

# 建筑材料

证券研究报告

2019年09月03日

## 2019年中报综述：子行业经营情况分化，水泥板块表现亮眼

### 综述

2019年上半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2757亿元，同比增长25%；实现归母净利润合计345亿元，同比增长18%；行业毛利率为30.52%，同比降低1.2个百分点；净利率为12.53%，同比降低0.7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37.9%，归母净利润同比增长29.3%，毛利率同比下降3个点，净利率同比下滑1个点，主要因为海螺水泥贸易量增长所致；玻璃、玻纤营收分别同比增长-20.4%、12.5%，归母净利润分别同比增长-27.7%、6.2%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了16.87%，归母净利润增长-10.81%，归母净利润负增长主要受北新建材美国官司和解支付相关费用所致。

### 水泥行业：水泥业绩持续靓丽

我们重点研究的14家水泥上市公司在2019上半年共实现营收1782.40亿元，同比增长37.90%，实现归母净利润271.97亿元，同比增长29.31%。我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。对此我们建议优先关注需求长期较为确定、供给格局更为稳定、价格上涨空间更大的区域。建议继续重点关注海螺水泥、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

从玻璃行业上市公司的整体情况来看，2019上半年共完成营业收入197.17亿元，同比下降20.38%；实现归母净利润12.02亿元，同比下降27.68%；销售毛利率20.94%，同比增长1.78个百分点；销售净利率6.26%，同比下降0.70%。2019年玻璃行业从前端需求来看，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，随着竣工数据的环比改善，玻璃需求提振，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

2019年上半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，上半年共完成营业收入132.53亿元，收入同比增加12.46%；实现归母净利润总计19.55亿元，同比增加6.22%。销售毛利率31.39%，同比上升0.36个百分点；销售净利率12.50%，同比增加0.57个百分点。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

2019年上半年其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了16.87%，归母净利润增长-10.81%，归母净利润负增长主要受北新建材美国官司和解支付相关费用所致。其他建材行业销售毛利率为27.1%，同比增加0.17个百分点，销售净利率为6.47%，同比下降2个百分点。消费建材主要公司营收与地产竣工增速波动一致性较高，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。建议重点关注帝欧家居、北新建材、东方雨虹、三棵树、伟星新材。

**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

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 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

李阳 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519060001  
yanglitf@tfzq.com

时奕 联系人  
shiyi@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

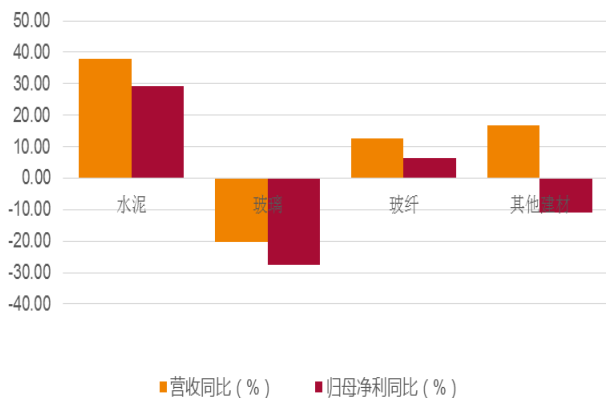
- 《建筑材料-行业研究周报:金九开启,水泥涨价继续推进,玻璃产销环比改善》2019-09-01
- 《建筑材料-行业研究周报:水泥普涨开启,乐观看待旺季供需表现》2019-08-25
- 《建筑材料-行业研究周报:淡旺转换,价格回升,继续关注建材低估值龙头》2019-08-17

## 子行业经营情况分化，水泥板块表现亮眼

2019 年上半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 2757 亿元，同比增长 25%；实现归母净利润合计 345 亿元，同比增长 18%；行业毛利率为 30.52%，同比降低 1.2 个百分点；净利率为 12.53%，同比降低 0.7 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 37.9%，归母净利润同比增长 29.3%，毛利率同比下降 3 个点，净利率同比下滑 1 个点，主要因为海螺水泥贸易量增长所致；玻璃、玻纤营收分别同比增长-20.4%、12.5%，归母净利润分别同比增长-27.7%、6.2%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了 16.87%，归母净利润增长-10.81%，归母净利润负增长主要受北新建材美国官司和解支付相关费用所致。

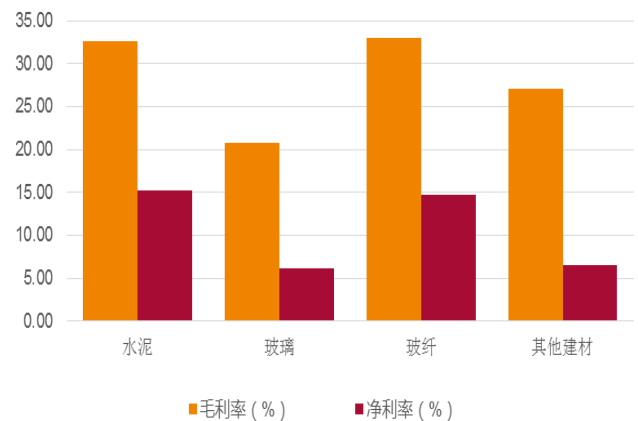
从盈利水平来看，2019 年上半年水泥行业盈利保持高位，销售毛利率为 32.64%，同比分别下降 3.2 个百分点，销售净利率为 15.26%，同比下降 1 个百分点；2019 年上半年玻璃行业销售毛利率为 20.73%，同比增加 1.77 个百分点，毛利率提升主要是三峡新材毛利率增长所致，行业龙头旗滨集团毛利率同比下滑 5 个点，销售净利率为 6.13%，同比下降 0.6 个百分点，玻纤行业销售毛利率为 33.04%，同比下降 2.39 个百分点，销售净利率为 14.75%，同比下降 0.87 个百分点，其他建材行业销售毛利率为 27.1%，同比增加 0.17 个百分点，销售净利率为 6.47%，同比下降 2 个百分点。

图 1：2019 年上半年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

图 2：2019 年上半年各子行业盈利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1、水泥业绩持续靓丽

### 1.1. 上半年业绩回顾

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2019 上半年共实现营业收入 1782.40 亿元，同比增长 37.90%，实现归母净利润 271.97 亿元，同比增长 29.31%。除金圆股份、塔牌集团外，其他 12 家水泥企业全部实现营收同比增长，除亚泰集团、塔牌集团、福建水泥外，上半年其他 11 家水泥企业归母净利全部实现同比增长，其中，9 家企业归母净利超过 5 亿，去年同期为 7 家。

14 家上市公司中，2019 上半年全行业龙头海螺水泥营收、归母净利占比分别为 40.2%、56.1%，2018 上半年分别为 35.4%、61.5%，剔除贸易影响后 2018H1、2019H1 收入占比分别为 34.0%、29.1%，行业整体呈现并进态势，龙头地位稳固。

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)				
	2019H1	同比	2019Q2	同比	环比	2019H1	同比	2019Q2	同比	环比
亚泰集团	66.39	3.36	37.63	3.78	30.83	0.39	-51.50	0.63	-70.60	357.40
金圆股份	32.36	-9.62	20.60	-8.53	75.16	1.90	11.83	1.82	10.72	2,094.78
塔牌集团	28.59	-5.68	14.80	-18.06	7.26	7.01	-18.68	2.75	-43.80	-35.27
福建水泥	13.15	3.81	7.37	-3.42	27.69	2.11	-6.42	1.39	0.02	92.45
上峰水泥	28.88	38.74	17.48	39.69	53.40	9.50	86.43	5.91	72.08	64.69
华新水泥	143.87	21.07	84.11	14.07	40.76	31.63	52.93	21.52	39.94	112.84
冀东水泥	160.78	25.18	110.70	89.69	121.03	14.80	60.82	14.35	43.17	3,094.91
青松建化	13.09	37.30	11.29	30.31	527.03	1.11	67.02	1.83	24.83	351.81
宁夏建材	19.87	13.47	15.12	12.45	218.16	2.73	89.28	3.28	42.88	694.58
祁连山	29.10	23.86	23.14	20.89	288.32	5.02	128.81	4.89	36.64	3,699.54
天山股份	39.56	33.15	30.13	35.53	219.50	6.70	117.69	5.06	55.74	208.34
<b>海螺水泥</b>	<b>716.44</b>	<b>56.63</b>	<b>411.43</b>	<b>52.52</b>	<b>34.89</b>	<b>152.60</b>	<b>17.91</b>	<b>91.78</b>	<b>12.43</b>	<b>50.93</b>
金隅集团	446.11	26.14	286.00	12.48	78.63	30.46	26.36	26.24	0.03	521.81
万年青	44.21	8.07	25.80	9.05	40.12	6.03	17.39	3.85	33.63	77.01

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 (48.86%)、华新水泥 (41.75%)、冀东水泥 (37.37%), 净利率前三分别为: 上峰水泥 (33.43%)、塔牌集团 (24.52%)、华新水泥 (24.28%)。毛利率增幅较大的有: 青松建化 9.3 个 PCT、上峰水泥 4.56 个 PCT、华新水泥 3.99 个 PCT。净利率增幅较大的有: 青松建化 15.84 个 PCT、祁连山 9.45 个 PCT、冀东水泥 8.71 个 PCT、上峰水泥 8.69 个 PCT。海螺水泥毛利率、净利率同比变动因建材贸易扩大收入所致。

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)	
	2019H1	同比变动百分点	2019H1	同比变动百分点	2019H1	同比变动百分点
亚泰集团	33.21	3.89	0.15	-0.07	0.27	-0.27
金圆股份	14.76	2.08	7.16	1.24	4.95	0.14
塔牌集团	34.08	-8.40	24.52	-3.91	7.63	-2.30
福建水泥	29.65	-4.44	18.60	-2.25	18.33	-11.12
上峰水泥	48.86	4.56	33.43	8.69	23.68	4.60
华新水泥	41.75	3.99	24.28	5.23	17.43	2.16
冀东水泥	37.37	2.24	15.81	8.71	9.94	4.93
青松建化	36.69	9.30	18.90	15.84	2.43	0.82
宁夏建材	35.15	-0.46	15.63	6.13	5.36	2.24
祁连山	35.60	3.34	18.36	9.45	8.29	4.31
天山股份	36.98	3.22	18.73	6.68	7.72	3.62
金隅集团	27.75	-0.05	8.89	0.61	5.07	-10.02
万年青	31.93	-2.99	20.96	-0.22	14.65	14.65
<b>海螺水泥</b>	<b>32.45</b>	<b>-11.78</b>	<b>21.80</b>	<b>-7.30</b>	<b>12.82</b>	<b>-0.67</b>

资料来源: Wind, 天风证券研究所

从期间费用率角度看, 低于 10%的企业有: 海螺水泥 (4.94%)、塔牌集团 (6.28%)、上峰水泥 (6.57%)、金圆股份 (7.59%)、万年青 (7.48%)。从期间费用率变动角度看, 除亚泰集团、金圆股份、塔牌集团外, 其他企业均呈缩减趋势, 其中, 海螺水泥下降 2.10 个 PCT, 宁夏建材、冀东水泥大幅下降 7.94、7.79 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	
	2019H1	变动百分点	2019H1	变动百分点	2019H1	变动百分点	2019H1	变动百分点	2019H1	变动百分点
亚泰集团	9.32	0.56	7.63	-0.71	0.13	0.00	15.73	2.52	32.68	2.37
金圆股份	1.81	0.30	3.65	-0.12	0.63	0.06	2.13	-0.01	7.59	0.17
塔牌集团	1.62	0.22	5.12	1.52	0.12	0.01	-0.46	-0.24	6.28	1.50
福建水泥	1.94	-0.31	4.75	-1.49	0.00	0.00	2.29	-1.13	8.97	-2.94
上峰水泥	1.78	-0.30	4.31	-1.58	0.00	0.00	0.48	-1.88	6.57	-3.75
华新水泥	6.03	-0.49	4.31	-0.77	0.08	-0.02	1.08	-1.06	11.42	-2.31
冀东水泥	3.68	0.37	11.91	-4.79	0.40	-0.42	3.99	-3.37	19.59	-7.79
青松建化	3.11	1.22	8.70	-1.95	0.00	0.00	7.47	-2.56	19.28	-3.30
宁夏建材	9.42	-0.95	5.73	-6.67	0.06	0.01	0.90	-0.33	16.05	-7.94
祁连山	4.90	-0.27	10.07	-2.04	0.00	0.00	0.87	-1.27	15.84	-3.58
天山股份	3.08	-0.22	5.67	-0.53	0.05	-0.02	2.78	-2.65	11.52	-3.39
金隅集团	3.12	-0.17	7.43	-1.50	0.27	0.09	3.17	-0.69	13.72	-2.36
万年青	2.87	-0.03	4.17	-0.45	0.06	0.00	0.45	-0.55	7.48	-1.02
<b>海螺水泥</b>	<b>2.77</b>	<b>-0.88</b>	<b>3.05</b>	<b>-0.49</b>	<b>0.03</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.88</b>	<b>-0.74</b>	<b>4.94</b>	<b>-2.10</b>

