

地产调控扰动需求，供给主导企业成长

地产政策对消费建材行业的影响专题研究

本篇报告回顾了历史上的地产调控政策对消费建材行业的影响。尽管地产调控紧缩时期消费建材需求承压，仍以供给主导企业边际增长。头部上市公司基于自身融资优势具备较高的垫资能力、供货能力和规模效应，在地产紧周期下竞争优势凸显，中小产能出清加速消费建材行业集中度提升，维持行业评级为“推荐”。

- **地产调控从严，上市公司融资优势利于缓解垫资压力。**在地产调控紧缩时期，大地产商资金面趋紧，会利用自身产业链强势地位通过增加应付款项以缓解资金压力，造成对消费建材行业资金的挤占。大建涂板块垫资情况严重（应收占流动资产比重连续7年超40%），主因防水和外墙涂料竞争激烈且下游以大B集采为主，内资品牌和早期竞争者通过垫资和放松账期的模式获得较快成长。上市公司融资能力优于非上市企业，且产业链资金青睐优质龙头，有利于促进建材和地产商合作共赢，缓解建材企业垫资压力。
- **紧周期下，压力向竣工端消费建材需求传导。**地产销售和新开工是竣工的领先指标，竣工是消费建材需求的同期指标。地产政策紧缩期需求转淡，叠加建材企业低议价权，致使消费建材各子行业业绩承压，促进市场出清。头部企业具备更佳的现金流管控能力和供应链调配能力，抵抗风险能力更强。
- **供给主导边际增长，龙头扩产规模效应凸显。**地产下行周期中，地产商可通过精装修（溢价更高）和集采（降低成本）维持利润，为消费建材的工程端市场扩容。工程市场中消费建材企业的核心竞争力为供货能力、垫资能力和服务能力。政策宽松期需求旺盛+融资面宽裕，消费建材上市公司大力扩产，随着自有产能落地，产销趋于平衡。2020年多数企业产销率位于97%-102%区间，产能释放有效兑现为业绩，供给仍为边际增长的主要因素。目前，龙头产能扩建步伐不止，通过其融资优势大力投建产能或收购资产，规模效应显现进一步巩固龙头地位，头部企业市占率有望持续提升。
- **消费建材行业集中度加速提升。**目前地产调控持续从严，三条红线+集中供地+房地产贷款集中管理制度下，消费建材需求或将阶段性承压。政策紧缩期，上市公司的资金/规模/管理优势将尤为凸显，而小企业资金和业绩压力较大，各消费建材子行业集中度将进一步提升。
- **投资建议：**当前地产紧调控下消费建材行业集中度提升，龙头优势突显，强者恒强。重点推荐防水行业持续扩产维持大体量高增长的龙头东方雨虹、外延收购并强化业绩韧性的科顺股份；瓷砖行业C+B端共驱的优质标的蒙娜丽莎；现金流优质、市政端渐发力的管材龙头伟星新材；成长性突出的建筑涂料龙头亚士创能；石膏板行业市占率高、议价能力突出的北新建材。
- **风险提示：**地产竣工增速大幅下滑、应收账款回款风险、原材料成本上涨。

重点公司主要财务指标

	股价	20EPS	21EPS	22EPS	21PE	22PE	PB	评级
北新建材	35.90	1.69	1.95	2.25	18.4	16.0	3.5	强烈推荐-A
伟星新材	20.54	0.75	0.85	0.95	24.2	21.7	7.3	强烈推荐-A
蒙娜丽莎	23.37	1.38	1.85	2.41	12.6	9.7	2.7	强烈推荐-A
科顺股份	16.94	0.78	0.97	1.18	17.4	14.4	4.3	强烈推荐-A
亚士创能	29.30	1.06	1.82	3.17	16.1	9.3	4.3	强烈推荐-A

资料来源：公司数据、招商证券

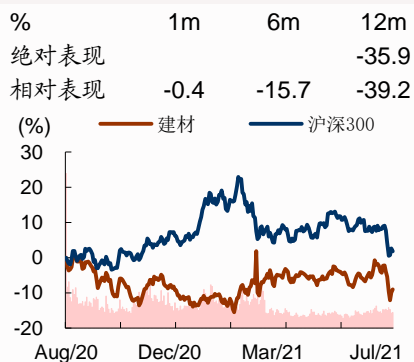
推荐（维持）

中游制造/建材

行业规模

		占比%
股票家数（只）	34	2.6
总市值（亿元）		
流通市值（亿元）		

行业指数



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《建材行业定期报告—优质赛道加速集中，看好消费建材成长标的价值长存》2021-08-08
- 2、《建材行业定期报告—竣工零售向好，关注配置价值渐显的优质龙头》2021-08-01

郑晓刚 S1090517070008
 zhengxiaogang@cmschina.com.cn
 于泽群 S1090518080002
 yuzequn@cmschina.com.cn



正文目录

一、政策紧缩资金面承压，大建涂板块显示高垫资水平	5
1、政策：地产调控从严，房企集中度持续提升	5
2、资金：大建涂板块垫资严重，再融资优势护航发展	7
二、需求承压加速格局优化，供给主导龙头成长	11
1、需求：紧周期下压力向竣工端传导，扰动消费建材需求	11
2、供给：上市公司积极扩产助力发展，供给主导边际增长	14
(1) 精装集采催化工程赛道，龙头企业凸显优势	14
(2) 产能扩张匹配销售，规模效应提升盈利能力	18
三、强者恒强，消费建材行业加速集中	20
四、投资建议	23
五、风险提示	24

图表目录

图 1：建材企业面对上下游议价能力较弱	5
图 2：地产调控宽松时期主要为 2002 年、2008-2009 年、2014-2016 年	6
图 3：销售旺季对应房价同比增速迎来波峰	6
图 4：建材行业景气度与地产销售景气度相关	6
图 5：以金额计，房地产集中度总体提升	7
图 6：以面积计，房地产集中度持续提升	7
图 7：大地产商的净利润增速与应付款项增速呈显著背离走向	8
图 8：头部房企营收增速显著高于行业平均水平	8
图 9：头部房企应付款项增速亦显著高于行业平均水平	8
图 10：TOP30 房企应付账款周转率下滑，杠杆率攀升	9
图 11：商品房建造销售全流程及主要受益建材	11
图 12：不同政策调控时期，新开工与竣工面积增速走势差异	12
图 13：限购限贷政策下，新开工走弱	12
图 14：去杠杆政策下，竣工与新开工出现剪刀差	12
图 15：头部房企杠杆率持续高增，近年去杠杆见效	13
图 16：地产行业的现金流动负债比率曾一度为负	13



图 17: 消费建材各子行业有较为一致的收入增速..... 13

图 18: 政策宽松时消费建材子行业盈利略有改善..... 13

图 19: 2016 年后精装修新开盘量快速增长..... 14

图 20: 2016-2019 年精装修渗透率迅速提升..... 14

图 21: 高售价精装楼盘占比逐年提高 (元/平方米)..... 14

图 22: 东方雨虹在政策收紧期收入增速表现良好..... 16

图 23: 科顺股份直销增速较为稳健..... 16

图 24: 2017-2019 年三棵树直销增速亮眼..... 17

图 25: 亚士创能以工程业务为主, 直销收入稳健增长..... 17

图 26: 2017 年以来东鹏控股直销增速优于经销..... 17

图 27: 2019 年起蒙娜丽莎 B 端发力显著..... 17

图 28: 主营 B 端的欧神诺在 2016-2019 年收入快增..... 17

图 29: 伟星新材逐渐加码工程业务..... 17

图 30: 中国联塑收入增速在 15 年迎拐点回升..... 18

图 31: 永高股份收入增速同样在 15 年起开始回升..... 18

图 32: 消费建材主要上市公司产能增速仍然可观..... 18

图 33: 消费建材龙头企业产销率均处高位..... 18

图 34: 东方雨虹产能扩张有序, 稳健支撑收入增长..... 19

图 35: 科顺股份产能与收入增长较为匹配..... 19

图 36: 2019-2020 年三棵树收入增长反超产能增速..... 19

图 37: 2018-2020 年亚士创能收入增速反超产能增速..... 19

图 38: 蒙娜丽莎仍处产能高增阶段..... 19

图 39: 北新建材产能增速趋稳, 大体量下收入增长可观..... 19

图 40: 各消费建材板块的期间费用率整体下降, 体现规模效应..... 20

图 41: 调控放松时消费建材子板块收入增速大幅提升..... 21

图 42: 严格调控时期也有消费建材子板块盈利高增..... 21

图 43: 防水行业龙头市占率提升明显..... 22

图 44: 建筑涂料龙头在内外墙领域市占率均在提升..... 22

图 45: 塑料管材第一龙头市占率稳增, 次梯队缓增..... 22

图 46: 瓷砖行业集中度低但龙头份额同样快速扩张..... 22

图 47: 石膏板龙头北新建材市占率与竣工增速相关性弱化..... 23



重点公司主要财务指标 1

表 1: 集中供地+三条红线+房地产贷款集中度管理, 地产调控趋紧趋严 7

表 2: 从应收款项增速看, 防水材料和建筑涂料板块普遍高于其他子板块 9

表 3: 从应收款项占流动资产比重看, 防水材料和建筑涂料的垫资情况相对较重 9

表 4: 2020 年起消费建材上市公司再融资频率增加 10

表 5: 2021 年仍有 2 家消费建材企业计划发行定增用于项目或收购资产 11

表 6: 2018-2021 年涂料类 500 强开发首选供应品牌 15

表 7: 2018-2021 年防水类 500 强开发首选供应品牌 15

表 8: 2018-2020 年管材类 500 强开发首选供应品牌 15

表 9: 2018-2020 年瓷砖类 500 强开发首选供应品牌 16

表 10: 2018-2020 年石膏板类 500 强开发首选供应品牌 16

表 11: 消费建材子板块期间费用率有所下降 20

表 12: 在不同地产政策阶段, 消费建材各子行业及其中上市公司表现有异 21

表 13: 上市公司的资金优势、规模优势、管理优势在地产政策紧缩期尤为突出 21



一、政策紧缩资金面承压，大建涂板块显示高垫资水平

消费建材为大行业。建材行业属于中游制造业，其上游为原材料供应商和燃料动力供应商，下游包括房地产商、装修公司、市政单位及终端消费者等。消费类建材主要包括防水材料、塑料管材、建筑涂料、瓷砖、石膏板等，无论消费建材企业的客户是 B 端（地产商或家装公司）还是 C 端，最终的用户均为住房消费者。在消费升级的大趋势之下，消费建材行业利润空间尚存。消费建材需求具备存量属性，即便新房增速放缓，其有限的使用年限和消费者对住房品质要求的日益提高，均决定了其需求可观且相对稳定。

图 1：建材企业面对上下游议价能力较弱



资料来源：公开资料整理、招商证券

消费建材企业在产业链中话语权相对较弱，优质企业多方位构筑竞争壁垒：

(1) 面对上游议价能力较弱：防水材料的主要原材料沥青、塑料管材的主要原材料 PVC 等属于石化产品，与宏观经济和原油价格相关性较高。而消费建材行业本身竞争激烈。因此面对上游原材料和燃料供应商议价能力相对较低。企业可通过产业链纵向一体化或规模效应构筑成本优势。

(2) 面对下游议价能力较弱：在 C 端销售时企业容易转嫁成本压力（消费者消费频次低、品牌认知模糊、价格敏感度低），而面对大 B 客户时建材企业话语权较小（大 B 客户采购规模大、价格敏感度高）。总体来看，由于行业技术壁垒不高，产品同质化严重，面对下游客户的议价能力较弱。但业内龙头可依靠自身优质的服务能力（比如打样、施工、保修、培训等）实现差异化竞争。

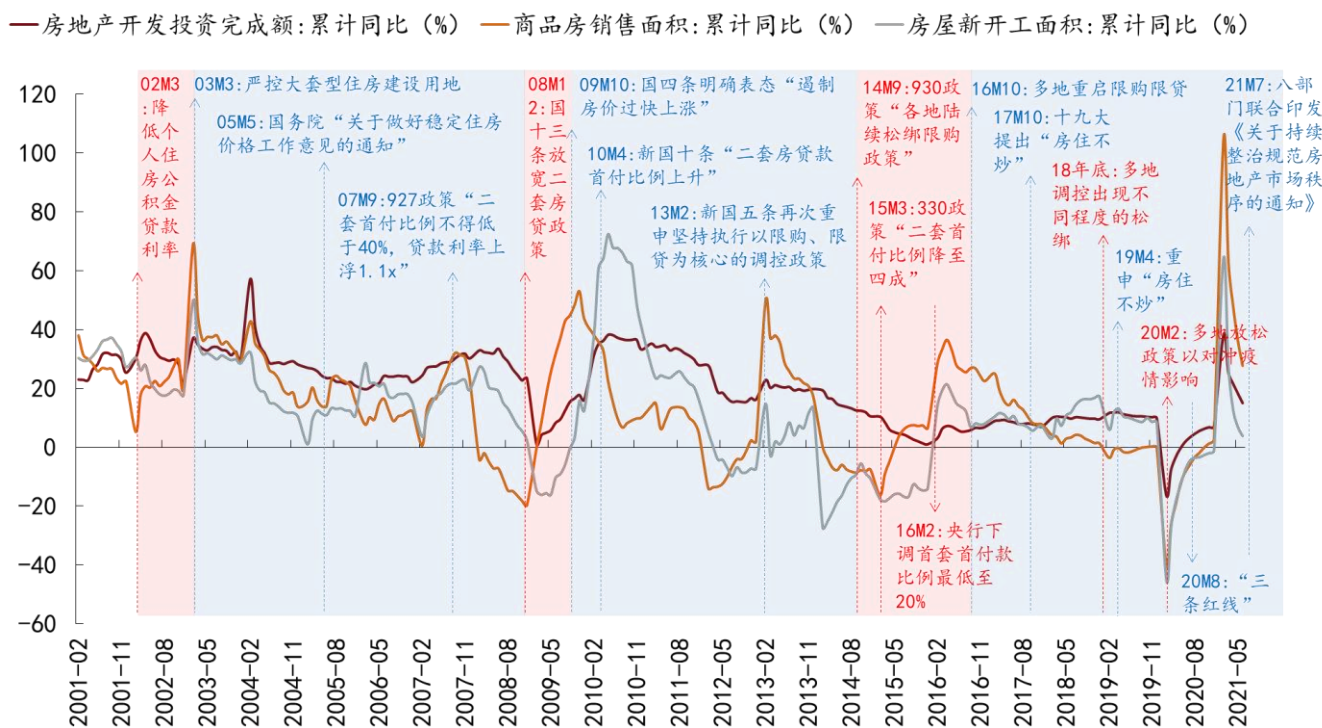
(3) 追款能力较弱：随着房地产逐渐进入存量时代和精装修逐渐渗透，消费建材下游对接大 B 客户的比例有所提高。地产商对建材企业的资金挤占无异于扼住了企业发展命脉，垫资能力也是承接大客户订单时的重要竞争力，资金成为了建材企业可持续成长的重要壁垒。

