

建筑材料

掘金下沉市场，小B工程大有可为

2019年装修建材板块市场表现精彩纷呈，各细分龙头业绩和市占率快速增长，戴维斯双击的个股频现。暨年初策略提出“迎接细分龙头的春天”和年中策略《迎接细分龙头的盛宴》，明年我们继续强调大B集采的快速增长，但在更远的发展空间和现金流平衡方面，小B市场非常重要，尤其是下沉市场的小B市场。

需求变局：直销势猛，零售承压，关注边际变化。大地产商集中度提升趋势仍将持续，同时受益政策推动全装修快速增长，战略集采+全装修推进之下，工程端放量势头仍将延续，有相应工程端业务布局且具备扩张的龙头公司仍将持续受益，现金流承压但已有改善表现。而受到整体地产销售下行、精装修渗透率提升、地产集采占比提升等因素的影响，装修材料零售市场规模增长承压；存量改造住宅市场潜力显现，但对渠道服务和管理能力要求较高，有待建材企业进行市场拓展和挖掘。

小B工程市场：下沉市场大有可为。参考建筑装饰行业产值结构和采购主体划分来看，工程小B市场需求规模是最大的。随着营商环境改善、规范程度提高以及大B业务面临竞争压力加大、现金流差、议价能力变弱等问题，小B市场有望成为装修建材企业下一个份额提升的潜在着力点，特别是三四线下沉市场。下沉工程小B市场对渠道管控要求高，具备较强体系建设和能力的龙头企业有望获取先发优势。目前中国联塑、东方雨虹、坚朗五金等龙头企业，利用上市平台和在一二线城市市场建立起的规模、渠道、供应链、管控体系等方面的优势，积极投入布局三四线小B下沉市场，效果有所显现，成长空间有望进一步打开。

品类扩展：多元业务的横向战略成为方向。参考国外龙头企业发展经验以及国内行业发展阶段，我们认为多元化业务布局是龙头企业发展战略的重要方向。目前坚朗五金、伟星新材、东方雨虹、北新建材等龙头企业均在通过新设立或者外延并购等方式，进行新品类扩张和培育尝试探索。从坚朗五金等公司的实践来看，新品类大幅扩张甚至逆袭的机会主要来自于下沉市场。

投资策略：结合三条主线精选个股，1) 房地产市场中长期回归合理规模，除了在快速集中的大B工程市场，仍旧分散的工程小b市场提供了更长远、更稳定的份额提升来源。我们已经看到一些龙头企业尝试在下沉工程市场中构建优质渠道和客户资源、优秀管控体系等竞争优势，并且开始获得回报，**重点推荐坚朗五金、东方雨虹。**2) 地产集采的工程大B市场仍在快速增长。布局工程赛道且自身具备杠杆空间的公司有望持续快速增长。**推荐估值和增长较为匹配的帝欧家居、蒙娜丽莎、凯伦股份、惠达卫浴、科顺股份、兔宝宝等。**3) 管理优秀的龙头企业开始尝试进入相关品类，共享渠道、信息、品牌、管理等平台资源，在主业仍有一定增长空间的基础上，实现增量拓展。**推荐北新建材、伟星新材。**

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、行业竞争风险、应收账款风险、原材料大幅波动的风险。

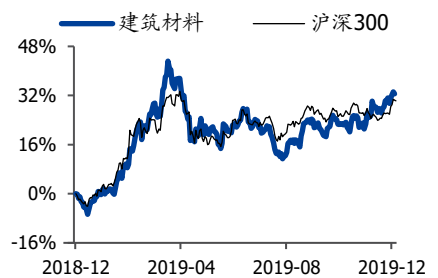
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002791	坚朗五金	买入	0.54	1.03	1.54	2.17	53.41	28.00	18.73	13.29
002271	东方雨虹	买入	1.01	1.39	1.75	2.21	23.54	17.11	13.59	10.76
002918	蒙娜丽莎	买入	1.53	1.09	1.43	1.85	11.52	16.17	12.33	9.53
002798	帝欧家居	买入	1.01	1.49	1.97	2.56	22.85	15.49	11.72	9.02
603385	惠达卫浴	买入	0.65	0.81	0.97	1.17	17.97	14.42	12.04	9.98
300715	凯伦股份	买入	0.50	0.90	1.83	2.97	46.60	25.89	12.73	7.85
002372	伟星新材	增持	0.62	0.64	0.71	0.79	20.24	19.46	17.69	15.80
000786	北新建材	买入	1.46	0.25	1.66	1.83	15.90	92.84	13.98	12.71

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

相关研究

- 《2019年中期投资策略：迎接细分龙头的盛宴》
2019-05-14
- 《装修建材：边际变化正在发生，推荐低估值优质龙头》
2019-02-21
- 《装修建材2019年投资策略：成本下降、格局改善、模式创新》
2019-01-08



内容目录

行情回顾	4
需求变局：直销势猛，零售承压，关注边际变化	5
地产短周期景气预计仍下行，需求有韧性、无弹性	5
分渠道继续分化，工程端增长势头强劲，零售端承压明显	5
工程市场赛道快、势头强，现金流承压但已有改善迹象	6
精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下，工程端放量势头仍将延续	6
工程端业务现金流承压，但已有改善表现	8
经销零售市场承压，存量改造住宅市场潜力显现	9
建材零售市场销售承压，龙头企业份额提升	9
小 B 工程市场：市场空间大、体系效率为王	11
小 B 工程市场规模最大	11
工程市场（to 小 B）：变化正在发生，下沉市场大有可为	12
小 B 市场有望成为装修建材企业下一轮快速增长的来源。	12
三四线下沉市场大有可为，多个优秀企业已有先发布局	13
品类扩展：多元业务的横向战略成为方向	14
投资策略	16
投资建议	16
重点个股推荐	16
坚朗五金：人均创收曲线上翘，规模效应、业绩弹性持续显现	16
东方雨虹：架构和战略升级寻模式变革，期待经营质量持续改善	17
帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，扩张动能强	17
蒙娜丽莎：零售工程并举，助力加快成长	17
凯伦股份：高分子防水材料新秀，差异化竞争突围	18
惠达卫浴：拓展工程业务，布局智能和整装卫浴	18
风险提示	19

图表目录

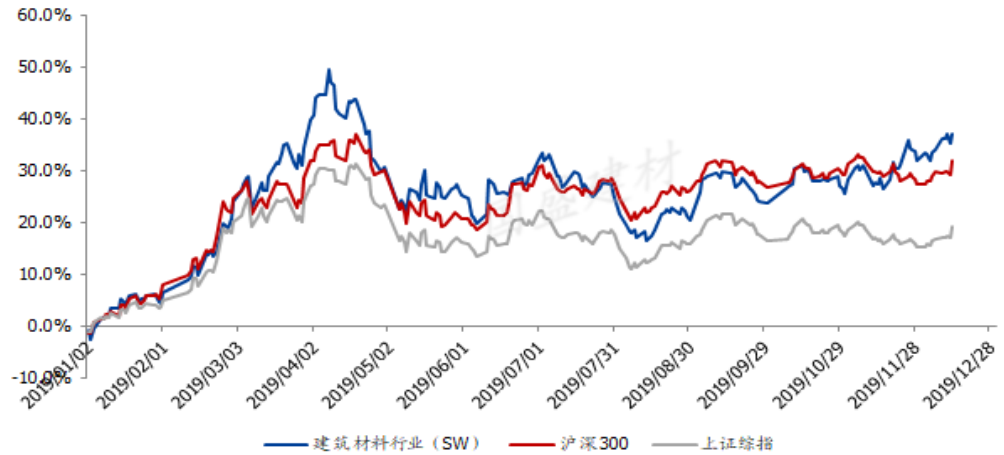
图表 1：建材（SW）行业年初以来市场表现	4
图表 2：装修建材主要个股年初至今（截止 12 月 16 日）涨跌幅	4
图表 3：商品房销售面积累计同比（%）	5
图表 4：房屋新开工面积累计同比（%）	5
图表 5：以经销为主的公司收入季度增速变化	6
图表 6：以工程直销为主的公司收入季度增速变化	6
图表 7：地产商销售面积集中度 CR10、CR20 变化	6
图表 8：地产商拿地面积集中度 CR10、CR20 变化	6
图表 9：精/全装修商品房开盘量及变化	7
图表 10：2019 年 1-6 月不同区域市场精/全装修商品房开盘量及变化	7
图表 11：多个省份全装修政策发布时间情况	7
图表 12：多个省份全装修政策实施时间情况	8
图表 13：头部房企应付款项周转率变化	9
图表 14：工程业务为主企业经营性现金流净额/营业收入变化	9
图表 15：部分细分行业龙头企业应付账款+应付票据变化（亿元）	9

