40	6.15	6.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.06)	(0.13)	(0.01)	(0.43)	(0.95)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	18.7	14.2	13.1	15.4	17.0
息税前利润率 (%)	14.6	11.4	11.7	14.1	15.8
税前利润率 (%)	14.5	11.4	11.7	14.1	15.9
净利率 (%)	12.3	9.7	10.0	12.1	13.6
流动性					
流动比率 (倍)	3.8	2.7	1.7	1.8	1.8
利息覆盖率 (倍)	612.0	601.4	211.4	143.0	175.7
净权益负债率 (%)	(2.0)	(3.8)	(0.3)	(10.7)	(21.1)
速动比率 (倍)	3.6	2.6	1.6	1.7	1.8
估值					
市盈率 (倍)	18.6	16.3	10.7	7.9	6.4
核心业务市盈率 (倍)	24.3	19.4	12.2	8.9	7.1
市净率 (倍)	27.1	21.6	13.6	9.9	7.9
价格/现金流 (倍)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	12.0	6.5	6.1	6.8	5.5
周转率					
存货周转天数	12.0	11.0	8.0	6.0	5.0
应收帐款周转天数	14.6	13.2	16.2	16.6	16.9
应付帐款周转天数	285.6	275.3	267.3	264.2	261.6
回报率					
股息支付率 (%)	146.9	161.8	241.0	253.4	262.1
净资产收益率 (%)	20.5	36.2	40.4	40.4	39.8
资产收益率 (%)	7.8	8.3	11.5	14.3	16.0
已运用资本收益率 (%)	6.4	6.1	6.9	8.3	9.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

司数据及中银证券预测



002271.SZ

增持

市场价格：人民币 13.05

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(7.3)	(10.2)	(46.8)
相对深证成指	0.0	(0.4)	4.7	(10.8)

发行股数(百万)	1,492
流通股(%)	67
流通股市值(人民币 百万)	12,965
3个月日均交易额(人民币 百万)	213
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
李卫国	30

资料来源：公司数据，聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

东方雨虹

成本端下调提升毛利，补短板加持改善需求

公司成本端近期将受益于石油产品价格下调，需求端将受益房企开工超预期上行以及基建补短板加持，供给端受益于2019年大部分募投项目将进入投产，总体盈利提升确定性较高。

支撑评级的要点

- **原材料价格调整，短期毛利率有上行空间：**公司防水涂料90%成本为原材料，上游价格变动对公司毛利率有影响。2018年，石油价格先大幅上涨后深度回调，波动较大，带动原材料沥青价格相应变动。防水材料价格端调整相对滞后，当前公司产品端价格还需要继续上调，短期内公司毛利率有较大上行空间。
- **地产受益房企抢开工行为，基建受益补短板，2019年产品需求确定性高：**公司主要需要50%来自地产端，35%来自基建端，15%来自零售端。地产需求主要来自产业链中端，受益于地产企业资金趋紧，抢开工抢预售行为，公司地产端需求持续向好。2019年，在基建补短板加持下，公司下游需求有进一步提升的预期。
- **产能持续扩张，销量提升空间无忧：**公司目前产能仍持续扩张，截至2018年三季度末，公司在建工程11.03亿元，持续保持增长。可转债等募投项目基本2019年可全部实现达产。随着下游地产行业集中度趋于提升，防水材料行业也将随之集中度趋于提升。公司进行组织架构优化，推行“合伙人”制度等举措，利于出货量提升，未来产能释放空间无忧。

评级面临的主要风险

- **行业周期波动，应收账款风险，原材料超预期波动，行业竞争加剧**

估值

- 考虑需求端增长确定以及成本端压力回调，预计2018-2020年，公司营收分别为138.96、180.64、225.80亿元；归母净利润分别为15.52、21.13、25.63亿元；EPS为1.04、1.42、1.72，首次覆盖给予公司**增持**评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	7,000	10,293	13,896	18,064	22,580
变动(%)	32	47	35	30	25
净利润(人民币 百万)	1,029	1,239	1,552	2,113	2,563
全面摊薄每股收益(人民币)	0.689	0.830	1.040	1.416	1.717
变动(%)	39.1	20.4	25.3	36.1	21.3
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	15.6	12.4	9.1	7.5
价格/每股现金流量(倍)	203.0	69.9	64.1	32.0	20.9
每股现金流量(人民币)	0.06	0.19	0.20	0.41	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	6.6	9.3	7.0	5.9
每股股息(人民币)	0.08	0.09	0.10	0.14	0.17
股息率(%)	0.6	0.7	0.8	1.1	1.3

