

# 消费建材：B模式当前完胜，C模式不要悲观

2019年11月19日

看好/维持

建材

行业报告

## ——建材行业2019年三季度报总结

分析师	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
研究助理	韩宇	电话：-	邮箱：hanyu_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070045

### 投资摘要：

**精装全装渗透率上升和地产集中度提高推动 B 端市场扩张。**在中央和地方出台政策不断推进之下，全国推出精装房的开发商数量不断增长，精装房市场规模大幅攀升，据奥维云网预测，2019 年底精装房将达到 336 万套，渗透率达到 32%，提前完成《建筑业发展“十三五”规划》提出的 30% 的发展目标。另一方面，地产行业集中度快速增高，消费建材需求的渠道入口向头部地产企业集中。

**渠道变革致竞争格局生变，C 端市场需求不必悲观。**14 家消费建材公司中，B 端公司业绩增速显著快于 C 端，2019 年 1-9 月 B 端公司和 C 端公司业绩分化进一步加大。消费建材行业渠道向 B 端集中对行业整体的营收质量形成一定拖累，但 C 端公司现金流优势依然明显。目前精装全装在三四线及以下低线城市渗透率依然不高，零售市场依然广阔，我们认为对 C 端需求不必悲观。

**投资策略：**消费类建材我们看好其增长的持续性和弱周期性，对于当前较差的 2C 公司持乐观态度。我们建议重点关注蒙娜丽莎、伟星新材、三棵树、北新建材和东方雨虹等。

**风险提示：**精装全装渗透率加速提升，房地产投资增速不及预期。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
蒙娜丽莎	0.75	0.90	1.13	1.72	4.81	8.02	10.85	7.15	2.45	强烈推荐
伟星新材	0.52	0.62	0.65	0.80	20	23	26	21	5.70	强烈推荐
东方雨虹	0.83	1.01	1.39	1.81	17	23	17	13	4.09	强烈推荐
三棵树	0.95	1.19	2.19	2.88	41	43	32	25	9.40	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 消费建材：渠道变革致竞争格局生变，B端占优C端承压 .....	3
1.1 精装全装渗透率上升和地产集中度提高推动B端市场扩张 .....	3
1.2 渠道变革致竞争格局生变，B端挤压C端市场需求 .....	4
1.2.1 渠道变革致竞争格局生变，B端公司业绩增速显著快于C端公司 .....	4
1.2.2 消费建材营收质量有所下降，但C端依然保持现金流优势 .....	5
1.2.3 精装全装渗透率在低线城市仍不高，C端需求无须悲观 .....	5
2. 看好后期建材业绩增长的持续性 .....	6
相关报告汇总 .....	7

## 表格目录

表 1：部分省份相关政策要求 .....	3
----------------------	---

## 插图目录

图 1：2014-2018TOP10、TOP100 房企销售份额 .....	4
图 2：2018 中国房地产企业销售额及增长率 .....	4
图 3：消费建材整体营收和归母净利增速有所放缓 .....	5
图 4：B端消费建材公司归母净利增速显著快于C端 .....	5
图 5：消费建材公司收现比情况 .....	5
图 6：消费建材公司经营净现金情况            单位：亿元 .....	5
图 7 精装全装在不同能级城市的渗透率情况 .....	6

## 1. 消费建材：渠道变革致竞争格局生变，B端占优C端承压

### 1.1 精装全装渗透率上升和地产集中度提高推动B端市场扩张

**全装修政策推行，精装房成趋势。**2017年4月，住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》，要求到2020年新开工全装修成品住宅面积达到30%。此后各地方政府也相继出台了相应的“全装修”地方政策，其中海南、湖北要求全省全面实行全装修。

