



中性

建材行业下半年投资策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
旗滨集团	601636.SH	3.84	买入
伟星新材	002372.SZ	16.56	买入
北新建材	000786.SZ	18.34	买入
兔宝宝	002043.SZ	5.9	增持
蒙娜丽莎	002918.SZ	12.65	增持
友邦吊顶	002718.SZ	18.27	增持

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年07月17日当地货币收市价为标准

玻璃板块修复有望，关注旧改接力棚改

2019年棚改计划减半，预计地产销售与投资承压。旧改接力棚改，其与棚改对建材需求的结构化差异预计利好管材、瓷砖等建材品类。玻璃短周期数据改善，当前板块业绩与估值均处于低位，指数表现弱势，存在修复空间。

支撑评级的要点

- **2019年棚户区改造计划减半，预计将对商品房销售和地产投资造成影响：**目前棚改已进入尾声。其中棚改实物安置推动了棚户区开发和安置房建设的投资；货币化安置主要推动了商品房销售，同时也刺激居民加杠杆购房，有效去除地产库存。2019年棚改计划安置户数相比2018年减少315万户，假设货币化安置比例35%，户均85平米，则减少货币化安置面积0.93亿平，占2018年住宅销售约6.5%；减少实物安置面积1.74亿平，占2018年竣工面积26%。
- **预计棚改退坡减少家装建材市场规模约为1,715亿元：**据测算，2017年装修行业产值超过3.9万亿元，其中家装产值约为1.8万亿元，对应装修面积约7.5亿平米。考虑棚改退坡对商品房销售和地产投资的影响，预计2019年因棚改减少装修面积接近1.0亿平，对应家装市场产值2,450亿元。参考历年家装行业增加值占产值比例，我们推测棚改对应减少家装建材市场规模约为1,715亿元。
- **旧改接力棚改，预计旧改和棚改对家装建材需求的结构化差异将利好管材、瓷砖等建材品类：**旧改计划五年时间改造老旧小区16万个，涉及居民4,200万户，总投资额约8万亿。平均一年改造3.2万个小区，单小区预算2,500万元。小区改造以加装电梯、道路维修、管网翻新、外墙翻新、防水、入户装修等为主。小区公共基础设施改造是重点。旧改与棚改对家装建材需求的结构化差异将利好管材、瓷砖等建材品类。
- **短周期层面玻璃价格企稳回升存在支撑：**玻璃行业市场化程度较高，基本面数据与价格保持高度同步。玻璃价格驱动因子长期看产能、中期看地产、短期看库存。中周期层面地产销售承压，地产投资受地产信托收紧以及海外债新政等下滑概率较大，中周期层面难有驱动力。短周期随着限产预期下经销商抓紧备货，厂商库存明显消化，在产产能减少，玻璃价格企稳回升存在明显支撑。
- **当前玻璃板块业绩与估值均为低位，指数表现弱势存在修复机会：**玻璃板块业绩与估值均有明显周期，目前板块业绩估值均处于相对低位。且玻璃指数2017年以来持续相对大盘表现弱势，我们认为在没有外部环境及政策刺激下，玻璃指数表现应有所回归。

相关研究报告

- 《建材行业周报》20190716
- 《建材行业中报前瞻》20190716
- 《建材行业周报》20190709

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

重点推荐

- 建议关注旧改接力棚改带来的装修建材需求的结构化差异，利好管材、瓷砖、吊顶、人造板等板块，推荐对应板块龙头**伟星新材、蒙娜丽莎、友邦吊顶、兔宝宝**；建议关注**北新建材**。玻璃板块业绩复苏估值修复预期下推荐纯正平板玻璃标的**旗滨集团**。

评级面临的主要风险

- 旧改项目推进不及预期；玻璃指数修复不及预期。



目录

上半年建材行业回顾	5
“旧改”接力“棚改”如何影响消费建材?	9
玻璃板块观点	18
投资建议.....	24
风险提示.....	25
旗滨集团	27
伟星新材	29
北新建材	31
兔宝宝.....	33
蒙娜丽莎	35
友邦吊顶	37



图表目录

图表 1. 2019 年至今建材板块表现中上.....	5
图表 2. 上半年建材行业跑赢大盘.....	5
图表 3. 建材板块相对估值保持平稳.....	5
图表 4. 水泥、管材、防水、家居等板块表现较好.....	6
图表 5. 细分行业营收增速与变化情况.....	7
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况.....	7
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 9. 细分行业负债率变化情况.....	8
图表 10. 细分行业集中度变化情况.....	8
图表 11. 新开工保持高位，竣工保持低位.....	8
图表 12. 家居建材景气度较高但势头放缓.....	8
图表 13. 棚改推进历程.....	9
图表 14. 2005 年以来棚户区改造政策梳理.....	10
图表 15. 棚改实物安置示意图.....	11
图表 16. 棚改货币化安置示意图.....	11
图表 17. 棚改实物安置改善地产投资增速.....	11
图表 18. 棚改货币化安置改善地产销售.....	11
图表 19. 棚改对家装带来的增量市场.....	12
图表 20. 棚改作用与当期销售和竣工有关.....	12
图表 21. 装修与装修建材市场规模.....	13
图表 22. 装修建材市场构成.....	13
图表 23. 家装建材流通渠道示意图.....	13
图表 24. 老旧小区改造内容.....	14
图表 25. 主要房企造价资料.....	14
图表 26. 预计小区基础设施建设是大头.....	15
图表 27. 套内装修预算构成预测.....	15
图表 28. 主要装修公司造价资料.....	15
图表 29. 单小区改造主要建材需求量.....	16
图表 30. 旧改接力棚改带来的增长潜力.....	16
图表 31. 旧改接力棚改带来的增长潜力.....	16
图表 32. 玻璃库存与价格扰动项高度负相关.....	18
图表 33. 玻璃价格、销量、产能与地产周期同步.....	18



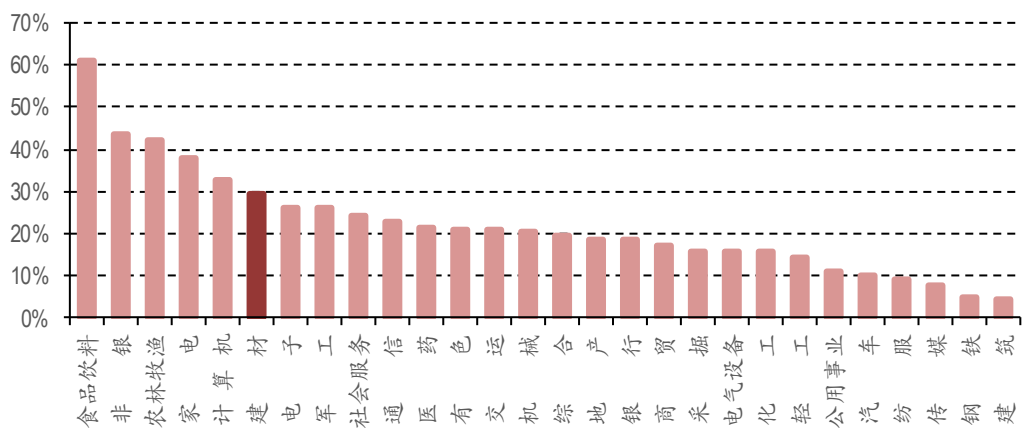
图表 34.销售面积是需求启动的起点	18
图表 35.行业龙头毛利率与玻璃价格同步	19
图表 36. 业绩增速水平与玻璃价格同步	19
图表 37. “拿地弱，开工强”反映土拍层面供需矛盾	19
图表 38. “开工强，销售弱”库存加速提升	19
图表 39. “开工强，竣工弱”后续可持续性下降.....	20
图表 40. “拿地弱，溢价强”反映行业竞争趋于激烈.....	20
图表 41.玻璃现货价格 5 月份起回升.....	20
图表 42.期货价格持续上涨，基差收窄	20
图表 43.库存同比环比均明显下滑.....	21
图表 44.在产产能近期明显缩减.....	21
图表 45.将玻璃板块指数从两个角度进行拆分	21
图表 46.玻璃行业业绩处于周期低位	22
图表 47.玻璃板块估值处于低位	22
图表 48.玻璃与水泥 2017 年后开始分化.....	22
图表 49.玻璃指数相对大盘走势持续弱势.....	22
附录图表 50.报告中提及上市公司估值表.....	26

上半年建材行业回顾

1. 股价表现与估值水平

建材上半年表现优于大盘，水泥板块再超市场预期：在国内经济形势回暖以及贸易战趋于缓和的外部环境下，上半年 A 股表现向好。建材板块主要受益于下游地产开工超预期以及基建补短板推进，水泥需求再超市场预期，带动建材板块走势向好。年初至今建材板块涨幅 28.82%，涨幅仅落后于食品饮料、非银、家电等热门行业，超越市场预期。

图表 1. 2019 年至今建材板块表现中上



资料来源：万得，中银国际证券

建材板块总体表现较好，水泥行业表现突出，玻璃表现平淡：2019 年上半年建材板块表现向好，行业估值相对大盘总体平稳，3 月-4 月板块受益水泥板块超预期行业表现较为强势。水泥板块需求端受益于下游地产开工超预期以及基建补短板项目推进带来的需求共振，供给端限产错峰则继续趋严，价格保持坚挺，业绩超越市场预期。从 2018 年到 2019 年，水泥行业业绩增长开始由价格增长利润高弹性驱动转变为数量增长驱动。玻璃板块表现相对低迷，年初玻璃厂商依然乐观，停产意愿不强，导致厂商库存高企，价格一路走低，对玻璃板块上市公司造成一定影响。但目前玻璃厂商库存已到低位，在沙河停产预期下，价格逐步企稳有回升态势，玻璃期货价格屡创新高，玻璃板块估值也处于历史低位，短期内板块仍有一定投资机会。

图表 2. 上半年建材行业跑赢大盘



资料来源：万得，中银国际证券

图表 3. 建材板块相对估值保持平稳

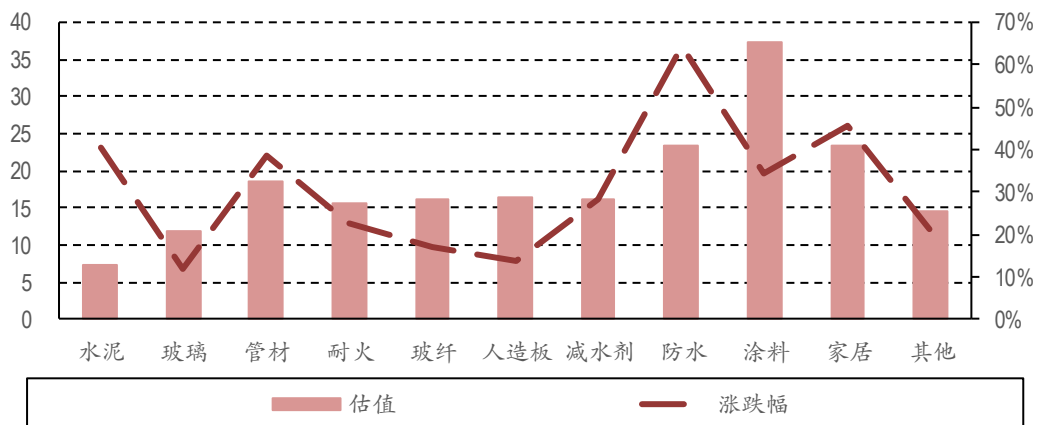


资料来源：万得，中银国际证券



细分板块水泥、管材、防水、家居等板块表现相对较好：建材板块目前平均估值为 10.18 倍 PE，水泥板块估值为 7.41 倍。由于水泥板块权重较大，行业估值与涨跌幅受水泥板块走势影响较大。细分行业来看，水泥、管材、防水、家居等细分行业上半年有较好表现。减水剂由于一季度超预期也一度走出较好的行情。水泥主要受益于新开工超预期与基建补短板推进带来的需求叠加，上半年涨幅为 40.41%。减水剂主要受益于新开工需求超预期以及化工“退城入园”监管催化行业集中度提升，2019 年一季度超预期，上半年涨幅为 28.25%。防水板块表现较好同样也受益于开工逻辑，涨幅为 64.23%。管材和家居等后周期建材板块 2019 年上半年稳步增长，涨幅分别为 38.79%、45.52%。上半年玻纤板块表现稍逊一筹，主要是 2019 年 5 月份贸易战升级，以欧美为主要市场的玻纤板块预计出口受影响，5 月份股票价格受影响相对较大。

图表 4. 水泥、管材、防水、家居等板块表现较好

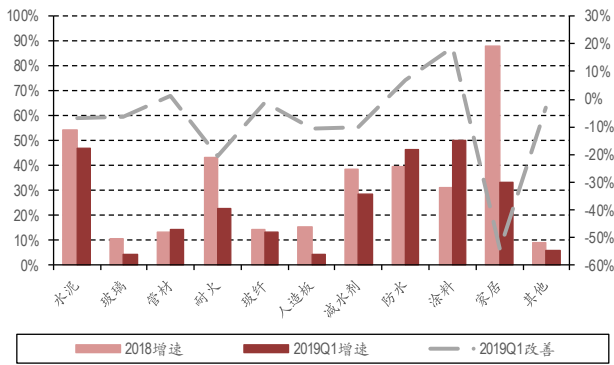


资料来源：万得，中银国际证券

2. 建材行业业绩

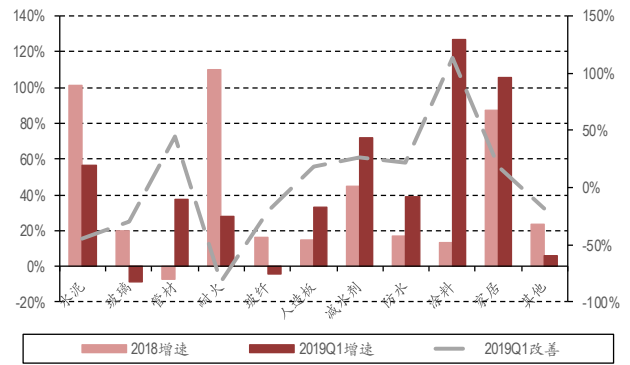
大部分细分板块营收与利润向好，但增速放缓，水泥等板块表现突出：2019 年上半年，大多数建材细分板块营收增速依然保持正增长，但增速普遍放缓。单季度来看，水泥、减水剂、防水、涂料、家居等板块业绩增速较高，2019 年一季度营收增速分别为 47.15%、28.33%、46.31%、50.11%、33.37%。由于减水剂、防水、涂料、家居板块上市公司较少，容易出现单一公司业绩超预期带动板块业绩整体向好的情况。防水与减水剂主要受益于新开工超预期带来的需求向好。涂料与家居等后周期建材则主要受益于三棵树等行业龙头业绩高速增长所带动。水泥板块上市公司较多，而且 2018 年起行业业绩基数较大，在 2018 年基础上继续实现业绩的高速增长实属不易。不同细分板块业绩分化较为明显，水泥、减水剂、防水、涂料、家居等板块同样利润有较高速增长。玻璃和玻纤业绩增速有所下滑，其中玻璃业绩下滑主要受到玻璃产品价格下跌影响。玻纤板块业绩下滑或与贸易战导致企业出货量减少有关。

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

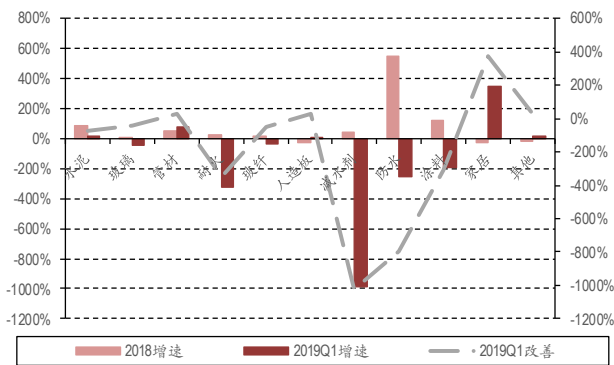
图表 6. 细分行业利润增速与变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