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 1.2. 二季度业绩回顾

2019 年第二季度 14 家水泥公司共实现营收 1095.61 亿元, 同比增长 30.39%, 实现归母净利 185.31 亿元, 同比增长 15.63%。二季度营收同比大幅增长的包括上峰水泥 (+39.69%)、冀东水泥 (+86.69%)、青松建化 (+30.31%)、祁连山 (+20.89%)、天山股份 (+35.53%), 同比下降的包括塔牌集团 (-18.06%)、金圆股份 (-8.53%)、福建水泥 (-3.42%); 二季度归母净利同比大幅增长的包括上峰水泥 (+72.08%)、华新水泥 (+39.94%)、冀东水泥 (+43.17%)、宁夏建材 (+42.88%)、祁连山 (+36.64%)、天山股份 (+55.74%), 同比下降的包括亚泰集团 (-70.60%)、塔牌集团 (-43.80%), 整体北方增幅更加突出, 华南等地雨水偏多对业绩造成实质影响。

14 家上市公司中, 2019 年二季度全行业龙头海螺水泥营收、归母净利占比分别为 37.6%、49.5%, 2018 年二季度分别为 32.1%、50.9%, 占比变动可归因为: 海螺水泥从 2018 下半年才开始大幅增加贸易量, 此外, 北方水泥企业盈利改善优化业绩表现。

表 4: 水泥行业上市公司收入、归母净利对比

证券简称	营业收入 (亿元)		归母净利 (亿元)	
	2019Q2	同比 (%)	2019Q2	同比 (%)
亚泰集团	37.63	3.78	0.63	-70.60
金圆股份	20.60	-8.53	1.82	10.72
塔牌集团	14.80	-18.06	2.75	-43.80
福建水泥	7.37	-3.42	1.39	0.02
上峰水泥	17.48	39.69	5.91	72.08
华新水泥	84.11	14.07	21.52	39.94
冀东水泥	110.70	89.69	14.35	43.17
青松建化	11.29	30.31	1.83	24.83
宁夏建材	15.12	12.45	3.28	42.88
祁连山	23.14	20.89	4.89	36.64
天山股份	30.13	35.53	5.06	55.74

<b>海螺水泥</b>	<b>411.43</b>	<b>52.52</b>	<b>91.78</b>	<b>12.43</b>
金隅集团	286.00	12.48	26.24	0.03
万年青	25.80	9.05	3.85	33.63

资料来源: Wind, 天风证券研究所

单看 2019 年二季度各企业盈利表现, 毛利率前三分别为: 上峰水泥 (49.77%)、华新水泥 (45.45%)、青松建化 (40.26%), 净利率前三分别为: 上峰水泥 (34.57%)、青松建化 (30.82%)、华新水泥 (28.47%)。毛利率增幅较大的有: 青松建化 10.24 个 PCT、亚泰集团 7.75 个 PCT; 净利率增幅较大的有: 青松建化 15.10 个 PCT、上峰水泥 6.32 个百分点。海螺水泥毛利率、净利率同比变动因建材贸易扩大收入所致。

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		
	2019Q2	同比变动百分点	环比变动百分点	2019Q2	同比变动百分点	环比变动百分点
亚泰集团	38.82	7.75	12.96	2.73	-3.41	5.95
金圆股份	17.83	1.51	8.44	10.06	1.47	7.96
塔牌集团	30.26	-11.26	-7.91	18.63	-8.51	-12.21
福建水泥	30.49	-6.59	1.90	21.91	-0.31	7.54
上峰水泥	49.77	2.23	2.30	34.57	6.32	2.91
华新水泥	45.45	4.87	8.91	28.47	5.67	10.10
冀东水泥	39.34	1.15	6.33	21.99	3.13	19.83
青松建化	40.26	10.24	26.02	30.82	15.10	86.62
宁夏建材	39.89	0.77	19.83	23.85	5.24	34.39
祁连山	38.07	-0.68	12.09	22.74	3.24	21.43
天山股份	35.97	2.44	-4.24	19.20	2.13	1.97
金隅集团	27.25	-2.71	-1.39	12.51	-1.52	10.09
万年青	31.97	-1.62	0.10	22.01	1.76	2.53
<b>海螺水泥</b>	<b>33.64</b>	<b>-12.65</b>	<b>2.81</b>	<b>22.88</b>	<b>-8.29</b>	<b>2.54</b>

资料来源: Wind, 天风证券研究所

单看 2019 年二季度各企业费用表现, 除亚泰集团、塔牌集团外, 其他企业期间费用率均呈下降趋势, 宁夏建材期间费用率下降 6.21 个 PCT、上峰水泥下降 5.49 个 PCT、冀东水泥下降 4.22 个 PCT。期间费用率低于 7% 的包括: 上峰水泥 (3.60%)、海螺水泥 (4.61%)、塔牌集团 (6.03%)、金圆股份 (6.06%), 如果对标海螺, 大部分企业费用仍有进一步压缩空间。

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		
	2019Q2	同比变动百 分点	环比变动百 分点	2019Q2	同比变动百 分点	环比变动 百分点	2019Q2	2019Q2	同比变动 百分点	环比变动百 分点	2019Q2	同比变动 百分点	环比变动 百分点
亚泰集团	8.58	0.34	-1.72	6.15	-1.49	-3.12	0.13	16.06	3.89	0.76	30.79	2.75	-4.20
金圆股份	2.14	0.53	0.90	2.40	-1.56	-1.70	0.48	1.52	-0.37	-1.68	6.06	-1.40	-3.37
塔牌集团	1.75	0.36	0.27	4.76	1.21	-0.50	0.12	-0.49	-0.34	-0.06	6.03	1.23	-0.40
福建水泥	1.76	-0.26	-0.41	4.17	-1.49	-1.31	0.00	1.78	-1.16	-1.14	7.71	-2.91	-2.86
上峰水泥	1.49	-0.39	-0.73	3.11	-2.01	-3.04	0.00	-1.00	-3.10	-3.75	3.60	-5.49	-7.52
华新水泥	5.51	-0.38	-1.25	3.87	-0.64	-0.86	0.09	0.77	-0.81	-0.76	10.15	-1.83	-2.92
冀东水泥	3.30	0.63	-1.23	7.59	-2.77	-12.60	0.30	2.93	-2.08	-3.41	13.82	-4.22	-17.86
青松建化	3.10	1.75	-0.10	6.00	-0.63	-19.66	0.00	3.79	-1.16	-26.74	12.88	-0.05	-46.50
宁夏建材	8.30	-1.80	-4.69	2.48	-4.32	-13.35	0.06	0.70	-0.08	-0.84	11.48	-6.21	-18.95
祁连山	4.56	-0.06	-1.69	6.85	-1.78	-15.72	0.00	0.49	-0.81	-1.85	11.90	-2.64	-19.26

天山股份	2.77	-0.06	-1.28	4.20	-0.18	-5.94	0.03	1.78	-1.59	-4.15	8.76	-1.83	-11.47
金隅集团	2.76	0.20	-0.99	5.18	-0.35	-5.52	0.22	2.22	-0.63	-2.65	10.16	-0.78	-9.52
万年青	3.00	0.18	0.31	3.75	-0.72	-0.87	0.06	0.34	-0.46	-0.25	7.09	-1.01	-0.87
海螺水泥	2.65	-0.84	-0.28	2.85	-0.22	-0.41	0.02	-0.88	-0.42	-0.01	4.61	-1.48	-0.75

资料来源: Wind, 天风证券研究所

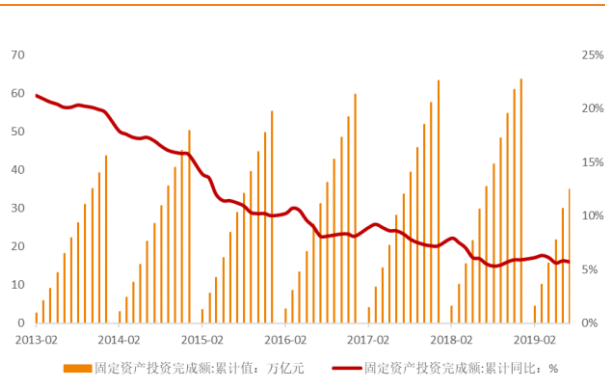
### 1.3. 基建地产保持韧性，上半年水泥产量高增

1-6 月全国水泥累计产量 10.45 亿吨，同比增长 6.8%，去年同期为下降 0.6%；其中，6 月单月产量 2.1 亿吨，同比增长 6%。无论是单月还是累计，以水泥产量代表的水泥需求呈现较高幅度增长，我们判断原因包括，1) 房地产新开工、施工面积增速依然强劲；2) 北方需求同比去年显著改善；3) 2018 年新增产能影响（新增熟料产能 2043 万吨）；4) 部分区域基数影响，例如去年长江水环境治理影响码头运输进而导致安徽沿江部分水泥产线关停。同时，受季节性影响，6 月单月环比下降 7.5%。

下游需求角度看，1-6 月固投（不含农户）同比增长 5.8%，增速比前值提高 0.2 个百分点，6 月单月环比增长 0.44%。直接影响水泥需求的地产和基建保持增长，其中，房地产开发投资继续保持较快增速，1-6 月累计同比增长 10.9%，比前值下降 0.3 个百分点。房屋新开工面积累计同比增长 10.1%，增速比前值下降近 0.4 个百分点，6 月单月同比增长 8.89%（前值 4.02%）。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，施工逻辑可持续，1-6 月累计同比增速 8.8%，与前值持平，6 月单月同比增长 9.52%（前值 10.37%）；除 2019 年外，前次累计增速超过 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增长 4.1%，增速比前值提高 0.1 个百分点，比 2018 年全年增加 0.3 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 8.1%、14.1%，增速比前值分别提高 1.9、回落 1 个百分点，2018 全年增速为 8.2%、-5.1%。

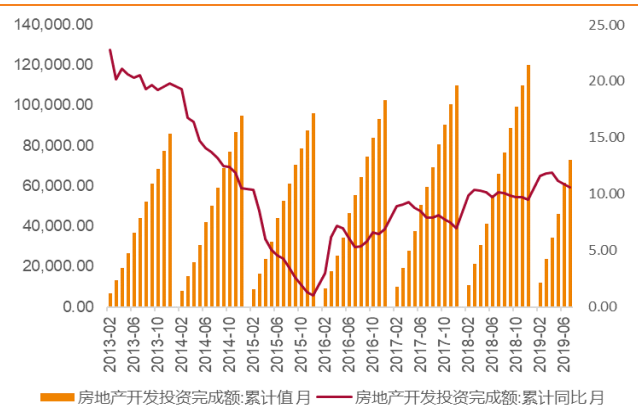
行业供给角度看，年中限产超预期。5 月下旬以来，多地推出错峰计划，华北、西北、东北水泥价格经历推涨，6 月中旬南方地区正常开启季节性回落，7 月中上旬开始第二轮降价，预计淡季降价幅度可控。已推出错峰/停产计划的区域包括，唐山（7 月 16-31 日继续执行停窑限产），金衢丽（7 月陆续执行停窑限产 10 天），福建（7-8 月份自律停窑限产 15 天），珠三角（6-8 月预计 10 天），广西（6-8 月预计 10 天），陕西（关中 6-8 月限产，宝鸡 6-8 月 8 户企业限产 30%），青海（预计 6-8 月每个月停产 10 天），江苏（6-7 月停产 10 天），辽宁（6-7 月份停窑限产 50%，冬季错峰欠账企业补停 15 天，协会提出 7 月底停产 1 个月），山西（6-9 月累计停产 40 天），石家庄（6 月停窑 10 天），重庆（6 月停窑限产 30-40%），河南（6 月 1 个月，除郑州部分厂家），山东（6 月 1-20 日，临沂从 11 日开始）等。通过对比发现，一是今年错峰时间与区域更为明确，增强执行效力，二是错峰不仅缓解当地供需关系，同时结合周边地区停产，发挥区域联动的正面效应，高价区域限产供给不足，吸引低价区域流入作为补充，既满足高价区域需求，同时缓解低价区域过剩，盈利整体得到改善。

