2020 年 06 月 08 日

房地产

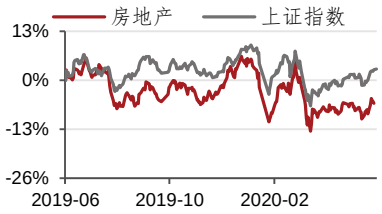
推荐（维持）

资本赋能，穿越周期

——房地产产业链系列专题研究一

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	0.04	-3.00	-4.74
相对表现	-1.18	-3.64	-8.38



相关报告

1、《百强房企销售如期复苏，两会维持“房住不炒”基调：房地产行业周报（05.24-05.30）》2020-06-02

2、《百强 5 月销售同比增速年内首次回正：克而瑞 5 月百强房企销售点评》2020-06-02

3、《房地产政策延续稳定思路，新型城镇化战略支撑需求：2020 年政府工作报告点评》2020-05-26

分析师 董浩
执业证号：BOI846
852-25105555
hao.dong@cricsec.com

联系人 周卓君
852-25105555
zhouzhuojun@cric.com

联系人 吴威
852-25105555
wuwei@cric.com

投资要点

- **地产行业销售规模见顶，房企盈利能力承压，竣工趋势性修复拐点已现。**

1）2019 年全国商品房销售面积 17.2 亿方，同比微降 0.1%，增速较 2018 年下滑 1.4PCT。在城镇化率增速放缓、棚改逐渐退出历史舞台、政策调控高位维稳、居民端杠杆率快速上升的历史背景下，料全国商品房销售规模或于 2019 年见顶。2）2019 年 SW 房地产板块销售毛利率 31.5%，较 2018 年下滑 0.9PCT，港股样本房企毛利率 28.9%，较 2018 年下滑 3.6PCT，房企短期盈利能力承压。3）2019 年竣工面积达 9.6 万亿方，同比+2.6%，增速相比于 2018 年+10.4PCT，其中 12 月单月竣工面积 3.2 亿方，同比+20.2%。竣工增速修复拐点已现，后期有望迎来持续回升。

- **多渠道介入产业链，房企寻破局路径。**

1）快速扩容的精装修市场。当前我国一线城市精装房市场相对成熟、行业集中度较高，预计随着市场逐步下沉，三、四线城市及沿海旅游地区精装房市场价值将逐渐凸显。此外，竣工回升趋势的高预见性、城镇化进程与可支配收入的提升将为成品房市场提供充足动力。**2）通过介入产业链上下游相互赋能已成为头部房企共识。**资本加持深度绑定房企及家居建材公司的共同利益，双方赋能实现跨周期的穿越：于房企：1）通过优质投资标的的长期发展获得可观财务收益；2）战略协同以辅助公司主营业务。于产业链企业：1）增加订单的确定性；2）资金注入缓解现金流压力； 3）相互赋能打造产业链生态集群。

- **下游产业链迈入存量博弈、强者恒强时代。**

1）地产下游产业链普遍进入存量博弈，行业集中度提升的时代。其中，（1）低集中度但行业龙头初现：建筑五金行业里的坚朗五金，照明行业的欧普照明，防水建材行业的东方雨虹；（2）高集中度且多元龙头竞争：涂料行业、白色家电行业、厨电行业；（3）低集中度且多元龙头竞争：瓷砖行业、木质门行业、定制家具行业、床垫行业。**2）低集中度但龙头初现行业享有估值溢价。**从估值角度，下游产业链 2020PE（E）普遍在 10-20 倍左右，而低集中度但龙头初现的行业，例如建筑五金行业里的坚朗五金，照明行业的欧普照明，防水建材行业的东方雨虹，估值能够达到 20 倍以上。

风险提示：政策调控力度不及预期，行业销售下滑超预期，疫情影响超预期，地产竣工恢复不及预期等。

内容目录

一、地产行业销售规模见顶，房企盈利能力承压，竣工趋势性修复拐点已现 ...5
1.行业销售规模料已见顶 ...5
2.上市房企盈利能力短期承压 ...6
3.疫情加速房企内部分化 ...6
4.2020 年竣工迎来趋势性修复 ...8
二、多渠道介入产业链，房企寻破局路径 ...9
1.快速扩容的精装修市场 ...9
2.地产系资本加速介入产业链上下游 ...12
事件分析一：碧桂园创投参与三家建材链上市公司定增 ...14
事件分析二：碧桂园创投联手保利资本设立产业链赋能基金 ...14
三、地产下游产业链迈入存量博弈、强者恒强时代 ...16
1.下游产业链的利润空间：低集中度但龙头初现行业享有估值溢价 ...18
2.下游产业链龙头与地产龙头合作较多 ...19
风险提示： ...20

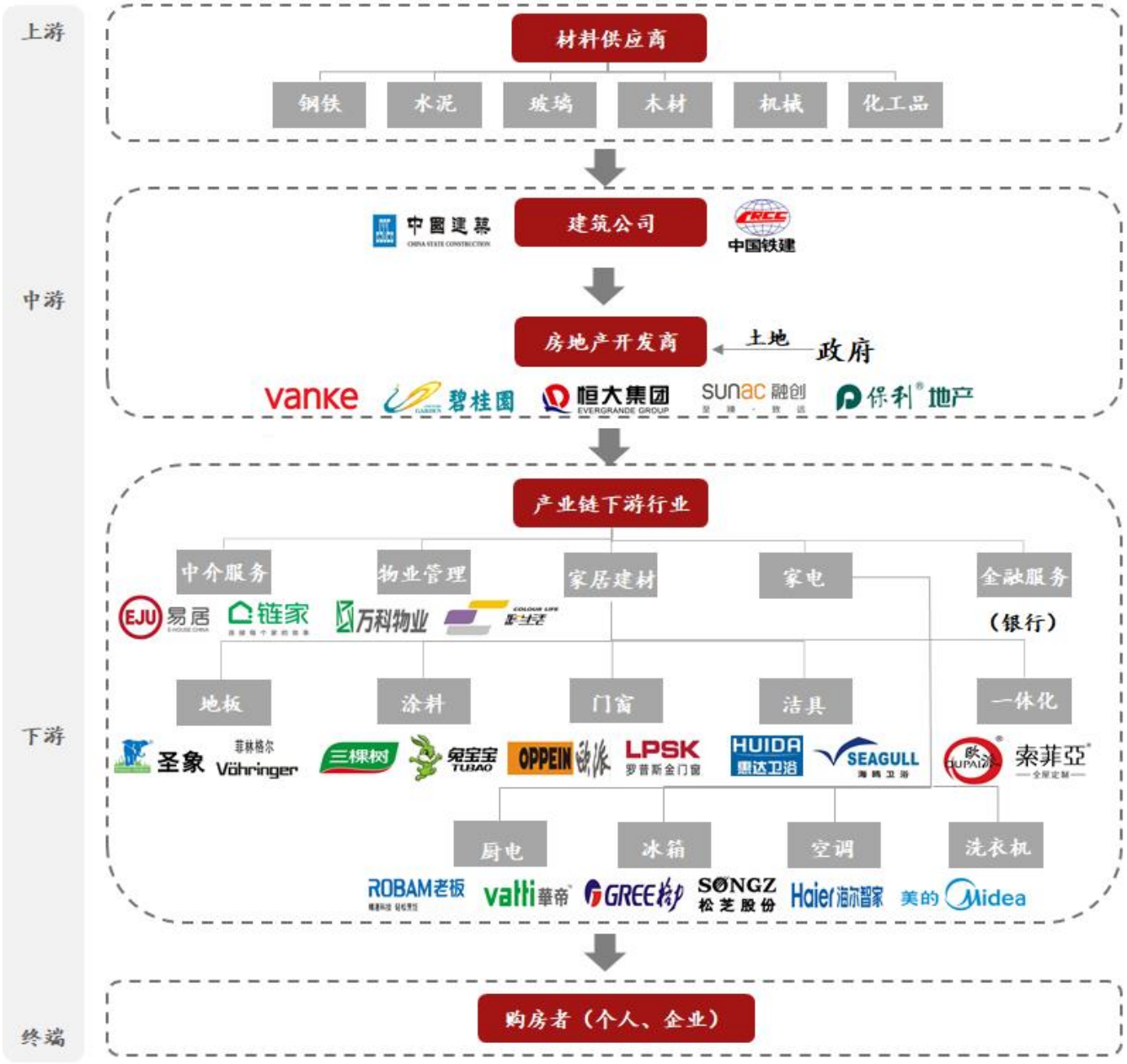
图表目录

图 1：房地产产业链 ...4
图 2：商品房销售额、面积及增速 ...5
图 3：城镇化率 ...5
图 4：计划与实际棚改数量 ...5
图 5：居民部门杠杆率 ...5
图 6：港股和 A 股房地产企业毛利率 ...6
图 7：港股和 A 股房地产企业净利率 ...6
图 8：TOP50 房企同比增速为正（负）值占比 ...7
图 9：2015-2019 不同排名房企集中度 ...7
图 10：2020 年 5 月及前 5 月百强房企销售金额及增速明细 ...7
图 11：竣工面积增速与新开工面积增速 ...8
图 12：精装房渗透率 ...10
图 13：2019 年各线城市精装房渗透率 ...10
图 14：精装房开盘数 ...10
图 15：2019 年各线城市精装房开盘数 ...10
图 16：房企精装头盘市场份额占比 ...11
图 17：城镇居民可支配收入 ...12