图表 16: 部分细分行业龙头企业季度经营性现金流变化 (亿元)	9
图表 17: 建筑及装潢材料类零售额累计同比变化 (%)	10
图表 18: 五金、家居及室内装修材料零售业务收入变化 (亿元)	10
图表 19: 精装修、毛坯房、改造性住宅装修产值同比变化情况	10
图表 20: 精装修、毛坯房、改造性住宅装修产值占比变化情况	10
图表 21: 装饰材料市场规模变化 (亿元)	11
图表 22: 建筑业装饰装修产值变化 (亿元)	11
图表 23: 建筑装饰行业产值构成结构及对应需求采购主体	12
图表 24: 公建装饰产值和住宅装饰产值变化	12
图表 25: 公建装饰产值和住宅装饰产值占比变化	12
图表 26: 不同渠道模式下客户对象的特征对比	12
图表 27: 不同渠道模式的优缺点	13
图表 28: 三四线城市销售占比持续提升	14
图表 29: 不同业务单元间的关联类型	15
图表 30: 消费建材上市公司多元化业务战略	15
图表 31: 重点公司盈利预测及估值情况	16
图表 32: 装修建材工程类公司收入增速和资产负债率情况对比	19

行情回顾

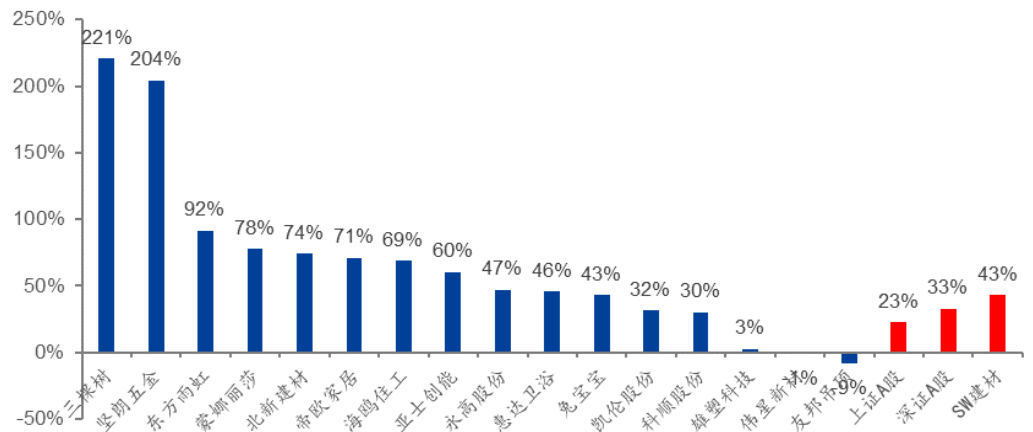
2019年初至今（12月16日），SW 建筑材料行业涨幅 44%，同期上证综指涨幅，沪深 300 涨幅 29%，整体板块相对指数超额收益较为明显；装修建材板块表现较好，多个个股表现优异，明显跑赢板块指数：三棵树（+221%）、坚朗五金（+204%）、东方雨虹（+92%）、蒙娜丽莎（+78%）、北新建材（+74%）、帝欧家居（+71%）等。

图表 1: 建材 (SW) 行业年初以来市场表现



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 2: 装修建材主要个股年初至今 (截止 12 月 16 日) 涨跌幅



资料来源: wind、国盛证券研究所

分时间阶段板块表现回顾:

- ✓ **年初-4月: 装修建材板块涨幅明显。**建材板块整体涨幅接近 40%，帝欧家居、东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎、坚朗五金等公司涨幅明显 (50-100% 涨幅区间)。经过 2018 年调整，多个公司估值接近历史底部，在流动性宽松预期、中美贸易摩擦阶段性缓和、年报&一季报业绩预期、一二线地产销售回暖等因素影响下，板块进行估值切换和修复，年报和一季报业绩表现好的个股涨幅更加明显。
- ✓ **4月-8月: 调整震荡为主，个股表现有分化。**受到宏观收紧预期、地产政策收紧、中美贸易摩擦反复的影响，特别是作为地产后周期的装修建材板块，估值受到地产需求预期波动影响，进入震荡调整阶段。个股表现有分化，主要来自于业绩预期的变化。

- ✓ **8月-11月：中报和三季报窗口期，业绩兑现带来估值修复行情。**个股业绩有分化表现，以B端工程类为主的公司业绩增长明显，业绩兑现或超预期表现带来估值修复，个股涨幅较为突出。同时，精装房渗透率提升、地产竣工回暖，工程端逻辑有所扩散，低估值、有工程业务高增长预期的个股，股价亦有较好表现。

需求变局：直销势猛，零售承压，关注边际变化

地产短周期景气预计仍下行，需求有韧性、无弹性

2019年1-11月全国商品房销售面积为14.9亿平，同比增长0.2%，增幅较上年同期略有收窄，1-11月全国房屋新开工面积20.5亿平，同比增长8.6%，房地产销售和开工均好于年初预期，主要受到一二线城市边际回暖、部分城市因城施策等因素影响。受需求下行和市场走弱的影响，房地产企业在18年土地储备充足之下，为规避风险采用加快周转的策略，抢开工、促推盘销售加快回款的情况较为普遍，新开工面积同比维持高个位数增长，使得短期供给增长明显。在政策调控预期及融资环境仍然偏紧之下，房企拿地意愿逐渐减弱，后续新增供应将会下行，新开工增速预计会有回落，但从当前库存和去化数据来看，库存在累积上行但是仍处于底部位置，因此在中期土地供应有所减弱趋势下，预计此轮地产周期库存累积较以往缓慢，新开工有望保持韧性。参考我司宏观和地产组对于明年地产方面的研究观点，我们预计**2020年地产销售面积下滑-2%左右，预计房地产新开工面积增速保持在5%左右，预计竣工面积在期房交付叠加建安投资回升影响下，增速有望逐渐回升，但弹性预计不大。**

图表3：商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：wind、国盛证券研究所

图表4：房屋新开工面积累计同比（%）

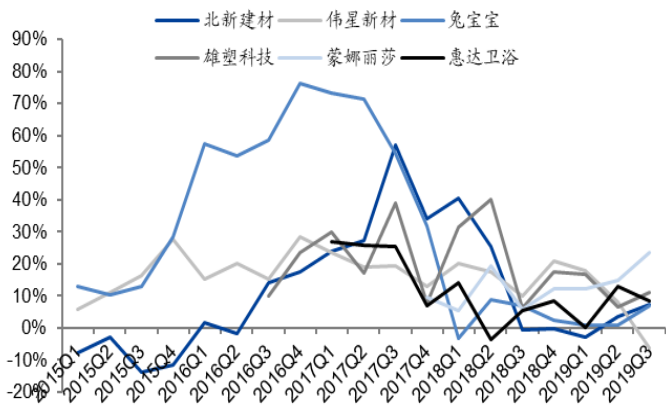


资料来源：wind、国盛证券研究所

分渠道继续分化，工程端增长势头强劲，零售端承压明显

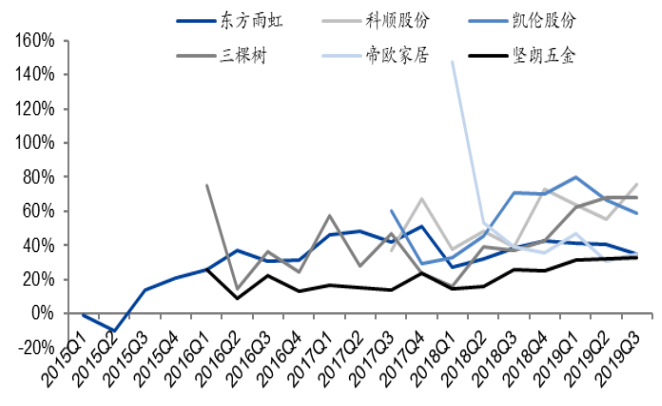
随着地产需求景气的下行，后端的房地产消费链条整体增速也呈现趋缓态势，从上市公司业绩表现来看，装修建材、家居等下游地产后周期类企业收入端增速受到地产销售回落的影响已显现，特别是零售端的压力表现较为明显。结合2018年前三季度的报表来看，板块公司三季度零售端销售承压明显增加，经销零售端收入增速下降明显，预计Q4和明年上半年收入端增速回落趋势仍会延续；而工程端业务在精装修趋势叠加地产商集中度跳增之下，收入仍保持较快增长。从个细分行业表现来看，尽管整体需求承压，但产业资源向龙头企业集聚的趋势仍在持续深化，强者恒强带来龙头公司市占率提升的趋势愈发明显。小企业在环保、资金、税收规范等压力下加速退出，装饰建材各细分龙头企业凭借品牌、渠道、资金等综合优势抢占市场份额。

图表 5: 以经销为主的公司收入季度增速变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 6: 以工程直销为主的公司收入季度增速变化



