建筑材料

证券研究报告
2022 年 12 月 15 日

如何看待地产链建材短期和中长期的需求空间?

短看地产新建端弹性，长看改造/C 端渠道变革

我们认为新建逐步回落，改造稳步放量是后续地产链总量的大趋势，但二者变化的相对速度会影响地产链建材需求的景气度，不同建材在新建/改造场景中使用强度的不同也会使不同品类的景气度发生分化。本文中我们以建筑面积作为建材需求表征，首先对新建住宅开竣工面积进行预测，再根据 B/C 端，新建/改造端等具体渠道的比例预测，最终得到水泥、防水、管道、涂料等品类的初步中长期需求展望。我们认为短期，新建竣工端受益于政策和资金改善，叠加企业承接业务信心恢复，相关上市公司有望展现基本面向上弹性，而中长期看，旧改是成长赛道，C 端大周期有望更早复苏，渠道领先企业有望呈现优势，综合推荐蒙娜丽莎、科顺股份、亚士创能、东方雨虹、三棵树、坚朗五金、伟星新材等。

建筑面积：短期竣工有望好于预期，中长期增长在改造

与建材需求相关的地产指标主要是新开工和竣工。历史上新开工与土地购置增速相关度较高，但当前待开发土地 4.6 亿平米左右，远高于 21/22 年开发量，土地并不缺，若假设销售金额持平等中性条件下，预计 23 年新开工面积同比或有 3%左右下行，但地产商资金状况和存量土地质量可能导致下行幅度更大。竣工端按照我们的 12-18 个月模型，20-22 年均在竣工需求高峰，23 年理论需求较 22 年有 30%左右下行。22 年受到资金端影响，实际需求或弱于理论值，从玻璃表观需求量来看，影响幅度可能在 10%以内，因此 23 年的竣工端需求可能仍然下行，但下行幅度或小于理论值。中长期看，根据天风宏观和我们此前报告预测方法，我们预计 25/30 年住宅新开工 10.7/9.2 亿平米，2025 年的新开工/竣工端需求约为 2022 年理论值的 77%/55%，为 2020 年的 45%/54%，2025 年之后，行业需求或将进入相对平稳阶段。预计 2022/2025/2030 年我国的存量改造面积约为 11.28/14.37/20.35 亿平米，22-25 年年复合增长率为 8.4%左右，25-30 年年复合增长率为 7.2%。

建材需求：新建端总体下行，建材属性决定改造端增长潜力

从建筑面积到建材需求，需考虑不同建材在新建和改造中的使用强度，以及 B/C 端的分布，我们相应做了假设和情景分析。结论来看，大部分消费建材中长期需求向上可期，但中短期有下行压力，大部分 C 端消费建材品类需求低点相对于 2022 年的需求仍有 18%-26%的下行空间，室外防水/管道的下行空间在 15%以内，如果考虑防水新规对防水材料用量的提升效果，市场需求判断或更加乐观。B 端建材中，室外防水、管道、涂料有望受益于旧改，其市场需求在 2025-2026 年后有望逐步恢复上升态势，其余品种的大 B 市场或面临长期下行的风险。C 端建材中，室内防水、管道、瓷砖的需求拐点有望出现在 2024-2026 年之间，内墙涂料的需求拐点则有望在 2024 年。

风险提示：测算假设及结论可能偏离实际情况；改造市场预测方法存在不合理的可能；房地产市场下行幅度超预期。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《建筑材料-行业研究周报:沿基本面反转和长期成长，继续推荐消费建材/新材料》 2022-12-05

2 《建筑材料-行业研究周报:玻纤周跟踪：电子纱调涨，关注持续性，粗纱继续筑底》 2022-12-04

3 《建筑材料-行业研究周报:基本面持续改善，关注玻纤投资机会》 2022-11-28

内容目录

1. 短期：实物量仍存在下行压力，竣工端回转余地更大 3
1.1. 受制于土地购置下滑，新开工短期景气度仍低 3
1.2. 竣工虽亦有下滑压力，但下行波动有缓冲 5
2. 中长期：新建端或处于长周期下行，改造端成长性可期 6
2.1. 新建需求或逐步下行至 9-10 亿平米左右 6
2.2. 改造需求渐起，成长性可期 6
3. 对建材的影响 7
4. 风险提示 12

图表目录

图 1：新开工面积和土地购置面积累计同比增速（%） 3
图 2：房地产土地相关指标的历史变化情况 4
图 3：历史表观容积率的变化情况 4
图 4：存量土地开发速度与商品房销售增速（右，%）之间的关系 4
图 5：t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值 5
图 6：计算值与统计局竣工面积的差异 5
图 7：浮法玻璃库存情况 5
图 8：浮法玻璃产能情况 5
图 9：竣工端需求预测值 6
图 10：新开工端需求预测值 6
图 11：我国装修住宅供给结构（万套） 7
图 12：预测 2020-2030 我国存量房改造面积 7
图 13：以面积表征的新开工端部分建材品种需求 8
图 14：室外防水与室外管道市场需求中的改造占比 8
图 15：外墙涂料（外窗）需求预测 9
图 16：外墙涂料（外窗）下游需求分布 9
图 17：精装修渗透率 9
图 18：室内防水、管道、涂料、瓷砖 B 端需求预测 9
图 19：室内防水、管道、涂料、瓷砖 C 端需求预测 10
图 20：室内防水、管道、涂料、瓷砖 C 端占比预测 10

