



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

地产链系列报告2

地产销售复苏初见端倪，产业链投资正当时

西南证券研究发展中心
房地产团队 池天惠/刘洋
2023年3月

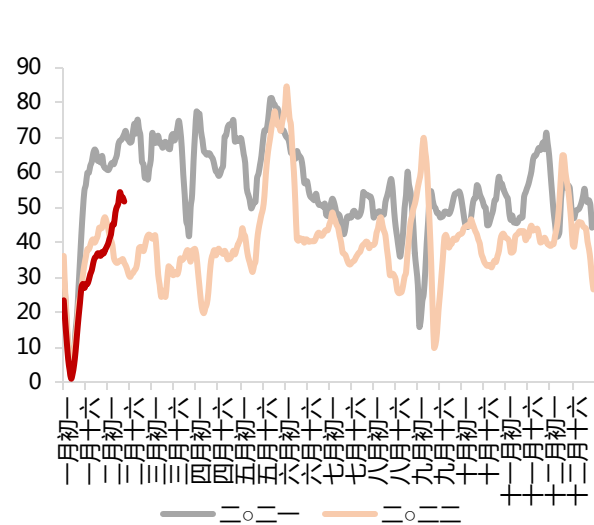
➤ **新房销售点状回暖，楼市复苏初见端倪。**从近期市场各种观测数据可以看出，当前市场的修复处于起步阶段，前期宽松政策和低房贷政策起到了一定效果，但复苏势头还是点状的、缓慢的，我们判断对于地产产业链行情的催化尚未结束。

1) 热点城市点状复苏：从监测重点30城备案数据来看，2月呈点状复苏，供应低位回升，环比增长7%，成交端强势反弹，同环比涨幅都超过40%，成交规模与去年12月持平，**前两个月累计成交增幅为0%**。截至3月3日，**23年新房成交面积累计同比+5%**，其中一线、二线、三线城市分别同比-8%、+4%、+22%。

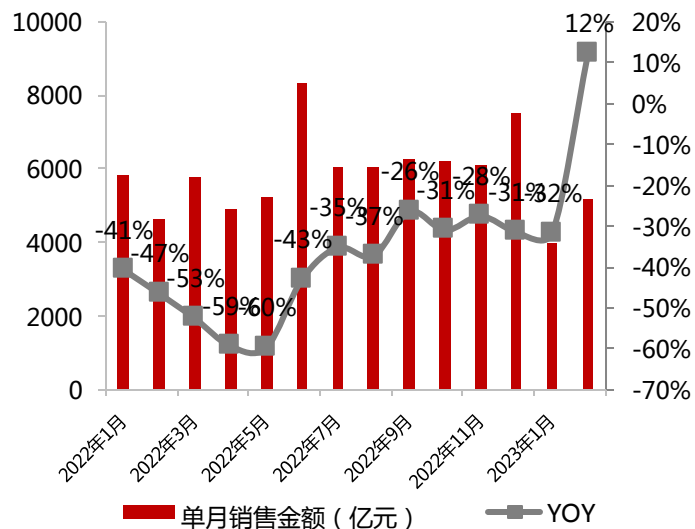
2) 部分房企销售率先恢复：百强房企操盘金额2月单月环比增长29.1%，同比增长14.9%，**1-2月累计操盘金额同比降幅略有收窄，同比-11.6%**。央国企和部分优质民企韧性较强，中海、华润、招商、华发等央企累计同比增幅在50%以上，保利、绿城、建发等第二梯队累计同比增幅20%-30%。

3) 新房价格指数止跌：国家统计局发布的70城房价指数，**1月份全国70个城市新建商品住宅价格指数环比涨幅为0.0%**，这是70城新房价格一年来首次环比止跌，其中一线城市商品住宅销售价格环比转涨、二三线城市环比降势趋缓，70个大中城市中新建商品住宅和二手住宅销售价格环比上涨城市分别有36个和13个，比上月分别增加21个和6个，郑州、武汉、天津、福州、徐州等共计15城房价结束“3连降”。

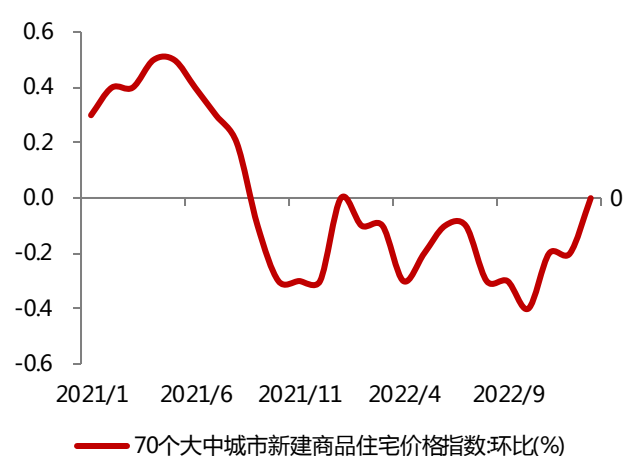
图：30大中城市商品房成交面积



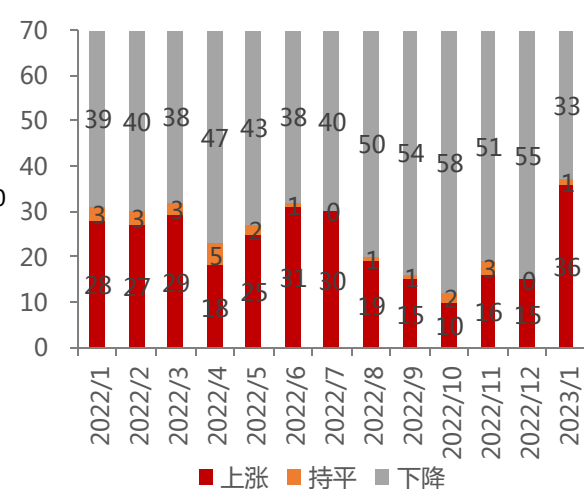
图：百强房企销售金额



图：70个大中城市商品住宅价格指数环比



图：70个大中城市商品住宅价格指数城市变动数量

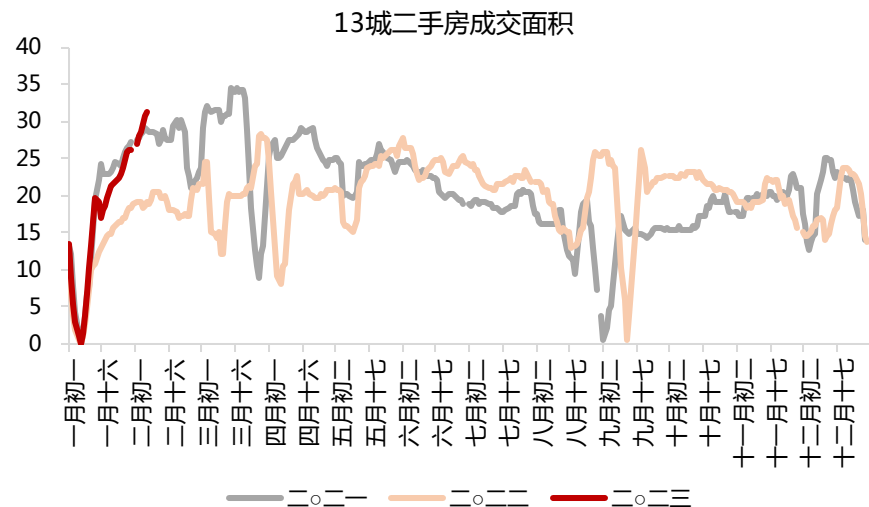


- **二手房恢复好于新房，近期热点城市呈现出全面回暖的状态。**根据克尔瑞统计数据，近两周二手房市场呈现大幅修复，第8周（02.13-02.19）15个重点监测城市成交172.3万平方米，环比上涨17%，同比上涨79%，第9周（02.20-02.26）15个重点监测城市成交204.2万平方米，环比再次上涨19%，同比上涨98%。市场大幅修复，规模创近一年以来周度新高，同比接近翻倍。热点城市二手成交呈现出全面回暖的状态，北京、成都、南京、苏州、杭州等均同环比较大上涨，均创近一年新高。**2月全国16个重点城市成交面积同环比是分别增长了122%和54%，1-2月累计同比增长41%。**

表：近一周（02.20-02.26）二手房市场成交情况

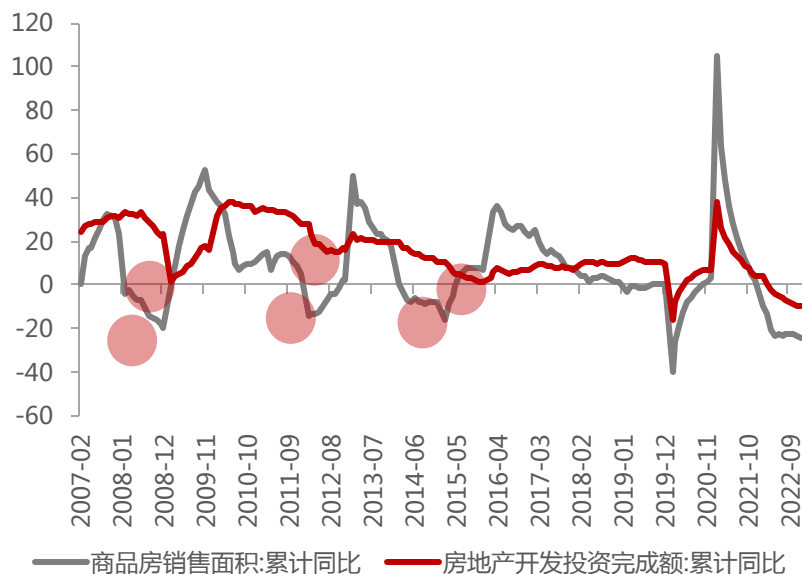
城市	成交面积 (万平方米)	环比涨跌幅	同比涨跌幅	累计同比	较年内周平均 涨跌幅
北京	37.81	15%	36%	4%	57%
深圳	6.79	8%	115%	40%	63%
成都	53.82	16%	136%	57%	71%
南京	20.07	16%	52%	29%	42%
佛山	16.47	29%	102%	42%	57%
杭州	16.29	43%	152%	3%	124%
青岛	15.62	17%	432%	201%	84%
苏州	13.42	23%	147%	25%	37%
东莞	7.07	17%	246%	117%	52%
大连	6.07	17%	84%	20%	38%
厦门	5.72	14%	46%	-10%	55%
舟山	1.95	3%	62%	-15%	91%
宝鸡	1.3	14%	-12%	-6%	62%
资阳	1.21	34%	49%	45%	13%
渭南	0.58	-8%	30%	90%	27%

图：13城二手房成交面积（万平）

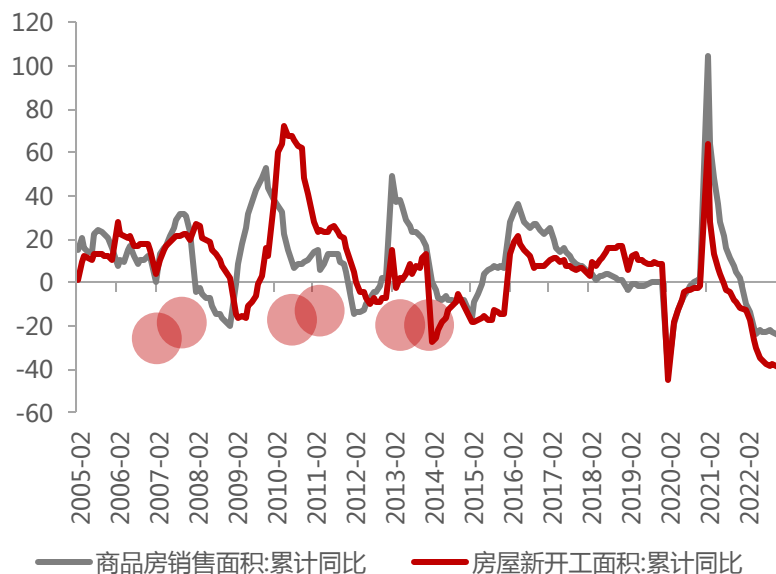


- **复盘历次房地产行业的复苏过程，销售数据回暖通常领先于投资、开工及竣工数据。**复盘08-09、11-13、14-16三次房地产行业的复苏过程可以发现，销售数据回暖具有一定的领先性。2008 年地产销售拐点（08M12）领先于房地产投资（09M2）、新开工（09M3）、竣工（08M12）拐点；2014年地产销售拐点（15M2）领先于房地产投资（15M12）、新开工（15M8）、竣工（15M8）拐点。目前地产销售拐点已经初步显现，2023 年开工、竣工数据有望回暖。从历史来看，**销售拐点大概领先新开工拐点3-6个月，领先于竣工拐点3个月左右。**
- **由于此次行业下行同时伴随房企现金流压力，保交下预计竣工数据更有韧性。**由于当前房企普遍存在现金流压，预计新开工数据恢复仍需一定时间，保交付支撑下竣工端更具韧性，根据克尔瑞统计2022年年末复工面积为4000多万平方米，目前六成左右的项目正常复工，但各城市复工进度存在差异。据百年建筑统计，**截至二月初二（2023年2月21日），全国12220个工程项目开复工率为86.1%，农历同比提升5.7个百分点**，春节后第三周以后项目开复工明显加快，第三周和第四周均高于去年同期。

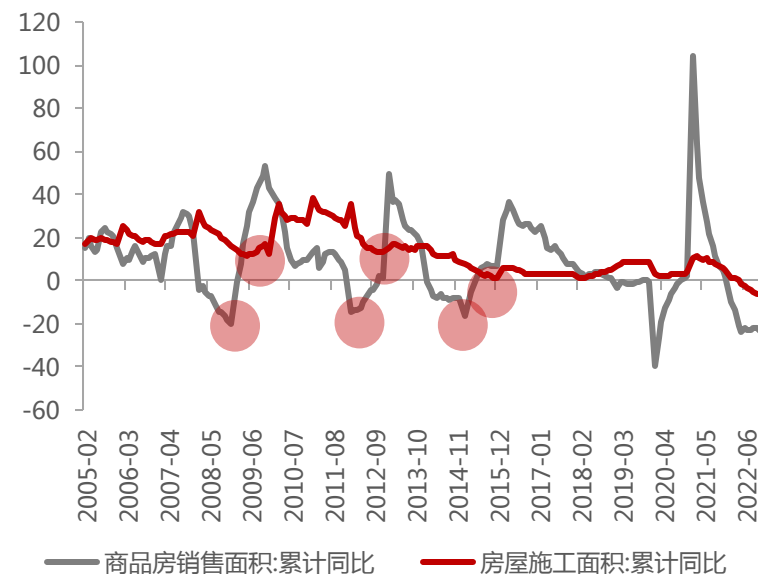
图：开发投资拐点滞后于销售面积拐点



图：新开工面积拐点同步或滞后于销售面积拐点



图：房屋竣工面积滞后于销售面积拐点



- **保交付工作在稳步开展，预计2022年延期交付项目带动2023年竣工数据回升。**根据历史房地产竣工面积在销售中的占比，测算当前延期交付住宅对2023年竣工的拉动作用。通常销售至竣工时间约为1-3年，我们假设每年已销售住宅在1年/2年/3年后竣工的比例分别为30%/60%/10%，从历史来看，2018-2021年住宅竣工面积在这一加权平均销售面积中的比例稳定在均值为47%。由于2022年部分楼盘停工，导致正常的施工周期延长，这一比例降至40.4%。假定在正常情况下2022年的竣工占比为47%，则理论竣工面积应为7.3亿平，故约有1.0亿平存在延期交付。考虑到2023年行业流动性压力仍未完全缓解，但政策上对于保交付支持力度较大，中性假设下认为竣工面积在加权平均销售面积中的比例提升至45%，竣工面积约6.5亿平，另外2022年延期面积中50%于2023竣工，则**合计竣工面积为7.0亿平，竣工面积增速提升至11.7%**。

表：住宅竣工与1-3年内销售面积比例测算

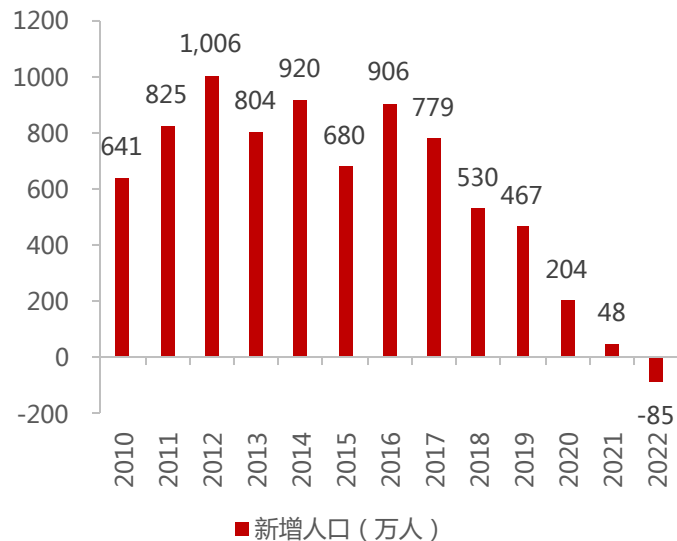
单位：亿平方米	住宅销售面积	住宅竣工面积	竣工面积占比
2011	9.7	7.2	-
2012	9.9	7.9	-
2013	11.6	7.9	-
2014	10.5	8.1	78.2%
2015	11.2	7.4	66.6%
2016	13.8	7.7	71.2%
2017	14.5	7.2	60.2%
2018	14.8	6.6	48.1%
2019	15.0	6.8	46.9%
2020	15.5	6.6	44.5%
2021	15.7	7.3	48.2%
2022	11.5	6.3	40.4%

表：2023年竣工增速测算

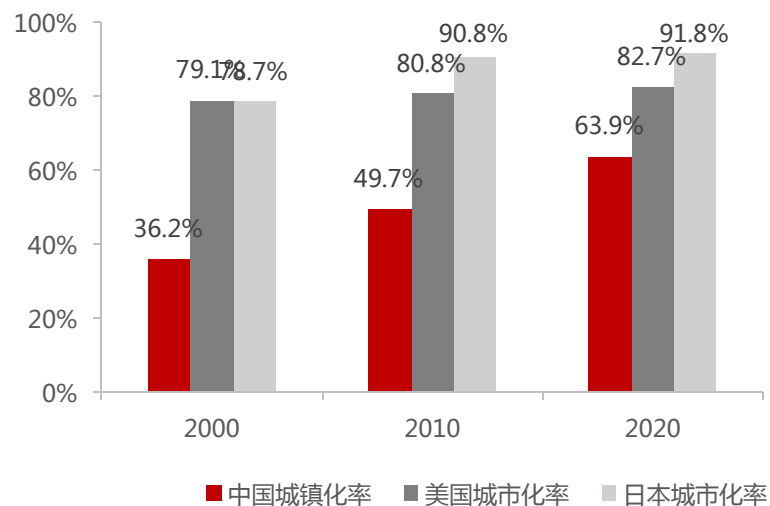
	实际竣工面积	理论竣工面积	实际竣工占比	理论竣工占比	延期交付面积	上年递延面积	总计	备注
2022年	6.3	7.3	40.4%	47.0%	1.0	0	6.3	
2023年	6.5	6.8	45.0%	47.0%	0.3	0.5	7.0	假定2022年延期面积中50%竣工
Yoy							11.7%	

