



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

美国去库周期对建材行业影响

分析师：杨光 (S0010523030001)

2024年1月28日

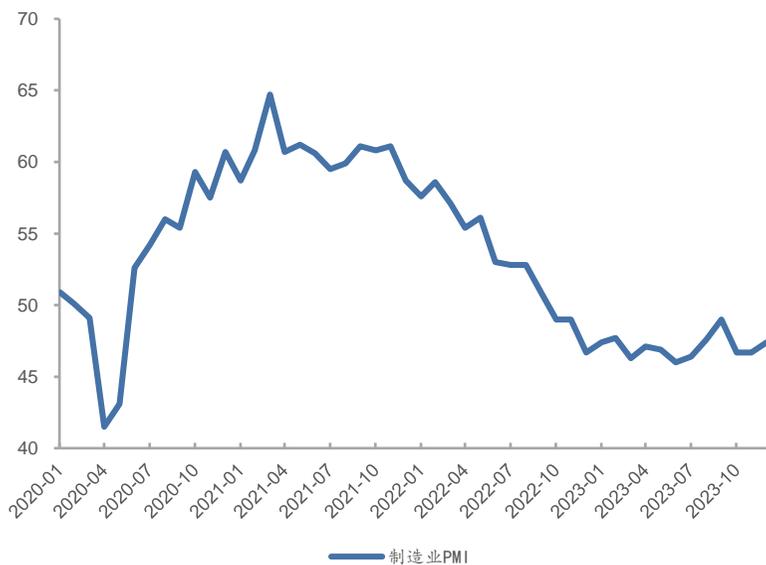
华安证券研究所

1、本轮美国库存周期：2024年大概率进入补库周期

美国制造业PMI回升，从分项指标看美国有望进入新一轮库存周期。根据华安策略团队研究结论：从1993年以来美国历史库存周期的规律来看：①去库阶段平均时长19.5个月，而本轮去库阶段已过12个月，还有7-8个月；②去库阶段占库存周期的时间长度约47%，据此推算，本轮去库阶段大约也需要7-8个月左右（19/43=44%）。

12月美国制造业指数47.4%，高于前值46.7%，从2023年6月开始整体呈现企稳回升态势。分项来看，12月产出指数50.3，环比增长1.8pct；原材料库存指数44.3，环比减少0.5pct；产成品库存指数48.1，环比减少2.7pct，美国有望进入新一轮库存周期。

图表1：美国制造业PMI指数



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表2：美国制造业PMI分项及变动情况

	2023-12	环比变动
制造业PMI	47.4	0.7
新订单	47.1	-1.2
产出	50.3	1.8
供应商交付	47	0.8
原材料库存	44.3	-0.5
产成品库存	48.1	-2.7
原材料价格	45.2	-4.7
订单库存	45.3	6
新出口订单	49.9	3.9
进口	46.4	0.2

资料来源：iFinD，华安证券研究所



2、家具建材库存拐点早于其他行业

家具家居及建材行业有望率先进入补库周期。家具及家居类库存同比中国家具类产品对美出口金额占比较高，2023年11月最新数据为25.47%。根据美国批发商库存数据，家具家居类库存同比分位数较低，相较其他行业或率先进入补库周期。

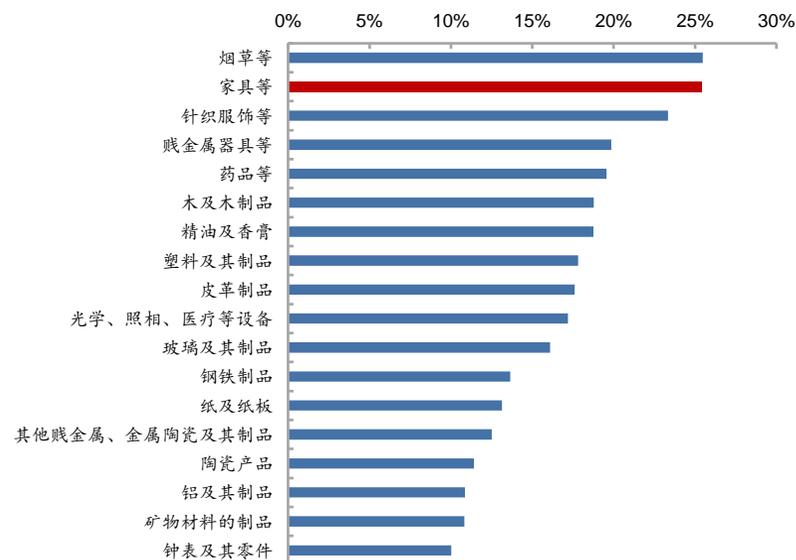
图表3：美国批发商库存项目

美国批发商库存项目		库存同比分位数 (%)
耐用 品	汽车	57.63%
	家具及家居摆设	3.39%
	木材及其他建材	3.39%
	电脑及电脑外围设备和软件	11.86%
	金属及矿产,石油除外	25.42%
	电气和电子产品	10.17%
	机械设备和用品	71.19%
	杂项	15.25%
非耐 用品	药品及杂品	5.08%
	服装及服装面料	1.69%
	食品及相关产品	1.69%
	农产品原材料	15.25%
	石油及石油产品	16.95%
	杂项	13.56%

