

标准升级与集中度提升，行业高质量发展之路

——建材防水材料行业深度报告

行业深度

◆建筑防水升级的时代已经悄然到来

2019年8月住建部发布住房和城乡建设领域的40项工程规范征求意见稿目录，其中《工程结构通用规范》意见函重点强调对不同应用领域的建筑工程要求结构的设计工作年限实质要求提升，指出相应的防水层、电气和管道等附属设施的设计工作年限，需与主体结构的设计工作年限配合。建筑结构的设计工作年限提升带来相关防水材料、管道、电气等的要求工作年限提升，即材料质量和耐久性显著提升。防水作为建筑工程领域质量提升最为不可或缺的一环，整体升级的时代已经悄然到来。

◆升级和修缮是未来防水材料行业的主旋律

随着未来逐步重视防水设计工作年限相关的耐久性，现行国家和行业标准逐步向国际标准升级，采用具备长期使用性能防水材料，严格强调隐蔽工程在施工和验收的阶段的质量控制，预计将推升防水工程在建安工程中的造价占比。长期以来国内使用者对于建筑工程防水的重要性认知度不高，防水材料现行国家标准远低于国际标准，防水造价过低等原因导致了国内建筑物易于发生渗漏，过往的历史欠账导致未来防水修缮需求将长期存在。

◆占比不足1%，防水材料行业升级和修缮的空间巨大

2020年国内的防水造价平均低于2.8%（包工包料），实际造价中防水材料成本占比低于1%（仅料），相较于发达国家防水造价7%以上差距较大，导致国内建筑寿命平均远低于发达国家。未来随着国内防水材料、工程施工和验收等标准升级且逐步对标国际标准，预计升级带来整体防水材料产品质量和用量提升将大幅推升防水工程造价，叠加存量市场防水修缮需求持续增长，推动防水材料行业整体扩大。

◆行业定位高质量发展，推动下游竞争格局改善

现阶段防水材料行业集中度缓步上升，行业内部自律加强，龙头企业从生产商向服务商转型，推动下游竞争格局逐步改善。长期来看，防水材料行业推动行业标准提升直至对标国际标准，将走出真正的高质量发展之路，重视材料耐久性和产品质量，企业相应的工程服务和建筑防水工程质量保证能力提升，带来的需求端升级，供给端伪劣、落后和低端产品出清，行业内龙头企业集中度进一步上升，供求格局的显著优化。

◆投资建议：

拥有品牌和规模优势且具备防水施工修缮能力的防水龙头企业：**推荐东方雨虹、北新建材**，建议关注凯伦股份、科顺股份。

◆**风险分析：**需求不及预期风险；行业标准升级所需时间的不确定性；原材料成本上涨风险；行业应收账款风险。

买入（维持）

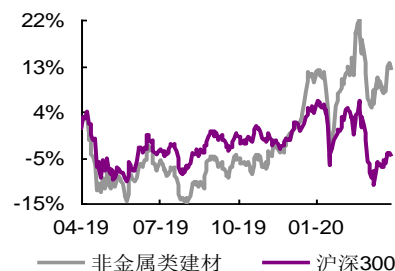
分析师

胡添雅（执业证书编号：S0930518110002）
021-52523817
hutianya@ebsecn.com

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）
021-52523816
chenhaowu@ebsecn.com

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）
021-52523822
sunwf@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
002271	东方雨虹	38.88	1.39	1.94	2.36	28	20	16	买入
000786	北新建材	24.28	0.26	1.56	1.96	93	16	12	买入
300737	科顺股份	20.40	0.60	0.99	1.31	34	21	16	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年05月07日

投资聚焦

研究背景

防水是建筑工程领域最为不可或缺的一环，但其隐蔽性工程的属性导致长期以来使用者对于建筑工程防水的重要性认知度不高，防水材料现行标准过低，防水造价过低等原因导致了国内建筑物易于发生渗漏，进而影响建筑内部结构寿命削弱建筑的质量和使用寿命，往往导致更高的人力物力时间成本投入。

由于长期不受使用者重视，国内防水相关工程和验收标准维持较低水平，防水材料产品现行国家标准自 08-11 年以来基本没有重大变动。国标可以看做是行业准入门槛，该门槛长期未有明显提升，造成行业内恶性竞争加剧，企业垫资和赊销成为常态，经营环境不断恶劣下行业集中度被动提升，行业内主导企业间“北京共识”应运而生，行业中整体标准升级在即。

我们区别于市场的观点

防水材料行业千亿市场大行业小公司历来受资本市场高度关注，但市场关注点更多在于政策带动下的需求景气度向好（地产和基建层面的），需求端地产全装修影响下工程起量带动行业集中度和龙头市场占有率提升，成本端沥青价格下行带来盈利水平提升等内容。相较于这些，本文主要关注国家逐步开始重视建筑质量的情况下，防水的重要性逐步凸显。重点在防水材料行业标准化体系的改革和建立，行业集中度提升过程中龙头企业的布局 and 战略，我们认为行业标准体系的建立对于行业集中度的提升必不可少。

投资观点

短期内，防水材料行业需求仍主要来自于房地产新建和基建投资拉动，年内还有部分国家推动“旧改”带来的工程需求，且 2020 年还将受益于成本端沥青价格下行带来的企业盈利提升。

长期看，防水材料行业推动行业标准提升直至对标国际标准，将走出真正的高质量发展之路，重视材料耐久性和产品质量，企业相应的工程服务和建筑防水工程质量保证能力提升，以此带来的行业门槛提升，供给端伪劣和低端产品出清，行业内龙头企业集中度进一步上升，供求格局的显著优化。

当前防水材料行业标准体系已进入标准化改革阶段，龙头企业扩张和行业内企业整合速度加快，行业整体发展趋势向好，拐点已近。推荐拥有品牌和规模优势且具备防水施工修缮能力的**防水龙头企业：东方雨虹、北新建材**，建议关注凯伦股份、科顺股份。

目 录

1、 升级和修缮是未来防水材料行业的主旋律	4
1.1、 防水是建筑工程领域不可或缺的一环	4
1.2、 建筑防水升级的时代已经悄然到来	4
1.3、 材料耐久性重视度上升，防水材料行业即将整体升级	7
1.4、 过往的历史欠账导致未来防水修缮需求将长期存在	8
2、 行业定位高质量发展，对下游竞争格局改善	10
2.1、 占比不足 1%，升级和修缮带来的空间巨大	10
2.2、 由生产商向服务商转型，对下游竞争格局改善	13
2.3、 2020 年沥青价格波动带来盈利弹性	15
3、 集中度提升与行业标准体系建立相辅相成	17
3.1、 建筑防水刚需与降雨相关，企业产能布局趋于重叠	17
3.2、 对建筑质量重视度提升是行业高质量发展的必要条件	19
4、 推荐标的：东方雨虹、北新建材	21
4.1、 东方雨虹：防水王者	22
4.2、 北新建材：石膏板龙头，快速切入防水领域	24
4.3、 科顺股份：立足华南，辐射全国	27
5、 风险提示	29

1、升级和修缮是未来防水材料行业的主旋律

1.1、防水是建筑工程领域不可或缺的一环

《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》(国发〔2015〕13号): **目的是对标国际标准, 改变国内标准缺失老化、交叉重复矛盾、不够合理、协调推进机制不完善的问题; 计划到 2020 年基本建成结构合理、衔接配套、覆盖全面、适应经济社会发展需求的新型标准体系。**

建筑防水是建筑工程施工作业中为确保建筑整体结构免遭到雨水及地下水的侵蚀, 保证建筑内部结构处于正常状态的一种设计, 其对建筑物地下室、屋顶、墙面及地面等都产生着直接的影响。防水决定了建筑工程的质量和使用寿命, 而人类 90% 的时间是在室内度过的, 建筑质量直接影响生活品质。

长期以来, 国内对于防水这类隐蔽性工程的重视度和认知度不高, 造成了国内建筑渗漏多发。2014 年 7 月中国建筑防水协会与北京零点市场调查联合发布《全国建筑渗漏状况调查项目报告》中, 通过抽样调查全国 28 个城市涉及 850 个社区的数据显示, 2849 个建筑屋面样本, 2716 个出现不同程度的渗漏, 渗漏率达 95.3%; 地下建筑样本 1777 个, 其中 1022 个出现不同程度的渗漏, 渗漏率达 57.5%; 住户样本 3674 个, 其中 1377 个出现不同程度的渗漏, 渗漏率达到 37.5%。直到现在, 建设工程质量投诉中渗漏依然是投诉主因之一。

防水材料现行相关标准远低于国际标准造成行业内产品质量良莠不齐, 需求端“劣币驱逐良币”情况时有发生, 是建筑工程易于发生渗漏的另一主因, 但须指出, 我国的防水材料在品种和技术水平上早已实现与国外接轨, 且具备与国外发达国家防水材料相当的水平。

产生渗漏的最后一方面原因是防水造价在建筑工程中占比较低。根据 2020 年中国建筑防水协会的公益大讲堂显示, 我国的防水造价仅 2.8%, 实际调查统计防水造价甚至低于 1%, 相较于发达国家防水造价 7% 以上差距较大。而细究渗漏的原因有: 设计问题, 材料质量, 施工技术和管理等。

防水是建筑工程领域最为不可或缺的一环, 但其隐蔽性工程的属性导致长期以来使用者对于建筑工程防水的重要性认知度不高, 防水材料现行国家和行业标准远低于国际标准, 防水造价过低等原因导致了国内建筑物易于发生渗漏, 进而影响建筑内部结构寿命削弱建筑的质量和使用寿命, 往往导致更高的人力物力时间成本投入。

1.2、建筑防水升级的时代已经悄然到来

2019 年 8 月, 住建部贯彻落实《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》(国发〔2015〕13号), 按照《住房和城乡建设部关于深化工程建设标准化工作改革的意见》关于构建我国强制性工程建设规范体系要求, 组织中国城市建设研究院有限公司等单位起草了住房和城乡建设领域的 40 项工程规范征求意见稿目录。

其中《工程结构通用规范》意见函重点强调对不同应用领域的建筑工程要求结构的设计工作年限。即为在规定的設計工作年限内, 应以经济合理的方式满足下列要求: 能够承受正常施工和使用期间可能出现的各种作用, 能够满足结构和结构构件的预定使用要求, 材料的劣化不影响结构的安全和正常使用。

征求意见稿中规定中建筑工程要求的设计年限实质要求提升：建筑结构的设计工作年限不应低于表 1 规定，其中普通房屋和构筑物设计工作年限不应低于 50 年。铁路工程结构设计工作年限应按 100 年、60 年和 30 年分级。公路工程结构设计工作年限不应低于表 2 规定，其中桥涵隧道的主体结构设计工作年限不应低于为 100 年。港口工程结构设计工作年限中永久性港口建筑物不低于 50 年。水工结构的设计工作年限应根据其级别，采用不同的设计工作年限；1 级-3 级主要建筑物结构的设计工作年限应采用 100 年，其他永久性建筑物结构应采用 50 年。

表 1：2019 年房屋建筑结构的设计工作年限

	设计工作年限（年）	示例
1	5	临时性建筑结构
2	25	易于替换的结构构件
3	50	普通房屋和构筑物
4	100	标志性建筑和特别重要的建筑结构

资料来源：住建部《工程结构通用规范》征求意见稿

相应的工程结构的防水层、电气和管道等附属设施的设计工作年限，应根据主体结构的设计工作年限和附属设施的材料、构造和工作要求等因素确定。建筑结构的设计工作年限提升带来相关建筑材料，如防水材料、管道、电气等的设计工作年限提升，即材料要求质量和材料耐久性显著提升。

表 2：2019 年公路工程结构设计工作年限（年）

公路等级 结构类别			高速公路、 一级公路	二级 公路	三级 公路	四级 公路
路面	沥青混凝土路面		15	12	10	8
	水泥混凝土路面		30	20	15	10
桥涵	主体结构	特大桥、大桥	100	100	100	100
		中桥	100	50	50	50
		小桥、涵洞	50	30	30	30
	可更换部件	斜拉索、吊索、系杆等	20	20	20	20
		栏杆、伸缩装置、支座等	15	15	15	15
隧道	主体结构	特长隧道	100	100	100	100
		长隧道	100	100	100	50
		中隧道	100	100	100	50
		短隧道	100	100	50	50
	可更换、修复构件	特长、长、中、短隧道	30	30	30	30