- **长周期视角下房地产行业仍处于下行拐点。**地产长周期主要由人口、城市化率等因素决定，近年来我国新增人口数量呈现下滑，2022年我国人口总量较 2021 年减少 85 万人，首度出现负增长，人口周期拐点可能已经到来。同时，近20年我国城镇化率快速提升，我国城镇化率从 2000 年的 36.3%提升至 2020 年的 63.9%，农村人口向城镇人口的转化，催生了住房需求的释放，带动了房地产行业的高速发展。但随着经济的发展、劳动力成本的上升，参考发达国家的历史经验，当城市化率达到一定阶段，城镇化进程将会放缓。总体而言，我国房地产行业已处于长周期拐点，销售规模将呈现稳步下降。
- **长周期来看销售不会快速下降，预计中长期住宅销售规模仍维持在13万亿以上。**
 - 1) 城镇化率提升带来的新增需求**，根据社科院发布的《人口与劳动绿皮书：中国人口与劳动问题报告》，我国城镇化将在“十四五”期间放缓，2035年后进入相对稳定阶段，城镇化率峰值大概率出现在75%至80%，报告预计“十四五”期间中国城镇化率平均每年提高1.03pp，带来住房刚性需求。
 - 2) 人均居住面积提升带来的改善型需求**，据住建部统计，2019年底我国城镇居民人均住房面积达39.8平方米，较上年增加0.8平方米，我国人均住房面积仍有一定提升空间，由此产生改善性需求。
 - 3) 存量改造带来的更新需求**，根据第七次人口普查，我国存量住房中约有 31%建于 2000 年之前，有 55%建于 2000-2015年，这部分房屋的置换将产生更新需求。**整体来看2030年以前住宅销售仍有望维持在13万亿以上。**

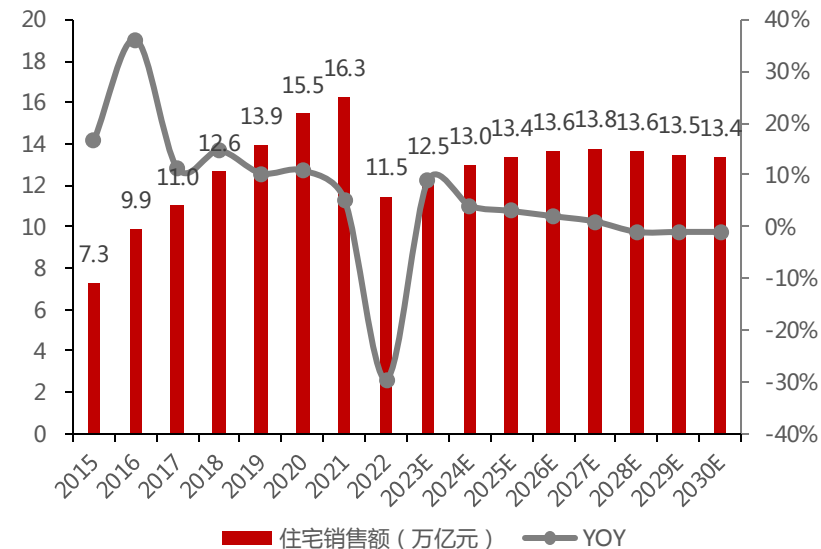
图：新增人口数量



图：中日美城市化率对比

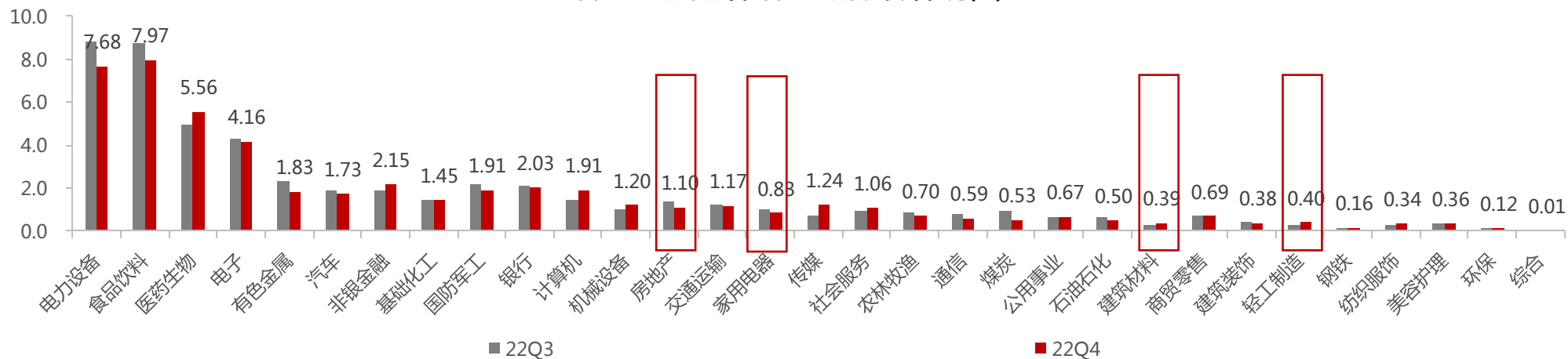


图：住宅销售金额预测

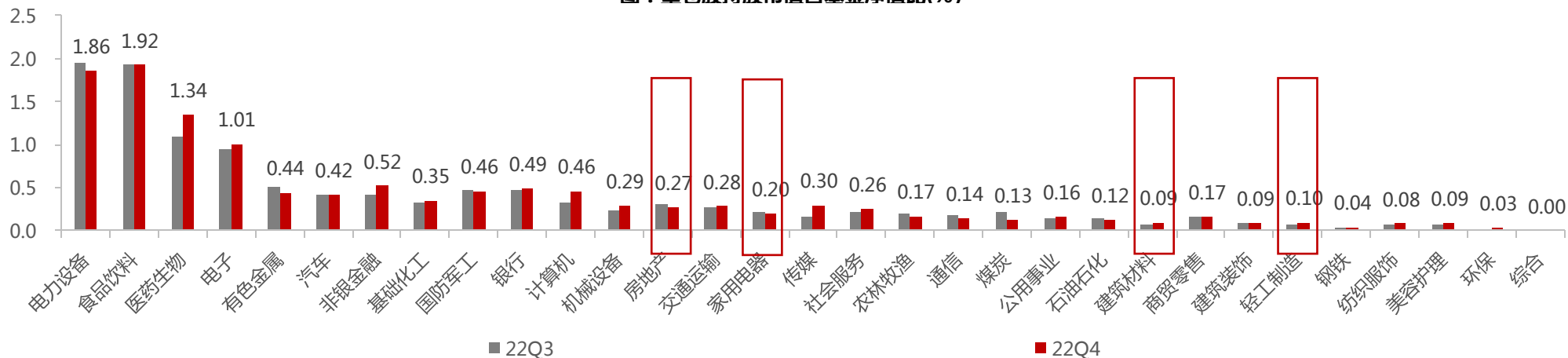


- 22Q4公募基金加仓部分地产链板块、减仓地产开发。以公募重仓股行业分布进行统计，22Q4公募基金减仓地产开发持股市值占基金股票投资市值比由1.4%降至1.1%，地产链板块中部分板块加仓，建筑材料和轻工制造持股市值占基金股票投资市值比分别由0.29%和0.31%提升至0.39%和0.40%，家电行业仍减持0.18个百分点。

图：重仓股持股市值占基金股票投资市值比(%)

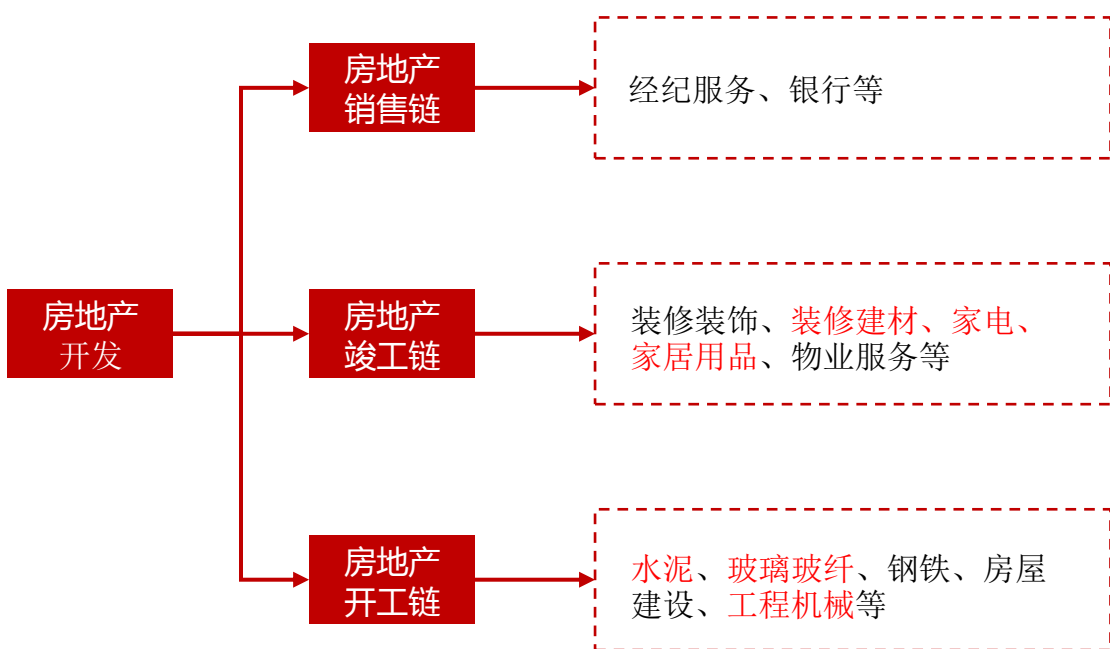


图：重仓股持股市值占基金净值比(%)



- **房地产产业链细分行业众多，主要可分为房地产开发、房地产销售链、房地产竣工链和房地产开工投资链几大类。**本文主要选取竣工链中的装修建材、白色家电、家居用品，以及开工链中的水泥、玻璃玻纤、工程机械等申万二级子行业进行研究及复盘，涉及的申万一级行业主要为建材、轻工、家电、机械等。从基本面来看，地产周期传导过程一般为基本面恶化-政策放松-基本面修复-政策收紧，而从行情表现来看，**房地产开行情主要靠政策驱动，房地产竣工链更注重基本面数据验证。**

图：地产产业链主要分类及相关行业



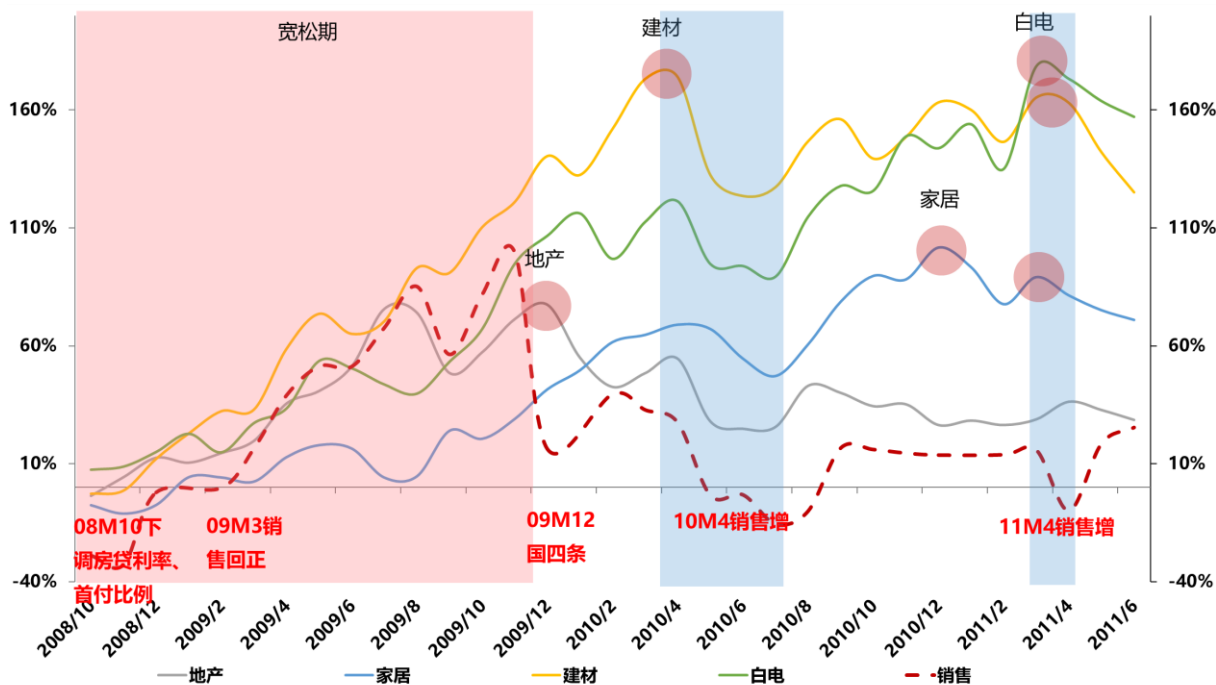
表：历次地产宽松周期地产链行情表现对比

时间	观测指标	房地产开发	家居用品	装修建材	白色家电	工程机械	水泥	玻璃玻纤
08-09年	行情持续时间	15个月	26个月	19个月	30个月	30个月	30个月	30个月
	区间超额收益	78%	126%	174%	179%	246%	211%	200%
时间	观测指标	房地产开发	家居用品	装修建材	白色家电	工程机械	水泥	玻璃玻纤
11-12年	行情持续时间	19个月	23个月	27个月	26个月	-	-	-
	区间超额收益	26%	57%	36%	53%	-	-	-
时间	观测指标	房地产开发	家居用品	装修建材	白色家电	工程机械	水泥	玻璃玻纤
14-15年	行情持续时间	23个月	13个月	39个月	38个月	-	34个月	24个月
	区间超额收益	77%	99%	99%	151%	-	61%	52%
时间	观测指标	房地产开发	家居用品	装修建材	白色家电	工程机械	水泥	玻璃玻纤
21-22年	行情持续时间	6个月	-	-	-	-	6个月	-
	区间超额收益	23%	-	-	-	-	23%	-

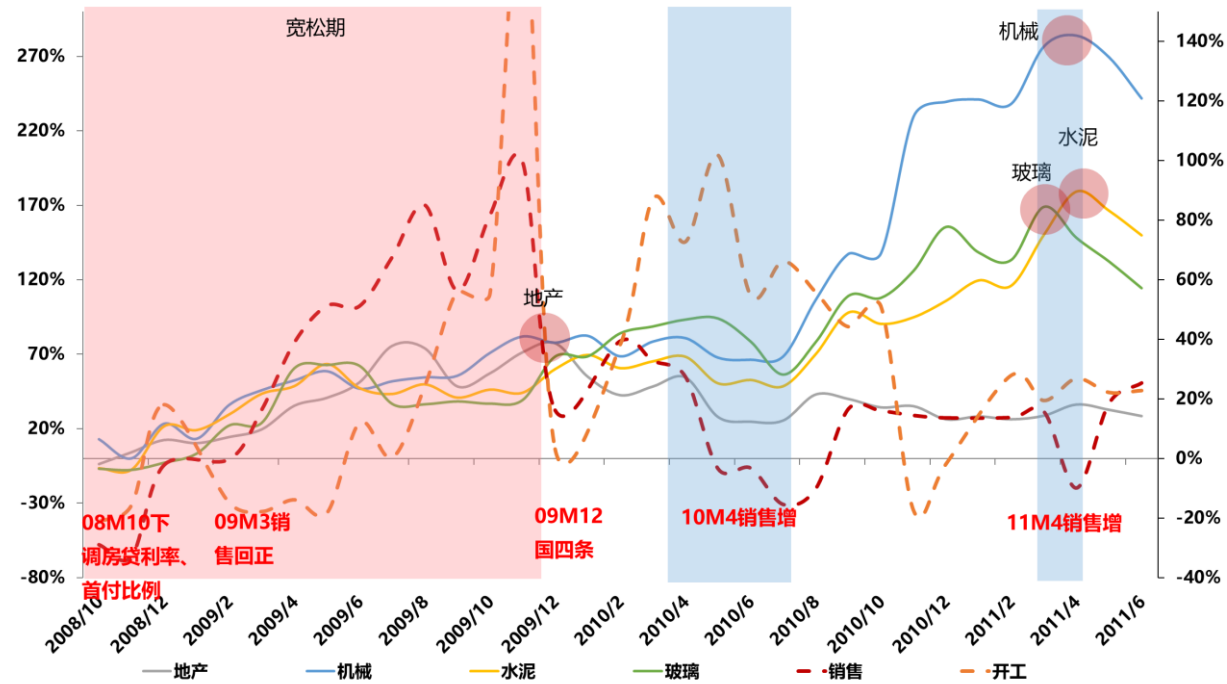
➤ 【08-09年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：08M0-09M12政策放松催化地产行情，09M12国四条出台政策转型收紧，地产呈现回调。
- ✓ **竣工链**：政策放松下销售增速同步提升，带动竣工链上涨，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，其中销售增速有两次下探，10M4-10M8销售增速持续下滑至0%以下，建材行情见顶，但随后销售增速回正，11M4销售二次下探，竣工链行情结束。
- ✓ **开工链**：此轮行情开工链与竣工链整体上涨节奏相同，基本面复苏时开启上涨，11M4销售二次下探时行情结束。