图 18：涂料销量与竣工增速基本同步.....19
图 19：厨电销售与竣工增速基本同步.....19
图 20：全屋定制销售与竣工增速基本同步.....19
图 21：过往家电销售与鞠躬基本同步，近期有所分化.....19

表 1：近十年国家发布的精装修相关政策.....9
表 2：我国与其他成熟市场精装房发展历史对比.....12
表 3：房企产业链相关合作信息汇总.....13
表 4：碧桂园创投 40 天内 15 亿参与三家建材链上市公司定增.....14
表 5：地产下游产业链行业格局.....17
表 6：地产下游产业链龙头公司主要财务数据.....18
表 7：地产下游产业链主要客户.....20

图 1：房地产产业链



数据来源：公开信息整理、克而瑞证券研究院

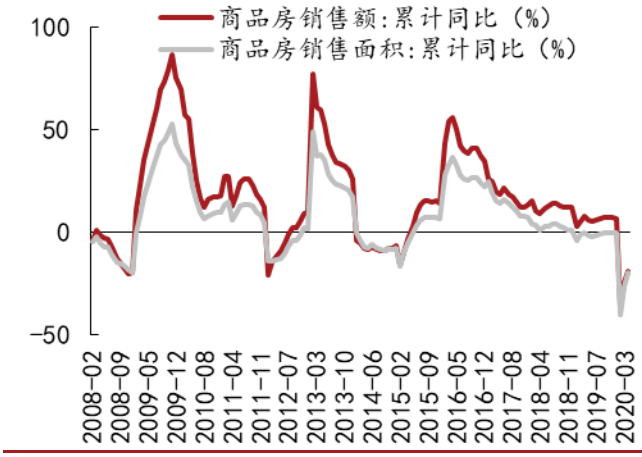
一、地产行业销售规模见顶，房企盈利能力承压，竣工趋势性修复拐点已现

1.行业销售规模料已见顶

2019 年全国商品房销售面积 17.2 亿方，同比微降 0.1%，增速较 2018 年下滑 1.4PCT，销售金额 16.0 万亿元，同比+6.5%，增速较 2018 年下滑 5.7PCT。自**1998 年住房制度改革 20 多年来，我国商品房销售经历多轮“螺旋式上升”周期，在城镇化率增速放缓、棚改逐渐退出历史舞台、政策调控高位维稳、居民端杠杆率快速上升的历史背景下，料全国商品房销售规模或于 2019 年见顶。**

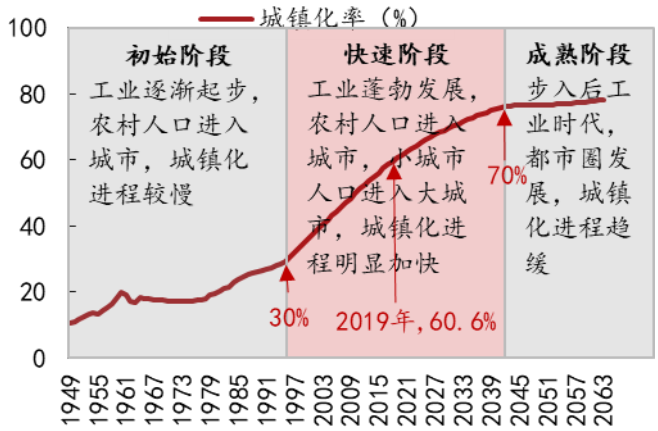
受新冠疫情冲击，2020 年前 4 月商品房累计销售金额和面积同比分别为-18.6%、-19.3%，短期销售数据略超预期，主要得益于春节后刚性需求释放以及开发商推盘量提升，中长期来看，新建住房年销售规模维持在 15-16 万亿中枢，仍需依赖于城镇化率稳步增长以及居民可支配收入不断提高，市场逐步从增量向存量时代过渡。

图 2：商品房销售额、面积及增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 3：城镇化率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院
备注：2019 年后为预测数据

图 4：计划与实际棚改数量

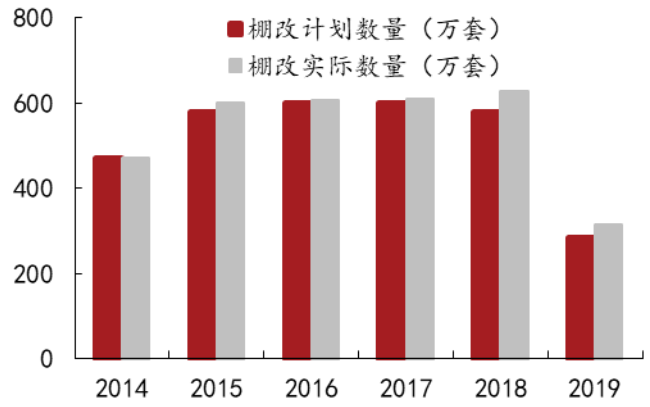
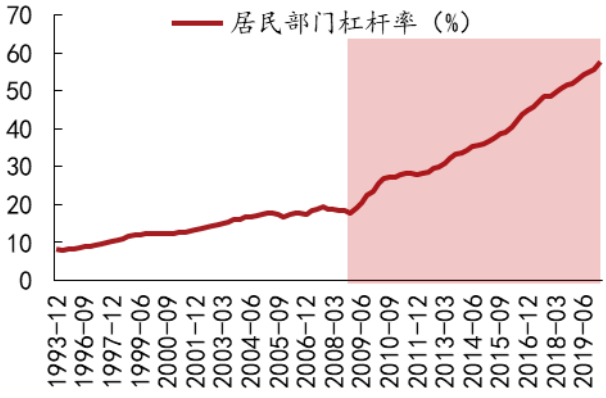


图 5：居民部门杠杆率



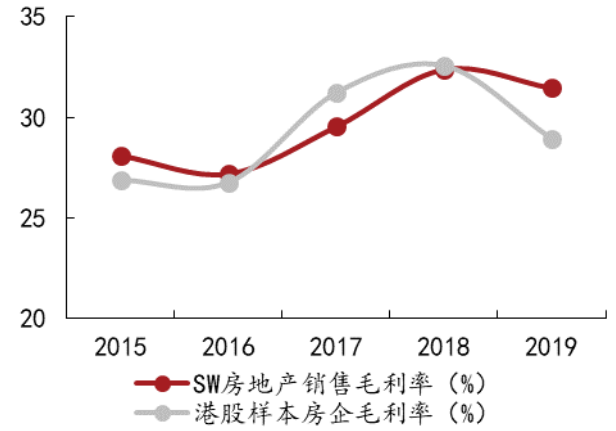
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

2.上市房企盈利能力短期承压

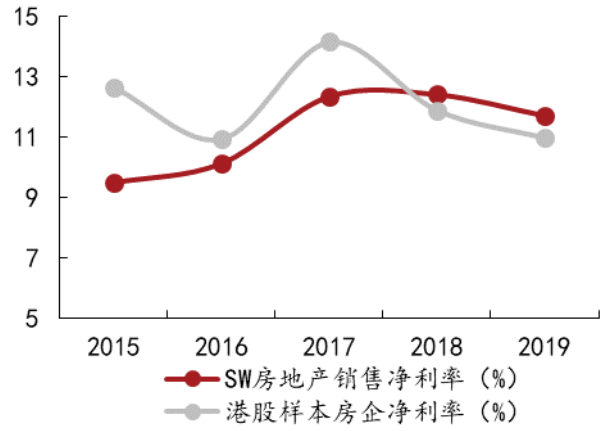
2019 年 SW 房地产板块销售毛利率 31.5%，较 2018 年下滑 0.9PCT，港股样本房企毛利率 28.9%，较 2018 年下滑 3.6PCT。毛利率下滑的主要原因是：（1）2015-2017 年我国房地产市场经历了一轮量价齐升周期，2017-2019 年行业整体利润率升高；（2）2017 年限价政策在主要城市陆续出台，大部分受限价政策影响的项目将在 2019 年后步入结算周期；（3）前期较高的资本化利息逐步转化为营业成本，也对当期毛利率造成一定影响。2019 年 SW 房地产销售净利率 11.7%，较 2018 年下滑 0.7PCT，港股样本房企净利率 11.0%，较 2018 年下滑 0.9PCT。

