

2020 年 05 月 27 日

其他轻工

竣工回暖，把握精装房趋势下的投资机会

■竣工持续回暖，拉动建材家居配套采购需求持续提升：2019 年 9 月份以来竣工增速转负为正，Q4 竣工面积同比增长 17%，虽然 2020Q1 受疫情影响，竣工面积下滑 16%，但随着房企复工，4 月以来竣工下滑幅度明显收窄。2016-2018 年我国商品房住宅新开工面积增速分别达到 9%、11%、20%，而竣工面积增速仅为 5%、-7%、-8%，竣工与新开工出现大幅背离。随着前期积累项目接近交付，有望拉动全年竣工需求快速增长，也拉动瓷砖、门窗、定制家具、洁具等产品需求集中释放，也在多个上市公司报表中集中提现：2019 年 Q2-Q4，江山欧派、三棵树等企业季度收入同比增速一直保持在 55%以上。参考前期项目开工情况，2020-2021 年相关建材家居部品需求将维持快速增长。

■精装房加速渗透，释放巨大潜在市场空间：精装房是减少装修过程中资源浪费与无序化的重要途径，也满足消费者“拎包入住”的需求，增加房屋的附加值，提升地产商利润空间。2017 年以来国家积极政策推动，2019 年各省市颁布精装修政策共计 21 条，各省市精装房项目也加速推进。根据奥维云网数据，2019 年精装修项目共 3581 个，总规模达到 319 万套，同比增长 26%。从房企情况看：1) 大型房企需求稳步上升：大型房企是目前精装房主力军，根据奥维云网，TOP10 房企精装房约 144 万套，占比超过 40%，精装渗透率接近 35%，同比提升近 2pct。2017-2018 年 TOP10 房企销售面积增速接近 35%，2019 年行业整体增速放缓，TOP10 房企销售面积增速为 4%，但随着渗透率提升，需求仍将稳步提升。2) 腰部房企后劲十足：TOP11-50 的房企占据了精装房市场近 25%的份额，精装渗透率超过 30%，同比提升超过 3pct。腰部房企近三年的销售面积复合增速达到 26%，高于头部企业近 6pct，同时，腰部企业不断深入精装房市场，未来很可能成为精装房市场增长的重要拉动力。3) 中小房企加速渗透：中小房企近年来销售面积有所减少，行业集中度有所提高。目前中小房企精装房市场份额较小，但渗透率快速提升，2019 年达到 15%，同比提升 5pct，精装房也成为中小企业抢占区域性份额的有力手段，未来渗透率提升趋势较为确定。

2019 年精装房开盘量的快速增长锁定了 2021-2022 年精装房竣工建材家具等配套部品需求的高增长。根据奥维云网统计，2019 年精装房渗透率约 32%，其统计开盘的精装房数量占当年新房销售比例约 22%（奥维云网数据为 400 余个跟踪城市统计情况），根据各地政策要求估计精装房渗透率有望提升至 80%，约为目前市场规模的 4 倍。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.66	-7.39	-25.95
绝对收益	-3.35	-12.59	-19.47

雷慧华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516090002

leihh@essence.com.cn

021-35082719

骆恺骐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040002

luokq@essence.com.cn

相关报告

定制板块年报&一季报总结：2019Q4 触底迹象已现 2020-05-07

企业分化持续，多渠道发力铸增长新动力 2019-11-05

最坏时间或将过去，业绩&预收企稳回暖 2019-09-02

企业表现持续分化，盈利增长环比回暖 2019-05-07

■ **竣工改善有望带动工程业务类企业估值提升：**相较于零售业务，工程业务受房地产行业周期影响，账期较长，现金流相对较差，因此历史上工程业务类企业 PEG 普遍较低。但随着竣工不断释放，精装房需求快速增长红利拉动企业业绩高增，对估值的消化拉动了相关板块企业的估值快速修复。

■ **风险提示：**地产竣工恢复不及预期，市场竞争加剧，精装房渗透率提升不及预期

内容目录

1. 工程赛道表现靓丽.....	5
2. 展望 2020-2021 年：精装房渗透率提升加速，龙头房企表现优异，拉动大宗需求持续高增长.....	7
3. 怎么看精装房趋势下的企业投资机会？	10
3.1. 什么是企业工程渠道的核心竞争力？	12
3.2. 工程业务已成为家具企业核心增长驱动之一	15
3.3. 现金流状况亦需要关注.....	18
3.4. 估值怎么看	19

图表目录

图 1：销售面积增速与新开工面积增速.....	5
图 2：施工面积增速与竣工面积增速.....	5
图 3：商品房住宅累计竣工面积及增速.....	6
图 4：保利、万科、绿地累计竣工面积增长情况.....	6
图 5：房地产项目建设过程.....	6
图 6：商品房住宅累计新开工、竣工面积增速.....	7
图 7：水泥价格.....	7
图 8：螺纹钢价格.....	7
图 9：玻璃价格.....	7
图 10：我国商品房住宅累计新开工、竣工面积增速情况.....	8
图 11：TOP50 房企销售面积增速与销售总面积增速对比.....	8
图 12：国家级精装房政策.....	9
图 13：各地精装房建设目标.....	9
图 14：我国各级行政单位出台精装房政策数量.....	9
图 15：2019 年精装房新开盘项目地区分布	9
图 16：2019 年 1-7 月房地产企业精装房市场份额.....	10
图 17：各线城市精装房市场份额.....	10
图 18：精装修市场房地产开发商渗透率.....	10
图 19：精装修商品住宅开发商市场结构及变化.....	10
图 20：精装房产业链.....	11
图 21：精装修配套体系	11
图 22：精装修商品住宅装修标准占比.....	12
图 23：精装修商品住宅销售均价结构.....	12
图 24：细分部品市场空间预计.....	12
图 25：供应商评级指标.....	13
图 26：精装房招投标流程.....	13
图 27：TOP20 房地产企业供应商等级分类.....	14
图 28：2019 精装房单品品牌市占率.....	14
图 29：房地产企业销售面积增速.....	15
图 30：家具建材上市公司营业收入、工程业务收入.....	16
图 31：各家具建材企业业绩增长情况.....	17
图 32：户内门工程单供应商——江山欧派工程业务收入增速、营业收入增速.....	17
图 33：涂料工程单供应商——三棵树工程业务收入增速、营业收入增速.....	17

图 34: 橱柜工程单供应商——金牌厨柜工程业务收入增速、营业收入增速.....	17
图 35: 碧桂园投资项目情况.....	18
图 36: 家具建材企业应收账款周转率.....	19
图 37: 家具建材企业经营活动现金流净额/营业收入.....	19
图 38: 家具建材企业应收账款账期（年）.....	19
图 39: 家具建材企业 PEG.....	20
图 40: 工程业务为主的家具建材企业动态 PE 水平（采用市场一致预期计算）.....	21
图 41: 东方雨虹动态 PE 与地产竣工、企业业绩增长.....	21

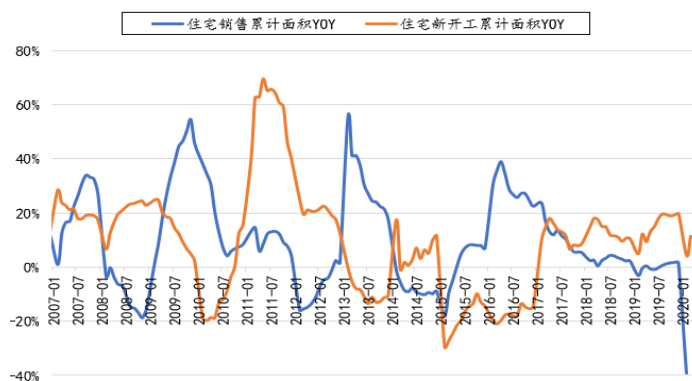
未找到图形项目表。

1. 工程赛道表现靓丽

近年来工程业务逐步成为家具建材企业的重点配置领域，特别是 2019 年以来，各家具建材企业大宗业务增速普遍呈现加速增长趋势，其背后是竣工及精装房逻辑在行业需求层面的兑现：

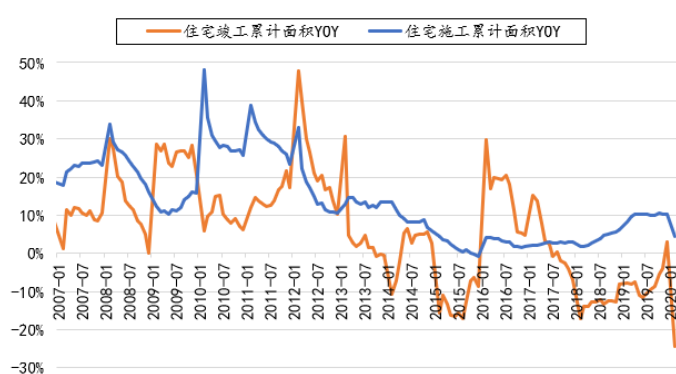
1) 竣工加速，龙头房企表现更优：房地产商品房住宅开发项目历经土地购置、新开工、销售、施工、竣工交房等一系列过程，从开工至竣工工期约 2-2.5 年。2016 年起，国家加大房地产市场调控力度，各城市政策不断收紧，限购限贷力度加强，房地产企业资金压力增重，定金、预付款及个人按揭款在房地产开发资金来源中的占比从不到 40% 左右迅速提升至 50% 以上。房地产住宅新开工面积增速未减缓，销售面积增速不断下行的情况下，房地产企业资金相对紧张，施工中的工程进度受到影响，形成施工项目积压的状况，竣工周期拉长。

