

建筑材料

证券研究报告

2019年11月04日

2019年三季报综述：水泥业绩一枝独秀，关注部分绩优标的

综述

2019年前三季度我们重点覆盖建材行业上市公司业绩实现稳健增长，合计实现营业收入合计4340亿元，同比增长19%；实现归母净利润合计548亿元，同比增长16%；行业毛利率为30.52%，同比降低0.73个百分点；净利率为12.64%，同比降低0.3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26.06%，归母净利润同比增长21.84%，毛利率同比下降2个百分点，净利率同比下滑0.5个百分点，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-15.05%、10.2%，归母净利润分别同比增长-14.02%、-1.32%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了16.32%，归母净利润增长5.65%。

水泥行业：景气延续，四季度龙头盈利有望创新高

我们再次强调水泥股具备业绩优异，四季度龙头业绩有望创新高。建议首选业绩优异的品种，如龙头海螺水泥、华南龙头华润水泥、粤东龙头塔牌集团、西北龙头祁连山，以及上峰水泥、万年青，从人口长期流入、资金配套能力角度重点考虑长三角、粤港澳大湾区，从价格弹性角度，关注受益奥运会结束后供需双增价格大幅上涨的弹性龙头华新水泥，此外，西北、西南地区处于基建洼地，且扶贫任务相对艰巨，对应可关注祁连山、天山股份、宁夏建材，前期雨水较多下半年多轮涨价的江西、广东地区，对应可关注万年青、塔牌集团、华润水泥。

玻璃行业：价格回升，玻璃价格涨势延续

从玻璃行业上市公司的整体情况来看，2019前三季度共完成营业收入335.07亿元，同比下降14.31%；实现归母净利19.57亿元，同比下降12.15%。2019年玻璃价格三季度持续走高，叠加“金九银十”旺季，价格走势喜人。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，竣工端的传导有所延迟，不过正在逐步体现，因此看好后期徐工需求回暖提振玻璃需求，短期看，北方赶工期一般延续至11月底，南方延续至春节之前，因此看好之后玻璃价格的表现，推荐龙头旗滨集团。

玻纤行业：行业筑底拐点渐近，2020年行业有望回暖

2019年前三季度全年玻纤行业运行相对弱势，从玻纤行业上市公司情况来看，前三季度共完成营业收入204.80亿元，收入同比增加10.21%；实现归母净利润总计29.42亿元，同比下降1.32%。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年前三季度其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了16.32%，归母净利润增长5.65%，销售毛利率为27.6%，同比增加0.7个百分点，销售净利率为7.61%，同比下降0.77个百分点。建议重点关注北新建材、帝欧家居&蒙娜丽莎、东方雨虹、三棵树、坚朗五金、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 分析师
SAC执业证书编号：S1110519100001
shiyi@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业研究周报:价格延续上涨，水泥板块盈利继续向好》2019-10-26
- 2 《建筑材料-行业点评:华南需求恢复明显，北方错峰即将展开》2019-10-20
- 3 《建筑材料-行业研究周报:供给侧影响助推旺季行情，关注水泥板块》2019-10-19

内容目录

1. 建材行业：水泥业绩一枝独秀	4
2. 水泥行业：景气延续，四季度龙头盈利有望创新高	4
2.1. 前三季度水泥延续高景气，收入利润增速均领先工业整体	4
2.2. 三季度业绩回顾	5
2.3. 四季度展望：基建预期向上，地产韧性持续	8
2.4. 投资建议	9
3. 玻璃行业：价格回升，玻璃价格涨势延续	9
4. 玻纤：行业筑底拐点渐近，2020 年行业有望回暖	12
4.1. 行业需求端维持较快增长	13
4.2. 行业供给阶段性增加	13
4.3. 投资策略：推荐中国巨石，关注中材科技、长海股份	14
4.3.1. 中国巨石	14
4.3.1. 中材科技	15
4.3.2. 长海股份	16
5. 其他建材：龙头市占率进一步提升	17
5.1. 防水篇：收入、业绩同比较快增长，盈利能力回升	18
5.1.1. 东方雨虹：	19
5.1.2. 科顺股份：	20
5.2. 北新建材：淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期	21
5.3. 帝欧家居：工程零售齐发力，规模效应持续凸显	22
5.4. 三棵树：	23
5.5. 坤彩科技：	23
5.6. 伟星新材：零售阶段性承压，净利率稳中有升	24

图表目录

图 1：2019 年前三季度各子行业营收及归母净利润同比变化	4
图 2：2019 年前三季度各子行业盈利情况	4
图 3：全国水泥产量累计（万吨）同比增速	5
图 4：全国水泥库容比（%）	5
图 5：海螺水泥单季度归母净利情况	6
图 6：华新水泥单季度归母净利情况	6
图 7：全国高标水泥价格走势（元/吨）	8
图 8：华东区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）	8
图 9：华北区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）	9
图 10：西南区域 42.5 袋装水泥价格走势（元/吨）	9
图 11：平板玻璃产量及其同比变化（亿重箱）	10

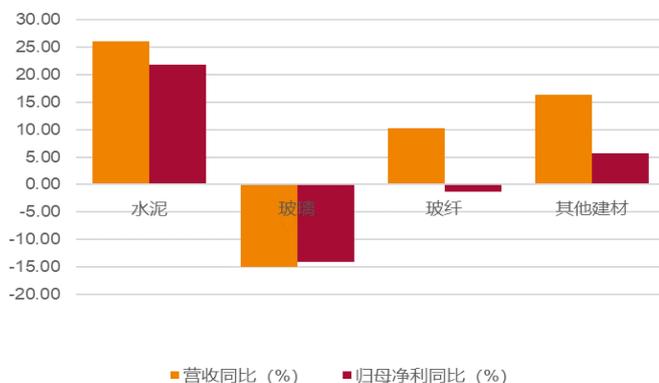
图 12: 房屋竣工面积累计值及增速 (万平方米)	10
图 13: 白玻价格 (元/吨)	10
图 14: 浮法玻璃库存 (万重量箱)	10
图 15: 中国玻纤产量 (万吨) 及增速情况	13
图 16: 公司近年营业收入及同比	15
图 17: 公司近年归母净利及同比	15
图 18: 中国巨石财务数据及估值	15
图 19: 中材科技财务数据及估值	16
图 20: 长海股份财务数据及估值	17
图 21: 沥青 (70A): 上海石化 (元/吨)	19
图 22: 东方雨虹盈利预测	20
图 23: 公司单季度营收及同比	21
图 24: 公司单季度归母净利及同比	21
图 25: 公司单季度营收及同比	24
图 26: 公司单季度归母净利及同比	24
表 1: 水泥行业上市公司收入、归母净利对比	5
表 2: 水泥行业上市公司毛利率、净利率、ROE (摊薄) 指标对比 (%)	6
表 3: 水泥行业上市公司各项费用率指标对比 (%)	7
表 4: 水泥行业上市公司单季度毛利率、净利率指标对比 (%)	7
表 5: 水泥行业上市公司三季度各项费用率指标对比 (%)	8
表 6: 2019Q3 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	11
表 7: 2019 年前 3Q 玻纤行业上市公司收入、净利润、毛利率、净利率对比	12
表 8: 2019 前 3Q 玻纤行业上市公司三费情况对比	13
表 9: 2018 年玻纤产能 (万吨) 投产情况	13
表 10: 2019 年前三季度其它建材行业上市公司收入、归母净利、毛利率、净利率对比	17
表 11: 2019 前 Q3 防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比	18
表 12: 2019 前 Q3 年防水行业重点公司收入、净利润、毛利率、净利率对比	19

1. 建材行业：水泥业绩一枝独秀

2019 年前三季度我们重点覆盖建材行业上市公司业绩实现稳健增长，合计实现营业收入合计 4340 亿元，同比增长 19%；实现归母净利润合计 548 亿元，同比增长 16%；行业毛利率为 30.52%，同比降低 0.73 个百分点；净利率为 12.64%，同比降低 0.3 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 26.06%，归母净利润同比增长 21.84%，毛利率同比下降 2 个点，净利率同比下滑 0.5 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-15.05%、10.2%，归母净利润分别同比增长-14.02%、-1.32%；其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了 16.32%，归母净利润增长 5.65%。

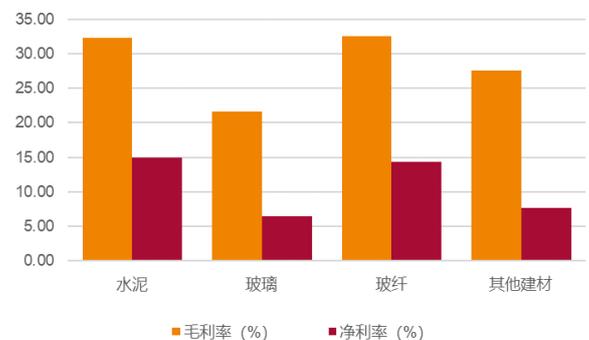
从盈利水平来看，2019 年前三季度水泥行业盈利保持高位，销售毛利率为 32.36%，同比分别下降 2.2 个百分点，销售净利率为 15.01%，同比下降 0.5 个百分点；2019 年前三玻璃行业销售毛利率为 21.69%，同比增加 2.42 个百分点，毛利率提升主要是三峡新材毛利率增长所致，行业龙头旗滨集团毛利率同比下滑 2 个点，销售净利率为 6.47%，同比持平，玻纤行业销售毛利率为 32.6%，同比下降 2 个百分点，销售净利率为 14.36%，同比下降 1.7 个百分点，其他建材行业销售毛利率为 27.6%，同比增加 0.7 个百分点，销售净利率为 7.61%，同比下降 0.77 个百分点。

图 1：2019 年前三季度各子行业营收及归母净利润同比变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年前三季度各子行业盈利情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 水泥行业：景气延续，四季度龙头盈利有望创新高

