

建筑材料

证券研究报告
2019年05月05日

2018 年年报及 2019 年一季报综述：水泥引领行业，业绩持续靓丽

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

综述

2018 年我们重点覆盖建材行业上市公司业绩实现稳健增长，合计实现营业收入合计 5328 亿元，同比增长 32%；实现归母净利润合计 618 亿元，同比增长 58%；行业毛利率为 30.47%，同比增加 1.59 个百分点；净利率为 11.60%，同比增长 1.92 个百分点。细分子行业来看，水泥表现十分亮眼，营收同比增长 43.25%，归母净利润同比增长 88.48%；玻璃、玻纤营收分别同比增长 -1%、14.39%，归母净利润分别同比增长 -12.97%、16.08%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了 24.97%，归母净利润增长 5.28%。2019 年一季度我们重点覆盖建材行业上市公司合计实现营业收入合计 1100 亿元，同比增长 33%；实现归母净利润合计 113 亿元，同比增长 43%；行业毛利率为 28.57%，同比减少 0.99 个百分点，主要是受玻璃毛利率下滑 4.2 个百分点影响；净利率为 10.3%，同比增长 10.72 个百分点。

水泥行业：全年高起点，持续超预期

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2018 年共实现营收 3373.19 亿元，同比增长 43.25%，实现归母净利润 472.77 亿元，同比增长 88.48%。2019 年一季度共实现营收 686.8 亿元，同比增长 51.85%，实现归母净利润 86.66 亿元，同比增长 73.09%。我们认为天量社融、流动性较好支持基建与地产需求发生实质性变化，行业整体需求大幅下跌可能性较小，北方地区基建预期在一季度销量表现验证下持续加强，南方地区供需格局继续改善增强预期，环保或检修带来临停，局部供应或将出现短暂紧张现象，特别是要关注可能存在的突发性因素导致停窑。**建议继续关注海螺水泥、华新水泥、祁连山、冀东水泥、天山股份。**

玻璃行业：价格走低，静待需求回升

2018 年玻璃价格高开低走，从年初最高的 1696 元/吨下跌至年末的 1605 元/吨，2019 年玻璃行业预计上半年价格将承压，主要是库存水平较高。从前端需求来看，房地产开发投资与新开工依旧保持高增长，一般前端开工需求传导至竣工需要 1-2 年左右，由于近些年房地产企业策略的改变，注重开工，竣工端的需求可能有所延迟，不过随着竣工数据的环比改善，我们预计竣工端改善将在 2019 年下半年逐步体现，提振玻璃需求，因此看好玻璃价格在下半年的表现，推荐龙头**旗滨集团**。

玻纤行业：供给阶段性增加，行业筑底拐点渐近

2018 年全年玻纤行业稳健发展，从玻纤行业上市公司的情况来看，全年共完成营业收入 258.30 亿元，收入同比增加 14.39%；实现归母净利润总计 37.49 亿元，同比增加 16.08。销售毛利率 31.19%，同比下降 0.27 个百分点；销售净利率 12.15%，同比持平。2018 年行业供给确实有阶段性的增加，从产能的投放节奏来看，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年预计国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主，行业筑底拐点渐近。**建议关注中国巨石、长海股份、中材科技。**

其他消费建材：龙头市占率进一步提升

2018 年及 2019 年一季度其他建材板块营收分别增长了 24.97%、19.13%，归母净利润分别增长 5.28%、7.13%。**消费建材主要公司营收与地产竣工增速波动一致性极高，视公司、产品特点波动性有所放大或平缓。面对竣工走低，行业龙头纷纷采取了不同的应对措施，营收、净利保持了稳定增长。建议重点关注伟星新材、东方雨虹、三棵树、帝欧家居、北新建材。**

风险提示：宏观经济显著下行，地产、基建端需求出现断崖式下跌，账款回收不及预期

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com
武浩翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003
wuhaoxiang@tfzq.com
侯星辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090004
houxingchen@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:水泥股业绩靓丽，全年效益稳增长可期》 2019-04-28
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥旺季来临，产量超出预期》 2019-04-21
- 3 《建筑材料-行业点评:水泥 3 月产量大幅增长，施工加速看好向竣工传导》 2019-04-17

水泥业绩持续靓丽

2018 年我们重点覆盖建材行业上市公司业绩实现稳健增长，合计实现营业收入合计 5328 亿元，同比增长 32%；实现归母净利润合计 618 亿元，同比增长 58%；行业毛利率为 30.47%，同比增加 1.59 个百分点；净利率为 11.60%，同比增长 1.92 个百分点。细分子行业来看，水泥表现十分亮眼，营收同比增长 43.25%，归母净利润同比增长 88.48%；玻璃、玻纤营收分别同比增长-1%、14.39%，归母净利润分别同比增长-12.97%、16.08%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了 24.97%，归母净利润增长 5.28%。2019 年一季度我们重点覆盖建材行业上市公司合计实现营业收入合计 1100 亿元，同比增长 33%；实现归母净利润合计 113 亿元，同比增长 43%；行业毛利率为 28.57%，同比减少 0.99 个百分点，主要是受玻璃毛利率下滑 4.2 个百分点影响；净利率为 10.3%，同比增长 10.72 个百分点。

从盈利水平来看，2018 年及 2019 年一季度水泥行业盈利十分显著，销售毛利率分别为 33.25%和 29.34%，同比分别增加 4.96、3.12 个百分点，销售净利率分别为 13.3%和 6.48%，同比分别增加 5.74、13.57 个百分点；2018 年及 2019 年一季度玻璃行业销售毛利率分别为 18.81%和 16.57%，同比分别增加-2.52、-4.21 个百分点，销售净利率分别为 4.21%和 1.34%，同比分别增加 0.21、-7.45 个百分点，玻纤行业销售毛利率分别为 31.19%和 31.07%，同比分别增加-0.27、-0.45 个百分点，销售净利率分别为 12.15%和 11.31%，同比分别增加 0.00、-0.08 个百分点，其他建材行业销售毛利率分别为 28.84%和 28.70%，同比分别增加-0.52、-0.65 个百分点，销售净利率分别为 4.89%和 2.09%，同比分别增加-1.82、-1.76 个百分点。

图 1：2018 年各子行业营收及归母净利润同比变化

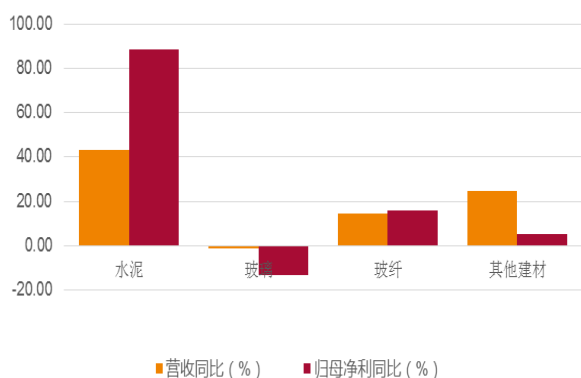
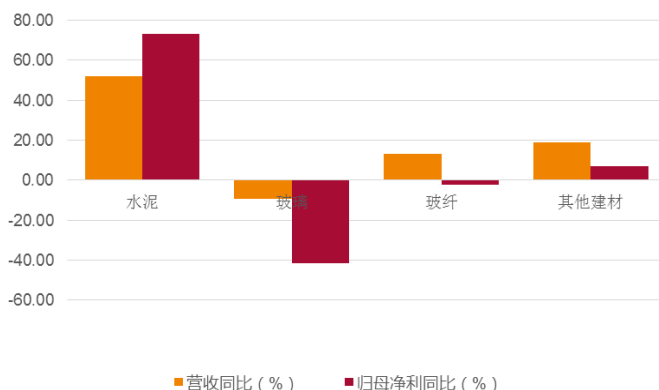


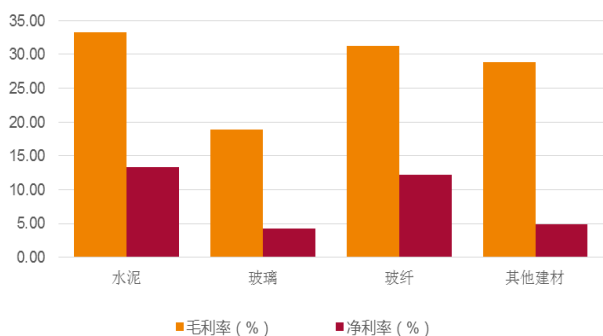
图 2：2019 年一季度各子行业营收及归母净利润同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

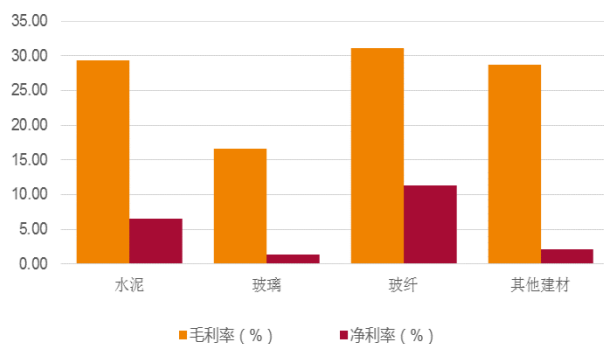
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：2018 年各子行业盈利能力情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2019 年一季度各子行业盈利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 水泥：全年高起点，持续超预期

1.1. 年报业绩回顾

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2018 年共实现营收 3373.19 亿元, 同比增长 43.25%, 实现归母净利润 472.77 亿元, 同比增长 88.48%。除亚泰集团、宁夏建材外, 其他 12 家水泥企业 2018 年全部实现营收同比增长, 除亚泰集团外 2018 年其他 13 家水泥企业归母净利润全部为正并实现同比增长, 其中, 8 家企业归母净利润超过 10 亿, 9 家企业超过 5 亿, 2017 年仅 3 家企业归母净利润超过 10 亿。

14 家上市公司中, 2018 年全行业龙头海螺水泥营收、归母净利润占比分别为 38%、63%, 2017 年分别为 32%、63%, 剔除贸易影响后 2017-18 年收入占比分别为 31.4%、30.6%, 行业整体呈现并进态势, 龙头地位稳固。

2018 年第四季度 14 家水泥公司共实现营收 1144.80 亿元, 同比增长 50.57%, 实现归母净利润 126.79 亿元, 同比增长 47.83%, 环比下降 4.86%。四季度大部分企业实现归母净利同比大幅增长, 福建水泥、冀东水泥、祁连山、天山股份同比成功扭亏, 亚泰集团、青松建化未实现盈利 (归母为负), 归母净利同比下降的企业包括亚泰集团、金圆股份、青松建化、金隅集团。环比角度, 北方由于冬季错峰原因基本体现为下滑。

表 1: 水泥行业上市公司收入、归母净利对比 (同环比单位: %)

证券简称	营业收入 (亿元)					归母净利 (亿元)				
	2018	同比	2018Q4	同比	环比	2018	同比	2018Q4	同比	环比
亚泰集团	141.28	-19.97	41.62	-55.58	17.48	-1.97	-124.61	-3.03	-147.97	-1,276.52
金圆股份	79.74	57.17	22.84	1.37	8.27	3.75	6.78	0.05	-94.66	-97.46
塔牌集团	66.30	45.27	21.07	38.45	41.31	17.23	139.00	4.75	119.43	22.62
福建水泥	29.47	60.68	9.52	43.49	30.51	3.37	322.33	0.16	121.88	-83.80
上峰水泥	53.05	15.63	16.79	1.90	8.83	14.72	85.96	5.54	64.76	35.56
华新水泥	274.66	31.48	84.26	28.85	17.73	51.81	149.39	17.70	72.20	31.75
冀东水泥	308.49	22.57	87.30	124.05	-4.68	14.83	194.09	0.69	132.87	-89.60
青松建化	24.14	14.87	4.62	-12.94	-53.79	3.65	621.72	-0.87	-280.36	-122.51
宁夏建材	41.73	-6.90	10.65	16.05	-21.56	4.28	26.16	0.80	60.13	-60.82
祁连山	57.75	-3.25	14.58	8.71	-25.90	6.55	13.93	1.04	2,115.15	-68.75
天山股份	79.32	12.03	23.02	12.50	-13.38	12.41	368.48	4.76	1,072.59	3.99
海螺水泥	1,284.03	70.50	506.11	100.26	57.91	298.14	88.05	90.98	50.48	17.03
金隅集团	831.17	30.53	270.52	54.13	30.69	32.60	14.94	1.57	-32.30	-77.31
万年青	102.08	43.89	31.90	28.69	8.99	11.38	145.89	2.66	16.20	-25.81

资料来源: Wind, 天风证券研究所

具体到盈利指标上, 毛利率前三分别为: 上峰水泥 (46.70%)、塔牌集团 (40.35%)、华新水泥 (39.65%), 净利率前三分别为: 上峰水泥 (28.03%)、塔牌集团 (26%)、海螺水泥 (23.86%)。毛利率增幅较大的有: 万年青 32.55 个 PCT、福建水泥 17.72 个 PCT、上峰水泥 12.02 个 PCT、青松建化 11.46 个 PCT、塔牌集团 10.83 个 PCT、华新水泥 10.10 个 PCT。净利率增幅较大的有: 福建水泥 27.98 个 PCT、万年青 18 个 PCT、天山股份 11.63 个 PCT、上峰水泥 11.30 个 PCT、华新水泥 10.18 个 PCT, ROE (摊薄) 同比变动较大的有: 福建水泥 64.62 个 PCT、万年青 28.23 个 PCT。