资料来源：iFind，华安证券研究所

注：库存同比分位数以2019年至2023年11月为数据区间进行计算

图表4：中国家具类产品对美出口占比较高



资料来源：iFind，华安证券研究所



2、家具建材库存拐点早于其他行业

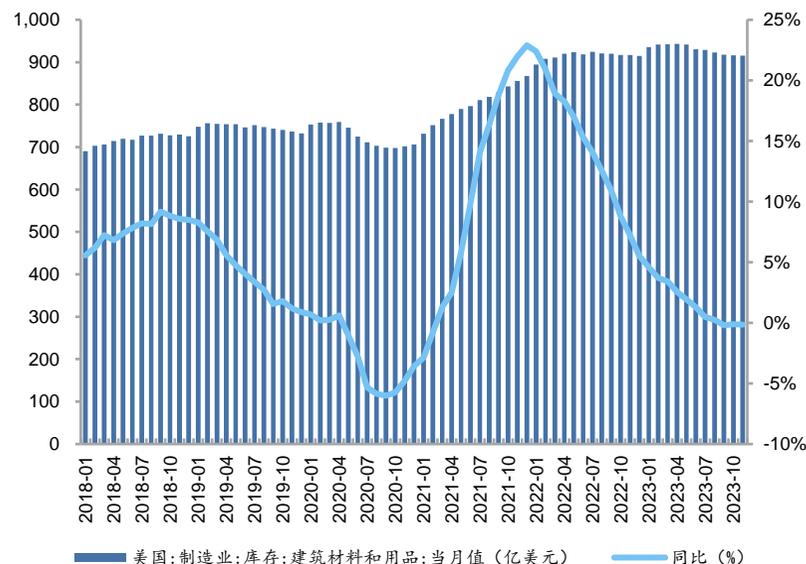
家具家居及建材行业有望率先进入补库周期。截止2023年11月单月，美国批发商木材及其他建材销售额为183.35亿美元，同比减少7.54%，降幅较上月进一步收窄1.78pct；美国制造业建材和用品库存自2023年9月以来增速由正转负，11月库存为915.39亿美元，同比下降0.16%，连续三个月增速为负，建材库存下降的确定性较强，2023年Q3亦或为美国建材库存拐点。

图表5：美国建材销售额环比改善



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表6：美国建材库存拐点出现



资料来源：iFinD，华安证券研究所

2、家具建材库存拐点早于其他行业

美国家装零售龙头加速去库趋势明显。美国家装零售市场龙头劳氏和家得宝库存降幅进一步加大，2023年下半年来两者库存增速同比由正转负，截止2023年Q3，家得宝和劳氏库存分别同比下降11.33%和11.54%，较Q2分别扩大0.51pct和1.67pct，加速去库趋势明显。