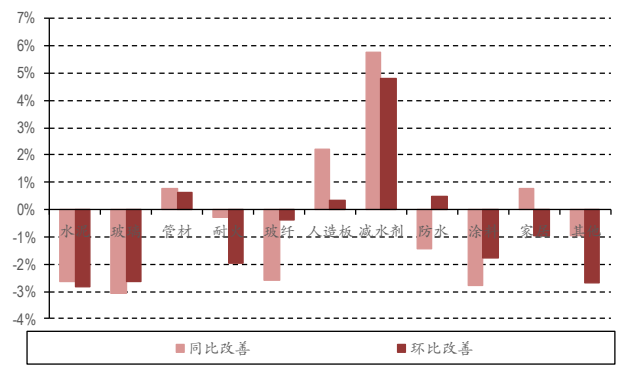
管材与家居板块现金流有所改善，大部分板块 2019 年一季度现金流状况下滑：管材与家居板块 2019 年一季度现金流向好，单季度增速超过 2018 年全年现金流增速，我们认为当前市场对盈利质量更为看重，板块现金流的持续好转也是驱动股价上行的重要因素。除此之外，包括水泥在内的大多数行业现金流同比增速下滑，其中耐火、减水剂、防水、涂料等板块 2019 年一季度现金流出现较为明显负增长。其中耐火板块一季度现金流负增长 323.33%，我们认为主要原因或与工业企业投资增速回落，耐火板块需求下滑有关。减水剂与防水现金流下滑也较快，一季度现金流分别同比下降 982.97%与 250.99%。我们认为减水剂与防水材料都是早周期行业，直接接触地产客户，行业现金流较差。对应公司业绩越好，则现金流下滑越明显。一季度新开工超预期，带动水泥、减水剂、防水材料等早周期产品业绩向好。但水泥行业壁垒高，有更强的议价能力，地产商的现金流压力遂转移给较为弱势的防水材料与减水剂。

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

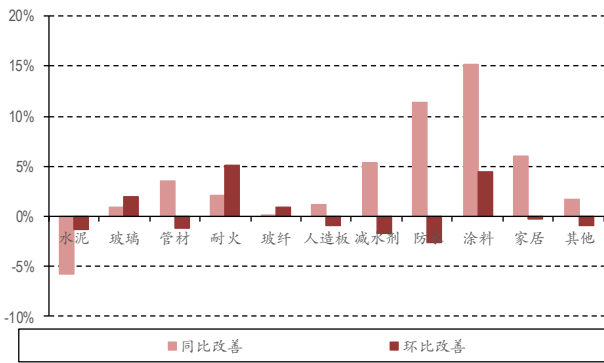
图表 8. 细分行业毛利率变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

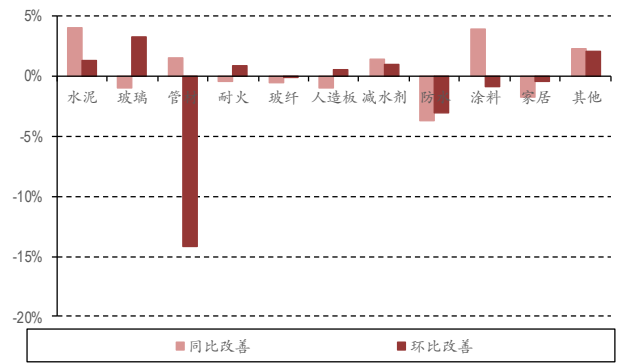
减水剂行业毛利率提升明显，多数行业毛利率小幅回落：2019 年一季度多数行业毛利率回落，水泥与玻璃板块下滑较为明显。其中水泥上半年价格总体保持平稳，毛利率下滑的主要原因或与成本端因素有关。玻璃毛利率下滑的主要原因是产品价格上半年持续阴跌，待玻璃价格逐步企稳后，板块业绩或有改善机会。减水剂 2019 年一季度板块毛利率有所提升，我们认为减水剂行业集中度尚低，企业上下游议价能力均不强，难以长期维持高水平毛利率。一季度毛利率提升或与上游石油产业链相关产品价格下跌而减水剂产业链价格调整滞后有关。

图表 9. 细分行业负债率变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 细分行业集中度变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

水泥板块负债率下降，集中度提升；多数细分行业负债率提升，减水剂等行业集中度加速提升：2019年上半年细分行业负债率有所分化，减水剂、防水材料、涂料、耐火等现金流相对较差的子行业负债率同比均有明显提升。而水泥行业因业绩持续改善，现金流持续向好，负债率出现明显下降，行业总体财务报表也有所改善。细分行业集中度方面，水泥板块同样表现出上市公司营业收入向龙头集中的趋势。玻璃、减水剂等细分板块同样也表现出行业集中度加速提升的态势。其他行业集中度情况未有明显变化。

3. 行业经营现状

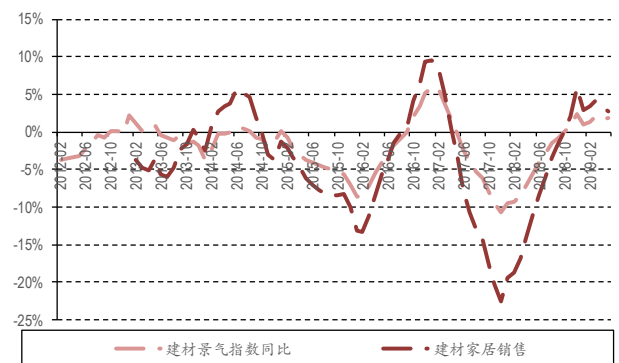
新开工和竣工的分化依然是导致当前建材细分板块分化的主要原因：2019年以来，建材行业细分板块分化主要还是受到新开工和竣工面积背离的影响。新开工强势导致水泥板块业绩超预期，减水剂、防水材料等业绩均向好。竣工弱势，后端建材相关如玻璃价格持续阴跌，管材、家居、人造板等细分板块表现也不甚突出。

图表 11. 新开工保持高位，竣工保持低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 家居建材景气度较高但势头放缓



资料来源：万得，中银国际证券

家居建材景气度较高，但势头有所放缓：2019年上半年家居建材景气度较高，但势头有所放缓。对应2019年竣工面积有所回暖但依然保持负增长。我们认为在旧改政策推动下，未来家居建材需求有望重新提升，行业景气度重新回暖，与竣工面积增速的关联度也将有所减弱。

“旧改”接力“棚改”如何影响消费建材？

1. 棚改对地产数据影响几何

十年棚改到 2014 年进入全面开展阶段：我国棚户区起源于发展中的历史遗留，一部分是上世纪五六十年代的自建房、还有集体宿舍、城乡结合部等。随着经济发展以及棚户区房屋老化，同时经济增长下行压力渐现，棚户区改造成为政府稳投资、促消费的重大举措。棚户区改造最早开始于 2005 年辽宁省试点。2008 年稳增长促内需明确剔除棚户区改造全面启动，2013 年《关于加大棚户区改造的意见》出台，加大棚改力度，2014 年央行创立 PSL，为棚改提供资金支持。

图表 13. 棚改推进历程



资料来源：国务院，央行，住建部，中银国际证券

棚改退潮，地产数据将受到一定影响：从 2008 年“扩大内需十项措施”算起，棚改至今已经推行十年有余，大致上可以分为 2008-2015 年试点推广阶段，2015-2017 年加速升级阶段，2018 年以后棚改退潮货币化安置缩减阶段。棚盖十年对地产投资以及商品房去库存起了极大的作用，当前棚改退潮，地产投资于销售数据将会受到一定影响。

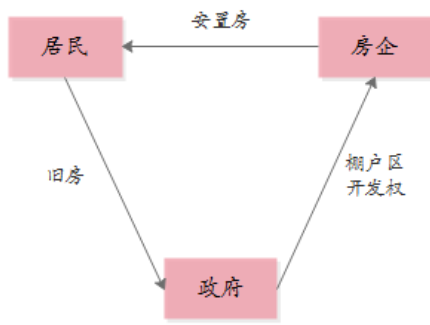
图表 14.2005 年以来棚户区改造政策梳理

时间	部门	政策	内容
2005 年 5 月	辽宁省		辽宁省内率先启动全国范围内棚户区改造计划
2008 年 10 月	党中央	《扩大内需十项措施》	明确提出棚户区改造全面启动，加快建设保障性安居工程
2013 年 7 月	国务院	《国务院关于加快棚户区改造的意见》	进一步加大棚户区改造力度
2014 年 3 月	国务院	新型城镇化计划	到 2020 年实现 3650 万户棚户区改造任务
2014 年 4 月	央行		创立 PSL，为开发性金融支持棚户区改造提供长期稳定、成本适当的资金额度
2015 年 6 月	国务院	《关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施有关工作的建议》	积极推进棚改货币化安置，要求 2015-2017 年改造各类棚户区住房 1800 万套
2015 年 8 月	住建部、国开行	《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》	要求各地棚改货币化安置比例不低于 50%
2016 年 3 月	财政部、住建部	《关于进一步做好棚户区改造相关工作的通知》	要求推进棚户区改造货币化安置，切实化解库存商品房
2016 年 4 月	国务院	国务院常务会议	要求国开行成立专门机构，实行单独核算，加大棚改的支持力度
2017 年 1 月	国务院		棚户区改造是重大民生工程和发展工程，既推动今年 600 万套棚改任务早安排，早启动，又抓好继续棚改项目建设，继续提高货币化安置比例
2018 年 3 月	国务院	十三大一次会议	提出新三年棚改攻坚计划，2018 年开工 580 万套，支持居民自住购房需求
2018 年 4 月	住建部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	试图将棚改债务问题显性化，将棚改专项债作为主要替代品种
2018 年 6 月	财政部	《政府购买服务管理办法(征求意见稿)》	文中涉及棚改、易地扶贫搬迁的特殊安排并未纳入。政府购买服务期限最长不超过三年
2018 年 7 月	住建部	住建部座谈会	要因制宜推进棚改货币化安置。2019 年棚改货币化安置将以棚改专项债为主，政府该买棚改服务模式将被取消
2018 年 10 月	国务院	国务院常务会议	严禁借棚改之名盲目举债，并要求因地制宜调整完善货币化安置政策，商品房库存不足、房价上涨压力大的实现要取消货币化安置优惠政策
2019 年 4 月	财政部	《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》	2019 年棚户区计划改造 285 万套，远低于市场预期

资料来源：党中央、国务院、财政部、住建部、国家开发银行、中国人民银行，中银国际证券

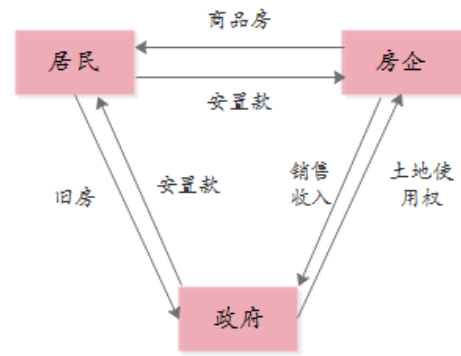
棚改货币化安置利好商品房销售，棚改实物化安置利好地产投资：最初的棚户区改造以实物安置为主，房企向居民提供自建开发的安置房，政府向居民收回棚户区老房，同时房企以较低成本从政府获得棚户区地块的开发权，过程并无货币参与，房企为获得棚户区开发权，必须自建安置房，获得棚户区开发权后进一步改造开发，实物安置从两方面促进了地产开发投资。棚改货币化安置不同于实物安置。货币化安置主要有三个资金来源：政策性银行专项贷款、棚改专项债、政府预算内资金。政府获得资金后，定向向居民提供安置款，同时收回棚户区旧房；居民获得安置款后购买库存商品房，不再定向安置；房企销售回款后则加快拿地投资，政府土地流转也得以加速。货币化安置过程中房地产市场资金增多，居民购买商品库存提升了房企销售，同时也抬升了房价，诱导其他居民加杠杆购置房产。

图表 15. 棚改实物安置示意图



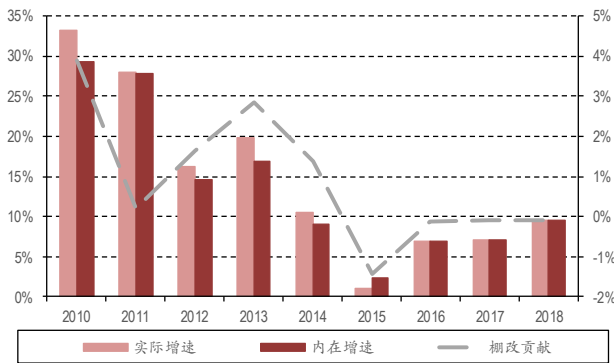
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 棚改货币化安置示意图



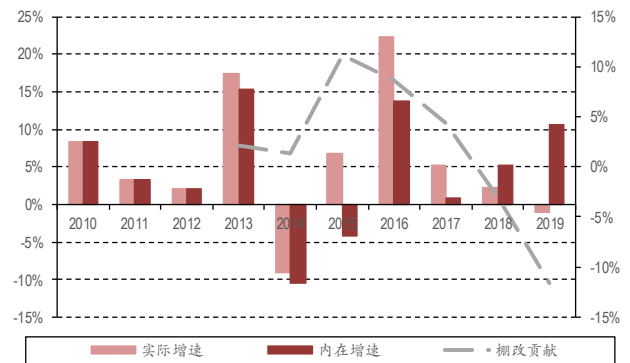
资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 棚改实物安置改善地产投资增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18. 棚改货币化安置改善地产销售



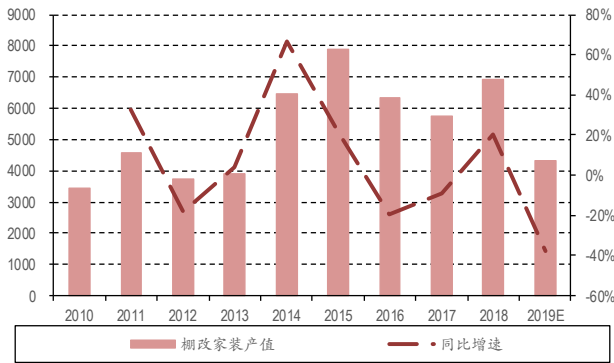
资料来源：万得，中银国际证券

货币化安置对地产销售带动力度大时间短，实物安置对地产投资带动较为持久：从历年公布棚改计划改造户数和实际完成数，以及每一年的货币化安置比例，我们可以大致测算当年实物安置和货币化安置户数。假设每户安置面积为 85 平方米，以 2017 年为例，2017 年棚改完成 609 万户，其中货币化安置比例 60%，则货币化安置 365.4 万户，按每户 85 平方米计算，则 2017 年棚改货币化安置直接带动商品房销售 3.11 亿平，占当年商品住宅销售面积 21.45%；除了直接带动商品房销售，住房市场资金量增长也带动房价提升，促进其他居民加杠杆购房。2013 年开始棚改货币化安置对商品房销售起到了重大的推动作用，但 2018 年后作用逐渐减弱。而当年实物安置 243.6 万户，合计安置房面积 2.07 亿平，参照当年土地成交规划建筑面积、土地购置费用、以及商品房单方造价，实物安置直接带动地产投资 0.83 亿元，占当年地产开发投资完成额 7.54%；除了直接带动地产投资，房企拿到棚户区开发权也促进了二次开发投资。棚改实物安置对地产投资推动较为持久，但目前的效果也在边际减弱。

