证券研究报告
2020年6月15日

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

精装修时代下的集中度提升

太平洋建材分析师：闫广
执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

- **政策护航，精装修渗透率快速提升。**近年来，多省市涉及精装修政策累计达到90次，政策支持下，精装修渗透率提升迅速，2019年我国精装修项目总规模达到322万套，同比增长27.6%，其中渗透率达到32%，提前完成国家要求的2020年全国精装修比例达到30%的水平，而根据AVC数据，预计2020年精装修规模超过360-400万套；到2029年，精装修渗透率有望达到80%，未来地产精装修的成长空间依旧广阔。
- **地产集中度快速提升倒逼上游加速整合。**2019年国内TOP10地产商销售集中度达到27.7%，TOP100集中度达到61.5%，同比提升5个pct，部分中小企业因自身实力较弱被时代淘汰，地产行业仍在加速向头部集中。未来的房地产市场将保持强者恒强的局面，而大型房地产企业更重视自身品牌的维护，更倾向于与有实力的品牌供应商合作，与供应商强强联合的局面将推动上游行业集中度提升。
- **龙头房企赋能上游优质材料供应商。**近期碧桂园旗下碧桂园创投先后战略投资帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴，成为其持股5%以上股东，同时保利集团与碧桂园合作宣布将发起设立一支规模50亿元人民币、首期10亿元人民币的房地产产业链赋能基金；这标志着头部房企将优选上游优质原材料供应商，开展深度合作，实现合作共赢，协同发展；未来地产商会将更多的资源、订单向合作企业倾斜，倒逼上游企业市场份额越做越大，行业集中度加速提升。
- **投资建议：**我们认为，在精装修渗透率快速提升及地产集中度提升的大背景下，消费建材龙头具有规模、渠道、品牌等优势，房企优先选择行业龙头合作，尤其当前碧桂园、保利等龙头房企赋能上游优质材料企业，深度绑定开展合作，因此，B端集采会倒逼上游原材料供应商市场份额提升。
- 建议积极关注品牌建材细分龙头：**东方雨虹、科顺股份、北新建材、永高股份、伟星新材**等。

目录

一 政策护航，地产精装修为大势所趋

二 精装修渗透率提升进入快车道

三 地产集中度快速提升，倒逼上游整合加速

四 龙头房企赋能，品牌建材龙头强者恒强

五 投资建议：重点关注细分领域品牌龙头

政策护航，地产精装修为大势所趋

- 近年来地产精装修政策频发，2017年住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》中提到，到2020 年新开工全装成品住宅面积占比达到30%，加速了国内精装修市场的发展。与此同时，国内多个城市出台政策，提升精装修比例，例如海南省2017年提出全省新建商品住宅工程100%全装修；因此，在政策推动下，国内精装修发展进入快车道。

图表1：近年来我国住宅精装修政策

时间	内容
2011年	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》指出，鼓励和推动新建保障性住房和商品住宅菜单式全装修交房。
2013年	《关于转发发展改革委住房城乡建设部绿色建筑行动方案的通知》提出，积极推行住宅全装修，鼓励新建住宅一次装修到位或菜单式装修，促进个性化装修和产业化装修相统一。
2016年	《关于大力展装配式建筑的指导意见》提出，推进建筑全装修，实行装配式建筑装饰装修与主体结构、几点设备协同施工。
2017年	《关于印发建筑业发展"十三五"规划的通知》提出，全面制定新建建筑全装修交付的鼓励政策，提高新建住宅全装修成品交付比例，提出到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%。
2019年	《住宅项目规范〈意见征求稿〉》指出，明确城镇新建住宅建筑应全装修交付，对设施配置作出明确规定，明确要求卫生间防水耐用须达到20年。

资料来源：发改委等网站，太平洋证券研究院

政策护航，地产精装修为大势所趋

图表2：部分省市有关精装修政策

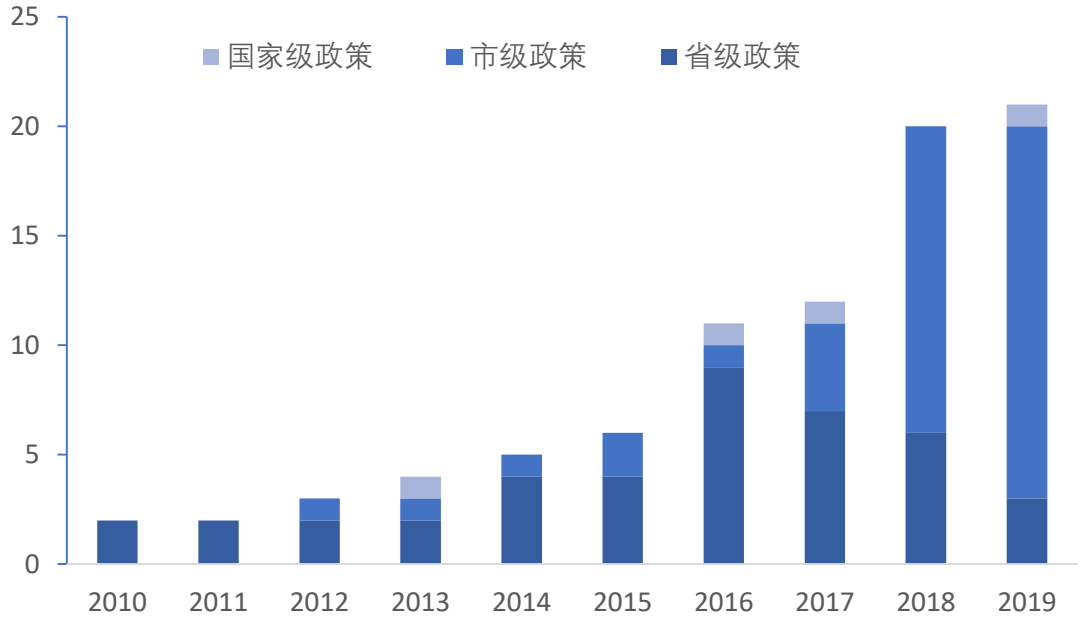
地区	省市	主要内容
华北	北京	2017年起全市共有产权住房100%全装修，2020年实现拼装建筑占新建建筑比例达到30%以上。
	天津	2018年全省装配式建筑的保障性住房和商品住房100%全装修。2020年装配式建筑将占全部新建建筑30%以上，全市装配式建筑的保障性住房和商品住房100%全装修。2025年全市国有建设用地新建住宅100%全装修。
	河北	2012年起全省新建住房全装修应达10%；石家庄、唐山市新建住宅全装修比例年增扣不低于10%；其他各市逐年增不低于7%；石家庄市、唐山市、廊坊市、邯郸市中心城区新建住房年度竣工面积30%以上为全装修。2017年争取全省新建住房全装修比例不低于60%。2020年石家庄市政府投资项目100%采用装配式建造方式建设，非政府投资项目60%以上采用装配式建造方式建设。
	内蒙古	2013年全区新建住宅全装修比例达项目总建筑面积的20%以上，以后逐年按不低于15%的比例增加，其中公共租赁住房和廉租住房全部进行装修后交付使用。2018年新建住宅全装修比例达80%以上。
东北	黑龙江	全省新建商品房全装修比例力争提升10%，争取到15年新建住宅全装率达30%以上。
	辽宁	2015年全省新建5万平方米以上住宅小区全装修10%以上。2020年全省新建住宅全装修50%以上。
华南	广西	2020年末综合试点城市新建成品房全装修20%以上；其他设区市新建成品房全装修10%以上。
	广东	2013年深圳新建保障性住房应一次性装修。2016年珠海市公租房100%全装。
	海南	2017年全省新建商品住宅工程100%全装修。
华东	上海	2017年外环线内新建住宅100%全装修；奉贤区、金山区、崇明区全装修比例为30%，其他地区全装修比例为50%；公共租赁住房（含集中新建和商品住房中配建）100%全装修。2020年奉贤区、金山区、崇明区新建住宅全装修应达50%；保障性住房中公共租赁住房100%全装修。
	安徽	截至2017年全省政府投资新建建筑100%全装修；合肥新建住宅全装修达30%；其他设区城市全装修达20%。
	浙江	2016年全省中心城区出让或划拨上地上的新建住宅100%全装修。2020年全省新建多层和高层住宅基本实现100%全装修。
	山东	山东发布《山东省房地产业转型升级实施方案》：2017年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
	江苏	2020年全省新建成品住房全装修40%以上，其中设区市新建成品住房50%以上为全装修，其他城市30%以上为全装修：全省装配式建筑和政府投资的新建公共租赁住房100%全装修。2025年全省新建成品住房全装修50%以上。
华中	湖北	2017年全省新建公共租赁房实施100%全装修。2020年武汉市、襄阳市、宜昌市、荆门市新建住宅100%全装修；其他设区城市、恩施土家族苗族自治州、直管市和神农架林区新建住宅全装修应达50%。
	河南	2018年全省新开工建设商品住宅除4层以下及单套面大于200平米以外实现100%全装修，2020年全省新建商品住宅基本实现100%全装修。
西南	四川	2020年全省新建住宅50%全装修。2025年全省新建住宅70%全装修。
西北	宁夏	2015年新建住宅全装修面积占年度竣工面积50%以上。

