

集中度提升趋势下看好消费建材企业成长性

——2021年下半年建筑材料行业策略报告之一

2021年07月06日

看好/维持

建筑材料

行业报告

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：010-66554042	邮箱：hanyu_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070045

投资摘要：

消费建材是指人们为追求居住舒适环境而选择性消费的建筑材料，而非房屋建设的主体结构材料，属于可选消费品的范畴。消费建材用于房屋的装修，使用量和房屋的竣工面积相关。

中国消费建材需求长期总趋势向好。中国的城镇化率水平较发达国家还很低，仍处于快速提升阶段，城镇化带来新建房屋的竣工，新建房屋装修带来消费建材的需求释放。在未来城镇化后期消费建材需求的稳定增长，收入的提升带来消费能力的提升，消费升级带来的消费建材价值额的提升。中国存量房正在陆续进入二次装修周期，一些大城市二手房交易量已经超过新房，城镇老旧小区改造新开工数提升较大，存量房需求的释放成为消费建材需求向上的基石，增量和存量的驱动消费建材需求长期向上。

2021年中国消费建材需求处集中释放阶段。2016年以来地产销售面积和竣工面积的剪刀差不断扩大，这些地产销售的面积逐步会进入陆续释放的竣工和交房阶段，拉动消费建材需求，2021年新房的消费建材需求将继续进入集中释放阶段。随着疫情控制改善，渠道恢复正常；中国经济率先恢复下收入的提升带来消费建材消费能力的提升，2021年消费建材需求也会进入到集中释放阶段。

消费建材经销模式优势突出，具备长期稳定增长特质。经销模式企业下游为不强势的小企业、装修公司和分散的终端消费群体，产业链地位较高，定价能力强。并且经销模式回款快且总体需求稳定性强。对于产品品质识别能力弱的下游客户，经销模式的品质影响力更强。经销模式具备长期持续稳定增长企业的特质。疫情控制有序后，经销模式企业开始进入需求恢复和改善阶段。精装房占比低，存量房需求稳定保证消费建材经销模式的长期增长的稳定性。

建材集中度提升趋势下看好消费建材的优秀和龙头公司。随着中国经济向绿色和高质量发展，“碳达峰”和“碳中和”要求下，需求增速下降，供给结构进一步优化，传统建材行业处于集中度提升阶段，优秀和龙头公司在市占率提升的赛道中强者恒强。像产品和渠道为基打造PPR核心业务圆的伟星新材、双模式和务实经营的蒙娜丽莎、石膏板龙头和防水后起之秀北新建材以及龙头地位稳固稳定成长进入收获期的东方雨虹等公司的长期成长性确定值得关注。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E		
伟星新材	0.75	0.87	1.01	1.11	27	23	20	18	8.76	强烈推荐
北新建材	1.69	2.32	2.88	3.61	22	16	13	10	4.00	强烈推荐
蒙娜丽莎	1.39	1.97	2.47	3.09	21	15	12	10	3.45	强烈推荐
东方雨虹	1.44	1.75	2.12	2.66	37	30	25	20	4.50	强烈推荐
旗滨集团	0.68	1.79	2.07	2.45	29	11	9	8	5.15	强烈推荐
中国巨石	0.69	1.42	1.61	1.8	21	10	9	8	3.45	强烈推荐
长海股份	0.66	1.22	1.53	1.97	25	14	11	9	2.29	强烈推荐
海螺水泥	6.63	7.15	7.45	7.6	6	6	5	5	1.37	强烈推荐
垒知集团	0.52	0.73	0.87	1.07	14	10	8	7	1.62	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 消费建材使用量和房屋的竣工面积成正比	4
2. 长期看中国消费建材的需求趋势向上	4
2.1 城镇化继续推进驱动消费建材需求新增量	4
2.2 城镇化后期，收入增长和消费升级推动建材需求稳定且长期趋势向好	5
2.3 中国巨大的存量房是消费建材需求长期稳定的基石	6
3. 阶段性看消费建材需求正处于集中释放阶段	7
3.1 销售和竣工面积剪刀差依然很大	7
3.2 疫情控制改善后，经济恢复带动消费建材需求提升	8
4. 经销模式消费建材抗风险和持续增长能力强	9
4.1 经销模式产业链地位高	9
4.2 短期政策有利经销模式且长期需求空间稳定	10
5. 优秀和龙头市占率提升，强者恒强	10
5.1 传统建材行业正处于集中度提升阶段	10
5.2 看好消费建材公司优秀和龙头公司的成长性	12
相关报告汇总	16

插图目录

图 1： 消费建材在房屋装修中的使用情况	4
图 2： 中国、日本和美国城镇化率	5
图 3： 美日住宅新开工历年变化	5
图 4： 美日消费类建材销售额变化	5
图 5： 美日年可支配收入变化	5
图 6： 中国居民居住消费支出占比变化	6
图 7： 中国城镇居民年度人均收入	6
图 8： 中国城镇存量住宅面积	7
图 9： 北京二手房和商品房成交面积对比	7
图 10： 上海二手房和商品房成交面积对比	7
图 11： 深圳二手房和商品房成交面积对比	7
图 12： 地产销售面积和竣工面积剪刀差	8
图 13： 中国房地产销售面积和增速	8
图 14： 疫情改善后消费建材需求恢复情况	8
图 15： 疫情改善后城镇居民人均收入实际同比	8
图 16： 经销和直销模式业务公司的特点分析	9
图 17： 中国建筑及装潢材料零售额（亿元）	10
图 18： 中国精装房渗透率变化	10
图 19： 行业集中度提升的驱动力	11
图 20： 水泥行业集中度变化	11

图 21： 防水材料集中度变化	11
图 22： 减水剂行业集中度变化	12
图 23： 瓷砖行业集中度变化	12

1. 消费建材使用量和房屋的竣工面积成正比

消费性建筑材料是指用于房屋装饰装修用的建筑材料。这些建筑材料不是房屋建设时的主体建筑材料，而是为了居住舒适而进行装修装饰使用的材料，有着相对住宅使用寿命较短的消耗磨损期和更换周期的建筑材料，包括瓷砖、地板、板材、涂料、装修用管材等。消费建材的使用是追求舒适居住环境和生活使用建筑材料，在使用一定的时间周期后需要更新和更换，二次装修的时间一般是 8-10 年或者在二手房购买后进行装修，属于可选消费品的范畴。