图 3：全国固定资产投资累计完成额及同比增速（万亿）



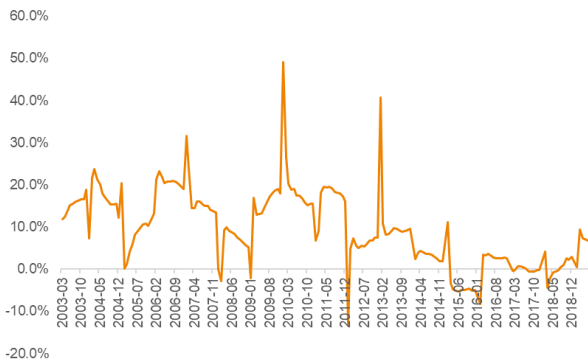
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：全国房地产开发投资累计完成额及增速（亿元）（%）



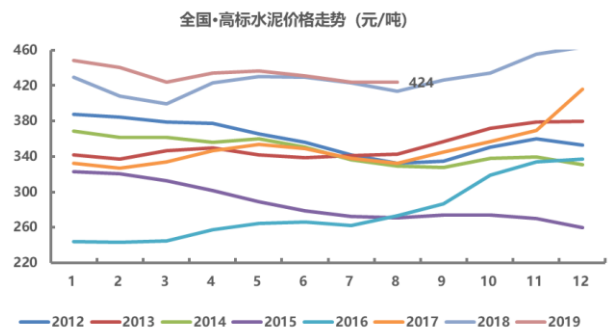
资料来源: 数字水泥, 天风证券研究所

图 5：全国水泥累计产量同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：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. 下半年展望：旺季如期开启，量价稳字当头

水泥旺季涨价继续推进，淡季交替更加明显，整体呈现“跌多涨早”。本周江苏徐州、连云港执行 8 月第二轮上调，涨幅 20-30 元/吨，苏锡常上调 10-30 元/吨，福建水泥价格全面上调 20 元/吨，上海部分企业高标价格通知上调 30 元/吨，浙江杭绍上调 20 元/吨，湖南益阳上调 10-30 元/吨，江西抚州后期预计上调 10-20 元/吨。进入 9 月，湖北武汉及鄂东、珠三角均有望迎来价格上调。7-8 月高温多雨淡季结束，金九银十旺季开启，需求回升价格上涨符合每年淡旺季小周期变动规律。今年长三角普涨时间相对去年提前 1 周，对此我们认为需要结合淡季降价节奏共同观察，例如我们对比长三角地区 6 月 1 日至旺季涨价前的高标水泥价格下降幅度，2019 年下降 38 元，而去年仅下降 10 元，因此今年淡旺季交替更加明显，呈现“跌多涨早”。我们认为本次旺季超预期的点仍在供给端，错峰与事件性停产影响出货节奏与供需关系，有望引起价格超预期变化。

具体看来，(1) 关注贵州、山西、山东、河南、河北秋季错峰计划执行。随着贵州秋季停窑限产 30 天计划落地，水泥库存显著下降，贵阳当前库位 65%，环比上周下降 10 个百分点，相较 8 月初的 90% 下降 25 个百分点，本周贵阳价格大幅推涨 60 元/吨。《9 月份唐山市大气污染防治管控方案》提出 9 月 28 日 0 时-10 月 4 日 24 时，全市水泥熟料生产企业停产，承担处置污泥和生活垃圾的企业按照实际处置量保持最低负荷生产，全市范围的粉磨站企业停产。河南安阳发布关于调整大气污染防治特别管控的通知，提及①安阳中联水泥分公司、安阳中联水泥有限公司采取轮停措施，在 9 月 5 日 0 时至 9 月 16 日 24 时期间各轮停 6 天；②河南省安阳湖波水泥集团停产；③安阳市新天河水泥限产限排 30%，日均在线排放总量不超过 0.6 吨；④禁燃区内的水泥粉磨站全部停产。此外还包括山东 (8 月 17 日-9 月 5 日停窑限产 20 天)，山西 (分区域执行 20 天秋季错峰)，河南 (9 月郑州因民族运动会执行错峰) 等。(2) 我们预计被动停产停工仅带来阶段性需求下降，价格上调弥补销量缩减的可能性较大，停产后期工程赶工需求集中，整体工程量并不因事件性停工而减少。下半年可能带来区域停产停工的事件包括：北京 (国庆 70 周年活动，10 月)，武汉 (军运会，10 月 18 日-27 日)，上海 (进博会，11 月 5 日-10 日)，郑州 (少数民族运动会，9 月 8 日-16 日) 等。

我们对今年水泥量价判断保持不变，行业整体需求大幅下跌可能性较小，盈利稳定性有望超预期。水泥板块投资，我们建议从需求确定性与业绩弹性两个维度切入。水泥估值压制因素包括①对下半年及明年需求的担忧；②局部地区新增产能冲击；③发改委价格监管；④区域流动性打通。对此我们建议优先关注需求长期较为确定、供给格局更为稳定、价格上涨空间更大的区域。例如华北京津冀 (雄安+通州等) 建设需求可看长期，明后年需求量相对其他区域较为确定，估值率先受益。北方供给格局具备示范效应的区域例如新疆，2018 年需求下行背景下仍可维持价格稳定，今年需求与供给逻辑兼备。此外，北方价格整体偏低，价格上涨受监管严控概率较小，涨价亦有利平抑价差引起的区域流动性利好南方及京津冀高价区域。

我们特别强调，环保或节能背景下实施的水泥行业错峰，范围和力度 2019 年都将继续超

预期，尤其西北、华北、河南、山东等地，取消“一刀切”并不意味着环保放松，上半年已经得到验证。叠加矿山资源治理，投入高昂成本取得的各行业规范化成果不会轻易颠覆。环保与资源保护将成为常态化，石灰石资源优势与低排放优势的龙头企业长期受益。标的方面，北方弹性大推荐关注天山股份、冀东水泥、祁连山。南方供需格局稳健，建议关注华新水泥、海螺水泥、上峰水泥。

### 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，关注资产高质量发展。**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”对施工节奏的影响，蒙华铁路开通有望降低煤炭成本，以及湖北&西南需求景气保持。下半年我们预计价格同比稳中有升，**西藏、西南、湖北等区域基建&地产需求继续支持，环保错峰限产有望持续落实，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；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：受益于长三角一体化建设的加速及发改委对于放松大中城市落户限制的推动，2019年华东地区的基建和房地产市场预计保持平稳增长。公司积极推动多层次、多区域布局：①公司拟出资7000万元与凯盛建工签订总包合同，共同拓展海外尤其是“一带一路”地区的水泥建材业务。②公司控股子公司上峰杰夏拟收购九州清源持有的宁夏萌生40%股权，推进水泥窑协同处置环保产业的发展。③拟以约1.97亿元收购宁夏萌成建材65%股权，萌成建材目前拥有2500T/D、4500T/D水泥熟料生产线各1条，配套4条粉磨产线，拥有包括特种水泥（油井水泥）在内的产品生产许可等。**

**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：公司长期来看依旧有产能的增长，甘肃天水淘汰落后异地改建4500t/d熟料产线已成功点火，公告显示在建工程西藏中材祁连山年产120万吨熟料产线以及参股投资的拉萨城投祁连山年产120万吨熟料产线，有望陆续在今明两年投产。此外，公司还将加快其他相关业务共同发展，比如开展水泥窑协同处置城市生活垃圾项目，力争在“十三五”期间改造完成2-3条的水泥窑协同处置危废生产线，并大力发展骨料、墙材等产业，利润增长空间有望打开。**

## 2. 玻纤：供给增量可控，行业筑底拐点渐近

2019年上半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，上半年共完成营业收入132.53亿元，收入同比增加12.46%；实现归母净利润总计19.55亿元，同比增加6.22%。销售毛利率31.39%，同比上升0.36个百分点；销售净利率12.50%，同比增加0.57个百分点。

2019年上半年，中国巨石收入维持稳定，公司实现营业收入50.62亿元，同比增长0.89%，归母净利10.54亿元，同比下降16.83%，2019Q2净利率环比出现下滑。中材科技2019年上半年业绩大幅提升，报告期内公司实现营业收入60.63亿，同比增长27.74%；归母净利润6.52亿，同比增长69.70%，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。2019年上半年上海股份实现营业收入10.85亿元，同比增长9.92%，归母净利1.46亿元，同比增长34.90%，



高于收入增速，毛利率 29.52%，同比提升 3.86 个百分点，公司销售扩大成本降低的效果较为明显。九鼎新材 2019 年上半年实现营业收入 4.28 亿元，同比下降 11.47%，归母净利 0.05 亿元，同比下贱 11.49%，本期内，公司毛利率 25.54%，同比增加 2.15 个百分点。2019 年上半年再升科技实现营业收入 6.16 亿元，同比增长 11.47%，归母净利 0.98 亿元，同比增长 30.14%，销售毛利率 33.45%，同比提升 1.27 个百分点。

表 7：2019 年 H1 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 (%)	
	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)
中国巨石	50.62	0.89	10.54	-16.83	40.44	-5.14	20.84	-4.51
中材科技	60.63	27.74	6.52	69.70	27.97	-0.36	11.02	2.26
长海股份	10.85	9.92	1.46	34.90	29.52	3.86	13.43	2.56
再升科技	6.16	11.47	0.98	30.14	33.45	1.27	16.14	2.53
九鼎新材	4.28	-11.14	0.05	-11.49	25.54	2.15	1.07	0.00

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2019 上半年行业期间费用情况整体稳定。其中中国巨石 2019 上半年三项费用率出现较为明显提升，报告期内，公司三项费用率为 17.44%，同比提升 3.2 个百分点，财务费用率和管理费用率有所提升，其中财务费用提升同公司资本开支相应的融资需求增加所致。中材科技三项费用率有较为明显的下降，报告期内三项费用率为 15.30%，较去年同期下降 2.62 个百分点，同公司销售规模扩大带来的费用摊薄效用有关。

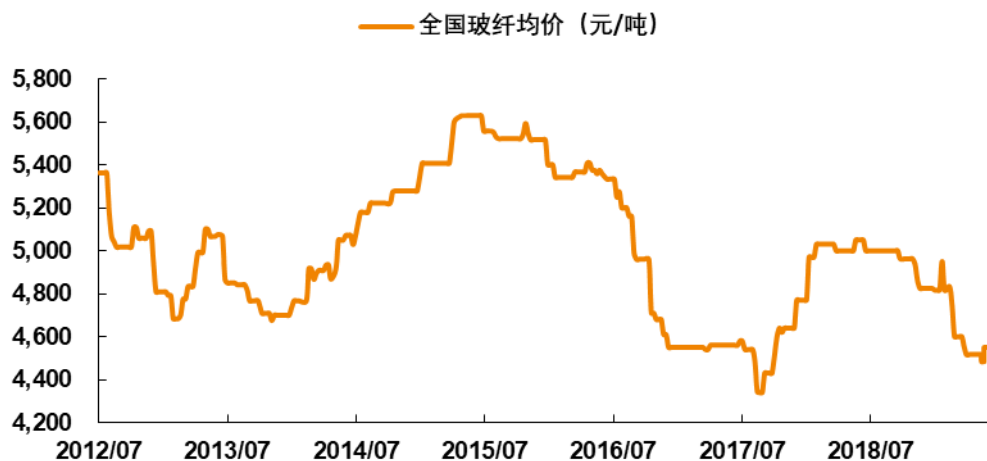
表 8：2019H1 玻纤行业上市公司三费情况对比

	销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)		三项费用率 (%)	
	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)
中国巨石	4.42	0.52	8.21	1.39	4.81	1.29	17.44	3.20
中材科技	3.67	-0.12	8.78	-1.69	2.85	-0.81	15.30	-2.62
长海股份	5.38	0.25	7.99	-0.33	0.23	0.32	13.60	0.23
再升科技	5.77	-1.16	7.37	-0.20	0.93	-0.04	14.07	-1.39
九鼎新材	7.03	0.61	9.65	1.12	6.54	0.25	23.21	1.97