资料来源：住建部《工程结构通用规范》征求意见稿

以建筑屋面相关的防水要求为例对比 2004 年版、2012 年版和 2019 年征求意见稿中相关防水工程的使用年限规范情况：

表 3：原 2004 年版的《屋面工程防水规范》

设防等级	要求合理 使用年限	建筑物类别	设防要求	防水层材料选择
I 级设防	25 年	对防水有特殊要求的工程，如国家级国际政治活动中心	三道防水设防	宜选用合成高分子防水卷材、高聚物改性沥青防水卷材、金属板材、合成高分子防水涂料等材料、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等材料
II 级设防	15 年	重要的建筑和高层建筑（12 层以上），如城市中较大型的公共建筑、重要的博物馆、大型厂房、恒温恒湿车间、实验室、别墅等	二道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等材料
III 级设防	10 年	一般建筑，包括一般的工业与民用建筑、普通住宅、一般办公楼、学校、旅馆等	一道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、三毡四油沥青防水卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料
IV 级设防	5 年	临时永久建筑，如简易宿舍、车间、计划改建的临时防水的建筑	一道防水设防	可选用二毡三油沥青防水卷材、高聚物改性沥青防水涂料等材料

资料来源：《屋面工程技术规范》GB50345-2004

2004 版中建筑屋面防水等级及使用年限是根据建筑物的类别、重要程度、使用功能要求以及选用的防水材料确定的。I 级为 25 年、II 级为 15 年、III 级为 10 年、IV 级为 5 年，其防水层设防层次也有区别，I 级为三道以上，II 级为二道，III 级为一道，与使用材料的材质相联系，如 III 级可选用的高聚物改性沥青涂料、平瓦、油毡瓦不能在 I 级防水工程中使用等。一般建筑屋面防水使用寿命 10 年，属于一道 III 级设防一道防水。

屋面的防水性能，不仅取决于防水材料本身的特性，还与不同防水材料组合后的整体的防水效果有关。由于缺乏对防水材料合理使用年限的相关实验数据，所以根据规范审查专家意见，2012 版取消了对防水层合理使用年限的规定。根据现行《房屋建筑工程质量保修办法》和《商品房住宅工程质量保修规程》对于一般建筑防水设计使用年限为 10 年，施工单位保修不低于 5 年。

表 4：2019 年住宅建筑的设计工作年限

类别	设计工作年限（年）
结构	不低于 50
屋面防水	不低于 20
卫生间防水	不低于 15
地下工程防水	不低于建筑结构设计工作年限

资料来源：2019 年住建部《住宅项目规划》征求意见稿

2019 年《住宅项目规划》征求意见稿中屋面防水设计工作年限已提升至 20 年，地下工程防水要求不低于建筑结构设计工程年限，卫生间防水不低于 15 年，规范明确细致且标准较过去有显著提升，相较于早期关注防水材料的性能，本次修订更加重视防水材料的耐久性。

2019 年《工程结构通用规范》征求意见稿重点提出不同应用领域的建筑工程要求结构的设计工作年限意义重大，需关注到建筑物设计年限要求发生实质性提升，相应的结构的防水层设计要求同步提升，这是对建筑工程防水的最为重要且最为实质的升级要求，国内防水升级的时代已经悄然到来。

根据《国务院关于印发深化标准化工作改革方案的通知》中计划 2020 年理顺并建立协同、权威的强制性国家标准管理体制，预计我国强制性工程建设规范正式文件将尽快发布。2020 年配套的防水工程质量验收规范亦在提升制定

中：屋面工程质量验收规范、地下防水工程质量验收标准规范、城市桥梁桥面防水工程技术规程。

1.3、材料耐久性重视度上升，防水材料行业即将整体升级

建筑防水需在工程设计及施工的每一个具体环节中，未来的建筑工程中防水结构的设计工作年限需与各类建筑工程整体的设计工作年限相对应，意味着需根据使用环境的影响和不同类别的防水要求，实施对应的防水措施，设计工作年限延长直接影响材料耐久性、防水道数、防水层厚度，防水系统构造的可靠性、施工是否到位有效、维护保养等要求提升。

图 1：防水材料的标准化体系改革



资料来源：中国建筑防水协会

图 2：防水涉及的施工工程标准



资料来源：中国建筑防水协会

防水材料产品的标准亦将逐步提升且逐步对标国际标准，未来趋势是产品标准的分类不再是按照产品性能高低区分，而是按工程应用场合和耐久性要求提出不同要求，便于业主、设计、施工、生产人员根据工程的需要选择合适的产品类型。

现阶段《建筑防水卷材安全和通用技术规范》、《建筑防水涂料安全和通用技术规范》、《建筑用硅酮结构密封胶》三项重要的强制性国家标准正在处于修订中即将公布，明确有害物质限量、安全防护和防水基本功能指标以及检测方法；全面提升产品标准要求，推动防水材料品质达到高可靠性、高耐久性的国际先进水平；编制验证防水产品和系统性能的实验方法标准。

修订中的《建筑防水卷材安全和通用技术规范》将替代《弹性体改性沥青防水卷材》GB 18242-2008、《塑性体改性沥青防水卷材》GB 18243-2008、《聚氯乙烯（PVC）防水卷材》GB 12952-2011、《氯化聚乙烯防水卷材》GB 12953-2003、《改性沥青聚乙烯胎防水卷材》GB 18967-2009、《自粘聚合物改性沥青防水卷材》GB 23441-2009 和《热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材》GB 27789-2011 等 7 部防水卷材现行国家标准。由此可见，该标准将是防水行业一大重磅标准。《建筑防水涂料安全和通用技术规范》计划由行业标准《建筑防水涂料有害物质限量》JC 1066-2008 转化而来且上升到国家标准。

表 5：防水材料行业国家强制标准情况

项目名称	标准性质	制修订	代替标准号	项目周期	起草单位
建筑防水卷材安全和通用技术规范	强制	修订	GB 18242-2008 GB 18243-2008 GB 12952-2011 GB 12953-2003 GB 18967-2009 GB 23441-2009 GB 27789-2011	19 年 4 月起 24 个月	中国建材检测认证集团苏州有限公司、中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院等
建筑防水涂料安全和通用技术规范	强制	未立项	JC 1066-2008		
建筑用硅酮结构密封胶	强制	修订	GB 16776-2005 GB 24266-2009	19 年 4 月起 24 个月	中国建筑防水协会、建筑材料工业技术监督研究中心、中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院等

资料来源：国家标准化委员会

由于长期不受使用者重视，防水材料产品现行国家标准自 08-11 年以来基本没有重大变动。国标可以看做是行业准入门槛，该门槛长期未有显著提升，所以本次防水材料产品国家强制标准修订对防水材料行业意义重大。

下一步是升级和修订国家推荐性产品标准（GB/T），逐步对标国际标准。国家推荐性产品标准是在满足强制性工程规范等强制性标准的要求下，对防水材料的基本性能，如拉伸性能、耐热性、低温性能、不透水性、吸水性、粘结或搭接性能、尺寸稳定性等；还有与工程应用相关的性能，如抗冲击、抗穿刺、撕裂性能、抗窜水性、抗静态荷载、抗风揭、耐根穿刺等；更重要的是与防水设计工作年限相关的耐久性，关系材料的长期使用性能。

防水材料产品耐久性的重视程度上升，未来将根据防水材料的应用和环境提出耐久性影响和评价因素，确定耐久性相关的实验条件和项目包括：人工气候老化、热老化、耐水性、耐化学性、抗风性、耐根穿刺性、耐微生物、冻融、疲劳变形等；以及最终的评价方式确定。

防水材料标准及耐久性要求提升是行业未来良性发展的重要基础，现行防水材料标准逐步向国际标准升级，采用具备长期使用性能防水材料且严格强调隐蔽工程在施工和验收的阶段的质量控制，预计将推升防水工程在建安工程中的造价占比。

19 年《建筑与市政工程防水通用规范》征求意见稿中，仍然纠结于是否将现行国家标准直接上升到国际标准。以防水卷材和防水涂料耐久性检测的试验条件为例，主要包括热老化、耐水性和热人工气候老化三类。征求意见稿中已经明确指出现行国家标准要求远低于国际标准，但意见稿建议的新国家标准只是较现行标准有所提升且仍与国际标准有较大差距。

1.4、过往的历史欠账导致未来防水修缮需求将长期存在

住建部原副部长仇保兴曾在 2010 年第六届国际绿色与建筑节能大会上说过：“中国的建筑寿命平均只有 25-30 年”。发达国家中日本达到了 50 年，美国达到了 74 年，英国达到 132 年。

2014 年《全国建筑渗漏现状调查项目报告》中对住宅屋面和地下室的渗漏情况进行了分析，全国屋面渗漏率达 95.5%，“墙皮和装饰物润湿鼓包、脱漏” 61.2%、“有湿痕” 46.7%、“发霉” 16.6%。全国地下室渗漏率达 57.5%，“有水迹水痕” 86.6%、“局部积水” 12.3%、“线状流水” 9.4%。

表 6：全国建筑渗漏现状调查楼房建成年代和渗漏情况

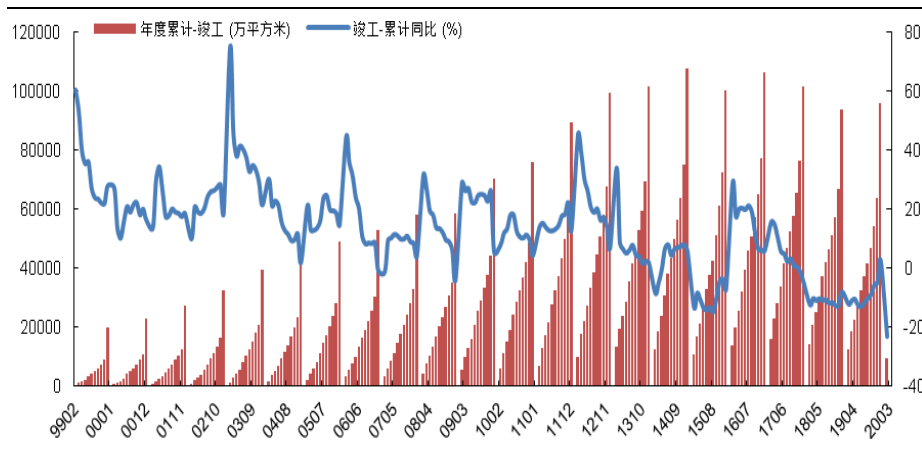
建成年份	屋面数量 (栋)	渗漏率 (%)	地下室数量 (个)	渗漏率
2002 年以前	824	96.1	587	低
2003-2008 年	1096	95.6	687	中
2008 年以后	929	94.3	503	高
总计	2948	95.5	1777	

资料来源：2014 年《全国建筑渗漏状况调查项目报告》，28 个大中型城市、850 余个社区
注：地下室渗漏率与年代相关度低与楼层相关高度，中高层楼房（7 层及以上）倾向于配备地下室，中高层楼房地下室渗漏率 59.8%、底层楼房地下室渗漏率 48.3%。

老旧小区渗漏治理所需费用高工程量大（防水治理内部整体更新需考虑人员安置问题且渗漏造成的建筑结构损害不可逆），是“旧改”的方案之一但预计难以成为今年旧改的主要方向。相较而言，建材中管道行业更加受益于旧改需求拉动。

过往的历史欠账导致未来防水修缮需求将长期存在。按当前国内建筑寿命 25-30 年来看，90 年代的建筑已亟需大修，而 2000 年前后完成的建筑预计将在 2025 年之后开始有大规模防水修缮需求。从过去一般建筑屋面防水材料仅 10 年使用寿命和 5 年保修期要求来看，建筑的其他关键部位的防水材料使用寿命要求也不会太高，一般建筑将一直存在小规模修缮和更新需求。国内每年新增约 10 亿平米的新建住房、90 年代以来近 200 亿平方米存量住房的维修和二次装修、以及体量高达上百亿平方米既有公共建筑的维修翻新等，给防水修缮带来了巨大的市场。