消费建材用于房屋的装修，使用量和房屋的面积成正比。消费建材是用于房屋装修用的建筑材料，在房屋竣工后毛坯房需要用消费建材进行装修，使用到像瓷砖、供水管、防水涂料、墙漆、地板等。比如房屋厨卫地面和墙面都需要铺贴瓷砖，卧室和客厅地面铺贴瓷砖和地板等；像墙漆则需要墙面和屋顶都需要去刷涂等。比如像装修供水管则需要根据水路的改造情况进行使用。一些玻璃用于窗户和幕墙、家具家电和装饰等。防水涂料则一般在装修中一般用于卫生间、厨房和阳台等。石膏板则用于屋顶的吊顶和隔墙等，也就是房屋的内部地面和前部的面积和消费建材的使用量成正比。特别是当前在“房住不炒”的政策下，空置毛坯房的情况会越来越少，所以房屋的竣工面积会带来更多的消费建材需求。

图1：消费建材在房屋装修中的使用情况



资料来源：东兴证券研究所

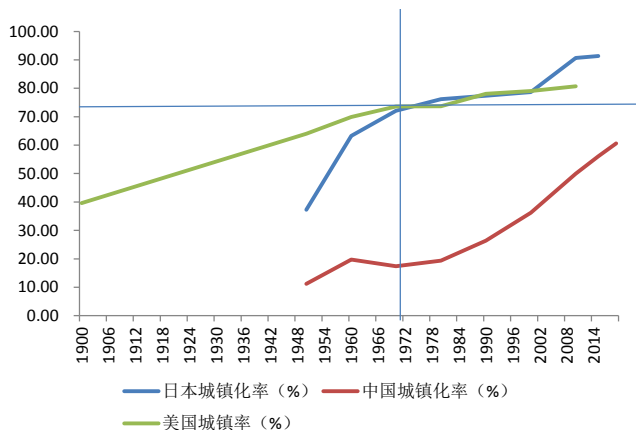
2. 长期看中国消费建材的需求趋势向上

2.1 城镇化继续推进驱动消费建材需求新增量

中国城镇化率仍处较快提升阶段。根据 2020 年最新人口普查结果：中国城镇居住人口占比为 63.89%，较 2010 年提高 14.21 个百分点。但相比较发达国家的稳定发展阶段还有一定的差距，像美国城镇化率 2010 年已达到 80.73%，日本 2015 年城镇化率达到 91.38%。从美日发达国家的城镇化率的发展进程看，在城镇化率低于 75% 的阶段是城镇化的快速发展阶段。中国的城镇化率仍然较低，按照当前的发展速度也要 10 年左右的时间才能达到发达国家城镇化水平慢增长的拐点，中国城镇化正处于较高速度的推进阶段。

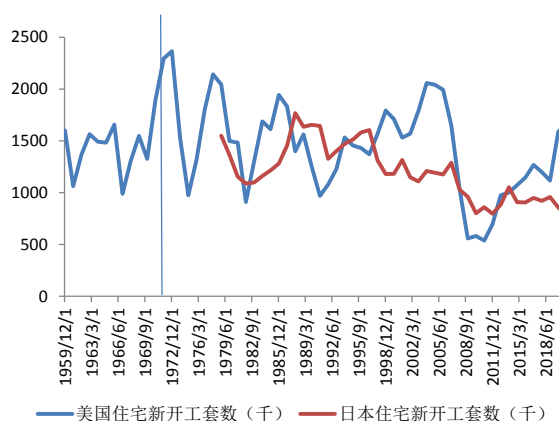
城镇化过程就是新建房屋竣工释放的过程。从美日的住宅新开工数据可以看到，在城镇化率达到 75%之前，甚至在 75%之后的情况下住宅新开工套数依然保持较稳定的水平。中国当前的城镇化率水平依然不高，城镇化水平的提升将带来的增量建筑房屋的竣工释放。

图2：中国、日本和美国城镇化率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：美日住宅新开工历年变化



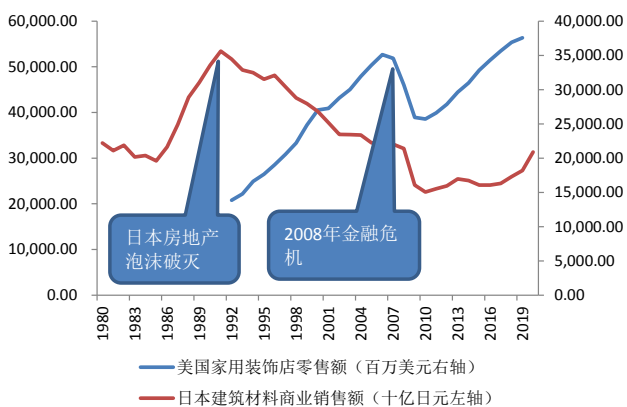
资料来源：wind，东兴证券研究所

中国城镇化加速阶段带来消费建材需求新增量。在城镇化的过程当中，随着新建房屋的竣工，对于增量建筑房屋的装修必然会带来消费建材的增量需求提升。中国的城镇化处于快速提升的阶段，中国消费建材的增量需求仍处于向好的趋势当中。

2.2 城镇化后期，收入增长和消费升级推动建材需求稳定且长期趋势向好

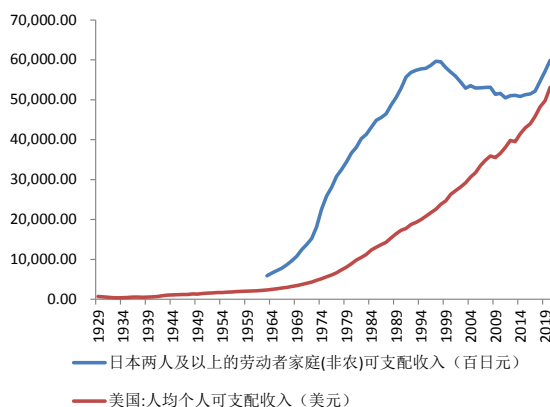
城镇化后期，除危机影响外消费类建材需求总体保持增长的势头。在发达国家在城镇化率超过 75%以后的 20 世纪 90 年代中，消费建材需求除了经济危机有负面的影响，依然总体保持向上。在美国，除了 2008 年金融危机阶段出现了阶段性的下滑，总体销售额始终保持向上。

