

2022年07月01日

消费建材龙头重塑竞争力，经营质量有望进入提升通道

增持（首次）

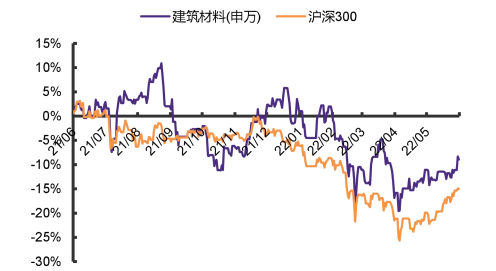
投资要点

分析师：黄俊伟
执业证书编号：S1050522060002
邮箱：huangjw@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
建筑材料（申万）	2.9	2.0	-9.0
沪深300	1.2	-4.6	-15.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

下半年地产竣工端复苏预计“接踵而至”

2022年以来，地产的放松政策持续加码，从喊话“促进房地产市场的良性发展”和“因城施策”，到明确“今年不扩大房地产税改革试点”、央行降息降准保驾护航和降低LPR等，房地产“政策底”已筑实。同时地产基本面底已现底部复苏态势，5月房地产销售金额/面积/资金来源分别环比增长30%/26%/15%，6月至今30大中城市商品房销售面积环比继续增长77%。进入下半年，随着经济稳增长力度加大/房企推盘节奏加快，地产销售端有望继续环比改善，而房企下半年海内外到期债券金额环比上半年有所下滑，预计房企在“保现金、保交付”的权衡上将向后者有所倾斜，由此带来竣工端复苏，消费建材整体经营环境有望持续改善。

消费建材龙头企业进入“群雄逐鹿”阶段，倒逼龙头企业重塑核心竞争力

消费建材各细分行业龙头企业市占率多已超10%，截至2021年东方雨虹/立邦(中国)/坚朗五金/兔宝宝/中国联塑在各自细分行业市占率分别为16.0%/13.0%/13.0%/3.8%/15.2%。消费建材龙头之间竞争进入更激烈阶段，我们认为这对于消费建材龙头企业来讲机遇大于风险，强大的外部压力将倒逼消费建材龙头企业进行全方位竞争力重塑，包括：1) 材料端向上游延伸，拉大成本和中小企业的优势；2) 人员端持续扩张和激励，员工“战斗力”和中小企业拉开差距；3) 品类端持续扩充，新品类对中小企业形成“降维打击”；4) 产品和服务端延伸产品服务链条，对中小企业形成“升维打击”。我们认为消费建材竞争力重塑后，其市占率有望进入持续提升阶段。

市场结构趋势性改善，消费建材经营质量进入中长期上升通道

新建市场方面，伴随着房地产去杠杆完成，央国企/城投城建将逐渐成为房地产市场主力，我们预测至2025年央国企/城投城建有望占据房地产市场的2/3左右。另外，土地溢价率近年来大幅降低，使得央国企/城投城建拿地成本大幅下降，央国企/城投城建降低建安成本的必要性减弱，叠加央国企/城投城建的企业属性，我们认为消费建材龙头企业通

过激烈价格竞争策略获取市场份额的必要性趋于下降。存量市场方面，截至2020年，我国城镇房屋建筑面积约为351.05亿平，2012-2016年为房屋竣工大年，按10年翻修周期则从今年开始存量房屋翻修有望进入大年，叠加绿色建材下乡政策提升消费者环保意识，存量市场或正酝酿量价齐升阶段。

行业评级及投资策略

随着消费建材龙头全方位重塑核心竞争力，消费建材龙头市占率提升将进入更稳定更可预期阶段，同时下游市场结构性变化使得消费建材龙头经营质量进入中长期提升通道当中，叠加下半年房地产竣工端复苏，我们给予消费建材行业“增持”评级。

风险提示

地产竣工复苏低于预期、原材料价格大幅波动风险、个别在险房企“暴雷”、疫情控制程度低于预期、价格竞争程度高于预期、推荐个股业绩不及预期等。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	20220630 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002271.SZ	东方雨虹	51.47	1.67	2.09	2.67	31.59	24.68	19.28	未评级
300737.SZ	科顺股份	13.18	0.58	0.87	1.16	27.81	15.09	11.35	未评级
603737.SH	三棵树	129.43	-1.11	2.52	4.08	-125.65	50.88	31.50	未评级
002791.SZ	坚朗五金	129.72	2.77	3.35	4.65	65.65	38.74	27.89	未评级
002372.SZ	伟星新材	24.04	0.77	0.94	1.12	31.65	25.49	21.54	未评级
002043.SZ	兔宝宝	11.60	0.96	1.03	1.26	12.63	11.28	9.20	未评级
002918.SZ	蒙娜丽莎	18.72	0.76	1.38	1.99	37.73	13.60	9.41	未评级
000786.SZ	北新建材	34.62	2.08	2.40	2.84	17.25	14.41	12.19	未评级
000910.SZ	大亚圣象	9.17	1.09	1.21	1.36	12.33	7.59	6.75	未评级
300715.SZ	凯伦股份	14.00	0.18	0.73	0.97	100.40	19.19	14.46	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：表中上市公司盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、地产筑底完成，下半年或转向管控资产负债率	5
1.1、房地产行业“政策底”已完成	5
1.2、房地产销售先行复苏	8
1.3、房地产竣工端复苏有望“接踵而至”	8
2、“群雄逐鹿”，消费建材龙头全方位提升竞争力	10
2.1、消费建材行业进入“战国时代”，竞争逐渐白热化	10
2.2、龙头全方面提升竞争力迎接行业格局新阶段	11
3、市场趋势性结构变化，消费建材龙头经营质量有望进入长期提升通道	14
3.1、增量市场：央国企成为楼市主力或重塑消费建材竞争策略	14
3.2、存量市场：房屋翻新焕发新生机	16
4、行业评级及投资策略	17
5、重点推荐个股	18
6、风险提示	18

图表目录

图表1：2022年至今关于房地产政策的重要表态	5
图表2：2022年至今部分地区房地产放松政策	6
图表3：5月商品房销售额环比增长	8
图表4：5月商品房销售面积环比增长	8
图表5：5月房地产资金来源出现环比改善	8
图表6：6月30城商品房成交面积环比增长	8
图表7：2022年5月房地产竣工面积环比仅略改善	9
图表8：2021年房地产海内外到期债券合计（亿元）	9
图表9：消费建材龙头市占率快速提升	10
图表10：大B端龙头之间份额竞争激烈	10
图表11：消费建材龙头向上游扩张情况一览	11
图表12：2022年6月各公司招聘人数	11
图表13：2021年以来部分消费建材龙头企业股权激励计划一览	12
图表14：2021至2022年消费建材上市公司投资情况一览	12
图表15：消费建材龙头跨界“争霸”，旨在成为大建材平台公司	13
图表16：德爱威营收同比增长快于东方雨虹	13

