



港股研究 | 公司深度 | 中国联塑 (2128.HK)

性价比凸显的低估值龙头

报告要点

长期看好主业稳健增长及品类外延突破，分布式光伏进一步打开新空间。预计 2022-2023 年业绩 40.3、47.3 亿，PE 为 5.9、5.0 倍。考虑稳定的分红率及低估值，配置价值凸显。

分析师及联系人



范超

SAC : S0490513080001



李浩

SAC : S0490520080026

性价比凸显的低估值龙头

稳健增长的塑料管材龙头

公司前身于 1986 年由创始人黄联禧先生成立，作为实控人其通过海外信托持有公司 68.41% 的股份。2001 年公司启动异地扩张开始外省生产基地建设，2010 年港交所上市募集资金，继续加快主业扩张步伐并开始外延并购。截至 2021 年公司收入及净利润规模分别达到了 322 亿、30 亿，2007 年至今复合增速分别为 20%、30% 左右，已发展成为塑料管道行业的龙头企业。

管材行业集中度持续提升

管材作为基础材料，下游需求分散其中占比较大的为给排水领域，预计给排水市政占比 40%、建筑相关 30%。近年行业需求保持平稳，稳增长发力或有所拉动。与其他家装建材类似，管道行业同样集中度较低，龙头依靠自身优势，份额持续提升。虽然受制于产品属性、施工特点等提升速度慢于防水涂料等品类，但渠道为主要的销售结构，也使得其现金流及账期表现更加优异。

规模&渠道优势打造强 α

多年积累下的渠道优势。截至 2021 年末公司拥有 1 级经销商 2603 个，单个经销商对应销售额 1200 多万，对比行业其他龙头，体量明显更大。公司渠道容纳了业内实力较强的经销商且粘性较强，最直观体现在于渠道可以与公司共同承担原材料的波动，保证公司盈利的相对稳定。

全国布局，规模优势明显。公司多年来不断扩充生产基地及产能。截至 2021 年末已拥有超过 30 个以上的基地，总产能达到了 320 万吨。规模优势使得公司具备更强的供应能力、更低的单吨费用及更稳定的原材料供应。同业对比看，公司单位毛利及净利较其他 B 端企业更高。

管材主业具备更多的可能

公司管材积极开拓其他新领域，如农业板块的扩展，与广东省农业科学院签订战略合作协议，提供专业的设施农业整体解决方案，深耕农业、深水养殖等新兴市场产品。此外在产品端，除了优势产品 PVC 管，公司非 PVC 管的占比也在持续，未来也将拓展不锈钢等渠道协同品类。

品类延伸，打造综合家居平台

外延扩张是龙头企业发展的必然选择，公司长期致力于打造家居平台，优势在于多年合作积累下的经销商渠道资源以及品牌积淀。近几年建材家居业务快速增长，2021 年公司建材家居业务收入约 28 亿左右，占比提升到了 9%。随着收入规模扩大，其盈利能力也有望继续提升。

进军分布光伏，渠道价值变现

2022 年 1 月公司成立广东联塑班皓，进军分布式光伏，致力于为工商企业、家庭提供建筑光伏 (BAPV) 解决方案，以及设计安装、维修和运营一体化服务。公司计划投入 3 条光伏组件生产线，组装及生产光伏产品，预计可于 2022 年推出市场。分布式光伏领域的核心竞争力在于屋顶资源和融资能力，公司资金实力及融资能力叠加体系内经销商地方资源，可较好的匹配。

投资建议：长期看好主业稳健增长及品类外延突破，分布式光伏进一步打开新空间。预计 2022-2023 年业绩 40.3、47.3 亿，PE 为 5.9、5.0 倍。考虑稳定的分红率及低估值，配置价值凸显。

风险提示

- 1、PVC 等原材料价格持续大幅上涨；
- 2、地产新开工面积持续大幅下滑。

公司基础数据

当前股价 (HKD)	9.38
------------	------

注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

稳健增长的塑料管材龙头.....	6
管材行业集中度持续提升.....	8
规模&渠道优势打造强 α	12
管材主业具备更多的可能.....	14
品类延伸，打造综合家居平台	15
进军分布光伏，渠道价值变现	18

图表目录

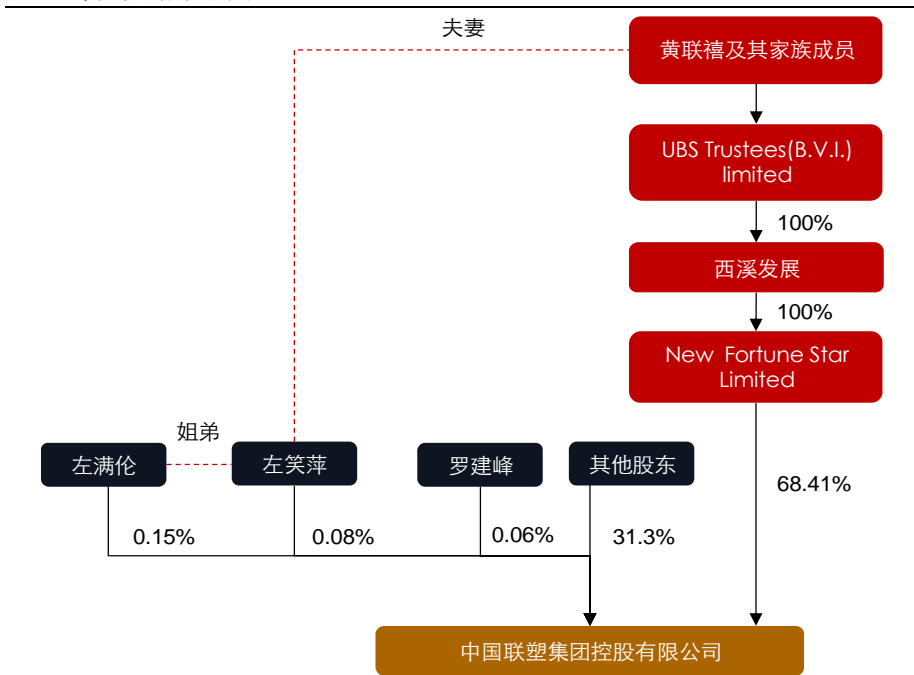
图 1：中国联塑股权结构图	6
图 2：中国联塑发展简史	6
图 3：中国联塑历年营业收入及同比增速（亿元）	7
图 4：中国联塑历年净利润入及同比增速（亿元）	7
图 5：公司管道销售分领域占比	7
图 6：公司主要业务的占比情况	7
图 7：中国联塑管材业务下游应用领域拆分	8
图 8：各类塑料管材占比情况.....	9
图 9：塑料管材下游应用领域拆分.....	9
图 10：近几年管材行业总量基本保持稳定.....	9
图 11：塑料管道行业部分龙头企业市占率变化.....	11
图 12：防水行业部分龙头企业市占率变化.....	11
图 13：中国联塑历年经销商数量（个）	12
图 14：中国联塑单个经销商对应销售额（万元）	12
图 15：公司毛利率与 PVC 价格并没有明显的负相关（元/吨）	12
图 16：中国联塑历年产能变化情况（万吨）	13
图 17：公司拥有超过 30 个以上的基地.....	13
图 18：主要管材公司单吨毛利对比（元/吨）	14
图 19：主要管材公司单吨净利对比（元/吨）	14
图 20：以塑料管为主体的海洋养殖平台	14
图 21：以塑料管为主体的农业滴管系统	14
图 22：公司非 PVC 管道销量及占比（万吨）	15
图 23：公司非 PVC 管毛利率已经高于 PVC 管.....	15
图 24：公司不锈钢管的应用领域	15
图 25：公司不锈钢管-环压管件.....	15
图 26：公司多品牌运营体系	17
图 27：公司建材家居业务近几年增长较快（亿元）	17
图 28：新建公共机构建筑+厂房未来装机规模测算（GW）	19
图 29：新建公共机构建筑+厂房未来分布式市场空间测算（亿元）	19
图 30：整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点地区（个）	19
图 31：分布式开发的融资租赁商业模式	20