1、政策：地产调控从严，房企集中度持续提升

地产调控的紧缩政策以“六限”为代表，宽松政策则以限制条件的放宽来体现。我国历史上紧缩的地产调控政策主要以“限售、限价、限购、限贷、限土拍、限商改住”为主，直接目的为抑制房价快速上涨。地产调控宽松时期大多以经济较为萧条为背景，我国地产调控的宽松少以“刺激政策”主导，大多以“放宽紧缩政策限制”为主，通过放松刹车而非踩油门来加速。主要的几次宽松政策有：2008M12 提出的国十三条（放宽二套房贷）、2014M9 提出的 930 政策（松绑限购）、2015M3 的 330 政策（放宽二套首付比例）。



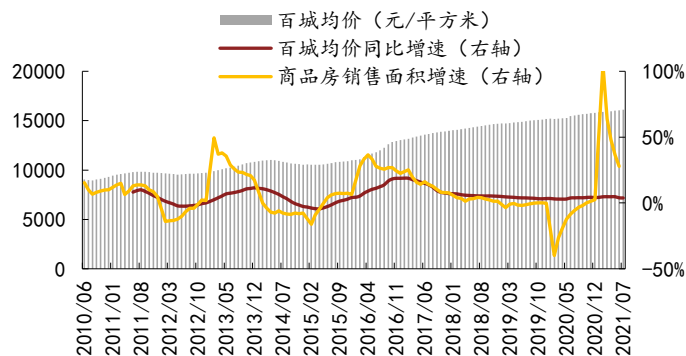
图 2: 地产调控宽松时期主要为 2002 年、2008-2009 年、2014-2016 年



资料来源: Wind、公开资料整理、招商证券; 注: 红色为“宽松”政策, 蓝色为“紧缩”政策

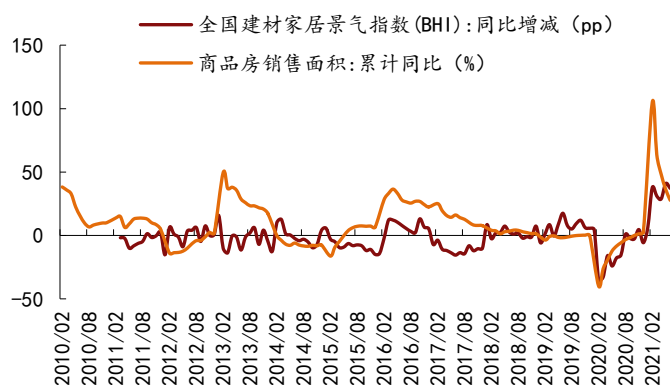
2017 年以前, 我国地产调控态度根据市场情况紧急切换。从我们统计的政策情况来看, 国内过去十年房地产政策基本以“收紧”为主, 在 2002 年、2008-2009 年和 2014-2016 年间分别有三次较为明显的放松阶段, 其中 2008 年以全球金融危机与欧债危机为宏观背景, 受到金融危机冲击, 房价下跌严重, 我国通过放宽贷款利率、首付款、税收等限制启动救市政策。在 2009 年延续宽松的政策环境, 致使房价高增约 25%, 于是在 2009 年底出台收紧政策, 并在 2010-2013 年间陆续出台从紧的、差别化的限购限贷政策。在一系列调控政策下, 2014 年房价增速渐缓, 政策环境重新转松, 2015 年政府提出化解房地产库存, 2016 年首提“因城施策”, 偏松的政策环境下, 房价再次回升, 于是 16 年 10 月新一轮的地产调控重新启动。

图 3: 销售旺季对应房价同比增速迎来波峰



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 建材行业景气度与地产销售景气度相关



资料来源: Wind、招商证券

从全国性调控转向因城施策。自 2017 年十九大正式提出“房住不炒”以来, 除因疫情冲击而短期松绑和部分地区短期楼市虚热以外, 地产政策仍然维紧, 目前整体大紧小松, 局部因城施策。这种“点刹”的调控方式与早期的“急刹”和“一刀切”的调控方式形成鲜明对比。十四五期间将仍以“房住不炒”为基本导向, 以“稳房价”为衡量标准, 房地产调控持续从严。

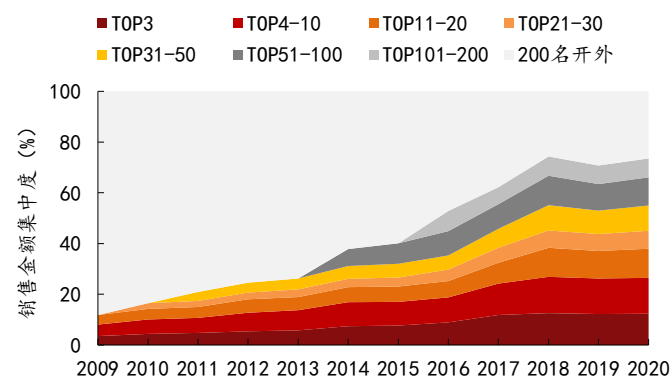
表 1: 集中供地+三条红线+房地产贷款集中度管理, 地产调控趋紧趋严

政策	调控方	内容	影响
集中供地	政府端	住建部将在全国 22 个重点城市暂停发布住宅用地公告, 并要求重点城市实现“两集中”: · 集中发布出让公告, 原则上每年不超过 3 次, 时间间隔要相对均衡, 地块梳理要科学合理。 · 集中组织出让活动, 同批次公告出让的土地以挂牌文件交易的, 应当确定共同的挂牌起止日期; 以拍卖方式交易的, 应该连续集中完成拍卖活动。	· 政府集中出让土地资源, 改变了曾经房地产行业分散式的拿地模式。 · 集中供地带来集中竞价, 优质地块竞争力增强, 大型房企资金储备及融资优势凸显。 · 更加激烈的竞价可能会带来地价大幅提升。
三条红线	房企端	1、剔除预收款后的资产负债率大于 70%; 2、净负债率大于 100%; 3、现金短债比小于 1 倍。 · 红色档: 三条红线, 不得增加有息负债; · 橙色档: 两条红线, 有息负债年增速不得超过 5%; · 黄色档: 一条红线, 有息负债年增速不得超过 10%; · 绿色档: 全部及格, 有息负债年增速不得超过 15%。	· 明确设立房企的债务型融资的天花板。
房地产贷款集中度管理制度	金融机构端	分五档设定房地产贷款以及个人住房贷款占比上限: 银行业机构分为中资大型银行、中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行五档, 房地产贷款占比上限分别为 40%、27.5%、22.5%、17.5%和 12.5%, 个人住房贷款占比上限则分别为 32.5%、20%、17.5%、12.5%和 7.5%。	· 对金融机构地产贷款加以结构性量化限制。

资料来源: 公开资料整理、招商证券

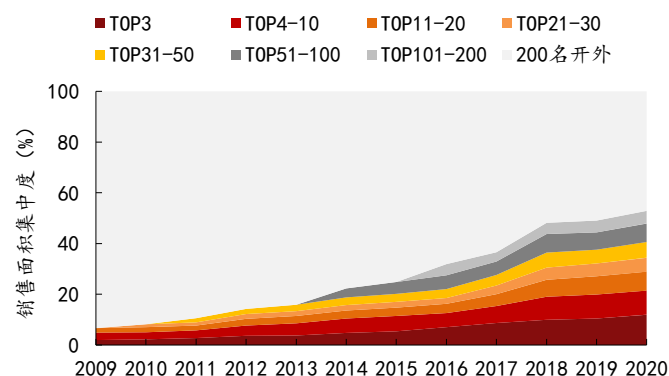
三管齐下严控楼市, 地产行业将进一步集中化。2020 年以来, 政策分别从政府端 (集中供地政策)、房企端 (三条红线政策)、金融机构端 (房地产贷款集中度管理制度) 三管齐下, 也是历史上首次明确量化房企指标红线, 国内楼市调控达到前所未有的严格。“集中供地”延伸出的“集中竞价”对地产商的资金实力提出了挑战, 而“三条红线”和“房地产贷款集中管理”又收窄了房企融资渠道, 或将导致拿下优质地块的大型房企在其他地块的竞争中稍显疲软。而在优质地块的争夺中失利的企业有两种选择: 向下争取较次资源, 或是等待下一次集中出让土地。因此, 现阶段对房企的现金流 (资金管理)、集中推盘 (营销能力)、拿地决策 (项目管理能力) 提出更高要求, 房地产行业集中度料将持续提升。

图 5: 以金额计, 房地产集中度总体提升



资料来源: Wind、招商证券

图 6: 以面积计, 房地产集中度持续提升



资料来源: Wind、招商证券

2、资金: 大建涂板块垫资严重, 再融资优势护航发展

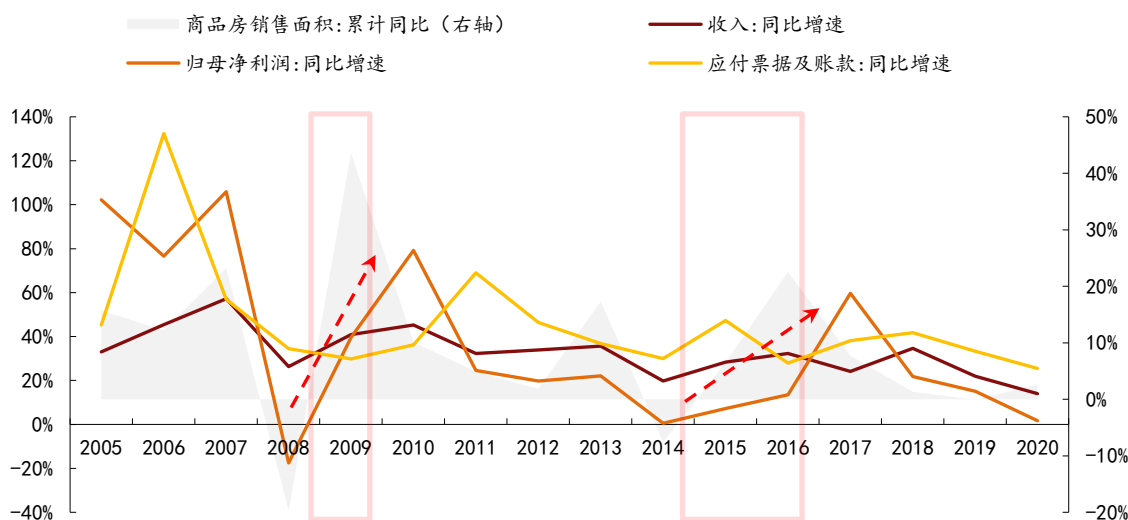
大地产商的业绩与政策周期较为同步。选取近 5 年 CRIC TOP30 上榜房企 (共包含 32 家房企) 对其总收入、归母净利润和应付票据及账款在可比口径下计算同比增速。行情低迷时, 商品房销售面积增速下行, 带动头部地产商的业绩下滑; 在调控放松时期, 头部地产商的净利润增速出现回升, 但与销售面积增速有约 1 年时滞, 主要与房屋建设周期



和收入确认有关。

净利与应付增速背离，彰显大地产商高议价能力。大地产商在产业链中具有较强的议价能力，在资金面趋紧的情况下会通过增加应付款项以缓解资金压力，造成对产业链上下游企业资金的挤占。早期头部地产商的业绩与其应付款项呈现较明显的背离走向，2006年、2011年、2015年净利润增速为阶段性低点时应收票据及账款增速分别出现阶段性峰值，而在2007年、2010年、2017年净利润高增时应付票据及账款增速放缓。

图7：大地产商的净利润增速与应付款项增速呈显著背离走向



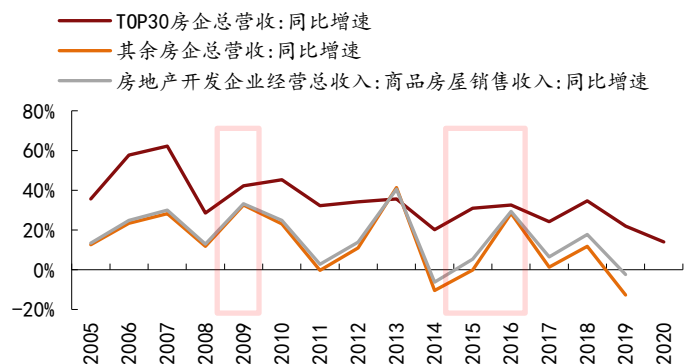
资料来源：Wind、CRIC、招商证券；注：选取近五年TOP30榜单内房企可比口径计算的增速；红框内为地产政策宽松期

大、小地产对政策反应不同，地产行业出现分化：

(1) 头部地产营收增速显著高于其他，但行业边际变化主要来自于中小地产。自2005年以来两次较为明显的政策宽松时期（2008-2009年、2014-2016年）时，TOP30内地产商和其余地产商业绩表现较为一致，营收均遇拐点向上，而在2013年政策维紧但楼市转热时期，地产行业收入增速边际变化主要由中小地产商贡献，头部地产商的收入增速持稳。