2. 棚改退坡对装修市场的影响

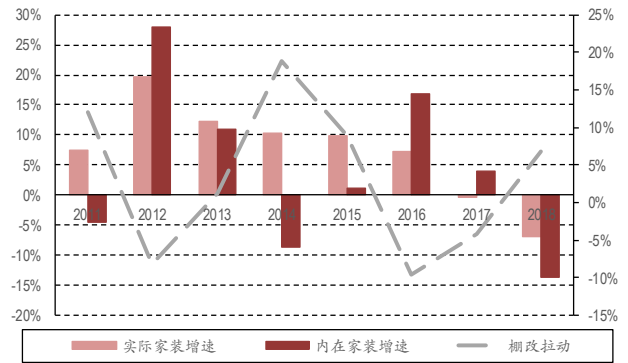
家装市场规模增速与房屋竣工面积和商品房销售面积关联度较高：根据统计局数据，预计 2017 年装修市场总产值接近 4 万亿元，其中公装市场约 2.1 万亿元，家装市场规模约为 1.8 万亿元。按照 30% 的增加值比例，装修带来的装修建材和家居的市场总规模约为 2.8 万亿元。棚改主要与家装市场相关。从装修场景来分析，主要就是新房装修和二手房装修，其中新房装修分为精装房和二手房装修。精装房由地产商装修，一般与竣工面积相关性较大。毛坯房装修一般与商品房销售面积相关性较大。考虑到 2017-2018 年房屋竣工面积增速与商品房销售面积增速持续下行，我们认为 2017 年以来家装市场规模增速有所下滑。

图表 19. 棚改对家装带来的增量市场



资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 棚改作用与当期销售和竣工有关



资料来源：万得，中银国际证券

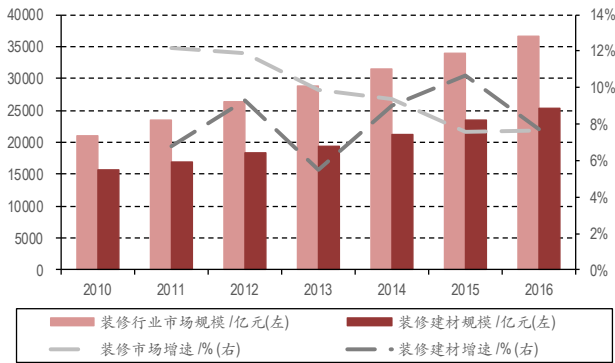
实物安置是棚改主要的装修需求来源，2018 年棚改约带动家装市场 0.66 万亿元：从房屋竣工面积和商品房销售面积推算，我们认为 2018 年住宅装修面积约为 7.5 亿平方米，按照单平方装修 2250 元计算，家装行业产值接近 1.8 万亿元。2019 年受竣工面积下滑和商品房销售面积下滑等因素共同影响，预计住宅装修面积将进一步下滑。棚改对住宅装修同样有一定带动作用，对于实物安置房，无论是毛坯房还是全装修房，我们认为都会在交房当年进行装修，可以直接按照单方装修成本和棚改实物安置比例直接推算棚改实物安置带来的装修市场，这部分是棚改主要的装修需求来源，以单户 85 平方米计算，预计 2018 年带来的装修需求有 2.6 亿平。棚改货币化安置对装修市场的带动更小，货币化安置主要带动商品房销售，只有购买已竣工并且是毛坯的库存住宅才会带来当年的装修需求，该部分需求较小，预计 2018 年带来的装修需求约为 0.3 亿平，按照单方装修成本 2250 元计算，预计 2018 年棚改带动家装市场约为 6650 亿元。

预计棚改退坡减少家装需求约 2,450 亿元：2019 年棚改计划退坡，全年计划改造 280 万户，我们预计实际完成最多不超过 315 万户，实物安置和货币化安置均有明显减少，预计对应装修面积需求为 1.85 亿平，对应家装产值约为 4200 亿元，因此，我们认为棚改退坡将导致家装市场规模减小约 2,450 亿元。

3. 家装建材与装修市场的关系

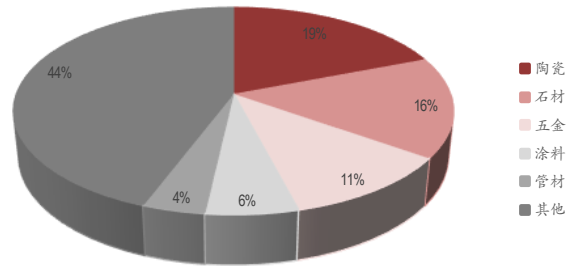
预计 2017 年装修建材市场规模超过 2.6 万亿元：装修建材与装修市场密切相关，我们可以从装修市场产值和增加值推算出 2017 年装修建材市场规模接近 2.8 万亿元。从概念上理解，装修行业增加值包括公司利润、政府税收、人员薪酬、企业利润、设备折旧、贷款利息等几大组成部分，行业产值减去增加值即为原材料市场规模。截至 2016 年数据，公装行业市场规模为 1.88 万亿元，家装行业市场规模为 1.78 万亿元，装修行业市场规模合计为 3.66 万亿元。其中装修行业增加值为 1.13 万亿元，对应 2016 年家装建材规模约为 2.55 万亿元。2010 年以来，装修行业增加值占市场规模始终稳定在 30% 左右的比例。考虑装修行业增速与 GDP 增速、竣工面积、商品房销售等宏观数据高度相关，我们预计 2017 年装修行业市场规模约为 3.9 万亿元，其中行业增加值为 1.22 万亿元，对应家装建材规模超过 2.6 万亿元。根据亿欧智库，2019 年家装建材市场规模将超过 2.8 万亿元，与我们的判断基本一致。

图表 21. 装修与装修建材市场规模



资料来源: 万得, 中银国际证券

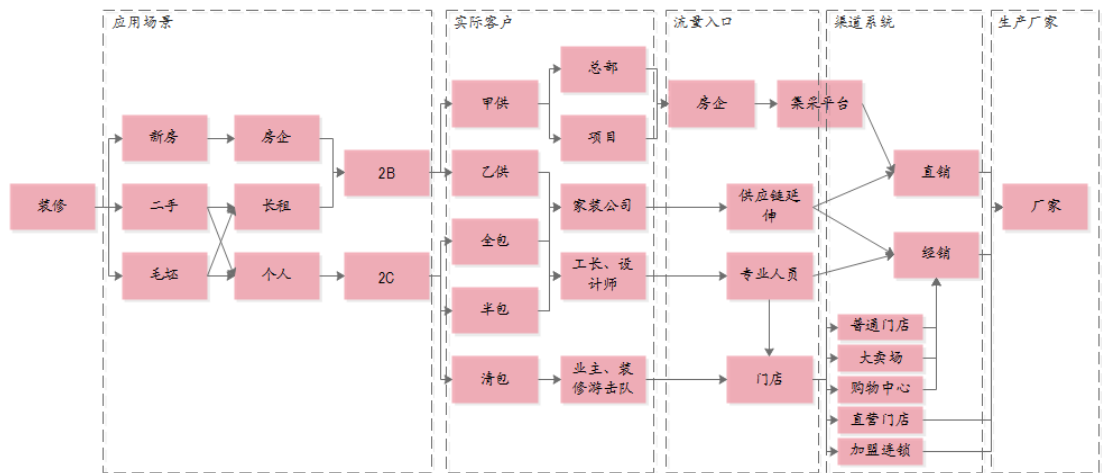
图表 22. 装修建材市场构成



资料来源: 亿欧智库, 中银国际证券

陶瓷与石材占装修建材市场份额最高: 根据亿欧智库, 占据装修建材市场规模最大的是陶瓷, 包括瓷砖等, 其市场规模约为 4,830 亿元; 石材规模次之, 约为 3,980 亿元; 五金规模约为 2,820 亿元; 管材和涂料规模分别为 1,000 亿元和 1,470 亿元。防水材料在入户装修中成本占比不高, 但其本身在房屋施工、基建项目施工使用较多, 规模以上企业市场规模约为 1,000 亿元, 总市场规模约为 2,000 亿元, 但大部分并不计入装修建材市场份额。

图表 23. 家装建材流通渠道示意图



资料来源: 亿欧智库, 中银国际证券

预计棚改退坡减少家装建材市场规模约 1,715 亿元: 棚改退坡主要影响到的是家装建材的市场规模。根据上文分析, 家装市场主要与竣工面积和商品房销售相关。棚改退坡实物安置将导致房地产投资下滑, 对应房屋竣工面积下滑; 货币化安置则将直接导致商品房销售下滑。因此棚改退坡直接影响家装市场规模。家装市场通过房企集采平台、家装公司供应链平台、家装专业人员、家装建材门店的流量入口形成建材需求, 两者基本同向变动, 按照装修行业 30% 的市场增加值比例, 若棚改退坡导致家装市场规模减少 2,450 亿元, 则对应家装建材市场规模减少 1,715 亿元。

4. 旧改带来多少市场增量

“旧改”独立于棚改，不包括自建房产于城中村：2019年3月份，住建部等三部委印发《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，老旧小区应为城市、县城建成于2000年以前、公共设施落后、影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区，而已纳入城镇棚户区改造计划、拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区，以及以居民自建住房为主的区域和城中村等不属于老旧小区范畴。

旧改以小区基建与入户装修为主，预计年投资额达到8,000亿元：与棚改不同，旧改不涉及房屋拆迁和安置补偿的问题，主要是更新小区水电路和光纤等基础设施，建设改造养老抚幼、无障碍设施、便民市场等服务设施，有条件的可以加装电梯、配备停车场，促进户内改造并带动消费。根据住建部测算，初步统计全国老旧小区接近16万个，涉及居民超过4,200万户，总投资额高达4万亿元，按照5年的改造期，每年可新增投资约8,000亿元。

图表 24.老旧小区改造内容

改造级别	改造目的	改造内容
第一类	保基本的配套设施	小区综合管网、道路翻新、电梯安装、入户装修
第二类	提升类基础设施	停车场、活动室、物业用房
第三类	完善公共服务	社区养老、医疗、抚幼、家政服务

资料来源：住建部，中银国际证券

预计小区综合管网翻新、道路翻新、电梯安装将成为旧改的主要投资内容：根据近期住建部政策吹风会表述，小区旧改将更多集中于小区基础设施改造，部分用于入户装修。其中第一类，保基本的生活配套设施包括小区综合管网翻新、道路翻新、电梯安装等。我们认为未来小区旧改实施后，上述也将成为旧改投资的主要内容。完成小区基本的基础设施翻新后富裕的资金将用于居民入户装修。

平均单小区改造经费约2,500万元，房屋建筑面积超过2万平：为计算旧改为各类主要家装建材带来的市场增量，我们计算旧改各类改造装修将占用的经费。按照住建部口径，旧改覆盖范围全国16万个小小区，涉及居民4200万户，总投资约4万亿元。按照5年投资期，预计每年投资8,000亿元，用于改造3.2万个小小区，涉及居民840万户。平均到每个小区，旧改投资经费约为2,500万元，每个小区平均260户，按每户3-4人计算则每个小区居民约为920人。假设老旧小区单套住宅建筑面积为50-60平米，单层建筑面积约300平米；住宅为一梯四户，共六层。则小区约共12栋，房屋建筑面积合计约为2.16万平，单位建筑面积改造费用接近1,200元。

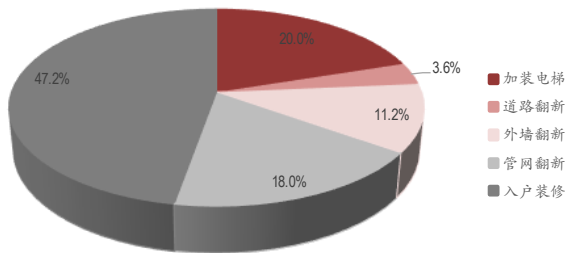
图表 25.主要房企造价资料

科目名称	不含税综合单价	税率(%)	不含税建面单方	含税建面单方
防水工程	45.00	10	27.00	29.70
外墙涂料	68.00	10	13.60	14.96
饰面砖	95.00	10	104.50	114.95
给排水	18.02	10	18.02	19.82
电气	110.00	10	110.00	121.00
燃气	4,090.91	10	24.55	27.00
电视电信	22.73	10	22.73	25.00
小区道路	35.00	10	35.00	38.50
入户给排水	100.00	10	100.00	110.00
入户电气	85.00	10	85.00	93.00

资料来源：地产公司报价，中银国际证券

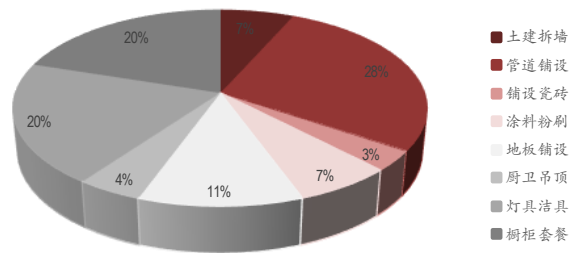
扣除小区基本公共设施翻新改造后，预计单小区用于入户装修费用不超过1200万元：假设公共区域改造主要涉及加装电梯、小区道路翻新、房屋外墙翻新、综合管网翻新。参考国内主要地产企业造价成本资料，6层住宅加装电梯成本约为40-45万元/部，全小区加装电梯成本约为500万元。小区道路单位建面成本38.5元，按照2.16万平建面计算，翻新成本接近90万元。电、热、气、水、网等管道合计单方建面成本为192.82元，按照2.16万平建面计算，全小区翻新成本接近450万元。外墙翻新也可以是旧改的一大内容，按照饰面砖和涂料合计，单位建面成本为129.91元，全小区翻新成本为280万元。扣除上述四项成本后，能用于入户装修的经费不到1200万元，按照小区260户，单户面积55平计算，单平方装修经费仅为800元左右。

图表 26. 预计小区基础设施建设是大头



资料来源：地产公司报价，中银国际证券测算

图表 27. 套内装修预算构成预测



资料来源：装修公司报价，中银国际证券测算

单方800元预算户内装修仅能有针对对厨卫、地板、管道等进行翻新：参考当前装修市场行情，2,000元/平方米的预算是当前家装的平均预算水平，基本可以实现水电入户、土建拆旧、家具安装、家居家电采购、粉刷铺砖、中央空调等内容的全覆盖。800元/平米，55平合计约4.5万元的预算就只能针对老旧住宅卫生条件较差对厨房厕所进行改造，重新粉刷墙壁或铺设瓷砖，家居家电换新基本不考虑。

图表 28. 主要装修公司造价资料

装修项目	单方造价	施工内容
土建拆旧	53	拆除非承重墙，厨卫墙面
入户给排水	110	强弱电安装、定点弹线、开槽、布线
入户电气	93	水路改造、定点弹线、开槽、布管、防水
电视电信	25	定位、开槽、布线、封槽等
木柜木墙	188	木墙、吊顶、装饰、木柜安装
瓷砖铺贴	164	防水、保温、瓦面施工、砌墙等
涂料油漆	49	清理墙壁、涂漆、刮腻、找平
厨卫吊顶	65	边角线安装、龙骨、油烟机、热水器等安装
橱柜木门	382	橱柜木门安装
地板安装	105	平整地面、安装龙骨、木地板拼装
灯具洁具	179	床头灯、镜前灯、壁灯、卫生洁具安装

资料来源：装修公司报价，中银国际证券

参照装修公司报价，4.5万元预算基本可以完成55平小户型厨卫改造、管道铺设、地板墙壁翻新：参照装修公司施工报价，土建拆墙单方造价53元，整套房屋55平预算约为3,000元；这类管道铺设单方预算按230元，整套预算1.25万元；油漆涂料单方49元，整套预算约3,000元；假设房建厨房和卫生间合计8平方米，铺瓷砖，单方造价164元，厨房厕所预算约1,500元；剩余47平米铺地板，单方105元，整套预算约5,000元。拆墙、管道铺设、铺砖、粉刷、铺地板几项基本的翻新开销约2.5万元。接下来是占预算大头的厨卫、吊顶、橱柜、灯具、洁具更换安装，这些按照单平方造价计算预算并不科学。参照报价，低端的橱柜9,000元可以搞定，木门衣柜不考虑。55平按两室一厅考虑，灯具套餐1,000元搞定；厨卫洁具预算大约8,000元。八平米厨卫吊顶套餐2,000元勉强可以搞定，总体预算刚好4.5万元。

图表 29. 单小区改造主要建材需求量

	单小区内需求/万	单小区户外需求/万	合计/万
水管	109.76	29.97	139.73
地板	91.00		91.00
吊顶	36.40		36.40
涂料	54.60	22.62	77.22
瓷砖	27.30	173.80	201.10
防水	4.37	44.91	49.27