表 1：各类管材及下游应用	8
表 2：塑料管材行业需求增速弹性测算	10
表 3：近几年管材行业龙头公司市占率	10
表 4：建材行业不同品类对比	10
表 5：B 端建材龙头公司应收账款天数对比	11
表 6：百强地产管材行业首选率	12
表 7：不少企业在尝试整合家居建材行	15
表 8：供应商同时中标同一地产商多品类集采的部分案例	16
表 9：联塑班皓子公司情况	18
表 10：分布式光伏相关政策	18
表 11：碳达峰行动方案中对分布式要求进一步提升	18

稳健增长的塑料管材龙头

股权结构稳定。公司创始人黄联禧先生，截至 2021 年中报，黄联禧先生及其配偶左笑萍女士等拥有的 UBS Trustees (B.V.I.) Limited 信托，通过 100%持股 New Fortune Star Limited 公司，持有公司 68.41%股份，此外左笑萍女士直接持有公司 0.08%的股份。左笑萍女士胞弟，公司总裁左满伦先生持有 0.15%的股份。

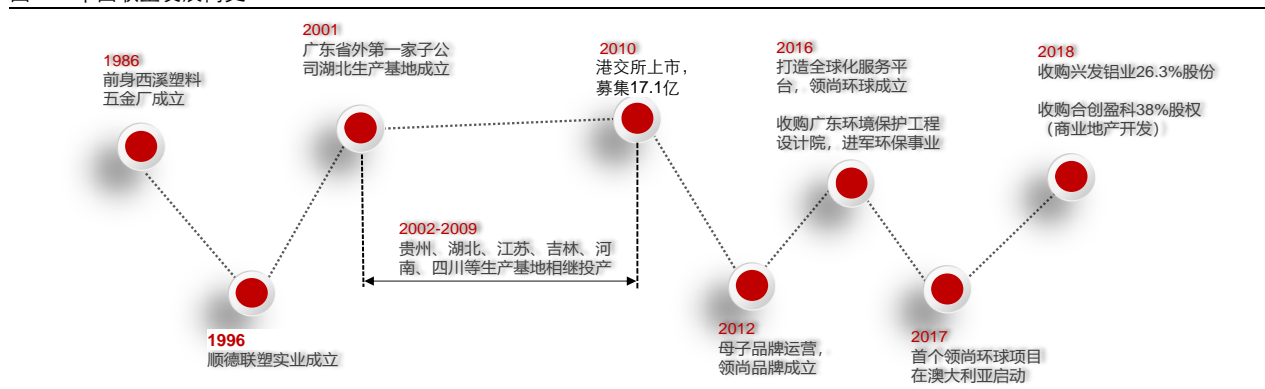
图 1：中国联塑股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究所

36 载风雨兼程。公司前身为 1986 年由创始人黄联禧创办的西溪塑料五金厂，1996 年联塑实业成立，开始品牌发展历程，以广东为主要发展区域；2001 年广东省外子公司湖北生产基地成立，加快异地扩张之路；2002-2009 年之间，贵州、湖北、江苏等多个生产基地相继投产，奠定公司产能布局框架；2010 年公司于港交所上市，募集资金 17.1 亿人民币；2012 年成立领尚，开始母子品牌运营，2016 年“领尚环球”成立；近两年通过收购等，开展业务多元化的同时加强与主业的协同效应。

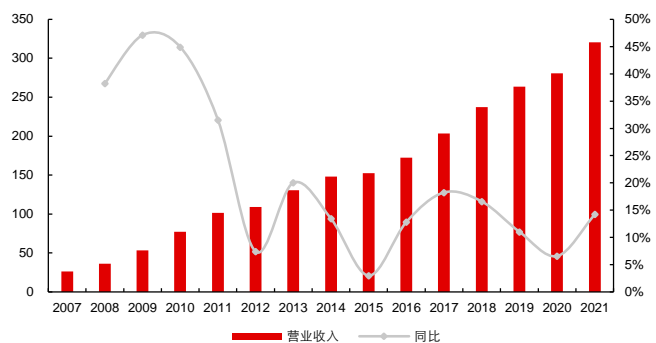
图 2：中国联塑发展简史



资料来源：公司官网，长江证券研究所

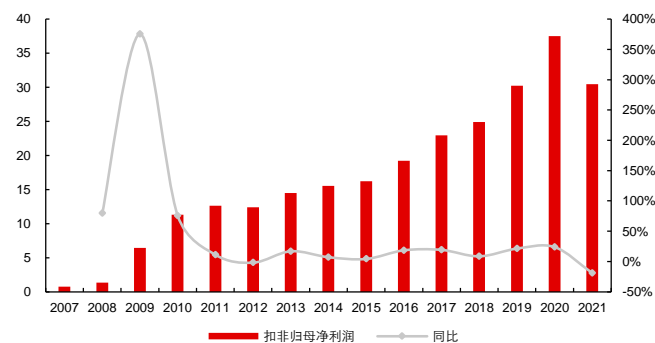
长周期持续稳健的增长。自2007年以来公司收入历年均保持正增长,从2007年的26.23亿,提升到2021年的321.61亿,复合增长率20%左右;业绩从2007年的0.75亿,提升到2021年的30.44亿,复合增长率30%左右。(注:2021年受减值等扰动较大)

图 3: 中国联塑历年营业收入及同比增速 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 4: 中国联塑历年净利润及同比增速 (亿元)

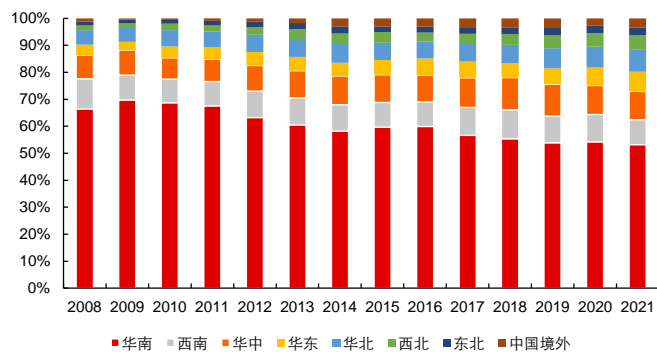


资料来源: Wind, 长江证券研究所

管道为主, 产品结构持续多元化。塑料管道及管件是公司的核心业务, 2021年占比86%左右, 但近几年公司大型建材家居产业集团的定位逐步清晰, 产品及服务涵盖管道产品、水暖卫浴、整体门窗、海洋养殖、环境保护、建材家居渠道与服务等领域。2021年建材家居占比提升到了9%、建材服务等其他业务占比6%。此外近日公司公告, 成立联塑班皓, 进军光伏领域, 进一步扩张业务版图。

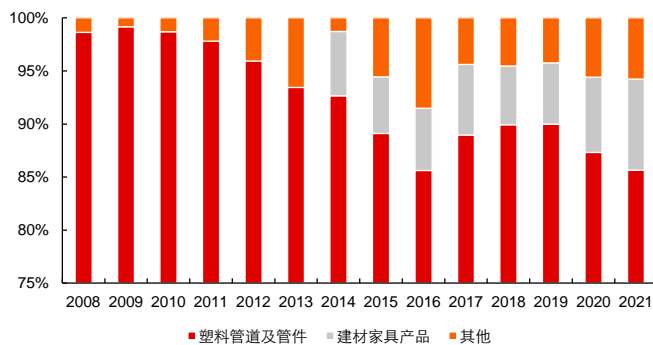
区域分布看, 华南为公司主要市场占比在50%以上, 但近几年随着外围市场的不断突破, 其他区域占比在持续提升。