图表17：伟星新材其他业务收入快于主业 13

图表18：各龙头公司渠道下沉结果显著 14

图表19：2022年首轮集中供地中，央国企和城建城投成拿地主力 14

图表20：2025年之前央国企和民企拿地建面趋势预测（单位：亿平） 15

图表21：100大中城市成交土地溢价率持续下滑 15

图表22：存量房屋改造面积预测表 16

图表23：2012-2016年为近年来房屋竣工面积高峰期 16

1、地产筑底完成，下半年或转向管控资产负债率

1.1、房地产行业“政策底”已完成

房地产去杠杆近完成。在2021年房地产行业经历了一轮快速的去杠杆进程，房地产高杠杆运行风险得到了遏制，部分高杠杆房企市占率快速下滑甚至可能退出市场，楼市金融风险得到一定程度的纠偏。但快速去杠杆也导致房地产行业整体融资难度加大，消费者对商品房消费信心下降，特比是2022年以来受到经济下行压力、国际局势以及疫情等多重因素影响，我国商品房销售同比出现快速下滑，导致房地产资金链风险进一步加大。

地产“政策底”已夯实。房地产市场对经济/就业/地方财政影响重大，自2022年以来，地产的放松政策持续加码，从喊话“促进房地产市场的良性发展”和“因城施策”，到明确“今年不扩大房地产税改革试点”/央行降息降准保驾护航，地产“政策底”已夯实。根据克而瑞统计，目前至少有175省市响应了因城施策的放松政策，目前主要集中在二、三线城市。

图表 1：2022 年至今关于房地产政策的重要表态

时间	机构	会议	详细内容
1月17日	发改委	《国家发展改革委关于做好近期促进消费工作的通知》	发改委提出：“ 促进住房消费健康发展，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。 ”
1月18日	国新办	2021年金融统计数据新闻发布会	央行副行长刘国强表示，当前重点的目标是稳，政策的要求是发力，要充足发力、精准发力和靠前发力。金融市场司司长邹澜表示，央行将保持房地产金融政策连续性、一致性、稳定性，稳妥实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度， 因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
1月20日	住建部	城乡建设工作会议	住建部城乡建设工作会议表示：“ 充分释放居民住房需求。 ”
2月24日	住建部	推动住房和城乡建设高质量发展发布会	住建部副部长倪虹表示， 坚决有力处置个别房企因债务违约所引发的房地产项目逾期交付风险 ，以“保交楼、保民生、保稳定”为首要目标，压实企业主体责任，落实属地政府管理责任，维护购房群众合法权益。
3月2日	国新办	促进经济金融良性循环和高质量发展新闻发布会	郭树清在发布会上表示，2021年重点领域金融风险持续得到控制，宏观杠杆率下降大约8个百分点，金融体系资产扩张恢复到较低水平， 房地产泡沫化、金融化势头得到扭转。
3月4日	银保监会、央行	《关于加强新市民金融服务工作的通知》	3月4日，银保监会、央行发文提出， 因城施策执行好差别化住房信贷政策 ，对符合购房政策要求且具备购房能力、收入相对稳定的新市民，合理满足其购房信贷需求。
3月5日	两会	《2022年政府工作报告》	两会政府工作报告提出， 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期， 因城施策促进房地产业良性循环。
3月8日			全国政协经济委员会副主任刘世锦表示， 短期内货币政策重在稳地产 ，财政政策重在稳基建。
3月16日		国务院金融委专题会议	金融委召开专题会议指出，关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案， 提出向新发展模式转型的配套措施。 银保监会、央行、证监会和外汇局纷纷部署落实工作，要求防范化解房地产市场风险，促进房地产业良性循环和健康发展。财政部也表示，综合考虑各方面的情况， 今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。
4月18日	央行和外汇局	《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》	央行和外汇局紧急出台23条举措，第十三条提及房地产：完善住房领域金融服务： 因城施策实施好差别化住房信贷政策，合理确定辖区内商业性个人住房贷款的最低首付比例、最低贷款利率要求； 金融机构要区分项目与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度：不抽贷、断贷、压贷，不搞‘一刀切’，保持开发贷款平稳有序投放。商业银行、金融资产管理公司等要做好重点房企风险处置项目并购金融服务，加大并购债券融资支持力度； 金融机构要在风险可控基础上，适度加大流动性贷款支持力度，满足建筑企业合理融资需求 ，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持建筑企业融资连续稳定。
4月29日	中共中央	中央政治局会议	政治局会议强调， 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位 ，支持各地从当地实际出发完善房地产政策， 支持刚性和改善性住房需求 ，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。
5月4日	证监会、央行、银保监会		4日证监会表态要 积极支持房企债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围 ；银保监会提出要落实好 差别化住房信贷政策 ，支持首套和改善性住房需求；央行也表示要 继续优化房地产信贷政策。

5月6日	中共中央、国务院	《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》	中共中央、国务院印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，到2025年，以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展。
5月11日	证监会	《开展民营企业债券融资专项计划 毫不动摇支持民营经济健康发展》	交易所债券市场推出民营企业债券融资专项支持计划，以稳定和促进民营企业债券融资。
5月15日	央行	《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》	央行、银保监会发布通知，全国首套房贷利率下限调整为相应期限LPR减20个基点，二套房贷利率仍保持相应期限LPR加60个基点不变。
5月25日	国务院	全国稳住经济大盘电视电话会议	国务院提出支持金融资产管理投资公司通过收购不良资产盘活闲置资产，鼓励更多符合条件的基础设施REITs项目发行上市。
6月24日	深交所	《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》	通知提出，支持优质房地产企业盘活存量资产。允许优质房地产企业进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目，促进房地产行业平稳健康发展。

