

地产、建筑建材、轻工联合深度研究报告

地产链正当配置时

- **二批集中供地分析：供地政策进一步优化，行业毛利率改善可期。**6月17日第二批集中供地在长春拉开序幕，从目前长春、无锡、厦门成交情况来看，呈现出土地供给增长、溢价率下行、地价房价比下行、隐含毛利率上行四个特征。8月11日，经济观察网发文，自然资源部对部分集中供地试点城市作出新的要求，其中强调：1) 后续集中供地溢价率不得超过15%，并且不允许提高起拍价降溢价率；2) 达到地价溢价率上限后，不得以竞拍等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞品质等方式确定竞得人。通过本轮集中供地新规可以看到，过去的限地价只是名义限地价，政府可以通过提升起拍价、加大配建比例变相提升地价，这一方面抑制房企的拿地意愿，一方面仍在推高地价和房价上涨预期；而本次供地新规强调了控制实际地价，有利于后续房企毛利率改善，也可以开始预期行业毛利率将出现拐点。
- **地产行业展望：供给端政策结构性宽松，预计21年销售+5%、开工-3%、竣工+19%。**1) 销售：销售表现韧性十足，考虑房企积极推盘销售促回款改善报表意愿较强、以及上半年销售表现对全年形成支撑，预计21年销售面积、金额分别同比+5%、+8%；2) 开工：土地成交走弱对21年新开工形成拖累，但预计22H1有所改善；3) 竣工：21H1竣工数据表现强劲，这主要源于疫情后竣工恢复以及三条红线下房企通过加快竣工结转增厚净资产以达到降杠杆目的，预计21年全年竣工同比+19.1%。
- **建筑建材：全面看好地产链，三条思路看哪些个股弹性较大。**2021Q2以来，建筑建材部分子板块估值持续下行，我们认为主要是受地产资金偏紧以及原材料价格上涨影响。随着土地溢价率上限的下调，地产相关需求及资金面均有望边际改善，建筑建材部分子板块估值有望迎来修复。我们从三条思路看哪类企业弹性较大：1) 超跌板块，部分公司近期估值下跌受资金面的影响较大，尤其以竣工端的公司表现最为明显，如装饰、板材、瓷砖等，但公司基本面变化并不大；2) 下游客户中民营地产公司占比较高的公司，民营地产公司在过去几年地产调控下受影响相对更大一些，因此，从客户角度看，下游客户中民营地产公司占比更高的建筑建材公司其现金流和业绩改善的弹性也会更大一些；3) 主业对建筑升级有贡献的企业，由于土地招拍挂的溢价率上限降低，未来可能更多的竞争会体现在建筑产品的设计方案中，我们认为相关行业或将会迎来两方面的利好，一方面是需求增加，行业增速可以更为乐观；另一方面是供给格局改善，头部企业或将更趋向集中。我们认为建筑升级背景下可能受益的子行业主要包括装配式、防水、减隔震、BIPV等。
- **轻工行业：1) 关注家居龙头长期成长、穿越周期，推荐欧派家居、顾家家居、敏华控股、索菲亚。**家居龙头行稳致远，长期业绩成长能力突出。从2011年至今，家居龙头长期业绩成长能力得到检验，普遍复合增速在20%以上，家居龙头业绩从长周期维度看与住宅数据相关性偏弱，具有较强的 α ，龙头在上一个十年其实已经实现了远超行业平均的增速水平。短期看，定制二季度工程渠道毛利压力较大，三季度开始有望修复。长期中，零售端仍是主战场，定制龙头率先瞄准翻新市场发力，打造长期竞争优势。**2) 关注成长性家居龙头股价超跌机会，推荐：江山欧派、志邦家居、金牌厨柜。**二线成长性龙头大宗业务普遍占比较高，与竣工周期的绑定程度也相对更深，二季度以来股价回调幅度较大。随着集中供地政策等因素的边际改善，二线成长龙头有望通过对地产预期的改善受益。
- **投资建议：1) 地产：重点推荐金地集团、保利地产、新城控股、万科。2) 建筑建材：重点推荐科顺股份、北新建材、鸿路钢构、亚厦股份、东鹏控股，建议关注金螳螂、凯伦股份、蒙娜丽莎。3) 轻工：重点推荐欧派家居、顾家家居、敏华控股、索菲亚、江山欧派、志邦家居、金牌厨柜。**
- **风险提示：集中供地推进不及预期，地产资金改善不及预期，地产调控超预期，原材料价格剧烈波动。**

推荐 (维持)

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

证券分析师：鲁星泽

电话：021-20572575

邮箱：luxingze@hcyjs.com

执业编号：S0360520120001

证券分析师：刘佳昆

邮箱：liujiakun@hcyjs.com

执业编号：S0360521050002

联系人：郭亚新

邮箱：guoyaxin@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	142	3.53
总市值(亿元)	14,574.01	1.75
流通市值(亿元)	12,087.05	1.89

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	1.03	9.86	-8.55
相对表现	5.02	14.09	-4.33



相关研究报告

《建筑装饰行业周报(20210726-20210801)：建议关注新兴产业基建以及资源品带来的价值重估》

2021-08-01

《建筑装饰行业周报(20210802-20210808)：从装配化和碳中和两个角度看建筑业的转型发展》

2021-08-08

《建筑装饰行业周报(20210809-20210815)：供地规则或迎变化，全面看好地产链》

2021-08-15



每日免费获取报告

- 1、每日微信群内分享 3+最新重磅报告;
- 2、每日分享技能地图 2+技能地图
- 3、每周分享读书笔记

行研报告均为公开版，权利归原作者所有，分发只做内部学习。

扫一扫下方二维码或者直接微信搜索【huobancom】添加客服进群



企业数字化转型，提升工作效率，访问伙伴云官网：www.huoban.com 获取解决方案

投资主题

报告亮点

在供地规则发生变化下，市场对地产及其上下游的关注度提升，此篇报告为地产、建筑建材、轻工三个团队联合撰写，我们对产业链上下游的相关行业做出了详细的解读和展望；1) 供地规则变化将对地产产生什么影响；2) 地产行业未来展望；3) 建筑、建材、轻工作为地产上游供应商，哪些板块可能有机会？

投资逻辑

第二批集中供地规则迎来新变化，新开工的预期可以更为乐观，且可能会传导至销售端及竣工端，另外随着土地溢价率上限的下行，房企毛利率有望出现拐点，资金端也将迎来边际改善，产业链上下游均有望随之受益。

目 录

一、首批集中供地不及预期，但后续供地政策优化，行业毛利率改善可期.....	6
（一）首批集中供地回顾：土地市场成交火热，隐含毛利率低于市场预期.....	6
（二）二批集中供地分析：供地政策进一步优化，行业毛利率改善可期.....	8
1、第二批已完成供地城市各项拿地指标均明显改善，推动毛利率改善.....	8
2、集中供地政策进一步优化，后续行业毛利率改善可期.....	9
二、地产行业展望：供给端政策结构性宽松，预计 21 年销售+5%、开工-3%、竣工+19%.....	11
（一）政策展望：预计下半年需求端政策压力延续，供给端结构性宽松.....	11
（二）行业展望：预计 21 年销售+5%、开工-3%、竣工+19%.....	12
1、销售：销售表现韧性十足，预计 21 年销售面积、金额分别同比+5%、+8%.....	12
2、开工：土地成交走弱对 21 年新开工形成拖累，但预计 22H1 有所改善.....	14
3、竣工：21H1 竣工数据表现强劲，预计 21 年全年竣工同比+19.1%.....	16
三、建筑建材：全面看好地产链，三条思路看哪些个股弹性较大.....	17
1、超跌板块.....	18
2、下游客户中民营地产公司占比较高的公司.....	19
3、对建筑升级有贡献的行业.....	20
四、轻工行业：关注家居龙头集中度提升和成长性企业超跌反弹两类投资机会.....	24
（一）关注家居龙头长期成长、穿越周期，推荐欧派家居、顾家家居、敏华控股、索菲亚.....	24
（二）关注成长性家居龙头股价超跌机会，推荐：江山欧派、志邦家居、金牌厨柜.....	25
五、风险提示.....	26

图表目录

图表 1 首批集中供地城市成交溢价率（16城）	6
图表 2 首批 16 个集中供地城市成交地价房价比（16城）	7
图表 3 首批 16 个集中供地城市成交地块隐含毛利率（16城）	7
图表 4 百城商品房住宅拿地均价\销售均价（12 个月平滑）高位震荡下行	8
图表 5 百城商品房住宅月度拿地均价\销售均价	8
图表 6 2021H1 百城商品住宅成交楼面价有所提升	8
图表 7 第二批集中供地建面较第一批明显增长	9
图表 8 第二批集中供地成交溢价率明显下行	9
图表 9 第二批集中供地拿地销售均价比有所优化	9
图表 10 第二批集中供地隐含毛利率有所回升	9
图表 11 近期部委及各地政府集中供地政策变化	10
图表 12 21 年下半年政策展望	12
图表 13 全国商品房累计销售面积及同比	13
图表 14 全国商品房月度销售面积及同比	13
图表 15 20 年基数前高后低下，21 年销售面积单月同比增速回落	13
图表 16 基数走高下全国各区域销售同比快速下行	13
图表 17 全国及各区域销售面积累计同比增速	13
图表 18 百城住宅类土地成交建面单月同比	14
图表 19 百城住宅类土地成交建面累计同比	14
图表 20 2QMA 新开工滞后 2QMA 土地成交 2Q	15
图表 21 4QMA 新开工滞后 4QMA 土地成交 2Q	15
图表 22 通过 4QMA 新开工滞后 4QMA 土地成交 2Q 预测 20Q4-21Q4 新开工	16
图表 23 2016Q1-2019Q4 新开工持续强劲	16
图表 24 弱化 3QMA 新开工同比	17
图表 25 新开工同比 10Q Forward 与竣工同比	17
图表 26 2020 年至今建筑建材部分子板块 PE（ttm）走势	18
图表 27 建筑建材部分子板块 PE（ttm）年初至今变化幅度	18
图表 28 建筑建材部分子板块当前 PE（ttm）较年内最高值变化幅度	18
图表 29 相关个股 2021 预测 PE 及预测 PEG 一览（wind 一致预测）	19
图表 30 相关个股 2018-2020 年经营性现金流净额/营业收入变化情况	20
图表 31 2016-2020 新开工装配式建筑面积及增速情况	21
图表 32 2020 年装配式建筑不同类型占比	21
图表 33 防水行业相关标的 2014-2020 年营收及增速	21

图表 34 减隔震相关政策梳理及地方性强制标准梳理	22
图表 35 BIPV 相关政策梳理	23
图表 36 建筑建材重点个股 2021-2023 盈利预测及估值	23
图表 37 家居龙头过去十年中归母净利润长期增长能力突出（百万元）	24
图表 38 一线定制龙头大宗业务占比较小	25
图表 39 二季度以来龙头股价震荡回调	25
图表 40 19 年索菲亚客户中翻新需求占比约 18%	25
图表 41 龙头率先瞄准翻新市场	25
图表 42 二线成长龙头大宗业务占比较高	26
图表 43 二季度以来二线龙头股价回调幅度较大	26
图表 44 江山欧派应收账款周转率有所回升	26
图表 45 志邦、金牌净现比超过 150%	26