2.1. 前三季度水泥延续高景气，收入利润增速均领先工业整体

前三季度全国水泥行业实现营收 7199 亿元，同比增长 14.3%，比整体工业增速高 9.8 个百分点，利润总额 1318 亿元，同比增长 25.3%，比整体工业增速高 27.4 个百分点。前三季度全国水泥累计产量 16.9 亿吨，同比增长 6.9%，去年同期为微增 1%；其中，9 月单月产量 2.2 亿吨，同比增长 4.1%，环比增长 3.6%（旺季影响）。水泥需求延续高景气，以及产量增速上下半年的差异表现（下半年增幅有所放缓），我们判断原因包括：1）房地产新开工、施工虽有回落但保持韧性，分区域看，中西部地产开发投资表现更为突出；2）西北方需求同比显著改善，例如 9 月磨机运转率为 74.27%，同比提高近 14 个百分点；3）华北部分地区受大庆停工影响，供需双限，例如 9 月磨机运转率为 46.67%，同比下降 6.67 个百分点；4）新增产能影响（截止今年 8 月，全国新增熟料产能超过 900 万吨，2018 年新增 2043 万吨）；5）基建投资拉动。

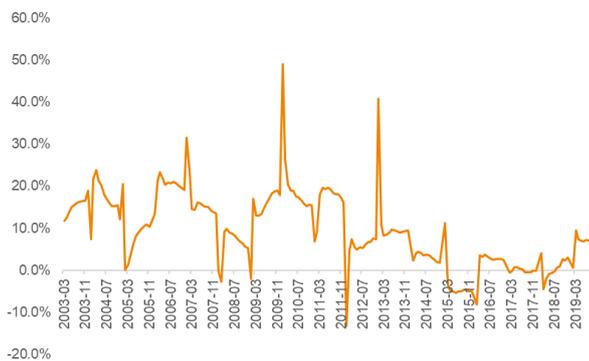
下游需求角度看，1-9 月固投（不含农户）同比增长 5.4%，增速比前值回落 0.1 个百分点。直接影响水泥需求的地产和基建投资保持增长，其中地产方面，房地产开发投资 1-9 月累计同比增长 10.5%，结束连续 4 个月的环比下降表现，与前值持平；房屋新开工面积累计同比增长 8.6%，增速比前值下降 0.3 个百分点，降幅收窄，9 月单月同比增速 6.66%，环比改善（6-8 月分别为 8.88%、6.56%、4.89%）。近年来施工增速持续低迷，进入 2019 年加速明显，虽有波动但短期逻辑可持续，1-9 月累计同比增速 8.7%，除 2019 年外，前次累计

增速超过 8% 的时点发生在 2014 年 12 月（累计同比 9.2%），累计增速环比前值下降 0.1 个百分点，环比降幅收窄，9 月单月同比增速 7.59%（前值 0.61%，旺季和天气影响）；从施工与竣工结合角度看，竣工连续 4 个月单月同比增速改善，确有施工向竣工传导迹象，从绝对值角度考虑，9 月仍实现近 2.1 亿平的较高单月施工水平，继续支撑房屋施工水泥需求。

基建方面，我国基础设施增长仍有很大潜力，整体存量水平大约相当于发达国家的 20-30%，结合明年专项债部分新增额度的提前下达以及潜在的“补短板”需求，我们看好四季度基建投资增速，在房屋新开工增速放缓的背景下，水泥需求有望得到对冲支持。1-9 月基建投资不含电力口径同比增长 4.5%，增速比前值加快 0.3 个百分点，与 2018 年全年增速相比提高 0.7 个百分点，道路、铁路投资增速分别为 7.9%、9.8%，增速比前值分别加快 0.2、回落 1.2 个百分点。

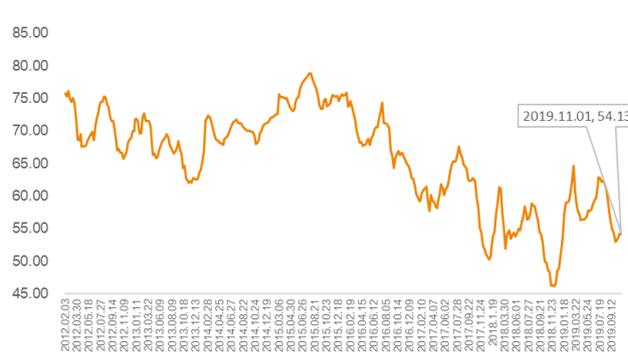
经历 6-7-8 三个月淡季，8 月底 9 月初正式开启旺季行情，各地水泥普涨，弹性角度可以关注雨水负面影响较大的区域，例如广东、湖南及江西。此外，辽宁及无锡超载引发交通事故，部分地区严厉治超，我们判断对水泥行业影响偏正面，特别是辽宁南下水泥熟料有望控制，以及原材料、辅料等运输费用增加，不排除从成本端支撑水泥价格上行，但目前治超尚未形成独立影响，后续进展有待观察。此外，秋冬季错峰生产执行力度有望维持，例如黑龙江省近日发布《关于做好黑龙江省 2019-2020 年采暖期水泥错峰生产工作的通知》，时间范围：2019 年 10 月 20 日至 2020 年 4 月 20 日，执行企业范围：省内所有水泥熟料生产企业（含电石渣），协同处置或危废处置的产线除外，但要适当降低生产负荷。山东枣庄发布秋冬错峰生产方案，全市水泥（含粉磨）错峰时间为 2019 年 11 月 15 日-2020 年 3 月 15 日，跨度 4 个月。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小，盈利稳定性有望超预期。

图 3：全国水泥产量累计（万吨）同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：全国水泥库容比（%）



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

2.2. 三季度业绩回顾

我们重点研究的 14 家水泥上市公司在 2019 前三季度共实现营收 2809.13 亿元，同比增长 26.06%，实现归母净利润 421.54 亿元，同比增长 21.84%。除金圆股份、塔牌集团、福建水泥外，其他 11 家水泥企业全部实现营收同比增长。今年前三季度归母净利润全部为正，8 家企业归母净利超过 10 亿，10 家企业超过 5 亿，去年同期 9 家企业归母净利超过 5 亿。其中海螺水泥归母净利整体占比近 56.5%。

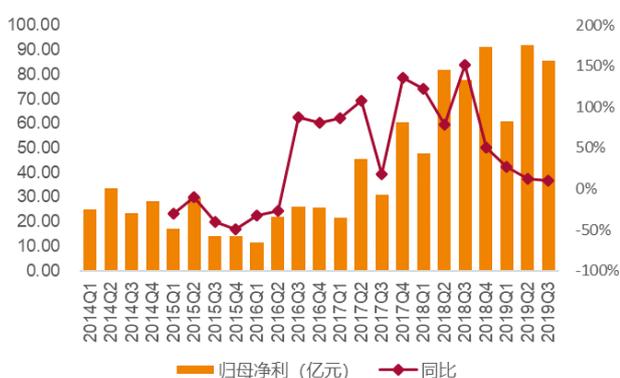
2019 年三季度 14 家水泥公司共实现营收 1026.72 亿元，同比增长 16.16%，实现归母净利润 149.68 亿元，同比增长 12.32%。前三季度金圆股份、塔牌集团、福建水泥营收同比为负，塔牌集团、福建水泥、青松建化归母净利同比为负，而归母净利为正的 4 家公司同比增速超过 50%。

表 1：水泥行业上市公司收入、归母净利对比

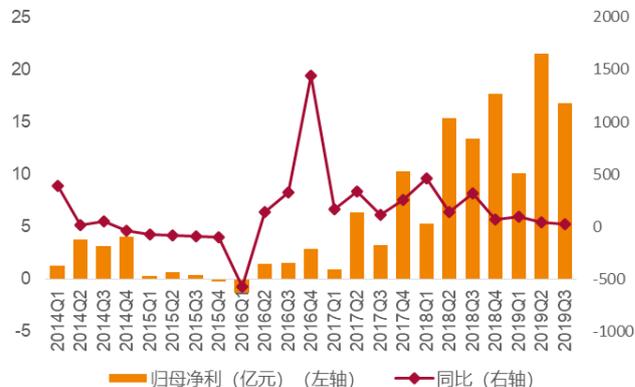
证券简称	营业收入（亿元）					归母净利（亿元）				
	2019 前三季	同比%	2019Q3	同比%	环比%	2019 前三季	同比%	2019Q3	同比%	环比%
亚泰集团	114.64	15.03	48.26	36.20	28.24	0.83	-20.98	0.45	73.41	29.30

金圆股份	56.49	-0.72	24.13	14.39	17.15	4.03	8.94	2.12	6.48	16.79
塔牌集团	44.32	-2.02	15.72	5.42	6.25	10.53	-15.65	3.53	-8.90	28.07
福建水泥	19.75	-1.04	6.60	-9.45	-10.44	2.58	-19.91	0.47	51.36	-66.10
上峰水泥	45.79	26.32	16.91	9.56	-3.31	15.41	67.76	5.91	44.49	-0.10
华新水泥	224.72	18.02	80.85	12.96	-3.88	48.44	41.99	16.81	25.15	-21.86
冀东水泥	262.54	16.00	101.75	11.11	-8.08	24.70	35.96	9.90	50.00	-30.97
青松建化	25.39	30.08	12.31	23.19	9.03	2.31	-48.85	1.21	-68.71	34.11
宁夏建材	36.31	16.80	16.44	21.10	8.70	6.09	74.96	3.36	63.70	-2.35
祁连山	52.19	20.90	23.09	17.36	-0.25	10.42	88.98	5.50	65.76	12.35
天山股份	72.38	28.57	32.82	23.45	8.91	11.81	54.29	5.11	11.60	0.84
海螺水泥	1,107.56	42.37	391.13	22.04	-4.94	238.16	14.96	85.56	10.06	-6.78
金隅集团	673.64	20.15	227.53	9.92	-20.45	37.16	19.75	6.71	-3.22	-74.44
万年青	73.41	4.61	29.20	-0.22	13.21	9.09	4.24	3.06	-14.62	-20.70

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 海螺水泥单季度归母净利润情况


资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 华新水泥单季度归母净利润情况


资料来源: wind, 天风证券研究所

具体到盈利指标上，毛利率涨幅较大的公司有：上峰水泥 6.98 个 PCT、青松建化 3.95 个 PCT、华新水泥 2.95 个 PCT。净利率涨幅较大的有：青松建化 12.15 个 PCT、上峰水泥 8.79 个 PCT、祁连山 8.18 个 PCT、冀东水泥 6.25 个 PCT。ROE（摊薄）同比变动较大的有：祁连山 6.05 个 PCT。