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	7,000	10,293	13,896	18,064	22,580
销售成本	4,016	6,409	8,754	11,290	14,226
经营费用	1,746	2,327	3,265	4,245	5,306
息税折旧前利润	1,354	1,724	2,083	2,754	3,269
折旧及摊销	149	187	225	255	264
经营利润 (息税前利润)	1,206	1,537	1,858	2,499	3,006
净利息收入/(费用)	(46)	(103)	(94)	(97)	(93)
其他收益/(损失)	83	5	22	22	22
税前利润	1,159	1,433	1,764	2,402	2,912
所得税	131	195	212	289	350
少数股东权益	(2)	3	3	3	3
净利润	1,029	1,239	1,552	2,113	2,563
核心净利润	945	1,234	1,530	2,091	2,540
每股收益 (人民币)	0.689	0.830	1.040	1.416	1.717
核心每股收益 (人民币)	0.634	0.827	1.025	1.402	1.703
每股股息 (人民币)	0.084	0.089	0.100	0.140	0.170
收入增长(%)	32	47	35	30	25
息税前利润增长(%)	39	27	21	34	20
息税折旧前利润增长(%)	41	27	21	32	19
每股收益增长(%)	39	20	25	36	21
核心每股收益增长(%)	51	31	24	37	21

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,159	1,433	1,764	2,402	2,912
折旧与摊销	149	187	225	255	264
净利息费用	46	103	94	97	93
运营资本变动	(732)	1,378	1,629	1,924	2,060
税金	635	759	234	355	481
其他经营现金流	(2,131)	(1,080)	(425)	(619)	(807)
经营活动产生的现金流	590	24	264	566	883
购买固定资产净值	702	1,106	8	3	1
投资减少/增加	(200)	24	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	13	1,381	45	42	46
投资活动产生的现金流	(489)	252	39	42	48
净增权益	525	140	0	0	0
净增债务	440	2,077	0	0	0
支付股息	132	132	150	210	255
其他融资现金流	(3)	(34)	(67)	(134)	(136)
融资活动产生的现金流	830	2,050	(217)	(344)	(391)
现金变动	940	859	78	261	540
期初现金	624	1,611	2,423	2,501	2,762
公司自由现金流	101	276	303	607	931
权益自由现金流	538	2,319	237	473	795

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,611	2,423	2,501	2,762	3,302
应收帐款	3,555	4,803	6,551	8,569	10,748
库存	712	1,509	1,944	2,447	2,990
其他流动资产	112	176	596	596	596
流动资产总计	6,055	9,331	11,592	14,374	17,636
固定资产	1,597	1,911	2,280	2,220	2,030
无形资产	572	626	605	585	564
其他长期资产	634	1,449	884	713	662
长期资产总计	2,802	3,986	3,770	3,518	3,255
总资产	8,857	13,317	15,362	17,892	20,891
应付帐款	845	1,104	1,522	1,973	2,496
短期债务	1,063	1,327	1,327	1,327	1,327
其他流动负债	1,899	2,462	2,600	2,745	2,885
流动负债总计	3,807	4,893	5,448	6,045	6,708
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	63	1,529	1,553	1,579	1,605
股本	883	882	1,499	1,499	1,499
储备	4,104	6,013	6,862	8,769	11,080
股东权益	4,987	6,895	8,361	10,268	12,579
少数股东权益	12	180	183	186	189
总负债及权益	8,857	13,317	15,362	17,892	20,891
每股帐面价值 (人民币)	3.33	4.50	5.46	6.73	8.26
每股有形资产 (人民币)	5.13	8.40	9.73	11.43	13.45
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.31)	0.29	0.25	0.10	(0.25)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.3	16.7	15.0	15.2	14.5
息税前利润率(%)	17.2	14.9	13.4	13.8	13.3
税前利润率(%)	16.6	13.9	12.7	13.3	12.9
净利率(%)	14.7	12.1	11.2	11.7	11.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.9	2.1	2.4	2.6
利息覆盖率(倍)	29.2	16.7	22.2	28.3	35.1
净权益负债率(%)	(9.7)	6.3	4.5	1.4	(2.9)
速动比率(倍)	1.4	1.6	1.8	2.0	2.2
估值					
市盈率(倍)	18.8	15.6	12.4	9.1	7.5
核心业务市盈率(倍)	20.4	15.7	12.6	9.2	7.6
市净率(倍)	3.9	2.9	2.4	1.9	1.6
价格/现金流(倍)	203.0	69.9	64.1	32.0	20.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.4	6.6	9.3	7.0	5.9
周转率					
存货周转天数	37.1	53.5	51.1	49.4	48.3
应收帐款周转天数	185.3	170.3	172.1	173.1	173.7
应付帐款周转天数	76.8	62.9	63.4	63.8	64.0
回报率					
股息支付率(%)	12.1	10.7	9.6	9.9	9.9
净资产收益率(%)	20.6	18.0	18.6	20.6	20.4
资产收益率(%)	11.6	9.3	10.1	11.8	12.3
已运用资本收益率(%)	17.5	13.6	14.5	16.7	17.1