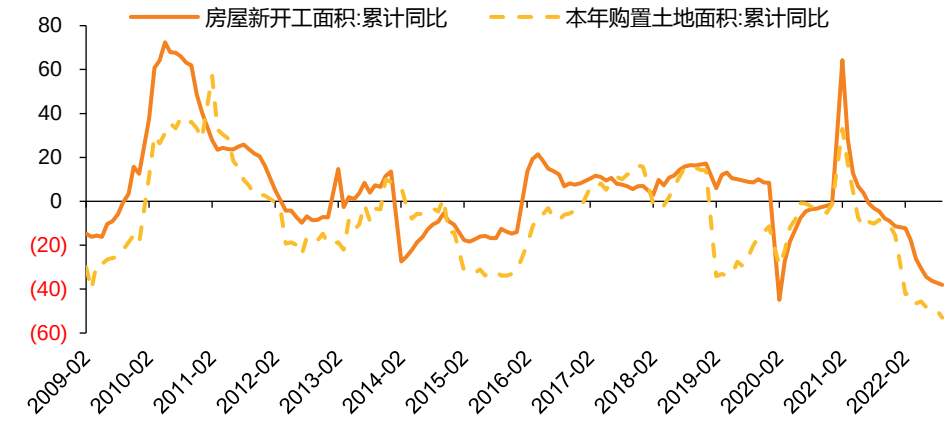
表 1：对部分建材新建/改造，toB/toC 权重的假设 8
表 2：原假设下各品类 B 端需求量预测表（亿平方米） 10
表 3：原假设下各品类 C 端需求量预测表（亿平方米） 11

1. 短期：实物量仍存在下行压力，竣工端回转余地更大

1.1. 受制于土地购置下滑，新开工短期景气度仍低

2009 年之后，土地购置面积和房地产新开工面积的同比增速具备一定的同步性。22M1-9 房地产新开工面积达 9.5 亿平方米，同比下降 38%，土地购置面积 6449 万平方米，同比下行 53%，两者均仍处于快速下行的阶段。自 2009 年之后，新开工和土地购置面积的同比增速的波动趋势存在一定的同步性。新开工面积同比增速的几个低点分别在 12M7，14M2，15M8，18M2，20M2，几次低点也基本对应了土地购置面积增速的阶段性低点。我们认为这可能与过往地产商一边储备、一边开发的经营战略相对应，在看好市场时，加速推出新楼盘及进行土地储备补充，当市场较差时，新开工速度放缓，拿地随之趋于谨慎。我们认为当前情况或有所改变，在当前市场环境下，加速土地储备的开发有助于开发商回笼资金，但并不一定会带动其加速拿地。

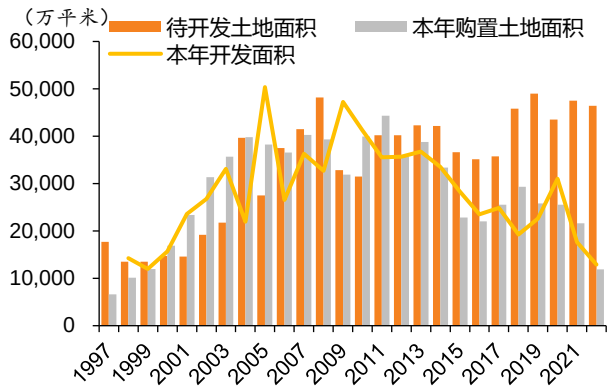
图 1：新开工面积和土地购置面积累计同比增速（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

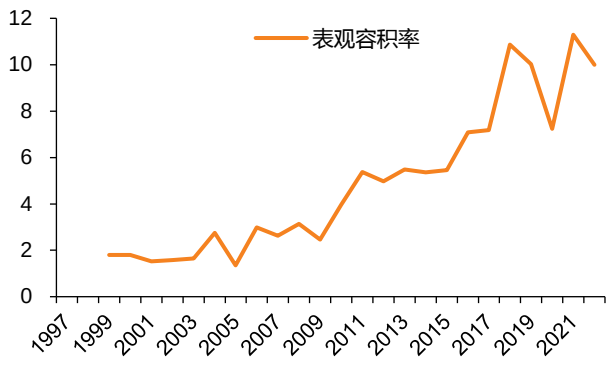
当前待开发的土地面积仍然较大，不构成制约新开工的条件，开工意愿或能力是新开工比较核心的点。根据统计局的数据，21 年末房地产待开发土地（已出售未开发土地）面积为 4.7 亿平米，如果以年初待开发面积+本年土地购置-年末待开发面积，表征当年新开发土地的面积，则 21 年的新开发的土地面积为 1.76 亿平方米，同比下降 43%，对应 19.89 亿平方米的新开工面积，同比下降 11%，新开工面积降幅偏小主要在于表观容积率（建筑面积/土地面积）的提升。而实际上，2012-2021 年 10 年间当年新开发土地峰值为 2013 年的 3.67 亿平米。如果假设 2022 年全年土地购置面积下滑 45%，新开工面积下滑 35%，即均比前 9 月有所收窄，考虑表观容积率维持 10 左右（过去 4 年均值 9.86），则 2022 年末的待开发土地面积为 4.6 亿平方米左右，满足 2022 年新开工的需求仍十分充裕。

图 2：房地产土地相关指标的历史变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

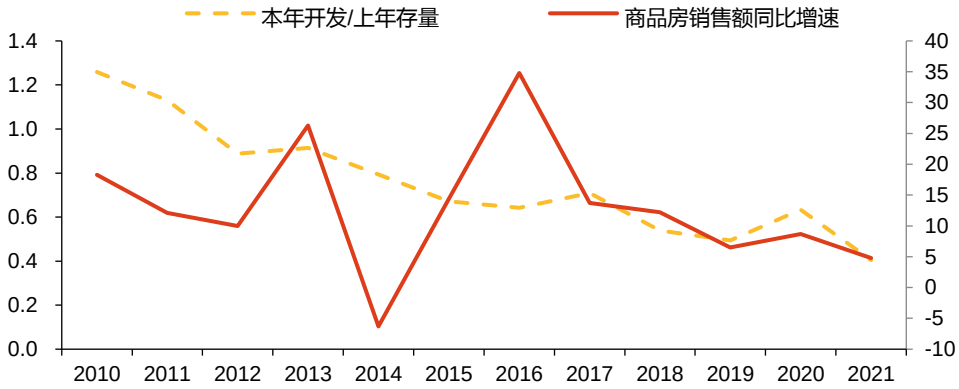
图 3：历史表观容积率的变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