图 1：销售面积增速与新开工面积增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

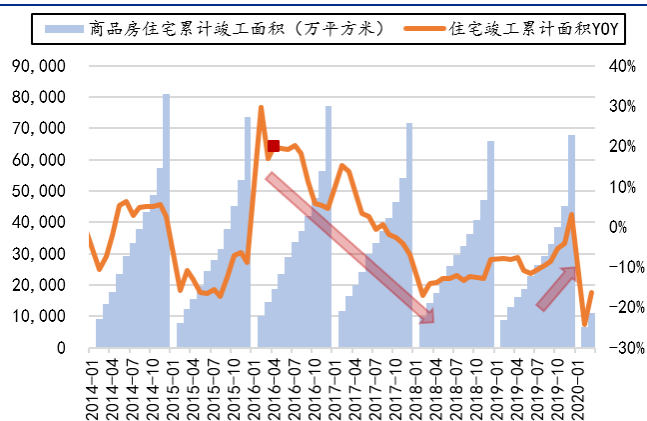
图 2：施工面积增速与竣工面积增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

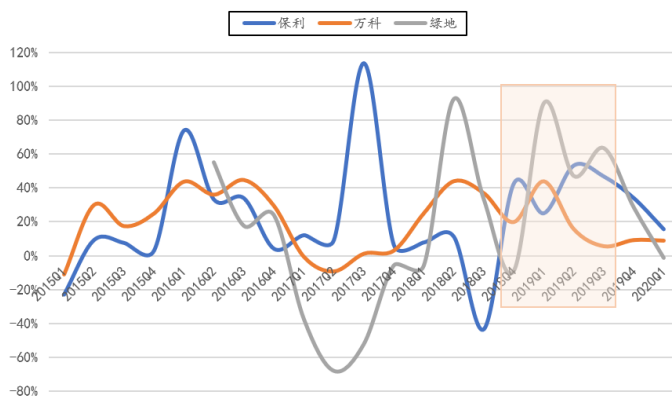
2017、2018 年，我国商品房住宅竣工面积同比增速分别为-7%、-8%。2019 年，前期积压的项目施工进度逐渐接近完工，带动竣工逐步修复，全年我国住宅商品房市场竣工面积达到 6.8 亿平方米，同比增长 3%，增长转负为正。2019 年下半年商品房住宅销售面积小幅回暖，房地产企业部分资金回流；2019 年第四季度，商品房住宅新开工及竣工面积扭转局势，迅速增长，单四季度新开工及竣工面积分别同比增长 10%、17%。从 TOP50 龙头房企竣工情况看，部分房企如保利、万科、绿地等头部房企更是从 2018-2019 年初就开始呈现出明显的竣工加速趋势，近期受疫情影响复工复产进程缓慢，增速有所回落。

图 3：商品房住宅累计竣工面积及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

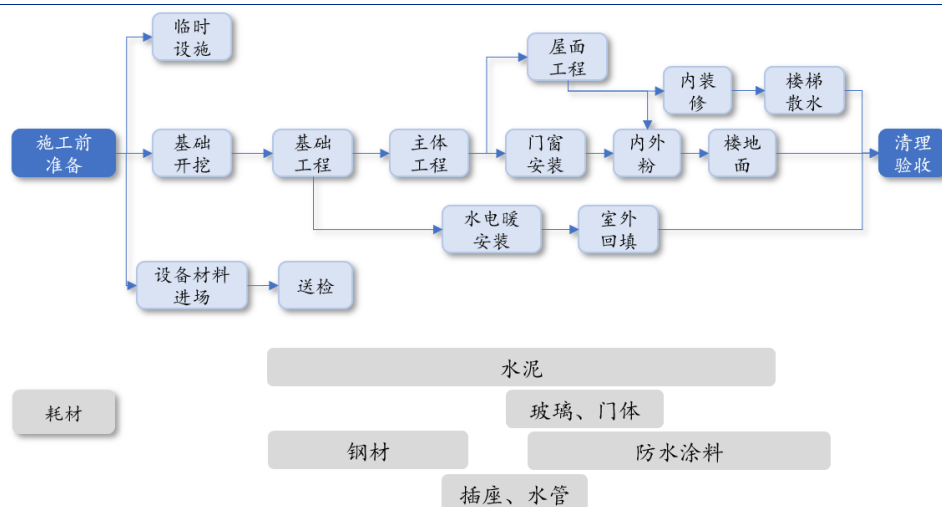
图 4：保利、万科、绿地累计竣工面积增长情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

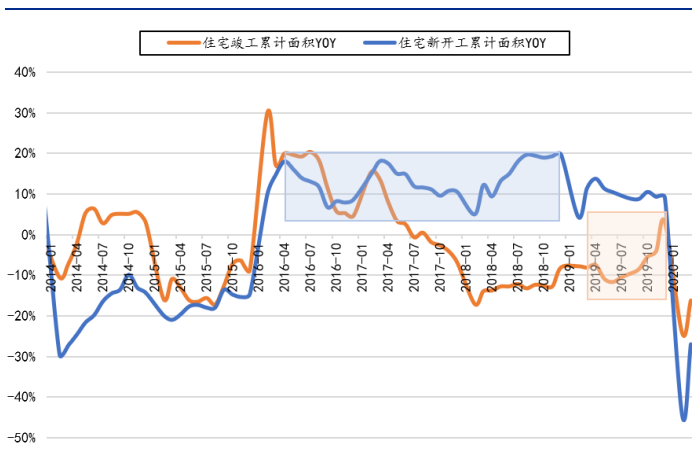
房地产项目施工-竣工及验收-精装修-交房各阶段，依次拉动水泥、螺纹钢、玻璃、门体、防水涂料等需求的回升：以水泥为例，水泥在施工阶段被大量消耗，水泥的价格也与新开工及竣工周期呈现一定相关关系。2016 年初始至 2018 年末，商品房住宅累计新开工面积增速维持高位，增速处于 10%-20% 的区间内，在此期间，水泥价格整体呈现出大幅上升趋势，2018 年年底水泥价格达到 482 元/吨，较 2016 年年初价格上涨了 110%；2019 年下半年，商品房住宅累计竣工面积增速专负为正，由 2019 年 6 月的-12% 增长至 2019 年 12 月的 3%，受到竣工面积增速提升的影响，水泥价格再次快速拉升，2019 年年底达到 484 元/吨，较 8 月份低点上涨 15%。类似的，钢材作为钢筋混凝土的原材料之一，在房地产项目前期基础工程及主体工程建设中就被使用，其价格与新开工周期呈现出一定的关联性，2016 年初至 2018 年末，商品房住宅累计新开工面积增速基本处于 10%-20% 的较高位置，2018 年 11 月螺纹钢的价格达到 5160 元/吨，较 2016 年年初涨幅为 139%。2019 年下半年以来，随着项目接近竣工，门窗安装、内外粉阶段带动玻璃、门体、防水涂料等产品需求提升，价格也随着上涨，不考虑疫情影响，2019 年 6 月至 12 月，玻璃价格高点达到，1777 元/吨，较 6 月低点价格涨幅 19%。

图 5：房地产项目建设过程



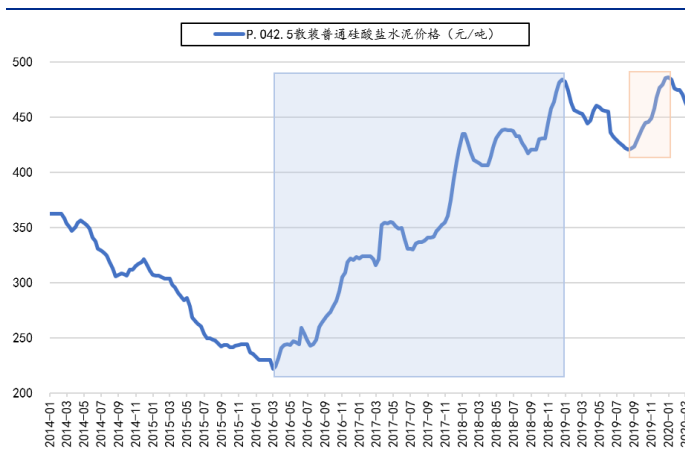
资料来源：安信证券研究中心

图 6：商品房住宅累计新开工、竣工面积增速



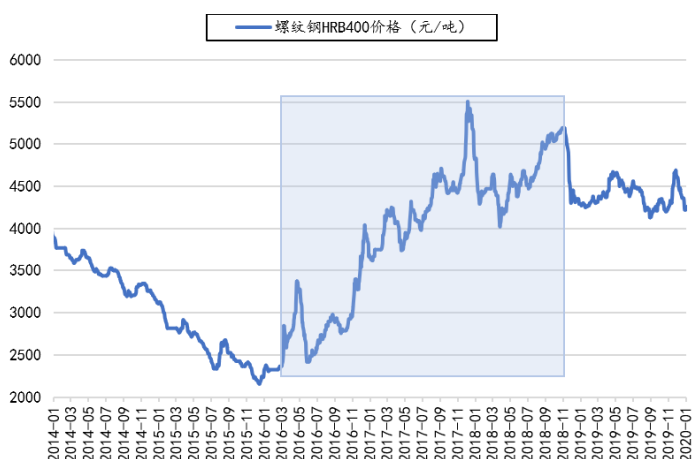
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：水泥价格



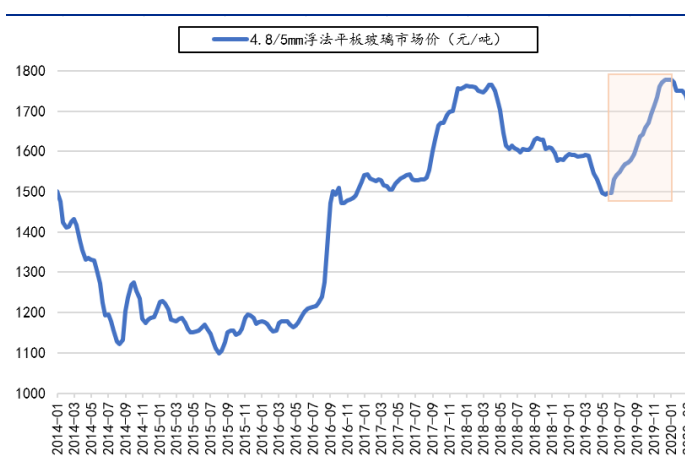
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：螺纹钢价格