图 5: 公司管道销售分领域占比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

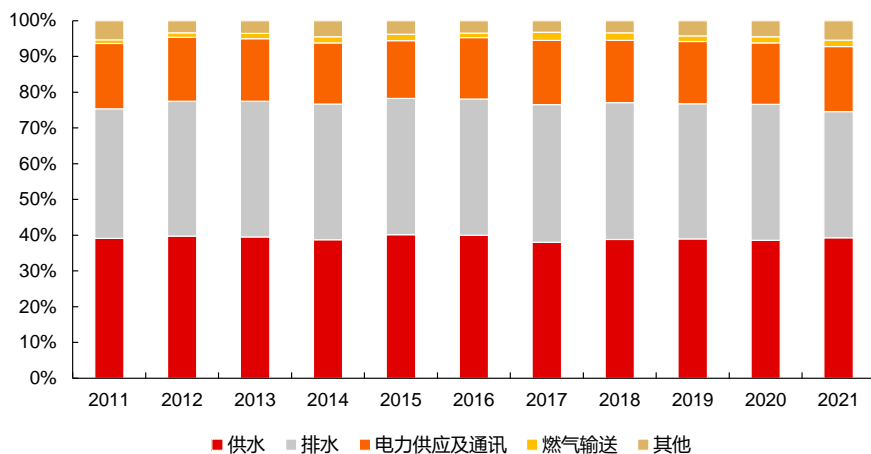
图 6: 公司主要业务的占比情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

渠道销售为主, 基建市政占比或较高。公司销售分为渠道及直销两种模式, 其中经销渠道为公司主要管道销售通路占比较高; 直销业务又可分为地产及市政直销。从管道下游拆分看, 2021年公司管道销售中供水及排水分别占比37.7%、34.0%, 此外电力供应及通讯占比17.5%、燃气及其他占比7.0%。我们预计公司销售结构中, 基建市政等占比要高于地产。

图 7：中国联塑管材业务下游应用领域拆分



资料来源：公司公告，长江证券研究所

管材行业集中度持续提升

塑料管材是个简单而又复杂的行业。塑料管材产品生产简单，以 PVC、PPR 等基础化工树脂作为原材料物理加工而成，从产品本身较为好理解。但塑料管材应用领域较为复杂，几乎涉及到了民用、工业的各个领域，因此其品类相对来说较多。

表 1：各类管材及下游应用

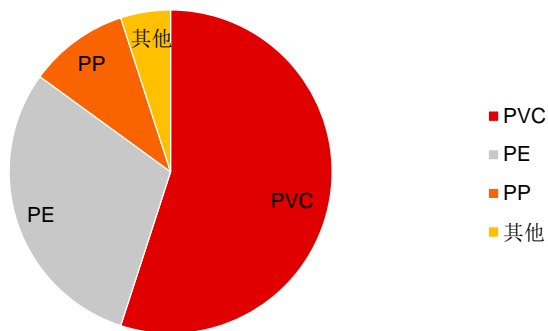
材质	产品名称	主要应用领域
PVC 能够抵抗大部分腐蚀性液体，强度和硬度较高	PVC-U 排水管材、管件	建筑排水
	PVC-U 给水管材、管件	建筑、市政给水
	PVC-U 双壁波纹管	室外排水
	PVC-U 电工套管	建筑电线护套
	PVC-C 给水管材、管件	建筑内热水管
	PVC-C 电缆护套	高压电缆护套
	PVC-C 化工用管	化工用管道
软质 PVC	软质 PVC	医用导管、花园管
PE 水力性能优越、机械强度、耐腐蚀性及柔韧度相对较高、使用寿命长、抗开裂性能好	PE 建筑排水用管材、管件	建筑同层、虹吸排水系统
	HDPE PE 给水管材、管件	城乡供水输送、地源热泵中央空调系统、农业灌溉
	LDPE PE 双壁波纹管等结构壁管材	市政排水、排污
	MDPE PE 燃气用管材、管件	城市燃气输送
	PE 护套管	电力、光纤护套
	PE-X PE-X	建筑内冷热水管、采暖
PP 耐高、低温性能佳	PE-RT PE-RT 管材、管件	建筑内地板辐射采暖
	PP-R PP-R 管材、管件	建筑内冷热水管、采暖
	PP-H PPH 管材、管件	化工用管道
	MPP 改性 MPP 管材	高压电缆护套
	PP PP 双壁波纹管	工业排水、排污
PB 具有良好柔韧性，抗蠕变性，耐高温，耐高压，生态环保	PB 管材、管件	建筑内冷热水管、建筑内采暖道

ABS 质坚、性韧、刚性大 ABS ABS 管道 建筑内热水管、化工用管道

资料来源：雄塑科技招股说明书，长江证券研究所

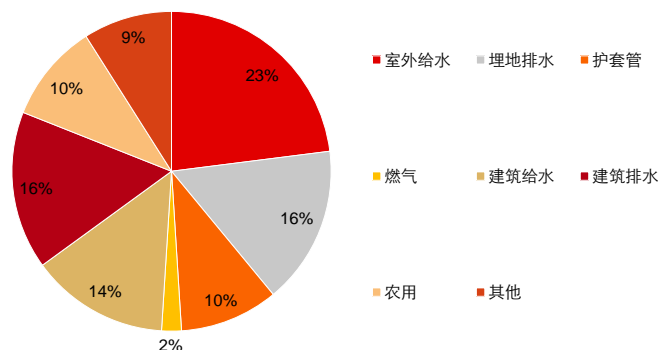
塑料管材的下游结构分散，大方向以地产市政为主。塑料管材作为基础材料，在各类工程中均有应用，其中占比最大的为给排水领域，粗略按照地产及市政划分看，下游给排水市政占比 40%、建筑相关 30%、其他市政 12%、农业及其他 19%。

图 8：各类塑料管材占比情况



资料来源：中国塑料产业大会，长江证券研究所

图 9：塑料管材下游应用领域拆分

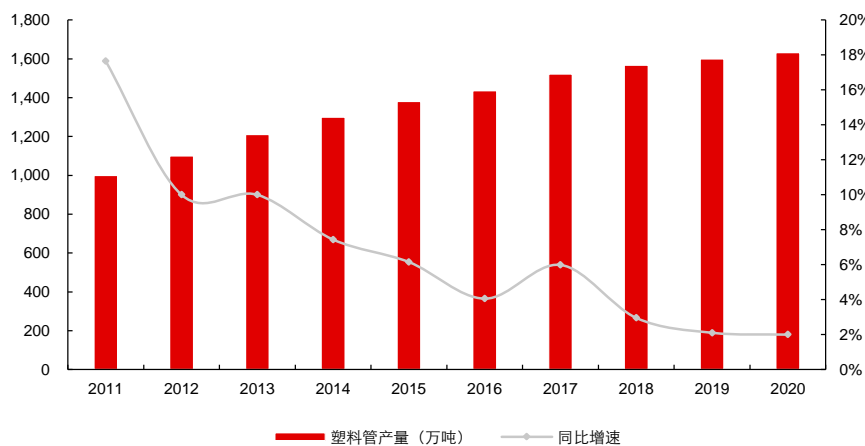


资料来源：博涵塑料加工圈，长江证券研究所

近年行业总量基本保持稳定。在 2014 年之前，地产的高增速以及塑料管渗透率的快速提升，带动了行业总量的快速增长。近年来随着这两个趋势的减缓，行业需求基本保持平稳状态，2020 年行业总产量达到了 1600 万吨，同比增长 2% 左右。