表 2: 水泥行业上市公司毛利率、净利率、ROE (摊薄) 指标对比 (%)

证券名称	毛利率		净利率		ROE (摊薄)	
	2018	同比变动百分点	2018	同比变动百分点	2018	同比变动百分点
亚泰集团	28.84	-13.68	-1.50	-12.44	-1.36	-6.7432
金圆股份	14.94	-3.62	5.58	-2.34	10.15	-0.17
塔牌集团	40.35	10.83	26.00	10.19	19.20	10.38
福建水泥	32.98	17.72	13.95	27.98	39.45	64.62

上峰水泥	46.70	12.02	28.03	11.30	42.62	7.33
华新水泥	39.65	10.10	20.77	10.18	31.08	13.62
冀东水泥	30.64	0.81	8.30	7.44	10.17	9.08
青松建化	29.69	11.46	-1.03	1.86	8.27	7.02
宁夏建材	36.24	4.83	11.49	2.80	8.83	1.39
祁连山	33.10	2.24	11.93	3.06	11.37	0.61
天山股份	36.18	7.17	15.61	11.63	14.77	11.17
金隅集团	26.95	0.58	5.15	-6.72	5.65	-9.24
万年青	32.55	32.55	18.00	18.00	28.23	28.23
海螺水泥	36.74	1.65	23.86	2.04	26.46	8.73

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从期间费用率绝对值角度看, 低于 10% 的企业有: 海螺水泥 (5.52%)、塔牌集团 (6.33%)、金圆股份 (7.42%)、万年青 (7.97%)。从期间费用率变动角度看, 除亚泰集团、宁夏建材外, 其他企业均呈缩减趋势, 其中, 海螺水泥下降 4.11 个 PCT, 青松建化、冀东水泥、福建水泥大幅下降 8.94、8.15、7.26 个 PCT。(注: 本次单列研发费用, 但管理费用率仍为原口径含研发)

表 3: 水泥行业上市公司各项费用率指标对比 (%)

证券名称	销售费用率		管理费用率		其中: 研发费用/营收		财务费用率		期间费用率	
	2018	变动百分点	2018	变动百分点	2018	变动百分点	2018	变动百分点	2018	变动百分点
亚泰集团	8.64	1.95	8.03	0.80	0.13	-0.10	12.02	2.07	28.68	4.81
金圆股份	1.86	-0.98	3.46	0.28	0.44	-1.85	2.10	-0.77	7.42	-1.47
塔牌集团	1.64	-0.42	4.89	-0.85	0.05	-0.03	-0.21	-0.16	6.33	-1.43
福建水泥	2.01	-0.49	6.34	-3.94	0.00	0.00	2.89	-2.83	11.24	-7.26
上峰水泥	2.05	-0.25	5.02	-0.75	0.00	0.00	1.74	-0.99	8.82	-1.99
华新水泥	6.20	-0.52	4.91	-0.86	0.04	-0.40	1.70	-1.47	12.80	-2.84
冀东水泥	3.51	-0.54	11.66	-4.01	0.15	0.10	4.12	-3.60	19.29	-8.15
青松建化	1.35	-0.38	8.50	-4.92	0.03	0.00	9.54	-3.64	19.39	-8.94
宁夏建材	9.92	-0.04	9.71	0.72	0.08	0.00	0.91	-0.58	20.53	0.11
祁连山	5.19	-0.11	10.10	-1.29	0.00	0.00	1.49	-0.62	16.78	-2.02
天山股份	3.43	-0.76	6.19	-1.08	0.07	-2.89	3.71	-2.32	13.33	-4.16
金隅集团	3.51	-0.59	8.79	-0.98	0.19	0.00	3.67	-0.54	15.97	-2.10
万年青	2.71	-1.19	4.54	-0.06	0.03	-0.02	0.71	-1.04	7.97	-2.28
海螺水泥	2.91	-1.84	2.98	-1.62	0.06	-0.04	-0.37	-0.66	5.52	-4.11

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 一季报业绩回顾

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2019 年一季度共实现营收 686.8 亿元, 同比增长 51.85%, 实现归母净利润 86.66 亿元, 同比增长 73.09%。除金圆股份外, 其他 13 家水泥企业 2019 年一季度全部实现营收同比增长, 除亚泰集团、宁夏建材、青松建化外 2019 年一季度其他 11 家水泥企业归母净利润全部为正并实现同比增长 (万年青下滑 3.4%), 其中同比大幅增长企业包括天山股份 (1061.23%)、金隅集团 (298.46%)、上峰水泥 (116.08%)、冀东水泥 (109.23%)、祁连山 (109.29%), 海螺水泥同比增速为 27.27%。

14 家上市公司中, 2019 年一季度全行业龙头海螺水泥营收、归母净利占比分别为 44.4%、70.2%, 2018 年一季度分别为 41.5%、95.4%, 业绩占比变动可归因为: 一是 2019 年一季度北方企业释放业绩弹性, 优化行业表现; 二是会计准则变化金融工具对净利润有较大影响。

表 4：水泥行业上市公司收入、归母净利润对比

证券简称	营业收入（亿元）		归母净利润（亿元）	
	2019Q1	同比（%）	2019Q1	同比（%）
亚泰集团	28.76	2.82	-0.25	81.85
金圆股份	11.76	-11.47	0.08	43.37
塔牌集团	13.80	12.58	4.25	14.45
福建水泥	5.77	14.79	0.72	16.67
上峰水泥	11.40	37.29	3.59	116.08
华新水泥	59.76	32.53	10.11	90.60
冀东水泥	50.08	151.97	0.45	109.23
青松建化	1.80	106.90	-0.73	9.77
宁夏建材	4.75	37.65	-0.55	36.46
祁连山	5.96	36.94	0.13	109.29
天山股份	9.43	26.08	1.64	1,061.23
海螺水泥	305.01	62.53	60.81	27.27
金隅集团	160.11	61.09	4.22	298.46
万年青	18.41	6.73	2.18	-3.40

资料来源：Wind，天风证券研究所

单看 2019 年一季度各企业盈利表现，毛利率前三分别为：上峰水泥（47.47%）、天山股份（40.21%）、塔牌集团（38.17%），净利率前三分别为：上峰水泥（31.67%）、塔牌集团（30.84%）、海螺水泥（20.34%）。毛利率增幅较大的有：祁连山 22.29 个 PCT、青松建化 13.14 个 PCT、上峰水泥 8.05 个 PCT、冀东水泥 6.88 个 PCT；净利率增幅较大的有：青松建化 67.05 个 PCT、祁连山 39.02 个 PCT、冀东水泥 29.59 个百分点、天山股份 20.1 个 PCT。

表 5：水泥行业上市公司单季度毛利率、净利率指标对比（%）

证券名称	毛利率			净利率		
	2019Q1	同比变动百分点	环比变动百分点	2019Q1	同比变动百分点	环比变动百分点
亚泰集团	25.86	-1.17	-2.98	-3.22	4.22	-1.72
金圆股份	9.38	2.88	-5.56	2.09	0.69	-3.49
塔牌集团	38.17	-5.72	-2.17	30.84	0.51	4.84
福建水泥	28.58	-0.98	-4.40	14.37	-4.40	0.42
上峰水泥	47.47	8.05	0.77	31.67	12.22	3.63
华新水泥	36.55	3.40	-3.11	18.37	5.46	-2.40
冀东水泥	33.01	6.88	2.38	2.15	29.59	-6.14
青松建化	14.24	13.14	-15.45	-55.81	67.05	-54.78
宁夏建材	20.06	-1.85	-16.18	-10.54	15.45	-22.03
祁连山	25.99	22.29	-7.12	1.32	39.02	-10.61
天山股份	40.21	5.74	4.04	17.23	20.10	1.62
金隅集团	28.64	6.37	1.69	2.42	8.84	-2.73
万年青	31.87	-4.86	-0.68	19.48	-2.97	1.48
海螺水泥	30.83	-10.42	-5.91	20.34	-5.78	-3.52

资料来源：Wind，天风证券研究所

单看 2019 年一季度各企业费用表现，除亚泰集团、金圆股份、塔牌集团外，其他企业期间费用率均呈下降趋势，冀东水泥期间费用率下降 23.76 个 PCT、海螺水泥下降 2.95 个 PCT、天山股份下降 7.62 个 PCT。期间费用率低于 10% 的有：海螺水泥（5.31%）、塔牌集团（6.32%）、万年青（7.9%）、金圆股份（8.53%），如果对标海螺，行业大部分企业费用压缩空间仍然很大。

表 6：水泥行业上市公司一季度各项费用率指标对比（%）

证券名称	销售费用率			管理费用率			研发费用/收入	财务费用率			期间费用率		
	2019Q1	同比变动百 分点	环比变动百 分点	2019Q1	同比变动百 分点	环比变动 百分点	2019Q1	2019Q1	同比变动 百分点	环比变动百 分点	2018Q3	同比变动 百分点	环比变动 百分点
亚泰集团	10.29	0.86	1.97	9.27	0.02	1.54	0.12	15.30	0.74	6.03	34.87	1.61	9.40
金圆股份	1.23	-0.11	-1.25	4.09	0.66	0.23	0.90	3.20	0.64	1.04	8.53	1.19	-1.09
塔牌集团	1.48	0.08	-0.52	5.26	1.59	-2.47	0.00	-0.43	-0.12	-0.24	6.32	1.55	-3.23
福建水泥	2.17	-0.44	0.36	5.48	-1.64	-1.78	0.00	2.92	-1.21	1.17	10.58	-3.29	-0.25
上峰水泥	2.22	-0.15	0.25	6.15	-0.89	1.63	0.00	2.75	0.00	2.39	11.12	-1.05	4.27
华新水泥	6.76	-0.78	1.11	4.73	-1.25	-0.92	0.05	1.53	-1.54	0.28	13.02	-3.57	0.47
冀东水泥	4.53	-0.65	0.64	20.19	-15.16	6.90	0.62	6.34	-7.95	2.63	31.05	-23.76	10.17
青松建化	3.20	-4.08	2.80	25.66	-25.07	17.18	0.00	30.53	-30.08	18.65	59.38	-59.23	38.63
宁夏建材	12.98	1.60	2.98	15.82	-18.15	3.70	0.08	1.54	-1.44	0.98	30.35	-17.99	7.66
祁连山	6.25	-1.36	0.71	22.57	-4.86	11.02	0.00	2.34	-3.51	1.21	31.15	-9.73	12.94
天山股份	4.06	-0.63	-0.11	10.14	-1.41	2.50	0.10	5.94	-5.57	2.86	20.14	-7.62	5.25
金隅集团	3.75	-1.39	0.30	10.69	-6.29	1.76	0.36	4.87	-1.58	1.76	19.32	-9.26	3.82
万年青	2.69	-0.32	-0.23	4.62	-0.19	-1.10	0.06	0.59	-0.66	0.16	7.90	-1.17	-1.16
海螺水泥	2.93	-0.95	0.81	3.26	-0.81	1.17	0.05	-0.87	-1.19	-0.33	5.31	-2.95	1.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 基建地产共振，一季度弹性凸显

不仅是水泥上市公司业绩优异，全行业均表现靓丽，连续超预期。统计局数据显示，1-3月产量3.92亿吨，同比增长9.4%，其中，3月单月产量1.8亿吨，同比大幅增长22.2%。原因主要是3月受春节、雨水影响比较明显，例如2018年3月需求受到抑制在4月才得到释放（环比大幅增长37%），因此3月高增长有低基数原因。累计角度仍然实现可观增幅，我们判断原因为：北方工程项目开工不仅同比时间提前，绝对需求也有增加，同时考虑2018年有新增产能（新增熟料产能2043万吨），以及南方地区1月、3月中旬以后需求表现同比更好（例如房产新开工、施工表现可观）。

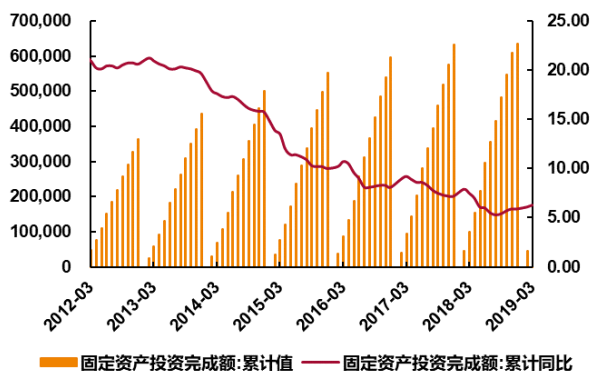
以海螺水泥覆盖的经营区域表现为例，从Q1水泥累计产量同比角度看，安徽（+19.9%）、浙江（+8.6%）、上海（+10.6%）、陕西（+17.27%），从固定资产投资累计同比角度看，安徽（+8.1%）、浙江（+9%）、江西（+10%）、广东（+11.2%）、广西（+4.3%）、陕西（+9.2%）。从房屋新开工/施工面积累计同比角度看，安徽（+8.3%/+7.3%）、浙江（+18.8%/+14.4%）、江西（+34.2%/+14.6%），广东（-1.1%/+11.8%），广西（+0.6%/+8.1%），陕西（+37.8%/+10.1%）。