图 3：99 年至今的房地产竣工累计竣工面积情况



资料来源：Wind

我国防水材料在品种和技术水平上已与国外接轨，但建筑物发生渗漏的原因在于防水工程质量低下，这与设计、施工与监管等环节存在诸多问题脱不了干系，根据 2017 年李宇的《建筑室内外渗漏原因及维修工艺和成本分析》，其中：设计问题占 18-26%，材料质量占 20-30%，施工技术和管理占 45-48%。

国内建筑设计人员对防水材料性能、适用范围、使用条件、防水工艺等了解不深，造成选材不当和设计不合理。防水材料是半成品，其使用价值要靠施工来实现，但施工一方面受制于低价竞标后施工方选用材料质量不达标（伪劣品）或者偷工减料，另一方面专业化防水施工队伍缺乏，抢工期、赶进度等都会造成隐患。设计、质量和施工等综合下来造成防水修缮属于集成难题，往往导致更高的人力物力时间成本投入修缮改造。

综上所述，升级和修缮是未来防水材料行业发展的主旋律。未来国内防水材料市场规模还将进一步扩大，利好行业质量较优拥有品牌和规模优势，且具备防水施工和修缮能力的防水龙头企业。

2、行业定位高质量发展，对下游竞争格局改善

2.1、占比不足 1%，升级和修缮带来的空间巨大

防水材料种类众多，国内防水材料主要有五大类：防水卷材、防水涂料、油毡瓦、密封材料、刚性防水材料和其他新型防水材料。

表 7：主要防水材料的种类和应用领域

种类	相关产品	产品规范	应用领域
防水卷材	高聚物改性沥青防水卷材以合成高分子聚合物改性沥青为涂盖层，纤维织物或纤维毡为胎体，粉状、粒状、片状或薄膜材料为覆面材料制成可卷曲的片状柔性防水材料。 合成高分子防水卷材以合成橡胶、合成树脂或二者的共混体为基料，加入适量的化学助剂和填充剂等，采用密炼、挤出或压延等橡胶或塑料的加工工艺所制成的可卷曲片状柔性防水材料。	国标《建筑防水卷材安全和通用技术规范》修订中	建筑墙体、屋面、以及隧道、公路等领域
防水涂料	聚氨酯类防水涂料：由聚氨酯与沥青作为原材料制成，固化成膜后形成柔性防水层，常用于工程的迎水面，充分发挥有机防水涂料在一定厚度时有较好的抗渗性，在基面上能形成无缝隙的完整的防水膜。 聚合物水泥基防水涂料：由多种水性聚合物合成的乳液与掺有各种添加剂的优质水泥组成，聚合物（树脂）的柔性与水泥的刚性结为一体，使其在抗渗性与稳定性方面表现优异。	国标《建筑防水涂料安全和通用技术规范》立项中	屋面和卫浴间、地下室、蓄水池等
油毡瓦	主流油毡瓦（玻纤瓦/玻纤胎沥青瓦）以玻璃纤维毡为基体，经过浸涂优质石油沥青面后，一面覆盖彩色矿物粒料，另一方面撒以隔离材料而制成的新型片状屋面防水瓦材。它具有防水和装饰功能，国内广泛应用于坡屋面的新型防水装饰瓦材。	《GB/T 20474-2015 玻纤胎沥青瓦》	屋面
密封材料	密封材料主要用于围护结构以及门窗的接缝，进行水密和气密处理，起着防气体渗漏、防水、防尘、隔声等功能作用。	《建筑用硅酮结构密封胶》修订中	围护结构以及门窗的接缝
刚性防水材料	依靠结构构件自身的密实性或采用刚性材料作防水层以达到建筑物的防水目的。刚性防水的部位可以是平面或立面。常见的刚性防水材料有细石混凝土、防水砂浆及水泥基渗透结晶型防水涂料等。		迎水面、结构防水等

资料来源：光大证券研究所根据统计局口径整理

防水广泛应用于房地产新建、基建工程项目和建筑存量等市场，需求仍以地产新建和基建项目为主，但存量市场需求在逐步增长。2019 年国内房地产投资累计完成 13.2 万亿元，同增 9.9%；基础设施建设投资累计完成 18.2 万亿元，同比增长 3.3%，基建涉及防水的需求主要有桥梁隧道、地铁、水利、车站、市政等工程领域。建筑存量市场主要来自修缮和二次装修，潜在需求巨大。

16-19 年主要防水材料销量增速维持在 10%左右，但未来随着地产和基建投资增速逐渐平缓，在行业升级和修缮的需求带动，预计防水材料的销量将继续维持一定的增速水平。

表 8：主要沥青类防水材料销量情况和沥青用量

防水材料	2016	2017	2018	2019
防水卷材（万平方米）	116132	125781	139195	154344
改性沥青涂料（万平方米）	51124	55567	61673	67980
玻纤胎沥青瓦（万平方米）	1425	1477	1374	1237
总计（万平方米）	168681	182825	202962	223561
沥青用量（万吨）	505	547	607	670

资料来源：中国建筑防水协会

行业总体需求情况如何，以实际房地产案例为假设进行分析：

表 9：2020 年某房地产项目防水相关工程建安造价情况（包工包料）

使用部位	具体材料	使用面积 (㎡)	造价 (元/㎡)	合计 (元)	总造价占比 (%)	备注
屋面	屋面防水砂浆	18543	25.46	519303	0.278	刚性材料
	屋面卷材防水 (3mm 改性沥青防水卷材)	19521	35	751563	0.403	
	屋面卷材防水 (1.5mm 厚高分子卷材)	9775	30	322575	0.173	
	地下室 (3mm 厚 BAC 贴必定自粘防水卷材)	12158	35	468094	0.251	
地下室	卷材防水	11118	35	428053	0.229	
	涂膜防水	8056	83.02	735699	0.394	
	BAC 贴必定自粘防水卷材	13075	35	503379	0.270	
	涂膜防水 (1mm 厚 PMC-101 水泥基渗透结晶型防水材料)	1308	20	28789	0.015	
	涂膜防水 (改性沥青一布四涂)	827	35	31851	0.017	
	1.5mm 厚高分子涂膜防水	189	30	6251	0.003	
	后浇带附加防水 (两毡三油)	986	35	37942	0.020	
屋顶	玻纤瓦	5122	151.19	851760	0.456	
卫生间、厨房等	卷材防水	26639	35	1025605	0.549	
外墙漆底面防水层	带防水功能的外墙漆	55935	30	1845860	0.989	非必选，不带防水功能的外墙漆造价仅一半
合计				7556725	4.048	减去上述两项后总造价占比为 2.78%

资料来源：某建筑公司，光大证券研究所整理

注：密封材料和刚性防水材料并未包含在统计局防水材料统计口径中，本文讨论口径与统计局一致。

2020 年西南区域某地产企业的某地产工程项目，该项目设计和建安造价标准符合且略高于现行国家标准，总建筑面积 7.6 万平米总建安造价 1.87 亿元，其中相关防水工程造价：屋面防水造价占比 1.1%，地下室防水造价占比 0.95%，屋顶防水造价占比 0.46%，卫生间、厨房等室内防水造价占比 0.55%，外墙漆底面防水层造价占比 0.99%，合计防水相关工程占比达 4.05%。该项目对应单位总造价为 2456 元/平米，其中防水造价为 99 元/平方米。

考虑口径和非必选项目问题，减去刚性防水材料和非必选防水项目的防水造价，调整后项目防水造价占比 2.78%，基本符合国内防水工程造价情况。以项目中卷材的平均成本和 19 年东方雨虹卷材单平米销售价格测算，得出其中防水材料成本占比约为 1.7%。

根据智研咨询，防水质量低劣产品的生产成本明显低于合格产品，仅约标准品的 7 成。行业内防水材料非标和低端产品众多导致“劣币驱逐良币”发生，低劣产品耐久性差，大量使用导致房屋质保期内频繁发生渗漏问题。

考虑人工费用、行业伪劣产品和非标产品多材料质量差、偷工减料、设计、施工和监理不到位等多种因素影响，根据 2020 年中国建筑防水协会的公益大讲堂显示，我国的防水造价仅 2.8%，实际调查统计防水造价甚至低于 1%，相较于发达国家防水造价 7% 以上差距较大。

表 10: SBS 改性沥青卷材标准和低劣材料成本

原材料	单价 (元/公斤)	标准材料比例	标准材料成本 (元/公斤)	低劣材料比例	低劣材料成本 (元/公斤)
沥青	4.0	65%	2.6	50%	2.0
胶粉	1.5	0%	0.0	15%	0.2
机油	5	0%	0.0	8%	0.4
SBS	15.0	10%	1.5	3%	0.4
石粉	0.3	25%	0.1	25%	0.1
合计			4.2		3.1

资料来源：智研咨询（注：材料价格与现阶段原材料价格不挂钩）

房地产带来的防水材料需求以房地产建安投资中防水造价占比估计相应的市场空间，基建需求以主要涉及防水的城市公共设施管理业、航空、道路和铁路投资中防水造价占比估计相应的市场空间。

修缮部分根据部分城市的房管部门建议的房屋大修周期：砖混结构 15-20 年，钢筋混凝土结构房屋 20-25 年，假设国内 90 年代以来新建的住房钢混结构为主，每 20-25 年需要大修一次，每次大修都将需要对防水进行修缮更新，参照上述案例，防水工程相关施工面积为建筑面积的 1.4 倍。此外由于更新和修缮需要的人力物力投入加大，假设按 2 倍的原材料价格测算维修更新单平米造价。（一般来说，防水屋面维修的成本是初次修建时的 3-4 倍，而地下堵漏的成本则能达到 8-10 倍。）

表 11: 防水修缮市场空间

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
100%的建筑进行修缮 (万平方米)	11771	16376	19690	23619	28429	32966
85%的建筑进行修缮 (万平方米)	10005	13920	16737	20076	24165	28021
70%的建筑进行修缮 (万平方米)	8239	11463	13783	16533	19901	23076
需修缮的建筑面积增速 (%)		39%	20%	20%	20%	16%
100%情况下的修缮市场 (亿元)	71	98	118	142	171	198
85%情况下的修缮市场 (亿元)	60	84	100	120	145	168
70%情况下的修缮市场 (亿元)	49	69	83	99	119	138

资料来源：Wind、光大证券研究所测算

建筑修缮面积计算为房地产竣工面积回推 21-25 年，100%的建筑进行修缮的情况下每年贡献 20%的建筑修缮需求五年全部修缮完成，此外 1995-1997 年没有统计局数据按 20%的增速估计其大概值。

表 12: 2019 年防水材料行业总需求端测算 (亿元)

	房地产	基建	修缮更新	合计
相关投资额	建筑工程 75248 安装工程 6714	公共设施管理业 70179 航空运输业 2063 道路运输业 47533 铁路运输业 7590		
乐观预期 1.00%	820	1274	71	2165
中观预期 0.85%	697	1083	60	1840
悲观预期 0.70%	573	891	49	1513

资料来源：Wind、光大证券研究所测算

注：密封材料和刚性防水材料并未包含在统计局防水材料统计口径中，本文讨论口径与统计局一致。

综上所述，现阶段防水造价低于 1%与发达国家差距较大，防水材料市场市场整体空间大概在 1500-2000 亿元左右。未来随着国内防水材料、工程施工

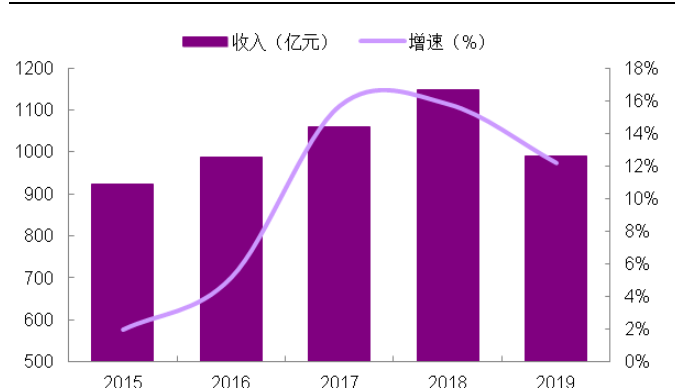
和验收等国家和行业标准逐步上升且进一步对标国际标准，预计升级带来整体产质量和用量提升将推升防水工程造价，叠加存量市场防水修缮需求持续增长，推动防水材料行业整体扩大，仅按照防水造价占比 2.8%，施工监理到位，防水材料耐久性完全达标的假设下，未来防水材料行业应能达到 3000 亿元以上的市场规模，行业空间巨大。