资料来源：各省政府网站，太平洋证券研究院

政策护航，地产精装修为大势所趋

- 截止到2019年11月份，全国涉及全装修/精装修的各类政策累计颁布90次，覆盖27个省市，其中近两年呈加速态势，越来越多省市支持精装修房的发展，我们认为，随着城镇化水平不断提升，政策支持下的精装修/全装修为大势所趋。

图表3：2010年以来各省市累计颁布精装修/全装修政策数量（次）

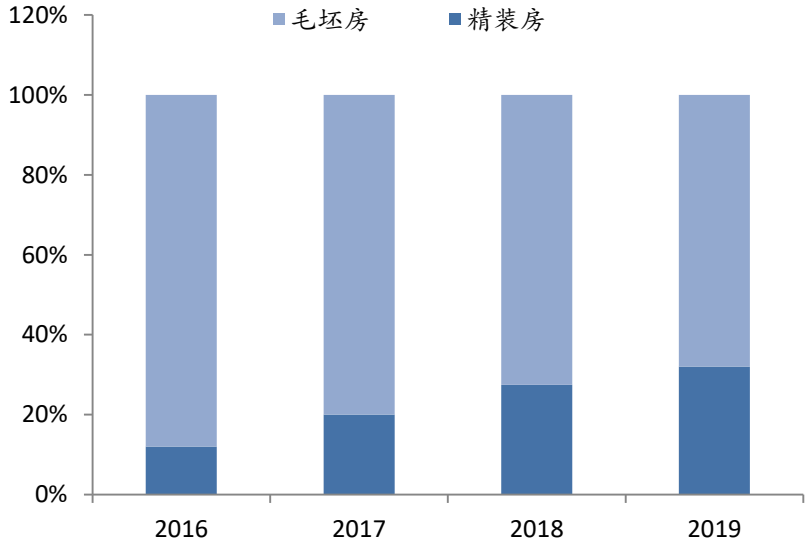


资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

精装修渗透率提升进入快车道

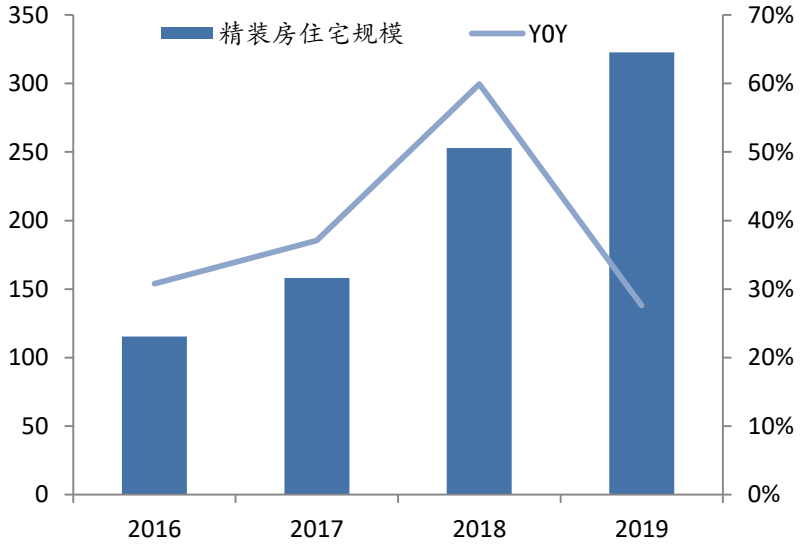
- 2019年我国精装修项目总规模达到322万套，同比增长27.6%，其中渗透率达到32%，提前完成国家要求的2020年全国精装修比例达到30%的水平，而根据AVC数据，预计2020年精装修规模超过360-400万套；到2029年，精装修渗透率有望达到80%，未来地产精装修的成长空间依旧广阔。

图表4：2019年精装修渗透率达到32%



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表5：2019年精装修住宅规模约320万套

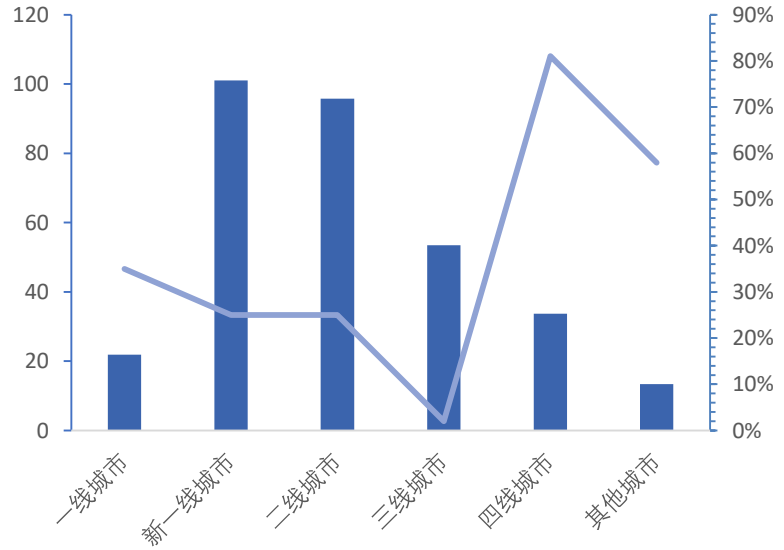


资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

精装修渗透率提升进入快车道

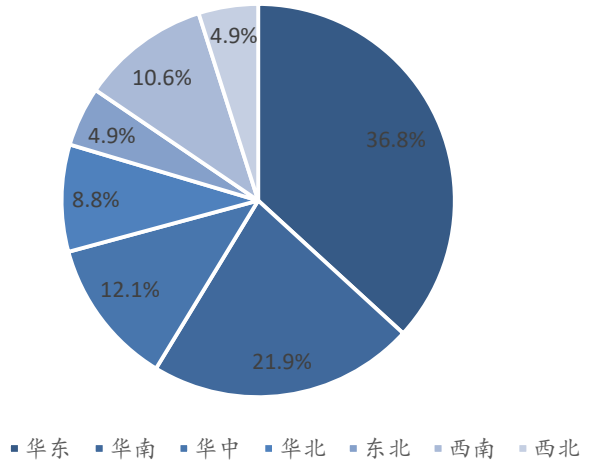
- 从精装修房屋分布区域来看，经济发达区域精装修占比较高，2019年华东、华南地区新开盘精装修住宅占比分别为36.8%和21.9%，为精装修渗透率最高的两个区域；
- 而分城市来看，一线城市精装修比例达到90%，已经达到发达国家水平，新一线及二线城市2019年精装修规模已经接近100万套，随着各地政策助力以及城镇化率不断提升，未来三四线城市精装修渗透率将加速向一二线城市靠拢。