一、首批集中供地不及预期，但后续供地政策优化，行业毛利率改善可期

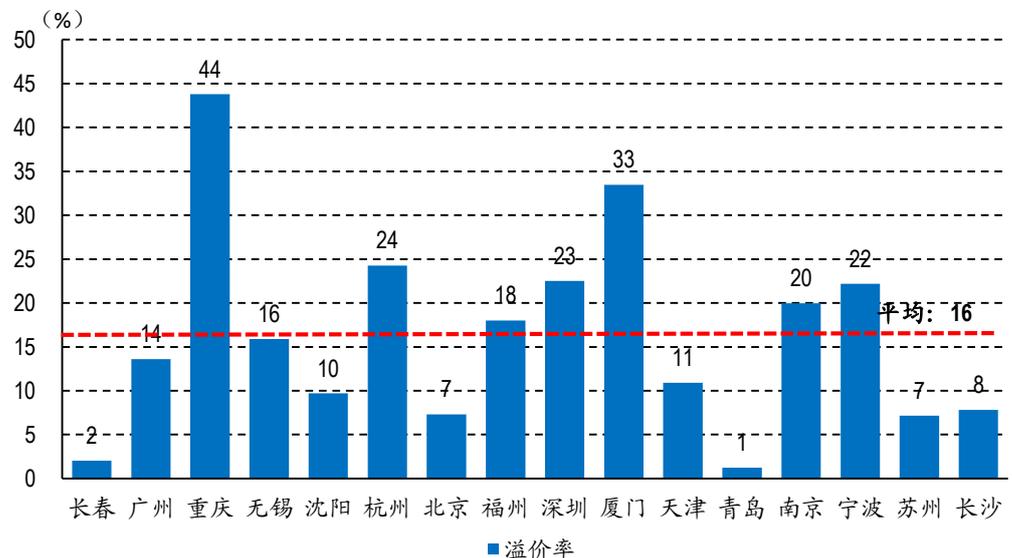
(一) 首批集中供地回顾：土地市场成交火热，隐含毛利率低于市场预期

政府推出集中供地新政的初衷在于降温土地市场，平抑地价，但在实施过程中，第一批集中供地的成交情况较大幅度低于之前市场的正面预期。具体以我们整理的重点 16 城土地成交情况来看：1) 16 城平均成交溢价率 16%，持平或略高于 5、6 月百城土地成交溢价率的 16%、11%；2) 16 城平均成交地价房价比 56%，已经接近 2018 年 3 月的历史高点地价房价比 63%；3) 16 城成交地块隐含毛利率 18%，低于 21Q1 末地产板块整体毛利率 26.8%。

从上述数据中可以看到，之前市场预期的集中供地之后行业拿地毛利率有望底部反转的预期被打破。受首批集中推进成交火热带动，4-6 月百城商品房住宅拿地均价\销售均价（数据均做出 12 个月平滑处理）分别为 57.4%、59.7%、60.2%，地价房价比逐月提升，并已接近 2018 年 3 月的最高值。

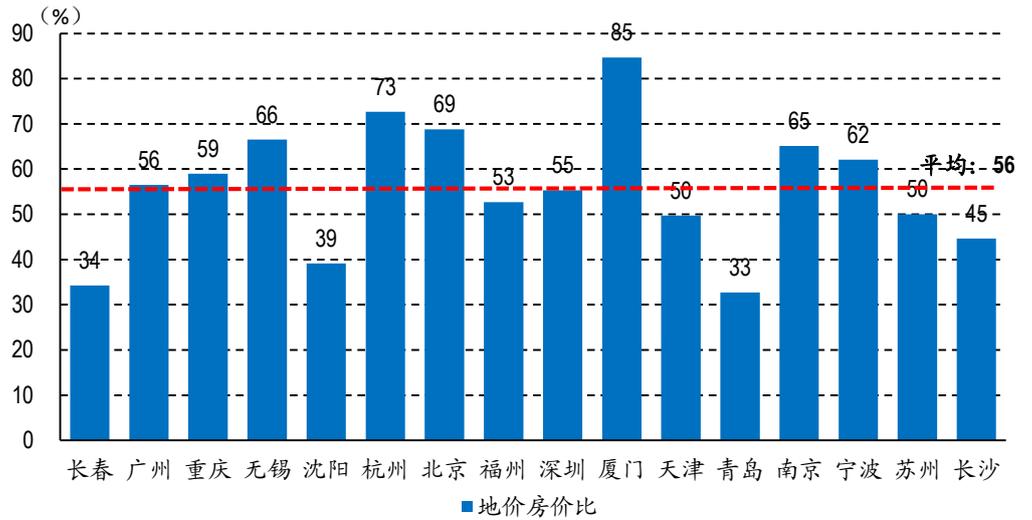
我们认为首批集中供地成交火热的原因在于：1) 因为是首次推出集中供地，之前市场有一段供地断档期；2) 因为是首次集中供地，大部分城市都是把较好的地块集中出让。3) 从 21Q1 末房企报表看，房企未售库存占比总资产持续下行至历史新低，低库存下房企补库意愿较强；4) 房企资金面一般来说上半年更为宽松，叠加年初销售表现强劲，销售回款较为充沛，综合推动房企资金面相对宽裕；5) 房企上半年拿地还可以努力实现当年推盘，在各城市公司年初销售目标任务压力下，房企拿地意愿较高。综合以上，在供给地块优质、补库需求旺盛以及资金相对宽裕推动下，首批集中供地成交火热。

图表 1 首批集中供地城市成交溢价率（16 城）



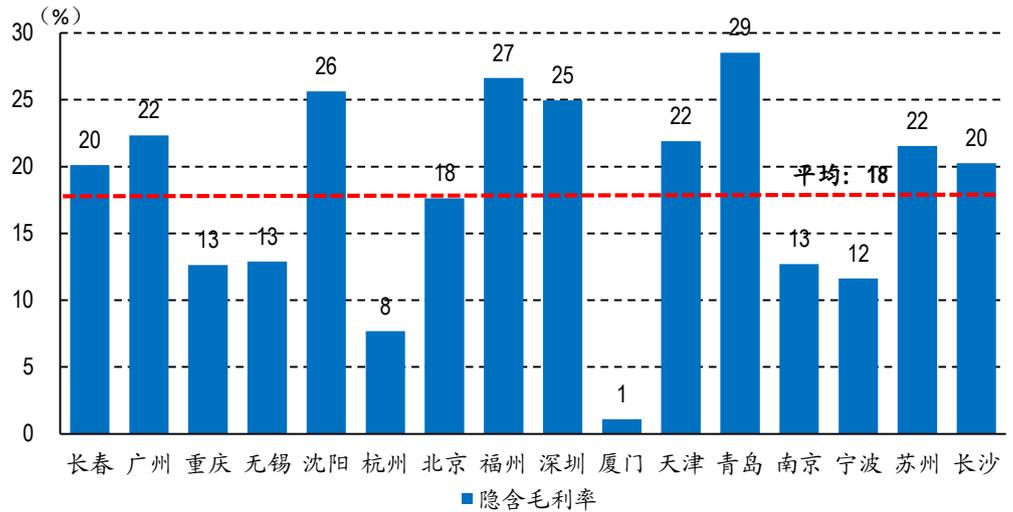
资料来源：地方政府土拍网，华创证券

图表 2 首批 16 个集中供地城市成交地价房价比（16 城）



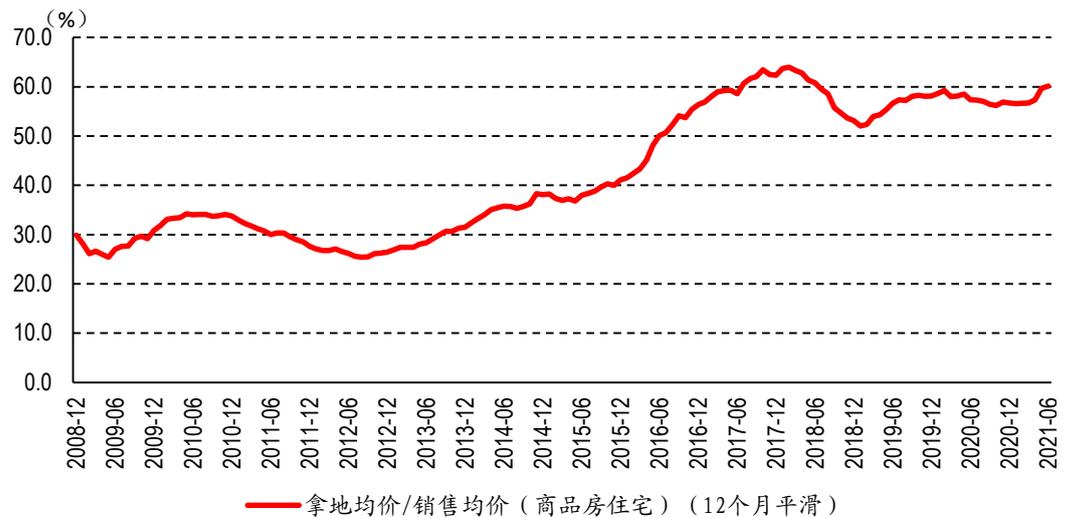
资料来源：地方政府土拍网，华创证券

图表 3 首批 16 个集中供地城市成交地块隐含毛利率（16 城）



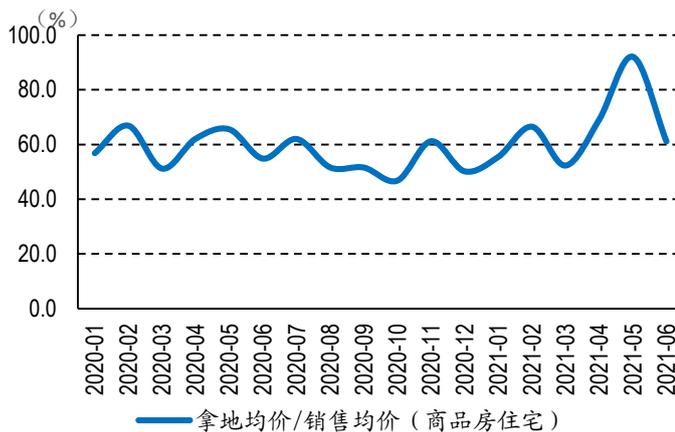
资料来源：地方政府土拍网，华创证券

图表4 百城商品房住宅拿地均价\销售均价（12个月平滑）高位震荡下行



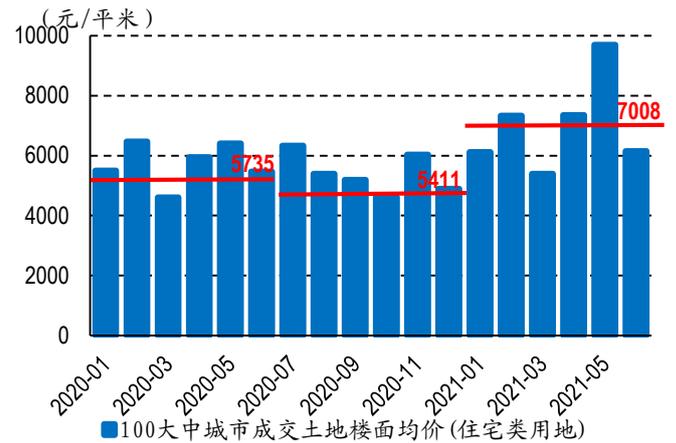
资料来源：wind，华创证券

图表5 百城商品房住宅月度拿地均价\销售均价



资料来源：wind，华创证券

图表6 2021H1百城商品住宅成交楼面价有所提升



资料来源：wind，华创证券

（二）二批集中供地分析：供地政策进一步优化，行业毛利率改善可期

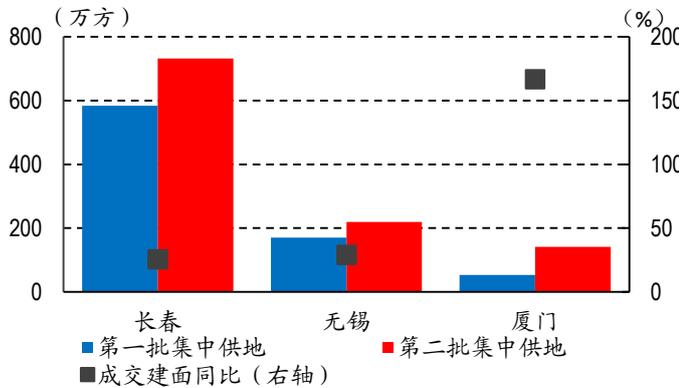
1、第二批已完成供地城市各项拿地指标均明显改善，推动毛利率改善

6月17日第二批集中供地在长春拉开序幕，到目前为止，长春、无锡、厦门已经完成第二轮集中供地，从目前上述3个城市成交情况来看，呈现出土地供给增长、溢价率下行、地价房价比下行、隐含毛利率上行四个特征。