图表7：家得宝库存及同比



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表8：劳氏库存及同比

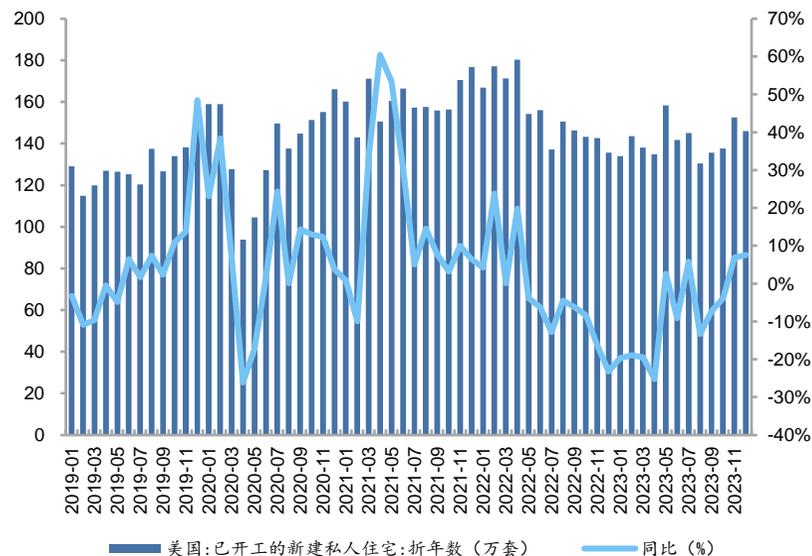


资料来源：iFinD，华安证券研究所

2、美国地产回暖将拉动建材行业配套需求

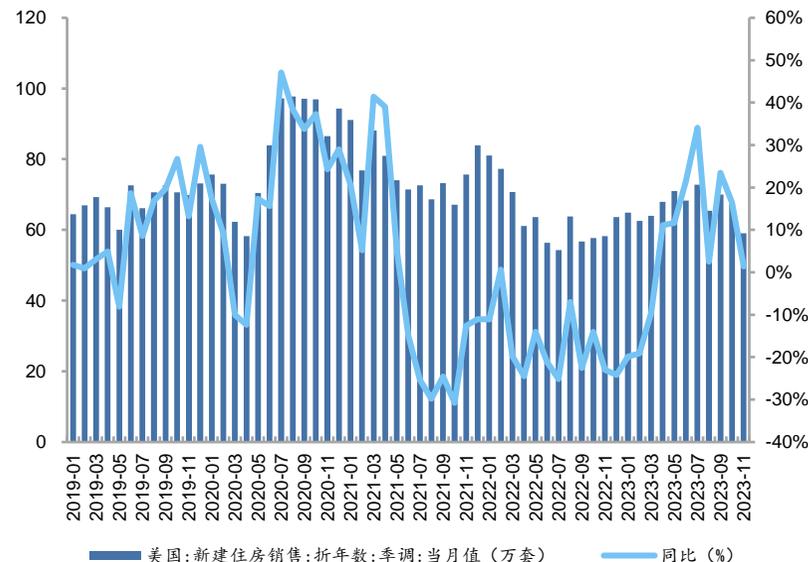
美国地产行业多项指标稳中向好，地产回暖将继续带动配套建材的需求。截止2023年12月，美国已开工面积为146万套，同比增长7.59%，远高于预期的142.6万套；截止2023年11月，新建住房销售61.5万套，同比增长5.67%。整体而言数据持续向好，美国地产回暖有望拉动配套建材需求。