开工意愿或能力与销售回款关联度较高。我们认为是否加快存量土地储备的开工，可能与地产商的资金状况以及对楼市的判断（最直接的是销售）有关，而销售速度可能较大程度影响开发商初期投入资金的回笼速度。我们如果以本年开发土地/上年末存量待开发土地作为土地开发速度的指标，可以看到在 2010 年后，几乎所有商品房销售增速放缓的年份，土地的开发速度都是放缓的，而在 2013/2020 年，商品房销售增速提升，也伴随了土地开发速度的提升。在房地产本年资金来源中，近年来银行贷款所占比例逐步走低，来源构成中的主要部分为自筹资金和其他资金来源，而其他资金来源中定金与预付款的占比逐年提升，2021 年自筹资金和定金预付款的合计占比为 69.3%，其中定金及预付款占比 36.8%，因此销售金额的变化趋势对房开企业资金的到位情况影响较大。22M1-9 商品房销售金额同比下降 26.3%，按照上文的假设，预计 2022 年新开发土地的同比降幅也在 26%左右。

图 4：存量土地开发速度与商品房销售增速（右，%）之间的关系



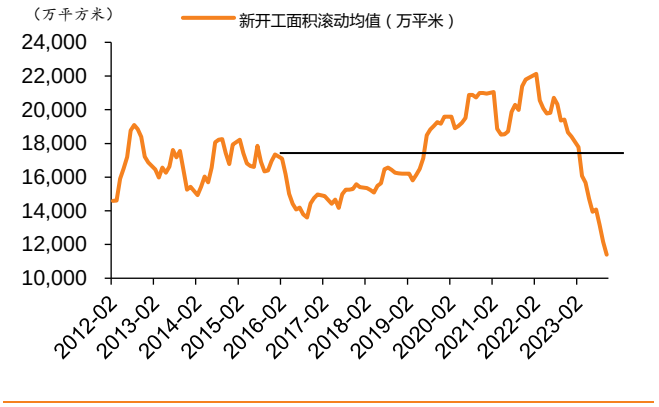
资料来源：Wind，天风证券研究所

从上述分析来看，我们预计短期新开工的变化方向主要与销售景气度相关，明年新开工同比继续下滑的可能性较大。按照上述的假设计算，2022 年的本年开发/上年存量土地指标已跌至低位，仅 0.27，而至 2022 年底存量待开发土地的面积和 2021 年底相比仅略有下降。如果假设明年销售金额同比持平，土地开发速度指标同样持平，在表观容积率保持平稳的情况下，预计明年的新开工面积较 2022 年下行 3%左右。但整体来看，明年新开工面临的困难仍包括：1）即使销售好转，地产商资金状况和预期改善仍需时间，土地开发速度上行的难度较大；2）尚未开发的存量土地，其去化速度可能慢于已经开发的优质土地。因此，我们预计 2023 年新开工面积实现正增长的可能性并不大，但若销售回暖，其大幅下行的概率也比较小。

1.2. 竣工虽亦有下滑压力，但下行波动有缓冲

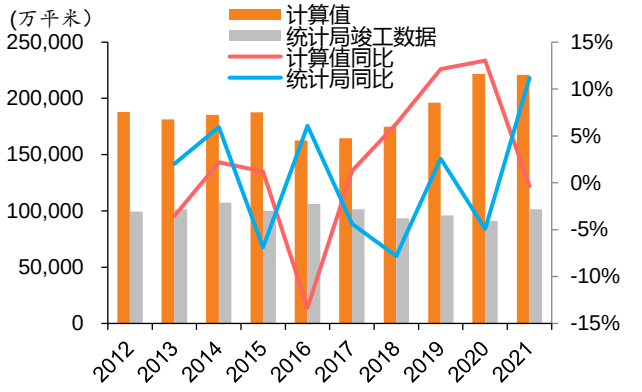
以 t 月前 12-18 个月的新开工面积移动平均值所表征的 t 月竣工需求，能够较好表征消费建材等竣工端建材的需求。可以看到，用我们计算所用方法得到的竣工需求，和统计局房地产竣工面积的变化趋势并不一致，但我们计算的方法与建材实物量的对应情况似乎更好。以玻璃为例，浮法玻璃的日熔量在 16 年下半年至 20 年上半年时间段内，基本在 15.3-16.3 万吨波动，产能区间相对稳定，在 20 年下半年才出现了趋势性上升，而从玻璃库存的角度看，16 年下半年至 19 年 5 月之前，库存呈趋势性升高趋势，而从我们利用新开工推导的“竣工面积”来看，在 19 年 6 月之前，竣工需求的强度始终未回到 16 年 2 月前的水平，因此在玻璃产能相对稳定状态下，出现了趋势性累库。19 年 6 月后，竣工需求持续上升突破了 16 年水平，而产能直至 20 年的下半年才突破前述区间，从库存来看，若不考虑 20 年上半年的疫情影响，19 年 4 月后玻璃库存就进入了趋势性下行阶段，一直维持到 21 年 6 月左右。21 年末基本见到了竣工需求的测算高峰，但玻璃库存自 21 年下半年就开始快速累积，我们认为原因：1）21 年下半年理论竣工需求并未继续明显攀升，但玻璃产能仍然出现了一段时间的上行；2）地产资金链风险频发，可能对实际竣工需求造成了比较大的影响。

图 5：t 月前 12-18 个月新开工面积移动平均值



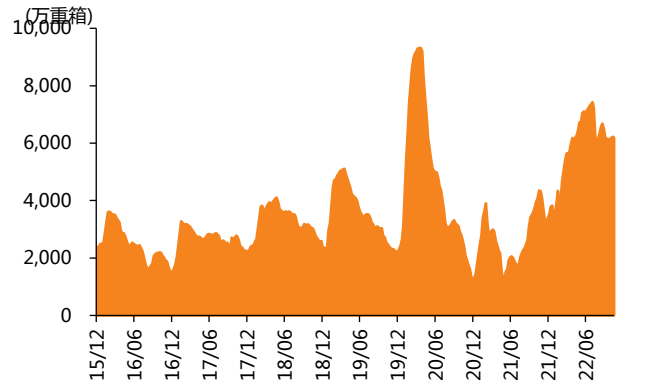
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：计算值与统计局竣工面积的差异