资料来源：中国人民银行官网，住建部官网，国务院官网等，华鑫证券研究

图表 2：2022 年至今部分地区房地产放松政策

线级	地级市	四限政策				政策表态	信贷融资	公积金 购房	其他
		限贷	限购	限价	限售				
省	江苏						√		
省	河北						√		
省	河南	√							
省	广西							√	
省	甘肃							√	
一线	北京					√			√
一线	上海					√	√		√
一线	广州		√				√		√
一线	深圳					√		√	
二线	成都								√
二线	福州		√			√			
二线	贵阳	√				√		√	
二线	海口	√		√	√	√			√
二线	杭州	√				√	√		
二线	昆明	√						√	√
二线	南昌	√				√			
二线	南宁							√	√
二线	哈尔滨				√				
二线	青岛				√			√	
二线	长春							√	
二线	南通	√		√					
二线	宁波	√				√			
二线	苏州				√		√		
二线	南京		√		√				
二线	天津			√		√		√	
二线	武汉					√			√
二线	西安						√		

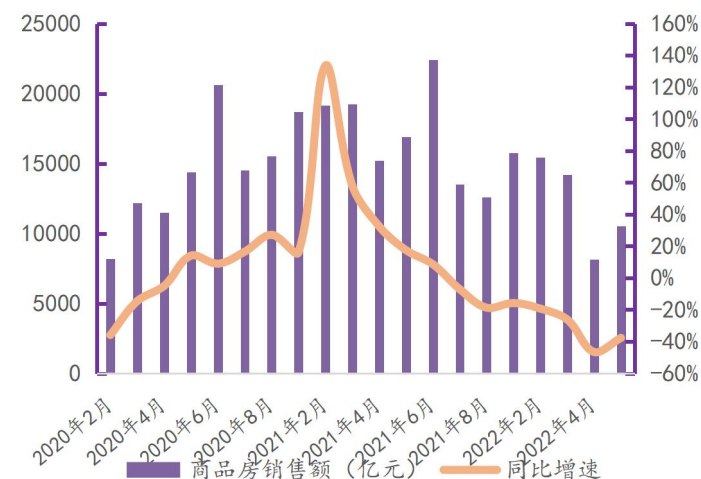
二线	长沙			√			√
二线	兰州	√	√			√	√
二线	郑州	√	√		√		√
二线	重庆	√				√	√
三四线	达州					√	
三四线	德州	√			√	√	
三四线	东莞		√	√		√	√
三四线	梅州				√		
三四线	临沂				√		
三四线	芜湖					√	
三四线	扬州		√	√		√	
三四线	无锡		√			√	
三四线	淮安					√	
三四线	白银				√		
三四线	潍坊				√		
三四线	佛山			√			√
三四线	赣州	√				√	
三四线	菏泽	√					
三四线	衡阳						√
三四线	湖州						√
三四线	惠州						√
三四线	晋中					√	
三四线	绍兴						√
三四线	唐山					√	
三四线	温州	√				√	
三四线	新乡					√	
三四线	宜城					√	
三四线	自贡		√				
三四线	中山		√			√	

资料来源：各地方政府官网，华鑫证券研究

1.2、 房地产销售先行复苏

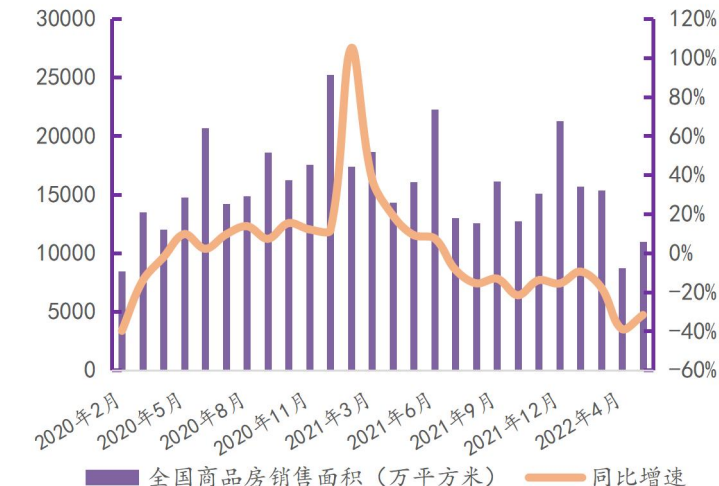
随着稳增长政策陆续出台、宽货币保驾护航，各项地产数据都出现了回暖。在销售端，5月全国商品房销售面积和销售金额分别为10,970万平方米和1.05万亿元，环比增长26%和30%。在资金端，5月房地产资金来源环比增长15%。

图表3：5月商品房销售额环比增长



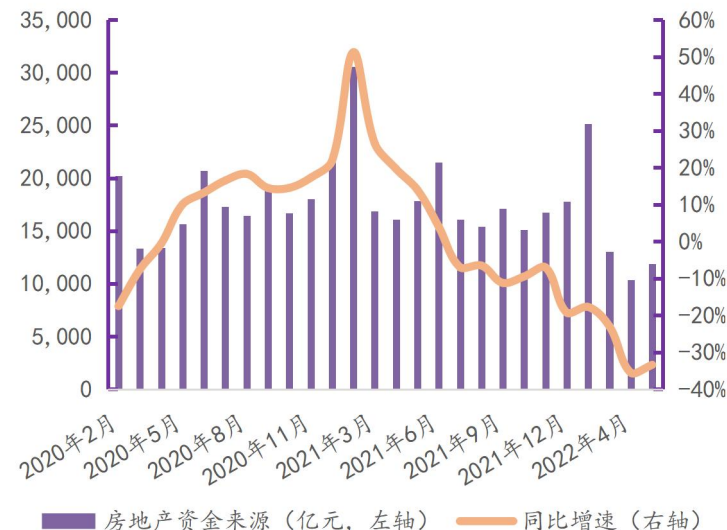
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表4：5月商品房销售面积环比增长