图表9：11月美国新开工面积远高于预期



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表10：11月美国新建住房销售面积保持增长

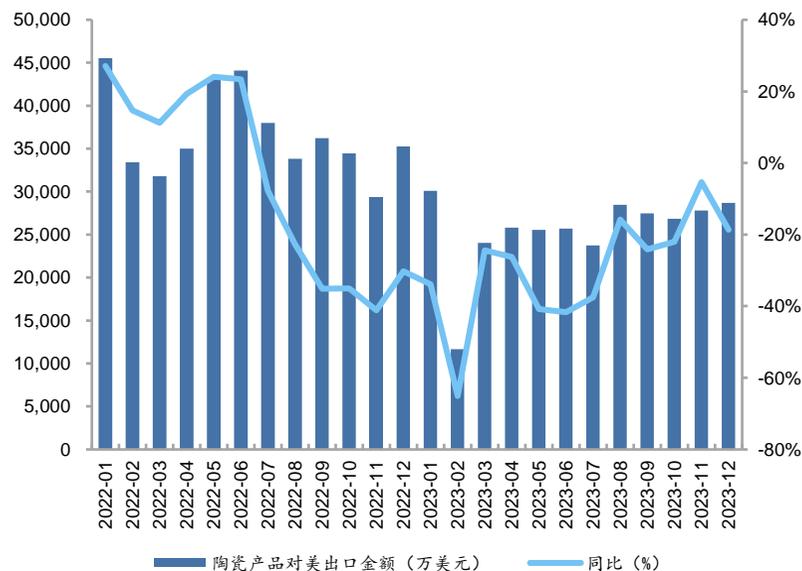


资料来源：iFinD，华安证券研究所

2、美国地产回暖将拉动建材行业配套需求

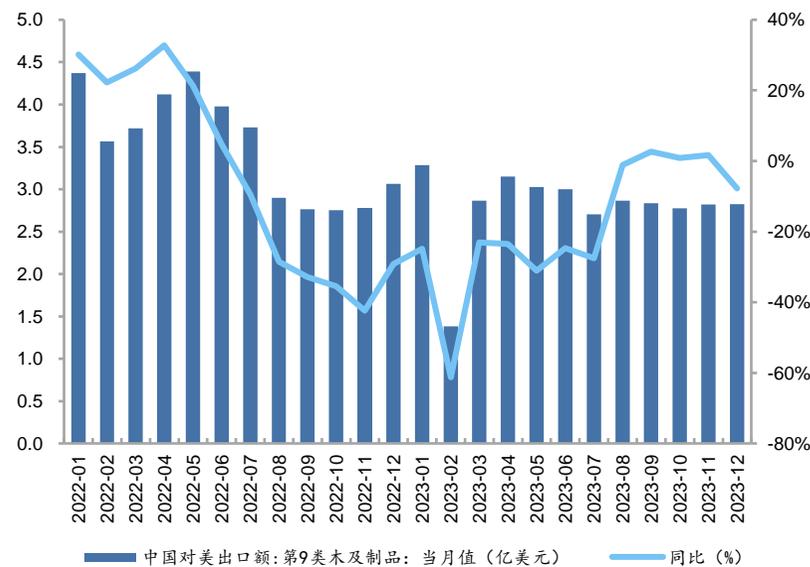
细分赛道建材出口数据已经有所改善。从建材行业部分细分赛道出口数据来看，陶瓷、板材已有改善，2023年12月，中国对美国出口陶瓷产品单月金额为2.87亿美元，同比减少18.65%，但环比金额改善；对美国出口木制品单月金额为2.82亿美元，同比减少7.80%。2023年9月-11月连续三个月出口增速为正，12月受海外节假日因素影响略有下滑。

图表11：中国对美国出口陶瓷产品环比改善



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表12：中国对美国出口木制品自Q3以来增速由负转正

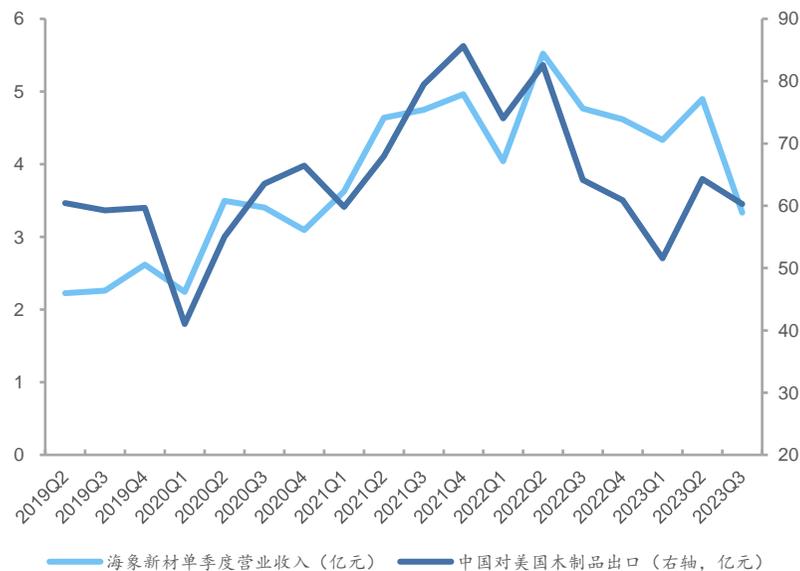


资料来源：iFinD，华安证券研究所

2、对美出口数据向好，陶瓷、板材出口类企业业绩有望改善

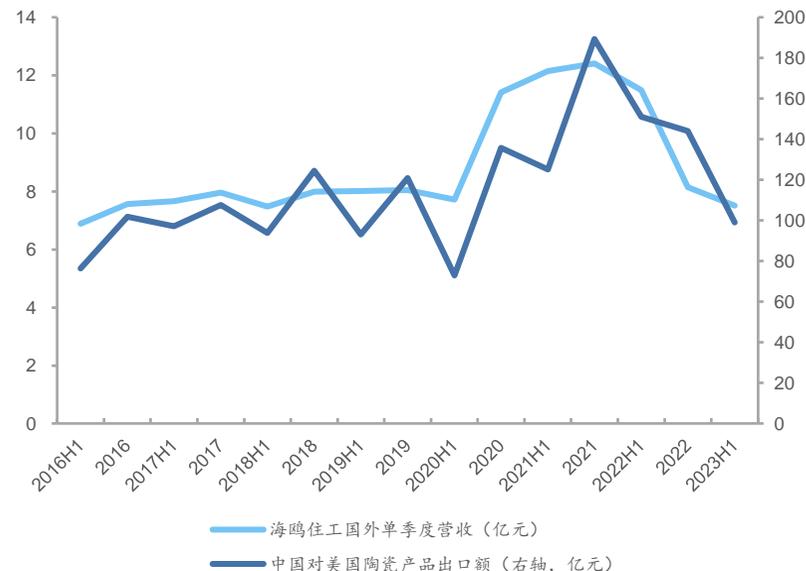
国内板材、陶瓷类企业海外业务与宏观对美国出口数据同频共振，对美出口数据向好预期下将拉动其海外业务增长。海象新材主要产品为各类地板，其产品主要是出口，通过拟合其营收与中国对美国木制品出口金额，发现两者几乎同频共振；海鸥住工出口业务约占50-60%，通过拟合其海外营收与中国对美国陶瓷产品出口金额，两者亦同频共振，在对美出口数据持续向好预期下，有望拉动国内陶瓷、板材类企业出口业务。