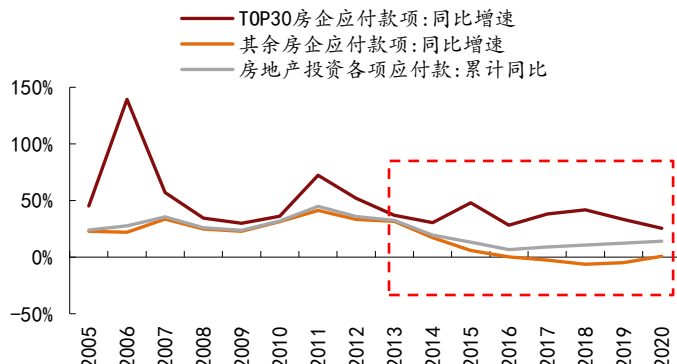
(2) 头部地产应付增速显著高于其他，中小地产应付出现负增长。各项应付款是房地产投资的主要资金来源之一，其中有超过50%的占比为应付的工程款（2020年底占比56%）。从行业总体情况看，房地产投资各项应付款自2013年遇拐点有所回落，调控的放松使地产行业的资金回笼宽裕，自2016年后政策转紧，应付款增速回升，但地产内部出现分化，头部地产应付款项增速先增后降，TOP30房企的应付款项周转率从2010年起逐年下降，体现出对供应商货款占用情况日益严重，而中小地产应付款项在2017-2019年呈现负增长。

图8：头部房企营收增速显著高于行业平均水平



资料来源：Wind、招商证券

图9：头部房企应付款项增速亦显著高于行业平均水平



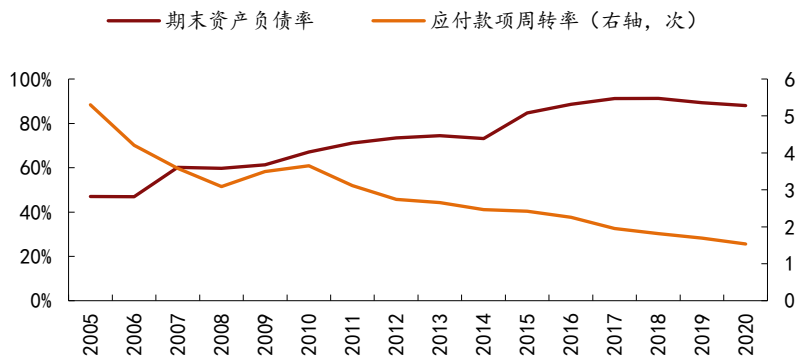
资料来源：国家统计局、Wind、招商证券；注：应付款项包含应付账款和应付票据，下文同



与大地产商合作保障建材企业长远发展。头部地产商本身具备更为雄厚的资金实力、资信实力，项目资源丰富，集中采购的规模庞大，资金链和担保链的风险相对较低，因此能与头部地产合作的建材企业能获得更稳定的订单保障，但同时也要求建材企业自身拥有较充足的产能和更完善的渠道，具有规模经营实力和较高品牌力的建材龙头企业更为受益。

头部地产商强势话语权挤占产业链资金，推动地产、建材行业集中度提升。大地产商利用自身在产业链中的强势地位相对建材企业有高议价能力，建材企业往往不得不垫资和放松账期以获取大地产商的青睐从而扩张市场份额。从报表上体现出来的是大地产商的应付款项增多、建材企业的应收款项增多。与此同时，当大地产商挤占建材企业资金后，小地产商寻求建材企业合作时候或被要求预付一部分货款或订金(预付款项增多)，或被要求更为严格的账期管控(应付款项减少)。小地产商的融资难度相对更高。在这样的产业链演化之下，大地产商倾轧的不仅是建材企业的资金，也有小地产商的资金，地产行业集中度逐渐提升，并带动建材行业龙头强者更强。

图 10: TOP30 房企应付账款周转率下滑，杠杆率攀升



资料来源: Wind、招商证券

表 2: 从应收款项增速看，防水材料和建筑涂料板块普遍高于其他子板块

应收款项增速 (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
防水材料	-8	68	154	32	82	36	26	41	38	40	33	41	37	23	22
002271.SZ 东方雨虹	-8	68	154	32	82	36	26	37	41	36	33	43	30	16	9
300737.SZ 科顺股份									28	56	34	31	56	37	26
300715.SZ 凯伦股份								330	16	59	50	35	87	80	155
建筑涂料							24	20	74	48	72	55	42	56	100
603737.SH 三棵树							24	-3	62	24	140	38	70	96	80
603378.SH 亚士创能								54	84	67	32	73	17	6	145
石膏板		27	-35	-5	-22	14	17	37	-1	-16	-36	11	4	487	54
000786.SZ 北新建材		27	-35	-5	-22	14	17	37	-1	-16	-36	11	4	487	54
塑料管材		38	24	22	59	64	29	27	11	11	2	12	8	4	11
002372.SZ 伟星新材		38	2	-31	106	79	2	-3	0	16	-9	18	21	-21	11
002641.SZ 永高股份				13	-4	95	88	46	48	33	3	25	23	9	14
300599.SZ 雄塑科技								16	-36	-7	59	-1	26	16	-5
603856.SH 东宏股份								25	16	2	-6	32	27	-3	49
002457.SZ 青龙管业			23	45	64	62	7	15	-8	-5	-21	6	38	62	2
002694.SZ 顾地科技					45	33	35	41	35	10	-1	7	-17	-36	-29
300198.SZ 纳川股份			205	81	90	76	70	45	2	16	29	-6	-30	-13	-15
陶瓷砖	51	15	-10	24	13	-17	17	-4	54	16	19	11	119	37	33
003012.SZ 东鹏控股										16	15	26	26	42	26
002918.SZ 蒙娜丽莎									71	34	28	4	19	10	31
002798.SZ 帝欧家居							49	0	64	-9	42	-14	1734	47	33
002162.SZ 悦心健康	51	15	-10	24	13	-17	8	-5	22	-8	-5	-8	2	29	109

资料来源: Wind、招商证券; 注: 应收款项包含应收账款和应收票据, 下同; 子行业增速采用同比口径测算; 2018 年帝欧家居应收款项陡增主因并表了欧神诺, 2019 年北新建材应收款项陡增主因并表了防水资产

表 3: 从应收款项占流动资产比重看，防水材料和建筑涂料的垫资情况相对较重

应收款项/流动资产 (%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
防水材料	27	30	42	37	28	40	46	53	51	63	54	51	44	46	44
002271.SZ 东方雨虹	27	30	42	37	28	40	46	53	50	62	54	50	43	45	39
300737.SZ 科顺股份									52	55	63	56	46	53	49
300715.SZ 凯伦股份							24	62	54	68	59	36	48	37	61



应收款项/流动资产(%)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
建筑涂料						32	35	33	50	47	53	50	50	49	55
603737.SH 三棵树						32	36	37	41	39	51	53	53	54	56
603378.SH 亚士创能							35	30	59	54	55	48	46	39	53
石膏板	16	19	17	12	9	9	10	11	7	7	4	4	4	20	29
000786.SZ 北新建材	16	19	17	12	9	9	10	11	7	7	4	4	4	20	29
塑料管材	16	26	21	23	17	21	27	33	37	37	33	30	31	31	29
002372.SZ 伟星新材	16	25	23	17	8	16	18	16	15	14	11	10	12	9	8
002641.SZ 永高股份			13	14	11	8	16	26	33	39	35	38	35	36	28
300599.SZ 雄塑科技							19	23	14	15	22	12	14	17	15
603856.SH 东宏股份							52	56	64	63	61	47	57	50	53
002457.SZ 青龙管业		26	21	26	20	32	33	33	46	38	24	25	32	43	42
002694.SZ 顾地科技				27	26	26	22	32	34	45	44	38	40	30	28
300198.SZ 纳川股份		34	50	40	67	27	40	61	60	51	56	48	37	47	35
陶瓷砖	18	14	16	22	19	16	19	20	23	22	26	20	31	36	34
003012.SZ 东鹏控股									21	18	22	22	25	27	24
002918.SZ 蒙娜丽莎								21	28	33	38	22	21	22	21
002798.SZ 帝欧家居						19	21	18	30	26	23	9	56	63	61
002162.SZ 悦心健康	18	14	16	22	19	15	19	19	19	19	20	18	18	20	36

资料来源: Wind、招商证券; 注: 子行业增速采用可比口径测算

从应收款项增速与应收款项占流动资产比重的计算结果看, 防水材料与建筑涂料行业显示出较高的垫资水平。防水材料 and 建筑涂料板块的应收款项占流动资产比重分别自 2011 年和 2014 年起维持超过 40% 的水平。主要解释如下:

(1) 防水材料和建筑涂料同属于大建涂行业, 一方面行业内竞争较为激烈, 行业参与者数量众多, 且行业发展早期以外资品牌为主, 许多内资品牌通过垫资和放松账期的模式才获得较快的成长; 另一方面防水材料和外墙涂料下游以大地产集采为主, B 端客户比重大, 大 B 客户采购规模大且在调控下自身资金面趋紧, 依托高话语权挤占建材企业资金。2019 年北新建材收购且并表了防水资产, 其应收款项也因此大幅增加。

(2) 石膏板行业以北新建材一家独大, 旗下龙牌、泰山牌石膏板基本覆盖国内中高端石膏板市场, 2020 年市占率达到 60%, 较高市场份额致使其面对地产客户时有较强的议价能力。石膏板本身在建筑成本中占比较小, 客户的价格敏感度相对较低。

(3) 塑料管材和瓷砖行业的零售占比相对上述板块更高, C 端客户回款情况佳, 且多数企业具备经销渠道, 有利于转嫁企业的现金流压力, 因此企业总体垫资情况较好。但其中 B 端为主的企业同样面临垫资压力, 2018 年帝欧家居并表欧神诺、2020 年悦心健康加大工程战略客户引进力度后, 应收款项均显著增长。

表 4: 2020 年起消费建材上市公司再融资频率增加

代码	名称	定增 发行日	发行 价格	增发日 收盘价	最新 收盘价	增发数量 (万股)	实际募资 总额(亿元)	定向增发目的
002162.SZ	悦心健康	2021-06-01	2.75	7.69	4.82	7,272.50	2.00	补充流动资金
002162.SZ	悦心健康	2014-01-14	9.00	5.76	4.82	1,900.00	1.71	补充流动资金
300715.SZ	凯伦股份	2021-05-27	19.28	23.86	23.75	7,780.08	15.00	补充流动资金
300737.SZ	科顺股份	2021-01-06	9.77	21.41	16.09	2,360.00	2.31	补充流动资金
002271.SZ	东方雨虹	2021-03-04	45.50	47.35	53.14	17,582.42	80.00	项目融资
002271.SZ	东方雨虹	2014-08-01	22.63	24.83	53.14	5,626.96	12.73	融资收购其他资产
002271.SZ	东方雨虹	2010-12-28	35.00	37.35	53.14	1,348.00	4.72	项目融资
603378.SH	亚士创能	2020-12-11	35.17	45.11	30.80	1,137.33	4.00	补充流动资金
603737.SH	三棵树	2020-09-25	48.85	159.80	166.19	818.83	4.00	补充流动资金
300599.SZ	雄塑科技	2021-04-29	9.25	11.18	9.80	5,413.16	5.01	项目融资
300198.SZ	纳川股份	2016-05-26	7.57	13.06	9.80	5,300.92	4.01	补充流动资金
002798.SZ	帝欧家居	2018-01-05	51.99	52.68	13.13	3,356.35	17.45	融资收购其他资产
002798.SZ	帝欧家居	2017-12-05	47.18	56.00	13.13	963.33	4.55	配套融资
000786.SZ	北新建材	2016-10-27	11.20	10.46	11.63	37,459.81	41.95	融资收购其他资产
000786.SZ	北新建材	2014-09-16	16.08	17.27	4.27	13,184.08	21.20	项目融资
002043.SZ	兔宝宝	2016-01-22	7.38	10.67	33.50	6,775.07	5.00	融资收购其他资产
002043.SZ	兔宝宝	2011-08-05	9.10	9.57	33.50	5,200.99	4.73	项目融资

资料来源: Wind、招商证券; 注: 价格单位均为“元/股”, 最新收盘日为 2021/8/2



表 5: 2021 年仍有 2 家消费建材企业计划发行定增用于项目或收购资产

代码	名称	预案公告日	方案进度	定增价格	最新收盘价	增发数量(万股)	预计募集资金(亿元)	定向增发目的
603737.SH	三棵树	2021-04-08	股东大会通过	竞价发行	166.19	11,293.12	37.00	项目融资
300737.SZ	科顺股份	2021-03-18	董事会预案	23.50	16.09			融资收购其他资产
002918.SZ	蒙娜丽莎	2020-05-06	停止实施	18.08	24.03	3,097.34	5.60	引入战略投资者
002798.SZ	帝欧家居	2020-04-13	停止实施	18.59	13.13	2,689.62	5.00	补充流动资金

资料来源: Wind、招商证券; 注: 价格单位均为“元/股”, 最新收盘日为 2021/8/2

资本市场制度优化, 上市公司与非上市企业融资能力差距拉大。2010 年至今的消费建材上市公司再融资方式以定向增发为主, 且 2020 年起由于再融资新规催化, 定增发行频率加快, 增发目的的主要为补流、项目融资和融资收购。上市公司的融资优势有助于提高企业的抗风险能力, 保障可持续发展。