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：玻璃价格



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2) 精装房趋势：据奥维云网统计，2016 年国务院印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，自此，各地颁布的相关政策呈现明显增加趋势，我国精装房市场不断扩大。2019 年我国房地产精装修项目共 3581 个，总规模达到 319 万套，同比增长 26%，渗透率达到 32%。一般来说，以商品房住宅新开工为初始，到精装修业务下订单一般 1.5-2 年左右，到最终精装修楼盘完工及确认收入大约在 2-2.5 年，2019 年精装房开盘量的快速增长也锁定了 2021-2022 年商品房住宅精装房竣工量的高增长率。

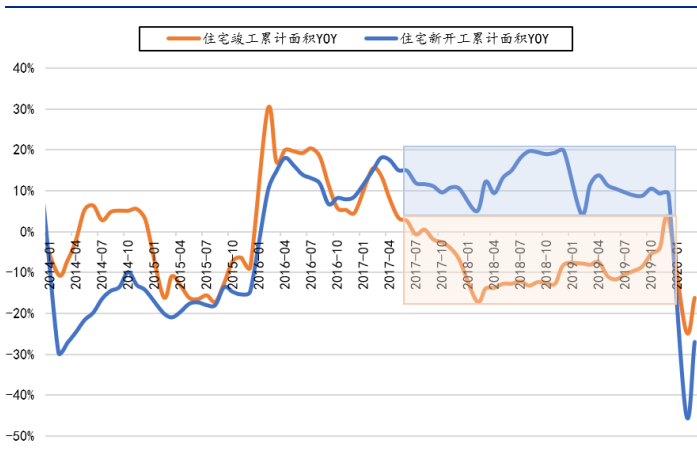
2. 展望 2020-2021 年：精装房渗透率提升加速，龙头房企表现优异，拉动大宗需求持续高增长

疫情过后，竣工仍将恢复快速增长趋势：商品房住宅各环节变化情况基本遵循着土地购置面积-销售面积-新开工面积-施工面积-竣工面积的传导链条。2016 年以来新开工的商品房住宅面积仍维持高速增长，但是竣工面积增速维持低位，项目施工周期被拉长至 3-4 年，预计在 2019-2020 年会陆续竣工交房，根据前期新开工及施工情况，不考虑疫情情况下，原预计竣工面积同比增速可达 7%。2020 年一季度受春节和疫情影响，项目停工导致施工进度被搁置，但根据往年分季度情况统计数据，一季度竣工面积在全年占比不足 20%，随着疫情逐渐得到

控制，房地产企业复工后进行赶工，对全年竣工情况的影响可控。根据奥维云网统计数据，1 月份施工完成量约为正常水平下的 80%，2、3 月份分别约为 10%、50%，3 月份已呈现明显的恢复趋势，下半年房企有望全面进入赶工阶段，带动竣工修复。

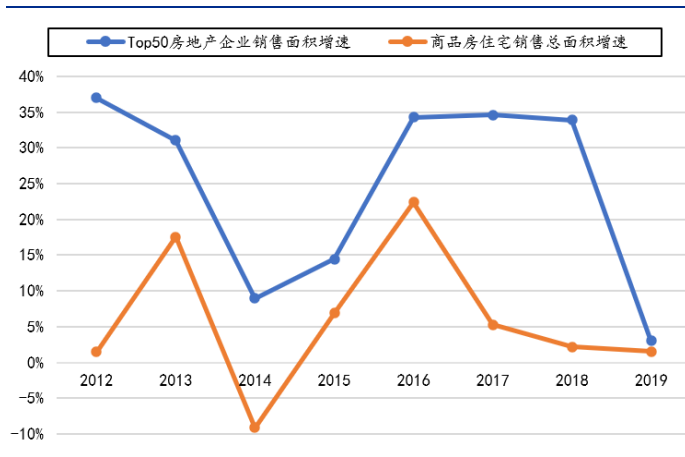
龙头房企竣工需求表现将更为亮眼：2017-2018 年，虽然住宅商品房销售面积增速已从 2016 年的 22% 回落至小个位数，但受益于地产行业集中度提升，作为工程订单主要需求方的 TOP50 龙头房企销售从 2016 年以来一直呈现快速增长的趋势，2016-2018 年销售面积增速一直保持 35% 左右。

图 10：我国商品房住宅累计新开工、竣工面积增速情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：TOP50 房企销售面积增速与销售总面积增速对比



资料来源：克而瑞，安信证券研究中心

另一方面，精装房占比持续提升是大势所趋，也将是家具部品供应商工程业务的核心需求来源：精装房开工至毛坯房竣工间隔约 2-2.5 年，开盘至竣工预计时间周期在 1.5-2.5 年不等。随着精装房进入竣工装修收尾阶段，也必将拉动大宗需求的持续稳健增长。

政策端，自 2016 年起精装房新政不断推出，各省市细则跟进：2017 年住建部印发的《建筑业发展“十三五”规划》中提到，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积占比达到 30%，进一步推动了我国精装房市场的发展。2019 年我国各省市颁布精装修政策共计 21 条，其中住建部要求城镇住宅建筑应全装修交付。随着全国各地精装修相关政策的不断出台，各大房地产商在政策支持与经济效应的推动下，纷纷加码住房精装项目。截止 2019 年底，华东地区五省一市、华南三省、华北两省两市已经对精装房建设比例提出了明确的目标，多数对中长期新建房屋精装修率的比例要求达到 100%，此外，黑龙江、辽宁、湖北、河南等城市也在积极布局。

目前精装房项目以龙头地产商为主，华东华南发展较为突出：奥维云网统计 2019 年精装房渗透率约 32%，其统计开盘的精装房数量占当年新房销售比例约 22%（奥维云网精装房数据为 400 余个跟踪城市统计情况）。区域上看，目前开盘精装房主要集中在华东和华南地区，2019 年占比达到 63%。从城市来看，一二线城市是精装房的主力，2019 年占比接近 70%。从地产商看，目前龙头地产商仍是精装房的主力，2019 年 1-7 月 TOP50 地产商项目占比 68%，其中 TOP10 占比 44%。

图 12：国家级精装房政策

国家层面	文件
1999	《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量的若干意见》
2002	《商品住宅装修一次到位实施导则》
2008	《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》
2011	《关于印发建筑业发展“十二五”规划的通知》
2013	《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》
2016	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》
2017	《关于印发建筑业发展“十三五”规划的通知》
2019	《住宅项目规范（意见征求意见稿）》

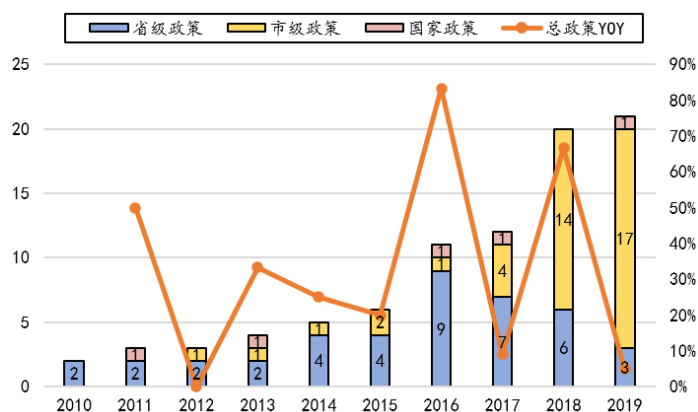
资料来源：住建部，安信证券研究中心

图 13：各地精装房建设目标

区域	省级层面	具体目标
华东	安徽	2015年起合肥新建住宅全装修比例逐年增加不低于8%；其他设区城市全装修比例逐年增加不低于5%。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年全省中心城市出让或划拨土地上的新建住宅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	2017年全省设区城市新建高层住宅100%全装修。2018年全省新建高层、小高层住宅100%全装修。
	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。
	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。
	福建	2018年福州市保障性住房100%全装。
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。
华北	北京	2015年全市保障房100%全装修，2017年全市共有产权房100%全装修，2020年实现装配式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逐年增加不低于10%，其他各市逐年增加不低于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 and 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年新建住宅全装修率达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。
华中	湖北	2017年全省新建公共租赁住房实施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层及以下单套面积大于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	2010年新建住宅全装修面积占当年住宅竣工面积的10%以上；银川中心城区新建住宅实行全装修的面积达年度竣工面积的20%以上。2015年新建住宅全装修面积占年度竣工面积50%以上。

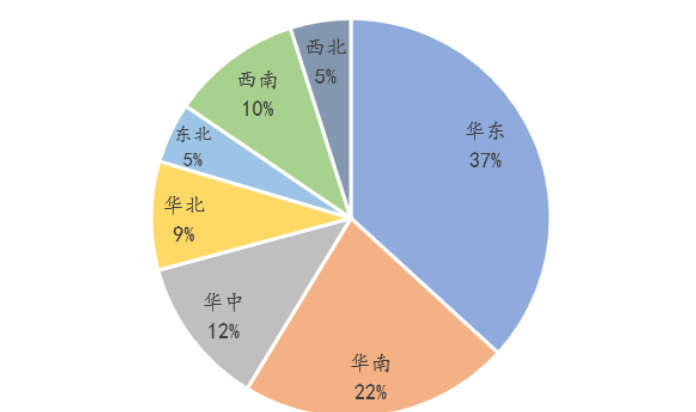
资料来源：住建部，安信证券研究中心

图 14：我国各级行政单位出台精装房政策数量



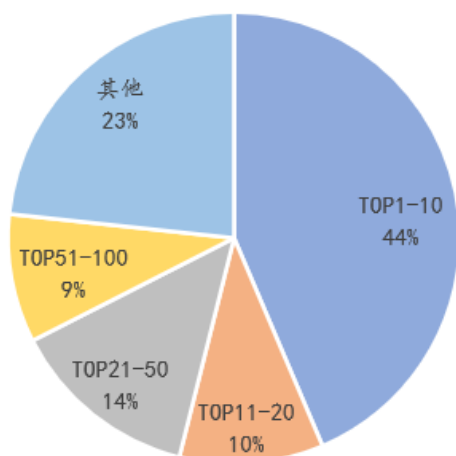
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 15：2019 年精装房新开盘项目地区分布