表 2: 水泥行业上市公司毛利率、净利率、ROE（摊薄）指标对比（%）

证券名称	毛利率		净利率		ROE（摊薄）	
	2019 前三季	同比变动百分点	2019 前三季	同比变动百分点	2019 前三季	同比变动百分点
亚泰集团	30.30	0.70	0.17	-0.44	0.57	-0.14
金圆股份	14.96	0.97	8.14	0.41	9.93	0.04
塔牌集团	33.91	-7.30	23.78	-3.84	11.53	-3.07
福建水泥	26.93	-6.63	15.26	-4.03	22.14	-13.77
上峰水泥	51.07	6.98	34.33	8.79	33.50	3.67
华新水泥	41.25	2.95	23.90	4.08	24.41	1.52
冀东水泥	37.68	6.81	16.46	6.25	15.64	3.21
青松建化	34.55	3.95	26.40	12.15	4.95	-5.09
宁夏建材	36.50	1.07	18.59	6.13	11.21	3.93
祁连山	37.15	3.52	21.38	8.18	15.76	6.05
天山股份	33.99	2.64	18.42	3.29	12.85	3.26
金隅集团	27.20	-0.67	7.89	0.15	6.13	-17.03
万年青	30.32	-2.96	18.93	-1.26	20.55	-2.61

海螺水泥	32.37	-4.96	-0.07	22.43	-8.74	0.63
------	-------	-------	-------	-------	-------	------

资料来源: Wind, 天风证券研究所

单看 2019 年三季度各企业费用表现, 除万年青、塔牌集团、金圆股份外, 其他企业期间费用率均呈下降趋势, 青松建化期间费用率下降 6.53 个 PCT、亚泰集团下降 4.52 个 PCT。期间费用率低于 10%的企业有: 海螺水泥 5.12%、塔牌集团 5.29%、上峰水泥 6.23%、金圆股份 6.26%、万年青 7.38%、天山股份 7.86%、青松建化 9.11%, 福建水泥 9.43%。

表 5: 水泥行业上市公司三季度各项费用率指标对比 (%)

证券简称	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		
	2019Q3	同比变动	环比变动	2019Q3	同比变动	环比变动	2019Q3	2019Q3	同比变动	环比变动	2019Q3	同比变动	环比变动	
	百分点	百分点	百分点	百分点	百分点	百分点			百分点	百分点	百分点	百分点	百分点	
亚泰集团	7.69	-1.10	-0.89	7.27	-0.28	1.12	1.03	9.94	-3.14	-6.12	24.90	-4.52	-6.03	
金圆股份	1.66	-0.14	-0.48	2.61	0.28	0.22	1.24	1.98	0.04	0.46	6.26	0.18	-0.28	
塔牌集团	1.21	-0.42	-0.54	4.49	1.09	-0.27	0.11	-0.41	-0.19	0.07	5.29	0.48	-0.86	
福建水泥	1.79	-0.07	0.03	5.22	-0.08	1.05	0.00	2.42	-1.03	0.63	9.43	-1.18	1.71	
上峰水泥	1.64	-0.47	0.15	4.66	0.27	1.55	0.00	-0.07	-2.64	0.93	6.23	-2.83	2.63	
华新水泥	6.46	0.15	0.95	4.24	-0.10	0.37	0.05	0.48	-1.00	-0.29	11.18	-0.95	0.94	
冀东水泥	3.02	-0.53	-0.27	9.23	0.80	1.65	0.35	2.63	-0.96	-0.30	14.89	-0.69	0.77	
青松建化	0.02	-1.27	-3.08	5.53	-0.84	-0.46	0.00	3.56	-4.42	-0.23	9.11	-6.53	-3.77	
宁夏建材	7.94	-0.62	-0.36	4.50	-0.16	2.02	0.03	0.44	-0.30	-0.26	12.87	-1.08	1.34	
祁连山	4.60	-0.36	0.04	5.19	-1.44	-1.66	0.00	0.32	-0.65	-0.17	10.11	-2.46	-1.78	
天山股份	2.79	-0.13	0.02	3.73	-1.01	-0.48	0.21	1.34	-0.98	-0.45	7.86	-2.12	-0.93	
金隅集团	3.78	-0.17	1.02	7.49	-0.45	2.31	0.35	3.15	-0.93	0.93	14.42	-1.55	4.04	
万年青	3.27	1.02	0.27	3.80	0.72	0.04	0.03	0.32	-0.30	-0.02	7.38	1.45	0.23	
海螺水泥	2.95	-0.14	0.30	3.00	-0.44	0.16	0.04	-0.84	-0.43	0.04	5.12	-1.00	0.48	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

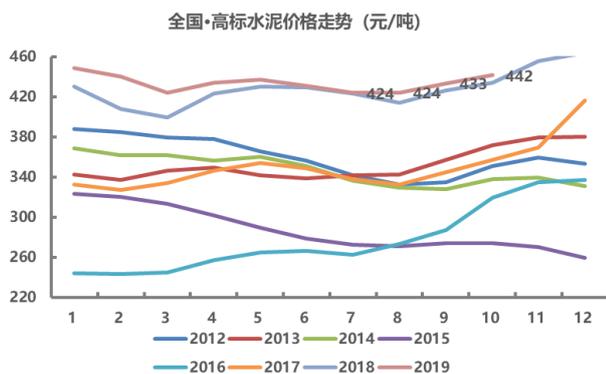
2.3. 四季度展望: 基建预期向上, 地产韧性持续

基建投资预期向上, 社融表现超市场预期, 建材上下游资金流动性有望改善。9 月新增社融 2.27 万亿, 存量社融增速 10.8%, 显著高于市场预期。其中, 企业中长期贷款继续改善, 预计基建融资需求部分贡献, 10 月 15 日央行 2019 年第三季度金融统计数据新闻发布会提到“9 月末基础设施行业的中长期贷款同比增长 8.9%, 比上年末高 0.3 个百分点, 这个速度是今年以来的高点”。

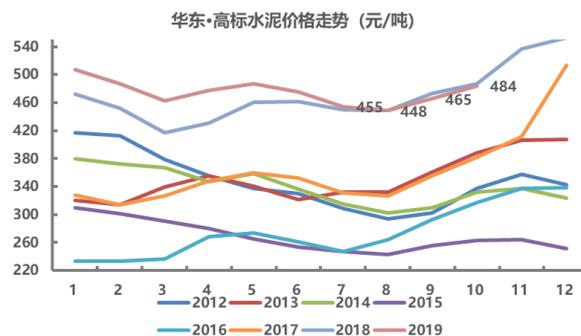
下游需求的集中化提高产业链对资金的敏感程度, 例如水泥行业体现在农村自建房的减少与重点工程的增加, 消费建材体现在精装集采以及装修公司对个人装修模式的替代。资金对建材行业影响, 从产业链角度看, 包括 (1) 制造业信贷支持与资金周转实力; (2) 经销端垫资承受能力影响销售意愿; (3) 需求端结算时长与兑付风险。而地产链与基建链也应一分为二看, 地产链资金收紧压力持续背景下, 我们认为未来一段时间建材投资主线是集中度提升, 磨底期间市场手段去产能, 同时也是新商业模式形成期。基建链短期继续受益逆周期调节力度, 重点工程、市政工程有望加大投入, 增量有空间保障竞争程度不及地产链激烈, 短期盈利具备稳定性。

图 7: 全国高标水泥价格走势 (元/吨)

图 8: 华东区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)

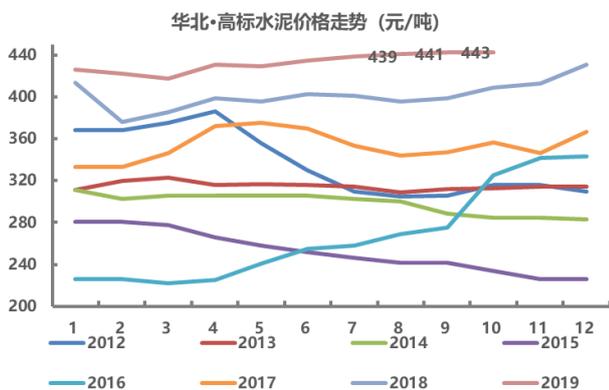


资料来源：数字水泥，天风证券研究所



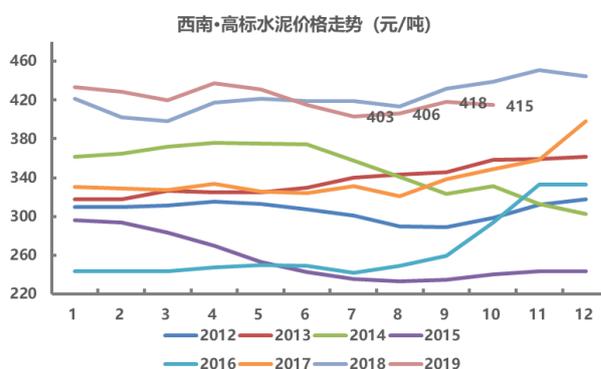
资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 9: 华北区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

图 10: 西南区域 42.5 袋装水泥价格走势 (元/吨)



资料来源：数字水泥，天风证券研究所

2.4. 投资建议

综合来看，四季度基建在本轮政策的推动下，投资增速有望持续改善，以及基建项目落地到水泥使用，有 4-5 个月时间滞后，2020 上半年本轮基建项目对水泥需求的拉动作用预计可以体现出来，也可部分抵消地产新开工增速可能下滑带来的影响。

我们再次强调水泥股业绩优异，四季度龙头业绩有望创新高。建议首选业绩优异的品种，如龙头海螺水泥、华南龙头华润水泥、粤东龙头塔牌集团、西北龙头祁连山，以及上峰水泥、万年青，从人口长期流入、资金配套能力角度重点考虑长三角、粤港澳大湾区，从价格弹性角度，关注受益奥运会结束后供需双增价格大幅上涨的弹性龙头华新水泥，此外，西北、西南地区处于基建洼地，且扶贫任务相对艰巨，对应可关注祁连山、天山股份、宁夏建材，前期雨水较多下半年多轮涨价的江西、广东地区，对应可关注万年青、塔牌集团、华润水泥。