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：浮法玻璃库存情况



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

图 8：浮法玻璃产能情况



资料来源：卓创资讯，天风证券研究所

虽然理论上竣工短期仍有很大的下行压力，但资金端带来的实际数值波动则可能使得 23 年竣工端实际需求向下波动的幅度小于预期。理论测算结果来看，2021 年是竣工面积需求的高峰，达到 22.19 亿平米，20/22 年为 22.17/21.92 亿平米，虽然较高峰有所下降，但降幅较小，受到 21 年新开工快速下行影响，23 年的理论竣工面积需求为 15.1 亿平方米，同比下行 31%。如果假设 2022 年地产项目进度受到资金面大幅影响，竣工需求明显延后，则 2022 年实际竣工端需求可能明显低于理论值，2023 年的实际值可能也会明显好于理论值。但如果以玻璃的情况作为对比，进行实际值的测算，不难发现 22 年前 10 月的平均产能同

比增加 0.72%，而年初至 10 月末的生产企业累库量 2663 万重箱，也与 2021 年的累库情况接近，如果假设社会库存累计变化情况不大，那可能代表浮法玻璃的表观消费量和去年前 10 月比较接近，按此推算，我们判断前 10 月建筑玻璃用量的下滑幅度有可能在个位数水平。如果 22 年的竣工需求下降幅度在个位数水平，则 23 年竣工需求有一定可能继续下降。

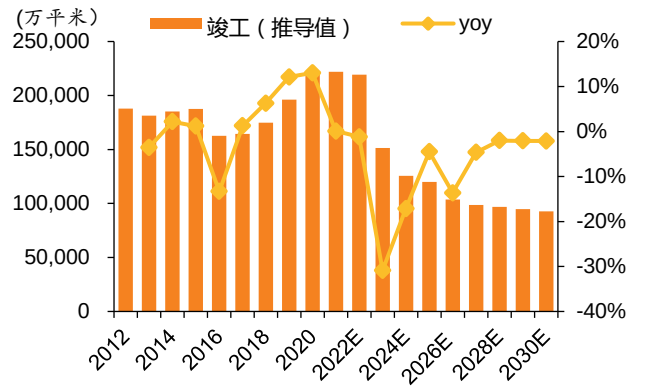
2. 中长期：新建端或处于长周期下行，改造端成长性可期

2.1. 新建需求或逐步下行至 9-10 亿平米左右

新增商品房需求量下降或是大势所趋。关于对房地产中枢需求的判定，市场主要从总人口、城镇化率、城镇人口居住面积等角度建立模型进行研究。根据天风宏观 10 月 22 日发布的报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？》中的预测，未来城镇住房需求主要由新建和存量房供给满足，而新建房则由商品房和保障房共同满足，其预测 22-25 年/26-30 年的中性新增商品房需求中枢为 11.3 和 9.6 亿平米，2025 和 2030 年的需求量分别为 10.7 和 9.2 亿平米。我们以此作为依据进行开竣工端需求的测算。

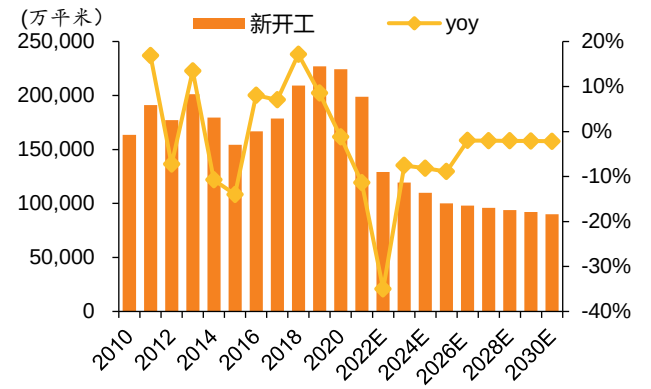
根据上文对短期指标的分析，我们认为新开工是销售的敏感指标，而竣工则是历史新开工的结果。在进行测算时，考虑到新开工是要满足未来的需求，而不一定是当年的需求，我们假设 22 年的新开工面积同比下行 35%，并在 23-25 年阶段平稳下降至 10 亿平米，新开工的月间分布均衡，而在 26-30 年间，新开工面积平稳下降至 9 亿平米。同时假设未来新开工需求向竣工的传导仍然符合前文的规律。从预测结果来看，2025 年的新开工/竣工端需求约为 2022 年理论值的 77%/55%，为 2020 年的 45%/54%，如果假设 2022 年竣工端需求实际低于理论值 5%，则 2025 年需求值为 2022 年的 58%左右，2025 年之后，行业需求或将进入相对平稳阶段。

图 9：竣工端需求预测值



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：新开工端需求预测值



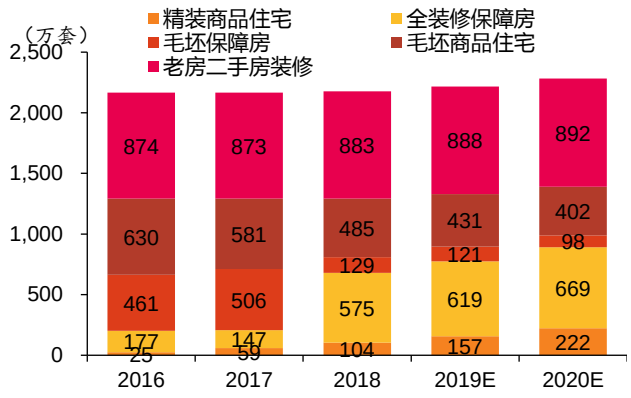
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 改造需求渐起，成长性可期