图：08-09年地产竣工链行情复盘



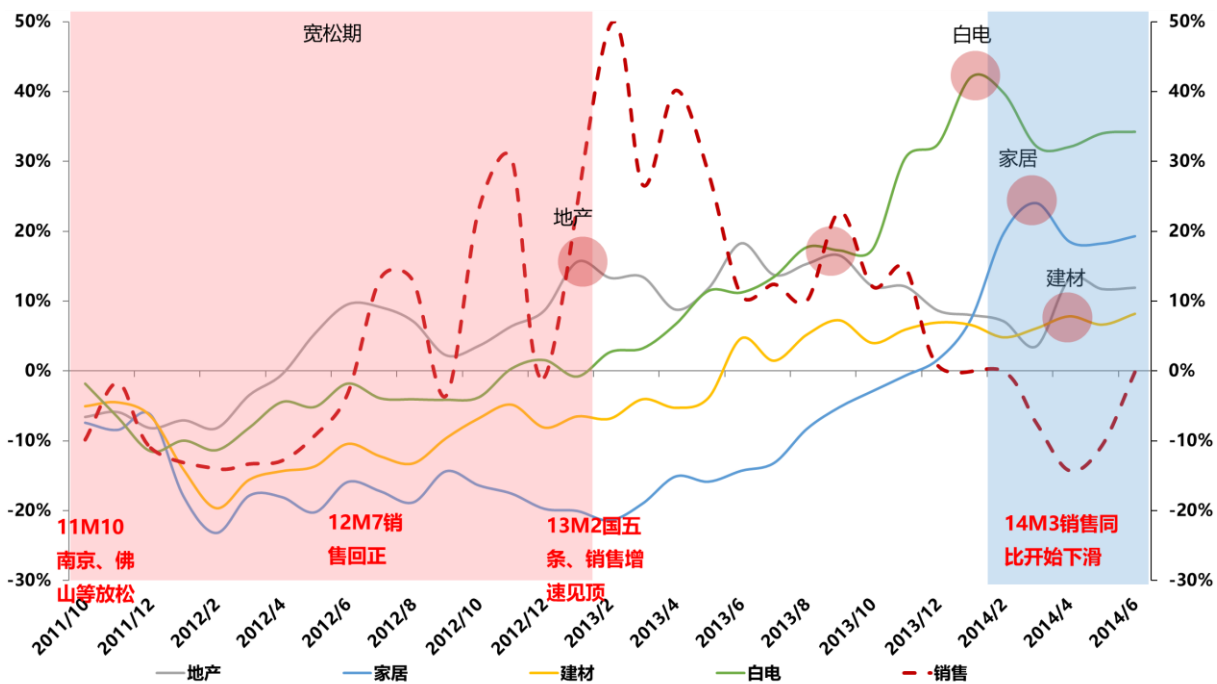
图：08-09年地产开工链行情复盘



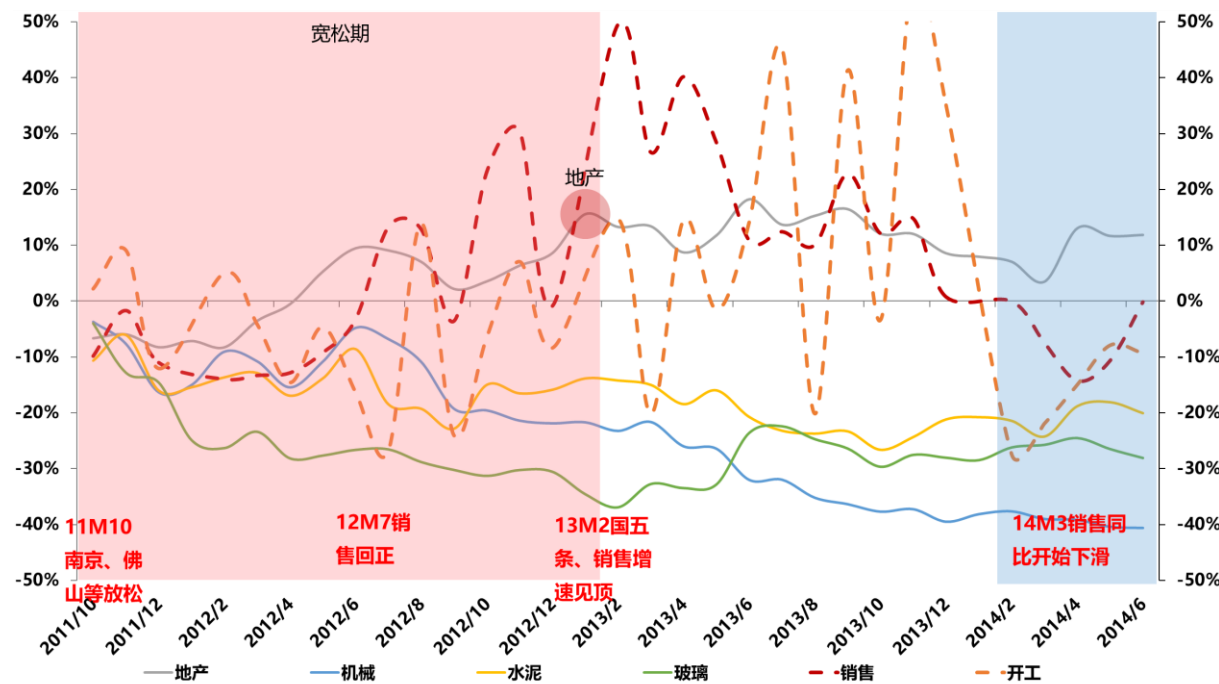
➤ 【11-12年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：11M10-13M2政策放松催化地产行情，13M2国五条出台政策转型收紧，但由于销售表现较好，至13M9基本走平，滞后出现回调。
- ✓ **竣工链**：政策宽松下销售增速于12Q1见底，开工链行情开始启动，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，至14M3销售增速持续下滑至0%以下，竣工链各板块先后见顶。
- ✓ **开工链**：此轮行情中开工链无明显主升浪行情，与政策及基本面相关性较弱。

图：11-12年地产竣工链行情复盘



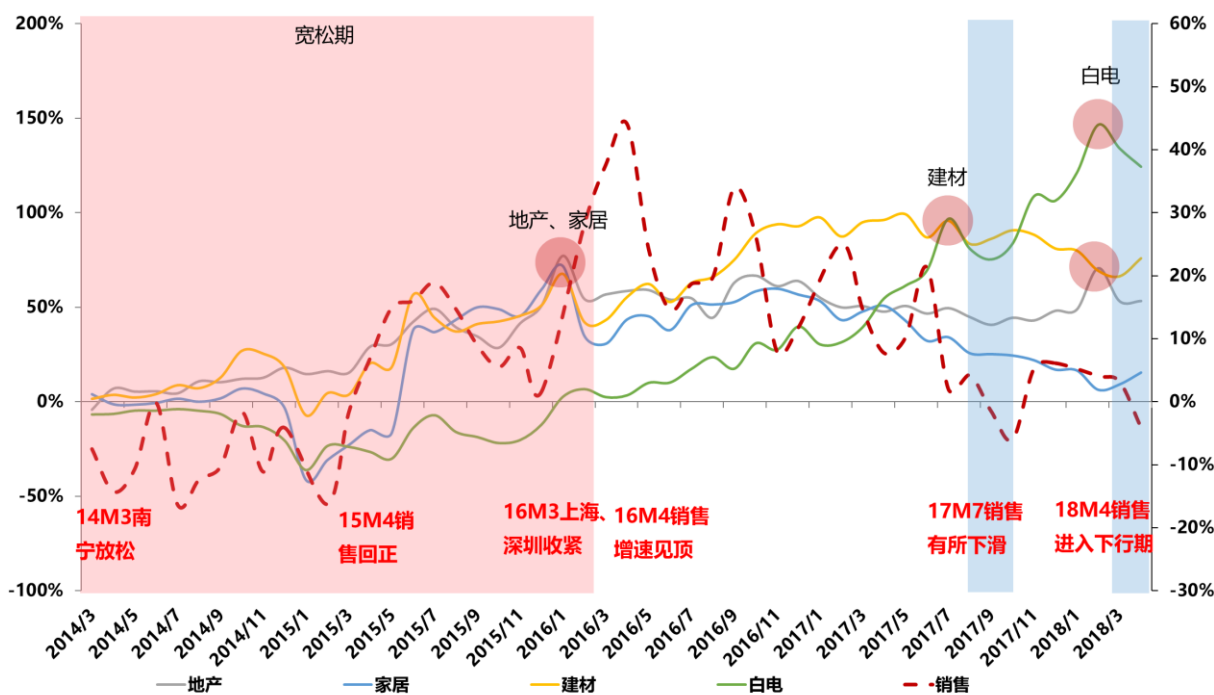
图：11-12年地产开工链行情复盘



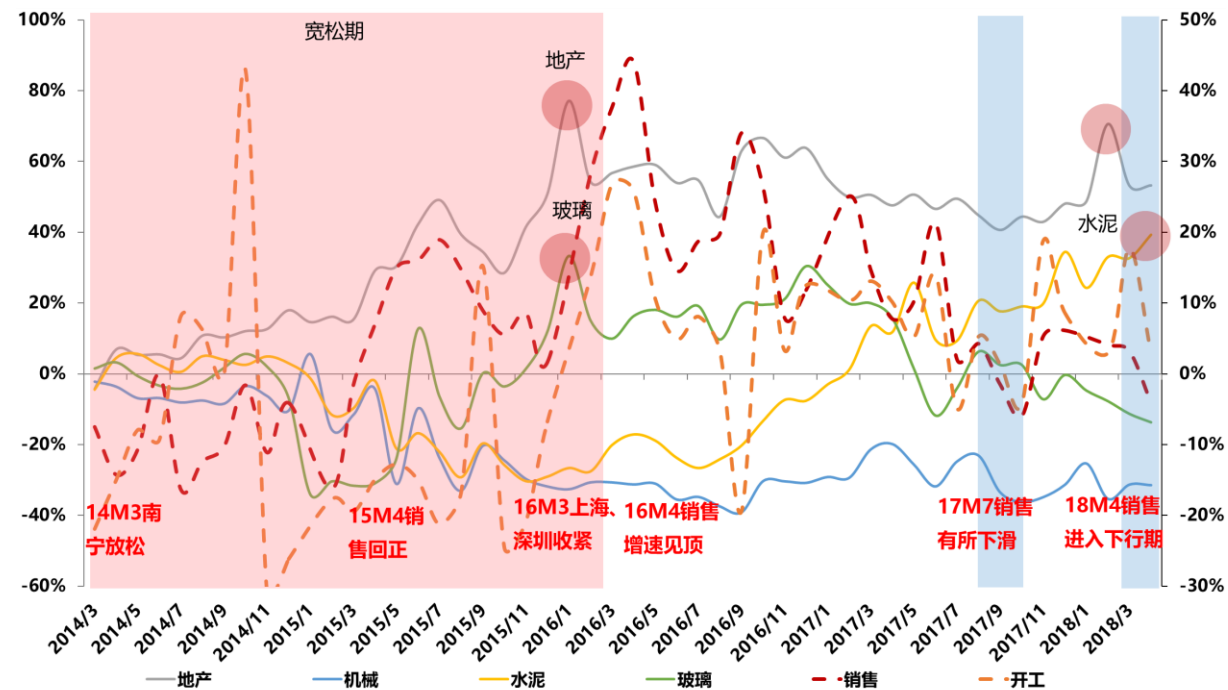
➤ 【14-15年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：14M3-16M3政策放松催化地产行情，15M3上海、深圳等政策转向收紧，地产板块走平。
- ✓ **竣工链**：政策放松后销售修复有所滞后，地产链启动时间滞后于地产开发，约在15M2见底，政策宽松期结束后销售保持正增长，竣工链行情仍具有持续性，仅家居和地产同时见顶，此后销售两次下探，17M9销售增速降至0%以下，建材见顶，18M4销售增速再次降至0%以下，白电见顶。
- ✓ **开工链**：此轮行情中开工链呈现较强分化，其中玻璃于15M1见底，滞后于地产，但与地产同步见顶；水泥于15M11见底，后续行情一直持续至18M8；工程机械未出现明显主升浪行情。开工链行情整体表现与政策及基本面相关性较弱。

图：14-15年地产竣工链行情复盘



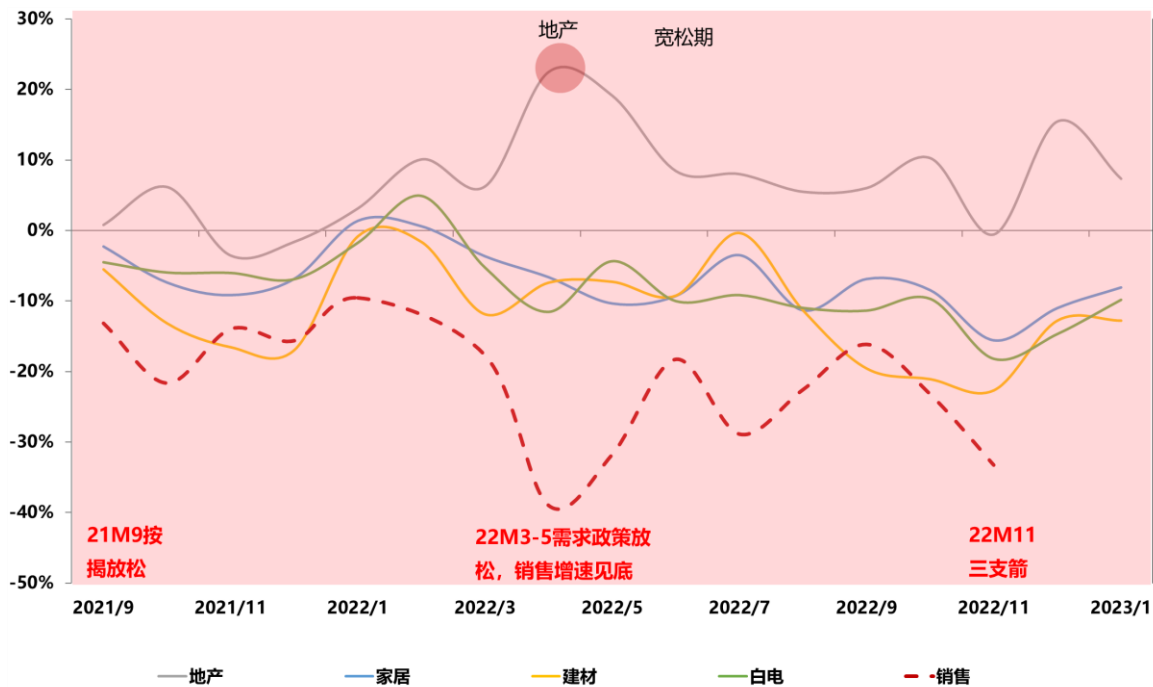
图：14-15年地产开工链行情复盘



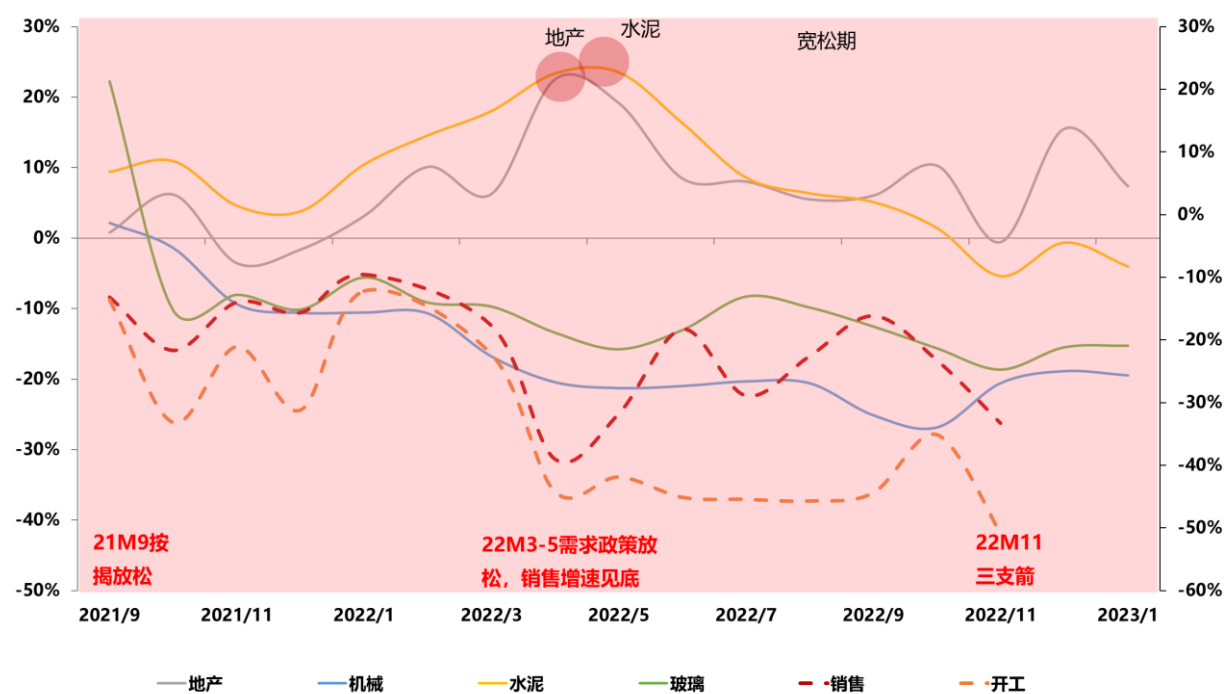
➤ 【21-22年地产链行情复盘】

- ✓ **地产开发**：21M9政策开始放松，地产行情启动，至22M4政策密集期见顶。
- ✓ **竣工链**：此轮行情仍处于政策博弈阶段，尚未演绎至基本面修复阶段。销售增速正在-20%至-30%区间震荡，产业链整体无主升浪行情。
- ✓ **开工链**：水泥与地产走势趋同，其他板块无主升浪行情。