3. 玻璃行业：价格回升，玻璃价格涨势延续

2019 年 1-9 月玻璃价格呈现 V 型反转，从年初最高的 1606 元/吨下跌至 6 月末的 1512 元/吨，之后价格逐步增加到当前 1672 元/吨，涨幅超过 150 元一吨，符合我们此前对竣工需求恢复从而提振玻璃价格的判断，当前正值赶工旺季，玻璃的涨价一般能持续至 11 月末，华南地区延续至春节前，预计玻璃价格能继续维持当前涨价态势。

需求方面，主要的需求房地产竣工表现开始恢复。根据统计局数据显示，2019 年 1-9 月全国房屋竣工面积累计下滑 8.6%，虽然依旧是负增长，但是自 5 月以来持续环比改善，新开工的传导开始逐步显现。2019 年前三季度玻璃行业共生产平板玻璃 6.98 亿重箱，同比上升 5.4%。按照中国玻璃期货网统计口径，2019 年半年度全国平板玻璃校正后整体产能利用

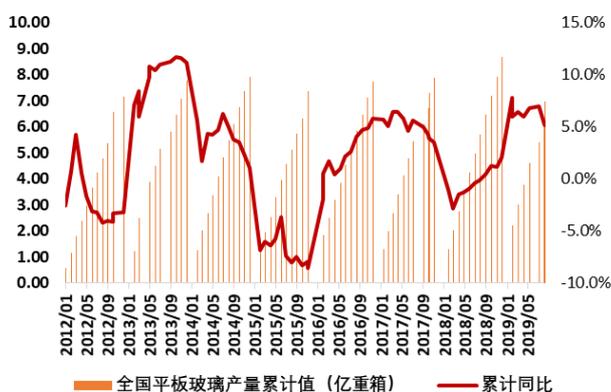
率在 83%左右。

供给方面，受供给侧改革影响，1-9 月新建生产线较少，共 3 条，2019 年前三季度新冷修复生产线共计 15 条，冷修生产线 17 条，上半年玻璃价格较低，厂家复产意愿较差，叠加环保导致窑池冷修成本提升，整体复产与冷修产能接近，整体在产产能变化预计保持稳定。如果玻璃价格继续走高，厂家复产意愿可能有所增加。

库存方面，得益于需求的恢复，库存自 5 月份以来持续下降，19 年三季度末行业整体库存平均达到 3718 万重量箱，同比 18 年同期增长了 19.4%，环比 4-5 月高点下降月 800 万重量箱。

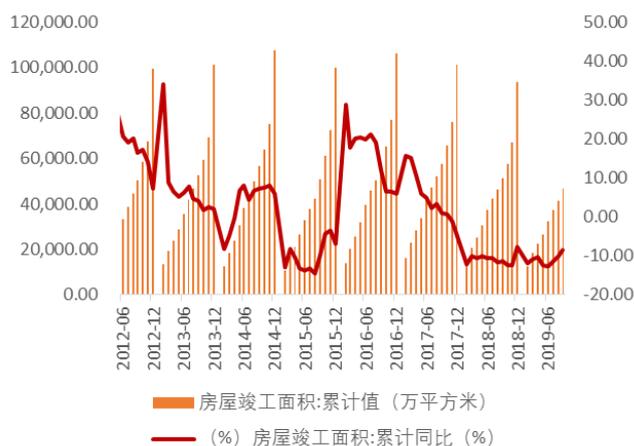
占玻璃成本较大的纯碱由于供给侧改革，19 年上半年价格整体处于高位，进入三季度一直保持低位，均价达到了 1744 元/吨，整体振幅有所缩小，企业方面已经有充分的经验在价格地位囤货，预计纯碱价格对玻璃成本的影响将逐步变小。

图 11：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 12：房屋竣工面积累计值及增速（万平方米）



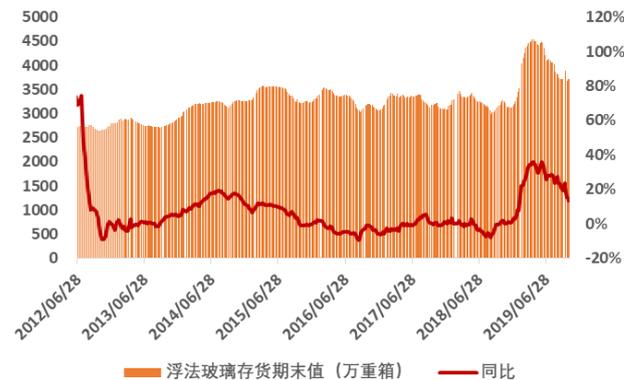
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：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 14：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 前三季度共完成营业收入 335.07 亿元，同比下降 14.31%；实现归母净利润 19.57 亿元，同比下降 12.15%；销售毛利率 20.92%，同比增长 2.17 个百分点；销售净利率 5.84%，同比下降 0.14 个百分点。

从具体上市公司业绩来看，2019 年下半年开始玻璃价格开始回升，对于玻璃原片生产企业来说，价格上涨利好业绩，但是下游端将增加成本，因此业绩表现不一。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 7.76%，归母净利润下降 3.33%，相比半年报明显改善。三峡新材受行业景气度影响，主营业务收入同比下降 69.94%，归母净利同比下降 77.81%。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 43.54%，归母净利润同比增长 5.2%。洛阳玻璃以高质量发展为引领，全力推进各业务板块调整优化，加快新产品研发，持续开展“增节降”活动，报告期内实现营业收入同比增加 43.54%；。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 6.01%，不过随着玻璃价格走高利润端转为正增长。

2019 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 1-9 月，亚玛顿受政策和市场变化的影响，营业收入同比下降 37.17%，归母净利润同比下降 97.3%；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 14.15%，归母净利润同比下降 83.04%。

表 6：2019Q3 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	
	2019Q3	同比	2019Q3	同比	2019Q3	变动	2019Q3	变动
玻璃原片占比大的企业								
旗滨集团	65.32	7.76%	9.27	-3.33%	27.19%	-2.04%	14.38%	-1.68%
金晶科技	37.33	1.84%	1.40	-43.87%	18.08%	-3.87%	3.79%	-3.38%
耀皮玻璃	33.07	17.78%	1.36	51.51%	19.02%	2.06%	4.32%	0.17%
三峡新材	27.65	-69.94%	0.61	-77.81%	10.79%	3.47%	2.25%	-0.78%
洛阳玻璃	13.23	43.54%	0.46	1797.47%	20.65%	0.25%	4.09%	3.26%
南玻 A	76.62	-6.01%	5.44	16.03%	24.74%	1.72%	7.42%	1.38%
深加工玻璃占比大的企业								
亚玛顿	8.16	-37.17%	0.02	-97.30%	14.62%	3.23%	0.56%	-4.64%
凯盛科技	30.76	43.54%	0.77	5.2%	12.59%	-3.20%	3.15%	-0.62%
金刚玻璃	3.8	-10.10%	0.10	-10.24%	33.25%	-3.36%	2.75%	-0.67%
玻璃设备								
北玻股份	8.17	14.15%	0.09	-83.04%	24.43%	1.76%	1.96%	-7.74%

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

投资建议

2019 年玻璃价格三季度持续走高，叠加“金九银十”旺季，价格走势喜人。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，竣工端的传导有所延迟，不过正在逐步体现，因此看好后期徐工需求回暖提振玻璃需求，短期看，北方赶工期一般延续至 11 月底，南方延续至春节之前，因此看好之后玻璃价格的表现，推荐龙头旗滨集团。

旗滨集团：

2019 前三季度实现营业收入 65.32 亿元，同比增长 7.76%；实现归母净利 9.27 亿元，同比下降 3.33%；综合毛利率、净利率分别为 28.14%、14.19%。其中，三季度公司总营收 24.66 亿元，同比增长 7.60%，归母净利 4.09 亿元，同比增加 34.60%。

需求恢复带动价格走高，业绩持续改善。我们此前判断房屋交付将进入恢复期，竣工数据会有所起色，而作为竣工最前端需求的玻璃自 6 月以来价格持续走高，在供给端变化不大的背景下，需求恢复是拉动玻璃价格走高的主要原因。供给方面截至本月行业新增 2 条生产线，复产 15 条，冷修 16 条，产能净增加日熔量 550 吨，预计全年行业产能维持平稳。价格方面从 6 月低点不足 1500 元/吨上涨到当前 1641 元/吨，库存也从高点 4500 左右万重箱下降至 3821 万重箱，竣工端需求明显起色，公司产能大受益显著，三季度当季归母净利大幅增长，当前正处于“金九银十”旺季阶段，公司产能主要覆盖华东、华南地区，旺季持续性长，预计四季度业绩有望继续保持增长。

成本端稳定,利润空间放大。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,因此在玻璃价格持续走高的情况下,毛利率净利率都环比提升;同时公司通过增资扩股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。

中长期规划确保长期发展,股权激励激发企业动能。公司近期发布《中长期发展战略规划纲要(2019—2024)》,争取 2024 年末浮法原片产能规模比 2018 年增加 30%以上、节能玻璃产能规模增加 200%以上,并要求产品高端化,使产品更具有竞争力。玻璃行业集中度不高,仍有提升空间,公司有望继续稳固自身浮法龙头的地位,并加快深加工业务的布局。还推出合伙人持股计划和员工持股计划,考核目标以 2016-2018 年营业收入平均值为基数,2021 年和 2024 年的营业收入复合增长率均不低于 10%。规划确保公司中长期发展的方向,而股权激励将高管、核心技术人员及员工的利益一致化,有望实现公司长期持续的稳定发展。

投资建议:我们预计公司 19-21 年实现归母净利 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 8.42X、7.61X、7.00X 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. 玻纤:行业筑底拐点渐近,2020 年行业有望回暖