我国存量房的年装修套数和面积均有较大的提升空间。据奥维云网 2019 年的预测数据，2020 年我国存量房装修共 892 万套，假设每套房子的面积平均值为 100 平方米，则存量改造面积占到 2020 年城镇居民居住面积的比例在 2.6%左右，而根据我们在《对比美国，我国的存量房时代能否开启》中的研究，我国 2020 年时的房龄中位数在 15-16 年，与美国 1973 年存量房改造时代开启时的 22 年房龄中位数仍有一定差距，而当房龄中位数达到 22 年时，根据理论判断，每年进行存量改造的房屋面积或可达到存量面积的 5%左右。我们假设 2020 年的全部城镇存量改造面积占存量房的比例为 2.7%，我们预计，随着我国存量住宅房龄中位数的逐渐增大，至 2030 年，我国存量房进行改造装修的比例有望逐步提升至 5%左右，年均提升幅度超过 0.2pct，因此我们假设 2021-2030 年我国存量房改造面积占比的年均提升幅度为 0.2pct。

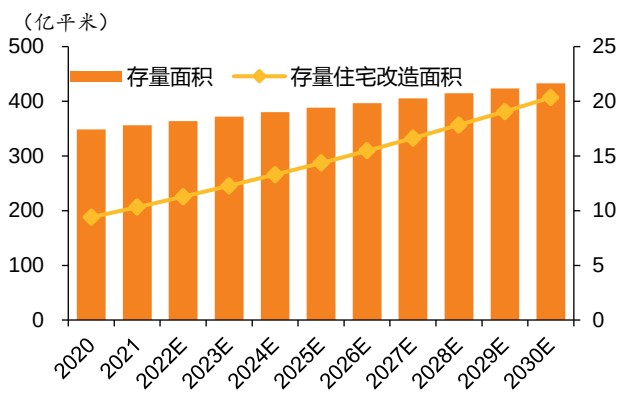
在城镇居民居住面积和改造占比的共同提升作用下，22-30 年存量改造市场的年复合增速有望达到 8%左右。据统计局，2021 年我国城镇化率 64.72%，如果假设总人口相对稳定的情况下，2025/2030 的城镇化率达到 70%/75%，则年均贡献的城镇人口增量基本在 1%左右。2）2001-2010,2011-2020 年间我国城镇人口的人均居住面积复合增长率为 8.9%/1.9%，我们假设 21-25 年平均增长率维持 1.2%左右。按此计算，我国的存量房（实际居住）面积在 2020-2030 年间的复合增长率有望达到 2.2%左右。再结合存量改造面积占比年均增长 0.2pct，则可计算出 2022/2025/2030 年我国的存量改造面积约为 11.28/14.37/20.35 亿平米，22-25 年年复合增长率为 8.4%左右，25-30 年年复合增长率为 7.2%。

图 11：我国装修住宅供给结构（万套）



资料来源：奥维云网，国家统计局，住建部，审计署，天风证券研究所

图 12：预测 2020-2030 我国存量房改造面积



注：左轴为存量住房面积，右轴为改造面积，单位均为亿平米

资料来源：Choice，国家统计局，天风证券研究所

3. 对建材的影响

我们认为通过房屋面积表征建材的需求，仍需要根据建材的性质进行权重的分配。我们认为从功能角度出发，建材大体可分为主体结构建材和装饰建材，因其功能不同，其更新周期也会有明显区别，直接影响其在改造需求中的用量。如钢筋、混凝土（水泥）等主体结构建材，理论上其使用年限应不低于我国法律规定的住宅产权年限（70 年），因此主体结构的改造需求并不大（不考虑直接拆除重建的部分）。而对于装饰性建材，则是房屋改造的主要内容，且其单位面积的使用量不会明显小于新建。我们在下表中，根据不同建材在新建和改造中的应用场景，给出一个计算总空间的假设权重，后续根据该权重对以面积表征的建材需求进行测算。其中假设原则包括：1）由于新建工程中各种建材缺一不可，因此权重均设置为 100%；2）在改造中，对工序较为繁琐，需要涉及到拆改或隐蔽工程的，赋权 50%，对于工序简单的建筑表面工程（主要是内墙涂料），赋权 80%；3）我国室外公共部分的改造主要由政府、物业而非业主本身发起，受制于资金等问题，在每年出现的改造需求中，预计并不一定能够做到应改尽改，因此赋权 50%；4）对于渠道端，新建工程中，假设水泥、室外防水、室外管道、外墙涂料等公共部位的建材 100% toB，对于其他装饰建材，则以精装修的渗透率作为 to B 的比例；5）改造工程中，仍然是假设室外公共部分 100% to B，而室内部分则假设 100% to C。（本文中的 to B 和 to C 按照最终用户分类，而非直销和经销的分类）。在下文的计算中，我们以面积*权重的方式对不同种类建材的需求做测算，并以面积作为最终的需求测量指标。

表 1：对部分建材新建/改造，toB/toC 权重的假设

	应用场景		新建渠道		改造渠道	
	新建权重	改造权重	新建 B	新建 C	改造 B	改造 C
水泥	100%	0%	100%	0	100%	0
室内防水	100%	50%	40%	60%	0	100%
室外防水	100%	25%	100%	0	100%	0
室外管道	100%	50%	100%	0	100%	0
室内管道	100%	50%	40%	60%	0	100%
内墙涂料	100%	80%	40%	60%	0	100%
外墙涂料	100%	50%	100%	0	100%	0
瓷砖	100%	50%	40%	60%	0	100%
外窗	100%	50%	100%	0	0	100%