以华新水泥覆盖的经营区域表现为例，武汉“军运会”对需求总量及施工节奏的影响以及西南需求维持高位增长是Q1销量增长的主原，从Q1水泥累计产量同比角度看，湖北（+14.3%）、四川（+6.35%）、重庆（+15.2%）、云南（+5.97%），从固定资产投资累计同比角度看，湖北（+10.5%），四川（+7.6%），重庆（+6.6%），云南为（+11.4%）。

以冀东水泥覆盖的经营区域表现为例，华北区域一季度水泥产量累计同比增速48.08%，京津冀地区产量同比增长34%，与公司销量增幅基本一致，华北增幅亦继续领先全国其他区域。价格方面，河北地区1-3月熟料、水泥均价分别为384、429元/吨，分别同比提高30、33元/吨，全年价格起点更高。需求弹性在销量与价格的验证中的稳步释放。

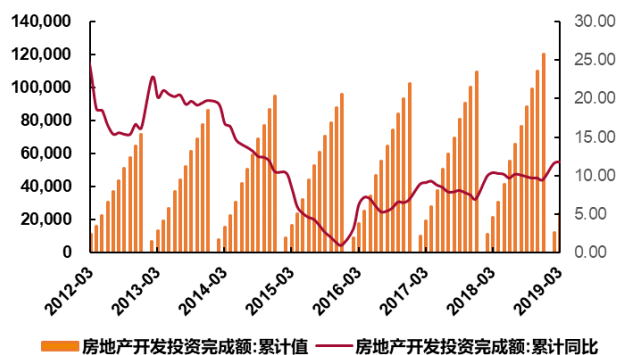
结合全国基建表现，一季度基建投资不含电力口径同比+4.4%，增速比前值提高0.1个百分点，比2018年全年增加0.6个百分点，道路、铁路投资增速分别为10.5%、11%，2018全年增速为8.2%、-5.1%。综合以上，房地产新开工与施工需求整体表现可观，基建投资持续发力，水泥行业表现为量价齐升，头部企业率先受益。

图 5：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



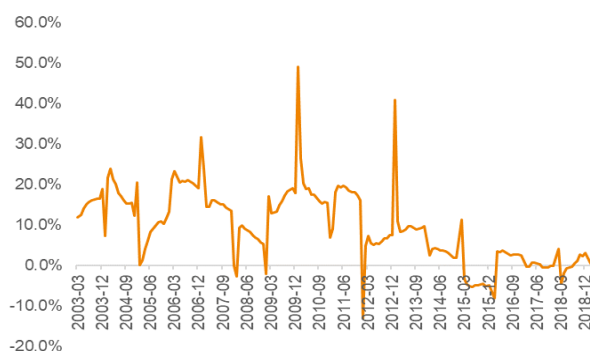
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



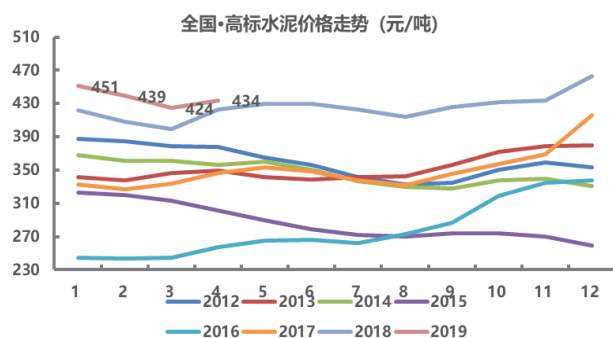
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 7：全国水泥累计产量同比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：全国水泥价格走势（元/吨）（月度均价）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

1.4. 二季度展望：平稳过渡，弹性空间重在天气

我们对今年水泥量价的判断保持不变：（1）第一，天量社融、流动性较好支持基建与地产需求发生实质性变化，行业整体需求大幅下跌可能性较小。一季度固投增速 6.3%，比 1-2 月加快 0.2 个百分点，比上年同期回落 1.2 个百分点，2018 年全年为 5.9%。根据各省市 2019 年固投增速目标，相对 2018 实际完成额并未出现宽幅调整，高增长区域增速维持，如云南 2018 年固投增速 11.6%，贵州 15.8%，湖北 11%，四川 10.2%，湖南 10%，2019 年则分别计划增长 12%、13% 左右、10.5% 左右、10%、10%。**房地产开发投资增速 11.8%**，比前值提高 0.2 个百分点。其中新开工同比增长 11.9%，增速提高近 5.9 个百分点。此外，**近年来施工增速持续低迷，施工加速明显，施工逻辑可持续**，一季度累计同比增速 8.2%，上一次超过 8% 的时点发生在 2014 年 12 月（累计同比 9.2%）。**基建投资不含电力口径同比 +4.4%**，增速比前值提高 0.1 个百分点，比 2018 年全年增加 0.6 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 10.5%、11%，增速比前值回落 2.5、11.5 个百分点，2018 年全年增速为 8.2%、-5.1%。

（2）第二，区域逻辑一直存在分化，今年将体现为北方弹性更大，南方看淡季供给。

北方地区基建预期在一季度销量表现验证下持续加强，冀东水泥一季报预告销量增长 33%，祁连山、天山均预告销量同比上升，甘肃天水地区 9 号涨价 20 元/吨已经是今年以来第二次涨价，春节后新疆地区水泥均价已变动 4 次，累计涨幅超过 50 元。我们坚定看好北方量价弹性，推荐关注冀东水泥、祁连山、天山股份。

南方地区看点包括：一是行业景气度的直观反映，涨价轮次与累计幅度；长三角 8 日启动第二轮涨价，幅度 20-30 元/吨。杭州、南京高标水泥含税均价分别为 510、500 元/吨，3 月以来累计提高 60、50 元/吨，比去年同期分别提高 30、50 元/吨，进一步提高企业盈利水平。二是南方的需求韧性与增量预期改善；三是供给层面，南方大企业平台或将开始采购东北熟料，支撑东北水泥价格企稳回升的同时，也加强控制区域流动性。另外，环保或检修带来临停，局部供应或将出现短暂紧张现象，特别是要关注可能存在的突发性因素导

致停窑。整体看来，南方地区供需格局继续改善增强预期，继续推荐关注华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。

(3) 第三，量、价预期差可能在 6-8 月，即 Q2、Q3 的淡季时段出现。2018 年中淡季不淡很大程度受益于雨水较少，下雨施工需求可持续。而天气因素具有高度不确定性，是水泥行业共同面临的机遇或挑战。

1.5. 投资建议

海螺水泥：龙头稳增长，继续看好全年业绩表现。我们认为二季度公司基本面有望继续受益量价提升，尤其在 2018 年受长江流域环保整治影响，部分码头与产线关停，建议关注今年二季度销量弹性。长期角度，公司资源优势、区位优势、成本优势以及规模优势与技术优势均难以复制，在供需关系动态变化中不断巩固增强竞争实力。此外，公司积极进行产业链拓展，骨料业务充分展现增长潜力，海外扩张彰显全球视野。

华新水泥：短期关注“军运会”对后期施工节奏的影响，蒙华铁路开通有望降低煤炭成本，以及西南需求保持高位。全年角度我们预计价格以稳为主，西藏、西南、湖北等地基建&地产需求继续支持，所在区域经历多年竞合企业错峰有望持续落实，此外，海内外产能持续投放扩大规模，**中长期角度**看好公司产业链提前布局，释放骨料、环保墙材、协同处置业务成长红利。

冀东水泥：京津冀基建加码支撑水泥需求，需求支撑价格弹性，2019 全年价格起点更高；金隅冀东京津冀产能占比 60%，龙头地位显著，充分受益行业量价弹性；重组落地，管理改善，成本费用管控红利持续释放。

上峰水泥：短期看好二季度量价高弹性；区域集中，长期受益华东高景气，成本管控与经营模式可对标行业龙头；积极响应布局一带一路建设，海外项目新增增长点。

天山股份：我们持续看好 2019 年新疆基建弹性，投资增速“由负转正”释放水泥需求。2019 年力争完成交通运输固定资产投资 526.33 亿元。新疆自古以来是西部重镇、“一带一路”重要节点，在项目前景、财政支持方面具备一定优势。

祁连山：公司中短期内有量弹性，预计水泥价格在西北地区需求回暖的背景下有望保持高位运行，带来业绩向好。

2. 玻纤：供给阶段性增加，行业筑底拐点渐近

2018 年全年玻纤行业稳健发展，从玻纤行业上市公司的情况来看，全年共完成营业收入 258.30 亿元，收入同比增加 14.39%；实现归母净利润总计 37.49 亿元，同比增加 16.08。销售毛利率 31.19%，同比下降 0.27 个百分点；销售净利率 12.15%，同比持平。

2018 年，中国巨石稳健增长，公司实现营业收入 100.32 亿元，同比增长 15.96%，归母净利 24.03 亿元，同比增长 8.63%，2018Q4 净利润环比出现下滑；报告期内，公司三项费用率由去年同期 16.47% 下降至 15.49%，费用控制能力有所提升。中材科技 2018 年业绩持续提升，报告期内公司实现营业收入 114.47 亿，同比增长 11.48%；归母净利润 9.34 亿，同比增长 21.75%，主要是在需求稳定旺盛情况下，公司先进产能比例提高，制造成本不断下降；加上风电叶片市场需求的增加及大型号叶片工艺技术的改进带来公司风电叶片产业环比大幅改善，大型叶片制造成本下降，毛利提升。2018 年长海股份实现营业收入 21.98 亿元，同比增长 8.42%，归母净利 2.63 亿元，同比增长 30.28%，高于收入增速，毛利率 25.76%，同比下降 0.43 个百分点，基本维持稳定。九鼎新材 2018 年实现营业收入 10.71 亿元，同比增长 7.73%，归母净利 0.19 亿元，同比增长 684.10%，本期内，公司毛利率 25.16%，同比增加 2.47 个百分点。2018 年再升科技实现营业收入 10.82 亿元，同比增长 69.15%，归母净利 1.59 亿元，同比增长 39.96%。主要是报告期内干净空气、高效节能市场需求保持持续增长，导致营业收入较上年大幅增长。销售毛利率 33.01%，同比下降 2.70 个百分点，因 18 年上半年收购的悠远环境销售模式及毛利水平与公司原主营产品不同，营业成本总额的增长幅度较大。

表 7：2018 年玻纤行业上市公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)	
	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)
中国巨石	100.32	15.96	23.74	10.43	45.11	-0.73	23.77	-1.17
中材科技	114.47	11.48	9.34	21.75	26.93	-0.82	8.66	0.77
长海股份	21.98	8.42	2.63	30.28	25.76	0.43	11.93	1.99
再升科技	10.82	69.15	1.59	39.96	33.01	-2.70	14.66	-3.68
九鼎新材	10.71	7.73	0.19	684.10	25.16	2.47	1.74	2.10

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2019Q1 行业收入规模继续稳步增长，但是盈利水平整体出现下滑。行业 2019Q1 完成营业收入 61.87 亿元，同增 13.08%；实现归母净利润总计 8.20 亿元，同降 2.36。销售毛利率 31.07%，同比下降 0.45 个百分点；销售净利率 11.31%，同比下降 0.08 个百分点。

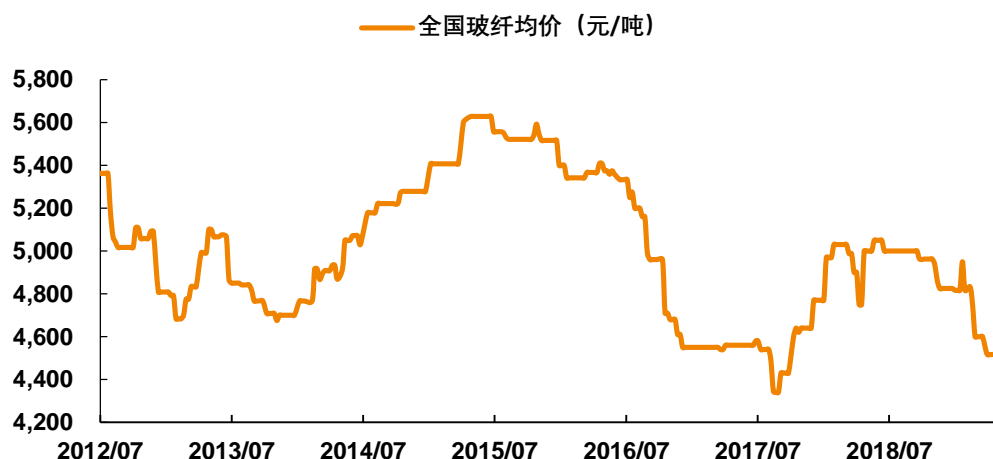
表 8：2019Q1 玻纤行业上市公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		销售毛利率 (%)		销售净利率 (%)	
	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)
中国巨石	24.96	0.06	4.99	-19.14	41.19	-4.08	19.80	-5.10
中材科技	26.56	27.40	2.15	45.20	28.56	-0.61	8.38	0.58
长海股份	5.19	15.90	0.55	36.94	28.01	0.95	10.54	1.59
再升科技	2.89	30.30	0.48	51.22	33.82	1.10	16.74	2.51
九鼎新材	2.27	2.09	0.03	5.67	23.77	0.38	1.12	0.04

