

消费建材 FY21Q3 业绩综述

业绩点评 | 2021 年 11 月 10 日

研究部

黄天天

tthuang@cebm.com.cn

张嘉树

jszhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 消费建材板块 2021 年前 3 季度营收增速 39.9%，归母净利率同比下降 2.3 pct，扣非净利率下降 2.7pct。从单季度看，2021 年 3 季度板块营收同比增长 23.1%，归母净利率下降 5.7pct，扣非净利率下降 6.0pct。
- 下游地产表现依旧低迷，但龙头成长性不减，彰显韧性。龙头公司具备较强的风险抵御能力。消费建材企业纷纷主动调整经营策略，在选择优质地产客户的同时，提升市政业务、C 端比例，大力发展小 B 与零售渠道。同时，地产下行周期也将促使地产行业集中度提升，带动龙头企业市占率加速提升。未来龙头市占率提升依旧是具备持续性的大逻辑，具备核心优势以及更强抗风险能力的消费建材龙头可以作为长期核心配置。目前各个细分行业龙头份额总体仍处较低水平，叠加头部企业积极外延开拓，预计消费建材龙头的成长性有望持续兑现。
- 大宗商品价格依然处于高位，成本端承压。沥青、PVC、乳液、钛白粉等大宗商品价格延续上涨趋势，因此消费建材行业成本端在 Q3 依然承压。但考虑到大宗商品价格后续涨幅或放缓，且龙头企业成本转嫁措施从 Q3 开始已经逐步落地，后续利润率有望触底反弹。
- 危机之下，龙头企业 α 的确定性。三季报龙头企业同样承压，但依然表现出显著的 α ，具体表现为收入增速与抗风险能力都强于二线。例如在防水材料与建筑涂料行业中，龙头企业东方雨虹与三棵树的三季度收入增速高于二线标的，且前三季度收现比也表现更优。此外，布局小 B 端坚朗五金与布局 C 端的伟星新材由于受地产影响相对较小，在三季度兼顾了经营质量与稳健的收入增长。
- 我们认为当前时点：1) 地产虽然短期内难以恢复景气，但未来或出现边际上的改善；2) 消费建材整体估值已回归合理区间，政策底或已出现；3) 四季度终端涨价可缓解原材料涨价带来的压力，龙头利润率有望触底反弹。



目录

一、行业概览：成本上升拖累盈利，短期承压不改长期成长逻辑.....	3
二、重点公司三季度报业绩点评	7

图表目录

图表 1：2021Q1-Q3 消费建材企业营业收入同比增速.....	6
图表 2：2021Q1-Q3 消费建材企业扣非净利润同比增速	6
图表 3：2021Q1-Q3 消费建材企业毛利率.....	7
图表 4：2021Q1-Q3 消费建材企业毛利率同比变化	7
图表 5：2021Q1-Q3 消费建材企业费用率.....	7
图表 6：2021Q1-Q3 消费建材企业费用率同比变化	7
图表 7：房屋新开工面积、竣工面积、销售面积、基建投资累计同比	8
图表 8：主要原材料价格（元/吨）	8

一、行业概览：成本上升拖累盈利，短期承压不改长期成长逻辑

消费建材板块 2021 年前 3 季度营收增速 39.9%，归母净利率同比下降 2.3 pct，扣非净利率下降 2.7pct。从单季度看，2021 年 3 季度板块营收同比增长 23.1%，归母净利率下降 5.7pct，扣非净利率下降 6.0pct。

下游地产表现依旧低迷，但龙头成长性不减，彰显韧性。龙头公司具备较强的风险抵御能力。消费建材企业纷纷主动调整经营策略，在选择优质地产客户的同时，提升市政业务、C 端比例，大力发展小 B 与零售渠道。同时，地产下行周期也将促使地产行业集中度提升，带动龙头企业市占率加速提升。我们认为未来龙头市占率提升依旧是具备持续性的大逻辑，具备核心优势以及更强抗风险能力的消费建材龙头可以作为长期核心配置。目前各个细分行业龙头份额总体仍处较低水平，叠加头部企业积极外延开拓，预计消费建材龙头的成长性有望持续兑现。