资料来源：住建部，地产、装修公司报价，中银国际证券测算

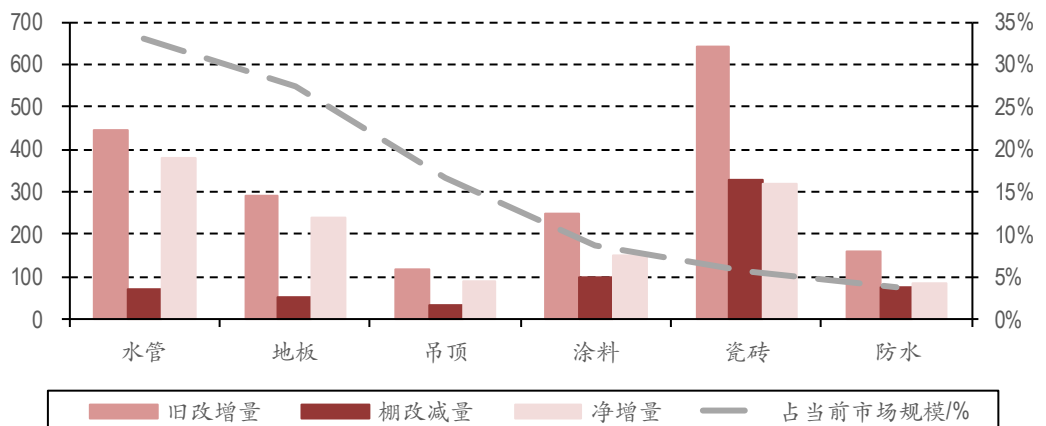
由单小区改造预算以及各类装修建材存量市场规模计算各类建材增长潜力：参照小区主要改造内容单方造价以及工料价格比，可以整理出小区改造各类主要建材大致需求金额：水管约 140 万元、地板 90 万元、吊顶 35 万元、涂料 80 万元、瓷砖 200 万元、防水材料 50 万元，合计需求约为 595 万元，占 2,500 万预算约 23.8%。按照每年改造 3.2 万个小区的计划，可以推算出旧改为各类装修建材带来的市场增量。按照各类装修建材市场规模占装修建材市场总规模的比例以及棚改减少对装修建材的影响，可以推算各类建材因为棚改退坡而引起的市场减少量，进而计算出旧改接力棚改带来的各类装修建材的市场净增量。防水材料与普通装修建材不同，防水材料更多用于房屋施工如地下室和顶层楼板的施工中，不仅仅用于入户装修，棚改退坡直接减少实物安置进而减少安置房建设，直接减少对防水材料的需求。用计算出的旧改接力棚改带来的市场净增量除以各类装修建材存量市场规模，可以大致得出未来几年各类装修建材的增长潜力。

图表 30. 旧改接力棚改带来的增长潜力

	旧改增量/亿	棚改减量/亿	净增量/亿	占当前市场规模/%
水管	447.13	67.79	379.34	32.99
地板	291.20	51.52	239.68	27.42
吊顶	116.48	30.50	85.98	16.61
涂料	247.10	99.65	147.46	8.72
瓷砖	643.53	327.41	316.12	5.69
防水	157.68	75.01	82.67	3.59

资料来源：万得，住建部，地产、装修公司报价，中银国际证券测算

图表 31. 旧改接力棚改带来的增长潜力



资料来源：万得，住建部，地产、装修公司报价，中银国际证券测算



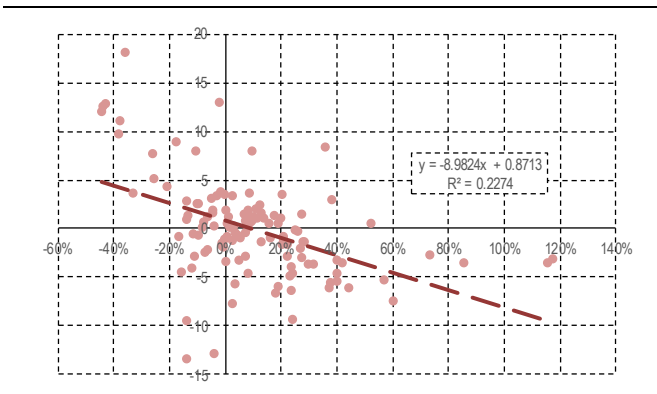
旧改接力棚改，对水管、地板、吊顶等均构成较大利好，涂料、防水、瓷砖等贡献相对较小：其中水管增长潜力最大，主要因为小区改造重点之一在于户内户外给排水管道更新，而管材本身市场规模并不大，旧改与棚改对建材需求的结构性差异利好水管需求。地板潜力更大的主要原因是当前地板的市场规模并不大，而旧改预算有限可能导致更多居民实际装修选择开销更低的木地板。吊顶、涂料、瓷砖也有较大的市场净增量，但由于涂料与瓷砖的存量市场规模相对较大，因此旧改带来的增长潜力相对较小。防水材料较多用于房屋前期施工，棚改计划减少直接减少安置房施工建设进而减少对防水材料需求，因此旧改接力棚改对防水材料构成的利好较小。

玻璃板块观点

1. 基本框架：中期看地产，短期看库存

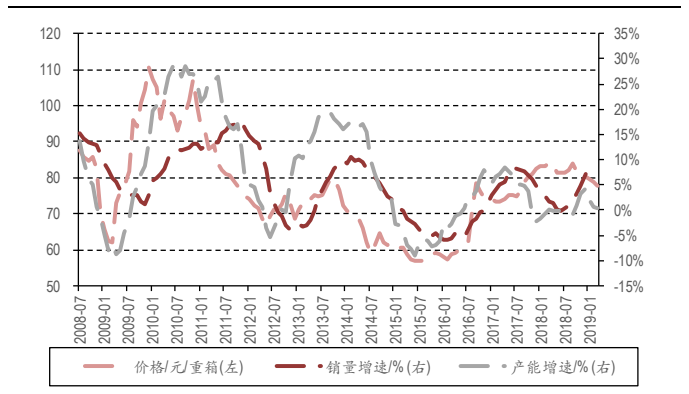
短期库存影响价格，进而影响产能再反作用于库存：对于玻璃板块的分析，我们基本遵循“长期看产能，中期看地产，短期看库存”的思路。短期玻璃价格由库存调整，玻璃行业整体较为分散，以民企为主，企业可以根据当前市场行情调节产能冷修节奏，从而导致库存变化；反过来企业由库存水平调整价格。因此短周期层面上，玻璃行业价格与库存相关度最高。

图表 32. 玻璃库存与价格扰动项高度负相关



资料来源：卓创资讯，玻璃期货网，中银国际证券

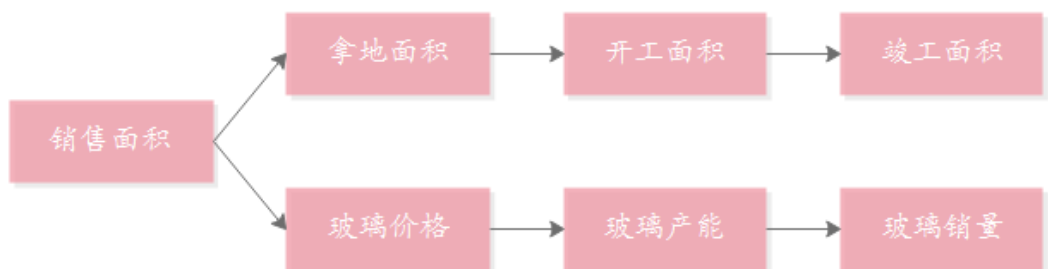
图表 33. 玻璃价格、销量、产能与地产周期同步



资料来源：万得，玻璃期货网，玻璃信息网，建筑玻璃与工业玻璃协会，中银国际证券

中周期层面上，玻璃行业驱动力来自地产周期：平板玻璃最主要的需求来自建筑，房地产施工对玻璃需求有极大影响。数据分析显示玻璃价格、产能、销量三大基本面指标与地产销售有极高的同步性，而玻璃销量与地产竣工同步性反倒不如地产销售。对此我们认为地产销售通过两条路径分别影响着玻璃和地产两个行业。一方面地产销售影响房企拿地，进而影响开工，后续是竣工；另一方面玻璃行业内因为地产销售改善市场率先对玻璃价格进行调整，进行企业自身通过冷修调节有效产能，最后影响玻璃销量。表面看是竣工和销量有一定同步性，实质上根本的驱动力来自于地产销售。

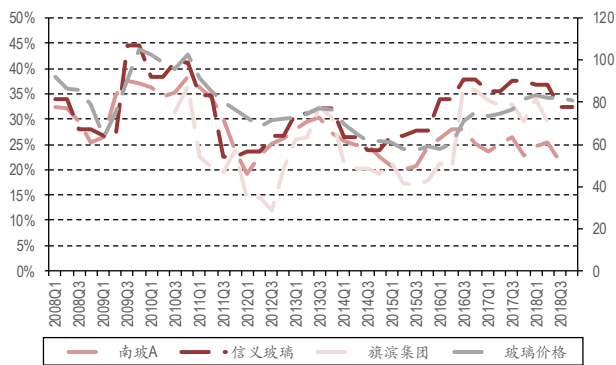
图表 34. 销售面积是需求启动的起点



资料来源：万得，中银国际证券

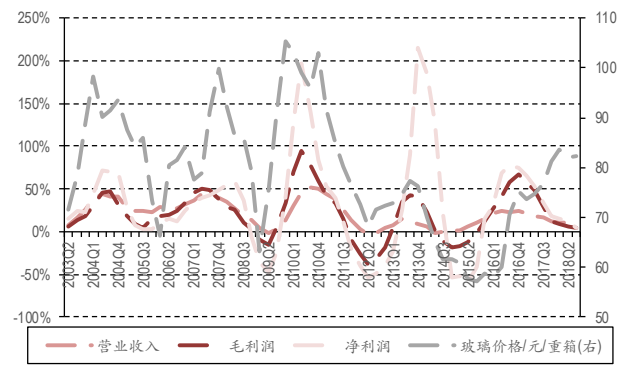
玻璃板块上市企业基本面与玻璃价格有极大的关系：由于玻璃原料价格相对稳定，毛利与价格同步性高；企业对产能控制力更强，销量也与价格相关；量价同步的情况下，产品价格成为跟踪玻璃企业盈利状况的最重要指标。从根本原因来讲，是因为平板玻璃生产同质化很高，只要质量过关，下游客户在选择产品时最大的考虑因素便是价格，生产商很难通过差异化竞争获得比其他厂商更高的议价能力，只能够被动接受行业价格的波动。

图表 35. 行业龙头毛利率与玻璃价格同步



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

图表 36. 业绩增速水平与玻璃价格同步



资料来源：万得，公司年报，中银国际证券

2. 中周期层面依然缺乏驱动力

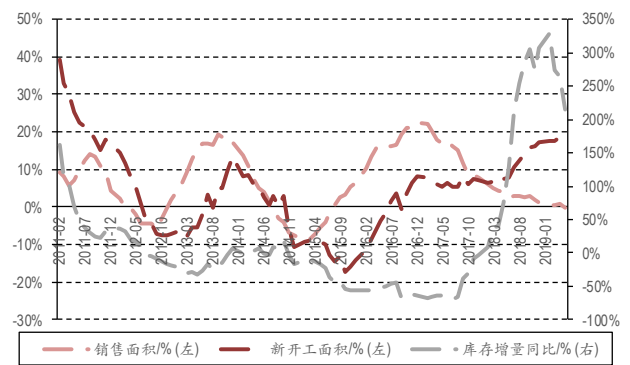
地产基本面数据反映行业内较多层次的供需矛盾，目前行业有加速集中的趋势：当前地产基本面数据可反映行业不同层面的供需矛盾。“拿地弱，开工强”反映当前企业开发需求大而政府土地供给少，必然的结果是企业的库存项目越来越少，拿不到地的房企面临着无项目周转的问题。“销售弱，开工强”反映当前企业供给大而终端居民需求弱，必然的结果是房企库存高速回升。“开工强，竣工弱”则反映当前企业回款压力大，后续施工交房动力小，实际上表明部分房企依然面临着较大的资金压力。“拿地少，溢价高”则反映当前行业正处于加速集中阶段，头部企业有更强的资金实力，在政府土地供给与居民需求双萎缩的情况下，头部企业拿地能力更强，也有更强的后续周转能力，行业集中度加速提升。

图表 37. “拿地弱，开工强”反映土拍层面供需矛盾



资料来源：万得，中银国际证券

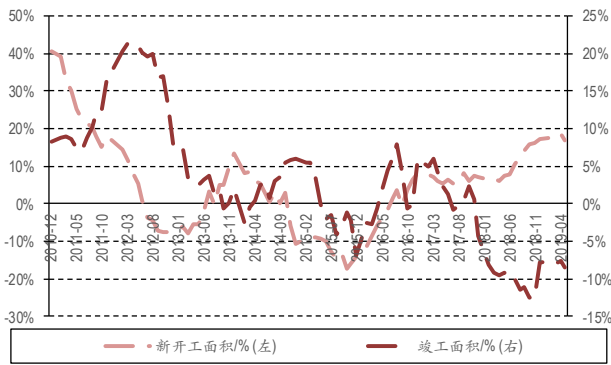
图表 38. “开工强，销售弱”库存加速提升



资料来源：万得，中银国际证券

预计行业增量市场空间缩小，周期“熨平拉长”，行业集中度加速提升：随着政府土地供给管控更为严格，居民终端需求减少，同时资金面压力依然处于高位，我们认为当前地产行业内增量市场空间缩小，房地产行业周期“熨平拉长”，企业依靠传统行业周期经营难度加大，“求生欲”更强，行业内竞争趋于激烈。头部企业资金实力更强，可以保证“拿地-开工-销售-回款”的循环。从头部企业的经营数据来看，龙头房企的开工、竣工、拿地等数据均未出现如整个地产行业的反常表现，说明当前地产行业内企业分层的情况也是明显的。在行业增量市场缩小，头部企业运营能力凸显的情况下，行业集中度加速提升将成为必然的趋势。

图表 39. “开工强，竣工弱”后续可持续性下降



资料来源：万得，中银国际证券

图表 40. “拿地弱，溢价强”反映行业竞争趋于激烈



资料来源：万得，中银国际证券

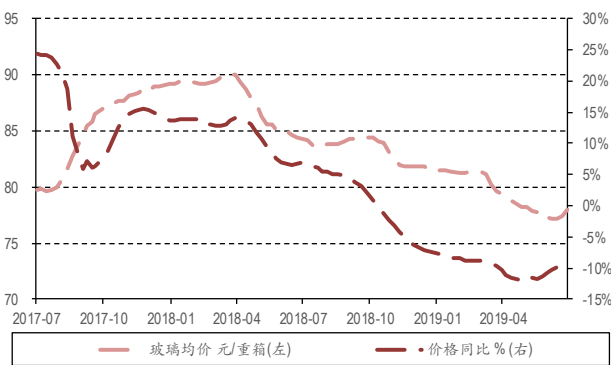
地产行业对玻璃价格的驱动基于地产投资的落地玻璃需求的提升：回到地产销售影响玻璃的逻辑来，地产销售影响玻璃价格的原因在于销售的改善后续会提升地产投资，进而增加对玻璃的需求，价格调整是基于需求改善的预期。玻璃有期货调节，价格可以先调整到位。2018 年以来地产开工竣工持续反常的背离，地产投资保持较高的韧性，一旦房企加快拿地加速周转的循环无法持续，地产投资与施工数据必然下行，进而影响玻璃的需求。近期房地产也出台了海外债新政并且收紧地产信托，对地产资金都是极大的利空，也会一定程度抑制地产投资。因此我们认为不但地产行业有“熨平拉长”的趋势，中周期层面地产对玻璃行业的驱动力也将弱化。

地产周期弱化，玻璃需求趋势性的回升或许需要更长时间的等待：中长期看玻璃需求改善有赖于地产销售的回暖，但近期以来地产周期被明显“熨平拉长”，周期尾部拉长，地产与玻璃行业间的驱动力也被弱化。销售短期内也难有改善，2016 年的房地产销售高峰透支了较多需求，棚户区改造政策也满足了相当多人口的居住改善需求。商品房销售的进一步回暖需要更长的时间来恢复需求以及政策层面更为强力的刺激。未来地产作为刺激经济的工具的可能性会越来越小，因此玻璃需求趋势性回升或许需要更长时间的等待。