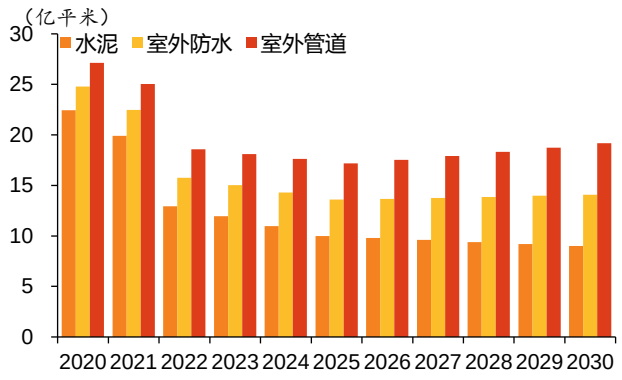
注：本文假设仅为根据不同建材特征所做大致假设，不代表精确比例

资料来源：天风证券研究所假设

通过测算我们认为可得出以下初步结论（下文需求预测均以建筑面积作为基准）：

1）开工端建材。水泥、室外防水、室外管道均属于与新开工相关度偏高的 B 端材料，在我国的住宅建设市场中很少以 C 端建材出现。但水泥作为主体结构材料，几乎没有存量翻新市场，其需求总量中长期存在较大下行风险，而防水与管道均属于存量改造（或以老旧小区改造的形式存在），因此总量需求在经历初期下降后，仍存在回升机会。从预测结果来看，室外防水和室外管道市场的低点出现于 2025 年，整体市场空间约为 2022 年的 86%/93%，随后开始稳健回升，但过程中改造占比不断提升，可能对产品渠道产生较大影响。

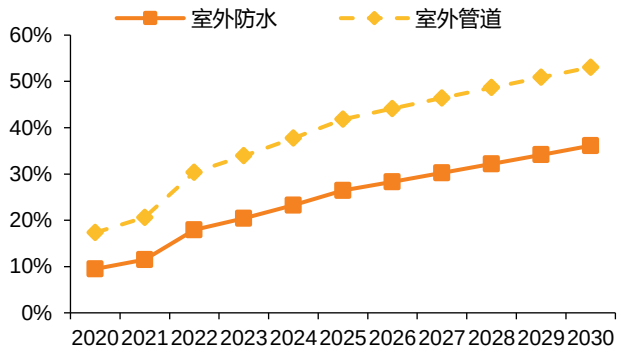
图 13：以面积表征的新开工端部分建材品种需求测算



注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：室外防水与室外管道市场需求中的改造占比测算



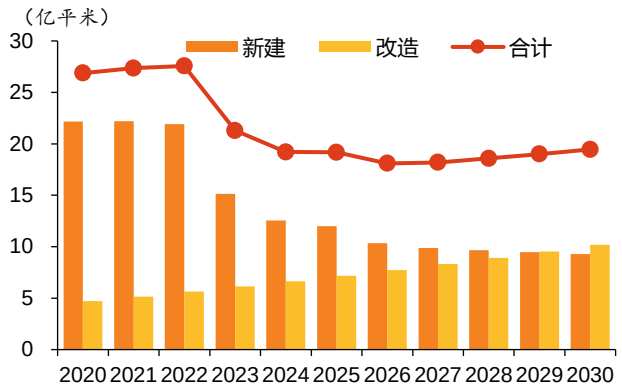
注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

2）竣工端建材中，外墙涂料也属于 B 端业务，而外窗新建端为 ToB，改造端则为 to C。从理论值的角度看，20-22 年为新建商品房竣工端需求的高峰，23 年或有较为明显的下降，随后进入平稳下降阶段，因此理论上新建端的外墙涂料也存在类似的趋势。但如果考虑 22 年部分需求受到地产资金紧张影响，实际需求小于理论值，则 2023 年实际需求可能高于理论值。外墙涂料在改造市场中的需求变化，我们认为主要受到老旧小区改造影响，趋势与室外防水和管道类似。由于新建竣工端需求存在较大下行，预计外墙涂料需求总体或在 2026 年后才能企稳回升，2026 年需求低点的需求量或为 22 年理论峰值的 66%左右。但改造端需求有望呈现平稳上升态势，改造下游占总体需求的比例也有望持续提升。

外窗在新建端属于主体结构附属工序，业务类型为 to B，但是其在改造端绝大部分为居民自发行为，业务类型为 to C，因此其与外墙需求的主要不同在于改造端市场需求：1）外墙改造为老旧小区改造的内容，其受政府、物业的意愿和资金到位情况影响较大，而外窗改造更多受消费者改造意愿的影响；2）二者改造终端客户的不同，决定了二者改造市场的渠道拓展方向也会存在不同。