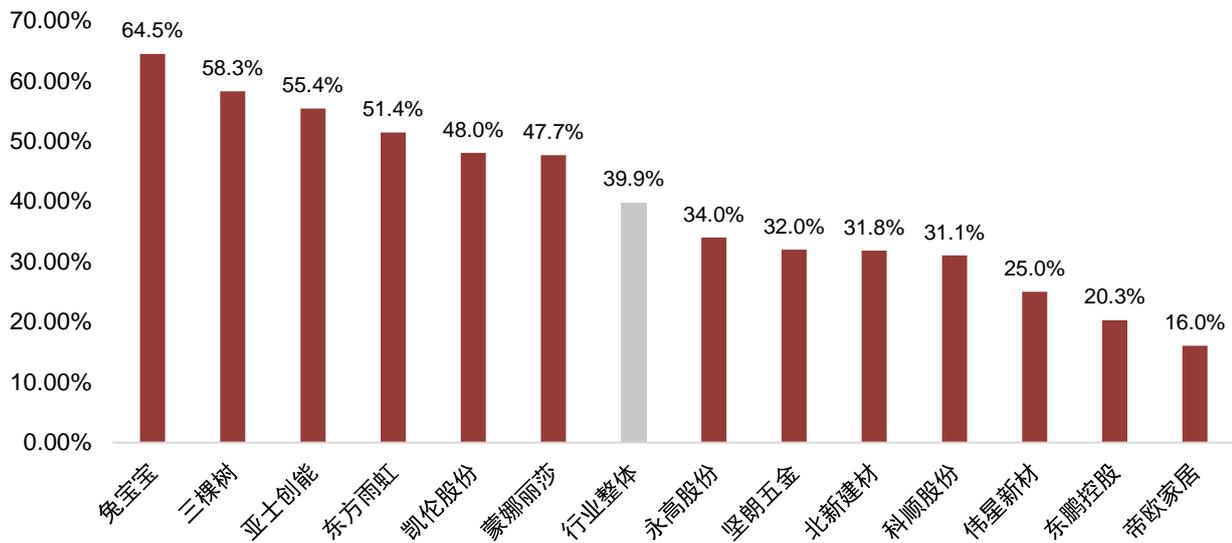
大宗商品价格依然处于高位，成本端承压。沥青、PVC、乳液、钛白粉等大宗商品价格延续上涨趋势，因此消费建材行业成本端在 Q3 依然承压。但考虑到大宗商品价格后续涨幅或放缓，且龙头企业成本转嫁措施从 Q3 开始已经逐步落地，后续利润率有望触底反弹。

现金流表现同比下降。受到三道红线等因素影响，今年以来地产融资整体承压，并传导至下游，带动消费建材企业现金流表现弱于去年同期。拆分来看，前 3 季度主要消费建材企业收现比整体较去年同期基本持平。但净现比表现较差，若剔除北新建材，则净现比同比大幅下降 87.72pct，对应经营活动现金流（剔除北新）为-77.41 亿元，去年同期为-12.85 亿元，同比减少 64.55 亿元。

危机之下，龙头企业 α 的确定性。三季报龙头企业同样承压，但依然表现出显著的 α ，具体表现为收入增速与抗风险能力都强于二线。例如在防水材料与建筑涂料行业中，龙头企业东方雨虹与三棵树的三季度收入增速高于二线标的，且前三季度收现比也表现更优。此外，布局小 B 端坚朗五金与布局 C 端的伟星新材由于受地产影响相对较小，在三季度兼顾了经营质量与稳健的收入增长。