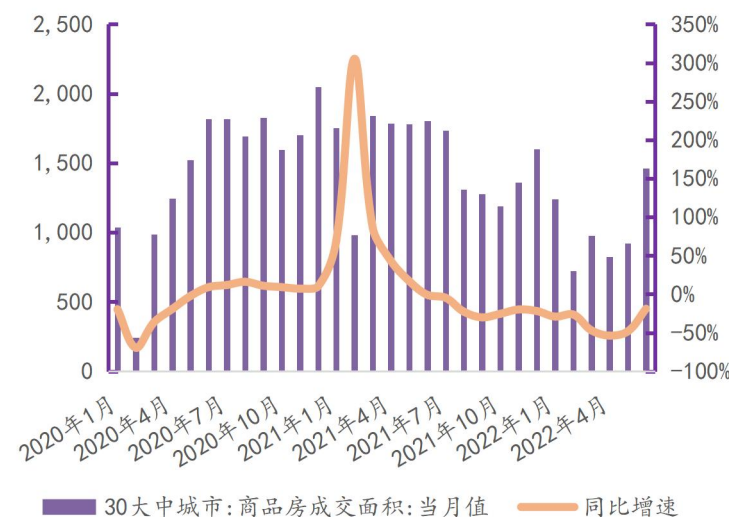
资料来源：wind，华鑫证券研究

图表5：5月房地产资金来源出现环比改善



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表6：6月30城商品房成交面积环比增长



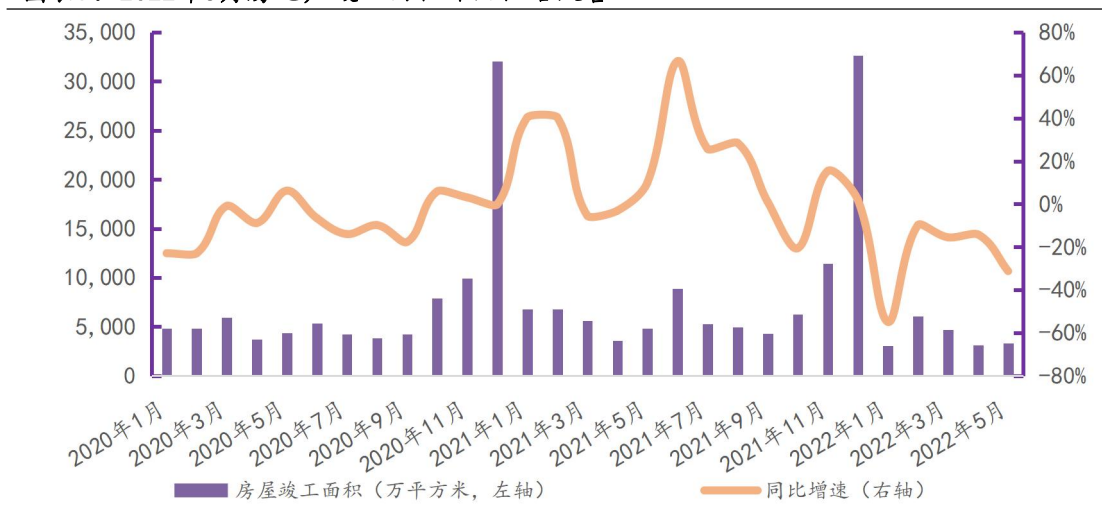
资料来源：wind，华鑫证券研究

1.3、 房地产竣工端复苏有望“接踵而至”

尽管5月房地产销售端和资金来源边际有所改善，但房地产竣工端仍旧表现较为低迷，5月房地产竣工面积0.3亿平，同比下降31%，环比小幅增长7%。消费建材多为房地

产“后周期”产品，叠加疫情影响，导致上半年消费建材龙头企业经营仍旧面临压力。

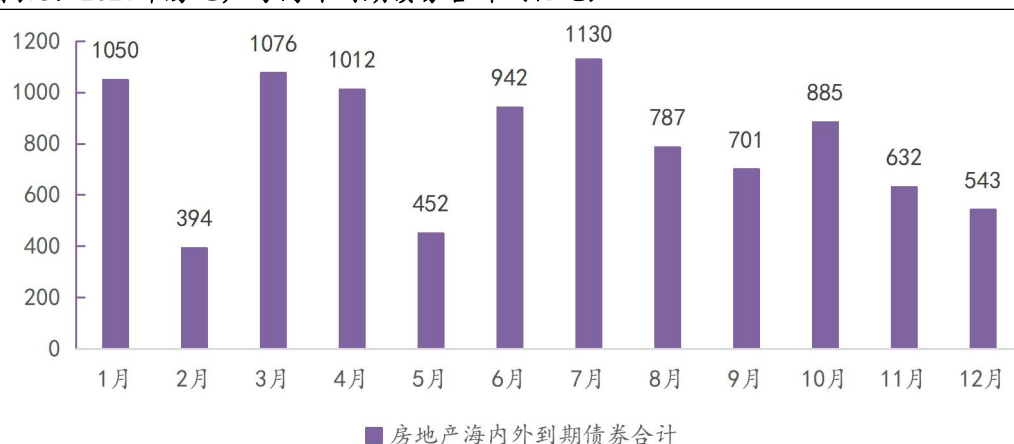
图表7：2022年5月房地产竣工面积环比略改善



资料来源：wind，华鑫证券研究

我们认为，5月房地产竣工端没有跟随销售端同步复苏的核心原因是目前房地产企业仍旧在努力解决资金链风险，一方面2022年1-4月房地产海内外到期债券金额较大，另一方面销售端持续承压，导致上半年房地产企业整体资金链风险较大，降低资金链风险成为房地产企业最需要优先解决的问题。而随着5月以及下半年销售端的持续复苏，叠加下半年房地产海内外到期债券金额较上半年环比有所下降，我们认为下半年房地产企业将逐渐从“管控资金链风险”转向“管控资产负债率风险”，而加速竣工降低合同负债是目前房地产企业降低资产负债率最为方便的手段。因此，我们判断房地产竣工端有望在下半年迎来复苏。

图表8：2021年房地产海内外到期债券合计（亿元）



资料来源：贝壳研究院，华鑫证券研究

2、“群雄逐鹿”，消费建材龙头全方位提升竞争力

2.1、消费建材行业进入“战国时代”，竞争逐渐白热化

消费建材龙头进入“地位奠定”关键时期。我们认为，消费建材龙头在各细分市场市占率从10%-30%提升阶段过程中将面临极大的竞争压力，这种市场份额的增加不仅来自侵蚀行业内中小企业的份额，也可能是来自于行业内其他优秀公司的市场份额，将导致龙头企业之间的竞争进入新的阶段。

消费建材龙头地位依旧不稳。近年来消费建材各细分领域龙头企业均呈现快速增长态势，各细分领域的龙头企业在2017年至2021年期间市场占有率都迅速提高，多数细分市场龙头企业占有率在2021年都超过了10%。同时，行业内“龙二”企业的市占率虽然距离“龙一”较远，但是依然处于一个较快的增长轨道上，对“龙一”地位仍旧构成威胁。其中值得注意的是，近年来涂料领域的龙头企业立邦（中国）受到了三棵树极大的挑战。