2.2、由生产商向服务商转型，对下游竞争格局改善

防水材料大行业小公司、集中度分散（2019 年龙头东方雨虹市场占有率约 10%）、产品同质化严重、伪劣品众多、标准落后等因素导致行业内部竞争激烈，面对行业上游石油化工、下游地产基建等领域大企业话语权较小。

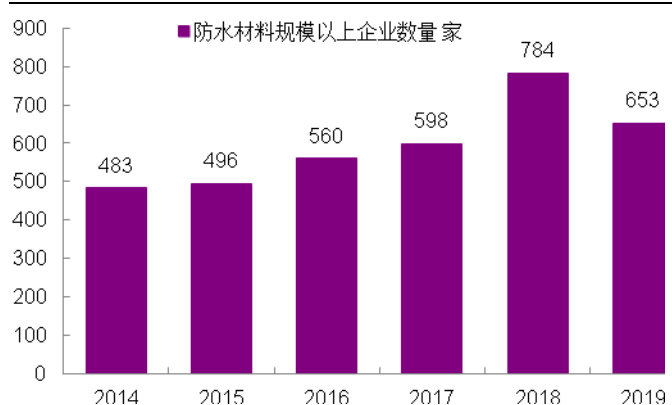
防水材料行业下游是地产、建筑企业、装饰公司和个人消费者，其中消费端占比小而工程端占比高。工程端下游客户地产、建筑等企业集中度较高，受防水材料国内标准落后，产品同质化竞争激烈影响，工程端低价中标等情况多发，而为争夺订单防水材料企业为下游提供垫资、赊销等促销手段较为常见。根据统计局 2019 年国内防水材料行业 653 家规模以上企业营业收入 990.4 亿元，同增 12.2%，截止 19 年 12 月末规模以上防水企业的应收账款净额 244.49 亿元，同增 17.2%，占营收的比重达 24.7%，因而资本市场高度关注防水材料企业的应收账款情况。

图 4：防水材料行业规模以上企业收入情况



资料来源：中国建筑防水协会

图 5：防水材料行业规模以上企业数量情况



资料来源：中国建筑防水协会

而工程端中房地产全装修比例大幅上升，带动防水材料行业集中度快速提升。住建部于 2019 年 2 月发布的《住宅项目规范》征求意见稿中明确提出“城镇新建住宅建筑应全装修交付”。随着下游地产行业全装修渗透率的提升，各类消费建材龙头企业的工程端起量带动营收和业绩增速加速，品牌优势凸显。回顾 2016-2019 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌测评成果中，防水龙头特别是上市公司的首选率逐年提升。19 年子分类 50 强评优企业东方雨虹评优 18 家，科顺股份评优 13 家，凯伦评优 6 家。2019 年国内有 653 家防水材料规模以上企业（收入大于 2000 万元），相较于 2018 年 784 家规模以上企业数量有所减少。

表 13：中国房地产开发企业 500 强首选供应商—防水材料类（首选率）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
1	东方雨虹 30%	东方雨虹 32%	东方雨虹 25%	东方雨虹 36%
2	科顺 15%	科顺 20%	科顺 19% 宏源 19%	科顺 20%
3	宏源 14%	宏源 14%	蓝盾 9%	宏源 8%
4	卓宝 9%	卓宝 11%	卓宝 9%	蓝盾 8% 卓宝 8%
5	蓝盾 5%	蓝盾 5%	大禹 7%	凯伦 6% 大禹 6%
6	德生 5%	大禹 4%	德生 4%	雨中情 2%
7	大禹 4%	德生 3%	凯伦 2%	金拇指 2%
8	禹王 4%	禹王 3%	蜀羊 2%	蜀羊 2%
9	宇虹 3%	宇虹 2% 蜀羊 2%	禹王 1%	禹王 1%
10	大明 2%	凯伦 1% 大明 1%	金拇指 1%	大禹九鼎 1%

资料来源：新浪、中国房地产协会

注：北新建材 2019 年并购禹王、蜀羊、金拇指，合并后北新防水品牌首选率 5%

防水材料行业集中度提升带来龙头企业话语权有所上升，而行业内企业逐步意识到为抢夺订单恶性竞争低价中标甚至是为客户提供垫资和赊销等行业恶性循环生态下，最终只能带来行业整体价值不断被拉低，企业盈利水平持续下降，企业现金流大幅被挤占，极端情况下甚至带来企业破产。

2019 年底防水材料行业内部提出避免恶性竞争，2020 年 4 月 10 日中国建筑防水协会正式达成“北京共识”促进建筑防水行业健康有序高质量发展：强调深化行业自律，构建行业公平竞争市场环境；稳定市场价格，提升行业价值。

1、发挥联盟企业和上市公司优势，加强行业自律，规范行业秩序，摒弃伪劣、垫资、赊销等行业旧生态，确保产品质量，坚决遏制恶性竞争，构建公平竞争市场环境；

2、防止因防水产能集中释放而造成市场供求失衡而打价格战，制止低质低价倾销和扰乱市场，稳定市场价格体系，共同创造行业利益、提升行业价值；

3、加大行业协会的行业自律监督功能，在联盟企业试行行业自律质量监督检查工作。

防水材料龙头企业定位于由生产商向服务商转型，“产品+施工+服务”一体化布局为主，进一步提高产品附加值和服务附加值，未来随着建筑工程质量要求提升预计客户依赖度亦将上升：从设计、施工阶段介入防水工程，具备建筑防水设计能力，防水方案深化、施工流程优化、施工质量技术可靠；施工人员素质综合要求，标准化工程流程；提供可靠的配套基础系统，提升建筑的可靠性、耐久性；以及配套的工程质保承诺和维护服务（目前一般建筑屋面防水设计使用年限为 10 年，施工单位保修 5 年。未来屋面防水设计工作年限 20 年、地下室防水设计工作年限不低于建筑结构，建筑工程质量保修和材料耐久性要求将大幅提升）。

以东方雨虹为例，致力于提供更加丰富的产品和服务，向“建筑建材系统服务商”的转变，其研发体覆盖“系统设计、材料研发、施工和技术服务”的系统研发“航母战斗群”。

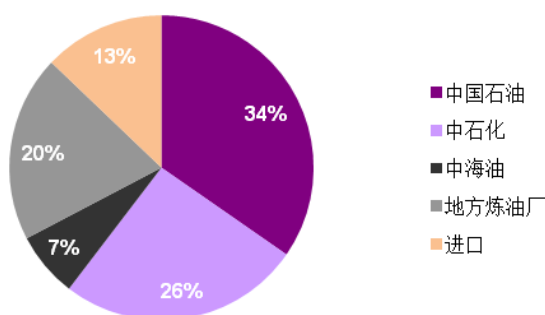
从现阶段情况看，近年来行业恶性竞争加剧，企业垫资和赊销成为常态，经营环境不断恶化下行业集中度被动提升，行业内主导企业间“北京共识”应运而出，未来行业内部自律加强，龙头企业从生产商向服务商转型，对下游竞争格局逐步改善，行业应收账款回款情况预计将有所好转。

2.3、2020 年沥青价格波动带来盈利弹性

防水材料的行业原材料包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。其中最主要原材料是沥青，以东方雨虹和科顺股份为例，沥青在原材料成本中占比达三成。

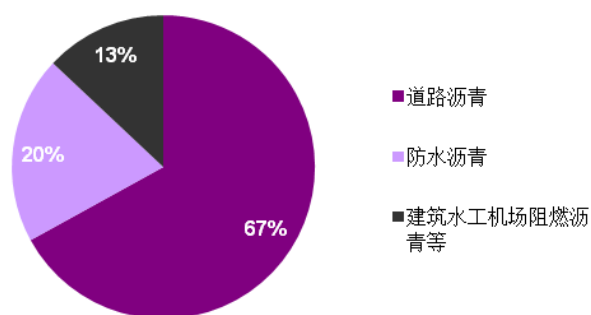
根据中国建筑防水协会，2019 年国内沥青市场的供给情况上看：中国石油市占率 34%、中国石化市占率 26%、中海油市占率 7%、地方性炼油厂市占率 20%，进口 13%。2019 年全国沥青表观消费量 3110 万吨，同增 1.6%，防水沥青约占全国沥青消费总量的 20%，排第二，道路沥青占比约 67%排第一。防水材料成本端主要原材料沥青属大宗商品，供给高度集中，价格随国际原油价格波动，防水材料龙头企业有集采优势但不具备话语权。

图 6：2019 年国内沥青供应情况



资料来源：中国建筑防水协会

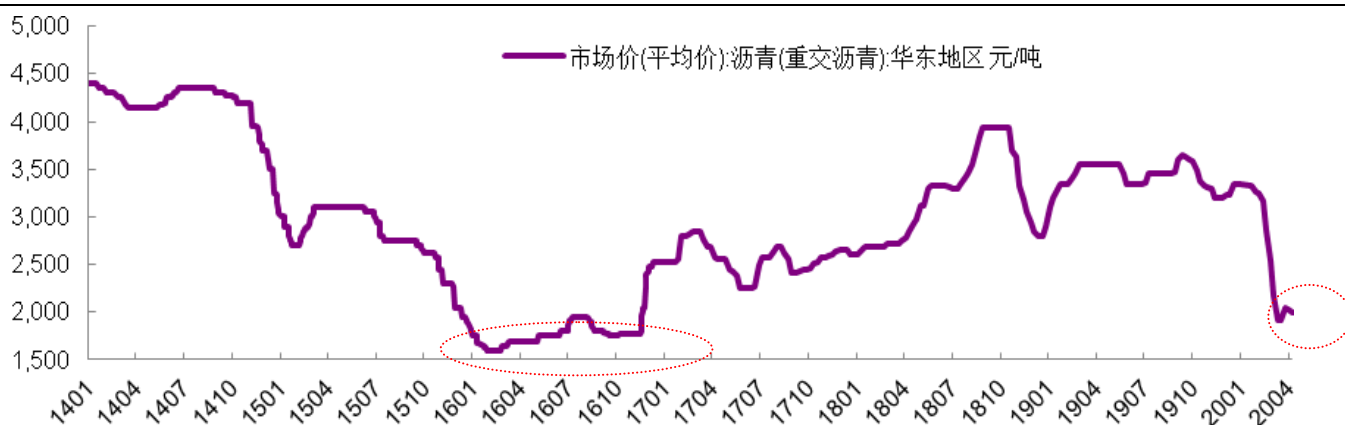
图 7：2019 年国内沥青消费结构



资料来源：中国建筑防水协会

2020 年初受全球新冠肺炎疫情疫情影响原油需求锐减，叠加主要产油国间达成有效减产协议花费了一段时间，原油价格跌回 20-30 元/桶的水平，4 月极端情况下期货价格跌至史无前例的负值水平，对标 2016 年原油价格同样在低位水平时，同期沥青价格在 2000 元/吨附近持续震荡，截止 2020 年 4 月 26 日沥青价格约 2000 元/吨，年内累计同比下降 21.0%，较年初价格降幅达 38.2%，远超市场预期。