2019 年前三季度全年玻纤行业运行相对弱势,从玻纤行业上市公司的情况来看,前三季度共完成营业收入 204.80 亿元,收入同比增加 10.21%;实现归母净利润总计 29.42 亿元,同比下降 1.32%。销售毛利率 31.38%,同比上升 0.59 个百分点;销售净利率 12.28%,同比下降 0.31 个百分点。

2019 年前三季度,中国巨石收入维持稳定,公司实现营业收入 77.38 亿元,同比增长 1.43%,归母净利 15.49 亿元,同比下降 19.02%,盈利情况整体偏弱,预计同产品价格下行压力有关。中材科技 2019 年前三季度业绩大幅提升,报告期内公司实现营业收入 95.34 亿,同比增长 22.21%;归母净利润 10.19 亿,同比增长 36.66%,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 年前三季度长海股份实现营业收入 16.65 亿元,同比增长 5.32%,归母净利 2.35 亿元,同比增长 20.58%,高于收入增速,毛利率 29.57%,同比提升 3.49 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 年前三季度实现营业收入 6.79 亿元,同比下降 7.83%,归母净利 0.05 亿元,同比下降 31.25%,本期内,公司毛利率 25.02%,同比增加 1.59 个百分点。2019 年前三季度再升科技实现营业收入 8.64 亿元,同比增长 3.38%,归母净利 1.34 亿元,同比增长 10.93%,销售毛利率 34.89%,同比提升 2.93 个百分点。

表 7: 2019 年前 3Q 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(%)	
	2019 前 3Q	同比(%)	2019 前 3Q	同比(%)	2019 前 3Q	同比(%)	2019 前 3Q	同比(%)
中国巨石	77.38	1.43	15.49	-19.02	39.91	-5.18	20.04	-5.10
中材科技	95.34	22.21	10.19	36.66	27.53	0.10	11.03	0.94
长海股份	16.65	5.32	2.35	20.58	29.57	3.49	14.13	1.86
再升科技	8.64	3.38	1.34	10.93	34.89	2.93	15.44	1.00
九鼎新材	6.79	-7.83	0.05	-31.25	25.02	1.59	0.75	-0.26

资料来源:公司公告, Wind, 天风证券研究所

2019 前三季度行业期间费用情况整体稳定。其中中国巨石 2019 前三季度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 17.17%,同比提升 3.03 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 14.96%，较去年同期下降 1.44 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 8：2019 前 3Q 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 (%)	
	2019 前 3Q	同比 (%)						
中国巨石	4.57	0.45	8.19	1.12	4.41	1.46	17.17	3.03
中材科技	3.76	0.16	8.63	-0.93	2.57	-0.67	14.96	-1.44
长海股份	5.29	0.20	8.10	0.22	-0.42	0.64	12.96	1.06
再升科技	6.36	-0.53	10.05	2.26	0.89	0.03	17.30	1.76
九鼎新材	7.00	0.17	9.50	0.74	5.87	0.12	22.37	1.03

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2019 前 3Q 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。

4.1. 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 15：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

4.2. 行业供给阶段性增加

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

表 9：2018 年玻纤产能（万吨）投产情况

公司	地址	产线	产能新增	实际产能	状态	最新点火日期	产品类型
中国巨石	九江	1 线	2	10	在产	2018/5	无碱粗砂
中国巨石	九江	1 线	3	10	在产	2018/5	无碱粗砂

长海股份	江苏长海	1 线	4	7	在产	2018 年 3 月	无碱粗纱
长海股份	江苏长海	2 线	1.5	8.5	在产	2018 年 8 月	无碱粗纱
庞贝捷	淄博	3 线	8	8	在产		非电子纱
江西元源	上犹	1 线	5	5	在产		电子纱
重庆三磊		1 线	8	8	在产	2017 年 11 月	无碱粗纱
中国巨石	桐乡	智能 1 线	15	15	在产	2018 年 8 月 21 日	无碱粗纱
重庆国际	大渡口	F02	5	10	在产	2018 年 8 月 15 日	无碱粗纱
林州光远	林州	2 线	5	5	在产	2018 年 8 月	电子纱
中国巨石	桐乡	1 线	6	6	在产	2018 年 12 月	电子纱
安徽丹凤	安徽	2 线	5	5	在产	2018 年 10 月	电子纱
山东玻纤	格赛博	2 线	8	8	在产	2018 年 12 月	无碱粗纱
泰山玻纤	泰安	6 线	10	10	在产	2018 年 11 月	无碱粗纱
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。

4.3. 投资策略：推荐中国巨石，关注中材科技、长海股份

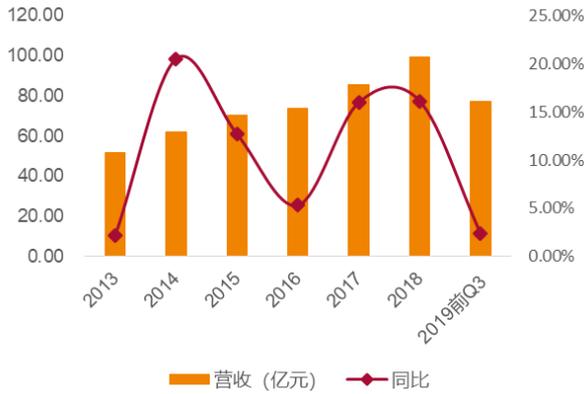
4.3.1. 中国巨石

公司发布 2019 年三季报，报告期内公司实现营业收入 77.38 亿元，同比增长 1.43%；实现归母净利 15.49 亿元，同比下降 19.02%。盈利能力承压，单季营收增速提升；公司 2019 年 Q3 单季实现营收 26.76 亿元，同比增加 2.47%，单季收入增速较前两个季度的 0.06%、1.71%有所提升，发货情况或有边际改善的迹象；单季度实现毛利率 38.9%，较前两个季度 41.2%、39.7%继续下滑，或同产品价格下降有关，盈利能力继续承压；前三季度期间费用率为 17.17%，较去年同期 14.14%明显上升，其中财务费用率提升是主要因素，从去年同期的 2.96%提升为 4.41%，主要原因为公司本期新增有息负债增加，预计同公司近年及未来的产能扩张及技改有关；前三季度综合净利率为 20.04%，较去年同期 25.14%有所下滑。

玻纤业务产品结构有望持续优化，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。从公司三季度经营情况来看，公司报告期末存货为 20.81 亿元，同中报期末金额基本持平，产品垒库情况逐步缓解；报告期末应收账款余额为 19.10 亿元，较中报期末金额出现下降，预计客户付款周期相对稳定。我们认为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 16：公司近年营业收入及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：公司近年归母净利润及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：由于公司产品价格承压，将公司 2019-2020 年归母净利润预测由 23.70 亿、27.81 亿下调为 19.46 亿、24.02 亿，对应 EPS 分别为 0.56 元、0.69 元，对应 PE 为 15.32X、12.41X，维持“增持”评级。

风险提示：全球玻纤需求出现大幅下滑；海外项目进度不及预期。

图 18：中国巨石财务数据及估值

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,651.55	10,032.42	10,333.40	11,293.33	12,239.84
增长率(%)	16.19	15.96	3.00	9.29	8.38
EBITDA(百万元)	3,873.63	4,444.03	3,615.57	4,183.17	4,641.67
净利润(百万元)	2,149.85	2,373.98	1,945.79	2,402.47	2,833.79
增长率(%)	41.34	10.43	(18.04)	23.47	17.95
EPS(元/股)	0.61	0.68	0.56	0.69	0.81
市盈率(P/E)	13.86	12.55	15.32	12.41	10.52
市净率(P/B)	2.39	2.09	1.92	1.73	1.55
市销率(P/S)	3.45	2.97	2.88	2.64	2.44
EV/EBITDA	14.19	9.81	11.53	8.52	7.89

资料来源：wind，天风证券研究所

4.3.1. 中材科技

公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 95.34 亿元，同比增长 22.21%；实现归母净利润 10.19 亿元，同比增加 36.66%。

单季扣非盈利增长势头持续；公司 2019Q3 单季实现营收 34.71 亿元，同比增长 13.62%；实现归母净利润 3.67 亿元，同比增加 1.5%，实现扣非归母净利 3.49 亿元，同比增加 17.9%；公司单季实现毛利率 26.7%，维持在较好水平；报告期内经营活动产生的现金流量净额为 5.61 亿元，同比大增 264.83%，现金流情况有所改善。预计公司全年盈利有望保持较快增长势头。

风电叶片景气向好，玻纤业务运行稳健；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。玻璃纤维行业整体景气度有所下降，泰山玻纤持续优化产能规模及产品结构，根据市场需求及新材料发展趋势积极调整产品结构，经营情况维持平稳，公司在产品差异化方面具备明显优势，同时公司公告投资浸润剂项目及湿法毡项目，预计投产后有助于进一步增强公司的成本控制能力，提升产品品质，同时增强玻纤制品领域的竞争力。

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。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，同时公司公告投资锂电隔膜装备公司，未来或将有助于提升公司在隔膜产业的综合竞争力；公司氢气瓶产业紧跟燃料电池行业变化，加强技术储备及产品开发，目前产品主要面向商用车及无人机市场，报告期内，氢气瓶销量较上年同期实现大幅增长，毛利率同比大幅上升，半年度实现净利润 4019.53 万元，较上年同期增长超过 1000%，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 12.03X、10.63X，维持“买入”评级。

风险提示：全球玻纤需求出现大幅下滑；风电装机、锂电盈利不及预期。

图 19：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).1	10,267.82	11,446.87	13,128.15	14,314.42	15,240.56
增长率(%).1	14.48	11.48	14.69	9.04	6.47
EBITDA(百万元).1	2,127.10	2,631.44	2,817.01	3,110.34	3,285.57
净利润(百万元).1	767.28	934.14	1,379.90	1,561.98	1,698.86
增长率(%).1	91.15	21.75	47.72	13.19	8.76
EPS(元/股).1	0.46	0.56	0.82	0.93	1.01
市盈率(P/E).1	21.63	17.77	12.03	10.63	9.77
市净率(P/B).1	1.89	1.56	1.60	1.46	1.33
市销率(P/S).1	1.62	1.45	1.26	1.16	1.09
EV/EBITDA.1	12.86	6.14	7.80	6.56	5.89