表 1：部分省份相关政策要求

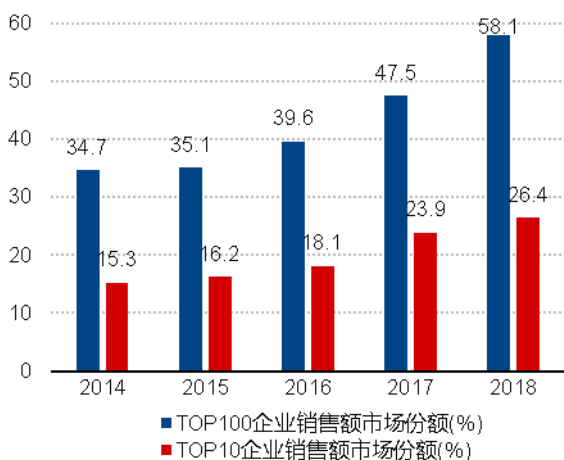
省份	政策要求
海南	2017年7月1日起，各市县商品住宅项目全部实行全装修。
湖北	2019年1月1日起，全省各城市新建商品住宅中，全面推行一体化装修技术。
河南	到2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。
山东	2017年设区城市新建高层住宅实行全装修
浙江	2016年10月1日起，全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付。
上海	从2017年1月1日起，凡出让的本市新建商品房建设用地，外环线以内的城区全装修达到100%，除奉贤区、金山区、崇明区实施全装修比例为30%，至2020年达到50%。
四川	到2020年，新建住宅全装修达到50%。
江苏	2020年，设区市新建商品房全装修比例达50%以上

资料来源：各省政府网站、东兴证券研究所

**精装全装快速推行，2019年底或提前实现30%渗透率目标。**在中央和地方出台政策不断推进之下，全国推出精装房的开发商数量不断增长，精装房市场规模大幅攀升，来自奥维云网的数据显示，2018年推出精装房项目的开发商和精装房项目数量分别同比增长80%和72%，精装房市场规模同比增速在60%以上。精装房渗透率不断提高，2018年底已达到27.5%，据奥维云网预测，2019年底精装房将达到336万套，渗透率达到32%，提前完成《建筑业发展“十三五”规划》提出的30%的发展目标。

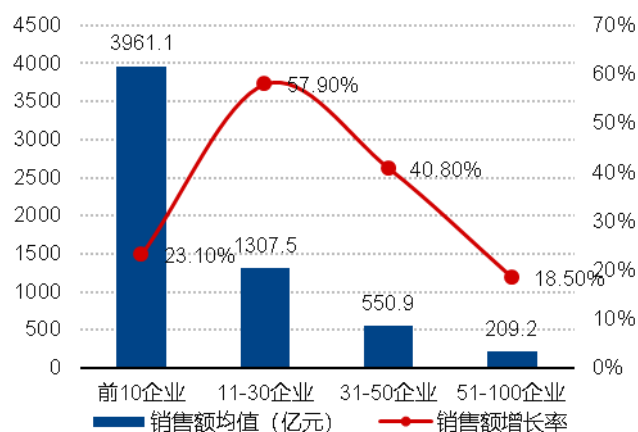
**地产行业集中度快速增高，消费建材需求的渠道入口向头部地产企业集中。**前四大房地产开发企业销售金额占比从2013年的6.93%上升至2018年的14.17%。2018年全国10强、100强房地产企业销售额的市场份额分别为26.4%、58.1%，同比提升2.5和10.6个百分点。而一些大型地产商，如恒大、万科、碧桂园精装修比例已接近100%，华润、绿城、金地等地产商精装修比例也在50%以上。精装全装渗透率的不断提升将新房装修产生的消费建材需求的渠道入口逐渐交到地产商手中，地产行业集中度提升则将这部分需求向头部地产商集中。