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2019H1 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 7：2400tex 无碱缠绕直接粗砂均价 (元/吨)

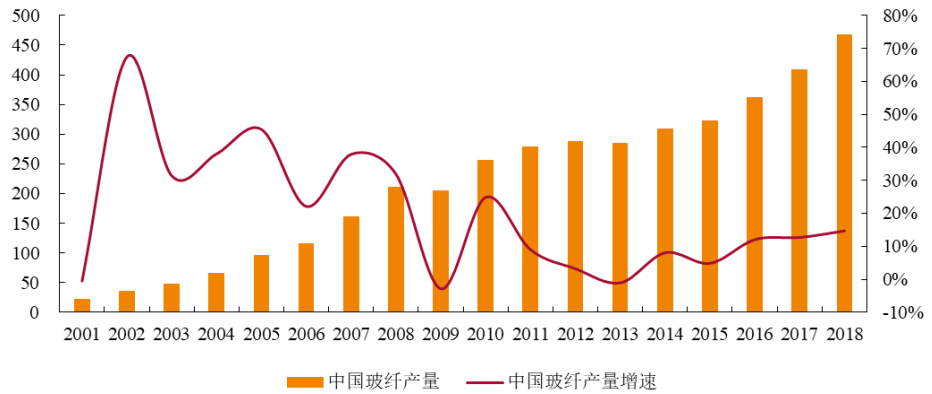


资料来源：Wind，天风证券研究所

## 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 8：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	无碱粗砂
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗砂
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	无碱粗砂
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	无碱粗砂
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

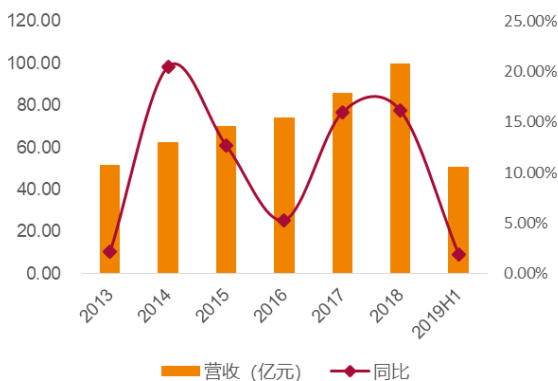
### 2.3.1. 中国巨石

公司发布 2019 年中期报告，公司实现营收 50.62 亿元，同比增长 0.89%；实现归母净利 10.54 亿元，同比下降 16.83%。业绩降幅环比收窄，经营情况趋于稳定；2019Q2，公司实现营业收入 25.66 亿元，同比增加 1.7%，较 2019Q1 收入增速略有提升；毛利率为 39.7%，较 2019Q1 小幅下降，产品盈利能力依然阶段性偏弱；实现归母净利 5.55 亿元，同比下滑 14.62%，较 2019Q1 归母净利降幅有所收窄，收窄原因同财务费用的波动有关，推测主要源于汇兑损益的变动。2019H1 公司整体三项费用率为 17.45%，同比提升 3.06 个百分点，其中财务费用率有明显提升，预计同公司票据发行有关。

玻纤业务产品结构有望持续优化，报告期内，公司玻璃纤维及其制品业务实现营业收入 47.91 亿元，占 2019 年上半年营业收入的比例为 94.63%。2019 年上半年，受益于市场和政策的有效引导，玻璃纤维行业在控产能、调结构方面取得一定成效，但依然面临较大挑战。受 2018 年中国玻纤行业集中扩产影响，叠加经济下行压力，2019 年上半年玻纤行业整体呈现供大于求的局面，产品价格下降明显，落后产能企业的亏损面逐步扩大，中低端玻纤市场竞争激烈。受此影响，公司客户付款周期略有拉长，导致应收账款期末余额较期初有一定增长，同时产品库存规模有所提升。未来中低端产品价格竞争仍将较为激烈，公司有望通过产能结构的优化、产品附加值的提升强化在行业中的竞争优势。

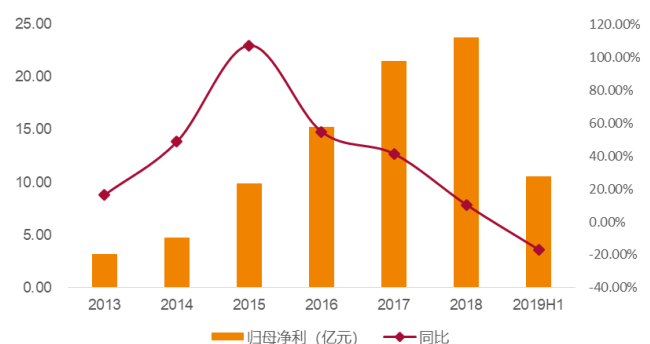
龙头逆势扩张，推进全球布局，报告期内，公司在恒业产能大幅提升的情况下，进一步加强生产工艺管控，各分厂开机率保持高位稳定，生产效率持续改进。产能方面继续加大差异化布局力度，美国项目如期点火投产，生产运行稳步开展，预计有望在今年全年实现盈亏平衡；印度项目扎实推进，开工在即；成都公司整厂搬迁有序进行。我们预计在玻纤行业下游需求稳定并且有结构性需求增量（比如风电）的情况下，玻纤价格有望逐步企稳或出现回升。公司作为行业龙头有望继续提升经营效率，在玻纤价格出现企稳或向好的阶段有望受益。

图 9：公司近年营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：公司近年归母净利及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

**盈利预测：**由于产品价格承压，我们将公司 2019-2020 年归母净利由 25.45 亿、29.80 亿调整为 23.70 亿、27.81 亿，按照最新股本对应 EPS 分别为 0.68 元、0.79 元，对应 PE 为 12.89X、10.98X，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 11：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) <sup>↕</sup>	8,651.55	10,032.42	10,835.02	11,841.55	12,834.01
增长率(%) <sup>↕</sup>	16.19	15.96	8.00	9.29	8.38
EBITDA(百万元) <sup>↕</sup>	3,873.63	4,444.03	4,118.40	4,626.35	5,129.12
净利润(百万元) <sup>↕</sup>	2,149.85	2,373.98	2,369.54	2,781.13	3,257.13
增长率(%) <sup>↕</sup>	41.34	10.43	(0.19)	17.37	17.12
EPS(元/股) <sup>↕</sup>	0.61	0.68	0.68	0.79	0.93
市盈率(P/E) <sup>↕</sup>	14.21	12.86	12.89	10.98	9.38
市净率(P/B) <sup>↕</sup>	2.45	2.14	1.93	1.72	1.52
市销率(P/S) <sup>↕</sup>	3.53	3.04	2.82	2.58	2.38
EV/EBITDA <sup>↕</sup>	14.19	9.81	10.32	7.73	7.20

资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3.1. 中材科技

公司 2019 年半年度实现营收 60.63 亿元，同比增长 27.74%；实现归母净利润 6.52 亿元，同比增加 69.70%。其中公司 2019Q2 实现营收 34.07 亿元，同比增长 28%，实现归母净利润 4.37 亿元，同比大幅增加 85.1%，较 2019Q1 增速进一步提升。

风电叶片景气向好，市占率有所提升；我们认为风电市场景气度回升，需求端支撑力度较强，公司风电叶片产业积极推动产品结构优化升级，引领行业技术进步，开发出多款高性能产品，同时公司在生产效率方面也有所提升，产品质量得到国际一流客户的充分认可。报告期内合计销售风电叶片 3201MW，同比大增 139%，实现销售收入 19.8 亿元，同比大增 134%，净利润 1.8 亿元，市场占有率进一步攀升，提高约 5 个百分点，本期公司叶片业务毛利率为 19.12%，较去年同期提升 7.95 个百分点，盈利能力显著提升。

玻纤业务运行稳健，差异化优势明显；报告期内合计销售玻璃纤维及其制品 41.9 万吨，实现营业收入 27.9 亿元，净利润 3.9 亿元。产品结构方面，根据市场需求变化和新材料、新产品发展趋势积极主动调整产品结构，优先确保风电、毡布市场供货，相关产品销量较上年同期大幅增长，伴随公司新区基地产能的投产，公司的产品生产效率有所提升，公司近期公告投资建设年产 9 万吨玻璃纤维生产线，有望进一步提升公司玻纤业务的综合竞争优势；同时，公司多个新产品销量增长，体现出了差异化的产品优势，比如公司在 HMG 及 S-1HM 高模风电产品及织物产销进一步扩大，特种热塑短切纤维产销比例扩大，5G 材料低介电短切纤维销量增加。

锂电隔膜持续加码，气瓶业务盈利提升；报告期内，公司在山东滕州建设的锂电池隔膜一期项目 4 条年产 6,000 万平米生产线运行状态良好，产品性能优越，并已为主流电池企业批量供货。同时，公司投资 15.5 亿元建设二期项目“年产 4.08 亿平方米动力锂电池隔膜生产线”。2019 年 8 月，公司向湖南中锂增资 9.97 亿元取得其 60% 股权，迅速提高市场份额，深入绑定战略客户，加快实现锂电池隔膜产业战略规划，未来随着产业放量，将为公司带来新的利润增长点；同时公司气瓶业务盈利超预期，实现净利润 4019.53 万元，较上年同期增长超过 1000%，盈利大幅提升，公司气瓶产业主要围绕 CNG、氢燃料气瓶、储运等方向发展，率先研发完成国内最大容积 165L 及 320L 燃料电池氢气瓶，未来具有较好的发展前景。

**盈利预测：**我们预计公司 19 年、20 年归母净利润为 13.80 亿元、15.62 亿元，EPS 为 0.82 元、0.93 元，对应 PE 为 12.38X、10.94X，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 12：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	13,128.15	14,314.42	15,240.56
增长率(%)	14.48	11.48	14.69	9.04	6.47
EBITDA(百万元)	2,127.10	2,631.44	2,817.01	3,110.34	3,285.57
净利润(百万元)	767.28	934.14	1,379.90	1,561.98	1,698.86
增长率(%)	91.15	21.75	47.72	13.19	8.76
EPS(元/股)	0.46	0.56	0.82	0.93	1.01
市盈率(P/E)	22.26	18.29	12.38	10.94	10.06
市净率(P/B)	1.95	1.61	1.65	1.50	1.37
市销率(P/S)	1.66	1.49	1.30	1.19	1.12
EV/EBITDA	12.86	6.14	7.98	6.71	6.03

资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3.2. 长海股份

公司发布 2019 年中期报告，公司实现营收 10.85 亿元，同比增长 9.92%；实现归母净利 1.46 亿元，同比增长 34.90%。业绩实现较快增长，盈利能力有所提升；2019Q2，公司实现营业收入 5.66 亿元，同比增加 5%，较 2019Q1 收入增速略有降低；毛利率为 30.9%，较 2019Q1 有所提升，达到近六个季度的最高值，产品盈利能力有所提升；实现归母净利 0.91 亿元，同比增长 33.8%，延续 2019Q1 归母净利较快的同比增速；三费方面，公司财务费用出现明显波动，同公司汇兑损益的变动有关。2019H1 公司整体三项费用率为 13.57%，整体维持稳定状态，现金流情况阶段性承压，经营活动产生的现金流量同比下降 12.28%，预计同购买原料金额增加以及下游客户回款周期略有延长有关。