图 6：港股和 A 股房地产企业毛利率



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 7：港股和 A 股房地产企业净利率



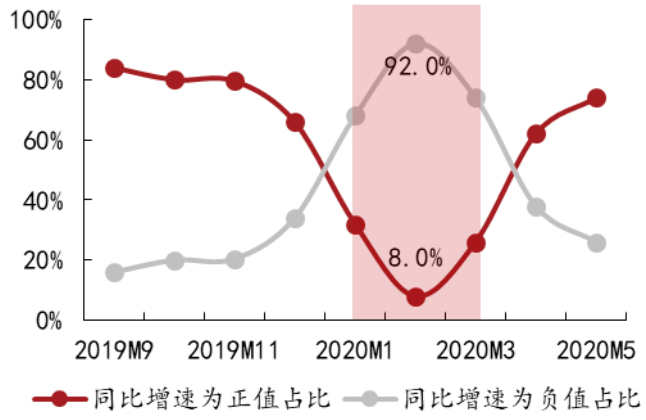
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

港股样本房企：碧桂园、中国恒大、融创中国、中国海外发展、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、旭辉控股集团、中国金茂、融信中国、正荣地产、绿城中国、雅居乐集团、中国奥园、佳兆业集团、龙光地产、合景泰富集团、时代中国控股、宝龙地产、禹洲地产、中骏集团控股、富力地产、越秀地产、花样年控股、当代置业。

3.疫情加速房企内部分化

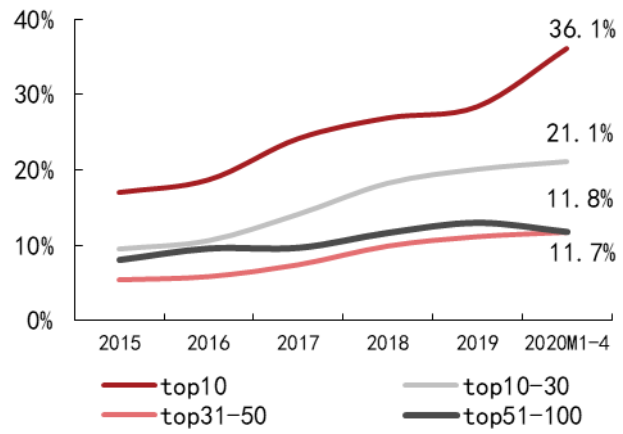
龙头房企集中度大幅提升。2019 年末至 2020 年上半年，新冠疫情爆发对房地产行业造成明显冲击，对 2 月房企销售影响最大，TOP50 房企中仅有 8%左右房企实现正增长，房企内部洗牌加速。同时，新冠疫情促进龙头房企集中度大幅提升，2020 年前 5 月 TOP10 房企集中度提升最快，达到 36.1%（较 2019 年+7.7%），TOP11-30、TOP31-50 房企集中度小幅提升，TOP51-100 房企集中度较 2019 年下降 1.2PCT，中小房企业绩进一步承压。

图 8：TOP50 房企同比增速为正（负）值占比



数据来源：CRIC，克而瑞证券研究院

图 9：2015-2019 不同排名房企集中度



数据来源：CRIC，克而瑞证券研究院

图 10：2020 年 5 月及前 5 月百强房企销售金额及增速明细

排名	公司	20M5	19M5	单月同比	20M1-M5	19M1-M5	累计同比
1	碧桂园（权益）	565	543	4%	2064	2216	-7%
2	中国恒大	610	535	14%	2736	2315	18%
3	万科地产	602	580	4%	2460	2676	-8%
4	保利发展	439	419	5%	1525	1890	-19%
5	融创中国	450	444	1%	1405	1634	-14%
6	中海地产	277	306	-10%	1153	1316	-12%
7	绿地控股	230	290	-21%	938	1239	-24%
8	龙湖集团	221	201	10%	823	842	-2%
9	世茂集团	220	161	37%	803	720	12%
10	华润置地	212	213	-1%	790	904	-13%
11	招商蛇口	223	171	31%	780	729	7%
12	新城控股	219	248	-12%	709	929	-24%
13	金地集团	228	145	57%	678	647	5%
14	中国金茂	201	133	51%	652	545	20%
15	阳光城	181	171	6%	631	673	-6%
16	金科集团	185	173	7%	598	656	-9%
17	旭辉集团	202	160	26%	556	661	-16%
18	中南置地	183	158	16%	554	621	-11%
19	中梁控股	151	71	113%	430	545	-21%
20	绿城中国	126	103	23%	429	370	16%
21	正荣集团	135	106	27%	419	459	-9%
22	融信集团	137	111	24%	417	466	-11%
23	龙光集团（权益）	116	84	38%	373	311	20%
24	滨江集团	137	111	23%	403	405	0%
25	雅居乐	138	112	24%	402	456	-12%
26	富力地产（权益）	106	105	1%	365	442	-17%
27	祥生地产	126	95	33%	362	384	-6%
28	美的置业	119	86	38%	360	371	-3%
29	佳兆业	177	73	143%	357	278	28%
30	奥园集团	103	100	2%	333	383	-13%
31	荣盛发展	116	81	43%	333	320	4%
32	新力地产	93	111	-16%	327	341	-4%
33	阜越集团	92	85	9%	326	229	42%
34	远洋集团	82	101	-19%	318	434	-27%
35	禹洲集团	108	52	109%	307	213	44%
36	华发股份	68	82	-17%	303	346	-12%
37	华夏幸福	68	110	-38%	300	516	-42%
38	首开股份	84	92	-8%	300	321	-7%
39	蓝光发展	88	83	6%	297	340	-13%
40	中骏集团	106	54	95%	296	268	10%
41	合景泰富	91	63	45%	287	285	1%
42	金辉集团	77	81	-5%	263	338	-22%
43	越秀地产	117	77	52%	263	289	-9%
44	建发房产	99	36	178%	248	201	23%
45	时代中国	75	60	26%	246	251	-2%
46	泰禾集团	88	34	159%	239	396	-40%
47	新希望地产	97	62	55%	217	177	23%
48	建业地产	4	71	-94%	214	259	-17%
49	宝龙地产	74	65	14%	212	225	-6%
50	路劲集团	51	52	-3%	210	205	2%
不同规模	top 10	3826	3693	4%	14697	15751	-7%
	top 30	7019	6207	13%	24507	26080	-6%
	top 50	8696	7659	14%	30013	32035	-6%
	top 100	10688	9185	16%	35705	38306	-7%
不同梯队	top 10	3826	3693	4%	14697	15751	-7%
	top 11-30	3193	2514	27%	9810	10329	-5%
	top 31-50	1677	1452	15%	5506	5955	-8%
	top 51-100	1992	1526	31%	5692	6271	-9%

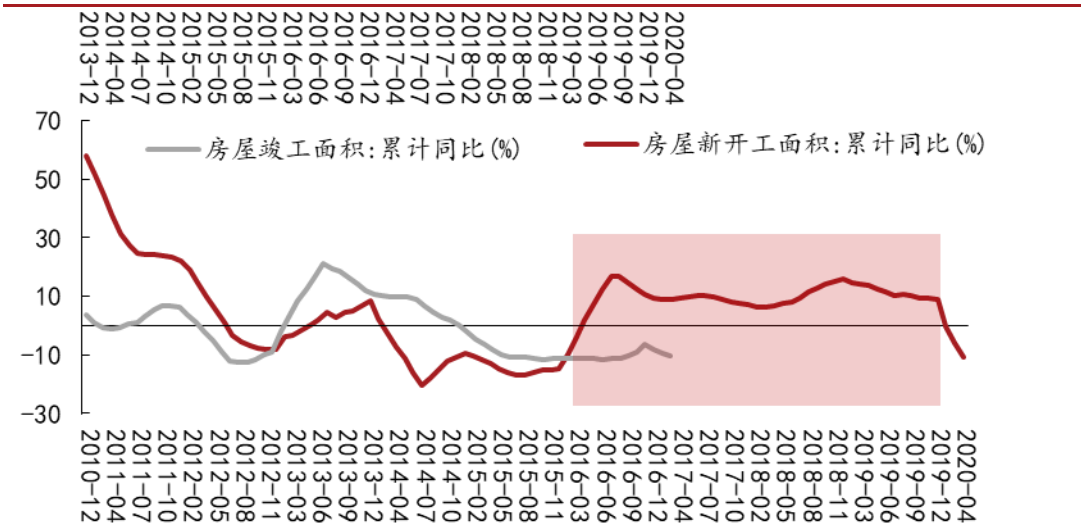
数据来源：公司公告，CRIC，克而瑞证券研究院

4.2020 年竣工迎来趋势性修复

2019 年竣工面积达 9.6 万亿方，同比+2.6%，增速相比于 2018 年+10.4PCT，其中 12 月单月竣工面积 3.2 亿方，同比+20.2%，竣工面积实现趋势性修复。2014 年后竣工面积增速与新开工面积增速延后约 3 年。近年受地产融资政策收紧影响，2018 年后开发商普遍采取“抢开工，慢竣工”策略，来获得较快的现金周转，变相导致新开工面积增速持续快速增长，于竣工增速剪刀差扩大。