图4：美日消费类建材销售额变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：美日年可支配收入变化

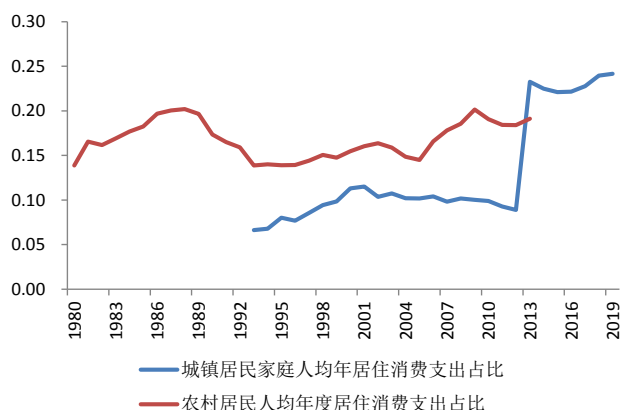


资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

日本房地产的新房和二手房都是装修后出售的比例大，随着日本存量房占比提升，消费建材在建筑材料的占比也会越来越高。所以，通过建筑材料的情况也可以间接地看出消费建材在日本的趋势和状况，建筑材料的情况也可以代表消费建材的趋势。可以看到，日本在1990年的房地产泡沫破灭之前建筑材料的零售额总体保持向上势头。虽然在1990年房地产泡沫破灭之后的20年时间里建筑材料需求额处于持续下降当中，但在过20年后的2010年又开始持续改善向上。在城镇化后期消费建材需求的提升主要来自于人均可支配收入的提升和消费升级。

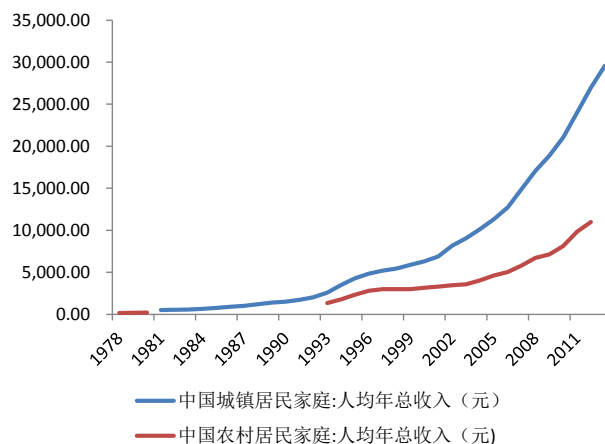
人均可支配收入增长在城镇化后期推动消费建材需求提升。消费类建材属于可选消费品种，居住需要是人们的基本需要，随着人均可支配收入水平的提升，消费能力随之提升，人们也愿意在消费建材上多一些支出去获得更舒适的居住环境。从日本人均可支配收入情况看，除了因为房地产泡沫破灭导致人均可支配收入出现阶段性下降外，随着经济的发展日本人均可支配收入总体是持续向上的态势，日本建筑材料的销售额和收入呈现很高的相关性。美国除了2008年金融危机的阶段外，人均可支配收入和家用装饰店销售额呈现高度的相关性。在中国，居民居住的消费支出占比一直处于不断地提升过程当中。

图6：中国居民居住消费支出占比变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：中国城镇居民年度人均收入



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

消费升级在城镇化后期推动消费建材需求长期提升。收入的提升后消费升级成为必然，人们对美好生活的向往，对于室内居住环境的品质和舒适性需求提升，带来消费建材的消费升级。消费升级使得消费者对装修材料要求更环保、质量要求更高以及样式要求更新等，高品质的产品要求提升消费建材的单品价格，提升消费建材总需求。

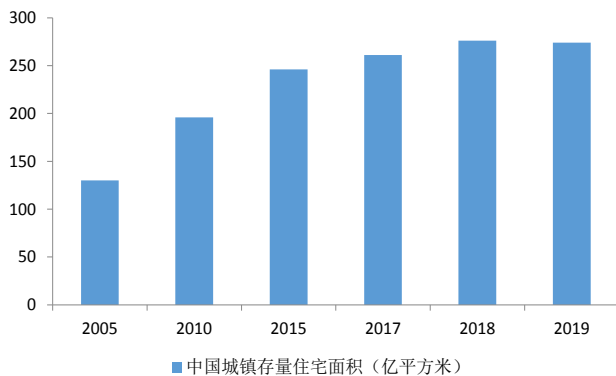
2.3 中国巨大的存量房是消费建材需求长期稳定的基石

存量房消费建材的需求进入稳定释放阶段。中国房地产从1999年房改之后，房地产行业进入快速发展阶段。中国存量房面积在2020年末可能超过300亿平方米，中国的消费建材市场正在进入到存量房的时代。从北京、上海和深圳等一、二线城市二手房交易套数和交易面积占比甚至大大超过新房。2020年北京二手房交易面积是新房面积的1.35倍，深圳是1.46倍，广州在2016年二手房交易面积超过了新房交易面积。二手房交易后的装修带来消费建材需求。

2021年政府工作报告提出新开工城镇老旧小区改造5.3万个较2020年的3.9万个同比增长35.9%。随着中国地产行业进入稳定发展时代以及从建筑装修的周期看，中国存量房的消费建材需求正在逐步释放。

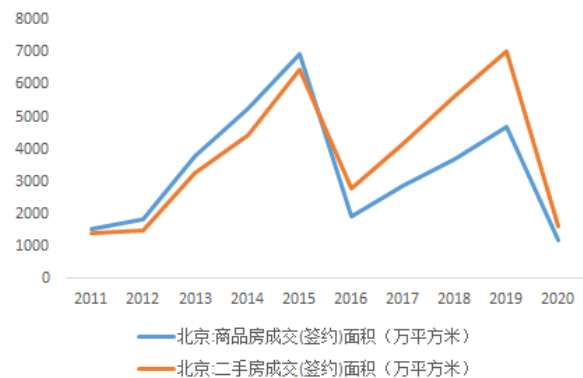
存量房消费建材需求长期将接力增量需求的下降，随消费水平提升空间逐渐扩大。在城镇化达到稳定水平后，新建房屋的消费建材需求增速将会逐渐下降，甚至需求收缩。但存量房的二次装修以及修缮等带来的消费建材需求将保持稳定的释放，在新增量需求下降时去接力，成为需求的稳定基石，保证消费建材需求的稳定和巨大的需求量。同时加上消费升级的情况下，在保证量的基础上也会有价的提升，带来消费建材需求空间的扩大。所以，对于消费建材的需求我们不用担心像有些工业品一样长期的需求空间是一个收缩的态势。在存量房托底的情况下，消费建材的需求更多是在在需求波动后会处于一个相对稳定的波动水平。