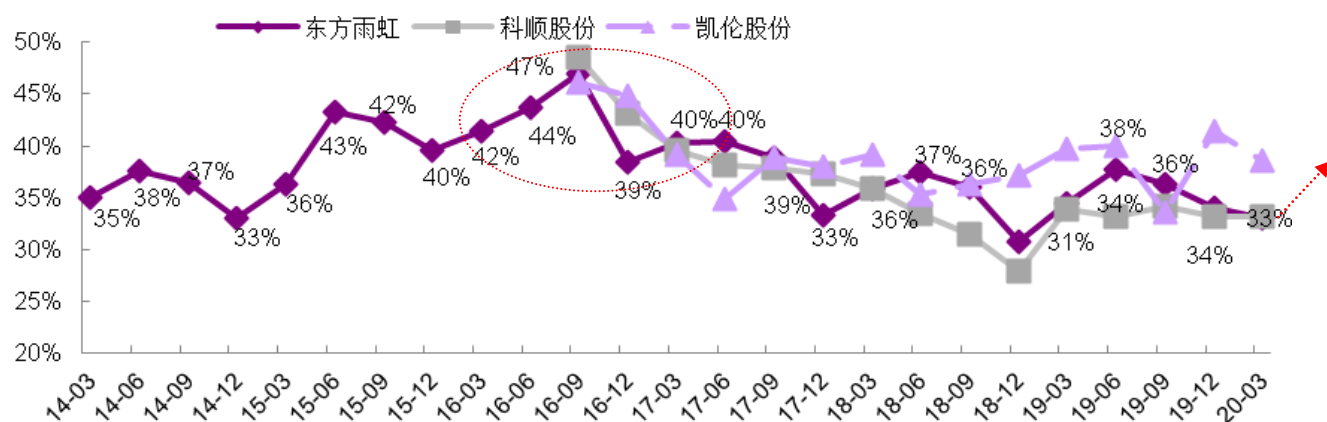
图 8：14 年至今的沥青价格走势



资料来源：Wind，截止 2020 年 05 月 03 日

以东方雨虹和科顺股份为例，假设当前防水产品价格和销量保持稳定下，沥青占总成本的约 3 成，其他原材料价格维持稳定，沥青价格每下跌 10%，企业的毛利率水平将提升 1.9 个百分点。但防水材料的主要原材料都属于石油化工产业链的，石油价格持续走低，那么沥青价格与其他相关原材料价格同步下跌，企业实际毛利率提升水平将大于 1.9 个百分点。

图 9：14 年至今的龙头防水企业单季度毛利率情况（截止 2020 年一季报）



资料来源：Wind，标注的数据为东方雨虹的毛利率水平，光大证券研究所预测

回顾主要企业自 14 年以来的毛利率波动情况：14 年沥青价格维持高位，企业毛利率水平在 33%-37% 左右的区间震荡；15-16 年成本端沥青价格持续下跌，企业的毛利率水平持续提升至 47%-50% 的历史高位水平，17-18 年毛利率下跌一方面原因在于成本端沥青价格上涨，另一方面原因是行业为拓展 to B 端业务内部竞争加剧，企业低价中标配合垫资赊销等手段抢夺市场份额，导致毛利率持续下滑至 30% 左右。

19 年成本端沥青价格小幅下滑，而行业逐渐意识到恶性竞争的不利影响，毛利率小幅回升至 33-38%。19 年底 20 年初行业提出并深化自律，公平竞争，稳定市场价格和创造行业价值等共识，叠加成本端沥青价格超预期下跌，预计将显著推升行业内企业的盈利水平。

需要注意的是，沥青价格波动与国际原油价格直接相关，受国际地缘政治和海外新冠肺炎疫情影响较大，有一定的不确定性，短期内沥青价格保持低位将降低防水材料企业单位成本并带来盈利水平的提升，但沥青价格水平不会长期持续低位。

长期看，防水材料行业推动行业标准的提升直至对标国际标准，将走出真正的高质量发展，重视材料耐久性和产品质量，企业相应的工程服务和建筑防水工程质量保证能力提升之路，以此带来的供给端伪劣、落后和低端产品出清，行业内龙头企业集中度进一步上升带来供求格局的显著优化。

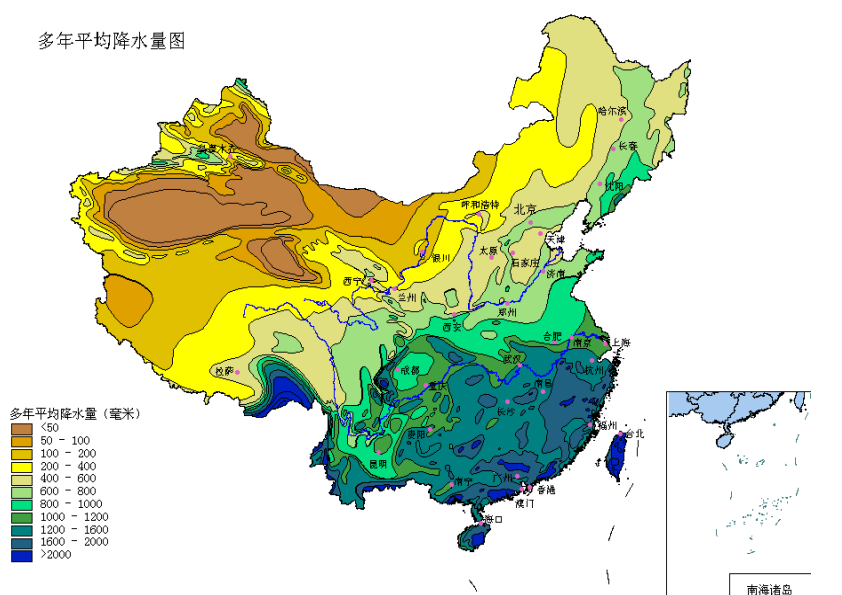
3、集中度提升与行业标准体系建立相辅相成

3.1、建筑防水刚需与降雨相关，企业产能布局趋于重叠

从中国多年平均降水量看，建筑防水的刚需主要在南部地区，降雨量越大的地区建筑物需要的防水等级越高。从降水量图上看，国内防水需求以南方为主，涵盖华东、华南、中南和西南区域，其中降水量最大的地区是华南区域。根据不同区域气候存在差异且季节性施工要求不同，因此同一家企业各生产基地产品配方会有差异，且不同季节产品配方都会有细微变化。

此外，越发达的地区对于建筑防水的认知度也高，相应的防水工程投入也就更高，因此东部沿海地区、泛长江流域和华南区域是防水材料行业企业的兵家必争之地，随着未来行业整体升级和修缮需求提升带来的重要性将进一步凸显。

图 10：中国多年平均降水量图



资料来源：百度百科

从行业内主要公司产能布局来看，产能布局主要在黑河—腾冲线或胡焕庸线以东，以华北、华东、华南、西南和中南为主。

东方雨虹、科顺股份、北新建材、宏源防水、卓宝的布局南北都有但更倾向于南方市场，凯伦南北并重，蓝盾重心在南方，雨中情以西部为主东部为辅。而基本实现全国布局的防水材料企业有东方雨虹、北新建材、科顺股份。

表 14：行业部分公司防水产能布局情况（含规划产能）

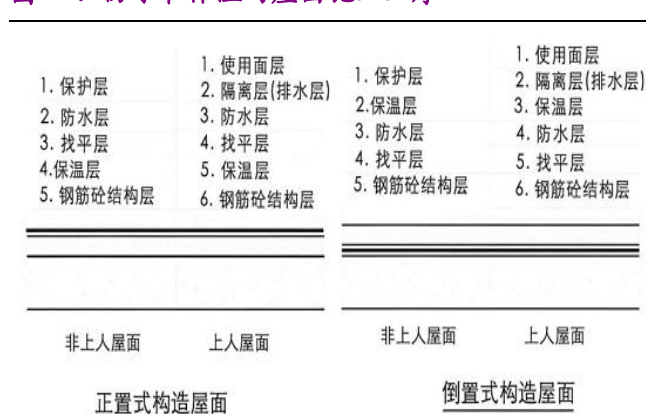
	华北	西北	东北	华东	华南	中南	西南
东方雨虹	北京、唐山	咸阳、濮阳	锦州	上海、杭州、徐州、芜湖、莱西、德州、滁州	广州、惠州、泉州、东莞	襄阳、岳阳、荆门、庐山	昆明、德阳、重庆
科顺股份	北京	渭南	鞍山	昆山、南通、涡阳、德州	崇左、高明	荆门	重庆
北新建材	许昌	咸阳、凤翔	盘锦	九江、滁州	清远	仙桃	崇州、眉山
宏源防水			公主岭	寿光、常州	韶关		彭州
凯伦股份	唐山	咸阳		苏州		黄冈	
卓宝	天津			苏州	佛山、惠州	武汉	
蓝盾					深圳	孝感	
雨中情		咸阳、西安、兰州、渭南		泰州、寿光			

资料来源：各公司官网、各公司公告、光大证券研究所整理

华北：京津冀、山西、河南；华东：江浙沪、山东、安徽；西南：云贵川渝；东北：黑吉辽、内蒙古；中南：湖南、江西、湖北；东南：广东、福建、海南、广西；西北：陕西、新疆、宁夏、甘肃、青海、西藏。

东方雨虹建筑节能保温板块品牌“卧牛山”是国内保温领域第一品牌，防水和保温在建筑施工中属上下道工序，雨虹的“防水+保温”的核心布局已然处于行业领先地位，且公司为防水材料行业中最开始全国布局的企业，从产能看 2019 年防水卷材约 5 亿平米，防水涂料 140 多万吨，砂浆类 200 多万吨，保温材料 420 多万立方米，非织造布 15 万吨，具备品牌优势和规模效应。防水龙头地位难以撼动，基建和地产工程端优势显著，全国布局推进下，市占率稳步提升。

图 11：防水和保温的屋面施工工序



资料来源：中国建筑防水协会

图 12：东方雨虹全国 28 个研发物流基地



资料来源：公司网站

科顺股份于 2017 年成功上市创业板，同时依靠上市融资全面启动全国产能布局，逐渐形成规模效应，从表 12 情况上看，目前公司在产能布局进展较快，全国范围内建有八大生产基地：广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、江苏南通、湖北荆门、陕西渭南，覆盖华南、华北、华东、西南、东北地区。2019 年科顺具备年产能 1.6 亿平米的卷材和 15 万吨的涂料的生产能力，建设中产能全面投产后将具备卷材 3.2 亿平米、涂料 30 万吨、高分子材料 2800 万平米和砂浆 52 万吨的产能。公司在集采客户拓展加速，地

产工程端品牌优势不断加强，市占率稳步提升，全国布局下不断提升规模优势。

北新建材是国内石膏板龙头，隶属于中国建材集团，公司自 2019 年起通过收并购加速其防水领域的业务布局。北新禹王拥有辽宁、湖北、安徽、四川、广东、西北六个防水材料生产基地，年设计生产能力改性沥青防水卷材 2.35 亿平方米、高分子片材 5700 万平方米、17.74 万吨各类防水涂料、沥青瓦 1000 万平方米、2 万吨聚酯无纺布类产品。北新蜀羊是四大生产基地四川眉山、四川崇州、陕西咸阳和江西九江，具备年产 2.62 亿平米防水卷材、9.1 万吨防水涂料的生产能力。北新金拇指位于河南郑州，具备年产能 1.1 亿平米和涂料 9000 万吨。北新建材一体两翼战略布局：“一体”以石膏板为主，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右；“两翼”指发展防水产业和装饰涂料产业，预计还将扩大其防水领域的收购进展。而北新建材依托石膏板领域长期累积下形成的客户和销售优势将对防水板块形成业务协同上的强强联合效应，后期预计公司防水品牌认知度提升，销售协同下规模优势提升，市占率提升。

表 15：北新建材防水的 2019 年产能情况

	卷材（亿平米）	涂料（万吨）
北新禹王	2.92	17.74
北新蜀羊	2.62	9.1
北新金拇指	1.1	0.9
合计	6.64	18.74

资料来源：公司官网

从产能布局情况上看，龙头企业逐步建立全国性布局，龙头企业间产能布局区域重叠，将对区域内优质客户将展开争夺，龙头企业集中度逐步提升，预计区域内竞争格局将出现变化。未来随着防水材料行业升级和修缮需求带动，建筑防水刚需与降雨和地区经济发展情况直接相关，战火将在南方点燃。

3.2、对建筑质量重视度提升是行业高质量发展的必要条件

本次防水材料行业产品标准升级是由国家推行建筑领域的强制性工程建设规范体系为主导，带来的对于国内对于建筑质量重视度的提升和建筑相关材料耐久性要求提高，推动防水材料行业踏上高质量发展之路，但需注意到趋势向好，行业拐点已近但过程将会较为曲折。

1、防水材料行业标准升级尚未进入常态化进程，缺乏完善的标准体系

对于国标和行业标准升级不能寄希望于升级一步到位，从十年提升一次的频率上看，防水材料行业标准更新的幅度和频率尚需进一步提升。举例而言，建材中管材产品的国家标准每 3 年提升一次。防水行业标准现阶段处于且标准化体系改革进程中，对标国际标准只是标准体系上建立的第一步，中国国土广袤，各地气候不一，相应的防水工程设计、施工和材料都会有差距，中国建筑

