

2022 年 10 月 30 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

集中度提升拐点将至，消费建材高质量发展时代到来

—装修建材行业 2023 年策略报告

推荐(维持)

投资要点

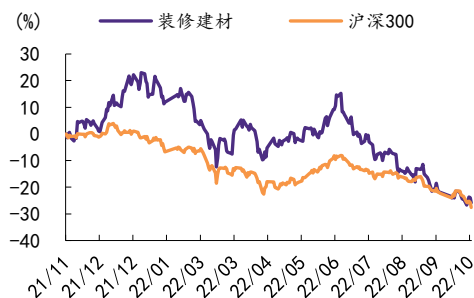
分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
装修建材(申万)	-5.2	-23.5	-26.5
沪深 300	-7.5	-15.1	-27.9

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《装修建材点评报告：提标终落地，防水高品质发展新时代到来》
2022-10-25
- 2、《装修建材深度报告：消费建材研究方法论系列报告（一）：销售为王，狼性与服务力打造强 α》
2022-10-18

2023 年地产竣工端将有所修复

地产政策偏向积极，竣工端反弹可期。我们以历史上各项房地产指标的 Q4 占全年比重为基准，估算出 2022 年全年房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、竣工面积和商品房销售面积同比分别下降 4.1%、35.3%、19.4%和 15.4%，较前三季度同比数据收窄 3.9pct、2.7pct、0.5pct 和 6.8pct，表明房地产的投资端、开工端、竣工端和销售端均出现修复回暖。我们取近三年竣工转化率平均值作为 2023 年中性情况下竣工转化率预测值，预测得到 2023 年房屋竣工面积约为 9.4 亿 m^2 ，同比上升约为 19.5%，故判断 2023 年竣工端数据有望呈现触底反弹态势，将带动下游消费建材需求回暖。

2022 年消费建材市场规模受到冲击较大

以涂料为例，经测算，受民营房地产企业竣工端影响，今年涂料市场规模将缩小 24.5%。我们将涂料市场分为新建/存量市场，其 2021 年市场规模分别为 1012 亿元/278 亿元，新建市场中商品房、公建、工厂、基建市场规模则分别为 648、253、81、30 亿元。在房地产新建房市场中，央国企规模为 270 亿元，民营房企规模为 631 亿元。我们测算民营房地产企业 2022 年竣工“腰斩”后，涂料整体市场规模缩小 24.5%至 975 亿元。

2023 年消费建材进入高质量发展阶段，对冲部分市场下滑压力

多重利好对冲部分市场下滑压力：1) 十四五期间被动房建设迎来风口，为超低能耗建筑材料带来 2800 亿元市场需求。2022 年 3 月，住建部下达到 2025 年“既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上”目标，多地通过补助、用地宽松等经济激励措施积极落实。若 4 亿平方米节能建筑目标全部实现，我们测算得十四五期间相关低能耗建筑材料将新增 2800 亿元市场需求，依次为外墙保温（1200 亿）、门窗（1080 亿）、结构调整（400 亿）、气密性材料（120 亿）。2) 防水新规落地，为行业扩容 40%-60%。2022 年 10 月落地的《建筑与市政工程防水通用规范》大幅提高防水设计年限要求，并增加了防水的施工道数要求，我们测算材料厚度增加+施工道数增加将为

防水行业扩容 40%-60%。此外，新规对防水材料质量和施工技术提出标准化要求，有望带动防水市场集中度提升，优质防水企业受益。3) 头部公司纷纷切入其他赛道，依托渠道优势进行横向扩张，在创造全新利润增长点的同时，增强了自身抵御下游行业波动风险的能力。

■ 2023 年集中度提升将成为龙头企业增长最上层逻辑

销售端，龙头企业通过加强销售人员激励、推进渠道下沉、完善对工长和终端业主等群体的服务等方式对中小企业进行“升维”打击。**生产端**，龙头企业生产成本优势有望进一步扩大，以东方雨虹为例，其 VAE 乳液及 VAEP 胶粉产线正在建设，随龙头在生产端布局落地，其相对中小企业竞争优势将更加突出，行业集中度有望加速提升。

■ Q3 业绩拐点隐现，2023 年业绩反弹可期

根据我们统计，2022 年 Q3 业绩端同比改善的头部公司有伟星新材、蒙娜丽莎、东鹏控股、鲁阳节能、三棵树等，占比 50%。其中，Q3 营收端出现同比改善的公司有伟星新材、鲁阳节能、三棵树等；Q3 盈利能力同比改善的公司有伟星新材、蒙娜丽莎、东鹏控股、鲁阳节能、三棵树等。同时，随着全球交易衰退预期，明年国际原油价格或下降，消费建材成本端压力有望减轻。

■ 给予消费建材板块推荐评级

我们分析得出，地产竣工端在 2023 年望有所修复，同时建材行业进入高质量发展阶段，绿色建材政策和防水提标政策的执行将在一定程度对冲消费建材市场规模的下滑，2023 年各消费建材细分市场规模将有望快速反弹。而从行业自身看，2022 年在消费建材市场规模下滑 20%-30%后，龙头公司的营收增速并没有出现明显下滑甚至个别龙头企还有所上升，行业集中度提升程度在 2022 年较为明显。

综上，随着下游市场复苏和龙头公司在销售端和生产端战略布局不断落地，以及消费建材行业进入高质量发展阶段有利于龙头市占率的提升，龙头集中度提升曲线斜率有望迎来向上拐点。叠加 2023 年原材料成本有望下降，我们认为消费建材龙头企业的盈利拐点将至，因此给予消费建材板块“推荐”评级。

■ 风险提示

1) 下游地产需求恢复不及预期；2) 新政策落地效果不及预期；3) 头部公司新品类扩张效果不及预期；4) 行业竞争格局恶化；5) 原材料价格持续上涨风险。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-10-29	EPS	PE	投资评级
------	----	------------	-----	----	------

		股价	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
000786.SZ	北新建材	21.10	2.08	2.09	2.50	10.44	10.11	8.43	——
002043.SZ	兔宝宝	7.59	0.98	0.93	1.17	10.09	8.17	6.51	——
002088.SZ	鲁阳节能	20.16	1.06	1.27	1.58	19.57	15.84	12.79	——
002271.SZ	东方雨虹	25.88	1.67	1.02	1.83	15.52	25.29	14.17	买入
002372.SZ	伟星新材	18.05	0.77	0.85	1.02	24.25	21.20	17.63	——
002791.SZ	坚朗五金	81.49	2.77	1.71	3.16	29.74	47.57	25.81	——
002918.SZ	蒙娜丽莎	12.68	0.77	-0.17	1.47	17.62	-75.97	8.63	——
003012.SZ	东鹏控股	6.99	0.13	0.57	0.73	177.42	12.29	9.61	——
300737.SZ	科顺股份	10.41	0.60	0.44	0.70	21.49	23.78	14.93	——
603737.SH	三棵树	85.96	-1.11	2.60	3.82	-77.44	33.06	22.50	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：除东方雨虹、三棵树外盈利预测取自万得一致预期）

正文目录

1、 地产政策传达积极信号，行业有望迎来边际好转.....	6
1.1、 九月地产数据呈现边际弱修复，触底回升可期	6
1.2、 行业政策偏向积极，竣工端和销售端利好明显	8
1.3、 地产行业今年筑底，明年有望边际回暖	11
2、 2022 消费建材市场规模下滑程度较大	12
2.1、 2021 年建筑涂料市场规模 1290 亿元	12
2.2、 2021 年存量市场规模测算：约 278 亿元	13
2.3、 新建建筑中住宅/公建/厂房/基建涂料市场规模分别为 648/253/81/30 亿元.....	14
2.4、 地产涂料市场中央国企市场规模为 270 亿元	15
2.5、 民营地产竣工萎缩对涂料市场规模影响较大	15
3、 弱化地产周期影响，消费建材进入高质量增长阶段.....	15
3.1、 超低能耗建材将于“十四五”迎来近三千亿市场需求	16
3.2、 行业提标为防水市场扩容 40-60%.....	17
3.3、 头部公司横向扩张以增强抗风险能力	19
4、 供需格局转变，2023 年集中度提升将成为最上层逻辑	19
4.1、 需求端：销售能力愈发成为公司竞争力决定因素	19
4.1.1、 扩充和激励销售人员，培育核心竞争力	20
4.1.2、 推进渠道下沉，应对行业需求结构变化	21
4.1.3、 完善服务体系，打造差异化竞争点	23
4.2、 供给端：精细化成本管理辅助价格竞争	25
4.2.1、 向上游扩张降低采购成本	26
4.2.2、 引进自动化降低人力成本	26
5、 消费建材企业业绩或迎拐点，2023 年盈利能力有望提升	27
5.1、 头部建材公司 2022 年 Q3 业绩汇总	27
5.2、 2023 年国际原油价格呈现下滑趋势，消费建材成本端压力有望下降	29
6、 行业评级及投资策略.....	29
7、 风险提示.....	30

图表目录

图表 1：房地产开发投资完成额环比下降	6
图表 2：100 大中城市累计成交土地占地面积环比改善.....	6
图表 3：100 大中城市累计成交土地总价环比改善.....	6
图表 4：房屋新开工面积环比改善	7
图表 5：房屋竣工面积环比下降	7
图表 6：9 月商品房销售面积环比改善.....	7
图表 7：9 月商品房销售额环比改善.....	7
图表 8：LPR 处于历史低位	8

图表 9: M2 同比增速处于历史高位	8
图表 10: 供给侧融资政策逐步松绑	9
图表 11: 中央及地方出台政策落实“保交楼”	9
图表 12: 2022 年刺激住房消费政策频出	10
图表 13: 2022 年房地产指标预测	11
图表 14: 近三年竣工转化率情况	12
图表 15: 2023 年房屋竣工面积预测	12
图表 16: 2011-2021 年全国建筑涂料、涂料产量以及建筑涂料在涂料中所占比例	12
图表 17: 2021 年旧改建筑面积测算	13
图表 18: 城市焕新市场规模约 93 亿元	13
图表 19: 2015 年以来各类型建筑竣工价值比例	14
图表 20: 各个渠道市场规模测算	15
图表 21: 截至 2022 年 9 月, 各地十四五期间超低能耗建筑规划面积	16
图表 22: 被动房增量成本中, 建筑材料占 70%左右	17
图表 23: 新规大幅提高防水设计工作年限	18
图表 24: 以屋面和地下工程为例, 新规大幅提高施工道数、种类等要求	18
图表 25: 各消费建材龙头公司近年纷纷切入其他建材品类	19
图表 26: 各公司销售人员人数逐年增加	20
图表 27: 各公司人均创收稳定提升, 蒙娜丽莎居首 (单位: 万元)	20
图表 28: 销售经理平均工资普遍基本高于当地平均水平	20
图表 29: 各公司最近一次股权激励中, 东方雨虹激励对象覆盖范围最广	21
图表 30: 东方雨虹近 3 次激励对象中, 销售人员占比接近 60%	21
图表 31: 三棵树历次员工持股计划规模和覆盖范围不断扩大	21
图表 32: 消费建材公司渠道组织模式及 2021 年不同渠道营收占比 (东方雨虹为 2022H1)	21
图表 33: 头部公司完善服务体系, 在 C 端市场打造差异化	23
图表 34: 部分品牌面向专业人士的服务	24
图表 35: 头部公司通过布局上游相关产业以降低成本	26
图表 36: 近年来布局上游的公司对主要供应商的依赖性整体呈下降趋势	26
图表 37: 生产人员占总员工比例整体呈下降趋势	26
图表 38: 生产人员人均产值呈上升趋势 (单位: 元/人)	26
图表 39: 消费建材龙头打造智能工厂降本效果显著	27
图表 40: 建材公司或迎业绩拐点	28
图表 41: 原油价格和同比增速均下降	29
图表 42: 重点关注公司及盈利预测	29