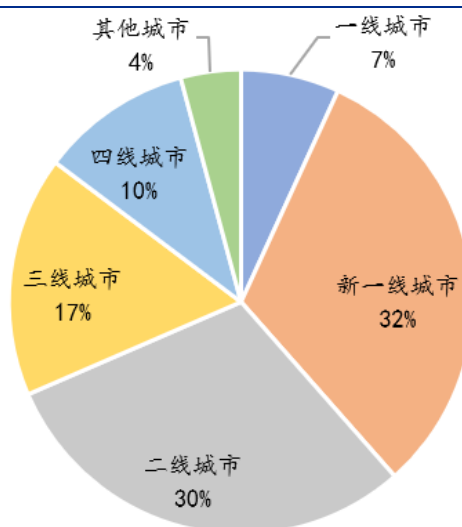
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 16：2019 年 1-7 月房地产企业精装房市场份额



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

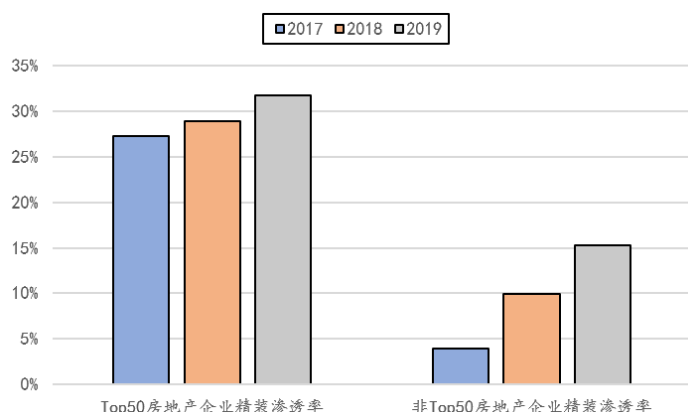
图 17：各线城市精装房市场份额



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

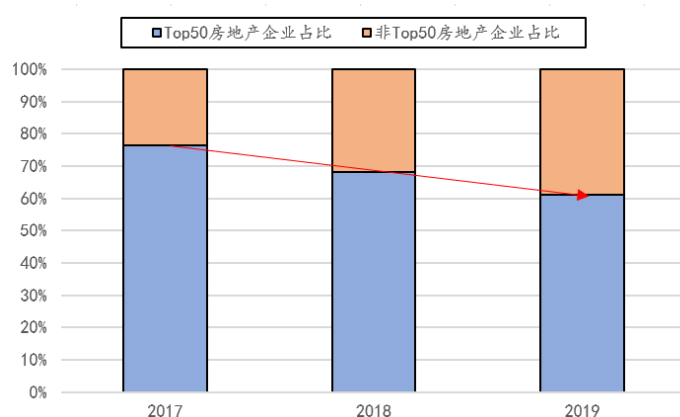
大型地产企业精装房项目渗透率增长加速，中小地产商快速跟进：我们估算 2019 年 TOP10 地产商精装房开盘数占当年销售比例 43%，渗透率提升速度较 2018 年仍呈现加速趋势；TOP50 精装占比约 32%，较 2018 年稳步提升；其他中小地产商虽起步较晚，但精装房渗透率快速提升，2019 年开盘套数增长 50% 以上，估算占销售面积比例约 15%，较 2018 年提升 5pct。从城市划分来看，一二线城市是精装修的重点布局城市，2019 年增速均超过 25%；四线及其他城市增速更快，2019 年增速超过 58%，低线城市精装项目也呈现快速推进状态。精装房是减少装修过程中资源浪费与无序化的重要途径。同时，对于房地产企业来说，精装房能够满足消费者“拎包入住”的需求，让消费者从费心的装修过程中解脱出来；更重要的是增加房屋的附加值，带来利润空间的提升。根据各地政策要求估计精装房渗透率有望提升 80%，增长空间较大。

图 18：精装修市场房地产开发商渗透率



资料来源：奥维云网，克而瑞，安信证券研究中心

图 19：精装修商品住宅开发商市场结构及变化



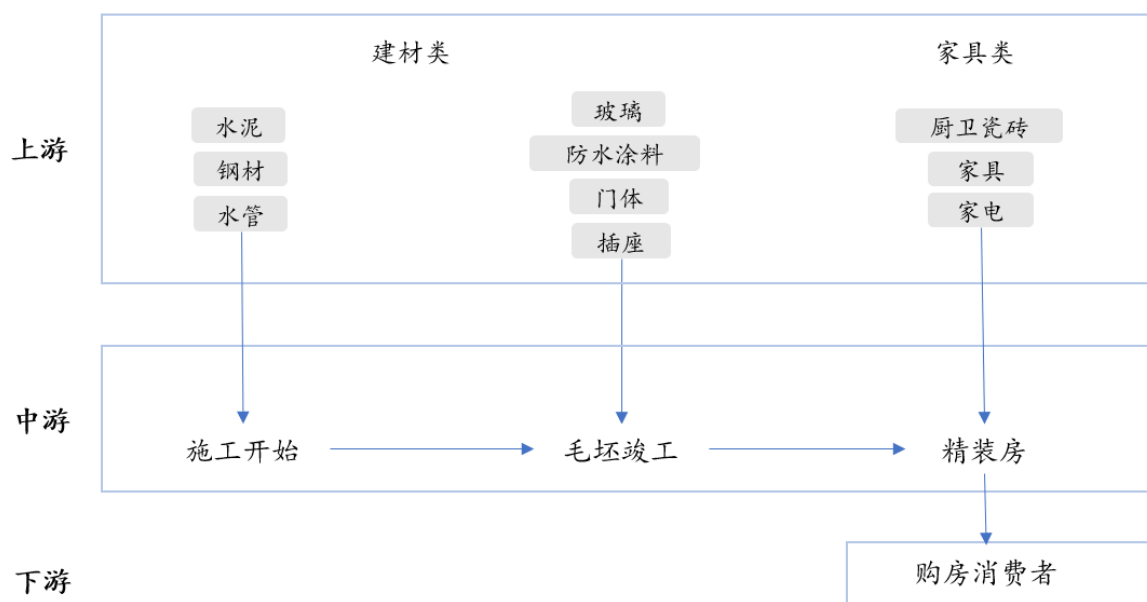
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

3. 怎么看精装房趋势下的企业投资机会？

精装房催生大量部品工程订单需求，市场空间仍可进一步开拓：精装房配置主要涉及基础建

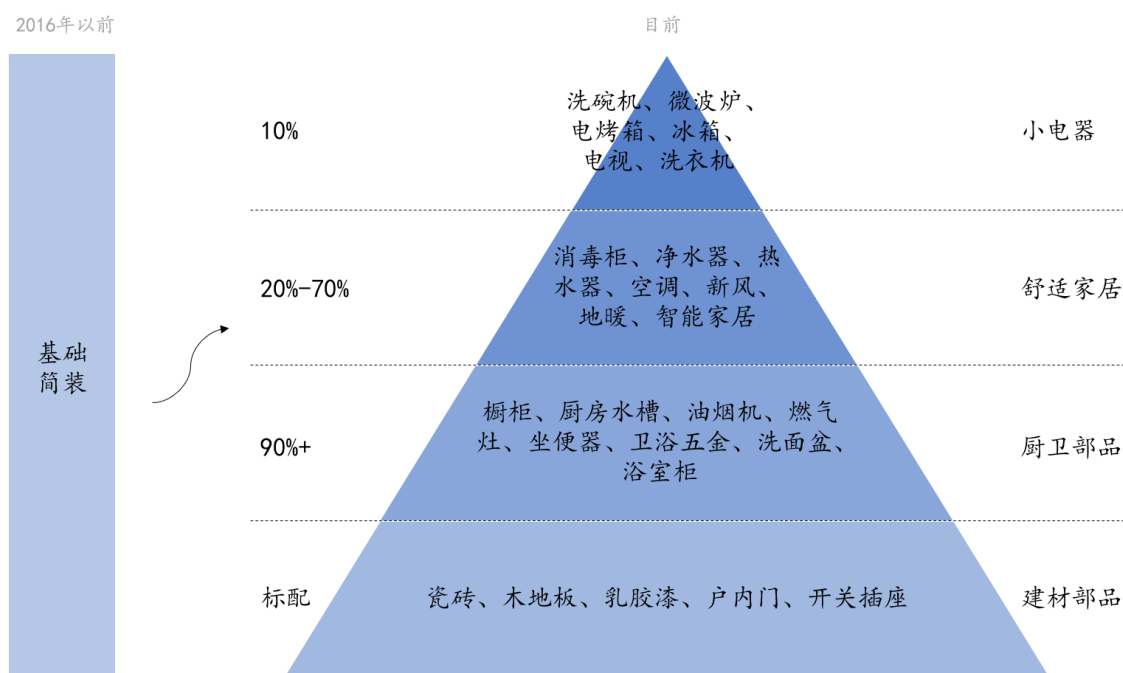
材、厨卫、舒适家居、电器等几大类核心产品需求，其中瓷砖、木地板、防水、乳胶漆等基础建材部品基本属于标配；橱柜、浴室柜、卫浴、五金等产品的配置率也在 90% 以上。

