消费建材 2023 年度策略

景气低位反转，静待疫后暖春

增持（维持）

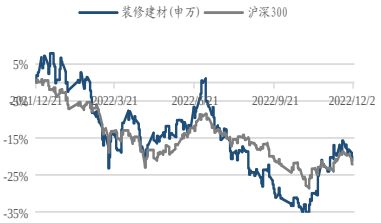
2022 年 12 月 28 日

证券分析师
陈睿彬
(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

投资要点

- **回顾 2022 年，消费建材企业的估值的修复已基本到位，但基本面的修复受政策发力传导时滞、地产需求端信心恢复缓慢、疫情扰动等因素影响尚未有明显改善；展望 2023 年，在竣工需求支撑、盈利见底回升、主动调整渠道与人员结构等多重因素之下，消费建材企业基本面有望在明年上半年逐步得到修复。**
- **需求支撑：多项政策支持保交楼支撑竣工需求，二手房交易较新房活跃、重装需求支撑零售端韧性。**11 月以来地产融资“三箭齐发”，预计民营房企信用修复之下保交楼有望加快，支撑 23 年竣工需求。二手房端交易活跃，显示出居民的购房需求仍然存在，未来重装需求也有望支撑零售端韧性。
- **盈利见底：信用减值计提高峰已过，原材料成本回落企业盈利见底回升。**1）消费建材企业 2021 年下半年起经历了下游房企暴雷影响，对于应收进行大额减值计提，目前随着民营房企信用的逐步恢复，减值计提高峰已经过去；2）2021 年 Q2 以来消费建材企业普遍受成本上行影响利润承压，目前多数企业成本已有大幅回调，毛利率逐季改善。
- **主动调整：装修建材企业主动调整，优结构、控费用，渠道调整效果可期。**工程消费建材企业在经历地产需求大幅收缩被动缩表后主动调整渠道结构，扩充经销渠道客户数量，降低大 B 业务占比，经营质量已有改善，同时部分消费建材企业主动优化人员、降低费用水平，预计未来渠道端的弹性会更为明显。
- **投资建议：**我们预计春节后将看到利润表修复的明显信号。在修复过程中，工程端、竣工端材料会比零售端、开工端材料弹性更大。结合 2 条主线选择标的：1）工程端：2023 年预计保交付需求释放之下迎来基本面修复弹性更强，推荐坚朗五金、东方雨虹、科顺股份等，建议关注三棵树。2）零售端：首选定价能力强、现金流好，中长期受益于存量市场集中度提高，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材等。
- **风险提示：**下游需求波动风险、行业竞争加剧的风险、原材料价格大幅波动的风险、应收账款风险等。

行业走势



相关研究

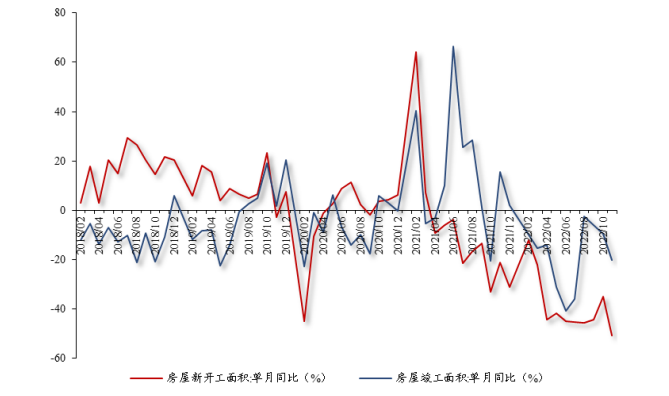
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢*黄诗涛*、*房大磊*和*任婕*的指导。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

需求端：1）多项政策支持保交楼支撑竣工，需求预期企稳。10 月底开启的本轮消费建材行情仍以估值修复为主，目前估值修复已基本到位，但基本面的修复我们预计仍需到明年上半年。需求端，我们预计明年上半年竣工需求有支撑，竣工端好于开工端：1）政策多次强调“保交楼、保民生”：11 月以来地产融资“三箭齐发”，央行对外披露在前期推出的 2000 亿“保交楼”专项借款的基础上，将再推出 2000 亿元“保交楼”贷款支持计划，支持商业银行提供配套资金用于支持“保交楼”。2）22 年存在大量延期交付项目预计到 23 年释放：竣工一般滞后于新开工 9-12 个季度，由于 22 年疫情原因对竣工进度有所扰动，根据奥维云网大数据监测显示，2022 年延期交付项目占比高达 30%以上，也就意味着有将近 1/3 的项目延期到 23 年后交房。3）23 年新开工与 22 年拿地情况相关度较高：新开工一般滞后于拿地 6 个月左右，22 年整体拿地较为低迷，影响 23 年上半年新开工情况。