3. 短周期层面有改善迹象

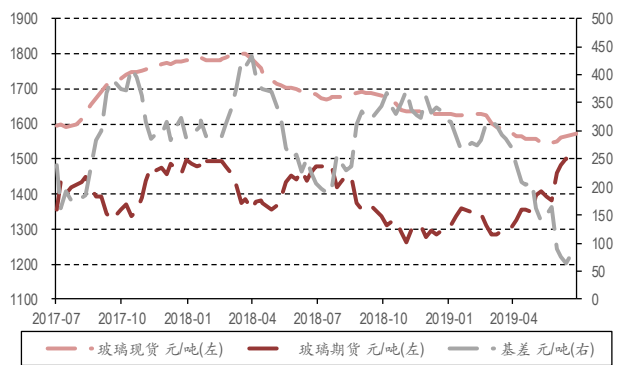
现货价格企稳，期货价格走高，基差持续收窄，表明产业对玻璃价格预期改善：5 月份以来玻璃价格表现明显好转，现货价格由 77.79 元/重箱提升到 78.58 元/重箱，尽管价格低于去年同期水平但环比已经有明显回升。玻璃期货价格由 3 月份的 1,283 元/吨提升到 1,501 元/吨，期现价差持续收窄，表明当前产业对玻璃价格预期的改善。从基差修复的角度来看，玻璃现货价格也有进一步提升的动力。

图表 41. 玻璃现货价格 5 月份起回升



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

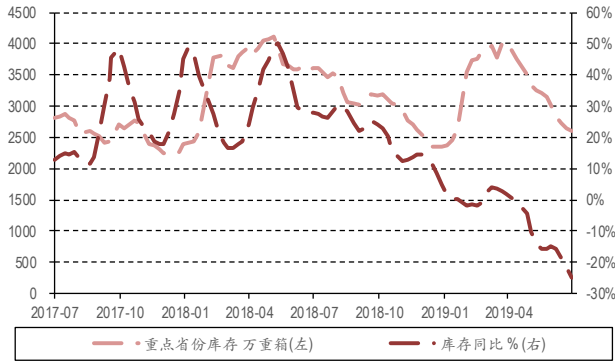
图表 42. 期货价格持续上涨，基差收窄



资料来源：万得，卓创资讯，中银国际证券

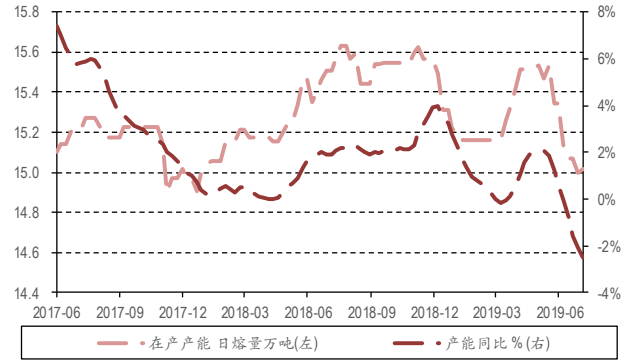
库存与产能同步减少, 厂商主动去库存, 短期价格回升动力较强: 玻璃基本面数据也有明显的改善, 八大重点省份厂商库存从4月份高点的4,026万重箱下滑到当前2,595万重箱, 春季高库存逐步消化完毕, 库存同比下滑至-24.95%; 在产产能日熔量由5月份15.54万吨下滑到当前15.02万吨, 库存和产能同步缩减, 表明当前需求平稳, 处于厂商主动去库存阶段。随着产能缩减与库存逐步消化, 玻璃产品价格有望进一步回升。

图表 43. 库存同比环比均明显下滑



资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

图表 44. 在产产能近期明显缩减



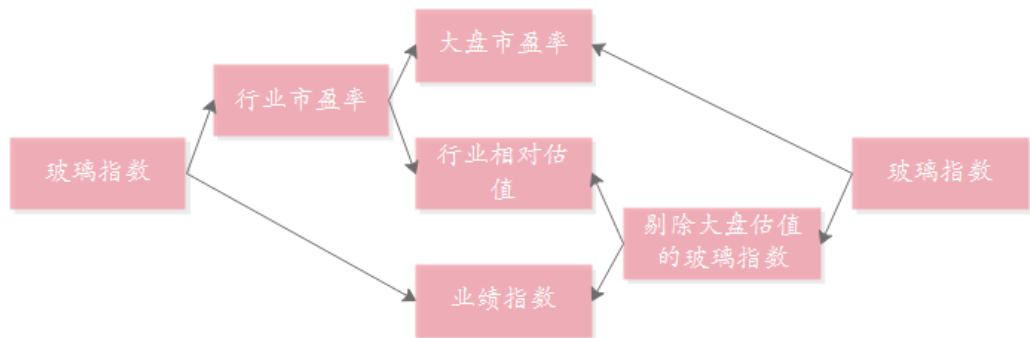
资料来源: 卓创资讯, 中银国际证券

考虑环保治理加码, 经销商加强备货是近期库存缩减的重要原因: 近期经销商加强备货也是企业库存消化的重要原因。考虑后续大气治理更加严格, 市场禁运力度加强会影响玻璃运输费用等, 近期经销商拿货积极性更高, 经销商库存明显提升。而在沙河地区进一步限产预期下, 期货价格也有进一步走高的动力。

4. 玻璃板块表现有望回暖

行业指数可以分解为市场估值、板块估值、板块业绩三个指标进行分析: 玻璃板块历史上的表现有较多的数据可以追溯。我们将玻璃板块指数拆解玻璃板块业绩指数与玻璃板块平均市盈率, 其中玻璃板块平均市盈率又进一步拆解成大盘平均市盈率和玻璃板块相对大盘平均市盈率将玻璃指数拆分为三个指数的乘积后, 我们可以分析究竟是市场情绪, 还是板块情绪, 还是板块业绩带动玻璃板块上涨。

图表 45. 将玻璃板块指数从两个角度进行拆分

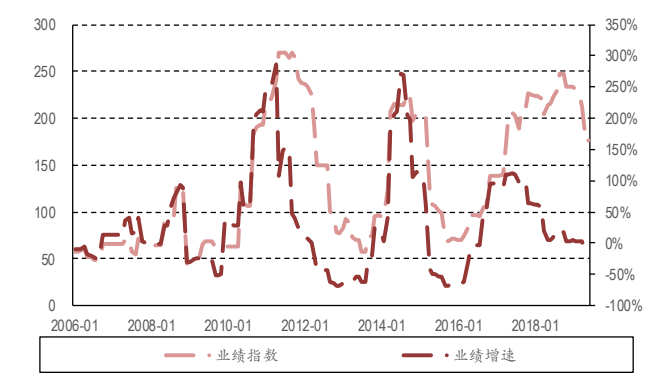


资料来源: 万得, 中银国际证券

玻璃板块盈利波动较大，2000 年至今复合增长率高于其他板块：将玻璃指数除以玻璃板块市盈率，得到玻璃板块的盈利指数，2000 年至今，玻璃板块企业盈利平均增长 14.61 倍，年均复合增长率 15.16%，盈利波动周期性明显。根据上文的分析，玻璃板块业绩周期的主要驱动力是价格，房地产周期带动了玻璃板块的盈利周期，并且这种周期性在 2009 年之后开始显现。相比玻璃板块，大盘其他板块业绩表现要平缓得多。

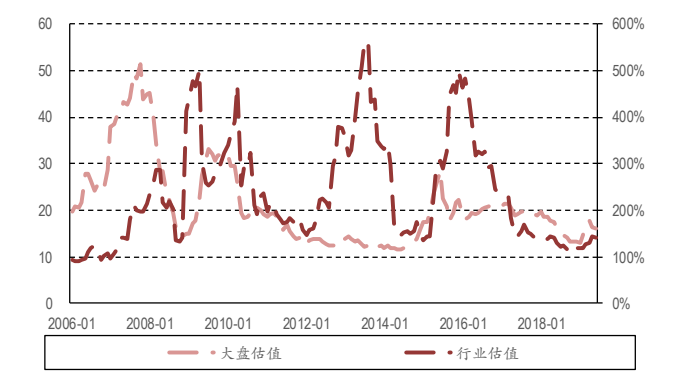
2009 年以后行业相对估值周期属性体现，且领先于业绩增速：将玻璃板块市盈率除以大盘市盈率可以得到玻璃板块相对估值。当前玻璃板块相对估值为大盘的 1.60 倍，处于局部低位。复盘历史上玻璃板块相对估值，可以发现 2009 年以前玻璃行业相对估值基本在 1 倍水平波动，板块不存在明显高估，指数增长主要由业绩驱动。2009 年以后，玻璃板块周期属性开始显现，相对估值也呈现明显的周期，相对估值高位可以到达 6-7 倍，低点在 1 倍左右。且相对估值与行业盈利增速周期并不一致，估值提升领先于业绩增速 1 年左右。

图表 46. 玻璃行业业绩处于周期低位



资料来源：万得，中银国际证券

图表 47. 玻璃板块估值处于低位



资料来源：万得，中银国际证券

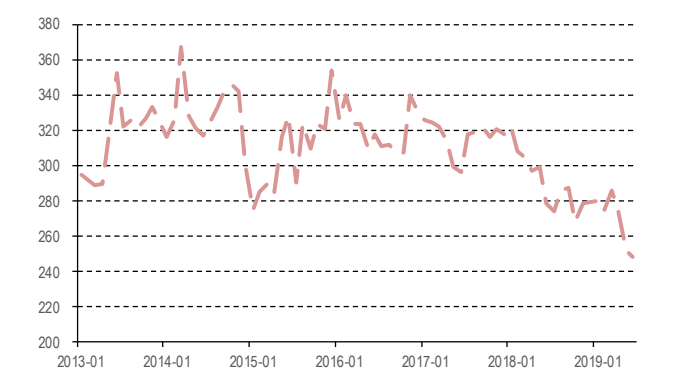
当前玻璃板块相对估值以及业绩增速均处于底部，短周期基本面改善板块修复可期：当前玻璃板块盈利增速处于底部，约为-18%；而相对大盘估值为 1.4 倍，同样处于历史低位。我们认为中长期来看，玻璃板块业绩的驱动依然有赖于房地产需求的带动；而相对估值的提升则需要相应政策预期来体现。考虑当前无论是相对大盘估值还是盈利增速，玻璃板块均处于底部，相对大盘表现弱势。短周期的各项基本面数据均有明显好转，沙河限产预期等也为价格企稳回升提供了更强的支撑，未来一段时间玻璃板块上市公司收益玻璃产品价格回升，盈利反弹可能性较高。考虑玻璃板块业绩增速与板块相对估值均处于历史低位，我们认为未来玻璃板块有望走出相对独立的行情。

图表 48. 玻璃与水泥 2017 年后开始分化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 49. 玻璃指数相对大盘走势持续弱势



资料来源：万得，中银国际证券



水泥板块走势与玻璃类似，错峰限产等政策红利使得 2017 年以来水泥板块表现强势：我们把水泥板块指数也来做相同的处理，水泥板块剔除大盘估值后，走势与玻璃板块相近。2009 年行业指数处于稳步增长的状态，也可以反映行业处于成长期。2009 年以后，水泥板块周期水泥也开始显现，水泥板块相对大盘趋于稳定，2009 到 2017 年期间板块扣除大盘估值后一直在 300 点左右波动。但与玻璃板块有一点不同，2017 年以来水泥行业实行严格的错峰、限产以及行业自律，水泥供给受限，落后产能淘汰。在此环境下产品涨价，头部企业进一步集中，作为行业龙头的上市公司估值与业绩同步提升。2017 年至今，水泥指数剔除大盘估值后指数从 300 点左右提升到 500 点左右，我们认为水泥板块相对大盘的强势表现的根本原因在于政策红利体现，当前政策红利释放接近尾声，后续该指标大概率在 500 点的水平波动。

玻璃限制新增产能政策由于企业冷修等原因被弱化，玻璃指数相对大盘走势持续弱势，外部环境无明显变化指数应当回归正常水平：玻璃行业 2017 年同样面临着政策约束，严格控制新增产能等。但是股票走势却不如水泥石强劲，我们认为主要的原因是玻璃行业进入门槛相对较低，在政策限制以前新增产能相对比较容易，行业产能供给过剩较为严重。因此限产后供给过剩依然存在，企业依然可以通过控制生产线冷修的节奏来控制供给，因此政策的效果一定程度被弱化，政策红利也不如水泥石板块显著，因此玻璃板块相对大盘不如水泥石板块那么强势。将玻璃指数剔除大盘估值后，截取 2013 年后走势较为稳定的部分，我们认为玻璃指数 2018 年以来相对大盘走势持续弱势，目前玻璃指数剔除大盘估值已经处于近几年低点，我们认为该指数的提升或下滑需要更强的政策红利或者更深刻的行业格局变化来带动，而不是简单的需求周期驱动。目前玻璃板块外部环境并未有明显变动，行业指数应该回归正常水平。



投资建议

旧改接力棚改，装修建材需求发生结构性变化：2019 年棚改退坡，旧改接力棚改。旧改以小区基础设施改造为主，辅助部分入户基础翻新。在装修建材方面，预计对管材、瓷砖、人造板等有较大需求；厨卫或为入户翻新重点改造领域，行业体量较小的吊顶也有望获得较强刺激。推荐对应行业龙头**伟星新材、蒙娜丽莎、兔宝宝、友邦吊顶**以及石膏板龙头**北新建材**。

建议关注玻璃板块的修复：在环保整治加码以及沙河停产预期下，经销商加强备货促进厂商去库存，厂商库存和在产产能同步缩减进一步为玻璃价格提供了企稳回升的支撑。当前玻璃板块估值与业绩增速均处于低位，指数相对大盘也一直处于弱势。在短周期基本面数据改善的情况下，建议关注玻璃板块的修复机会，推荐平板玻璃纯正标的**旗滨集团**。



风险提示

1. **旧改推进不及预期**：棚改退坡基本上成为定局。但目前旧改仍处于试点阶段，投融资机制以及后续运营是旧改的痛点，具体计划尚未出台，2020年起是否能够达到每年 8,000 亿元的投资额尚存在不确定性。
2. **玻璃基本面数据回落**：玻璃短周期基本面数据如库存和价格波动较大，中周期层面尚缺乏核心驱动因素，板块市场关注度也相对较低。玻璃板块上市公司业绩修复以及玻璃指数修复均存在一定不确定性。



附录图表 50. 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)
					2018A	2019E	2018A	2019E	
600585.SH	海螺水泥	买入	40.78	2,184.47	5.63	5.76	7.2	7.1	22.42
600801.SH	华新水泥	买入	20.49	390.05	3.46	3.81	5.9	5.4	11.83
000789.SZ	万年青	买入	9.78	77.98	1.85	2.42	5.3	4.0	6.93
002233.SZ	塔牌集团	买入	11.39	135.80	1.45	1.44	7.9	7.9	7.88
002372.SZ	伟星新材	买入	16.56	260.51	0.62	0.71	26.6	23.3	2.89
600176.SH	中国巨石	买入	9.12	319.41	0.68	0.88	13.5	10.4	4.19
603737.SH	三棵树	买入	42.72	79.62	1.19	2.54	35.8	16.8	10.04
002398.SZ	建研集团	买入	6.18	42.80	0.36	0.50	17.2	12.4	3.70
603826.SH	坤彩科技	买入	15.13	70.81	0.39	0.60	39.3	25.2	2.76
601636.SH	旗滨集团	买入	3.84	103.22	0.45	0.51	8.5	7.5	2.89
000786.SZ	北新建材	买入	18.34	309.86	1.46	1.65	12.6	11.1	8.65
002271.SZ	东方雨虹	增持	22.35	333.48	1.01	1.39	22.1	16.1	5.12
002043.SZ	兔宝宝	增持	5.90	45.71	0.43	0.48	13.8	12.3	2.20
000012.SZ	南玻 A	增持	4.24	105.80	0.15	0.32	29.1	13.3	3.23
002918.SZ	蒙娜丽莎	增持	12.65	50.88	0.90	1.09	14.0	11.6	11.01
002718.SZ	友邦吊顶	增持	18.27	24.02	0.79	0.83	23.0	22.0	13.65
600585.SH	海螺水泥	买入	40.78	2,184.47	5.63	5.76	7.2	7.1	22.42