图8：中国城镇存量住宅面积



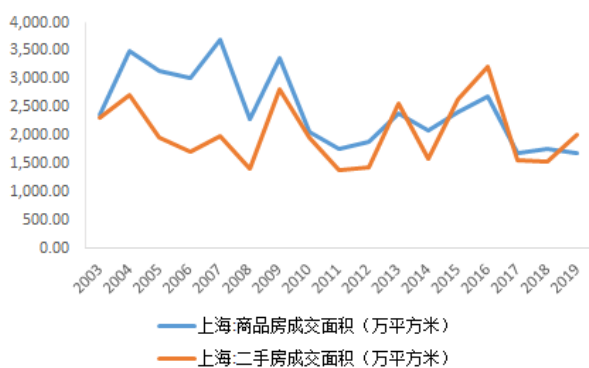
资料来源：wind，东兴证券研究所

图9：北京二手房和商品房成交面积对比



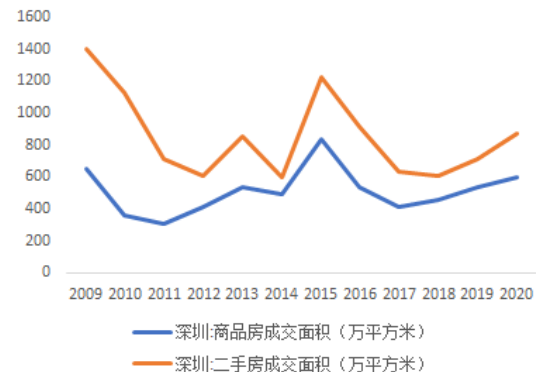
资料来源：wind，东兴证券研究所

图10：上海二手房和商品房成交面积对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图11：深圳二手房和商品房成交面积对比



资料来源：wind，东兴证券研究所

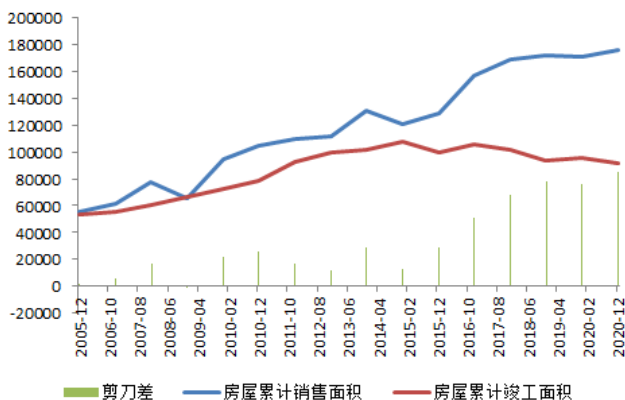
3. 阶段性看消费建材需求正处于集中释放阶段

3.1 销售和竣工面积剪刀差依然很大

增量消费类建材需求释放仍处集中释放阶段。2015 年以来地产销售面积和竣工面积的剪刀差不断扩大，特别是 2016 年剪刀差出现跳升，此后也一直保持不断扩大。到 2020 年地产销售和竣工面积剪刀差达到历史高位 8.49 亿平方米。2021 年 5 月商品房销售面积增速继续高增，达到 26.3%，2019-2021 年的两年复合增长率为 9.35%，保持稳定增长态势。竣工面积增速较低，销售面积和竣工面积的剪刀值还在变得越来越大。

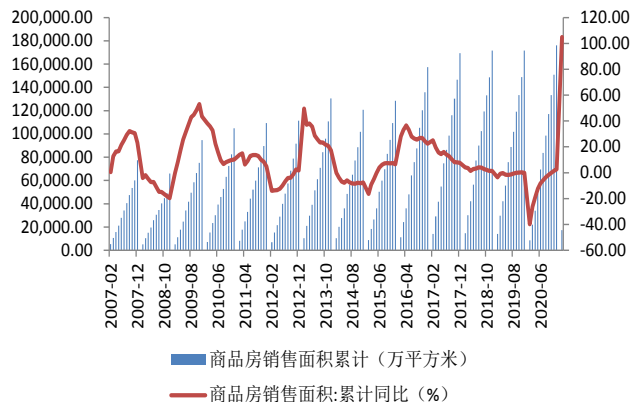
按照合同的约定,这些地产销售的面积逐步会进入陆续的竣工阶段,从而继续带来消费建材的相关需求,2021 年新房的集中竣工和交房带来的消费建材需求,使得消费建材需求继续进入集中释放的阶段。

图12: 地产销售面积和竣工面积剪刀差



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图13: 中国房地产销售面积和增速

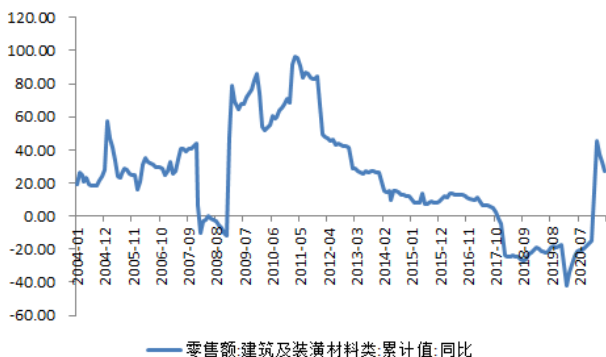


资料来源: wind, 东兴证券研究所

3.2 疫情控制改善后, 经济恢复带动消费建材需求提升

收入恢复带动消费建材需求。中国经济领先全球在疫情中恢复,随着经济恢复人民的消费能力和水平也逐步

图14: 疫情改善后消费建材需求恢复情况



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图15: 疫情改善后城镇居民人均收入实际同比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