✓ **行业需求弹性测算：**假设农业及其他市政等需求保持平稳，给予不同的市政及地产增速，需求弹性测算如下表所示：

图 10：近几年管材行业总量基本保持稳定



资料来源：博涵塑料加工圈，长江证券研究所

表 2: 塑料管材行业需求增速弹性测算

市政增速	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
地产增速						
5%	-0.5%	1.5%	3.5%	5.5%	7.5%	9.5%
0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%	6.0%	8.0%
-5%	-3.5%	-1.5%	0.5%	2.5%	4.5%	6.5%
-10%	-5.0%	-3.0%	-1.0%	1.0%	3.0%	5.0%
-15%	-6.5%	-4.5%	-2.5%	-0.5%	1.5%	3.5%

资料来源: 长江证券研究所

集中度低, 规模企业较少。2020 年行业可查数据的 CR5 产量占比约为 25%, 其中中国联塑一家占比 16%、永高占比 4%。此外目前国内较大规模的塑料管道生产企业 3000 家以上, 年生产能力超过 3,000 万吨, 其中年生产能力 1 万吨以上的企业约为 300 家, 有 20 家以上企业的年生产能力已超过 10 万吨。

表 3: 近几年管材行业龙头公司市占率

产量市占率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
中国联塑	10.5%	11.0%	11.2%	11.9%	13.2%	13.8%	15.0%	16.0%
永高股份	2.4%	2.5%	2.4%	2.8%	2.9%	3.3%	3.5%	4.0%
雄塑科技	1.2%	1.3%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.5%	1.7%
伟星新材	1.0%	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%
顾地科技	1.6%	1.7%	1.6%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%

资料来源: 公司公告等, 长江证券研究所

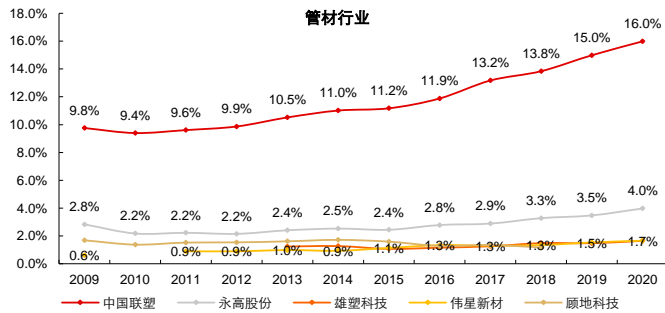
龙头份额在稳步提升。管材行业的下游客户如地产商等虽然在集中, 但因为管材使用涉及工序多产品复杂 (管理成本高), 且施工环节的材料浪费较多 (施工的非标准化), 因此多为甲指乙供, 集采比例较低; 市政领域多为项目为主, 同样集采比例不高, 多为招投标制。因此在集采引领的大 B 趋势下, 管材提升速度相较于防水等较慢。

表 4: 建材行业不同品类对比

	B/C	差异化程度	产品	壁垒	客户集中度	综合分析
防水	B	强-功能	单一	中	变高	易集中, 溢价力中
外墙涂料	B	弱-功能	单一	低	变高	易集中, 溢价力弱
内墙涂料	C	强-功能	单一	高	分散	集中偏慢, 溢价力强
五金	小 B	强-成本	多样	高	分散	集中偏慢, 溢价力强
石膏板	小 B	强-成本	单一	低	分散	易集中, 溢价力强
瓷砖	B	中-成本	多样	低	变高	易集中, 溢价力弱
工程管材	B	弱-施工	多样	低	变高	集中偏慢, 溢价力弱
家装管材	C	强-服务	多样	高	分散	集中缓慢, 溢价力强

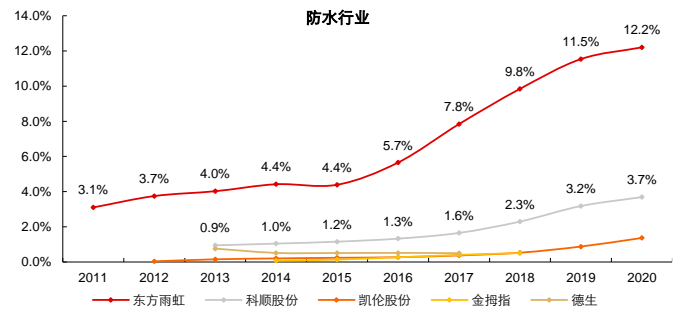
资料来源: 长江证券研究所

图 11: 塑料管道行业部分龙头企业市占率变化



资料来源: 公司官网, Wind, 长江证券研究所

图 12: 防水行业部分龙头企业市占率变化



资料来源: 中国建筑防水协会, 公司官网, Wind, 长江证券研究所

渠道销售为主的模式, 使得行业现金流表现更好。和防水、涂料、瓷砖等品类相比, B 端市场中塑料管材行业更多采用渠道销售模式, 这使得即使 B 端销售占比较高的企业其现金流及应收账款情况要明显好于其他行业。管材龙头公司看, 其经销占比基本都在 60% 以上, 渠道端承担了主要的账期等。

表 5: B 端建材龙头公司应收账款天数对比

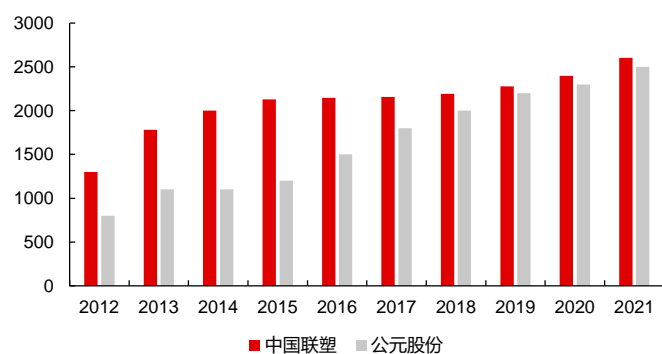
	中国联盟	公元股份	东方雨虹	三棵树	帝欧家居
2015	31.9	63.2	146.7	37.9	75.5
2016	30.5	68.7	148.3	55.6	79.2
2017	31.3	64.6	139.7	69.4	69.3
2018	33.4	68.4	138.5	79.4	76.9
2019	38.5	67.1	130.6	88.4	139.0
2020	45.6	67.0	122.6	119.3	190.2

资料来源: Wind, 长江证券研究所

规模&渠道优势打造强 α

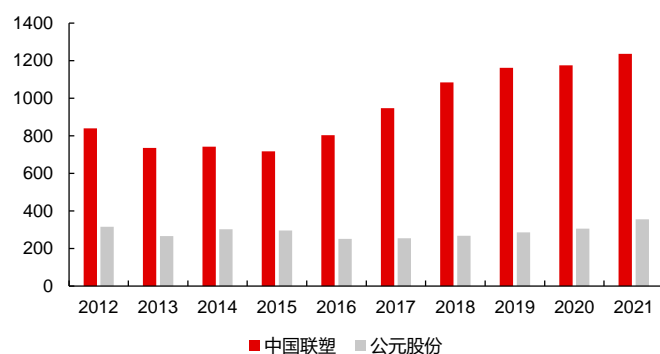
多年积累下的渠道优势明显。公司作为行业龙头，多年积累之下与经销商共同成长，截至 2021 年公司共拥有 1 级经销商 2603 个，单个经销商对应销售额约 1232 万，对比行业其他龙头，经销商体量明显更大，抗风险能力更强。