图 20：精装房产业链



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 21：精装修配套体系

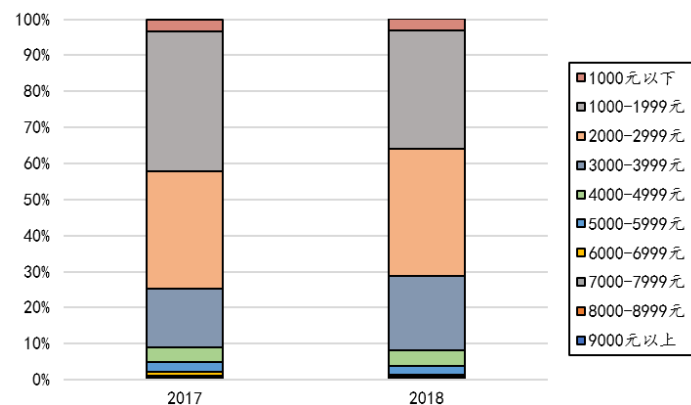


资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

现阶段经济型装修仍产品占绝大多数，根据奥维云网数据，目前国内开盘的精装房中，售价 1.5 万元/平方米以下的精装房占精装房总套数比例超过 60%，装修档次（与装修成本概念不同，档次若以消费者零售价成本估算，并可能有部分虚高情况）在 3000 元/平方米以内的精装房占比超过 70%。我们草根调研精装房的采购成本在宣称装修标准的 40%-60% 左右，按照平均 100 平米一套计算，户均装修成本预计在 6-24 万元左右，根据 2019 年精装房开盘量预计，各类部品采购规模达到 2 千亿以上。从细分部品看，预计瓷砖、木地板的户均采购额

分别约为 3000-5000 元、8000-13000 元，户内门约 3000-5000 元，橱柜约 4000-8000 元，厨电约 1000-2000，陶瓷卫浴产品约 500-1000 元。

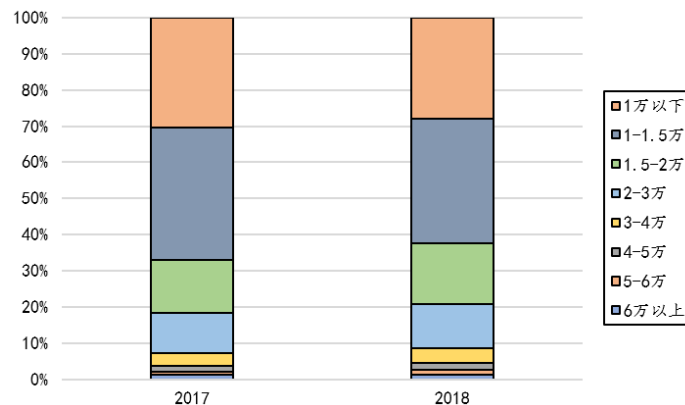
图 22：精装修商品住宅装修标准占比



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

注：横坐标数值单位均为“元/平方米”，图中简写为“元”

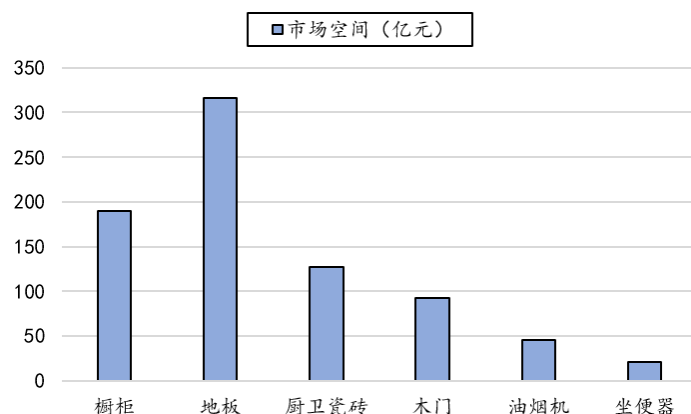
图 23：精装修商品住宅销售均价结构



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

注：横坐标数值单位均为“元/平方米”，图中简写为“元”

图 24：细分部品市场空间预计

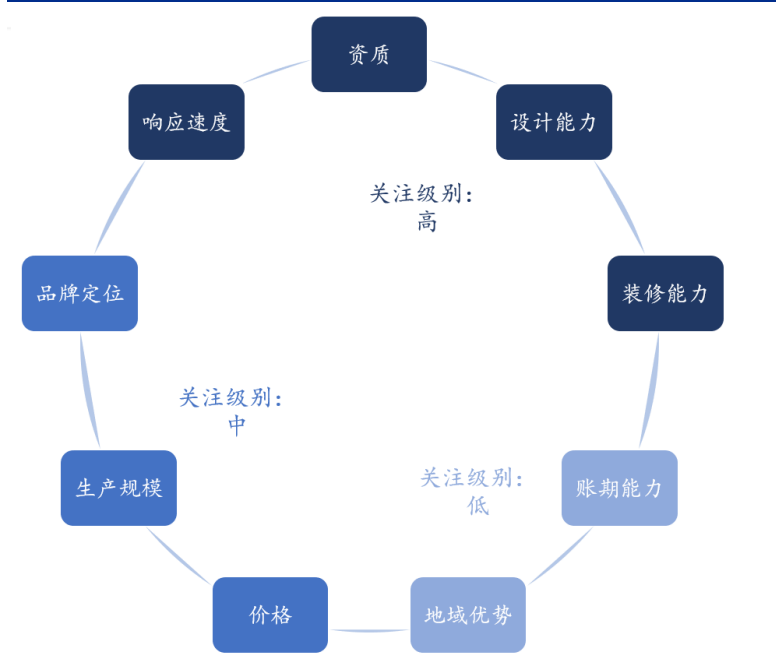


资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

3.1. 什么是企业工程渠道的核心竞争力？

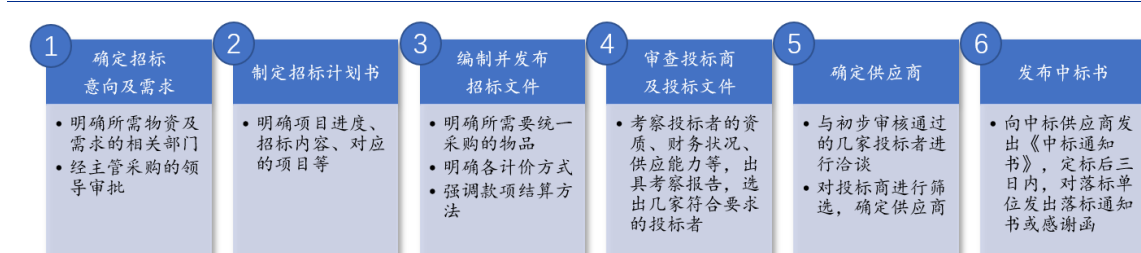
地产商的部品供应商选择流程：房地产公司下属材料公司或采购部门/负责团队往往会据供应商的综合实力、品牌定位、历史表现、交付能力等多项指标进行标段分类和持续的跟踪评级等。在持续跟踪评级的基础上，房地产商会为每一个项目选取供应商，由该供应商负责该项目合同期间的商品及服务。招标项目实施过程中，工程或设计部门结合项目的定位、装修标准等各类因素提出明确需求，采购部门会针对每一特定部品进行招标，对投标者进行审核，选出约五家投标者，工程部或设计部在其提供的样品中筛选，并与其进行洽谈，工程部、设计部、采购部、招标部门等多方共同确定中标供应商，最后发布中标书。目前，各大地产商精装修集中采购仍处于早期阶段，仍存在总部与分公司采购并存的状态，但随着开发商品牌集中度提升与采购制度的健全，采购权进一步集中也是大势所趋，也给龙头供应商进一步提升份额提供基础。

图 25：供应商评级指标



资料来源：奥维云网，中房社，安信证券研究中心

图 26：精装房招投标流程



资料来源：奥维云网，中房社，安信证券研究中心

在具体的供应商选择中，地产商往往会根据楼盘价格定位选定装修档次，再在对应装修档次的供应商中选择。以华润置地为例，公司将住宅分为四档，均价在 1 万元/平方米以下的住宅为 D 档，1-3 万元/平方米为 C 档，3-6 万元/平方米为 B 档，超过 6 万元/平方米为 A 档，公司会根据项目档位招募等级匹配的供应商。中房社统计了 TOP20 房地产企业的供应商名单，从入围品牌看，中高端条线占比较低，入围品牌多以国内龙头品牌以及部分外资品牌为主，供应商具备更强的品牌议价力。

图 27：TOP20 房地产企业供应商等级分类

项目	经济型装修	中档装修	高档装修
瓷砖	卓远、圣凡尔赛、欧神诺、马可波罗、蒙娜丽莎、博德、欧雅、新中源、新明珠、恒佑瓷砖、冠珠公司、景业陶瓷、鹰牌陶瓷、宏宇、兴辉、东鹏、萨米特	欧神诺、卓远、圣凡尔赛、马可波罗、冠珠、蒙娜丽莎、宏宇、兴辉、东鹏、萨米特	欧神诺、卓远、圣凡尔赛、马可波罗、宏宇
地板	现代家居、大自然、圣象、万森、德尔、北美枫情、书香门地、贝亚克、生活家	现代家居、大自然、北美枫情、圣象、贝亚克、生活家	现代家居、贝亚克、圣象、大自然、生活家
门	家居中心、步阳、中意、泰森日利、万森、欧派、海尔、日门、曼特、富丽华、星月、金大、蓝盾、赛银将军、江山欧派、德曼	现代家居、步阳、日利、德曼	现代家居、德曼
橱柜	现代家居、海尔、厨博士、裕丰汉唐、中意、柏厨、万森、欧派、志邦、樱花、佳饰、优菲、大诚	现代家居、海尔、格力、欧派、中意、优菲、志邦、大诚	现代家居、德国海格、德国博德宝、优菲、RWK、柏丽
坐便器	贝朗、乐家、科勒、TOTO、恒洁、航标、美标	贝朗、乐家、摩恩、科勒、TOTO、美标	贝朗、乐家、摩恩、唯宝、劳芬、科勒、杜拉维特
洗脸盆	惠达、贝朗、乐家、摩恩、科勒、恒洁、航标、美标、TOTO	惠达、贝朗、乐家、摩恩、科勒、美标、TOTO	惠达、贝朗、乐家、摩恩、汉斯格雅、当代、劳芬、唯宝、科勒