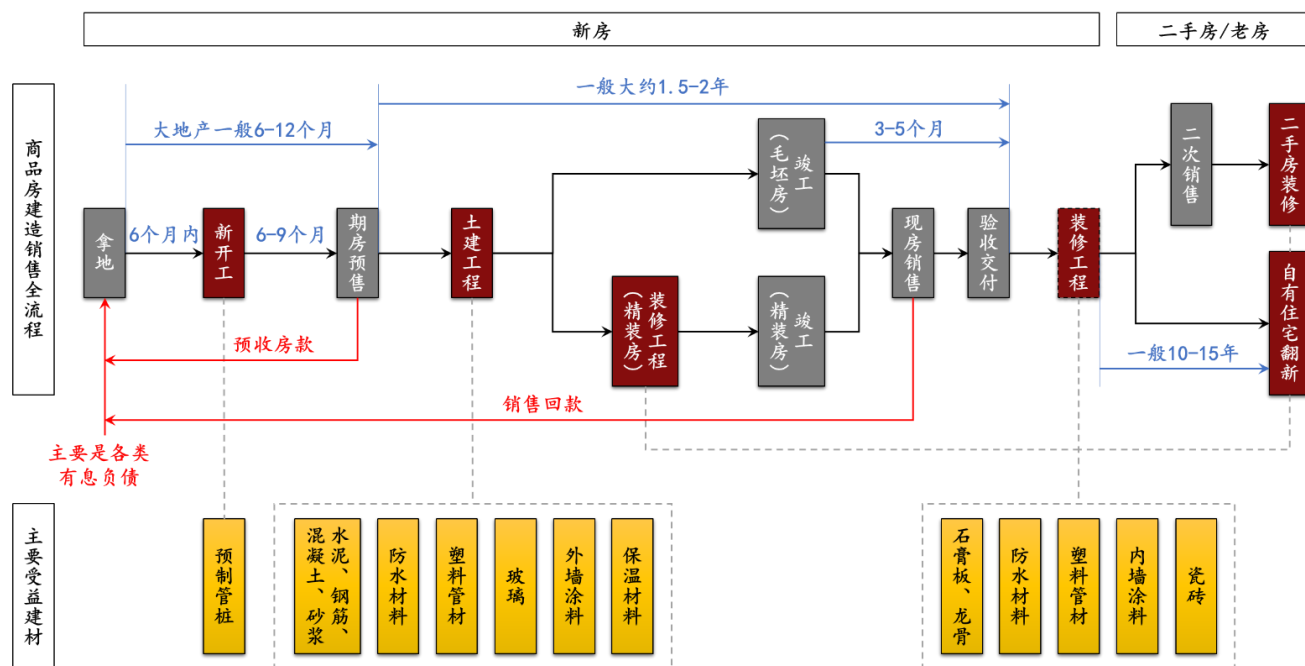
休戚与共, 产业链资金赋能促进地产商和建材企业协同发展。建材企业与地产商作为产业链上下游关系, 地产商一味倾轧建材资金并非长久之计, 建材企业的资金链风险会延伸到其供应链风险上, 从而影响地产商自身的采购稳定性, 或将导致唇亡齿寒、恶性循环。破局之法或为捆绑产业链上下游企业利益, 通过产业资金赋能, 谋求协同发展。碧桂园与保利先行, 通过战略入股优质的上下游企业、成立产业基金(保碧产业链赋能基金)参投建材家居企业, 在缓解建材企业现金流压力的基础上, 辅助被投资企业提高经营效益, 同时地产商享受获得优质供应商和资本市场的双重红利。产业资金对优质标的的青睐使得建材行业将进一步加固强者恒强的局面。

二、需求承压加速格局优化, 供给主导龙头成长

1、需求: 紧周期下压力向竣工端传导, 扰动消费建材需求

竣工增速是消费建材需求的同期指标, 与行业总体业绩表现有较强相关性。对于毛坯房, 竣工节点位于土建工程完成并验收之后, 竣工提振的消费建材需求主要为防水材料(部分需求位于新开工端)、塑料管材、外墙涂料、保温材料等。随着精装房渗透率逐渐提高, 竣工节点后移至精装修工程完成并验收之后, 所提振的消费建材需求主要有石膏板、防水材料、塑料管材、内墙涂料和瓷砖等。若竣工增速放缓或下滑, 上述消费建材行业需求会受到一定冲击。

图 11: 商品房建造销售全流程及主要受益建材

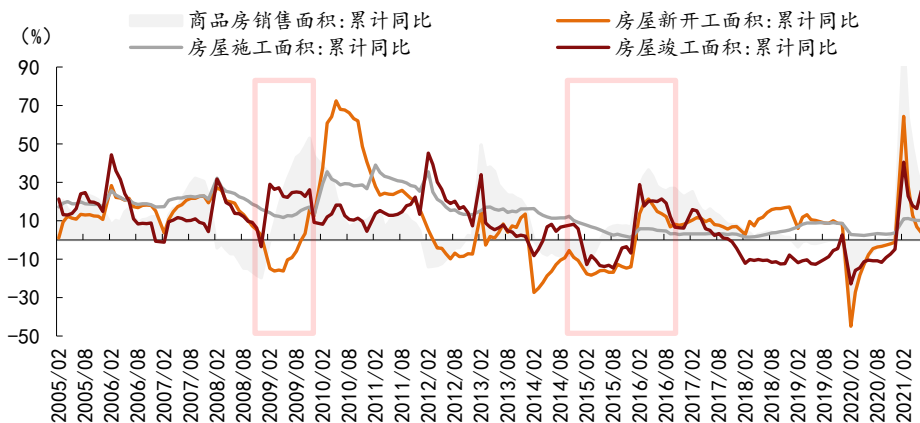


资料来源: 公开资料整理、招商证券



新开工端需求向竣工端传导的时滞约为 1.5-2 年。从地产政策复盘情况看，政策调控对房地产影响最为显著的指标为商品房销售面积。商品房销售面积由现房销售建筑面积和期房销售建筑面积两部分组成。根据建筑产业链传导关系，商品房建设周期一般为 2 年。(1) 在预售制度下，房企可将建设资金的周转周期压缩在建设周期以内，从产业链传导角度测算“新开工”-“商品房销售”-“竣工”之间的窗口期大约分别为“6 到 9 个月”、“1 到 2 年”。(2) 在现售制度下，必须在商品房竣工决算后地产商才可收取房款，测算“新开工”-“竣工”之间的窗口期大约为“1.5 到 2.5 年”。在当前精装房趋势下，商品房从新开工到竣工的周期被延长，房企的建设资金周转周期将会更长。

图 12: 不同政策调控时期，新开工与竣工面积增速走势差异

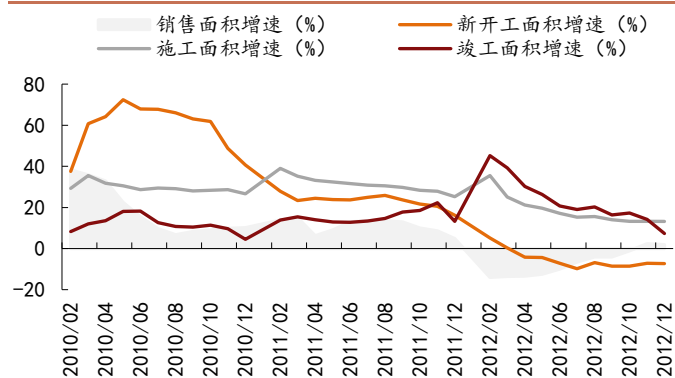


资料来源: Wind、招商证券; 注: 红框内为政策宽松时期, 下同

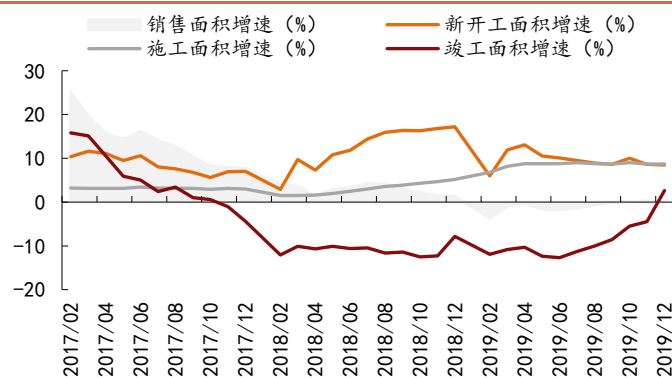
2009 年末开启的紧缩周期中，主要以限购限贷政策调控房地产需求方，新开工走弱。通过限购、限贷政策抑制地产销售，在这种情况下，销售的冷淡促使地产新开工面积相应走低，预期需求减弱+地产亟需回款延续资金链+前期火热的新开工和预售项目传导至竣工，地产竣工动力增强，因此在政策调控从需求端入手时，往往会出现销售、新开工下行而竣工反向走强的情况。由此，在 2010-2012 年间，地产销售面积和新开工面积均呈现持续走弱，而竣工面积增速反而出现了峰值。但新开工是竣工的领先指标，竣工增速在 2012-2014 年呈现下行态势。

图 13: 限购限贷政策下，新开工走弱

图 14: 去杠杆政策下，竣工与新开工出现剪刀差



资料来源: Wind、招商证券

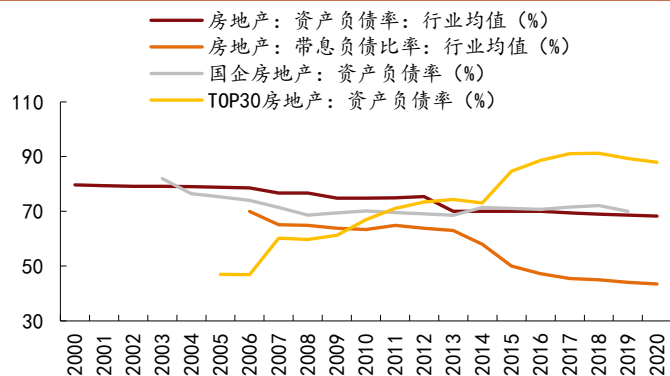


资料来源: Wind、招商证券; 注: 本报告中“去杠杆政策”指针对房企而非个人购房者

2016 年末开启的紧缩周期中，主要以去杠杆政策调控房地产供给方，竣工走弱。自从 2016 年 10 月多地重启限购政策，地产调控再次由松转紧后，针对地产商的去杠杆政策使得地产商融资难度提高，倒逼许多地产商加快新开工（前期行情较好时土储较为充足），拿到预售证后获取预售房款。资金链的紧缩致使地产商积压库存和竣工意愿降低，延长竣工时间可在一定程度上缓解资金压力，并有诸多资金链断裂的地产商在开工时难以维持资金投入被迫停工，甚至被迫退出，因此竣工增速持续走低。房屋新开工面积和竣工面积增速开始出现剪刀差，并持续到 2019 年底疫情冲击产业链之际。其背后主要逻辑是地产商由高杠杆模式被迫转向高周转模式。

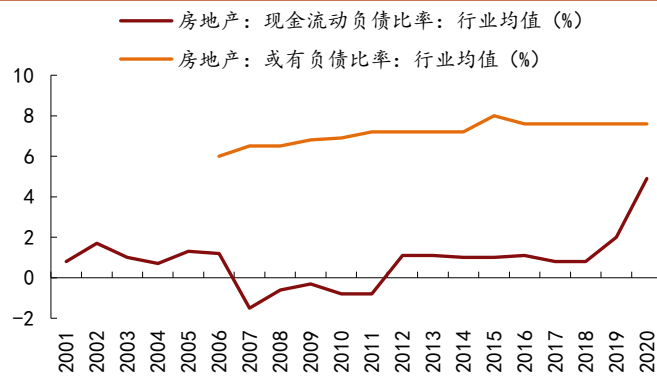


图 15: 头部房企杠杆率持续高增, 近年去杠杆见效



资料来源: Wind、招商证券

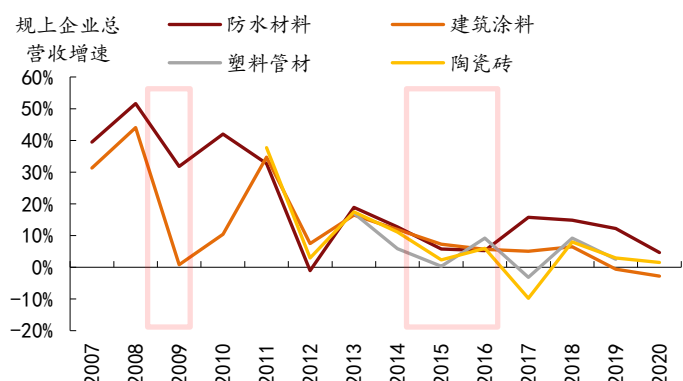
图 16: 地产行业的现金流动负债比率曾一度为负



资料来源: Wind、招商证券

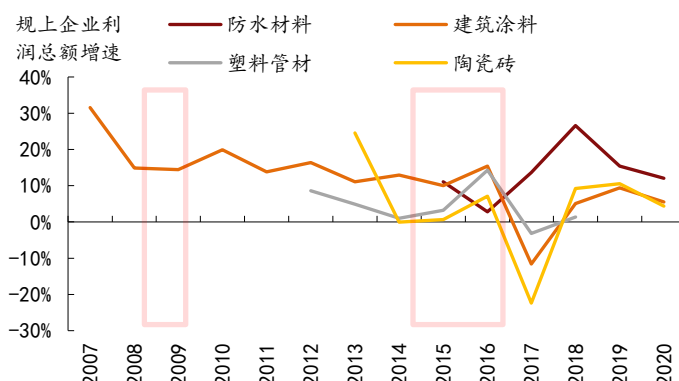
消费建材子行业总体表现: 政策紧缩期需求转淡+低议价权致使业绩承压。在地产政策宽松时期, 需求提振, 防水行业 and 建筑涂料行业在末期出现营收改善拐点, 塑料管材和陶瓷行业在 2014-2016 年间收入和利润增速亦有小幅改善。在地产政策收紧时期, 消费类建材行业营收和利润增速受到明显压制, 表现最为明显的两段时期为: 2012 年地产销售陡然下降、2017 年在“房住不炒”定位和各地严格调控下地产销售开始持续下滑, 消费建材需求降低, 同时紧周期下地产售价受抑制, 加严成本管控, 建材企业利润空间被挤压, 各消费建材子行业的收入和利润增速均出现了极小值。

图 17: 消费建材各子行业有较为一致的收入增速



资料来源: 中国建筑材料工业年鉴、陶瓷信息报、涂界、中国建筑防水协会、上市公司年报、招商证券

图 18: 政策宽松时消费建材子行业盈利略有改善



资料来源: 中国建筑材料工业年鉴、陶瓷信息报、涂界、中国建筑防水协会、上市公司年报、招商证券

当前“集中供地”下大小房企博弈, 阶段性大资金需求或将影响销售与竣工。在集中供地背景下, 地产商的销售回款难以再像以前那样即时投资, 资金周转率将有所降低; 而集中竞价由增加了地产商短期融资压力, 资金实力较强的大房企为了提高竞拍成功率, 一方面投入大量资金精准狙击优质地块, 另一方面或将加大对次优地块的竞争, 对中小房企造成冲击。