整体质量的提升需要有与之相对应的完善的行业标准体系建立，而标准体系的完善和材料的耐久性试验条件都需要时间。

建筑质量整体提升需要建筑的使用者对于建筑质量和使用寿命的要求提升，特别是相关建筑寿命的防水这类隐蔽性工程的重视度上升。但是由于认知不够，相较于建筑质量，当前购买者和使用者的主要关注点仍然是投机性和保值性。

2、集中度低制约行业标准提升

行业当前集中度低，龙头东方雨虹市占率约 10%，科顺、凯伦、北新等防水品牌的知名度和市占率虽逐年提升，但行业整体集中度仍然比较低。根据 2019 年行业规模 1500-2000 亿元测算，行业 CR5 等于或小于 20%。根据中国产业信息网，2019 年行业 CR10 约为 23%（计算方式不同和统计口径不一）。

18-19 年“去杠杆”政策背景下，小微和民营企业融资环境恶化，叠加同期行业内发生恶性竞争等内部因素，内外因素共同助力下 19 年行业集中度被动提升，防水材料行业规模以上企业数量从 784 家下降到 653 家，规模以上企业收入 990 亿元约占行业总体规模的 50%-60%。

表 16：2019 年防水材料主要公司产品收入情况

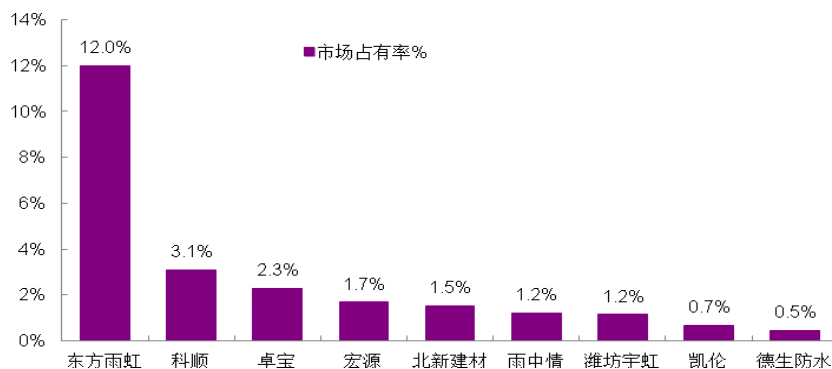
	卷材+涂料（亿元）	市占率
东方雨虹	179.3	约 10%
科顺股份	40.9	约 2%
凯伦股份	11.2	<1%
北新建材	26.6	约 1%

资料来源：各公司公告，光大证券研究所计算

北新建材：蜀羊、禹王、金拇指合计 26.6 亿元，未排除施工收入。

根据表 10 品牌首选率，科顺为行业排行第二，凯伦排第五前，两者之间的宏源、蓝盾、卓宝等企业预计市占率在 1~2%之间。

图 13：2019 年防水材料行业前十大企业市场占有率



资料来源：中国产业信息网

回顾表 5 中提到的防水行业产品国标制定中参与的起草单位中，由中国建筑防水协会牵头而非行业内企业牵头起草制定，协会在规则制定中需平衡行业内大部分企业的利益，标准提升幅度受行业大部分企业的平均产品质量和生产能力所制约。举例而言，东方雨虹和科顺股份都可以做到防水质量 30 年保障期，但在强制性工程建设规范的征求意见稿中屋面防水要求为 20 年以上，说明标准提升幅度受行业客观因素制约。在完善的标准体系中，标准严格

程度由国家标准、行业标准和龙头企业标准依次递增，国家标准为行业准入门槛，由龙头企业推动行业标准不断升级。因此我们预计在行业内主导企业集中度到达一定程度以上，例如 CR5>30%或者 CR10>50%，在龙头企业的主导和推动下，防水材料的行业标准将有望迎来较大幅度的提升。

3、行业集中度的实质性提升亦需要行业标准大幅提升配合。

没有建筑质量要求和行业标准体系整体提升配合下，行业集中度进一步提升难以实现质的飞跃：一方面行业内重点公司产能布局趋于重叠，下游优质客户资源争夺加剧，另一方面行业龙头企业 4 月提出“北京共识”不具备行业整体约束性，行业产品新标准尚在制定中且升级幅度不定，预计现阶段行业内仍将有企业采取恶性竞争的手段抢夺市场。

行业高质量发展的必要条件在于需要社会公众对于建筑工程质量和使用寿命重视度提升，认识到相较于其他建筑材料，防水材料对于建筑质量更加重要。只有对隐蔽性工程耐久性重视度提升，进而推动工程施工、工程验收和防水材料产品标准整体提升，才能推动防水材料行业高质量发展，而标准体系的完善对于行业集中度提升必不可少。

4、推荐标的：东方雨虹、北新建材

防水材料行业内主要企业受益于行业集中度被动提升，龙头企业收入和利润持续维持较高的增速，然而出于对行业内企业现金流的情况的担忧，18-19 年行业主要公司的估值整体持续受打压，企业估值水平在历史估值低位震荡，20 年初受益于行业主要成本端沥青价格大幅下跌，资本市场充分预期该利好推升了企业当前的估值水平。

表 17：防水材料行业主要企业相对估值情况

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PB (X)	PEG	EV/EBITDA	PE (X)			EPS (元)		
						TTM	20E	21E	19A	20E	21E
东方雨虹	38.88	610.33	5.3	0.58	19.1	29.5	20.0	16.5	1.39	1.94	2.36
北新建材	24.28	410.21	2.9	0.03	35.5	280.3	15.6	12.4	0.26	1.56	1.96
科顺股份	20.40	123.98	3.9	0.35	24.0	35.3	20.6	15.6	0.60	0.99	1.31
凯伦股份	34.05	58.19	5.4	0.38	31.7	40.1	25.7	16.6	0.93	1.32	2.05
伟星新材	12.52	196.95	5.0	2.67	14.3	21.0	18.7	16.8	0.63	0.67	0.75
蒙娜丽莎	25.37	102.98	3.4	0.68	16.1	24.6	18.7	14.4	1.08	1.36	1.76
平均值			4.3	0.78	23.4	71.8	19.9	15.4			

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，截止 2020 年 05 月 07 日

注：凯伦股份、伟星新材、蒙娜丽莎为万得一致预期，东方雨虹、北新建材和科顺股份为光大证券研究所预测。

PEG 的计算为万得直接输出，其中北新建材的计算未扣除非经常性损益有失真。

短期内，防水材料行业需求仍主要来自于房地产新建和基建投资拉动，年内还有部分国家推动“旧改”带来的工程需求，成本端沥青价格下行带来短期单位成本下行等利好。

长期看，国内建筑工程质量提升之路任重道远，防水材料行业高质量发展中升级和修缮为主旋律且需求空间巨大。行业最大的催化剂在于社会公众对建筑工程质量和使用寿命重视度提升，认识到防水材料的重要性。只有对隐蔽性工程耐久性重视度提升，进而推动工程施工、工程验收和防水材料产品标准整体提升，才能推动防水材料行业高质量发展，其中标准体系的建立和提升对于行业集中度提升必不可少。

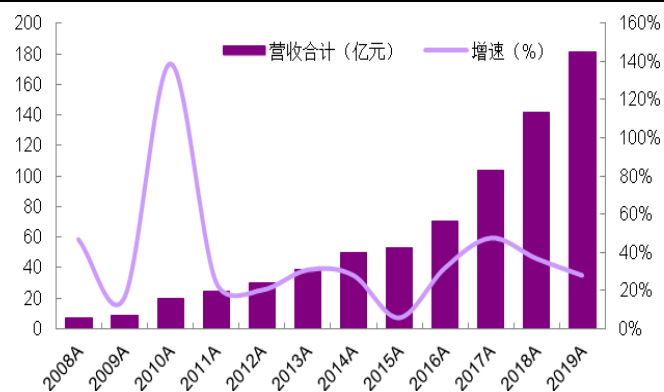
当前防水材料行业标准体系已进入标准化改革阶段，龙头企业扩张和行业内企业整合速度加快，行业整体发展趋势向好，拐点已近。受益于防水材料行业标准提升和行业竞争格局改善，我们推荐东方雨虹、北新建材，建议关注凯伦股份、科顺股份。

4.1、东方雨虹：防水王者

东方雨虹定位于以建筑防水为基础，以民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮为延伸的建筑建材综合“1+6”体系，致力于提供更加丰富的产品和服务，向“建筑建材系统服务商”的转变。

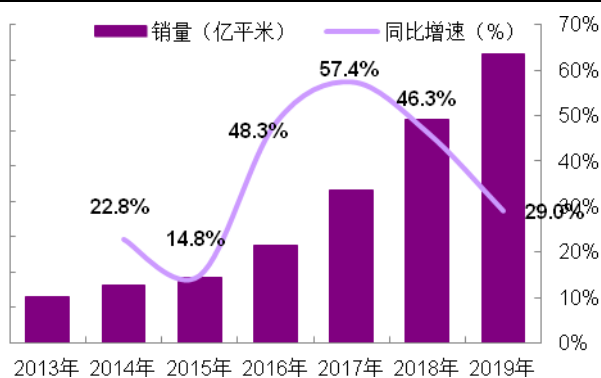
雨虹是国内防水材料行业标准的领导者。从雨虹的产品质量认证情况看其高端产品早已对标国际市场：09年通过欧盟CE认证，18年其全球卓越研究中心美国成立，其300、400系列产品获得德国GEV协会EC1+认证。在国内市场雨虹是防水材料行业的质量标杆，且参与防水材料行业国家、行业等多项标准制定。

图 14：公司历年收入情况



资料来源：Wind、公司公告

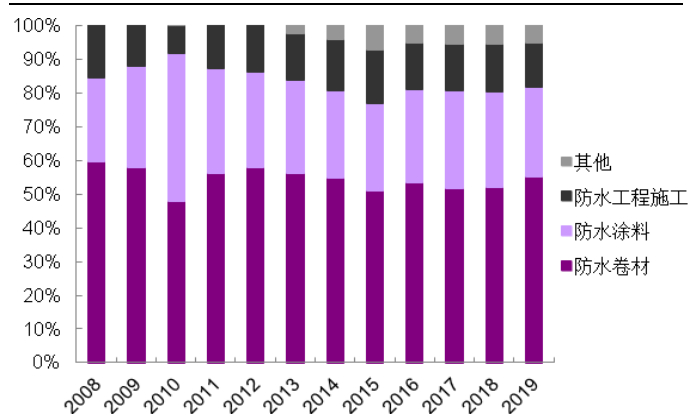
图 15：公司历年产品销量情况



资料来源：Wind、公司公告

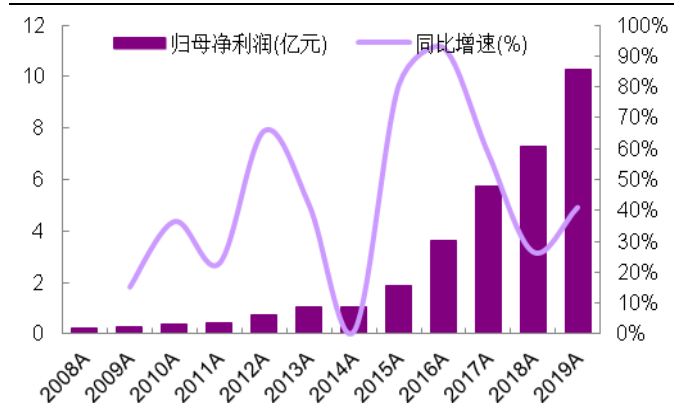
从修缮业务布局看，东方雨虹早已涉足介入建筑修缮业务，为行业内最早布局的企业。2017年正式成立修缮技术服务公司，开展各类建筑的修缮、翻新及加固等业务，如既有建筑翻新改造、建筑结构补强加固工程、钢结构防腐工程、地下空间渗漏修缮、厂房防腐防水修缮及桥隧渗漏工程等。修缮业务在“百城千店”计划的实施下，签约服务中心已过百家，例如芜湖万科城、南京万达华府、绿都温莎城堡等，逐渐形成规范化、规模化和服务化的建筑修缮平台。