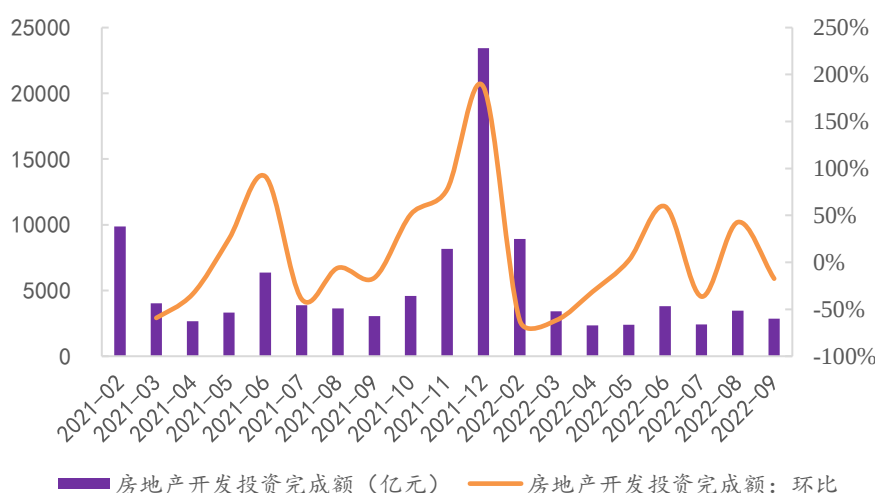
1、地产政策传达积极信号，行业有望迎来边际好转

1.1、九月地产数据呈现边际弱修复，触底回升可期

2022 年房地产行业下行压力加大，前三季度房地产开发投资、新开工、竣工和销售均出现不同程度的同比下降，但从月度数据的表现来看，9 月各项指标的环比表现总体呈现弱修复。考虑到积极的房地产行业政策向市场的逐步传导，叠加经济稳增长政策对行业的提振预期，我们认为对房地产行业四季度和明年的数据表现可持积极态度。具体各项数据分析如下：

投资方面，同比数据单月降幅自 6 月以来首次缩窄。1-9 月累计房地产开发投资完成额同比下降 8.0%，较 1-8 月同比数据降低 0.6pct。9 月房地产开发投资完成额同比下降 12.1%，较 8 月同比数据缩窄 1.7pct。9 月房地产开发投资完成额环比增长 12.4%，较 8 月环比数据提高 10.6pct。9 月底，央行和银保监会要求六大行在年内每家至少提供 1000 亿元房地产融资支持，将有望带动今年四季度房地产投资端的进一步改善。

图表 1：房地产开发投资完成额环比下降

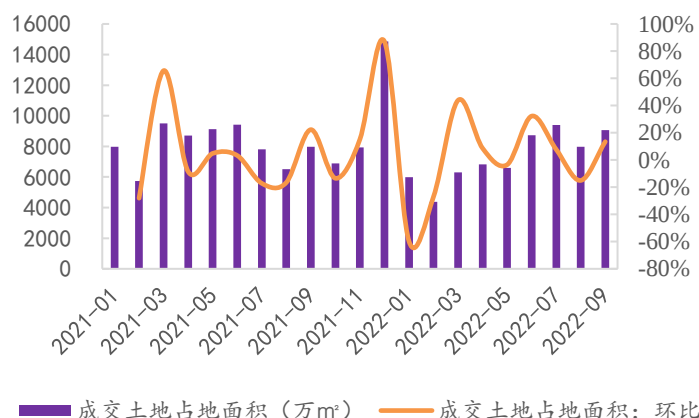


资料来源：Wind，华鑫证券研究

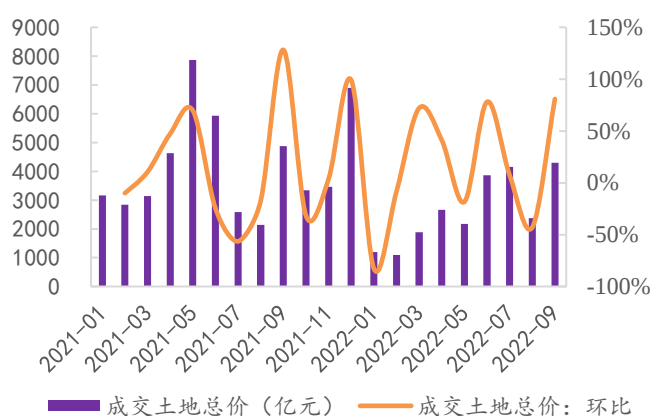
拿地方面，大中城市土拍市场有所回暖。1-9 月 100 大中城市累计成交土地占地面积和成交土地总价同比分别下降 10.3%和 36.3%。9 月 100 大中城市单月成交土地占地面积及成交土地总价同比分别增长 13.7%和下降 12.0%，环比分别增长 28.5%和 123.8%，受供给端融资政策不断松绑的影响，房企在大中城市拿地积极性有所恢复。截至 10 月 30 日，在已发布公告的第三批集中供地城市中，已有 16 座城市完成出让，累计成交住宅宗地 315 块，建筑面积约 3335 万平方米，基本与第二轮集中供地规模持平，同时，已有北京、厦门、济南、青岛、重庆、武汉、南京等多个城市明确第四批次集中供地计划，其中已有无锡、南京、苏州等多个城市正式推出第四批次集中供地公告，共推出涉宅用地 37 宗。土拍市场规模虽较往年有所下降，但也呈现出边际回暖迹象。

图表 2：100 大中城市累计成交土地占地面积环比改善

图表 3：100 大中城市累计成交土地总价环比改善



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

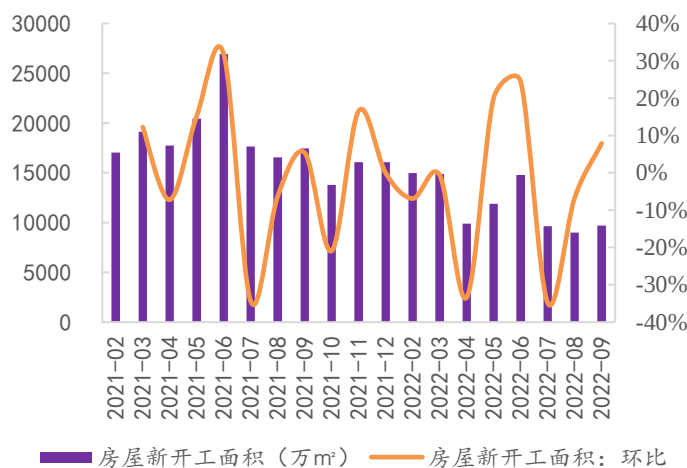


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

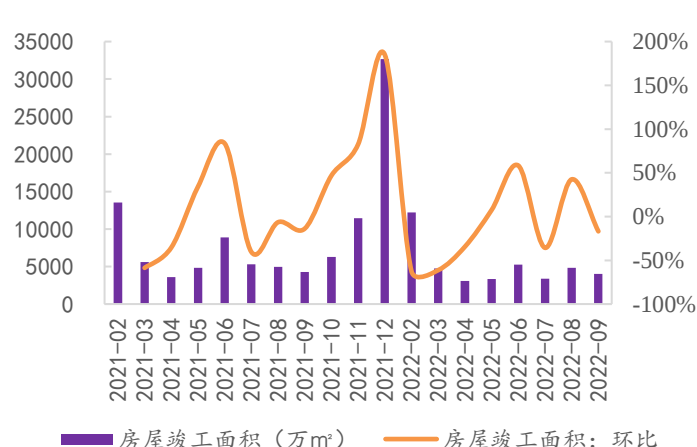
新开工方面仍然承压, 竣工方面受“保交楼”政策支撑有望触底反弹。1-9月累计房屋新开工面积和竣工面积同比分别下降 38.0%和 19.9%。分别较 1-8月同比数据降低 0.8pct 和缩窄 1.3pct。9月房屋单月新开工面积和竣工面积同比分别下降 44.4%和 6.0%, 分别较 8月同比数据缩窄 1.3pct 和降低 3.5pct。9月商品房单月新开工面积和竣工面积环比增长 7.9%和下降 16.9%, 分别较 8月环比数据提高 14.6pct 和下降 59.4pct。新开工方面受上半年土拍低迷影响, 同比数据大幅下滑承压, 但环比数据呈现改善, 伴随今年第三轮土拍市场回暖预期, 开工端有望加以修复。竣工方面则受中央及各地频发“保交楼”政策支撑, 同比数据降幅缩窄, 竣工端将呈现触底反弹趋势。

图表 4: 房屋新开工面积环比改善

图表 5: 房屋竣工面积环比下降



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

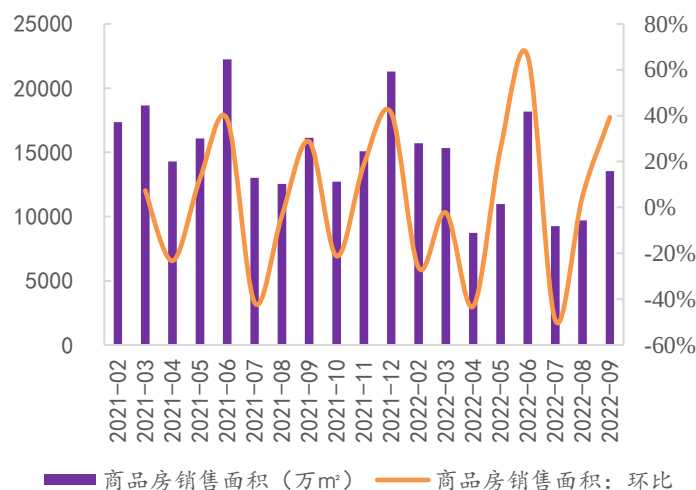


资料来源: Wind, 华鑫证券研究

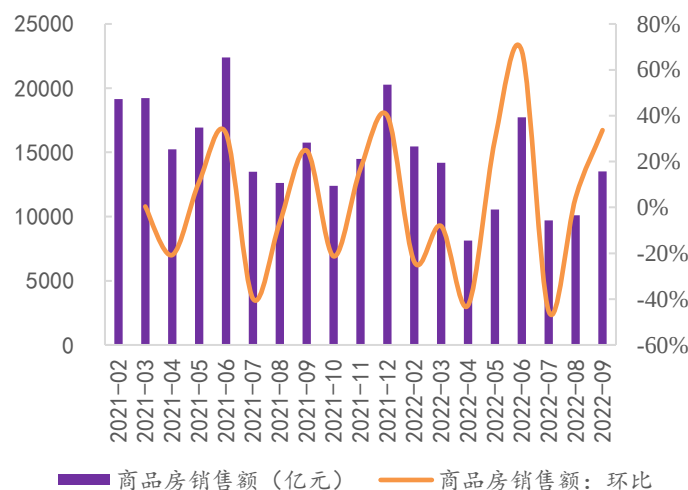
销售方面, 同比数据降幅缩窄, 环比数据大幅改善。1-9月商品房累计销售面积和销售额同比分别下降 22.2%和 26.3%, 分别较 1-8月同比数据缩窄 0.8pct 和 1.6pct。9月商品房单月销售面积和销售额同比分别下降 16.2%和 14.2%, 分别较 8月同比数据缩窄 6.4pct 和 5.7pct。9月商品房单月销售面积和销售额环比增长 39.3%和 33.7%, 分别较 8月环比数据提高 34.4pct 和 29.4pct。在一系列信贷政策组合拳下, 居民购房需求将逐步释放, 销售端数据有望持续修复。