截至 2021/5/21, 22 城中已有 13 城完成了首批集中供地, 结果显示, TOP50 的规模房企竞争优势明显, 并形成了合作拿地的趋势, 地产继续向头部集中。集中供地前房企为了储备资金会加快销售和竣工, 导致竣工增速短期波动加剧, 21M4、M5 的竣工当月同比分别为-3.09%和+10.14%, 20M5 由于复工抢工, 竣工当月同比达 6.23%, 已属较高基数。21M6 竣工继续强势回暖, 当月同比高增 66.55%, 累计同比达到 25.7%。集中供地政策下消费建材各季度行情差异或将放大, 对消费建材企业的现金流管控能力和供应链调配能力提出更高要求, 市场料将加速出清。

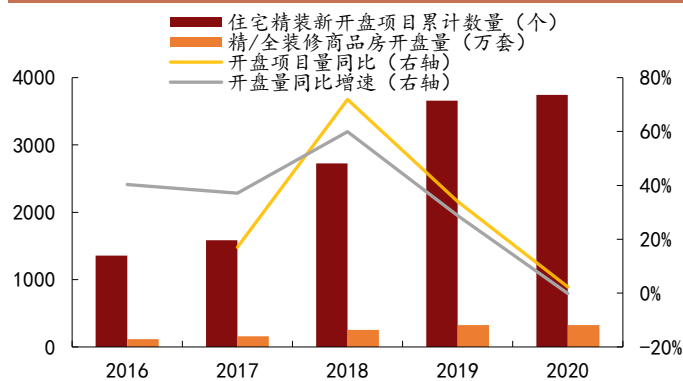


2、供给：上市公司积极扩产助力发展，供给主导边际增长

(1) 精装集采催化工程赛道，龙头企业凸显优势

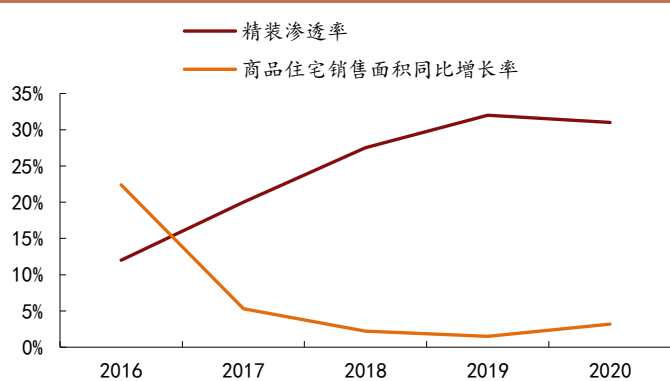
地产下行周期中，精装修和集采趋势为消费建材工程市场扩容。在融资受限、拿地困难的背景下，地产商维持利润的主要来源有三：加快销售、提高售价、降低成本。2016-2017年国家级精装修政策出台，为处于地产行业下行周期中的房地产商带来了销售模式（由毛坯房转为精装房）和采购模式（由分散采购转为集中采购）的改变，在助力地产企业降本提价的同时也为消费建材企业提供新的赛道和机遇。

图 19：2016 年后精装修新开盘量快速增长



资料来源：奥维云网、招商证券

图 20：2016-2019 年精装修渗透率迅速提升

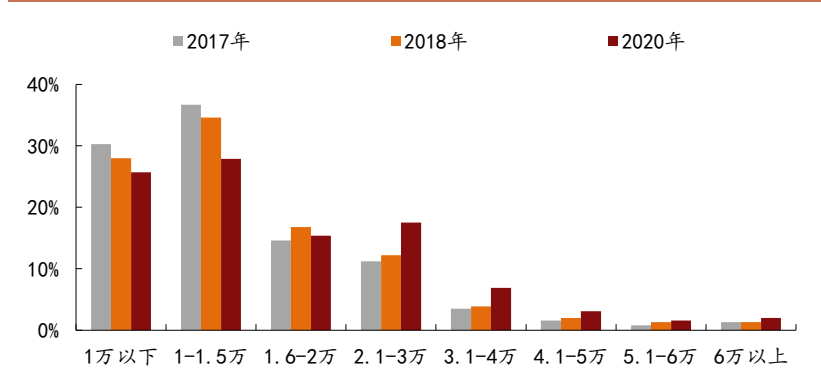


资料来源：奥维云网、招商证券

集中采购有利于地产商控制成本。随着房地产行业的竞争激烈化以及宏观调控的紧缩，地产商逐渐考虑塑造品牌形象、提升产品品质、降低建设成本。通过和供应商达成战略合作关系，地产商可与建材供应商针对某一产品签订长期供应协议，地产商可获得更长期稳定的材料供应，并在一定程度上有价格优惠；建材企业也获得长期稳定的订单，保障销售收入，并产生规模效应。因此，集中采购有利于更大限度地提高采购效率、发挥规模优势、降低采购成本，并且促进地产商与建材企业合作共赢。

精装房有助于提高楼盘售价。对于购房者来说，精装修房可实现拎包入住，省时省力，同时对地产商来说，建造精装房时装修材料可以集中采购，并且大规模的精装修楼板在实现规模效应的同时在销售时较毛坯房更容易获得一定程度的溢价。同时，优质的精装房还可帮助地产商树立良好的口碑品牌。奥维云网数据显示，2020年的精装楼盘均价有所提升，1.5万元/平方米以下楼盘占比明显减少，而2.1万元/平方米以上楼盘占比均较18年有所提高。

图 21：高售价精装楼盘占比逐年提高（元/平方米）



资料来源：奥维云网、招商证券

工程模式有别于零售模式，头部企业更为受益。原先大多数消费类建材（尤其是瓷砖、内墙涂料等）以零售为主，销售门店的分布、C端品牌的知名度、广告宣传力度和产品的多样性是此类企业的核心竞争力所在。而在工程市场中，随着招标环境的改善，关系营销、低价竞争情况减少，消费建材企业的核心竞争力转为供货能力、垫资能力和服务能



力。因此，在集中采购的趋势之下，消费建材行业中的龙头企业更为受益。

(1) **供货能力**：更大的产能有利于满足地产商的大规模采购需求，更完善的渠道和产能布局有利于保障更经济的运输半径，满足大地产商的全国性项目需求。(2) **垫资能力**：更雄厚的资金有利于建材企业在工程回款延期时维持自身稳健运营。(3) **服务能力**：若建材企业能提供施工、售后保修或指导培训服务，有利于地产商节省成本、明确权责，定位由材料供应商向综合服务供应商转变的建材企业也更能谋求高溢价。

上市公司旗下品牌在 500 强开发商中的首选榜单上排名靠前或提升较快。由于上市公司相对于非上市企业有更丰富的融资渠道和更强的资信实力，易于构建上述竞争力，从而在工程赛道的竞争中脱颖而出。

表 6: 2018-2021 年涂料类 500 强开发首选供应品牌

涂料类		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	
1	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%	立邦	19%	
2	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%	三棵树	18%	
3	亚士	16%	亚士	18%	亚士	15%	亚士	12%	
4	阿克苏诺贝尔	14%	富思特	9%	富思特	9%	富思特	9%	
5	富思特	11%	固克	9%	固克	9%	固克	9%	
6	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%	嘉宝莉	9%	
7	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%	美涂士	5%	
8	美涂士	5%	阿克苏诺贝尔	3%	德爱威	5%	德爱威	5%	
9	庞贝捷	2%	巴德士	3%	巴德士	4%	巴德士	4%	
10	巴德士	1%	展辰	2%	展辰	3%	久诺	3%	

资料来源：优采、招商证券；注：标下划线的品牌所属母公司为 A 或 H 上市公司或旗下子公司/子品牌

表 7: 2018-2021 年防水类 500 强开发首选供应品牌

防水类		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	
1	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	
2	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%	
3	宏源	19%	宏源	8%	北新建材	7%	北新建材	7%	
4	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%	
5	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%	
6	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	雨中情	6%	
7	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树	5%	
8	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹	5%	
9	蜀羊(北新)	2%	金拇指(北新)	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%	
10	禹王(北新)	1%	蜀羊(北新)	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%	

资料来源：优采、招商证券；注：标下划线的品牌所属母公司为 A 或 H 上市公司或旗下子公司/子品牌

表 8: 2018-2020 年管材类 500 强开发首选供应品牌

管材类		2018 年		2019 年		2020 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	
1	联塑	25%	联塑	29%	联塑	29%	
2	伟星	14%	伟星	15%	日丰	15%	
3	日丰	12%	日丰	14%	公元(永高)	14%	
4	中财	9%	中财	13%	中财	13%	
5	金德	7%	宏岳	6%	宏岳	6%	
6	公元(永高)	6%	多联	5%	多联	6%	
7	宏岳	5%	金德	3%	川路	5%	
8	多联	4%	公元(永高)	2%	金牛	3%	
9	金牛	3%	川路	2%	伟星	2%	
10	中德	2%	金牛	1%	中德	2%	

资料来源：优采、招商证券；注：标下划线的品牌所属母公司为 A 或 H 上市公司或旗下子公司/子品牌



表 9: 2018-2020 年瓷砖类 500 强开发首选供应品牌

瓷砖类		2018 年		2019 年		2020 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	
1	马可波罗	19%	马可波罗	20%	马可波罗	20%	
2	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%	
3	东鹏	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%	
4	诺贝尔	12%	东鹏	13%	东鹏	12%	
5	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧雅	10%	
6	新明珠	8%	欧雅	8%	新明珠	7%	
7	新中源	6%	新明珠	7%	能强	6%	
8	欧雅	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%	
9	亚细亚	1%	能强	2%	简一	2%	

资料来源: 优采、招商证券; 注: 标下划线的品牌所属母公司为 A 或 H 上市公司或旗下子公司/子品牌

表 10: 2018-2020 年石膏板类 500 强开发首选供应品牌

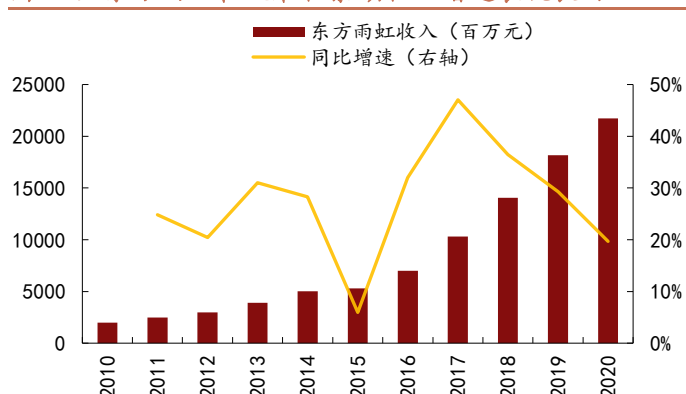
石膏板类		2018 年		2019 年		2020 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	
1	北新建材	29%	北新建材	29%	北新建材	29%	
2	圣戈班	16%	泰山(北新)	15%	泰山(北新)	16%	
3	可耐福	11%	可耐福	12%	可耐福	12%	
4	泰山(北新)	11%	兔宝宝	9%	兔宝宝	9%	
5	优时吉博罗	9%	圣戈班	8%	圣戈班	8%	
6	杰森	7%	优时吉博罗	7%	优时吉博罗	7%	
7	洛斐尔	4%	洛斐尔	6%	洛斐尔	6%	
8	拜尔	4%	杰森	3%	千年舟	4%	
9	千年舟	3%	拜尔	2%	杰森	3%	
10	兔宝宝	2%			拜尔	2%	

资料来源: 优采、招商证券; 注: 标下划线的品牌所属母公司为 A 或 H 上市公司或旗下子公司/子品牌

工程业务催化企业渠道结构变化。

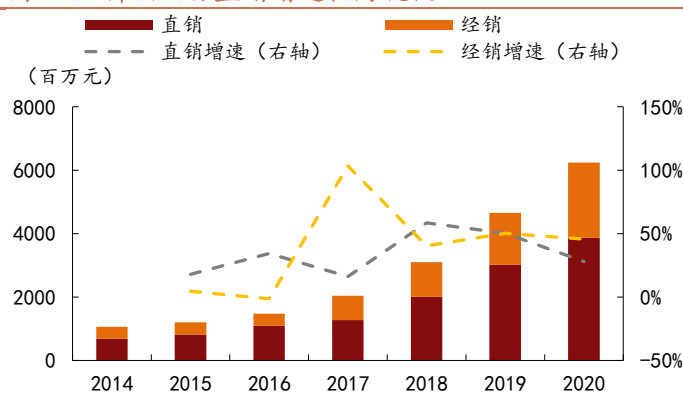
(1) 防水行业: 防水行业的第一龙头东方雨虹和第二龙头科顺股份的收入中, 直销渠道与经销渠道占比大约为 7:3。根据东方雨虹公开资料显示, 2017 年其下游地产、基建和零售收入占比分别为 5:3.5:1.5, 房地产商是防水企业的重要大 B 客户, 在 2017 年地产政策迅速收紧之际为防水龙头贡献了较好的业绩增量。

图 22: 东方雨虹在政策收紧期收入增速表现良好



资料来源: Wind、招商证券

图 23: 科顺股份直销增速较为稳健

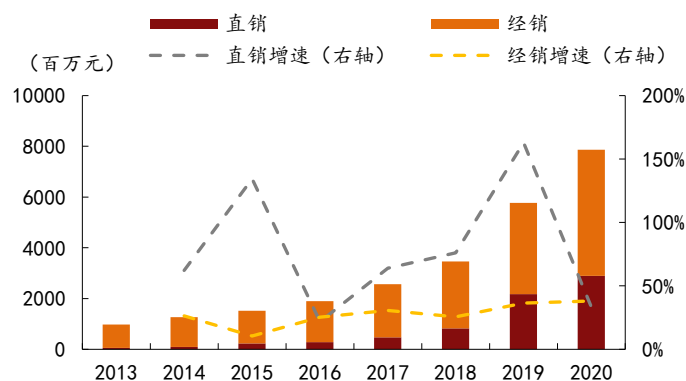


资料来源: Wind、招商证券

(2) 建筑涂料行业: 建筑涂料行业的主要龙头为三棵树和亚士创能, 外墙涂料的主要客户同样为大 B 客户。三棵树通过 C 端口碑迅速切入工程端, 在 2016 年后的地产下行周期中, 其工程业务快速增长, 并依托稳健的经销端保障报表质量; 亚士创能则凭借丰富的 B 端服务经验, 巩固 B 端业务优势, 并通过小 B 渠道迅速打开市场。建筑涂料龙头在 2016 年后的地产政策紧缩期间均展现出良好的成长性。