地改善和提升。新冠疫情以来,城镇居民人均可支配收入水平增速受到较大影响,2020 年 1 季度收入实际增速降至-3.90%的历史较低水平,到 2021 年 1 季度则同比增长 12.3%,2020 年到 2021 年 1 季度的同比复合增速恢复至为 3.88%。

渠道正常运转带动需求改善。很多零售渠道像销售门店和卖场的经营受到严重的影响。疫情控制改善后,门店卖场的正常经营和收入增速恢复带动消费建材的需求。建筑及装潢材料类的累计零售额为 2020 年 2 月同比下滑 42.35%后,下滑幅度逐步开始逐月收窄,到 2021 年 5 月增速提升至为 26.88%。

随着疫情的稳定和控制改善，人均可支配收入增速开始恢复，门店和卖场也开始进入到正常的经营状态，收入增速的恢复以及经销渠道的恢复会使得疫情影响的需求释放，逐步进入集中释放和改善的阶段。

4. 经销模式消费建材抗风险和持续增长能力强

4.1 经销模式产业链地位高

经销模式的企业产业链地位较高。经销模式的消费建材企业产品通过经销商销售，下游客户是一些小企业、装修公司及终端消费者，而直销模式的企业的下游客户是地产大企业等。所以，经销模式的企业相对于下游的产业链地位更高，特别是下游行业集中度较低、个体公司市场占有率水平较低的情况下。

经销模式消费建材的定价能力强。相对于直销模式企业，经销模式的消费建材企业由于其较高的产业链地位，所以对于产品有一定的价格定价能力，特别是随着消费能力的提升，更能够满足消费者需求的新品推出可以获得较好的产品溢价。

经销模式消费建材回款快且需求稳定性强。由于经销模式消费建材企业的下游客户规模小，消费建材企业对于这些客户账期较短，甚至是现金支付，所以经销模式的企业现金流回款较好。下游客户规模小也使得客户比较分散不集中，所以部分客户的需求波动对于企业客户总需求影响较小。不像下游客户比较集中的企业，一旦下游的大客户出现风险和波动，对于公司的影响较大。

图16：经销和直销模式业务公司的特点分析



资料来源：东兴证券研究所

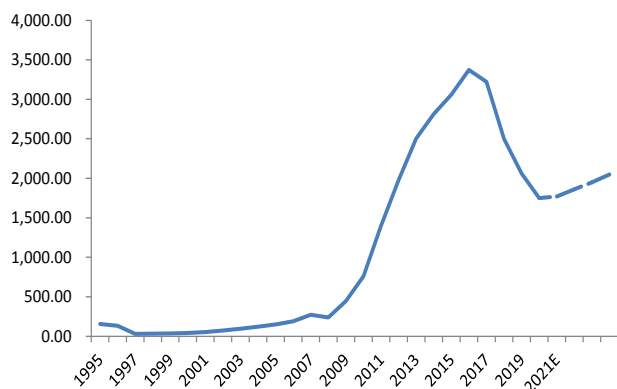
经销模式下企业的品牌影响力更强，行业地位高。由于经销模式的下游客户鉴别能力相对于大地产公司较弱，所以企业品牌影响力对于客户的影响力更大，一旦消费建材企业的品牌度一旦建立，比较容易获得较高的价格溢价能力。同时品牌度的提升也会提升客户的吸引力。

经销模式消费建材企业较高的产业链地位、定价能力强，回款及时，在下游用户分散的情况下总体需求的稳定较强。这些都是长期能够持续增长的企业所具备的特质。

4.2 短期政策有利经销模式且长期需求空间稳定

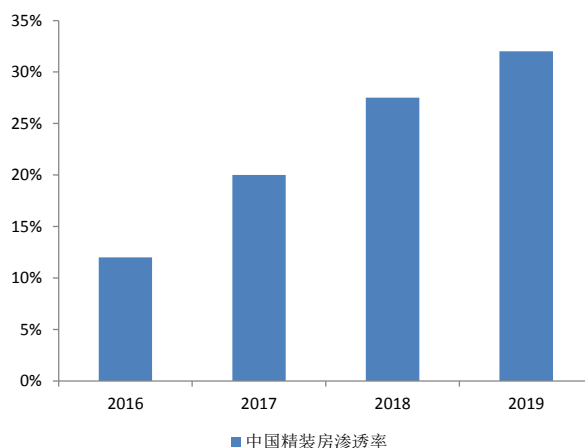
中国精装房总体比例不高，地产“三条红线”影响直销模式利于经销模式业务的发展。中国从2016年以来精装房占比提升较快，从2016年的占比12%到2020年达到32%。但是随着地产“三条红线”对于地产融资的制约对地产行业的现金流产生影响，对直销模式公司的业务发展产生消极的影响，账期拉长甚至出现坏账风险，让很多的直销企业的业务发展受到局限，为了保障安全性，牺牲掉了发展性。所以，前几年精装房的快速发展对于经销业务模式企业的负面影响变弱，经销模式业务的发展环境逐步开始改善。

图17：中国建筑及装潢材料零售额（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

图18：中国精装房渗透率变化



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

中国精装房比例毕竟仍然很低，经销模式的需求总量仍然很大。随着精装房占比提升放缓，也给经销业务模式的公司提供了更好地发展的时间。并且中国精装房的比例仅为30%多，大部分的需求仍未非精装房的需求。同时存量房消费建材需求的释放也会释放给经销模式业务公司更多的需求空间，并且存量房的需求会更稳定、更持续和更长期。预计2020年后建筑及装潢材料的零售额将会得到逐步的改善，市场占有率长期提升趋势下看好相关优秀和龙头公司。

5. 优秀和龙头市占率提升，强者恒强

5.1 传统建材行业正处于集中度提升阶段

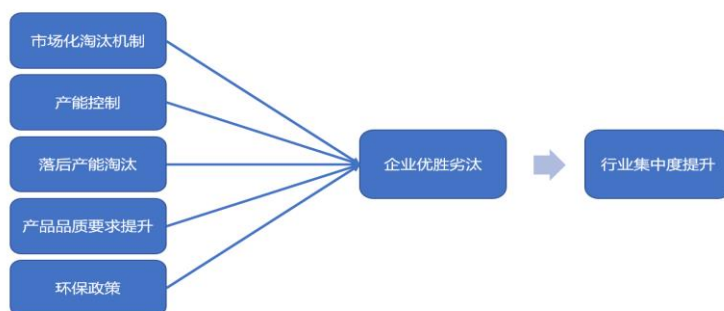
经济发展方式变革，恶化小企业生存环境。中国经济正从传统粗放式发展方式，向绿色和高质量的发展方式转变。作为传统的行业从长期趋势看，随着地产新增需求增速回落和中国基础设施建设进入到中期，需求端的高增速的时代已经成为过去。中国建材行业在经过了以前阶段下需求高增长带来的产能高增长的态势逐步过渡到需求增长降速和产能增长受控及降速的阶段。很多行业当前正处于需求增速回落甚至收缩的阶段。