玻纤及制品业务产品盈利持续回暖；报告期内，公司玻璃纤维及其制品业务实现营业收入 6.82 亿元，同比增长 15.25%，实现毛利率 34.68%，较去年同期增加 2.21 个百分点，公司募投产能投产后带来的收入规模扩大和成本降低的效应在持续显现；化工制品业务实现营业收入为 3.40 亿元，同比降低 3.48%，实现毛利率 20.33%，较去年同期增加 5.53 个百分点，毛利率的增加预计同公司树脂产品价格提升有关；玻璃钢业务实现营收 0.61 亿元，较去年同期大幅增加 44.13%，实现毛利率 23.94%，较去年同期增加 3.35 个百分点。从子公司经营情况来看，公司全资天马集团报告期内在收入规模维持稳定的情况下，实现净利润 2800.07 万元，同比大幅增长 81.5%，体现出子公司内部运营效率的提升和经营效益的大幅增加。

实现产业链纵向布局，平滑周期波动；公司拥有以玻纤纱、玻纤制品及玻纤复合材料为主的纵向产业链，及子公司天马集团以玻纤纱、玻纤制品、化工类产品及玻璃钢制品为主的横向产业链。通过整合，公司实现了横纵向产业链的延伸，形成了产业链优势，提高了劳动生产率。公司与子公司天马集团在原料、产品、设备、客户等方面存在极高的相关度，子公司天马集团生产的化工辅料是公司现有各类玻纤制品的重要原材料之一，天马集团玻纤增强材料产品则使用了公司生产的短切毡、薄毡等玻纤制品，形成了较为完整的玻纤纱—玻纤制品—树脂—玻纤复合材料产业链，有助于抵御行业性的周期波动。

**盈利预测：**由于玻纤及制品价格承压，我们将公司 2018 年、2019 年的归母净利由 3.29 亿元、3.95 亿元调整为 3.22 亿元、3.65 亿元，EPS 为 0.76 元、0.86 元，对应 PE 分别为 11.76X、10.39X，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 13：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) <sup>□</sup>	2,027.19	2,197.94	2,490.80	2,886.59	3,335.98
增长率(%) <sup>□</sup>	14.67	8.42	13.32	15.89	15.57
EBITDA(百万元) <sup>□</sup>	366.38	491.10	488.04	554.89	631.91
净利润(百万元) <sup>□</sup>	201.94	263.08	322.38	364.98	440.87
增长率(%) <sup>□</sup>	(21.62)	30.28	22.54	13.22	20.79
EPS(元/股) <sup>□</sup>	0.48	0.62	0.76	0.86	1.04
市盈率(P/E) <sup>□</sup>	18.77	14.41	11.76	10.39	8.60
市净率(P/B) <sup>□</sup>	1.57	1.53	1.33	1.22	1.11
市销率(P/S) <sup>□</sup>	1.87	1.72	1.52	1.31	1.14
EV/EBITDA <sup>□</sup>	14.13	6.95	8.75	6.76	5.59

资料来源：wind，天风证券研究所

### 3. 玻璃行业：价格见底，即将迎来旺季

2019 半年度玻璃价格呈下降趋势，从年初最高的 1606 元/吨下跌至 6 月末的 1512 元/吨，价格中枢低于 18 年，走势也低于市场预期，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 年上半年整体价格处于高位，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，因此玻璃价格走弱，并影响了 19 年上半年的整体价格。

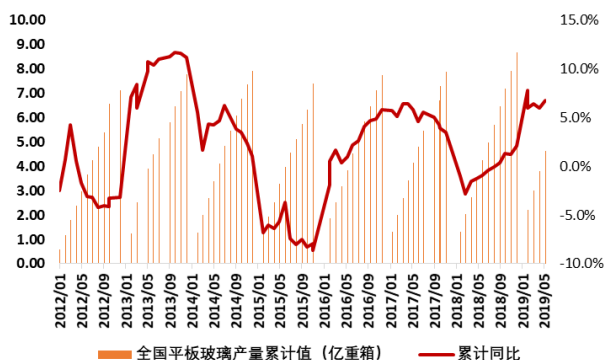
需求方面，主要的需求房地产竣工表现较差。根据统计局数据显示，2019 年上半年全国房地产开发投资完成额增幅 10.90%；全国房屋新开工面积累计增幅为 10.10%，表现良好，但是全国房屋竣工面积累计下滑 12.70%，拖累玻璃需求。2019 年半年度玻璃行业共生产平板玻璃 4.62 亿重箱，同比上升 6.8%。按照中国玻璃期货网统计口径，2019 年半年度全国平板玻璃整体产能利用率在 69.24%左右。

供给方面，受供给侧改革影响，新建产线较少，2019 年上半年新建及冷修复产产线共计 14 条，冷修产线 13 条，由于复产产能集中在 2018 年复产完成，今年复产产能可能低于去年，窑龄较高的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。2019 年上半年日熔量变化幅度不大，总体增加 550 万重箱。

库存方面，19 年半年度行业整体库存平均达到了 4174 万重量箱，同比 18 年同期增长了 26.09%，主要是因为需求在春节开工后没有恢复，叠加下游贸易商谨慎看待后市，因此导致需求减少厂家库存累积，短期看库存相比上半年有所下降，预计进入“金九银十”，需求启动后将以消化库存为主。

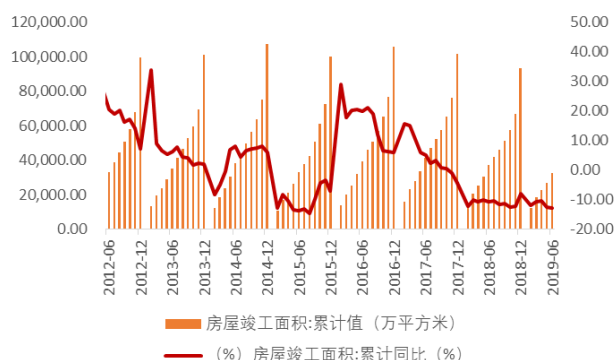
占玻璃成本较大的纯碱由于供给侧改革，19 年上半年价格整体处于高位，均价达到了 1943 元/吨，整体振幅有所缩小，企业方面已经有充分的经验在价格低位囤货，预计纯碱价格对玻璃成本的影响将逐步变小。

图 14：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 15：全国房地产开发投资累计完成额及增速（万亿元）



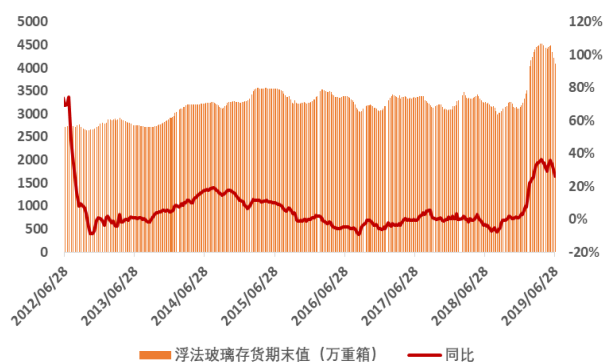
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16: 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: 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, 2019 上半年共完成营业收入 197.17 亿元, 同比下降 20.38%; 实现归母净利润 12.02 亿元, 同比下降 27.68%; 销售毛利率 20.94%, 同比增长 1.78 个百分点; 销售净利率 6.26%, 同比下降 0.70%。

从具体上市公司业绩来看, 2019 年半年度玻璃价格呈下降趋势, 各公司受玻璃行业复产产能超预期, 市场需求不足库存较高, 成本居高不下等因素的影响程度不同, 业绩表现不一。旗滨集团紧紧围绕年度预算和重点工作任务, 审时度势, 坚持市场导向, 克服产品价格波动、成本上涨因素影响, 实现营收增幅 7.86%, 归母净利润下降 20.91%。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-69.54%, 归母净利润同比下降 78.96%。凯盛科技由于积极调整产品结构, 业绩呈现同比增长的良好态势, 上半年公司营业收入同比增长 36.41%, 归母净利润同比增长 8.47%。洛阳玻璃以高质量发展为引领, 报告期内实现营业收入同比增加 22.36%;。南玻 A 玻璃因多晶硅及多晶硅片升级技改等影响, 较上年同期损失部分营业收入, 营业收入同比下降 10.65%。

2019 年上半年, 国内外政治与经济形势复杂多变, 全球贸易摩擦加剧, 深加工玻璃企业归母净利润出现了下滑。2019 年上半年, 亚玛顿受政策和市场变化的影响, 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 45.84%, 归母净利润同比下降 141.24%; 北玻股份低辐射镀膜玻璃设备的订单下滑较大, 虽然玻璃钢化设备、深加工玻璃产业和风机设备的营业收入较上年同期有较大增幅, 但没有扭转亏损, 营业收入同比增长 8.29%, 归母净利润同比下降 109.15%。

表 10: 2018 半年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	
	2018H1	同比	2018H1	同比	2018H1	变动	2018H1	变动
<b>玻璃原片占比大的企业</b>								
旗滨集团	37.70	7.77%	6.55	22.33%	31.40%	-0.66%	17.38%	2.10%
金晶科技	23.81	26.49%	2.02	94.50%	24.76%	-1.71%	8.71%	4.14%
耀皮玻璃	17.86	18.54%	0.61	254.97%	18.05%	0.80%	4.57%	2.92%
三峡新材	74.65	23.83%	2.14	17.77%	6.75%	-2.05%	2.91%	-0.16%
洛阳玻璃	7.02	-0.30%	0.22	1765.74%	26.16%	-3.96%	4.02%	3.26%
南玻 A	54.71	10.66%	3.53	-10.22%	25.07%	0.59%	6.56%	-1.53%
<b>深加工玻璃占比大的企业</b>								
亚玛顿	9.55	14.55%	0.19	148.26%	13.59%	-1.00%	2.17%	1.01%
凯盛科技	13.09	-16.44%	0.47	35.00%	16.83%	1.99%	4.10%	1.32%
金刚玻璃	3.00	55.77%	0.12	27.72%	35.98%	4.92%	3.97%	-0.86%
<b>玻璃设备</b>								
北玻股份	6.25	41.81%	0.76	393.33%	21.29%	-2.11%	13.75%	19.60%

资料来源: 公司公告, wind, 天风证券研究所

表 11：2019 半年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	
	2019H1	同比	2019H1	同比	2019H1	变动	2019H1	变动
<b>玻璃原片占比大的企业</b>								
旗滨集团	40.66	7.86%	5.18	-20.91%	26.37%	-5.03%	12.74%	-4.64%
金晶科技	24.62	3.41%	1.16	-42.66%	20.61%	-4.15%	4.61%	-4.10%
耀皮玻璃	21.37	19.69%	0.83	35.49%	19.22%	1.16%	4.02%	-0.55%
三峡新材	22.74	-69.54%	0.45	-78.96%	9.59%	2.84%	1.97%	-0.95%
洛阳玻璃	8.59	22.36%	0.16	-28.88%	20.04%	-6.12%	2.16%	-1.86%
南玻 A	48.88	-10.65%	3.77	6.95%	24.89%	-0.18%	7.91%	1.35%
<b>深加工玻璃占比大的企业</b>								
亚玛顿	5.17	-45.84%	-0.08	-141.24%	13.67%	0.08%	-1.16%	-3.33%
凯盛科技	17.86	36.41%	0.52	8.47%	14.50%	-2.33%	3.74%	-0.36%
金刚玻璃	2.44	-18.54%	0.09	-23.56%	37.52%	1.54%	3.67%	-0.31%
<b>玻璃设备</b>								
北玻股份	4.83	8.29%	-0.06	-109.15%	22.87%	1.58%	-0.83%	-14.58%

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：

2019H1 实现营业收入 40.66 亿元，同比增长 7.86%；实现归母净利 5.18 亿元，同比下降 20.91%；综合毛利率、净利率分别为 26.37%、12.75%；报告期内，生产各类玻璃产品 5897 万重箱，销售各类玻璃产品 5407 万重箱。其中，二季度公司总营收 22.31 亿元，同比增长 5.63%，归母净利 3.09 亿元，同比下滑 7.32%。

价跌量增，营收保持增长。上半年玻璃行业供给保持稳定收缩态势，1-6 月冷修 12 条生产线，复产 8 条，新增 2 条，净减少 2 条，但是由于地产竣工数据继续下降以及海外主要经济体增速下滑，导致国内外需求不佳，玻璃价格在高库存的压力下，上半年价格持续下跌，玻璃均价从年初的 1606 元/吨下跌至六月底的 1512 元/吨，降幅较大。公司销量有所增长，同比去年增加 593 万重箱，主要是因为去年下半年产线复产以及郴州超白玻璃在年初点火，整体营收实现了增长。