2019 年末竣工面积增速已呈现修复拐点，后期竣工增速有望进一步提升。尽管新冠疫情对 2020 年上半年竣工面积增速造成一定冲击，部分省市允许延迟竣工期限，但我们认为房企和购房者对竣工期限有购房合同硬性约束，竣工延期的时间不会太长，预计在今年下半年和明年竣工增速依然会快速增长。因此，我们认为新冠疫情对房地产竣工面积增速产生短期冲击，但不会改变竣工修复的整体趋势。

图 11：竣工面积增速与新开工面积增速



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院
备注：数据采用 6 个月移动平均，新开工对应下部横坐标，竣工数据对应上部横坐标

二、多渠道介入产业链，房企寻破局路径

于房地产行业总量见顶，盈利能力承压的背景下，房地产企业纷纷加快多元化布局步伐寻求破局之道。而随着国内疫情得到有效控制，企业复产复工的持续推进，2020年竣工回升趋势可预见性较强，有望带来产业链下游行业放量的快速推进，房企也多选择介入上下游市场以寻求新的利润增长点，其中主要通过以下几种方式：**1）提高精装修比例**：通过成品房交付比例的提高，带动集采规模效应从而提高议价能力；**2）地产系资本加速布局家居产业链**：通过上下游互补优势相互赋能。

1. 快速扩容的精装修市场

十年来我国政策不断推动精装房发展。1）1999-2008 年，普及阶段：我国精装房的发展历程从 1999 年开始，建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，提出积极推广一次性装修或菜单式装修模式，自此精装修开始进入大众的视野。**2）2008-2013 年，发展阶段：**2008 年汶川地震中因装饰装修引发的结构安全问题突显，住房和城乡建设部发布了《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，明确要求各地因城施策，逐步达到取消毛坯房、直接向消费者提供全装修成品房的目标。**3）2013-至今，推广阶段：**2013 年后我国推广住宅精装房力度加大，精装修的要求被纳入建筑业“十二五”、“十三五”规划，成为建筑业改革的关键点。2017 年的《建筑业发展“十三五”规划》明确指出“2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%”的战略目标。精装房可减少装修过程中的资源浪费、环境污染，同时有利于提高房屋结构安全性，我国精装住宅虽还存在质量不精等焦点问题，但从住宅商品的演化规律及发达国家住宅建设实践来看，“去毛坯、精装修”俨然是当代建筑设计的必经之路。

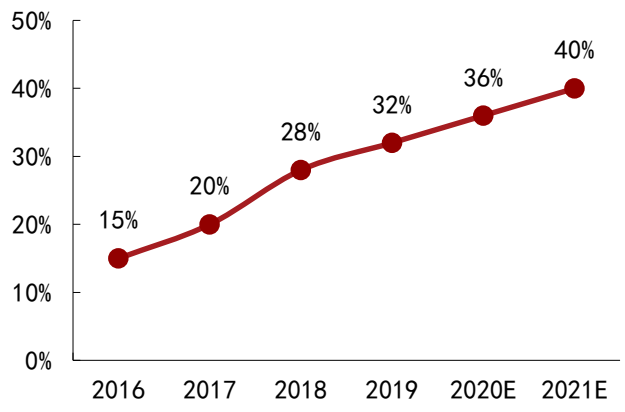
表 1：近十年国家发布的精装修相关政策

时间	政策内容
1999 年	建设部发布《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》，**首次提出一次性装修概念**
2002 年	建设部颁布《商品住宅装修一次到位实施细则》，提出在全国**推广住宅商品房精装修**
2008 年	住房和城乡建设部发布《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，鼓励新建商品住宅一次装修到位或菜单式装修模式，要求各地根据实际情况，**逐步取消毛坯房，直接提供全装修成品房**的目标
2010 年	住房和城乡建设部颁布《建筑业“十二五”规划》，提出鼓励和推动商品住宅菜单式全装修交房
2013 年	国务院办公厅、发改委、住建部提出推动建筑工业化，积极推动住宅全装修
2016 年	《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》发布，确定了我国“十三五”期间建筑产业化的总体发展目标：**力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%**
2017 年	《建筑业发展“十三五”规划》和《装配式建筑评价标准》明确指出，**2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%，装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%**，且装配式建筑必须全装修交付
2019 年	《住宅项目规范（征求意见稿）》进一步提出，城镇新建住宅建筑应全装修交付

数据来源：奥维云网、公开信息整理、克而瑞证券研究院

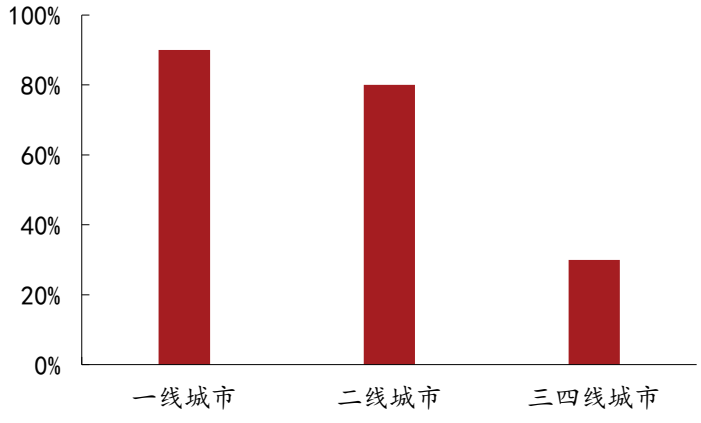
精装房市场扩容迅速，三四线城市需求端放量可期。 2019 年我国精装房渗透率达 32%，同比提升 4 个 PCT；从各条线城市来看，一线城市由于支持政策出台较早、市场覆盖率较高，其渗透率处于领先地位达 90%；二线城市渗透比例向一线水平逐步靠拢；三、四线城市及沿海旅游地区县级市逐渐加入精装修的队伍，当期精装房比例仅为 30%左右，存在较大提升空间。此外，2019 年我国房地产精装修项目约 3580 个，开盘规模达 319.3 万套，同比+26.2%。其中，一线/新一线/二线/三线/四线城市精装房开盘量同比增速分别为 35%/25%/25%/2%/81%。我们认为当前我国一线城市精装房市场相对成熟、行业集中度较高，预计随着市场逐步下沉，三、四线城市及沿海旅游地区精装房市场价值将逐渐凸显。