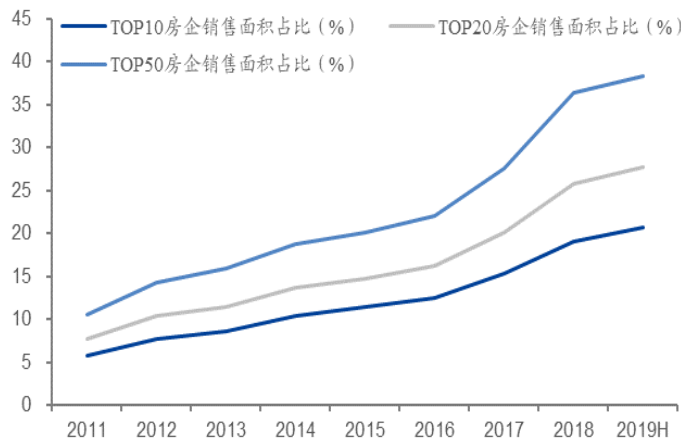
资料来源: wind、国盛证券研究所

工程市场赛道快、势头强，现金流承压但已有改善迹象

精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下，工程端放量势头仍将延续

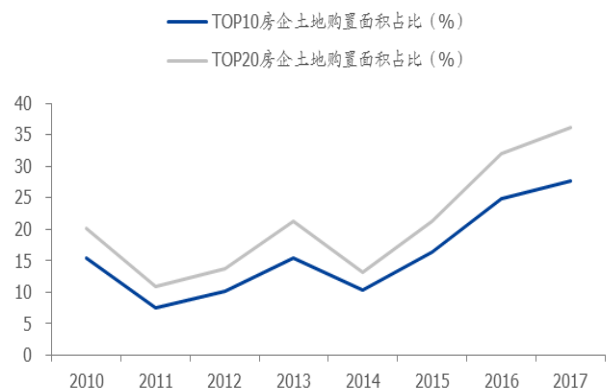
房企集中度提升趋势预计仍将延续。2016-2018 年龙头房企发挥在土地资源获取和融资等方面的优势，销售集中度呈现较强的提升趋势。根据 CRIC 数据，TOP10 房企在 2011-2016 年的销售集中度提升相对平稳，由 2011 年的 5.8% 逐步提升至 2016 年的 12.5%，年均提高 1-2 个百分点，2017 年以来销售集中度快速跳增，2017 年达到 15.4%、2018 年提升至 19.1%；2016 年开始，政府针对土地供给端方面出台的政策（如限制配资、资金实力审查、复合招拍挂等方式），提高了中小房企拿地的成本和难度，加强了龙头房企在拿地方面的优势，推动了龙头地产商拿地集中度的快速提升，未来龙头房企销售面积集中度提升趋势仍将持续。

图表 7: 地产商销售面积集中度 CR10、CR20 变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 8: 地产商拿地面积集中度 CR10、CR20 变化



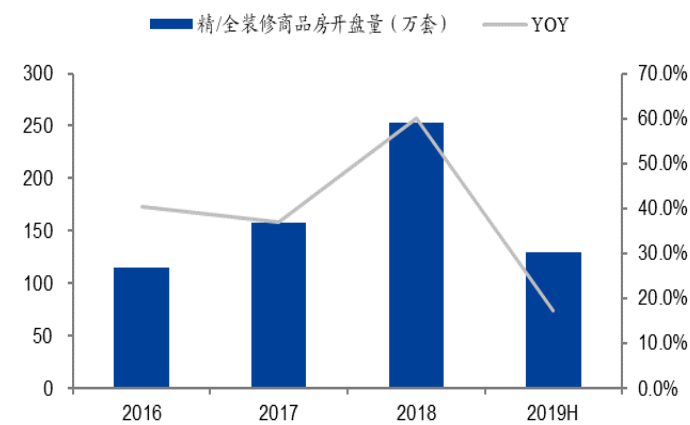
资料来源: wind、国盛证券研究所

全装修政策进入落地释放期，新建住宅精装修交付量放量明显。2013 年国务院发文明确提出了要积极推行住宅全装修工作，建设部 2017 年 5 月发布的《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。近年来全国多个省份及城市相继发布全装修政策，多数省份要求新建住宅全装修比例超过 30%，多个省份和地区要求全装修比例达到 100%；从政策实施时间点来看，多数省份要求时间实施节点早于建设部提出的 2020 年的时间要求。我们预计受益政策推动进入落地实施时间窗口期，全

装修推盘量有望保持快速增长。据奥维云网统计的数据，2018年全国精/全装修商品住宅开盘规模253万套，同比增长60%，2019年上半年，精/全装修商品住宅开盘规模接近130万套，同比增幅超过17%。

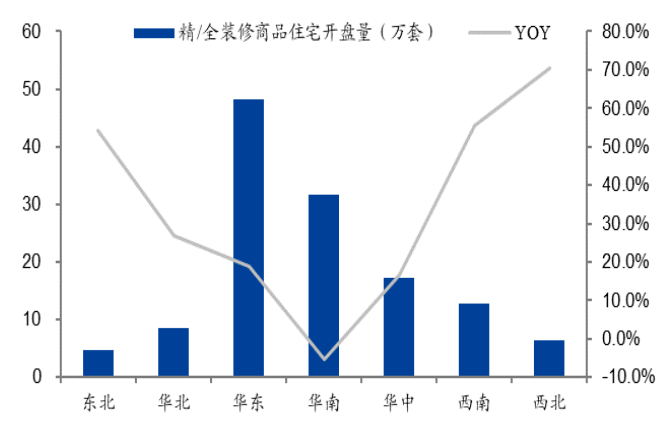
从区域分布来看，一二线城市由于全装修政策出台较早，市场覆盖率较高，目前已经成为全装修市场的主力市场，规模最大，据奥维云网统计的数据，2019年上半年全国有精装修/全装修楼盘开盘的城市175个，其中TOP20城市开盘量合计超过62万套，同比提升22%，接近全国开盘总量的一半，华东地区精装修/全装修住宅开盘规模超过48万套、增幅18.8%；另外三、四线城市及其他沿海旅游地区县级市也逐渐加入全装修的队伍，随着全装修向低线城市渗透率上升，全装修住宅推盘量有望快速增长。

图表 9: 精/全装修商品房开盘量及变化



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 10: 2019年1-6月不同区域市场精/全装修商品房开盘量及变化



资料来源: 奥维云网、国盛证券研究所

图表 11: 多个省份全装修政策发布时间情况

政策发布时间	省市	内容
2013-9-10	内蒙古	到2017年全区新建住宅全装修比例达到80%
2014-10-31	江苏	2015年末,新建住宅装饰装修配化率达到60%以上。
2015-5-1	北京	2015年5月1日起,由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房,其它新建住宅鼓励采用装配式装修工艺。
2015-9-6	山东	2017年社区城市新建高层住宅实行全装修,2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
2016-1-4	河南	到2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房。郑州航空港经济综合试验区、郑东新区从2016年起,新开工商品住宅全部执行成品房标准。
2016-3-2	四川	到2020年,新建住宅全装修达到50%。
2016-8-18	上海	2017年1月1日起,外环线以内的城区全装修比例应达到100%,除奉贤区、金山区、崇明区之外,其他地区应达到50%。奉贤区、金山区、崇明区实施全装修的比例为30%,至2020年应达到50%。
2016-9-18	浙江	2016年10月1日起,全省各市、县中心城区出让或划拨上的新建住宅,全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施全装修。
2016-12-7	海南	从2017年7月1日起,各市县商品住宅项目要全部实行装修。
2018-4-10	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。
2018-10-25	黑龙江	到2020年末新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于50%,齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于40%,其他市(地)不低于30%,县级城市不低于20%。

资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

图表 12: 多个省份全装修政策实施时间情况

实施时间	省市	内容(范围和比例)
2015-5-1	北京	全市, 保障房, 100%全装修。
2016-1-1	郑州	航空港经济综合试验区、郑东新区, 新建住宅 100%全装修。
2016-10-1	浙江	全省中心城市, 出让或划拨土地上的新建住宅, 100%全装修。
2017-1-1	上海	新建住宅, 外环线内 100%, 外环线外 50%, 奉贤区、金山区、崇明区 30%全装修。
2017-1-1	内蒙古	全区, 新建住宅, 80%全装修。
2017-1-1	山东	全省, 新建高层住宅, 100%全装修。
2017-7-1	海南	全省, 新建住宅, 100%全装修。
2018-1-1	山东	全省, 新建高层、小高层住宅, 100%全装修。
2019-1-1	湖北	全省, 新建商品住宅, 全面推行一体化装修技术。
2020-1-1	河南	全省, 新建住宅, 100%全装修。
2020-1-1	四川	全省, 新建住宅, 50%全装修。
2020 年末	黑龙江	新建商品住宅全装修面积占新建面积比例哈尔滨市不低于 50%, 齐齐哈尔市、牡丹江市、佳木斯市、大庆市不低于 40%, 其他市(地)不低于 30%, 县级城市不低于 20%。
2025-1-1	江苏	全省, 新建住宅, 60%全装修。