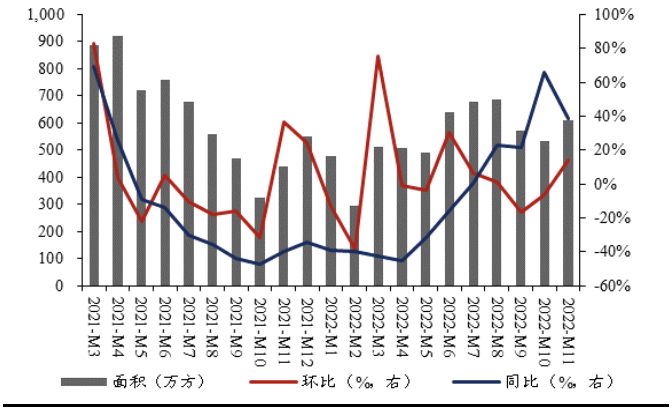
2）二手房交易较新房活跃，重装需求支撑零售端韧性。二手房市场交易活跃，表明住宅购买需求韧性。2022 年 1-11 月全国 20 城二手房销售面积累计同比下滑 14.7%，而 1-11 月全国商品房销售面积累计同比下滑 23.3%，在前期停工断贷事件发酵之下刚需购房者 更倾向于买二手房，表明住房销售的实际需求韧性。未来保交付政策及地方需求刺激共振之下，预计需求端逐步回暖。中长期：存量市场逐渐兴起，带来建材冲装修需求。我国部分一线和二线城市已进入存量时代，以北京、深圳为例，二手房成交占比接近 60%，未来重点二线城市的二手房占比也将逐步提升，超越新房成交占比成为主导。预计未来建材的家装需求中，存量的占比也将逐步提升。精装修渗透趋势减缓，零售 C 端需求稳健发展。近年来精装修渗透率快速提升，我国精装修渗透率在 2019-2020 年达到约 30%。2019 年开始精装修新开盘项目规模增速放缓，对于零售端的行业-β 有所减弱，在此趋势之下，零售端仍能维持稳健发展。

图1：新开工及竣工面积增速情况



数据来源：国家统计局，东吴证券（香港）

图2：20 城二手房成交面积月度数据



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

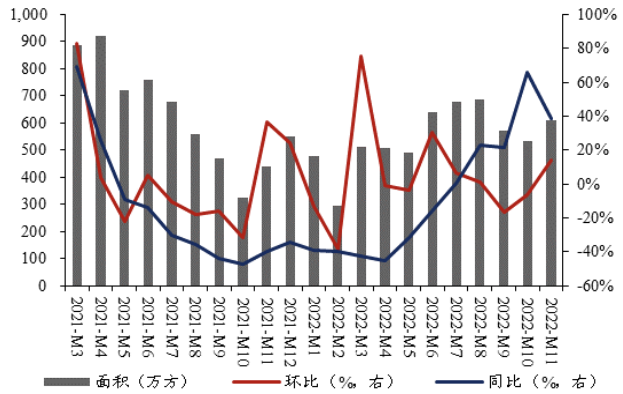
盈利见底：信用减值计提高峰已过，消费建材主要原材料成本已有大幅下行，行业盈利见底回升。1）信用减值计提高峰已过：消费建材也在 2021 年 Q4 和 2022Q1 和 Q2 是信用减值集体高峰，2022Q3 开始仅常规计提为主。随着地产供给侧政策的转向，信贷、债券、股票融资支持“三箭齐发”，房企信用风险有望缓解，往后看企业密集进行大额单项计提的可能性变小。**2）毛利率普遍已触底回升：**从毛利率水平看，2022Q2 开始，除防水材料外多数消费建材细分子板块盈利已有回升，2022Q3 为防水材料原材料成本最高的季度。伴随着主要原材料价格的大幅回落，2022Q4 继续迎来盈利水平的修复。

图3：消费建材企信用减值计提情况（亿元）

公司	2021H2	2022H1	2022Q1	2022Q2	2022Q3
坚朗五金	-0.32	-0.50	-0.12	-0.38	-0.21
东方雨虹	2.16	-5.17	-1.71	-3.46	-1.13
科顺股份	-1.56	-1.00	-0.45	-0.54	-0.01
凯伦股份	-2.02	0.07	0.10	-0.03	-0.15
三棵树	-7.64	-0.63	0.02	-0.65	-0.94
亚士创能	-7.28	0.08	0.20	-0.12	-0.32
蒙娜丽莎	-1.45	-5.11	-0.06	-5.05	0.03
东鹏控股	-7.40	-0.14	0.05	-0.19	-0.29
帝欧家居	-2.71	-0.62	0.13	-0.74	-0.05
北新建材	-0.16	-0.19	0.00	-0.19	0.00
伟星新材	-0.01	-0.06	-0.04	-0.02	-0.01
兔宝宝	-1.03	-0.31	-0.02	-0.29	-0.05

数据来源：公司公告，东吴证券（香港）

图4：消费建材企业单季度销售毛利率情况（%）



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

主动调整：企业扩充经销渠道，优结构、控费用，调整效果可期。1）渠道结构调整：在地产大客户信用风险暴露之下，消费建材公司一方面被动收缩大 B 业务规模，另一方面也主动调整渠道结构——扩大经销客户数量、降低工程直销占比，业务结构更加均衡。**2）主动控费：**部分公司例如东方雨虹、三棵树、蒙娜丽莎等优化人员、降低费用，效果在 Q3 已经有所显现。**3）B 端现金流管理强化下经营质量改善：**多数工程占比较高的消费建材企业加强工程端资金管控，风险客户项目要求现款现货，同时经销渠道占比提升之下整体收现情况改善。

投资建议：我们预计春节后将看到利润表修复的明显信号。在修复过程中，工程端、竣工端材料会比零售端、开工端材料弹性更大。结合 2 条主线选择标的：1、工程端 2023 年预计保交付需求释放之下迎来基本面修复弹性更强，仍然看好在渠道有扩张调整，在品类上有扩充延申的工程端标的，推荐坚朗五金、东方雨虹、科顺股份等，建议关注三棵树。2、零售端定价能力强、现金流好，中长期受益于存量市场集中度提高，仍然是中长期的价值之选，推荐伟星新材、兔宝宝、北新建材。

风险提示：下游需求波动风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动风险、应收账款风险。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、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表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;
中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;
减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808（客户服务）
公司网址：http://www.dwzq.com.hk/