图表 6: 9月商品房销售面积环比改善

图表 7: 9月商品房销售额环比改善



资料来源: Wind, 华鑫证券研究



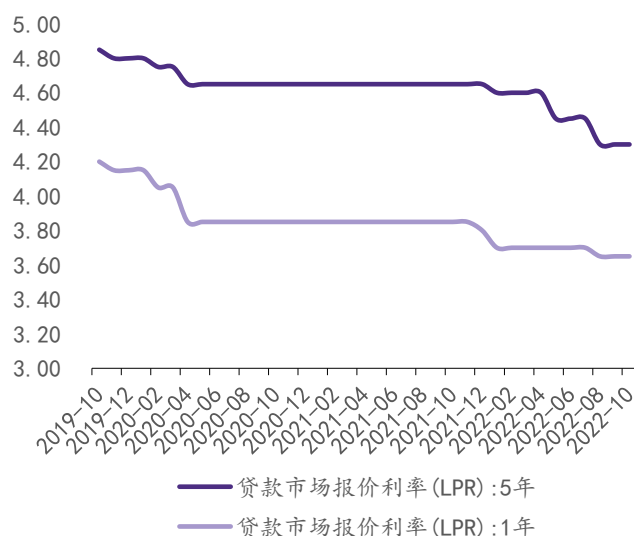
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

综合来看, 9 月地产数据中, 销售端、拿地端与开工端呈环比改善态势, 投资端与竣工端呈环比下降但降幅缩窄趋势, 从销售端边际改善传导至投资端底部修复仍需一定时间。但中央及地方频频释放稳楼市积极信号, 将持续有效带动居民住房需求释放, 房地产市场对经济稳增长的边际贡献有望伴随松绑政策的出台与落地进一步提升。

1.2、行业政策偏向积极, 竣工端和销售端利好明显

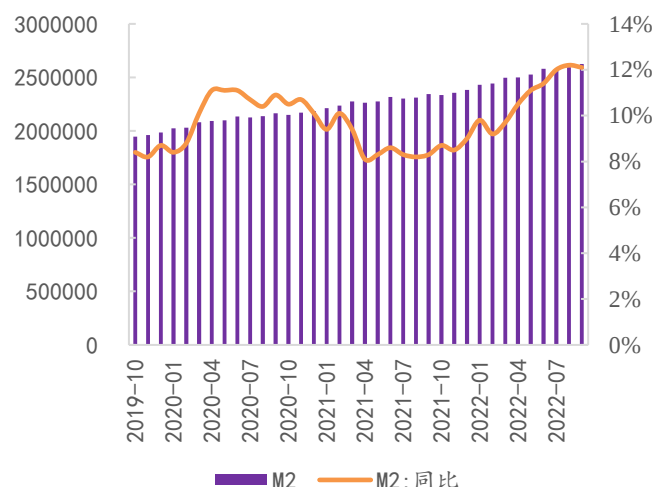
宏观金融政策积极, M2 同比增速保持高位, LPR 创历史新低, 银行体系流动性较为充裕。今年年初以来, 多方释放积极信号, 9 月广义货币供给量 M2 同比提升 12.1%, 增速保持高位; 同时, 5 年期 LPR 与 1 年期 LPR 连续下调, 9 月 15 日六大行同步下调银行存款利率, 为 5 年期 LPR 利率进一步下调提供动力; 2022 年 9 月抵押补充贷款 (PSL) 净新增 1082 亿元, 这是自 2020 年初以来央行再度重启 PSL 工具。经济稳增长背景下, 宏观金融政策将继续保持市场流动性合理充裕。

图表 8: LPR 处于历史低位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 9: M2 同比增速处于历史高位



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

房地产供给侧政策逐步松绑，修复力度仍待重磅政策支持。4月11日，由证监会、国资委、全国工商联联合发布《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》，支持房企向新发展模式转型，正式标志房地产供给侧政策自2020年三道红线提出后的硬性管控转为逐步松绑。9月底，央行和银保监会要求六大行在年内每家至少提供1000亿元房地产融资支持，加大对房地产供给侧的支持力度，我们认为该政策一定程度上能缓解部分房企融资压力，**有望带动2022年Q4房地产投资端数据企稳，进而于2023年加强房地产企业的拿地积极性与促进开工端数据底部修复。**但整体来看，2022年房地产供给侧政策始终被置于“防范风险”的语境中释放，对比2008年及2014年的放松力度，供给侧仍有较大的政策支持空间。

图表 10：供给侧融资政策逐步松绑

发布时间	发布主体	政策内容摘要
2022. 2. 8	央行、银保监会	加大对保障性租赁住房发展的支持力度 ，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022. 2. 27	银保监会、住建部	要求各类银行保险机构发挥机构优势， 把握保障性租赁住房融资需求特点 ，提供针对性金融产品和服务。要求各地尽快明确保障性租赁住房项目标准，加强保障性租赁住房项目监督管理，为银行保险机构开展业务提供支持
2022. 4. 11	证监会、国资委、全国工商联	《关于进一步支持上市公司健康发展的通知》：支持民营企业依法上市融资、并购重组， 完善民营企业债券融资支持机制 ；坚持“房住不炒”，依法依规支持上市房企积极向新发展模式转型；上市房企，加强自身风险管理，密切关注市场形势和行业变化，严格防范、妥善化解各类风险，促进房地产行业良性循环和健康发展
2022. 4. 18	央行、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》：金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”， 保持房地产开发贷款平稳有序投放 ；金融机构要在风险可控基础上，适度加大流动性贷款等支持力度， 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
2022. 5. 4	深交所	支持房地产企业合理融资需求， 允许优质房企进一步拓宽债券融资募集资金用途 ，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目
2022. 9. 30	央行、银保监会	要求中国建设银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国邮政储蓄银行、交通银行等六家国有银行，加大对房地产融资的支持力度。 每家银行年内至少提供1000亿元融资支持 ，形式包括抵押贷、按揭贷、开发贷或购买债券等

资料来源：各政府官网，华鑫证券研究

“保交楼”政策持续推进，竣工端修复Q4可期。7月28日中央政治局会议针对烂尾楼问题首提“保交楼、稳民生”，此后中央和地方都高度重视“保交楼”全面落实，支持已售逾期交付的住宅项目完成建设交付，方式包括：1)从资金端为房企纾困；2)在预售资金、交易流程等方面加强监管，避免新增交付问题等。“保交楼”一方面可拉动竣工回暖，另一方面可缓解居民期房交付焦虑，有助于从需求端强信心、稳预期。从今年9月竣工端同比数据降幅缩窄来看，中央及地方陆续出台的“保交楼”相关政策已经取得一定效果，我们认为“保交楼”对于竣工端的修复将于2022年Q4及2023年进一步兑现。

图表 11：中央及地方出台政策落实“保交楼”

发布时间	发布主体	政策内容摘要
2022. 7. 28	中央经济会议	针对当前多地烂尾楼停贷事件，提出压实地方政府责任， 保交楼、稳民生 。部分城市开始先行先试， 设立纾困基金 ，召开房企座谈会，部署安排解决方案，同时，较多城市开始严格预售监管，重塑购房者的信心
2022. 8. 3	长沙市人民政府办公厅	长沙市下发了《 关于进一步加强商品房预售资金监管的通知 》，明确预售资金实行“政府监管、银行监控”的模式；所有预售资金，监管银行不得擅自扣划，按照“留在项目、留在当地”的原则，房地产开发企业不得擅自将资金挪作他用

2022. 8. 4	上海银保监局	坚持“房住不炒”定位，保持房地产融资平稳有序，有效满足刚性和改善性住房需求支持上海市做好“保交楼”工作
2022. 8. 5	郑州市人民政府办公厅	郑州印发《郑州市房地产纾困基金设立运作方案》，设立房地产纾困专项基金，规模暂定 100 亿元，意在“尽力解决房地产企业资金链断裂的急迫困难。”
2022. 8. 5	河南省自然资源厅、省发展改革委等 13 个部门	河南发布《关于全面推行新建商品房“交房即交证”的实施意见》，多个部门明确要求自 2023 年 1 月 1 日起，全省所有城镇规划范围内新取得国有建设用地使用权的预售商品房项目全面实施“交房即交证”
2022. 8. 31	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要“一城一策”用好政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022. 9. 6	郑州市人民政府办公厅	开展“大干 30 天，确保全市停工楼盘全面复工”行动，要求在 10 月 6 日前，实现郑州全市所有停工问题楼盘项目全面持续实质性复工

资料来源：各政府官网，华鑫证券研究

需求侧政策转向积极，销售拐点将至。自今年年初开始，中央在房住不炒的基础上定调用足用好政策工具箱，支持居民刚性和改善性住房需求，各地全面贯彻“一城一策”，通过信贷支持、公积金支持、提供购房补贴、放松限购限售、降低落户门槛等方式刺激住房消费，以期由消费复苏带动楼市回暖。近期销售端数据也有印证，9 月商品房销售面积及销售额同比降幅缩窄，环比大幅改善，需求侧政策放松效果有所显现。我们认为未来需求侧政策组合拳将持续提振居民购房信心与需求，销售端底部已夯实，拐点或显于明年。

图表 12：2022 年刺激住房消费政策频出

发布时间	发布主体	政策内容摘要
2022. 1. 17	央行	开展 7000 亿中期借贷便利和 1000 亿公开市场逆回购操作，中标利率均下降 10 个基点，引导一年期 LPR 由 3.8% 降至 3.7% 五年期以上 LPR 由 4.65% 降至 4.6%
2022. 1. 18	央行	面临三重压力，“稳”本身就是最大的“进”。在经济下行压力根本缓解之前，进要服务于稳，不利于稳的政策不出台，有利于稳的政策多出台，做到以进促稳。当前重点的目标是稳，政策的要求是发力；提出“‘三个发力’（充分发力、精准发力、靠前发力）”，充分发力方面强调“把货币政策工具箱开得再大一些”
2022. 1. 20	住建部	2022 年要着力在“增信心、防风险、稳增长、促改革、强队伍”上下功夫。其中明确提出要“坚决守住不发生系统性风险的底线”、“充分释放居民住房需求”
2022. 2. 17	各省市人民政府办公厅	多地地下调购房首付比例，菏泽打响降首付“第一枪”，佛山、赣州、延吉、温州等多地跟进，郑州取消认房认贷，力度进一步加大
2022. 2. 18	各地政府工作报告	明确下调经济增长目标、房住不炒总基调不变，因城施策稳地价稳房价稳预期、更好满足购房者的合理住房需求、防范分类化解房地产行业风险，促进房地产良性循环和健康发展、扩大保障性租赁住房供给、加大人才引进，完善人口政策、做大做强省会城市
2022. 5. 15	央行、银保监会	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行；在全国统一的贷款利率下限基础上，人民银行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限
2022. 5. 20	央行	降息，调整 5 年期以上 LPR 由上期的 4.6% 下调 15 个基点至 4.45%。而 1 年期 LPR 未调整，仍为 3.7%；将稳增长放在更加突出的位置，加大稳健货币政策的实施力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加快落实已出台的政策措施，积极主动谋划增量政策工具，支持经济运行在合理区间；城镇化是必然趋势，要稳地价稳房价，支持居民合理住房需求，保持房地产市场平稳健康发展

2022. 5. 31	国务院	《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》：金融机构对存续的个人住房、消费等贷款，灵活采取合理延后还款时间、延长贷款期限、延期还本等调整还款计划；引导金融机构将存款利率下降效果传导至贷款端，继续 推动实际贷款利率稳中有降
2022. 7. 21	国家常委会	因城施策促进房地产市场平稳健康发展， 保障住房刚性需求，合理支持改善性需求 ；宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来
2022. 8. 24	国务院常务会议	用好工具箱中可用工具，加力巩固经济恢复发展基础，又不搞大水漫灌、不透支未来；持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低企业融资和个人消费信贷成本；允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策， 合理支持刚性和改善性住房需求 ；各部门要迅即出台政策细则，各地要出台配套政策……压实地方责任，加快政策举措落实
2022. 9. 29	央行、银保监会	房地产金融化泡沫化势头得到实质性扭转；对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前， 阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限 ；符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求，自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022. 10. 16	二十大会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立 多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度