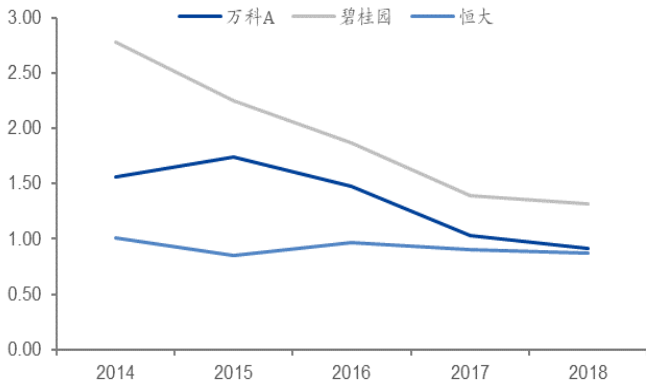
资料来源: 公开资料整理、国盛证券研究所

精装修落地+地产客户集中度跳升趋势下, 地产工程市场放量势头仍将延续。大地产商集中度提升之下, 销售面积的快速增长带来了对应建材需求的增加, 而同时全装修交付占比的提升将使得装饰需求的管控进一步向房地产商集中, 针对地产商的工程端业务规模有望进一步扩大; 而以恒大和万科等为代表的房地产商采取的“战略集采”的模式对建材企业竞争格局带来的影响较为明显。集采模式对建材企业在品牌、资金、产品供应、服务等方面的要求和门槛较高, 中小企业进入较为困难, 龙头企业在品牌影响力、资金规模、产能供应、销售服务等方面具有明显的竞争优势。从品类来看, 建筑涂料、防水材料、瓷砖等建材品类被列入集采范围较为普遍, 有相应工程端业务布局的龙头公司仍将持续受益; 而工程端放量, 也将推动行业集中度的加速提升, 特别是对于此前以经销模式为主、竞争较为分散或较晚进行战略集采的品类, 如瓷砖、涂料、管材、陶瓷卫浴等。

工程端业务现金流承压, 但已有改善表现

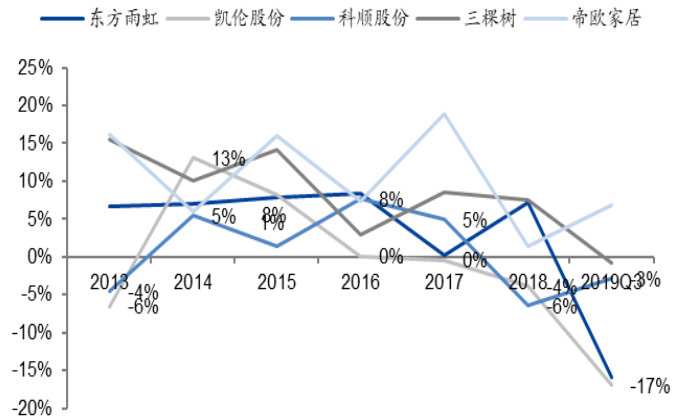
地产大客户集采规模快速扩张, 一方面使得建材供应企业工程业务放量增长, 但单一客户需求集中采购也使得对供应商议价能力有所增加, 体现在产品采购价格和付款账期等方面, 特别是销售款账期拉长对建材供应企业现金流的影响较为明显。工程集采模式下, 建材企业和地产商直接发生结算, 结算周期通常较长, 近几年在地产融资环境趋紧、融资渠道和条件受限等影响下, 地产商对供应商占款情况较为普遍, 特别是以抢开工、高周转模式下的房企, 订单量快速释放但对上游账期拉长明显。以 B 端工程业务为主或是工程业务放量明显的企业, 经营性现金流承压较为明显, 而地产商付款的季节性特点, 也增加了建材企业经营性现金流的季度波动。

图表 13: 头部房企应付款项周转率变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

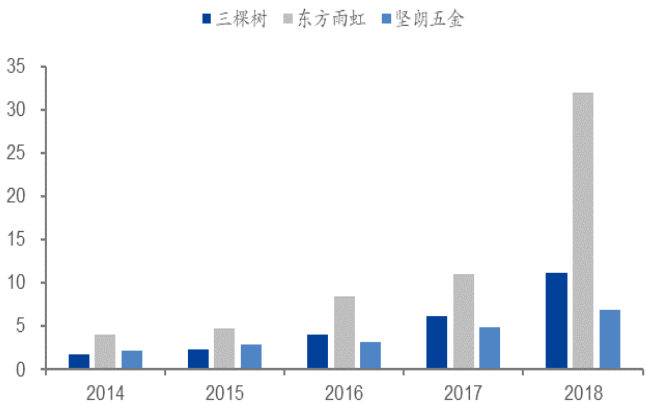
图表 14: 工程业务为主企业经营性现金流净额/营业收入变化



资料来源: wind、国盛证券研究所

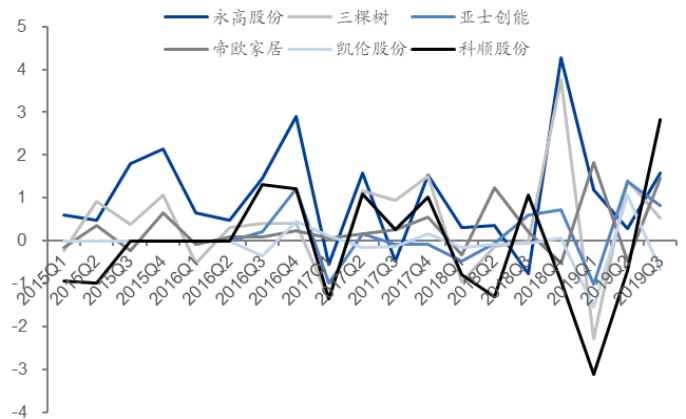
上市公司积极应对现金流问题, 已有改善表现。面对工程业务现金流承压的情况, 作为供应商的建材企业也在积极应对和寻求改变, 主要包括几个方面: 1) 寻求快速增长与经营质量间的平衡, 通过内部销售管控和考核, 提高销售回款; 2) 增加对上游原材料供应商占款, 转移账期压力: 头部企业借助工程业务快速提高了市场份额, 特别是龙头上市公司, 对上游分散的原材料供应商话语权提高, 通过增加应付款项转移账期压力。3) 扩大客户覆盖, 减少大客户依赖, 增强自身工程业务服务能力, 提高自身竞争力和议价能力。4) 扩张经销渠道, 借助经销商资源, 提高自身回款能力。

图表 15: 部分细分行业龙头企业应付账款+应付票据变化 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

图表 16: 部分细分行业龙头企业季度经营性现金流变化 (亿元)



资料来源: wind、国盛证券研究所

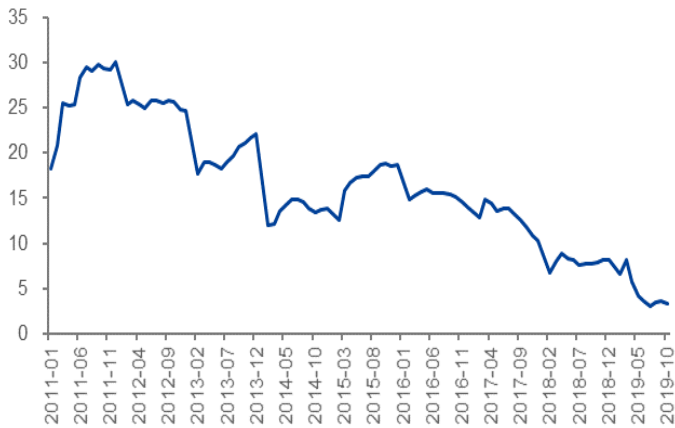
经销零售市场承压, 存量改造住宅市场潜力显现

建材零售市场销售承压, 龙头企业份额提升

受到整体地产销售下行、精装修渗透率提升、地产集采占比提升等因素的影响, 装修材料零售市场规模增长承压明显, 且预计趋势仍将持续。建筑及装潢材料零售额增速近年来呈现下降趋势, 2018 年零售额累计增速降至个位数, 2019 年 1-10 月累计同比增长 3.4%; 2017-2018 年全国五金、家居及室内装修材料零售业主营业务收入连续两年呈现下滑

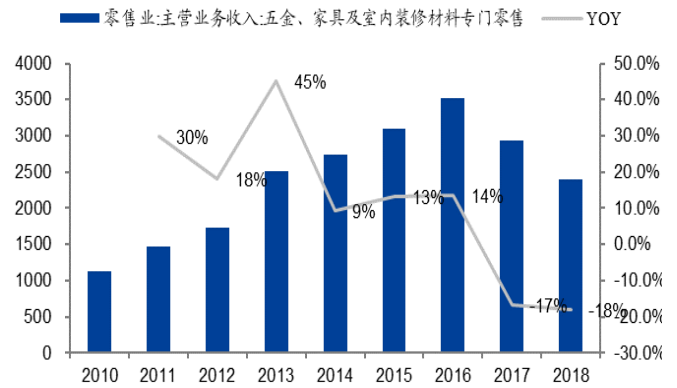
态势，零售市场呈现收缩态势。参考以零售经销为主的上市公司业绩表现来看，相对市场整体下滑态势，上市公司作为行业头部企业收入表现亦受影响，但受益中小企业收缩或者退出市场，市场份额普遍呈现提升态势。