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2019Q1 行业盈利出现下降的重要原因是玻纤原纱价格近期出现调整，因此在主要企业产能扩张的背景下虽然产量有所增加，但是受到价格下滑影响收入增速不明显，并且利润增速出现了小幅下滑。

图 9：2400tex 无碱缠绕直接粗砂均价 (元/吨)



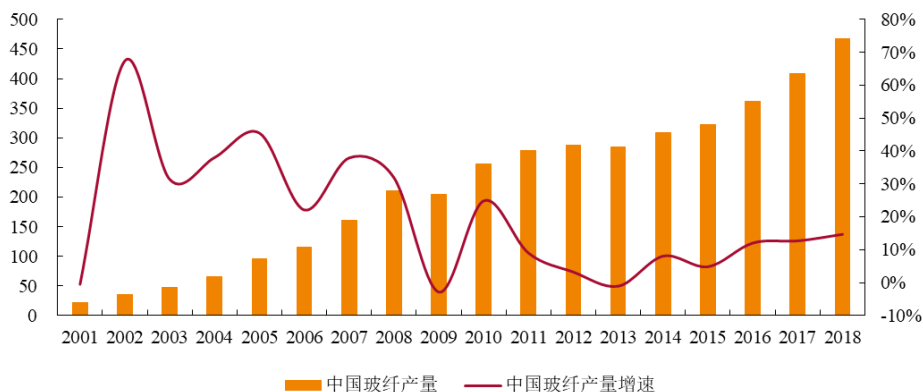
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1. 行业需求端维持较快增长

玻纤行业下游需求广泛，一方面下游的应用领域不断拓宽，另一方面多个领域玻纤材料应用的渗透率也在不断提升。从产量增速来看玻纤产量 2016 年、2017 年的产量增速均为 12%，

由于行业下游需求的稳定增长和行业龙头企业收入端的明显提升，2018 年玻纤产量达到 468 万吨，同增 14.71%，增加 60 万吨。同时考虑到近期原纱价格回落，行业整体产销率情况或将有所下降。

图 10：中国玻纤产量（万吨）及增速情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 行业供给阶段性增加

从前述玻纤粗砂的价格走势来看，今年玻纤粗砂价格较去年整体有所提升，行业中上市公司盈利状况也相应持续向好。然而市场担忧行业供给新增带来的潜在负面影响，新增的供给可能直接冲击产品价格，进而对于企业盈利产生不利影响，因而我们对于 2018 年玻纤行业的产能新增做了梳理。结果显示，2018 年行业供给确实有阶段性的增加，从产能的投放节奏来看，产能投放主要集中在 2018 年，2019 年预计国内新增产能有限，将会以消化 2018 年新增产能为主。

表 9：2018 年玻纤产能（万吨）投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018/5	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018/5	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗纱
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗纱
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产		非电子纱
江西元源	上犹	1 线	5	5	在产		电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2017 年 11 月	无碱粗纱
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月 21 日	无碱粗砂
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月 15 日	无碱粗纱
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
中国巨石	桐乡	1 线	6	6	在产	2018 年 12 月	电子纱
安徽丹凤	安徽	2 线	5	5	在产	2018 年 10 月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2 线	8	8	在产	2018 年 12 月	无碱粗砂
泰山玻纤	泰安	6 线	10	10	在产	2018 年 11 月	无碱粗砂
18 年合计			85.5	86.5	同比	21%	

资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

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

2.3. 投资策略：推荐中国巨石，关注中材科技、长海股份

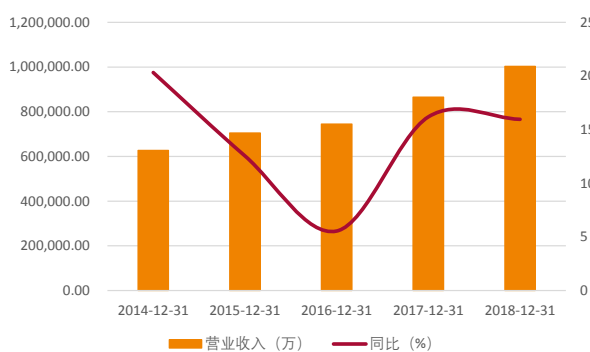
2.3.1. 中国巨石

我们预计 2019 年玻纤价格将会承压，具有成本、产品结构、产业链优势的龙头企业将加快赶超步伐。继续关注玻纤龙头中国巨石：新一轮高质量的产能扩张正在进行，原纱、电子纱、电子布项目建设稳步前行，海外在已建成埃及基地的基础上美国、印度基地也将逐步推进，后续公司产品结构的高端化和多元化以及产能布局的国际化程度都将进一步提升。

公司实现 2018 年实现营业收入 100.32 亿元，同增 15.96%；归属于上市公司股东的净利润 23.74 亿元，同增 10.43%。公司营收、归母净利润均实现两位数增长，整体增速稳健。看单季度情况，公司四季度实现营收 24.03 亿元，同比增加 8.6%，较三季度同比增速略有下降，或同四季度以来产品价格小幅下滑有关。从期间费用来看，公司 2018 年期间费用率 15.48%，较 2017 年下降 1.39 个百分点，其中主要变动项为财务费用率，有 2017 年 4.85% 下降为 2018 年的 3.40%，主要原因为报告期内公司汇兑收益增加。

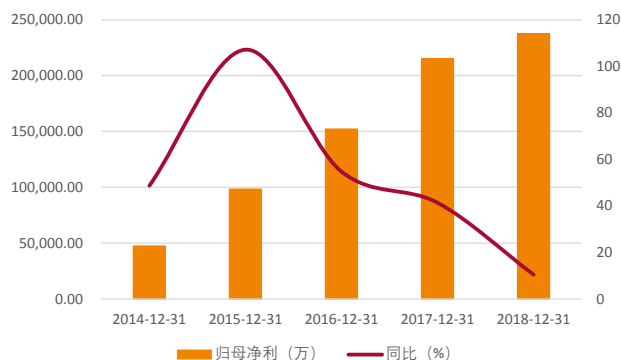
报告期内，公司产能规模稳步扩张，其中九江生产基地三条线顺利实施冷修改造，并且新建年产 12 万吨产线，同时桐乡总部智能制造基地一期年产 15 万吨生产线和细纱一期 6 万吨生产线实现点火投产，埃及生产基地配套项目陆续竣工投产，美国项目进入冲刺阶段，我们预计有望于 2019 年年中达产。整体而言，公司技改及新增产能会带来整体生产效率的提升和优化，海外布局的进一步发力也有望在未来更好地进行国际市场的开拓。

图 11：公司近年营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：公司近年归母净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2019-2020 年归母净利润为 25.45 亿、29.80 亿，按照最新股本对应 EPS 分别为 0.73 元、0.85 元，对应 PE 为 15.00X、12.81X，维持“增持”评级。

风险提示：玻纤价格大幅下降，公司海外项目进展不及预期

图 13：中国巨石财务数据及估值

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,651.55	10,032.42	11,163.47	12,200.51	13,223.06
增长率(%)	16.19	15.96	11.27	9.29	8.38
EBITDA(百万元)	3,873.63	4,444.03	4,326.97	4,897.86	5,369.88
净利润(百万元)	2,149.85	2,373.98	2,564.76	2,924.75	3,295.20
增长率(%)	41.34	10.43	8.04	14.04	12.67
EPS(元/股)	0.61	0.68	0.73	0.84	0.94
市盈率(P/E)	17.92	16.23	15.02	13.17	11.69
市净率(P/B)	3.09	2.71	2.41	2.14	1.90
市销率(P/S)	4.45	3.84	3.45	3.16	2.91
EV/EBITDA	14.19	9.81	11.85	9.87	9.11

资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.1. 中材科技

公司 2018 年公司实现营业收入 114.47 亿元，同增 11.48%；实现归母净利润 9.34 亿元，同增 21.75%。总体而言，公司主营业务发展向好，新业务展现增长潜力，经营效率提升，现金流和盈利能力进一步改善。

我们认为公司作为风电叶片龙头企业有望继续受益于风电行业的向上发展势头，公司大功率叶片型号稳定生产和潜在在叶片销售的增加有望进一步降低公司的叶片生产成本，盈利水平有望进一步提升。

同时公司玻纤业务稳步前行。随着公司单线产能最大的 F06 线点火运行，公司实际玻纤年产能已经超过 90 万吨。同时，公司的产品结构进一步优化，中高端产品热塑纱、电子纱、风电纱等产品占比已经超过 50%，电子纱方面的超细纱已经开始实现小批量供货，预计大批量供货实现后有望进一步提升公司玻纤业务盈利能力。

公司锂电隔膜业务实现高增长，已经开始为多家国内电池企业批量供货，并且积极开发国际客户，未来有望逐步提升业务的盈利能力。同时多个业务具备成长潜力，公司气瓶业务、隔板业务等方面也均有较好发展前景。

盈利预测：我们预计公司 19 年、20 年归母净利润为 13.68 亿元、14.88 亿元，EPS 为 1.06 元、1.15 元，对应 PE 分别为 13.28X、12.21X，维持“买入”评级。

风险提示：玻纤价格大幅下降，风电叶片需求不及预期。

图 14：中材科技财务数据及估值

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,267.82	11,446.87	12,941.76	13,779.23	14,670.90
增长率(%)	14.48	11.48	13.06	6.47	6.47
EBITDA(百万元)	2,127.10	2,631.44	3,168.07	3,577.47	3,977.08
净利润(百万元)	767.28	934.14	1,367.82	1,487.72	1,541.53
增长率(%)	91.15	21.75	46.43	8.77	3.62
EPS(元/股)	0.59	0.72	1.06	1.15	1.19
市盈率(P/E)	23.67	19.44	13.28	12.21	11.78
市净率(P/B)	2.07	1.71	1.66	1.52	1.36
市销率(P/S)	1.77	1.59	1.40	1.32	1.24
EV/EBITDA	12.86	6.14	7.91	6.90	6.62

资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.2. 长海股份

我们认为长海股份随着公司新产能的逐步释放，公司 2019 年业绩有望延续增长，公司扩产的玻纤产能的稳定运行将使得公司原纱总体生产成本有所降低，同时，公司未来热塑性复合材料的投产、树脂产能的提升以及未来潜在的玻纤产业链新品的开发和拓展，有望为公司带来持续稳定的成长潜力。

公司通过自建、扩产、并购玻纤产业链资产，减少对外购原材料的依赖，对冲原料波动成本，同时延伸产业链，有望熨平单一产品盈利周期波动的影响，即使原纱价格出现波动，公司毛利率也能够保持稳定，考虑到 2018 年、2019 年原纱产能投放较多，我们认为普通粗纱的价格或将面临一定的压力，而长海股份从原纱、树脂到玻纤制品的上下游布局将有助于公司维持稳定的盈利水平。公司单季度盈利从 2018 年 Q2 开始转正，我们认为公司盈利的增长具有一定的可持续性。

盈利预测：公司 2019、2020 年的归母净利润为 3.29 亿元、3.95 亿元，EPS 为 0.77 元、0.93 元，对应 PE 分别为 13.54X、11.28X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品投放不及预期；汇率大幅波动影响公司利润；社保或公积金追缴或罚款影响公司利润

图 15：长海股份财务数据及估值

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,027.19	2,197.94	2,648.40	3,175.69	3,821.28
增长率(%)	14.67	8.42	20.49	19.91	20.33
EBITDA(百万元)	366.38	491.10	523.02	651.88	794.44
净利润(百万元)	201.94	263.08	328.75	394.72	457.26
增长率(%)	(21.62)	30.28	24.96	20.06	15.84
EPS(元/股)	0.48	0.62	0.77	0.93	1.08
市盈率(P/E)	22.05	16.93	13.54	11.28	9.74
市净率(P/B)	1.85	1.80	1.54	1.39	1.25
市销率(P/S)	2.20	2.03	1.68	1.40	1.17
EV/EBITDA	14.13	6.95	12.12	12.10	10.43

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 玻璃行业：价格走低，静待需求回升

2018 年玻璃价格高开低走，从年初最高的 1696 元/吨下跌至年末的 1605 元/吨，价格中枢高于 17 年，但是走势低于市场预期，一方面需求较弱，新开工的高增长迟迟无法传导至竣工端，另一方面 18 年前十月整体价格处于高位，玻璃企业纷纷复产并延迟冷修时间，导致整体在产产能有所增加，因此玻璃价格有所走弱。