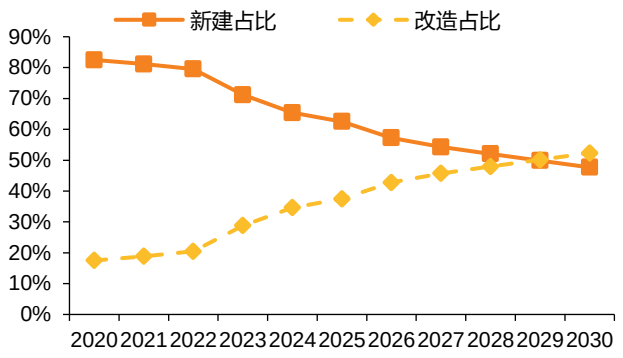
图 15：外墙涂料（外窗）需求预测测算



注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：外墙涂料（外窗）下游需求分布测算

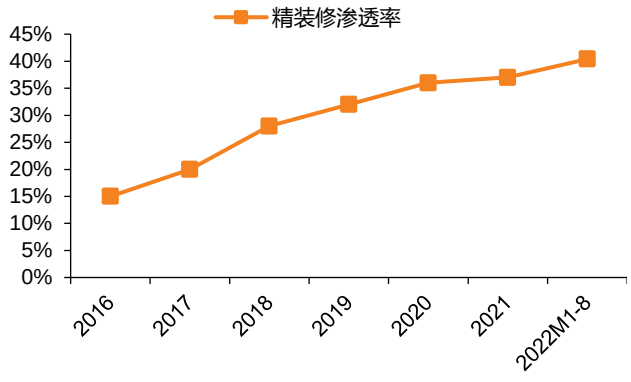


注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

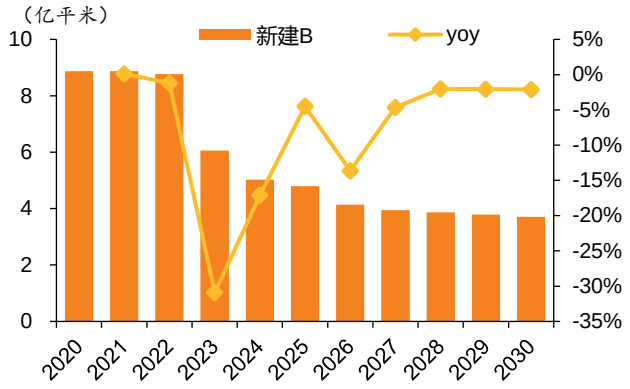
其余内装建材的 B 端市场或持续收缩，但 C 端市场相对稳定。其余内装建材在新建端即分为 B 端和 C 端，其中我们以精装修作为 B 端，其余作为 C 端，而内装改造通常为居民自发行为，因此全部作为 C 端，代表性建材为室内防水、室内管道、内墙涂料和瓷砖。在新建项目中，我们用精装修渗透率来表征 B 端的占比，据奥维云网，2021 年我国新建精装修渗透率为 37%，22 年 M1-8 为 40.4%，我们暂假设后续稳定至 40%左右。由于 B 端市场主要靠新建精装修房贡献，因此各个品类的 B 端需求在未来或均呈现下降趋势，2026 年后降幅或收窄至 5%以内，但 2025/2026 年的需求收缩至 2022 年的 54%/47%左右。

图 17：精装修渗透率



资料来源：奥维云网，国家统计局，天风证券研究所

图 18：室内防水、管道、涂料、瓷砖 B 端需求预测测算



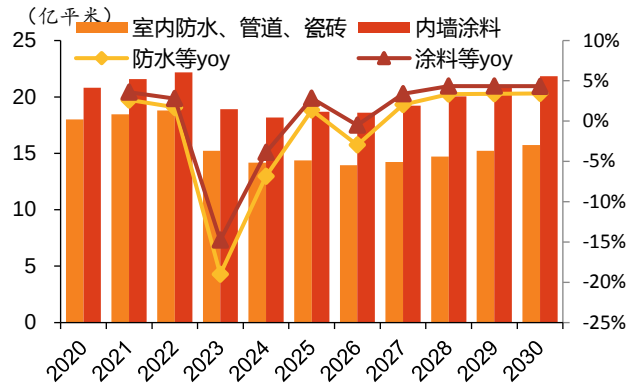
注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

C 端市场下行幅度小于 B 端，且复苏时间早于 B 端。上述几种内装建材的 C 端市场可分为新建和存量改造市场，其中新建 C 端市场在精装修渗透率稳定情况下，或也会持续下行，但改造市场的稳健增长有望提供增量市场。测算数据显示，虽然 2026 年才是室内防水/管道/瓷砖 C 端市场的低点，但其在 2024 年之后下行趋势已较为微弱，而 2024 年后内墙涂料市场有望触底反弹。而从 B+C 总体市场空间来看，我们预计市场仍然需要在 2026 年触

底，届时室内防水/管道/瓷砖的市场需求约为 2022 年的 66%，内墙涂料则为 73%。

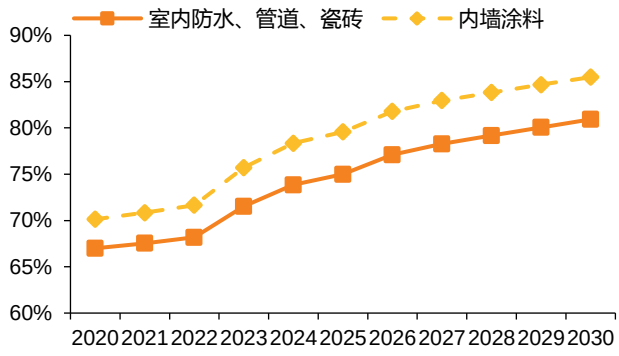
图 19：室内防水、管道、涂料、瓷砖 C 端需求测算



注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：室内防水、管道、涂料、瓷砖 C 端占比测算



注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

3）总结来看，新开工端建材由于 2022 年其需求的理论值已经较差，所以后续其继续下行的空间也不大，2025 年的需求低点，需求量或为 2022 年的 85%以上。竣工端建材，由于 2022 年的竣工需求理论值仍在高位，因此未来需求低点的需求值相比 2022 年下降较多，其触底时间更晚，触底时间普遍在 2026 年左右，而触底时的需求值为 2022 年的三分之二左右，内墙涂料凭借更高的改造强度（消费频次），其需求的回落幅度会更小。B/C 端对比，C 端市场相对更加稳定，且需求低点较高点的下行幅度较小。

表 2：原假设下各品类 B 端需求量测算表（亿平方米）

	水泥	室内防水	室外防水	室外管道	室内管道	内墙涂料	外墙涂料	瓷砖	外窗
2020	22.44	8.87	24.79	27.14	8.87	8.87	26.87	8.87	22.17
2021	19.89	8.88	22.47	25.05	8.88	8.88	27.35	8.88	22.19
2022	12.93	8.77	15.75	18.57	8.77	8.77	27.56	8.77	21.92
2023	11.95	6.06	15.02	18.09	6.06	6.06	21.28	6.06	15.15
2024	10.98	5.02	14.30	17.62	5.02	5.02	19.20	5.02	12.56
2025	10.00	4.80	13.59	17.18	4.80	4.80	19.17	4.80	11.99
2026	9.80	4.14	13.67	17.54	4.14	4.14	18.09	4.14	10.35
2027	9.60	3.95	13.76	17.91	3.95	3.95	18.19	3.95	9.87
2028	9.40	3.87	13.86	18.31	3.87	3.87	18.58	3.87	9.67
2029	9.20	3.79	13.97	18.73	3.79	3.79	19.00	3.79	9.47
2030	9.00	3.71	14.09	19.17	3.71	3.71	19.45	3.71	9.27
底部需求/2022			86.31%	92.55%			69.56%		