图表 17: 建筑及装潢材料类零售额累计同比变化 (%)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

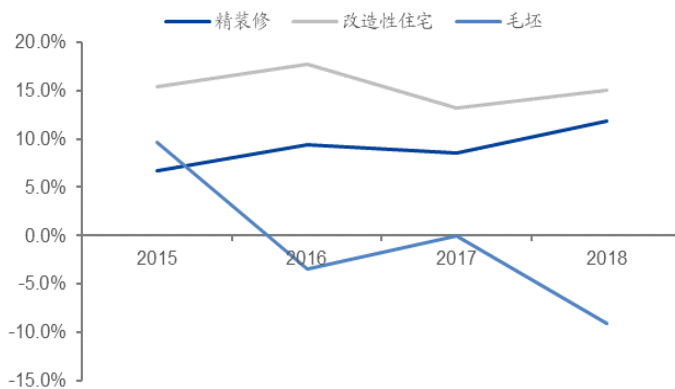
图表 18: 五金、家居及室内装修材料零售业务收入变化 (亿元)



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

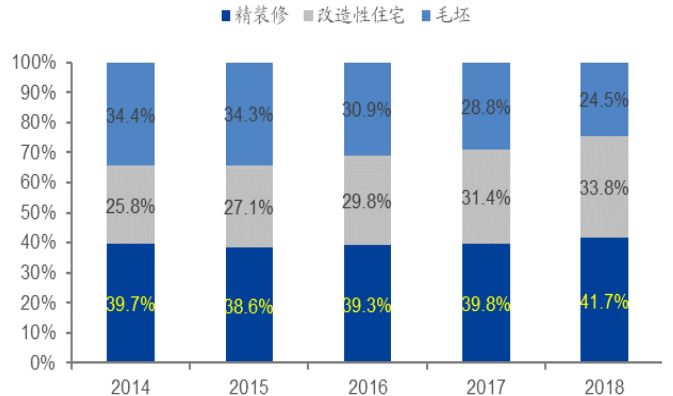
毛坯房装修市场占比下降，存量房及改造性住宅装修市场增长快速。据中国建筑装饰协会的统计，2018 年全国住宅装饰行业产值 2.04 万亿元，其中商品房精装修市场、改造性住宅装修市场、毛坯房装修市场产值分别为 8500 亿元、6900 亿、5000 亿元，同比分别增长 11.8%、15.0%、-9.1%，毛坯房装修市场增长陷于停滞，精装修与改造性装修市场占比呈现持续提升趋势，改造住宅装修市场增长最快，随着住房存量规模的迅速扩大，按照平均 7-10 年的再装修周期计算，预计未来改造性住宅市场有望继续扩大。从需求入口来看，存量和改造性住宅装修主要来源于二手房、租赁房、棚户改造、城镇旧房改造等，需求相对分散，装修建材企业对接该市场需求仍以经销渠道为主，市场需求潜力大，但对经销渠道服务和管理能力要求较高，有待建材企业进行市场拓展和挖掘。

图表 19: 精装修、毛坯房、改造性住宅装修产值同比变化情况



资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

图表 20: 精装修、毛坯房、改造性住宅装修产值占比变化情况



资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

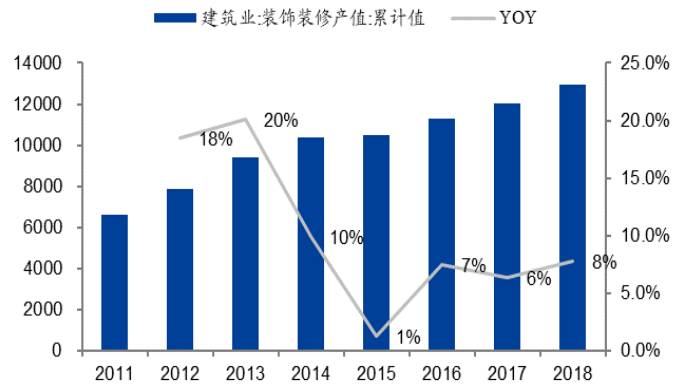
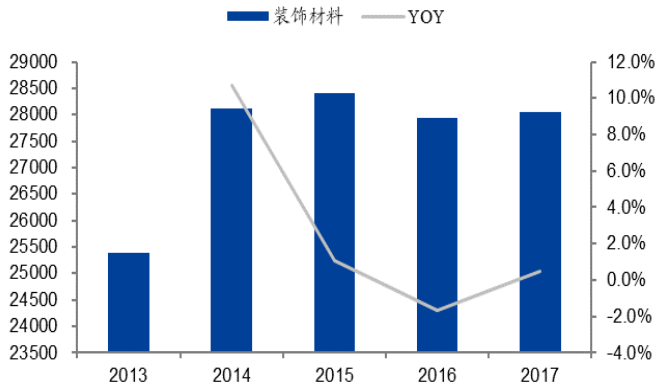
小 B 工程市场：市场空间大、体系效率为王

小 B 工程市场规模最大

作为建筑工程和装修环节必不可少的材料，装饰装修建材市场规模超过万亿，2018 年我们建筑业中装饰装修产值 1.29 万亿元，近年来保持个位数稳定增长态势；根据亿欧智库 2017 年中国家居建材产业研究报告，2016 年装饰材料市场规模接近 2.8 万亿元。巨大的市场规模为建材企业提供了发展的空间。

图表 21: 装饰材料市场规模变化 (亿元)

图表 22: 建筑业装饰装修产值变化 (亿元)



资料来源: 亿欧智库, 国盛证券研究所

资料来源: wind, 国盛证券研究所

渠道最为连接和沟通生产-消费的中介，是建材企业把握市场需求的通路。由于建材行业包含品类的多样性、产业环节的复杂性和终端需求差异性等因素影响，建材行业存在多样的渠道通路模式，简单进行渠道模式划分，可以分为直销和经销两种模式，针对需求或采购主体的不同，可以再划分为工程直销、工程经销、零售直销、零售经销四种渠道模式。

我们参考中国建筑装饰协会统计的建筑装饰行业产值及细分结构，对不同渠道场景进行了简单的划分。2018 年全国建筑装饰行业完成工程总产值 4.22 万亿元，其中公共建筑装饰装饰全年完成工程总产值 2.18 万亿元，占比为 51.7%；住宅装饰装修全年完成 2.04 万亿元，占比为 48.3%，而住宅装饰产值包括成品房精装修市场、改造性住宅装修市场、毛坯房装修市场，对应产值分别为 8500 亿元、6900 亿、5000 亿元，占总产值比例分别为 20.1%、16.4%和 11.8%。从采购主体结构对应的渠道市场来看，工程大 B 市场增长快速，工程小 B 市场规模最大。

- ✓ **工程大 B 市场，直销渠道为主：**采购主体主要是集采的房地产商和建筑商，如万科、碧桂园等地产商以及中国建筑、中国中铁等建筑总包方等，单体采购体量大。受到地产商集中度提升和全装修交付占比提升的影响，使得装饰需求的管控进一步向房地产商集中，以恒大和万科等为代表的住宅开发商采取“战略集采”模式，建材企业直接与地产等大客户主体发生采购和结算，工程直销市场快速扩张。
- ✓ **终端离散市场，零售经销为主：**采购主体主要为终端消费者，如新建的毛坯房或者二次装修采购主体，多是住宅终端业主，装修需求较为零散，建材企业通常通过经销商渠道对接终端需求，包括经销商开设零售门店、家居建材市场（家居建材超市或者卖场），经销商对接家装公司、整装公司等。随着精装房渗透率提升，毛坯房占比呈现下降趋势。
- ✓ **工程小 B 市场，经销渠道为主：**公共建筑、基础设施、公寓租赁房、旧改棚改等工程项目，装修需求主体多是企业、学校、医院、市政单位等，单体采购体量较大 B 主体少，但较终端个体需求相对较高。自主采购或者通过装饰施工分包公司，如装修公司、整装公司、家装公司等。由于项目需求相对分散，建材企业更多采用经销模式对接其市场需求。参考建筑装饰行业产值结构来看，工程小 B 所在的市场需求

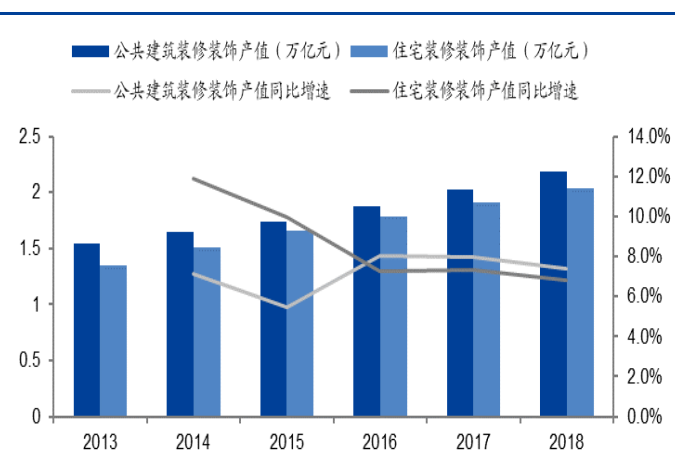
规模是最大的。

图表 23: 建筑装饰行业产值构成结构及对应需求采购主体

分类	需求采购主体	渠道模式	结构占比 (2018)
公建	公共建筑装饰	业主方、公装公司、专业分包等	工程经销为主
	成品房精装修	地产商、装修公司、专业分包等	工程直销为主
住宅	改造住宅	公装公司、家装公司、整装公司、业主等	工程经销为主
	毛坯房	家装公司、整装公司、业主等	零售经销为主 部分零售直销