图：21-22年地产竣工链行情复盘



图：21-22年地产开工链行情复盘

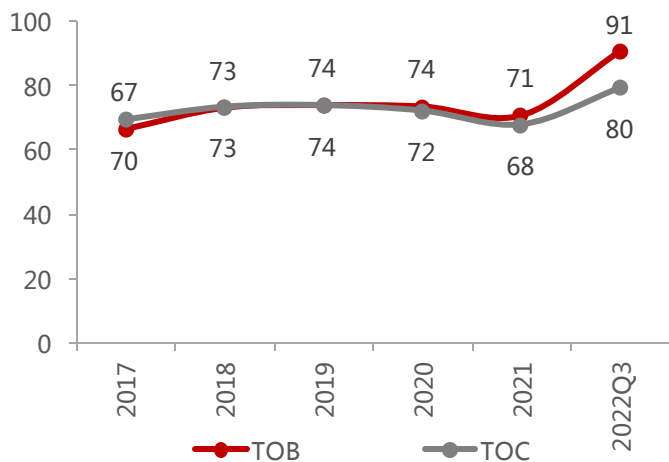


□ 【核心结论】

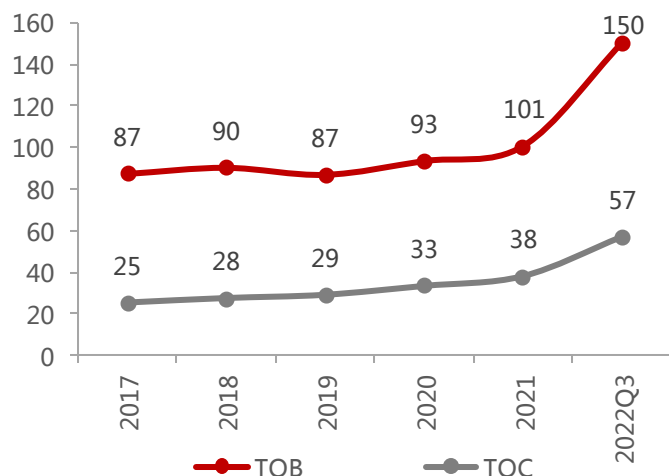
- 1) **地产产业链行情表现可大致分为政策博弈和基本面修复两个阶段**，房地产开发行情主要靠政策驱动，第一阶段弹性较强，房地产竣工链则更注重基本面数据验证，第二波上涨持续性更强，通常伴随更大涨幅。
- 2) **房地产开发行情核心变量为政策**，通常为基本面恶化倒逼政策宽松，行情自政策转向宽松开始启动，至政策转向收紧结束，该时点通常在销售增速见顶附近。
- 3) **房地产竣工链核心变量在于销售增速**，政策宽松期通常伴随销售的修复，竣工链各板块与地产开发同步启动或有所滞后，但并不会随着政策转向收紧与地产同步结束，销售保持正增长的情况下行情仍能持续，见顶信号常表现为销售增速下探至0%以下。开工链行情整体表现与政策及基本面相关性较弱。
- 4) **此轮地产链行情仍处于政策博弈阶段，基本面修复阶段刚开始演绎**，与之前几轮行情不同之处在于政策放松至销售修复的时间拉长，第一阶段地产链并未同地产开发同步上涨。**后期核心在于跟踪基本面修复数据**，销售上行时产业链（主要为竣工链）或将走出估值修复行情。

- **地产下行压力下，地产链 ToC 企业受地产下行压力影响相对较小。** ToC 企业产品以零售为主，商业模式更具有消费属性，竞争力更依赖于产品的多样性、品牌知名度、门店分布等。而 ToB 企业则依赖于供货能力、垫资能力和服务能力，销售及回款受单一地产大客户影响更大。从财务数据来看，2022 年前三个季度地产链 ToC、ToB 企业财务指标均有恶化，但地产链 ToB 企业受影响程度明显更大。1) **销售**：地产下行压力下，地产链企业存货周转天数明显提升，截至22Q3 ToC和ToB企业存货周转天数分别由21年末的68天和71天上升至80天和91天，ToB企业周转速度下降更快。2) **回款**：地产链企业应收账款周转天数明显上升，截至22Q3 ToC和ToB企业存货周转天数分别由21年末的38和101天上升至57天和150天，3) **现金流**：地产链企业全部资产现金回收率明显下降，其中ToB企业2021年已出现大幅下降，截至22Q3 已降至负值，恶化更为明显。

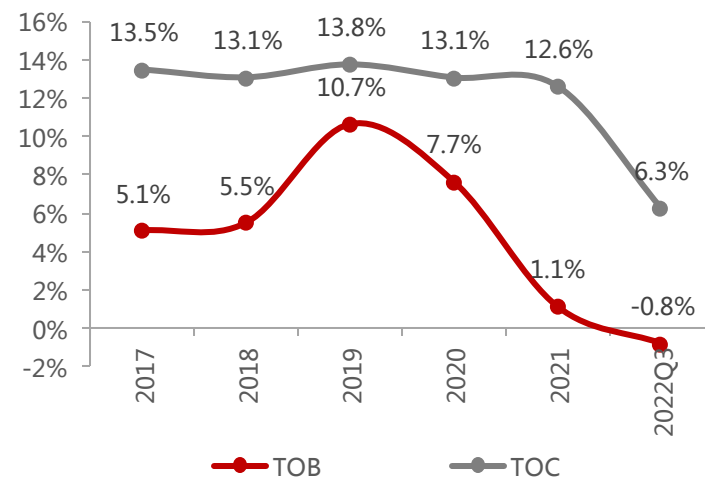
图：地产链企业存货周转天数



图：地产链企业应收账款周转天数



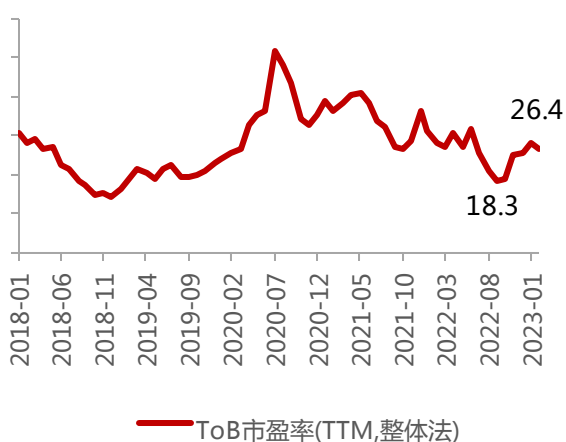
图：地产链企业全部资产现金回收率



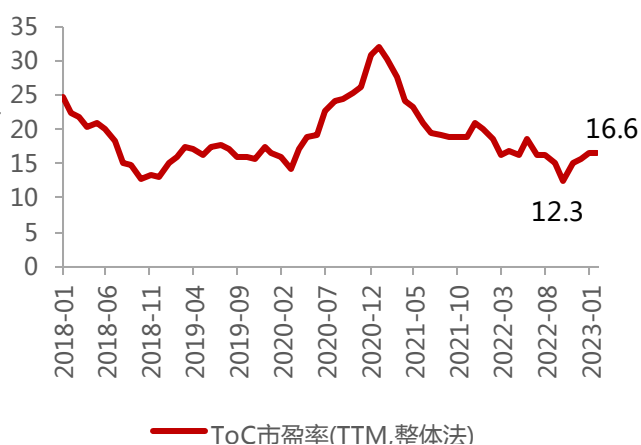
注：ToB样本企业包括东方雨虹、江山欧派、蒙娜丽莎、东鹏控股、三棵树、亚士创能、苏博特
 ToC样本企业包括海尔智家、美的集团、老板电器、坚朗五金、伟星新材、欧派家居、索菲亚

- 地产融资政策下ToB估值修复幅度更大，ToC企业估值仍存在修复空间。对比2022年11月以来链ToC、ToB企业估值修复情况，**样本企业中ToB企业估值于2022年9月见底，2月末较底部18.3提升45%至26.4**，ToC企业估值于2022年10月见底，2月末较底部12.3提升34%至16.6，融资政策支持下由于ToB企业边际受益更大，估值修复幅度更大。
- 销售复苏逻辑下，ToC企业前期估值提升幅度更小，后续赔率或高于ToB企业。从细分板块来看，当前地产链板块仍处于2015年以来估值分位数较低区间，除厨卫电器外，其余板块估值分位数仅处于30%以下，以2018年以来统计，**卫浴制品、定制家居估值分位数分别处于79%和62%**，**厨卫电器、装修建材、成品家居恢复至50%左右**，白电、黑电、小家电仍处在较低水平，存在修复空间。后续看好具备消费和ToC属性的白电、小家电及消费建材、家居板块中C端业务占比较高的企业。

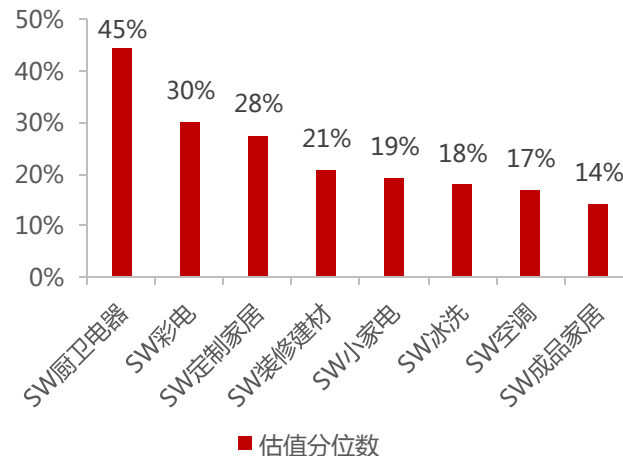
图：ToB市盈率(TTM,整体法)



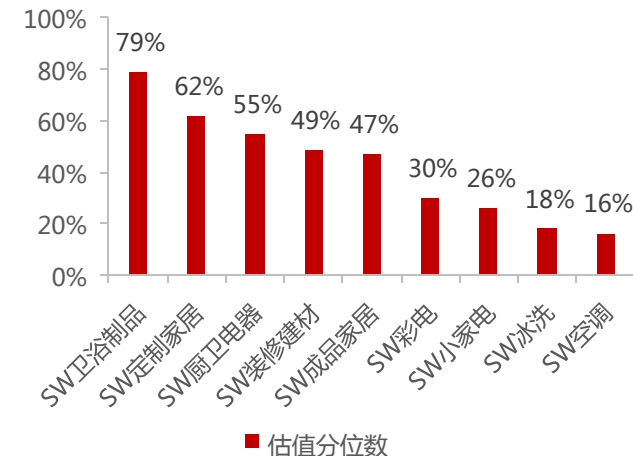
图：ToC市盈率(TTM,整体法)



图：2015年以来地产链板块估值分位数



图：2018年以来地产链板块估值分位数



注：ToB样本企业包括东方雨虹、江山欧派、蒙娜丽莎、东鹏控股、三棵树、亚士创能、苏博特
ToC样本企业包括海尔智家、美的集团、老板电器、坚朗五金、伟星新材、欧派家居、索菲亚

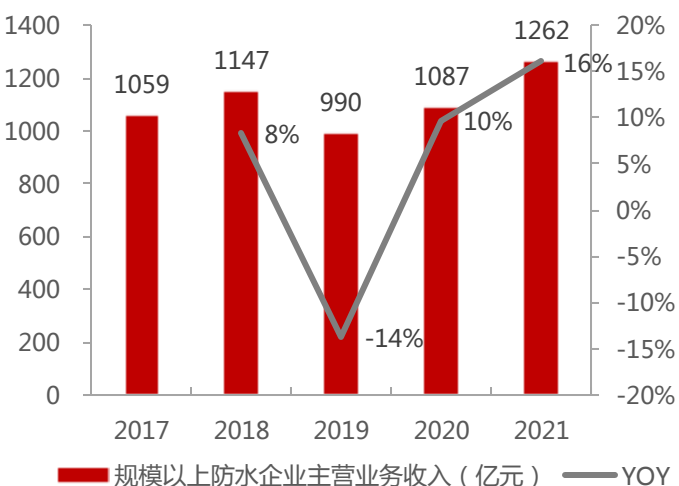
- **存量业务支撑长期需求，精装修渗透率提升利好B端业务。**我国部分城市已进入存量时代，以北京、深圳为例，二手房成交占比接近60%，预计建材的家装需求中二手房将起到重要支撑。此外，据住建部初步统计全国共有老旧小区近16万个，涉及居民超过4200万户，建筑面积约为40亿平方米，据国务院估算我国城镇需综合改造的老旧小区投资总额可高达4万亿元，庞大的存量住房会带来巨大的维修、养护、增值需求。近年来精装修渗透率快速提升，二、三线及以下城市精装修渗透率仍有较大提升空间，B端消费建材龙头企业将继续受益。
- **行业格局分散，大B端集采助力集中度提升。**消费建材跨越土建和装修两个应用阶段，因此同时具备工业品和消费品双重属性，通常在装修阶段使用比例越高的品类，消费属性越强，终端客户中C端占比越高。目前防水、管材、瓷砖、涂料等消费建材市场分散，还存在大量中小型低端产能满足地方市场。在地产行业集中度提升的背景下，考虑到地产企业采购建材采用集采模式，对建材企业资金、质量、品牌和服务均有更高的要求，因此优质的龙头企业更易中标，头部品牌集中度有望加速提升。

表：2022年TOP500房地产企业对各消费建材的品牌首选率

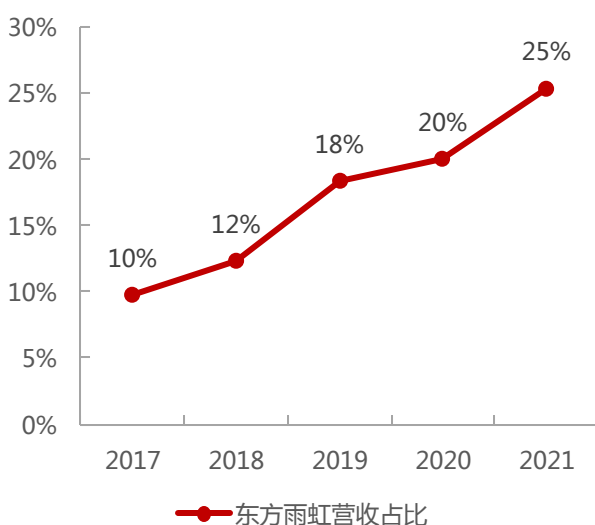
石膏板类		管件管材类		门窗五金类		建筑陶瓷类		防水材料类		保温材料类		涂料类	
品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
龙牌	27%	联塑	30%	坚朗	20%	马可波罗	21%	东方雨虹	30%	亚士创能	16%	立邦	18%
泰山石膏	18%	日丰	15%	兴三星	17%	蒙娜丽莎	18%	科顺	18%	三棵树	14%	三棵树	17%
杰科	15%	伟星新材	14%	国强	13%	欧神诺	14%	北新防水	10%	立邦	14%	亚士漆	9%
可耐福	8%	宏岳管业	10%	合和	13%	宏宇陶瓷	12%	卓宝	10%	富思特	11%	富思特	9%
兔宝宝	7%	多联实业	9%	丝吉利娅	8%	欧美	11%	雨中情	8%	卧牛山节能	11%	德爱威	9%
洛斐尔	6%	公元	7%	诺托	6%	东鹏	9%	三棵树防水 (含大禹九鼎)	7%	君旺保温	9%	嘉宝莉	8%
优时吉博罗	6%	川路	6%	雄进	4%	能强	8%	凯伦	6%	普莱斯德	7%	美涂士	6%
千年舟	4%	中财	3%	立兴杨氏	3%	诺贝尔	4%	大禹防水	4%	金隅	6%	巴德士	4%
莫干山	3%	中德管材	3%	格屋	3%	冠珠	2%	蓝盾	3%	泰恒	3%	久诺	3%
杰森	2%	金鹏管材	2%	田边	2%	简一	1%	远大洪雨	3%	万华	3%	多乐士专业	2%

- **防水材料：一超多强，集中度加速提升。**根据中国建筑防水协会数据，2021年规模以上防水企业的收入为1262亿元，同比增长16%。防水行业玩家众多，市场集中度较低，我国建材产业相关的企业注册资本在500万之内占绝大多数，超过79万家，占比65%，注册资本在1000万以上的企业数量31万家，仅占总量的2.59%。受益地产商集中度提升以及地产集采管控成本，防水材料上市龙头企业市占率持续提升。目前东方雨虹、科顺股份稳居前两位，东方雨虹已形成绝对龙头地位，2021年东方雨虹营收占规模以上企业的收入比重达到25%，占比不断提高。
- **陶瓷砖：行业市场规稳步增长，落后产能逐步出清。**根据中国建筑卫生陶瓷协会，2017-2021年我国陶瓷砖规模以上企业主营业务收入由 2772 亿元增至 3459 亿元，规模稳步增长，2021 年陶瓷砖产量 89 亿平方米，同增 4.6%。行业格局极为分散，2021年我国建筑陶瓷企业数量约2000家，CR5仅不足5%。环保政策压力下，生产瓷砖所需的原材料等相关成本的提高，导致行业内小企业的生存压力激增，规模以上陶企数量已由 2017 年的 1402 家减少至 2021 年的 1048 家，行业集中度有望持续提升。