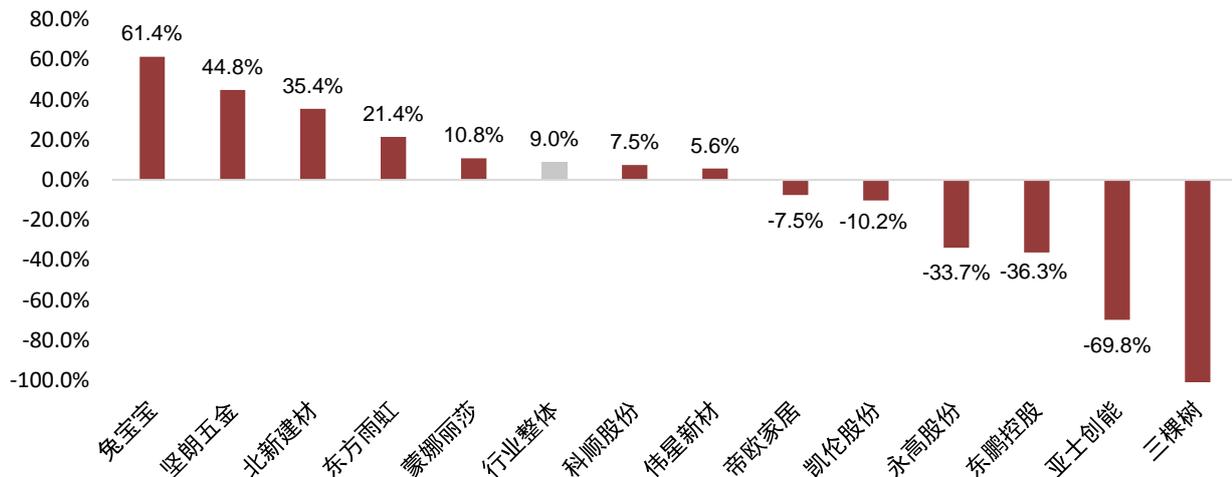
政策底或至，景气尚需时。回顾消费建材板块的历次波动，可以观察到： β 对板块带来显著影响，且每轮波动中都有企业体现出显著 α 。若研判周期拐点，或可参考政策预期变化以及宏观和企业经营数据的变化；而从把握长期成长维度看，在每轮中优选 α 是关键。在三季报结束的时点，展望未来研判：1) 预期持续修复，政策底或现；2) 地产仍然承压，景气尚需时。3) 集中大势所趋，优选具备 α 的优质龙头。在政策端 β 边际修复的同时，走向集中与品类延伸依旧是具备持续性的大逻辑，具备核心优势以及更强抗风险能力的消费龙头更具 α ，可作为长期核心配置。

图表 1：2021Q1-Q3 消费建材企业营业收入同比增速



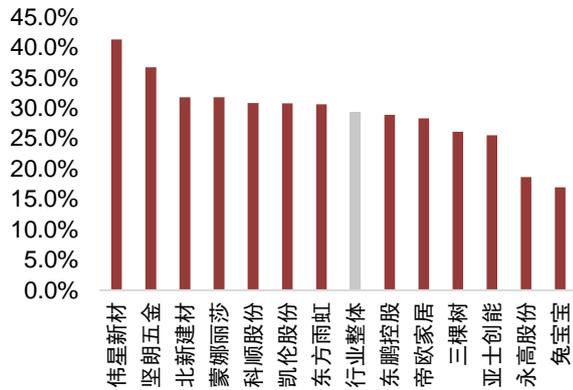
来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 2：2021Q1-Q3 消费建材企业扣非净利润同比增速