图 1：2014-2018TOP10、TOP100 房企销售份额



资料来源：中国房地产TOP10研究组、东兴证券研究所

图 2：2018 中国房地产企业销售额及增长率



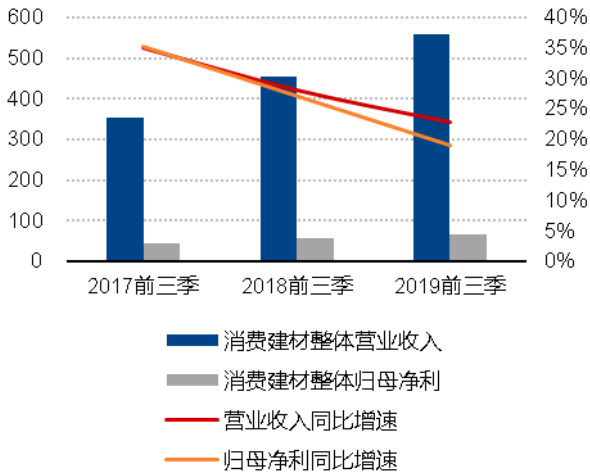
资料来源：wind、东兴证券研究所

## 1.2 渠道变革致竞争格局生变，B端挤压C端市场需求

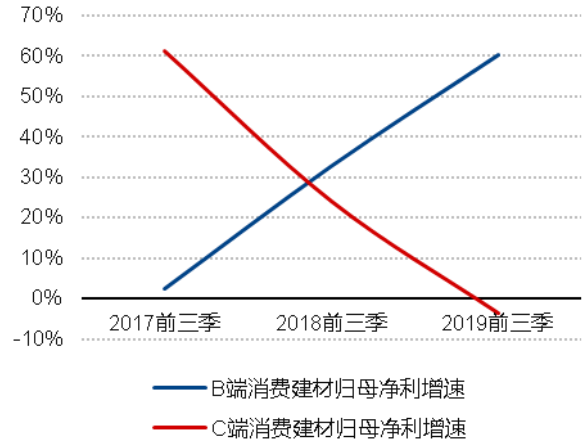
我们通过跟踪 14 家消费建材上市公司来对渠道变革所带来的竞争格局变化进行跟踪分析，我们将这 14 家公司分为 B 端渠道为主和 C 端渠道为主两部分，其中 B 端渠道公司包括永高股份、三棵树、科顺股份、坚朗五金、帝欧家居、凯伦股份以及东方雨虹 7 家，C 端渠道公司包括兔宝宝、北新建材、蒙娜丽莎、伟星新材、雄塑科技、友邦吊顶以及惠达卫浴 7 家。

### 1.2.1 渠道变革致竞争格局生变，B端公司业绩增速显著快于C端公司

整体来看，2019 年前三季度消费建材公司共实现营收 559.38 亿元，同比增长 22.94%，归母净利润为 67.48 亿元，同比增速为 18.96%。分组来看，B 端消费建材公司 2019 前三季度营收和归母净利润增速分别为 38.98% 和 60.38%，营收和归母净利润增速皆高于消费建材整体，而 C 端消费建材公司同期营收和归母净利润增速分别为 5.62% 和 -3.54%（注：北新建材因美国石膏板诉讼事件产生较大非经常性损益，为反映真实经营情况，此处计算采用其扣除非经常性损益的值），营收和归母净利润增速皆远低于消费建材整体。B 端和 C 端公司业绩在 2018 年年末出现分化后，2019 年分化程度继续加大，以三棵树、东方雨虹为代表的以 B 端渠道为主的公司业绩增速显著快于伟星新材等传统 C 端渠道为主的公司，渠道变革之下 C 端公司的传统零售市场明显受到 B 端公司的挤压。