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

中银证券预测



002372.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 14.63

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	3.2	(1.3)	(1.6)
相对深证成指	0.0	10.2	13.6	34.4

发行股数(百万)	1,311
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	17,140
3个月日均交易额(人民币 百万)	54
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
伟星集团有限公司	36

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

伟星新材

竣工回升利好销量, 原料回调提升毛利

公司产品成本端受原料价格深度回调, 预计毛利率有明显提升空间。需求端因2019年竣工面积大概率提升, 将带动家装后端建材需求, 产品销量有望提升。在“工程+零售”战略驱动下, 公司利润也有长期的增长动力

支撑评级的要点

- 下游需求有望回升, 产品价格有望保持坚挺: PPR管是公司主要产品, 用于广泛用于家装领域。2018年房企因赶开工赶预售导致开工增速与竣工增速持续分化, 在建施工面积积压。未来在合同约定和资金约束下, 房企竣工面积增速大概率缓慢提升, 带动家装相关建材需求回升。PPR产品更换成本较高, 用户对质量要求较高, 对价格敏感度相对较低, 在需求提升, 销量增长的环境下, 公司产品价格有望保持坚挺。
- 主要原材料价格回调, 产品毛利率有提升空间: 公司主营产品PPR管、PE管、PVC管, 上游原材料价格因石油价格回调, 自2018年11月以来出现明显下滑。对公司来说, 2C端产品服务是提升公司产品附加值的重要原因, 公司利润相对原材料弹性相对比较小, 但近期主要原料价格下滑已经超过10%, 对公司毛利率还是能构成利好。
- “工程+零售”双轮驱动, 助力业绩持续增长: 公司在已有产品基础上, 逐步开发工程业务, 增加利润绝对值。以“同心圆”战略, 逐步开发防水材料, 净水材料和工业管道等业务, 有利于充分发挥公司在建筑管材行业的优势。在工程业务、防水材料、净水材料、工业管道等产品的共同驱动下, 公司利润绝对值大概率能有较为持续的增长。