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日7月17日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



601636.SH

买入

市场价格：人民币 3.84

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	10.6	5.3	(14.3)	(4.4)
相对上证指数	(8.3)	3.8	(4.1)	(9.2)

发行股数(百万)	2,688
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	10,322
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
福建旗滨集团有限公司	29

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月17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

旗滨集团

平板玻璃原片龙头，板块修复有望充分受益

公司是平板玻璃行业龙头，标的纯正。公司国内在广东等四省八个基地共有26条生产线。国外马来产能已经落地点火。目前公司产能已全面释放。作为行业龙头，公司市占率较高，年分红比例较高，基本面稳健，平板玻璃板块修复预期下公司将充分受益。

支撑评级的要点

- **出货量先跌后升，吨利润指标有所下滑**：公司2018平板玻璃产量1.099亿重箱，同增6.79%；销量1.1亿重箱，同增6.53%。受竣工低位影响，公司上半年出货量较低，后逐步有所好转。但全年价格持续阴跌，单箱毛利最低跌至17元，净利跌至10元。对公司利润水平有所影响。
- **海外产能充分释放，海外收入增长明显**：马来产能释放，全年海外收入8亿元，同比大增208.24%；毛利润1.66亿元。假设海外收入主要来自马来，单箱价格80元，马来产能利用率接近100%，产能充分释放。
- **发挥企业龙头优势，加快推进产业布局**：公司在深加工领域逐步前进。浙江、广东、马来西亚节能玻璃深加工项目已开始运行；郴州光伏光电基板生产线已于2018年9月点火；醴陵高性能电子玻璃项目于2018年年中投入建设，预计2020年投入使用。公司产业布局将持续优化。
- **短期行业基本面改善下，公司有望充分收益板块修复行情**：近期平板玻璃各项基本面数据回升，经销商抓紧备货，产品价格回升具备有力支撑。玻璃板块业绩与估值处于历史低位，板块弱势有望借此机会修复，公司作为平板玻璃龙头与最纯正标的有望充分收益板块修复行情。

估值

- 公司基本面稳健，盈利能力强，是不可多得的现金牛。预计2019-2021年，公司营收分别为91.64、96.67、101.51亿元；归母净利润分别为13.61、14.47、15.71亿元；EPS为0.51、0.54、0.58元，维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 玻璃库存持续累加，产品价格继续下滑，板块修复不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
变动(%)	9	10	9	5	5
净利润(人民币 百万)	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
全面摊薄每股收益(人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
变动(%)	31.4	5.7	12.7	6.3	8.6
市场预期每股收益(人民币)			0.480	0.540	0.590
全面摊薄市盈率(倍)	9.0	8.5	7.6	7.1	6.6
价格/每股现金流量(倍)	10.4	4.5	4.5	4.3	4.0
每股现金流量(人民币)	0.37	0.85	0.86	0.89	0.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.5	4.4	4.0	3.9	3.7
每股股息(人民币)	0.29	0.30	0.33	0.35	0.38
股息率(%)	7.6	7.8	8.6	9.1	9.9

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,585	8,378	9,164	9,667	10,151
销售成本	5,153	5,966	6,594	7,004	7,355
经营费用	980	732	838	885	929
息税折旧前利润	2,293	2,361	2,577	2,655	2,753
折旧及摊销	837	914	843	874	883
经营利润 (息税前利润)	1,457	1,447	1,734	1,781	1,870
净利息收入/(费用)	(104)	(100)	(133)	(79)	(22)
其他收益/(损失)	3	31	7	7	7
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
所得税	210	139	240	255	277
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	1,143	1,208	1,361	1,447	1,571
核心净利润	1,140	1,177	1,353	1,439	1,563
每股收益 (人民币)	0.425	0.449	0.506	0.538	0.584
核心每股收益 (人民币)	0.424	0.438	0.503	0.535	0.581
每股股息 (人民币)	0.291	0.300	0.330	0.350	0.380
收入增长(%)	9	10	9	5	5
息税前利润增长(%)	13	(1)	20	3	5
息税折旧前利润增长(%)	8	3	9	3	4
每股收益增长(%)	31	6	13	6	9
核心每股收益增长(%)	48	3	15	6	9

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,353	1,347	1,601	1,702	1,848
折旧与摊销	837	914	843	874	883
净利息费用	104	100	133	79	22
运营资本变动	2,183	(372)	157	164	55
税金	882	674	256	280	302
其他经营现金流	1,359	(1,341)	(377)	(411)	(453)
经营活动产生的现金流	2,352	2,066	2,299	2,359	2,547
购买固定资产净值	1,412	1,057	9	3	1
投资减少/增加	9	(47)	(4)	(4)	(4)
其他投资现金流	91	1,225	21	27	39
投资活动产生的现金流	(1,331)	216	17	29	43
净增权益	(34)	(644)	0	0	0
净增债务	(1,642)	173	(500)	(500)	(483)
支付股息	808	807	887	941	1,022
其他融资现金流	1,289	(113)	(143)	(102)	(59)
融资活动产生的现金流	(1,195)	(1,390)	(1,530)	(1,542)	(1,564)
现金变动	(181)	(192)	777	843	1,025
期初现金	824	681	435	1,212	2,055
公司自由现金流	1,021	2,282	2,315	2,388	2,590
权益自由现金流	668	2,343	1,673	1,787	2,048

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	681	435	1,212	2,055	3,080
应收帐款	97	166	186	199	211
库存	594	705	766	804	839
其他流动资产	68	727	777	777	777
流动资产总计	2,099	2,083	2,941	3,835	4,908
固定资产	7,870	8,339	8,117	7,451	6,650
无形资产	846	824	802	776	749
其他长期资产	1,901	1,592	1,001	822	768
长期资产总计	10,617	10,754	9,920	9,049	8,167
总资产	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
应付帐款	774	918	1,012	1,074	1,127
短期债务	280	490	290	90	0
其他流动负债	937	1,186	1,215	1,239	1,270
流动负债总计	1,991	2,594	2,518	2,404	2,397
长期借款	1,916	1,483	983	483	(0)
其他长期负债	1,732	1,190	1,317	1,448	1,580
股本	2,693	2,688	2,688	2,688	2,688
储备	4,385	4,882	5,355	5,861	6,410
股东权益	7,078	7,570	8,044	8,549	9,098
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	12,716	12,838	12,862	12,884	13,075
每股帐面价值 (人民币)	2.63	2.82	2.99	3.18	3.38
每股有形资产 (人民币)	4.23	4.41	4.42	4.44	4.52
每股净负债/(现金)(人民币)	1.17	1.02	0.51	(0.01)	(0.56)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	30.2	28.2	28.1	27.5	27.1
息税前利润率 (%)	19.2	17.3	18.9	18.4	18.4
税前利润率 (%)	17.8	16.1	17.5	17.6	18.2
净利率 (%)	15.1	14.4	14.9	15.0	15.5
流动性					
流动比率 (倍)	1.1	0.8	1.2	1.6	2.0
利息覆盖率 (倍)	22.1	23.6	19.4	33.6	126.2
净权益负债率 (%)	45.9	36.1	17.1	净现金	净现金
速动比率 (倍)	0.8	0.5	0.9	1.3	1.7
估值					
市盈率 (倍)	9.0	8.5	7.6	7.1	6.6
核心业务市盈率 (倍)	9.1	8.8	7.6	7.2	6.6
市净率 (倍)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
价格/现金流 (倍)	10.4	4.5	4.5	4.3	4.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	4.5	4.4	4.0	3.9	3.7
周转率					
存货周转天数	28.6	30.7	30.5	30.3	30.2
应收帐款周转天数	4.7	7.2	7.4	7.5	7.6
应付帐款周转天数	54.8	56.2	56.0	56.0	55.9
回报率					
股息支付率 (%)	68.5	66.9	65.2	65.0	65.0
净资产收益率 (%)	16.1	16.0	16.9	16.9	17.3
资产收益率 (%)	9.0	9.4	10.6	11.2	12.0
已运用资本收益率 (%)	11.2	12.1	13.9	14.3	14.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002372.SZ

买入

市场价格: 人民币 16.56

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	40.3	2.9	3.9	22.9
相对新华富时 A50 指数	10.2	(3.0)	14.0	22.7

发行股数(百万)	1,573
流通股(%)	90
总市值(人民币 百万)	26,051
3个月日均交易额(人民币 百万)	105
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
伟星集团有限公司	38

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

- 《伟星新材》 20190401
- 《伟星新材》 20190225
- 《伟星新材》 20180808

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: 其他建材

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

经营稳健的 PPR 龙头, 有望充分受益旧改

公司是 PPR 管龙头, 坚守零售业务, 重视扁平渠道构建、品牌建设和团队培养, 经营风格稳健, 2018 年业绩实现逆势增长。随着旧改政策推进, 未来塑料管有望成为最大受益者, 公司作为行业龙头纯正标的仍有增长空间。

支撑评级的要点

- **经营风格稳健, 重视渠道与零售端业务:** 公司经营风格稳健, 重视渠道端的管理和经营质量, 现金流表现良好。上市以来一直保持稳定的业绩增速。一方面公司通过自建营销网络与培养人才, 同时构建扁平化渠道, 加强公司对终端价格以及销售渠道控制力。另一方面公司重视零售端业务以及品牌的经营, 提升公司现金流比例以及产品毛利率, 充分挖掘产品价值。
- **公司重视品牌经营以及销售队伍建设:** 入户水管安装要求较高的专业性, 公司提供“星管家”上门安装服务, 充分发挥公司产品质量, 有效维护公司品牌。同时公司加大销售人员培养, 以更高的销售费用投入获取更高的产品毛利率。
- **严控经营质量, 2018 年业绩逆势增长:** 公司 2018 年塑料管销量 21.4 万吨, 同增 7.76%; 市场塑料管销量为 1,567 万吨, 同增 3%。行业增速下行, 公司逆势增长源自于对零售业务的坚守以及对经营质量的严控。
- **旧改政策推进, 公司有望充分受益:** 预计随着旧改政策推进, 入户装修中厨房厕所翻新以及管道翻新是重点, 塑料管行业有望成为旧改接力棚改后最大受益者。公司最为行业龙头与纯正标的, 有望充分受益。

估值

- 参考公司业绩指引, 我们预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 52.48、59.38、65.66 亿元; 归母净利润分别为 11.10、12.50、13.83 亿元; EPS 为 0.706、0.795、0.879 元, 维持公司**买入**评级。

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, 旧改推进不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	3,903	4,570	5,248	5,938	6,566
变动(%)	18	17	15	13	11
净利润(人民币 百万)	821	978	1,110	1,250	1,383
全面摊薄每股收益(人民币)	0.522	0.622	0.706	0.795	0.879
变动(%)	20.3	19.1	13.5	12.6	10.6
市场预期每股收益(人民币)			0.740	0.860	1.000
全面摊薄市盈率(倍)	32.0	26.8	23.6	21.0	19.0
价格/每股现金流量(倍)	38.8	18.2	23.2	20.3	18.2
每股现金流量(人民币)	0.43	0.92	0.72	0.82	0.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	17.5	18.7	16.6	15.1
每股股息(人民币)	0.30	0.38	0.49	0.56	0.62
股息率(%)	1.8	2.3	2.9	3.4	3.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	3,903	4,570	5,248	5,938	6,566
销售成本	2,079	2,432	2,820	3,198	3,538
经营费用	930	888	1,128	1,277	1,412
息税折旧前利润	1,051	1,249	1,407	1,579	1,734
折旧及摊销	95	100	98	107	110
经营利润(息税前利润)	955	1,149	1,309	1,472	1,624
净利息收入/(费用)	8	15	21	26	32
其他收益/(损失)	20	12	17	17	17
税前利润	964	1,164	1,330	1,498	1,656
所得税	142	186	220	247	274
少数股东权益	(0)	1	2	2	3
净利润	821	978	1,110	1,250	1,383
核心净利润	801	966	1,093	1,233	1,366
每股收益(人民币)	0.522	0.622	0.706	0.795	0.879
核心每股收益(人民币)	0.509	0.614	0.695	0.784	0.868
每股股息(人民币)	0.296	0.385	0.490	0.560	0.620
收入增长(%)	18	17	15	13	11
息税前利润增长(%)	21	20	14	12	10
息税折旧前利润增长(%)	20	19	13	12	10
每股收益增长(%)	20	19	13	13	11
核心每股收益增长(%)	23	21	13	13	11

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	964	1,164	1,330	1,498	1,656
折旧与摊销	95	100	98	107	110
净利息费用	(8)	(15)	(21)	(26)	(32)
运营资本变动	80	581	59	85	72
税金	473	461	284	316	348
其他经营现金流	(502)	(171)	(534)	(561)	(619)
经营活动产生的现金流	942	957	1,099	1,248	1,391
购买固定资产净值	264	216	3	1	0
投资减少/增加	(189)	230	(17)	(17)	(17)
其他投资现金流	14	1,368	21	26	32
投资活动产生的现金流	(62)	921	35	42	49
净增权益	13	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	605	787	771	881	975
其他融资现金流	129	182	131	1	0
融资活动产生的现金流	(464)	(605)	(640)	(880)	(975)
现金变动	417	(421)	492	409	465
期初现金	1,014	1,430	962	1,484	1,893
公司自由现金流	880	1,878	1,134	1,290	1,440
权益自由现金流	1,009	2,059	1,265	1,291	1,440

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,430	962	1,484	1,893	2,358
应收帐款	292	335	383	432	477
库存	536	651	743	835	918
其他流动资产	477	512	833	833	833
流动资产总计	2,771	2,781	3,443	3,994	4,586
固定资产	859	862	950	906	822
无形资产	279	272	263	254	245
其他长期资产	289	630	455	403	387
长期资产总计	1,427	1,764	1,669	1,563	1,453
总资产	4,198	4,545	5,112	5,557	6,040
应付帐款	233	271	344	385	423
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	730	589	598	612	630
流动负债总计	963	860	942	998	1,053
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	27	43	60	78
股本	1,008	1,311	1,573	1,573	1,573
储备	2,202	2,346	2,554	2,926	3,335
股东权益	3,211	3,657	4,127	4,499	4,908
少数股东权益	12	13	15	17	20
总负债及权益	4,198	4,545	5,112	5,557	6,040
每股帐面价值(人民币)	2.03	2.32	2.61	2.85	3.11
每股有形资产(人民币)	1.89	2.07	3.06	3.35	3.66
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.69)	(0.46)	(0.92)	(1.17)	(1.45)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.9	27.3	26.8	26.6	26.4
息税前利润率(%)	24.5	25.1	24.9	24.8	24.7
税前利润率(%)	24.7	25.5	25.3	25.2	25.2
净利率(%)	21.0	21.4	21.2	21.1	21.1
流动性					
流动比率(倍)	2.9	3.2	3.7	4.0	4.4
利息覆盖率(倍)	128.8	81.4	67.1	60.4	54.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.3	2.5	2.9	3.2	3.5
估值					
市盈率(倍)	32.0	26.8	23.6	21.0	19.0
核心业务市盈率(倍)	32.8	27.2	24.0	21.3	19.2
市净率(倍)	8.2	7.2	6.4	5.9	5.4
价格/现金流(倍)	38.8	18.2	23.2	20.3	18.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.0	17.5	18.7	16.6	15.1
周转率					
存货周转天数	50.2	52.0	51.7	51.3	51.1
应收帐款周转天数	27.3	26.8	26.7	26.6	26.5
应付帐款周转天数	40.9	40.7	44.5	44.0	43.6
回报率					
股息支付率(%)	56.7	61.8	69.4	70.5	70.5
净资产收益率(%)	25.6	26.8	27.0	27.8	28.2
资产收益率(%)	19.6	21.5	21.8	22.5	22.9
已运用资本收益率(%)	25.2	26.2	26.2	26.9	27.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