图表13：海象新材营收与对美出口木制品数据共振



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表14：海鸥住工海外营收与对美出口陶瓷数据共振



资料来源：iFinD，华安证券研究所

3、典型出口建材家居企业分析

目前出口建材家居的企业发展逻辑有二：①**跨境电商+自有品牌**：通过亚马逊等平台更加直接了解外海终端客户需求，终端客户的需求反馈给公司设计端，实现从OEM/ODM向OBM的转型。②**拓展新品类+旧品类迭代**：一方面通过对原有旧品类的更新迭代保证基本盘业务毛利中枢的稳定；另一方面通过丰富自身产品矩阵，利用原有客户渠道进行新品类导入，提高自身在下游客户中的供应占比。

图表15：出口链公司主要主营产品及发展逻辑

公司	总市值 (亿元)	自由流通市值 (亿元)	主营产品	发展逻辑
海象新材	19.05	14.19	PVC地板	主要面向外销市场；培育国内市场。
西大门	19.96	19.60	遮阳面料	B2B材料供应，国外以自有品牌试水海外电商（主要通过亚马逊平台）拓展市场份额；国内以自有品牌为主，通过拓展线下直营办事处提升市场规模。
松霖科技	71.50	71.50	厨卫产品	专注B端IDM，凭借自身研发优势向下游客户导入新产品。国外重点发力龙头和美容健康类产品；国内通过拓展本土客户打开市场。
海鸥住工	23.43	23.30	卫浴、装配式整装厨卫	采取外销及内需市场并重的双循环策略。着力推动与国外重要客户的合作纵深，提供全方位优质服务，争取更多的业务机会，加速建设一带一路国际市场；深化内销战略客户的合作，提升内销业务市场份额。
惠达卫浴	27.64	27.64	卫浴产品	国外市场深化欧美等大客户，稳固基本盘，拓展“一带一路”国家空白市场，拓宽全球业务范围；国内市场紧抓核心客户和优质客户，持续优化客户结构。
科达制造	225.43	225.43	建材机械、建筑陶瓷	海外市场加码布局非洲市场，下延产业链至建筑陶瓷；国内市场布局锂电（战投蓝科锂业）材料，打造业务增长极。
建霖家居	58.78	15.30	厨卫产品	聚焦国外市场，通过卖厂+跨境电商（自有品牌）拓展美国市场，通过子公司设立增强客户粘性；国内拓展净水系统在商业领域的应用，设立子公司顺应国家保障房建设。
瑞尔特	43.92	27.40	卫浴产品	海外市场通过智能马桶和隐藏式水箱持续拓展市场份额；国内通过自有品牌以“线上+线下”相结合的模式拓展市场份额。