**图 3：消费建材整体营收和归母净利增速有所放缓**


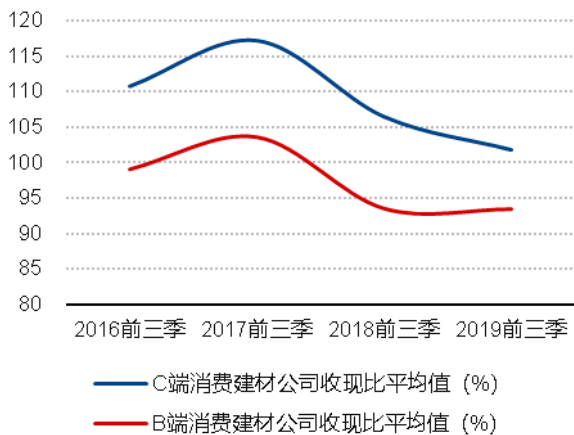
资料来源：wind、东兴证券研究所

**图 4：B 端消费建材公司归母净利增速显著快于 C 端**


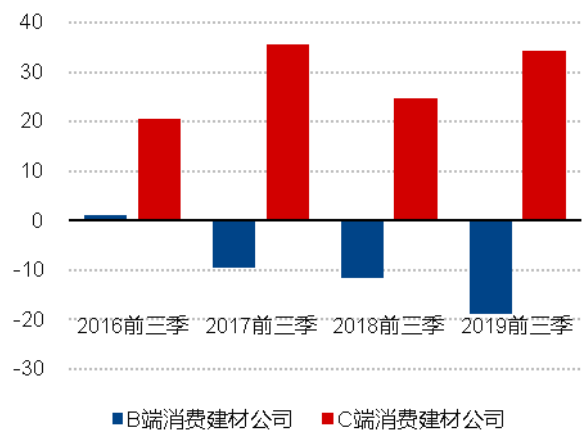
资料来源：wind、东兴证券研究所

### 1.2.2 消费建材营收质量有所下降，但 C 端依然保持现金流优势

消费建材需求接入渠道向 B 端集中一方面利好在 B 端渠道方面保有传统优势的公司如东方雨虹、三棵树等，另一方面对消费建材整体的营收质量和现金流状况产生影响，原因有三：第一、B 端为工程业务，订单规模虽大但价格随行就市，消费建材 B 端的需求方如地产商和大的家装公司等由于把控了渠道入口，因而具有较大的议价权；第二、类似防水材料等功能性建材在招投标时地产商会要求供应商缴纳工程质量保证金，会使得建材商产生沉淀资金，降低资金运用效率；第三、行业趋势的边际变化之下，伟星新材等传统 C 端公司开始发力工程业务，使得行业整体 B 端渠道占比有所提升。三重因素影响之下，消费建材整个行业营收质量有所下降，B 端和 C 端消费建材公司平均收现比皆有所下降，且 C 端消费建材公司收现比下降的速度快于 B 端公司。在现金流方面，C 端公司相对 B 端公司依然保持现金流优势，收现比高于 B 端公司 10 个百分点左右，且经营活动净现金保持为正，B 端公司则整体为负。

**图 5：消费建材公司收现比情况**


资料来源：wind、东兴证券研究所

**图 6：消费建材公司经营净现金情况 单位：亿元**


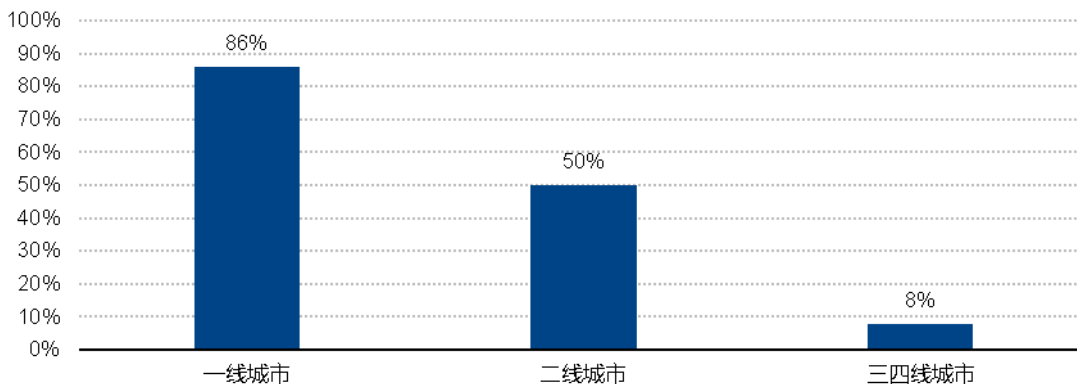
资料来源：wind、东兴证券研究所

### 1.2.3 精装全装渗透率在低线城市仍不高，C 端需求无须悲观

来自奥维云网的数据显示，TOP3 房企恒大、碧桂园和万科在一二线城市 90% 以上采用精装修。值得注意

的是，目前三四线及以下城市精装全装的渗透率仍不高，上述前三房企在三四线的精装修比率在 60%左右，而主要在三四线及以下区域经营的 TOP20 以外的房企精装交付比例较一线房企低，目前四线及以下仍然以毛坯房交付为主。来自前瞻产业研究的数据显示，2018H1 我国一线城市全装修渗透率已经达到 86%，二线城市为 50%，而三四线城市仅为 8%，综合来看目前三四线及以下城市精装全装的渗透率仍然较低，C 端需求市场依然较为广阔，我们认为无需悲观。

图 7 精装全装在不同能级城市的渗透率情况



资料来源：wind，东兴证券研究所

## 2. 看好后周期建材业绩增长的持续性

从三季度报的数据看，消费建材在增量需求释放和存量需求的共同作用下，不但阶段性需求较高，而且不会出现断崖式的下降，具有很好的持续性。精装全装的需求释放之下，2B 公司需求旺盛而 2C 公司的业绩较差，由于毛坯房仍然占较大的比例，我们继续看好 2C 公司后续的业绩增长。

当前阶段后周期特征明显，我们看好 2020 年行业的需求改善，所以当前我们要着眼低估值和业绩增长具备持续性的公司，从下而上进行布局。特别是有些行业处于历史未有之拐点期。消费类建材我们看好其增长的持续性和弱周期性，对于当前较差的 2C 公司持乐观态度。我们建议重点关注蒙娜丽莎、伟星新材、三棵树、北新建材和东方雨虹等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	水泥产业报告: 寡占阶段价格弹性基础好中枢上移, 2019 仍处高景气度	2019-05-08

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

## 研究助理简介

### 研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。