图表6：2019年精装修市场等级规模及同比



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表7：2019年新建精装修住宅分区域占比

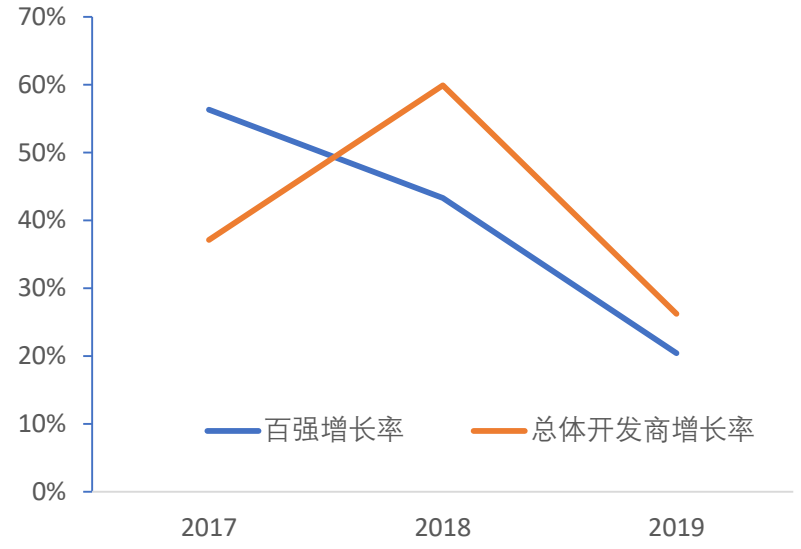


资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

精装修渗透率提升进入快车道

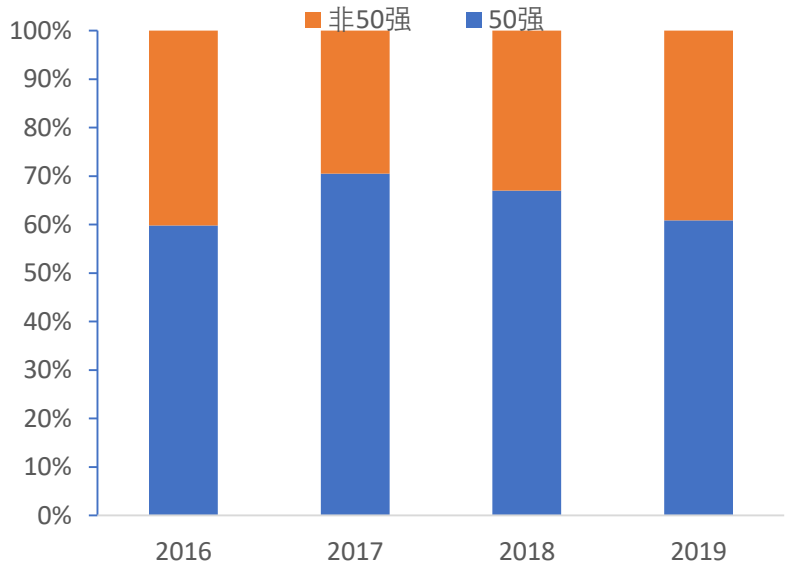
- 2019年百强房企精装修规模同比增长20.4%，但增速环比下降约23个pct，落后整体房企增速约5.8个pct，同时19年地产50强精装修领域为60.9%，同比下降约6个pct，表明头部房企增速放缓，中小房企精装修规模增速逐步加快；我们认为，头部房企精装修比例已经较高，像恒大、碧桂园、万科等新建楼盘精装修比例接近100%了，中小房企开始逐步发力精装修市场。

图表8：百强房企新建精装修规模增速放缓



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表9：精装修房领域地产50强集中度下行



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

精装修渗透率提升进入快车道

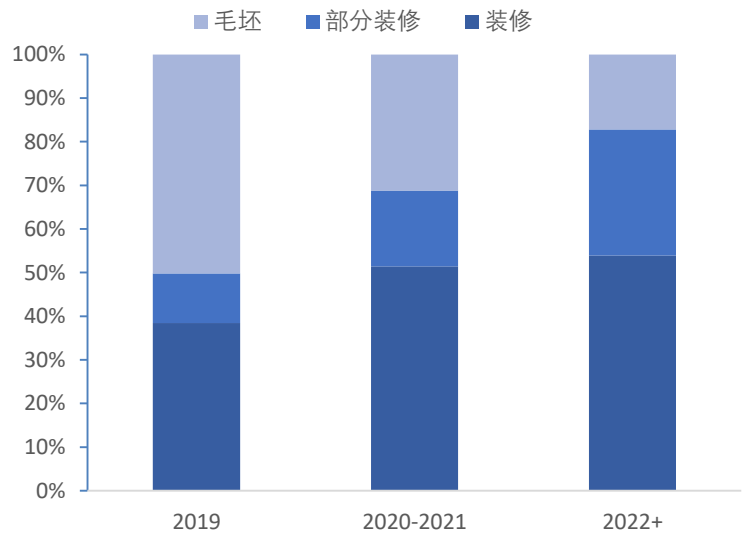
- 截至到2019年12月底，中国拟建在建市场住宅（含住宅）工程项目累计7.4万个，潜在精装修项目发展空间依旧很大，从区域来看，以华东、西南、华中区域项目数量最多，二线城市依然是建设重点；
- 2019年完工装修项目的住宅建筑面积占比超过38.4%；而且在未来几年，这一比重还将持续提升，预计2022年的装修份额有望超过53.9%。

图表10：中国拟在建住宅项目区域结构占比

区域	一线	二线	三线	四线	其他	总计
东北	0.0%	1.7%	0.3%	0.4%	0.3%	2.8%
华北	2.8%	3.9%	2.9%	1.6%	0.8%	12.0%
华东	2.0%	17.3%	7.3%	5.8%	0.7%	33.1%
华中	0.0%	6.5%	2.0%	4.0%	1.5%	14.0%
华南	2.1%	2.9%	1.6%	1.0%	1.7%	9.5%
西南	0.0%	8.8%	0.5%	5.5%	4.7%	19.5%
西北	0.0%	2.6%	0.6%	0.3%	5.7%	9.1%
总计	7.0%	43.8%	15.2%	18.6%	15.5%	100.0%

资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表11：中国拟在建住宅项目装修类型结构



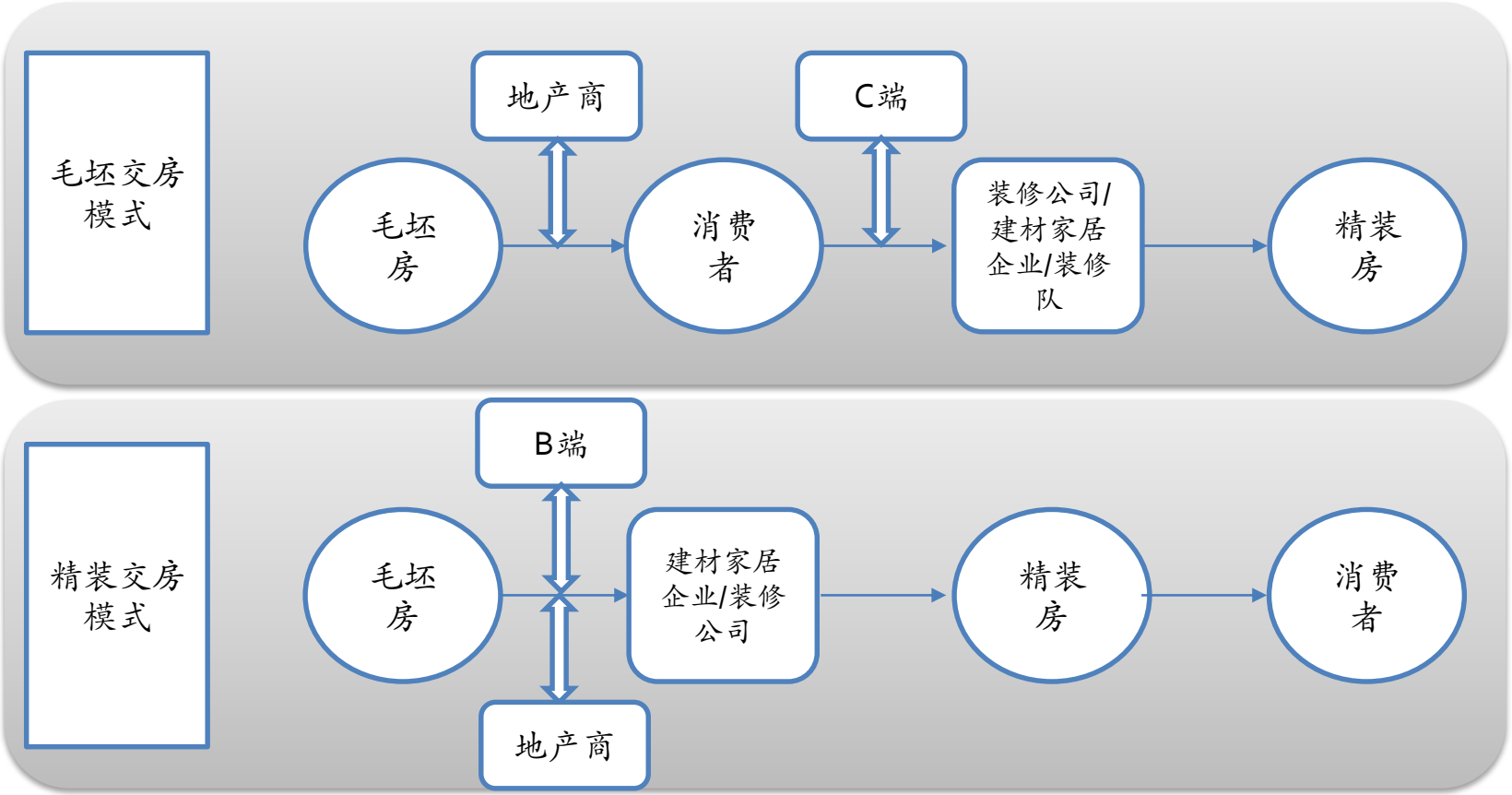
资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