供给侧改革有利于行业结构的优化。几年来的供给侧改革中，传统建材行业的产能在需求增速下降的过程中得到不断地优化和淘汰，一些企业在激烈的竞争中被淘汰出局。同时国家不断趋严的产能控制、落后产能淘汰、产品质量要求提升、环保政策压缩了劣质企业的发展空间，增加了生产经营成本导致劣质企业关停、倒

闭和破产。“碳达峰”和“碳中和”的提出，作为碳排放大户的传统建材行业，供给侧将进一轮更大力度的改革。

下游行业集中度提升对企业参与提出更高的要求 and 标准，挤压劣质企业市场空间。地产行业等下游行业集中度也处于提升阶段，对于建材企业提出更好的要求，一些中小企业和落后产能也被迫退出市场，这些都为优

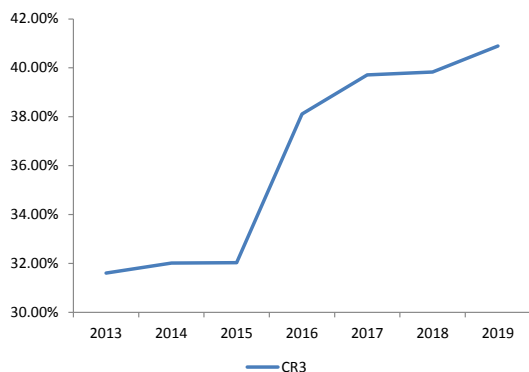
图19：行业集中度提升的驱动力



资料来源：东兴证券研究所

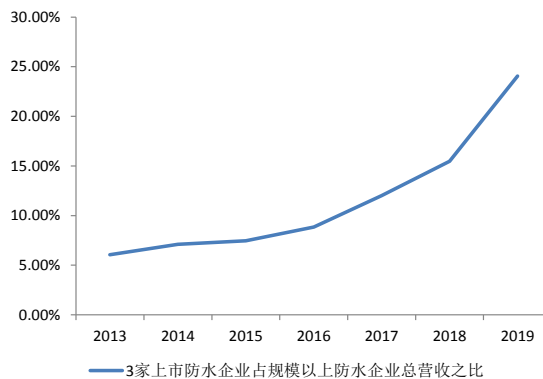
秀和龙头公司发展腾挪出新空间。经营规范和扛的住供给侧改革下市场激烈竞争洗礼的优秀和龙头公司，面临的市场和供给结构越来越有利，传统建材行业进入到集中度提升的加速阶段。

图20：水泥行业集中度变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图21：防水材料集中度变化

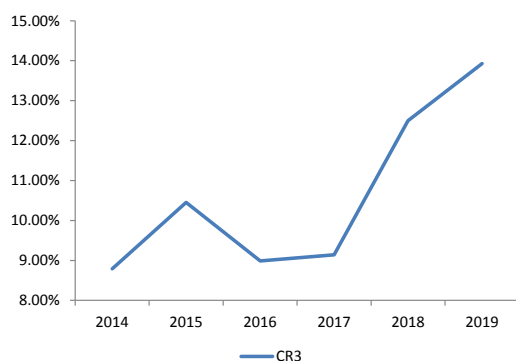


资料来源：wind，东兴证券研究所

建材集中度提升趋势下的优秀和龙头强者愈强。建材行业的很多细分行业的基本上属于大行业小公司的情况，行业的总体规模较大，但是龙头和优秀公司的市场占有率比较低，较国外可比公司的市场占有率水平差距很大，龙头和优秀公司的发展空间巨大。这些龙头和优秀公司在行业多年的洗礼中，打造出了自身的综合竞争力和对抗风险的能力。这些核心的优势保证公司在未来行业集中度提升的趋势当中继续保持着行业的领先，不断地提升自身的市场占有率水平。

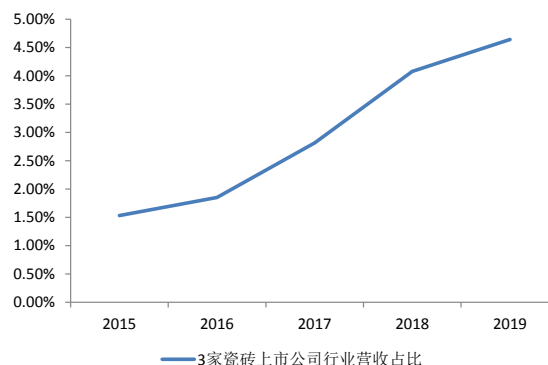
优秀和龙头公司强者恒强。像蒙娜丽莎、垒知集团、濮耐股份、伟星新材、东方雨虹和长海股份等这些公司成长空间巨大。同时一些建材龙头公司，行业地位遥遥领先，在未来行业集中度提升趋势下优势地位的进一步增强像中国巨石、海螺水泥和北新建材等，建材行业在集中度提升的趋势下将继续呈现出强者恒强的态势。

图22：减水剂行业集中度变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

图23：瓷砖行业集中度变化



资料来源：wind，东兴证券研究所

详细报告见：《建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产》2020年8月7日

5.2 看好消费建材公司优秀和龙头公司的成长性

优秀的经销模式公司有着较好的品牌知名度、有着完善的销售网布局 and 较好的产品属性的消费类建材公司，像伟星新材、蒙娜丽莎、东方雨虹、东鹏控股和北新建材等。这些公司要么是行业内优秀的公司，要么是行业的龙头公司。在建材行业集中度提升的趋势下，这些公司具备持续增长的实力和基础，在行业环境越来越有利的情况下会加速自身市占率的提升。