资料来源：wind，天风证券研究所

4.3.2. 长海股份

公司发布三季报，报告期内公司实现营业收入 16.65 亿元，同比增长 5.32%；实现归母净利润 2.35 亿元，同比增长 20.58%。

单季收入增速小幅下滑，收现情况改善；公司 2019Q3 单季实现营业收入 5.80 亿元，同比下降 2.32%；实现归母净利润 0.89 亿元，同比增长 2.74%；公司单季实现销售毛利率 29.66%，在玻纤产品价格承压的情形下，维持在较好水平；实现净利率 15.43%，同比仍有提升。前三季度实现三项费用率 13.50%，同比略有提升，其中财务费用率有所提升，与公司汇兑收益减少有关。现金流方面，公司收现情况持续改善，2019Q3 单季收现率达到 80.7%，为近几个季度的最好水平，2019 年呈现逐季改善的趋势，与此相应的是公司前三季度经营活动产生的现金流量净额同比提升 35.59%，现金及现金等价物净增加额同比增加 47.22%。

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。

第二期股份回购完毕，彰显公司信心；公司于 2018 年 7 月 25 日召开的 2018 年第二次临时股东大会审议通过了《关于回购公司股份预案的议案》；截至 2019 年 7 月 24 日，公司通过回购专用证券账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 6,490,300 股，占公司总股本的 1.53%，最高成交价为 10.30 元/股，最低成交价为 7.575 元/股，支付的总金额为 57,574,675.35 元（含交易费用）。至此，公司本次回购股份已完成。本次回购或用作公司股权激励或员工持股计划，彰显公司对未来发展的信心。我们认为目前行业整体处在盈利的底部区间，未来行业以及公司的收入规模和盈利能力仍有进一步提升的空间。

盈利预测：由于玻纤及制品价格承压，我们将公司 2018 年、2019 年的归母净利润由 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 11.97X、11.00X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品投放不及预期；产品价格下降；汇率大幅波动影响公司利润。

图 20：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).1	2,027.19	2,197.94	2,307.84	2,674.56	3,090.93
增长率(%).1	14.67	8.42	5.00	15.89	15.57
EBITDA(百万元).1	366.38	491.10	472.38	522.03	593.93
净利润(百万元).1	201.94	263.08	311.55	339.03	409.93
增长率(%).1	(21.62)	30.28	18.42	8.82	20.91
EPS(元/股).1	0.49	0.63	0.75	0.82	0.99
市盈率(P/E).1	18.46	14.17	11.97	11.00	9.10
市净率(P/B).1	1.55	1.51	1.31	1.21	1.11
市销率(P/S).1	1.84	1.70	1.62	1.39	1.21
EV/EBITDA.1	14.13	6.95	8.80	7.14	5.81

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 其他建材：龙头市占率进一步提升

2019 年前三季度其他建材（耐材、管材、消费建材）营收增长了 16.32%，归母净利润增长 5.65%，销售毛利率为 27.6%，同比增加 0.7 个百分点，销售净利率为 7.61%，同比下降 0.77 个百分点。

表 10：2019 年前三季度其它建材行业上市公司收入、归母净利润、毛利率、净利率对比

代码	名称	营业收入 (亿元)	营收YOY (%)	归母净利润 (亿元)	归母净利润YOY (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
603616.SH	韩建河山	5.76	-0.92%	0.01	-82.13%	23.56	1.35
002457.SZ	青龙管业	13.45	74.78%	1.04	176.40%	32.32	8.01
002641.SZ	永高股份	44.05	18.49%	3.28	101.74%	25.07	7.44
300198.SZ	纳川股份	5.69	-36.94%	3.63	6262.85%	21.63	63.55
002372.SZ	伟星新材	31.20	5.15%	6.92	5.86%	46.80	22.23
002205.SZ	国统股份	4.16	5.54%	0.02	-135.40%	21.87	1.84
002671.SZ	龙泉股份	7.93	6.78%	-0.02	-112.66%	24.90	-0.50
002694.SZ	顾地科技	11.49	-10.14%	0.04	-75.55%	20.54	-0.40
300599.SZ	雄塑科技	14.57	11.05%	1.79	17.88%	26.03	12.32
002225.SZ	濮耐股份	31.24	9.57%	2.03	18.13%	29.59	6.83
002088.SZ	鲁阳节能	14.88	20.23%	2.41	4.49%	40.32	16.17
002392.SZ	北京利尔	25.70	9.12%	3.09	29.44%	35.62	12.07
002066.SZ	瑞泰科技	28.66	1.36%	0.10	26.41%	18.03	1.97
000619.SZ	海螺型材	27.03	16.41%	0.22	371.46%	12.17	0.86
002398.SZ	建研集团	23.57	24.83%	3.11	53.40%	30.38	13.70
002084.SZ	海鸥住工	18.33	16.34%	1.08	211.89%	23.99	6.01
300179.SZ	四方达	3.78	39.73%	0.88	57.11%	55.93	23.20
300374.SZ	恒通科技	5.26	0.56%	0.49	-7.33%	29.70	9.36
600209.SH	*ST罗顿	0.63	11.92%	-0.21	-22.11%	6.81	-44.58
300064.SZ	豫金刚石	7.30	-31.36%	0.68	-64.24%	30.12	9.14
002271.SZ	东方雨虹	128.95	38.64%	15.66	40.55%	36.46	12.23
002742.SZ	三圣股份	22.07	25.14%	0.81	3.28%	20.12	4.65
002302.SZ	西部建设	166.54	24.23%	6.12	174.25%	10.92	4.02
600172.SH	黄河旋风	22.73	-9.46%	0.58	-42.49%	24.98	2.70
002596.SZ	海南瑞泽	18.18	-17.09%	0.57	-48.99%	21.83	3.23
300344.SZ	太空智造	3.23	-16.31%	0.13	-72.66%	38.09	4.08
000786.SZ	北新建材	98.17	3.20%	-0.11	-100.53%	34.59	-0.01
300117.SZ	嘉寓股份	23.68	-15.27%	3.62	500.66%	16.26	15.30
603601.SH	再升科技	8.64	3.38%	1.34	10.93%	34.89	15.44
002718.SZ	友邦吊顶	5.04	-6.16%	0.49	-48.38%	32.93	9.52
300163.SZ	先锋新材	3.54	-16.95%	0.33	-122.12%	41.76	8.19
002043.SZ	兔宝宝	32.09	3.19%	2.53	-4.21%	18.20	7.86
603737.SH	三棵树	38.39	67.00%	2.72	110.80%	39.10	7.43
002918.SZ	蒙娜丽莎	26.76	17.44%	3.04	13.45%	36.72	11.35
603826.SH	坤彩科技	4.39	-0.21%	1.15	-17.57%	46.71	26.55
300715.SZ	凯伦股份	6.90	66.43%	0.71	74.88%	37.48	10.31
603378.SH	亚士创能	17.52	51.66%	0.80	53.91%	33.35	4.55
002798.SZ	帝欧家居	41.02	29.47%	4.26	57.17%	35.94	10.30
300737.SZ	科顺股份	33.26	64.70%	2.69	66.56%	33.69	8.10

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5.1. 防水篇： 收入、业绩同比较快增长， 盈利能力回升

从防水行业上市公司的情况来看，2019 前 3Q 共完成营业收入 172.17 亿元，收入同比上升 43.67%；实现归母净利润 19.18 亿元，同比增长 43.66%；销售毛利率 33.68%，同比上升 0.54 个百分点，销售净利率 8.69%，同比下降 0.64 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、东方雨虹营业收入均实现较高增长，涨幅分别为 71.41%，58.07%，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和成本变动有关，净利率方面，凯伦股份、东方雨虹、科顺股份净利率同比出现提升，体现出较好的成本控制能力。同时，凯伦股份营收增速高于其他几家防水企业，后发优势较为明显。

表 11： 2019 前 Q3 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 (%)	
		2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)	2019 前 3Q	同比 (%)
300715.SZ	凯伦股份	6.90	71.41	0.71	73.97	37.48	0.93	10.31	0.50
300737.SZ	科顺股份	33.26	58.07	2.69	28.22	33.69	0.48	8.10	0.09
300665.SZ	飞鹿股份	3.06	19.57	0.11	-58.43	27.08	0.84	4.12	-3.37
002271.SZ	东方雨虹	128.95	40.89	15.66	48.11	36.46	-0.11	12.23	0.23

合计	172.17	43.67	19.18	43.66	33.68	0.54	8.69	-0.64
----	--------	-------	-------	-------	-------	------	------	-------

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

从 2019 前 3Q 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涨跌互现，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 1.33 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 12： 2019 前 Q3 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 (%)	
	2019 前 3Q	同比 (%)						
300715.SZ 凯伦股份	11.85	-1.33	8.98	0.14	1.45	0.45	22.29	-0.73
300737.SZ 科顺股份	12.65	-0.24	8.71	-0.25	0.62	-0.27	21.98	-0.76
300665.SZ 飞鹿股份	8.48	1.09	12.10	2.72	3.14	1.15	23.72	4.96
002271.SZ 东方雨虹	11.92	-0.15	7.22	-1.91	2.42	1.07	21.57	-0.99

资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 21： 沥青 (70A)：上海石化 (元/吨)



资料来源：wind，天风证券研究所

5.1.1. 东方雨虹：

公司发布 2019 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 128.95 亿元，同比增加 38.64%；

实现归母净利 15.66 亿元，同比增加 40.55%。

(1) 龙头地位稳固，高基数下收入维持较快增速

公司前三季度实现扣非归母净利 13.04 亿元，同比增加 31.06%，归母净利增速差异的主要原因为非经常性损益中 3.28 亿元的政府补助。报告期内，公司三项费用率有所降低，由 18 年的 22.56% 降低为报告期内的 21.57%，其中管理费用率由 7.45% 降至 5.69%。公司 Q3 单季实现营业收入 49.87 亿元，同比增加 35.2%，实现归母净利 6.50 亿元，同比增加 31.1%，单季销售毛利率维持在 36.3% 的高位，销售净利率为 13.08%，环比 Q1、Q2 有所提升，盈利能力较强。