成本端压力减小，费用控制得当。玻璃生产的主要成本是纯碱，今年上半年整体价格基本在 2000 元/吨以下，近期已经跌至 1744 元/吨，因此在上半年玻璃价格跌幅较大的情况下，毛利率只下跌了 5.03 个百分点，跌幅较小；同时公司通过增资控股醴陵市金盛硅业有限公司并成功摘牌醴陵市浦口镇十八坡矿山采矿权，正在积极筹备硅砂矿建设工作，随着硅砂自给率的提升，成本端有望进一步压低。费用率方面整体比较平稳，期间费用率小幅下滑，其中公司加大研发力度，研发费用同比增加 52.48%，一方面有助于长期的节能降耗，另一方面研制新产品，使得玻璃产品不局限于建筑领域，醴陵电子玻璃项目的投产也标志着公司进入高端玻璃产品领域。

下半年关注竣工端回暖。今年上半年玻璃价格承压主要源自竣工需求没有起色，在新开工端依旧保持韧性的过程中，竣工端数据并没有修复，可能是在当前地产企业的高周转模式下前端的成长向后端传导滞后，7 月竣工数据有一定有修复，后期需要继续关注竣工能否



持续回暖。从库存来看，经历 5-6 月的高峰后，厂家库存开始回落，价格也触底反弹，随着“金九银十”的到来，玻璃价格有望延续 7-8 月的涨势，公司下半年业绩有望持续向好。中长期看，公司作为浮法玻璃龙头，一方面不满足于原片市场，继续向下游扩展，加大节能玻璃市场的开拓和区域布局力度，启动了广东节能二期扩建项目、浙江节能扩产和湖南节能项目建设；另一方面，不断提高玻璃品质，除了技术改造，加速进军超白玻璃、高性能电子玻璃领域，提高高端占比，平滑浮法玻璃价格波动，减少业绩波动。

投资建议：由于上半年玻璃价格下跌，将 19-21 年归母净利由 13.33、14.61、15.84 亿元下调至 12.46、13.77、14.97 亿元，EPS 分别为 0.46、0.51、0.56 元，对应的 PE 分别为 7.55X、6.83X、6.29X 倍，维持“买入”评级。

风险提示：大量生产线复产；房地产竣工需求大幅下滑；新开工项目不及预期。

#### 4. 其他建材：龙头市占率进一步提升

2019 年上半年其他建材(耐材、管材、消费建材)营收增长 16.87%，归母净利润增长-10.81%，归母净利润负增长主要受北新建材美国官司和解支付相关费用所致。其他建材行业销售毛利率为 27.1%，同比增加 0.17 个百分点，销售净利率为 6.47%，同比下降 2 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，2019H1 共完成营业收入 104.75 亿元，收入同比上升 44.46%；实现归母净利 11.30 亿元，同比增长 44.19%；销售毛利率 34.01%，同比上升 0.84 个百分点，销售净利率 8.33%，同比下降 1.59 个百分点。

防水类上市公司整体业绩总体实现增长，收入端整体维持较快增长，净利润出现较为明显的分化，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 71.41%，58.07%，19.57%，40.89%。从盈利角度看，毛利率水平略有上升，预计同行业产品价格变动有关，净利率出现小幅下滑，其中凯伦股份、东方雨虹净利率同比出现提升，体现出较好的成本控制能力。同时，凯伦股份营业收入增速明显高于其他几家防水行业企业，后发优势较为明显。

表 13： 2019H1 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(%)	
	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)
300715.SZ 凯伦股份	4.21	71.41	0.44	73.97	39.90	3.23	10.41	0.15
300737.SZ 科顺股份	19.74	58.07	1.66	28.22	33.37	-0.89	8.41	-1.96
300665.SZ 飞鹿股份	1.71	19.57	0.05	-58.43	26.17	1.33	2.80	-5.24
002271.SZ 东方雨虹	79.08	40.89	9.16	48.11	36.58	-0.33	11.69	0.69
合计	104.75	44.46%	11.30	44.19%	34.01	0.84	8.33	-1.59

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

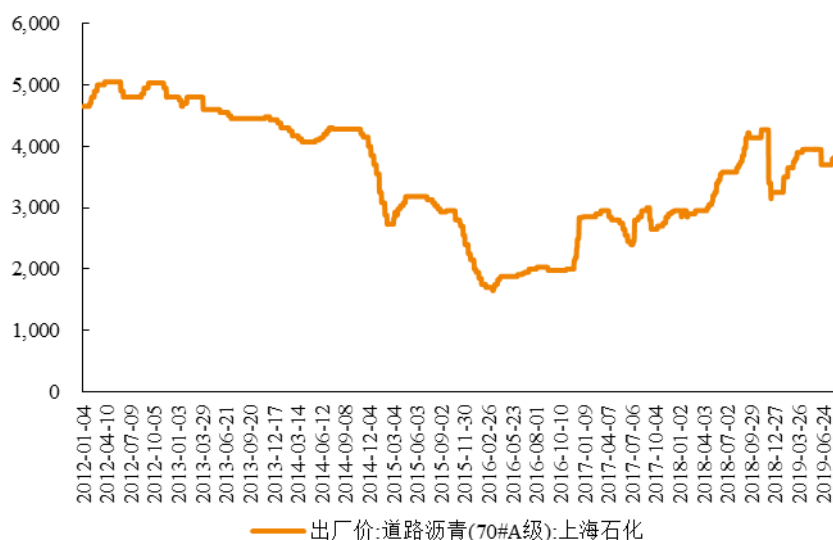
从 2019H1 三项费用的角度来看，各公司表现略有差异。整体来看，四家防水上市公司三项费用率都略有提升，其中提升幅度的最大的为飞鹿股份。凯伦股份销售费用率同比降低 1.78 个百分点，公司前期销售投入转化为收入增长，进而摊薄费用，财务费用率略有提升；科顺股份三项费用率整体维持稳健；东方雨虹管理费用率延续下行态势，预计同摊销费用的减少有关，财务费用率略有增加，同公司融资成本略有提升有关。我们认为行业 2018 年经历了原料成本上涨后，产品价格有所提升，2019 年产品价格中枢提升使得行业盈利水平边际改善。继续推荐防水龙头东方雨虹，关注科顺股份、凯伦股份。

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

	销售费用率 (%)		管理费用率 (%)		财务费用率 (%)		三项费用率 (%)	
	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)	2019H1	同比 (%)
300715.SZ 凯伦股份	12.45	-1.78	9.34	0.21	2.30	1.69	24.09	0.11
300737.SZ 科顺股份	12.45	0.52	7.85	-0.01	0.85	0.19	21.16	0.70
300665.SZ 飞鹿股份	9.54	1.48	13.28	3.70	3.50	1.80	26.32	6.98
002271.SZ 东方雨虹	13.28	0.73	8.19	-1.45	2.32	1.20	23.80	0.48

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 18： 沥青（70A）：上海石化（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

#### 4.1.1.1. 东方雨虹：

公司发布 2019 年中期报告，报告期内公司实现营收 79.08 亿元，同比增长 40.89%，实现归母净利 9.16 亿元，同比增长 48.11%。

##### (1) 经营向好，业绩快速增长

报告期内，公司实现销售收入的快速增长，分季度来看，公司二季度单季度营收同增 41%，同一季度增速持平，预计产品发货增速保持较好态势；毛利率出现环比改善，由 2019Q1 的 34.5%提升为 37.7%，成本控制能力得到增强，半年度整体销售毛利率为 36.58%，较 2018 年全年 34.59%的毛利率有所提升，整体盈利能力边际改善。费用方面，公司半年度管理费用同增 16.43%，显著低于收入及成本增速，同公司股权激励摊销费用减少有关，财务费用同比出现较大幅度增长，同公司借款、ABN 利息支出增加有关。公司半年度综合净利率为 11.69%，较 2018 年全年的 10.76%有所提升。

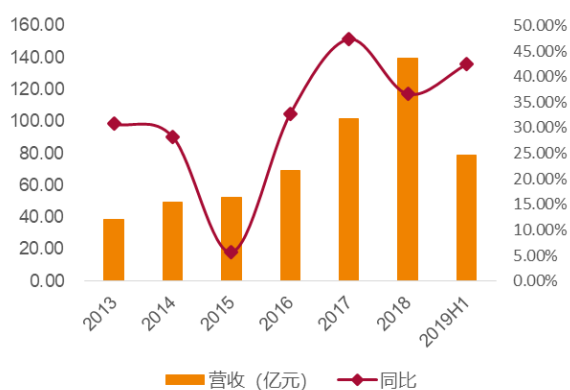
##### (2) 业务规模扩张，现金流情况阶段承压

报告期内，公司主要产品销售取得较快增长，其中主力产品防水卷材实现收入 44.61 亿元，同增 51.91%，快于整体收入增速，毛利率为 37.35%，维持较好水平；防水工程施工收入增速同防水卷材收入增速基本一致；防水涂料收入增速较为稳健为 24.71%，毛利率较 18 年同期提升 1.73 个百分点至 41.86%，有助于迎合前景广阔的存量房屋市场。公司阶段性现金流略有承压，经营活动产生现金流量净额同比减少 204.84%，同公司付现费用及支付各种押金保证金的增加有关。应收账款增长规模得到控制，报告期末公司应收账款金额为 59.17 亿元，同比增长 31%，增速低于收入增速；公司大股东质押占所持公司股份比例也显著降低，由 2018 年 5 月的 82.45%降低至 2019 年 6 月的 58.71%。

##### (3) 组织变革成效初显，经营效率稳步提升

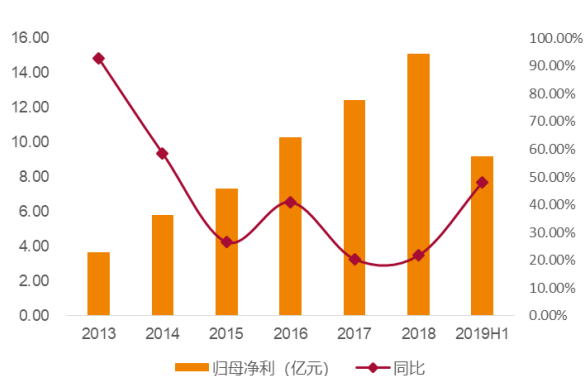
报告期内，公司组织变革成效初显，工程建材集团组建北方、华南、华东三大区，快速实现直销及工程渠道的有效融合，充分发挥渠道+直销的综合优势；目前，公司形成了直销模式与工程渠道模式相结合的多维度工程市场营销网络，以及以零售渠道模式为核心的民用建材市场营销网络，充分激发工程市场和民用建材市场的活力和动能。

图 19：公司近年营收及同比



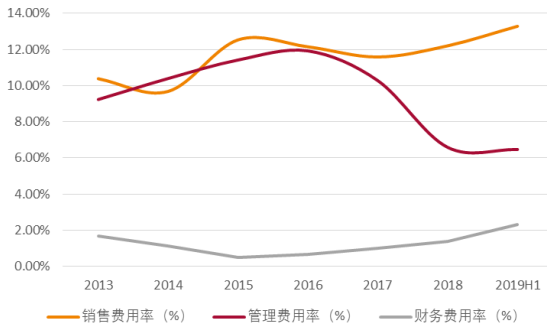
资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：公司近年归母净利及同比



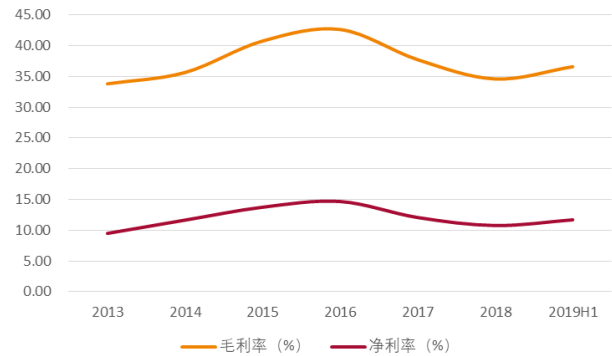
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21: 公司近年三项费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 22: 公司近年毛利率和净利率



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 年的归母净利为 19.14 亿元、22.83 亿元, 对应 EPS 为 1.28 元、1.53 元, 对应 PE 为 18.2X、15.2X, 维持“增持”评级。