000786.SZ

买入

市场价格: 人民币 18.34

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	35.7	1.9	(6.7)	(5.0)
相对新华富时 A50 指数	5.6	(4.0)	3.4	(5.2)

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	30,986
3个月日均交易额(人民币 百万)	167
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

- 《北新建材》 20150821
- 《北新建材一季报点评》 20150424
- 《北新建材》 20150320

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: 其他建材

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

北新建材

行业龙头布局加速, 新材料趋势下成长可期

公司主营石膏板, 产能全球第一, 国内市占率超过一半。石膏板需求随着行业结构的改善、装配式建筑的发展以及二次装修等将产生广阔的增量空间。面对上游资源紧缺以及价格波动, 公司议价能力凸显。品牌价值高, 营销网络发达, 电商、地产、装饰公司多渠道发力, 财务状况稳健。

支撑评级的要点

- **石膏板行业稳步增长, 未来仍有广阔空间。**我国石膏板产量稳步增长, 但相比国外仍存在较大的差距, 未来从吊顶到隔墙, 从工装到家装的结构性改善, 以及装配式建筑普及下, 国内石膏板市场仍有成长空间。
- **环保政策加码, 行业整合利好龙头企业。**固废禁令不断减少废纸进口配额, 近期核定进口废纸额度直接降为 0, 作为纸面石膏板主要原材料的护面纸价格将有一定上升压力, 公司议价能力充分凸显。叠加去产能政策提升行业门槛, 利好龙头企业。
- **产能实现全球第一, 加快布局, 目标 30 亿平方米。**自 2004 年以来, 北新建材石膏板业务规模 3 年实现中国第一, 5 年实现亚洲第一, 8 年实现全球第一。去年重组行业第二的万佳建材建立“梦牌”, 并开始布局国外市场, 年初以来新设多条生产线。
- **品牌价值高、覆盖面全, 销售多渠道发力。**公司的石膏板生产线遍布全国, 成功覆盖高端市场和中端市场。旗下两大品牌“龙牌”和“泰山”产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。新组建“梦牌”用于淘汰市场中假冒伪劣产品。去年以来公司与地产商、电商和装饰公司签订合作协议, 多渠道推广石膏板产品。

估值

- 考虑石膏板未来仍有成长空间, 目前公司加快产能与品牌布局, 我们预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 135.70、145.20、153.91 亿元; 归母净利润分别为 27.85、30.00、32.04 亿元; EPS 为 1.649、1.775、1.896 元, 首次覆盖给予公司买入评级。

评级面临的主要风险

- 护面纸价格超预期上涨, 装配式建筑推进不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,164	12,565	13,570	14,520	15,391
变动(%)	37	13	8	7	6
净利润(人民币 百万)	2,344	2,466	2,785	3,000	3,204
全面摊薄每股收益(人民币)	1.387	1.460	1.649	1.775	1.896
变动(%)	65.3	5.2	12.9	7.7	6.8
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.810	2.010
全面摊薄市盈率(倍)	13.2	12.6	11.1	10.4	9.7
价格/每股现金流量(倍)	37.7	2.0	8.1	7.5	7.0
每股现金流量(人民币)	0.49	9.36	2.26	2.45	2.61
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	9.4	7.7	7.2	6.8
每股股息(人民币)	0.37	0.49	0.49	0.53	0.57
股息率(%)	2.0	2.6	2.7	2.9	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,164	12,565	13,570	14,520	15,391
销售成本	7,008	8,128	8,732	9,344	9,904
经营费用	1,273	1,148	1,608	1,721	1,824
息税折旧前利润	3,216	3,315	4,016	4,311	4,535
折旧及摊销	444	478	835	910	932
经营利润(息税前利润)	2,772	2,837	3,181	3,401	3,603
净利息收入/(费用)	(94)	(36)	(12)	12	43
其他收益/(损失)	(9)	(128)	13	13	13
税前利润	2,678	2,801	3,169	3,413	3,646
所得税	334	335	384	414	442
少数股东权益	11	15	30	34	39
净利润	2,344	2,466	2,785	3,000	3,204
核心净利润	2,353	2,594	2,772	2,987	3,191
每股收益(人民币)	1.387	1.460	1.649	1.775	1.896
核心每股收益(人民币)	1.393	1.536	1.641	1.768	1.889
每股股息(人民币)	0.371	0.487	0.490	0.530	0.570
收入增长(%)	37	13	8	7	6
息税前利润增长(%)	58	2	12	7	6
息税折旧前利润增长(%)	49	3	21	7	5
每股收益增长(%)	65	5	13	8	7
核心每股收益增长(%)	105	10	7	8	7

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,678	2,801	3,169	3,413	3,646
折旧与摊销	444	478	835	910	932
净利息费用	94	36	12	(12)	(43)
运营资本变动	582	(478)	(33)	(57)	(81)
税金	649	851	492	518	545
其他经营现金流	(630)	(1,862)	(779)	(823)	(871)
经营活动产生的现金流	2,654	2,783	3,761	4,063	4,289
购买固定资产净值	886	1,557	9	3	1
投资减少/增加	932	490	(33)	(33)	(33)
其他投资现金流	(12)	14,210	29	53	84
投资活动产生的现金流	(1,831)	12,163	52	83	116
净增权益	(52)	74	0	0	0
净增债务	(586)	(213)	0	0	0
支付股息	626	777	828	895	963
其他融资现金流	222	143	(31)	(37)	(39)
融资活动产生的现金流	(1,042)	(773)	(859)	(933)	(1,002)
现金变动	(219)	(48)	2,945	3,211	3,402
期初现金	783	614	490	3,435	6,646
公司自由现金流	824	14,946	3,813	4,146	4,406
权益自由现金流	460	14,875	3,782	4,109	4,366

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	614	490	3,435	6,646	10,048
应收帐款	325	290	313	334	353
库存	1,260	1,279	1,362	1,439	1,505
其他流动资产	2,419	3,332	3,593	3,593	3,593
流动资产总计	5,531	5,652	8,704	12,012	15,499
固定资产	7,330	7,590	8,264	7,848	7,105
无形资产	1,621	1,689	1,633	1,576	1,520
其他长期资产	1,628	2,977	1,534	1,100	969
长期资产总计	10,580	12,256	11,431	10,524	9,593
总资产	16,111	17,908	20,135	22,536	25,092
应付帐款	896	812	879	946	1,007
短期债务	800	891	891	891	891
其他流动负债	1,200	610	683	770	874
流动负债总计	2,896	2,313	2,453	2,607	2,772
长期借款	287	534	534	534	534
其他长期负债	431	621	721	830	941
股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	10,707	12,749	14,737	16,876	19,155
股东权益	12,496	14,439	16,427	18,565	20,845
少数股东权益	80	156	186	221	259
总负债及权益	16,111	17,908	20,135	22,536	25,092
每股帐面价值(人民币)	7.35	8.45	9.61	10.86	12.18
每股有形资产(人民币)	8.55	10.13	10.92	12.37	13.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	0.98	(0.76)	(2.60)	(4.55)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.8	26.4	29.6	29.7	29.5
息税前利润率(%)	24.8	22.6	23.4	23.4	23.4
税前利润率(%)	24.0	22.3	23.4	23.5	23.7
净利率(%)	21.1	19.7	20.7	20.9	21.1
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.4	3.5	4.6	5.6
利息覆盖率(倍)	34.1	91.5	336.3	351.6	104.6
净权益负债率(%)	7.2	10.8	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.9	3.0	4.1	5.0
估值					
市盈率(倍)	13.2	12.6	11.1	10.4	9.7
核心业务市盈率(倍)	13.2	12.0	11.2	10.4	9.7
市净率(倍)	2.5	2.2	1.9	1.7	1.5
价格/现金流(倍)	37.7	2.0	8.1	7.5	7.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.2	9.4	7.7	7.2	6.8
周转率					
存货周转天数	41.2	37.1	36.6	36.2	35.7
应收帐款周转天数	10.6	8.4	8.4	8.4	8.4
应付帐款周转天数	46.7	36.5	36.7	36.9	37.1
回报率					
股息支付率(%)	26.7	33.4	29.7	29.9	30.1
净资产收益率(%)	18.8	17.2	17.1	16.3	15.6
资产收益率(%)	14.6	13.9	14.0	13.5	12.9
已运用资本收益率(%)	17.3	15.2	15.1	14.4	13.6

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002043.SZ

增持

市场价格: 人民币 5.90

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	22.1	4.2	(14.2)	(22.9)
相对新华富时 A50 指数	(8.1)	(1.7)	(4.1)	(23.1)

发行股数(百万)	775
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	4,571
3个月日均交易额(人民币 百万)	53
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
德华集团控股股份有限公司	30

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 日收市价为标准

相关研究报告

- 《兔宝宝》20181029
- 《兔宝宝》20180822
- 《兔宝宝》20180423

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: 其他建材

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

兔宝宝

转型升级步步为营, 大家居产业链逐步覆盖

公司主营人造板, 近年来公司加强 2B 渠道建设, 同时推进采购平台建设以及家居产品及其渠道建设, 逐步转型大家居全产业链供应商。旧改项目推进下, 地板翻新等或为行业带来新的市场增量, 公司有望充分受益。

支撑评级的要点

- 公司 2018 年开始提高市场覆盖力度和同时加强渠道建设: 公司 2018 年装饰材料事业部新建专卖店 312 家, 累计专卖店家数接近 2,000 家。同时公司加强 2B 端的建设, 引入销售分公司, 加强渠道把控力度。重点对接好各类流量入口, 同时把握好地产类的“大 B”客户和家装公司以及定制家具等“小 B”客户。
- 易采平台上线有望提升运营效率: 2018 年公司易采平台上线, 将有效解决经销商辅料采购周期长、仓库备货少、品类不齐全等痛点; 同时为打通一二级经销商, 家装公司, 定制家具公司等客户采购提供完整平台, 提升公司乃至整个产业链的运营效率。
- 完善定制家居业务, 提升全产业链覆盖率: 公司 2018 年大力推进“易装”项目, 落地专卖店 45 家。同时公司大力推进橱柜、地板、木门等五大体系建设, 逐步实现由基础板材供应商向定制家具供应商转型。
- 旧改政策推进, 公司有望充分受益: 随着旧改政策推进, 入户装修将涉及部分装饰板材以及家具的更新, 对人造板形成较大需求。公司加强渠道建设的同时, 有望借旧改政策春风提升 2B 端渠道的渗透力度。

估值

- 考虑 2018 年公司业绩有所放缓, 业绩基数有所下调, 我们预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 47.91、52.60、57.04 亿元; 归母净利润分别为 3.75、4.27、4.85 亿元; EPS 为 0.484、0.551、0.626 元, 维持公司**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 旧改政策推进不及预期, 渠道建设效果不及预期, 现金流压力加大。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	4,120	4,306	4,791	5,260	5,704
变动(%)	54	5	11	10	8
净利润(人民币 百万)	365	331	375	427	485
全面摊薄每股收益(人民币)	0.471	0.427	0.484	0.551	0.626
变动(%)	37.7	(9.3)	13.4	13.7	13.7
市场预期每股收益(人民币)			0.490	0.560	0.630
全面摊薄市盈率(倍)	13.0	14.4	12.7	11.1	9.8
价格/每股现金流量(倍)	(611.6)	1.5	13.7	11.6	9.9
每股现金流量(人民币)	(0.01)	4.19	0.45	0.53	0.62
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.6	9.8	8.7	7.8
每股股息(人民币)	0.25	0.28	0.23	0.26	0.30
股息率(%)	4.1	4.5	3.8	4.2	4.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	4,120	4,306	4,791	5,260	5,704
销售成本	3,409	3,588	3,945	4,311	4,645
经营费用	323	324	393	431	468
息税折旧前利润	478	466	503	566	636
折旧及摊销	32	32	29	31	31
经营利润(息税前利润)	446	433	474	535	605
净利息收入/(费用)	(2)	(30)	(15)	(13)	(11)
其他收益/(损失)	55	80	47	47	47
税前利润	444	403	459	522	594
所得税	79	72	84	95	109
少数股东权益	(1)	(1)	6	7	9
净利润	365	331	375	427	485
核心净利润	310	250	328	379	438
每股收益(人民币)	0.471	0.427	0.484	0.551	0.626
核心每股收益(人民币)	0.400	0.323	0.423	0.490	0.565
每股股息(人民币)	0.251	0.278	0.230	0.260	0.300
收入增长(%)	54	5	11	10	8
息税前利润增长(%)	45	(3)	9	13	13
息税折旧前利润增长(%)	41	(2)	8	13	12
每股收益增长(%)	38	(9)	13	14	14
核心每股收益增长(%)	34	(19)	31	16	15

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	444	403	459	522	594
折旧与摊销	32	32	29	31	31
净利息费用	2	30	15	13	11
运营资本变动	155	(804)	73	62	49
税金	162	157	96	105	115
其他经营现金流	(50)	(1,126)	(209)	(228)	(249)
经营活动产生的现金流	436	301	318	382	453
购买固定资产净值	86	68	0	0	0
投资减少/增加	(40)	280	(37)	(37)	(37)
其他投资现金流	(398)	3,082	5	6	9
投资活动产生的现金流	(444)	2,734	42	44	46
净增权益	205	(599)	0	0	0
净增债务	(0)	793	0	0	0
支付股息	203	201	185	209	242
其他融资现金流	145	(11)	(19)	(19)	(19)
融资活动产生的现金流	148	(19)	(205)	(229)	(261)
现金变动	139	72	155	196	237
期初现金	183	318	391	546	742
公司自由现金流	(8)	3,035	360	425	499
权益自由现金流	137	3,817	340	406	479

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	318	391	546	742	979
应收帐款	995	881	960	1,035	1,104
库存	322	312	345	377	405
其他流动资产	196	201	104	104	104
流动资产总计	1,837	1,687	1,954	2,257	2,592
固定资产	267	266	270	251	226
无形资产	73	82	79	76	74
其他长期资产	490	951	920	912	909
长期资产总计	830	1,298	1,270	1,239	1,208
总资产	2,667	2,986	3,224	3,497	3,801
应付帐款	264	281	310	340	368
短期债务	0	793	793	793	793
其他流动负债	424	196	207	222	243
流动负债总计	688	1,270	1,310	1,355	1,403
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	32	35	37	40
股本	862	806	806	806	806
储备	1,091	878	1,074	1,299	1,552
股东权益	1,953	1,684	1,880	2,104	2,357
少数股东权益	22	26	32	40	49
总负债及权益	2,667	2,986	3,224	3,497	3,801
每股帐面价值(人民币)	2.49	2.14	2.29	2.56	2.87
每股有形资产(人民币)	2.67	3.40	3.36	3.70	4.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.36)	0.60	0.35	0.11	(0.18)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.6	10.8	10.5	10.8	11.2
息税前利润率(%)	10.8	10.1	9.9	10.2	10.6
税前利润率(%)	10.8	9.4	9.6	9.9	10.4
净利率(%)	8.8	7.7	8.0	8.3	8.7
流动性					
流动比率(倍)	2.7	1.3	1.5	1.7	1.8
利息覆盖率(倍)	217.7	15.5	33.7	42.5	56.8
净权益负债率(%)	净现金	25.8	15.0	4.2	净现金
速动比率(倍)	2.2	1.1	1.2	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	13.0	14.4	12.7	11.1	9.8
核心业务市盈率(倍)	15.3	19.0	14.5	12.5	10.8
市净率(倍)	2.5	2.9	2.7	2.4	2.1
价格/现金流(倍)	(611.6)	1.5	13.7	11.6	9.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.1	10.6	9.8	8.7	7.8
周转率					
存货周转天数	28.6	26.4	26.3	26.1	25.9
应收帐款周转天数	88.2	74.6	73.1	71.8	70.6
应付帐款周转天数	28.3	28.6	28.7	28.8	28.9
回报率					
股息支付率(%)	53.3	65.2	47.5	47.2	47.9
净资产收益率(%)	18.6	19.6	20.3	20.6	21.0
资产收益率(%)	13.7	11.0	11.8	12.4	13.0
已运用资本收益率(%)	18.5	14.2	14.3	14.9	15.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002918.SZ