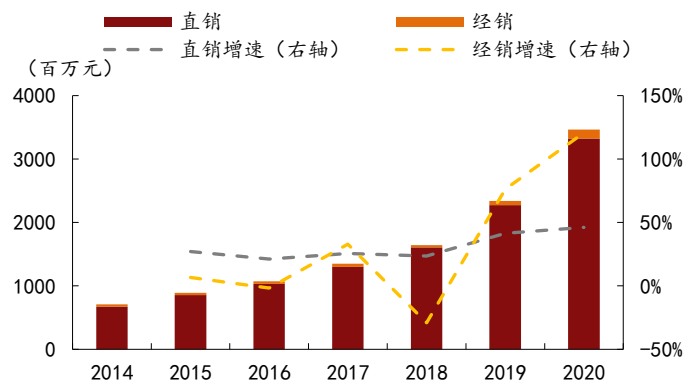


图 24: 2017-2019 年三棵树直销增速亮眼



资料来源: Wind、招商证券

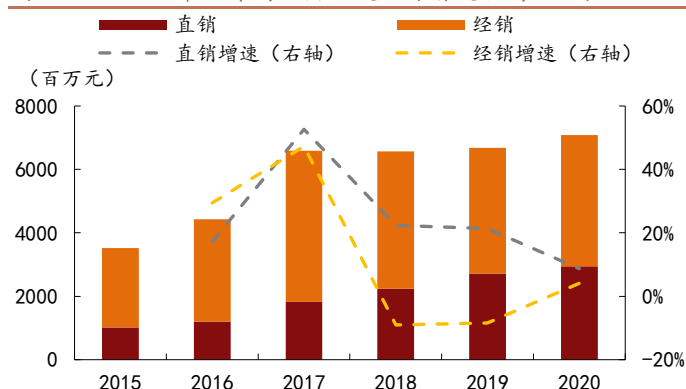
图 25: 亚士创能以工程业务为主, 直销收入稳健增长



资料来源: Wind、招商证券

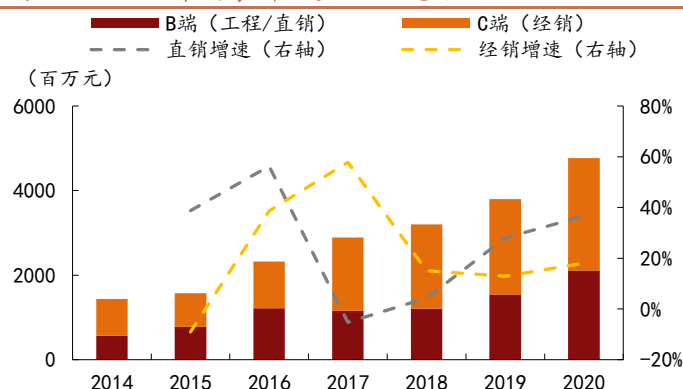
(3) 瓷砖行业: 早期 C 端主导的瓷砖行业呈现经销门店越多、市场份额越大的情形。2018 年起精装房从国家政策层面开始快速推广, 瓷砖作为精装房中配置率 100% 的配套部品, 其 B 端需求快速增长。主营 B 端的瓷砖品牌欧神诺的收入在 2016-2019 年间加速增长, 市占率快速提升, 东鹏和蒙娜丽莎同样把握 B 端机遇, 直销渠道收入占比渐增。

图 26: 2017 年以来东鹏控股直销增速优于经销



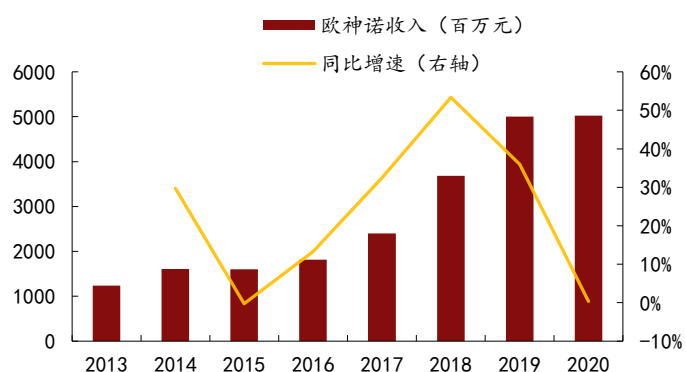
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 2019 年起蒙娜丽莎 B 端发力显效



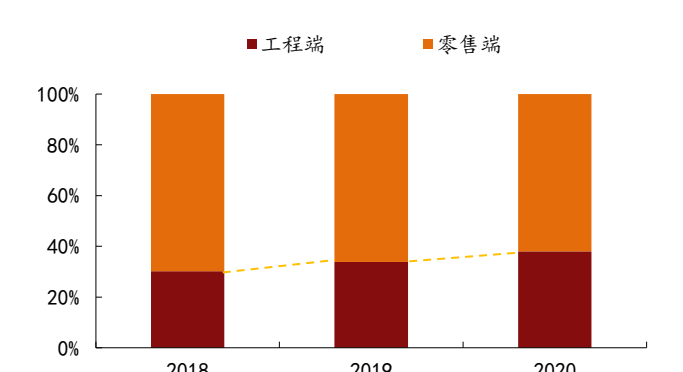
资料来源: Wind、招商证券

图 28: 主营 B 端的欧神诺在 2016-2019 年收入快增



资料来源: Wind、招商证券

图 29: 伟星新材逐渐加码工程业务



资料来源: Wind、招商证券

(4) 塑料管材行业: 在塑料管材行业, 除伟星新材为典型的零售主导的管材企业外, 其余区域性龙头基本以工程业务为主, 中国联塑和永高股份在 2015 年后收入增速经历高增。2019-2020 年, 伟星新材受精装修影响业绩阶段性承压, 但随着公司积极调整业务和渠道结构, 工程业务逐步发力。



图 30: 中国联塑收入增速在 15 年迎拐点回升

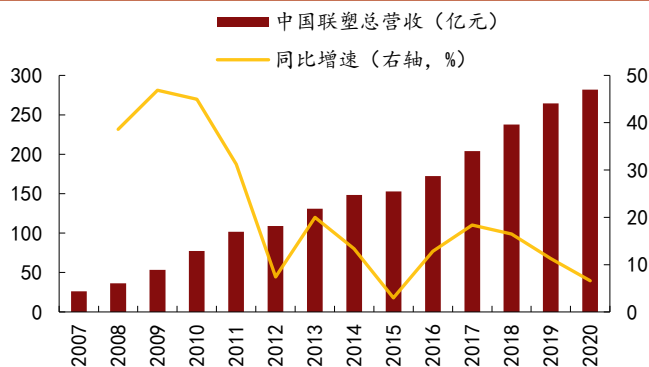
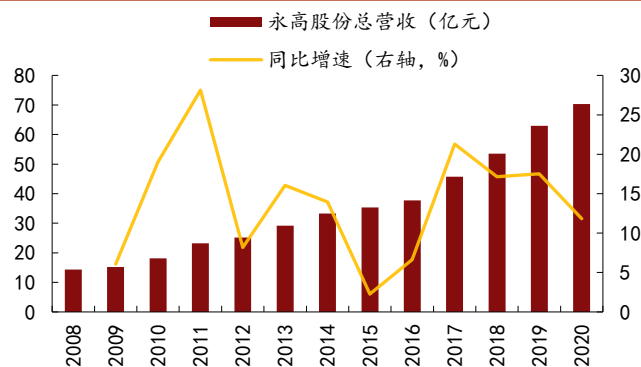


图 31: 永高股份收入增速同样在 15 年起开始回升



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

(2) 产能扩张匹配销售，规模效应提升盈利能力

宽松期需求旺盛+融资面宽裕，消费建材上市公司大力扩产。2016-2017 年地产政策的宽松提振消费建材需求，叠加行业秩序持续优化，16-18 年间诸多消费建材企业上市（三棵树、亚士创能、科顺股份、凯伦股份、雄塑科技、蒙娜丽莎、帝欧家居），融资渠道的宽裕+需求旺盛促进产能快速扩张，在低基数下产能增速亮眼。

消费建材龙头产销率高位运行。各消费类建材龙头企业的产销率基本处于 90%-110% 区间，2015-2016 年（政策宽松期）后消费类建材的订单转旺而部分龙头企业的产能增速不及销量增速，导致较高的产销率，需通过 OEM 满足订单需求：亚士创能 2015-2019 年涂料产销率超 130%，三棵树 2015-2016 年涂料产销率为 129%、151%，东鹏控股自 2016-2019 年瓷砖产销率约在 140% 以上。

自有产能落地，产销趋于平衡。分子行业看，建筑涂料和瓷砖行业 OEM 较多，但随着龙头陆续通过自建扩产和并购资产，OEM 占比有所下降。2020 年，除蒙娜丽莎（88%）、科顺股份（93%）、东鹏控股（115%）以外，其余企业产销率均处于 97%-102%。

图 32: 消费建材主要上市公司产能增速仍然可观

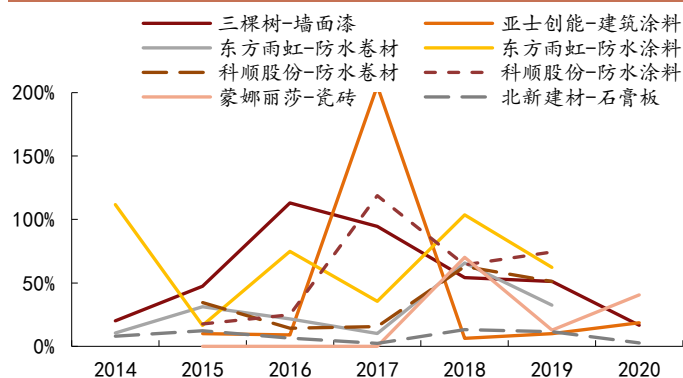
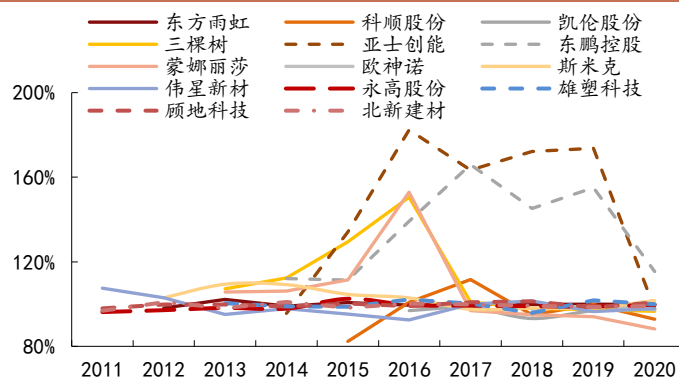


图 33: 消费建材龙头企业产销率均处高位



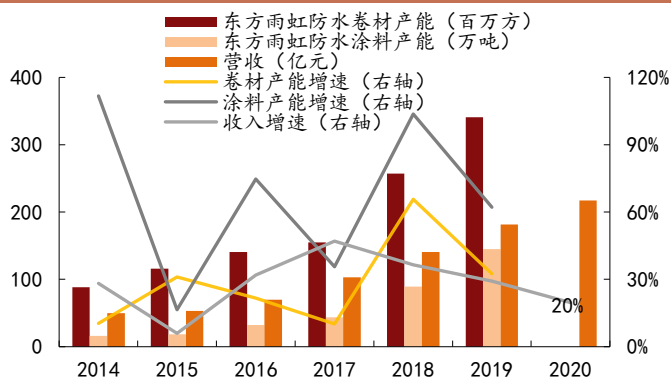
资料来源: 公司公告、定期报告、招商证券

资料来源: 定期报告、招商证券; 注: 产销率=总销量/自产产量

供给主导边际增长。近几年是消费建材各龙头均快速投产扩张时期，但是在其产能快速释放时，其产销率未出现明显下降（除部分原先 OEM 较多的企业外），供给仍为影响企业边际成长的主导因素。从各龙头收入与产能增速对比来看，前期投建的产能陆续释放兑现业绩。随着自有产能占比快速提升，2020 年产销率三棵树和亚士创能的产销率分别回归 97% 和 98%，与此同时收入增速分别达到 37% 和 45%，高于其当年产能增速 17% 和 19%。

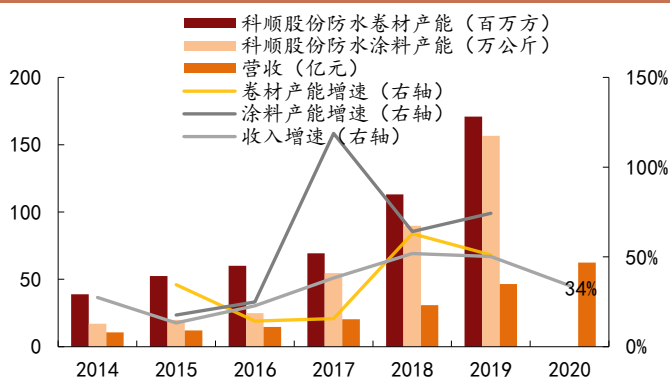
龙头产能扩建步伐不止。2020H2-2021H1，东方雨虹已对外投资超 300 亿元用于投建 21 个生产项目，设计产品品类包括防水材料、建筑涂料、保温材料、绿色民用建材等，并于 2021Q1 定增融资 80 亿元用于扩产项目。科顺股份和三棵树也分别于 2021M3 和 2021M4 定增募资，分别用于收购资产和扩产项目融资。