图 13: 中国联塑历年经销商数量 (个)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

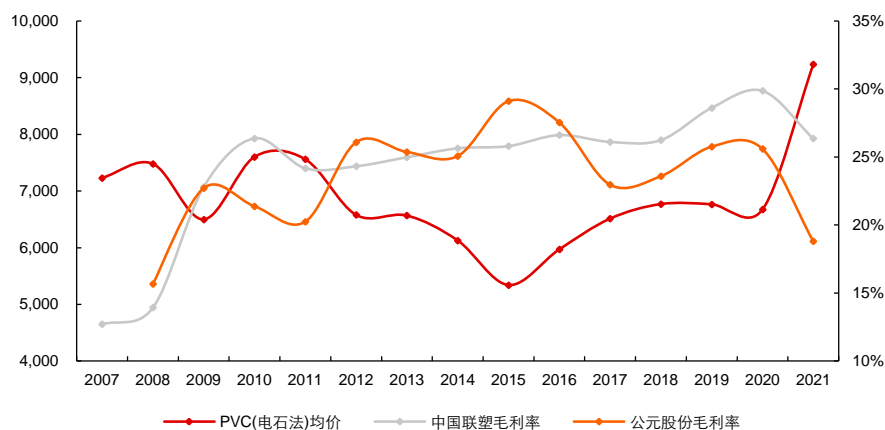
图 14: 中国联塑单个经销商对应销售额 (万元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

渠道粘性强, 公司盈利更加稳定。塑料管道生产资产较轻, 因此其生产成本中原材料占比较高在 80% 以上, 其价格波动会对企业盈利产生较大影响。但通过复盘公司毛利率表现发现, 即使在原材料上行周期其毛利率依然可以保持相对稳定。正是依靠多年与经销商的紧密合作, 在原材料上涨周期公司可与经销商渠道一起承担, 体现渠道粘性。

图 15: 公司毛利率与 PVC 价格并没有明显的负相关 (元/吨)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

大客户的口碑积累。公司在地产 500 强管材供应商首选率评选中多年以来稳居首位, 且近几年品牌首选率稳步提升, 2020 年首选率达到 29%, 凸显龙头地位。此外近年公司也参与了多个地标性建筑工程, 如北京大兴机场、雄安新区管廊建设、北京冬奥场馆等 HDPE 等产品, 在市政工程领域也积累了良好的口碑。

表 6: 百强地产管材行业首选率

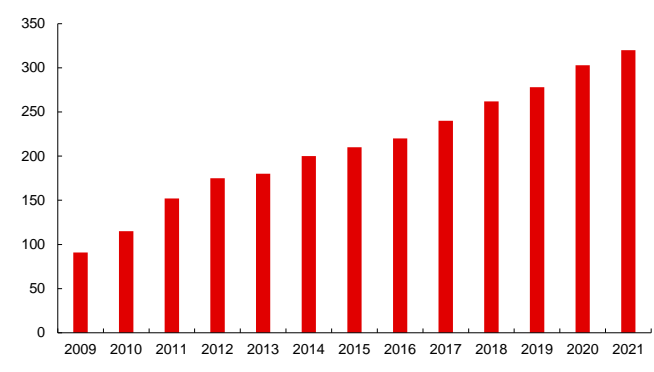
2020			2019			2018			2017			2016		
排名	公司	首选率	排名	公司	首选率	排名	公司	首选率	排名	公司	首选率	排名	公司	首选率
1	中国联塑	29%	1	中国联塑	27%	1	中国联塑	25%	1	中国联塑	25%	1	中国联塑	25%

1	联塑	29%	1	联塑	29%	1	联塑	25%	1	联塑	21%	1	联塑	20%
2	日丰	15%	2	伟星	15%	2	伟星	14%	2	伟星	16%	2	伟星	15%
3	永高	14%	3	日丰	14%	3	日丰	12%	3	中财	12%	3	中财	12%
4	中财	13%	4	中财	13%	4	中财	9%	4	金德	9%	4	金德	8%
5	宏岳	6%	5	宏岳	6%	5	金德	7%	5	日丰	7%	5	日丰	7%
6	多联实业	6%	6	多联实业	5%	6	公元	6%	6	公元	5%	6	宏岳	5%
7	川路	5%	7	金德	3%	7	宏岳	5%	7	金牛角	5%	7	川路	4%
8	金牛	3%	8	永高	2%	8	多联管业	4%	8	宏岳	4%	8	公元	3%
9	伟星	2%	9	川路	2%	9	金牛角	3%	9	多联管业	3%	9	金牛角	3%
10	中德	2%	10	金牛	1%	10	中德管业	2%	10	川路	1%	10	多联管业	1%

资料来源：地产行业协会，长江证券研究所

全国布局，规模优势明显。管材行业受体积等影响，具备一定运输半径，尤其是大口径管材，销售半径有限。公司多年来不断扩充生产基地及产能，2021年公司先后在甘肃、四川、江西、广东、福建、新疆、印尼等地拓展生产基地建设，进一步提升整体产能。截至2021年末，公司已拥有超过30个以上的基地，几乎分布于全国各个省份，总产能达到了320万吨。2022年，公司将继续扩建现有厂房，增加生产设备；另计划在广西、甘肃等省份兴建新生产基地。

图 16：中国联塑历年产能变化情况（万吨）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

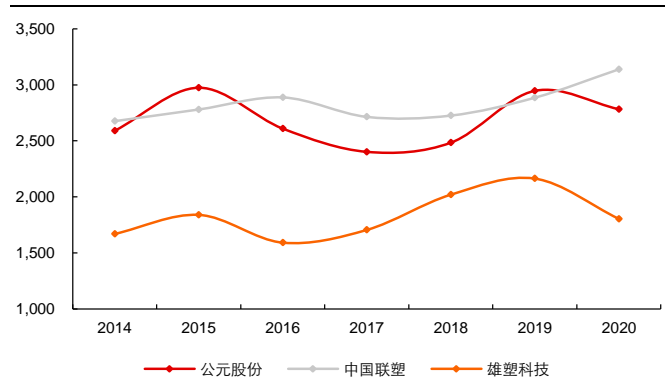
图 17：公司拥有超过 30 个以上的基地



资料来源：公司公告，长江证券研究所

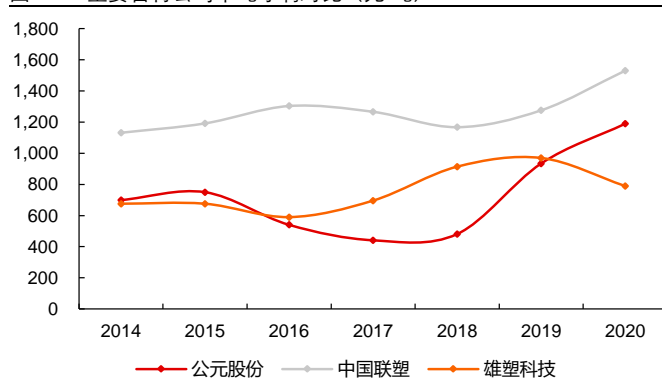
规模优势体现在更高的盈利能力。规模优势直接的体现在快速的产品供应能力以及更低的单吨销售费用；更大的规模也意味着原材料采购议价能力的提升以及原材料的稳定及时供应。将业务结构类似的可比上市公司进行对比发现，公司的单位毛利以及单位净利润明显更高。

图 18: 主要管材公司单吨毛利对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 主要管材公司单吨净利对比 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

管材主业具备更多的可能

管材的应用领域在不断扩大。致力全方位扩展塑料管道及管件的应用层面, 积极开拓其他新领域的领用, 典型的如农业板块的扩展。公司与广东省农业科学院签订战略合作协议, 提供专业的设施农业整体解决方案并进行配套的专用管道销售, 深耕农业、深水养殖等新兴市场产品。