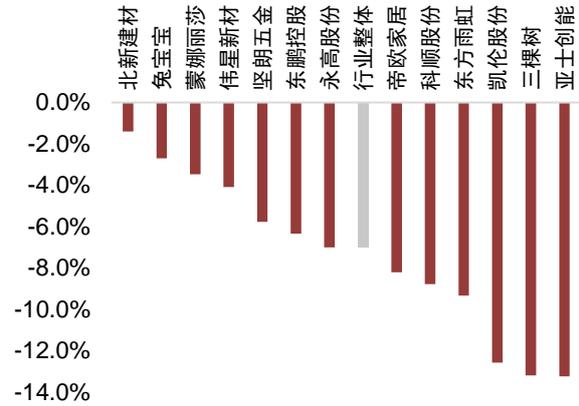


来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 3：2021Q1-Q3 消费建材企业毛利率

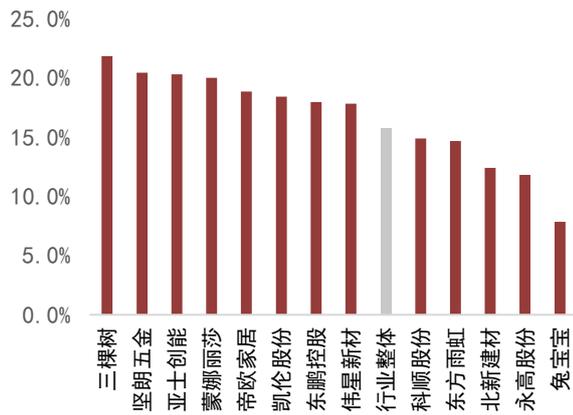


图表 3：2021Q1-Q3 消费建材企业毛利率同比变化

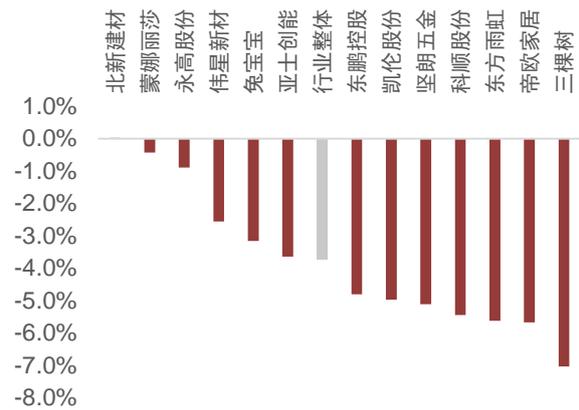


来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 5：2021Q1-Q3 消费建材企业费用率

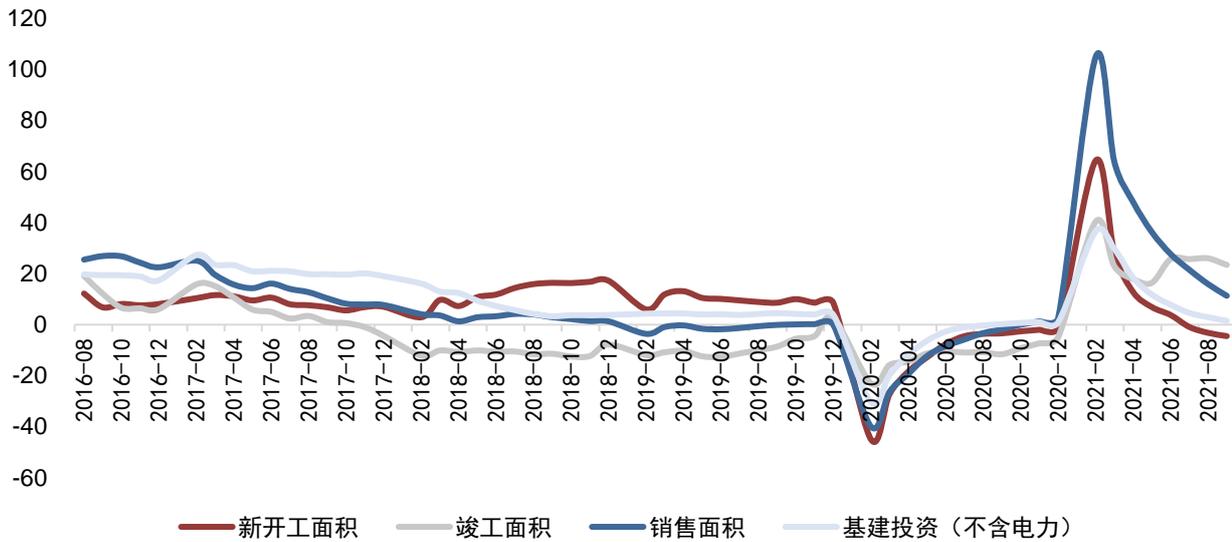


图表 6：2021Q1-Q3 消费建材企业费用率同比变化



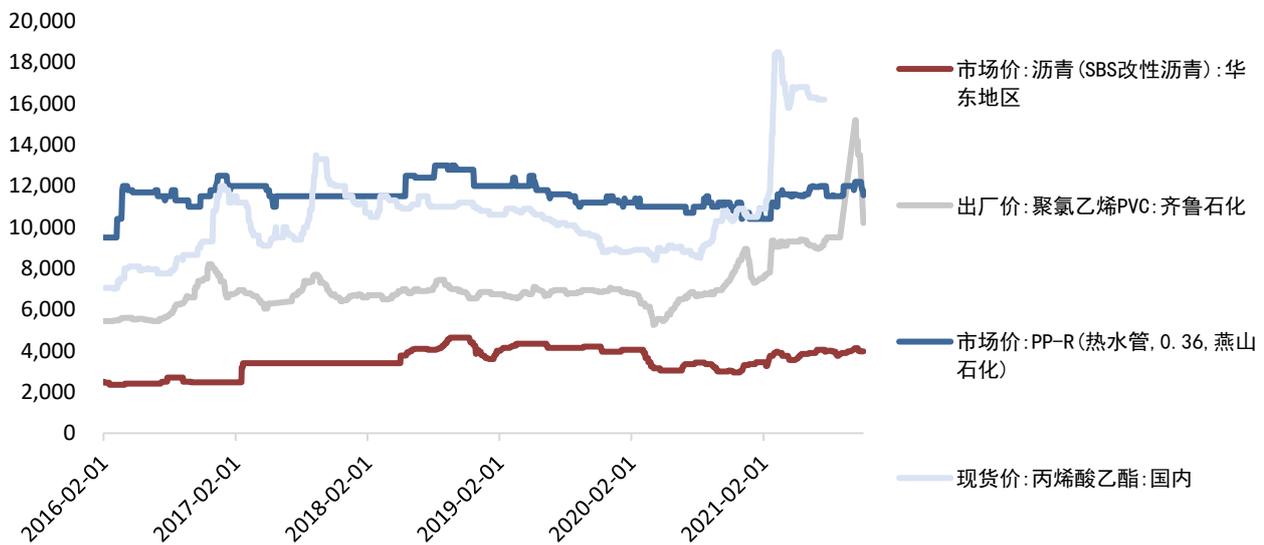
来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 7：房屋新开工面积、竣工面积、销售面积、基建投资累计同比



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 8：主要原材料价格（元/吨）



来源：Wind，莫尼塔研究

二、重点公司季报业绩点评

1、东方雨虹：21年Q3实现营收226.82亿元，同比增长51.44%；归属于上市公司股东的净利润26.78亿元，同比增长25.7%，业绩符合预期。

(1)受原材料涨价影响，公司毛利率有所下降。受原材料沥青大幅涨价的影响，公司Q3毛利率28.95%，环比下降1.9pct。同时，股权激励费用（不到2亿）将在下半年计提，这也是拉低公司利润率的因素之一。公司业绩彰显韧性，在种种不利因素下，公司Q3扣非净利润增速仍能保持正增长。

(2)产品提价落地，全年业绩无忧。公司的产品提价在十月已全面落地，加之公司在9月底提前存储了两个月用量的沥青，预计Q4的毛利率环比Q2/Q3有3-5pct的涨幅。过往Q4都是公司出货的高峰，预计今年Q4营收保底能有90亿元。结合公司Q4的净利率在18%左右，可大致算出公司Q4净利润约16.2亿，全年净利润约43亿，能达到42.5亿的业绩指引。