消费建材公司具体情况：

1、伟星新材（002372）：产品和渠道为基打造 PPR 核心业务圆

伟星新材是家装 PPR 管材行业的绝对龙头，同时有 PE 以及 PVC 管材的生产销售。公司以 PPR 为核心产品，构建了完善的零售网络，多年来打造出了很强的品牌影响力。

产品+品牌+渠道+服务四位一体，公司打造公司的隐形高壁垒。PPR 管具有环保、稳定和健康的属性，成为供给水管的首选，也成为公司重点打造的优势核心产品。公司产品的特性不但好，同时从长期看需求稳定，不但有新房的装修，更有存量房二次装修需求的陆续释放，消费属性强。

公司通过长期的高品质发展和品牌建设，产品品牌影响力逐步提升，在 C 端的客户吸引力逐步提升，并且能够形成产品的溢价，高于业内同类产品的销售价格。

公司在全国设立了 30 多家销售分公司，1000 多家一级经销商，拥有 26000 家左右的销售网点，打造出了自己覆盖广且深的销售网络，形成了自身独特渠道的扁平化管理模式。

公司不但具备很强的前端销售渠道，同时也提供有力的售后保障服务，星管家的推出解决了管材作为隐蔽工程中的痛点，使得 PPR 的产品客户使用体验更好，产品的保障更强，让客户用的放心，让伟星管材高质量形象深入人心，提升公司品牌度，增强客户信赖度和吸引力。

打造 PPR 管材为核心的业务圆。公司以零售为先的发展战略，打造出 PPR 零售业务上的绝对行业领先地位，盈利水平在同业内达到最高水平，这些得益于公司完善扁平的渠道优势、较高的品牌度和完善的售后服务体系。同时公司以这些为核心不断拓展新品类，向净水和防水品类拓展，充分利用自身的核心优势，打造出以 PPR 管材为核心的业务圆。

投资评级：公司作为优秀 PPR 管材龙头公司，打造出产品、品牌、渠道和服务的隐形壁垒，同时以 PPR 产品为核心，充分发挥自身优势打造多品类的业务发展，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：地产精装修渗透率增长影响超出预期。

2、蒙娜丽莎（002918）：双模式和务实经营的优秀瓷砖头部企业

瓷砖头部公司综合优势突出。公司经营瓷砖 20 多年，是业内龙头企业之一，产品中高端，品类丰富，品牌度高，节能环保绿色，技术领先，是业内标准制订者，瓷砖“薄型化”领导者。创始人集体民主一致行动，控制力强。

瓷砖行业大行业小公司，集中度进入快速提升阶段。近几年受到地产影响下行业整体需求萎缩，同时国家环保和节能标准趋严，小厂成本负担加大，市场竞争加剧情况下小企业逐步退出市场，市场向头部公司集中。行业进入优秀公司快速提升市占率的阶段。瓷砖行业规模巨大达到 3000-4000 亿左右，但是行业集中度极低，龙头公司马可波罗市占率仅为 3%左右，较国外的龙头高市占率水平 40%甚至 50%的市占率差距较大。随着小企业的淘汰和优秀企业的快速发展行业集中度进入快速提升阶段。

蒙娜丽莎抗风险逆势增长，在行业景气下行中保持持续稳健增长。在 2018 年和 2019 年行业总体规模收缩的情况下，利润增速保持 20%左右的稳健增长，即使在 2020 年新冠疫情一些龙头受到影响较大的情况下公司依然保持了稳健和超预期的增速。公司治理结构合理，务实经营，较强的综合管理能力和抗风险能力保证公司在行业变局中成为最大受益者。

智能制造生产线进入集中释放阶段，外延式拓展助力全国布局新战略。藤县新产能 8000 万平米等于再造一个蒙娜丽莎，新产线智能化水平高，同时都是大尺寸生产线，为公司降低生产成本和产品结构优化提供产能基础。公司大板产品领先行业，并且应用领域也在不断拓展。公司注重研发和新品的更新，产品结构处于不断地优化态势当中。同时公司发行可转债收购江西高安市至美善德新材料有限公司的所有资产，开启大瓷砖发展战略，走出两广进军江西，开启全国布局的新战略。

2B 和 2C 模式双轮驱动，发展更稳健。公司工程渠道和头部地产公司合作关系好，合作时间长，有利于公司规模效应的提升，特别是在 2020 年的新冠疫情中公司工程端业务的快速发展使得公司业绩保持稳定的增长，受新冠疫情影响较小，在产能集中释放的阶段保证了产能的充分利用。经销渠道公司具备定价优势，能够很好地改善公司产品结构，提升品牌度和品牌溢价能力。同时回款及时，为公司提供较好的现金流，提升公司防风险能力。经销渠道保证公司长期增长的稳定性和持续性。公司 B 端和 C 端的双轮驱动模式，保证高增长的韧性和持续性。

投资评级：考虑到公司作为优秀瓷砖公司，逆势持续增长，综合竞争优势突出，作为大板行业领导者和产品结构不断改善，智能制造产能释放进入集中释放期和全国布局新战略推进，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

风险提示：行业需求释放情况不及预期。

3、北新建材（000786）：石膏板龙头和防水的后起之秀

北新建材是石膏板行业的龙头公司，石膏板的营业收入占比高达 83%，还有龙骨和防水业务等。2019 年底公司石膏板产能达到 27.52 亿平米，并已经完成了 33 亿平米的产能布局目标，未来计划将产能目标提高到 50 亿平方米（其中国内 40 亿平方米）。公司石膏板产品立足中高档产品，覆盖收益率的最高端。

中国石膏板使用潜在空间巨大，落后产能继续淘汰中。中国人均石膏板的使用量较欧美和日本等发达国家存在着较大的差距。中国人均使用量为 3 平米左右，较美国和日本人均使用量为 5-6 平米左右的差距大。主要是中国住宅石膏板使用比例低，占比仅为 30%，并且 70%主要是用于吊顶装饰。而美日发达国家在隔墙上的使用比例高达 80%。随着国家对新型墙体材料的推广，中国石膏板需求的潜在空间巨大。同时行业落后产能淘汰继续有利于行业市场优化，像 1000 平方米/年的产能属于被淘汰产能。环保趋严也将加速落后产能的淘汰。