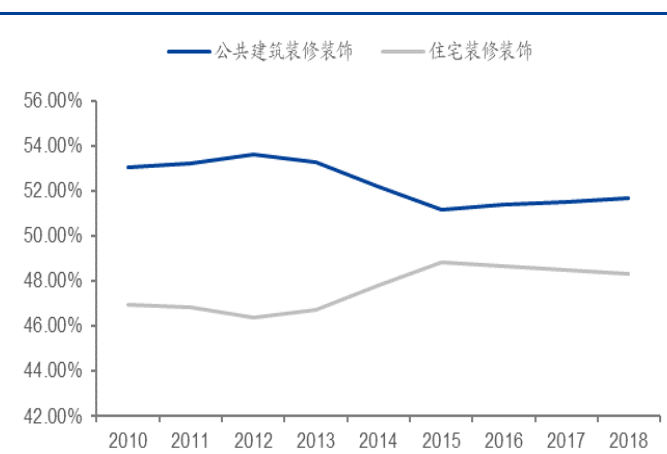
资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

图表 24: 公建筑装饰产值和住宅装饰产值变化



资料来源: 亿欧智库, 国盛证券研究所

图表 25: 公建筑装饰产值和住宅装饰产值占比变化



资料来源: 中国建筑装饰协会, 国盛证券研究所

工程市场 (to 小 B): 变化正在发生, 下沉市场大有可为

由于工程项目的区域差异性、需求主体的多样性等因素, 导致其对装修材料需求相对离散, 而受到建筑工程主体离散且存在不规范情况 (多层分包等情况) 等因素影响, 导致了相应装修材料供应市场化程度不高等问题。建材企业针对分散的工程市场, 普遍采用经销模式, 利用区域经销商在所在地的客户资源、信息和资金优势, 进行市场覆盖和材料销售。

图表 26: 不同渠道模式下客户对象的特征对比

渠道对象	零散程度	信息不对称程度	议价能力	市场化竞争程度	价格敏感度	品牌认可度
to 大 B	低	低	低	高	高	高
to 小 B	中	中	中	低	中	中
to C	高	高	高	高	低	高

资料来源: 国盛证券研究所

小 B 市场有望成为装修建材企业下一轮快速增长的来源。

参考建材各细分行业和上市公司发展情况来看, 多数公司同时采用上述多种渠道进行业务扩张和发展, 不同公司有不同的渠道侧重, 总的来看工程直销和零售经销这两种渠道模式占比相对较高, 也涌现出很多优秀的龙头企业。工程渠道 (to 小 B 市场) 因为市场化程度不高、客户相对分散、区域差异特征、不规范竞争等因素影响, 在建材企业不具

备与之相匹配的销售体系管控能力的情况下，渠道规模暂时没有发展起来。

图表 27: 不同渠道模式的优缺点

渠道模式	销售对象	优点	劣势
工程直销	to 大 B	单体客户需求量大，有规模效应、响应及时	大客户依赖、议价能力弱
工程经销	to 小 B	议价能力相对较强、现金流好	经销商项目价格、服务体系等方面管控难度大
零售经销	to C	品牌影响力、议价能力强、现金流好	经销商终端价格、门店等管控难度大

资料来源: 国盛证券研究所

我们认为，小 B 市场有望成为装修建材企业下一个份额提升的潜在着力点，从而实现持续的快速增长。

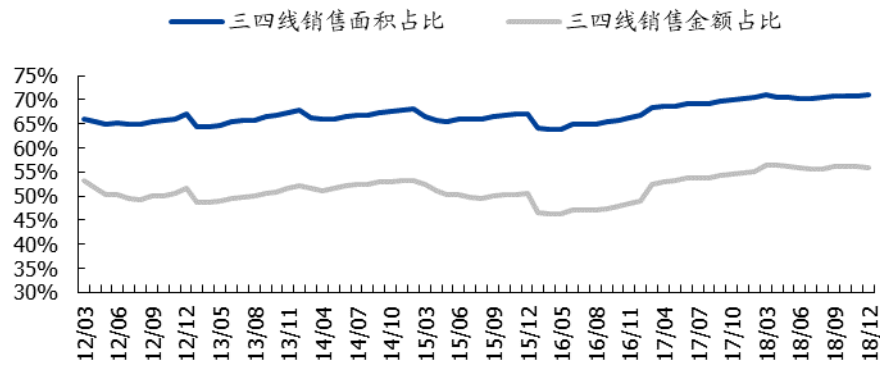
- ✓ **小 b 工程市场规模大:** 正如上文所指出的，参考建筑装饰行业产值结构和采购需求主体来看，工程市场需求规模是最大的，从结构上在拆分来看，以住宅精装修市场的大客户集采市场占比约为 2 成，而公建市场以小 b 工程为主体；而考虑到精装修和改造性装修市场中，小 b 工程项目仍有一定的比例。
- ✓ **地产直销市场，建材供应商面临现金流差、议价能力变弱的风险。** 集采直销市场需求增长快速，以工程业务为主的企业放量明显，借助直销模式快速提高了份额，但同时面临着地产大客户拉长账期以及大客户依赖带来的议价能力变弱的风险。而小 B 工程市场离散的特点，建材企业可以通过品牌、产品服务、渠道赋能等方式提高自身议价能力，业务扩张同时保持良好的盈利空间和现金流水平。
- ✓ **小 b 工程市场采购主体有集中度提升趋势:** 尽管采购主体整体来看仍然较为离散，但部分需求主体在环保政策趋严、营改增税收规范等因素影响下呈现集中趋势，如采购占比较高的装修公司。根据中国建筑装饰协会统计，装饰市场的企业数量近年来表现出稳定的减少趋势，从 2011 年的 14.5 万家减少到 2018 年的 12.5 万家，7 年共有 2 万家企业退出了市场，以承接散户装修的低资质小企业为主，而同时中高端企业份额在提升。
- ✓ **建筑工程市场整体规范程度和营商环境也有提高、改善态势:** 国办发 2017 年发文《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，推动建筑营商环境改善；此前财政部对人大代表提出的《关于在政府采购中建立最优品质中标制度的建议》给予了明确答复：将调整最低价优先的交易规则，研究取消最低价中标的规定，取消综合评分法中价格权重的规定，按照高质量发展的工作要求着力推进优质优价采购。

三四线下沉市场大有可为，多个优秀企业已有先发布局

在工程小 B 市场中，从区域市场划分来看，我们认为三四城市所在的下沉市场，是建材企业要成长成为大公司的长远目标市场。

- ✓ **一二线市场竞争压力大，份额提升边际成本高。** 一二线城市所在的区域市场，由于人口密度、经济发展水平、城市化建设水平相对较高，使得项目需求相对集中、单体项目体量大、市场化竞争程度高，对于企业来说，一二线城市渠道销售的规模效应相对明显，且品牌标杆示范作用也比较明显，是企业竞争的核心市场。同时也导致了企业或者品牌间竞争较为激烈，特别是近年来一二线城市外来人口流入速度、地产销售增长有所放缓的情况下，竞争压力明显增加。
- ✓ **三四线下沉市场空间大，B 端客户消费需求升级也在发生。** 三四线市场拥有更大的人口基数规模，城镇化水平持续提高、人口再聚集等因素影响，使得三四线城市为装修建材提供了更大的市场空间。2018 年全国三四线城市地产销售面积占比达到 79%，且近年来呈现出提升的趋势。同时，随着地产后效应、人均可支配收入增加，消费升级趋势也较为明显，特别是微信等互联网工具的快速发展，使得消费信息传递速度明显加快，B 端客户在终端需求消费升级、工程市场规范程度提高等因素影响下，也在发生消费升级，这也为装修材料各头部企业和品牌提供了有利的市场空间和竞争环境。

图表 28: 三四线城市销售占比持续提升



资料来源: wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

下沉对渠道管控提出更高要求, 具备较强体系建设能力的企业有望获取先发优势。由于下沉市场需求相对一二线市场更加分散, 单体项目规模效应不明显, 同时受限于地域、产能、物流、供应链、销售通路等因素, 在下沉市场对小 B 客户的销售服务是相对低效率的, 因此对企业在整体管控体系的要求上要更高, 包括内部管理、客户管理、渠道管理(如经销商管控)等多方面。因此, 拓展下沉市场往往需要企业在生产、销售渠道、客户服务、供应链等方面进行先期投入, 且往往会在初期面临效率和效益不高的情况。