评级面临的主要风险

- 工程难以复制零售端毛利, 同心圆战略不及预期, 竣工增速不及预期

估值

- 考虑下游需求回升, 上游原料价格回调, 预计2018-2020年, 公司营收分别为46.93、55.79、65.58亿元; 归母净利润分别为10.09、12.20、14.57亿元; EPS为0.77、0.93、1.11, 维持公司**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,321	3,903	4,693	5,579	6,558
变动(%)	21	18	20	19	18
净利润(人民币 百万)	671	821	1,009	1,220	1,457
全面摊薄每股收益(人民币)	0.521	0.638	0.770	0.930	1.111
变动(%)	36.2	22.6	20.6	20.9	19.4
全面摊薄市盈率(倍)	29.8	24.3	20.2	16.7	14.0
价格/每股现金流量(倍)	33.1	8.9	18.6	15.5	13.1
每股现金流量(人民币)	0.47	1.74	0.83	1.00	1.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	14.9	16.1	13.5	11.4
每股股息(人民币)	0.36	0.46	0.54	0.65	0.78
股息率(%)	2.3	3.0	3.5	4.2	5.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,321	3,903	4,693	5,579	6,558
销售成本	1,775	2,079	2,465	2,958	3,510
经营费用	777	930	1,072	1,223	1,371
息税折旧前利润	873	1,051	1,264	1,509	1,783
折旧及摊销	87	95	95	99	101
经营利润 (息税前利润)	787	955	1,169	1,410	1,682
净利息收入/(费用)	9	8	26	32	38
其他收益/(损失)	27	20	22	22	19
税前利润	795	964	1,196	1,442	1,720
所得税	125	142	187	222	263
少数股东权益	0	(0)	4	5	8
净利润	671	821	1,009	1,220	1,457
核心净利润	643	801	987	1,197	1,438
每股收益 (人民币)	0.521	0.638	0.770	0.930	1.111
核心每股收益 (人民币)	0.495	0.597	0.798	0.968	1.162
每股股息 (人民币)	0.355	0.462	0.540	0.650	0.780
收入增长(%)	21	18	20	19	18
息税前利润增长(%)	37	21	22	21	19
息税折旧前利润增长(%)	34	20	20	19	18
每股收益增长(%)	36	23	21	21	19
核心每股收益增长(%)	35	20	34	21	20

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	795	964	1,196	1,442	1,720
折旧与摊销	87	95	95	99	101
净利息费用	(9)	(8)	(26)	(32)	(38)
运营资本变动	(260)	80	90	100	110
税金	460	473	215	272	325
其他经营现金流	(624)	(502)	(394)	(485)	(576)
经营活动产生的现金流	969	942	994	1,196	1,421
购买固定资产净值	140	264	1	0	0
投资减少/增加	242	(189)	(11)	(11)	(11)
其他投资现金流	(67)	1,249	26	32	38
投资活动产生的现金流	(449)	1,173	36	43	49
净增权益	130	13	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	465	605	708	852	1,023
其他融资现金流	118	129	165	0	0
融资活动产生的现金流	(217)	(464)	(543)	(852)	(1,022)
现金变动	303	417	486	386	448
期初现金	741	1,014	1,430	1,915	2,301
公司自由现金流	520	2,115	1,030	1,238	1,470
权益自由现金流	638	2,244	1,195	1,239	1,470

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,014	1,430	1,915	2,301	2,749
应收帐款	253	292	355	426	504
库存	469	536	642	760	890
其他流动资产	364	477	512	512	512
流动资产总计	2,214	2,771	3,425	4,000	4,655
固定资产	844	859	867	806	723
无形资产	275	279	270	260	251
其他长期资产	339	289	197	170	161
长期资产总计	1,458	1,427	1,334	1,236	1,135
总资产	3,671	4,198	4,759	5,235	5,791
应付帐款	262	233	281	341	410
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	639	730	761	789	819
流动负债总计	902	963	1,042	1,130	1,228
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	24	39	54	69
股本	776	1,008	1,311	1,311	1,311
储备	1,971	2,202	2,368	2,741	3,183
股东权益	2,747	3,211	3,679	4,052	4,494
少数股东权益	0	12	16	21	29
总负债及权益	3,671	4,198	4,759	5,235	5,791
每股帐面价值 (人民币)	2.10	2.44	2.96	3.26	3.61
每股有形资产 (人民币)	3.03	3.19	3.59	3.98	4.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.89)	(1.16)	(1.52)	(1.82)	(2.17)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.3	26.9	26.9	27.0	27.2
息税前利润率(%)	23.7	24.5	24.9	25.3	25.6
税前利润率(%)	24.0	24.7	25.5	25.8	26.2
净利率(%)	20.2	21.0	21.6	22.0	22.3
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.9	3.3	3.5	3.8
利息覆盖率(倍)	99.1	128.8	47.8	47.1	46.9
净权益负债率(%)	(36.1)	(43.8)	(51.0)	(55.5)	(59.7)
速动比率(倍)	1.9	2.3	2.7	2.9	3.1
估值					
市盈率(倍)	29.8	24.3	20.2	16.7	14.0
核心业务市盈率(倍)	31.3	26.0	19.4	16.0	13.3
市净率(倍)	7.4	6.4	5.2	4.8	4.3
价格/现金流(倍)	33.1	8.9	18.6	15.5	13.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.8	14.9	16.1	13.5	11.4
周转率					
存货周转天数	51.6	50.2	49.9	49.7	49.5
应收帐款周转天数	27.8	27.3	27.6	27.9	28.1
应付帐款周转天数	54.0	40.9	41.6	42.1	42.6
回报率					
股息支付率(%)	68.2	72.3	70.2	69.9	70.2
净资产收益率(%)	24.4	25.6	27.5	30.2	32.6
资产收益率(%)	18.3	19.6	21.3	23.4	25.3
已运用资本收益率(%)	40.4	46.0	54.7	66.1	78.6