2、坚朗五金：21年Q3营收同比+29%至24.8亿元，归母净利润同比+20%至3.3亿元，扣非净利润同比+25%至3.3亿元，基本符合预期。

(1)营收稳健上行，新品类持续放量：公司1Q/2Q/3Q营收增速分别为55%/25%/29%，维持稳健。我们判断，21年Q3因资金紧张，玻璃等竣工需求放缓，公司传统主业（门窗五金、工程类产品）增速或较为缓慢，而新兴品类（家居类、其他建筑五金）有望延续高速增长趋势。2)产品结构分化+原材料价格上行，毛利率承压：21年Q3不锈钢、铝合金、锌合金均价环比+19%/12%/2%，同时新品类增速更快、但毛利率相对较低，使21年Q3综合毛利率环比-2ppt至36%。3)效率稳健提升，费用率有效摊薄：21年Q3销售费用率同比下降约3ppt（剔除运费影响）至10.9%，管理费用率同比-0.6ppt，带动净利率韧性彰显，仅同比-0.9ppt至13.1%。4)收现比恢复，但净现金流仍有压力：21年Q3公司应收款项环比+8.1亿元，但经营现金流有所恢复，收现比环比+11ppt至79%，同时由于存货环比+1.6亿元，使现金流出仍然偏高，单三季度经营性净现金流同比减少2.1亿元至2978万元，前三季度经营现金流净流出5.2亿元，同比-3.9亿元。

(2)加速多元品类布局，营收增速有望保持高位。我们看到，今年公司加速扩品类，至今已成立10+合资企业，其中21年Q3长期股权投资同比+49%。我们看好随公司新产品逐渐融入销售体系，其规模有望快速增长，盈利水平亦有望逐渐上行，并持平于传统品类（少数股东损益稳步上升亦体现这一趋势）。展望明年，我们认为新开工转竣工的动能仍然存在，资金边际趋松后竣工需求有望恢复，支撑公司新老品类继续放量上行、营收保持高增。

3、北新建材：21年Q3收入同比+12%至58.0亿元，归母净利润8.9亿元，同比-19.7%，大幅低于市场预期，主要因石膏板价格以及毛利润不及预期。

(1)竣工需求环比走弱，石膏板价利承压，毛利率走弱：我们观察到三季度因为地产资金紧张，带动玻璃、石膏板等竣工产品环比走弱，我们估算21年Q3公司泰山/龙牌石膏板销量同比+16%/8%至5.4/1.3亿平（总销量同比+~13%）；同时因产品结构调整、低端产品占比上升，21年Q3石膏板均价环比下降~0.3元/平，21年Q3石膏板收入同比+~15%至38亿元。同时受到煤炭大幅上涨影响，毛利率环比-9%至31%，且因钢价、沥青价格维持高位，公司综合毛利率环比-7.2ppt至28.3%。2)期间费用率上升，净利率承压：管理/销售费用率同比上升0.9/0.3ppt，使得期间费用率同比+1.2ppt至6.8%，净利率同比-6.1ppt至15%。3)现金流稳健：21年Q3公司收现比同比+~3ppt至103%，净现比同比+15ppt至96.5%。1-21年Q3经营性现金流同比+18.5亿元至19.3亿元。

(2)石膏板主业稳健增长，贡献充沛现金流。展望后市，我们观察到玻璃因地产资金影响走弱，一定程度上亦反映了后续石膏板需求的疲软，4Q21销量或存有一定压力。但同时，我们认为新开工转竣工的动

能仍然存在，未来 2-3 年竣工类需求仍有望稳健上行，带动石膏板销量继续上行。成本方面，由于煤价、护面纸价格高企，4Q21 提价后单平盈利环比或仍有一定压力。但我们认为在当前成本快速上升阶段，小企业有望加速出清，为公司提升市占率腾出空间。同时，若煤价回落，在石膏板价格提涨后利润空间也有望随之打开，或有超预期可能。