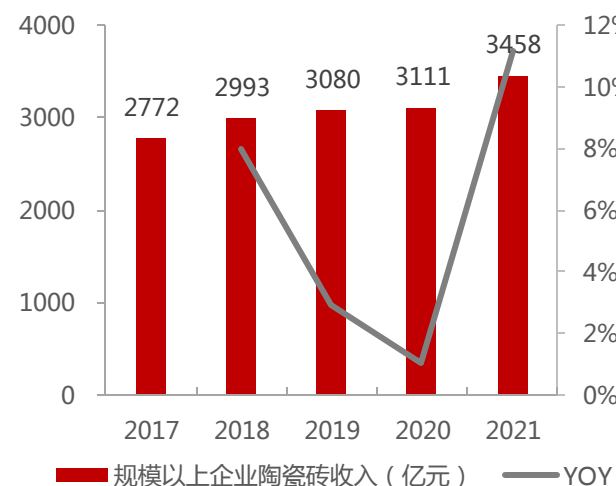
图：规模以上防水企业营收及增速



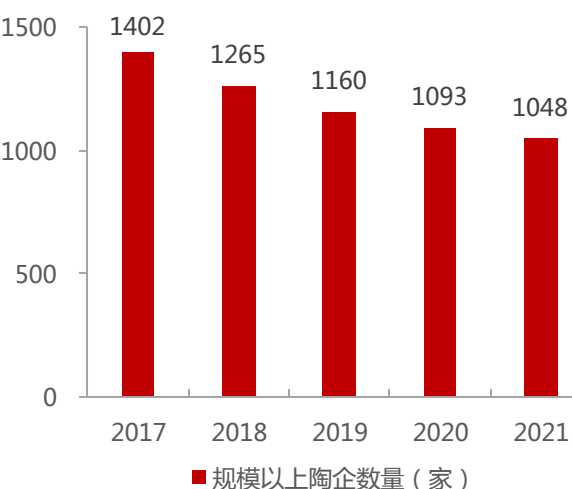
图：东方雨虹营收占规模以上企业的收入占比



图：规模以上陶瓷砖收入及增速

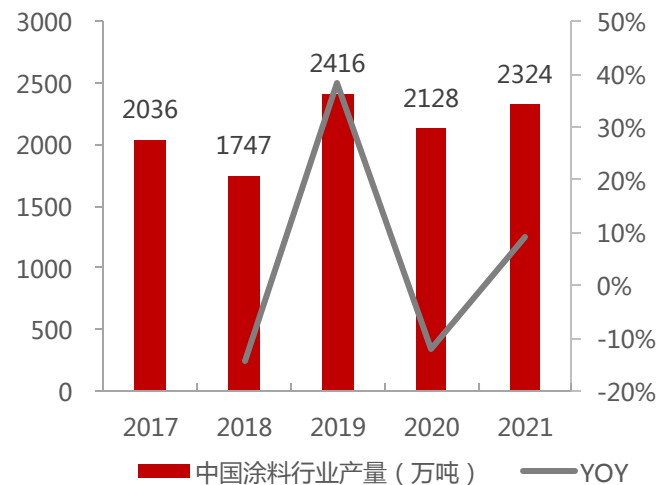


图：规模以上陶企数量

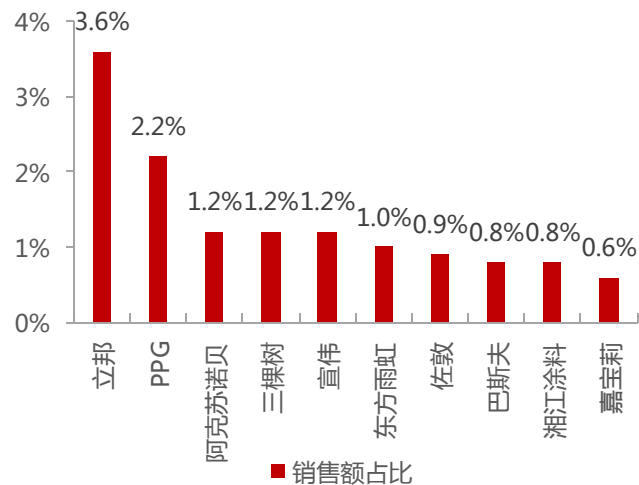


- **建筑涂料：产量低位平稳增长，行业集中度提升趋势明显。**2021年国内规模以上涂料制造企业实现营收3088亿元，同比增长1.12%，市场保持稳定增长态势；近年来国内涂料产量平稳增长，为全球涂料生产大国，据中国涂料工业协会数据显示，2021年全国规模以上涂料企业实现总产量2324万吨，2017-2021年年均复合增速达6.9%。我国涂料行业外资品牌较多，2021年中国涂料前10强企业中，外资企业占据了6席，前10强中仅四家中国企业，分别为东方雨虹、湘江涂料、宣伟和三棵树。涂料市场空间广阔，旧改、二手房重涂、住宅翻新等为工程涂料带来充沛的存量需求空间；同时下游房地产的加速聚集，大企业具备更加完善的产能布局、经销网络和当地大客户资源，行业集中度提升趋势明显。
- **塑料管材：稳定增长，龙头企业强者恒强。**我国已然成为全球最大的塑料管道生产及应用国家，近年来产量整体保持上涨趋势，但由于近年来房地产市场的降温及国家基建投资增速的放缓，产量增速也有所放缓，2021年我国塑料管道产量约为1677万吨，同比增长2.5%。PVC管凭借其价格优势，目前仍是占比最大的塑料管道，但随着市场对管道的质量、性能、环保性能等都提出了新的要求，PE、PP管对PVC管形成了一定的替代。近年来行业集中度稳步提升，2020年我国塑料管道市场中，中国塑联市场占比16.4%、永高股份市场占比4.1%、伟星新材市场占比1.7%，品牌企业之间竞争加剧。

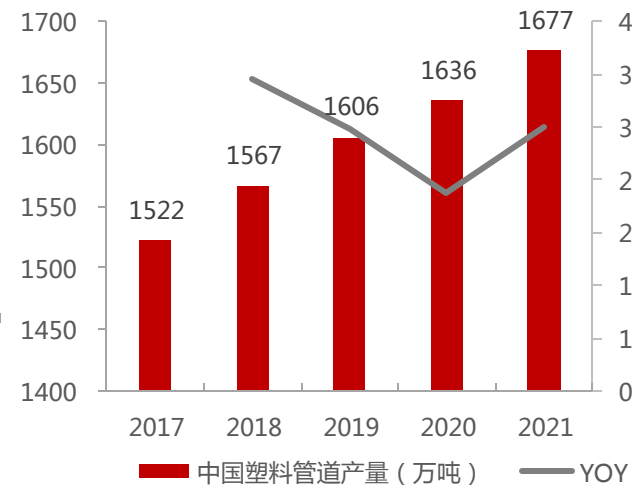
图：中国建筑涂料产量



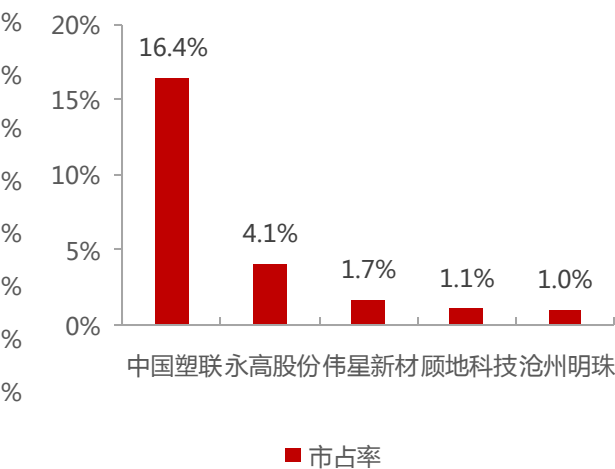
图：中国涂料行业市场竞争格局



图：中国塑料管道产量

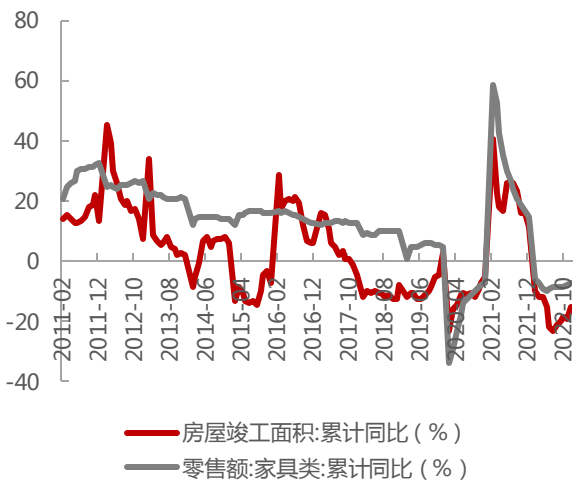


图：中国塑料管道行业市场格局分布（按销量）

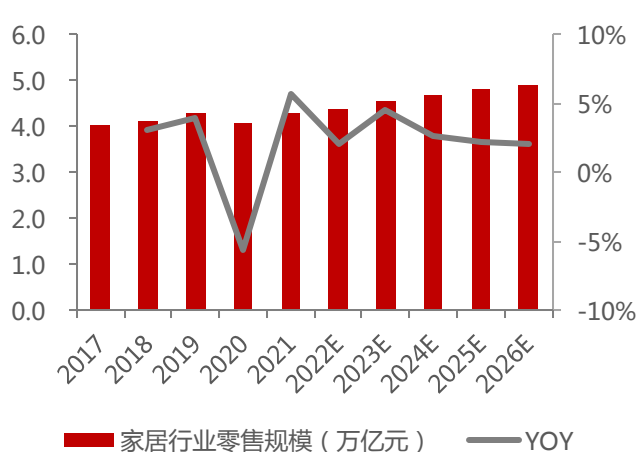


- **家装行业步入成熟发展阶段，但集中度有待提升。**作为房地产后周期行业，家居行业景气度与房地产高度相关，近十年随着房地产行业的快速发展，家居行业历经快速扩张，逐渐进入发展成熟期，增速趋缓，据亿欧智库预测，家居行业零售规模增速将在2025年趋近2%。家居行业准入门槛较低，多数家居产品标准化程度较低，供应链高度碎片化，生产环节的规模化效应较为有限，呈现“大行业，小企业”的格局，龙头企业市占率较低。
- **精装和存量翻新是家装行业需求重要来源。**精装修住宅有着环保、便捷、综合价格相对低廉等优点，住房和城乡建设部早在2008年就发布了《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》，指出要完善扶持政策，推广全装修房。虽然我国精装修渗透率已有明显提升，目前达到40%左右，但较欧美等发达国家住宅精装修80%占比仍有提升空间，精装修率提升可直接带动家居公司大宗业务增长。另一方面，住宅交易中二手房占比正逐年上升，目前一线城市存量房已占交易总数接近70%，新一线、二线及部分强三线城市的存量房交易占比大约在40-60%左右，更低线级的城市则通常不到30%。参考美国较为成熟的房地产市场，其存量房交易已达80%，未来存量房翻新将是大势所趋。

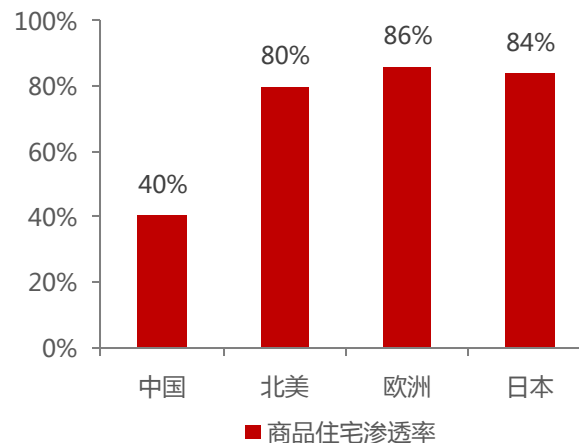
图：地产竣工与家具零售额增速



图：家居行业零售规模



图：精装修渗透率对比

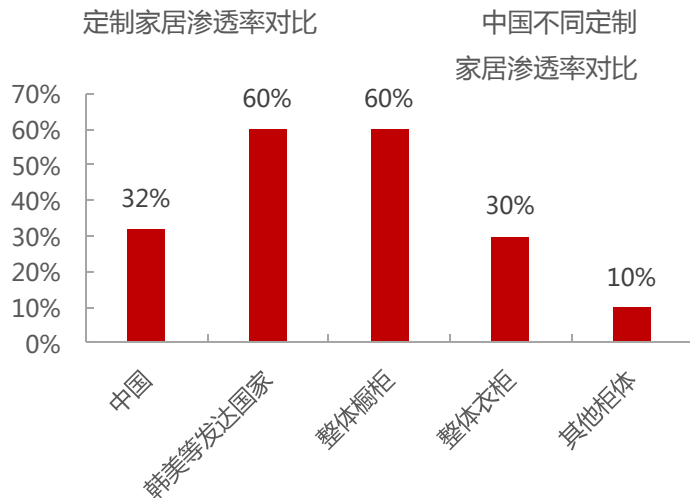


图：精装修渗透率对比

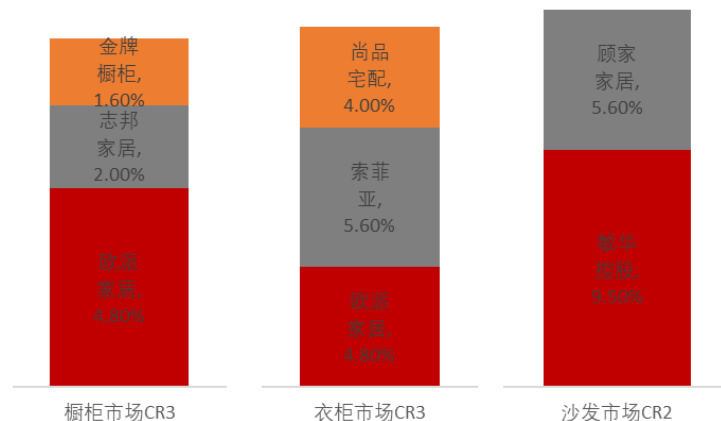


- **定制家居渗透率仍有提升空间。**根据奥维云网数据，截至 2019 年我国定制家居行业渗透率仅为32%，对比美韩等发达国家60%左右的渗透率，仍处于较低水平。分品类看，起步较早的整体橱柜渗透率达60%左右，定制衣柜渗透率达30%左右，而其他柜体渗透率尚不足10%，未来仍有较大提升空间。且定制家居行业仍处于龙头跑马圈地阶段，以定制橱柜为例，2020年欧派家居、志邦家居、金牌厨柜等头部企业市场份额仅为4.8%、2.0%和1.6%，未来市占率提升空间较大。
- **整装逐步拓展全产业链，头部企业拓宽品类。**近年来整装概念兴起，既满足了消费者对高效便捷、高品质、高性价比的家装全流程服务的需求，同时也契合企业方扩充品类乃至整合家居全产业链的发展需求。目前家具制造企业通常并不具备整合硬装环节的能力，主要为整合家具乃至全软装环节。在整装趋势下，头部企业逐渐拓宽品类，延伸路径从当前的定制家具+成品家具+部分家纺，逐渐拓宽品类至家电、厨房、卫浴，再向硬装类产品延伸。

图：定制家居渗透率对比



图：2020年中国各家居细分赛道市场集中度

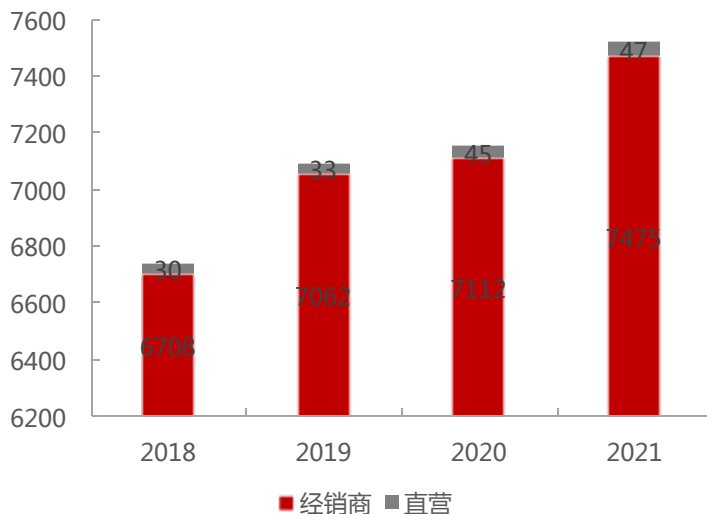


表：部分头部家居企业基础整套套餐

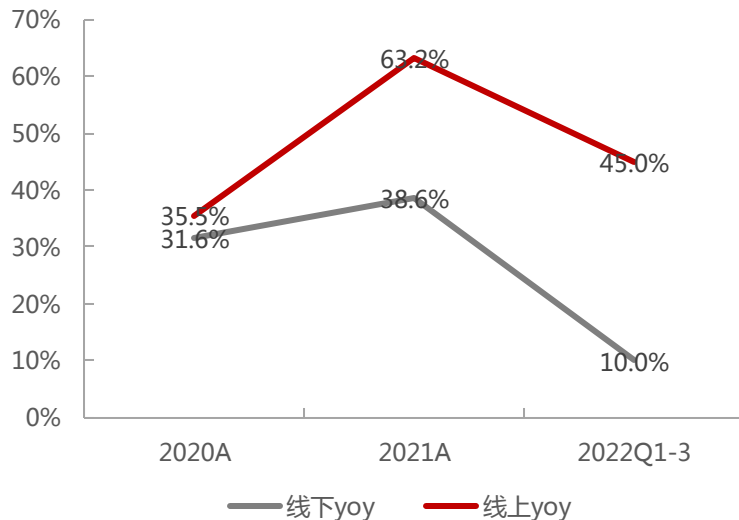
品牌	套餐	价格	附加选项	价格
欧派	20m ² 定制柜类（26种轻奢花色）+10件成品家具（含芝华仕沙发）+3m ² 背景墙	29800		
索菲亚	20m ² 全屋定制+8件芝华仕家具（真皮沙发+岩板茶几+岩板/实木餐桌+餐椅）+舒达卧室2件套（真皮床+乳胶床垫）+3m ² 背景墙	39800	7m ² 橱柜1套	0
			卡萨帝烟灶两件套	999
尚品宅配	定制柜类+品质五金	29800		
金牌橱柜	22m ² 定制柜类+7m ² 橱柜+1樘木门	29800	喜临门床垫+养身煲	0
掌上明珠	15平方米定制家居，15件成品家具	28888	床垫	999
顾家家居	22平米全屋定制（入户柜、电视柜、餐边柜、衣柜、阳柜、榻榻米、书柜）+10件软体家具（沙发、茶几、一桌四椅、床、床垫）+配件包（铰链、拉手、抽屉、挂衣杆与拉直器）	49800		

- **线上、线下渠道多元化发展，新渠道拓宽流量入口贡献增量。**家居行业渠道多元化的趋势越发显著，流量高度分化，线上渠道、大宗渠道、整装渠道的占比持续提升。传统渠道方面扩大门店布局，如欧派采用以经销商专卖店为主，经销商专卖店已从2018年的6708家增至2021年的7475家。同时头部企业积极布局整装、电商等新渠道，整装获客能力较强、引流手段丰富，欧派家居以“欧派+铂尼思”两个品牌推进整装市场，2022年前三季度整装大家居收入增速50%以上。如索菲亚积极布局线上线下一体化营销，实现天猫618全屋定制类目六连冠，电商营销成绩显著。电商渠道同样成为软体品牌的有利补充，喜临门前三季度自有品牌电商渠道保持高增速，线上收入同比增长45%，顾家Q3电商增速也在30%以上，在线下渠道受疫情影响客流不足的情况下，电商渠道营销活动成效良好，增速表现亮眼。