图 20: 以塑料管为主体的海洋养殖平台



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

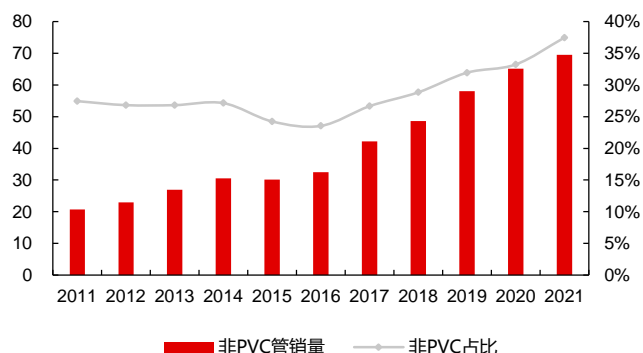
图 21: 以塑料管为主体的农业滴管系统



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

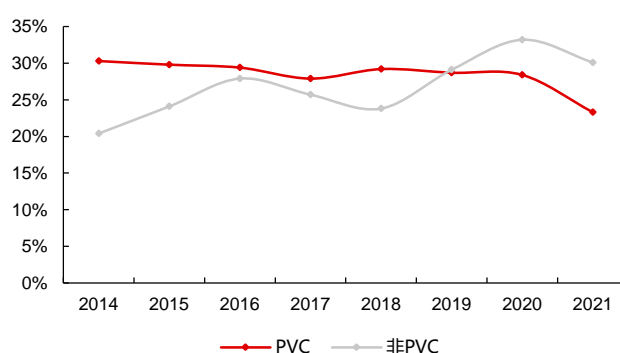
从 PVC 到全品类, 从塑管到钢管。公司塑料管道主要品类为 PVC 管, 近几年随着公司 PVC 管市占率的持续提升, 公司也开始加大 PPR 及 PE 管的推广进一步完善管道产品体系。从占比看, 2021 年公司非 PVC 管道的占比已经提升到了 37%。且从毛利率看, 随着非 PVC 管的销量增加以及公司价格策略调整, 其毛利率已经高于 PVC 管。

图 22: 公司非 PVC 管道销量及占比 (万吨)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

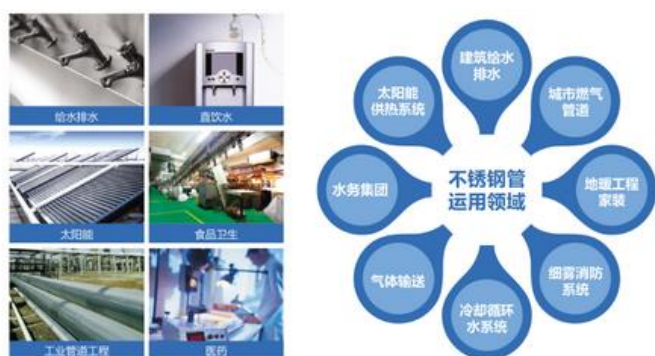
图 23: 公司非 PVC 管毛利率已经高于 PVC 管



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

为紧贴市场趋势, 公司也在不断开发适应市场需求的新产品及新技术。此前公司推出的不锈钢管道产品, 经过初段推广及批量生产, 有望于 2022 年在佛山厂房增设生产线, 全面进行量产。一方面塑料管和不锈钢管渠道协同, 无需额外的费用置出; 另一方面, 更多的应用领域扩张也需要更全面的管道材质匹配。

图 24: 公司不锈钢管的应用领域



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

图 25: 公司不锈钢管-环压管件



资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

品类延伸, 打造综合家居平台

外延扩张是龙头企业发展的必然选择。在家居建材行业, 海外市场走出了非常优秀的一站式综合产品和服务商, 如美国的家得宝、德国的伍尔特等。在国内市场, 不少企业在尝试成为家居建材行业的整合者, 其路径可分为三类, 一是一站式的大卖场模式 (门店式), 如居然之家等; 二是一站式的直销模式 (仓储式), 如坚朗五金、中国联塑 (海外) 等; 三是在单品类建立较强壁垒后开拓新品类, 如北新建材、东方雨虹、三棵树、欧派家居、中国联塑等。

表 7: 不少企业在尝试整合家居建材行

模式	企业	客户对象	建立壁垒的品类	外延的品类
一站式大卖场	红星美凯龙	零售和专业客户 (小 B)	无	
	居然之家	零售和专业客户 (小 B)	无	
	联塑商城	零售和专业客户 (小 B)	无	
一站式直销模式	坚朗五金	专业客户 (小 B)	多品类	
从单品类到多品类	北新建材	专业客户 (大 B 和小 B)	石膏板	龙骨、砂浆、防水材料、建筑涂料等
	东方雨虹	专业客户 (大 B 和小 B)	防水材料	建筑涂料、保温材料、砂浆、无纺布等

三棵树	零售客户 专业客户 (大 B 和小 B)	建筑涂料	防水材料、保温材料、基辅材等
伟星新材	零售和专业客户 (小 B)	管材	净水、防水涂料等
欧派家居	零售客户 专业客户 (大 B 和小 B)	衣柜、橱柜、木门	厨房电器、整体卫浴、墙饰壁纸等
中国联塑	零售客户 专业客户 (大 B 和小 B)	塑料管材	家居配套产品
顾家家居	零售和专业客户 (小 B)	沙发	其他软体家居 (软床、床垫)、红木家具、全屋定制等

资料来源：各公司官网，公司公告，长江证券研究所

综合性建材集团的诞生具备内在逻辑支撑，包括：1) 渠道与客户具备协同：例如大 B 集采层面均面向大型房企进行销售，以及部分在小 B 采取直销和通过下游经销商销售的企业，也可以挖掘客户需求进行多品类供应；2) 产品使用工序具备协同：部分建材品类产品配套使用或工序相邻，例如石膏板与龙骨、门窗五金与密封胶条、外墙保温材料与水泥砂浆和外墙涂料、内墙防水涂料与 ppr 管材等；3) 生产工艺与原材料具备协同：例如建筑涂料与防水涂料均需要采购乳液，石膏板与石膏砂浆共用相同的原材料（脱硫石膏）与煅烧线，采购与生产均具备协同。