图 12：精装房渗透率



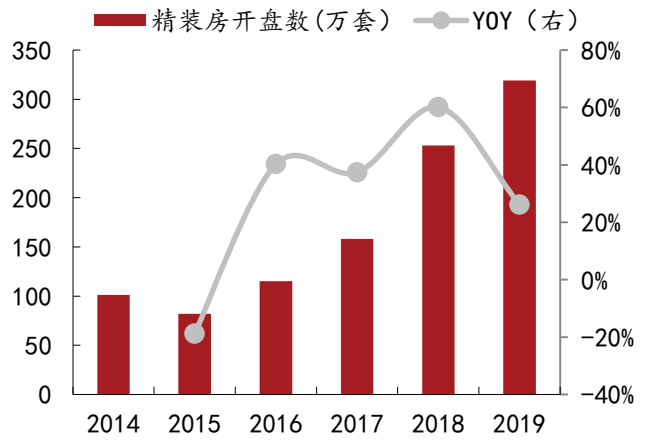
数据来源：奥维云网、克而瑞证券研究院

图 13：2019 年各线城市精装房渗透率



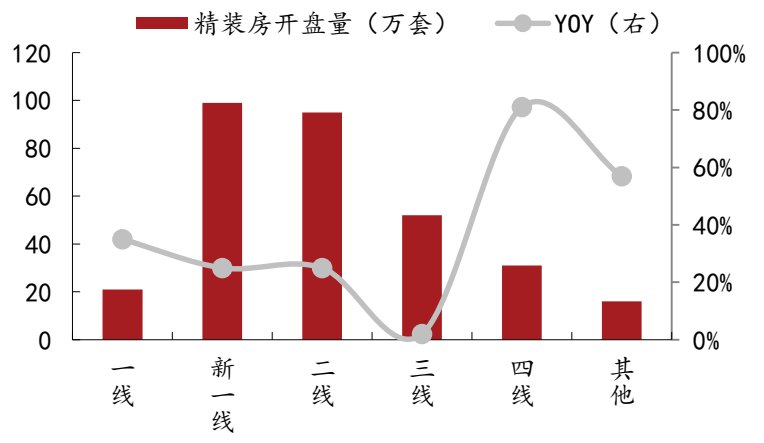
数据来源：奥维云网、克而瑞证券研究院

图 14：精装房开盘数



数据来源：奥维云网、克而瑞证券研究院

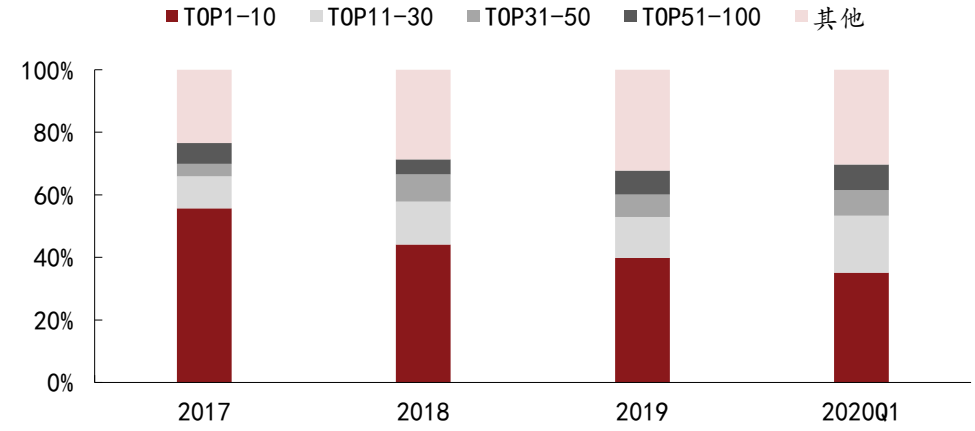
图 15：2019 年各线城市精装房开盘数



数据来源：奥维云网、克而瑞证券研究院

大中型房企加速抢占精装房市场份额。根据奥维云网数据，近三年来头部房企（TOP1-10）精装房市场份额（套数）占比最高，主要因其由增速向提质转变，其次头部房企更倾向于采用集中采购模式；然而其份额占比呈缓步下滑趋势，2020Q1 降至 35.1%，相比 2019 年下滑 4.7 个 PCT。于此同时，大中型房企正在加大精装修交付力度抢占市场份额，其中 TOP11-30 与 TOP31-50 房企 2020 年市场份额增长最为明显，两者于 2020Q1 市场份额分别达 18.2%/8.2%，相比 2019 年分别提升 5.1 个 PCT/1.0 个 PCT。

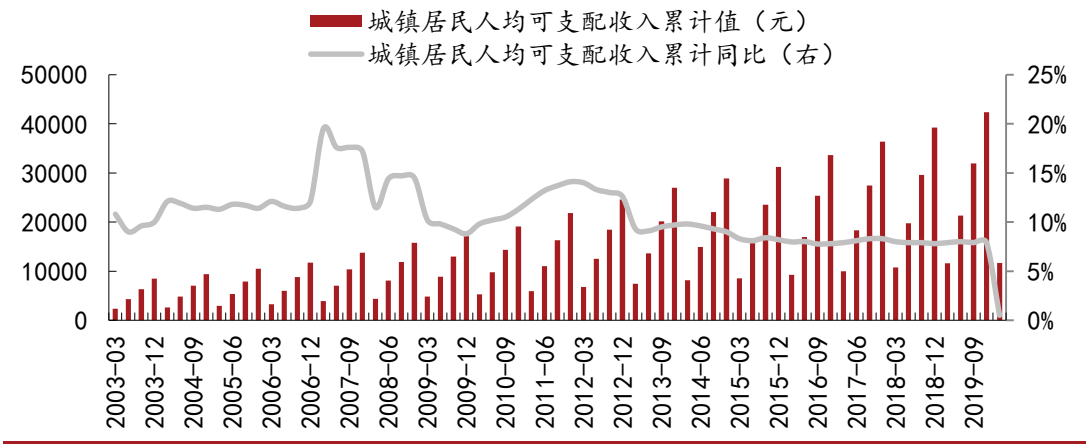
图 16：房企精装头盘市场份额占比



数据来源：奥维云网、克而瑞证券研究院

城镇化进程与可支配收入的提升为成品房市场提供充足动力。我国成品房市场起步较晚，远不及发达国家 80%的成品房交付率。**1）短期来看，2019 年竣工回升趋势的高预见性锁定成品房交付率。**当前企业施工强度持续回升，结合过去两年新开工及施工面积等数据，我们判断 2019 年竣工仍将迎来趋势性修复，因此将锁定短期内成品房交付率的高增长。**2）长期来看，中国城镇化进程与居民可支配收入的提高势必将持续带来置业需求并为成品房市场提供充足支撑。**当前我国城镇化率突破 60%，根据中国社科院与奥维云网预测数据，2030 年我国城镇化率有望提升至 70%，同时催生 5500-7000 万套新增住房需求。一方面城镇化进程为精装市场提供增量空间，另一方面政策推动和居民消费能力升级将推动我国精装房市场渗透率逐渐向发达国家靠拢。

图 17：城镇居民可支配收入



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 2：我国与其他成熟市场精装房发展历史对比

	中国	北美	欧洲	日本
兴起时间	20 世纪 90 年代	20 世纪 60 年代	20 世纪 50 年代	20 世纪 50 年代
发展阶段	成长期	成熟期	成熟期	成熟期
精装房渗透率	32%	80%	86%	84%
装修特点	逐渐标准化	定制化、个性化	简约化、生态节能	标准化、工业化
涵盖产品	所有空间粉刷完成，厨卫设备基本安装完成，最低配置包括灶台、调理台、洗池台、吊柜淋浴、洗面盆、坐便器等	普通住宅交付接近全装修的状态，交房之后购房者可自行选择购买各类构配件和卫浴厨房设备进行进一步装修	厨卫达到可使用状态，其他空间一般不装置顶棚照明，屋顶没有吊顶，简单装修，软装饰品个性化	墙体、地板、门窗、厨房设备、卫浴设备、中央空调设备、除了吊灯和吸顶灯之外的基本灯具等

数据来源：公开信息整理、克而瑞证券研究院

精装房渗透率加速提升无疑是确定性趋势，也为房企利润增长提供贡献：1）改善现金流：房地产开发周期为“项目施工-竣工验收-预售-精装修-交房”，因此前期销售价格更高的成品房有助于形成资金蓄水池，并在后期装修环节逐渐转化为成本，进而优化企业现金流。**2）减轻限价影响：**拿地成本逐年走高及限价双重困境下，精装拆分或可变相减轻价格天花板对于部分项目的影响。**3）提高产品溢价率：**地产商通过集中采购控制成本，同时完善家居配套设施带来产品溢价的提高。

2. 地产系资本加速介入产业链上下游

通过介入产业链上下游相互赋能已成为头部房企的新共识。房企投资多元化已成趋势，而地产产业链上下游互补优势明显，因此房企普遍推进产业链股权投资及业务布局。自 2015 年来，碧桂园即积极合作上下游联动密切企业，此外众多地产公司尤其头部房企纷纷与家居、建筑、物业服务等品牌谋求合作。而于当前新冠疫情冲击实体经济的大环境下，地产系资本加速布局家居产业链以实现跨周期的穿越，据

粗略统计，2020 年以来地产产业链相关合作数量创往年新高，其主要合作形式为：1）房地产开发、运营、装修等环节客户互通、优势互补；2）成立合资公司，研发新家装品牌。