具体数据来看，长春、无锡、厦门第二批集中供地成交建面分别为732.6万方、219.6万方、141.5万方，分别同比第一批+25.5%、+29.2%、+166.8%；成交溢价率长春、无锡、厦门分别为0.2%、4.1%、23.6%，分别较第一批-1.8pct、-11.8pct、-9.8pct；拿地均价占比销售均价长春、无锡、厦门分别为32.5%、60.2%、70.1%，分别较第一批-1.8pct、-6.3pct、-14.6pct；对应隐含毛利率长春、无锡、厦门分别为22.2%、17.4%、15.0%，分

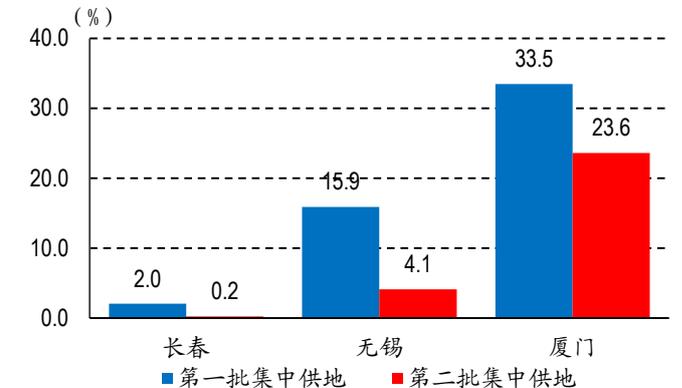
别较第一批+2.1pct、+4.5pct、+14.0pct。可以看到在上述三城第二批集中供地各项拿地指标已经有了非常明显的改善。

图表 7 第二批集中供地建面较第一批明显增长



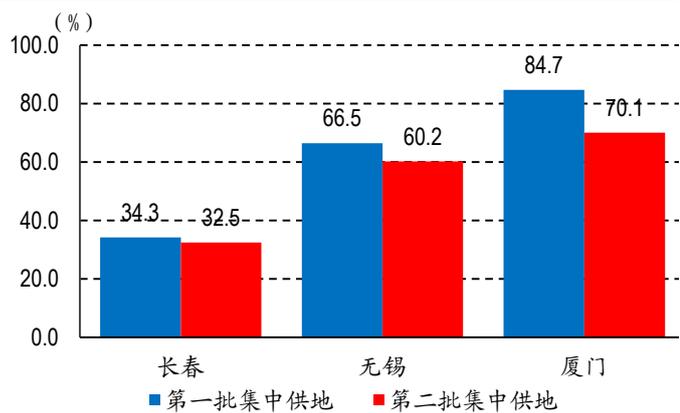
资料来源：长春、无锡、厦门土拍网，华创证券

图表 8 第二批集中供地成交溢价率明显下行



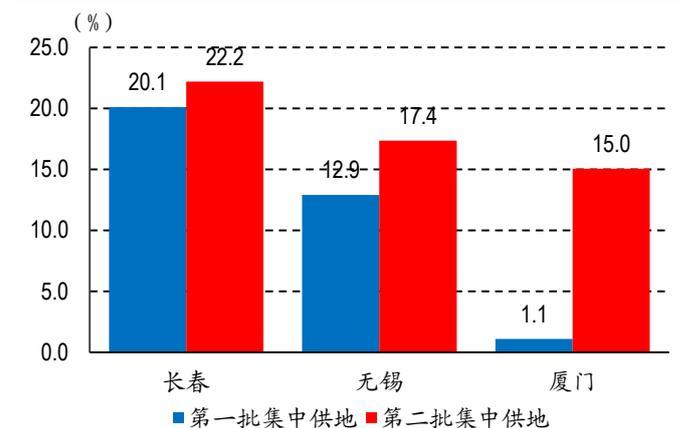
资料来源：长春、无锡、厦门土拍网，华创证券

图表 9 第二批集中供地拿地销售均价比有所优化



资料来源：长春、无锡、厦门土拍网，华创证券

图表 10 第二批集中供地隐含毛利率有所回升



资料来源：长春、无锡、厦门土拍网，华创证券

2、集中供地政策进一步优化，后续行业毛利率改善可期

继 7 月下旬中央“稳地价”表态后，长沙、深圳、天津先后延长了二次土拍时间，并且杭州、无锡等城市先后修改了土拍规则。8 月 11 日，经济观察网发文报道，自然资源部对部分集中供地试点城市作出新的要求，其中强调：1) 后续集中供地溢价率不得超过 15%，并且不允许提高起拍价降溢价率；2) 达到地价溢价率上限后，不得以竞配建等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞品质等方式确定竞得人。

同时，各土地成交热点城市开始密集调整供地政策。比如无锡要求：1) 更严格的限地价、控制溢价率；2) 出让方式降低竞租赁住房，而增加带条件出让；3) 将之前的“竞地价+竞配建”改为“竞地价+摇号”；深圳有可能下调土地出让最高限价、下调溢价率上限、将之前的“竞地价+竞配建”改为“竞地价+竞品质”；天津可能将溢价率控制在 15% 以内，将土地出让最高限价，并也改为“竞地价+摇号”。福州四城区、马尾区、

长乐区出让的 19 幅宅地最高溢价率下调至 15% 及以下，出让方式全部调整为“限地价+摇号”。

通过本轮集中供地新规可以看到，过去的限地价只是名义限地价，政府可以通过提升起拍价、加大配建比例变相提升地价，这一方面抑制房企的拿地意愿，一方面仍在推高地价和房价上涨预期；而本次供地新规强调了控制实际地价，有利于后续房企毛利率改善，也可以开始预期行业经营层面的毛利率将出现拐点。

同时值得注意的是，继 22 城试点集中供地之后，部分三四线城市如南通、徐州、柳州等城市也先后跟进，如果本次集中供地规则调整对土地市场能有效制约，预计后续集中供地新政将进一步扩围。此外，“限地价+摇号”政策预计会对龙头房企集中度提升形成负面影响，但我们判断影响程度有限，主要源于：1) 龙头房企仍具备融资优势，充分享受融资集中度提升红利；2) 部分城市已经或预计采取复合招拍挂政策，龙头房企凭借更高资质可优先获取土拍资格；3) “竞地价+竞品质”将有利于拥有绿色建筑、装配式、智慧化等建设经验的龙头房企。

预期来看，由于：1) 政策层面“稳地价”从过去的名义限地价调整到实际限地价，后续预计将进一步扩大“限地价+摇号”、“限地价+竞品质”、复合招拍挂、限制马甲等试点范围来抑制土地市场；2) 房企下半年拿地已无法实现当年开工销售；3) 在全年权益拿地金额占比权益销售金额上限为 40% 限制下，部分房企拿地资金安排受限；4) 下半年银行资金相对紧张（尤其四季度），叠加近期受贷款集中管理制度下房贷收紧影响，房企销售回款压力增大；综合来看，预计第二、三批集中供地市场成交热度将有所下行。

图表 11 近期部委及各地政府集中供地政策变化

城市/部门	出台时间	供地状态	政策变化
长沙	7月29日	延期	长沙市自然资源和规划局官网发布公告：长沙市本级第二批住宅（含商住）用地集中出让，由7月推迟至8月。
杭州	7月30日	修改规则，未开始	杭州第二批 31 宗涉宅地块集中挂牌。此次土拍杭州宣布调整土拍竞价规则：1) 提升报名门槛，采用了保证金模式报名，保证金由首批集中种地起拍价的 10% 调整为 20%；2) 本次集中出让首次推出 10 宗“竞品质”试点地块，“竞品质”试点地块全部实行现房销售，并且溢价率上限为 10%；3) 其余地块土拍的溢价率上限由之前 30% 调整为 20%；4) 出让地块达到上限价格后，由原来的“竞自持房屋”改为“竞无偿移交政策性租赁住房”；5) 针对住宅用地中规划允许配建不超过 10% 的公建部分，提出集中建设公益性配套公建、沿街布置配套商业等要求。
无锡	8月2日	修改规则，已完成出让	无锡第二次集中供地共计出让 23 宗地块。土地出让方式进行了调整：1) 限地价更严、降低溢价率上限；2) 减少竞租赁住房的出让方式；3) 增加带条件出让（比如注册资本、商业、酒店等）；4) 增加摇号环节。
深圳	8月6日	延期	深圳土地矿业权出让平台发布公告，中止 22 宗地的挂牌出让工作，已缴纳的竞买（投标）保证金将原路退回。
天津	8月10日	延期	天津市相关部门公告称，推迟 7 月 21 日发布的 61 宗国有建设用地使用权公开挂牌出让的时间。并且调整土拍规则：1) 土地达到最高限价后，以摇号方式确定竞得人；2) 调整 61 宗地块的最高限价，最高溢价率均降至不超 15%，53 块土地价格降幅超 20%；3) 竞买企业须以自有账户交纳竞买保证金，并提交资信良好的资信证明，及其股东未违规对其提供借款、转贷、担保或其他相关融资便利的资金来源承诺。
自然资源部	8月11日	集中供地政策调整	据《经济观察网》8月11日发文报道，自然资源部对部分集中供地试点城市的供地部门作出新的部署，明确要求商品住宅用地出让公告需体现四个方面：第一，参加宅地竞拍企业需具有房地产开发资质。第二，建立有效的购地审查制度，加强对房地产企业购地资金的来源审查。房地产企业参与土地竞拍和开发建设过程中，其股东不得违规对其提供借款、转贷、担保或其他融资便利。参与土地竞买的主体必须提供资金来源证明，将现行工具箱中的“建立购地资金来源审查制度”由可选项改为统一实施的政策措施。第三，单宗地溢价率不得超过 15%，绝不允许通过提高起拍价格调整溢价率，否则将严肃公开处理，严控城市楼面地价新高。第四，在达到地价或溢价率上限的时候，不得以竞配建等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞更高更优品质建设方案等方式确定竞得人。
青岛	8月11日	延期	青岛市自然资源和规划局发布公告，第二批集中出让的 100 宗地拍卖活动因故终止。

城市/部门	出台时间	供地状态	政策变化
上海	8月13日	延期	上海市土地交易事务中心发布通知称，第二批住宅用计划于8-9月集中出让公告，并于7月30日发布了信息预告。根据相关工作要求，为稳妥推进住宅用地集中出让工作，第二批将于9月集中出让。
福州	8月13日	延期	福州市自然资源和规划局发布《关于2021年第三次公开出让国有建设用地使用权的公告》的补充公告。明确福州2021年第三次公开出让国有建设用地使用权拍卖时间推迟至9月7日-9月8日举行。其中四城区、马尾区、长乐区总计19幅宅地的出让方式全部为“限地价、摇号”方式出让，地块除公告中已经明确的配建要求外，将不会再产生其他的配建。并通过对比，四城区、马尾区、长乐区出让总计19幅宅地的最高溢价率下调至15%及以下。