(2) 业务拓展，现金流阶段性承压

公司报告期末在建工程余额较期初增加 112.29%，公司新建工厂扩充产能的步伐仍在持续推进，未来业务拓展具备产能支撑；公司报告期末应收账款余额较期初增加 45.43%，同时公司采用收到的承兑票据背书转让的方式偿付部分货款，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金发生额较上期增加 17.68%，此外公司报告期内还有较大金额的其他应收款，系支付履约保证金增加所致，对应公司经营活动产生的现金流量净额阶段性承压，较上期明显减少。总体而言，公司仍然处在产能拓展、业务拓展的增长渠道中，资金需求较大，现金流情况阶段性承压。

(3) 组织变革成效初显，股权激励助力公司发展

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。另外，公司 2019 年 9 月 20 日公告实施第三期股票激励计划，授予的激励对象共计 2,189 人，覆盖范围较广，有助于绑定员工同公司利益，助力公司长期发展。

风险提示：沥青等原材料价格大幅上涨；应收账款坏账大幅提升；防水材料需求出现下滑。

盈利预测：由于公司收入维持较快增长，盈利能力较好，将公司 2019、20 年的归母净利预测由 19.14 亿元、22.83 亿元调整为 20.25 亿元、24.34 亿元，对应 EPS 为 1.36 元、1.63 元，对应 PE 为 17.2X、14.3X，维持“增持”评级。

图 22：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).1	10,292.97	14,045.71	18,399.88	22,656.98	27,457.83
增长率(%).1	47.04	36.46	31.00	23.14	21.19
EBITDA(百万元).1	1,602.03	2,326.34	2,740.51	3,268.11	3,902.34
净利润(百万元).1	1,238.84	1,508.22	2,025.44	2,434.24	2,943.13
增长率(%).1	20.43	21.74	34.29	20.18	20.91
EPS(元/股).1	0.83	1.01	1.36	1.63	1.97
市盈率(P/E).1	28.09	23.07	17.18	14.29	11.82
市净率(P/B).1	5.18	4.40	3.47	2.84	2.34
市销率(P/S).1	3.38	2.48	1.89	1.54	1.27
EV/EBITDA.1	21.95	8.06	12.89	9.29	8.20

资料来源：wind，天风证券研究所

5.1.2. 科顺股份：

公司发布 2019 年三季报，报告期内，公司实现营业收入 33.26 亿元，同比增加 64.60%，实现归母净利 2.69 亿元，同比增长 66.56%。

(1) 收入快速增长，盈利弹性显现

公司 2019Q3 单季实现营收 13.52 亿元，同比增加 75.4%，实现大幅增长，较 Q2 单季增速进一步提升，预计主因公司发货维持高速增长；公司单季度实现毛利率 34.2%，较 Q1、Q2 环比改善，整体盈利情况有所好转，单季实现归母净利 1.03 元，较 2018Q3 单季大幅提升，公司盈利弹性较为明显。从前三季度公司费用率情况来看，公司整体费用率由 18 前 Q3 的 22.73% 下降为 21.99%，费用控制能力有所增强。与此同时，公司现金流情况维持稳定，前三季度销售商品、提供劳务收到的现金同比增加 61.49%，同营业收入增速相匹配，应收账款期末余额较期初增加 41.01%，其他应收款期末余额较期初增加 37.92%，应收款项的增速维持在可控范围，低于营收增速，收入增长相对稳健。

(2) 逐步形成全国性产能覆盖，渠道完善拓展市场份额

根据公司半年报，公司已在广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、江苏南通建有生产基地，覆盖华南、华北、华东、西南、东北地区，同时正在建设湖北荆门、陕西渭南两大生产基地。公司采用直销+经销的销售模式。直销方面，公司在北京、上海、广州、深圳等地开设 13 家销售分公司；经销方面，公司根据不同防水市场需求在全国各地发展相应的经销商，目前在全国 30 个省份与近 1,000 家经销商建立了长期稳固的合作关系。公司正在逐步形成全国性产能覆盖，并通过完善的渠道快速拓展市场份额。

(3) 实施股份回购，稳步扩张产能

8 月 6 日，公司通过回购股份的议案，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购 5,000 万元-10,000 万元公司股份，回购价格不超过人民币 12.00 元/股，将用于员工持股计划或股权激励，或将有助于绑定公司同员工利益共同成长。9 月 3 日，公司通过对外投资议案，拟在福建明溪县投资生产基地，计划总投资额约为 70,000 万元，预计将有助于公司实施产能布局战略，提升公司新型防水材料的生产能力，加强东南地区产能供应及市场拓展力度。

盈利预测：由于公司盈利情况较好，我们将公司 2019 年、2020 年的归母净利润分别由 3.47 亿、4.53 调整为 3.50 亿元、4.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.58 元、0.75 元，对应 PE 分别为 18.22X、13.96X，维持“增持”评级。

风险提示：沥青等原材料价格大幅上涨；应收账款坏账大幅提升；防水材料需求出现下滑。

5.2. 北新建材：淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期

- 公司前三季度实现营收 98.17 亿，同比微增 3.2%，归母净利 -0.11 亿，同比下滑 100.53%，其中，因诉讼和解导致的非经常性损益 18.46 亿，扣非后归母净利 18.42 亿，同比下滑 7.46%。单季营收 37.79 亿，同比微幅增长 7.21%，扣非后归母净利 7.44 亿，同比微幅下降 0.56%，单季毛利率 36.66%，环比提高 1.21 个百分点，我们预计与销量提高、成本下降有关。同时，公司预计全年实现归母净利 3-4.5 亿，加回诉讼影响为 21.46-22.96 亿。

图 23：公司单季度营收及同比

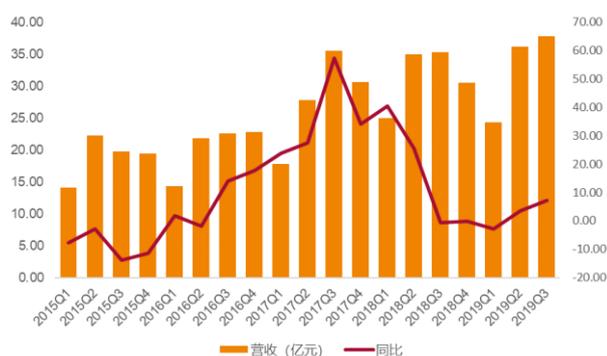
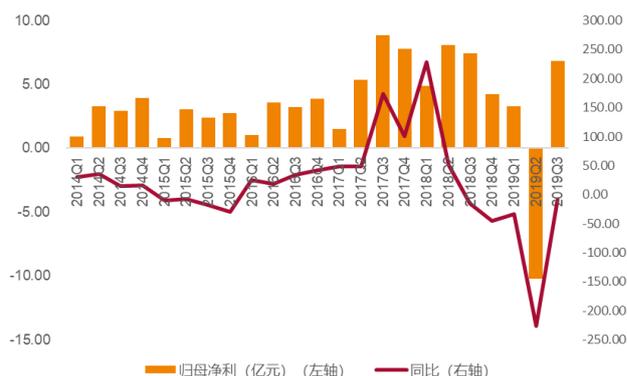


图 24：公司单季度归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

关于三季报，市场较为关心的地方包括：

(1) 单季期间费用率 13.1%，同比增加 2.89 个百分点，销售、管理、财务费用率分别提高 3.54、0.29、0.1 个百分点，其中，销售费用大幅增长 170.56%，主因公司及子公司运输费、广告宣传及展览费增加，财务费用同比增长 47.5%，主因子公司费用化的借款利息支出同比增加（判断可能与不同阶段产能建设进程、资产使用状态有关），以及汇兑损失同比增加。

(2) 营业外支出同比增加 5287 万，对应+144.8%，主因人民币汇率变动引起预计负债变化，和解费的汇兑损失增加。

(3) 经营现金流量净额下降 25.09%，单季同比下降 10.66%，无论是单季还是累计，经营活动现金流入均同比提高，主要是支出同比增大，可以观察到 2 个较为明显的变化，一是支付给职工以及为职工支付的现金今年以来逐季有 15-36% 的增幅，二是支付其他与经营活动有关的现金（部分费用、营业外支出等）同比增加显著，单季同比提高 242.7%。

(4) 投资现金流量净额同比增加 32.44%，主因理财收回的本金同比增加额大于在建项目、土地款支出的同比增加值。

(5) 应收账款比年初增长 372.95%，主因公司实施额度加账期的年度授信销售政策，应收票据&账款在收入中占比 4.99%，低于去年同期的 5.11%，同样低于半年末的 7.75%。(6) 一年内到期的非流动负债比年初增加 2.6 亿，增幅为 684.12%，主因所属于子公司长期借款重分类，因此长期借款降低 54.04%

诉讼和解轻装上阵有助海外进程，50 亿平产能规划有助市占率稳步提升。截止 2019H1，石膏板产能 27 亿平，年初为 24.7 亿平。公司制定 50 亿平全球产能规划，加快落实“国际化”战略，目前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，今年乘胜追击将原 600 万平拓展为 1500 万平，此外，还积极拓展乌兹别克斯坦项目。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。此外，公司积极开拓其他业务，成长可期。公司通过收购四川蜀羊切入防水领域，并在今年以来增加龙骨配套销售，多点开花贡献业绩。

投资建议：①高集中度的供给格局在消费建材领域较为少见，行业磨底龙头扩张，市占率有望继续提升；②主观推动产品结构高端化，增强盈利能力，住宅精装趋势有利高端产品渗透，同时可快速对接过往销售模式，适应成本低；③竣工连续回暖，单平净利向上弹性大；④现金流稳定资产质量优质；⑤多点开花，成长性可期。

风险提示：石膏板量价变动不及预期，原材料价格波幅不及预期。

5.3. 帝欧家居：工程零售齐发力，规模效应持续凸显

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市场渗透率达 27.5%，2019 年 1-8 月住宅精装新开楼盘同比增长 15.9%，开盘套数同比增长 10.4%，2019 年精装房市场渗透率有望进一步提升。帝欧家居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，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。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。公司在工装市场上已占有主要市场地位。