图 34: 东方雨虹产能扩张有序, 稳健支撑收入增长



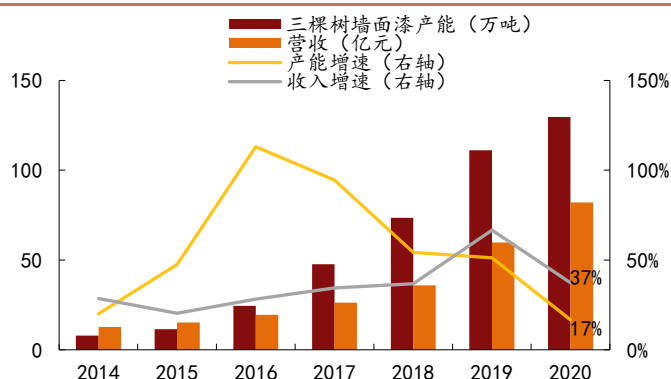
资料来源: Wind、公司公告、招商证券

图 35: 科顺股份产能与收入增长较为匹配



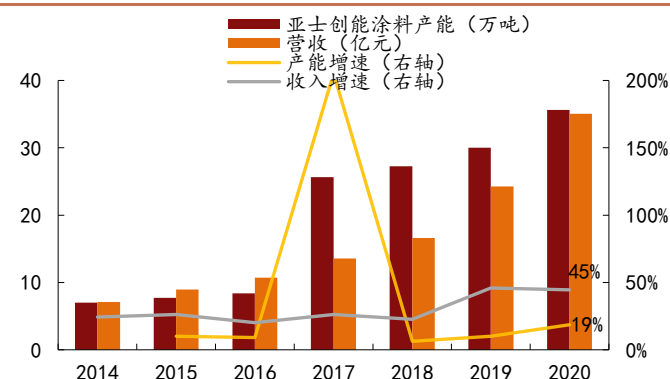
资料来源: Wind、公司公告、招商证券

图 36: 2019-2020 年三棵树收入增长反超产能增速



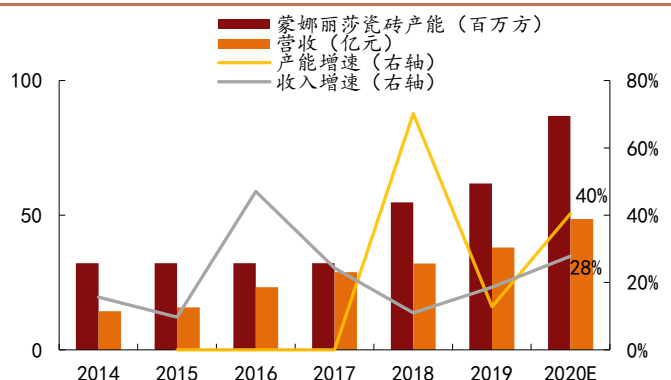
资料来源: Wind、定期报告、招商证券

图 37: 2018-2020 年亚士创能收入增速反超产能增速



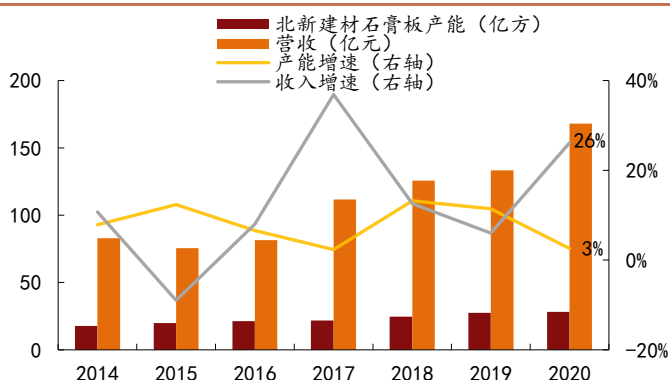
资料来源: Wind、定期报告、招商证券

图 38: 蒙娜丽莎仍处产能高增阶段



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

图 39: 北新建材产能增速趋稳, 大体量下收入增长可观



资料来源: Wind、定期报告、招商证券

规模效应显现强化龙头优势。经营规模的扩大有助于摊薄生产成本与费用, 提升盈利能力。2015年后龙头开始加速产能扩张, 截至2019年(2020年会计准则变更, 部分企业销售相关费用计入营业成本, 口径不可比)除瓷砖行业外, 其余子板块期间费用率均有显著下降。从细拆结果看, 上述期间瓷砖行业的销售费用率和研发费用率没有显示出显著的降低, 主因瓷砖下游C端占比较高且SKU众多, 龙头企业需要持续进行广告宣传投入提高品牌度, 并持续研发投入和更新产品以求在同质化竞争中得以较多地获取新品的早期利润空间。总体而言, 随着产能的持续投放, 规模效应显现, 头部企业与中小产能的差距将进一步拉大。

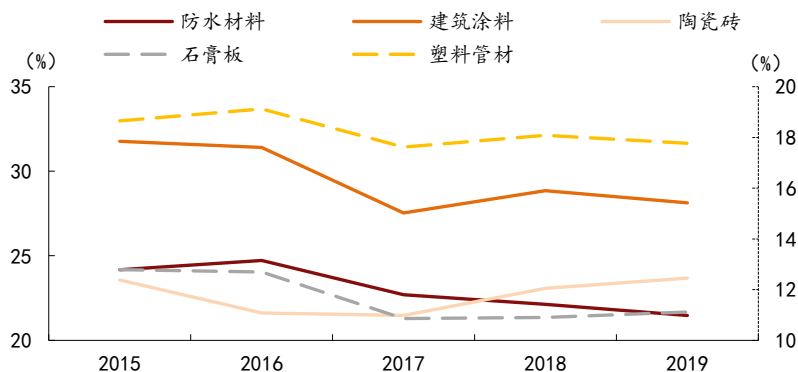


表 11: 消费建材子板块期间费用率有所下降

期间费用率 (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
防水材料	21.70	21.50	24.17	24.72	22.70	22.12	21.47	17.73
002271.SZ 东方雨虹	20.98	20.91	24.04	24.45	22.65	21.90	21.36	17.91
300737.SZ 科顺股份	24.88	24.42	25.13	26.01	22.94	22.97	21.74	15.10
300715.SZ 凯伦股份	23.28	20.59	21.93	24.94	22.83	22.91	22.21	23.96
建筑涂料	30.90	31.38	31.77	31.41	27.53	28.86	28.12	23.28
603737.SH 三棵树	30.57	36.94	37.08	35.98	31.58	31.28	29.05	25.09
603378.SH 亚士创能	31.47	21.47	22.75	23.11	19.71	23.64	25.83	19.06
石膏板	11.65	11.91	12.79	12.70	10.86	10.90	11.12	13.03
000786.SZ 北新建材	11.65	11.91	12.79	12.70	10.86	10.90	11.12	13.03
塑料管材	16.36	16.49	18.65	19.12	17.62	18.08	17.76	14.38
002372.SZ 伟星新材	20.77	21.26	22.40	21.99	22.51	21.25	21.16	18.08
002641.SZ 永高股份	15.03	15.94	19.10	19.65	17.12	16.05	15.07	12.46
300599.SZ 雄塑科技	10.82	10.57	12.64	10.69	10.29	10.77	10.85	10.51
603856.SH 东宏股份	17.75	15.06	14.32	13.46	12.76	12.78	13.38	9.09
002457.SZ 青龙管业	19.37	20.72	23.60	25.89	19.26	20.18	22.87	16.05
002694.SZ 顾地科技	15.11	16.99	18.75	18.59	19.42	22.20	18.62	19.58
300198.SZ 纳川股份	13.68	11.93	15.37	19.79	14.98	25.92	32.02	19.30
陶瓷砖	26.91	22.87	23.58	21.62	21.47	23.08	23.68	19.18
003012.SZ 东鹏控股	-	21.57	21.44	19.56	19.40	21.04	21.04	18.46
002918.SZ 蒙娜丽莎	23.00	22.50	25.03	22.65	22.68	23.18	25.30	20.02
002798.SZ 帝欧家居	18.57	21.82	21.59	21.82	24.07	24.43	24.59	18.71
002162.SZ 悦心健康	35.99	30.06	34.27	32.25	31.30	30.60	29.33	22.32

资料来源: Wind、招商证券; 注: 2020 年会计准则变更, 与 2019 年口径不可比

图 40: 各消费建材板块的期间费用率整体下降, 体现规模效应



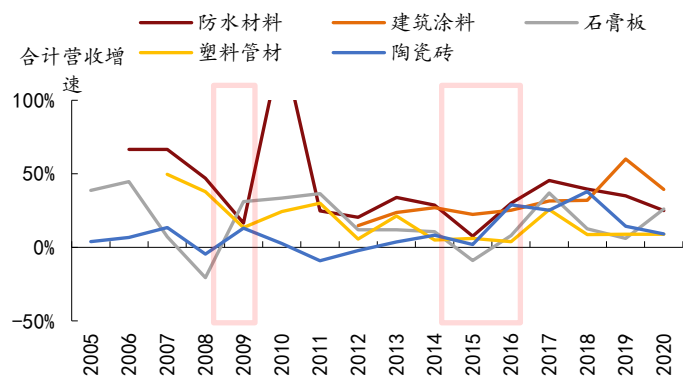
资料来源: Wind、招商证券; 注: 虚线图例对应右轴; 2020 年会计准则变更, 与 2019 年口径不可比

三、强者恒强, 消费建材行业加速集中

供给主导+规模效应+融资优势, 龙头表现优于行业。2014-2016 年为地产政策宽松时期, 然而诸多消费建材龙头的收入增速低点出现在 2015 年。当时地产销售低迷为因, 宽松政策为果, 地产收入增速在 2014 年出现低点后在宽松调控下拐点向上, 消费建材龙头拐点较地产拐点滞后约 1 年, 在 2015-2017 年间, 消费建材龙头收入的高增受益于宽松政策下前期被刺激的需求从销售向竣工端传导, 建材龙头以其产能和渠道优势享受增量需求。后期收入增速渐缓, 一方面是由于龙头自身基数逐渐增加, 另一方面需求端因地产调控紧缩受到抑制。总体来说, 龙头增长均显著优于行业情况。

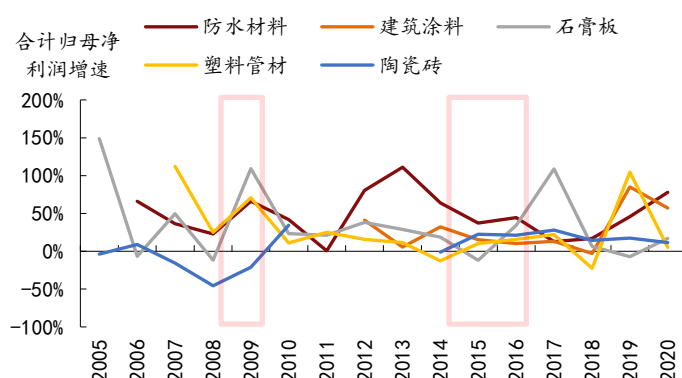


图 41: 调控放松时消费建材子板块收入增速大幅提升



资料来源: Wind、招商证券; 注: 取上市公司总和, 且历年增速均用可比口径测算

图 42: 严格调控时期也有消费建材子板块盈利高增



资料来源: Wind、招商证券; 注: 取上市公司总和, 且历年增速均用可比口径测算; 石膏板行业净利润增速采用北新建材扣非归母净利润测算

各板块中上市公司总体表现: 头部企业表现显著优于全行业, 宽松时高增、紧缩时稳健。从收入端看, 地产政策宽松期各子板块的收入增速均产生改善拐点, 政策放松时房企销售增加、回款改善, 从而增加了建材采购时的贷款现付比例, 但由于上市公司有较强的资金实力以加大产能产量规模、拓展完善的供货渠道、提供相对宽裕的账期, 同时在产品品牌、质量和服务上往往更为优质, 因此比行业内小企业更受益于地产回暖; 从归母净利润看, 各子板块净利润增速在 2008-2009 年也出现明显改善, 但在 2014-2016 年期间并未有一致的变化, 考虑在 2008-2009 年期间各板块上市公司数量较少, 且上市公司管理规范, 相对同行更易凸显竞争优势, 因此受益地产政策宽松效果更显著。

表 12: 在不同地产政策阶段, 消费建材各子行业及其中上市公司表现有异

	消费建材子行业总体情况	消费建材上市公司总体情况	对比总结
地产政策宽松期	· 收入出现改善拐点, 利润小幅改善	· 收入增速大幅提升; 净利润在 08-09 年显著提升, 在 14-16 年持稳运行	· 上市公司业绩增长显著优于行业总体
地产政策紧缩期	· 收入和利润增速同步下行, 体现明显承压	· 收入和利润均无明显下降趋势, 部分子板块在部分年份有阶段性高增	· 上市公司业绩较行业总体更为稳健
对比总结	· 各子行业收入和利润增速趋势较为一致	· 各子板块收入和利润增速趋势大同小异, 弹性各有不同	

资料来源: 招商证券

表 13: 上市公司的资金优势、规模优势、管理优势在地产政策紧缩期尤为突出

	消费建材上市公司优势	行业变化
地产政策宽松期	· 易于融资扩产, 产能释放兑现业绩; · 完善的产能和渠道布局利于获得大型地产商项目; · 上市公司往往具有更强的品牌力和知名度。	· 需求旺盛, 大小建材企业共同受益, 行业竞争者或将增多。
地产政策紧缩期	· 融资渠道丰富, 有助于抵抗资金链风险, 垫资能力强; · 规模化生产摊薄成本和费用, 具备成本优势; · 更规范的内部管理制度和更有经验的管理团队, 帮助企业攻坚克难。	· 小建材企业资金和业绩压力较大, 市场出清, 资源向龙头集中。

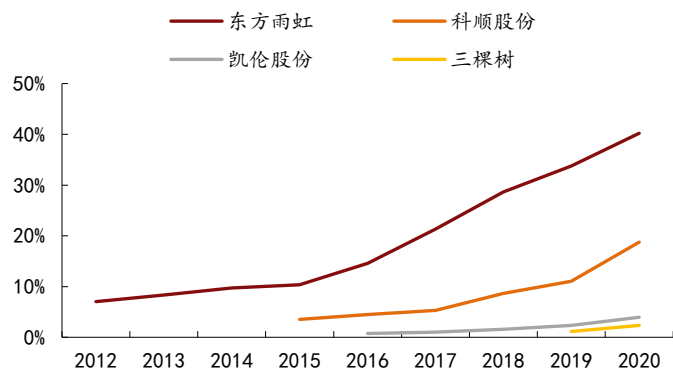
资料来源: 招商证券

对应地产调控周期来看, 除管材企业的集中度始终稳定提升以外, 防水、建筑涂料、瓷砖、石膏板行业的集中度自 2016 年后均显示出了加速上升的趋势。

(1) 防水行业: 马太效应显著, 质量先行保障行业穿越调控周期。防水行业第一龙头东方雨虹、第二龙头科顺股份的市占率上升拐点分别出现在 2015 年和 2017 年, 宽松调控的红利显现, 此后明显提速增长, 但龙头之间的市占率差距也逐渐扩大。东方雨虹通过上市的先手优势进行融资、投产以扩张规模, 工程业务快速放量, 创新“合伙人事业部”和经销商的技能培训学院, 在渠道商和客户中均迅速打响品牌。以“产量/规上企业总产量”测算, 东方雨虹市占率从 2015 年的 10% 迅速攀升至 2020 年的 40%。而随着防水渗漏问题越发受到业主关注, 企业质量意识有所提高, 防水材料在民用建筑和公用建筑、基建中的重要性的提升导致需求外延, 后地产时代中, 存量房的翻新工程支撑防水