资料来源：各地政府官网，华创证券

二、地产行业展望：供给端政策结构性宽松，预计21年销售+5%、开工-3%、竣工+19%

（一）政策展望：预计下半年需求端政策压力延续，供给端结构性宽松

政策面来看，展望2021年下半年，我们认为需求端的政策压力仍将延续，供给端结构性宽松，融资端有边际改善预期。

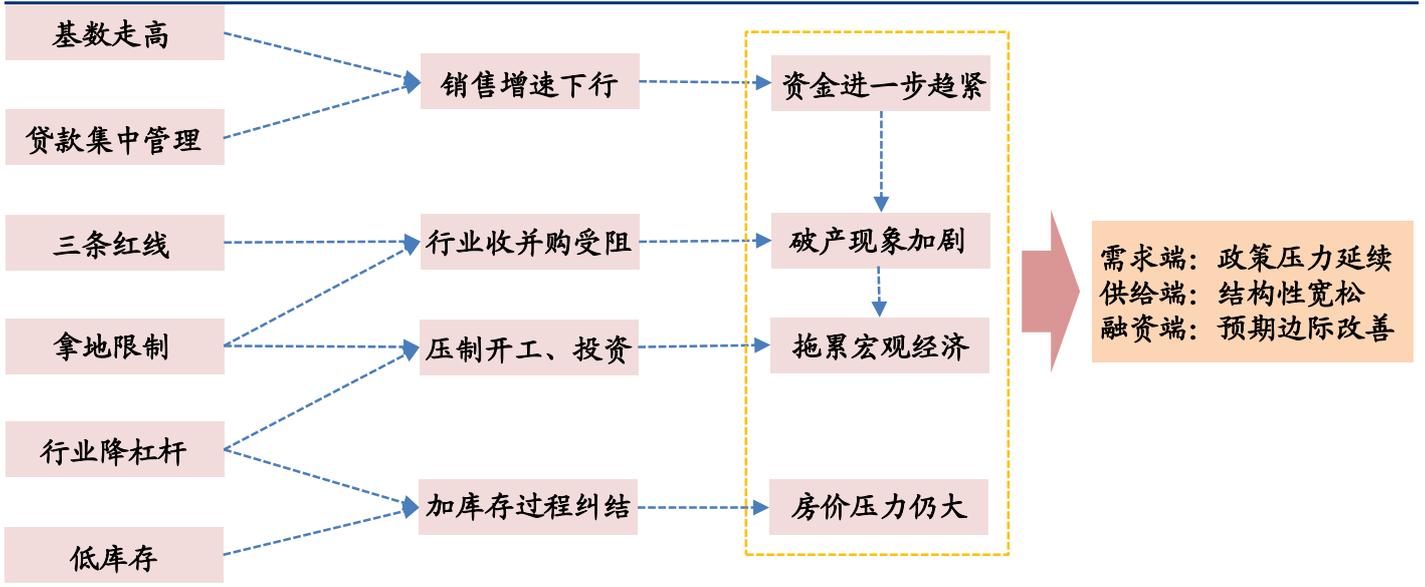
销售端，伴随下半年基数逐步抬高，以及在贷款集中管理制度严格执行下房贷额度收紧，预计下半年销售增速将持续回落。6月50家主流房企单月销售同比增速由正转负，考虑到主流50家房企和全国销售同比数据保持较强一致性，下半年统计局口径的全国销售面积单月同比有相当大概率转负。

拿地端，受行业降杠杆以及房企权益拿地金额不得超过权益销售金额40%的刚性限制，将对后续新开工、开发投资形成一定程度压制。并且销售增速预期下行也将对回款形成一定拖累，进一步加剧房企资金紧张。在销售增速转负、资金紧张延续下，预计下半年拿地、开工、开发投资均有一定压力，并进而对宏观经济形成一定拖累程度。

库存端，目前行业仍处于低库存周期，虽然融资新规的初衷是降低行业风险，但与之伴随的是行业、企业降杠杆，这必然会导致行业库存降低。综合来看，预计本轮加库存周期进一步延长，并且加库存过程较为纠结。在行业低库存、需求仍较乐观下，房价上行压力仍大，这也意味着需求端的政策压力仍将延续。

此外，受三条红线及拿地限制制约，公司层面的收并购受阻，或将导致房企破产现象进一步加剧。综合考虑到销售转负预期、开工及投资压力、行业破产现象加剧等对经济的负面影响，预计下半年供给端政策有望结构性宽松、融资端政策有边际改善预期。

图表 12 21 年下半年政策展望



资料来源：华创证券

(二) 行业展望：预计 21 年销售+5%、开工-3%、竣工+19%

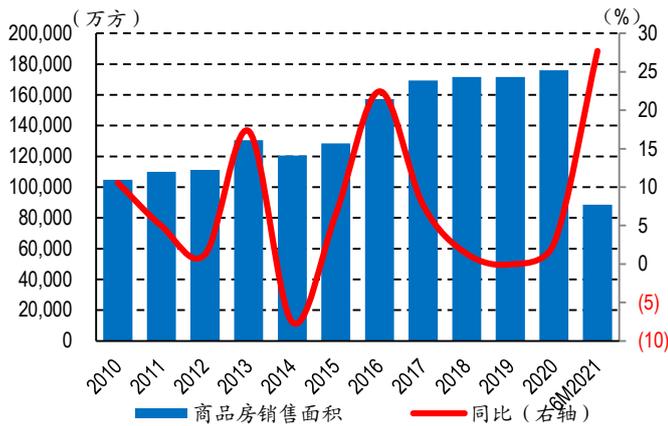
1、销售：销售表现韧性十足，预计 21 年销售面积、金额分别同比+5%、+8%

2021 年上半年全国商品房销售面积和销售金额分别为 8.9 亿平、9.3 万亿，分别同比+27.7%、+38.9%，剔除去年同期疫情因素导致的低基数影响，销售面积和销售金额分别较 2019 年同期+17.0%、+31.4%，双双创历史新高，表现超预期靓丽。但从单月数据来看，2-6 月商品房销售同比分别为+104.9%、+38.1%、+19.2%、+9.2%、+7.5%，单月销售同比高位回落，主要源于去年同期基数逐步走高以及二季度以来房贷额度收紧对销售有所拖累。从结构来看，6 月东部区域销售增速回落较快，中部区域仍保持两位数增长，且涨幅略有扩大，西部和东北区域连续三个月保持个位数增长。

展望全年，考虑到：1) 融资新规下房企积极推盘销售促回款改善报表意愿仍较强；2) 贷款新规下按揭额度收紧对需求产生负面影响；3) 大周期角度行业已经处于需求周期顶部区域；4) 上半年销售表现靓丽，并创历史新高，对全年销售表现形成支撑；5) 下半年基数逐步抬高下，单月销售同比涨幅预计持续收窄并由正转负。综合之下，预计 2021 年全年销售偏强仍将延续，我们预计全年销售面积和销售金额分别+5%、+8%。

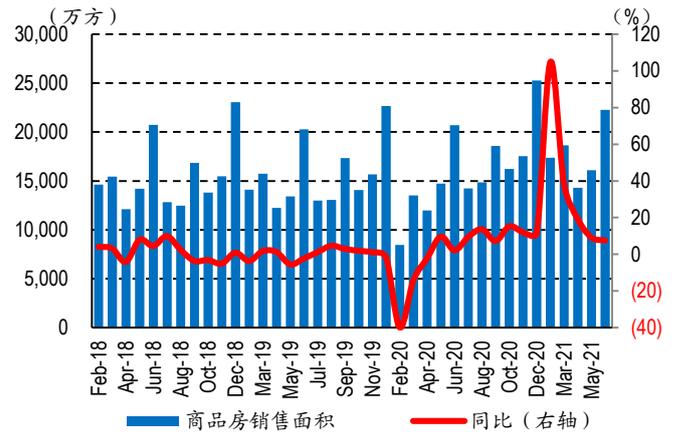
中期来看，考虑到集中供地政策调整将对房企拿地形成正向推动，由于新开工滞后于拿地通常 6 个月左右，预计 2021 年下半年的拿地边际改善或将对 2022 年上半年的开工、推盘及后续销售形成正向拉动。

图表 13 全国商品房累计销售面积及同比



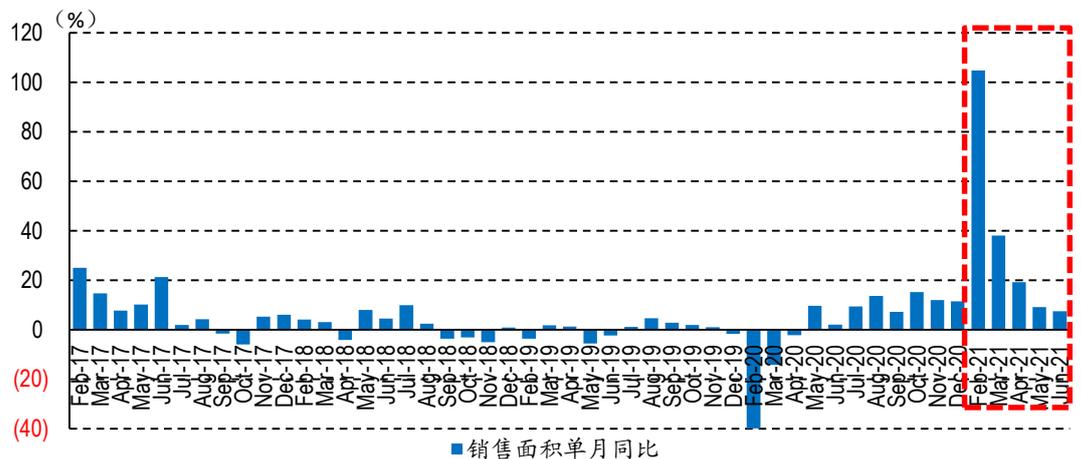
资料来源：统计局，华创证券

图表 14 全国商品房月度销售面积及同比



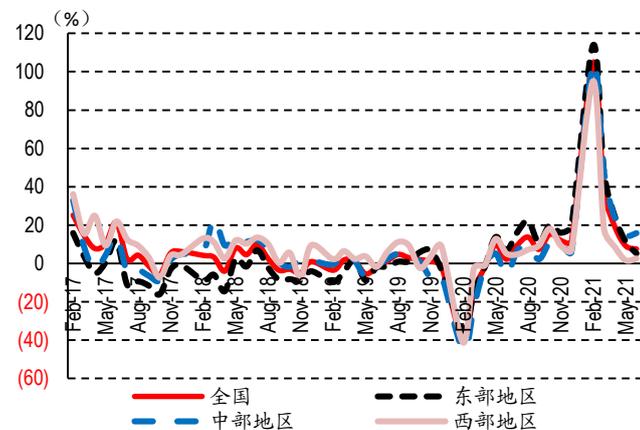
资料来源：统计局，华创证券

图表 15 20 年基数前高后低下，21 年销售面积单月同比增速回落



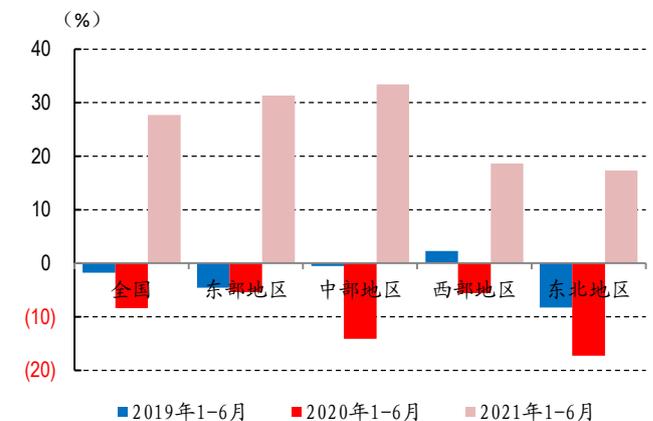
资料来源：统计局，华创证券

图表 16 基数走高下全国各区域销售同比快速下行



资料来源：统计局，华创证券

图表 17 全国及各区域销售面积累计同比增速



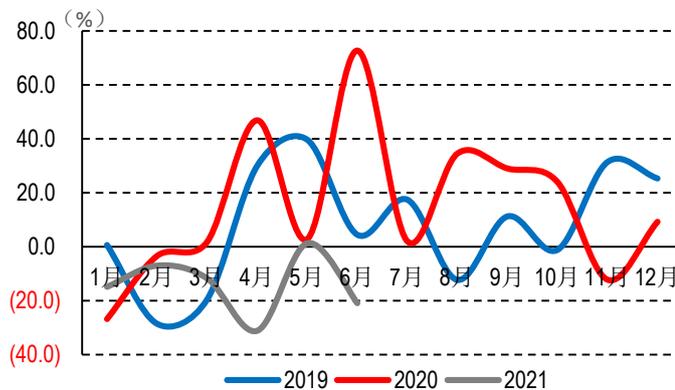
资料来源：统计局，华创证券

2、开工：土地成交走弱对 21 年新开工形成拖累，但预计 22H1 有所改善

从拿地到新开工的关系来看，一般新开工滞后于拿地 6 个月左右。反映到数据上，2017 年之前，统计局口径房屋新开工单月同比增速滞后于百城住宅类土地成交面积（拿地）单月同比增速约 6 个月。但在 2017 年年初之后，新开工增速滞后于拿地增速有所延长，其背后原因源于限价、资金收紧等因素，导致拿地到开工的时间有所延长。所以当期开工不仅要追溯到 6 个月之前的拿地，更可能要追溯到 12 个月之前的拿地。此外，考虑到拿地项目大小差异，比如较大项目需要分期开工，导致整体拿地对开工的传导有所延后。综合之下，拿地到开工的传导关系，用移动平均数据来表现更为恰当。我们将拿地开工分别做 2 个季度和 4 个季度的移动平均，发现通过拿地估算的新开工与实际新开工较为拟合。