表 3：房企产业链相关合作信息汇总

房企	时间	投资规模	上下游产业公司	行业/领域	合作内容简述
碧桂园	2015 年底	-	互联网家装平台橙家	互联网家装	雅郡公司为碧桂园旗下负责装修业务
	2019	23 亿	碧桂园·现代筑美绿色智能家居产业园	智能家居	现代筑美家居作为碧桂园集团下属子公司，于 2007 年投资 20 亿成立
	2019.4	50 亿	智能卫浴（潮州）产业园	卫浴	智能卫浴产业合作协议
	2019.11	0.26 亿	固客节能	涂料	碧桂园创投认购 390.4 万股
	2020.4	5 亿	帝欧家居	卫浴	碧桂园创投认购帝欧家居股份总额 5 亿元
	2020.5	5 亿	蒙娜丽莎	卫浴	碧桂园创投认购 2712 万股，认购总额约 5 亿元
	2020.5	4.15 亿	惠达卫浴	卫浴	碧桂园创投认购 5060 万股，认购金额为 4.15 亿元
中国恒大	2016	-	恒腾蜜家	建材卖场	恒大×腾讯合资打造恒腾网络
	2017.6	100 亿	兰考恒大家居产业园	建材、家具、定制	成立合资子公司等方式
	2020	-	“初星”	沙发、床垫等	恒大×腾讯合资打造恒腾网络
万科 A	2015	-	链家	家装公司	万科联手链家成立家装公司万链
	2020.4.13	-	-	-	万科拟在大连投资 180 亿元建甘区科创新城等项目，该项目聚集产业链上下游优质企业建立技术创新体系
绿地控股	2016	-	绿地家居	互联网家装	集团成立绿地家居打造互联网家装平台
	2016	-	绿地诚品家	家居卖场	集团子公司同鑫家居推出
保利地产	2016.12	-	保利建材家居广场	家居卖场	品牌家居生活馆总建筑面积约 10 万平方米
	2020.5	50 亿	产业链基金	产业链	与碧桂园共同设立一支规模 50 亿元房地产产业链赋能基金
雅居乐集团	2017.7	10 亿	绿地物业	物业服务	2018-2022 年，确保雅居乐每年自绿地开发的物业中获得 700 万平方米物业服务面积，还有 300 万方的物业服务面积的优先获得权
	2020.4.29	-	红星美凯龙	家居	双方就房屋装装修、家具装置等领域进行合作
融创中国	2017.1.9	26 亿	北京链家	家装公司	融创中国通过增资事项以 26 亿元获得北京链家 6.25%的股权
	2020.4.3	-	云南建投（未上市）	建筑业	双方将在房地产开发、施工管理、开拓投融等多领域全方位层面展开深度合作
龙湖集团	2018	-	-	智能家居	智能面板连接并使用包括可视对讲、智能门禁、代收包裹、访客预约等社区服务功能
浙江蓝城	2017.7.21		新明物业	物业服务	新明中国控股有限公司出售间接附属公司浙江新明物业服务有限公司 100%股权予杭州蓝绿投资咨询有限公司
美的置业	2018	-	英皇卫浴	整体卫浴	战略合作，成立合资公司睿住优卡，整体卫浴生产项目
河南征云房地产	2020.4.27	-	东方雨虹	防水材料	将在东方雨虹防水新建及维修、华砂瓷砖胶、德爱威建筑涂料等产品服务领域展开合作

三和地产	2020.4.29	-	房喜木门（未上市）	门业	三和剑桥城、三和明仕城将全面使用房喜木门的橱柜、木门等木制品
世茂股份	2020.4.3	-	红星美凯龙	家居	双方将携手成立合资公司，充分发挥各自优势资源，整合行业全产业链条，为用户打造“一站式”升级家装消费服务体验
宝能地产	2020.5.7	21 亿	宝能智能家居及装配式建筑产业园	智能家居	打造智能家居、厨卫一体化、幕墙智能门窗及装配式建筑四个板块

数据来源：公开信息整理、而瑞证券研究院

事件分析一：碧桂园创投参与三家建材链上市公司定增

碧桂园创投 40 天内 15 亿参与三家建材链上市公司定增，带动二级市场热情。2020 年 4 月 12 日，碧桂园创投认购帝欧家居股份总额 5 亿元；5 月 5 日，认购蒙娜丽莎 2712 万股，认购总额约 5 亿元；5 月 21 日，再次认购惠达卫浴 11.76%的股份，认购总额约 5 亿元。三家建材链上市公司均为陶瓷卫浴龙头企业，拥有“蒙娜丽莎”、“帝王”、“欧神诺”等业界知名品牌，同时三家企业均在 2019 年经济下行周期保持业绩稳定增长；此外，公告发布后二级市场波动明显，以上标的股价均有明显上涨。

表 4：碧桂园创投 40 天内 15 亿参与三家建材链上市公司定增

时间	产业链企业	2019 年营收	2019 年净利	认购金额	发行完成后持股占比	公告日一周涨跌幅	公告日至今涨跌幅
04-13	帝欧家居	55.7（+29.3%）	5.7（+48.7%）	5 亿元	6.50%	+5.49%	+45.45%
05-06	蒙娜丽莎	38.0（+18.6%）	4.3（+19.4%）	5 亿元	6.22%	+13.41%	+33.29%
05-21	惠达卫浴	32.1（+10.7%）	3.0（+37.8%）	4.15 亿元	11.76%	+40.18%	+33.84%

数据来源：公开信息、克而瑞证券研究院
注：涨跌幅表现为产业链企业对应涨跌幅

事件分析二：碧桂园创投联手保利资本设立产业链赋能基金

碧桂园创投联手保利资本设立 50 亿产业链赋能基金。5 月 25 日，碧桂园创投和保利资本宣布将共同发起设立一支规模为 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。该基金将采用三种投资逻辑：地产上游集采赋能逻辑、地产下游物业平台物业赋能逻辑、参与产业链已上市公司再融资逻辑。

保利资本与碧桂园创投投资经验丰富，意在打造产业链生态集群。碧桂园创投为碧桂园集团全资子公司，累计投资额超 116 亿元，投资项目超 45 家。2020 年之前，碧桂园创投合作领域广泛，涉及健康、消费、教育、房产、物流等；2020 年后碧桂园创投多选择地产相关标的。保利资本成立于 2015 年 12 月，累计备案基金管理规模逾 200 亿元，重点关注地产上下游企业，涉及公司包括 UIOT 超级智慧家、固克节能、新明珠陶瓷集团等。

资本加持深度绑定房企及家居建材公司的共同利益，双方赋能实现跨周期的穿越：

于房企：1）财务投资。房企通过优质投资标的的长期发展或将获得可观的财务收益。**2）战略投资。**针对地产生态链上下游企业，就供给商产品签订长期供货合同，实现战略协同以辅助公司主营业务，确保供货来源的同时降低渠道依赖。

于产业链企业：1）增加订单的确定性：房企与产业链相关企业合作协议多提及供应商拥有优先订单获取权，家居企业有望通过战略合作提升市场份额。**2）资金注入有利于缓解现金流压力：**受疫情影响，地产产业链销量自年初以来明显滞缓，叠加家居企业由于工程业务账期相对较长而放大现金流压力，房企定增有利于缓解其报表压力。**3）相互赋能打造产业链生态集群：**碧桂园创投与保利资本设立基金旨在赋能，通过其自身的房地产业务部门“赋能”产业链相关新技术、新产品与新服务；结合地产、物业、教育、健康等多个相关场景形成“大地产行业的产业链生态集群”。

三、地产下游产业链迈入存量博弈、强者恒强时代

地产下游产业链普遍进入存量博弈，行业集中度提升的时代。

其中，**（1）低集中度但行业龙头初现**：建筑五金行业里的坚朗五金，照明行业的欧普照明，防水建材行业的东方雨虹；**（2）高集中度且多元龙头竞争：**涂料行业、白色家电行业、厨电行业；**（3）低集中度且多元龙头竞争：**瓷砖行业的蒙娜丽莎、木质门行业的大亚圣象、定制家具行业的索菲亚和欧派橱柜、床垫行业的喜临门有望突出重围。

具体到各个板块来看：

（1）地板行业，随着地产销售规模见顶，地板增长有限，进入存量博弈时代。瓷砖因美观舒适、价格便宜，对木质地板的具有一定替代效应，行业集中度不如木质地板，瓷砖行业加速洗牌，木质地板强者恒强。

（2）建筑五金行业，CR10 仍然不足 10%，行业集中度极低，其中，子行业门窗五金行业规模 400-500 亿元，根据调研资料，龙头坚朗五金市占率 5%左右，行业整合将成为未来发展的主要趋势。

（3）照明行业，通用照明产品同质化较高，欧普照明市占率达到 12%，随着行业加速洗牌，欧普照明市占率有望进一步提升。

（4）木质门行业，市场规模超过 1500 亿元，但是集中度非常低，龙头江山欧派仅占到 0.73%。

（5）涂料行业，行业高度集中，CR5 超过 80%，随着地产销售规模见顶，涂料市场规模见顶，行业进入存量竞争时代。

（6）厨电行业，集中度相对白色家电较低，燃气灶、抽油烟机 CR3 分别为 40%、44%，而厨电的毛利率通常会比较高。

（7）白色家电行业，行业集中度高，空调、洗衣机、冰箱 CR3 分别为 70%、68%、52%。

（8）地暖管行业，龙头市场份额较高，中国联塑是行业的绝对龙头，以工程模式为主；伟星新材是塑料管道零售市场的领军者，在零售市场寻求突破，全塑料管材市场份额 1.3%左右， PPR 管材市场份额 1.7%左右。