增持

市场价格: 人民币 12.65

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	34.1	1.3	(14.2)	(2.8)
相对新华富时 A50 指数	4.0	(4.6)	(4.1)	(3.0)

发行股数(百万)	402
流通股(%)	34
总市值(人民币 百万)	5,088
3个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
萧华	31

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 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: 其他建材

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

蒙娜丽莎

旧改竣工提供增量, 行业集中助力成长

公司作为陶瓷龙头, 产品辨识度高, 竞争力强, 同时通过 OEM 外包订单控制一部分成本。随着旧改接力棚改以及竣工增速回升预期, 瓷砖需求有增长预期。同时行业落后产能淘汰以及下游地产加速集中将利好工程端业务突出的行业龙头。

支撑评级的要点

- 公司是国内陶瓷第一梯队公司, 竞争力强: 公司旗下有蒙娜丽莎与 QD 两大品牌产品, 品牌辨识度高。产品线完善, 涉及瓷质釉面砖、瓷质无釉砖、非瓷带釉砖、陶瓷薄板、陶瓷薄砖等。目前公司拥有国内唯一的陶瓷薄板量产能力, 符合国家产业政策, 产品竞争力强。
- 陶瓷大行业小公司, 行业集中度有望充分提升: 中商产业研究院数据显示 2016 年陶瓷行业市场规模达到 5,216 亿元, 总销量达到 110.76 亿平方米, 公司体量较小。当前单位竣工面积陶瓷消费量趋于稳定, 国家开始逐步淘汰年产 100 万平以下并限制年产 150 万平以下的落后产能。同时随着下游地产集中度加速提升, 公司作为深耕工程渠道的行业龙头有望随着下游集中度提升以及落后产能淘汰充分享受行业集中度提升红利。
- 订单外包控制成本, 维持产品竞争力: 公司一方面扩大产能提高高端产品竞争能力, 同时把体量较小的订单外包给 OEM 厂商, 有利于控制公司成本, 实现毛利率提升, 维持公司产品竞争力。
- 旧改接力棚改以及竣工回升均为瓷砖提供需求增长预期: 2019 年棚改计划退坡, 旧改接力棚改, 老房户内装修和外墙翻新为陶瓷提供了极大的增量市场。公司工程端业务突出, 有望充分受益增量市场。而持续低迷的竣工增速回升预期也为陶瓷产品提供了需求增长预期。

估值

- 预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 38.50、46.20、64.57 亿元; 归母净利润分别为 4.40、5.29、7.36 亿元; EPS 为 1.09、1.32、1.83 元, 首次覆盖给予公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 旧改不及预期, 竣工持续下滑, 行业集中不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,890	3,208	3,850	4,620	6,457
变动(%)	24	11	20	20	40
净利润(人民币 百万)	302	362	440	529	736
全面摊薄每股收益(人民币)	0.750	0.901	1.094	1.315	1.830
变动(%)	29.5	20.1	21.5	20.2	39.2
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.810	2.010
全面摊薄市盈率(倍)	17.2	14.3	11.8	9.8	7.0
价格/每股现金流量(倍)	37.1	24.6	12.8	10.9	11.4
每股现金流量(人民币)	0.35	0.53	1.01	1.18	1.13
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	6.1	9.5	8.0	5.8
每股股息(人民币)	0.06	0.14	0.22	0.26	0.37
股息率(%)	0.4	1.1	1.7	2.0	2.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,890	3,208	3,850	4,620	6,457
销售成本	1,849	2,029	2,441	2,929	4,097
经营费用	665	640	882	1,058	1,479
息税折旧前利润	445	501	548	652	890
折旧及摊销	71	70	47	52	54
经营利润(息税前利润)	374	431	500	600	836
净利息收入/(费用)	(20)	(12)	8	12	15
其他收益/(损失)	(5)	2	7	7	7
税前利润	354	420	509	611	851
所得税	52	57	69	83	115
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	302	362	440	529	736
核心净利润	307	361	433	522	729
每股收益(人民币)	0.750	0.901	1.094	1.315	1.830
核心每股收益(人民币)	0.763	0.897	1.077	1.298	1.813
每股股息(人民币)	0.057	0.137	0.220	0.260	0.370
收入增长(%)	24	11	20	20	40
息税前利润增长(%)	28	15	16	20	39
息税折旧前利润增长(%)	25	13	9	19	36
每股收益增长(%)	29	20	21	20	39
核心每股收益增长(%)	43	18	20	20	40

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	354	420	509	611	851
折旧与摊销	71	70	47	52	54
净利息费用	20	12	(8)	(12)	(15)
运营资本变动	123	269	93	118	347
税金	277	265	96	118	166
其他经营现金流	(228)	(221)	(163)	(198)	(279)
经营活动产生的现金流	370	275	388	453	430
购买固定资产净值	193	197	1	0	0
投资减少/增加	(9)	232	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	0	471	17	20	23
投资活动产生的现金流	(184)	41	18	22	25
净增权益	1,124	0	0	0	0
净增债务	(90)	178	0	0	0
支付股息	31	83	88	105	149
其他融资现金流	18	41	29	(8)	(8)
融资活动产生的现金流	1,021	136	(60)	(113)	(157)
现金变动	1,207	(18)	345	362	298
期初现金	305	1,493	1,477	1,822	2,185
公司自由现金流	186	317	406	475	455
权益自由现金流	114	536	435	467	447

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,493	1,477	1,822	2,185	2,483
应收帐款	653	922	1,083	1,276	1,757
库存	712	890	1,046	1,234	1,708
其他流动资产	10	56	323	323	323
流动资产总计	2,914	3,611	4,274	5,018	6,270
固定资产	369	427	478	458	416
无形资产	93	92	89	86	83
其他长期资产	162	233	138	110	102
长期资产总计	625	752	705	653	600
总资产	3,538	4,363	4,979	5,671	6,870
应付帐款	800	1,069	1,273	1,513	2,089
短期债务	112	207	207	207	207
其他流动负债	351	431	451	474	505
流动负债总计	1,263	1,707	1,931	2,194	2,802
长期借款	45	100	100	100	100
其他长期负债	13	6	11	15	20
股本	158	237	402	402	402
储备	2,060	2,313	2,535	2,960	3,547
股东权益	2,218	2,549	2,937	3,362	3,949
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	3,538	4,363	4,979	5,671	6,870
每股帐面价值(人民币)	5.51	6.34	7.30	8.36	9.82
每股有形资产(人民币)	6.40	7.05	12.12	13.84	16.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.47)	(1.93)	(3.74)	(4.63)	(5.36)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.4	15.6	14.2	14.1	13.8
息税前利润率(%)	12.9	13.4	13.0	13.0	13.0
税前利润率(%)	12.2	13.1	13.2	13.2	13.2
净利率(%)	10.4	11.3	11.4	11.4	11.4
流动性					
流动比率(倍)	2.3	2.1	2.2	2.3	2.2
利息覆盖率(倍)	22.3	43.4	64.9	56.5	60.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6
估值					
市盈率(倍)	17.2	14.3	11.8	9.8	7.0
核心业务市盈率(倍)	16.9	14.4	12.0	9.9	7.1
市净率(倍)	2.3	2.0	1.8	1.5	1.3
价格/现金流(倍)	37.1	24.6	12.8	10.9	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	4.6	6.1	9.5	8.0	5.8
周转率					
存货周转天数	89.9	101.2	99.2	97.5	96.6
应收帐款周转天数	82.5	104.9	102.6	100.8	99.3
应付帐款周转天数	158.0	192.4	190.3	188.6	186.2
回报率					
股息支付率(%)	7.6	15.2	20.1	19.8	20.2
净资产收益率(%)	13.6	14.2	15.0	15.7	18.6
资产收益率(%)	8.5	8.3	8.8	9.3	10.7
已运用资本收益率(%)	13.4	13.0	13.3	14.1	16.9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002718.SZ

增持

市场价格: 人民币 18.27

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	1.5	2.4	(16.7)	(11.6)
相对新华富时 A50 指数	(28.6)	(3.5)	(6.7)	(11.8)

发行股数(百万)	131
流通股(%)	51
总市值(人民币 百万)	2,402
3个月日均交易额(人民币 百万)	14
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
时沈祥	36

资料来源: 公司公告, 彭博, 中银国际证券
以 2019 年 7 月 17 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: 其他建材

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

友邦吊顶

成长行业重点龙头, 份额有望快速提升

公司是集成吊顶行业龙头也是业内唯一上市公司, 市场占有率达到 3%。公司深耕 2B 端渠道, 绑定地产大客户, 有望借助地产加速集中的东风实现市场份额快速提升。同时旧城改造推进下, 厨房厕所有望成为户内改造重点领域, 预计每年将为行业带来 20% 的市场增量。

支撑评级的要点

- **成长行业中的龙头, 市场占有率 3%:** 公司是集成吊顶行业龙头, 也是唯一上市公司。集成吊顶行业当前处于快速成长期, 应用场景由厨房厕所向客厅餐厅渗透, 前瞻研究院数据显示集成吊顶行业规模约为 200 亿元, 市场参与者超过 1,000 家, 公司作为行业龙头市场占有率超过 3%。
- **旧改推进或将每年为集成吊顶提供 20% 的市场增量:** 旧改接力棚改退坡, 老旧小区户内改造必然以厨房厕所电线水管等为重点。按照年改造 3.2 万个小区计划, 涉及居民户超过 800 万户。保守估计 20% 居民采用集成吊顶, 8 平米入门级吊顶套餐按照 2-3 千元计算, 则旧改推进每年将为吊顶行业提供增量市场超过 40 亿元, 接近行业存量规模的 20%。
- **深度绑定地产大客户, 市场份额有望加速提升:** 集成吊顶由于门槛较低, 毛利率高, 目前参与者极多, 市场分散。公司深耕 B 端渠道, 深度绑定恒大等大型地产商, 借地产加速集中的东风, 有望迅速扩充市场份额, 进一步加强在行业内的竞争力。
- **确立整体解决方案理念, 有望带动集成吊顶渗透率提升:** 公司近期提出吊顶与墙面整体解决方案, 推出集成吊顶与模块化墙面产品, 新产品有望带动集成吊顶加速在吊顶行业的渗透率。

估值

- 预计 2019-2021 年, 公司营收分别为 8.81、10.32、11.85 亿元; 归母净利润分别为 1.09、1.24、1.39 亿元; EPS 为 0.83、0.94、1.06 元, 首次覆盖给予公司 **增持** 评级。

评级面临的主要风险

- 旧改推进不及预期, 集成吊顶渗透率提升缓慢, 市场竞争激烈, 行业集中度提升不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	668	725	881	1,032	1,185
变动(%)	31	9	21	17	15
净利润(人民币 百万)	129	104	109	124	139
全面摊薄每股收益(人民币)	0.983	0.794	0.830	0.940	1.059
变动(%)	(0.4)	(19.2)	4.5	13.3	12.7
市场预期每股收益(人民币)			1.610	1.810	2.010
全面摊薄市盈率(倍)	18.8	23.2	22.3	19.6	17.4
价格/每股现金流量(倍)	(11.8)	2.9	19.0	15.3	13.5
每股现金流量(人民币)	(1.56)	6.46	0.97	1.21	1.36
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	12.5	16.8	13.9	12.4
每股股息(人民币)	0.27	0.20	0.25	0.28	0.32
股息率(%)	1.4	1.1	1.4	1.5	1.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	668	725	881	1,032	1,185
销售成本	365	461	554	649	745
经营费用	177	163	227	266	306
息税折旧前利润	158	129	144	175	196
折旧及摊销	12	14	23	37	41
经营利润(息税前利润)	146	115	122	138	154
净利息收入/(费用)	6	0	(0)	(0)	1
其他收益/(损失)	17	49	28	28	28
税前利润	152	116	121	138	155
所得税	23	11	12	14	16
少数股东权益	(3)	(3)	2	2	2
净利润	129	104	109	124	139
核心净利润	112	56	81	96	111
每股收益(人民币)	0.983	0.794	0.830	0.940	1.059
核心每股收益(人民币)	0.856	0.424	0.617	0.728	0.847
每股股息(人民币)	0.267	0.200	0.250	0.280	0.320
收入增长(%)	31	9	21	17	15
息税前利润增长(%)	6	(21)	5	13	12
息税折旧前利润增长(%)	6	(18)	12	21	12
每股收益增长(%)	(0)	(19)	4	13	13
核心每股收益增长(%)	(10)	(50)	46	18	16

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	152	116	121	138	155
折旧与摊销	12	14	23	37	41
净利息费用	(6)	(0)	0	0	(1)
运营资本变动	(53)	(81)	10	10	11
税金	74	53	17	21	26
其他经营现金流	(76)	(343)	(51)	(56)	(61)
经营活动产生的现金流	208	(79)	100	130	149
购买固定资产净值	110	199	2	1	0
投资减少/增加	310	(101)	(26)	(26)	(26)
其他投资现金流	6	1,026	3	3	4
投资活动产生的现金流	(414)	929	28	29	30
净增权益	1	6	0	0	0
净增债务	0	145	0	0	0
支付股息	35	26	33	37	42
其他融资现金流	(9)	(8)	9	(3)	(3)
融资活动产生的现金流	(43)	117	(24)	(40)	(45)
现金变动	(249)	(60)	102	119	134
期初现金	422	174	116	218	337
公司自由现金流	(206)	849	128	159	179
权益自由现金流	(214)	987	137	156	176

资料来源: 公司公告, 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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	174	116	218	337	470
应收帐款	50	107	121	133	146
库存	108	102	126	148	170
其他流动资产	336	361	263	263	263
流动资产总计	694	589	728	881	1,049
固定资产	89	86	341	391	378
无形资产	78	112	108	105	101
其他长期资产	557	741	469	387	362
长期资产总计	724	939	918	882	842
总资产	1,418	1,528	1,646	1,763	1,891
应付帐款	126	107	130	153	177
短期债务	0	145	145	145	145
其他流动负债	159	67	71	73	73
流动负债总计	285	319	346	371	395
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	3	7	11
股本	88	88	131	131	131
储备	1,044	1,120	1,166	1,254	1,354
股东权益	1,132	1,208	1,297	1,386	1,485
少数股东权益	12	19	21	23	26
总负债及权益	1,418	1,528	1,646	1,763	1,891
每股帐面价值(人民币)	8.51	9.04	9.71	10.37	11.10
每股有形资产(人民币)	10.15	10.73	11.65	12.57	13.57
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.31)	0.23	(0.53)	(1.41)	(2.39)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.6	17.8	16.4	16.9	16.5
息税前利润率(%)	21.8	15.9	13.8	13.4	13.0
税前利润率(%)	22.8	15.9	13.8	13.3	13.1
净利率(%)	18.9	14.0	12.6	12.2	12.0
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.8	2.1	2.4	2.7
利息覆盖率(倍)	25.4	700.6	804.7	551.3	342.9
净权益负债率(%)	净现金	2.5	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.1	1.5	1.7	2.0	2.2
估值					
市盈率(倍)	18.8	23.2	22.3	19.6	17.4
核心业务市盈率(倍)	21.6	43.6	29.9	25.4	21.8
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.8	1.7
价格/现金流(倍)	(11.8)	2.9	19.0	15.3	13.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.3	12.5	16.8	13.9	12.4
周转率					
存货周转天数	59.1	51.6	52.1	52.3	52.3
应收帐款周转天数	27.5	54.0	49.9	47.1	44.9
应付帐款周转天数	126.0	84.6	85.5	86.2	86.7
回报率					
股息支付率(%)	27.1	25.2	30.1	29.8	30.2
净资产收益率(%)	11.2	8.4	8.5	9.1	9.5
资产收益率(%)	8.9	6.7	6.7	7.1	7.5
已运用资本收益率(%)	10.9	7.7	7.6	8.1	8.5

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

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公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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