需求方面，主要的需求房地产竣工表现较差。根据统计局数据显示，2018 年全年全国房地产开发投资完成额增幅 9.5%；全国房屋新开工面积累计增幅为 17.2%，表现良好，但是全国房屋竣工面积累计下滑 7.8%，拖累玻璃需求。2018 年全年玻璃行业共生产平板玻璃 8.69 亿重箱，同比上升 2.1%。按照中国玻璃期货网统计口径，2018 年全年全国平板玻璃整体产能利用率在 71.37%左右。2019 年一季度全国房地产开发投资完成额增幅 11.80%，全国房屋新开工面积累计增幅为 11.90%，前端需求保持韧性，全国房屋竣工面积累计下滑 10.8%，环比改善。2019 年一季度玻璃行业共生产平板玻璃 2.22 亿重箱，同比上升 6%，2019 年一季度全国平板玻璃整体产能利用率在 68.97%左右。

供给方面，由于整体价格处于高位，企业复产意愿较强，复产产线较多，同时企业尽量延迟冷修时间，冷修低于预期，2018 年全年新建及冷修复产生产线共计 23 条，冷修生产线 20 条，与 2017 年年底相比日熔量增加 2106 万重箱，增幅 2.4%；2018 年一季度冷修复产生产线共计 3 条，冷修生产线 4 条，产能变化不大，预计 2019 年受供给侧改革影响新建产线较少，同时复产产能集中在 2018 年复产完成，今年复产产可能低于去年，窑龄较高的生产线将继续进入冷修节奏，整体在产产能变化预计保持稳定。

库存方面，18 年行业整体库存平均达到了 3225 万重量箱，整体与 17 年库存水平差不多，但是随着复产产能释放，叠加年底工地停工，2019 年一季度库存达到历史新高，3 月底库存达到了 4470 万重量箱，同比增加 34.15%，预计进入二、三季度，需求启动后将以消化库存为主。

占玻璃成本较大的纯碱由于供给侧改革，18 年价格整体处于高位，均价达到了 1918 元/吨，整体振幅有所缩小，企业方面已经有充分的经验在价格地位囤货，预计纯碱价格对玻璃成本的影响将逐步变小。

图 16：平板玻璃产量及其同比变化（亿重箱）



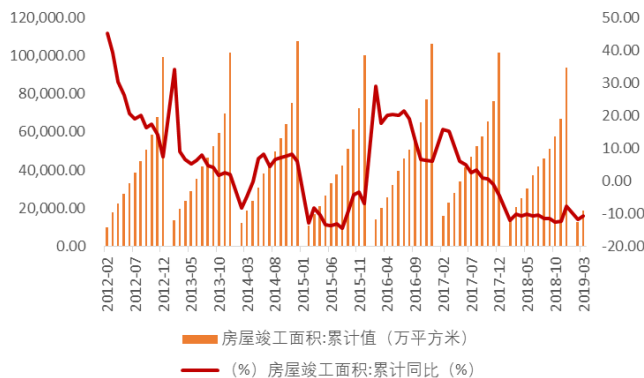
资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 18：白玻价格（元/吨）



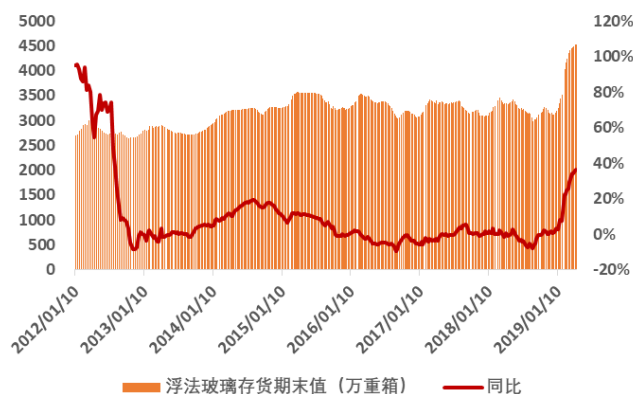
资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

图 17：全国房地产开发投资累计完成额及增速（万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：浮法玻璃库存（万重量箱）



资料来源：中国玻璃期货网，天风证券研究所

从玻璃行业上市公司的整体情况来看，2018 年全年共完成营业收入 443.89 亿元，同比下降 0.92%；实现归母净利 22.45 亿元，同比下降 12.97%；销售毛利率 19.62%，同比下降 0.49 个百分点；销售净利率 5.19%，同比下降 0.66%。2019 年一季度全年共完成营业收入 97.08 亿元，同比下降 9.26%；实现归母净利 4.58 亿元，同比下降 41.45%；销售毛利率 18.03%，同比下降 1.55 个百分点；销售净利率 4.81%，同比下降 2.66%。

从具体上市公司业绩来看，2018 年玻璃价格高开低走，各公司受玻璃行业复产产能超预期，市场需求不足，成本居高不下等因素的影响程度不同，业绩表现不一。旗滨集团通过调整经营策略，推进深层次的节能降耗、降本增效，积极应对外部经营环境变化，实现营收增幅 10.46%，归母净利润增幅 5.69%。三峡新材受行业景气度下行的影响，主营业务收入同比下降 21.81%，归母净利同比下降 40.46%。凯盛科技由于新显示器相关产品销售下滑明显，营收下降 14.06%，归母净利同比下降 44.35%。洛阳玻璃受信息显示玻璃和新能源玻璃业绩影响，营业收入下降 6.62%，归母净利润下降 23.93%。南玻 A 玻璃受太阳能相关业务业绩拖累及计提较多费用，营业收入同比下降 2.48%，归母净利润同比下降 45.12%。2019 年一季度，旗滨集团产销量增加、费用下降对业绩产生了正向的拉动作用，但由于报告期玻璃售价同比下降幅度较大，以及主要原燃料成本上升，造成业绩有一定程度的下滑，营收增长 10.67%，归母净利润同比下降 34.95%。

2018 年全年，受行业供给端出清不及预期，以及需求端较为疲弱的影响，深加工玻璃企业归母净利出现了下滑。2019 年一季度，亚玛顿受国内光伏新增装机规模明显下滑，光伏产品价格大幅下跌影响，营业收入同比下降 27.10%，归母净利润同比下降 384.20%；北玻股份产品销量有所下滑，且受报告期末公司持有美元因汇率波动产生的汇兑损失对本期利润的影响，营业收入同比下降 20.58%，归母净利润同比下降 119.61%。

表 70：2018 年玻璃行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2018	同比	2018	同比	2018	变动	2018	变动
玻璃原片占比大的企业								
旗滨集团	83.78	10.46%	12.08	5.69%	28.79%	-3.27%	14.41%	-0.64%
金晶科技	51.25	17.70%	0.78	-45.74%	21.68%	-4.79%	1.64%	-0.96%
耀皮玻璃	38.57	17.84%	0.91	89.13%	18.44%	1.19%	2.77%	0.61%
三峡新材	94.22	-21.81%	2.40	-40.46%	9.09%	0.29%	2.54%	-0.85%
洛阳玻璃	14.03	-6.62%	0.16	-23.93%	21.78%	-8.34%	1.65%	-3.95%
南玻 A	106.10	-2.48%	4.53	-45.12%	23.46%	-1.02%	4.45%	-3.17%
深加工玻璃占比大的企业								
亚玛顿	15.30	-5.09%	0.79	-444.61%	10.60%	-3.99%	5.39%	6.57%
凯盛科技	30.48	-14.06%	0.43	-44.35%	14.93%	0.09%	1.88%	-1.06%
玻璃设备								
北玻股份	10.15	-10.46%	0.37	-162.85%	20.54%	-2.86%	3.19%	7.24%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

表 11：2019 年一季度玻璃行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率		净利率	
	2019Q1	同比	2019Q1	同比	2019Q1	变动	2019Q1	变动
玻璃原片占比大的企业								
旗滨集团	18.35	10.67%	2.10	-34.95%	24.39%	-9.47%	11.42%	-8.01%
金晶科技	12.08	4.50%	0.62	3.39%	19.45%	-0.13%	5.02%	-0.31%
耀皮玻璃	10.58	26.65%	0.34	21.44%	17.86%	1.24%	3.39%	-0.83%
三峡新材	18.23	-40.73%	0.38	-64.22%	7.27%	-1.22%	2.10%	-1.42%
洛阳玻璃	4.37	80.65%	0.02	-51.13%	17.08%	-11.13%	0.56%	-1.71%
南玻 A	22.23	-15.47%	1.32	-17.06%	23.06%	-1.52%	6.12%	0.07%
深加工玻璃占比大的企业								
亚玛顿	1.90	-27.10%	-0.21	-384.20%	7.02%	-10.57%	-10.83%	-13.95%
凯盛科技	7.28	25.10%	0.17	20.08%	14.88%	-0.02%	3.11%	0.57%
玻璃设备								
北玻股份	2.06	-20.58%	-0.16	-119.61%	18.19%	-5.06%	-8.85%	-41.42%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

投资建议

2019 年玻璃行业预计上半年价格将承压，主要是库存水平较高。从前端需求来看，房地产开发投资与新开工依旧保持高增长，一般前端开工需求传导至竣工需要 1-2 年左右，由于近些年房地产企业策略的改变，注重开工，竣工端的需求可能有所延迟，不过随着竣工数据的环比改善，我们预计竣工端改善将在 2019 年下半年逐步体现，提振玻璃需求，因此看好玻璃价格在下半年的表现，推荐龙头旗滨集团。

旗滨集团：2018 年公司实现营业收入 83.78 亿元，同比增长 10.46%；实现归母净利 12.08 亿元，同比增长 5.69%；2018 年一季度，公司营业收入 18.35 亿元，同比去年增长 1.44%，归母净利润为 2.1 亿元，同比下滑 34.95%。18 年公司冷修产线复产完成，产销量将有所增加，也是一季度收入增加的主要原因。其次公司将继续受益主要产能布局地，公司平板玻璃主要销往华东华南地区，当地需求较好；再者公司正在提高平板玻璃整体质量，摆脱下游集中在房地产的尴尬局面，一方面公司近几年把老旧生产线进行冷修技改，提升普通玻璃质量，另一方面新建生产线比如郴州旗滨项目已成功生产 2-19mm 超白玻璃，2019

年初投入商业化运营，醴陵电子玻璃项目建设有序推进，预计 2019 年 5 月份建成点火，逐步实现差异化竞争。公司继续往下游延伸，大力发展深加工业务，广东河源、浙江绍兴、马来西亚节森美兰州拥有 3 个节能玻璃生产基地，公司在发布年报同时也公告将新建湖南节能玻璃工厂项目以及广东节能二期扩建项目，深加工实力进一步加强。最后随着海外马来西亚市场的不断摸索，借助当地的物流优势，有望走向全球。

4. 其他建材：龙头市占率进一步提升

2018 年及 2019 年一季度其他建材板块营收分别增长了 24.97%、19.13%，归母净利润分别增长 5.28%、7.13%。2018 年及 2019 年一季度其他建材行业销售毛利率分别为 28.84%和 28.70%，同比分别增加-0.52、-0.65 个百分点，销售净利率分别为 4.89%和 2.09%，同比分别增加-1.82、-1.76 个百分点。