表 8：供应商同时中标同一地产商多品类集采的部分案例

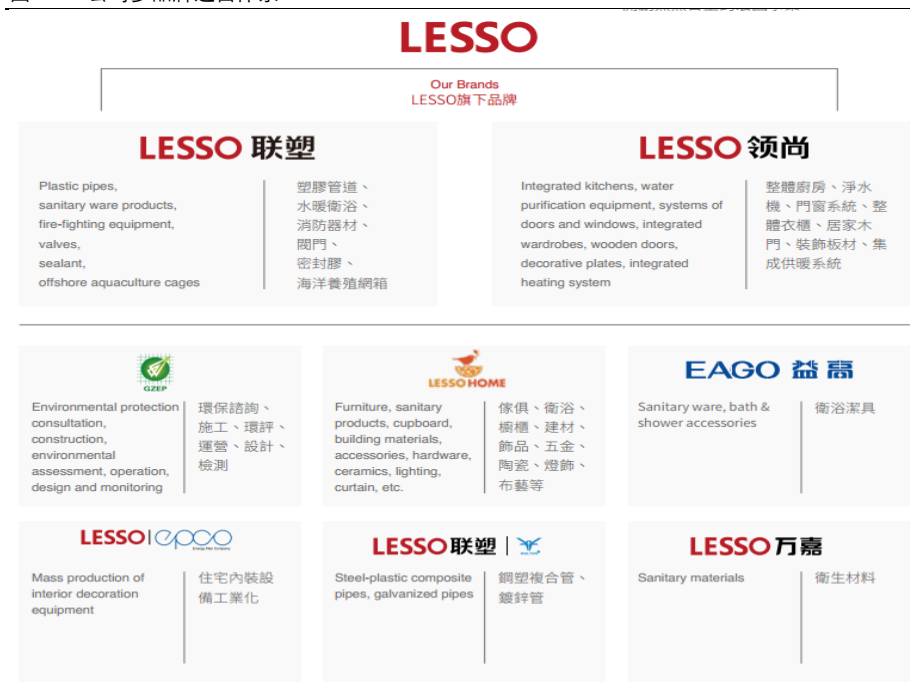
供应商	房企	详情
亚士创能	万科地产	2020 年 4 月，中标万科 2019-2021 年战略集采，包括内外墙涂料、地坪漆、薄抹灰外墙外保温系统等。
海尔智家	世茂地产	2020 年 4 月，成为世茂招标全套智慧家电供应商的中标单位，中标产品除海尔智慧成套家电外，也有卡萨帝高端产品，包含冰箱、洗衣机，大家电、生活家电等共计 65 个产品。
东方雨虹	绿地地产	2020 年 8 月，东方雨虹、德爱威被授予绿地集团“核心供应商”。
东方雨虹	万科地产	2019 年 3 月，东方雨虹、卧牛山、孚达公司斩获万科防水材料类、内外墙保温类、保温涂料工程类“A 级供应商”荣誉称号。
北新建材	当代置业	当代置业 2018 年率先签约全面采用北新建材龙牌石膏板轻钢龙骨系统，2019 年再次率先签约全面采用北新建材防水材料系统。

资料来源：各公司官网，涂界，搜狐地产，新浪地产，长江证券研究所

公司长期着力打造平台型公司。公司充分发挥自身的管道产品专业优势，不断拓展上下游产业链，从单一的管道产品生产企业，发展为管道、建材家居、环保、供应链服务平台等四大产业并行的全球化品牌生态圈，业务覆盖家居装修、民用建筑、市政建设、燃气、地暖、电力通讯、消防、环境保护及农业、海洋养殖等领域，为全球居者提供一站式服务打造建材家居综合龙头。

对于联塑，最大的优势在多年合作积累下的经销商渠道资源以及品牌积淀。公司经销商多年跟随公司成长，一方面已经具备较强的经济实力，另一方面对公司忠诚度较高战略执行力较强。公司在管材行业较深的品牌积淀也奠定了公司多元化发展的基础。

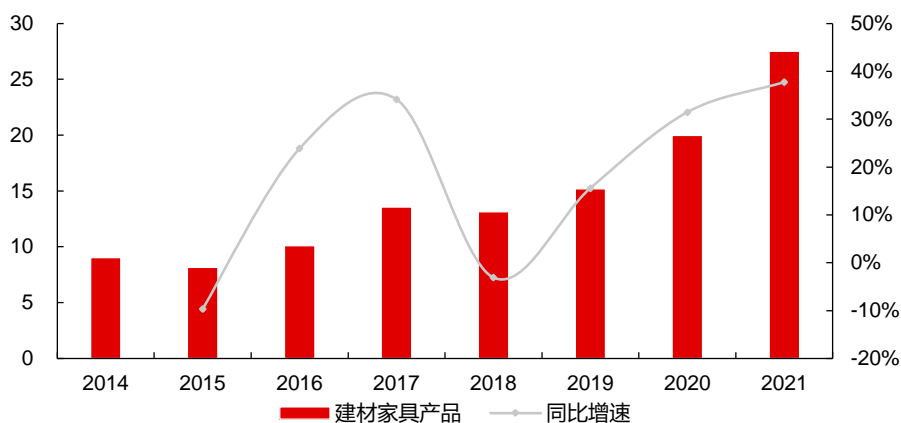
图 26：公司多品牌运营体系



资料来源：公司官网，长江证券研究所

着力打造建材家居产业综合龙头。近几年建材家居业务快速增长，2021 年公司建材家居业务收入达到了 28 亿左右，占比提升到了 9%，且随着收入规模的扩大，其盈利能力也有望快速提升，未来有望与塑料管齐头并进。

图 27：公司建材家居业务近几年增长较快（亿元）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

进军分布光伏，渠道价值变现

2022 年 1 月初成立广东联塑班皓光伏新能源科技有限公司，拓展光伏产业，致力于为工商企业、家庭提供一体化的能源解决方案。联塑班皓将提供建筑应用光伏(BAPV)解决方案，以及咨询、设计、研发、工程、安装、维修和运营一体化的专业服务，公司计划投入 3 条生产线，组装及生产光伏产品，预期将于 2022 年底推出市场。

表 9：联塑班皓子公司情况

公司名称	成立时间	注册资本	持股比例
江西联塑班皓新能源发展有限公司	2022/2/24	6000 万	100%
湖南联塑班皓新能源发展有限公司	2022/3/16	6000 万	100%

资料来源：企查查，长江证券研究所

政策端持续加码分布式。整县推进于 2021 年 6 月 20 日由国家能源局提出，是一场全国组织开展的整县推进屋顶分布式光伏开发试点工作，其核心目的便是在于加快推进屋顶分布式光伏的发展。整县推进对各类建筑光伏覆盖比例均作出具体要求，有望显著提高未来几年分布式开发规模。

表 10：分布式光伏相关政策

日期	政策发行主体	文件名称	核心内容
2021 年 9 月 8 日	国家能源局	《公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知国能综通新能〔2021〕84 号》	提出整县推进
2021 年 7 月 9 日	国家能源局	对分布式光伏电站整县推进政策的疑问？	一是自愿不强制；二是试点不审批；三是到位不越位；四是垄断不竞争
2021 年 6 月 20 日	国家能源局	国家能源局综合司下发关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知	全国共有 676 个列为整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点

资料来源：国家能源局，长江证券研究所

在整县推进提出之后的 2021 年 10 月，国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案》，其中强调坚持集中式与分布式并举，特别强调对可再生能源建筑应用的深化，指出到 2025 年，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%，相较于整县推进中要求的工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%，要求进一步提升。

表 11：碳达峰行动方案中对分布式要求进一步提升

比较对象	此前目标来源	此前目标	碳达峰行动方案目标
城镇可再生能源替代民用建筑常规能源消耗比重	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	2025 年超过 6%	2025 年超过 8%
党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例	《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	50%	50%
学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例		40%	50%
工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例		30%	50%

资料来源：中国政府网，长江证券研究所电新小组

若《方案》要求的覆盖率目标能够达成，仅新建公共机构建筑+厂房就能够提供千亿级的市场。若未来竣工面积保持稳定，按照每 4.4 元/Wp，平米装机 200Wp 测算，考虑到《方案》要求的 50%覆盖率，若该目标能够达成，按照 2020 年竣工面积计算，对应分

布式屋顶装机规模将达到 26.9GW，市场空间 1183.1 亿元；其中公共机构建筑对应 8.4GW/369.4 亿元，厂房对应 18.5GW/813.7 亿元。