资料来源：中房社，安信证券研究中心

精装房供应商筛选中，知名零售品牌企业也显现出较为突出的优势：出于对供应品质及交付周期的要求，加上部分地产商倾向于与品牌商合作，提升精装房产品溢价，开发商往往选择与龙头品牌合作，也奠定了龙头企业在工程业务中的优势地位。在实际操作中，头部房地产商选择供应商的核心关注点主要集中在**交付（产能、在楼盘所在地的服务能力等）、成本（规模优势为主）、品牌（零售品牌积淀、历史服务口碑）**等方面。

在奥维云网所覆盖的城市及房地产商中，根据奥维云网统计，除部分龙头房企（如碧桂园大量使用旗下现代筑美家居产品等）外，多个领域市占率最高的品牌均为该细分领域知名零售品牌：如瓷砖、木地板、乳胶漆等标准化程度较高的领域市占率最高的品牌分别为马可波罗（22%）、圣象（22%）、立邦（37%），并且 CR4 均超过 48%，橱柜领域欧派市占率也达到 11% 的份额，其他市占率较高的供应商也以金牌、志邦等上市定制企业为主。

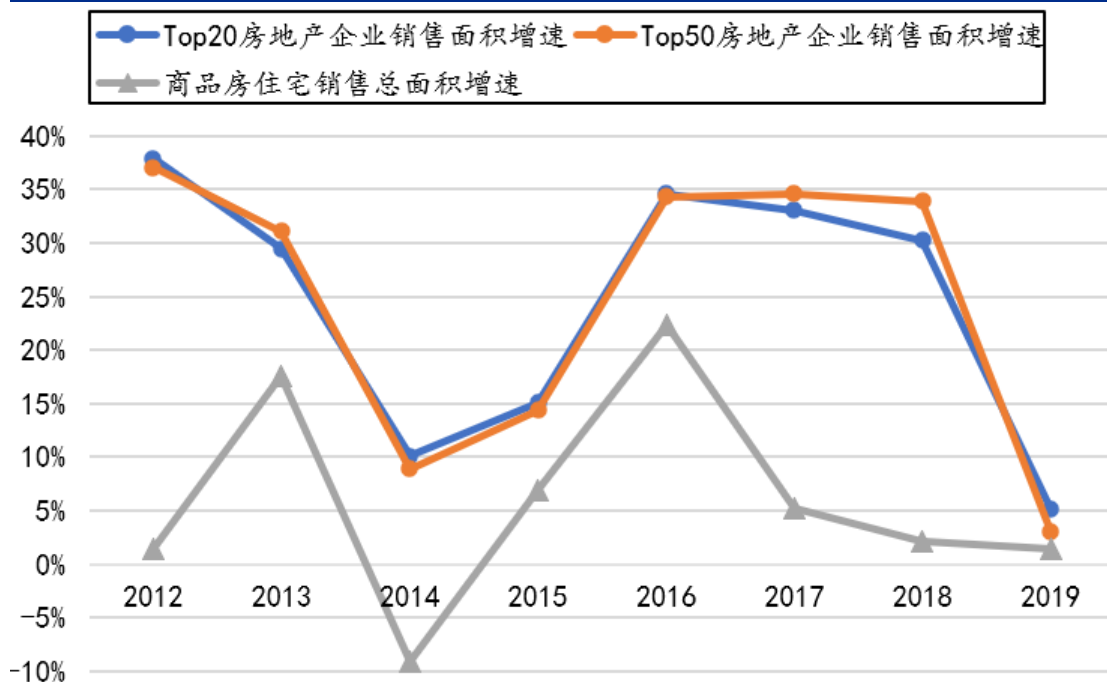
图 28：2019 精装房单品品牌市占率

橱柜		浴室柜		瓷砖		木地板		乳胶漆		户内门	
品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率	品牌	市占率
定制（无品牌露出）	38%	定制（无品牌露出）	54%	马可波罗	22%	圣象	22%	立邦	37%	定制（无品牌露出）	54%
欧派	11%	筑美	7%	蒙娜丽莎	14%	定制（无品牌露出）	18%	多乐士	22%	欧派	4%
筑美	6%	金牌	3%	东鹏	10%	大自然	14%	三棵树	19%	千川	3%
金牌	6%	索菲亚	2%	欧神诺	10%	筑美	6%	嘉宝莉	6%	江山欧派	3%
海尔	3%	优菲	2%	冠珠	6%	生活家	6%	华润	5%	森泰日盛	1%

资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

过去看核心客户，未来看综合实力：回顾以往的发展路径，部分品牌的成长是依赖于其房地产客户企业精装修业务地发展，例如，木门领头品牌江山欧派与恒大建立了紧密的合作关系，并且在河南兰考合作建立工厂，形成深度的利益共享机制，在恒大快速布局精装房的情况下，江山欧派的规模也有所扩大。但头部房地产企业发展增速逐渐被腰部企业反超，2016-2018 年大中型房地产企业销售面积增速均超过的情况下，Top50 房地产企业销售面积增速快于头部 Top20 房企的增速；此外，目前头部房地产企业均涉足精装房，精装房市场的主力竞争对手也均为头部房地产企业，其精装房渗透率的逐步见顶，其工程业务需求增速将逐步放缓。在精装修政策持续持续的引导下，腰部房地产企业的发展速度将有望反超，定制家具、建材、家电供应商需要开拓更多的新客户，才能把握住新的市场机会，进一步提升份额。因此，具有较强综合实力及新客户开发能力的企业会受到市场的青睐。

图 29：房地产企业销售面积增速

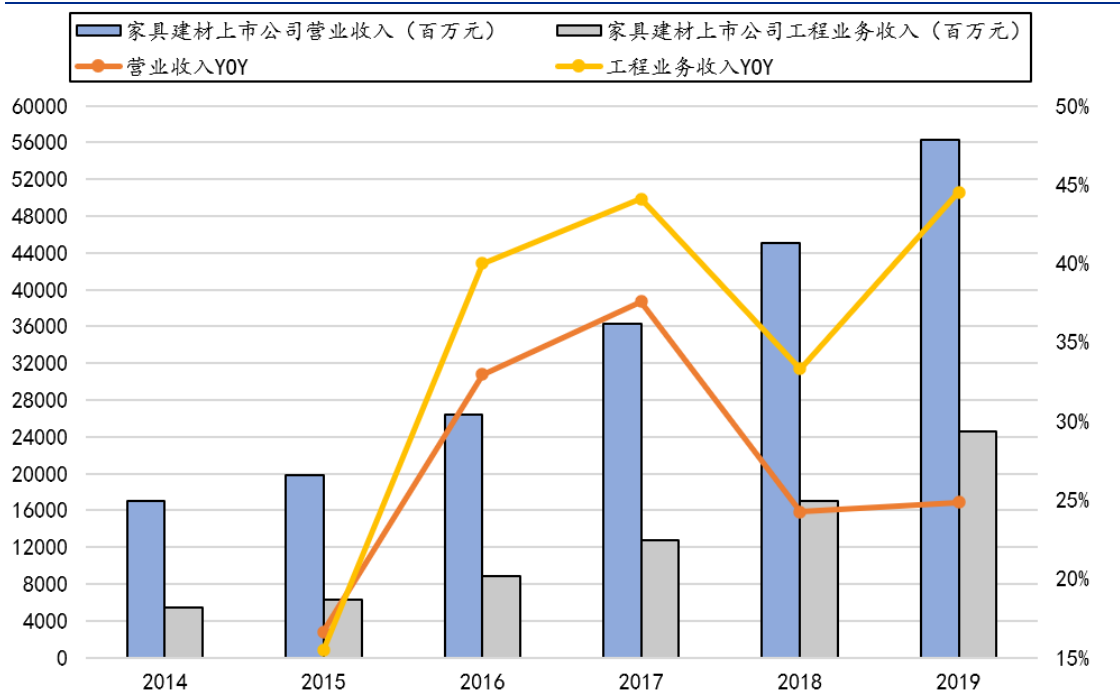


资料来源：克而瑞，安信证券研究中心

3.2. 工程业务已成为家具企业核心增长驱动之一

精装修工程业务对家具建材企业收入增长具有拉动作用：精装修住宅市场的扩张带动了房地产企业对家具建材产品的集采，家具建材企业工程业务收入快速增长。根据奥维云网数据，近年来家具制造业营业收入增速不断放缓，2014-2017 年期间由 11% 降至 6%，2018 年家具制造业收入甚至为负增长，增速为-23%。然而，2014-2018 年，定制家具的营业收入增长率稳定在 20%-30% 的水平，增长水平相对稳健，占家具制造业收入的比例由 16% 增长至 41%。定制家具市场的快速扩张主要受到房地产商精装修市场发展的影响，工程业务收入增长拉动了企业整体收入的提升。我们统计了家具建材行业部分上市公司营业收入及工程业务收入情况，2016-2019 年，家具建材工程业务收入增速保持在 30% 以上，与整体营业收入增速差距逐年拉大，2019 年差距近 20pct。