精装修渗透率提升进入快车道

精装修渗透率提升推动大B端集采

- 毛坯交房模式：家居建材企业面对的客户是单独的个体消费者；相比之下，精装交房模式，地产商依托自身平台集采能力，将上游原材料供应商进行整合，家居建材企业的客户不再是零售市场分散的消费者，而是拥有较强资源整合力的房地产企业，集中度更高。
- 对于原材料供应商来说，从过去的一次性交易转变为战略集采，持续性及规模更进一步。

图表12：毛坯交房模式与精装交房模式对比

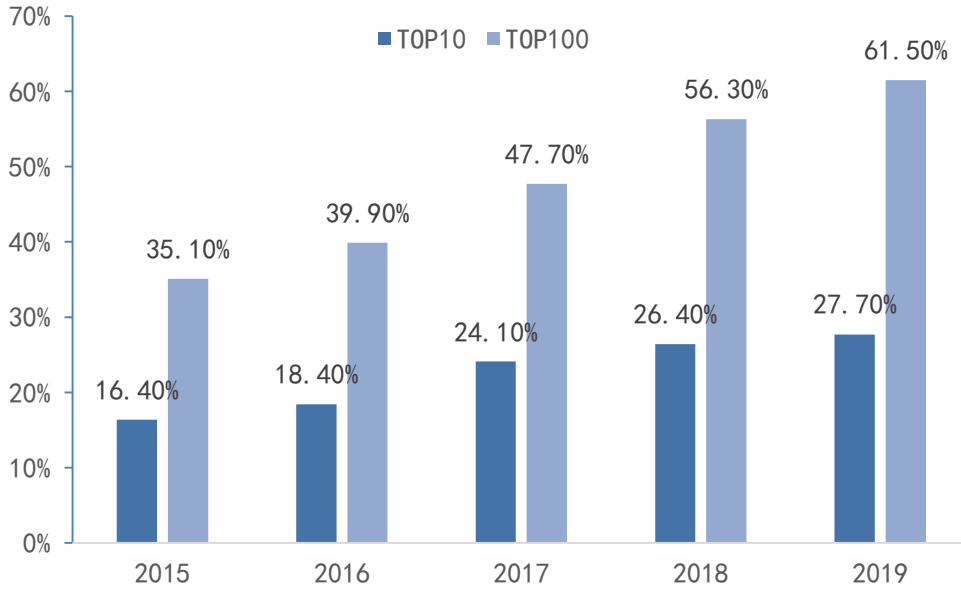


资料来源：太平洋证券研究院

地产集中度快速提升，倒逼上游整合加速

- 2019年国内TOP10地产商销售集中度达到27.7%，TOP100集中度达到61.5%，同比提升约5个pct，在地产调控不断加码的背景下，土地成本居高不下、开发商融资渠道收紧导致小型地产开发商拿地愈发困难，规模发展受到限制，地产行业仍在加速向头部集中。随着地产集中度的提升大型房地产企业更重视自身品牌的维护，更倾向于与有实力的品牌供应商合作，而建材品类作为精装时代下的标配（如涂料、防水材料、保温板、管材、瓷砖、五金等），与建材供应商强强联合的局面将推动上游行业集中度提升。

图表13：地产集中度快速提升（按销售金额）



资料来源：中指研究院，太平洋证券研究院

地产集中度快速提升，倒逼上游整合加速

- 2020年上半年，国内房企破产数量达到209家（主要以三四线中小房企为主），与19年同期基本持平，超过2018年上半年的177家，中小房企实力不足，资金及资源匮乏，在地产增速放缓进入存量博弈时代，其相对龙头房企没有任何优势可言，因此地产集中度提升走向成熟是必然的，而房企集中度提升的背景下，上游材料企业也会呈现出一些特点：

◆ 头部房企注重打造自身品牌，对材料供应商品牌更看重，因此房企会优先选择消费建材里的品牌龙头；

◆ 头部房企项目覆盖范围广，考验材料供应商综合配套服务能力，对于供应链及服务要求比较高；

◆ 项目的定制化需求，地产商不同的项目要求不同，对于个性化需求，龙头材料供应商才具备扎实的研发技术，充分满足客户需求。

地产集中度快速提升，倒逼上游加速整合

龙头房企赋能上游优质材料企业

- 4月份以来，碧桂园旗下碧桂园创投先后战略投资帝欧家居、蒙娜丽莎、惠达卫浴，成为其持股5%以上股东，同时保利集团与碧桂园合作宣布将发起设立一支规模50亿元人民币、首期10 亿元人民币的房地产产业链赋能基金；这标志着头部房企将优选上游优质原材料供应商，开展深度合作，实现合作共赢；未来地产商会将更多的资源、订单向合作企业倾斜，倒逼上游企业市场份额越做越大，形成强者恒强局面。

图表14：近期碧桂园创投投资情况

时间	被投对象	投资额	持股比例	战略合作	合作协议有效期
2020/4/12	帝欧家居	拟非公开发行A股股票，认购价为18.68元/股，认购金为4.99亿元。	碧桂园创投将持有公司5%以上股份，形成公司关联方，锁定期18个月	1）公司治理领域：碧桂园创投将向甲方提名1名董事参与被投资方的经营管理，将在被投资方发展战略、发展方向、日常管理等方面提供意见和建议。 2）产品设计与研发领域：碧桂园创投提出设计、功能、应用等方面的具体需求，被投资方提供相对应的服务，双方共同提升产品品质及品牌效应。 3）产品销售领域：被投资方按照关联公司要求提供相对应的产品。	2年，合作期满经双方协商一致可以延长。
2020/5/5	蒙娜丽莎	拟非公开发行A股股票，认购价为18.43元/股，认购金为4.99亿元。			
2020/5/20	惠达卫浴	拟非公开发行A股股票，认购价为8.2元/股，认购金为4.15亿元。			

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

地产集中度快速提升，倒逼上游加速整合

- 2019年TOP5房企精装修市场份额为32%，同比去年下滑约7个pct，其中碧桂园为第一大房企，市占率超过10%，同时碧桂园和恒大精装修楼盘遍布城市超过100家，进一步拉开与其他房企的差距；
- 从2019年万科针对主要建材品类采购情况来看，供应商主要集中于行业头部几家企业，涂料、瓷砖的采购规模相对较大，其次为管材和防水，而石膏板在住宅领域占比相对用量较小。

图表15：2019年CR5房企精装占比约为32%

	精装占比	涉及城市数量(个)
碧桂园	11.60%	160
恒大	9.10%	123
万科	5.90%	58
保利	2.80%	40
融创	2.70%	49
合计	32.10%	

资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表16：2019年万科采购主要建材品类规模

品类	供应商数量	采购量	供应商
防水材料	4	8-10亿	东方雨虹、科顺防水、凯伦防水、潍坊雨虹
石膏板	4	6-7亿	龙牌、可耐福等外资品牌
管材	3	10-11亿	永高、泰康、川路
涂料	4	12-15亿	立邦、亚士创能、三棵树
瓷砖	6	15亿	蒙娜丽莎、欧神诺、马可波罗三家合计占比约60-70%