4、三棵树：21 年 Q3 实现营业收入 32.2 亿元，同比+34.2%；归母净利润-0.49 亿元，低于市场预期，主要系公司计提信用减值所致。

(1) 21 年 Q3 销量同比靓丽支撑营收韧性：虽公司 3Q 受河南暴雨、莆田疫情及下游地产端承压影响，出货环比放缓，但总体公司家装墙面漆/工程墙面漆/基材辅料/防水卷材销量仍同比增 160%/31%/48%/36%，支撑公司 3Q 营收同比+34%至 32.2 亿元（环比微增）；其中家装墙面漆业务增速迅猛，两年 CAGR 达 46%，主要源于公司一二线大店显现成效及美丽乡村放量。2) 公司提价传导成本压力：1-21 年 Q3 主要原材料乳液、钛白粉采购均价同比大增 41%/51%，单 3Q 环比仍小幅提升，我们估计 3Q 原材料上涨对公司毛利率影响幅度在 2%以内，同时公司 1H21 提涨计划已于 3Q 部分落地、传导部分成本压力，带动公司毛利率环比+1.5ppt 至 27%；但由于低端流通性产品占比提升，墙面涂料均价环比略有下调。3) 3Q 费用率环比小幅提升，剔除信用减值影响净利率环比基本持平：21 年 Q3 公司期间费用率环比+1.2ppt 至 21%，主要源于人员数量扩张致销售费用率提升 1ppt；21 年 Q3 公司集中计提 2.76 亿元信用减值，致使公司 3Q 净利率环比-4.8ppt 至-1.5%，但若剔除信用减值影响，公司净利润环比基本持平。4) 现金流同比向上：1-3Q 公司应收账款天数同比+2.6 天至 111 天，3Q 公司收现比同比+16ppt 至 94%，经营现金流净额同比+1.7 亿元至-1.9 亿元，前三季度经营净现金流同比+9.5 亿。

(2) 产品提价蓄势待发，利润率环比改善可期。展望后市，我们认为新开工转竣工的动能仍存，涂料需求仍具结构性支撑。成本端，我们认为石油类原材料价格继续上行幅度有限、成本压力有望边际释放，看好后市随公司产品提价逐步落地，毛利率水平有望改善；同时随人效释放、费用率有望进一步摊薄，净利率环比改善可期。

5、伟星新材：21 年 Q3 营收 16.4 亿元，同比+15.8%，环比+10.0%；归母净利润 3.6 亿元，同比-4.8%，环比+19.5%，业绩符合预期。

(1) 零售业务增长动能和利润率水平均较强韧。公司 21 年 Q3 营收同比+15.8%，环比+10.0%至 16.4 亿元，我们认为考虑到公司加严了对市政、建筑工程项目的风控，21 年 Q3 增长主要由零售业务收入拉动。同时，公司前期提价在 21 年 Q3 顺利落地，在原材料价格同比明显上涨的情况下（21 年 Q3 PPR/PVC 均价分别同比+14%/43%），公司 21 年 Q3 毛利率仅同比下滑 1.4ppt（环比-0.3ppt）至 42%。2) 股权激励费用阶段性增加，但费控整体良好。由于前三季度摊销限制性股票激励费用 6592 万元，公司 1~3Q 管理费用同比+39.7%至 2.3 亿元，公司披露全年拟提股权激励费用 8332 万元（但 2022 年将下降到~3000 万元），但即使如此，公司延续良好的费用管控，3Q 期间费用率 12.4%，同比基本持平。3) 公司 3Q 投资收益为-2400 万元，主要由于东鹏合立股权投资公司 1-3Q 投资收益同比减少 7696 万元，如剔除此项影响，公司 21 年 Q3 业绩将同比转正。4) 现金流表现持续优秀。由于销售增长和股权激励验资账户资金解冻，1~3Q 公司经营现金流量净额同比+34.9%至 9.1 亿元，21 年 Q3 净现比达 131%。

(2) 我们继续看好公司中长期在零售端的发展，我们认为未来十年消费建材终将走向重装需求为主要的道路，房地产税的推进可能带来住房空置率下降和二手房流通增加，且业主部分购房资金可能被释放，用于装修和改善居住环境，公司作为在消费者中树立良好形象、擅于服务的 C 端消费建材龙头终将延续优势。而公司近年积极推动渠道下沉与区域扩张、优化渠道建设和“星管家”服务质量、推动“同心圆”多元品类战略等布局，我们认为其有望凭 C 端优势实现长期高质量的稳健增长。

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。

本报告不能作为投资研究决策的依据，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告旨在发送给特定客户及其它专业人士，未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

本报告所载观点并不代表本公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

上海

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号东亚银行大厦7楼702室。邮编：200120

北京

地址：北京市西城区宣外大街28号富卓大厦A座307室。邮编：100052

纽约

Address: 110 Wall St., New York, NY 10005, United States

业务咨询: sales.list@cebm.com.cn