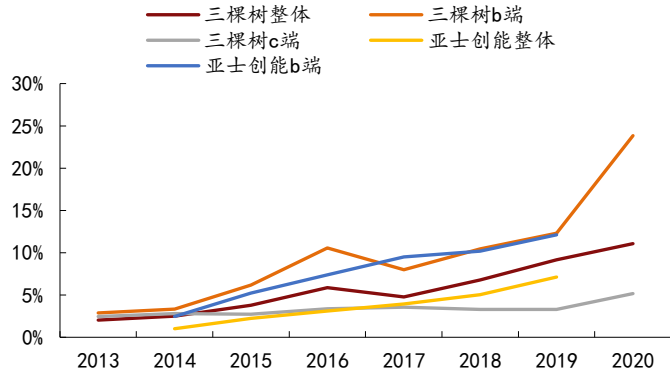
和堵漏需求，使防水行业在密集的地产调控下仍有较好的发展。近期，成都和苏州住建部均发布通知明确建筑防水的材料标准和施工标准提高，防水行业提标已拉开序幕，未来材料品质更佳更清洁环保、施工服务更优的防水企业的竞争力将进一步提升。

图 43: 防水行业龙头市占率提升明显



资料来源: 公司定期报告、招商证券; 注: 以产量/规上总产量计

图 44: 建筑涂料龙头在内外墙领域市占率均在提升

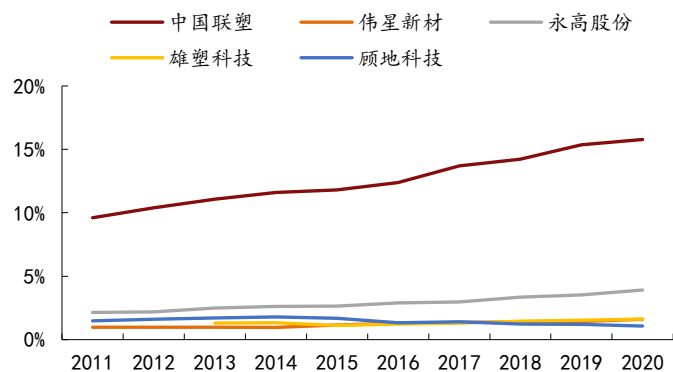


资料来源: 公司定期报告、招商证券; 注: 以销量/总销量计

(2) 建筑涂料行业: 工程赛道助推龙头市占率快速提升。建筑涂料行业早期外资品牌市场份额较大, 随着国产品牌的产品质量优化, 对本土竞标和服务环境更为熟悉, 并愿意给予一定垫资和压价, 在市场竞争中逐渐崛起。并且外墙涂料在消费类建材中属于非标属性较为突出的一类, 打样成功率对企业的经营发展至关重要, 龙头的服务能力和打样实力在一定程度上构筑了技术壁垒, 使得外墙涂料企业的发展往往是厚积薄发。2016 年受益于宽松的政策环境, 地产销售回暖需求释放, 叠加建筑涂料龙头企业前期的技术和经验积累, 市占率有明显提升, 截至 2019 年, 三棵树+亚士创能合计市占率达到 16%。分业务看, 市占率的边际变化主要由工程端提供。

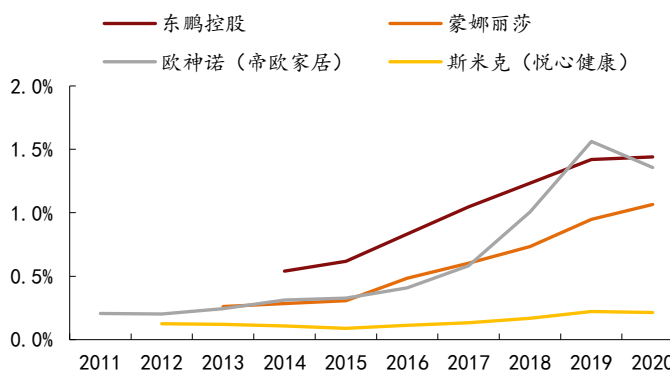
(3) 塑料管材行业: 地产调控影响微弱, 行业集中度低但稳步提升。塑料管材主要用于建筑中的排水管、给水管、电线套管、地暖管、空调管、新风管及其他辅材辅件, 管道种类多、用量大。由于行业壁垒低, 产品同质化严重, 行业集中度较低。而随着消费升级、地产商注重品牌化管理、政策层面推行精装房, 地产商意识到塑料管材作为隐蔽工程中的重要主体工程, 是房屋质量的保障, 一旦发生漏水或损坏, 后续维修更换难度高, 耗时耗力且易对室内装修造成不可逆转的损坏, 因此开始注重塑料管材产品质量和施工规范, 头部品牌企业由此受益。但塑料管材下游有很大部分为零售和基建客户, 总体受地产调控影响较小, 龙头企业的市占率呈现稳定增长。

图 45: 塑料管材第一龙头市占率稳增, 次梯队缓增



资料来源: 公司定期报告、招商证券; 注: 以销量/总销量计

图 46: 瓷砖行业集中度低但龙头份额同样快速扩张



资料来源: 公司定期报告、招商证券; 注: 以销量/总销量计

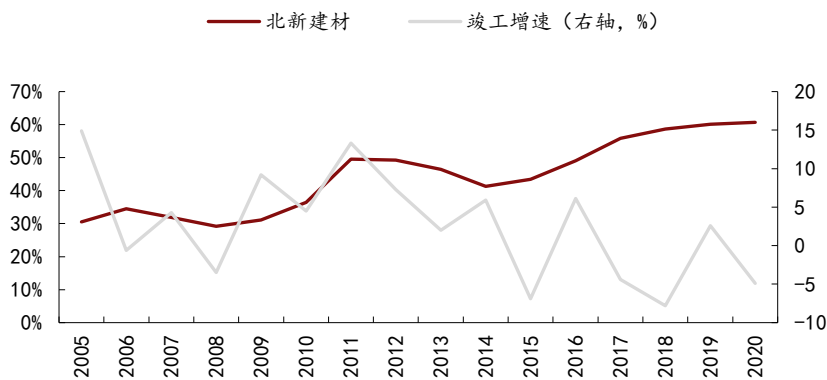
(4) 瓷砖行业: 行业分散, 环保限严+精装趋势推动行业加速集中。瓷砖产品广泛应用于客厅、厨卫等空间内, 兼具功能型与装饰性。其主要原材料粘土、砂石、釉料等在我国储量丰富, 且行业壁垒较低, 前期盈利空间吸引众多中小企业参与竞争, 通过零售门店抢占区域市场, 行业供应总量不仅可满足国内需求, 在出口量方面也较为可观, 集中度在消费类建材中处于最低。然而由于瓷砖行业的重污染和产能过剩现象严重, 2013 年起国家出台诸多政策规范行业排污排废情况。环保治理力度加大催生生产线技改需求, 叠加煤改气政策增加了瓷砖企业经营成本, 促进市场出清,



在 2014-2016 年地产政策宽松时期龙头快速成长。在集采和精装修的趋势之下，2017-2019 年欧神诺的市占率提升速度高于其他三个零售占比更大的瓷砖企业。

(5) 石膏板行业：第一龙头高市占率维持高增长。一方面，从上而下看，石膏板在地产集采成本中占比较低，因此价格敏感性较低。另一方面，石膏板行业在消费建材子行业中集中度最高，第一龙头北新建材在行业内处于寡头地位，具有较强议价能力和成本转嫁能力。石膏板下游主要是房屋吊顶、隔墙，石膏板采购通常在竣工前 3-6 个月，竣工增速能较实时地反映石膏板需求，因此在 2011-2012 年即便地产调控收紧，竣工端的走强仍致使石膏板需求有所提升，且大部分增量由龙头享有，北新建材的市占率出现阶段性波峰。尽管 2013 年起竣工渐疲软，但随着外资品牌的逐渐退出，北新建材的品牌优势和成本优势进一步凸显，市占率稳步上升。尽管竣工增速为石膏板需求同期指标，龙头市占率与竣工增速的相关性有所减弱。

图 47：石膏板龙头北新建材市占率与竣工增速相关性弱化



资料来源：公司定期报告、招商证券；注：以产量/总产量计

四、投资建议

在历史地产周期中，消费建材龙头基于产能、渠道、资金和品牌等优势，表现显著优于行业总体。当前地产紧调控下加速地产、消费建材行业集中度提升，龙头优势突显，延续强者恒强。行业短期受益于竣工改善，中长期看城镇化建设持续推进支撑增量需求+旧改和翻新支撑存量需求。重点推荐防水行业持续扩产维持大体量高增长的龙头东方雨虹、外延收购并强化业绩韧性的科顺股份；瓷砖行业 B、C 端共驱的优质标的蒙娜丽莎；现金流优质、市政端渐发力的管材龙头伟星新材；成长性突出的建筑涂料龙头亚士创能；石膏板行业市占率高、议价能力突出的北新建材。

(1) 东方雨虹：防水行业显示出较高马太效应，集中度快速提升。近期各地防水新规出台，行业提标在即，环保要求下新型高分子防水材料需求扩容，拥有先进清洁产线和技改实力的龙头企业将会受益。公司作为防水第一股，拥有品牌优势、渠道优势，产能布局全国，再融资优势保证资金供给，持续推进自有产能扩张，规模效应凸显，成本管控能力优秀，应收账款管控严格。公司依托防水协同性积极拓展多品类业务，2019 年起建筑涂料自建产能陆续投放，子品牌德爱威首选率有明显提升，建筑涂料业务或将开出第二朵花。

(2) 科顺股份：防水行业集中度持续提升，同时关注头部企业受益于“防水提标”。防水市场空间大，公司持续扩产巩固行业第二龙头地位；并购资产进军基建防水，有望新增盈利点。公司采取直销+经销并行，加码经销保障稳健增长，控制成本提高业绩韧性。股权激励深度捆绑核心团队，彰显发展信心，目标 21 年营收达到 80 亿元。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 0.97、1.18 元，对应 PE 分别为 17.4 倍、14.4 倍，维持评级“强烈推荐-A”。

(3) 蒙娜丽莎：瓷砖行业龙头通过扩产与并购提升市场份额，地产精装修和集采趋势、煤改气政策共同推动行业集中度提升。从成本端看，瓷砖行业为消费类建材中原材料成本较为稳定的品类。公司为瓷砖行业龙头推行大板、岩板引领行业产品革新，从同质化产品中走出差异化路线，具备较高品牌知名度。采用经销渠道+地产战略并行的渠道模式有助于保障现金流质量、快速消化新增产能、体现规模效应。随着自建产能陆续释放，市占率有望进一步提升。我们预计公司 2021-2022 年 EPS 分别为 1.85、2.41 元，对应 PE 分别为 12.6 倍、9.7 倍，维持评级“强烈推荐-A”。



(4) 伟星新材：塑料管道行业集中度的提升较为稳健。公司为塑料管道行业零售龙头，定位中高端产品，PPR管市占率约8%。零售端，依托PPR管核心业务持续推进“同心圆战略”，叠加“产品+服务”模式促进品类多元化、提高溢价能力，PE管、PVC管和防水净水业务有序推进；工程端，公司加码市政业务渐有成效，并且优选客户严控账期，现金流奶牛属性仍然突出。“工程+零售”双轮驱动提高公司抗风险能力，同心圆战略+“全屋伟星系”为公司提供长期发展动能。我们预计公司2021-2022年EPS分别为0.85、0.95元，对应PE分别为24.2倍、21.7倍，维持评级“强烈推荐-A”。

(5) 亚士创能：外墙涂料行业集中度较低，但业内梯队分化明显，内资替代外资逻辑仍存。公司的建筑涂料、保温材料、保温装饰一体化材料和防水材料四大产品体系现已均有经效，且服务能力突出。公司注重发展小B渠道，内墙涂料新零售模式结合成品色产品有望助力公司快速打开C端市场，防水业务稳步推进，叠加各品类产能释放利于加强规模效应，后期现金流质量有望改善。我们预计公司2021-2022年EPS分别为1.82、3.17元，对应PE分别为16.1x、9.3x，维持“强烈推荐-A”评级。

(6) 北新建材：石膏板行业集中度较高，北新建材一家独大，旗下三大石膏板品牌覆盖全国中高端市场，国内市占率达60%，具有产业链强势地位。纵向一体化方面，公司通过自建护面纸产线巩固成本优势，盈利能力持续提升；横向一体化方面，通过收购优质防水资产快速切入防水领域并迅速跻身前列，“一体两翼、全球布局”战略持续推进。我们预计公司2021-2022年EPS分别为1.95元、2.25元，对应PE为18.4倍、16.0倍，维持“强烈推荐-A”评级。

五、风险提示

- 1、地产竣工增速大幅下滑：**消费类建材主要使用在地产竣工端，若竣工增速大幅下滑，对消费类建材需求将有负面作用。
- 2、应收账款回款风险：**建材企业面对大地产客户时议价能力相对较低，随着地产调控收紧，地产商的资金链压力逐渐加大，若消费建材企业的应收账款回款不及预期，将会增加建材企业的资金负担，对后续经营产生不利影响。
- 3、原材料成本上涨：**面对大地产客户，消费建材企业定价权较低，原材料成本上涨将会压缩建材企业利润空间，对业绩产生不良影响。



分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。所在团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