下沉的方式决定了渠道粘性, 直销把渠道内化从而粘性最强。对经销方式来说, 渠道粘性的决定性因素由返点大小逐渐转向厂家对于经销商赋能提升的作用大小。

我们认为, 对于下沉市场的拓展, 具备高水平管控体系和持续投入布局能力的企业, 有望实现先发优势, 在获取优质经销商和客户资源的基础上, 通过管控效率的提升, 增加在产品和服务等方面的竞争优势, 进而实现份额的持续扩张。目前装修建材行业上市公司中, 中国联塑、东方雨虹、坚朗五金等龙头企业, 利用上市平台和在一二线市场建立起的规模、渠道、供应链、管控体系等方面的优势, 积极投入布局三四线小 B 下沉市场, 效果有望显现, 成长空间有望进一步打开。

品类扩展: 多元业务的横向战略成为方向

回顾工程消费建材板块多个上市公司的发展, 多家企业通过发挥成本优势或差异化能力, 不断打造核心竞争优势, 竞争突围成长为行业龙头, 并给二级市场带来丰厚的投资回报。随着经济、技术以及竞争的发展推动, 能够识别和挖掘产业链中的业务关联, 并且在实际经营活动中有降低成本或者加强差异化能力的企业, 其竞争优势往往会得到改善和加强。横向战略也成为获取持续竞争优势的战略方向。1) 寻求并重视竞争优势的改善。在行业总量规模快速增长时期, 单个的业务品类扩张是企业寻求快速增长的有力手段, 但在行业增长相对缓慢或者竞争更加激烈的背景之下, 强调竞争优势的企业会发掘和推动具备业务关联的多元业务战略发展。2) 技术的发展和不断创新使得多元业务关联更加容易实现, 如信息技术的发展使得自动化系统的发展并在多个相关业务间共享并帮助重新构建渠道和销售体系, 同时技术带来共享的同时也降低了不同业务活动协同的费用和成本, 业务关联活动的灵活性更加容易实现。

如果不同业务间的共享活动降低了成本或者增强了差异化, 将会带来竞争优势; 而如果共享产生的收益高于成本且竞争对手难以跟进, 多元业务会带来具有持续性的竞争优势。

图表 29: 不同业务单元间的关联类型

分类	内容
有形业务关联	核心是价值链活动的共享: 采购、生产、技术、市场、基础设施等多个价值链环节; 如共同的客户、共享销售渠道等。
无形业务关联	管理经验、技能及技术的共享与转化等; 如生产管理、品牌形象塑造、营销等方面的经验转化等。

资料来源: 迈克尔波特《竞争优势》、国盛证券研究所

装修建材板块, 多家已在自身所在细分行业建立起龙头地位和竞争优势的企业, 在份额提升的同时, 也在进行新业务品类的拓展, 希望通过主业已建立起的品牌、渠道、客户资源等优势共享, 扩充相关联的业务品类来进一步拓展市场增量和加强自身竞争优势。目前坚朗五金、伟星新材、东方雨虹、北新建材等龙头企业均在通过新设立或者外延并购等方式, 进行新品类扩张和培育尝试探索。装修建材细分品类较多且市场容量大, 竞争分散且尚未形成具有多品类集成供应的龙头企业; 同时, 众多品类在渠道销售、客户资源等方面具有较强的业务关联和共享条件。

图表 30: 消费建材上市公司多元化业务战略

公司	主业产品	业务扩充
坚朗五金	建筑五金: 门窗门控五金、幕墙构配件、护栏等	智能家居、卫浴及精装房五金、建筑配套产品
东方雨虹	防水材料: 防水卷材、防水涂料	建筑涂料、保温材料、砂浆等
伟星新材	塑料管材: PPR、PE、PVC 等	防水涂料、净水器
北新建材	石膏板	防水材料、轻钢龙骨、涂料
三棵树	建筑涂料	防水材料
兔宝宝	环保板材	定制橱柜衣柜
惠达卫浴	陶瓷卫浴	整装卫浴、智能卫浴

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

参考国外龙头企业发展经验以及国内行业发展阶段, 我们认为多元化业务扩张是龙头企业未来向做大做强发展战略的重要方向。很多公司会进行多品类的扩张尝试, 往往在面临着在原有主导优势业务增长有压力、份额扩张边际成本明显增加以及业务市场空间相对较小等情况; 而对于制造端成本差异不大的装修建材行业来说, 品类扩张的壁垒更多在于品牌和渠道, 需要时间和资源的积累。

从目前行业发展阶段来看, 我们认为当前多个龙头企业进行多品类扩张, 更多的是在主业基础上进行的业务培育和补充, 从经营和竞争的角度来看, 新品类扩张要实现规模上的突破和获取长远的目标市场空间, 更多的机会来自于下沉市场: 在未来进入存量市场阶段后, 避开一二线市场相对充分的份额竞争, 利用已有管理、客户资源、资金等优势, 挤压三四线企业市场份额是持续长远的发展路径, 而三四线竞争对手主要在下沉市场。

投资策略

投资建议

结合上文论述，建议参考以下三条主线精选个股：

- ✓ 1) 房地产市场中长期回归合理规模，除了已在快速集中的大 B 工程市场，仍旧分散的工程小 b 市场提供了更长远的份额提升来源。我们已经看到一些龙头企业尝试在下沉工程市场中构建优质渠道和客户资源、优秀管控体系等竞争优势，并且开始获得回报，**重点推荐坚朗五金、东方雨虹。**
- ✓ 2) 地产集采的工程大 B 市场仍在快速增长。布局工程赛道且自身具备杠杆空间的公司有望持续快速增长。**推荐估值和增长较为匹配的帝欧家居、蒙娜丽莎、凯伦股份、惠达卫浴、科顺股份、兔宝宝等。**
- ✓ 3) 管理优秀的龙头企业开始尝试进入相关品类，共享渠道、信息、品牌、管理等平台资源，在主业仍有一定增长空间的基础上，实现增量拓展。**推荐北新建材、伟星新材。**

图表 31: 重点公司盈利预测及估值情况

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002791	坚朗五金	买入	0.54	1.03	1.54	2.17	53.41	28.00	18.73	13.29
002271	东方雨虹	买入	1.01	1.39	1.75	2.21	23.54	17.11	13.59	10.76
002918	蒙娜丽莎	买入	1.53	1.09	1.43	1.85	11.52	16.17	12.33	9.53
002798	帝欧家居	买入	1.01	1.49	1.97	2.56	22.85	15.49	11.72	9.02
603385	惠达卫浴	买入	0.65	0.81	0.97	1.17	17.97	14.42	12.04	9.98
300715	凯伦股份	买入	0.50	0.90	1.83	2.97	46.60	25.89	12.73	7.85
002372	伟星新材	增持	0.62	0.64	0.71	0.79	20.24	19.46	17.69	15.80
000786	北新建材	买入	1.46	0.25	1.66	1.83	15.90	92.84	13.98	12.71

资料来源: wind, 国盛证券研究所; 股价选取 2019 年 12 月 19 日收盘价

重点个股推荐

坚朗五金: 人均创收曲线上翘, 规模效应、业绩弹性持续显现

- ✓ 公司近年来围绕建筑配套件集成化供应方向，通过品牌、客户资源、销售渠道以及生产能力的共享，加大销售渠道投入和品类扩张，初步形成了以建筑门窗幕墙五金为核心的建筑五金集成供应商的战略布局。**通过渠道+服务+管理构建竞争优势:**
 - 1) “坚朗”是国内门窗五金第一品牌，收入规模也远超其他竞争对手。
 - 2) 通过自建领先完善的直销渠道，向客户提供一站式的采购和技术服务。销售团队超过 4200 人，销售网络覆盖了国内所有一线城市和重点二三线城市市场。
 - 3) 长期服务关系可以帮助公司深度发掘客户需求潜力，新品类与现有模式存在互补和高度协同，共享销售和渠道。
 - 4) 全国设立了 30 多个中转仓，提高交付和售后效率。
 - 5) 全业务流程数字化，优化管理，提高效率，扩张管理边界。
- ✓ 随着公司多品类逐渐培育成熟和渠道投入趋于平稳，集成供应的规模效应和协同效应逐渐释放，收入增速已连续多个季度上台阶，销售人均产值提升之下，利润率回升趋势较为明确，业绩弹性已经显现；同时新品类扩充和市场拓展模式也已初步明确，未来多品拓展有望不断放量。
- ✓ **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、新业务拓展带来的风险