资料来源：各政府官网，华鑫证券研究

总体来看，中央及地方定调宽松调控，持续释放稳楼市积极信号。其中“保交楼”政策持续加码，需求侧政策层出不穷，显著利于竣工端与销售端复苏，若供给侧政策进一步优化，则有望与需求侧政策共振，助力楼市跳出底部运行。

1.3、地产行业今年筑底，明年有望边际回暖

我们认为房地产行业积极政策有望延续，考虑到存量政策效力向市场传导的时滞影响和今年低基数的现实情况，叠加增量政策刺激，房地产行业在 Q4 和明年有望迎来各项指标边际改善。我们以历史上各项房地产指标的 Q4 占全年比重为基准，综合考虑到政策带来的边际影响为修正，估算出 2022 年全年房地产开发投资完成额、房屋新开工面积、竣工面积和商品房销售面积同比分别下降 4.1%、35.3%、19.4%和 15.4%，较前三季度同比数据收窄 3.9pct、2.7pct、0.5pct 和 6.8pct，表明房地产的投资端、开工端、竣工端和销售端均出现修复回暖。

图表 13：2022 年房地产指标预测

指标名称	房地产开发投资完成额	房屋新开工面积	房屋竣工面积	商品房销售面积
预计 Q4 数据占全年比例	26.9%	26.3%	50%	33.2%
2022 年 1-9 月累计值 (万 m ² ; 亿元)	103559	94767	40879	101422
2022 年全年预测值 (万 m ² ; 亿元)	141582	128664	81758	151829
2021 年 1-9 月累计值 (万 m ² ; 亿元)	112568	152944	51013	130332
2021 年全年值 (万 m ² ; 亿元)	147602	198895	101412	179433
2022 年 1-9 月累计值同比	-8.0%	-38.0%	-19.9%	-22.2%
2022 年全年预测值同比	-4.1%	-35.3%	-19.4%	-15.4%
2022 年全年预测值同比数据相较于 2022 年 1-9 月累计值同比数据变化 (pct)	3.9	2.7	0.5	6.8

资料来源：Wind，华鑫证券研究

在对明年房地产行业指标的预测中，我们重点关注房地产竣工端的表现。根据历史经验，房地产行业竣工一般滞后开工，滞后周期约为 2 年，我们根据公式“当年房屋竣工面积/2 年前房屋新开工面积=当年竣工转化率”算得近三年竣工转化率平均值，作为对于 2023 年房屋竣工面积的预测依据。

图表 14：近三年竣工转化率情况

指标名称	房屋新开工面积(万㎡)	房屋竣工面积 (万㎡)	竣工转化率
2017 年	178654		
2018 年	209342		
2019 年	227154	95942	53.7%
2020 年		91218	43.6%
2021 年		101412	44.6%
近三年平均竣工转化率			47.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

我们取近三年竣工转化率平均值作为 2023 年中性情况下竣工转化率预测值，结合公式“2021 年房屋新开工面积×2023 年竣工转化率预测值=2023 年房屋竣工面积预测值”预测得到 2023 年房屋竣工面积约为 9.4 亿㎡，同比上升约为 19.5%。我们判断过往未如期竣工部分叠加明年正常竣工部分将构成竣工景气度上行的潜在动力，2023 年竣工端数据有望呈现触底反弹态势，将带动下游消费建材需求回暖。

图表 15：2023 年房屋竣工面积预测

指标名称	2021 年房屋新开工面积 (万㎡)	2023 年竣工转化率预测值	2023 年房屋竣工面积预测值 (万㎡)	2022 年房屋竣工面积预测值 (万㎡)	2023 年房屋竣工面积预测值同比
中性预测	198895	47.3%	94091	78749	19.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、2022 消费建材市场规模下滑程度较大

我们认为，由于 2022 年房地产竣工端下滑，市场对消费建材整体市场规模的下滑存在一定担忧。以涂料为例，我们测算 2022 年民用地产业企业竣工面积大幅下滑后，对涂料市场整体市场规模冲击在 24.5%左右。2022 年涂料市场规模的确会存在一定下行压力，但龙头公司可以通过提升市占率、扩充品类的方式进行对冲。

2.1、2021 年建筑涂料市场规模 1290 亿元

首先，我们通过两种方法测算 2021 年建筑涂料整体市场规模如下：

测算方法 1：根据涂界“中国涂料企业百强榜单”显示，2021 年全国涂料市场规模约 4600 亿元。根据《2021 年建筑涂料市场回顾及 2022 年发展展望》数据计算，2021 年建筑涂料产量占比 29.1%。由此测算得全国建筑涂料市场规模约 1339 亿元。

图表 16：2011-2021 年全国建筑涂料、涂料产量以及建筑涂料在涂料中所占比例

年份	涂料		建筑涂料		
	产量/万 t	增长率/%	产量/万 t	增长率/%	在涂料中所占比例/%
2011	1080	11.7	345.5	-1.8	32.0

2012	1272	17.8	416.0	20.4	32.7
2013	1303	2.4	478.0	14.9	36.7
2014	1648	26.5	516.0	7.9	31.3
2015	1718	4.2	538.0	4.2	31.3
2016	1900	10.6	577.0	7.2	30.4
2017	2036	7.2	630.0	9.0	30.9
2018	1760	-13.6	649.0	3.0	36.9
2019	2439	38.6	694.0	7.0	28.5
2020	2459	0.8	715.0	3.0	29.1
2021	2582	5.0	751	5.0	29.1

资料来源：《2021 年建筑涂料市场回顾及 2022 年发展展望》，华鑫证券研究

方法 2：根据涂界公布的数据，2021 年立邦工程涂料营收 65.79 亿元，市占率为 8.02%，测算全国工程涂料市场约 820 亿元。另外，立邦 2021 年零售装修漆营收 106.21 亿元，市占率 22.60%，测算 2021 年全国零售涂料市场规模约 470 亿元左右，因此零售+工程合计市场规模约 1290 亿元，下文以 1290 亿元为准。

2.2、2021 年存量市场规模测算：约 278 亿元

我们将旧改、城市焕新等带来的涂料需求称为存量涂料市场，根据目前旧改规划，测算 2021 年旧改合计建筑面积为 12.47 亿平。将旧改建筑面积和各产品单价结合，得到 2021 年旧改建筑涂料市场规模为 185 亿元。

图表 17：2021 年旧改建筑面积测算

总面积（亿平）	总小区数（万个）	2021 年规划新开工旧改小区数（万个）	2021 年旧改面积（亿平）
40	17	5.3	12.47

资料来源：住建部，华鑫证券研究

我们定义城市焕新为存量建筑的重涂，截至 2020 年全国存量建筑面积为 490 亿平，假设每年 7% 的建筑进入重涂，则 2021 年重涂面积约 34.3 亿平，考虑旧改会减少重涂需求，将旧改建筑面积扣除后，2021 年重涂建筑面积实际约 21.83 亿平，假设重涂仅为内墙重涂，根据产品价格计算得到城市焕新市场规模约 93 亿元。

图表 18：城市焕新市场规模约 93 亿元

建筑部位	涂料类型	使用部位	涂刷面积/建筑面积	单平米涂刷比例	单平米造价（元/平）	重涂建筑面积（亿平）	实际涂刷面积（亿平）	市场规模（亿元）	合计市场规模（亿元）
内墙	乳胶漆	底漆	2.50	1.00	0.57	21.83	54.58	31.11	92.78
		面漆		1.00	1.13			61.67	

资料来源：立邦旗舰店数据，华鑫证券研究

综上，建筑涂料存量整体市场规模约 278 亿元（旧改+城市焕新），占整体建筑涂料市场比例约 21.6% 左右。

2.3、新建建筑中住宅/公建/厂房/基建涂料市场规模分别为 648/253/81/30 亿元

扣除存量建筑涂料市场后，2021 年新建建筑涂料市场规模约 1012 亿元。新建建筑按类型可划分为住宅、公建、基建和厂房，按照近 10 年以来的房屋竣工面积价值占比，房地产占比 89%（包括商品房和办公楼等），基建占比 3%，工业厂房占比 8%左右。房地产又可以划分为住宅和公建，其中住宅占比 64%，公建占比 25%左右。据此测算，2021 年新建房地产建筑涂料需求约 901 亿元，其中新建住宅涂料需求为 648 亿元，新建公建房屋涂料需求为 253 亿元。此外，新建工业厂房涂料需求为 81 亿元，新建基建相关涂料需求为 30 亿元。

图表 19：2015 年以来各类型建筑竣工价值比例

	住宅	工业厂房	公建	基建
2015-03	65%	8%	23%	2%
2015-06	67%	8%	22%	2%
2015-09	67%	7%	22%	2%
2015-12	67%	7%	23%	2%
2016-03	67%	7%	22%	2%
2016-06	67%	7%	23%	2%
2016-09	67%	7%	24%	2%
2016-12	66%	7%	23%	2%
2017-03	66%	6%	24%	3%
2017-06	66%	6%	24%	3%
2017-09	66%	6%	24%	2%
2017-12	66%	6%	24%	3%
2018-03	66%	6%	24%	2%
2018-06	65%	7%	24%	2%
2018-09	66%	7%	24%	2%
2018-12	66%	7%	23%	3%
2019-03	65%	7%	24%	2%
2019-06	67%	7%	22%	2%
2019-09	65%	7%	24%	3%
2019-12	64%	7%	26%	3%
2020-03	65%	7%	22%	3%
2020-06	66%	7%	22%	3%
2020-09	66%	7%	23%	3%
2020-12	66%	7%	23%	3%
2021-03	63%	8%	24%	4%
2021-06	63%	8%	24%	4%
2021-09	63%	8%	25%	3%
2021-12	64%	8%	25%	3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

2.4、地产涂料市场中央国企市场规模为 270 亿元

考虑到数据可得性，我们仅在新建地产涂料市场中测算央国企/民营企业的市场规模。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%，假设百强外地地产企业的民企/央国企比例和百强地产企业一致，则 2021 年央国企地产整体涂料市场占新建地产涂料市场的 30%，为 270 亿元，剩下的即为民营地产企业的涂料市场规模为 631 亿元。

2.5、民营地产竣工萎缩对涂料市场规模影响较大

根据上文，我们将各个渠道市场规模归纳如下表所示：

图表 20：各个渠道市场规模测算

建筑类型	细分渠道	市场规模（亿元）	按企业性质划分	市场规模（亿元）
新建建筑	住宅	648	央国企	270
	公建	253	民营企业	631
	工厂		81	
	基建		30	
	合计		1012	
存量建筑	旧改		185	
	城市焕新		93	
	合计		278	

资料来源：华鑫证券研究

我们认为，由于市占率提升的影响，未来央国企地产市占率有所上升，特别是 2022 年城投大举进入房地产市场，央国企地产整体地产竣工面积预计不会大幅萎缩。而民营地产企业受到资金链影响以及销售断崖式下滑，民营地产企业的竣工面积在 2022 年大幅萎缩且预计将在未来保持。工厂、基建以及存量建筑市场规模，我们判断受地产冲击较小。受冲击最大的是民营地产企业，我们假设若 2022 年民营地产竣工面积“腰斩”（如新城控股上半年竣工端下滑 57.70%，绿地控股上半年竣工端下滑 22.81%），则民营地产企业市场规模将会减半至 315 亿元，导致整体 1290 亿元的市场规模下滑 24.5%至 975 亿元。

3、弱化地产周期影响，消费建材进入高质量增长阶段

在消费升级趋势和政策利好支持下，消费建材行业迎来诸多中长期需求增长点。叠加各头部公司积极布局多元化品类、增强抗风险能力，行业有望逐渐摆脱地产周期掣肘，走出独立的成长逻辑。

3.1、超低能耗建材将于“十四五”迎来近三千亿市场需求

中央、地方政策密集出台，“十四五”期间被动房迎井喷式增长。双碳背景下，被动式超低能耗建筑成为建筑行业实现“碳达峰”的必然选择。2022年3月，住建部提出“到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上”的明确目标，各地政策亦纷纷加码推动目标落实。