图表9：消费建材龙头市占率快速提升

细分行业	2017年 CR1	2021年 CR1	2017年 CR2	2021年 CR2
防水	5.2%	16.0%	6.0%	19.1%
涂料	14.1%	13.0% (2020)	16.2%	19.6% (2020)
五金	5.7%	13.0%	—	—
管材	13.2%	15.2%	14.5%	17.0%
人造板	1.7%	3.8%	2.5%	4.8%

注：各行业龙头（按照市占率从高到低顺序）：

防水：东方雨虹、科顺；涂料：立邦、三棵树；五金：坚朗五金；管材：联塑、伟星；人造板：兔宝宝、大亚圣象

资料来源：兔宝宝公司公告、中塑协官网、Wind、涂界等，华鑫证券研究

率受到挑战，部分领域挑战者增长迅速。龙头之间的竞争在大B渠道的表现尤为明显，根据近年来CR3在优采平台的首选率，我们发现大B渠道领域，“龙一”的首选率整体处于上升通道之中，但“龙二”的首选率却并没有出现趋势性上升的态势，“龙二”、“龙三”在大B渠道仍旧面临着不确定性。此外，涂料龙头立邦（中国）2021年品牌首选率较2017年低1pct，防水龙头雨虹虽然2017-2021年首选率提升5pct，但2021年较2020年则边际有所下滑。整体来看，龙头之间的竞争异常激烈，“龙一”市场份额并非完全不可动摇。

图表10：大B端龙头之间份额竞争激烈

各龙头公司 2017-2021 首选率变动情况			
	龙一	龙二	龙三
防水	东方雨虹 25%→30%	科顺 19%→18%	北新 0%→10%
涂料	立邦 19%→18%	三棵树 17%→17%	亚士漆 16%→9%
五金	坚朗 17%→20% (2016-2020)	兴三星 10%→17% (2018-2020)	国强 12%→13%
管材	联塑 25%→30%	伟星 14%→14%	日丰 12%→15%

资料来源：优采，华鑫证券研究

将压力变成动力，消费建材龙头企业的激烈竞争将重塑各龙头核心竞争力。我们认为，消费建材龙头企业之间的激烈竞争将倒逼各龙头企业全方面提升实力，有望复制家电行业龙头之间竞争的路径，最终将导致行业集中度快速提升。

2.2、龙头全方面提升竞争力迎接行业格局新阶段

2.2.1、原材料端：龙头加快向上游布局，强化生产成本优势

降成本将成为消费建材龙头企业的战略选项。近年来，消费建材原材料价格整体呈现上升趋势，冲击企业盈利能力。同时在产品同质化严重、市场竞争激烈的行业环境下，消费建材公司通过提价转移原材料成本压力并非轻而易举，消费建材龙头时常面临着“要份额和要利润”之间的权衡。在此背景下，2021年以来消费建材龙头企业加速对上游进行布局，行业“内卷”背景下，我们预计加速向上游进行拓展均将成为消费建材龙头企业的战略选项。

图表11：消费建材龙头向上游扩张情况一览

公司名称	上游扩张事件	涉及原材料
东方雨虹	与扬州化工业园区签订 30 亿元投资协议	VAE 乳液及 VAEP 胶粉
兔宝宝	增资佳饰家公司获得 4.9% 股权	板材饰面装饰纸供应商
大亚圣象	战略储备 20 万亩林地资源	林业资产
北新建材、科顺股份、凯伦股份	签订防水行业供应链战略合作协议，共同出资组建北新科顺凯伦供应链有限公司	供应链管理

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

2.2.2、人才端：龙头逆势扩招储备人才，股权激励刺激狼性文化

招聘寒冬之下，消费建材龙头仍逆势扩招。人才扩充差异反映的是龙头企业的资金实力优势，我们对比智联招聘网上2022年6月份防水、涂料和五金细分领域龙头和非龙头招聘人数的差异可以发现，龙头仍旧在大力扩充人才，而非龙头招聘人数远远低于龙头企业。人才是保证消费建材公司成长的重要因素，逆势扩招人才将继续强化龙头企业竞争力。

图表12：2022年6月各公司招聘人数

细分行业	公司名称	招聘人数（人）
防水	东方雨虹	109
	卓宝科技	4
涂料	立邦中国	347
	华润涂料	7
五金	坚朗五金	100
	国强五金	3

资料来源：智联招聘网站，华鑫证券研究

高目标股权激励计划，激励员工“狼性”。人才扩充的同时，近年来消费建材公司频繁推出股权激励，配套高业绩考核目标，极大增强员工的黏性和“狼性”。

图表13：2021年以来部分消费建材龙头企业股权激励计划一览

公司名称	覆盖人数 (人)	激励股票数量 占当时总股本	业绩考核目标
东方雨虹	4160	2.20%	四个行权期业绩考核目标分别为2021/2022/2023/2024年扣非归母净利润以2020年为基数的增速不低于25%/56%/95%/144%，且每年应收账款增长率不高于营收增长率
科顺股份	391	1.52%	三个行权期业绩考核目标分别为2022/2023/2024年扣非归母净利润以2021年为基数的增速不低于25%/56%/95%，且每年经营性现金流量净额大于零
凯伦股份	161	2.28%	三个行权期业绩考核目标分别为2021/2022/2023年扣非归母净利润以2020年为基数的增速不低于35%/70%/105%
坚朗五金	1714	1.87%	五个行权期业绩考核目标分别为2021/2022/2023/2024年营业收入以2020年为基数的增速不低于30%/66.4%/108%/160%/225%

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

2.2.3、品类端：兼并收购再布棋局，增资新设积极跨界

消费建材龙头彼此跨界，大消费建材平台“雏形”初现。消费建材品类繁多，但下游重叠程度很高，主要为房地产和基建市场。消费建材龙头彼此跨界一方面源于下游客户“一站式”需求的应对，另外一方面也是各个消费建材龙头企业追求成为大建材平台的内在诉求。2021年年报中，多家消费建材龙头企业表示将兼并收购列为未来三年重要发展战略。