图 27: 东方雨虹盈利预测

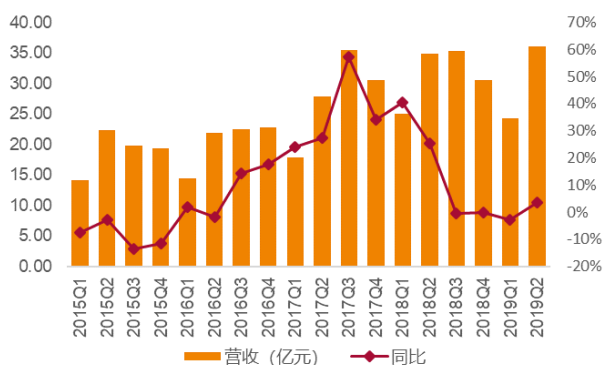
财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元) <sup>↕</sup>	10,292.97	14,045.71	17,552.54	21,613.60	26,193.36
增长率(%) <sup>↕</sup>	47.04	36.46	24.97	23.14	21.19
EBITDA(百万元) <sup>↕</sup>	1,602.03	2,326.34	2,616.86	3,119.54	3,672.57
净利润(百万元) <sup>↕</sup>	1,238.84	1,508.22	1,913.92	2,282.72	2,738.51
增长率(%) <sup>↕</sup>	20.43	21.74	26.90	19.27	19.97
EPS(元/股) <sup>↕</sup>	0.83	1.01	1.28	1.53	1.84
市盈率(P/E) <sup>↕</sup>	28.09	23.07	18.18	15.24	12.71
市净率(P/B) <sup>↕</sup>	5.18	4.40	3.50	2.90	2.41
市销率(P/S) <sup>↕</sup>	3.38	2.48	1.98	1.61	1.33
EV/EBITDA <sup>↕</sup>	21.95	8.06	13.37	9.80	8.68

资料来源: wind, 天风证券研究所

#### 4.2. 北新建材: 靴子落地, 价值龙头扬帆出海

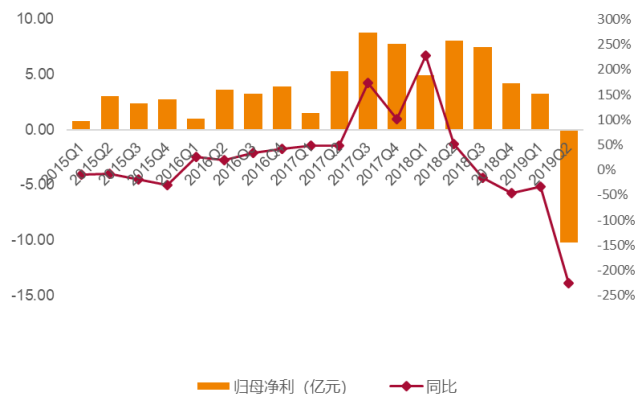
- 2019 上半年实现营收 60.38 亿元, 同比微幅增长 0.84%, 归母净利润-6.91 亿元, 同比下滑 153.24%。其中, 因诉讼和解金额带来的非经常性损益 17.9 亿元, 扣非后归母净利 10.98 亿元, 同比下滑 11.61%。二季度单季营收 36.12 亿元, 同比微幅增长 3.47%, 扣非后归母净利 7.74 亿元, 同比微幅增长 0.84%。
- 投资: ①在乌兹别克斯坦投资设立境外全资子公司并建设年产 4,000 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 3,000 吨轻钢龙骨生产线和年产 400 万平方米装饰石膏板生产线; ②变更坦桑尼亚投建规模, 从 600 万平扩展至 1500 万平纸面石膏板; ③泰山石膏拟在内蒙古丰镇投资年产 3,500 万平方米纸面石膏板产线; ④全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右 (国内至 40 亿平方米左右、海外 10 亿平方米左右), 配套龙骨 50 万吨。

图 23：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：公司单季度归母净利润及同比



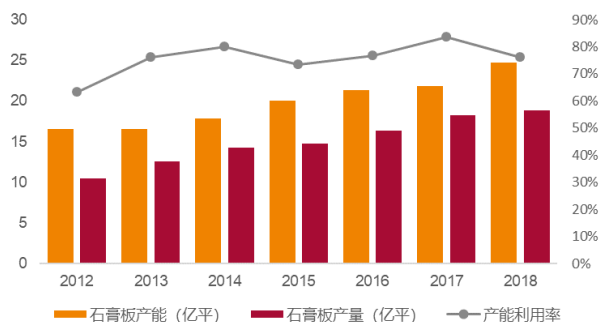
资料来源：wind，天风证券研究所

**二季度表现超预期。**公司上半年石膏板收入实现 50.75 亿，同比下降 3.29%，占比 84% 相对稳定，在预测石膏板销量达到 9 亿平的情况下，对应平均单价为 5.6 元左右，2016-2018 年分别为 4.43、5.43、5.85 元/平米，2018 年价格起点高，随后受需求不景气影响而持续下行。石膏板毛利率实现 35.23%，同比下滑 2.84 个百分点。我们观察到二季度毛利率虽然同比下降 1.2 个百分点（主要受单价影响），但是环比大幅提高 5.38 个百分点，预计与原材料价格降低、旺季产能利用率提高有关。

**关于中报，市场较为关心的地方还包括：**（1）应收账款比年初增长 392.43%，主因公司实施额度加账期的年度授信销售政策，但上半年应收票据&账款在收入中占比 7.75%，去年同期为 7.96%，应收账款/收入微幅提升 0.03 个百分点；（2）二季度扣非后归母净利润同比微增 0.84%，预计与所得税费用下降有关，报告期所得税费用下降 42.08%，主因公司利润总额同比减少，以及享受 15% 税率优惠政策的子公司增加。（3）期间费用率（含研发费用）为 12.07%，同比增加 1.33 个百分点，主因销售、管理费用分别增长 10.98%、19.03%，增幅较大预计与收入端增速放缓有关，公司重视研发投入符合高端制造趋势，继续看好未来高端产品竞争能力，报告期研发投入 1.79 亿元，同比 15.72%。此外，财务费用同比下降 62.87%，主因子公司费用化借款利息支出同比减少。

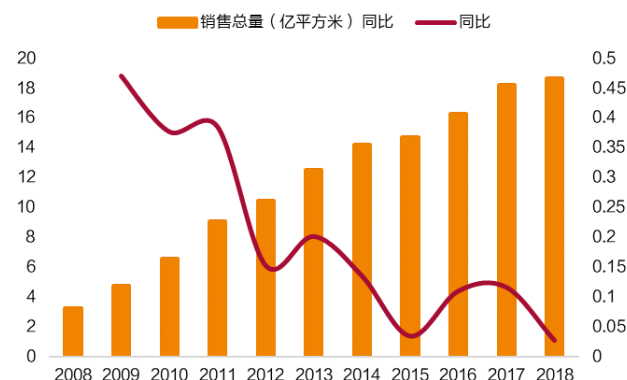
**诉讼案落地轻装上阵有助“国家化”进程，市占率有望持续提升。**公司通过收购、新建，海内外不断扩大产能规模，叠加环保不达标产能落后淘汰，市场份额有望进一步提升。截止 2019 上半年，石膏板产能 27 亿平，2018 年底为 24.7 亿平。公司制定 50 亿平全球产能布局，加快落实“国际化”战略，并结合“一带一路”国家战略，已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利，此次乘胜追击将原 600 万平拓展为 1500 万平，此外，积极拓展乌兹别克斯坦项目，实现海外多点开花。前期诉讼案持续较长时间，占用公司经营管理时间精力、对当期利润带来不确定性，大范围和解靴子落地有利市场信心和公司国际化进程。

图 25：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 26：公司 2008-2018 年销量及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

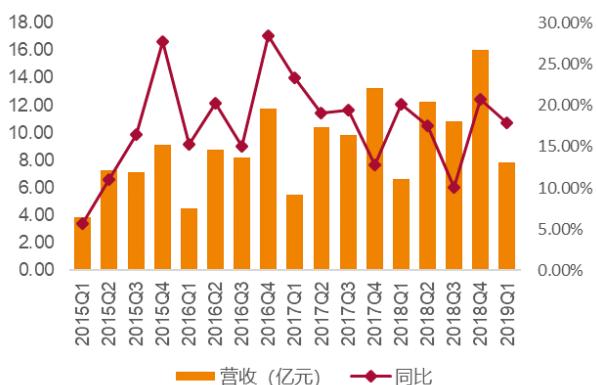
**投资建议：**关注①高集中度的供给格局较为少见，行业磨底龙头扩张，市占率有望继续提升，叠加高端品类加速渗透，静待景气回暖单平净利向上弹性大；②现金流稳定资产质量优质；③石膏板行业长期需求空间可观，龙骨业务贡献成长性。

**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

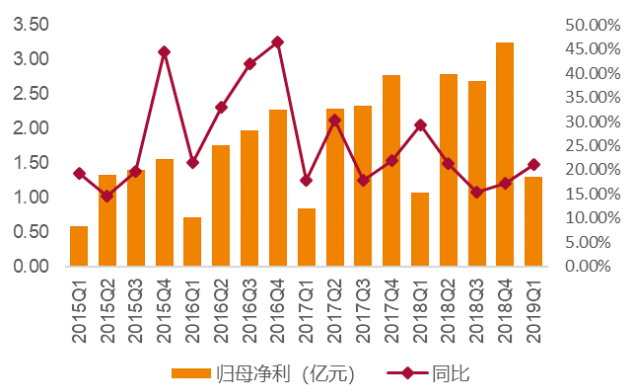
- 2019 上半年实现总营收 21.05 亿元，同比增长 11.58%，归母净利 4.44 亿元，同比增长 14.91%，扣非后归母净利 4.16 亿元，同比增长 15.28%。上半年销售毛利率 46.36%，同比提升 0.3 个百分点。
- 二季度总营收 13.24 亿元，同比增长 8.16%，归母净利 3.13 亿元，同比增长 12.55%，扣非后归母净利 2.96 亿元，同比增长 14.93%，二季度销售毛利率 47.93%，同比提高 0.97 个百分点，整体表现符合预期。

图 27：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：公司单季度归母净利及同比

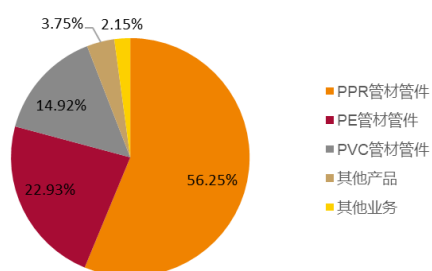


资料来源：wind，天风证券研究所

**分产品看，**公司主打产品 PPR 管材管件收入占比 56.25%，PE 占比 22.93%，PVC 占比 14.92%，与去年同期相比，PPR 占比变化不大，实现 10.29%的收入增速，PE 占比下降 3.74 个百分点，PVC 提高 2.07 个百分点，主因 PE 增速下降 4.08%，PVC 收入增速加快，达到 29.63%。其他产品占比从 2.20%提升至 3.75%，收入同比增长 90.25%，预计以防水涂料（上海伟星新材料科技有限公司半年实现收入 3330 万元，同比增长 81.24%，仅反映工厂收入情况）、前置过滤器业务为主，超过整体收入增幅。

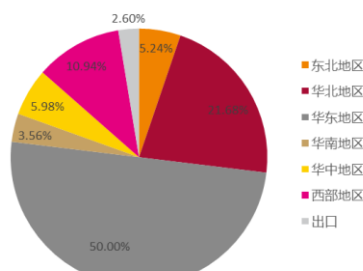
**分地区看，**华东地区贡献收入仍然最大，占比达到 50%，下降 2.15 个百分点，收入同比增长 6.97%。其次为华北地区，占比 21.68%，提高 0.96 个百分点，收入增速达到 16.78%。占比提升的地区还包括东北、西部、华中，收入增速分别为 32.81%、20.53%、13.60%，其中东北地区增速最为突出，主因公司加大该区域市场拓展力度，西部增速较快预计与西安工厂投产有关。出口业务同比微降 0.27%，占比由去年同期 2.90%下降为 2.60%。