表 12：2018 年其它建材行业上市公司收入、归属于上市公司股东的净利润、毛利率、净利率对比

代码	名称	营业收入 (亿元)	营收YOY (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
603616.SH	韩建河山	10.49	40.31%	0.13	-121.76%	22.98	2.12
002457.SZ	青龙管业	14.47	19.83%	0.74	283.01%	27.36	5.31
002641.SZ	永高股份	53.54	17.16%	2.45	27.00%	23.59	4.57
300198.SZ	纳川股份	11.34	-23.35%	-3.97	-657.94%	16.68	-35.41
002372.SZ	伟星新材	45.70	17.08%	9.78	19.12%	46.77	21.43
002205.SZ	国统股份	7.89	0.01%	0.03	-78.96%	21.64	0.38
002671.SZ	龙泉股份	10.12	3.60%	-0.95	-276.58%	40.32	-9.80
002694.SZ	顾地科技	16.64	-19.29%	-1.16	-201.73%	16.65	-8.34
300599.SZ	雄塑科技	18.73	21.89%	2.04	52.60%	24.06	10.89
002225.SZ	濮耐股份	38.63	37.25%	2.25	915.79%	29.22	6.11
002088.SZ	鲁阳节能	18.42	15.45%	3.07	43.71%	42.11	16.67
002392.SZ	北京利尔	31.97	40.39%	3.33	105.33%	35.12	10.44
002066.SZ	瑞泰科技	37.86	73.96%	0.17	13.91%	18.17	1.87
000619.SZ	海螺型材	30.90	0.09%	0.10	7.43%	11.26	0.10
002398.SZ	建研集团	27.16	35.94%	2.49	30.37%	26.35	9.37
002084.SZ	海鸥住工	22.25	7.44%	0.42	-54.38%	19.70	1.88
300179.SZ	四方达	3.77	19.78%	0.65	4.87%	50.68	17.17
300374.SZ	恒通科技	7.71	-27.73%	0.71	1.35%	29.30	9.18
600209.SH	*ST罗顿	1.60	6.48%	0.08	-118.14%	7.32	1.29
300064.SZ	豫金刚石	12.40	-19.09%	0.96	-58.28%	33.28	7.45
002271.SZ	东方雨虹	140.46	36.46%	15.08	21.74%	34.59	10.76
002742.SZ	三圣股份	28.65	50.61%	1.11	-38.54%	22.57	4.90
002302.SZ	西部建设	188.49	26.33%	3.03	186.92%	9.09	1.79
600172.SH	黄河旋风	31.66	7.03%	-2.38	-562.03%	22.93	-7.89
002596.SZ	海南瑞泽	31.21	8.46%	1.22	-30.69%	22.80	3.95
300344.SZ	太空智造	5.37	14.56%	0.35	-205.52%	36.22	6.81
000786.SZ	北新建材	125.65	12.55%	24.66	5.20%	35.32	19.74
300117.SZ	嘉寓股份	42.55	45.21%	0.59	-7.86%	15.85	1.43
603601.SH	再升科技	10.82	69.15%	1.59	39.96%	33.01	14.66
002718.SZ	友邦吊顶	7.25	8.61%	1.04	-19.19%	36.44	14.02
300163.SZ	先锋新材	5.87	-14.78%	-2.02	620.95%	41.07	-36.62
002043.SZ	兔宝宝	43.06	4.54%	3.31	-9.33%	16.68	7.66
603737.SH	三棵树	35.84	36.82%	2.22	26.43%	39.97	6.21
002918.SZ	蒙娜丽莎	32.08	11.02%	3.62	20.11%	36.77	11.29
603826.SH	坤彩科技	5.87	25.07%	1.80	52.69%	46.13	30.68
300715.SZ	凯伦股份	6.19	57.09%	0.65	46.07%	36.76	10.51
603378.SH	亚士创能	16.62	22.64%	0.59	-48.36%	29.49	3.53
002798.SZ	帝欧家居	43.08	707.31%	3.81	598.10%	35.00	8.72
300737.SZ	科顺股份	30.97	51.89%	1.85	-14.89%	31.40	5.98

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.1. 防水篇：收入、业绩同比稳定，但盈利能力下滑

从防水行业上市公司的情况来看，2018 年共完成营业收入 181.45 亿元，收入同比上升 39.48%；实现归母净利润 17.84 亿元，同比增长 16.46%；销售毛利率 32.28%，同比下降 3.56 个百分点，销售净利率 8.54%，同比下降 2.81 个百分点。

防水类上市公司整体业绩两极分化明显，但总体实现增长，行业合计营收同比增长 39.48%，归母净利增长 16.46%。收入端整体维持较快增长，其中，凯伦股份、科顺股份、飞鹿股份、东方雨虹营业收入均实现较高增长，涨幅分别为 57.09%，51.89%，35.20%，36.46%。从盈利角度看，毛利率、净利率水平总体出现下滑，凯伦股份、东方雨虹降幅相对较小，飞鹿股份、科顺股份净利率降幅较大。此外，东方雨虹营业收入明显高于其他几家防水行业企业，处于行业龙头地位。

表 8：2018 年防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
-----------	------------	---------	---------

	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)	2018 全年	同比 (%)
300715.SZ 凯伦股份	6.19	57.09	0.65	46.07	36.76	-0.83	10.51	-0.79
300737.SZ 科顺股份	30.97	51.89	1.85	-14.89	31.40	-6.63	5.98	-4.68
300665.SZ 飞鹿股份	3.83	35.20	0.25	-17.55	26.36	-3.66	6.90	-4.46
002271.SZ 东方雨虹	140.46	36.46	15.08	21.75	34.59	-3.14	10.76	-1.31
合计	181.45	39.48%	17.84	16.46%	32.28	-3.56	8.54	-2.81

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

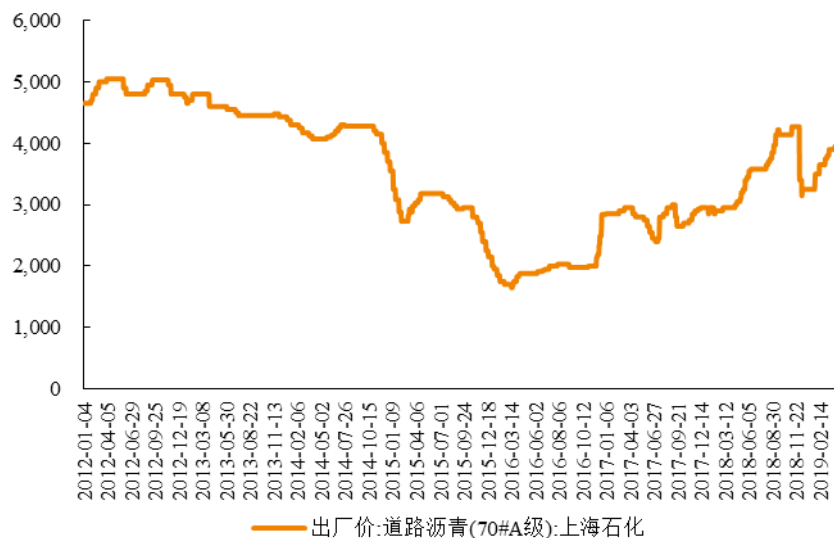
进入 2019Q1，防水行业经营情况得到明显改善，收入端继续保持快速增长，同时利润端出现改善。从防水行业上市公司的情况来看，2019 年 Q1 共完成营业收入 35.60 亿元，收入同比上升 46.83%；实现归母净利 1.85 亿元，同比增长 42.40%；销售毛利率 33.27%，同比上升 0.03 个百分点，销售净利率 4.84%，同比提升 1.01 个百分点。我们认为行业 2018 年经历了原料成本上涨后，产品价格有所提升，2019 年产品价格中枢提升使得行业盈利水平边际改善。继续推荐防水龙头东方雨虹，关注科顺股份。

表 14：2019Q1 年防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比

	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		毛利率 (%)		净利率 (%)	
	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)	2019Q1	同比 (%)
300715.SZ 凯伦股份	1.63	79.74	0.17	66.26	39.75	0.65	10.44	-0.85
300737.SZ 科顺股份	6.50	64.11	0.42	83.42	33.88	-1.97	6.45	0.68
300665.SZ 飞鹿股份	0.61	84.93	-0.02	29.57	24.97	2.92	-2.13	4.76
002271.SZ 东方雨虹	26.86	41.01	1.27	28.89	34.48	-1.47	4.59	-0.54
合计	35.60	46.83%	1.85	42.40%	33.27	0.03	4.84	1.01

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 20：沥青 (70A)：上海石化



资料来源：wind，天风证券研究所

4.1.1.1. 东方雨虹：

公司 2018 年实现营业收入 140.05 亿元，同增 36.46%；实现归母净利 15.08 亿元，同增 21.74%。公司 2019Q1 延续良好增长势头，实现营业收入 26.86 亿元，同比增长 41.01%；实现归母净利 1.27 亿元，同比增长 28.89%。

(1) 收入增速提升，费用率管控得力

2018 全年来看，公司费用管控能力有所增强，特别是管理费用率表现优异，调整回研发费

用后管理费用率由 17 年的 10.18% 下降为 8.44%。财务费用率略有提升，同公司借款增加以及保理费用增加有关。整体期间费用率由 2017 年的 22.65% 下降为 2018 年的 21.90%。整体毛利率和净利率分别为 34.59% 和 10.76%，同比略有下滑，预计主要与成本上升相关。

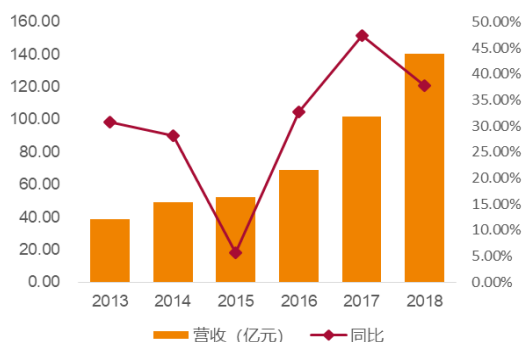
(2) 卷材涂料全面发力，着力提升市场地位

公司 2018 年防水产品销售快速增长，其中防水卷材实现收入 73.19 亿元，同比增长 37%；防水涂料实现收入 39.76 亿元，同比增长 34%；工程施工业务实现收入 19.51 亿元，同比增长 38%。报告期内公司继续拓展业务规模，在杭州建德、河南濮阳、青岛莱西、四川德阳等地投资建设生产基地，完善公司防水、保温、建筑装饰涂料、砂浆等项目的布局，在环保整治、规范化经营、产品使用标准提升等因素下部分防水小企业退出市场，公司作为行业龙头企业有望进一步提升市场占有率。

(3) 现金流明显改善，期待高质量发展

报告期内公司回款、现金流情况进一步改善，公司报告期末应收账款金额为 45.11 亿元，同比增长 5.3%，增速显著低于收入增速，应收账款占总资产比例从 2017 年末的 32.15% 下降为 22.95%，公司账款回收情况良好，其他应收款项相应大幅减少，从 2018Q1 末的 7.78 亿减少至 2.24 亿。现金流情况相应明显改善，报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.14 亿元，同比大幅提升 1386.48%，指标同归母净利润金额更加匹配，表明公司收现情况明显改善。公司预计将会继续在内部推动架构优化，进行渠道挖潜提升效，我们认为公司未来有望实现更高质量的发展。

图 21：公司近年营收及同比



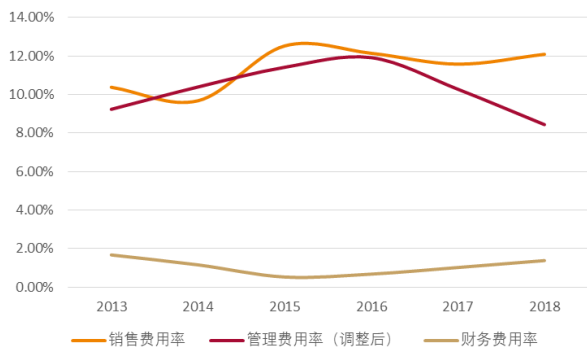
资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：公司近年归母净利及同比



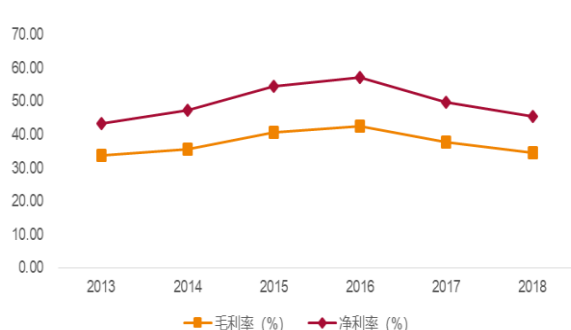
资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：公司近年三项费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

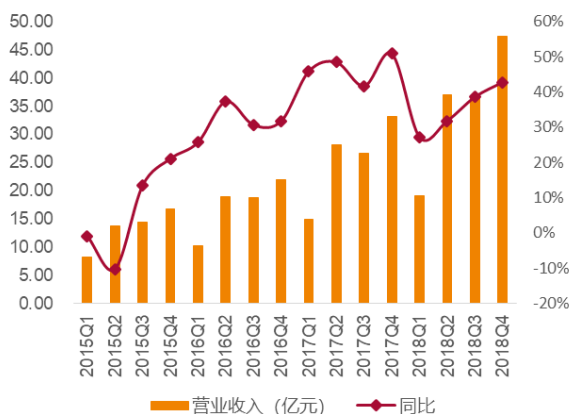
图 24：公司近年毛利率和净利率



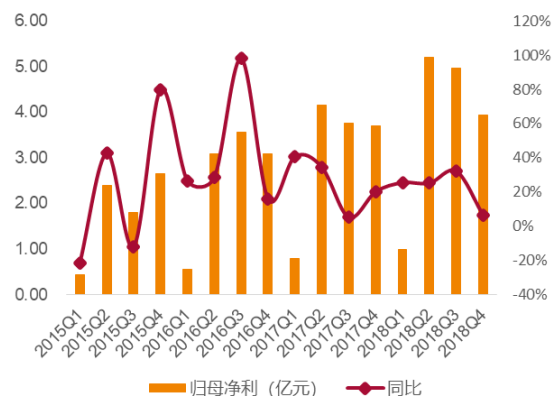
资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：公司单季度营收及同比

图 26：公司单季度归母净利及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 应收账款坏账率大幅提升

盈利预测: 预计公司 2019、20 年的归母净利润为 19.13 亿元、22.82 亿元, 对应 EPS 为 1.28 元、1.53 元, 对应 PE 为 14.6X、12.2X, 维持“增持”评级。