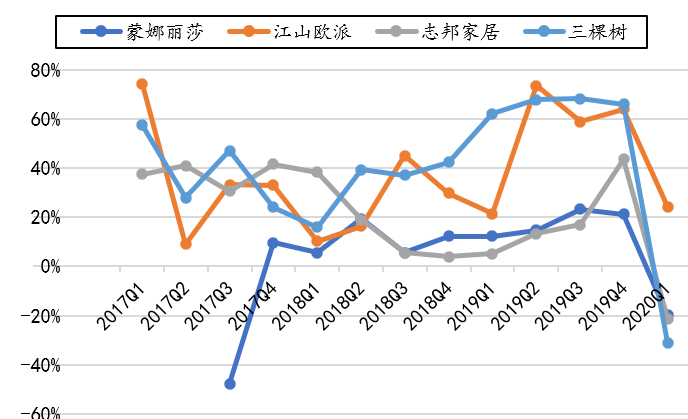
图 30：家具建材上市公司营业收入、工程业务收入



资料来源：克而瑞，安信证券研究中心

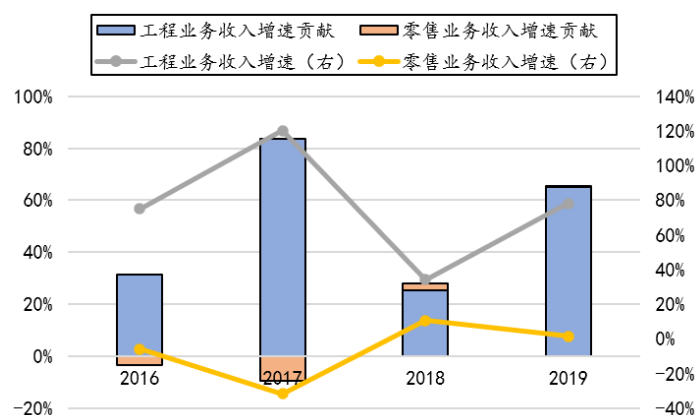
定位工程类企业增长显著加速：定制家具部品企业、涂料上市公司的工程业务收入增速高于企业整体营业收入增速，并且工程业务营业收入占比不断提升，从占比及收入增速两方面共同拉动公司营业收入的增长。在疫情发生之前，三棵树及江山欧派的收入增速不断提升，2019Q4 已经超过 60%。户内门以及涂料已经成为精装修的标配部品，2016-2019 年，户内门工程单供应商江山欧派的工程业务占比由 31% 大幅增长至 65%，2016-2017 年工程业务增速保持在 75% 以上，高于公司营业收入约 30% 的增长率，工程业务收入增速贡献占比较大；涂料工程单供应商三棵树 2016-2019 年期间的工程业务收入占比逐年提升，达到 20%，工程单收入增速的优势愈发明显，收入增速贡献占比超过一半，CAGR 达到 73%。目前橱柜的配置率也已经超过 90%，橱柜工程单供应商金牌厨柜工程业务占比由 2016 年的 4% 提升至 2019 年的 29%，目前收入增速贡献占比较小但增速大幅领先，自 2016 年起工程业务收入增速超过公司营业收入增速，2018 年工程业务收入增速达到 64%，公司业务收入增速为 18%。

图 31：各家具建材企业业绩增长情况



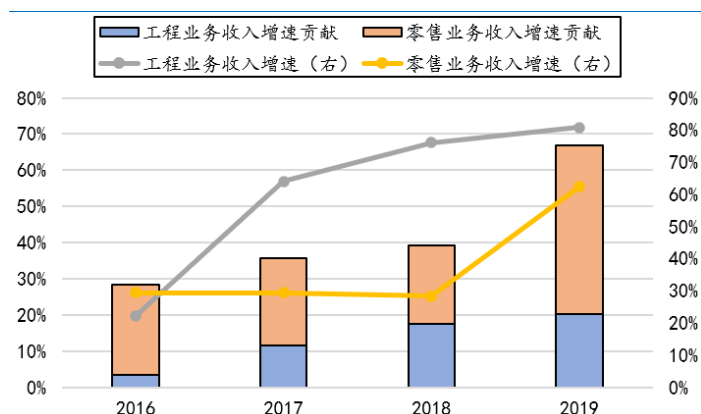
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 32：户内门工程单供应商——江山欧派工程业务收入增速、营业收入增速



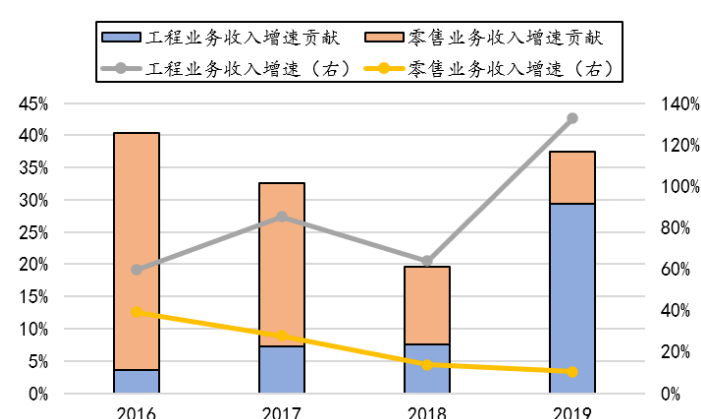
资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 33：涂料工程单供应商——三棵树工程业务收入增速、营业收入增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 34：橱柜工程单供应商——金牌厨柜工程业务收入增速、营业收入增速



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

头部房企积极进行产业布局，赋能上游优质企业：今年以来，以碧桂园为代表的龙头房企对上游建材家具企业的投资明显加速。4月以来，帝欧家居、蒙娜丽莎以及惠达卫浴纷纷发布公告，获得碧桂园的战略投资，在公司管理人员、产品设计研发、产品销售等方面形成紧密合作。根据公司官方公告信息，2020年5月，保利发展控股集团旗下投资机构—保利资本、碧桂园集团直属投资机构—碧桂园创投正式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。该基金将赋能地产上游优质企业，助力实体经济发展，涵盖建筑装饰、建筑材料、家具消费等多个赛道。凭借在行业内积累的多年经验，保利及碧桂园能有效甄别优质企业，优选并精准支持潜力企业。此次创投基金的设立代表着头部房地产企业更加积极地参与到上游优质企业的投资中，产业链中的优质上游头部企业将更容易获得相关资金的青睐，将获得更稳健的资金支持。并且该部分头部企业能够和房地产企业建立更紧密、长期的合作关系，获得更多的订单，抢占更多市场份额，这种股权关系的建立在一定程度上也是行业优质资源地集聚，行业竞争格局继续向头部集中，这部分上游企业龙头优势将更加突出。

图 35：碧桂园投资项目情况

签约日	被投对象	投资方式及投资额	持股比例	战略合作	合作协议有效期
2020/4/12	帝欧家居	非公开发行A股股票，认购价格为18.7元/股，认购金额为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。	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	非公开发行A股股票，认购价格为18.4元/股，认购金额为4.99亿元。			
2020/5/20	惠达卫浴	非公开发行A股股票，认购价格为8.2元/股，认购金额为4.15亿元。			

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.3. 现金流状况亦需要关注

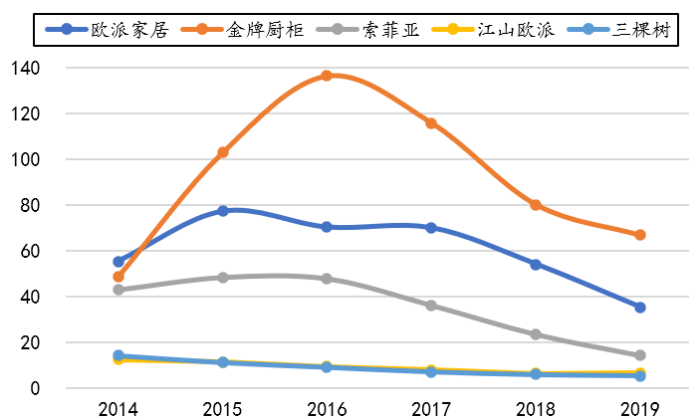
目前企业开展工程业务主要以自营及工程代理两种方式进行：

--自营工程业务由公司主导对接客户、生产、供货、收款。由于控制力相对较强，自营模式能够保证服务质量、产品品质，大型地产商往往要求客户采用自营模式服务。同时，由于全链条自主把控，盈利能力也相对更强。

--工程代理业务则是由招募的工程业务经销商对接客户、提供服务以及收纳款项，工程代理的货品仍由公司统一提供，并且公司在项经销商供货时实现销售、获取收益。家具品牌工程业务中多采用赊销方式，对企业的现金流形成考验，因此，对于公司来说，工程代理经销商承担了垫资压力，能够在一定程度上缓解房地产企业账期较长带来的资金压力与坏账风险。在服务中小型房地产商时，多采用工程代理模式，能够覆盖更多客户，并且能够较好服务到某些区域性房企，公司也能够利用经销商原本建立的合作关系。在报表中，工程代理模式也呈现出更好的现金流情况。

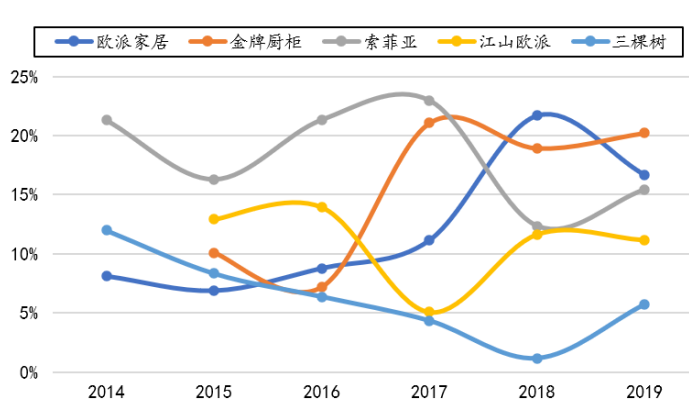
精装业务中，家具建材供应商周转情况受到影响，经营活动现金流净额占比明显下降：2014-2016 年期间，欧派家居、金牌厨柜、索菲亚的应收账款及应收票据周转率保持在 30 以上，并且有不同幅度的增长，2014-2015 年欧派家居、金牌厨柜、索菲亚、江山欧派、三棵树经营活动现金流净额占收入比例均超过 10%。2016 年后住宅精装修市场进入加速发展阶段，工程业务占比的不断提升使得家具建材公司的应收账款及应收票据周转率不断下行，经营活动现金流占收入的比例下行。2016-2019 年，索菲亚、江山欧派、三棵树的应收账款周转率均未超过 50，经营活动现金流占比相对较低。