图：欧派直营与经销商门店数量



图：喜临门自主品牌零售收入增速

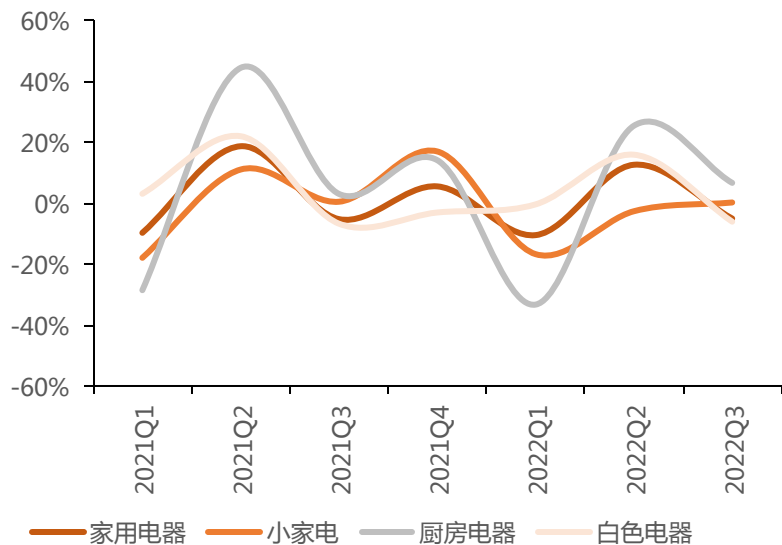


表：几种新渠道的驱动因素、企业端优势和存在问题

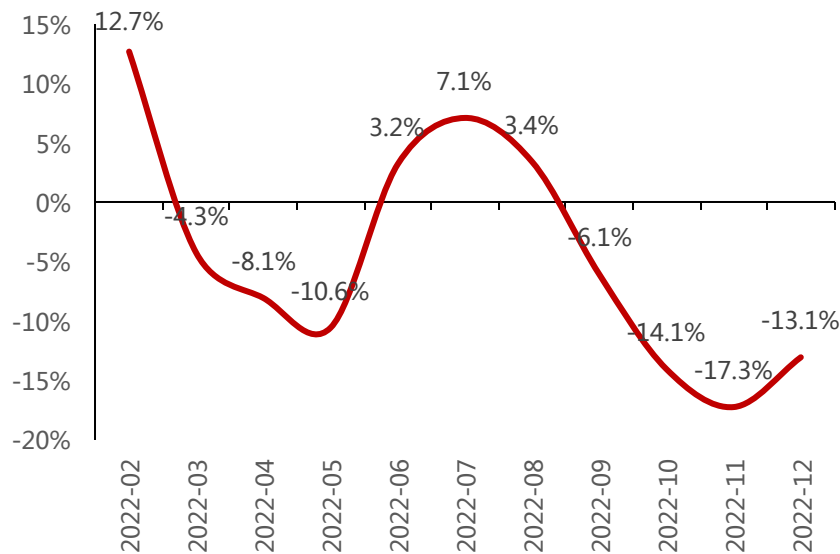
渠道	驱动因素	企业端优势	存在问题
大宗渠道	精装房政策推动，精装房渗透率快速提升。	工业化生产，批量化施工，需求稳定，成本较低。	1.对企业的品牌要求较高； 2.独立性差，回款周期长，回款容易遭受关联性风险。
整装渠道	消费者一站式需求释放，家装作为流量入口作用凸显。	1.将流量入口前置，提升产业链话语权； 2.提升客单价，提升非主营品类的品牌价值，开拓潜在市场。	1.家居行业产业链长、服务全流程复杂，整合困难； 2.多行业融合赛道，竞争激烈。
线上渠道	疫情催化线上渠道发展、内容平台引流能力增强。	1.实现线上营销数据的闭环，线上线双向引流； 2.为智能制造提供数据支撑	推广获客成本、流量成本和签单成本高企，渠道红利逐渐出尽。

- **厨电和白电地产后周期属性强，有望受益于地产销售边际改善。**家电行业作为地产后周期行业，近20年跟随地产的发展销量大幅攀升。2022年地产下行周期叠加海外加息周期需求不足，1-11月家电市场零售额6543亿元，同比下滑7.2%。根据《2021年中国家电市场报告》，家电各品类中白电的零售额占比最高，2021年占比约39.5%，厨电和白电地产后周期属性尤为突出，与房地产竣工有较强相关性，随着地产销售边际改善，消费需求逐步回暖，家电板块有望实现困境反转。
- **细分领域蓬勃发展，渗透率不断提升。**小家电是近年新兴的个性化可选消费领域，表现亮眼，满足居民个性化需求，与传统家电相比，以低单价、多爆款、快速产品迭代带动高频消费，呈现放量增长，市场渗透率逐步提升。2022年1-11月小家电全渠道零售额为513亿元，同比增长6.6%。22年Q3营收增速为0.22%，高于家电板块5.27个百分点。

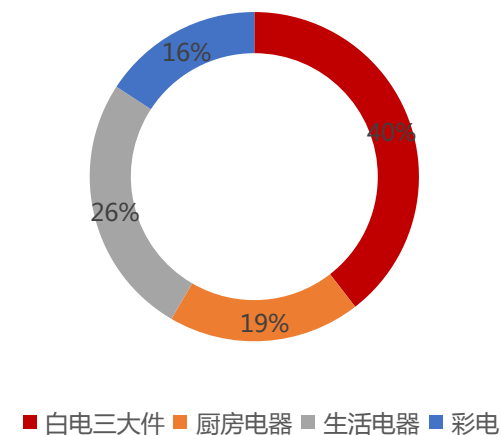
图：申万家电板块营业收入同比



图：家用电器和音像器材类零售额增速

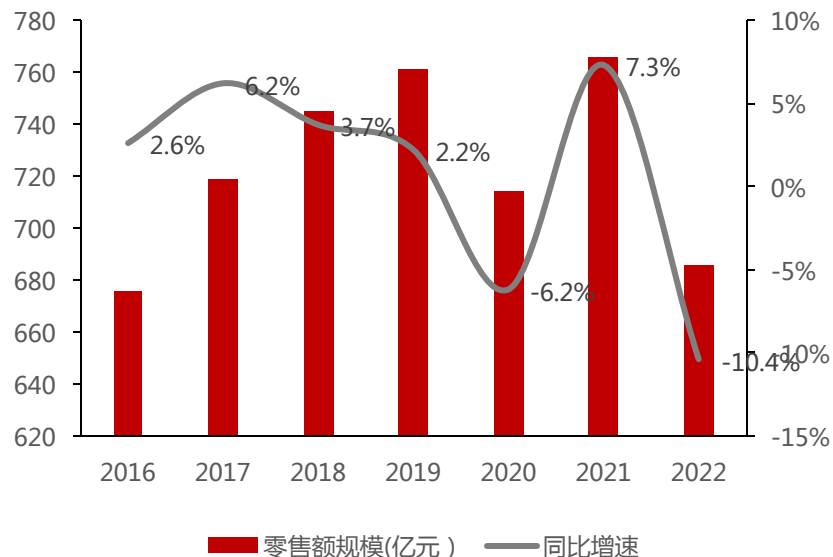


图：各品类家电零售额占比

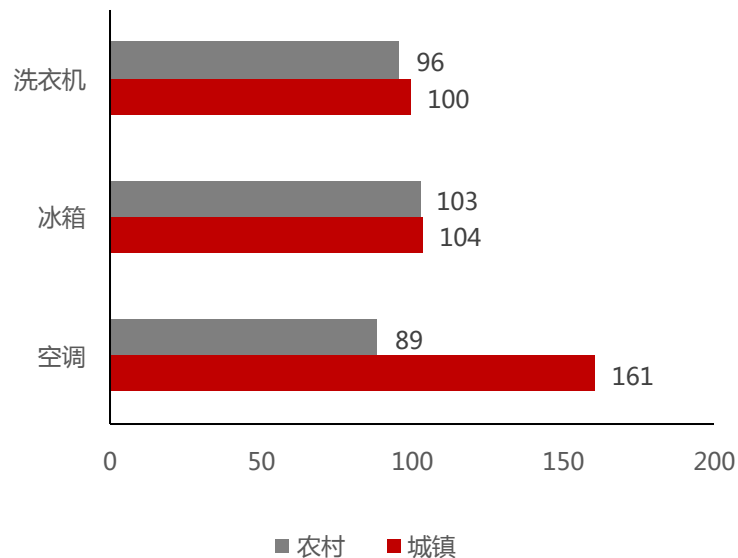


- **白电市场需求更多来自存量更新，龙头格局稳固。**白色家电市场规模主要由冰箱、空调、洗衣机构成，2021年白电三大件城镇居民百户保有量超过100台，农村居民冰箱、洗衣机百户保有量均超100台，后续市场需求更多来自存量更新。目前白电市场格局已相对固化，空调、洗衣机市场分别呈现格力+美的、海尔+美的的双寡头格局，冰箱市场为“一超多强”格局，海尔占据龙头地位。
- **耐用属性制约，有待冲破增长瓶颈。**白电以存量更新和升级换代为主，成长空间受限。疫情扰动下，其主要依托的线下营销渠道销售不畅，居民收入悲观预期等因素加剧消费萎靡情绪，增量需求释放渐缓。2022年冰箱零售量为2988万台，同比下滑6.3%；零售额926亿元，同比下降4.7%。分渠道来看，线上红利释放接近尾声，增速放缓。线下市场受疫情冲击，零售量呈低迷状态；洗衣机全渠道零售额6年来首次跌破700亿元，同比下滑10.4%，零售量为3371万台，同比下滑9.0%；空调市场全渠道销量5714万台，同比下降3.3%，销额1969亿元，同比增长0.3%。随着防疫政策的优化和经济基本面的好转，地产托底政策不断加码，需求端释放积极信号，年中原材料价格企稳回落，盈利能力有望逐步修复。

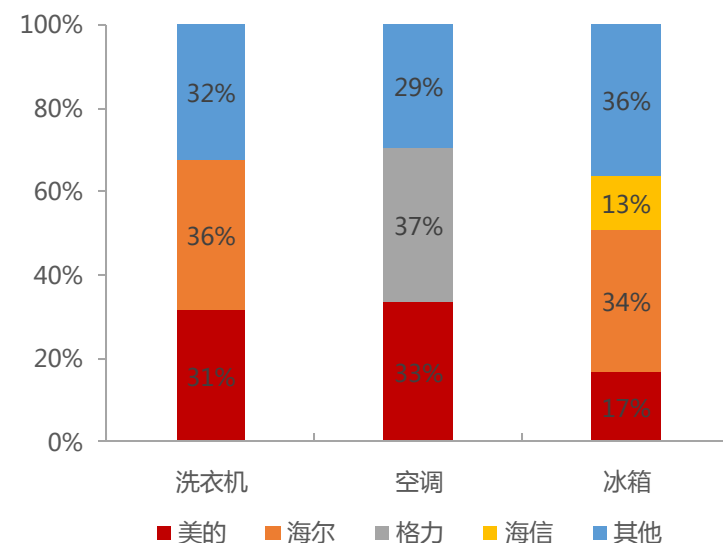
图：洗衣机零售额及增速



图：白电三大件城镇及农村百户保有量（台）



图：白电市场格局

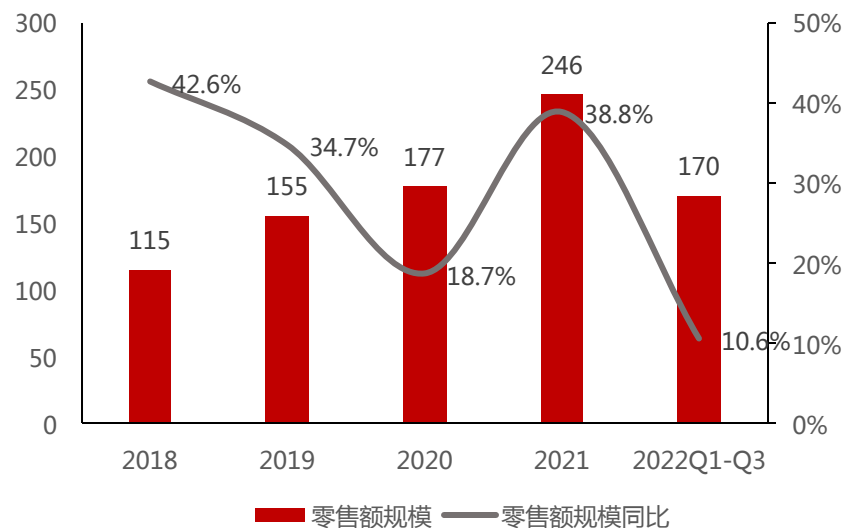


- **头部厨企根基扎实，精装成为流量新入口。**受疫情及地产销售低迷影响，2022年1-11月厨卫大家电零售额规模1586亿元，同比下滑9.6%。厨电渠道正由 C 端主导向 B 端稳步推进，精装修逐渐成为厨电的流量新入口，厨电产品配套率高于95%。传统烟灶企业布局深、营收规模大，与房企合作长久深入，头部烟灶企业老板电器工程渠道收入达19.8亿元，2021年营业收入101.5亿元，2022Q3公司油烟机、燃气灶线下市占率为31.8%、30.6%，同比逆势提升1.3%、1.4%。
- **集成灶成新增长引擎，蓝海市场待开发。**作为集成厨电市场的排头兵，集成灶集油烟机、燃气灶、消毒柜、蒸烤箱于一体，与传统集成灶相比性能更加优越，环保属性更为显著，有望成为蓝海市场新起之秀。2022年1-11月集成灶市场零售额259亿元，同比增长1.2%，但零售量同比下滑4.5%，高成本属性制约销售放量增长。2021 年集成灶工程渠道占比为1.8%，同比提高 1.2个百分点。根据奥维云网预计，随着精装修房推盘套数的增加，集成灶工程渠道出货量占比在 2025年有望接近 25%，仍存较大的增长空间。
- **智能化转型赋能，厨电布局新兴品类。**厨电产业正加速向集成化、智能化、场景化转型，传统厨电三件套烟、灶、消境遇大不如前，洗碗机、集成灶等新兴品类逆势增长。龙头企业如老板电器积极布局新兴品类，2022Q2蒸烤一体机同比增长36.7%，洗碗机同比增长达44.5%，增速远高于行业水平，龙头优势显著。2023年传统烟灶重点在稳量提质，新兴品类重点在冲破房产周期，持续扩容助力。

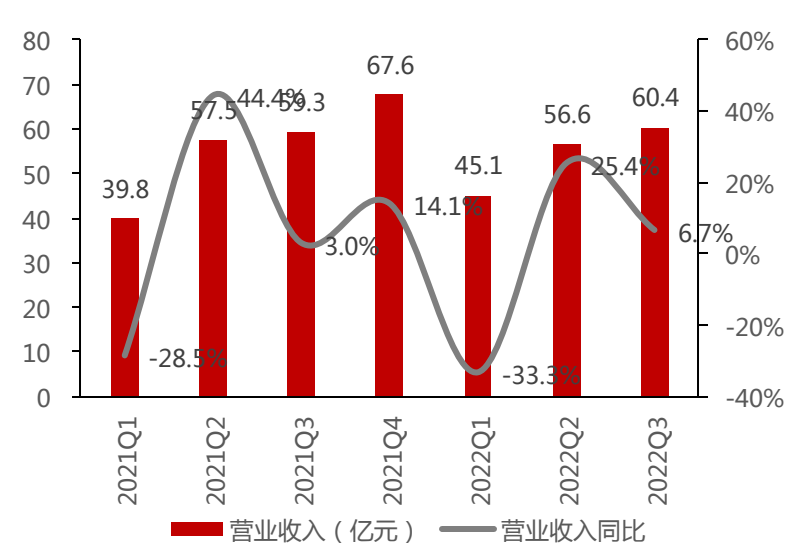
图：厨电零售额规模与增速（亿元）



图：集成灶零售额规模与增速（亿元）

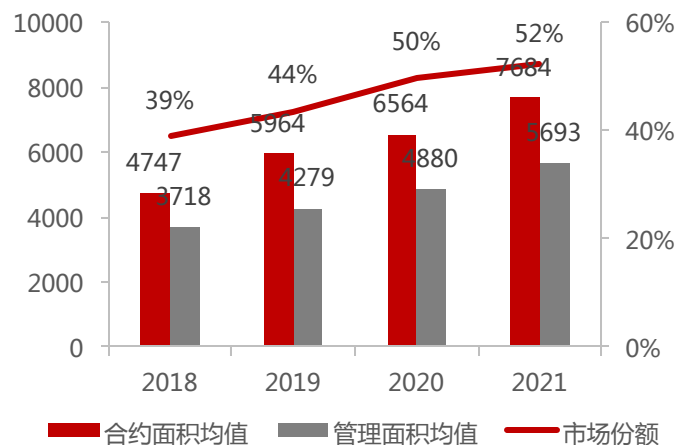


图：厨企营收水平及增速

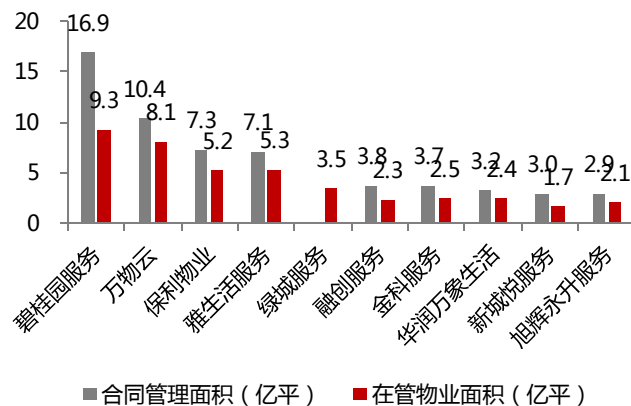


- 行业市场份额进一步向头部企业集中。**据中指院统计，2021年百强企业管理面积均值达到 5693万平方米，同比增速达17%，高出同期全国商品房竣工面积增速5.51个百分点，表明百强企业在承接新盘的基础上亦不断拓展存量市场，加速规模扩张；合约面积增至 7684万平方米，奠定了未来增长的坚实基础。百强企业市占率首次突破半数，上升至 52.3%。2021年TOP10企业管理面积均值达 3.55亿平方米，是百强企业均值的 6.2倍，市场份额提升至 12.84%，头部效应凸显，管理面积增速远超百强企业。当前房地产开发步入调整周期，部分民企开发商出现了不同程度的资金问题，行业资源像央国企倾斜。
- 基础物业服务仍是压舱石，增值服务增长迅速。**2021年百强企业基础物业服务收入均值达 10.2亿元，同比增长11.7%，多种经营收入均值 3.2亿元，同比增幅达23.0%。随着百强企业服务边界不断扩大，基础服务收入占比逐年减小。其中百强企业业主增值和非业主增值服务收入均值分别为 1.76亿元、1.43亿元，占多种经营收入的比重分别为 55.0%、45.0%，美业主增值服务张张迅速，居服务、社区零售收入占比涨势明显。
- 非住宅业态已成百强物业服务企业布局的重点方向。**2021年百强企业管理面积中，非住宅业态管理面积占比已达33.9%，较上年小幅度上升。在非住宅业态中，办公物业、商业物业及产业园区物业名列前三位，分别占百强企业在管面积均值的7.5%、6.68%及6.3%。2000-2021年全国厂房及仓库用房、商业营业用房、科研及教育用房、办公楼、医疗用房、文化与体育用房的累计竣工总面积突破100亿，非住宅业态存量市场空间广阔，成为物管企业拓展规模的重要方向。