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

来源: 公司数据及中银证券预测



603826.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 13.81

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(3.3)	4.1	13.9
相对深证成指	0.0	1.5	16.8	40.3

发行股数(百万)	468
流通股(%)	40
流通股市值(人民币 百万)	2,616
3个月日均交易额(人民币 百万)	87
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
谢秉坤	49

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年1月2日收市价为标准

相关研究报告

《坤彩科技》 20181206

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

有色金属: 金属非金属新材料

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

坤彩科技

扩张产能领跑全行业 高端壁垒突破放量可期

公司在珠光颜料行业内全球第三, 中国第一。传统应用领域市占率较高, 并逐步突破国际企业封锁打入高档珠光颜料市场, 拉升整体毛利率; 公司通过原材料自产、寻找替代品逐步实现成本降低与原材料价格波动风险控制; 公司在建3万吨珠光颜料项目, 业绩随着产能瓶颈突破实现大幅增长。

支撑评级的要点

- **珠光颜料需求持续增加, 行业分层竞争明显:** 珠光颜料下游行业众多, 市场规模不断增加。高端产品对接汽车与化妆品, 进入壁垒高, 全球仅有坤彩在内三家公司, 低端产品基数大竞争激烈。未来行业将呈现高端增长, 低端整合的局面。
- **产能顺利投放, 未来需求释放空间巨大:** 公司新建3万吨产能置换原有1.4万吨产能, 规模全国第一。适逢高端产品壁垒突破, 3万吨产能将在未来三年内有望满足高低端产品的需求以及公司产品结构的升级。
- **上游产能扩张, 技术革新提升成本优势:** 公司利用原有1.4万吨产能新建1万吨人工合成云母产能、并新建20万吨二氧钛、6万吨三氯化铁产能, 充分实现原料自给, 并通过与周边工厂协同, 进一步降低原料成本。技术上, 公司充分利用生产技术革新, 降低人工与机器成本, 公司产品与国际龙头相比成本优势依然明显。
- **财务状况健康, 贸易战与汇率波动利好业绩:** 公司无负债, 财务状况良好, 扩充潜力大。人民币贬值对公司产品出口形成实质性利好。贸易战对美国区域销售有影响, 但也为公司产品价格调整提供了机会。

评级面临的主要风险

- 高端产品需求不及预期、贸易战影响扩大、汇率波动、原料价格波动。

估值

- 预计未来三年公司收入为6.98、9.33、12.21亿元; 归母净利润为1.94、2.93、4.00亿元; 对应EPS分别为0.42元、0.63元和0.85元。参考利润增速与可比公司估值, 目标市盈率为43倍, 维持公司“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	408	469	698	933	1,221
变动(%)	25	15	49	34	31
净利润(人民币 百万)	109	118	194	293	400
全面摊薄每股收益(人民币)	0.232	0.252	0.415	0.626	0.854
变动(%)	8.2	8.5	64.7	50.7	36.4
全面摊薄市盈率(倍)	65.2	60.1	36.5	24.2	17.8
价格/每股现金流量(倍)	(83.9)	26.8	65.1	36.4	25.4
每股现金流量(人民币)	(0.18)	0.57	0.23	0.42	0.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	30.9	27.1	18.5	14.0
每股股息(人民币)	0.00	0.07	0.15	0.22	0.30
股息率(%)	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	408	469	698	933	1,221
销售成本	217	259	385	456	577
经营费用	69	87	94	136	178
息税折旧前利润	149	177	261	383	507
折旧及摊销	20	33	40	41	42
经营利润 (息税前利润)	129	144	221	342	466
净利息收入/(费用)	(2)	(7)	2	3	5
其他收益/(损失)	5	7	4	4	4
税前利润	127	137	223	345	470
所得税	18	19	29	52	71
少数股东权益	(3)	(2)	0	0	0
净利润	109	118	194	293	400
核心净利润	104	111	191	289	396
每股收益 (人民币)	0.232	0.252	0.415	0.626	0.854
核心每股收益 (人民币)	0.221	0.238	0.408	0.618	0.846
每股股息 (人民币)	0.000	0.069	0.150	0.220	0.300
收入增长(%)	25	15	49	34	31
息税前利润增长(%)	10	11	54	54	36
息税折旧前利润增长(%)	13	19	48	47	32
每股收益增长(%)	8	9	65	51	36
核心每股收益增长(%)	32	8	71	52	37