资料来源：采筑平台，太平洋证券研究院

地产集中度快速提升，倒逼上游加速整合

- 我们以万科2019年采购规模测算，万科新建住宅精装比例接近100%，其精装领域市场份额约5.9%，从而测算出防水材料、石膏板、管材、涂料、瓷砖等领域的精装规模；同时以瓷砖为例，测算得出2019年精装规模约254亿元，按照19年碧桂园瓷砖采购规模约30亿元来看，占比约11.8%，与2019年碧桂园精装市场占比11.6%基本相当。因此，按照当前精装房渗透率32%计算，建材材料在精装修领域市场规模普遍在100-250亿之间。

图表17：以万科为例测算不同材料的精装规模

	万科采购规模（亿元）	万科精装占比	精装修规模（亿元）	行业整体规模（亿元）	精装规模/行业规模
防水材料	9	5.90%	152.5	1980.9	7.7%
石膏板	6.5	5.90%	110.2	183.3	60.1%
管材	10.5	5.90%	178.0	1668.0	10.7%
涂料	13.5	5.90%	228.8	4085.0	5.6%
瓷砖	15	5.90%	254.2	4100	6.2%

资料来源：太平洋证券研究院

防水材料：“一超多强”局面形成

- 根据500强地产商品牌首选率来看，防水领域近三年东方雨虹、科顺股份稳居前两位，其中东方雨虹已形成绝对龙头地位；而凯伦股份上市后，借助资本力量快速发展，2019年品牌首选率达到7%，逐年抬升；同时，北新建材通过收购禹王、蜀羊、金拇指强势进军防水领域，2019年综合品牌首选率达到7%；三棵树收购大禹防水也进入防水领域，向建材综合服务商转型。

图表18：近三年500强地产商首选防水材料品牌前十名

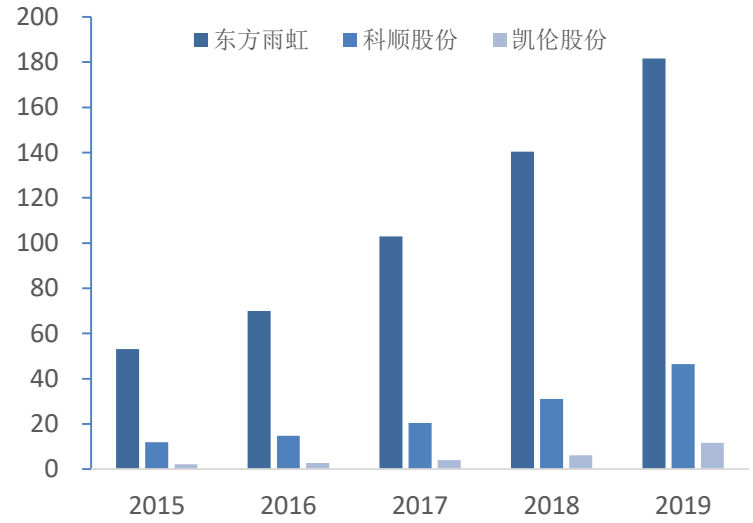
	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	宏源	19%	宏源	8%	北新防水（禹王、蜀羊、金拇指）	7%
4	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%
5	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%
6	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%
7	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%
8	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%
9	蜀羊	2%	金拇指	2%	大禹九鼎	3%
10	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%
汇总		97%		98%		97%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

防水材料：“一超多强”局面形成

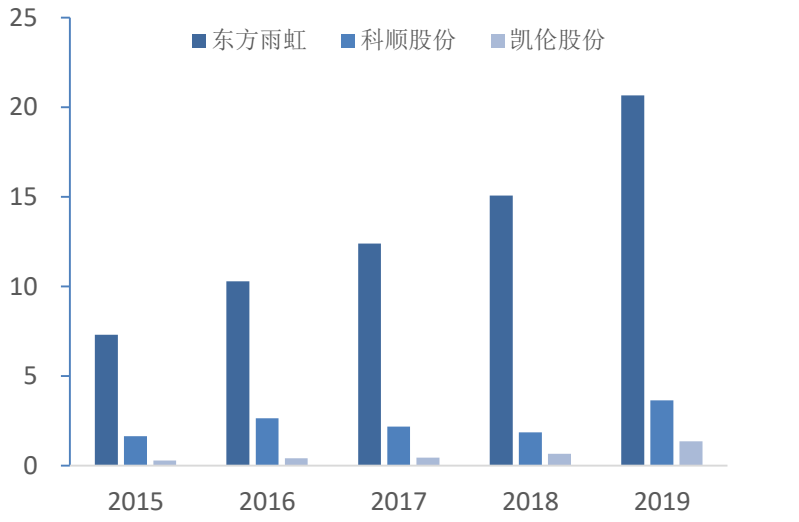
- 从2019年营收规模来看，东方雨虹龙头地位稳固，行业市占率约10-12%，我们测算，其地产集采规模约60亿，地产集采占其总营收的33%左右，其中在万科、融创市占率超过90%，马太效应明显；目前防水企业地产集采占比普遍在30-40%，随着地产集中度提升，未来集采规模有进一步提升空间。

图表19：近5年主要防水企业营收（亿元）



资料来源：奥维云网，太平洋证券研究院

图表20：近5年主要防水企业归母净利（亿元）



资料来源：采筑平台，太平洋证券研究院

图表21：主要防水企业工程业务占比测算

企业	2019年收入(亿元)	行业市占率	地产集采规模	集采占比	主要地产客户
东方雨虹	181.5	11%	59.9	33.0%	万科、融创、恒大、绿地、保利
科顺防水	46.5	2.8%	14.88	32%	碧桂园、华夏幸福、荣盛发展
凯伦股份	11.7	0.7%	4.2	36.0%	万科、碧桂园、绿地

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

涂料：B端集采助力国内企业实现弯道超车

- 根据500强地产商品牌首选率来看，涂料领域前三强分别为立邦、三棵树、亚士漆；由于立邦及多乐士在C端市场先入为主的优势，外资品牌仍占据龙头位置；但随着近几年B端集采份额的扩大，以三棵树、亚士漆为代表的国产品牌异军突起，19年三棵树工程墙面漆营收同比增长57.2%，亚士漆营收同比增长55.6%，继续保持高增长，在工程领域有望实现弯道超车。

图表22：近三年500强地产商首选涂料品牌前十名

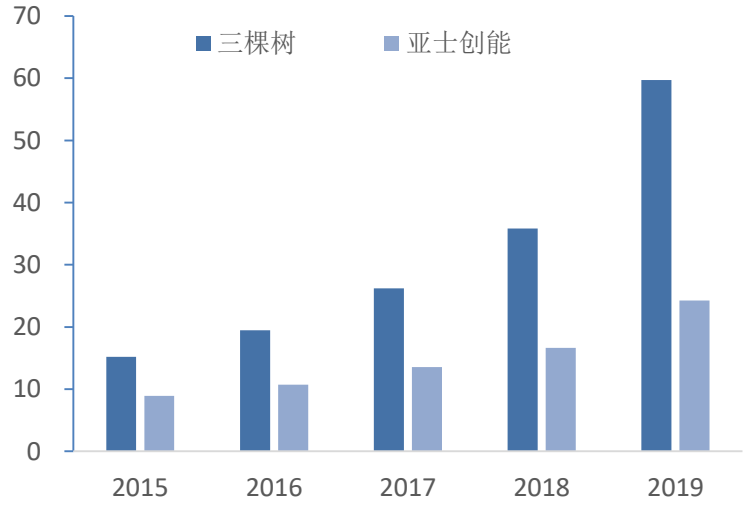
涂料类	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%
2	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%
3	亚士漆	16%	亚士漆	18%	亚士漆	15%
4	多乐士专业	14%	富斯特	9%	富斯特	9%
5	富斯特	11%	固克	9%	固克	9%
6	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%
7	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%
8	美涂士	5%	多乐士专业	3%	德爱威	5%
9	PPG	2%	巴德士	3%	巴德士	4%
10	巴德士	1%	经典	2%	经典	3%
汇总		96%		97%		92%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