图表 21：截至 2022 年 9 月，各地十四五期间超低能耗建筑规划面积

主体	政策表述	规划面积 (万平方米)	文件
住建部	新增	5000	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》
北京市	累计	500	《北京市“十四五”时期建筑业发展规划(征求意见稿)》
河北省	累计	1340	《河北省住房和城乡建设“十四五”规划》
石家庄市	累计	300	《关于支持被动式超低能耗建筑产业发展的若干措施》
石家庄藁城区	新增	4	《石家庄市藁城区绿色建筑专项规划(2020-2025年)》
石家庄鹿泉区	新增	4	《石家庄市鹿泉区绿色建筑专项规划》
保定市	累计	280	《保定市绿色建筑专项规划》(2020-2025)
高碑店市	累计	80	《高碑店市绿色建筑专项规划(2020-2025年)》
邢台市	新增	77	《邢台市绿色建筑专项规划(2020-2035)》
唐山市	累计	132	《唐山市绿色建筑专项规划(2020-2025)》
沧州市	累计	80	《沧州市绿色建筑专项规划(2020-2025年)》
廊坊市	累计	80	《关于加快推进绿色建筑产业发展的若干意见》
秦皇岛市	累计	150	《关于推动被动式超低能耗建筑发展的实施意见》
上海市	累计	500	《上海市绿色建筑“十四五”规划》
广东省	新增	300	《广东省建筑节能与绿色建筑发展“十四五”规划》
海南省	新增	10	《海南省绿色建筑(装配式建筑)“十四五”规划(2021-2025)》
江苏省	新增	500	《江苏省“十四五”绿色建筑高质量发展规划》
湖南省	新增	100	《湖南省“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划(征求意见稿)》
山东省	新增	500	《山东省“十四五”绿色建筑与建筑节能发展规划》
济南市	新增	100	《济南市“十四五”绿色建筑高质量发展规划》
青岛市	累计	380	《青岛市绿色建筑与超低能耗建筑发展专项规划(2021-2025)》
菏泽市	累计	20	《菏泽市(中心城区)绿色建筑发展专项规划(2021-2035年)》
泰安市	累计	25	《泰安市“十四五”建筑业发展规划(2021-2025年)》
潍坊市	累计	100	《潍坊市(中心市区)绿色建筑发展专项规划(2021-2035年)》
陕西省	新增	100	《陕西省“十四五”住房和城乡建设事业发展规划》
西安市	累计	40	《西安市推动智能建造与新型建筑工业化协同发展实施方案》
安徽省	新增	25	《合肥市“十四五”绿色建筑发展规划》
蚌埠市	新增	204	《蚌埠市零能耗(超低能耗)建筑发展专项规划》(征求意见稿)
沈阳市	新增	30	《关于促进我市绿色建筑高质量发展的实施意见(征求意见稿)》
襄阳市	新增	20	《襄阳市“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》
定西市	累计	50	《关于推动城乡建设绿色发展的实施意见(征求意见稿)》
黑龙江省	累计	1000	《关于支持超低能耗建筑产业发展的若干政策措施》

龙	哈尔滨市	580
江	齐齐哈尔市	65
省	牡丹江市	65
	佳木斯市	65
	大庆市	65
	其他市（地）	分别达 20

资料来源：各地政府网站，华鑫证券研究

“十四五”期间，被动房进一步推广有望为消费建材行业带来 2800 亿市场空间。被动房的五大核心技术包括节能保温系统、高性能门窗系统、规避冷热桥设计、优良的气密性设计、高效热回收新风系统，前四种技术的实现均依赖高性能的建筑材料。由被动房带来的新增市场空间由增量成本和建筑面积共同决定，测算如下：

1) **增量成本**：以哈尔滨辰能·溪树庭院被动房项目为例，其被动房建设中增量成本为 965 元/平方米，其中消费建材占比约 73%，由高到低分别为外墙保温（31%）、门窗（28%）、结构调整（10%）、气密性（3%）。

2) **建筑面积**：2022 年 3 月 11 日住建部《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》指出：“到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上。”若实现 4 亿平方米建筑改造目标，相关低能耗建筑材料将新增 2800 亿元市场需求。

图表 22：被动房增量成本中，建筑材料占 70%左右

部位	节能 65%造价 (元/平方米)	被动房屋造价 (元/平方米)	增量成本 (元/平方米)	占比	目标面积 (亿平方米)	市场规模 (亿元)	分类合计 (亿元)
外窗	230	450	220	23%	4	880	2800
外门	200	250	50	5%		200	
外墙保温	50	350	300	31%		1200	
气密性	0	30	30	3%		120	
结构调整	200	300	100	10%		400	
新风系统	0	185	185	19%		740	1060
采暖系统	40	70	30	3%		120	
制冷系统	0	50	50	5%		200	
合计	680	1380	965	100%		3860	3860

资料来源：瓦木网《被动式低能耗建筑在严寒地区的应用》，华鑫证券研究

注：相较原表格，已除去增量成本中“人工增加”和“账务增加”部分

3.2、行业提标为防水市场扩容 40-60%

防水行业新规对产品用量、性能和施工工艺均提出更高要求。2022 年 10 月，防水新规《建筑与市政工程防水通用规范》落地。1) 较现行《建筑工程质量管理条例》中“防水质保期 5 年”的规定，新规大幅提高防水设计年限要求：地下工程不低于工程结构设计工作年限（即不低于 50 年），屋面/室内工程不低于 20/25 年。2) 新规增加了防水的施工道数

要求，其中平屋面、瓦屋面工程的一级防水要求由“两道防水设防”修改为“不应少于 3 道”，二级防水要求由“一道防水设防”修改为“不应少于 2 道”。

图表 23：新规大幅提高防水设计工作年限

新规 《建筑与市政防水通用规范》		旧规 《建筑工程质量管理条例》
屋面工程	不应低于 20 年	屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏，防水保修期为 5 年
室内工程	不应低于 25 年	
地下工程	不低于工程结构设计工作年限	

资料来源：《建筑与市政防水通用规范》，华鑫证券研究

图表 24：以屋面和地下工程为例，新规大幅提高施工道数、种类等要求

防水等级	平屋面、瓦屋面工程		地下工程（明挖法）	
	《建筑与市政工程防水通用规范》	《屋面防水技术规范》	《建筑与市政工程防水通用规范》	《地下工程防水技术规范》
一级	不应少于 3 道	两道防水设防	主体结构的要求，按防水等级划分和屋面相同；结构接缝的种类要求，为施工缝、变形缝不应少于 2 种，后浇带、诱导缝不应少于 1 种	应选一至二种（主体结构、变形缝、衬砌结构、内衬砌施工缝、内衬砌变形缝）/应选二种（施工缝、后浇带）
二级	不应少于 2 道	一道防水设防		应选一种（主体结构、衬砌结构、内衬砌施工缝、内衬砌变形缝）/应选一至二种（变形缝、施工缝、后浇带）
三级	不应少于 1 道	——		宜选一种（主体结构、衬砌结构、内衬砌施工缝、内衬砌变形缝）/宜选一至两种（变形缝、施工缝、后浇带）

资料来源：《建筑与市政工程防水通用规范》《屋面防水技术规范》，华鑫证券研究

在材料不变的前提下，增加单位面积材料用量是提高防水设计年限的最直接方式，测算得增加材料厚度+提高施工道数，将带动防水市场扩容 40%-60%。测算过程如下：

据建筑防水协会秘书长朱冬青估计，若按此前意见稿要求，国内 80%-85% 的建筑都可能会被列为建筑防水一级防水设防的要求，我们假设这一比例为 80%，并以一级防水要求建筑的防水增量需求代表整个防水行业增量需求。我国防水产业以防水卷材为主（2021 年卷材合计占 70%），故以 SBS 改性沥青防水卷材为例进行计算。1）从材料厚度（决定单价）看，新规对各类防水卷材提出了最小厚度规定（其中施工聚合物改性防水卷材层厚度不低于 3mm），虽未较旧准则显著提高，但考虑到增加厚度对防水能力有较明显的提升效果，假设新规后卷材厚度平均由 3mm 增至 4mm，卷材单价按国标 I 型 3mm 厚 17 元/平米，4mm 厚 20 元/平米计算。2）从施工道数（决定用量）看，新规中屋面工程的一级防水最低要求道数为 3（旧准则为 2），地下室工程的防水材料种类最低要求为 2（旧准则为 1），假设新规后一级防水工程道数平均由两道增至三道。

由此计算，新规带来防水市场扩容 $(20 \times 80\% + 17 \times 20\%) \times (3 \times 80\% + 2 \times 20\%) / (17 \times 2) - 1 = 60\%$ 。考虑到实际施工过程中可能并非完全按照标准执行，我们认为此次防水提标政策落地将扩容防水行业市场规模 40%-60%。

此外，新规将带来防水材料质量和施工技术渐趋标准化，从而带动防水市场集中度提升，优质防水企业受益。新规更新了屋面、室内、地下等多个场景的防水施工技术要求及

验收标准，并对材料质量、验收规范以及技术设计规范作出了更高要求。在更高防水标准的约束下，大量低端伪劣防水材料产能将加速退出，从而促进产品品质占优、施工技术良好的防水企业市占率提高，带动市场集中度提升。诸如东方雨虹（2021 年市占率 15%）、科顺股份（2021 年市占率 4%）、凯伦股份、三棵树等优质防水企业将充分受益。

3.3、头部公司横向扩张以增强抗风险能力

头部公司纷纷向平台型建材商发展，在创造全新利润增长点的同时，增强了自身抗风险能力。在巩固传统产品的领先地位基础上，头部公司纷纷切入其他赛道，依托渠道优势进行横向扩张。其中东方雨虹的扩张较为成功，其依托民建集团发展瓷砖胶、美缝剂业务，2022H1 在防水行业承压背景下，瓷砖胶产品线同比增 110%，美缝剂等其他品类产品线亦均实现翻倍增长，新品类成为东方雨虹抵抗地产周期下行、稳定盈利的重要力量。三棵树、北新建材、坚朗五金、伟星新材等偏功能性建材的公司近年亦追求多元化发展；而蒙娜丽莎、东鹏控股、兔宝宝等偏装饰性建材的公司，相比横向扩张则更倾向于在单一品类内完善产品矩阵，为客户提供多样化选择。

图表 25：各消费建材龙头公司近年纷纷切入其他建材品类

公司	传统主业	扩展业务
东方雨虹	防水材料（龙头）	横向扩张：建筑涂料、节能保温、民用建材
三棵树	建筑涂料（民族涂料龙头）	防水材料、保温材料、地坪材料、基辅材
北新建材	石膏板（龙头）	防水材料、建筑涂料、工业涂料
坚朗五金	建筑五金（建筑五金集成供应商龙头）	智能家居
伟星新材	塑料管材（零售管材龙头）	防水材料、净水

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

4、供需格局转变，2023 年集中度提升将成为最上层逻辑

从主观来讲，在地产业进入存量时代、工业自动化趋势增强等因素驱动下，消费建材行业供需格局迎来深刻转变，龙头为应对行业之变在需求和供给端激烈竞争，不仅巩固了自身优势地位，也使得中小企业生存空间进一步收窄。从客观来讲，环保监管、防水标准提升等政策因素，也将推动良币驱逐劣币，加速中小企业出清，形成更加有利于头部企业的市场环境，从而优化行业结构，驱动集中度加速提升。

市场份额向头部的集中，反过来将增强头部公司在上下游产业链中的议价能力和占款能力，形成“市场份额增加”与“产业链地位提高”相互促进的良性循环模式，开启强者愈强的长期成长通道，从而推动行业集中度进一步提升和竞争格局日益稳定。