图 29：公司 2019 上半年分产品收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

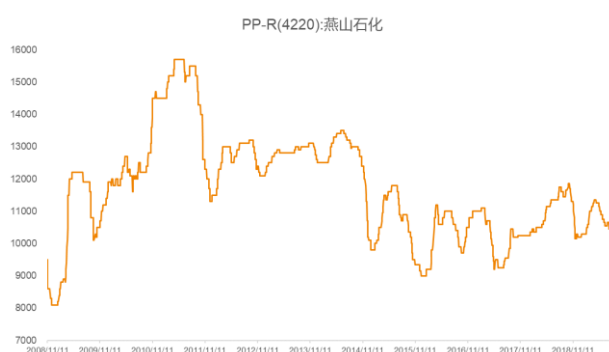
图 30：公司 2019 上半年分地区收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率角度看，PE 毛利率提升明显，同比提高 4.53 个百分点，预计与原材料价格下行有关，PPR、PVC 毛利率基本维持稳定，分别微幅下滑 0.78、0.52 个百分点。整体看，公司销售毛利率 46.36%，同比提升 0.3 个百分点，主因 PE 业务拉动。其中，PPR、PE、PVC 业务毛利率分别为 58.19%、35.39%、26.94%，同比分别变化：-0.78%、+4.53%、-0.52%。（1）**PPR 毛利率变动原因：**基于 wind 数据我们发现，以燕山石化 PPR4220 为例，一季度均价环比下降 3%，同比提高 2%，二季度均价环比提高 4%，同比提高 1%，可以看出原材料价格有一定压力，预计是毛利率下降的原因之一；此外，属于建筑工程领域的 PPR 产品毛利率低于零售业务 PPR，叠加建筑工程业务增速较快，预计同样是毛利率微幅下降的原因。（2）**PE 毛利率增长的原因：**以中国塑料城 PE 指数为例，上半年同比明显下降，预计原材料价格下行是毛利率增长的重要原因。

图 31：燕山石化 PPR4220 市场价变动情况（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：中国塑料城 PE 指数变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

就经营环境而言，地产需求低迷、行业整体压力较大，精装房推动地产集采促使装修材料公司商业模式选择，以及原材料成本波动带来的压力不减。而消费建材行业固有“大行业小公司”的竞争压力依然存在。

因公司产品属于装修基础材料，因此地产需求可以参考房屋竣工面积，2019 年 1-6 月累计同比增速下滑 12.7%，而去年同期为下滑 10.6%，竣工压力一直未见显著缓解。细分项住宅房屋竣工面积下滑 11.7%，去年同期为下滑 12.8%。装修基础品细分两类需求，即新房与二手房装修，新房市场正在面临地产融资收紧、竣工压力以及精装冲击，奥维云网（AVC）地产大数据显示，上半年精装修/全装修商品住宅开盘 130 万套，同比提升 17%。全装修与精装修推动力来自环保、降噪、减少材料浪费，但也面临品质不过关、房价变相上涨引起业主不满以及与稳房价的政策导向不符。存量市场来自二手房交易、二次翻新等，市场需求较大且保持稳定，增量与存量对行业的主导性或在未来发生交接。

**投资建议：**我们认为，对于 C 端渠道为主的企业，短期虽然面临需求低迷、消费方式改变、竞争加剧等市场变化，但公司大力开发薄弱潜在市场，通过零售业务逆势增长证明实力，同时工程业务注重经营质量，严格把关应收，报告期应收票据及应收账款/收入比例控制在 17.4%，去年同期为 17.87%。此外，还应关注到公司同心圆业务成效初显，PVC 线管以及各类家装管道系统配套销售力度加强，PVC 业务同比增速近 30%，净水及方式业务增速同比高达 90%。未来业绩弹性可聚焦区域开拓、同心圆产业链拓展、市占率提升。

（1）“伟星”虽然是全国性品牌，但从营收占比看，华东地区收入占比 50%，华南、华中、东北、西部均为潜在高增市场。

（2）持续看好家装防水涂料业务借助已有管材渠道推广，两种产品装修先后的天然属性支持销售逻辑，以及关联健康、消费属性较强的净水业务。

（3）公司市占率仍然较低，提升空间很大。同时，存量市场巨大，C 端品牌力继续发挥营销作用。目前公司在全国设立 30 多家销售分公司，拥有 1500 多名专业营销人员，营销网点 26000 多个。

（4）关注双轮驱动下，工程业务积极调结构促转型，以及建筑工程业务实现快速发展。

**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：**

公司发布半年报，2019H1 实现营业收入 22.02 亿元，同比增长 66.14%；实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 99.66%，扣非后归母净利润 0.82 亿元，同比增长 103.79%；综合毛利率、净利率分别为 38.93%、5.74%。其中，二季度公司总营收 15.71 亿元，同比增长 67.77%，归母净利润 1.20 亿元，同比增长 79.23%。

C+B 端共同发力，营业收入大幅增长。家装端的增速在 18 年有所放缓，主要是在优化原有经销商并向一、二线城市开拓新经销商，这一布局在 19 年得到回报，家装墙面漆销量同比增加 51.62%。工程端公司继续发力，销量方面同比增加 76.38%，地产大客户和工程端经销商开发到位。今年旧改成为政府的重要议题，是重大民生工程和发展工程，老旧小区的翻新将会全面推广，建筑外墙重涂需求有望大幅增长，利好公司工程端业务。此外，防水业务首次纳入到公司的主要经营数据公告，上半年防水卷材贡献了 1.3 亿收入，随着公司自身产能的释放，有望与工程端涂料形成协同，成为新的增长点。

规模效应显现，净利率有望提升。产品毛利率方面略有降低，同比下降 2.13 个百分点，产品价格出现一定下滑，家装端产品结构有所调整，上半年均价下降 17.14%，精装修的比例提高也降低了工装漆的价格，但是整体成本也有所下降，主要原料乳液、钛白粉分别下滑了 14.86%、7.69%，毛利率基本平稳。费用方面控制得当，管理费用同比增加 16.51%，远低于营业增速，公司在 18 年扩大员工规模，意在提前布局，导致 18 年管理费用提升较多，但是人员的扩大带来了营收规模的更快增速，从而摊薄费用，叠加防水业务的增加，规模效应越发明显，净利率有望进一步提升。

行业空间大，加速缩小与海外企业差距。19 年国内经济压力大，国外贸易战反复，上半年，中国涂料行业总产量 964.45 万吨，逆市同比增长 4.8%，保持韧性。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，18 年营收达到了 175 亿元，人均创收 222 万元，三棵树 18 年人均创收 92 万元，人均收入仍有很大增长空间。短期看，“金九银十”旺季来临，带动下半年业绩向好，此外防水业务有望开始贡献业绩，公司有望继续保持高增长。

**投资建议：**得益于规模效应费用率降低以及防水业务的逐步释放，19-21 年归母净利润由 2.87、3.81、5.11 亿元上调至 3.15、4.28、5.83 亿元，EPS 分别为 1.69、2.29、3.13 元，对应的 PE 为 36X、26X、19X 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格增加；经销商及地产大客户拓展不及预期。

#### 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：**

公司发布半年报，2019H1 实现营业收入 2.95 亿元，同比增长 2.49%；实现归母净利润 8135.1 万元，同比下降 8.84%，扣非后归母净利润 8062.3 万元，同比增加 0.17%；综合毛利率、净利率分别为 47.16%、27.92%。其中，二季度公司总营收 1.59 亿元，同比下降 6.1%，归母净利润 4643.1 万元，同比下滑 11.8%。

产能仍需释放，收入端保持稳定。公司主要产品珠光材料下游运用非常丰富，与宏观经济相关度高，并且公司 19 年上半年海外收入占比达到 44.05%，占比较高，因此公司营收也与全球经济相关。今年以来全球经济形势复杂多变，公司上市后产能增加至 3 万吨珠光材



料、年产 1 万吨合成云母的产能，产能并没有完全释放，此外叠加销售人员正在扩充中，因此收入没有出现较大增速，预计随着产能的释放以及销售人员的增加，后期收入增速能有所提升。

毛利率再提升，多因素影响净利润。虽然全球经济形势不佳，但是公司的汽车级、化妆品及珠光材料逐步打入市场，高端产品有所增加，整体毛利率有所提升，由去年同期的 45.24% 上升到当期的 47.16%，随着后期高端产品增加以及原材料自给率提升，预计毛利率仍有上升空间。归母净利小幅下滑，公司总结 4 点原因，一是本期的政府补助收入下降，二是汇兑收益下降和贷款利息支出增加，三是投资收益下降，四是公司为扩大业务及增加销售费用，公司当前处于扩张阶段，短期费用呈现一定波动。

二氧化钛项目投产，长期业绩可期。公司子公司富仕新材料 20 万吨二氧化钛项目于 8 月正式投产，可替代外购的四氯化钛和三氯化铁，有望大幅度降低珠光材料的生产成本，并提高产品品质。此外，公司的二氧化钛及氧化铁项目也正式开工。公司依托此前的二氧化钛、三氧化铁的萃取法制备工艺技术向产业链延伸，新建的二氧化钛、氧化铁将大幅提高公司的营收规模，下游客户也与主业形成协同，提高与下游客户的黏性。长期来看，公司在不断巩固自身珠光行业龙头地位的同时有望进入高端二氧化钛产业，实现产品多样化及产业链的延伸。

投资建议：公司处于扩张期，短期业绩承压；长期来看，珠光材料逐步打入高端市场，二氧化钛、氧化铁有望在 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。由于产能正在逐步释放，叠加全球经济不佳，下调公司 2019-2021 年归母净利 2.79、3.74、5.02 亿元至 2.17、2.83、3.72 亿元，EPS 为 0.46、0.60、0.80 元，对应 PE 为 33X、25X、19X 倍，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

公司发布 2019 年半年报,完成销售收入 24.98 亿元,同比增长 30.13%,实现归母净利润 2.33 亿元,同比增长 48.18%。

业绩靓丽，瓷砖业务占比进一步提升。分业务看，公司卫浴产品业务实现销售收入 2.02 亿元（占比 8.09%），陶瓷墙地砖业务实现 22.30 亿元（占 89.24%）。分区域看，公司前四大销售区域为华东、华南、华中及西南区域，营收占比分别为 36.45%、22.90%、19.54%、11.39%。三费方面，公司管理费率 7.26%，同比减少 0.73 个百分点，财务费率 0.91%，同比增加 0.34 个百分点，销售费率 16.80%，同比增加 1.7 个百分点,主要是物流费用跟工程服务费增加。2019 年上半年欧神诺实现营业收入 22.46 亿元，同比增长 37.44%，说明欧神诺瓷砖的市占率在稳步提升，品牌认知度和美誉度不断加强。

精装房渗透率不断提升，工程端业务持续放量。奥维云网地产大数据显示，2018 年全国精装修商品住宅开盘规模增幅近 60%，达到 253 万套，市场渗透率达 27.5%，2019 年 1-5 月住宅精装新开楼盘同比增长 33%，开盘套数同比增长 20%，2019 年精装房市场渗透率有望进一步提升。公司瓷砖业务保持高速增长趋势，欧神诺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，赢得了房地产开发商的青睐，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，在深化与新增客户雅居乐、荣盛、富力、旭辉、华润置地等大型房地产开发商合作的同时，报告期内陆续与敏捷、海伦堡、合正、华侨城、景瑞、电建、鸿通等大中型房地产开发商客户构建了合作关系，进一步巩固公司快速发展的势头。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，新模式推广。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。同时利用欧神诺多年来积累的工程服务经验帮助经销商开拓整装和工装市场，为零售发展提供新的增长模式。截至 2019 年 6 月 30 日，欧神诺陶瓷经销商逾 800 家，终端门店逾 2400 个，经销商门店比去年年底增加 700 家。

新增产能投产，规模效应有望凸显。欧神诺在广西投资建设高端墙地砖智能化生产线一期项目厂房已投入使用，景德镇生产基地的扩产升级项目也已建成并投入使用，2018 年新增的生产线日均产能 17,000 平方米/天。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。另一方面，随着工装客户规模不断扩大，公司通过区域供应链基地的全国布局，实现产销地一体，形成物流成本优势，进而形成了规模制造、物流等综合成本竞争优势，进一步提升公司盈利能力。

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