东方雨虹：架构和战略升级寻模式变革，期待经营质量持续改善

- ✓ **扩产能、拓渠道、多品类，防水龙头延续高增长。**公司是国内防水行业龙头，2017年营收规模突破100亿，上市10年以来营收和净利润实现高速增长，2008-2017年复合增长率分别为35%和45%。行业整体需求预计平稳增长，而地产商集中度提升和集采模式使得业务门槛提高，同时环保趋严加速中小产能退出，行业集中度有望加快提升，雨虹有望明显受益。公司已形成了覆盖全国的多层次营销网络和完善产能布局，未来公司将借助上市平台优势，巩固行业龙头地位，通过产能扩张、合伙人渠道拓展、品类延伸等策略，延续快速增长，加速份额提升。
- ✓ **组织架构调整和战略升级，期待经营质量持续改善。**公司在18年四季度进行了战略升级和组织架构调整，并相应进行了相关人事调整，在继续强化自身核心竞争优势的同时寻求模式变革，经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”，追求更加可持续、高质量的健康发展；此前发布了第三期股权激励方案，覆盖对象范围广，有利于激发团队动力，业绩考核目标2020-2023年净利润年均复合增长20%，彰显了发展信心。同时培育及打造新型业务板块，努力实现从“防水系统服务商”到“建筑建材系统服务商”的转型，多品类战略开始展露头角。
- ✓ **风险提示：**下游房地产行业的宏观调控政策和行业波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险、应收账款风险。

帝欧家居：瓷砖工程直销龙头，扩张动能强

- ✓ **瓷砖市场规模超4000亿，B端集采加速品牌集中提升趋势。**瓷砖需求保持平稳，年产量保持100亿水平，2017年规模以上建陶企业收入4163亿元。“大行业、小公司”特征明显，一线品牌企业市占率不足1%。近年来消费升级趋势下中高端份额提升，地产客户集中度提升趋势下战略集采模式提高供应门槛，同时环保趋严下中小企业加速退出（17年退出183家，占比12.6%；18年退出137家，占比10.8%），中高端瓷砖企业受益，品牌集中度提升趋势明显。
- ✓ **欧神诺：资金+产能+渠道扩张动能强。**广西生产基地投产带来产能保障，同时零售端经销商和门店布局快速推进，上市公司的融资优势、产能扩张和客户拓展有望驱动快速成长。**1) 工程渠道：直销业务优势明显，量扩降本增利，势头强劲。**欧神诺较早采取自营直销模式，在与万科、碧桂园等地产大客户长期合作中，形成了较强的产品供应、品质管控、供应链服务等直销业务能力。目前公司在前20强地产商客户业务占比仍然较低，未来在地产商集中度提升趋势下，已有地产客户的合作份额为公司快速增长提供保障，同时拓展新客户，工程渠道有望保持高速增长。同时工程采购将带动产品结构改善，品类集中带来规模效应，盈利能力望同步提升。**2) 经销渠道：渠道下沉，赋能经销商拓展小B市场。**经销端近年来渠道下沉增加覆盖布点，2018年前后基本完成一二线城市布局，未来拓展主要三四五线市场，2019年中全国经销商超800家，较2017年末翻倍增长；同时赋能经销商培育拓展小B市场业务，针对供应链、服务、金融方面提供支持，推动经销工程市场快速拓展。
- ✓ **风险提示：**需求大幅下滑、客户拓展不及预期、原材料价格波动风险等。

蒙娜丽莎：零售工程并举，助力加快成长

- ✓ **经销和工程双渠道驱动成长加速，产品&制造高端化打造竞争力。****1) 拓展地产大客户，工程业务有望快速增长。**公司在保持与万科、保利、碧桂园等头部地产商合作的同时，积极开拓前50强地产大客户，工程渠道有望实现快速增长。**2) 经销端推进渠道下沉，优化销售网络。**公司持续坚持经销网络下沉，在已有超过3000多家专卖店基础上，加大县镇级市场的建设步伐，同时在店面改造、渠道优化方面不断升级，提高单店增长能力。**3) 陶瓷薄板产品先发优势明显，市场开发有望加快：**公司是国内陶瓷薄板领跑者，在技术工艺、研发生产等方面优势明显，近几年陶瓷薄板/薄砖营业收入、产销率不断提升，随着市场需求的进一步开发，陶瓷薄板销售有望得到进一步提升。**4) 新增产能投放为持续扩张提供保障。**投资新建藤县生产基地，新增10条产线、7200万平产能，进一步提高供应效率、产能配套效率，为规模扩张提供产能保障。

- ✓ 蒙娜丽莎作为国内中高端建筑陶瓷领域龙头企业，具有较高的品牌知名度和产品创新竞争力，受益行业和地产客户集中度提升，零售渠道和工程渠道并举带来规模持续增长，未来有望在品牌优势、产能扩张和上市平台融资优势等驱动下进一步扩大市场份额，业绩增长有望加快。
- ✓ **风险提示：**房地产行业波动的风险、环保监管的风险、原材料价格波动的风险、市场竞争风险。

凯伦股份：高分子防水材料新秀，差异化竞争突围

- ✓ **依托产品技术优势，差异化竞争助力快速成长。1) 产品：高分子防水材料作为核心产品，技术国内领先。**公司与苏州防水研究院合作组建技术研发中心，率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题，成功开发出 MBP 高分子自粘胶膜防水卷材、MPU 白色聚氨酯防水涂料等创新性产品并实现了量产，在该细分市场领域取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势。**2) 销售：工程集采渠道放量增长，经销渠道加快渗透布局。**公司借助上市平台优势，聚焦地产大客户特别是百强地产，相继与多家头部房企签订战略合作，工程集采销售快速放量；同时经销渠道加快区域扩张力度，扩充经销商数量和渠道下沉进一步完善销售网络布局。**3) 产能：完善生产布局、加大产能投放。**公司新建黄冈、南充生产基地，同时扩充苏州高分子产线，预计新增沥青防水卷材 4000 万平/年、高分子防水卷材 1300 万平/年，随着产线陆续投产，产能布局得到进一步优化，为规模扩张提供产能保障，市场份额和竞争力将进一步提高。
- ✓ 公司在高分子防水卷材和聚氨酯涂料产品上积累并形成了行业领先的技术优势和品牌影响力，通过精准的市场定位和差异化的产品迅速打开了市场。随着新生产基地建成，公司将在全国逐渐形成四大基地布局，通过渠道扩张，特别是地产集采业务快速放量，不断拓展市场份额，规模和业绩有望实现快速成长。
- ✓ **风险提示：**市场需求波动风险、应收账款增加的风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险。

惠达卫浴：拓展工程业务，布局智能和整装卫浴

- ✓ **1) 全渠道营销，渠道下沉和 B 端大客户拓展是重要方向。**公司拥有线上线下结合的全渠道营销体系，涵盖标准专卖店、KA 卖场、电商渠道、工程渠道、互联网家装及异业联盟等多重渠道，并远销海外市场；惠达品牌专卖店超过 2900 家，县级城市覆盖率超过 70%。在“厕所革命”政策支持和地产大客户集中采购趋势之下，公司未来将继续通过渠道下沉、地产大客户拓展等方式继续提升市场份额。**2) 加码布局整体化和智能化方向：**公司顺应行业发展趋势和政策方向，成立惠米科技和惠达住工，加码布局智能卫浴和整装卫浴，打造中国整装卫浴领军企业，产能已在建设中并有望于今年落地投产，新业务有望助力公司实现快速增长。
- ✓ 公司深耕卫浴超过 30 多年，“惠达”品牌已具备较高的市场知名度。上市后加快全渠道营销布局和产能建设，经销端门店升级同时积极渠道下沉覆盖空白区域，工程端重点开拓地产大客户效果显著，产能积极投放保障规模扩张。智能和整装卫浴开拓新市场空间，助力长远发展。
- ✓ **风险提示：**房地产行业波动的风险、市场竞争风险、汇率风险、反倾销风险。

图表 32: 装修建材工程类公司收入增速和资产负债率情况对比

股票名称	收入增速			资产负债率		
	2017A	2018A	2019/9/30	2017A	2018A	2019/9/30
三棵树	34%	37%	67%	46%	58%	67%
凯伦股份	47%	57%	66%	43%	52%	63%
亚士创能	26%	23%	52%	38%	48%	56%
东方雨虹	47%	36%	39%	48%	59%	55%
帝欧家居	25%	47%	29%	17%	44%	46%
科顺股份	38%	52%	65%	43%	41%	46%
蒙娜丽莎	24%	11%	17%	37%	42%	45%
永高股份	21%	17%	18%	42%	46%	43%
坚朗五金	17%	21%	32%	22%	29%	41%
惠达卫浴	21%	6%	8%	23%	25%	28%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

风险提示

下游基建及房地产行业波动风险

行业与房地产、基建工程、家居装饰装修具有密切的相关性，其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况，若市场景气度不佳或未达预期，将会导致经营受到不利影响的风险。

行业竞争风险

多个细分行业市场化程度较高，市场集中度较低，中小企业同质化竞争、采取价格战等方式争夺市场份额，在一定程度上对品牌企业形成冲击和影响。行业内公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

原材料价格大幅波动风险

原材料市场价格出现较大幅度波动，成本控制将承受压力，盈利水平可能受到一定影响。

应收账款风险

下游客户主要为地产商、工程商的企业，未来存在因应收账款发生坏账影响公司经营业绩的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com