图 16：公司历年收入结构变化



资料来源：Wind、公司公告

图 17：公司归母净利润情况

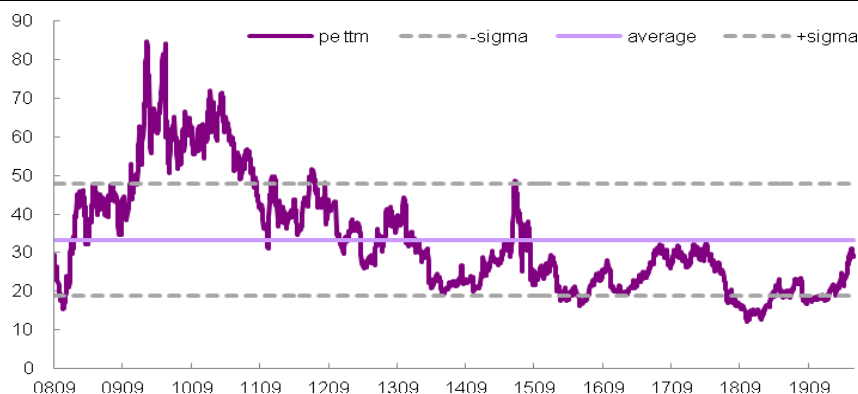


资料来源：Wind、公司公告

2019 年公司实现营业收入 181.5 亿元，同增 29.3%，归属上市公司股东净利润 20.7 亿元，同增 37.0%；单 4 季度公司营收 52.6 亿元，同增 10.9%，归属上市公司股东净利润 5.0 亿元，同增 26.9%。

2020 年一季度公司实现营业收入 24.7 亿元，同降 8.2%，归属上市公司股东净利润 1.3 亿元，同增 2.9%。

图 18：东方雨虹历史 PE 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 05 月 07 日

从东方雨虹历史市盈率 PE(TTM,扣除非经常性损益)情况,可发现公司历史动态 PE 水平均值在 33.3 倍,1 倍标准差范围的上限 47.9 倍 PE,而下限为 18.8 倍。以 2020 年 05 月 07 日收盘价下,公司 PE-TTM 估值水平为 29.5 倍,略低于历史 PE 均值水平。

2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响,基建和房地产开工启动较晚,影响下游需求表现,但原油价格大幅下跌带动沥青价格下行近 4 成,预计将大幅推升雨虹的盈利水平,维持 20-22 年公司净利润 30.5、37.0、45.6 亿元,对应 20-22 年 EPS 1.94、2.36、2.90 元,当前股价对应的 20 年 PE 水平为 20 倍,持续看好行业发展前景和龙头市占率提升,二季度将充分享受成本低位带来的盈利向好,维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、防水材料需求不及预期,防水材料标准升级幅度不及预期,原材料石油化工产业链价格上升等。

业绩预测和估值指标

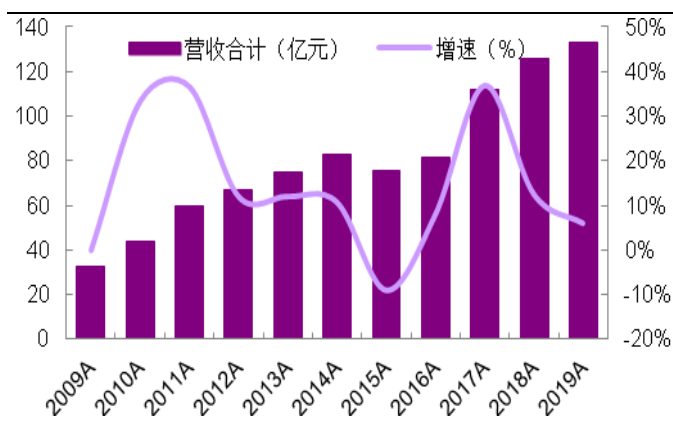
指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,045.71	18,154.34	21,734.14	27,891.51	34,155.32
营业收入增长率	36.46%	29.25%	19.72%	28.33%	22.46%
净利润（百万元）	1,508.22	2,065.94	3,045.39	3,702.25	4,559.70
净利润增长率	21.74%	36.98%	47.41%	21.57%	23.16%
EPS（元）	1.01	1.39	1.94	2.36	2.90
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.09%	21.21%	21.87%	21.80%	21.96%
P/E	38	28	20	16	13
P/B	7.3	5.9	4.4	3.6	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 07 日

4.2、北新建材：石膏板龙头，快速切入防水领域

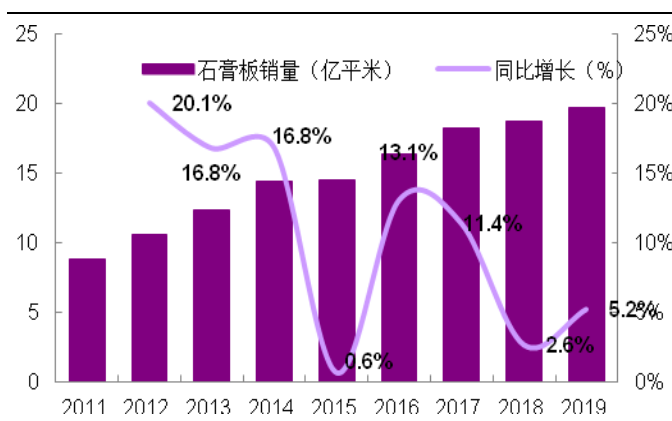
北新建材是国内石膏板龙头，隶属于中国建材集团，公司自 2019 年起通过收并购加速其防水领域的业务布局。从 19 年开始实施“358 计划”，计划用 3 年左右时间实现防水业务跃居行业前 3 名；启动全球 50 亿平方米石膏板产业布局及配套 50 万吨轻钢龙骨产业布局；石膏板全国市场份额增至 80%，轻钢龙骨全国配套率增至 80%。

图 19：公司历年收入情况



资料来源：Wind、公司公告

图 20：公司历年主要产品销量情况

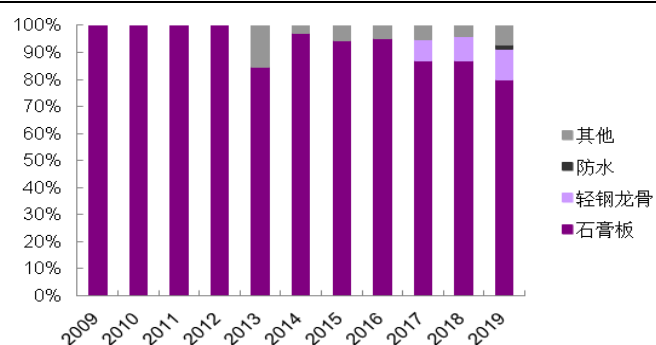


资料来源：Wind、公司公告

2019 年公司实现营业收入 133.2 亿元，同增 6.0%，归属上市公司股东净利润 4.4 亿元，同减 82.1%；单 4 季度公司营收 35.1 亿元，同增 14.9%，归属上市公司股东净利润 4.6 亿元，同增 6.9%。

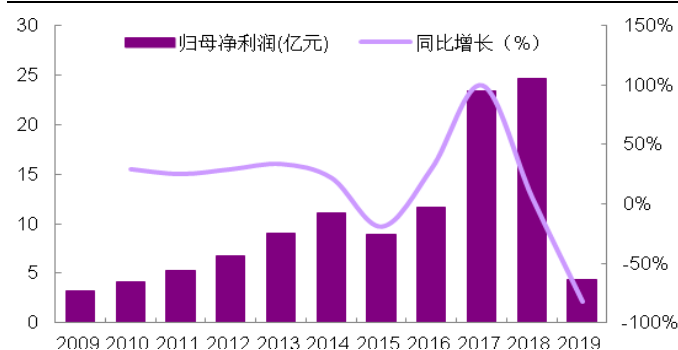
2020 年一季度公司实现营业收入 24.7 亿元，同降 14.3%，归属上市公司股东净利润 0.3 亿元，同降 89.9%。

图 21：公司历年收入结构变化



资料来源：Wind、公司公告

图 22：公司归母净利润情况



资料来源：Wind、公司公告

北新建材关键假设：

1、20 年新冠肺炎疫情影响下公司石膏板业务销量下滑，护面纸成本上升推动公司产品价格上涨，长期看公司市占率和需求稳步提升，预计 20 年-22 年收入增速-2.8%、6.1%和 5.0%。

2、20 年新冠肺炎疫情影响下公司龙骨销量小幅增长，公司不断推动龙骨配套率上升，21-22 年龙骨业务恢复较快增长速度，预计 20-22 年收入增速 5.0%、26.3%和 22.4%。

3、防水业务禹王、蜀羊、金拇指将在 20 年完成全部并表，且业务间尚需整合，预计公司 20 年防水业务贡献收入规模在 26.7 亿元左右，受益于年内成本维持低位，毛利率水平将提升至 37%，21 年和 22 年受益于业务协同和市占率提升，收入预计将维持 30%的增速。

表 18：北新建材盈利预测

分业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
石膏板收入（亿元）	109.3	110.1	107.0	113.4	119.2
增速	10.6%	0.7%	-2.8%	6.1%	5.0%
成本（亿元）	68.6	73.0	70.8	73.4	76.6
增速	13.8%	6.4%	-3.0%	3.7%	4.4%
毛利率	37.3%	33.7%	33.9%	35.3%	35.7%
龙骨收入（亿元）	11.3	15.5	16.3	20.6	25.2
增速	26.9%	37.2%	5.0%	26.3%	22.4%
成本（亿元）	8.9	11.8	12.3	15.4	18.4
增速	--	33.5%	3.9%	25.0%	20.0%
毛利率	21.6%	23.8%	24.5%	25.3%	26.8%
防水收入（亿元）	--	2.1	26.7	34.7	45.1
增速	--	--	1200.0%	30.0%	30.0%
成本（亿元）	--	1.3	16.8	22.2	28.8
增速	--	--	1240.9%	132.1%	130.0%
毛利率	--	35.0%	37.0%	36.0%	36.0%
其他收入（亿元）	5.0	9.5	10.5	11.5	12.7
增速	-60.8%	11.8%	10.0%	10.0%	10.0%
成本（亿元）	3.9	4.7	5.0	5.4	5.8
增速	-60.7%	20.7%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	23.0%	16.9%	18.8%	20.2%	21.7%

营收合计 (亿元)	125.7	133.2	156.1	175.5	196.9
增速	12.5%	6.0%	17.2%	12.4%	12.2%
成本 (亿元)	81.3	90.8	104.9	116.4	129.8
增速	16.0%	11.7%	15.5%	11.0%	11.5%
毛利率	35.3%	31.9%	32.8%	33.7%	34.1%

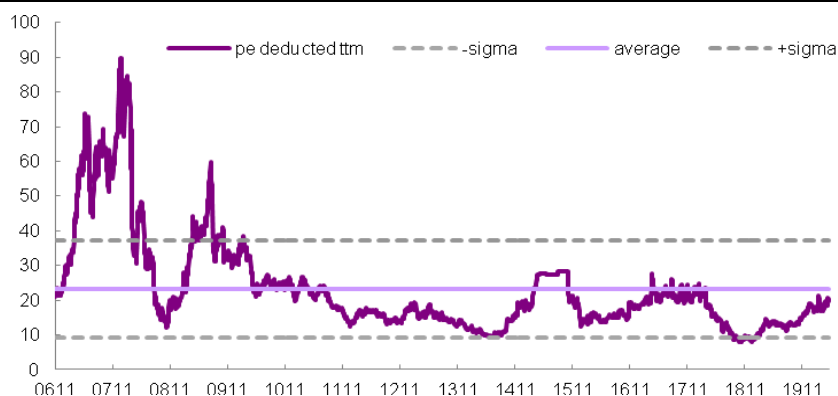
资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

注：19 年防水业务毛利率情况未披露，为估计值。

综上所述，预测 2020-2022 三年公司营业收入 156.1、175.5 和 196.9 亿元，增速 17.2%、12.4%、12.2%；毛利率为 32.8%、33.7%、34.1%；归属母公司净利润分别至 26.3、33.1、39.2 亿元；对应 EPS 1.56、1.96、2.32 元。

从北新建材历史市盈率 PE(TTM,扣除非经常性损益)情况，可发现公司历史动态 PE 水平均值在 23.3 倍，1 倍标准差范围的上限 37.3 倍 PE，而下限为 9.2 倍。以 2020 年 05 月 07 日收盘价下，公司 PE-TTM 的估值水平为 19.7 倍，略低于历史 PE 均值水平。公司相对估值情况见表 17。