图：百强管理面积及市场份额（万平）

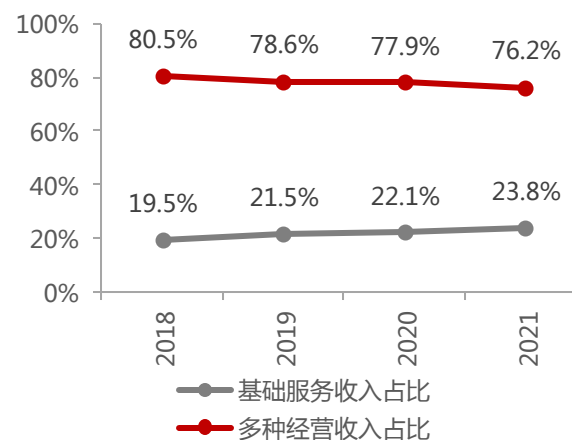


图：2022H1头部企业管理规模（亿元）

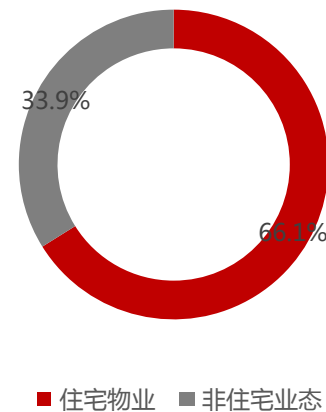


注：万物云截至2022Q1

图：多种经营收入占比提升



图：多种经营收入占比提升



- **物业板块自21年6月在地产暴雷、销售下滑等因素影响下出现持续性下跌，目前利空因素逐渐弱化，板块估值有望迎来修复。** 1) 物业股从上市到21年6月，凭借其管理规模的快速扩张以及增值服务的消费属性带来的想象力，走出独立于地产开发的行情，多数物业股都呈现大幅上涨。2) 21年6月底-22年10月，物业板块开始持续性下跌，原因在于①地产销售下滑，市场对于物业管理规模增长的持续性产生担忧；②关联开发商的流动性风险，市场担心物管企业资金被挪用，或为筹集资金被“贱卖”。3) 22年11月至今，随着11月一系列融资政策的打开，关联开发商资金压力有所缓解，物业板块估值出现修复。
- **前期股价压制因素正在边际好转：**①地产销售已筑底企稳，且需求端政策仍在发力，目前股价已充分反映销售的下跌，物业管理并非流量生意，除地产增量项目的交付外，在非居业态、增值服务以及科技提效等方面仍具备内生增长动力，不必过度悲观。②融资端政策加速释放，关联开发商违约风险减小，物业公司独立性和安全性提升。

表：物业股行情表现复盘

代码	简称	22M11至今涨幅	EPS			归母净利润增速			PE			PEG		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
1209.HK	华润万象生活	93%	0.76	0.96	1.25	111%	27%	30%	40	21	31	0.36	0.77	1.02
2602.HK	万物云	42%	1.65	1.62	2.19	14%	-2%	36%	-	16	17	-	-8.04	0.47
2669.HK	中海物业	97%	0.24	0.39	0.51	41%	60%	30%	29	11	17	0.71	0.18	0.57
6049.HK	保利物业	78%	1.53	1.91	2.39	26%	25%	25%	33	13	19	1.28	0.53	0.75
001914.SZ	招商积余	22%	0.48	0.61	0.77	17%	26%	26%	39	22	21	2.27	0.83	0.80
6098.HK	碧桂园服务	131%	1.28	1.42	1.73	50%	11%	22%	31	4	8	0.63	0.40	0.36
1995.HK	永升生活服务	99%	0.37	0.45	0.58	58%	23%	28%	28	3	5	0.48	0.14	0.19
9666.HK	金科服务	11%	1.62	1.09	1.30	71%	-33%	20%	17	9	9	0.24	-	0.44
1516.HK	融创服务	143%	0.41	-0.27	0.19	114%	-166%	-171%	16	-	15	0.14	-	-
0873.HK	世茂服务	92%	0.46	0.13	0.27	60%	-71%	102%	10	8	8	0.17	-	0.08
3316.HK	滨江服务	95%	1.16	1.56	2.09	47%	34%	34%	16	7	11	0.35	0.22	0.31
2869.HK	绿城服务	74%	0.26	0.25	0.34	19%	-2%	32%	24	11	15	1.24	-	0.45
1755.HK	新城悦服务	86%	0.62	0.59	0.92	16%	-5%	57%	15	5	6	0.92	-1.03	0.11
9909.HK	宝龙商业	152%	0.69	0.82	1.02	44%	19%	24%	18	3	5	0.42	0.13	0.22
3319.HK	雅生活服务	97%	1.67	1.42	1.69	32%	-15%	19%	7	3	5	0.22	-	0.23
6989.HK	卓越商企服务	81%	0.42	0.51	0.62	57%	22%	21%	9	4	5	0.16	0.16	0.26
9983.HK	建业新生活	32%	0.48	0.52	0.58	45%	9%	11%	9	4	4	0.20	0.43	0.39

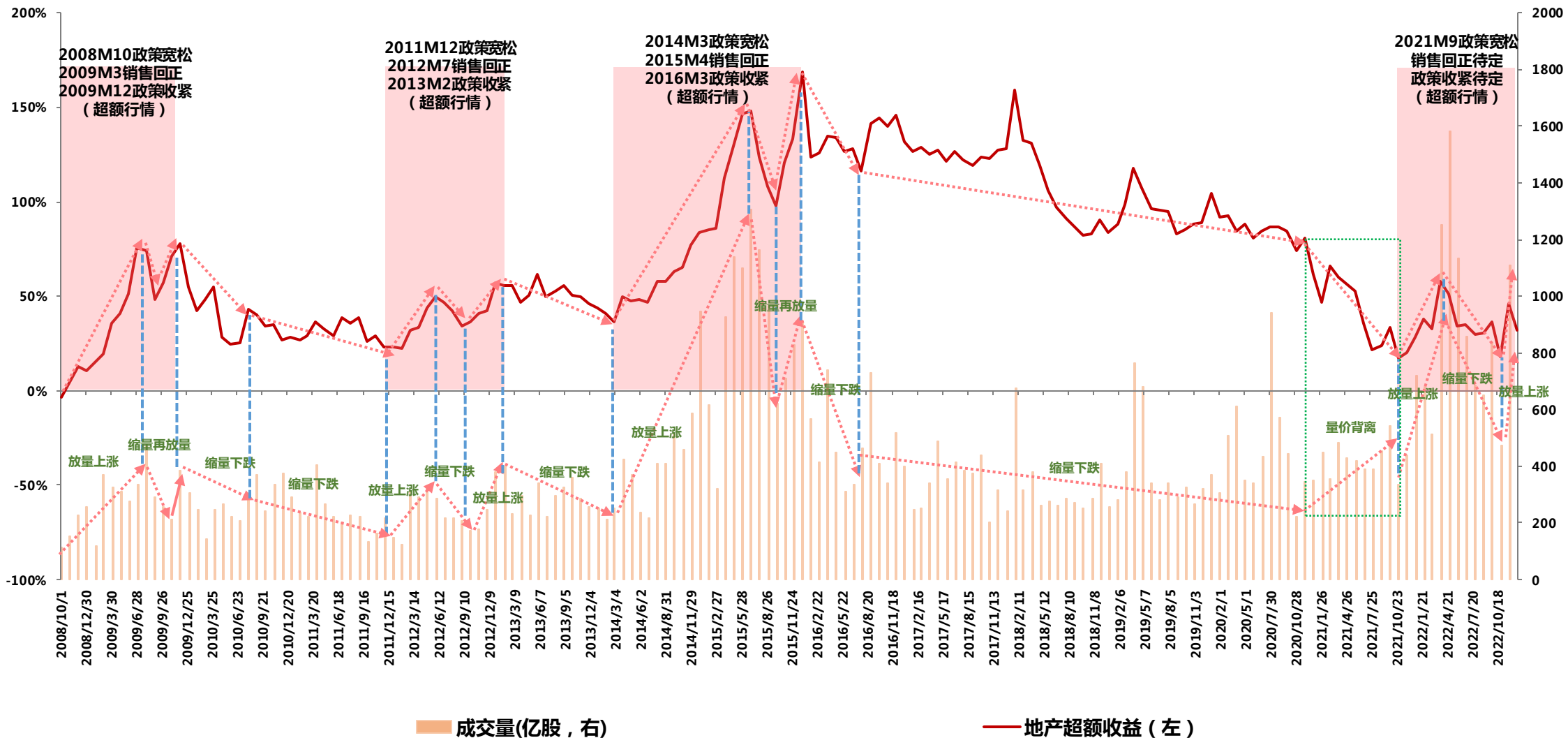
行业	证券简称	总市值(亿元)	21年归母净利润(亿元)	YOY	22预告归母净利润(亿元)	YOY	PE(TTM)	PE(2023)	PB(LF)	2022.11至今涨幅(%)	产品结构	销售渠道	主要产品市场份额	
建材	石膏板	北新建材	515	35.1	23%	-	-	16	14	2.6	45	石膏板65%，龙骨13%，防水卷材12%，防水涂料3%，防水工程3%，其他4%	直销9%，经销91%	石膏板行业市占率约60%
	防水	东方雨虹	883	42.0	24%	-	-	28	21	3.4	37	防水卷材49%，防水涂料31%，防水施工13%，其他收入4%，材料销售3%	直销与渠道相结合	建筑防水材料市占率19%
		科顺股份	159	6.7	-24%	1.9	-72%	85	21	2.8	32	防水卷材58%，防水涂料22%，防水工程施工17%，其他3%	直销与经销模式	建筑防水材料市占率6%
		凯伦股份	58	0.7	-74%	-1.5~-1.0	-302%~-238%	-	44	2.3	18	防水卷材66%，防水涂料25%，其他9%	经销和直销相结合	建筑防水材料市占率2%
	五金	坚朗五金	305	8.9	9%	0.5~0.6	-94%~-93%	162	49	6.4	18	门窗五金46%，家居类产品16%，其他建筑五金12%，门窗配套件10%，其他	以直销模式为主	建筑五金市占率约8.6%
	管材	伟星新材	393	12.2	3%	-	-	32	25	8.3	38	PPR管材管件48%，PE管材管件27%，PVC管材管件16%，其他产品及业务9%	直销30%，经销70%	PPR产品全国市占率为8%
	涂料	三棵树	459	-4.2	-183%	3.0~4.1	172%~198%	-	44	20.4	43	家装墙面漆19%，工程墙面漆41%，基材与辅材14%，防水卷材11%	直销31%，经销65%	建筑涂料市占率为6.2%
	板材	兔宝宝	107	7.1	77%	-	-	19	13	4.7	91	装饰材料67%，柜类24%，地板4%，其他5%	直销38%，经销59%，品牌授权3%	装饰板材市占率为4.7%
	瓷砖	东鹏控股	110	1.5	-82%	1.7~2.6	11%~66%	-	14	1.5	35	有釉砖76%，无釉砖6%，卫生陶瓷8%，卫浴产品5%，其他4%	大C端业务为主，零售+中小微工程渠道	建筑瓷砖市占率为2.1%
		蒙娜丽莎	82	3.1	-44%	-4.6~-3.2	-246%~202%	-	14	2.7	57	瓷质有釉砖65%，瓷质无釉砖7%，非瓷质有釉砖13%，陶瓷板、薄型陶瓷砖13%，其他2%	经销51%，战略工程渠道49%	建筑瓷砖市占率为2.2%

行业	证券简称	总市值(亿元)	21年归母净利润(亿元)	YOY	22预告归母净利润(亿元)	YOY	PE (TTM)	PE (2023)	PB (LF)	2022.11至今涨幅(%)	产品结构	销售渠道	主要产品市场份额	
轻工	定制	欧派家居	843	26.7	29%	26.7~28.0	0%~5%	33	26	5.5	66	橱柜38%，衣柜及配套家具产品50%，木门6%，卫浴5%，其他1%	经销78%	定制橱柜占率为4.8%，定制衣柜占率为4.8%
		索菲亚	205	1.2	-90%	9.5~11	675%~797%	266	15	3.5	58	衣柜及其配套产品79%，橱柜及其配件14%，木门4%，其他3%	经销商渠道80%，直营渠道3%，大宗渠道15%，其他0.4%	定制衣柜占率为5.6%
		尚品宅配	52	0.9	-12%	-	-	-	23	1.5	42	定制家具产品70%，配套家居产品14%，整装业务11%，软件及技术服务、O2O引流服务及其他5%	直营26%，加盟52%，整装15%，其他7%	定制衣柜市占率为4.0%
		志邦家居	110	5.1	28%	-	-	21	17	5.9	69	定制橱柜业务57%，定制衣柜业务34%，木门9%	直营店7%，经销店58%，大宗业务34%，其他1%	定制橱柜市占率为2%
	软体	顾家家居	388	16.6	97%	-	-	21	18	4.6	51	沙发51%，床类产品18%，集成产品17%，定制、红木家具、软件使用服务费、其他及运输费14%	境内直营+特许经销模式，辅以电子商务、厂家直销，境外以ODM模式为主	沙发市占率为5.6%
		喜临门	141	5.6	78%	-	-	24	18	3.9	66	床垫52%，软床及配套产品32%，沙发14%，木制家具3%	经销52%，大宗34%，线上14%	床垫市场市占率约6%
	卫浴	惠达卫浴	35	2.4	-23%	-	-	34	14	0.9	37	卫生陶瓷50%，墙地砖16%，五金洁具17%，浴室柜7%，浴缸淋浴房4%，其他6%	国内零售渠道46%，国内工程渠道26%，国外28%	
		箭牌家居	206	5.8	-2%	-	-	30	24	4.5	54	卫生陶瓷45%，龙头五金27%，浴室家具11%，瓷砖7%，浴缸浴房7%，其他	以经销模式为主	陶瓷卫浴市占率为9.8%
	木门	江山欧派	97	2.6	-40%	-3.5~-2.5	-236%~-197%	-	23	5.7	79	夹板模压门66%，实木复合门21%，柜类产品7%，其他产品6%	经销24%，大宗渠道76%	木门行业市场占有率2%

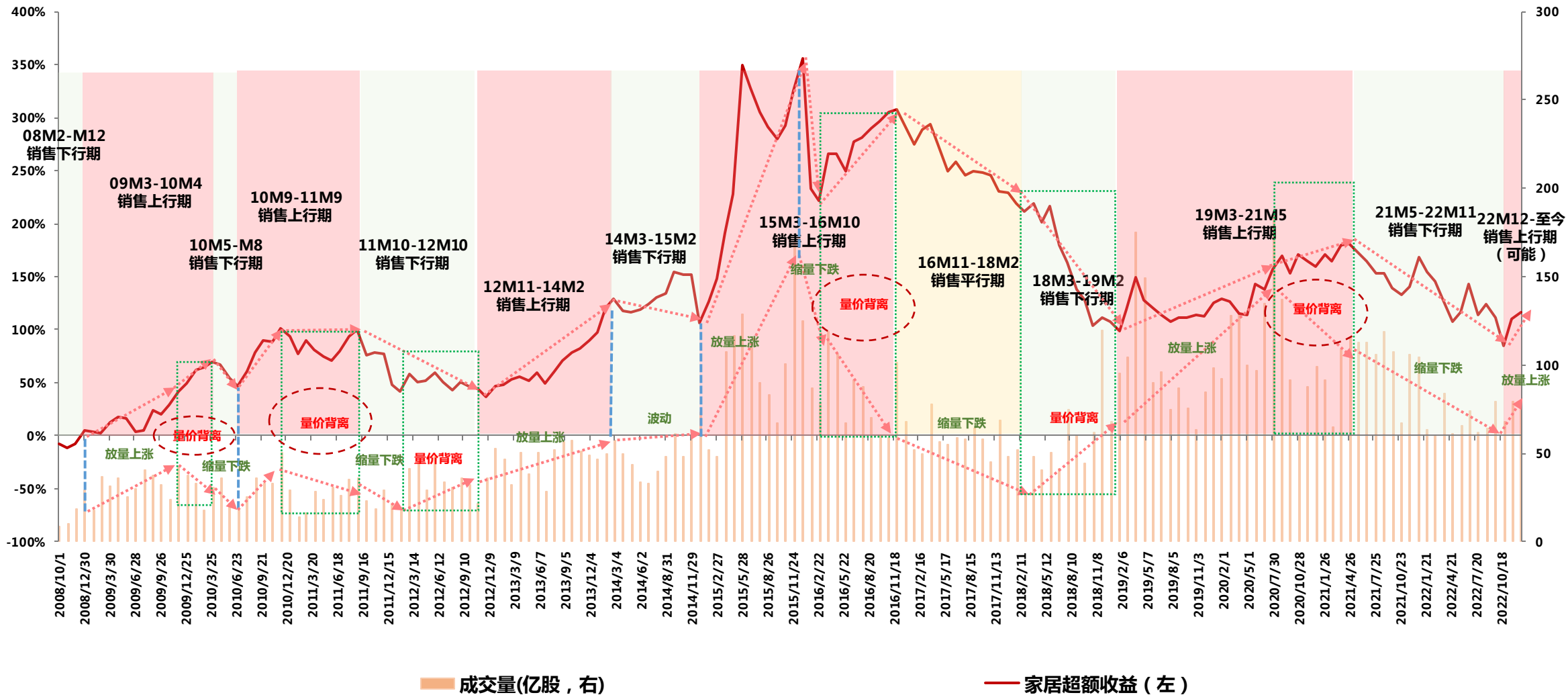
行业	证券简称	总市值(亿元)	21年归母净利润(亿元)	YOY	22预告归母净利润(亿元)	YOY	PE (TTM)	PE (2023)	PB (LF)	2022.11至今涨幅(%)	产品结构	销售渠道	主要产品市场份额	
家电	白电	海尔智家	2459	130.7	47%	-	-	17	14	2.7	27	空调16%，电冰箱31%，洗衣机24%，厨电15%，装备部品及渠道综合服务7%，水家电5%	国内直销6%，国内经销44%，海外直销2%，海外贸易公司49%	家电整体份额25%，洗衣机线下零售43%、线上40%，干衣机线下33%、线上25%，家用空调线下零售17%、线上14%、高端市场零售20%，商用空调11%，热水器线下零售28%、线上零售31%
		美的集团	3734	285.7	5%	-	-	13	11	2.7	31	空调46%，消费电器36%，机器人、自动化系统及其他8%	电商销售占比45%以上，线上与线下融合，ToB业务模式转型	家用空调线下36%、线上35%，洗衣机线下27%、线上34%，干衣机线下25%、线上32%，冰箱线下15%、线上18%
	厨电	老板电器	302	13.3	-20%	-	-	24	14	3.1	51	吸油烟机47%，燃气灶24%，一体机8%，消毒柜4%，其他厨电	代销30%，经销4%，直营46%，工程19%，其他1%	吸油烟机线下31%、线上17%，燃气灶线下29%、线上10%，消毒柜线下22%，一体机线下35%、线上15%
		亿田智能	56	2.1	46%	-	-	26	19	4.4	47	集成灶912%，其他8%	经销90%，直销10%	
		火星人	138	3.8	37%	-	-	42	30	9.2	57	集成灶88%，水洗类产品6%，其他6%	以经销模式为主	
	小家电	苏泊尔	463	19.4	5%	20.7	6%	22	20	6.5	44	炊具及用具30%，烹饪电器44%，食物料理电器15%，其它家用电器11%	线上线下市场结合	灶具品类线上累计份额16%，挂烫机品类线上累计份额13%
		科沃斯	532	20.1	214%	-	-	29	25	9.2	51	服务机器人52%，智能生活电器47%，其他1%	以线上为主，科沃斯品牌国内线下占比22%，添可品牌线下占比31%	中国环境清洁电器线下零售额份额26%
		小熊电器	119	2.8	-34%	3.7	31%	32	26	5.2	39	厨房小家电81%，生活小家电11%，其他小家电6%，其他业务1%	线上90%，线下10%	