石膏板业务规模和产线布局优势突出，降低成提升业绩稳定和弹性。公司作为石膏板龙头企业，规模优势突出，将第 2 名几亿平米的产能远远甩在身后，全国的市场占有率高达 60%。规模优势带来的是成本优势，公司集中采购有利于降低原材料的采购成本。公司生产线全国布局，大部分设立在电厂附近，原材料采购运输成本低，同时全国生产线的布局有利于公司占领市场制高点，对区域内的其它企业形成全方位的合围和挤压，有利于公司获得区域内的稳定需求。在疫情期间公司的年化 ROE 水平就高达 12.6%。

销售渠道完善，一体两翼全球布局打造纵向和横向发展新空间。随着公司产线的布局，全国的销售网络也逐渐深入下沉，全国各大城市和发达区县均有销售渠道，达到了产销的全国范围的全覆盖。配套龙骨的建设也在推进当中。公司全球布局开启，石膏板在坦桑尼亚和乌兹别克斯坦也分别投资建设生产线。凭借公司央企背景和完善的销售渠道，打造出以石膏板业务为一体，防水材料和涂料业务为两翼的发展战略。在收购大禹、蜀羊和金手指的防水材料子公司后，防水业务也位列全国前三。同时，涂料业务也开启布局的序幕。

投资评级：考虑到公司作为石膏板龙头，规模优势突出，产线布局占领区域制高点，销售渠道完善，一旦需求改善业绩弹性强，同时配套龙骨建设以及一体两翼充分利用协同优势进入发展新空间，维持公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：需求释放速度和节奏低于市场预期。

4、东方雨虹：绝对龙头地位稳固，稳定成长进入收获期

防水材料龙头公司地位遥遥领先，但市占率仍低。公司作为防水材料的行业龙头公司 2020 年营业收入规模达到 217 亿元，归母净利润为 33.89 亿元，较行业第 2 名的 62.37 亿的营业收入和 8.9 亿的归母净利润大大拉开了差距，龙头地位稳固。但公司的市占率水平

全国布局的规模优势、品牌吸引力和多层次的销售网络等核心竞争力驱动业绩增长。公司全国布局、产能规模下的成本优势明显，品牌的吸引力和全覆盖的销售网络等因素是公司获得稳定的成长和业绩高增长的保证。

全国布局的规模优势下带来单位成本的下降。公司在全国有 28 大生产基地，从东北辽宁到云南昆明，从陕西咸阳到广东广州，除了西部和北部偏远的西藏、新疆和内蒙古等区域没有产线外，公司基本上涵盖了防水需求旺盛的各个区域。2020 年的定增募集资金不超过 80 亿元，继续全国下沉布局建设 11 个项目基地，市场运输半径越来越小，产能规模越来越大。公司的规模优势进一步提升，运输和仓储成本继续下降，带来单位成本的持续下降。同时公司供货能力也大幅提升，综合竞争力越来越强。

东方雨虹的品牌吸引力也越来越强。防水材料虽然在建设项目中的投资占比较低，仅为 1%左右，但是重要性很高。一旦出现漏水问题，损失会很大，处理很麻烦。所以，好的防水材料产品和口碑是下游客户选择的重要因素。东方雨虹作为全国防水行业的龙头，立足防水材料行业 20 多年，已经形成了业界较好的口碑和自身的品牌优势。由中国房地产业协会和易居中国房地产测评中心联合发布的《2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌测评报告》中东方雨虹防水材料品牌首选率 2012 年为 25%，到 2019 年达到 36%，并且首选率连续多年名列第一。

全覆盖的全国销售网络和激励机制打造销售竞争力。公司销售网络覆盖全国各省，工程渠道分为北方区、华东区和华南区，与 200 多家地产和建筑等大型企业形成战略合作伙伴像万科、保利、中国建筑 and 北京住总集团等。零售渠道依靠经销商在全国也在进一步铺开。合伙人制度激励了公司的销售人员，打造出了强有力的销售队伍，为公司在行业快速发展抢跑提供渠道市场保障，助力公司市场的快速拓展。

核心竞争优势下，多品类发展打造多元业务建材系统服务商。公司在全国布局的规模、品牌和渠道优势下，积极发展多品类品种，其中防水材料已达到 200 个细分品种，1000 多种规格。同时，还积极发展其他品类像涂料、特种砂浆、节能材料和建筑粉料等产品。并且在强大工程业务的基础之上，加快发展民建业务。设立民建集团负责公司 2C 业务，民建集团渠道下沉，经销商及网点得到不断地扩大。同时对消费者的服务不仅是防水、还有铺贴、腻子以及防水维修等一站式服务。子公司的德爱威品牌涂料在中国房地产开发企业 500 强首选涂料品牌中名列第六。公司还成立了东方雨虹建筑修缮技术有限公司，开展存量房的维修业务等。公司未来 2C 业务将成为重要的发展方向。2C 和 2B 业务模式下多品类发展打造出一站式建材系统服务商。

投资评级：考虑到公司作为防水材料的龙头公司具备规模、全国布局等带来的成本下降以及品牌、销售网络等优势下的较强竞争力，维持公司“强烈推荐”的投资评级

风险提示：地产政策调控力度超预期。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	玻纤行业深度报告：周期与成长的协奏，龙头将持续跑赢	2020-11-12
行业普通报告	建材行业：水泥整合酝酿新变局-天山股份资产注入点评	2020-08-13
行业深度报告	建材行业深度报告：集中度提升孕育老建材核心资产	2020-08-07
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：产业链地位提升下的行业价值重估	2020-08-05
行业深度报告	瓷砖行业深度报告：好生意集中度提升，翘楚机遇期逐鹿	2020-06-18
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
行业深度报告	建筑防水材料产业报告：行业集中度加速提升	2020-04-10
行业深度报告	后疫情时代系列报告之二：业绩估值双升力，内需水泥看今朝	2020-03-28
行业深度报告	水泥和玻璃 2020 年展望：高景气度持续，从下而上寻找弹性	2020-02-14
行业深度报告	玻纤 2020 年展望：关注行业供需改善拐点的到来	2020-02-11
行业深度报告	建材行业 2020 年度展望：看好消费建材 C 模式超预期机会	2020-02-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

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 和 2015 年第 4 和第 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。2020 年获 WIND 金牌分析师第 3 名、东方财富中国建材行业最佳分析师。

研究助理简介

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。2020wind 金牌分析师第 3 名团队和 2020 东方财富最佳建材行业分析师第 3 名团队核心成员。

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法律责任。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526