图 23：北新建材历史 PE 情况（扣除非经常性损益）



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 05 月 07 日

北新建材为国内石膏板龙头，跨入防水行业加速行业供给整合且产能全国布局，在公司长期以来与工程端客户维持的优良关系协同下，预计后期将成为公司防水业务布局快速发展的基础，当前股价对应的 20 年 PE 水平约 16 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行、石膏板和防水材料需求不及预期，业务整合和业务拓展风险，原材料价格上涨等。

业绩预测和估值指标

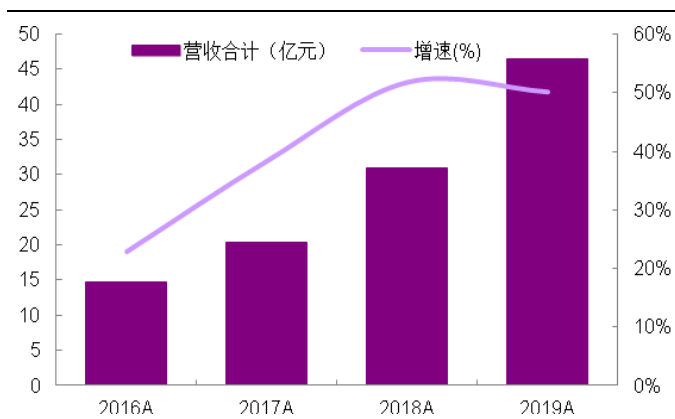
指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	12,565	13,323	15,610	17,547	19,687
营业收入增长率	12.55%	6.03%	17.17%	12.41%	12.20%
净利润 (百万元)	2,466	441	2,631	3,305	3,916
净利润增长率	5.20%	-82.11%	496.36%	25.61%	18.51%
EPS (元)	1.46	0.26	1.56	1.96	2.32
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.27%	3.16%	16.00%	17.43%	17.90%
P/E	17	93	16	12	10
P/B	2.9	2.9	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 07 日

4.3、科顺股份：立足华南，辐射全国

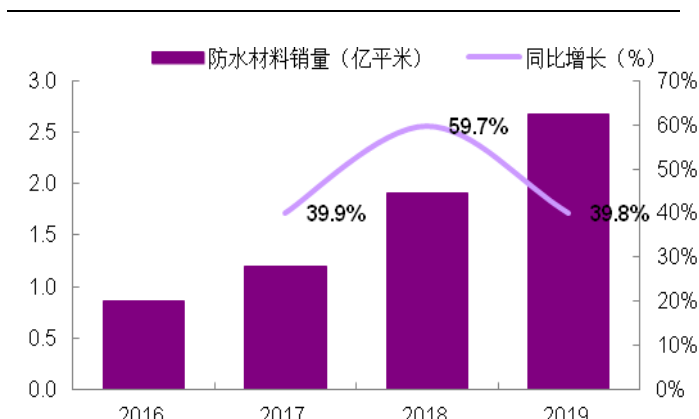
科顺防水是以提供防水综合解决方案为主业，集工程建材-品牌“CKS 科顺”、民用建材-品牌“科顺家庭防水”、防水修缮-品牌“ZT 筑通”等业务板块的综合建材公司。其产品含防水材料（卷材+涂料）、防水砂浆和密封材料三大类。

图 24：公司历年收入情况



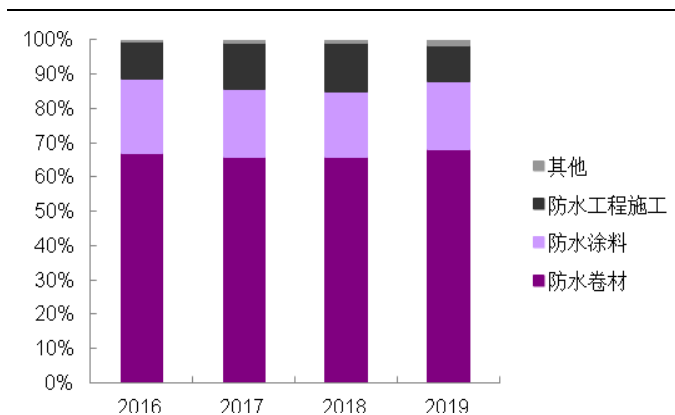
资料来源：Wind、公司公告

图 25：公司历年产品销量情况



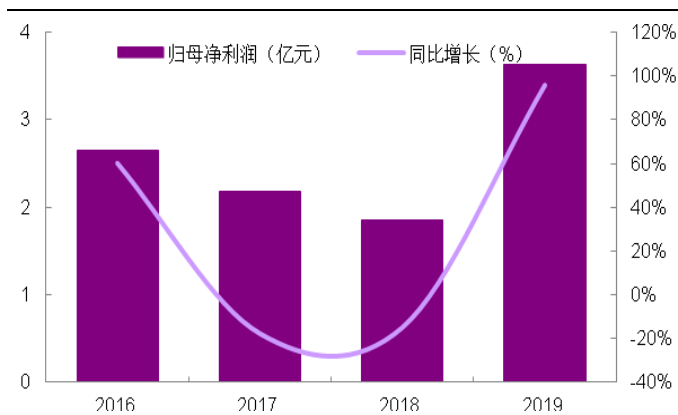
资料来源：Wind、公司公告

图 26：公司历年收入结构变化



资料来源：Wind、公司公告

图 27：公司归母净利润情况



资料来源：Wind、公司公告

科顺股份在集采客户拓展加速，地产工程端品牌优势不断加强，市占率稳步提升，全国布局下不断提升规模优势。公司在行业集中度快速提升的过程中，公司排位稳居行业第二，具备产品和施工服务一体化能力，竞争优势不断加强。公司计划到 2022 年实现营业收入超百亿的目标，同时继续增强企业盈利能力，提升经营效率，提高公司经营质量。

2019 年公司实现营业收入 46.5 亿元，同增 50.2%，归属上市公司股东净利润 3.6 亿元，同减 96.1%；单 4 季度公司营收 35.1 亿元，同增 14.9%，归属上市公司股东净利润 4.6 亿元，同增 6.9%。

2020 年 1 季度公司营收 8.1 亿元，同增 24.5%，归属上市公司股东净利润 0.3 亿元，同降 30.0%。

科顺股份关键假设：

1、公司各基地顺利投产，卷材和涂料 20-22 年收入分别同比增长 35%、30%和 25%。2、防水工程施工 20-22 年收入分别同比增长 10%、10%和 8%。3、20 年受益于沥青价格大幅下跌，预计公司卷材和涂料的毛利率水平将提升，但沥青价格持续低位难以维持，21-22 年公司毛利率水平将较 20 年下降，预计 20-22 年公司毛利率水平 36.2%、35.3%和 35.5%。

表 19：科顺股份盈利预测

分业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
防水卷材收入（亿元）	20.4	31.7	42.8	55.6	69.5
增速	51.8%	55.0%	35.0%	30.0%	25.0%
成本（亿元）	13.3	20.5	26.4	34.8	43.6
增速	68.2%	54.0%	29.0%	32.0%	25.0%
毛利率	35.0%	35.4%	38.3%	37.3%	37.3%
防水涂料收入（亿元）	5.9	9.2	12.5	16.2	20.3
增速	47.0%	57.0%	35.0%	30.0%	25.0%
成本（亿元）	4.4	6.1	7.9	10.6	13.3
增速	53.7%	36.4%	30.0%	35.0%	25.0%
毛利率	24.4%	34.3%	36.8%	34.3%	34.3%
防水工程施工收入（亿元）	4.4	5.0	5.5	6.1	6.6
增速	57.9%	13.6%	10.0%	10.0%	8.0%
成本（亿元）	3.4	3.9	4.3	4.8	5.1
增速	91.3%	15.2%	12.0%	10.0%	8.0%
毛利率	24.4%	23.3%	21.9%	21.9%	21.9%
其他收入（亿元）	0.2	0.6	0.7	0.9	1.2
增速	90.1%	171.1%	30.0%	30.0%	30.0%
成本（亿元）	0.1	0.5	0.6	0.8	0.9
增速	74.6%	261.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	29.0%	5.4%	12.7%	19.4%	25.6%
营收合计（亿元）	31.0	46.5	61.5	78.9	97.6
增速	51.9%	50.2%	32.2%	28.2%	23.7%
成本（亿元）	21.2	30.9	39.2	51.0	62.9
增速	68.1%	45.5%	26.9%	30.0%	23.3%
毛利率	31.4%	33.5%	36.2%	35.3%	35.5%

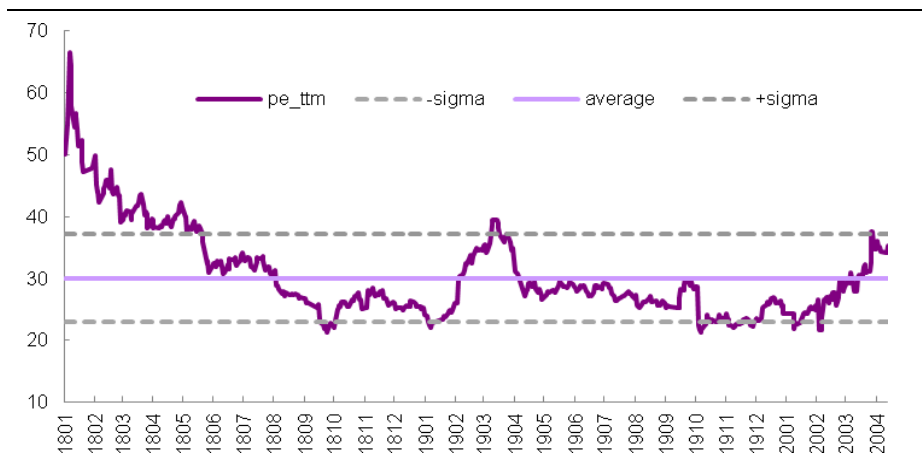
资料来源：公司公告、光大证券研究所预测

综上所述，预测 2020-2022 三年公司营业收入 61.5、78.9 和 97.6 亿元，增速 32.2%、28.2%、23.7%；毛利率为 36.2%、35.3%、35.5%；归属母公司净利润分别至 6.0、7.9、10.3 亿元；对应 EPS 0.99、1.31、1.69 元。

从科顺股份历史市盈率 PE(TTM)情况，可发现公司历史动态 PE 水平均值在 30.0 倍，1 倍标准差范围的上限 37.1 倍 PE，而下限为 22.8 倍。以 2020 年 05 月 07 日收盘价下，公司 PE-TTM 的估值水平为 35.3 倍，接近公司 PE 高位水平。

公司相对估值情况见表 17。

图 28：科顺股份历史 PE 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 05 月 07 日

科顺股份近年来业绩维持高速增长离不开 B 端业务的拓展，公司品牌认知度不断上升，全国布局有序推进，预计业绩将继续保持较高的增速水平，20 年二季度将充分享受成本低位带来的盈利向好，首次覆盖“增持”评级。

风险提示：宏观经济下行、需求不及预期，业务拓展不及预期，原材料价格上升等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,097	4,652	6,151	7,886	9,758
营业收入增长率	51.89%	50.22%	32.23%	28.20%	23.74%
净利润（百万元）	185	363	601	794	1,029
净利润增长率	-14.89%	96.13%	65.46%	32.02%	29.66%
EPS（元）	0.30	0.60	0.99	1.31	1.69
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.37%	11.54%	16.03%	17.97%	19.49%
P/E	67	34	21	16	12
P/B	4.3	3.9	3.3	2.8	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 05 月 07 日

5、风险提示

行业标准升级所需时间的不确定性：目前防水材料国家和行业标准与国际标准仍有较大差距，达到国际标准所需时间不定，短期内行业标准提升幅度有一定的不确定性，行业相关新标准出台时间有一定的不确定性。

应收账款风险：由于下游领域业务模式、结算方式、终端客户总体资金偏紧、企业给予扩大市场占有率等因素影响，应收账款周转慢是防水材料企业普遍面临的问题。

原材料成本上升风险：防水材料企业在成本转移及产品定价方面的能力表现不尽人意，对大型直销客户和大宗商品原材料供应商的议价能力较弱，很难建立有效的价格传导机制。

需求不及预期风险：房地产投资和基建投资不及预期风险，导致防水材料行业需求不及预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