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

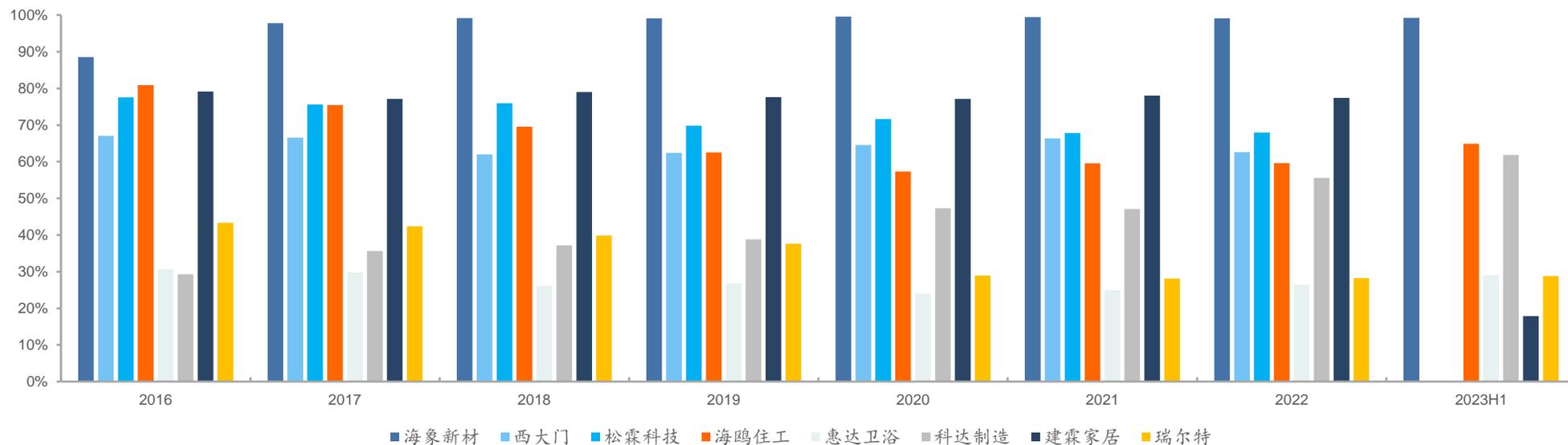
注：市值数据截止日期为2024年1月24日

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3、典型出口建材家居企业分析

海外营收占比略有差异：海象新材海外营收占比较高，几乎全部是出口业务；科达制造海外业务占比逐年提升，从2016年的29.28%提升至20223H1的61.83%；西大门、建霖家居、惠达卫浴海外营收占比较为稳定，分别保持在60-70%、75-80%、25-30%、90%以上；松霖科技、瑞尔特和海鸥住工海外营收占比整体逐年减少：松霖科技海外业务从2016年的77.52%下降至2022年的67.98%，主要是大力拓展国内本土客户所致；瑞尔特海外业务从2016年的43.3%下降至2023年上半年的28.8%，主要是由于公司大力拓展自主品牌（内销为主）；海鸥住工海外业务从2016年的80.86%下降至2023年上半年的64.92%，主要是由于公司大力拓展国内的装配式内装业务。

图表16：各公司海外营收占比



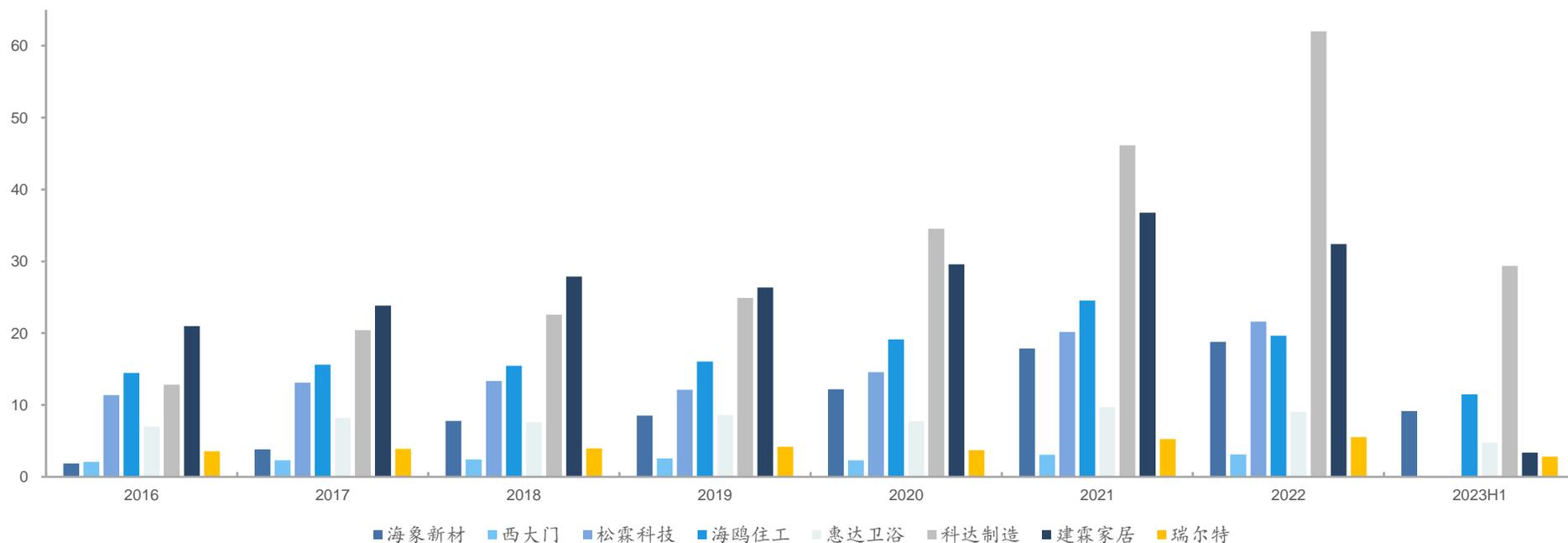
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3、典型出口建材家居企业分析