4.1、需求端：销售能力愈发成为公司竞争力决定因素

由于消费建材产品本身同质化程度高且消费者对其品质感知程度较弱，销售能力是公

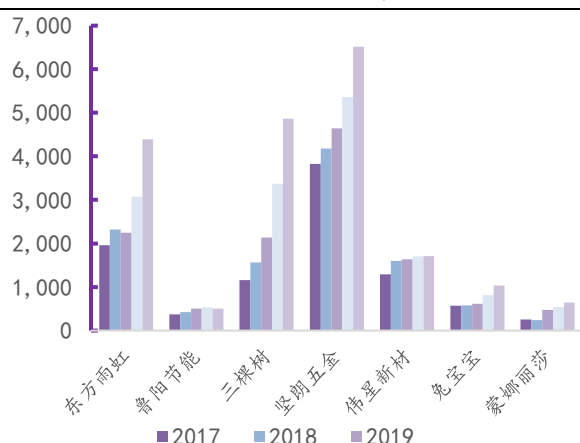
司占领市场的核心决定因素，龙头公司围绕人员、渠道、服务等多维度展开激烈竞争。

4.1.1、扩充和激励销售人员，培育核心竞争力

近年来龙头公司积极扩充销售人员数量，配合高薪资和股权激励调动其积极性，以打造高度狼性的销售团队。

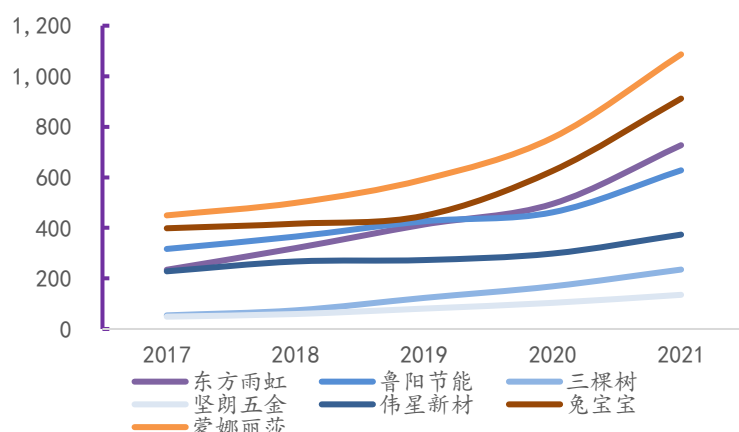
员工数量方面，我们统计，近五年各头部公司销售人员人数和人均创收呈上升趋势，反映出公司对销售人员重视程度的提高和销售绩效的优化。

图表 26：各公司销售人员人数逐年增加



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

图表 27：各公司人均创收稳定提升，蒙娜丽莎居首（单位：万元）



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

员工激励方面，首先，龙头公司可提供具备竞争力的薪资，在我们考察的七家龙头公司中，其销售团队中的重要角色——销售经理的工资水平基本均超当地平均工资 10% 以上。

图表 28：销售经理平均工资普遍基本高于当地平均水平

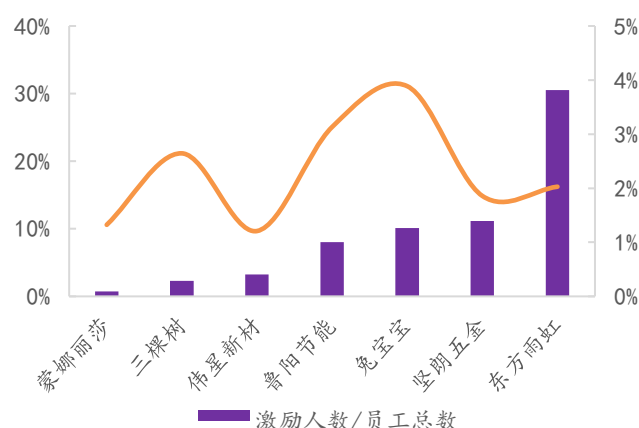
	2022 年 6 月前后，各主流招聘网站显示的销售经理平均月薪	2021 年当地月平均工资	销售经理月薪超出当地平均月薪百分比
东方雨虹	17300（上海）	11396	52%
	12071（北京）	13876	-14%
	19720（深圳）	12964	52%
三棵树	14500（莆田）	6668	117%
	12500（上海）	11396	10%
	14500（抚州）	6111	137%
鲁阳节能	7000（淄博）	7572	-8%
坚朗五金	12500（东莞）	7414	69%
兔宝宝	15000（湖州）	8893	69%
伟星新材	13375（上海）	11396	17%
蒙娜丽莎	13500（佛山）	11396	18%

资料来源：猎聘、Boss 直聘等招聘网站，华鑫证券研究

第二，龙头公司普遍以股份为纽带绑定公司与员工利益。其中东方雨虹和三棵树实施力度较大。1）在 2021 年股权激励中东方雨虹激励人数占员工总数 31%，且在 2016/2019/2021 年三轮股权激励中销售人员占比均接近 60%，职务大多为“销售经理”。2）三棵树激励方式以员工持股为主，其最新一期计划总人数占员工总数近五成；其中董监高

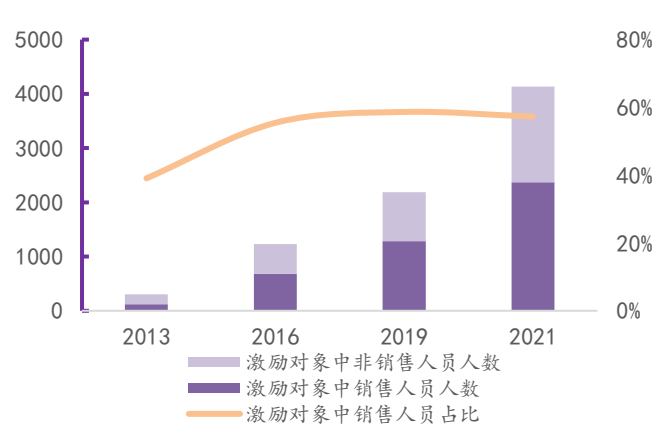
之外员工的计划持股份额占比高达 93.60%，以骨干员工为主的激励结构有利于激发公司整体经营活力。此外，三棵树实控人在资金及收益上均对员工持股计划予以兜底，进一步增强了员工参与信心。3) 我们考察的其余几家公司，最近一次激励人数占员工总数最高不超过 12%，但预计在行业竞争加剧、销售人员重要性日益突出的背景下，各家公司的激励范围均将趋于更加广泛。

图表 29：各公司最近一次股权激励中，东方雨虹激励对象覆盖范围最广



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

图表 30：东方雨虹近 3 次激励对象中，销售人员占比接近 60%



资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

图表 31：三棵树历次员工持股计划规模和覆盖范围不断扩大

期数	金额 (亿元)	持股数 (股)	成交均价 (元/股)	计划人数上限	计划人数上限/当年员工总数	董监高份额占比	兜底收益率	锁定期
第五期	20.00	12,947,757	148.48	5000	48%	6.40%	10%	2022.1.13-2023.1.12
第四期	10.98	7,007,047	156.63	3000	37%	3.64%	10%	2021.3.11-2022.3.10
第三期	5.83	6,336,787	92.04	2000	39%	9.00%	10%	2020.8.1-2021.7.31
第二期	0.62	1,401,119	44.3	1000	19%	16.59%	10%	2019.9.21-2020.9.20
第一期	0.48	1,258,469	38.44	2000	51%	10%	6%	2019.2.21-2020.2.20

资料来源：三棵树公告，华鑫证券研究

4.1.2、推进渠道下沉，应对行业需求结构变化

根据所覆盖客户类型的不同，消费建材公司主要销售渠道分“直销+工程经销+零售经销”三种，分别针对大 B、小 B 和 C 端客户。

图表 32：消费建材公司渠道组织模式及 2021 年不同渠道营收占比（东方雨虹为 2022H1）

直销	经销	渠道组织模式及渠道广度
----	----	-------------

请阅读最后一页重要免责声明

21

东方雨虹	公司以大区形式整合原有直销模式与工程渠道经销商模式，发挥直销+渠道“1+1>2”优势；依托民建集团及德爱威涂料零售板块实行零售渠道经销商模式，2022年上半年二者营收占比24%。		已形成直销模式与工程渠道经销商模式相结合的多维度工程市场营销网络，以及以零售渠道经销商模式为核心的民用建材市场营销网络。截至2022年上半年，民建集团经销商已达近4000家，分销网点15万余家，分销门头（含形象店）3万余家；德爱威涂料零售则加盟逾1000家经销商合伙人，与约100个头部家装公司及区域3000多个家装公司开展合作，在全国重点市场建立了1000余家专卖店、15000余家分销网点。
三棵树	32%	68%	建筑涂料客户分为房地产开发商和家庭消费者，前者采用直销与经销商模式，与房地产开发商、建筑工程企业建立合作关系，后者采用经销商模式。截至2022年上半年，经销商达近2万家。
鲁阳节能	85%	14%	国内市场以直销为主，国际市场以代理销售为主。
坚朗五金	100%	0%	以直销为主，截至2022年上半年，国内外销售网络点超900多个，国内除西藏外所有的地级市都已覆盖。
兔宝宝	38%	62% (含品牌授权2.93%)	销售模式主要为经销商模式、大宗业务模式，此外有品牌授权模式和其他业务模式。经销商渠道为各产品体系主要的销售渠道；大宗业务模式主要由公司通过工程代理商或直接与房地产开发商签订销售合同，按照合同约定完成到货、安装及验收等工作并收取货款。截至2021年底，公司拥有各个产品体系专卖店3000余家。
伟星新材	30%	70%	业务分为零售业务和工程业务，零售业务主要依托经销渠道进行经营，是公司营业收入和利润的重要来源；工程业务主要通过直销和经销的方式经营，稳健良性发展。截至2022年上半年，公司在全国设立了30多家销售分公司，营销网点3万多个。
蒙娜丽莎	49% (称“战略工程渠道”)	51%	“经销业务+工程业务”全渠道模式，经销业务通过经销网络渠道直达终端客户，工程业务通过与工程客户直接签订协议进行销售。截至2021年底，公司签约经销商1540个，拥有专卖店及销售网点4620个。

资料来源：各公司公告，华鑫证券研究

房建市场由增量向存量切换的趋势或改变消费建材行业需求结构，使之客户趋零散化：
1) B端业务分化，大B集采承压，小B业务重要性提升；2) C端空间打开，完善零售渠道建设、抢占C端市场成为行业新竞争主线。整体看，在客户数量增加、单客规模减小趋势下，渠道下沉渐成各公司竞争主线。

B端市场：地产开工端增速下滑带来房建增量需求走弱，而房企融资监管的趋严和精装渗透率增长的放缓进一步增大了集采市场扩容难度，长期看大B端集采业务辉煌时代或一去不复返，部分龙头在大B战略集采上的传统竞争优势趋于弱化。小B市场潜在空间大，加之对小B业务具备账期短、议价能力强等优势，以及环保政策趋严带来建筑施工、家装公司等行业集中度提升，小B业务或快速发展，成为消费建材公司下一轮增长的重要推动力。

C端市场：个人业主自住房和二手房翻修需求的释放为C端业务带来广阔空间，零售经销渠道重要性日益显现。C端市场挑战与机遇并存，其竞争相对激烈，进军之初难度较大，但1)完善零售经销渠道和提前卡位地方市场后，往往可打造较高壁垒；2)C端业务良好

的现金流可起到熨平地产周期、保持经营稳定性的效果；3）建材产品的价值实现高度依赖配送、安装等服务，企业可通过完善的服务体系打造差异化、提升附加值，提升盈利能力。尤其是对过去 C 端零售业务较少的防水、涂料行业，零售渠道的开辟成为其重要的利润增长点。我们观察到相应龙头东方雨虹、三棵树均积极推动渠道下沉且成效初现：东方雨虹 2022H1 民建集团/德爱威建筑涂料零售分别实现营收 32.55/3.52 亿元，同比增 83%/47%；三棵树 2017/2021 年终端销售网点数量分别为 1.9 万/4.88 万，4 年 CAGR 达 26.6%。