涂料：B端集采助力国内企业实现弯道超车

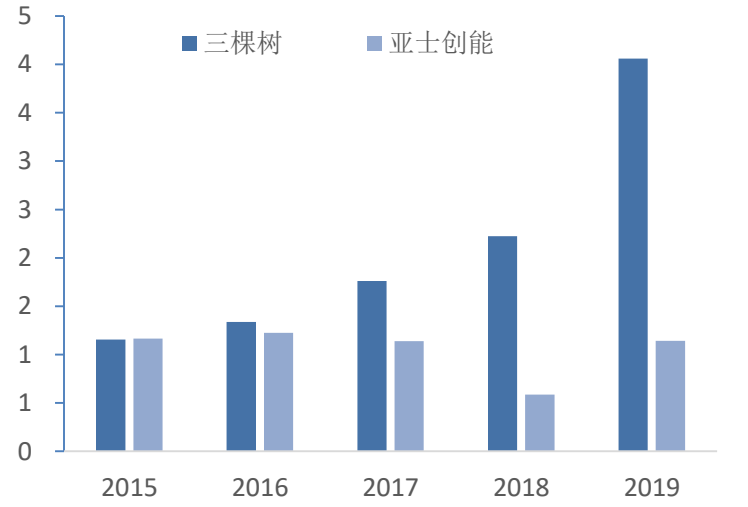
- 从2019年营收规模来看，三棵树营收接近60亿（+66.6%），其中工程涂料占比约46.3%（+57.2%），公司连续十年获得恒大优秀材料设备供应商，工程端业务快速发展，2020年B端业务有望对立邦的超越；亚士创能19年涂料收入约17.9亿元（+55.63%），公司涂料业务主要聚焦在B端，同样保持较快增速。

图表23：近5年主要涂料企业营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表24：近5年主要涂料企业归母净利（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表25：主要涂料企业工程业务占比测算

企业	19年总收入（亿元）	涂料收入（亿元）	市占率	工程端收入（亿元）	地产集采占比	主要地产客户
三棵树	59.72	55.54	1.4%	27.7	13.9%	恒大、中海、保利、万科
亚士创能	24.25	17.91	0.4%	5.73	24%	万科、恒大、融创、中南、中海

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

陶瓷：龙头房企赋能优质陶瓷企业

- 根据500强地产商品牌首选率来看，瓷砖领域品牌前三强分别为马可波罗、蒙娜丽莎、欧神诺；目前仅蒙娜丽莎、帝欧家居（欧神诺）上市，同时碧桂园作为战略投资者分别参与二者定增，成为其持股5%以上的股东；这标志着头部房企将优选上游优质原材料供应商，开展深度合作，实现合作共赢，未来地产商会将更多的资源、订单向合作企业倾斜，倒逼上游企业市场份额越做越大。

图表26：近三年500强地产商首选陶瓷品牌前十名

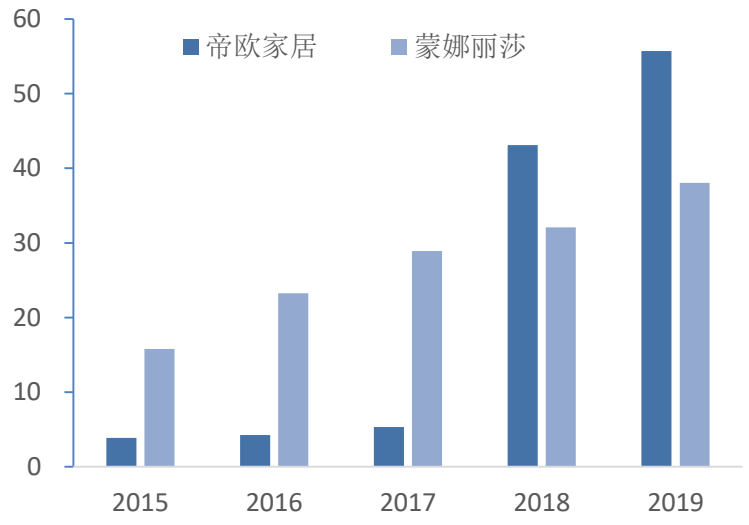
建筑陶瓷类	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	马可波罗	19%	马可波罗	20%	马可波罗	20%
2	蒙娜丽莎	16%	蒙娜丽莎	17%	蒙娜丽莎	17%
3	东鹏	14%	欧神诺	14%	欧神诺	14%
4	诺贝尔	12%	东鹏	13%	东鹏	12%
5	欧神诺	12%	诺贝尔	12%	欧美	10%
6	冠珠	8%	欧美	8%	冠珠	7%
7	新中源	6%	冠珠	7%	能强	6%
8	欧美	3%	金意陶	4%	诺贝尔	3%
9	能强	2%	能强	2%	简一	2%
10	亚细亚	1%	新中源	1%	亚细亚	1%
汇总		93%		98%		92%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

陶瓷：龙头房企赋能优质陶瓷企业

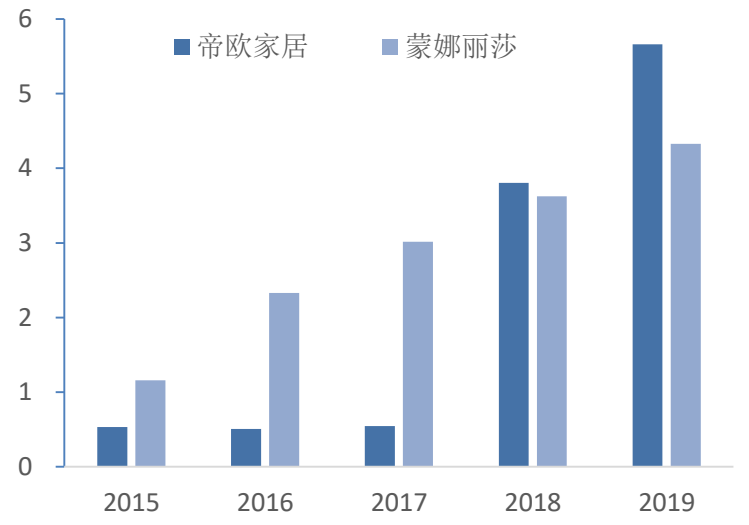
- 从2019年营收规模来看，帝欧家居瓷砖收入接近50亿（+35.8%），其中工程端占比在70%以上，公司以B端业务为主，碧桂园为公司第一大地产客户，此次参与战略定增，深化合作将更进一步。蒙娜丽莎19年营收约38亿元（+18.57%），公司C端品牌优势明显，近几年加速拓展B端业务，19年B端业务占比40%以上，随着20年藤县基地产能释放，B端业务将维持高增长。

图表27：近5年主要陶瓷企业营收（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表28：近5年主要陶瓷企业归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表29：主要陶瓷企业工程业务占比测算

企业	19年总收入（亿元）	瓷砖收入（亿元）	行业市占率	工程端收入（亿元）	工程端占比	主要地产客户
帝欧家居	55.7	49.67	1.2%	35.8	72%	恒大、中海、保利、万科
蒙娜丽莎	38.04	37.62	0.9%	16.9	45%	万科、碧桂园、保利、中海、融创

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

管材：一超多强局面，B端业务或推动弯道超车

- 根据500强地产商品牌首选率来看，管材管件领域品牌前三强分别为联塑、日丰、公元（即永高股份品牌），其中联塑以29%的首选率遥遥领先，目前中国联塑产能达到278万吨，市占率约14%，除此之外，永高股份、伟星新材同为管材上市公司，永高股份产能约60万吨，为国内第二大管材企业；而伟星新材以PPR管为主聚焦于零售端(首选率大幅下降，一方面由于公司以PPR为主价格比较贵，主要用作家装上下水；另一方面，公司地产B端集采占比非常小，地产商精装房首择其他性价比高的供应商）；
- 目前管材行业发展进入成熟期，格局相对稳定，但未来随着B端集采模式的深化，不排除部分企业绑定大地产商规模迅速做大，行业格局或有所改变。