注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：原假设下各品类 C 端需求量测算表（亿平方米）

	室内防水	室内管道	内墙涂料	瓷砖	外窗
2020	18.00	18.00	20.82	18.00	4.70
2021	18.48	18.48	21.57	18.48	5.16
2022	18.79	18.79	22.18	18.79	5.64
2023	15.22	15.22	18.90	15.22	6.13
2024	14.18	14.18	18.17	14.18	6.65
2025	14.38	14.38	18.69	14.38	7.18
2026	13.95	13.95	18.59	13.95	7.74
2027	14.24	14.24	19.23	14.24	8.31
2028	14.71	14.71	20.06	14.71	8.91
2029	15.21	15.21	20.93	15.21	9.53
2030	15.74	15.74	21.84	15.74	10.17
底部需求/2022	74.24%	74.24%	81.94%	74.24%	

注：20/21 年为根据前文假设和实际开竣工面积所做测算，2022 年后数据为天风证券预测

资料来源：Wind，天风证券研究所

影响需求测算的几个关键因素：

1）新房需求：在我们的测算中，各种建材的需求量普遍需要在 2024-2026 年阶段触底，部分建材需求下行幅度较大，而这主要是因为新房需求的大幅下行造成的。从大部分的建材品类来看，2022 年新建端的占比仍然在 80%左右。实际上，如果政策发力起效，将我国房地产需求下行速度放慢，则可能使得建材总的需求波动性减弱。

2）改造需求的增长速度。改造需求可分为两个维度，一个是需要改造的房屋面积，和改造时对建材的使用强度。在我们的假设中，我们基于房龄的逐步增长，假设改造比例从 2020 年的 2.7%增长到 2030 年的 4.7%，但如果政策大力推动老旧小区改造，则可能使改造比例阶段性的超过上述数值。同样，在新房供应趋于减少的情况下，若换房需求更多通过二手房满足，也可能使改造需求超预期。按照此前的假设，我们预计至 2030 年年改造面积占存量房的面积在 4.7%左右，22-30 年每年提升 0.2pct，如果提升速度加快，需求低点较 2022 年的降幅相对缩小（速度每提升 0.1pct，底部需求占 2022 年需求的百分比约提升 2pct），但即使将每年提升的速度扩大至 0.4pct，也无法明显改变需求触底的时间（室内防水、涂料、管道的 C 端触底时间有望提前至 2024 年）。我们认为改造比例每年提升 0.3pct 已是较为乐观的情况，提升 0.4pct 可能性偏小。

另一项为改造工程对建材的使用强度（即改造权重）。我们在原测算中，对大部分建材的赋权为 50%，即在本年改造工程中，对相应部位进行改造的可能性假设为 50%。但如果随着消费者消费能力提升，或外部公共区域改造获得政策和资金支持加大，则可能使得该权重提升。在使用强度提升 10%和 20%的情况下，同样仍然无法改变需求最终触底的时间，但会使得 24-26 年的室内防水、管道、瓷砖的需求量非常接近。在原基础上，改造权重每提升 10%，底部需求占 2022 年需求的百分比约提升 0.6-0.7pct）。

3）内装建材新建 C 端占比的变化。这里主要需考虑精装修渗透率的变化情况。定性分析角度，若后续精装修比例在 2022 年基础上出现下降，则会扩大 C 端建材的市场，反之亦然。如果假设未来 3 年左右时间中精装修比例下降至 38%左右，则有望将室内、防水、管道的需求触底时间提前至 2024 年左右。

综合以上，我们认为有如下结论：

1）在新建房地产需求中长期下行的假设之下，在改造需求持续提升带动下，大部分消费建材品类（防水、管道、涂料、瓷砖、外窗等）在中长期仍具备需求向上的机会，但可能

仍需承受整体市场短期下行的压力，在不考虑单位面积用量提升的情况下，大部分 C 端消费建材品类需求低点相对于 2022 年的需求仍有 18%-26%的下行空间，室外防水/管道的下行空间在 15%以内，如果考虑防水新规对防水材料用量的提升效果，市场需求判断或更加乐观。

2）B 端建材中，室外防水、管道、涂料有望受益于旧改，其市场需求在 2025-2026 年后有望逐步恢复上升态势，其余品种的大 B 市场或面临长期下行的风险。C 端建材中，室内防水、管道、瓷砖的需求拐点有望出现在 2024-2026 年之间，内墙涂料的需求拐点有望在 2024 年。

3）整体需求偏弱但蕴含结构性机会，改造渠道和 C 端有望成为后续消费建材的成长赛道，尤其是改造渠道，我们预计其在后续具备较好的成长空间。

综合来看，我们认为从需求端出发，消费建材机会可从两角度布局：1）短期看弹性，2022 年整体地产资金链紧张，若 2023 年保交楼和地产资金支持政策产生成效，对市场和建材企业承接业务信心均有望产生较好提振，新建 B 端竣工端有望产生较好弹性；2）中长期看，改造和 C 端业务均更加考验渠道布局能力，渠道能力更强的公司有望在中长期不断提升自身市占率。综上，我们继续看好消费建材的投资价值，推荐蒙娜丽莎、科顺股份、亚士创能、东方雨虹、三棵树、坚朗五金、伟星新材等。

4. 风险提示

测算假设及结论可能偏离实际情况：我们在文中的测算涉及到大量的假设，但在实际情况中，改造权重，C 端比例等数据受到政策、资金等多方面影响，虽然我们力图通过情景分析尽可能多的覆盖可能的情况，但也无法做到完全准确和全面覆盖，因此测算结果可能与实际情况存在偏差。

改造市场预测方法存在不合理的可能：我们对改造比例每年提升 0.2pct 的假设，主要参考了此前发布的《对比美国，我国的存量房时代能否开启？》中的美国市场的情况，但中美住宅从产权、结构、消费者习惯等多方面均存在较大差异，可能存在美国市场经验无法适用于中国市场的情况。

房地产市场下行幅度超预期：尽管我们在测算中对新建商品房市场采取了中性偏谨慎的预测，但房地产市场受到多重因素影响，若后续房地产新建市场出现超预期下行，则整体建材市场的下行幅度和时间可能长于预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com