（9）定制家具行业，定制家具集中度不高，CR3（欧派家居、志邦股份、金牌橱柜）仅为 7.5%。

（10）床垫行业，床垫行业集中度不高，2017 年我国床垫行业集中度 CR4 仅约

14%。

（11）防水材料行业，行业龙头东方雨虹市占率仍然较低，约 9%左右。

表 5：地产下游产业链行业格局

行业	公司	公司代码	行业格局及龙头市占率	行业特点
木质地板 瓷砖	大亚圣象 菲林格尔 德尔未来 蒙娜丽莎 帝欧家居 惠达卫浴	000910.SZ 603226.SH 002631.SZ 002918.SZ 002798.SZ 603385.SH	2017 年地板行业市场规模约 3320.3 亿元。木地板龙头大亚圣象市占率 10%出头；瓷砖行业龙头东鹏瓷砖、欧神诺和蒙娜丽莎，市场占有率均不足 1.15%。	地板增长有限，进入存量博弈时代。瓷砖对木质地板的具有一定替代效应，行业集中度不如木质地板，瓷砖行业加速洗牌，木质地板强者恒强。
建筑五金	坚朗五金	002791.SZ	根据公司调研情况，2019 年门窗五金行业规模 400-500 亿，龙头坚朗五金市占率 5%左右；2019 年门控五金市场规模 500 亿左右。	集中度较低，龙头仅在 5%左右
卫浴洁具	日出东方 欧普照明 海鸥住工	603366.SH 603515.SH 002084.SZ	2018 年零售额市占率仅欧普照明占比 12%，CR15 合计占比 31.4%	欧普照明市占率到 12%
门窗	江山欧派	603208.SH	2019 年木门市场规模超过 1500 亿元，集中度非常低，龙头江山欧派只占市场份额比例的 0.73%。	集中度非常低
涂料	三棵树 兔宝宝	603737.SH 002043.SZ	2018 年涂料行业市场规模超过 3000 亿元，立邦、多乐士、三棵树和嘉宝莉为精装房市场乳胶漆前四大企业，CR5 超过 80%。	行业高度集中
厨房电器	老板电器 华帝股份 万和电气	002508.SZ 002035.SZ 002543.SZ	燃气灶、抽油烟机 CR3 分别为 40%、44%	厨电集中度低，厨电的毛利率通常会比较高
白色家电	海尔智家 美的集团 格力电器	600690.SH 000333.SZ 000651.SZ	空调、洗衣机、冰箱 CR3 分别为 70%、68%、52%	白电集中度高
地暖管	永高股份 日丰股份 伟星新材	002641.SZ 002953.SZ 002372.SZ	中国联塑是行业的绝对龙头，以工程模式为主；伟星新材是塑料管道零售市场的领军者。伟星新材全塑料管材市场份额 1.3%左右，PPR 管材市场份额 1.7%左右。目前塑料管道行业 CR20 在 44%左右。	龙头市场份额较高，伟星新材零售市场寻求突破
家居建材	欧派家居 索菲亚 尚品宅配	603833.SH 002572.SZ 300616.SZ	预计 2020 年定制橱柜行业市场规模 2068 亿元，CR3(欧派家居、志邦股份、金牌橱柜)仅为 7.5%。	定制家具集中度不高
卧室床具	喜临门 罗莱生活	603008.SH 002293.SZ	2019 年床垫行业市场规模超过 772 亿元。根据 Euromonitor 床垫市场规模及各企业营收数据测算，2017 年我国床垫行业集中度 CR4 仅约 14%，慕斯、喜临门、顾家市占率分别为 8%、3%和 2%。	床垫集中度不高
防水	东方雨虹	002271.SZ	2018 年防水材料行业市场规模超过 1500 亿元，行业龙头东方雨虹市占率约 9%，行业 CR10 市占率约 17%，CR5 市占率约 14%。	龙头市占率仍然较低

数据来源：中国产业信息网，Euromonitor，克而瑞证券研究院

1.下游产业链的利润空间：低集中度但龙头初现行业享有估值溢价

从估值角度，下游产业链 2020PE（E）普遍在 10-20 倍左右，（1）而低集中度但龙头初现的行业，例如建筑五金行业里的坚朗五金，照明行业的欧普照明，防水建材行业的东方雨虹，估值都能够到 20 倍以上，其中坚朗五金在行业中的明显优势地位，估值达到 40 倍以上；（2）高集中度且多元龙头竞争的行业，如涂料行业、白色家电行业、厨电行业，估值普遍是在 10 倍出头；（3）低集中度且多元龙头竞争：瓷砖行业、木质门行业、定制家具行业、床垫行业，普遍是在 10-20 倍左右。

从毛利率和净利率角度，下游产业链毛利率普遍在 30%~40%之间，厨电行业毛利率较高，普遍在 40%以上；净利率普遍在 10%左右，厨电行业净利率较高。

表 6：地产下游产业链龙头公司主要财务数据

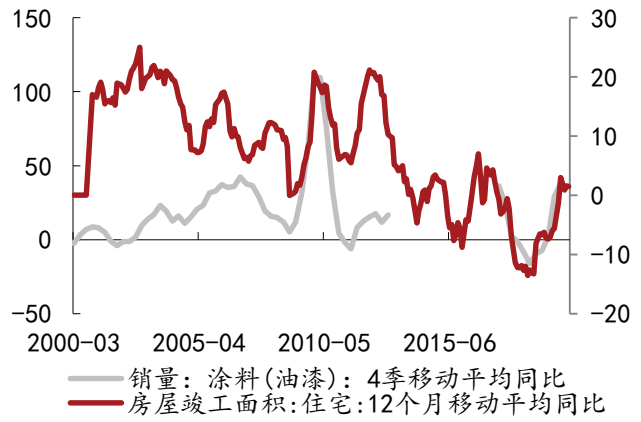
行业	公司	公司代码	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	毛利率	净利率	EPS-基本	PB (LF)	PE TTM	2020PE (E)
木质地板	大亚圣象	000910.SZ	73.0	7.2	36.2	10.1	1.3	1.6	10.3	12.6
	菲林格尔	603226.SH	8.0	1.1	27.4	14.2	0.8	3.3	28.5	22.2
	德尔未来	002631.SZ	18.0	0.8	31.1	3.8	0.1	3.1	80.2	
陶瓷地板	蒙娜丽莎	002918.SZ	38.0	4.3	38.5	11.4	1.1	2.9	20.2	22.6
	帝欧家居	002798.SZ	55.7	5.7	35.9	10.0	1.5	2.8	18.0	19.7
	惠达卫浴	603385.SH	32.1	3.3	33.0	10.8	0.9	1.3	16.0	15.0
建筑五金	坚朗五金	002791.SZ	52.6	4.4	39.8	8.4	1.4	3.4	30.2	45.5
卫浴洁具	日出东方	603366.SH	33.7	0.8	33.2	2.6	0.1	1.5	-11.3	
	欧普照明	603515.SH	83.5	8.9	36.5	10.7	1.2	4.5	22.8	21.1
	海鸥住工	002084.SZ	25.7	1.3	24.3	5.2	0.3	2.1	28.4	26.4
门窗	江山欧派	603208.SH	20.3	2.6	32.2	13.3	3.2	3.3	18.3	30.4
涂料	三棵树	603737.SH	59.7	4.1	38.8	7.1	2.2	9.7	41.1	41.3
	兔宝宝	002043.SZ	46.3	3.9	17.1	8.5	0.5	3.4	17.8	16.8
厨房电器	老板电器	002508.SZ	77.6	15.9	54.3	20.8	1.7	5.0	20.7	18.9
	华帝股份	002035.SZ	57.5	7.5	48.3	13.2	0.9	4.3	15.6	12.3
	万和电气	002543.SZ	62.2	6.0	33.3	9.8	0.8	2.0	12.6	10.4
大型家电	海尔智家	600690.SH	2,007.6	82.1	29.8	6.1	1.3	2.7	14.1	13.9
	美的集团	000333.SZ	2,793.8	242.1	28.9	9.1	3.6	4.1	17.1	16.3
	格力电器	000651.SZ	2,005.1	247.0	27.6	12.5	4.1	3.9	14.5	15.5
地暖管	永高股份	002641.SZ	62.9	5.1	25.8	8.2	0.5	1.6	12.8	11.7
	日丰股份	002953.SZ	15.4	1.1	18.1	7.0	0.7	3.8	31.3	
	伟星新材	002372.SZ	46.6	9.8	46.4	21.1	0.6	5.8	20.4	18.2
家居建材	欧派家居	603833.SH	135.3	18.4	35.8	13.6	4.4	5.6	28.1	23.3
	索菲亚	002572.SZ	76.9	10.8	37.3	14.2	1.2	3.8	19.4	18.4
	尚品宅配	300616.SZ	72.6	5.3	41.6	7.3	2.7	4.5	28.5	23.6
卧室床具	喜临门	603008.SH	48.7	3.8	34.8	8.5	1.0	2.4	-19.5	11.4
	罗莱生活	002293.SZ	48.6	5.5	43.9	11.5	0.7	1.9	14.6	16.1
防水	东方雨虹	002271.SZ	181.5	20.7	35.7	11.4	1.4	4.5	20.0	21.2