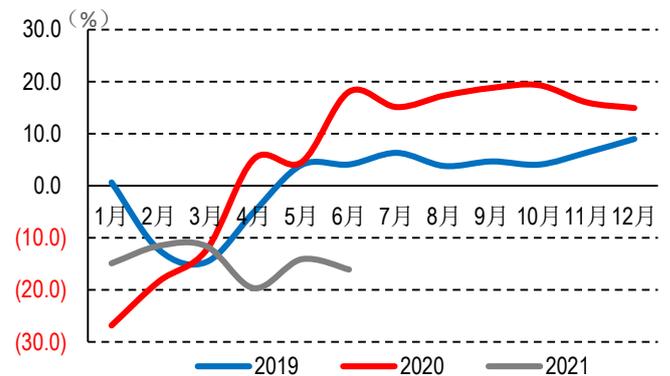
据百城土地成交数据显示，2020Q4、21Q1、21Q2 住宅类土地成交面积同比分别 +6.8%、-11.6%、-18.1%，分别较上年同期-12.6pct、+0.7pct、57.4pct，土地成交明显走弱，主要源于三条红线限制以及行业融资收紧影响。考虑到经济不确定性增加下保投资诉求增强、低库存下强调扩大一二线城市土地供给以及第二批集中供地规则调整，预计后续拿地或呈低位有所修复趋势。考虑到拿地到开工传导关系的平滑，并通过 2QMA 新开工面积滞后 2QMA 土地成交面积 2Q 的方式，预计 21Q3-22Q2 新开工面积单季度同比分别为-7.0%、-10.0%、-6.0%、-5.0%。

图表 18 百城住宅类土地成交建面单月同比



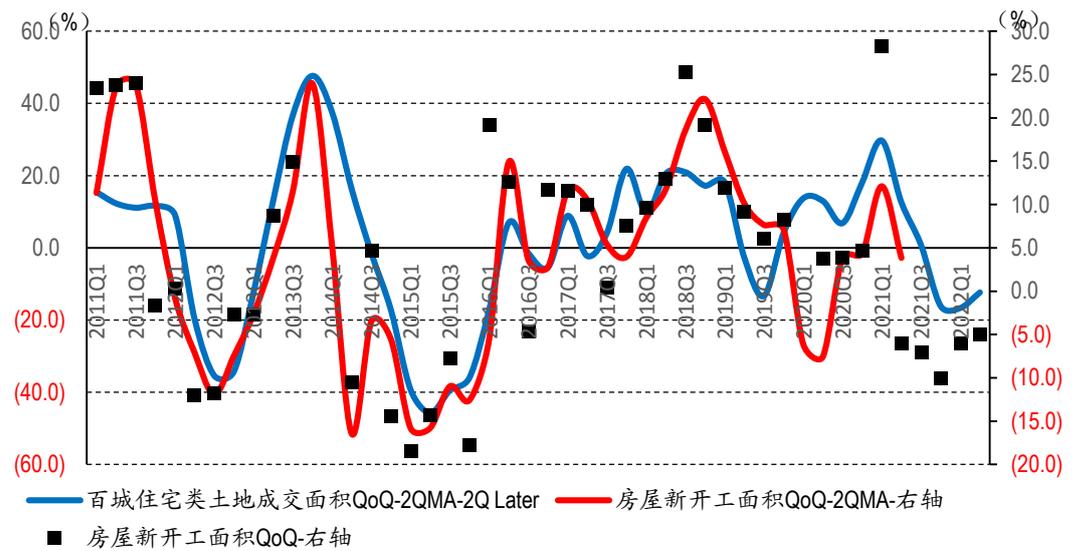
资料来源：Wind，华创证券

图表 19 百城住宅类土地成交建面累计同比



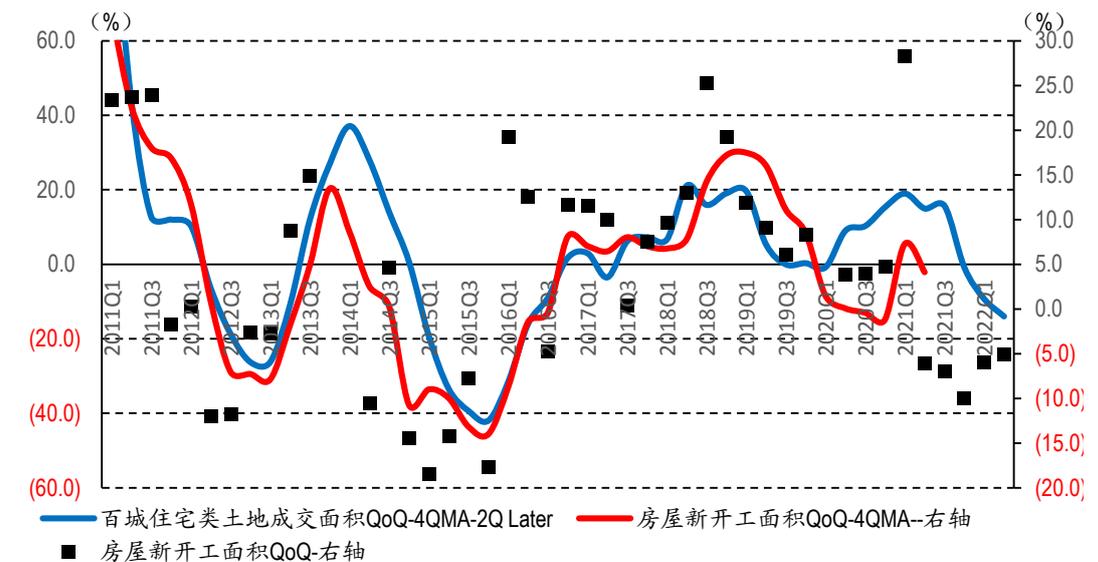
资料来源：Wind，华创证券

图表 20 2QMA 新开工滞后 2QMA 土地成交 2Q



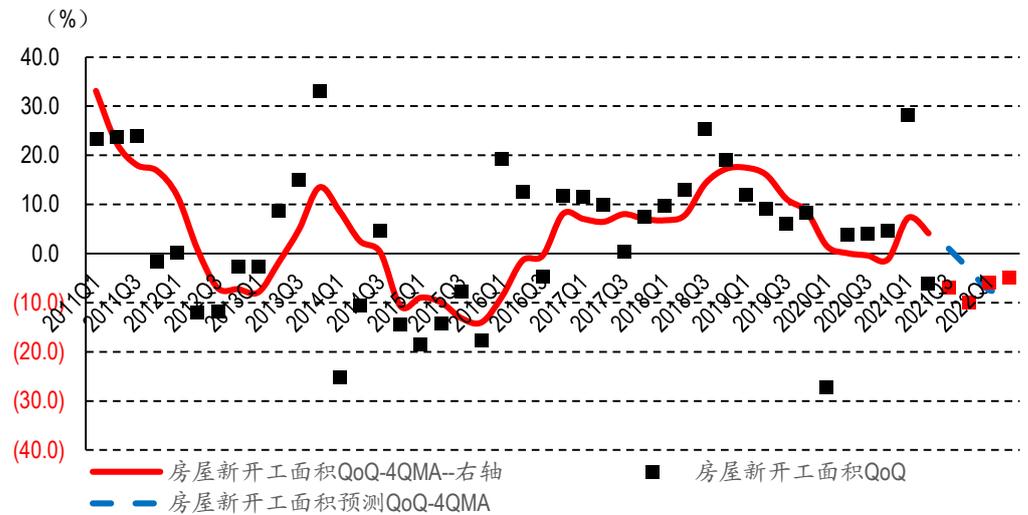
资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

图表 21 4QMA 新开工滞后 4QMA 土地成交 2Q



资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

图表 22 通过 4QMA 新开工滞后 4QMA 土地成交 2Q 预测 20Q4-21Q4 新开工



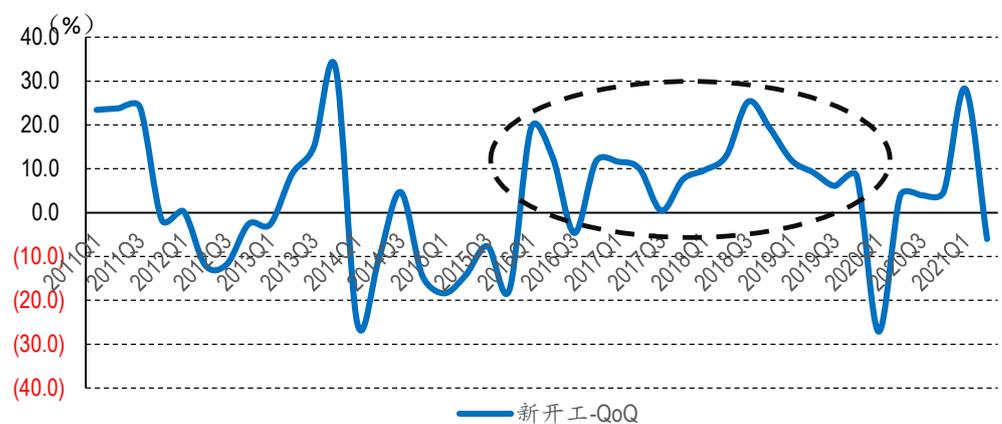
资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

3、竣工：21H1 竣工数据表现强劲，预计 21 年全年竣工同比+19.1%

从统计局数据来看，商品房竣工同比大约滞后于商品房新开工同比 10 个季度，这也符合通常项目从开工预售到竣工交付大约两年半左右周期。2016 年以来，新开工持续保持强劲，逻辑上应该推动 2018 年下半年竣工趋势性向好，但实际上 2018Q3-2019Q2 以及 2020Q1-2020Q3 这两个时间段竣工同比表现较弱，我们认为，前者更多源于精装修比例的逐步提升、棚改缩量 and 资管新规导致资金受限拖慢竣工进度，后者更多源于疫情影响下竣工进度有所延后。