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	127	137	223	345	470
折旧与摊销	20	33	40	41	42
净利息费用	2	7	(2)	(3)	(5)
运营资本变动	(45)	433	130	145	168
税金	39	42	31	61	81
其他经营现金流	(159)	278	(59)	(111)	(149)
经营活动产生的现金流	74	63	104	188	271
购买固定资产净值	161	114	0	0	0
投资减少/增加	(2)	192	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	0	596	2	3	5
投资活动产生的现金流	(158)	290	5	6	8
净增权益	0	553	0	0	0
净增债务	108	(230)	0	0	0
支付股息	0	43	70	103	140
其他融资现金流	(30)	27	17	0	0
融资活动产生的现金流	78	307	(54)	(103)	(140)
现金变动	(6)	64	55	92	139
期初现金	30	25	88	143	234
公司自由现金流	(85)	353	109	195	279
权益自由现金流	(7)	150	126	195	279

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	25	88	143	234	373
应收帐款	98	118	174	231	301
库存	164	222	321	422	546
其他流动资产	5	10	210	210	210
流动资产总计	297	637	847	1,097	1,429
固定资产	367	388	374	343	305
无形资产	65	63	61	59	57
其他长期资产	120	150	127	120	118
长期资产总计	551	602	562	522	480
总资产	848	1,239	1,409	1,618	1,909
应付帐款	84	46	66	78	98
短期债务	100	0	0	0	0
其他流动负债	42	25	29	30	36
流动负债总计	227	71	95	109	134
长期借款	110	0	0	0	0
其他长期负债	19	27	32	38	44
股本	270	360	468	468	468
储备	222	781	813	1,003	1,263
股东权益	492	1,141	1,281	1,471	1,731
少数股东权益	(2)	1	1	1	2
总负债及权益	848	1,239	1,409	1,618	1,909
每股帐面价值 (人民币)	1.05	2.44	2.74	3.14	3.69
每股有形资产 (人民币)	1.67	1.88	2.87	3.32	3.95
每股净负债/(现金)(人民币)	0.44	(0.10)	(0.24)	(0.42)	(0.70)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.4	37.7	37.4	41.0	41.5
息税前利润率(%)	31.6	30.6	31.7	36.6	38.1
税前利润率(%)	31.1	29.2	32.0	36.9	38.5
净利率(%)	25.9	24.7	27.9	31.4	32.7
流动性					
流动比率(倍)	1.3	9.0	8.9	10.1	10.7
利息覆盖率(倍)	73.7	26.2	125.8	130.6	110.6
净权益负债率(%)	41.7	(5.3)	(8.6)	(13.3)	(19.0)
速动比率(倍)	0.6	5.9	5.5	6.2	6.6
估值					
市盈率(倍)	65.2	60.1	36.5	24.2	17.8
核心业务市盈率(倍)	68.5	63.7	37.2	24.5	17.9
市净率(倍)	14.4	6.2	5.5	4.8	4.1
价格/现金流(倍)	(83.9)	26.8	65.1	36.4	25.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.5	30.9	27.1	18.5	14.0
周转率					
存货周转天数	146.6	172.4	167.6	165.0	163.1
应收帐款周转天数	87.3	91.9	90.9	90.3	89.8
应付帐款周转天数	142.0	64.6	63.1	62.6	62.1
回报率					
股息支付率(%)	0.0	27.5	36.1	35.1	35.1
净资产收益率(%)	21.5	10.2	15.2	19.9	23.1
资产收益率(%)	12.5	9.4	13.8	18.1	20.9
已运用资本收益率(%)	15.3	10.6	14.7	19.2	22.3

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

集团公司数据及中银证券预测

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

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

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

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

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

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

中银国际(新加坡)有限公司

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