海外营收绝对数值，科达制造较为领先：科达制造海外营收较高，截止2023H1其海外营收为29.35亿元；松霖科技、海鸥住工、建霖家居海外业务体量规模相近，均在20-30亿元左右；海象新材海外业务体量相近，均在10-20亿元左右；西大门、惠达卫浴、瑞尔特体量较小，海外业务营收规模均在10亿元以下。

图表17：各公司海外营收绝对值（亿元）

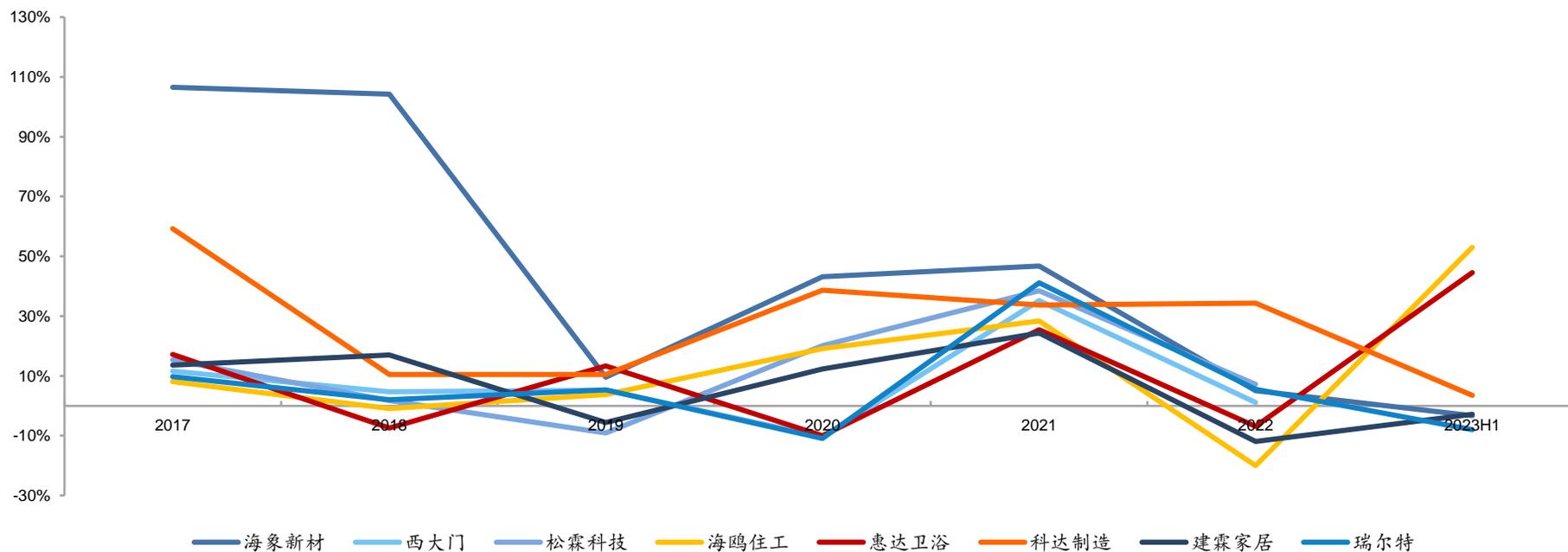


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

3、典型出口建材家居企业分析

海外营收增速：海鸥住工、惠达卫浴海外业务呈正向增速且增速较快，截止2023H1，海外营收增速分别为53%、44.55%；海象新材、瑞尔特、建霖家居海外业务增速略有下降。

图表18：各公司海外营收增速



3、典型出口建材家居企业分析

主要出口地区以欧美为主：海象新材、西大门、松霖科技、海鸥住工、惠达卫浴、建霖家居主要国家均为欧美地区；科达制造主要向一带一路国家出口。从配套生产基地来看，海象新材、海鸥住工、科达制造、建霖家居均设有海外基地。其中海象新材、海鸥住工均有在越南设厂；建霖家居海外基地在泰国，基地的设立均为服务欧美市场，科达制造海外基地主要设立在一带一路国家，西大门、松霖科技、惠达卫浴、瑞尔特的生产基地主要在国内。