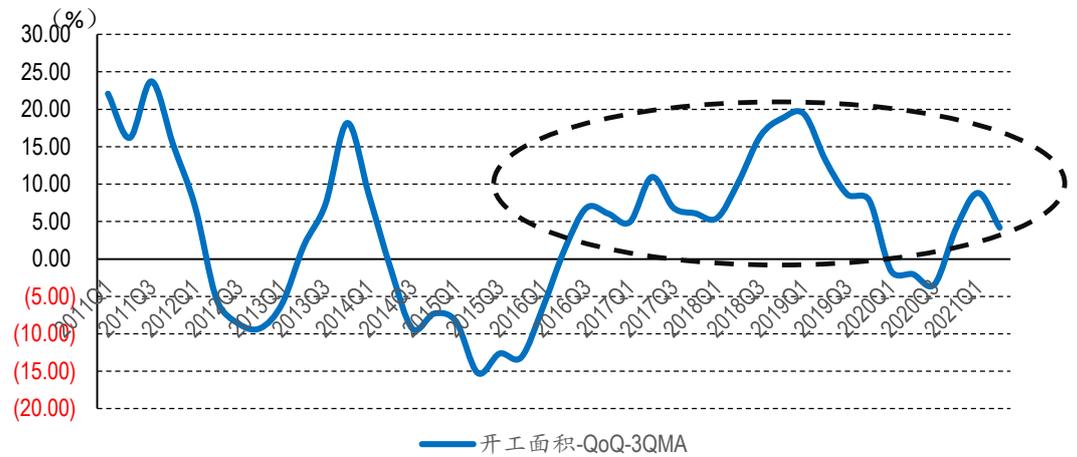
2020Q4 以来，竣工增速出现了快速修复，这主要源于：1) 竣工进度虽然受疫情因素影响有所放慢，但它只会延后，不会消失；2) 三条红线下，房企通过加快竣工结转增厚净资产以达到降杠杆目的的诉求增强。综合以上，我们继续维持后续竣工趋势性向好的判断，预计 2021Q3-2022Q2 竣工面积单季度同比分别为+20%、+15%、+10%、+10%。

图表 23 2016Q1-2019Q4 新开工持续强劲



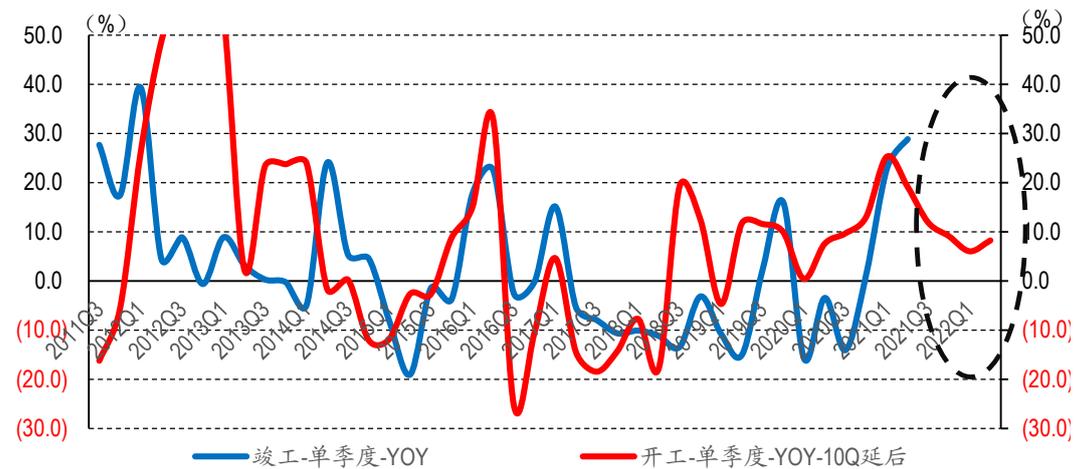
资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

图表 24 弱化 3QMA 新开工同比



资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

图表 25 新开工同比 10Q Forward 与竣工同比



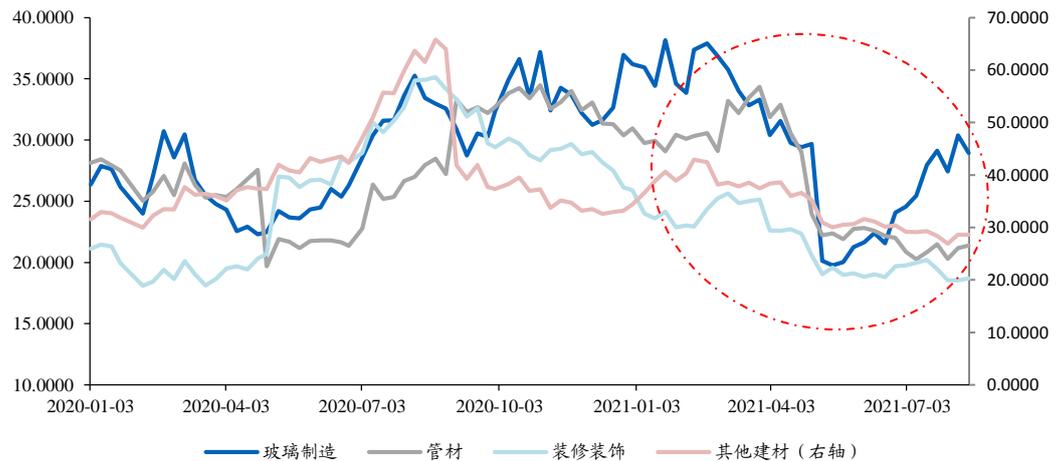
资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

三、建筑建材：全面看好地产链，三条思路看哪些个股弹性较大

2021Q2 以来，建筑建材部分子板块估值持续下行，我们整理了玻璃、管材、装饰、其他建材（消费建材为主）几个与地产相关性较高的子行业的估值走势，发现年初至今，几个子行业的 PE (ttm) 下行幅度均在 16%~30% 之间，而与年内最高点相比，下滑幅度均在 24% 以上，其中管材下降最多，为 38%，其次是其他建材，为 33%。

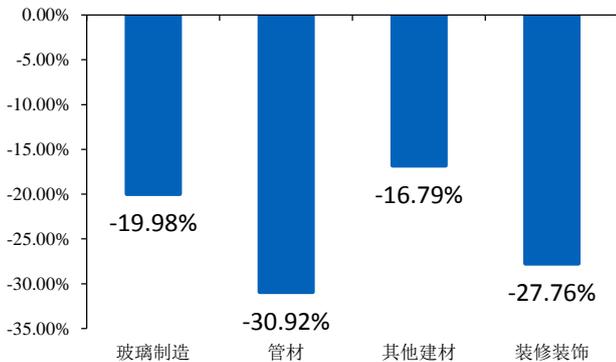
我们认为板块估值下行主要是两方面因素影响：1) 地产资金偏紧，且新开工情况同比仍为下降趋势，引发了市场对相关板块的担忧，短期是对回款情况的担忧，长期则是对新开工下降传导至销售端及竣工端的担忧；2) 大宗商品价格的持续上涨对企业的生产成本造成了较大压力，且由于几个子板块的公司下游客户以地产为主，向下传导成本压力较为困难，除玻璃外其他利润率均有下滑，这也解释了为什么近期仅玻璃一个子行业估值上行。

图表 26 2020 年至今建筑建材部分子板块 PE (ttm) 走势



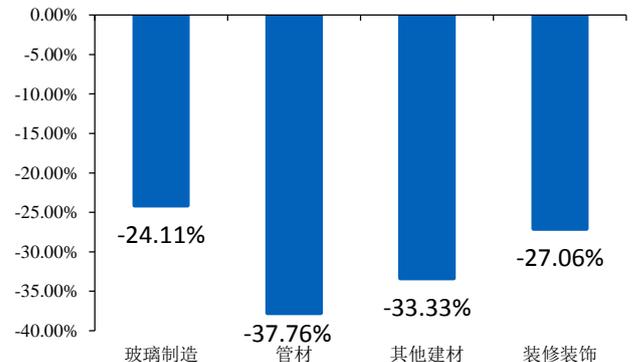
资料来源: wind, 华创证券

图表 27 建筑建材部分子板块 PE (ttm) 年初至今变化幅度



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 建筑建材部分子板块当前 PE (ttm) 较年内最高值变化幅度



资料来源: wind, 华创证券

板块已至拐点, 三条思路看哪类企业弹性较大:

1、超跌板块

多数地产链相关公司 PEG 已跌至 0.5 以下, 地产边际宽松或将带来估值修复。我们统计了与地产相关性较高的 27 家上市公司 (装饰 12 家+玻璃 3 家+消费建材 12 家) 的 2021 预测 PE 及预测 PEG 情况, 发现当前 2021PE 低于 20x 的已有 21 家, 最低的南玻 B、帝欧家居、金螳螂、永高股份已不足 7x, 超半数的公司 PEG 已跌至 0.5 以下。我们认为部分公司的估值下跌受资金面的影响较大, 尤其以竣工端的公司表现最为明显, 如装饰、板材、瓷砖等, 但公司本身的基本面变化并不大, 在地产资金边际宽松的情况下, 前期超跌的企业或迎来更明显的估值修复。

图表 29 相关个股 2021 预测 PE 及预测 PEG 一览 (wind 一致预测)

	2021预测PE<10		10<2021预测PE<20		
	2021预测PE	2021预测PEG	2021预测PE	2021预测PEG	
200012.SZ 南玻B	3.34	0.16	002043.SZ 兔宝宝	10.66	0.44
002798.SZ 帝欧家居	5.37	0.22	000012.SZ 南玻A	11.11	0.52
002081.SZ 金螳螂	5.91	0.41	002713.SZ 东易日盛	11.13	1.19
002641.SZ 永高股份	6.97	0.36	603466.SH 风语筑	11.20	0.43
601886.SH 江河集团	8.16	0.52	601636.SH 旗滨集团	11.45	0.88
002822.SZ 中装建设	8.28	0.28	002620.SZ 瑞和股份	11.69	0.41
600586.SH 金晶科技	8.51	0.35	002918.SZ 蒙娜丽莎	12.07	0.41
603030.SH 全筑股份	9.54	0.30	003012.SZ 东鹏控股	12.31	0.46
			002989.SZ 中天精装	12.32	0.43
			300737.SZ 科顺股份	12.47	0.40
			000786.SZ 北新建材	13.53	0.72
			002482.SZ 广田集团	14.57	2.01
			300715.SZ 凯伦股份	14.96	0.33
			002375.SZ 亚厦股份	15.64	0.68

资料来源: wind, 华创证券 (交易日为 2021 年 8 月 13 日)

2、下游客户中民营地产公司占比较高的公司

我们认为, 民营地产公司在过去几年地产调控下受影响相对更大一些, 因此, 从客户角度看, 下游客户中民营地产公司占比更高的建筑建材公司其现金流和业绩改善的弹性也会更大一些。但由于很难量化企业的收入中有多少是来自民营地产公司, 故我们以“经营性现金流净额/营业收入”为主要指标, 横纵向对比来看相关公司的现金流情况, 一方面是绝对值相对较低的公司, 意味着其回款能力相对较弱, 另一方面是近两年占比下降较多的公司, 意味着可能其主要客户受地产调控的影响更大。从最终的数据结果来看, 装修企业的绝对值水平普遍较低, 这可能与更靠近竣工端以及市场格局更分散有关, 建材企业中, 凯伦股份的绝对值较低, 近两年现金流均为负值; 纵向对比来看, 建艺集团、北新建材、风语筑、中天精装、三棵树、凯伦股份占比下降较多, 2020 年较 2018 年占比下滑幅度均在 1.5% 以上, 另外, 洪涛股份、帝欧家居、金螳螂也均呈下降趋势。

图表 30 相关个股 2018-2020 年经营性现金流净额/营业收入变化情况

		经营性现金流净额/营业收入（%，根据2020年比例从低至高排序）			
		2018	2019	2020	2020占比-2018占比
002789.SZ	建艺集团	2.11	13.27	-15.04	-17.15
300715.SZ	凯伦股份	-3.89	-3.99	-5.55	-1.66
002822.SZ	中装建设	-5.92	1.36	-5.41	0.51
002620.SZ	瑞和股份	-6.85	-1.2	-2.09	4.76
002325.SZ	洪涛股份	0.91	2.71	-0.41	-1.32
002798.SZ	帝欧家居	1.41	4.82	0.47	-0.94
002989.SZ	中天精装	7.05	7.34	2.75	-4.3
002482.SZ	广田集团	3.12	-7.64	4.92	1.8
002375.SZ	亚厦股份	-1.39	3.97	5.14	6.53
603030.SH	全筑股份	2.95	3.48	5.48	2.53
603737.SH	三棵树	7.44	6.7	5.58	-1.86
002081.SZ	金螳螂	6.57	5.69	5.69	-0.88
002713.SZ	东易日盛	4.87	2.75	6.03	1.16
002791.SZ	坚朗五金	0.83	11.77	7.43	6.6
300737.SZ	科顺股份	-6.41	3.76	8.85	15.26
603466.SH	风语筑	15.44	12.45	9.72	-5.72
000786.SZ	北新建材	22.15	14.9	10.94	-11.21
002918.SZ	蒙娜丽莎	8.58	24.21	11.84	3.26
601886.SH	江河集团	8.78	5.27	11.97	3.19
002043.SZ	兔宝宝	6.99	15.06	12.57	5.58
002641.SZ	永高股份	7.79	13.66	15.15	7.36
600586.SH	金晶科技	12.05	12.94	15.44	3.39
002271.SZ	东方雨虹	7.22	8.75	18.19	10.97
003012.SZ	东鹏控股	10.3	13.93	18.67	8.37
000012.SZ	南玻A	20.08	22.72	25.59	5.51
200012.SZ	南玻B	20.08	22.72	25.59	5.51
002372.SZ	伟星新材	20.94	19.18	26.37	5.43
601636.SH	旗滨集团	24.66	21.68	32.33	7.67