4.1.3、完善服务体系，打造差异化竞争点

服务能力是 C 端市场重要的差异化竞争点，龙头公司不断拓宽服务边界，完善“产品+服务”的全新商业模式。

对 C 端客户，各公司从进店导购、住宅预检、配送、施工、售后等多方面发力提升其购买体验；部分已分离施工修缮服务为独立的业务板块进行盈利，如起家于施工的东方雨虹成立了专门的建筑修缮集团，提供既有建筑渗漏治理、建筑结构补强加固等独立施工服务。

图表 33：头部公司完善服务体系，在 C 端市场打造差异化

行业	公司	开始时间	服务名称	主要内容	简介
防水	东方雨虹	2019 年	雨虹到家	防水维修、铺贴、美缝服务，及上门勘察、质保等增值服务	雨虹到家服务：包工包料服务，通过“上门勘察-出具方案-签订合同-进场施工-验收-质保生效”标准化流程，为业主提供防水维修、铺贴、美缝服务。
	三棵树	2016 年	三棵树马上住	墙面和木器涂刷、全屋收边、瓷砖美缝、防水施工服务，及上门基检、一年质保等增值服务	1) 包工包料“双包”服务，通过免费基检-方案定制-遮挡保护-施工-验收-质保”等流程，为家庭提供墙面和木器涂刷、全屋收边、瓷砖美缝、防水施工服务。 2) 主打“健康”，喊出“8 小时住新家”口号，全程使用“健康漆”系列产品，三棵树官网销售顾问对中国新闻周刊表示，正常情况下，刷完漆 1 周后可以入住，若使用净味 8 小时系列产品，8 小时净味后就可以入住。
涂料	立邦	2011 年	立邦刷新	墙面和木器涂刷及上门基检、一年质保等增值服务	免费检测-制定方案-搬移保护-涂装体系-清洁归位-八大验收-质保无忧。
	多乐士	2008 年	多乐士焕新	墙面和木器涂刷及上门基检、一年质保等增值服务	1) 流程：墙面评估-搬移保护-专业涂刷-清洁归位-一年质保。 2) 突出“色彩”。2019 年发布“5 天标准化服务体系”“空间色彩方案”“Mini 焕新服务”3 项升级内容。“5 天标准化服务体系”表示在标准限定条件下，5 天就能把家焕然一新；“Mini 焕新服务”拓展小空间以及主题墙服务市场，承接局部墙面焕新、局部空间焕新，局部色彩焕新，满足消费者的细微家装需求。
管材	伟星新材	2012 年	星管家	免费施工质量验收服务	服务包括“三免一告知”：免费鉴别真伪、免费水压测试、免费拍摄管路图及告知安全注意事项。具体而言，购买伟星管材并安装后，业主可预约“星管家”上门服务，为水管进行系统体检。若检测出安全隐患，则协助业主维修改造；若验收合格，签定质量保证卡，质保生效。还提供数码管路图，以便客户后期管路改造。

瓷砖	蒙娜丽莎	2021 年	“微笑铺贴 尊享交付”	运输配送、瓷砖铺贴服务	九大服务环节：瓷砖选材、工艺介绍、方案设计、辅材选择、运输配送、施工日志、专业铺贴、业主验收和售后服务。 其中：方案设计，家装设计师为业主提供免费上门测量与一对一设计服务。专业铺贴，由经过培训的专业工长进行铺贴，配合统一标准的施工工艺。辅材选择，从防水涂料到瓷砖胶、背胶、美缝剂和瓷砖清洁剂，全部使用自有品牌的辅材产品。售后服务，验收后，业主在使用过程中可享受瓷砖清洁、修复、换砖等后期保养服务。
	东鹏控股	2003 年	阳光天使	运输配送、瓷砖铺贴服务	2003 年开始，服务不断升级，提出“六包”：设计、入户、加工、破损、辅材和铺贴。其中铺贴方面，东鹏表示“自养施工工队，所有上门师傅均需带证上岗，严格贴好每一片砖”。
板材	兔宝宝	2018 年	全屋定制	家居设计、定制、安装服务	1) 主要服务：为业主提供集家居设计及定制、安装等服务为一体的家居定制解决方案。 2) 其他：在一年内，对安装全屋定制产品的客户进行回访，检查衣柜使用至今有无问题，并为一些铰链与移门导轨做调整与清理；对安装全屋定制全套产品的客户（厨房可除外），可在一年内免费为其做一次全屋的除醛杀菌服务；对做全屋定制橱柜的客户，可在一年内免费做一次厨房清洁。

资料来源：各公司官网、官方营销号，华鑫证券研究

对掌握大量客户资源的专业化人士群体，各公司亦通过多种手段进行整合争取。对防水、涂料、管材、保温材料等功能性较强的建材，工长群体是公司主要的专业用户画像，销售人员力图通过培训、认证、会员平台、创办赛事等服务提升工长粘性，打开从工长到业主的流量入口，并通过专业工长为业主提供施工服务。对瓷砖、板材等偏装饰性的建材，设计师相比工长对消费者有更大影响力，公司往往通过公益讲座、沙龙、赛事等活动与设计师建立业务联系，并通过设计师为业主提供配套设计服务。

图表 34：部分品牌面向专业人士的服务

行业	公司	开始时间	受众类型	名称	主要内容	简介
防水	东方雨虹	2013 年	瓦工	虹哥汇、雨虹学院	会员平台、施工培训、赛事举办	1) 虹哥汇：工人会员平台，工人可在线上接受施工培训、咨询和接单，线下参与公司举办的交流活动。2018 年上线雨虹工匠 APP，推行劳务周薪制，工人每日考勤打卡，系统汇总工人工作情况，形成周薪发放明细表，每周一按时发放周薪。会员以瓦工工长为主，随产品品类拓展，未来将拓展工长类型。 2) 雨虹学院：每年组织十余万人次的专业人士培训，为工人传递最新的产品知识与技术。自 2013 年起每年组织职业技能竞赛，涵盖防水、铺贴、美缝等工种，以赛促学提升工匠技艺。

涂料	三棵树	2017、2018年	油工	马上住代言人大赛、三十万年薪招工长活动	赛事举办、薪资激励	1) 2017年“马上住代言人大赛”：为涂刷师傅拍摄三支微电影进行宣传，通过鼓励涂刷师傅展现工作以外的另一面，改变人们对这一职业片面单一的看法，获取社会认同和关注。活动以H5作为报名载体，参赛者中得票最高的涂刷师傅将作为三棵树马上住的形象代言人，其形象可出现在品牌宣传海报上。 2) 2018年“30万年薪招工长”活动：通过电话初试、现场实操、书面评测报告、终面测评等环节，从815名报名工长中选拔出3位工长与公司签约。在互联网平台引起了较大关注。
	立邦	2009年	油工	立邦产业人才发展中心（原立邦大学）、立邦分级技术认证体系	施工培训、认证	1) 立邦产业人才发展中心（原立邦大学）：为涂料行业销售、技术、管理培训、涂装等人才提供涂刷技巧、领导力、沟通技巧等方面的培训，助力其技能提升和职业发展。油工师傅、涂装工程师，色彩设计师，售货导购、涂装顾问等均可参与。 2) 立邦分级技术认证体系：经过考试、技术操作和面试考核，通过立邦认证的油工师傅叫“立邦认证师傅”。认证分星级认证和涂装师认证两种，星级认证是针对涂刷通用技能的认证，涂装师认证是针对涂装体系的专业技术认证。
瓷砖	蒙娜丽莎	2019年	设计师	“2019 轰轰烈烈”重点设计师盛典	作品展示	邀请有影响力的家装设计师到场，邀请网红直播提升影响力，为家装设计师创造学习机会。
		2021年	设计师	2021 灵感中国·设计人物全国公益巡讲计划	公益巡讲	新浪家居和蒙娜丽莎共同发起的大型公益演讲，邀请高级设计大咖主讲，为设计师提供学习机会，在设计师群体中提高影响力。
	东鹏控股	2021年	瓦工	鹏住铺贴“精艺施工满意交付”	施工培训	2021年在全国各地召开多场工匠培训暨认证签约仪式，邀请签约瓦工师傅参加并开展讲解、实操演练。
板材	兔宝宝	2018年	设计师	“智兔之星”创意设计大赛	赛事举办	2018年开始，迄今已举办五届。面向全国兔宝宝全屋定制门店设计师征集优秀作品，选手必须采取公司原有基础板材、门板与颜色，参赛期间实现实际业主案例转化的额外加分。

资料来源：各公司官网、官方营销号，华鑫证券研究

总之，以上商业模式的变化（由单卖产品到“产品+服务”）与公司加强人员激励和渠道下沉等举措相配合，将助力各头部公司在行业扩容趋势下，进一步增强市场竞争力、提升市场份额。

4.2、供给端：精细化成本管理辅助价格竞争

头部公司更易通过精细化成本管理压缩单位成本，实现经济效益最大化。在产品同质化严重、市场竞争激烈的行业环境下，通过提价向终端转移成本压力并非易事，降低成本成为消费建材公司采取价格竞争策略的首选方式，而头部公司更具资金实力打赢“成本内卷战”。

4.2.1、向上游扩张降低采购成本

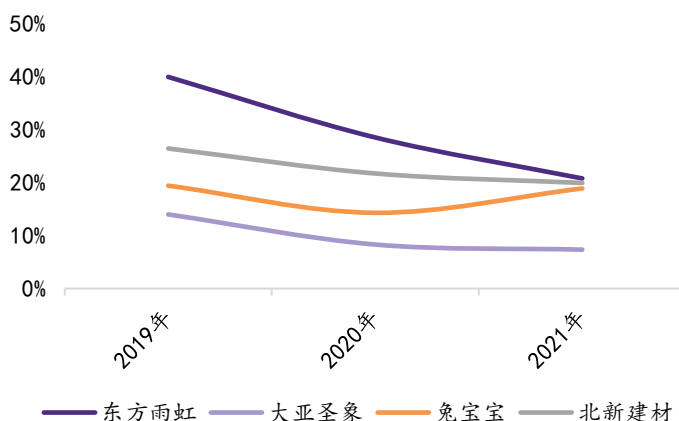
整合上游获得原材料成本优势，摆脱供应商依赖性提高自身议价能力。近年来，消费建材行业主要原材料价格整体呈现上升趋势，冲击企业盈利能力，消费建材龙头公司正积极向产业链上游扩张，保证原材料价格及供应，以最直接的方式进行价格“内卷”战。在向上扩张后，东方雨虹、大亚圣象、北新建材对前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例整体呈下降趋势，降低对主要供应商的依赖性初见成效。

图表 35：头部公司通过布局上游相关产业以降低成本

公司	上游扩张事件	涉及原材料
东方雨虹	与扬州化工工业园区签订 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
科顺股份 凯伦股份 北新建材	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