图 27: 东方雨虹盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元) ^a	10,292.97	14,045.71	17,552.54	21,613.60	26,193.36
增长率(%) ^a	47.04	36.46	24.97	23.14	21.19
EBITDA(百万元) ^a	1,602.03	2,326.34	2,616.86	3,119.54	3,672.57
净利润(百万元) ^a	1,238.84	1,508.22	1,913.92	2,282.72	2,738.51
增长率(%) ^a	20.43	21.74	26.90	19.27	19.97
EPS(元/股) ^a	0.83	1.01	1.28	1.53	1.84
市盈率(P/E) ^a	22.50	18.48	14.56	12.21	10.18
市净率(P/B) ^a	4.15	3.53	2.80	2.32	1.93
市销率(P/S) ^a	2.71	1.98	1.59	1.29	1.06
EV/EBITDA ^a	21.95	8.06	10.73	7.58	6.80

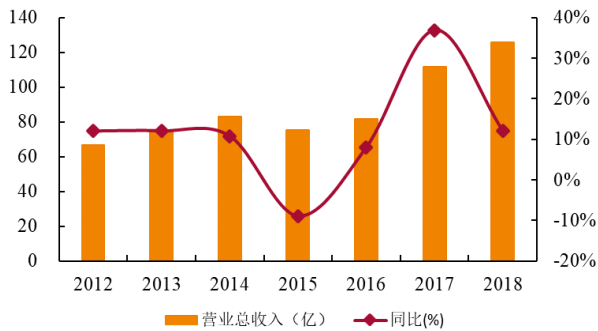
资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 北新建材: 产能加快扩张, 继续关注市占率与竣工逻辑

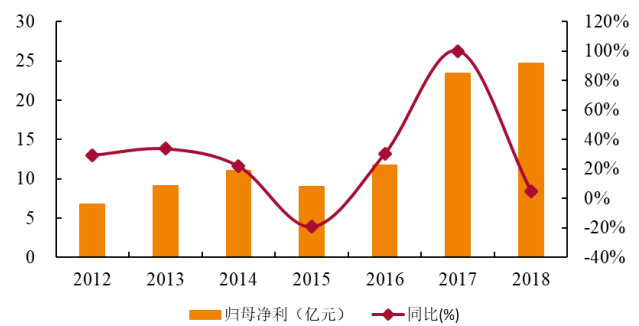
- 2018 年公司实现营业收入 125.65 亿元, 同比增长 12.54%, 归母净利润 24.66 亿元, 同比增长 5.2%。其中, 四季度单季营业收入 30.53 亿元, 同比微幅下滑 0.15%, 归母净利润 4.23 亿元, 同比下滑 45.73%。

图 28: 公司 2012-2018 年营收及同比

图 29: 公司 2012-2018 年归母净利润及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 天风证券研究所

2018 年公司主要产品石膏板收入实现 109.33 亿, 同比提高 10.62%, 占比 87%较为稳定, 石膏板产销分别为 18.83、18.69 亿平米, 同比分别增长 3.12%、2.64%。龙骨收入实现 11.3 亿, 同比提升 26.85%, 占比提高至 9%。通过报表总口径计算, 2018 年石膏板产品平均单价为 5.85 元/平米, 2017、2016 年分别为 5.43、4.43 元/平米, 均价每平米同比 2017 年提高约 0.42 元。石膏板毛利率实现 37.29%, 同比下滑 1.75 个百分点。

整体看, 营业成本同比上涨 15.98%, 高于收入增速 3.44 个百分点, 因此整体毛利率实现 35.32%, 同比下降 1.91 个百分点。我们观察到四季度毛利率同比、环比下降均较为明显, 环比下降 3.08 个百分点, 同比下降 12.76 个百分点。

分产品看, 石膏板营业成本平稳增长。成本构成中, 原材料占比由 2017 年的 62.98% 上升至 2018 年的 65.15%, 同比上涨 17.72%。主因 2017 年废纸进口受限, 国废价格上涨, 传导至石膏板主要原材料护面纸大幅涨价, 尽管纸价后期持续下降, 但仍然抬高 2018 年成本中枢。人工成本占比几乎不变, 7.03%, 同比增长 13.97%。

此外, 重点指标持续改善。截止 2018 年底, 应收账款共计 7973.98 万元, 在收入中占比 0.63%, 去年同期占比 0.87%。资产负债率 19.37%, 比去年同期下降 3.07 个百分点。

➢ 2019 年一季度实现营收 24.27 亿元, 同比下滑 2.83%, 归母净利 3.28 亿元, 同比下滑 33.12%, 扣非后归母净利 3.24 亿元, 同比下滑 31.76%, 毛利率 30.07%, 净利率 13.57%。

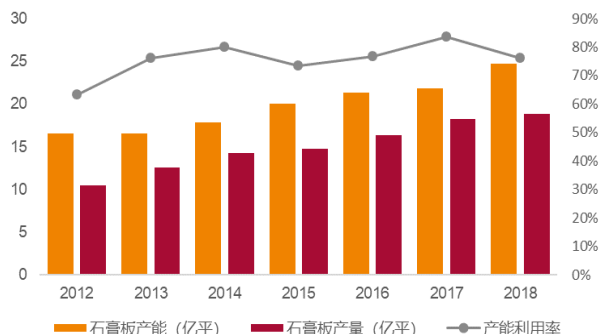
高基数影响在预期之内, 价格同比下降是业绩下滑主因。前两年行业情况较为特殊, 2017 年原材料、燃料价格上升推动产业链提价, 石膏板原材料之一护面纸上游, 即废纸价格大涨推动产业链涨价, 公司终端产品提价预期饱满, 引起供求关系紧张, 引发提前进货, 同时地产装饰装修需求可观, 9、10 月量价齐升最为显著, 为 2018 年一季度高基数打下基础。2018 全年石膏板需求出现萎靡, 相关指标如房屋竣工面积累计同比一路下行, 石膏板价格同样下降。在 2018 年高基数影响下, 今年收入端承压下滑 2.83%。影响同样传导至毛利率端, 同比下降 5.41 个百分点, 由于 Q1 传统淡季产能发挥率低, 导致环比四季度下滑 5.25 个百分点, 需要指出, 我们比较公司上市以来 Q4 与 Q1 毛利率, Q1 低于上年 Q4 属于正常现象。

关于 2019 年一季报, 市场较为关心的点还包括: (1) 经营活动产生的现金流量净额比上年同期大幅降低 192.86%, 主因本期价格下降, 收到的现金较上年同期减少, 以及公司产能同比扩大, 需要采购的原材料增多。我们比较近 10 年来一季度经营现金流表现, 除 2018 年以外均为负值, 是淡季正常表现。(2) 应收票据及应收账款比年初增加 97.74%, 主因实施额度加账期的年度授信销售政策, 同比增长 12.01%, 主因去年同行行业景气度高下游进货更为积极。我们比较上市以来应收票据及账款占收入比例, 2019 年 Q1 为次低值, 仅高于 2018 年 Q1。

➢ ①13.56 亿元投建 40 万吨护面纸产能项目; ②1.456 亿元投建泰山石膏在湖北宜昌新投年产能 5000 万平产线, 粗算单平建设成本 2.91 元。③拟在山西朔州投资建设 3000 万平方米纸面石膏板及年产 5000 吨轻钢龙骨生产线, 项目总投资为 1.4 亿, 使用自筹资金及银行贷款, 预计建设期约为自土建工程开工之日起 12 个月。

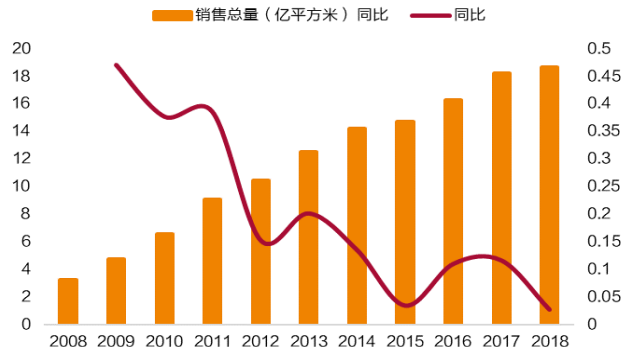
市占率有望进一步提升。公司通过收购、新建不断扩大产能规模，叠加环保不达标的落后产能淘汰，公司市场份额有望进一步提升。截止 2018 年底，石膏板产能 24.7 亿平，2017 年底为 21.82 亿平。公司制定 21 条石膏板生产线的产能布局，重组山东万佳 1.9 亿平石膏板产能（已投产能 1.5 亿平）。结合国家“一带一路”战略，公司已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利。

图 30：公司历年石膏板产能利用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：公司 2008-2018 年销量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

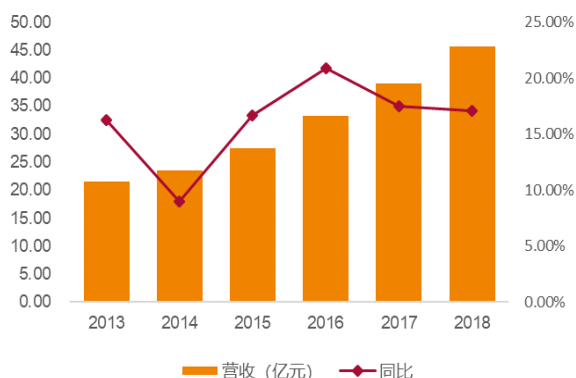
投资建议：一季度营利双降属于预期之内，当下提示关注大地产商竣工加快逻辑，行业需求尤其是符合北新定位的中高端需求有望增长。同时，市占率提升逻辑将贯穿全年。此外，我们看好公司强化品牌形象，重视渠道建设，在高端品类、住宅领域持续渗透，以及龙骨业务的增长贡献。

风险提示：石膏板价格大幅下降，地产竣工需求不及预期。

4.3. 伟星新材：龙头成长蓄力，C 端可看长期

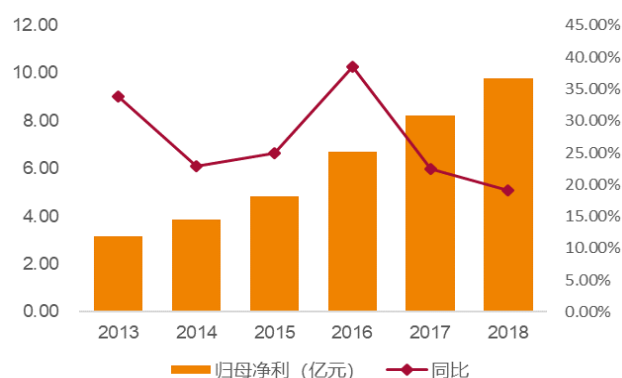
➢ 公司 2018 实现收入 45.7 亿，比调整后上年增长 17.08%，归母净利润 9.78 亿，同比增长 19.12%，综合毛利率、净利率分别为 46.77%、21.43%，同比微涨 0.05、0.39 个百分点。其中，第四季度实现营收 16.02 亿，同比增长 20.7%，环比增长 48.33%，归母净利润为 3.24 亿，同比增长 17.27%，环比增长 21%，综合毛利率、净利率分别达到 45.79%、20.24%。公司制定 2019 年经营目标，收入 52.5 亿（同比+15%），成本及费用控制在 39.8 亿左右。

图 32：2013-18 年营收及同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2013-18 年归母净利润及同比情况



资料来源：wind，天风证券研究所

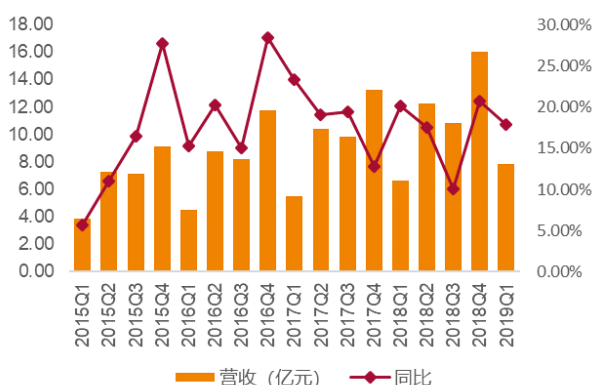
产量增长高于行业整体。管道产品销量 21.4 万吨同比+7.76%，产量 21 万吨同比+6.13%，同期塑料管道总产量约 1567 万吨，同比仅+3%，增速相对 2017 年缩减 3 个百分点，达到近年最低，行业层面呈现继续过剩、竞争加剧、缓慢增长的发展态势。PPR 业务逆势增长，西部拓展成效显著。分产品看，公司业务结构保持稳定，营收占比最大仍为 PPR 业务，占比 56.64%，其次为 PE 管件，占比 27.81%，PVC 占比 12.16%。主业中 PPR 业务增长最快，