图 28：新建公共机构建筑+厂房未来装机规模测算（GW）

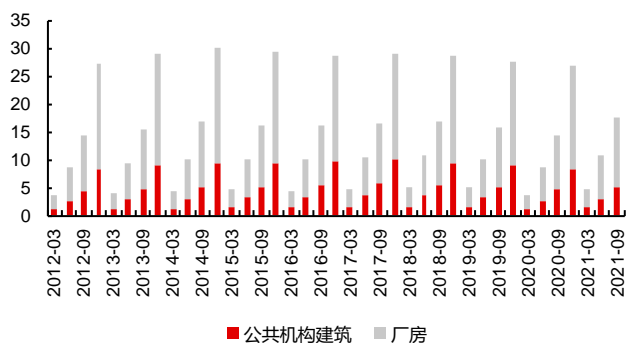
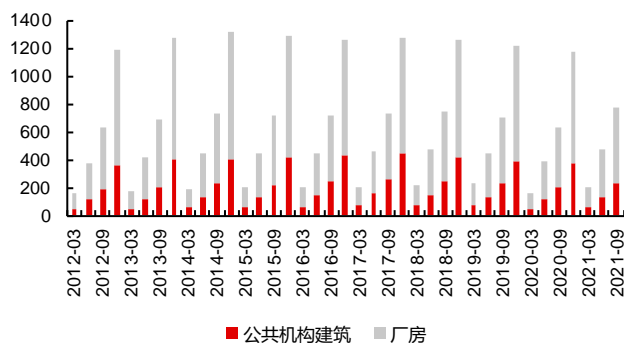


图 29：新建公共机构建筑+厂房未来分布式市场空间测算（亿元）

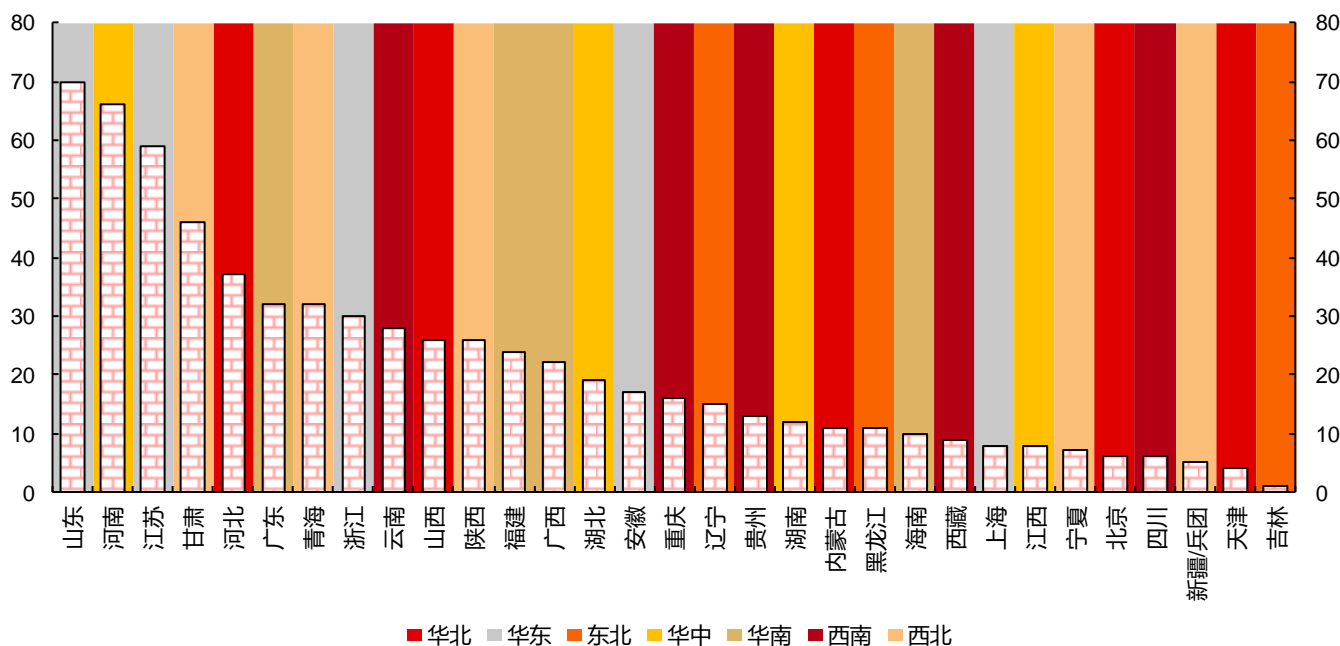


资料来源：Wind，长江证券研究所建筑小组

资料来源：Wind，长江证券研究所建筑小组

整县屋顶分布式试点启动，范围涵盖约 20%县以上行政区。今年 6 月能源局印发了《国家能源局综合司关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》（以下简称《通知》），后全国各省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团均已按《通知》要求报送了试点方案，涉及试点县（市、区）合计 676 个。此次试点规模较大，考虑到我国县以上行政区划约 3000 个的总量，试点地区数量已经达到县以上行政区划的 20% 以上。

图 30：整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点地区（个）

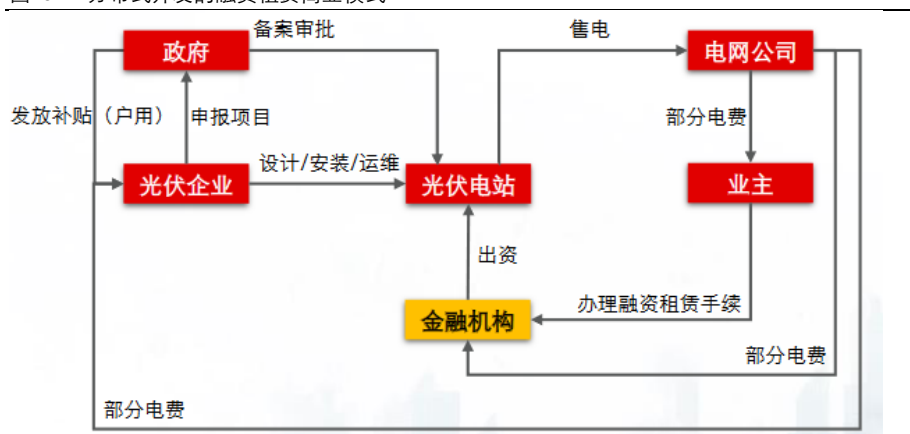


资料来源：能源局，长江证券研究所

分布式光伏可以采取轻资产模式。从建设方来看：民营光伏企业是主体。分布式光伏电站规模小、站点多、运维难度大，而民营电站运营企业决策相对灵活，项目开发效率高，更加适合分布式开发。从投资方来看：业主，光伏企业，金融机构都可参与。从企业角度可将不自持电站商业模式称为轻资产模式，这一模式也给了民营企业更多参与的机会。

- ✓ **贷款安装模式。**由商业银行为业主提供贷款服务，光伏企业为业主提供电站设计、建设、运维服务并赚取 EPC 及运维费用，电站所有权归业主所有，发电可由业主自用或者上网销售。典型案例包括正泰安能“安益宝”、天合富家“贷款购”等。
- ✓ **融资租赁模式。**金融机构和光伏企业合作，由金融机构出资，由光伏企业开发建设赚取 EPC 及运维费用，业主几乎不需要支付前期费用，仅需和金融机构签署融资租赁协议。协议期内（通常为 12-15 年），发电收益按照一定比例分三部分，一部分给业主，一部分给金融机构（相当于租金），一部分分给光伏企业（相当于运维费用）。典型案例包括天合光能“合约购”、创维光伏等。

图 31：分布式开发的融资租赁商业模式



资料来源：长江证券研究所电新小组

公司优势匹配分布式光伏需求。光伏组件的终端生产壁垒并不高且产品大多同质化，分布式光伏领域的核心竞争力在于屋顶资源和融资能力。分布式光伏项目采用备案制，因此区别于地面集中电站，分布式光伏不依赖于路条资源且更偏个性化，需要针对相对零散的屋顶做出针对性的防水、承重等设计，公司可以通过现有经销渠道去寻找优质的屋顶资源，公司拥有 2600 多家一级经销商，且多为多年合作，粘性强具备一定资金实力和地方资源。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。