图表 36：近年来布局上游的公司对主要供应商的依赖性整体呈下降趋势



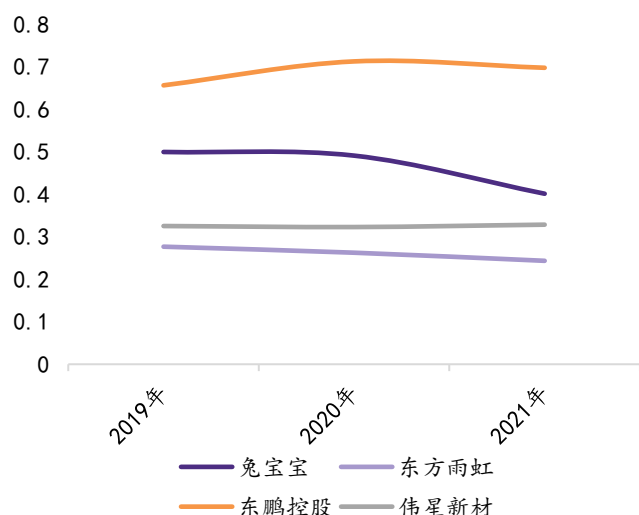
资料来源：各公司年报，华鑫证券研究

4.2.2、引进自动化降低人力成本

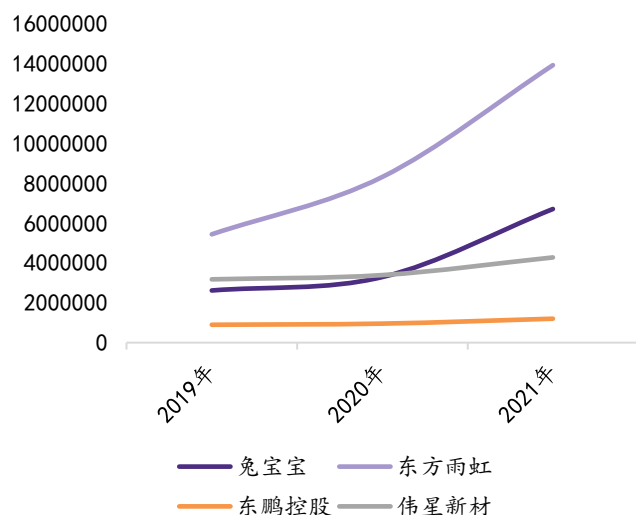
引进自动化设备以降低人力成本。近年来，消费建材行业龙头生产人员占总员工比例整体呈下降趋势，生产人员人均产值整体却呈上升趋势。我们认为其主要得益于企业抓住工业 4.0 的机遇与挑战，从自动化走向智能化，逐步降低直接人工成本，提高生产效率。

图表 37：生产人员占总员工比例整体呈下降趋势

图表 38：生产人员人均产值呈上升趋势（单位：元/人）



资料来源: Wind, 华鑫证券研究



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 39: 消费建材龙头打造智能工厂降本效果显著

公司名称	智能项目	效果
兔宝宝	健康家居智能工厂橱柜衣柜车间	人工运营成本可降低 220% 以上, 生产效率可提高 200% 以上, 产品不良品率降低 80%, 单位产值能耗降低 13.7%
东方雨虹	数字智能化制造工厂	人力成本可降低 20% 以上, 单位产值能耗同比下降 49.2%
东鹏控股	在核心工序中引入自动化设备	人力成本降低 40.2%, 生产效率提升 32.8%
伟星新材	智能制造综合标准化与新模式应用项目	企业生产效率提升了 53.9%, 成本费用利润率提高了 40.9%, 产品研制周期缩短 35.4%, 产品不良品率降低 55.0%, 单位产值能耗降低 20.0%

资料来源: 各公司公告, 华鑫证券研究

总之, 消费建材行业一方面可通过向上游扩张以降低采购成本, 另一方面可打造智能制造工厂降低生产成本, 这些举措只有具备雄厚资金实力的头部企业才可能完成, 其本就因产量较高而规模效应显著, 从多个环节压缩成本将进一步拉大其相对中小企业的竞争优势, 推动行业集中度提升。

5、消费建材企业业绩或迎拐点, 2023 年盈利能力有望提升

5.1、头部建材公司 2022 年 Q3 业绩汇总

头部建材公司 2022 年 Q3 业绩或迎拐点, 营收净利均出现转好迹象。在建材公司中, 细分行业的头部公司 Q3 的业绩表现与 Q2 相比出现了不同程度的边际好转, 其中:

1) **石膏板材**: 兔宝宝 Q3 营业收入/净利润同比下降 13.88%/40.84%, 其中营收较 Q2 同比跌幅略有收窄。北新建材 Q3 营业收入/净利润同比下降 14.84%/21.12%, 与 Q2 相比同比跌幅扩大。

2) **管件管材**: 伟星新材 Q3 营业收入/净利润同比增长 1.31%/13.67%, 毛利率/净利率较 Q2 分别增长 4.78pct/8.04pct, 与 Q2 相比盈利能力出现显著的边际改善。

3) **门窗五金**: 坚朗五金 Q3 营业收入同比下降 12.86%, 同比跌幅较 Q2 略有扩大; Q3 净利润同比下降 72.27%, 跌幅显著收窄; 盈利能力明显改善, 毛利率和净利率与 Q2 相比分别提升 2.38pct 和 3.98pct。

4) **建筑瓷砖**: 蒙娜丽莎 Q3 营业收入同比下降 4.18%, 较 Q2 跌幅显著收窄; Q3 净利润同比增长 0.30%, 增速由负转正, 同时毛利率/净利率较 Q2 分别增加 4.85pct/30.06pct。东鹏控股 Q3 营业收入/净利润同比增长-8.94%/932.48%, 而 Q2 营业收入/净利润同比下降 13.09%/41.40%, Q3 营收端和盈利端的边际改善较为明显; Q3 毛利率也有一定提升, 较 Q2 增长 1.25pct。

5) **防水材料**: 东方雨虹 Q3 营业收入/净利润同比下降 4.51%/40.31%, Q3 净利润同比跌幅略有收窄。科顺股份 Q3 营业收入/净利润同比下降 5.50%/88.40%, 营收和利润双双承压。

6) **保温材料**: 鲁阳节能 Q3 营业收入/净利润同比增长 2.79%/0.24%, 同比增速较 Q2 小幅下滑。

7) **涂料**: 三棵树 Q3 营业收入/净利润同比增长 0.54%/534.01%, 与 Q2 相比, 营业收入同比增速由负转正, 净利润同比增速扩大; 同时毛利率/净利率分别为 30.56%/6.23%, 较 Q2 增长 1.93pct/1.85pct, 营业表现总体出现了显著的改善。

图表 40: 建材公司或迎业绩拐点

公司	主营产品	2022Q3 业绩				2022Q2 业绩			
		营收同比	净利润同比	毛利率	净利率	营收同比	净利润同比	毛利率	净利率
兔宝宝	石膏板材	-13.88%	-40.84%	17.17%	5.93%	-14.48%	-19.84%	18.98%	8.45%
北新建材	石膏板材	-14.84%	-21.12%	29.24%	14.35%	-3.17%	-19.21%	31.36%	18.76%
伟星新材	管件管材	1.31%	13.67%	43.31%	24.70%	0.39%	-17.63%	38.53%	16.66%
坚朗五金	门窗五金	-12.86%	-72.27%	31.24%	4.40%	-12.81%	-97.57%	28.86%	0.42%
蒙娜丽莎	建筑瓷砖	-4.18%	0.30%	27.09%	7.95%	-10.70%	-264.93%	22.24%	-22.11%
东鹏控股	建筑瓷砖	-8.94%	932.48%	30.97%	3.86%	-13.09%	-41.40%	29.72%	9.02%
东方雨虹	防水材料	-4.51%	-40.31%	23.81%	8.52%	1.65%	-48.70%	25.94%	7.07%
科顺股份	防水材料	-5.50%	-88.40%	18.98%	1.30%	4.62%	-51.96%	20.62%	6.05%
鲁阳节能	保温材料	2.79%	0.24%	31.94%	17.02%	12.46%	36.13%	35.21%	20.92%
三棵树	涂料	0.54%	534.01%	30.56%	6.23%	-5.98%	13.90%	28.63%	4.38%

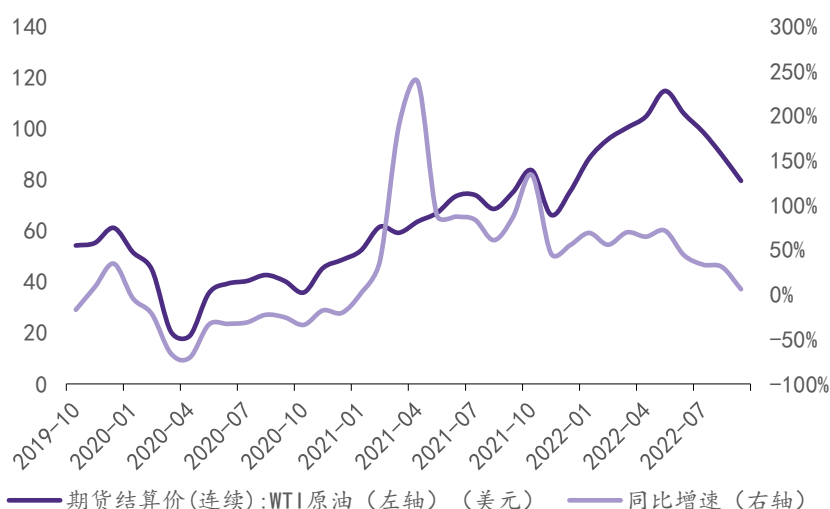
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

综上所述, 尽管建材行业整体仍然处于较为困难的状态, 大多数公司业绩同比增速仍为负数, 但是一些细分行业中的代表公司业绩出现了边际改善的征兆。明年随着地产行业和建材供需格局等持续好转, 建材公司的处境有望得到进一步改善, 业绩有望迎来拐点。

5.2、2023 年国际原油价格呈现下滑趋势，消费建材成本端压力有望下降

全球交易衰退预期，原材料价格有望下降，建材公司盈利能力有望提升。当下全球通胀仍未得到完全遏制，美联储处于加息周期，美债利率持续高攀，反映出市场对未来经济景气度的担忧。在全球交易衰退预期的大背景下，原油价格和同比增速双双回落，明年或将维持下降趋势。因此，建材成本下降可期，公司盈利能力有望得到修复。

图表 41：原油价格和同比增速均下降



资料来源：Wind，华鑫证券研究

6、行业评级及投资策略

我们认为地产竣工端在 2023 年将有所修复，同时建材行业进入高质量发展阶段，绿色建材政策和防水提标政策的执行，将一定程度对冲消费建材市场规模的下滑，2023 年各消费建材细分市场有望快速反弹。

从行业自身来看，2022 年在消费建材市场规模下滑 20%-30%后，龙头公司的营收增速并没有出现明显下滑甚至个别龙头企业还有所上升，行业集中度提升程度在 2022 年较为明显。随着下游市场复苏和龙头公司在销售端和生产端的战略布局不断落地，以及消费建材行业进入高质量发展阶段有利于龙头市占率的提升，龙头集中度提升曲线斜率有望迎来向上拐点。

叠加 2023 年原材料成本有望下降，我们认为消费建材龙头企业的盈利拐点将至，因此给予消费建材板块“推荐”评级。

图表 42：重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-10-29 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	

请阅读最后一页重要免责声明

29

公司代码	名称	2022-10-29		EPS		PE		投资评级	
000786.SZ	北新建材	21.10	2.08	2.09	2.50	10.44	10.11	8.43	——
002043.SZ	兔宝宝	7.59	0.98	0.93	1.17	10.09	8.17	6.51	——
002088.SZ	鲁阳节能	20.16	1.06	1.27	1.58	19.57	15.84	12.79	——
002271.SZ	东方雨虹	25.88	1.67	1.02	1.83	15.52	25.29	14.17	买入
002372.SZ	伟星新材	18.05	0.77	0.85	1.02	24.25	21.20	17.63	——
002791.SZ	坚朗五金	81.49	2.77	1.71	3.16	29.74	47.57	25.81	——
002918.SZ	蒙娜丽莎	12.68	0.77	-0.17	1.47	17.62	-75.97	8.63	——
003012.SZ	东鹏控股	6.99	0.13	0.57	0.73	177.42	12.29	9.61	——
300737.SZ	科顺股份	10.41	0.60	0.44	0.70	21.49	23.78	14.93	——
603737.SH	三棵树	85.96	-1.11	2.60	3.82	-77.44	33.06	22.50	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：除东方雨虹、三棵树外盈利预测取自万得一致预期）

7、风险提示

1) 下游地产需求恢复不及预期；2) 新政策落地效果不及预期；3) 头部公司新品类扩张效果不及预期；4) 行业竞争格局恶化；5) 原材料价格持续上涨风险。

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 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。