图表14：2021至2022年消费建材上市公司投资情况一览

公司名称	设立/收购标的	标的公司业务领域	取得方式
北新建材	禹王防水建材集团有限公司	防水	收购
	四川蜀羊防水材料有限公司	防水	收购
	天津灯塔涂料工业发展有限公司	涂料	收购
	北新涂料有限公司	涂料	新设
	北新建材（泰国）有限公司	石膏板	新设
东方雨虹	宁夏建筑设计研究院有限公司	工程设计	收购
	北京虹昇科技有限公司	工程设计	收购
	虹嘉工业涂料有限公司	涂料	新设
科顺股份	丰泽智能装备股份有限公司	减隔震	收购
伟星新材	新加坡捷流公司	排水排污	收购
三棵树	廊坊富达新型建材有限公司	节能保温	收购
	江苏麦格美节能科技有限公司	节能保温	收购
	上海三棵树小森新材料科技有限公司	板材	新设
中国联塑	中油佳汇（鹤山）科技有限公司	防水	收购
	广东联塑班皓光伏新能源科技有限公司	光伏	新设
坚朗五金	广东道尔电科技术有限公司	新能源充电桩	新设

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

消费建材龙头对于新品类的定位高。由于新品类可以借助消费建材龙头企业原有渠

道和销售体系进行扩张，消费建材龙头对于新品类的定位基本为第二主业。

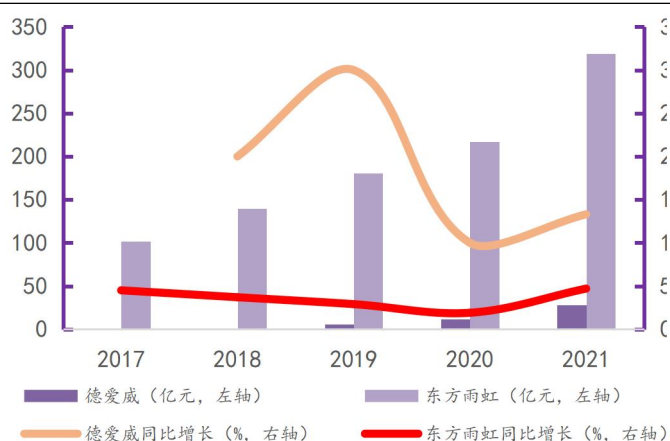
图表15：消费建材龙头跨界“争霸”，旨在成为大建材平台公司

龙头企业	横向扩张	战略打造	渠道布局	跨界认可度
东方雨虹 (防水)	2016年收购德爱威 (涂料)	“强强联合”	建筑涂料生产线年设计产能近50万吨。在河北保定建厂，拓展北方市场；在贵州新建生产基地，巩固南方市场。	德爱威荣获“2021 中国房地产开发企业 500 强首选品牌”
伟星新材 (管道)	2017年设立咖乐防水 (防水)	“培养成第二主业”	2021年设立上海伟星咖乐新材料科技有限公司	荣获“2021家装防水影响力品牌”和“2021防水涂料影响力品牌”
北新建材 (石膏板)	2021年成立北新防水 (防水)	“一体两翼、全球布局”——“以石膏板业务为核心，发展防水材料和涂料业务，打造世界品牌”	2022年拥有覆盖全国的15家生产基地，计划将发展至30个。	2020年，成为国内防水行业第三大龙头公司
	2021年成立北新涂料 (涂料)	“两翼对标一体，按照行业龙头的定位发展”	涂料产能 10 万吨以上，计划发展到20个涂料产业基地。采用“新建项目+联合重组”发展方式。2021年，北新涂料收购灯塔涂料49%股权，牵头成立中国涂料复兴联盟。	和龙牌涂料、灯塔涂料达成签约合作，为2022年战略的进一步落地打下坚实基础。

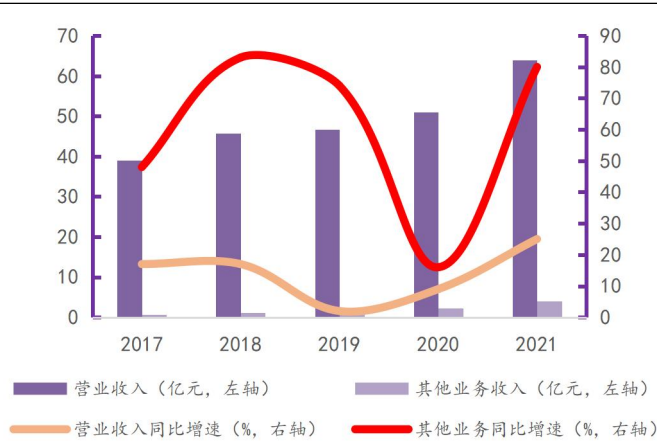
资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

消费建材新品类实现快速增长。消费建材龙头企业跨足到新品类赛道上可实现对新赛道中多数竞品的“降维打击”，实现快速增长。2021年，德爱威创中国境内销售总额新高，营业收入28亿元，同比增长133%。自2017年以来，德爱威中国境内销售总额年复合率高达123.6%，东方雨虹涂料产业迅猛发展。伟星新材的防水、净水等新品类近年来也呈现高速增长态势，2020/2021年分别同比增长16%和80%以上。

图表16：德爱威营收同比增长快于东方雨虹



图表17：伟星新材其他业务收入快于主业



资料来源：Wind、德爱威微信公众号，华鑫证券研究

资料来源：Wind，华鑫证券研究

请阅读最后一页重要免责声明

13

2.2.4、渠道端：全面进行渠道下沉

消费建材龙头企业渠道持续“攻城略地”。消费建材龙头企业近年来持续扩充小B和C端渠道，2017-2021年之间，多数消费建材龙头企业小B和C端渠道数量实现至少翻倍以上增长。

图表18：各龙头公司渠道下沉结果显著

	2017 年	2021 年
兔宝宝	3013 家专卖店	3432 家专卖店+5800 多家定制家具企业合作
东方雨虹	1000 家工程渠道经销商，1000 多家零售经销商	经销商 4000 家，分销网点 10 万余家， 分销门头（含形象店）2 万余家， 与 500 多家装饰公司、2 万余家家装公司合作
三棵树	终端销售网点 1.9 万家	小B端渠道客户 1.48 万个，C端 3.4 万个销售网点
立邦（中国）	2019 年底拥有 4 万+门店	已拥有 6 万+门店
伟星新材	30 多家分公司，营销网点 2 万+	30 多家分公司，营销网点 3 万+
坚朗五金	国内外销售网点近 400 个	国内外销售网点 800 多个