零售渠道下沉，“1+N”战略值得期待。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，我们预计全年经销商数量有望继续增长。9 月公司发布了“1+N”战略，“1”代表建筑陶瓷，“N”代表围绕陶瓷延伸的多种相关品类，我们认为“1+N”战略是公司陶瓷研发能力跟市场规模日臻成熟的必然结果，值得期待。

竣工数据降幅继续收窄，1-9 月房屋竣工面积累计同比下滑 8.6%，降幅比前值继续收窄 1.4 个百分点，占比约 70%的住宅竣工面积下滑 8.5%，降幅比前值收窄 1.1 个百分点，我们看好施工向竣工传导，竣工同比增速已连续 3 个月改善，瓷砖行业作为地产后周期装修行业，竣工数据的改善或将带动瓷砖销售回升。

风险提示：上游地产需求大幅下滑，账款回收不及预期。

5.4. 三棵树：

2019 前三季度实现营业收入 38.39 亿元，同比增长 67.00%；实现归母净利 2.72 亿元，同比增长 110.80%，实现扣非后归母净利 2.31 亿元，同比增长 112.86%；综合毛利率、净利率分别为 39.09%、7.43%。其中，三季度公司总营收 16.37 亿元，同比增长 68.17%，归母净利 1.54 亿元，同比增加 120.19%。

家装工程齐发力，下半年旺季来临延续高增长。公司 C 端产品今年实现高增长，前三季度销量增速达到 43.4%，显著高于去年同期增速，主要有以下几点原因。首先公司去年扩展渠道时注重经销商质量而非数量，招揽优秀且实力较强的经销商；其次公司今年在上海成立营销中心，加速进入一二线城市；最后是行业需求有所恢复，地产竣工数据环比改善，同时下半年是传统旺季，“金九银十”也是地产销售与房屋装修的集中时间，因此 C 端实现较快增长。工程端也继续维持高增长，前三季度销量同比增长 67.48%，地产大客户和 b 端经销商继续放量。同时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，老旧小区翻新将会全面推广，而外墙的重涂是旧房翻新的主要环节，建筑外墙重涂需求有望大幅增长，利好公司工程端业务。

规模效应提升净利率水平。公司当前为了抢占优质经销商，给予部分让利，主动降低产品价格，虽然 C 端和 B 端产品价格分别下降了 11.96%和 3.83%，但是原材料也下降明显，主要的乳业、颜填料、树脂等价格下调幅度也超过了 10%，所以毛利率小幅下滑。净利率同比提升 1.81 个百分点，改善显著，公司去年提前布局扩大销售人员，导致费用提升较快，今年业绩增长明显，费用得到摊薄，预计随着营收规模的进一步扩大，净利率水平将继续提升。

行业空间大，长期增长可期。涂料行业集中度较低，随着消费者对环保健康的要求提升，消费者的选择目标也向头部集中，公司作为国产涂料龙头，有望长期受益。除了 C 端，公司也把握住地产龙头集中度提升的机会，加强与龙头地产的合作，B 端规模进一步扩大，是国内为数不多的家装与工程涂料持续增长的优质企业。

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 年归母净利由 3.15、4.28、5.83 亿元上调至 4.13、5.43、7.42 亿元，EPS 分别为 2.21、2.91、3.98 元，对应的 PE 为 30X、22X、16X 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。

5.5. 坤彩科技：

2019 前三季度实现营业收入 4.39 亿元，同比下滑 0.21%；实现归母净利 1.15 亿元，同比下降 17.57%；毛利率与净利率分别为 46.71%、26.55%。其中，三季度公司总营收 1.44 亿元，同比下滑 5.31%，归母净利 0.34 亿元，同比下滑 33.05%。

全球经济局势动荡，珠光材料下游需求减弱。公司主要产品珠光材料下游运用丰富，主要运用在涂料、油墨、塑料等，与宏观经济相关度高，同时根据 19 年中报显示，公司 44.05% 的业务在海外，因此公司的业务也收到全球经济影响，当前全球局势动荡，经济不稳定，运用广泛的珠光材料需求呈现一定下滑。此外公司产能扩产后，产能没有得到释放，大客户的开发和渠道的扩展还没有到位，因此收入端小幅下降。随着产能逐步释放，客户继续开拓，公司有望回到增长的快车道。

高端产品放量提升毛利率。公司前三季度毛利率提升至 46.71%，同比小幅增长，公司高端产品逐步打入下游汽车、化妆品等市场，高端产品虽然产量较小但是价格高，提升了整体价格水平，因此毛利率有所提升，预计随着高端产品占比提升，毛利率仍有上升空间。净利润方面多种因素影响净利润下滑，前三季度其他收益 163.85 万元，因政府补助减少同比下滑 85.31%，理财产品收益下滑导致投资收益减少 50.12%，叠加财务费用因贷款增加由负转正，整体净利润有所下滑。

二氧化钛项目投产，长期业绩可期。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，有望持续度降低珠光材料的生产成本，并提升产品的质量。与此同时，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、三氯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、氧化铁将扩大公司的营收规模，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。

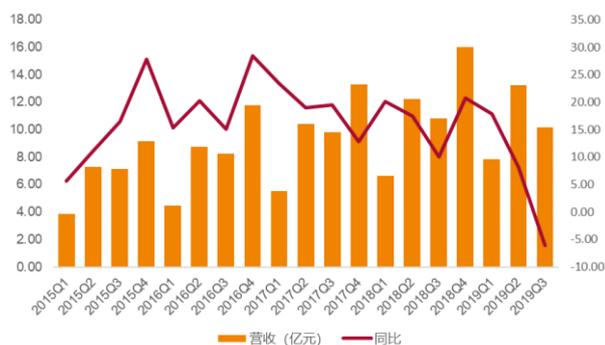
投资建议：受全球经济影响，需求短期下滑，业绩承压；长期来看，珠光材料逐步打入高端市场，二氧化钛、氧化铁有望在 2022 年释放业绩，进一步实现公司产品多样化及产业链的延伸。由于产能正在逐步释放，叠加需求不佳，下调公司 2019-2021 年归母净利 2.17、2.83、3.72 亿元至 1.76、2.38、3.12 亿元，EPS 为 0.38、0.651、0.67 元，对应 PE 为 40X、30X、23X 倍，维持“增持”评级。

风险提示：普通涂料、油墨、塑料、汽车涂料、化妆品等需求大幅下滑；投产项目不及预期；新产品渠道开拓不及预期。

5.6. 伟星新材：零售阶段性承压，净利率稳中有升

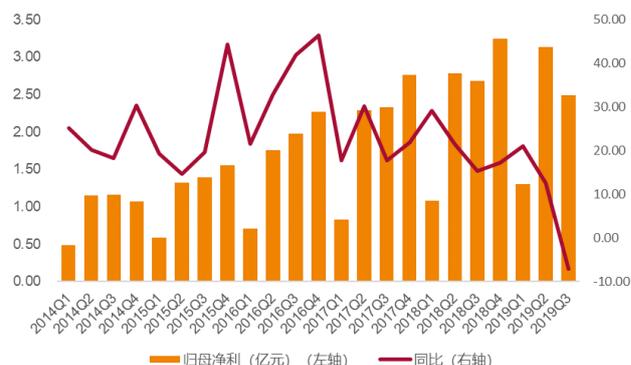
- 2019 前三季度实现营收 31.20 亿元，同比增长 5.15%，归母净利 6.92 亿元，同比增长 5.86%，其中，单季度实现营收 10.15 亿元，同比下滑 6.08%，归母净利 2.49 亿元，同比下滑 7.16%，单季度毛利率 47.71%，净利率 24.55%，分别下滑 1.77、0.3 个百分点。

图 25：公司单季度营收及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：公司单季度归母净利及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

关于三季报，我们提示关注以下几点：

(1) 三季度经营承压，精装影响较为突出。根据奥维云网统计，今年 1-8 月累计角度，从房间套数规模结构来看，住宅精装开盘项目主要分布在华东、二线城市，全国占比分别为 36.8%、64.6%，华南仅次之，地区占比 23.1%。而华东是公司核心重点区域（上半年华东收入占比 50%，华南占比 3.56%），精装对零售业务的影响难以避免，考虑到价格体系没有明显波动，我们预计压力主要来自零售销量。此外，市场较为关注的预收账款 4.22 亿，同比下降 13.26%，存货 7.56 亿，同比提高 33.33%。市政工程方面，预计公司继续严控订单质量，延续上半年趋势，因此应收&票据的收入占比为 12.16%，同比/环比下降 0.29、5.24 个百分点。建筑工程方面有望延续上半年态势。

(2) 单季毛利率为 47.71%，同比/环比下滑 1.77、0.22 个百分点，以燕山石化 PPR4220 为代表的原材料价格 Q3 单季度均价出现同比/环比 9%、5% 的显著下降，但二季度有 0%、4% 的变动，结合公司有备货习惯，预计单季度原材料价格下降可能在当季不能充分反映，**零售销量承压以及建筑工程增速快于零售带来的产品结构变化，仍然是毛利同比下降的主因。**

(3) 单季净利率为 24.5%，同比下降 0.3 个百分点，环比继续提升 0.81 个百分点，我们观察到期间费用率 19.55%，同比/环比下降 0.27、0.61 个百分点，主因销售/研发/财务费用同比下降 3.18%、12.8%、515.63%，其中财务费用同比减少主因收到银行利息收入增加。

(4) 资金状态较为充沛。现金及等价物净增加额同比增加 9.84 亿，主因本期投资现金流量净额大幅增加 10.97 亿（收回对新疆东鹏的部分投资以及理财减少）。此外，经营现金流量净额同比增长 9.42%，货币资金同比增长 72.79%（理财产品减少）。

投资建议：对于 C 端渠道为主的企业，短期虽然面临零售需求低迷、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，同时工程业务注重经营质量，严格把关应收，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，上半年 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。

风险提示：华东精装加速渗透；建筑工程业务增长空间不及预期。

北 分析师声明

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

一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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