图表30：近三年500强地产商首选管材管件品牌前十名

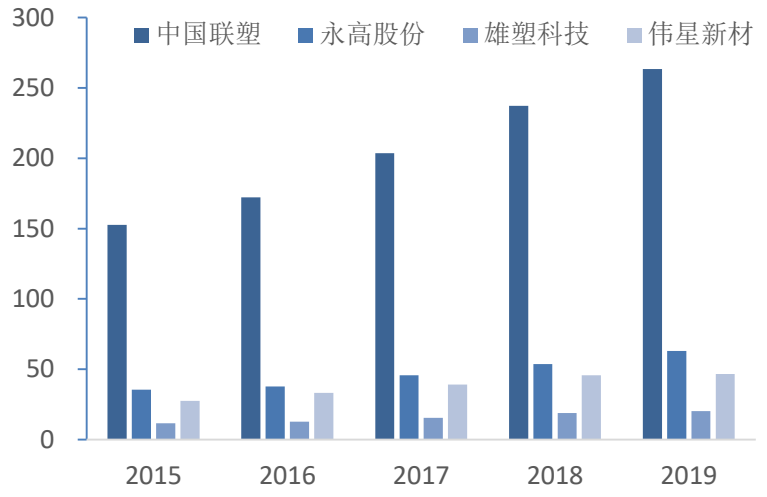
管件管材	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	联塑	25%	联塑	29%	联塑	29%
2	伟星	14%	伟星	15%	日丰	15%
3	日丰	12%	日丰	14%	公元	14%
4	中财	9%	中财	13%	中财	13%
5	金德	7%	宏岳	6%	宏岳	6%
6	公元	6%	多联实业	5%	多联实业	6%
7	宏岳	5%	金德	3%	川路	5%
8	多联实业	4%	公元	2%	金牛角	3%
9	金牛角	3%	川路	2%	伟星	2%
10	中德管业	2%	金牛角	1%	中德管业	2%
汇总		87%		90%		95%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

管材：一超多强局面，B端业务或推动弯道超车

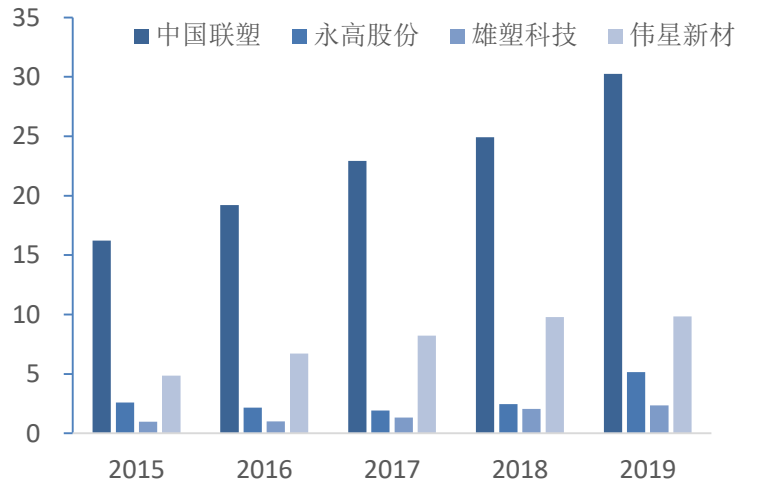
- 从2019年营收规模来看，联塑收入达到264亿（+11%），永高股份营收约为63亿元（+17.5%），伟星新材收入46.6亿（+2.07%），雄塑科技营收为20.2亿（+7.9%）；受到精装修渗透率的冲击，以C端业务为主的伟星新材增速明显放缓，而永高股份地产集采业务保持快速增长，整体增长明显快于行业平均，预计未来2-3年精装修仍保持快速发展，依托大地产商的企业市场份额也有望快速提升。

图表31：近5年主要管材企业营收（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表32：近5年主要管材企业归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表33：主要管材管件企业工程业务占比测算

企业	19年总收入(亿元)	管材收入(亿元)	行业市占率	地产集采收入(亿元)	工程端占比	主要地产客户
永高股份	62.91	54.72	3.3%	8.2	15%	万科、恒大、中海
雄塑科技	20.21	20.13	1.2%	2.0	10%	保利
中国联塑	263.45	253	15.2%	44.3	17%	恒大、保利、绿地

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

石膏板：寡头时代，强者恒强

- 根据500强地产商品牌首选率来看，北新建材为当之无愧的龙头，2019年公司石膏板产能为27.52亿平米，销量约19.66亿平米，市占率约60%；由于建筑结构及消费者意愿问题，目前国内石膏板还主要用于工装领域（工装：家装=7:3），同时公司针对地产客户是以经销为主，但随着近两年精装修的快速发展，公司将逐步与房企开展战略合作，目前公司已与万科、绿地、华润、当代等开展战略合作。

图表34：近三年500强地产商首选石膏板品牌前十名

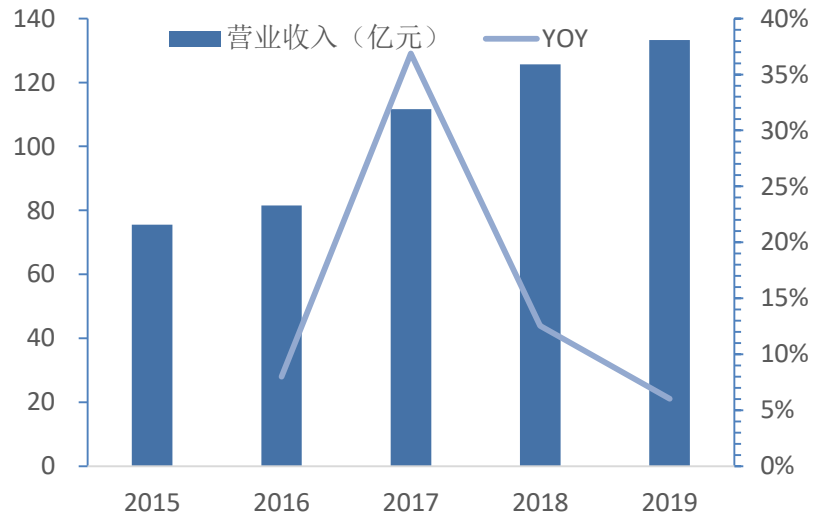
2017		2018		2019	
品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%
Gyproc杰科	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	16%
KNAUF可耐福	11%	KNAUF可耐福	12%	KNAUF可耐福	12%
泰山石膏	11%	兔宝宝TUBAO	9%	兔宝宝TUBAO	9%
UsgBoral优时吉博罗	9%	Gyproc杰科	8%	Gyproc杰科	8%
杰森JASON	7%	UsgBoral优时吉博罗	7%	UsgBoral优时吉博罗	7%
洛斐尔LUOFEIER	4%	洛斐尔LUOFEIER	6%	洛斐尔LUOFEIER	6%
拜尔BAIER	4%	千年舟TREEZO	4%	千年舟TREEZO	4%
千年舟TREEZO	3%	杰森JASON	3%	杰森JASON	3%
兔宝宝TUBAO	2%	拜尔BAIER	2%	拜尔BAIER	2%
	96%		95%		96%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

石膏板：寡头时代，强者恒强

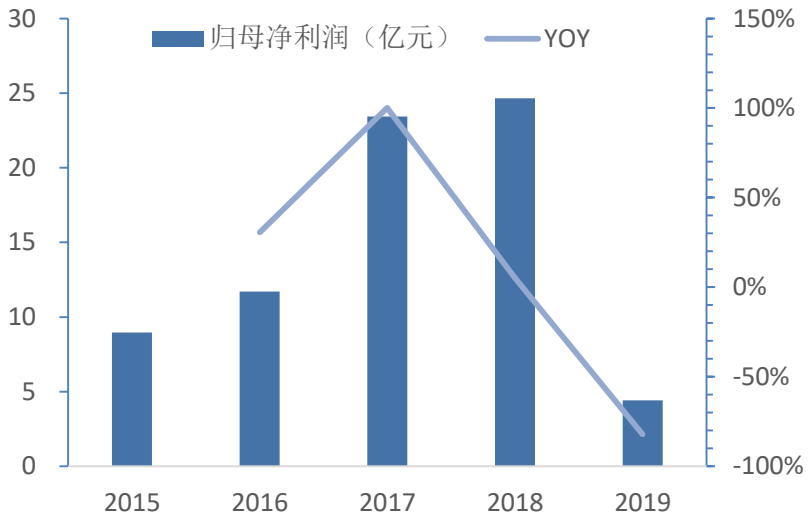
- 由于公司市占率较高，传统建筑模式下单一地产商集采带来的需求增量弹性有限，若未来装配式建筑顺利推行，则公司石膏板业务有望打开新蓝海；同时公司整合防水企业切入防水领域，带来新的业绩增长点。