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

3、市场趋势性结构变化，消费建材龙头经营质量有望进入长期提升通道

3.1、增量市场：央国企成为楼市主力或重塑消费建材竞争策略

房地产市场结构重塑，央国企成拿地主力。2021年的房地产行业去杠杆大潮中，民营房地产公司成为“重灾区”，民营房企在房地产市场的份额快速下降且可能“一去不复返”。从2021-2022年房企拿地来看，央国企和城建城投已成为绝对主力，例如2022年首批集供地中，南京、北京、厦门、深圳、重庆等一二线城市中，央国企拿地占比超过50%，在成都、广州、苏州、福州、宁波、天津、武汉和无锡等城市，地方城投平台拿地超过50%；在南京、深圳、苏州等地，民企几乎没有拿地。

图表 19：2022 年首轮集中供地中，央国企和城建城投成拿地主力

城市	央国企	民企	地方平台	城市	央国企	民企	地方平台
南京	92%	0%	8%	广州	29%	12%	59%
北京	74%	6%	20%	济南	29%	29%	42%
厦门	67%	11%	22%	苏州	27%	0%	73%
深圳	63%	0%	37%	福州	25%	25%	50%
重庆	54%	31%	15%	宁波	21%	14%	65%
青岛	43%	47%	10%	合肥	21%	58%	21%
杭州	37%	43%	20%	天津	20%	10%	70%
长沙	34%	37%	29%	武汉	17%	33%	50%
成都	31%	18%	51%	无锡	6%	19%	75%

资料来源：克而瑞，华鑫证券研究

预计2025年央国企/城建城投市占率有望达到2/3左右。根据克而瑞，截至2020年百强地产土储中，央国企地产土储合计占比30%，我们假设百强外地产企业的民企/央国企比例和百强地产企业一致。2021年，民营企业在“房住不炒”政策下大幅去杠杆，拿地比例大幅下降，而央国企在三轮集中供地中拿地比例大幅上升至80%的水平，考虑到“房主不炒”大方针下，我们预计未来这一比例将成为常态。考虑我国城镇化速度放缓等因素，我们假设2022-2025年房企拿地面积年均下降3%，则至2025年央国企累计土储建筑面积约90.3亿平米，民企累计土储建筑面积约50.6亿平米，这意味着未来央国企新建房产面积占总体的64%。

图表20：2025年之前央国企和民企拿地建面趋势预测（单位：亿平）

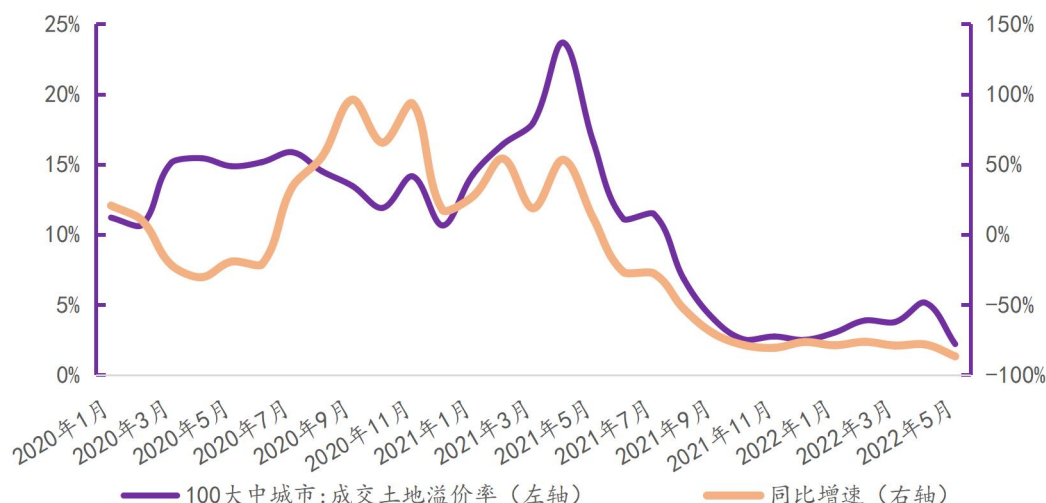
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	合计
央国企	13.45	16.32	15.83	15.36	14.89	14.45	90.30
民企	31.39	4.08	3.96	3.84	3.72	3.61	50.60

注：2021年央国企和民企拿地比例按照80%：20%进行预测

资料来源：CRIC，易居企业集团，华鑫证券研究

情，价格回归理性，央国企拿地成本低给建安成本“让出空间”。自2021年4月起，房地产土地成交溢价率持续下滑，反映拿地需求收缩，土地价格逐渐回归理性。反映到房地产市场上，由卖方市场向买方市场转变，而土地成交溢价率大幅下降正是央国企/城投城建平台拿地比例大幅上升的阶段。我们认为土地成交溢价率将长期保持低位，这意味着央国企/城投城建平台拿地成本低，从而在房地产建安成本上敏感度偏低，同时考虑到央国企/城投城建对建设质量要求相对较高，我们认为央国企/城投城建成为房地产市场主力后，消费建材企业的价格竞争强度将呈现下降趋势，而质量竞争将显得更为重要。这对于消费建材龙头企业盈利能力和现金回款均将带来长期助力。

图表 21：100 大中城市成交土地溢价率持续下滑



资料来源: wind, 华鑫证券研究

3.2、存量市场：房屋翻新焕发新生机

经测算，截至2020年我国城镇存量建筑面积达351.05亿平方米，按照10年/20年的改造周期，每年需要改造的房屋面积达35/17.5亿平，远超当前每年的房地产竣工面积。此外，我国近10年以来房屋竣工面积高峰在2012-2016年，按照10年改造周期，则未来几年我国存量房屋翻新将逐渐进入高峰期。

绿色建材消费意识提升，存量市场改造单价提升有望。今年以来工信部开展绿色建材下乡活动，有望增强消费者对于绿色建材的消费意识。根据中国建筑材料联合会总经济师、副秘书长孙星寿的数据推算，绿色建材每平方米的造价约为1211元，则未来我国存量建筑绿色建材市场规模将有望超万亿元。