图表19：出口链公司主要出口地区及生产基地分布

公司	主要出口地区	生产基地
海象新材	美国（第一大市场）、加拿大、德国、荷兰等	浙江、海宁、越南（三大生产基，第三工厂一期已基本建成并投入生产，第三工厂二期仍在建设中）
西大门	以亚洲、欧洲、美洲为主	浙江
松霖科技	美国、欧洲、日本、澳洲等	厦门海沧、同安，漳州长泰拥有六大园区
海鸥住工	以欧美国家为主	番禺、珠海、齐齐哈尔、重庆、嘉兴、衢州、龙游、宿迁、佛山、越南同奈、越南巴顿十一大制造基地
惠达卫浴	美国、加拿大、韩国、澳大利亚等	唐山、重庆、广西三大核心生产基地
科达制造	一带一路国家	建筑陶瓷机械业务在中国佛山、意大利等地区共拥有12个生产制造基地；海外建材业务在非洲肯尼亚、加纳、坦桑尼亚、塞内加尔、赞比亚5国合资建设并运营6个生产基地，现已建成16条建筑陶瓷产线及1条洁具产线
建霖家居	欧美国家为主	国内生产基地在厦门、漳州、宁波；海外生产基地在泰国（一期已建成，二期工程预期在中国农历年完工）。
瑞尔特	东南亚、欧美国家为主	厦门（120万套智能马桶产能将根据市场消化能力逐步释放）

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

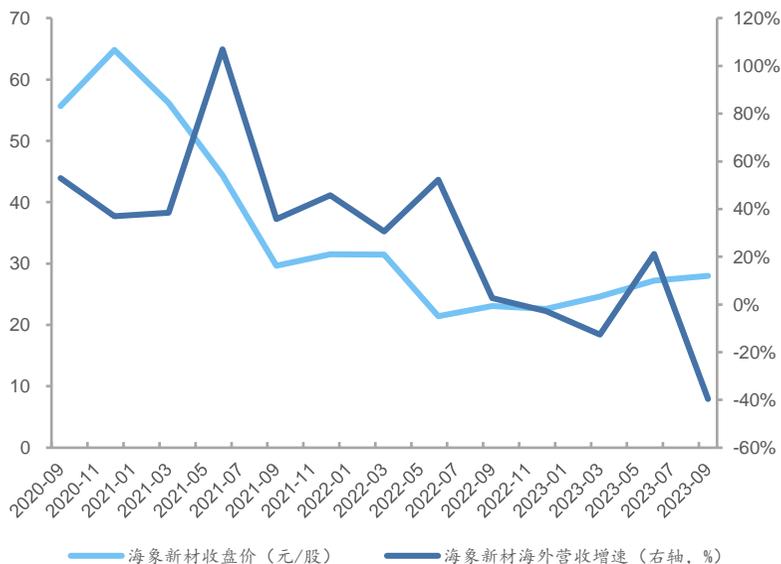
敬请参阅末页重要声明及评级说明

3、典型出口建材家居企业分析

出口型企业海外营收增速与其股价走势大致相同。我们选用海外营收占比超过50%且有足够时间序列数据的企业，将其海外营收增速与其股价进行拟合，发现两者走势大致相同。我们认为随着美国进入补库周期，对家居建材类企业进口需求增长，将拉动国内出口类建材家居企业业绩增长，当前时点股价具备一定上涨空间。

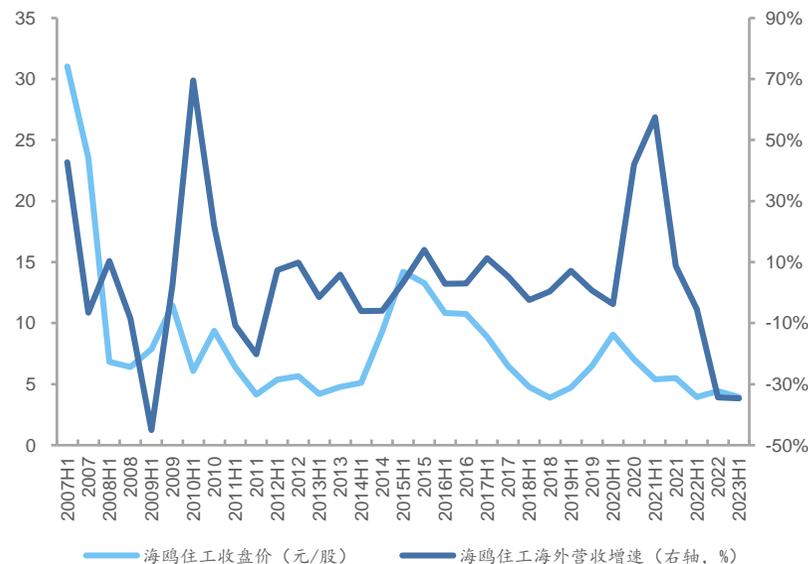
建议关注：松霖科技、海鸥住工、惠达卫浴

图表20：海象新材海外营收增速与其股价走势大致相同



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表21：海鸥住工海外营收增速与其股价走势大致相同



资料来源：iFinD，华安证券研究所

风险提示

- (1) 汇率波动的风险；
- (2) 国际地缘局势超预期的风险；
- (3) 美国经济和通胀韧性超预期的风险。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。