资料来源：wind、华创证券

3、对建筑升级有贡献的行业

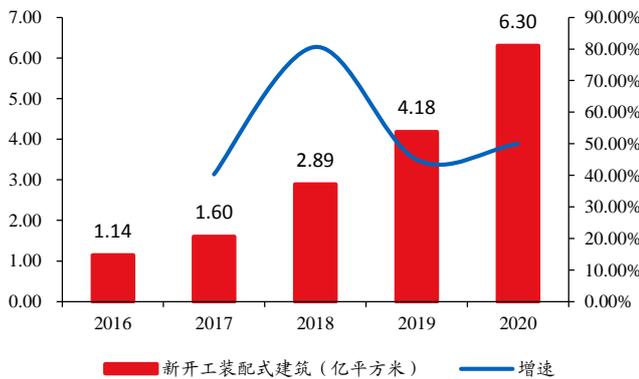
前两条思路中，我们主要是从企业经营质量的角度出发，讨论地产资金边际宽松对上游企业带来的估值、现金流及业绩的改善，需求端的变化相对较小。而除此之外，我们认为第三条思路，即建筑升级带来的市场变化则可以看得更为长远。

在过去地产行业高速发展的十几年中，建筑产品的品质并未得到足够的重视，而近几年由于资金偏紧，许多地产公司在品质提升方面又显得“心有余而力不足”，建筑业长期存在的环境污染、依赖人工、低质低效等问题并未出现明显改善。我们认为，由于土地招拍挂的溢价率上限降低，未来可能更多的竞争会体现在建筑产品的设计方案中，如何提高建筑质量可能会越来越多的被纳入投标标准。在这样的变化下，我们认为相关行业或将会迎来两方面的利好，一方面是需求增加，产品的质量与数量均将有所改善，行业增速可以更为乐观；另一方面是供给格局改善，在地产三道红线严控、地产公司集采、以及品质提升的趋势下，头部企业或将更趋向集中。

我们将建筑升级进一步细分为三个方面：

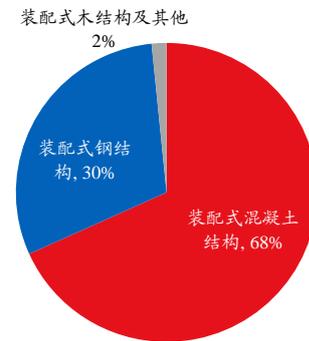
① **建造方式升级---装配式**: 装配式建筑是指一种在工厂预制构件、在现场连接安装的建造方式, 区别于传统建筑模式, 装配式大大减少了人工作业和现场湿法作业, 且融合了大量数字化技术, 符合建筑业产业现代化、智能化、绿色化的发展方向。2020 年我国新开工装配式建筑面积 6.3 亿平方米, 同比增长 50%, 占新增建筑面积比例约为 20.5%, 超额完成了《“十三五”装配式建筑行动方案》中提出的“到 2020 年, 全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上”的工作目标。根据主体结构的不同, 装配式建筑可以分为钢结构、混凝土结构、木结构及其他三种, 2020 年三种结构占比各为 68%、30%、2%。相较于传统建筑, 装配式建筑在建筑品质、施工工期、节能环保等方面都具有难以比拟的优势, 而目前推广上的最大难点之一——建设成本——也有望在产业链形成系统化、规模化生产后顺利解决。

图表 31 2016-2020 新开工装配式建筑面积及增速情况



资料来源: 住建部, 华创证券

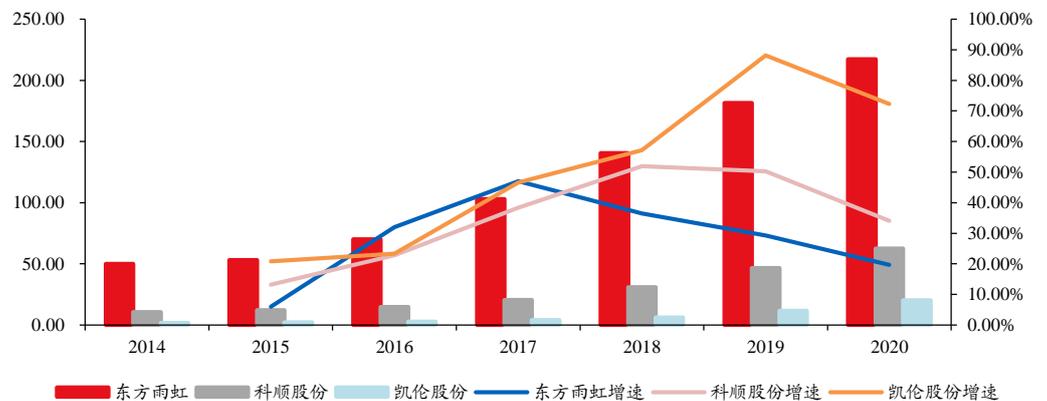
图表 32 2020 年装配式建筑不同类型占比



资料来源: 住建部, 华创证券

② **建筑质量升级---防水、减隔震等**: 防水为建筑工程中重要的隐蔽性材料之一, 2015 年之前行业格局都极为分散, 且非标产品占比较高, 行业长期存在“劣币驱逐良币”的现象, 近几年在地产集采的背景下有所改善, 但 CR3 仍不足 20%。2019 年住建部发布《住宅项目规范(征求意见稿)》, 提出“屋面防水设计年限不低于 20 年, 卫生间防水设计年限不低于 15 年, 地下工程防水不低于建筑结构设计年限(>=50 年)”, 而现行的标准则要求“屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏, 为 5 年”。我们认为质保期的延长将降低 B 端客户对价格的敏感度, 进一步推动行业品牌化发展, 头部企业有望再次集中。

图表 33 防水行业相关标的 2014-2020 年营收及增速



资料来源: wind, 华创证券

减隔震是建筑隔震和建筑减震的简称，减隔震技术在国内的应用水平较低，仅在部分高烈度地区或部分公共建筑（学校医院等）等方面有强制要求，多数建筑的减震仍是通过增加建筑材料使用的传统方式来实现，但这种传统方式不仅可能会造成对结构构件的损坏，同时构件过大还可能会影响使用空间、增加成本。近期国务院正式发布《建筑工程抗震管理条例》，文件指出“新建、扩建、改建建设工程，应当符合抗震设防强制性标准”以及“位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等建筑应当按照国家有关规定采用隔震减震等技术”，同时还将“规范已建成建设工程的抗震鉴定、加固和维护”，新建建筑及存量建筑的减隔震应用均有望迎来将来较大发展空间。

图表 34 减隔震相关政策梳理及地方性强制标准梳理

	时间	部门	文件名称	重点内容
国家相关政策	2006年2月	国务院	《房屋建筑工程抗震设防管理规定》	国家鼓励采用先进的科学技术进行房屋建筑工程的抗震设防；新建、扩建、改建的房屋建筑工程，应当按照国家有关规定和工程建设强制性标准进行抗震设防。
	2009年4月	国务院	《全国中小学校舍安全工程实施方案》	对地震重点监视防御区、七度以上地震高烈度区、洪涝灾害易发地区、山体滑坡和泥石流等地质灾害易发地区的各级各类城乡中小学校存在安全隐患的校舍进行抗震加固、迁移避险，提高综合防灾能力。
	2014年2月	住建部	《关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》	位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区或地震灾后重建阶段的新建3层（含3层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑，应优先采用减隔震技术进行设计。
	2016年11月	住建部	《城乡建设抗震防灾“十三五”规划》	城镇新建房屋建筑和市政基础设施工程全面设防，乡村自建农房落实抗震措施。高烈度设防区和灾后重建地区新建学校、医院建筑采用减隔震技术比例达到20%。
	2021年7月	国务院	《建设工程抗震管理条例》	新建、扩建、改建建设工程，应当符合抗震设防强制性标准；位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等建筑应当按照国家有关规定采用隔震减震等技术。
地方性强制标准	2014年3月	四川省住建厅	《关于转发〈住房城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）〉的通知》	以及地震重点监视防御区或地震灾后重建阶段的新建3层（含3层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑，应优先采用减隔震技术进行设计。
	2014年5月	海南省住建厅	《关于转发〈住房城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）〉的通知》	各勘察设计单位在承接8度区内新建3层（含3层）以上的学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑设计项目时，应严格按通知要求优先采用减隔震技术进行设计。
	2014年6月	甘肃省住建厅	《关于转发〈住房城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）〉及进一步做好我省减隔震技术推广应用工作的通知》	对我省位于抗震设防烈度8度及以上的地震高烈度地区及地震灾后重建的4至12层学校教学楼、学生宿舍、医院医疗用房、幼儿园等人员密集公共建筑，要求必须采用基础隔震技术进行设计
	2014年7月	新疆自治区住建厅	《关于加快推进自治区减隔震技术应用的通知》	自2016年起，全疆范围内抗震设防烈度8度（含8度）以上的地区，凡具备条件的房屋建筑工程和城镇市政公用设施等生命线工程均采用减隔震技术。
	2014年7月	山西省住建厅	《关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知》	抗震设防烈度8度区、地震重点危险区学校和幼儿园的新建教学用房、学生宿舍、食堂以及医院的新建医疗建筑，必须采用减隔震技术。
	2015年12月	江苏省住建厅	《关于在房屋建筑工程中进一步推广应用减隔震技术的通知》	位于抗震设防烈度8度（含8度）以上地震高烈度地区、地震重点监视防御区的新建3层（含3层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集的公共建筑，应优先采用减隔震技术进行设计。
	2016年8月	云南省人民政府	《云南省隔震减震建筑工程	抗震设防烈度7度以上区域内三层以上、且单体建筑面积1000平方

时间	部门	文件名称	重点内容
	府	促进规定》	米以上的学校、幼儿园校舍和医院医疗用房建筑工程应当采用隔震减震技术。
2019年9月	山东省住建厅	《关于进一步推广应用建筑工程隔震技术的通知》	位于抗震设防烈度8度(含8度)以上地震高烈度区、地震重点监视防御区的新建3层(含3层)以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑,应优先采用减隔震技术。

资料来源: 国务院、住建部等官网, 华创证券

- ③ **建筑功能升级--- BIPV**: 光伏建筑是“碳中和”背景下绿色建筑发展的主要形式之一, 相比于通过支架将光伏组件与建筑物相连接的BAPV, BIPV直接将光伏组件作为建筑的一部分, 承担发电功能的同时也具备建筑材料的属性。BIPV具有简洁美观、使用寿命长、施工效率高、运营维护成本低等优势, 成为近几年来建筑行业的发展热点, 各省份相继出台财政补贴等相关政策推动行业发展, 部分钢结构企业有望借助自身的工程承包优势切入该领域。