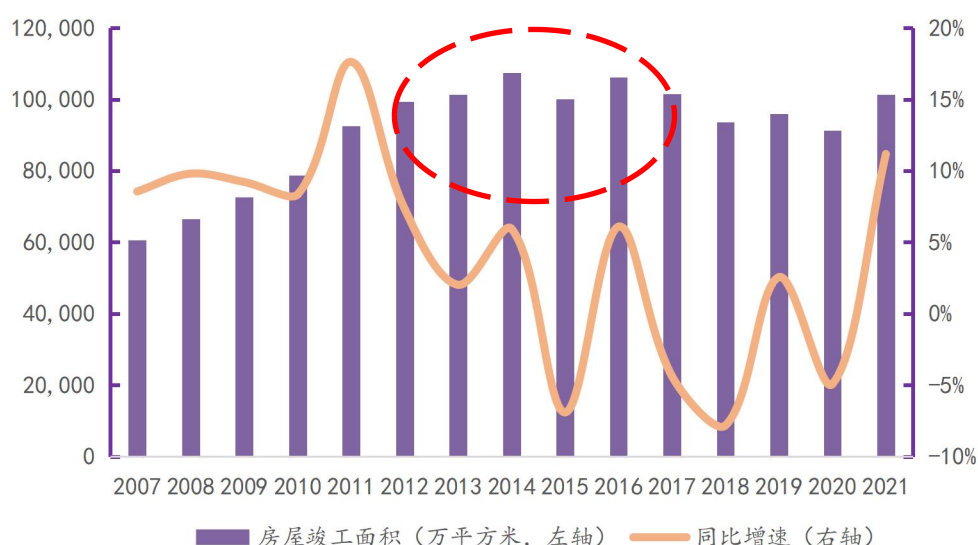
图表 22：存量房屋改造面积预测表

2020年城镇存量建筑面积	各消费建材品类使用年限	存量房屋改造面积预测
351.05亿平方米	一般住宅屋面防水寿命在10年左右，涂料重涂周期约8-15年	17.5-35亿平

资料来源: 中国消费者报, 国家统计局, wind, 华鑫证券研究

图表23：2012-2016年为近年来房屋竣工面积高峰期

图表23：2012-2016年为近年来房屋竣工面积高峰期



资料来源：Wind，华鑫证券研究

4、行业评级及投资策略

长期来看，我们认为消费建材龙头市占率步入10%以上阶段时面临竞争压力加大，但同时也是消费建材龙头企业全面塑造核心竞争力的阶段，消费建材龙头企业和行业中小企业的竞争力差距有望在近几年快速拉大，从而带来行业整体集中度的提升。此外，下游房地产市场中，央企/城投城建等价格相对不敏感的客户市占率提升将有助于龙头消费建材公司竞争策略的变化，存量房屋改造占消费建材整体市场规模的比例也将逐年提升。整体来看，消费建材龙头企业经营质量有望进入长期提升通道之中。

短期来看，我们认为下半年房企经营策略将从“保现金和保交付”的权衡向“保交付”倾斜，房地产竣工端将有望跟随销售端出现复苏。

综上，我们看好消费建材龙头企业市占率持续提升和经营质量的长期改善预期，给予消费建材板块“增持”评级。

图表24：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	20220630 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002271. SZ	东方雨虹	51.47	1.67	2.09	2.67	31.59	24.68	19.28	未评级
300737. SZ	科顺股份	13.18	0.58	0.87	1.16	27.81	15.09	11.35	未评级
603737. SH	三棵树	129.43	-1.11	2.52	4.08	-125.65	50.88	31.50	未评级
002791. SZ	坚朗五金	129.72	2.77	3.35	4.65	65.65	38.74	27.89	未评级
002372. SZ	伟星新材	24.04	0.77	0.94	1.12	31.65	25.49	21.54	未评级
002043. SZ	兔宝宝	11.60	0.96	1.03	1.26	12.63	11.28	9.20	未评级
002918. SZ	蒙娜丽莎	18.72	0.76	1.38	1.99	37.73	13.60	9.41	未评级

000786.SZ	北新建材	34.62	2.08	2.40	2.84	17.25	14.41	12.19	未评级
000910.SZ	大亚圣象	9.17	1.09	1.21	1.36	12.33	7.59	6.75	未评级
300715.SZ	凯伦股份	14.00	0.18	0.73	0.97	100.40	19.19	14.46	未评级

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：表中上市公司盈利预测取自万得一致预期）

5、重点推荐个股

综合人均产值、产品属性、生产端规模经济效应以及企业文化等因素，首推功能性建材行业龙头企业。功能性建材行业具有人均产值高、产品服务链条同时生产端规模经济效应较大等特点，主要包括防水和涂料两个细分子行业。结合生产端规模经济效应，我们认为防水行业集中度提升逻辑较涂料行业更为通畅，首推防水行业龙头，包括东方雨虹（生产成本具优势+施工差异化竞争策略+“狼性文化”+新增品类扩张顺利等）、科顺股份（低估值+“合纵连横”降成本+新品类建筑减隔震前景良好）、北新建材（低估值+资金实力/央企资源雄厚）、凯伦股份（高分子防水材料趋势明确）等。此外，涂料行业具有更强C端属性，且C端涂料进入壁垒更高，推荐民族涂料龙头三棵树（C端增长迅猛+资金端压力下半年有望缓解+优秀企业文化）。

装饰性建材龙头市占率提升空间广阔，C端属性较功能性建材更强。相较于功能性建材，装饰性建材龙头企业目前市占率仍旧偏低，存在广阔的市占率提升空间，同时装饰性建材公司C端属性更强，在市占率提升过程中抗风险能力更强，我们看好装饰性建材龙头企业稳定扩张之路，推荐坚朗五金、伟星新材、兔宝宝、蒙娜丽莎等。

6、风险提示

- （1）地产竣工复苏低于预期。下半年地产销售端改善程度如何存在不确定性，同时房企融资端修复也可能低于预期，从而可能导致竣工端改善低于预期。
- （2）原材料价格大幅波动风险。国际局势变化可能会对原材料价格造成重大影响。
- （3）个别在险房企“暴雷”。目前个别民营房企仍旧处于高风险期，对宏观环境变化的抵抗力弱，容易在宏观环境波动情况下“暴雷”。
- （4）疫情控制程度低于预期。国内疫情控制仍旧存在不确定性，若疫情有所抬头则管制措施将影响消费建材发货速度。
- （5）价格竞争程度高于预期等。面对激烈的市场竞争，阶段性激烈的价格竞争策略仍旧可能是消费建材龙头企业的竞争选项。
- （6）推荐个股业绩不及预期

■ 建筑建材组简介

黄俊伟：建筑建材首席分析师，同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。