贡献 25.88 亿，逆势同比+18.08%，超过 2017 年的 16.3%。增速加快的还包括 PVC 业务，同比增长 15.14%（2017 年为 8.22%）。PE 业务明显放缓，同比+12.97%不及上年的 23.8%，体现工程业务坚持风险控制的经营策略。其他产品包含咖乐防水涂料、前置过滤器等，目前占比偏小（2.46%），但实现 85.54%高增长，主因防水增长较快。分地区看，区域结构保持稳定，西部、北方是亮点。变动最大为华东，收入占比下降近 2 个百分点，西部占比提高约 1.3 个百分点。对比 2017 年，区域增速也出现较为显著差异。2018 年增速最快为西部，贡献 5.4 亿收入，同比+31.82%，主因加大市场拓展力度，销售增长较快，西安工厂投产有望加强西部增长持续性。出口从 2016 年收入下滑 19.37%恢复增速至 2017、2018 年的增长 24.68%、25.81%。东北从 17 年的下滑转为增长 24.39%，改善显著。占比最大的华东、华北增速放缓，同比分别+12.9%、16%。

原材料价格增长贯穿二三季度，压力下综合毛利率再创新高，体现优质的成本管控能力。受原油价格影响，公司占比最大业务 PPR 管道原材料价格在 4-10 月表现出较大涨幅，四季度回落。原材料在营业成本中占比提高 2.66 个百分点，超过 72%，其他成本相对稳定。公司有提前备货机制，因此在原材料成本波动较大的背景下，依然逆势实现毛利率微增 0.05 个百分点。其中，PPR 主要面向零售端，毛利率相对较高，实现 58.71%，同比提高 0.38%，PE 主要面向工程端，毛利率为 33.14%，PVC 毛利率 28.81%，PE 与 PVC 毛利率均有小幅下滑。

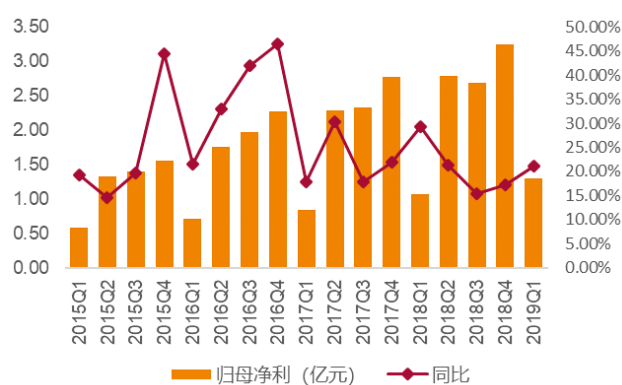
- 公司 2019 年一季度实现营收 7.82 亿元，同比增长 17.89%，归母净利 1.3 亿元，同比增长 21.01%，扣非后归母净利 1.2 亿元，同比增长 16.17%。销售毛利率实现 43.7%，净利率 16.67%，同比微幅变动-0.69、+0.46 个百分点。

图 34：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：公司单季度归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

营收、利润双双超预期。回顾 2018 年 Q1 营收同比增速 20.16%，主因是 2017 农历年较长，部分经销商春季前备货从传统 12 月延后至今年 1 月，因此在基数较高背景下 19 年 Q1 依然实现 17.89%增速，建议关注以下几个方面：公司经营掌控能力高于预期；建筑工程业务与净水业务加快增长；西安工厂建成投产带来积极贡献。此外，市场较为关心的问题还包括 1) 预收账款占收入比例从去年同期 72.01%下降为 56.23%；2) 应收账款 3.31 亿，比去年同期 2.25 亿有明显增长，2018 年已经定调三大业务线承接双轮驱动，应收一定幅度增加符合业务定位；3) 经营活动现金流净额转负等。

逢低备货是公司正常经营习惯，成本管控灵活发挥。公司产品上游与原油关联度大，容易出现波动，一般通过原材料备货与下游价格传导分散成本压力。根据 wind 数据显示，燕山石化 PPR (4220) Q1 均价环比 18Q4 下降 3 个百分点，同比增长 2 个百分点；燕山石化 PPR (8101) Q1 均价环比 18Q4 下降 8 个百分点，同比增长 0.1 个百分点；韩国晓星 Q1 均价环比 18Q4 下降 5 个百分点，同比增长 3.1 个百分点。3 项行业数据均显示，PPR 原材料成本环比下降，同比略有上升。公司逢低备货，体现灵活经营决策与精准判断，因此导致经营活动产生的现金流量净额本期数较上年同期减少 771.71%。

投资建议：2018 年公司管理格局发生积极变化，生产与销售体系梳理，承接双轮驱动明确零售、建筑工程、市政工程三大业务线。其中，零售业务三大片区组织架构优化，截止报

告期末零售网点 25000 余个，高筑渠道壁垒，配套“星管家”持续提升客户粘性，防水业务加速推进、蓄力成长。工程业务顺应时势进一步细分，工程有效增长的同时并未放松应收管控，期末应收账款及票据占收入比例 7.33%，近 3 年稳定在低位。我们再次强调公司精细化管理能力与营销渠道构建能力的特殊意义，C 端基因可看长期。塑料管材在产品差异非核心因素的背景下，营销体系构建是区别于竞争对手的利器。“星管家”服务模式不仅具有先发优势，同时突破管理难度，服务体系、安装体系、检查体系在业内有口皆碑，模仿高难度体现在投入的时间成本、管理成本与见效速度的权衡，体现高端品牌化与物美价廉两类经营理念的差异。

风险提示： PPR 管材价格大幅下降，地产竣工需求不及预期。

4.4. 三棵树：国产涂料龙头持续高增长

三棵树： 公司发布 2018 年年报，实现营业收入 35.84 亿元，同比增加 36.82%；实现归母净利润 2.22 亿元，同比增加 26.43%；其中四季度实现营业收入 12.85 亿元，同比增加 42.48%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比增加 8.61%。同时发布 2019 年一季报，公司一季度实现营业收入 6.31 亿元，同比增加 62.22%，实现归母净利润-191.95 万元，同比减亏 588.48 万元。

营收规模扩大，涂料龙头保持增长。三棵树作为国产涂料龙头，在行业景气度下降的背景下保持高速增长，其中工程端增速靓丽，工程墙面漆销量同比大幅增加 61.28%，公司继续加强与龙头地产的合作，与国内 10 强地产中的 8 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系；同时公司继续发挥技术服务优势和供应优势，公司已经在福建、四川、河南等地设立基地，基本覆盖我国主要区域。

零售端增速较高，家装墙面漆销量同比增加 14.34%，公司继续提升产品标准，环保高要求，形成良好的行业口碑；同时公司抓住“重涂”市场，针对墙面翻新推出的“马上住”业务大幅增长，订单数由 17 年的 1.8 万单上升至 6.4 万单，授权网点增加 339 家，今年地产销售端保持韧性，1、2 线城市二手房交易活跃，有利于公司的零售端从 3、4 线进军 1、2 线城市。综合来看，预计未来 B 端将保持较高的增速，C 端随着品牌认可度提升和“马上住”的高增长，增速有望提高。

毛利保持稳定，净利率有望回升。18 年公司毛利率为 39.97%，与 17 年的 40.62% 接近，在消费类建材企业中保持较高水平。18 年公司净利率为 6.21%，小幅下滑 0.51 个百分点，主要是因为公司处于业务扩张期，人员方面补充较大，18 公司员工数达到 3899 人，同比增加 759 人，导致销售费用增幅较大。认为公司正在布局未来，提前配置人员来保证公司收入稳定增加，该费用率有望随着收入增加逐步缩小，从而提高净利率。

行业赛道宽，看好公司长期能在行业里胜出。统计局数据显示，规模以上涂料企业产量 18 年同比增长 5.9%，营收同比增长 6.5%，行业保持稳定增长。近几年环保指标不断提升，不达标的小企业不断退出市场，给行业集中度极低的涂料行业提供了龙头集中度提升的机会。长期看对标行业龙头，立邦中国拥有 7900 员工，是三棵树的两倍左右，营收达到了 175 亿元，是三棵树的 5 倍左右，人均收入仍有很大空间。短期看，地产开工段开始慢慢向竣工端传导，随着竣工端数据环比改善，19 年行业景气度有望回升，此前公司公告收购大禹防水，防水业务有望开始贡献业绩，预计公司有望继续保持高增长。

风险提示： 涂料价格大幅下降，地产竣工需求不及预期。

4.5. 坤彩科技：高端产品开始放量，利润率逐步提升

坤彩科技： 公司发布年报，2018 年公司实现营业收入 5.87 亿元，同比增长 25.07%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 52.69%；综合毛利率为 46.13%，同比增加 1.26 个百分点；净利率为 30.68% 同比增加 5.95 个百分点。其中第四季度实现营业收入 1.47 亿元，同比增长 15.15%；实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 36.26%。

公司营业收入在 2018 年实现较快增幅，达到 25.07%，主要得益于产能的提高。根据公司 17 年公告的招股说明书显示，公司当时的珠光材料产能约 1.4 万吨，18 年年报显示公司在产产能达到 2 万吨，两年的时间里公司产能增长了 43%，继续巩固公司在行业内的领先地位，为业绩增长打下基础。随着募投项目的建设完成，2019 年产能将增加到 3 万吨/年，业绩有望继续向好。

高端产品开始放量，利润率逐步提升。2018 年全球经济形势不容乐观，尤其是贸易战的不间断波折使得全球经济表现不佳，甚至出现下滑的迹象。但是公司通过不断提升产品竞争力，逐步打入珠光材料的高端市场——汽车及化妆品领域。18 年公司海外收入同比增加 28.40%，高于公司整体收入增速；海外产品毛利率也同比增加 0.96 个百分点，表明毛利水平更高的汽车级、化妆品级开始渗透，毛利率有望进一步提升。

下游需求不必过分担忧，首先用量较大的工业级珠光材料下游保持稳定增长，比如涂料产量自 18 年 4 月以来单月都维持正增长，虽然塑料产量在部分月份增速有所下滑，但是 12 月单月增速提升到 6.8%，有回暖的迹象。其次虽然 2018 年汽车产量及销量受政策和宏观经济影响有所下滑，但是 18 年在消化掉之前的高基数以及经济企稳后，汽车需求有望恢复。

投资建议：短期来看，公司产能继续释放，公告显示 2019 年公司产能将：提升至 3 万吨/年，随着收入规模的不断提升，费用率有望进一步下降，叠加高端产品打入下游，盈利情况有望继续向好。长期来看，公司打通上下游，公司公告拟在福州江阴港城经济区（国家级开发区）投资建设年产 10 万吨化妆品级、汽车级二氧化钛项目，进军高端钛白粉行业，该项目有望在 2022 年释放业绩，进一步实现公司产品多样化及产业链的延伸。预计公司 2019-2020 年实现归母净利润 2.79、3.74 亿元，EPS 为 0.60、0.80 元，继续给予公司 19 年 30 倍 PE，对应股价 18 元，维持“增持”评级。

风险提示：珠光材料价格大幅下降，新业务进度不及预期。

4.6 帝欧家居：业绩高增，工程端有望持续放量

存量新增齐发力，工程端业务持续放量。公司瓷砖业务保持高速增长趋势，借助多年来自营工程服务团队累积为集团采购提供优质的服务能力和完善的服务体系等丰富经验，不但继续保持与碧桂园、万科、恒大等存量客户的合作份额大幅增长，还与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型开发商重新构建了战略合作关系，深化促进公司快速发展。公司在工装市场上已占有主要市场地位。一方面伴随地产商集中度持续提升，头部效应加剧，公司合作的地产龙头企业市占率提升，带动公司工装业绩放量，另一方面背靠国家对 2020 年城镇化率将达到 60%、新开工住房全装修面积占比达 30% 的明确规划，单一客户订单量存在继续挖潜的空间。

零售渠道下沉，研发实力雄厚。随着城镇化建设水平不断提升和人们对美好生活追求的消费升级，陶瓷行业产品也迈向高质量发展，新产品、新工艺、新技术更新周期不断缩短，凭借雄厚的研发设计实力，欧神诺始终定位于瓷砖的中高端市场，在业内树立了“绿色科技人文”的品牌形象。欧神诺在零售渠道方面采用多元化渠道布局与深耕，加速网点覆盖、实行通路与服务下沉：通过 1) “全面布网”细分县级空白点；2) 推动一、二线城市加快“城市加盟合伙商、智慧社区服务店”深度布局。欧神诺在广西投资建设了“欧神诺八组年产 5,000 万平方高端墙地砖智能化生产线项目”一期项目厂房已投入使用，随公司产能

进一步释放，减少外协采购比重，规模效应凸显助力降本增效，进一步提升公司盈利能力。

地产施工面积增速好转，有望向竣工传导。2019年1-3月竣工面积增速-10.8%，施工面积增速8.2%，增速同比提升了6.7个百分点，全年施工面积有望向竣工传导，带来竣工面积改善。瓷砖行业作为地产后周期装修行业，竣工数据的有望改善或将带动瓷砖销售回升，我们认为19年在前期竣工与开工数据背离将持续修复，带动瓷砖行业需求修复。

投资建议：在工装业务持续放量及共享营销渠道发挥协同效应的预期下，我们预计公司业绩将进一步释放。据此我们预计公司2019、20年营业收入为55.39、72.66亿元；归属于母公司的净利润5.05、7.04亿元；对应EPS分别为1.31元、1.83元，维持“买入”评级。

风险提示：瓷砖价格大幅下降，地产竣工需求不及预期。

分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

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

天风证券研究

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