图表 35 BIPV 相关政策梳理

时间	部门	政策	具体内容
2014年9月	国家能源局	《关于进一步落实分布式光伏发电有关政策的通知》	充分利用具备条件的建筑屋顶(含附属空闲场地)资源, 鼓励屋顶面积大、用电负荷大、电网供电价格高的开发区和大型工商企业率先开展光伏发电应用; 对屋顶面积达到一定规模且适宜光伏发电应用的新建和改扩建建筑物, 应要求同步安装光伏发电设施或预留安装条件。
2016年2月	国务院	《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》	推广建筑节能技术。提高建筑节能标准, 推广绿色建筑和建材。支持和鼓励各地结合自然气候特点, 推广应用太阳能发电等新能源技术, 发展被动式房屋等绿色节能建筑。完善绿色节能建筑和建材评价体系, 制定分布式能源建筑应用标准。分类制定建筑全生命周期能源消耗标准定额。
2020年7月	住建部、发改委等7部门	《关于印发绿色建筑创建行动方案的通知》	到2022年, 当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到70%, 星级绿色建筑持续增加, 既有建筑能效水平不断提高。
2021年5月	住建部等15部门	《关于加强县城绿色低碳建设的意见》	大力发展绿色建筑和建筑节能, 通过提升新建厂房、公共建筑等屋顶光伏比例和实施光伏建筑一体化开发等方式, 降低传统化石能源在建筑用能中的比例。
2021年5月	国家能源局	《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	为促进户用光伏发电发展, 今年户用光伏发电仍有补贴, 财政补贴预算额度为5亿元, 具体补贴强度按价格部门相关政策执行。
2021年6月	国家能源局	《国家能源综合司关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》	党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于50%; 学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于40%; 工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于30%; 农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于20%。

资料来源: 国务院、住建部、国家能源局、发改委等官网, 华创证券

投资建议: 重点推荐科顺股份、北新建材、鸿路钢构、亚厦股份、东鹏控股, 建议关注金螳螂、凯伦股份、蒙娜丽莎。

图表 36 建筑建材重点个股 2021-2023 盈利预测及估值

	归母净利润(亿元)			PE		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
科顺股份	11.25	15.11	19.84	16.6	12.3	9.4
北新建材	36.46	42.56	47.71	17.0	14.5	13.0
鸿路钢构	11.51	14.21	16.32	25.6	20.8	18.1
亚厦股份	5.33	6.73	8.40	17.0	13.5	10.8

	归母净利润 (亿元)			PE		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
东鹏控股	11.33	13.95	16.79	15.8	12.8	10.7
金螳螂	27.57	31.53	35.98	6.8	5.9	5.0
凯伦股份	4.25	6.17	8.64	21.7	15.0	10.7
蒙娜丽莎	7.57	9.80	12.46	15.6	12.1	9.5

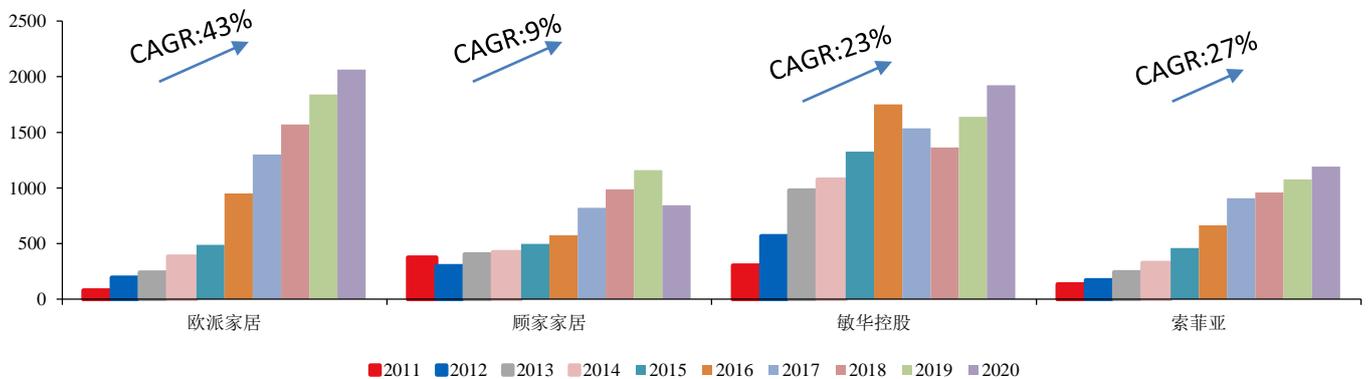
资料来源: wind、华创证券 (注: 金螳螂、凯伦股份、蒙娜丽莎数据为 wind 一致预测; PE 对应 2021 年 08 月 13 日收盘价)

四、轻工行业: 关注家居龙头集中度提升和成长性企业超跌反弹两类投资机会

(一) 关注家居龙头长期成长、穿越周期, 推荐欧派家居、顾家家居、敏华控股、索菲亚

家居龙头行稳致远, 长期业绩成长能力突出。从 2011 年至今, 家居龙头长期业绩成长能力得到检验, 普遍复合增速在 20% 以上, 其中欧派家居可以达到 43%, 而同期的住宅销售面积/住宅新开工面积/住宅竣工面积复合增长率为 5.3%/+1.3%/-0.9%, 家居龙头业绩从长周期维度看与住宅数据相关性偏弱, 具有较强的 α , 龙头在上一个十年其实已经实现了远超行业平均的增速水平。

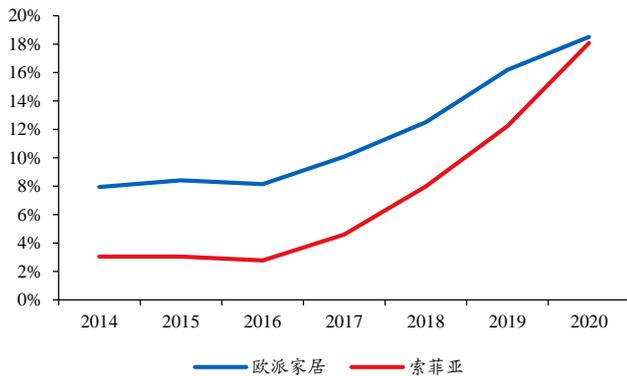
图表 37 家居龙头过去十年中归母净利润长期增长能力突出 (百万元)



资料来源: Wind, 华创证券 注: 顾家家居 20 年由于商誉减值影响归母净利润下滑幅度较大, 剔除 2020 年 CAGR 为 17%

定制二季度工程渠道毛利压力较大, 三季度开始有望修复。目前欧派和金牌披露了中期业绩快报, 利润率都环比有所下滑, 主要由于原材料价格上涨, 但工程订单是去年签的, 所以定价都是以去年定价基础来定, 使得毛利下跌, 从三季度开始, 陆续交付订单为今年新签订单, 价格带上扬, 利润率有回升空间, 建议关注定制企业三季度利润弹性。

图表 38 一线定制龙头大宗业务占比较小



资料来源：公司公告，华创证券

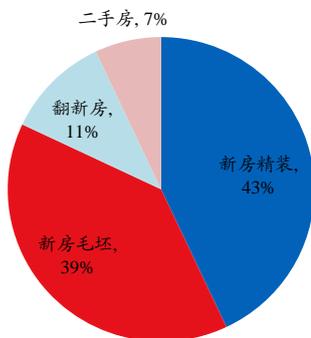
图表 39 二季度以来龙头股价震荡回调



资料来源：Wind，华创证券

长期中，零售端仍是主战场，定制龙头率先瞄准翻新市场发力，打造长期竞争优势。目前家居需求仍以新房为主要来源，预计目前新房需求占比约在 70% 以上，但随着中国整体房屋结构的老龄化，以及二手房成交量在房屋成交量中占比的提升，翻新市场预计将持续快速扩容，7 月 22 日欧派正式发布“48 小时旧厨焕新”和“10 天全厨空间改造”业务，此举将充分发挥公司在产品、渠道、装企合作伙伴资源和供应链整合优势，帮助龙头穿越周期。

图表 40 19 年索菲亚客户中翻新需求占比约 18%



资料来源：索菲亚官方公众号，华创证券

图表 41 龙头率先瞄准翻新市场

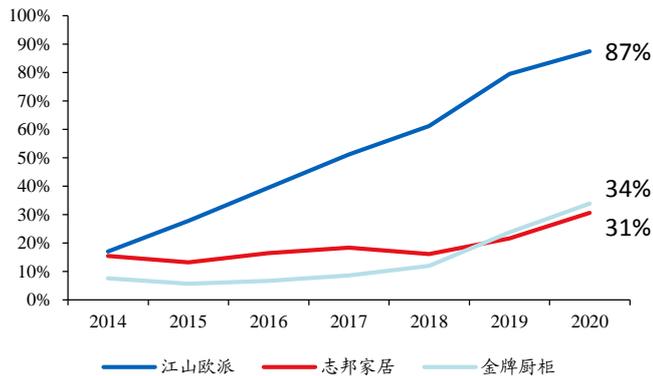


资料来源：欧派家居官方公众号

(二) 关注成长性家居龙头股价超跌机会，推荐：江山欧派、志邦家居、金牌厨柜

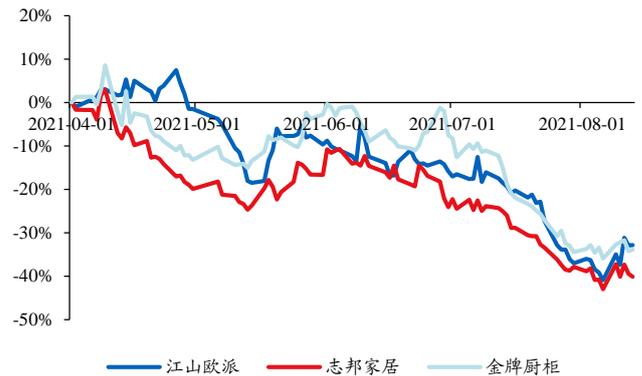
二线成长性龙头大宗业务普遍占比较高，二季度以来股价回调幅度较大。二线定制家居龙头的大宗业务放量较快，大宗业务收入占比不断提升，与竣工周期的绑定程度也相对更深，在地产悲观预期下，从 4 月 1 日至 8 月 13 日，江山欧派、志邦家居、金牌厨柜分别下跌 33%、40%、34%，随着集中供地政策等因素的边际改善，二线成长龙头有望通过对地产预期的改善受益。

图表 42 二线成长龙头大宗业务占比较高



资料来源：公司公告，华创证券 注：江山欧派 2016 年末披露大宗业务占比，采用 15 年和 17 年平均值

图表 43 二季度以来二线龙头股价回调幅度较大



资料来源：Wind，华创证券

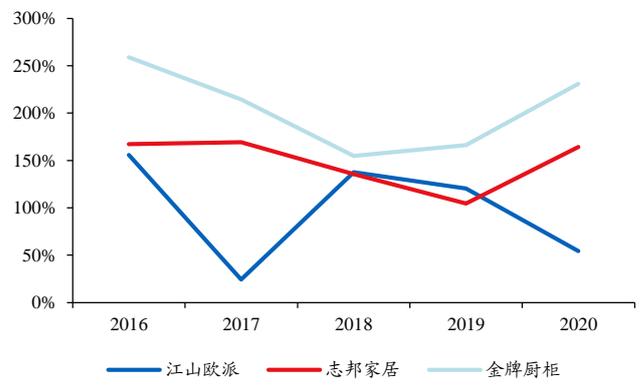
二线龙头加强现金流管控和收益质量，严控风险。江山欧派近日从河南恒大家居产业园收回控股子公司河南欧派的少数股东权益，受让金额为人民币 7,250.35 万元，且近日恒大公告称考虑出售子公司业务，对应收账款风险有望得到释放，且公司严控应收账款。志邦、金牌净现比长期保持在 100% 以上，20 年超过 150%，利润质量较高，整体风险偏小。

图表 44 江山欧派应收账款周转率有所回升



资料来源：Wind，华创证券

图表 45 志邦、金牌净现比超过 150%



资料来源：Wind，华创证券

五、风险提示

集中供地推进不及预期，地产资金改善不及预期，地产调控超预期，原材料价格剧烈波动。

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员

助理研究员：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522