图 36：家具建材企业应收账款周转率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

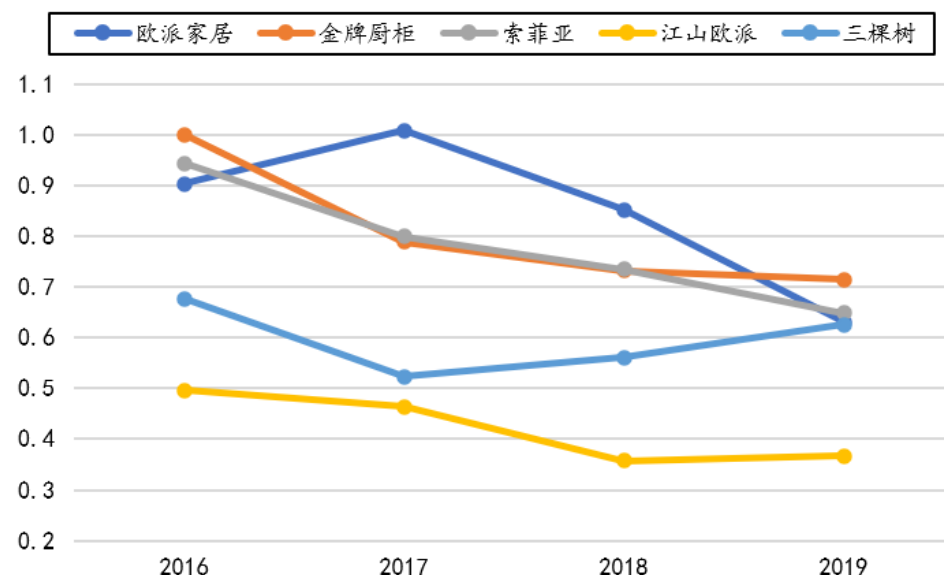
图 37：家具建材企业经营活动现金流净额/营业收入



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

工程业务对公司周转及现金流施加压力，主要是因为企业账期被拉长：家具品牌工程业务在产业链中不具备足够的议价权，在工程业务中，往往采用赊销方式为房地产商供货，因此对价格及账期的管控力较弱。目前行业内账期普遍超过 8 个月，其中工程业务账期往往长达 1 年，我们据此测算，家具建材行业内工程业务带来的应收账款占比超过 60%，工程业务应收账款占比较大且账期较长，企业的现金流承压。此外，工程业务账期长达一年，公司无法再投资该部分资金以产生收益，2019 年，家具建材企业资金成本约为 3%-6%。而零售业务账期较短，应收账款占比较小，并且零售业务收取的定金或意向金引入现金，在一定程度上，零售业务改善企业整体账期、现金流及资本成本。

图 38：家具建材企业应收账款账期（年）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

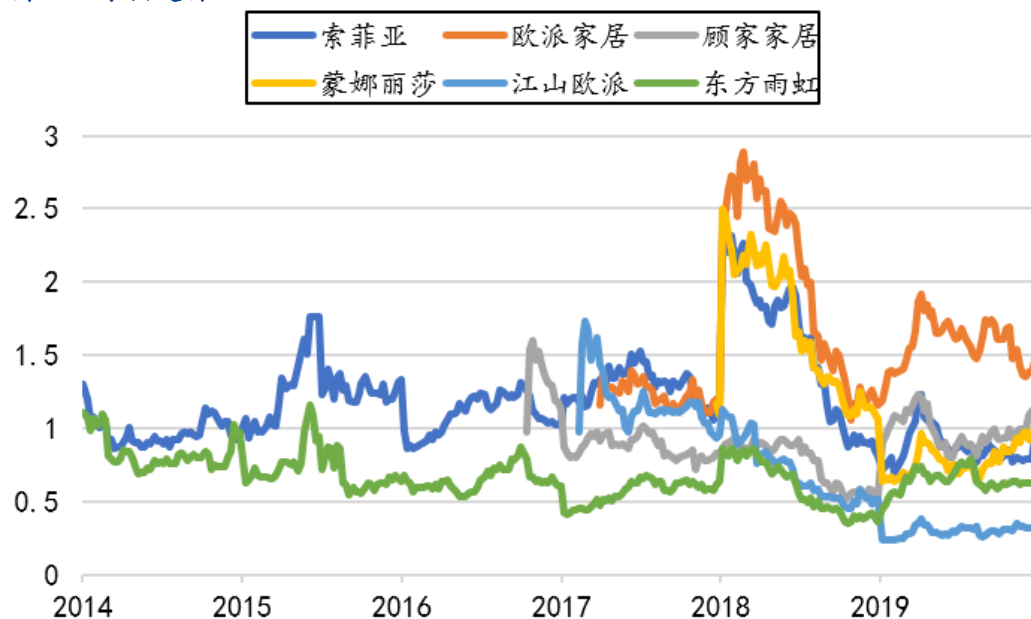
3.4. 估值怎么看

企业的估值水平与市场的风险偏好、对企业的成长阶段、成长性及持续性的判断高度相关。

从历史上，市场给予工程业务占比较大的家具建材企业较低的 PEG 估值水平：工程业务的

优势在于规模效应，大批量标准化产品的生产能够有效提高生产效率、降低单位成本；但相较于零售业务，工程业务：1) 需求与地产高度相关，中长线新房销售见顶趋势线持续性及周期性难以判断。而随着二手、翻新需求的提升，零售需求相对平稳，持续性更强；2) 工程业务客户以大型地产商为主，在规模优势/寡头垄断格局等行业格局未形成阶段，家具建材企业议价力较弱，账期及现金流也弱于零售企业，ROE 水平较低。因此在相似的业绩成长环境下，工程业务占比较大的企业往往估值较低：从历史上看，建材家具领域，业务以零售线条为主的家具企业往往享受高于 1 的 PEG 估值水平，以工程大宗业务为主建材的企业 PEG 水平在 0.5-1 左右。

图 39：家具建材企业 PEG

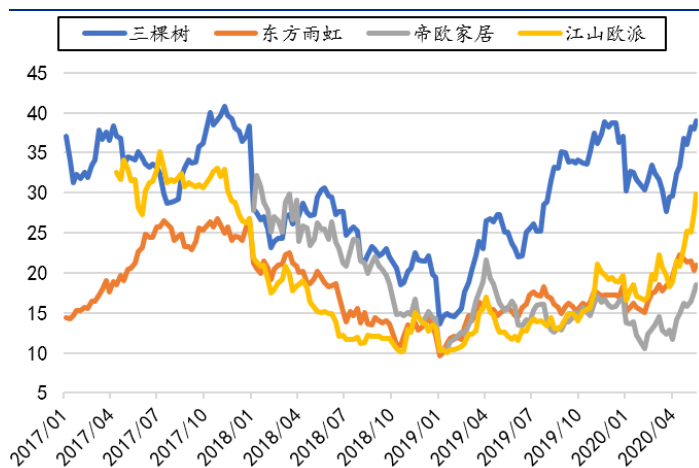


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：江山欧派、东方雨虹工程业务占比均过半

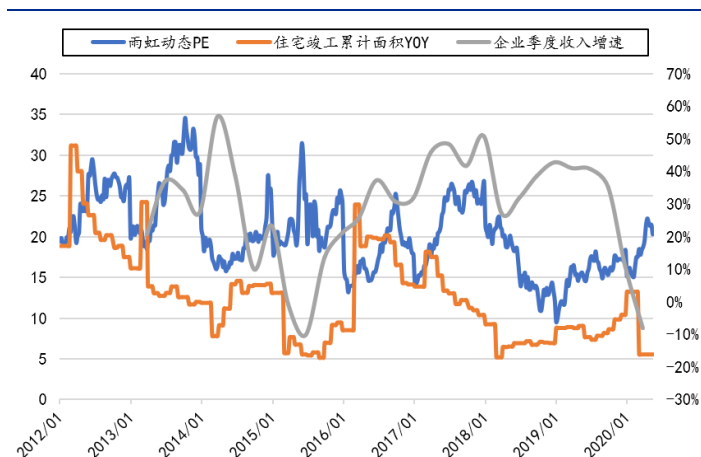
增长预期提升拉动估值提升：2019 年以来，竣工需求旺盛、行业格局好转、企业增长加速等多重原因叠加，以工程业务为核心渠道的家具建材企业普遍迎来加速增长期。对高业绩增长的追逐及业绩对估值的快速消化使得企业估值普遍提升，市场对于地产及竣工需求预期的修复成为带动企业估值修复的重要驱动：由于较弱的地产销售景气预期及业绩增速的回落，工程大宗业务为主的企业 2018 年估值一度降至 10-15 左右历史底部水平；2019Q1 地产竣工与开工数据的长期背离及积累项目逐步进入竣工期，市场对于 2019-2020 年的竣工需求拉动的预期修正也带动了工程类企业估值的回升。2012 年以来，竣工数据改善直接带动东方雨虹季度收入的增长，并且带动企业估值上移，反之亦成立。

图 40: 工程业务为主的家具建材企业动态 PE 水平 (采用市场一致预期计算)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 41: 东方雨虹动态 PE 与地产竣工、企业业绩增长



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

雷慧华、骆恺骐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	姜东亚	北京区域销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034