图表35：近5年北新建材营业收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表36：近5年北新建材归母净利润及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

五金：坚朗五金借力资本力量再次腾飞

- 根据500强地产商品牌首选率来看，坚朗五金稳居第一位，也是五金领域唯一的上市公司，2016年上市以来，公司借助资本力量深耕渠道，直销模式渐进收获期，随着公司规模不断扩大，人员单效逐步提升，产品品类不断拓展，集成化优势凸显，打造建筑配套件集成供应商。

图表37：近三年500强地产商首选五金品牌前十名

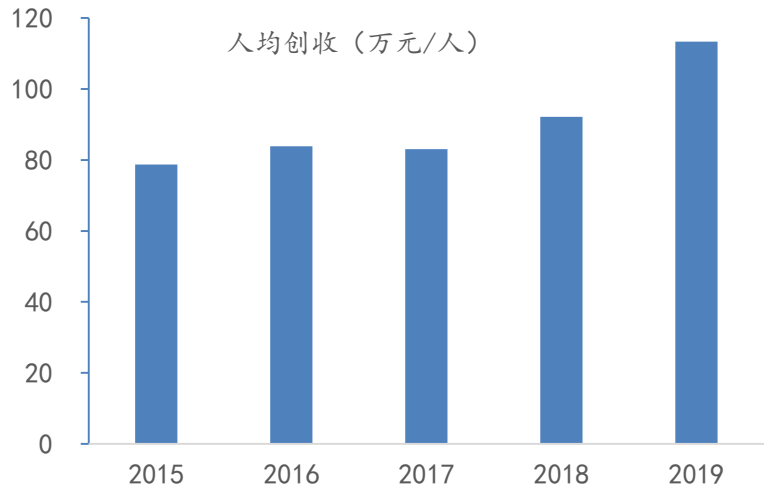
五金类	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	坚朗	17%	坚朗	18%	坚朗	19%
2	国强	12%	合和	14%	合和	15%
3	春光五金	10%	兴三星	10%	兴三星	12%
4	丝吉利娅	8%	国强	9%	国强	9%
5	诺托	8%	诺托	8%	丝吉利娅	8%
6	合和	7%	立兴杨氏	7%	立兴杨氏	8%
7	海福乐	5%	丝吉利娅	5%	诺托	6%
8	祥盛五金	3%	海福乐	4%	田边	3%
9	立兴杨氏	2%	田边	2%	雄进	2%
10	田边	1%	祥盛五金	1%	格屋	1%
汇总		73%		78%		83%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

五金：坚朗五金借力资本力量再次腾飞

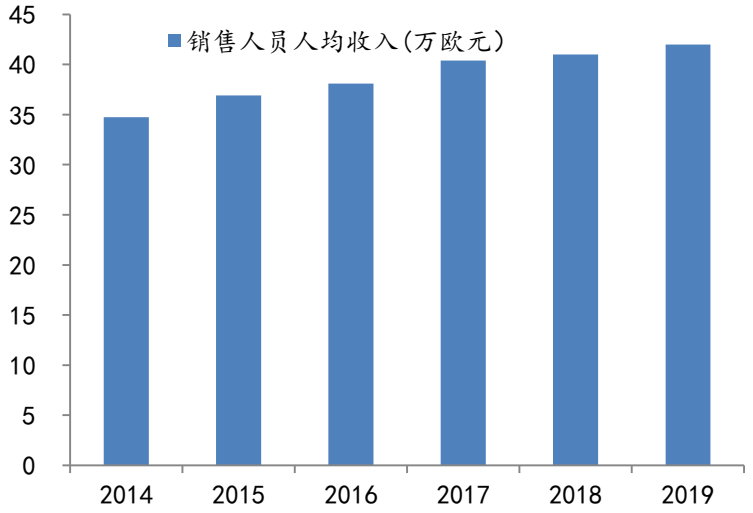
- 2019年公司销售人员人均创收113万元（+22.9%），距离伍尔特300万元以上的人均创收仍有很大提升空间；当前公司大规模开拓渠道的阶段已经过去，未来渠道拓展将更具针对性，销售人员增速或放缓，而随着规模不断扩大，期间费用率也将得到有效控制，经营效率进一步提升；
- 公司与百强地产商中80%有过合作关系，但更多是“甲指乙供”的业务模式开展，与建筑分包商、建设主体等签约，未来随着公司品牌价值的提升及产品品类的扩充，与地产商合作也将更进一步。

图表38：公司销售人员人均创收



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表39：伍尔特销售人员人均创收



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

保温材料：行业比较分散，仍待整合

- 根据500强地产商品牌首选率来看，东方雨虹旗下子公司卧牛山、亚士创能分别位列前2位，但目前行业仍比较分散，且规模较小，保温板没有发展起来的原因一是与地域有关系，南北差异比较大；二是与住建部的建筑标准有关系，如果未来随着建筑标准的改变，也不排除行业规模迅速扩大。

图表40：近三年500强地产商首选保温材料品牌前十名

保温材料	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	卧牛山	16%	卧牛山	17%	卧牛山	18%
2	亚士创能	13%	亚士创能	14%	亚士创能	17%
3	金隅	11%	金隅	12%	金隅	12%
4	申得欧	9%	欧文斯科宁	12%	富思特	10%
5	欧文斯科宁	5%	青岛科瑞	7%	三棵树	8%
6	伟伯	5%	富思特	6%	君旺保温	8%
7	秦恒	4%	秦恒	6%	秦恒	5%
8	君旺	3%	申得欧	4%	青岛科瑞	4%
9	万华	2%	万华	4%	万华	3%
10	青岛科瑞	2%	伟伯/君旺	2%	普莱斯德	1%
汇总		70%		84%		86%

资料来源：中国房地产协会，中国房地产测评中心，太平洋证券研究院

重点标的

- 我们认为，在精装修渗透率快速提升及地产集中度提升的大背景下，消费建材龙头具有规模、渠道、品牌等优势，房企优先选择行业龙头合作，尤其当前碧桂园、保利等龙头房企赋能上游优质原材料企业，绑定开展深度合作，因此，B端集采会倒逼上游原材料供应商市场份额提升，形成强者恒强局面。建议积极关注品牌建材细分龙头。

图表41：重点企业盈利预测（收盘价截止2020/6/15）

		收盘价(元)	EPS			PE		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
防水材料	东方雨虹	40.76	1.39	2.03	2.49	29.32	20.08	16.37
	科顺股份	18.16	0.60	0.96	1.19	30.27	18.92	15.26
	*凯伦股份	38.25	0.79	1.32	2.05	48.42	28.98	18.66
管材管件	伟星新材	11.81	0.63	0.67	0.75	18.75	17.63	15.75
	永高股份	6.62	0.46	0.62	0.74	14.39	10.68	8.95
	*中国联塑	9.28	0.98	1.10	1.22	9.47	8.44	7.61
	*雄塑科技	13.83	0.77	0.95	1.15	17.96	14.56	12.03
石膏板	北新建材	21.42	0.26	1.43	1.92	82.38	14.98	11.16
瓷砖	*蒙娜丽莎	28.50	1.07	1.36	1.76	26.64	20.96	16.19
	*帝欧家居	31.70	1.47	1.83	2.29	21.56	17.32	13.84
涂料	*亚士创能	42.83	0.59	1.05	1.60	72.59	40.79	26.77
	*三棵树	122.30	2.18	2.98	4.12	56.10	41.04	29.68
五金	*坚朗五金	82.40	1.37	1.79	2.39	60.15	46.03	34.48

资料来源：Wind，太平洋证券研究院 “*”号盈利预测采用Wind一致预测

风险提示

- **风险一：**地产投资大幅下滑，需求不及预期
- **风险二：**原燃料价格大幅上涨，成本端承压
- **风险三：**行业集中度提升不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。