数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

2.下游产业链龙头与地产龙头合作较多

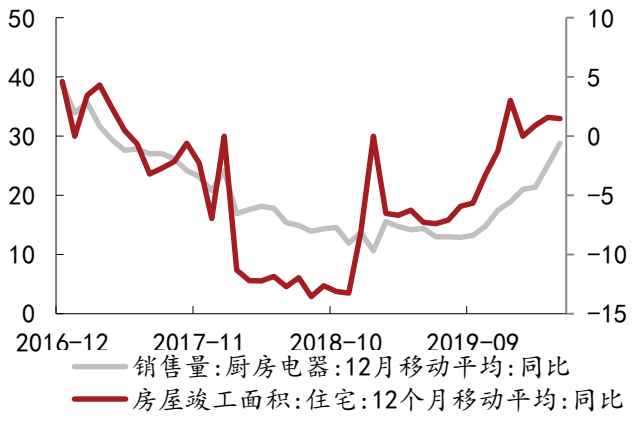
地产企业普遍采取集中采购的方式，主要合作对象也为下游产业链龙头。竣工增速与涂料、厨电、全屋定制等增速基本同步，随着未来的竣工高峰，未来下游产业链龙头有望强者恒强。

图 18：涂料销量与竣工增速基本同步



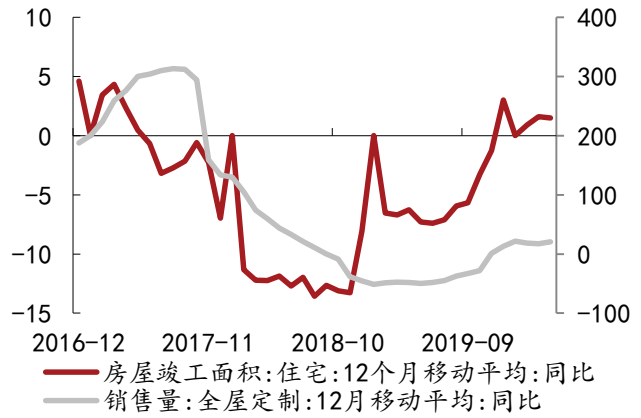
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 19：厨电销售与竣工增速基本同步



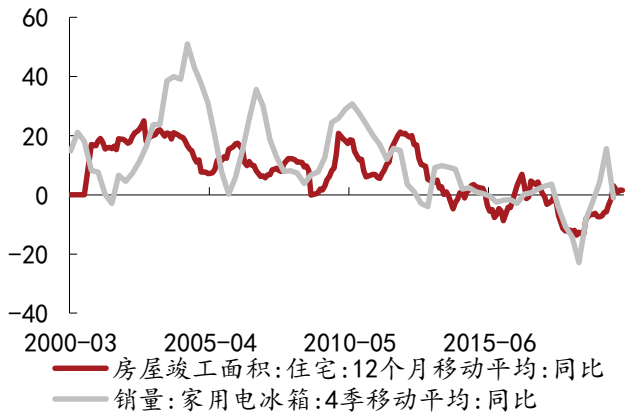
数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 20：全屋定制销售与竣工增速基本同步



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

图 21：过往家电销售与竣工基本同步，近期有所分化



数据来源：Wind，克而瑞证券研究院

表 7：地产下游产业链主要客户

行业	公司	公司代码	主要客户
木质地板	大亚圣象	000910.SZ	中国金茂、祥生地产
	菲林格尔	603226.SH	碧桂园、龙湖地产、绿地集团
	德尔未来	002631.SZ	阳光城、华夏幸福、中国金茂、旭辉集团、融创、万科等龙头房企
陶瓷地板	蒙娜丽莎	002918.SZ	招商蛇口、绿地集团、保利发展、万科、恒大集团、碧桂园
	帝欧家居	002798.SZ	碧桂园、万科、恒大集团、雅居乐、荣盛发展、富力地产
	惠达卫浴	603385.SH	华润置地
建筑五金	坚朗五金	002791.SZ	龙湖集团、融创、碧桂园、万达集团、保利发展等龙头房企
卫浴洁具	日出东方	603366.SH	龙湖集团、旭辉集团、中南置地
	欧普照明	603515.SH	恒大集团、新城控股、碧桂园、保利发展、世茂房地产等龙头房企
	海鸥住工	002084.SZ	恒大地产、碧桂园、保利控股、龙湖地产、融创、万科等龙头房企
门窗	江山欧派	603208.SH	新城控股、保利发展、碧桂园、万科、恒大集团等龙头房企
涂料	三棵树	603737.SH	融创中国、中国金茂、保利发展、万科、恒大集团等龙头房企
	兔宝宝	002043.SZ	新城控股、中海地产
厨房电器	老板电器	002508.SZ	碧桂园、融创中国、中国恒大、万科地产等龙头房企
	华帝股份	002035.SZ	融创中国、中国恒大、中海地产、招商蛇口、龙湖集团、保利发展
	万和电气	002543.SZ	中国恒大、绿城中国、万科地产、绿地控股、新城控股、阳光城
大型家电	海尔智家	600690.SH	碧桂园、万科地产、中国恒大、保利发展、世茂房地产等龙头房企
	美的集团	000333.SZ	碧桂园、中国恒大、绿城中国、融创中国、万科地产、蓝光发展
	格力电器	000651.SZ	中国恒大、保利发展、绿地控股、世茂房地产、龙光集团
地暖管	永高股份	002641.SZ	金科集团、万科地产、中国恒大、中海地产
	日丰股份	002953.SZ	绿城中国、美的置业
	伟星新材	002372.SZ	阳光城、蓝光发展、新城控股
家居建材	欧派家居	603833.SH	金地集团、绿城中国
	索菲亚	002572.SZ	美的置业、金地集团、新城控股
	尚品宅配	300616.SZ	蓝光发展
卧室床具	喜临门	603008.SH	中国恒大
	罗莱生活	002293.SZ	中南置地
防水	东方雨虹	002271.SZ	碧桂园、中国恒大、万科地产、融创中国、保利发展等龙头房企

数据来源：公开资料收集，克而瑞证券研究院

风险提示：

政策调控力度不及预期，行业销售下滑超预期，疫情影响超预期，地产竣工恢复不及预期等。

评级指南及免责声明

行业评级说明

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（恒生指数）的表现为标准：
推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数，10%以上
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数，-10%到 10%之间
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数，10%以上

披露事项

本文件由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟在本文件中所提及过的公司及其子公司，母公司和/或关联公司之间有正常业务关系和/或股权关系。

免责声明

本文件基于我们认为可靠的信息，但克而瑞证券有限公司并未独立验证本文件的内容。本文件所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本文件所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本文件或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。
本文件不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作或本文件中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息或其他重要信息为依据。
本文件之内容不是为任何投资者的投资目标，需要及财政状况而编写。在签订任何投资协议之前，投资者应审慎考虑自身状况，并在必要时寻求专业意见后再进行投资决策。本文件内所载之资料乃得自可靠之来源，惟并不保証此等数据之完整及可靠性，亦不存有招揽任何人参与证券或期货等衍生产品买卖的企图。本文件内之意见可随时更改而无须事先通知任何人。在任何情况下，克而瑞及所有其关联方一概不就任何第三方因依赖本文件内容的作为或不作为而直接，间接，附带或偶然产生的任何损失承担或负上任何责任，即使克而瑞在有关作为或不作为发生时而知悉该等作为或不作为。
本文件在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。
本文件乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人仕或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本文件内的全部或部分内容而引起的任何责任。
投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类（证券交易）、第 4 类（就证券提供意见）及第 9 类（提供资产管理）受规管活动。