- 地产宽松政策不及预期；
- 地产销售进一步下滑；
- 行业流动性风险等。

地产板块超额收益与成交量（政策宽松阶段，超额收益）

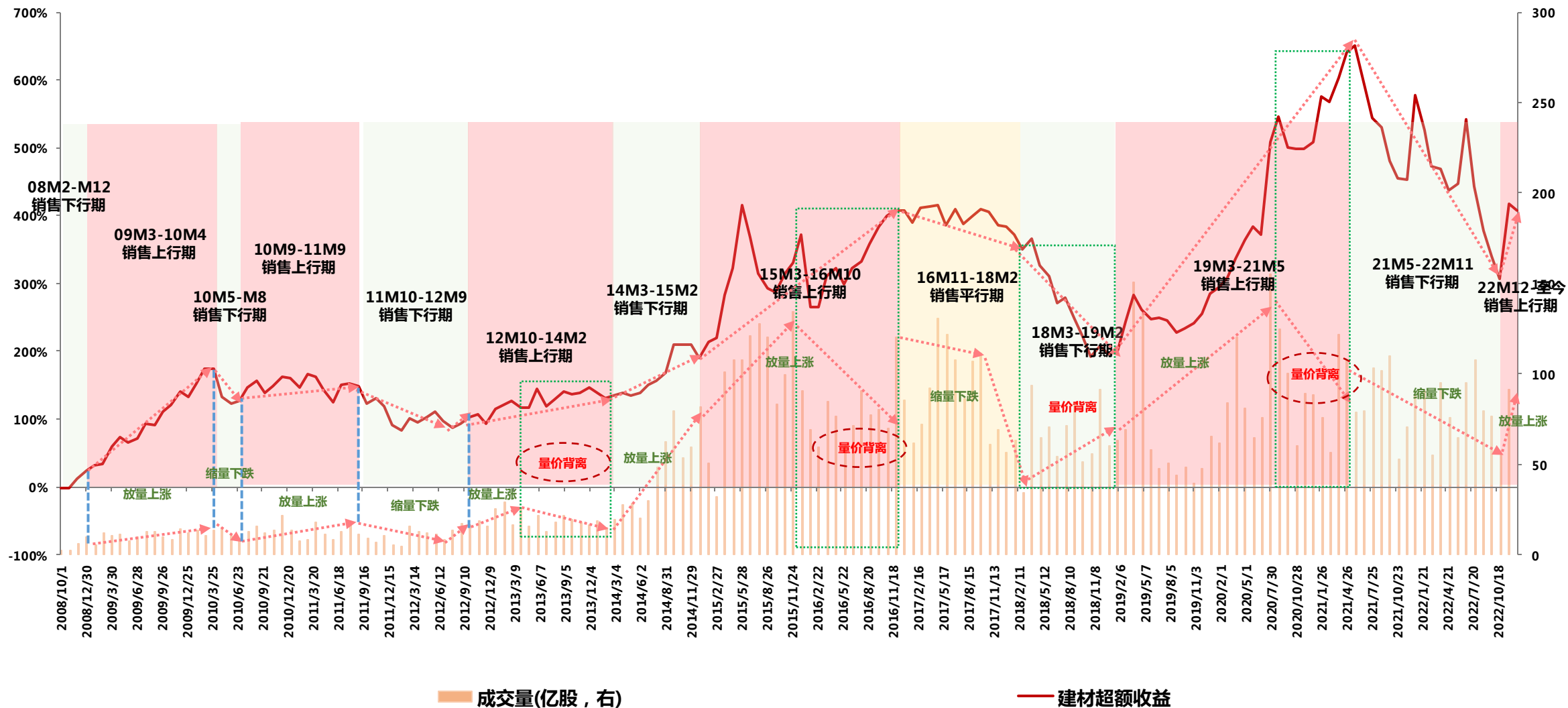


家居板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）

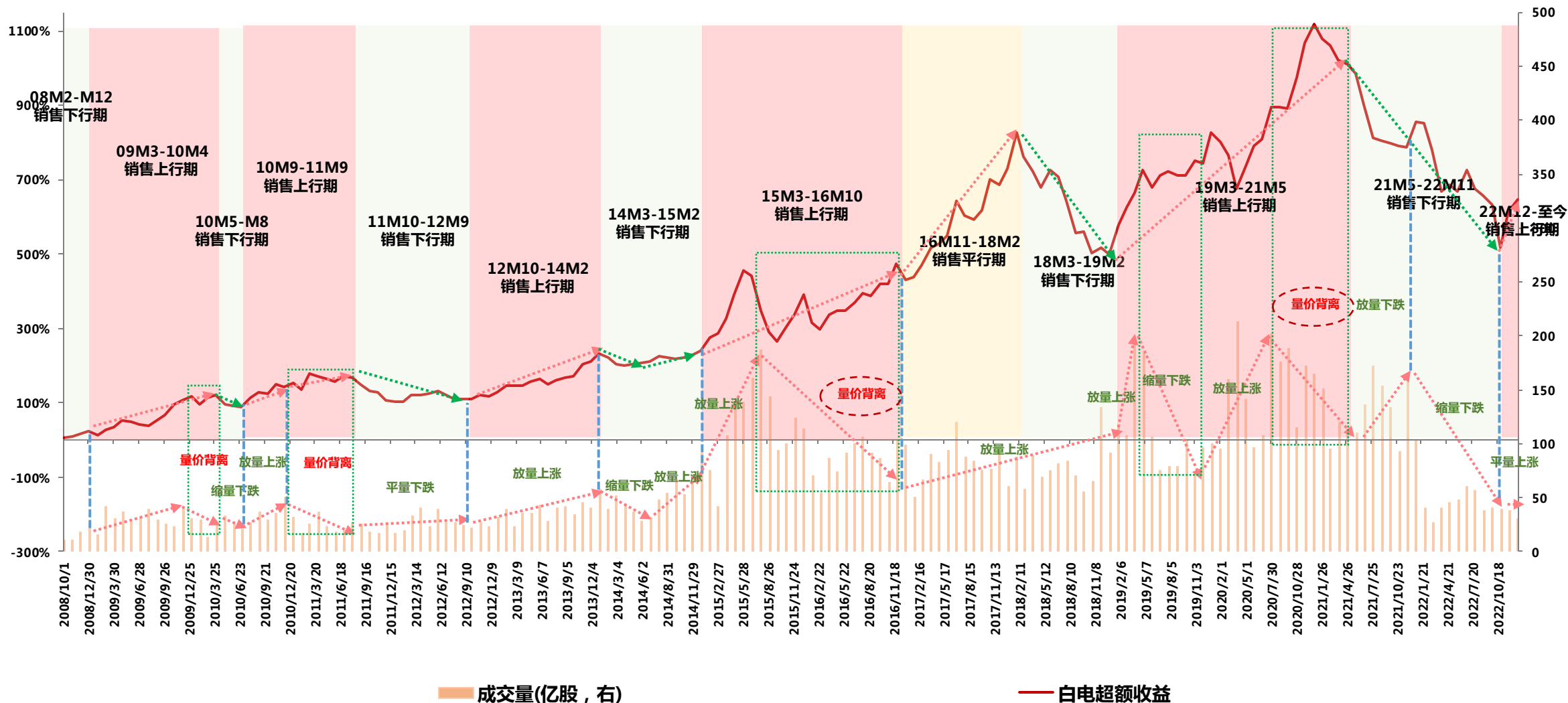


数据来源：wind，西南证券整理

建材板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）

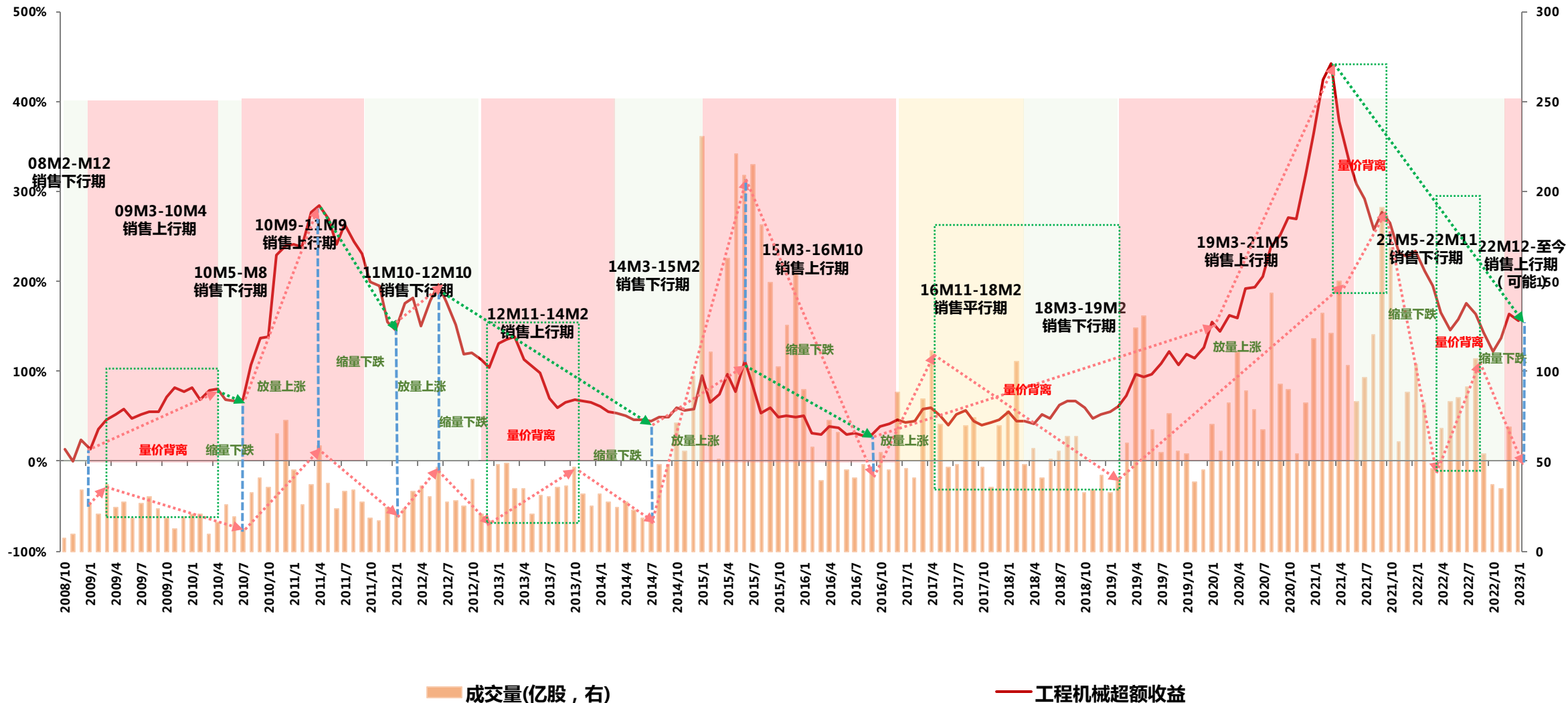


家电板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）

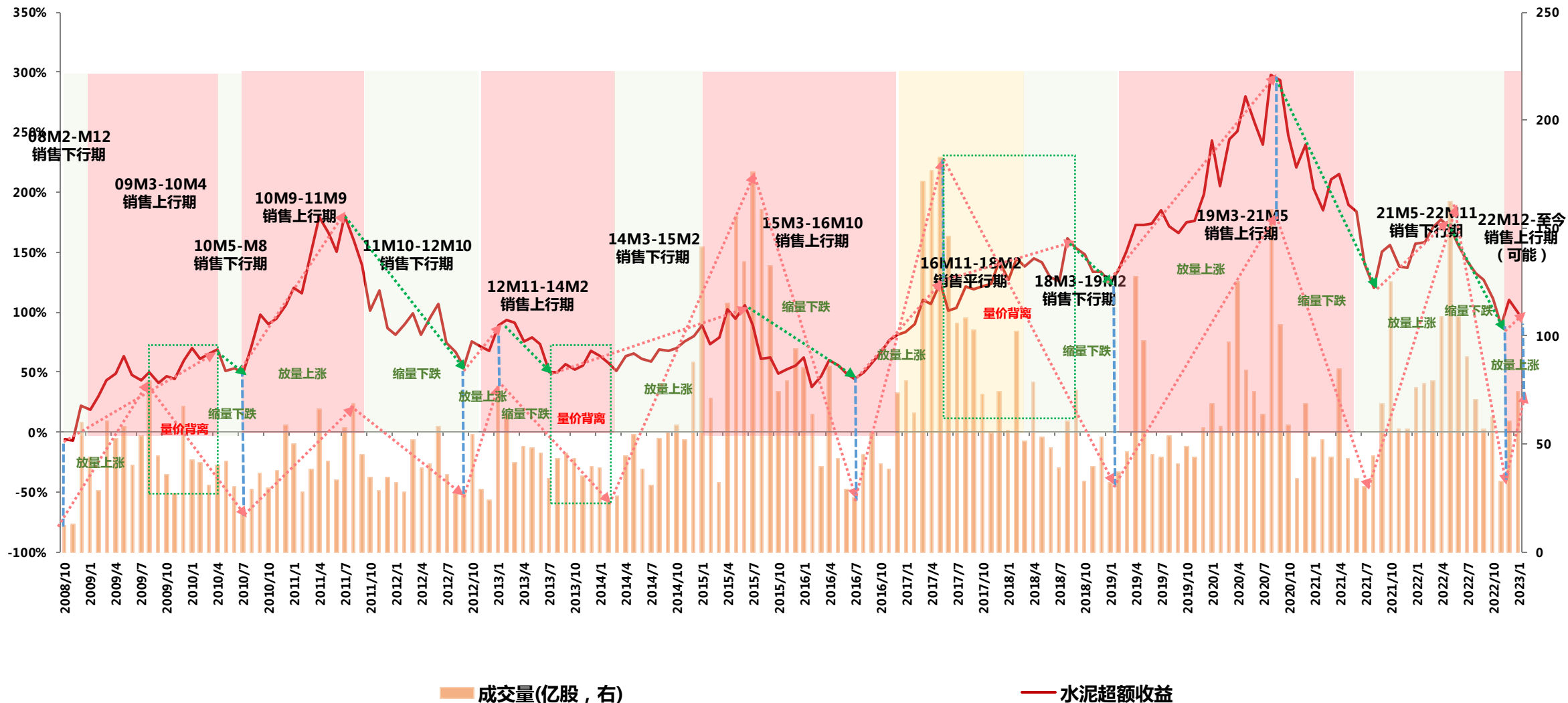


数据来源：wind，西南证券整理

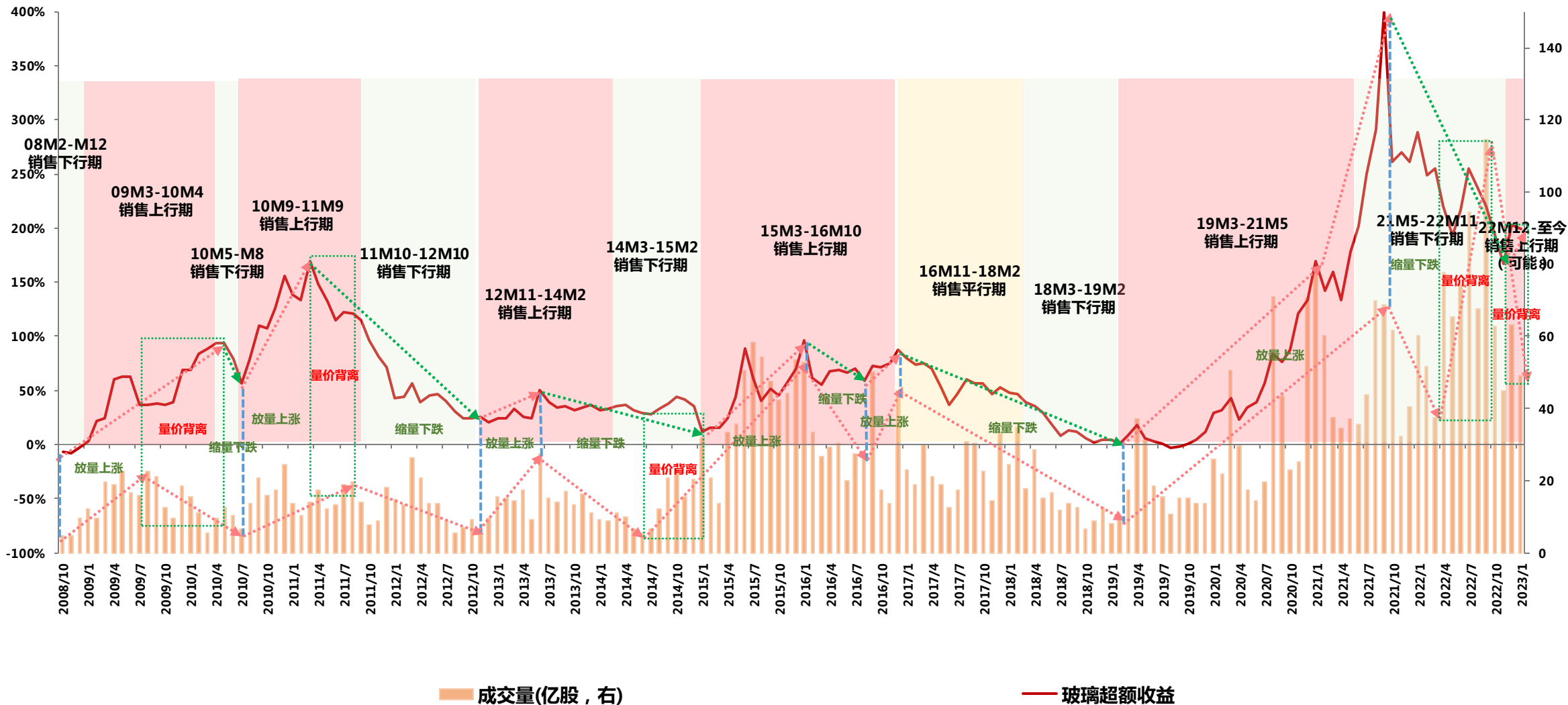
机械板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）



水泥板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）



玻璃板块超额收益与成交量（销售上行阶段，超额收益）



数据来源：wind，西南证券整理

分析师：池天惠
执业证号：S1250522100001
电话：13003109597
邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋
电话：18019200867
邮箱：ly21@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	卞黎昶	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn