

投资评级：强烈推荐（首次）
报告日期：2020年04月04日
市场数据

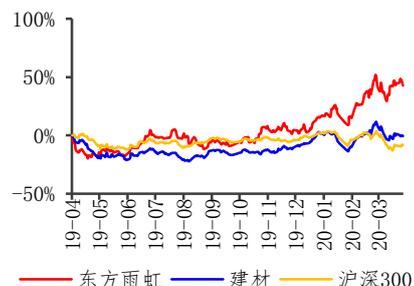
目前股价	32.78
总市值（亿元）	512.81
流通市值（亿元）	359.29
总股本（万股）	156,441
流通股本（万股）	109,606
12个月最高/最低	35.55/18.27

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

✉ pyang@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

长风破浪会有时，直挂云帆济沧海

——东方雨虹（002271）公司深度报告

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10293	14046	18140	20852	25723
(+/-%)	47.0%	36.5%	29.1%	15.0%	23.4%
净利润（百万元）	1239	1508	2096	2561	3191
(+/-%)	20.4%	21.7%	39.0%	22.2%	24.6%
摊薄 EPS	0.79	0.96	1.34	1.64	2.04
PE	41.4	34.0	24.5	20.0	16.1

资料来源：长城证券研究所

资料来源：长城证券研究所

核心观点

公司简介：防水建材领军企业。公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商。公司实际控制人为李卫国，持股比例 27.99%（截止 2020 年 3 月 6 日）。2018 年，公司收入结构中，防水卷材、防水涂料、工程施工分别占 52%、28%、14%；毛利结构中，防水卷材、防水涂料、工程施工分别占 55%、32%、11%。

防水建材行业：稳定增长的建材细分领域，集中度不断提升。

- **防水建材主要分为卷材、涂料两大类。**建筑防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用的给排水以及空气中的湿气、蒸汽等侵入建筑物的功能性材料。从产品划分来看，目前建筑防水材料主要为防水卷材和防水涂料。沥青油毡类传统落后的建筑防水材料逐步被取代，产量占比从 2005 年的 46% 下降到 2019 年的 2%。
- **行业规模：二季度复工加速，二次装修促进远期市场规模保持稳定增长。**行业保持较快增长，过去 5 年规模以上防水建材企业收入、利润总额增速平均值分别为 10.7%、13.4%，保持较快增长。2018 年、2019 年，规模以上防水建材企业收入分别同比增长 14.8%、12.2%，利润总额同比增长分别为 26.6%、15.4%。防水材料主要应用于基础设施、房屋建设等领域。从历史数据来看，规模以上防水建材企业收入增速和建筑业总产值增速相关性较好，前者多年平均值比后者多 6.7 个百分点。
- **疫情冲击：以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断，二季度开工黄金期有望顺利推进。**1) 防水材料生产具有较强的季节性特点，防水材料 1-3 月是产量最小的季节，疫情影响或有限。1 月份生产主要是库存准备，2 月份基本处于停产状态，3 月份逐渐恢复生产。2019 年 1-3 月份防水材料产量占全年总量的 13.94%，其中 1 月份产量约占全年总产量的 7%，3 月份产量约占全年总产量的 6%。在春节放假之前，大部分防水材料生产企业的材料库存足以满足未来 1 个月的材料需求。2) 根据 3 月 4

日发布的建筑防水协会的调查，2月份属于防水行业淡季，新冠肺炎疫情的爆发与防控措施的落实对防水企业的生产经营影响较小。3月4日发布的中国建筑防水协会调查结果显示，21.43%的防水企业表示目前疫情对企业生产经营没有影响；53.57%以上的防水企业表示疫情的影响较小，企业经营出现一些困难，但经营总体保持稳定；仅5%的企业表示疫情影响很大，导致企业经营暂时停顿。**3) 二季度复工加速，开工黄金期内施工有望顺利推进。**截至3月28日，全国规模以上工业企业平均开工率和复工率分别达到98.6%和89.9%。目前6大发电集团单日耗煤量达到去年同期的85%~90%。截至3月29日，我国中小企业复工率已达到76.8%，工业、建筑业等第二产业复工率高于生产性服务业，生产性服务业高于生活性服务业。3月31日中央指导组表示，以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断。4~5月份是防水施工项目的开工黄金期，如果防水行业错过这个开工黄金期，将直接进入雨季。3月24日，全国（不含港澳台）现有、新增新冠肺炎确诊病例分别为1562、19例，较前期存在较大下滑。

- **基建：今年各省重大项目计划投资额同比增长4.7%，对基建投资形成支撑。**不完全统计，2020年各省重大项目计划完成投资额6.29亿元，同比增长4.7%，对基建投资形成支撑。各省重大投资项目主要包括“铁公机”、“电气水”等传统基建、重大产业项目、生态环保项目等。2018年、2019年、2020年前两个月，全国基建投资累计同比增速分别为1.8%、3.3%、-26.9%；各省重大项目开展将对基建投资形成支撑。
- **房地产：坚持房住不炒、因城施策，今年新开工面积增速承压。**1) 今年央行、统计局等多部委重申坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济手段；房住不炒、因城施策主基调有望延续。2016年政府工作报告首次提出因城施策；当年年底的中央经济工作会议首次提出房住不炒，此后该表述延续至今。3月3日，中国人民银行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会暨电视电话会。会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。3月16日，统计局新闻发言人毛盛勇在新闻发布会上说，房地产“房住不炒”的定位没有改变。这些年实施因城施策，强化和落实地方城市主体责任，房地产市场总体平稳，稳地价、稳预期、稳房价的局面初步形成。至于房地产发展政策，按照推动高质量发展的要求，不把房地产作为短期刺激政策。2) 不完全统计，50多个省市从2月至今陆续出台房地产支持政策，主要具体措施包括：鼓励信贷适度增长、缓交出让金、顺延开竣工时间、放宽商品房预售条件、加大土地供应量、扩大购房补贴范围、降低人才落户门槛等。3) 宝鸡、驻马店降低首付比例政策撤销，济南、广州限购放松政策撤销，房住不炒思路延续。4) 商品房销售面积增速处于较低水平，给房地产新开工带来压力。2018年、2019年、2020年前两个月，房屋新开工面积同比增速分别为17.2%、8.5%、-44.9%；销售面积同比增速分别为8.7%、4.3%、-38.9%；商品房成交土地规划建筑面积同比增速分别为3.4%、6.6%、-25.1%；百城住宅价格指数同比增长5.1%、3.3%、3.1%。5) 中国指数研究院预计2020年全国房地产销售面积降幅会在5%~8%。中国指数研究院研发中心研究副总监曹晶晶3月17日在2020中国房地产百强企业研究成果发布会暨第十七届中国房地产百强企业家峰会上表示，从3

月份前两周的房地产市场表现来看，看盘的量和购房积极性有明显回暖。预计今年全年全国房地产销售面积降幅会在 5%~8%，销售面积或维持在 16 亿平米，仍处高位。

- **海外经验：从远期来看，由于二次装修市场存在，防水建材市场规模仍将保持稳定增长。**日本商品房新开工面积 1996 年见顶，达到 1.70 亿平方米，此后呈下降趋势。从 2004 年到 2019 年，日本商品房新开工面积下降 28.2% 至 8129 万平方米，防水施工面积反而增长 3.2% 至 6221 万平方米。据业内专家估计，65% 的建筑的防水工程 6-8 年后需要翻新；因此在建筑存量面积不断增大后，防水建材翻新需求将占较大比重。
- **行业竞争情况：一超多强格局，4 大因素促进集中度不断提升。**
 - 1) **行业内主要企业：**行业内的主要企业有东方雨虹、潍坊市宇虹防水（集团）有限公司、宏源防水、科顺防水、卓宝科技、盘锦禹王、德生防水、赛力克、鼎新高科、豫王建能等。国际防水材料生产企业主要有索普瑞玛、西卡渗耐、基仕伯、凡士通、卡莱尔、GAF 等，国际防水材料生产企业普遍拥有 UL、CE、SGS、BBA 等认证，其中西卡渗耐、基仕伯在中国设有生产基地，西卡渗耐在国内只生产 PVC 防水卷材；基仕伯在国内以生产高分子自粘胶膜防水卷材和沥青基自粘卷材为主，产品与公司类似，在美国、澳大利亚、印度等海外市场与公司存在竞争。
 - 2) **东方雨虹为行业龙头，一超多强竞争格局初现。**2018 年，东方雨虹、科顺股份、北新建材（蜀羊禹王金拇指）、凯伦股份、三棵树（大禹防漏）防水建材收入分别达到 113.0、26.3、19.1、6.0、3.8 亿元，其中东方雨虹市占率近 10%。
 - 3) **竞争格局持续优化，行业集中度快速提升。**东方雨虹市占率从 2010 年的 3.5% 提升到 2018 年的 9.8%；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份合计市占率从 2013 年的 5.1% 提升到 2018 年的 12.7%。行业集中度提升的主要因素包括淘汰落后产能、环保壁垒提升、房地产集中度提升等。
 - a) 市场上仍有较大比例的非标产品，龙头企业的市占率提升空间显著。根据 2017 年 12 月中国建材报的报道：“非标”防水产品充斥市场，更使得消费者很难选购到质量优异的产品，防水市场上充斥为数不少的“非标”产品已经是行业共识。不在国标范围内的防水产品在市场上公然流通，且销路良好。市场上的“非标”防水材料很难达到技术要求中的使用寿命，“非标”产品的大行其道，毫无疑问将加剧建筑渗漏，并对建筑寿命和安全产生严重威胁。
 - b) 淘汰落后产能，提高行业进入壁垒。2011 年，国家工信部发布《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》，将年产 500 万平方米以下改性沥青类防水卷材生产线（2010 年）、年产 500 万平方米以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线和年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线纳入淘汰目录中。2013 年，工业和信息化部发布了《建筑防水卷材行业准入条件》，提出新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模提高到不低于 1000 万平方米/年；新建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年。上述相关政策均对进入本行业的企业提出了较高的准入要求。
 - c) 龙头房企集中度提升，对于产品质量、品牌提出更高要求。房地产行业销售金额市场集中度 CR10 从 2009 年的 8.1% 快速上升到 2019 年的 26.3%。
 - d) 防水建材龙头公司自身渠道布局、研发实力、产品质量、品牌形象等不断提升。

公司业务分析：竞争优势显著，原材料价格下降有望提升毛利率

- **龙头竞争优势显著，收入增速超过行业增速。**1) 公司历年防水建材收入增速明显超过行业整体收入增速，竞争优势凸显。2010~2018年，公司防水建材收入复合增速为25.9%，而同期规模以上建筑防水材料企业主营业务收入复合增速为10.5%。公司收入增速明显更快，推动东方雨虹市占率从2010年的3.5%提升到2018年的9.8%。2) **生产物流研发基地全国铺开，抢占各区域市场。**公司在全国拥有28家生产物流研发基地，北京、上海、湖南、辽宁、江苏、浙江、重庆、山东、云南、河北、山西、广东、安徽、江西、河南、湖北、四川、福建等省市。各生产线年设计产能：防水卷材约5亿平米，防水涂料近百万吨，装饰砂浆300多万吨，保温材料400多万立方米，非织造布15万吨。（注：包含已设计未投产产能）。由于受到运输条件和运输成本的制约，防水建材经济销售半径为500公里，全国布局有助于公司抢占各区域市场。3) **大区整合优化营销网络，有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务。**2018年开始，公司组建工程建材集团，打破了原直销和工程渠道营销模式的属地界限，以大区形式整合及优化原有的营销网络，提升营销及运营效率。公司根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道（工程渠道经销商和零售渠道经销商）相结合的方式对产品销售。公司目前防水材料销售中，以“有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务”为原则，直销占比维持在65%附近。4) **研发投入明显高于可比公司，技术实力强劲。**公司研发实力强劲，获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，有5位中外工程院院士、7位国际知名科学家、25位技术带头人。公司研发费用2018年投入2.68亿元，明显高于可比公司。2018年，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份研发费用分别达到2.68亿元（占收入1.9%）、1.31亿元（占收入4.2%）、0.22亿元（占收入3.6%）。2018年公司开展多项创新项目的研究，涉及防水卷材、防水涂料、密封材料、保温材料、装饰材料、外加剂材料、化学灌浆材料、系统配套及特种工程专用材料、砂浆材料及零售渠道系列产品，多项科研成果完成研究并实现成果转化。5) **在下游房地产企业中的品牌认可度不断上升。**公司防水材料产品广泛应用于标志性建筑和重大建设项目，应用案例包括毛主席纪念堂、人民大会堂、国家会议中心及鸟巢、水立方等2008年北京奥运场馆等中国标志性建筑和京沪高铁、京津城际、北京地铁等国家重大基础设施建设项目。公司在下游房地产企业中的认可度不断上升，500强房地产开发企业品牌首选率从2014年的27%上升到2020年的36%。
- **在建产能储备充足，产销两旺趋势有望延续。**1) **2013年~2018年，公司卷材、涂料加权平均产能复合增速分别达到27%、64%，推动产量、销量保持快速增长。**2013年~2018年，公司卷材加权平均产能复合增速达到27%，推动产量、销量复合增速达到33%。由于下游需求向好，目前产能处于满产状态，2018年产能利用率达到131%；历年产销率在99~101%附近。2013年~2018年，公司涂料加权平均产能复合增速达到64%，推动产量、销量复合增速达到44%。由于下游需求向好，目前产能处于满产状态，2018年产能利用率达到97%；历年产销率在98~101%附近。2) **在建产能储备充足，截止2019年6月底，在建工程预计总投资额47.23亿元，而同期固定资产原值42.70亿元。**截至2019年6月底，公司在建工程主要为防水材料生产线，预计总投资额为47.23亿元，截至2019年6月底，

已完成投资额为 23.09 亿元，2019 年 7~12 月计划投资 8.73 亿元、2020 年计划投资 9.23 亿元，2021 年计划投资 3.01 亿元。截至 2019 年 6 月底，固定资产原值 42.70 亿元。

- **沥青价格伴随国际油价下降，有望提高公司毛利率。**
 - 1) **直接材料成本占卷材、涂料成本的九成。**2018 年，卷材成本中直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用分别占 90%、3%、2%、5%；涂料成本中直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用分别占 92%、3%、1%、4%。沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液是公司直接材料的主要构成部分。2008 年上半年，公司沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液占生产成本的比例分别为 26.5%、17.7%、4.4%、14.0%。
 - 2) **主要原材料历年采购价格和沥青价格相关性较好。**2008 年上半年，公司沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液占生产成本的比例分别为 26.5%、17.7%、4.4%、14.0%。其中，占比较大的聚酯胎基、乳液 2013~2018 年采购价格和沥青的相关系数为 0.91。
 - 3) **国内沥青和国际布伦特原油期货价格相关性较强，三桶油产量占国内产量的一半以上。**沥青是生产防水材料的基料，供应商主要为中石油、中石化、中海油、地方炼厂以及一些贸易商。中国沥青生产企业中，中石油、中石化和中海油三大集团下属石化公司的沥青产量占到全国总产量的 50% 以上，从地域分布来看，华东沿海地区依托资源和销售运输优势，占到全国份额一半以上，其次为东北和华南地区。沥青等主要原材料价格的大幅上涨对行业整体盈利有较大影响。
 - 4) **公司防水卷材毛利率和沥青采购价格趋势相反。**公司防水卷材毛利率和同类型上市公司凯伦股份、科顺股份走势相近。公司防水卷材毛利率和沥青采购价格趋势相反；2014 年，公司沥青采购价格达到 0.38 万元/吨，处于历史高点，当年防水卷材毛利率达到 30.2%，处于历史低点；2016 年，公司沥青采购价格达到 0.15 万元/吨，处于历史低点，当年防水卷材毛利率达到 47.6%，处于历史高点。
 - 5) **沥青价格伴随国际油价下降，有望降低后续公司防水卷材生产成本，提高毛利率。**3 月 29 日，西南地区 SBS 改性沥青市场价 3150 元/吨（同比下降 27%）、西北地区 3800 元/吨（-4%）、山东地区 2740 元/吨（-23%）、华南地区 3450 元/吨（+2%）、华东地区 3370 元/吨（-1%）、华北地区 2860 元/吨（-21%）、东北地区 2930 元/吨（-16%）。

东方雨虹当前估值低估。东方雨虹 2019、2020 年 PE 分别为 24、20 倍，低于可比公司科顺股份、凯伦股份的平均水平。

投资建议：成长性防水建材龙头，首次覆盖给予强烈推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.34、1.64、2.04 元，同比增速分别为 39%、22%、25%，对应市盈率 24、20、16 倍。防水建材行业是稳定增长的建材细分领域，目前形成一超多强的竞争格局，行业集中度不断提升。公司依托全国铺开的生产物流基地，抢占各区域市场；大区整合优化营销网络，有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务；研发投入明显高于可比公司，技术实力强劲；历年防水建材收入增速明显超过行业整体收入增速，竞争优势凸显。在建产能储备充足，产销两旺趋势有望延续沥青价格伴随国际油价下降，有望提高公司毛利率。

风险提示：疫情或影响防水建材需求；防水建材行业竞争加剧；原材料成本或超预期上升等。

目录

1、公司简介：防水建材领军企业.....	9
2、防水建材行业：稳定增长的建材细分领域，集中度不断提升.....	11
2.1 防水建材主要分为卷材、涂料两大类.....	11
2.2 行业规模：二季度复工加速，二次装修促进远期市场规模保持稳定增长.....	12
疫情冲击：以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断，二季度开工黄金期有望顺利推进.....	13
基建：今年各省重大项目计划投资额同比增长 4.7%，对基建投资形成较强支撑	16
房地产：坚持房住不炒、因城施策，今年新开工面积增速承压.....	17
海外经验：从远期来看，由于二次装修市场存在，防水建材市场规模仍将保持稳定增长.....	22
2.3 行业竞争情况：一超多强格局，4 大因素促进集中度不断提升.....	22
3、公司业务分析：竞争优势显著，原材料价格下降有望提升毛利率.....	26
3.1 龙头竞争优势显著，收入增速超过行业增速.....	26
生产物流研发基地全国铺开，抢占各区域市场.....	26
大区整合优化营销网络，有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务.....	27
研发投入明显高于可比公司，技术实力强劲.....	28
在下游房地产企业中的品牌认可度不断上升.....	29
3.2 在建产能储备充足，产销两旺趋势有望延续.....	29
3.3 沥青价格伴随国际油价下降，有望提高公司毛利率.....	31
4、盈利预测与估值水平：首次给予强烈推荐评级.....	34
4.1 相对估值：低于可比公司平均水平.....	34
4.2 盈利预测.....	34
4.3 投资建议：首次给予强烈推荐评级.....	35
5、风险提示.....	36
附：盈利预测表.....	36

图表目录

图 1: 2018 年收入结构.....	9
图 2: 2018 年毛利结构.....	9
图 3: 2005 年防水建材产量结构.....	12
图 4: 2019 年防水建材产量结构.....	12
图 5: 历年规模以上防水建材企业营业收入.....	12
图 6: 历年规模以上防水建材企业利润总额.....	12
图 7: 规模以上防水建材企业收入增速和建筑业总产值增速相关性较好.....	13
图 8: 2019 年沥青及改性沥青防水卷材月度产量（万平方米）.....	13
图 9: 疫情对防水建材企业生产经营调查问卷的结果.....	14
图 10: 防水建材企业复工情况调查问卷的结果.....	14
图 11: 2019、2020 年 6 大发电集团日均耗煤量对比.....	15
图 12: 国内新增和现有新冠肺炎确诊情况（不含港澳台）.....	16
图 13: 全国基建投资累计同比.....	16
图 14: 商品房新开工、销售面积.....	21
图 15: 房地产价格指数.....	21
图 16: 商品房广义、狭义库存去化周期.....	21
图 17: 日本防水施工面积和商品房新开工面积.....	22
图 18: 2018 年业内主要企业防水建材收入情况.....	23
图 19: 防水建材行业集中度快速提升.....	24
图 20: 房地产行业销售金额市场集中度 CR10.....	24
图 21: 公司防水建材收入增速与行业整体收入增速对比.....	26
图 22: 28 家生产物流研发基地.....	26
图 23: 公司直销、渠道销售比例.....	27
图 24: 可比公司 2018 年研发费用（亿元）.....	28
图 25: 2018 年公司卷材成本构成.....	31
图 26: 2018 年公司涂料成本构成.....	31
图 27: 国内沥青和国际布伦特原油期货价格.....	32
图 28: 公司防水卷材毛利率和沥青采购价格.....	32
图 29: 各区域 SBS 改性沥青市场价.....	33
表 1: 公司前十大股东情况（截止 2019 年三季度）.....	9
表 2: 东方雨虹主要防水建材产品.....	11
表 3: 各省重大项目计划投资额（亿元）.....	16
表 4: 历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述.....	17
表 5: 历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述.....	18
表 6: 建材防水行业主要企业.....	22
表 7: 房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评报告（防水材料类）.....	29
表 8: 截至 2019 年 6 月底公司主要在建工程项目情况（亿元）.....	30
表 9: 截至 2019 年 6 月底公司主要在建工程项目情况（亿元）.....	30
表 10: 历年公司主要原材料和能源占生产成本的比重.....	31
表 11: 历年公司主要原材料采购价格.....	32

表 12:	可比公司估值表.....	34
表 13:	收入预测明细（单位：百万元）.....	34
表 14:	盈利预测结果（百万元）.....	35

1、公司简介：防水建材领军企业

公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商。多年来，公司为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质、完备的防水系统解决方案。公司投资还涉及非织造布、建筑节能、砂浆等多个领域，包括工程业务、民用建材、节能保温、非织造布、防水、砂浆、硅藻泥、建筑涂料、建筑修缮等品牌和业务板块。公司生产的优质产品远销德国、巴西、澳大利亚、美国、加拿大、俄罗斯、日本、新加坡、韩国、中非、南非等多个国家和地区。公司将各种专项防水系统成功应用于：房屋建筑、高速公路、城市道桥、地铁及城市轨道、高速铁路、机场、水利设施等众多领域，其中包括人民大会堂、鸟巢、水立方等中国标志性建筑及京沪高铁、北京地铁等国家重大基础设施建设项目。公司与万科、恒大、碧桂园、保利、华为、金螳螂等 200 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

公司实际控制人为李卫国，持股比例 27.99%（截止 2020 年 3 月 6 日）。李兴国与李卫国为兄弟关系，系李卫国的一致行动人，持股比例为 0.94%（截止 2019 年三季度）。其他持股比例较大的股东包括许利民（持股比例 4.99%）、香港中央结算有限公司陆股通（5.29%）、招商银行股份有限公司-睿远成长价值混合型证券投资基金（2.51%）、招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金（1.59%）、全国社保基金四一八组合（1.50%）、中央汇金资产管理有限责任公司（1.45%）、向锦明（1.28%）等。

表 1：公司前十大股东情况（截止 2019 年三季度）

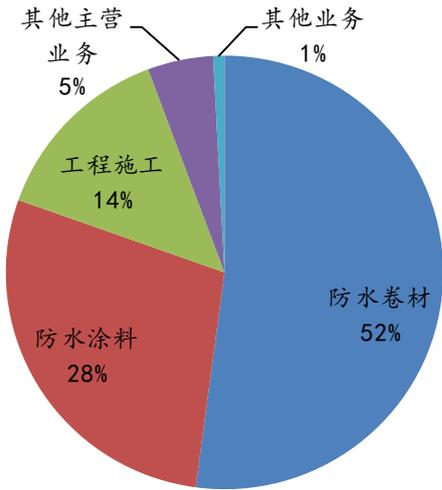
股东名称	占总股本比例(%)
李卫国	29.68（截止 3 月 6 日为 27.99）
许利民	5.99（截止 3 月 6 日为 4.99）
香港中央结算有限公司(陆股通)	5.29
招商银行股份有限公司-睿远成长价值混合型证券投资基金	2.51
招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	1.59
全国社保基金四一八组合	1.50
中央汇金资产管理有限责任公司	1.45
向锦明	1.28
招商银行股份有限公司-兴全轻资产投资混合型证券投资基金 (LOF)	1.27
中国农业银行股份有限公司-交银施罗德精选混合型证券投资基金	1.12
合计	51.68

资料来源：公司公告，长城证券研究所

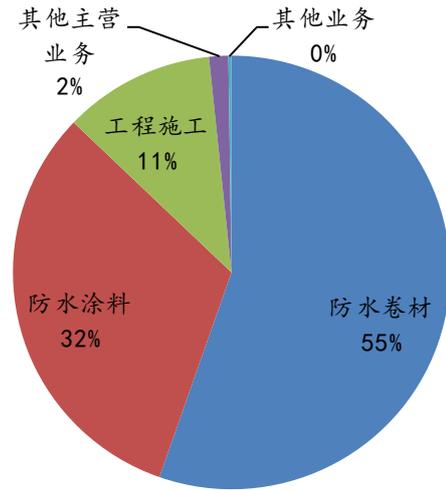
2018 年，公司收入结构中，防水卷材、防水涂料、工程施工分别占 52%、28%、14%；毛利结构中，防水卷材、防水涂料、工程施工分别占 55%、32%、11%。

图 1：2018 年收入结构

图 2：2018 年毛利结构



资料来源：公司公告，长城证券研究所



资料来源：公司公告，长城证券研究所

2、防水建材行业：稳定增长的建材细分领域，集中度不断提升

2.1 防水建材主要分为卷材、涂料两大类

建筑防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用的给排水以及空气中的湿气、蒸汽等侵入建筑物的功能性材料。从产品划分来看，目前建筑防水材料主要为防水卷材和防水涂料。以东方雨虹为例，其主要产品为建筑防水材料，包括防水卷材、防水涂料等。其中防水卷材主要包括 SBS 改性沥青防水卷材、APP 改性沥青防水卷材、自粘改性沥青防水卷材、特种工程专用防水卷材和高分子防水卷材等；防水涂料主要包括丙烯酸酯防水涂料、聚氨酯及聚脲类防水涂料、聚合物水泥防水涂料等。公司产品广泛应用于房屋建筑、高速铁路、地铁及城市轨道、高速公路和城市道桥、机场和水利设施等领域。

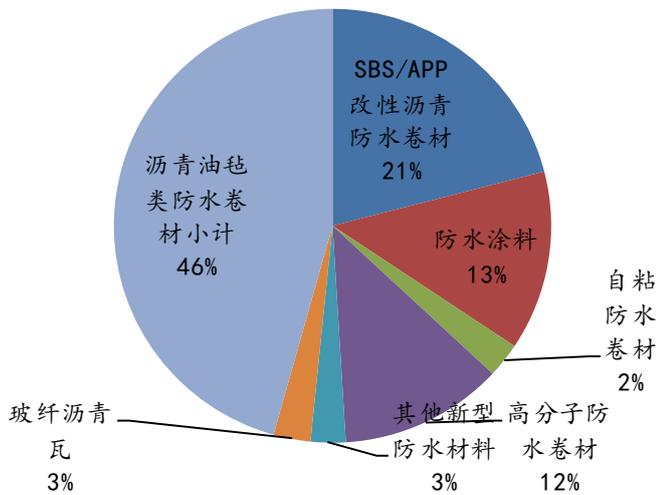
表 2: 东方雨虹主要防水建材产品

产品	主要用途
SBS/APP 改性沥青防水卷材	主要适用于屋面和地下工程的防水，以及桥梁、停车场、地铁、隧道、地下空间等建筑物和构筑物防水、防潮、隔汽。SBS 改性沥青防水卷材尤其适用于寒冷地区、结构变形频繁的建筑防水工程，APP 改性沥青防水卷材尤其适用于较炎热地区的建筑物防水工程。
自粘改性沥青防水卷材	适用于建筑的屋面、地下室、隧道、人防等防水工程。具有不透水性、低温柔度、抗变形性能及自愈性好等特点，而且易于施工，可以提高铺设速度,加快工程进度。
TPO 防水卷材	广泛应用于工业建筑、民用建筑、公用建筑等各类屋面防水工程，特别适用于钢结构及钢筋混凝土结构的屋面防水。
特种工程专用卷材	适用于道路桥梁、铁路桥梁、种植屋面、耐盐碱、阻燃等特殊功能的专项防水工程。
聚脲防水涂料	广泛应用于高速铁路、工业与民用建筑等的防水工程，港口、市政污水设施、化工管道防腐防护工程，地坪、水利、设备等耐磨防护工程等。
聚氨酯防水涂料	适用于卫浴间、厨房间、楼地面、阳台等室内防水；地铁、建筑地下、水池、游泳池等长期受水的工程防水、防渗，也可用于非暴露的屋面防水。
丙烯酸酯防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面等室内及阳台的防水工程和木地板的防潮，纯丙烯酸酯为基料的涂料，适用于金属屋面、形状复杂的屋面防水和建筑外墙面防水。
聚合物水泥防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面、阳台、非暴露型屋面及外墙面的防水、防渗和防潮工程。
砂浆铺贴系统材料	适用于民用建筑装饰装修用铺贴砂浆，主要用于找平、粘结、抗渗工程。
模塑聚苯板/石墨改性模塑聚苯板	主要适用于墙体保温，屋面保温，复合保温板材的保温层，各种建筑装饰线条和模型，防水层的保护层，车辆、船舶制冷设备和冷藏库的隔热材料。
高密度聚乙烯（HDPE）自粘胶膜防水卷材	专为地下工程开发的一种具有国际前沿技术的能提供与后浇混凝土结构形成牢固结合效果的防水卷材。适用于各种地下建筑、洞库、隧道、地铁、市政建设等防排水工程。
EVA 防水板	广泛应用于地铁、隧道等地下工程防水。
非固化/溶剂型/水乳型沥青涂料	广泛用于建筑的屋面工程及卫浴间、厨房间等防水工程，适用于屋面、地下室、墙体等的防潮，既可用于常规部位的防水，也可用于变形缝等特殊部位的防水，一般与卷材非外露复合使用。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

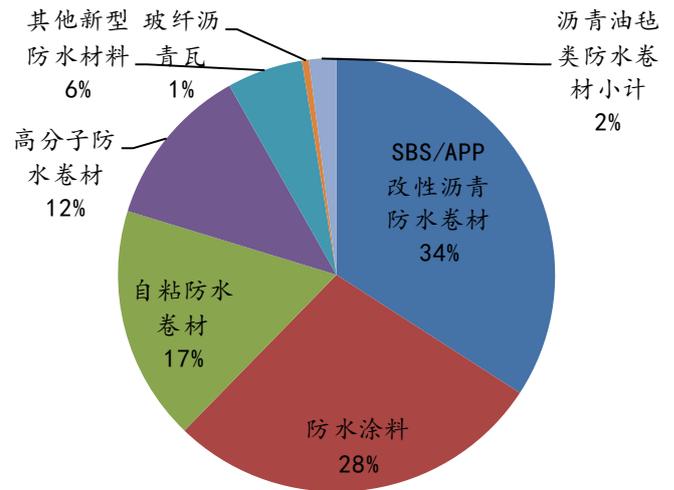
沥青油毡类传统落后的建筑防水材料逐步被取代，产量占比从 2005 年的 46% 下降到 2019 年的 2%。目前，新型建筑防水材料的主要市场集中在北京、上海、天津、深圳等经济较为发达的地区。在经济相对落后的地区，由于高档新型建筑防水材料的价格相对较高，以沥青复合胎柔性卷材为主的沥青油毡类防水卷材仍占据一定的市场份额。

图 3: 2005 年防水建材产量结构



资料来源: 中国建筑防水协会, 长城证券研究所

图 4: 2019 年防水建材产量结构

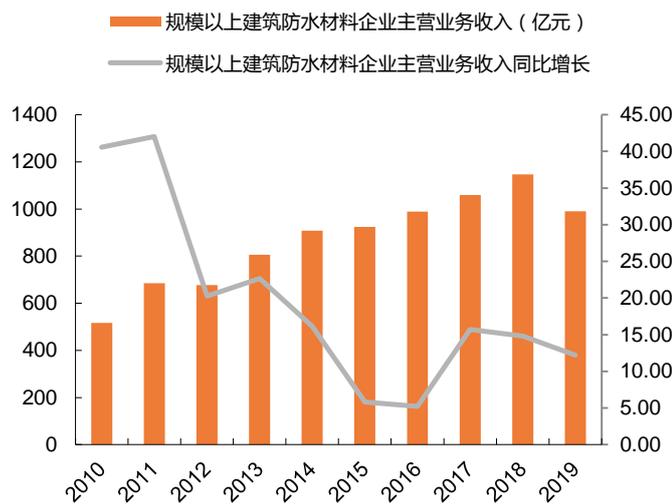


资料来源: 中国建筑防水协会, 长城证券研究所

2.2 行业规模: 二季度复工加速, 二次装修促进远期市场规模保持稳定增长

行业保持较快增长, 过去 5 年规模以上防水建材企业收入、利润总额增速平均值分别为 10.7%、13.4%, 保持较快增长。2018 年、2019 年, 规模以上防水建材企业收入分别同比增长 14.8%、12.2%, 利润总额同比增长分别为 26.6%、15.4%。

图 5: 历年规模以上防水建材企业营业收入



资料来源: 中国建筑防水协会, 长城证券研究所

图 6: 历年规模以上防水建材企业利润总额

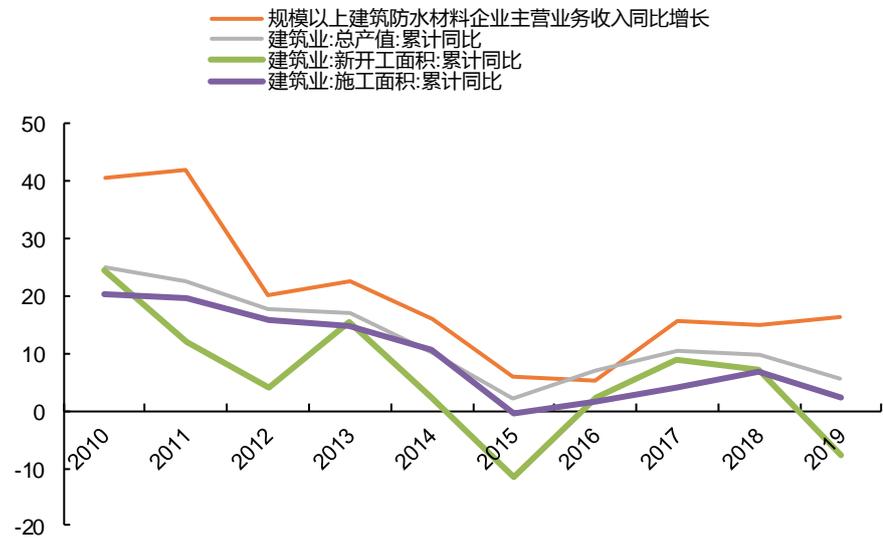


资料来源: 中国建筑防水协会, 长城证券研究所

防水材料主要应用于基础设施、房屋建设等领域。防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位, 其中屋面及地下室占比最高; 在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。

从历史数据来看，规模以上防水建材企业收入增速和建筑业总产值增速相关性较好，前者多年平均值比后者多 6.7 个百分点。

图 7：规模以上防水建材企业收入增速和建筑业总产值增速相关性较好



资料来源: Wind, 长城证券研究所

疫情冲击：以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断，二季度开工黄金期有望顺利推进

防水材料生产具有较强的季节性特点，防水材料 1-3 月是产量最小的季节，疫情影响或有限。1 月份生产主要是库存准备，2 月份基本处于停产状态，3 月份逐渐恢复生产。2019 年 1-3 月份防水材料产量占全年总量的 13.94%，其中 1 月份产量约占全年总产量的 7%，3 月份产量约占全年总产量的 6%。在春节放假之前，大部分防水材料生产企业的材料库存足以满足未来 1 个月的材料需求。

图 8：2019 年沥青及改性沥青防水卷材月度产量（万平方米）



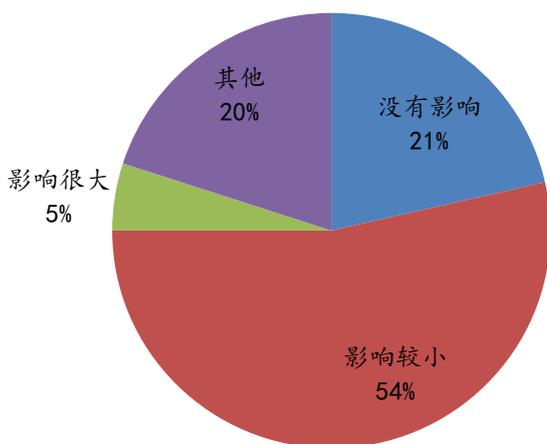
资料来源: 中国建筑防水协会, 长城证券研究所

区域分布方面，我国防水产业聚集区分布在山东、辽宁、江浙沪、四川、广东等地，疫情最为严重的湖北地区产量仅占全国产量的 5%。2019 年 1-2 月，五大聚集区的产量约占全国产量的 75%，其中山东地区产量约占全国产量的 25%，疫情最为严重的湖北地区产量仅占全国产量的 5%。

根据 3 月 4 日发布的建筑防水协会的调查，2 月份属于防水行业淡季，新冠肺炎疫情的爆发与防控措施的落实对防水企业的生产经营影响较小。3 月 4 日发布的中国建筑防水协会调查结果显示，21.43%的防水企业表示目前疫情对企业生产经营没有影响；53.57%以上的防水企业表示疫情的影响较小，企业经营出现一些困难，但经营总体保持稳定；仅 5%的企业表示疫情影响很大，导致企业经营暂时停顿。中国建筑防水协会问卷调查数据显示，目前有 57.14%的防水企业已经复工。已经复工企业中，有 16.67%的企业还未开始生产，33.33%的企业设备利用率（开工率）在 20%以下，29.17%的企业设备利用率（开工率）为 20-50%，仅 4.17%的企业开工设备利用率（开工率）为 80-100%。2 月份，全国防水施工项目开工率不高，企业的基本库存基本能够满足市场需求，3 月份除湖北外的大部分企业基本可以全面恢复生产，疫情对各大企业 3 月份的生产计划影响并不大。全国防水材料基本能够满足市场需求，为全国重点项目、基础设施、民生项目提供基本供应保障。中国建筑防水协会问卷调查数据显示，有 44.05%的防水企业表示原材料等上游供应链出现问题，影响企业正常生产。中国建筑防水协会问卷调查数据显示，46.43%的企业反映存在劳动力、人力供给减少问题。

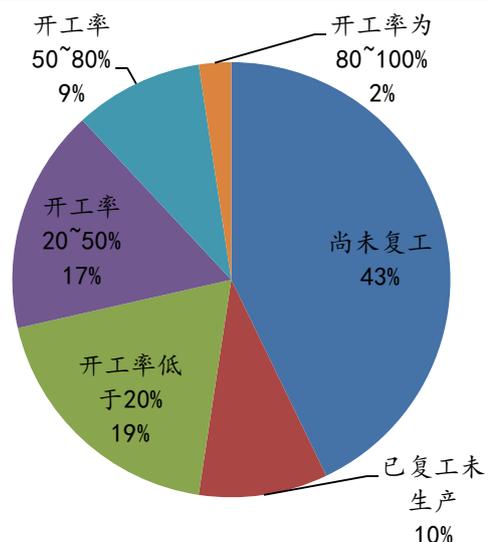
虽然新冠肺炎疫情给企业复工带来一定影响，但是大部分企业对于 2020 年持有乐观的预期。中国建筑防水协会问卷调查数据显示，5.95%的企业表示 2020 年企业生产经营状况比 2019 年好很多，63.09%的企业表示 2020 年企业生产经营状况比 2019 年好一点或持平，仅 7.14%的企业表示 2020 年企业生产经营状况比 2019 年差很多。受疫情影响，预计建筑防水行业 2020 年一季度营收将会明显低于上年同期，但对于全年影响程度不大，预计二、三、四季度营收应超过上年同期，全年的营收应比上年略有小幅增长。但是，疫情后由于上游原材料有巨大的涨价压力，预计 2020 年行业效益具有较大挑战。

图 9：疫情对防水建材企业生产经营调查问卷的结果



资料来源：中国建筑防水协会，长城证券研究所

图 10：防水建材企业复工情况调查问卷的结果

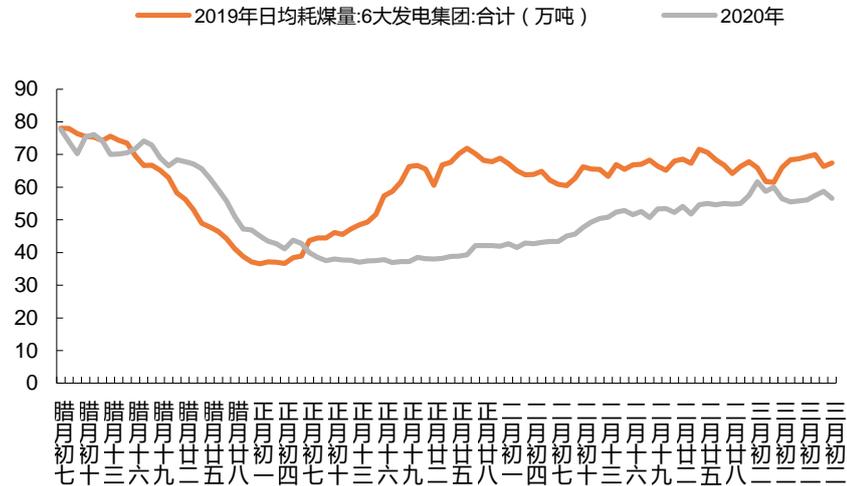


资料来源：中国建筑防水协会，长城证券研究所

截至 3 月 28 日，全国规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别达到 98.6%和 89.9%，比 2 月 23 日分别提升 15.5 个和 38 个百分点。广东、江苏、浙江、山东、福建等工业大

省已基本全部开工。国家多举措为中小企业纾困解难，3000 亿支持疫情防控重点企业的专项再贷款已累计向 5000 多家企业发放了 2000 多亿元。目前，中小企业复工率已达到 76%，3 月份以来日均升幅在 1 个百分点左右。目前 6 大发电集团单日耗煤量达到去年同期的 85%~90%。

图 11: 2019、2020 年 6 大发电集团日均耗煤量对比



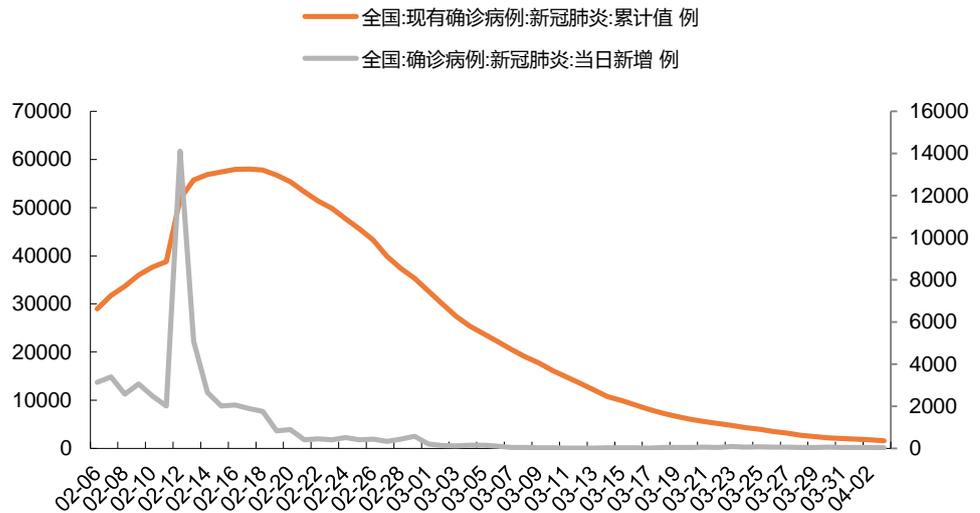
资料来源: Wind, 长城证券研究所

截至 3 月 29 日，我国中小企业复工率已达到 76.8%，工业、建筑业等第二产业复工率高于生产性服务业，生产性服务业高于生活性服务业。3 月 30 日，国新办就制造业复工复产有关情况召开发布会，工信部中小企业局局长梁志峰介绍到，根据工信部对使用云平台的中小企业监测显示，截至 3 月 29 日，我国中小企业复工率已达到 76.8%。梁志峰表示，当前中小企业复工复产呈现三个特点：一是从行业看，工业、建筑业等第二产业复工率高于生产性服务业，生产性服务业高于生活性服务业，但随着国外疫情的蔓延，出口型企业承压加剧；二是从地区看，各地复工复产率呈齐头并进之势，湖北省近日快速上升；三是从企业类型看，“专精特新”中小企业复工复产率明显高于中小企业总体水平，规模越大复工复产率越高，微型企业复工复产难度更大。

3 月 31 日中央督导组表示，以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断。国务院新闻办公室 3 月 31 日在湖北武汉举行新闻发布会，中央指导组成员、卫生健康委主任马晓伟，中央指导组成员、卫生健康委副主任于学军等介绍中央督导组指导组织疫情防控和医疗救治工作进展，并答记者问。马晓伟表示，经过艰苦努力，以武汉为主战场的全国本土疫情传播已基本阻断，疫情防控取得阶段性重要成效。中央督导组始终把患者救治作为重中之重，多次就医疗队选派、拓展床位资源、重症与轻症救治、中医药应用、康复、出院患者监测管理、院内感染防控等作出专门部署，从管理与救治两个方面着手，一个难点一个难点研究，一个节点一个节点攻坚，目前湖北全省累计治愈患者 63000 多例，治愈率超过了 93%。

国内新冠肺炎疫情目前处于明显好转状态，4~5 月防水施工项目开工黄金期内工程施工有望顺利推进。4~5 月份是防水施工项目的开工黄金期，如果防水行业错过这个开工黄金期，将直接进入雨季。3 月 24 日，全国（不含港澳台）现有、新增新冠肺炎确诊病例分别为 1562、19 例，较前期存在较大下滑。

图 12: 国内新增和现有新冠肺炎确诊情况 (不含港澳台)

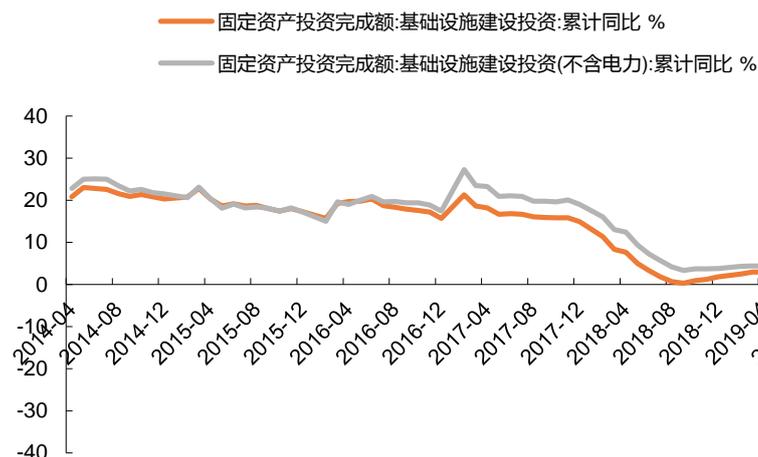


资料来源: Wind, 长城证券研究所

基建: 今年各省重大项目计划投资额同比增长 4.7%，对基建投资形成较强支撑

不完全统计，2020 年各省重大项目计划完成投资额 6.29 亿元，同比增长 4.7%，对基建投资形成支撑。各省重大投资项目主要包括“铁公机”、“电气水”等传统基建、重大产业项目、生态环保项目等。2018 年、2019 年、2020 年前两个月，全国基建投资累计同比增速分别为 1.8%、3.3%、-26.9%；各省重大项目开展将对基建投资形成支撑。

图 13: 全国基建投资累计同比



资料来源: Wind, 长城证券研究所

表 3: 各省重大项目计划投资额 (亿元)

省份	2020 年计划完成投资额	2019 年计划完成投资额	同比增长
----	---------------	---------------	------

北京	2523	2354	7.2%
天津	2105	1545	36.3%
重庆	3445	3459	-0.4%
广西	1674	2422	-30.9%
宁夏	510	512	-0.4%
福建	5005	4538	10.3%
甘肃	1779	1340	32.8%
广东	7000	6500	7.7%
贵州	7262	7204	0.8%
河南	8372	7939	5.5%
河北	2402	2109	13.9%
黑龙江	2000	1326	50.8%
江苏	5410	5330	1.5%
山东	4000	3360	19.0%
陕西	5014	5000	0.3%
云南	4400	5126	-14.2%
合计	62901	60064	4.7%

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

房地产：坚持房住不炒、因城施策，今年新开工面积增速承压

今年央行、统计局等多部委重申坚持房住不炒，不将房地产作为短期刺激经济手段；房住不炒、因城施策主基调有望延续。2016年政府工作报告首次提出因城施策；当年年底的中央经济工作会议首次提出房住不炒，此后该表述延续至今。3月3日，中国人民银行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会暨电视电话会。会议强调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。3月16日，统计局新闻发言人毛盛勇在新闻发布会上说，房地产“房住不炒”的定位没有改变。这些年实施因城施策，强化和落实地方城市主体责任，房地产市场总体平稳，稳地价、稳预期、稳房价的局面初步形成。至于房地产发展政策，按照推动高质量发展的要求，不把房地产作为短期刺激政策。

表 4：历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述

发布时间	政策文件	主要内容
2016/3/17	2016年政府工作报告	1) 今年棚户区住房改造 600 万套，提高棚改货币化安置比例。 2) 完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存，促进房地产市场平稳运行。建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。 3) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加大力度，稳健的货币政策要灵活适度。
2016/12/16	2016年中央经济工作会议	1) 去库存方面，要坚持分类调控，因城因地施策，重点解决三四线城市房地产库存过多问题。 2) 促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。 3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。
2017/3/16	2017年政府工作报告	1) 因城施策去库存。目前三四线城市房地产库存仍然较多，要支持居民自住和进城人员购房需求。坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，健全购租并举的住房制度，以市场为主满足多层次需求，以政府为主提供基本保障。加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为，遏制热点城市房价过快上涨。目前城镇还有几千万人居住在条件简陋的棚户区，要持续进行改造。

		<p>2) 今年再完成棚户区住房改造 600 万套, 继续发展公租房等保障性住房, 因地制宜、多种方式提高货币化安置比例, 加强配套设施建设和公共服务, 让更多住房困难家庭告别棚户区, 让广大人民群众在住有所居中创造新生活。</p> <p>3) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。</p>
2017/12/20	2017 年中央经济工作会议	<p>1) 加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。要发展住房租赁市场特别是长期租赁, 保护租赁利益相关方合法权益, 支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制, 保持房地产市场调控政策连续性和稳定性, 分清中央和地方事权, 实行差别化调控。</p> <p>2) 要创新和完善宏观调控, 实施好积极的财政政策和稳健的货币政策, 健全经济政策协调机制, 保持经济运行在合理区间。</p>
2018/3/22	2018 年政府工作报告	<p>1) 启动新的三年棚改攻坚计划, 今年开工 580 万套。加大公租房保障力度, 对低收入住房困难家庭要应保尽保, 将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围。</p> <p>2) 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 落实地方主体责任, 继续实行差别化调控, 建立健全长效机制, 促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求, 培育住房租赁市场, 发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 让广大人民群众早日实现安居宜居。</p> <p>3) 健全地方税体系, 稳妥推进房地产税立法。</p> <p>4) 要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要更加积极有效。货币政策要保持稳健中性。</p>
2018/12/21	2018 年中央经济工作会议	<p>1) 要构建房地产市场健康发展长效机制, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 因城施策、分类指导, 夯实城市政府主体责任, 完善住房市场体系和住房保障体系。</p> <p>2) 宏观政策要强化逆周期调节, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策, 适时预调微调, 稳定总需求; 积极的财政政策要加力提效, 实施更大规模的减税降费, 较大幅度增加地方政府专项债券规模; 稳健的货币政策要松紧适度, 保持流动性合理充裕, 改善货币政策传导机制, 提高直接融资比重, 解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。</p>
2019/3/16	2019 年政府工作报告	<p>1) 更好解决群众住房问题, 落实城市主体责任, 改革完善住房市场体系和保障体系, 促进房地产市场平稳健康发展。</p> <p>2) 继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造, 保障困难群体基本居住需求。</p> <p>3) 健全地方税体系, 稳步推进房地产税立法。</p> <p>4) 要正确把握宏观政策取向, 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要加力提效。稳健的货币政策要松紧适度。</p>
2019/12/12	2019 年中央经济工作会议	<p>1) 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位, 全面落实因城施策, 稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制, 促进房地产市场平稳健康发展。</p> <p>2) 继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要大力提质增效, 更加注重结构调整, 坚决压缩一般性支出, 做好重点领域保障, 支持基层保工资、保运转、保基本民生。稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕, 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应, 降低社会融资成本。</p>

资料来源: 人民政府网等, 长城证券研究所

不完全统计, 50 多个省市从 2 月至今陆续出台房地产支持政策, 主要具体措施包括: 鼓励信贷适度增长、缓交出让金、顺延开竣工时间、放宽商品房预售条件、加大土地供应量、扩大购房补贴范围、降低人才落户门槛等。

表 5: 历年政府工作报告、中央经济工作会议中关于房地产政策的表述

时间	各地政策
2 月 5 日	嘉兴: 取消购房类提取住房公积金的时间限制。
2 月 7 日	武汉: 支援武汉防疫工作的外地医护人员, 在汉购房申请异地公积金贷款时, 不受户籍地限制。
2 月 8 日	潮州南浔区: 允许延期缴纳出让金; 允许办理开竣工延期, 原则上不超过 6 个月。
2 月 8 日	山东威海: 扩大大学毕业生“521 生活津贴”发放范围。
2 月 11 日	杭州: 已签订《土地出让合同》地块, 可申请延缓土地出让金缴纳; 已交付尚未开工或竣工的地块, 疫情持续期间不计入企业自身原因的开竣工违约责任。
2 月 12 日	上海: 调整土地价款缴付方式和期限; 顺延开竣工和投达产履约时间; 降低产业用地成本。
2 月 12 日	无锡: 引导在锡银行机构保持房地产和建筑施工企业信贷合理适度增长。已经领取施工许可证范围内的楼栋, 申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算, 预售部分完成 25% 以上投资即可。企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金。
2 月 12 日	深圳: 对因新型冠状病毒肺炎住院治疗或隔离人员、疫情防控需要隔离观察人员和参加疫情防控工作人员, 可申请办理延长公积金贷款期限。
2 月 12 日	西安: 分期缴纳土地出让价款, 缴款期限最长不超过一年。允许变更出让价款缴纳期限。
2 月 12 日	南昌: 调整土地出让竞买保证金比例。调整土地出让金缴纳期限。允许延期缴纳出让金。允许延期开竣工, 延期时间视疫情情况原则上不超过 6 个月。

- 2月12日 浙江：企业因疫情影响无法按约定签订《成交确认书》《土地出让合同》或缴纳出让金的，经申请可以延期至疫情消除后签约、缴纳。因疫情影响未能按期交地、动工、竣工的，不计入违约期并不收取违约金。
- 2月13日 天津：延期缴纳土地出让金。项目开竣工期限顺延。
- 2月13日 南京：允许土地出让价款延期缴纳。鼓励有条件的企业提前缴款、提前开工、加快项目开发建设，确有困难的，可申请延期开竣工时间。对于受本次疫情影响未能按期交地、开工、竣工的，疫情一级响应期间均不计入违约期。
- 2月13日 成都：参保单位职工个人在2020年3月底前购房时，因受疫情影响，提供的连续缴纳社保证明里未能正常显示2020年1月、2月、3月社保缴纳金额的，视为连续缴纳，其购房资格不受影响。
- 2月13日 广西：允许土地出让金延期缴纳。对受疫情影响不能如期缴纳土地出让金的，经本级人民政府批准同意后，可适当延期缴纳。
- 2月13日 济南：允许延期缴纳土地出让金。暂缓开（竣）工现场核验。受疫情影响未能按期开（竣）工的，自2020年1月23日（含）至济南市疫情消除日后10日不计入违约责任。
- 2月13日 绍兴：对于受本次疫情影响未能按期交地、动工、竣工的，疫情持续期间不计入违约期。已签订《土地出让合同》，按约定在一级响应期间需缴纳土地出让金的，受让人可申请延期缴纳。
- 2月14日 厦门：加大对房地产开发企业的资金支持力度，适当调整商品房预售资金的监管方式。支持国有企业对自持运营的长租公寓适当减免两个月租金，倡导机构化租赁企业适当减免或延期支付两个月租金。
- 2月14日 合肥：适当调整土地出让金缴纳期限。适当调整开竣工期限。
- 2月15日 福州：调整商品房预售条件。经营性房地产项目达到投资总额的25%以上，按规定予以办理商品房预售审批手续。加快商品房合同网签备案，促进商品房销售，支持企业及时回笼资金。顺延项目开竣工期限。
- 2月17日 沈阳：进一步加大土地供应量。土地出让金缴款时间在疫情一级响应期间的，该期款项缴款时间可延期至一级响应期结束后第五个工作日。积极促进商品房入市和销售。稳妥实施税费支持政策。
- 2月18日 福建龙岩：顺延项目开竣工期限。调整土地出让金缴交期限。调整商品房预售条件。调整预售资金监管方式。
- 2月18日 佛山三水区：调整土地价款缴存方式和时间。未能按土地出让合同约定缴付土地价款的，不计收滞纳金、违约金和分期支付产生的利息。调整预售条件。加大土地供应。提供信贷支持，倾斜融资政策。
- 2月19日 湖南衡阳：实行购房补贴。签订网签协议并缴纳契税，补贴部分契税。扩大人才购房补贴对象范围。在签订出让合同后一个月缴纳土地出让总价款50%，余款在办理用地不动产登记前缴清，最长不超过12个月。实施差异化预售资金监管。
- 2月19日 焦作：调整商品房预售管理办法。降低土地竞买履约保证金、分期缴纳土地出让价款。调整开竣工时间。积极提供金融支持。
- 2月19日 苏州：延长土地出让金缴纳时限。在苏州市疫情防控一级响应期间公告挂牌出让的经营性用地，第二期出让金缴纳时间可在原规定缴纳时间基础上顺延。调整交地、开竣工等履约要求。调整超过市场指导价报价规则。
- 2月20日 福建莆田：降低预售许可条件。按合同约定应在疫情一级响应期间缴交的土地出让金，可申请延缓至解除疫情一级响应后10日内缴交。受疫情影响不能按时开竣工的，受让人可申请延期开竣工，可按疫情一级响应时间天数顺延。
- 2月20日 苏州相城区：扩大引才奖励范围。加强安居落户保障。降低人才落户门槛，畅通人才购房绿色通道，将工作满3个月的高技能人才纳入人才证明开具范围，在区内购房不受户籍、社保、积分等限制条件的影响。大力招引技能人才。
- 2月20日 贵阳：建设项目实物工程量达到25%以上，且施工现场员工返岗率达到春节前60%以上的，在办理商品房预售许可证时给予支持。部分房地产开发企业的开发项目可申请提前支取重点监管的预售资金用于保障本项目工程建设，额度不超过重点监管资金余额的50%。可申请降低住房公积金缴存比例，最低可降至国家规定的5%。
- 2月21日 河南：符合困难减免条件的，可按规定申请减免房产税、城镇土地使用税。阶段性加大信贷支持。引导在豫商业银行和非银行金融机构保持房地产企业信贷合理适度增长。
- 2月21日 马鞍山：首套普通住房交易购房补贴政策再延长一年。对个人在马鞍山市市区购买90平方米及以下普通住房，且该住房属于家庭唯一住房的，给予购房人商品住房价值或存量房核价单核定价值1%的补贴；购房补贴政策期限为一年。
- 2月21日 驻马店：调整住房公积金贷款额度。将各县缴存职工的住房公积金最高贷款额度，由45万元提高到50万元。调整住房公积金贷款首付比例。实行购房补助政策。各类人才补助标准200元/m²，大中专以上毕业生补助标准150元/m²，农民工补助标准100元/m²。加大房地产业金融支持力度。降低商品房预售门槛。规范商住比比例。
- 2月21日 青岛：减轻住房公积金缴存负担。2020年6月底前，受疫情影响无法正常按月缴存住房公积金的企业和自由职业者，可以暂缓缴存住房公积金。将“先落户、后就业”政策放宽到毕业学年在校大学生，已落户的可享受本市购房、申请人才公寓等政策。
- 2月22日 广西：全面启动城镇老旧小区改造。放宽住房公积金政策。2020年6月30日前，受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请缓缴住房公积金，缓缴期间的缴存时间连续计算，不影响职工正常提取和申请住房公积金贷款。
- 2月23日 南宁：职工个人及家庭只拥有一套住房，且该住房建筑面积在120平方米（含）以内的，允许其在购买建筑面积为144平方米（含）以内的第二套住房时申请使用住房公积金贷款。职工个人及家庭购买第二套住房或第二次申请住房公积金贷款的，购房首付款比例应不低于40%，贷款利率调整为同期住房公积金个人住房贷款利率的1.1倍，最高贷款金额为50万元。
- 2月25日 杭州：对全球本科以上学历所有应届大学生，在发放本科1万元、硕士3万元、博士5万元一次性生活补助的基础上，再给予每年1万元租房补贴，最多可享受6年。加快人才专项租赁住房建设，到明年底前新建5万套。提高高层次人才购房补贴。
- 2月25日 广西钦州：实施契税补贴。阶段性放宽预售许可形象进度要求。申请预售时形象进度调整为按投资额计算，预售部分投入开发建设的资金达到工程建设总投资的25%以上即可。顺延工期和交付期限，不计违约责任。合理调整商品房住房销售价格备案范围。
- 2月25日 安徽滁州：适度放宽预售条件。合理顺延合同工期。因受疫情影响导致的建设工程延误，应当合理顺延工期。因疫情造成不能如期竣工验收交付的房地产开发项目，交付期限顺延。

- 2月25日 东莞：申请人符合购买装配式住宅、东莞市认定的特色人才、申请贷款时往前推算已连续满5年未提取公积金等情形之一的，可贷额度在计算公式计算额度的基础上最高可上浮20%。
- 2月27日 北京：受新冠肺炎疫情影响的企业，可按规定申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。2020年6月30日前，住房公积金贷款的借款人因受新冠肺炎疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
- 2月27日 江西抚州：降低企业购地资金使用成本。今年内新出让的房地产用地，竞买保证金比例下调为出让最低价的40%。受疫情影响不能按期开、竣工的，受让人可申请延期开、竣工，不计入违约期，不收取违约金，延期时间视疫情情况原则上不超过6个月。调整预售重点资金使用节点。降低预售重点资金监管比例。放宽商品房预售申报条件。激活市场消费。2020年3月1日至6月30日期间，购买新建普通商品住宅的，由受益财政给予购房户150元/m²的购房补贴。提高公积金贷款额度。顺延企业竣工交付时间。加大金融支持力度。
- 2月27日 石家庄：缓解房地产开发项目资金压力。在疫情防控期间至结束后6个月内，将形象进度要求调整为预售楼栋完成投资不低于25%。促进住房交易和消费。加大住房保障支持力度。
- 2月27日 南京：受疫情影响的企业，可通过住房公积金网上办事大厅降低缴存比例；企业与职工协商一致的，可凭协商意见及补缴方案申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。
- 2月27日 大连：因受疫情影响导致生产经营困难的企业，可申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金。住房公积金贷款职工，自2020年1月25日起至2020年6月30日，因受疫情影响未能正常还款的，不作逾期处理。
- 2月27日 广州花都区：通过公开出让取得土地的单位均可先行向市规划和自然资源局花都区分局申请规划服务，由市规划和自然资源局花都区分局开展设计方案批复和建设工程规划许可证核发的模拟审批，对符合要求的单位分别出具模拟审批复函。竞得土地的单位在取得土地证明文件后即可换发正式批复文件。
- 2月27日 徐州：延长住房公积金缴存期限。受疫情影响生产经营困难的企业可向市公积金中心申请缓缴2020年2月份至6月份的住房公积金。
- 2月28日 苏州：对2020年1月24日前土地已成交并已进入实质性启动阶段的房地产项目，申请预售时原形象进度要求调整为按投资额计算，申请预售部分完成25%以上投资即可。因疫情影响造成已出让土地的工程建设延期复工，不能按期开竣工的，开竣工时间相应顺延；不能如期竣工验收和交付的房地产开发项目，交付期限顺延。
- 2月28日 长沙：受疫情影响的企业可按规定申请在2020年6月30日前缓缴住房公积金，缓缴期间职工贷款和提取权益不受影响。2020年7月起企业因生产经营困难需要继续缓缴的，最长可申请缓缴12个月。
- 2月28日 河南鹤壁：放宽商品房预售许可办理条件。提前拨付预售资金。疫情防控期间，商品房预售资金监管部门可依据企业申请，提前一个节点拨付预售资金，最后一个节点除外。顺延企业相应工期。受疫情影响不能履行合同的，合同工期予以顺延。已出让土地优惠政策。
- 2月29日 鄂尔多斯：允许企业暂缓缴存住房公积金。因受疫情影响暂时失去收入来源的人群，疫情防控期间未能按时正常偿还住房公积金贷款的，可灵活调整其还款安排。
- 3月2日 天津：对落户到天津滨海中关村科技园和宝坻京津中关村科技城的符合天津产业发展定位的北京转移来津项目：优化子女教育保障。便利医疗医保服务。鼓励职工来津工作落户。完善投融资扶持。满足在津合理住房需求。
- 3月4日 上海：颁布住房公积金支持实施细则
- 3月6日 广州：高校中职学生也可入广州集体户；广州新政2.0版上线，删除公寓销售放开相关条文
- 3月9日 海南：继续全域限购政策，本地居民限购第三套房
- 3月10日 山东：统筹做好住建领域经济社会发展工作，适度降低商品房预售条件和预售资金监管留存比例。
- 3月11日 深圳：申请预售的商品房项目，不再要求提交项目资本金余额证明。符合条件的房企可解冻20%预售资金
- 3月12日 宝鸡：各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由40万提高到50万。

资料来源：中指研究院，长城证券研究所

宝鸡、驻马店降低首付比例政策撤销，济南、广州限购放松政策撤销，房住不炒思路延续。

1) 驻马店：2月21日，驻马店市政府发布《关于进一步规范促进房地产业平稳健康发展的意见》，其中有17项稳楼市政策，包括“要求金融机构适度下调个人住房按揭贷款利率，首套房贷款最低首付比例由30%下调为20%”。2月28日，河南省人民政府网站发布消息，省政府约谈驻马店市人民政府主要负责同志，坚持“房住不炒”，落实主体责任。保持房地产调控政策连续性、稳定性，不将房地产作为短期刺激经济的手段，实现稳地价稳房价稳预期目标。后续，该文件撤销。

2) 宝鸡：3月12日，陕西省宝鸡市政府办公室关于印发《宝鸡市住建行业坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战稳企业稳民生稳发展若干措施》，包括土地出让金保证金缴纳比例、土地出让金分期支付、信贷支持、调整公积金贷款额度，共计15条。《措施》第12条明确，各银行要积极争取降低首套住房贷款首付比例政策，公积金贷款最高额度由40万元提高至50万元。当晚，该文件从政府网站撤回。

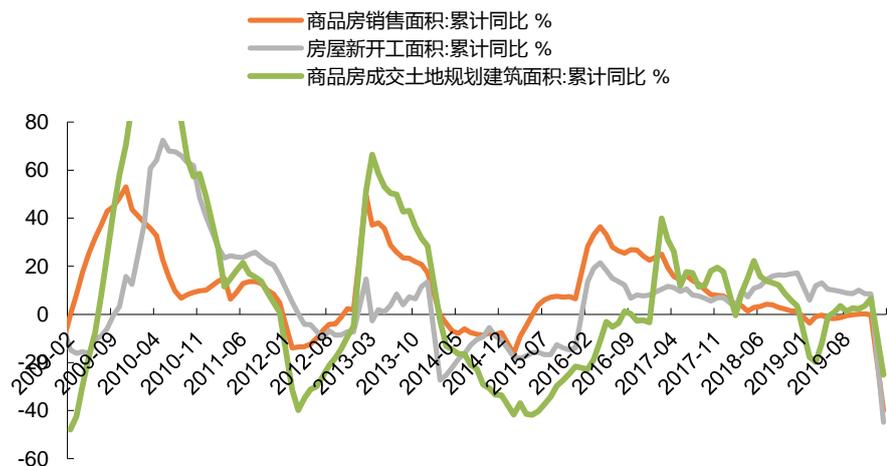
3) 广州：3月3日，广州市政府官网发布《广州市坚决打赢新冠肺炎疫情防控阻击战努力实现全年经济社会发展目标任务若干措施的通知》，提出商服类项目不再限定销售对象，已确权登记的不再限定转让对象。3月4日，这则《通知》被撤下。3月5日，《通知》再次出现，但原本关于松绑商服类项目的政策条文已被删除。

4) 济南：3月17日，山东省济南市新旧动能转换先行区网站发布“更正声明”，济南新旧动能转换先行区

2020年3月15日发布的《关于促进济南绿色建筑国际产业园发展十条政策》中，涉及“预售监管资金即征即返”；“在先行区直管区范围内购买二星级及以上绿色建筑商品住宅的，不受济南市限购政策约束”的表述不准确，现予以更正。

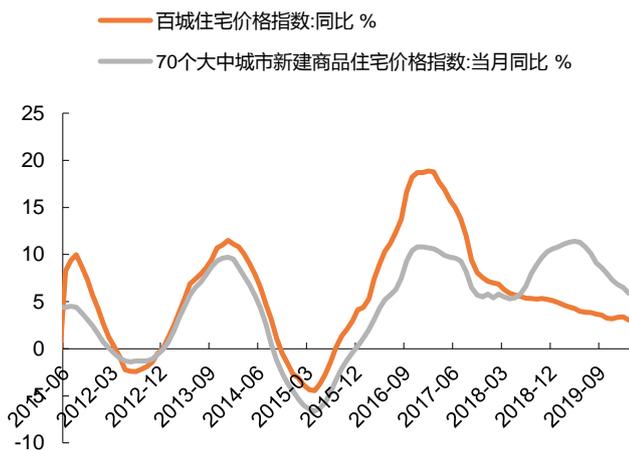
商品房销售面积增速处于较低水平，广义库存去化周期从2018年开始上升，给房地产新开工带来压力。2018年、2019年、2020年前两个月，房屋新开工面积同比增速分别为17.2%、8.5%、-44.9%；销售面积同比增速分别为8.7%、4.3%、-38.9%；商品房成交土地规划建筑面积同比增速分别为3.4%、6.6%、-25.1%；百城住宅价格指数同比增长5.1%、3.3%、3.1%。

图 14: 商品房新开工、销售面积



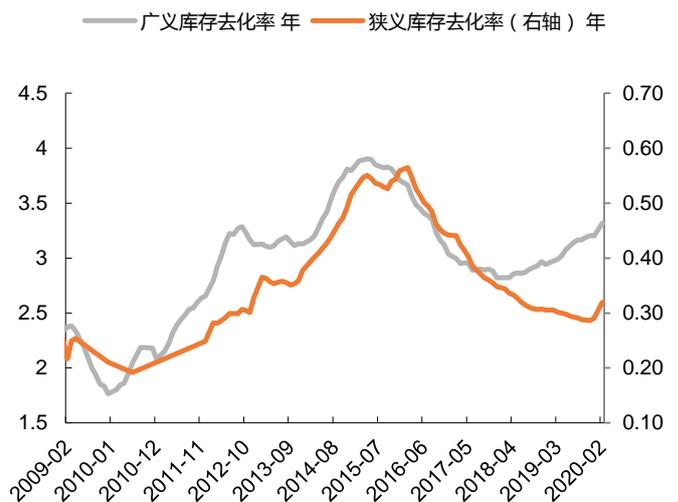
资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 15: 房地产价格指数



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 16: 商品房广义、狭义库存去化周期



注: 狭义库存为商品房待售面积; 广义库存为累计新开工*95%-累计销售面积

资料来源: Wind, 长城证券研究所

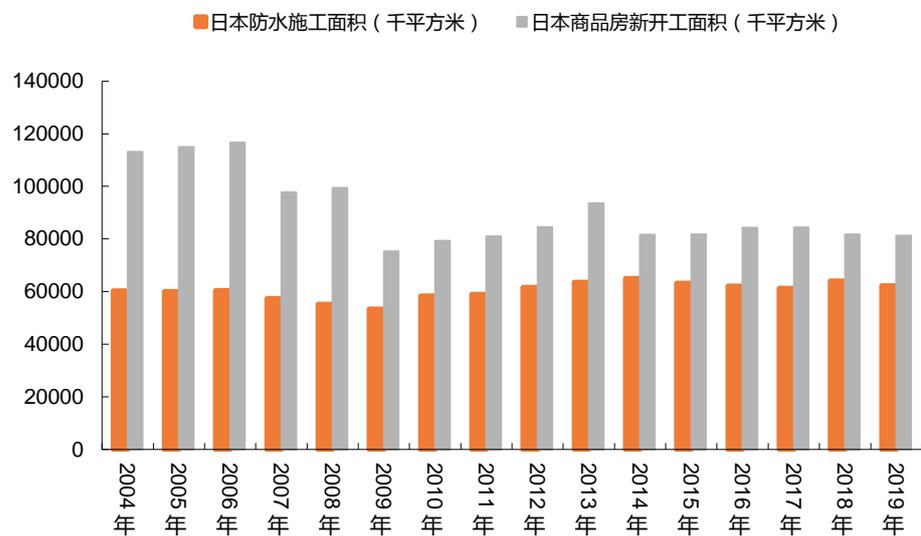
中国指数研究院预计 2020 年全国房地产销售面积降幅会在 5%~8%。中国指数研究院研发中心研究副总监曹晶晶 3 月 17 日在 2020 中国房地产百强企业研究成果发布会暨第十

七届中国房地产百强企业家峰会上表示，从3月份前两周的房地产市场表现来看，看盘的数量和购房积极性有明显回暖。预计今年全年全国房地产销售面积降幅会在5%~8%，销售面积或维持在16亿平米，仍处高位。

海外经验：从远期来看，由于二次装修市场存在，防水建材市场规模仍将保持稳定增长

从远期来看，即使新开工面积下降，由于二次装修市场存在，防水建材市场规模仍将保持稳定。日本商品房新开工面积1996年见顶，达到1.70亿平方米，此后呈下降趋势。从2004年到2019年，日本商品房新开工面积下降28.2%至8129万平方米，防水施工面积反而增长3.2%至6221万平方米。据业内专家估计，65%的建筑的防水工程6~8年后需要翻新；因此在建筑存量面积不断增大后，防水建材翻新需求将占较大比重。

图 17: 日本防水施工面积和商品房新开工面积



资料来源: JWMA, fbk, wind, 长城证券研究所

2.3 行业竞争情况：一超多强格局，4大因素促进集中度不断提升

行业内主要企业：行业内的主要企业有东方雨虹、潍坊市宇虹防水（集团）有限公司、宏源防水、科顺防水、卓宝科技、盘锦禹王、德生防水、赛力克、鼎新高科、豫王建能等。国际防水材料生产企业主要有索普瑞玛、西卡渗耐、基仕伯、凡士通、卡莱尔、GAF等，国际防水材料生产企业普遍拥有UL、CE、SGS、BBA等认证，其中西卡渗耐、基仕伯在中国设有生产基地，西卡渗耐在国内只生产PVC防水卷材；基仕伯在国内以生产高分子自粘胶膜防水卷材和沥青基自粘卷材为主，产品与公司类似，在美国、澳大利亚、印度等海外市场与公司存在竞争。

表 6: 建材防水行业主要企业

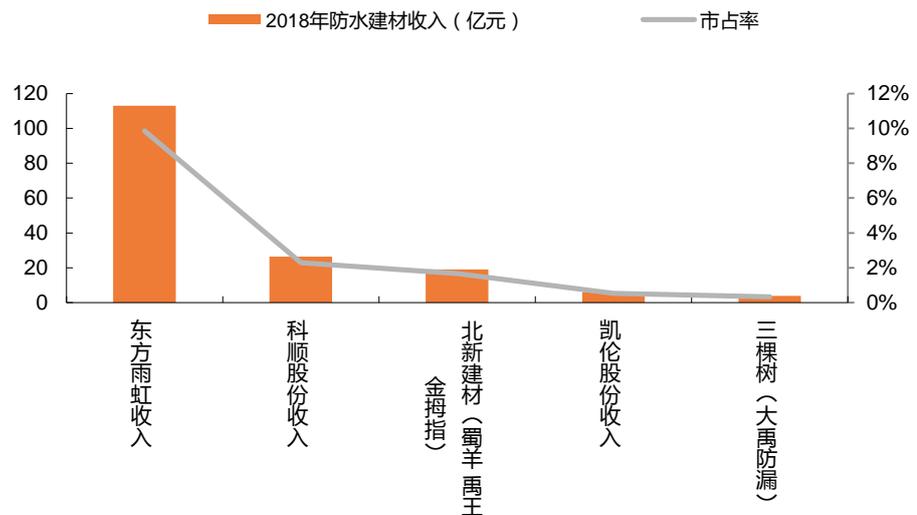
企业名称	基本资料
东方雨虹	成立于1998年，总部在北京，2008年9月在深圳证券交易所中小企业板上市，主要从事防水材料研发、制造、销售及施工服务，目前在北京、上海、辽宁、湖南、广东、山东、江苏、云南、河北等地设立了生产基地

宇虹防水	成立于 1999 年，总部在山东寿光，主要从事防水材料制造、研发、防水设计、施工服务等业务，主要生产基地为山东寿光
宏源防水	成立于 1996 年，总部在山东潍坊，主要从事防水材料研发、制造、销售及施工服务，目前在山东、四川、江苏、吉林、广东等地设立了生产基地
科顺防水	成立于 1996 年，总部在广东顺德，主要从事建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工，目前在北京、苏州、广东、山东、重庆等地设立了生产基地
卓宝科技	成立于 2001 年，总部在深圳市，主要从事建筑防水、家装防水、装饰保温、虹吸排水业务，目前公司在深圳、北京、苏州、武汉、成都、佛山、天津设立了生产基地
盘锦禹王	成立于 1999 年，总部在辽宁盘锦，主要从事防水材料研发、制造、销售及施工服务，目前公司在盘锦、安徽、湖北、四川设立了生产基地
德生防水	成立于 2000 年，总部在河北唐山，主要从事防水材料研发、生产、销售、施工，目前公司在唐山、天津、新疆设立了生产基地
西卡渗耐	成立于 2003 年，是瑞士西卡有限公司在中国的独资企业，总部位于上海市，主要从事高分子防水材料研发、生产和销售
基仕伯化学材料	成立于 2015 年，拥有水泥添加剂和混凝土外加剂、建筑防水材料、金属罐用密封胶和金属包装涂料三大业务
赛力克	成立于 2007 年，总部在广东韶关，主要从事新型建筑防水材料的研发、生产及销售业务，目前公司在唐山、天津、新疆设立了生产基地
鼎新高科	成立于 2011 年，总部在广东惠州，主要从事防水材料研发、生产、销售及施工，目前公司在惠州设立了生产基地
豫王建能	成立于 2005 年，总部位于吉林省公主岭市，主要从事建筑防水材料的研发、生产和销售及防水保温工程施工，生产基地位于公主岭市

资料来源：公司公告，长城证券研究所

东方雨虹为行业龙头，一超多强竞争格局初现。2018 年，东方雨虹、科顺股份、北新建材（蜀羊 禹王 金拇指）、凯伦股份、三棵树（大禹防漏）防水建材收入分别达到 113.0、26.3、19.1、6.0、3.8 亿元，其中东方雨虹市占率近 10%。

图 18: 2018 年业内主要企业防水建材收入情况

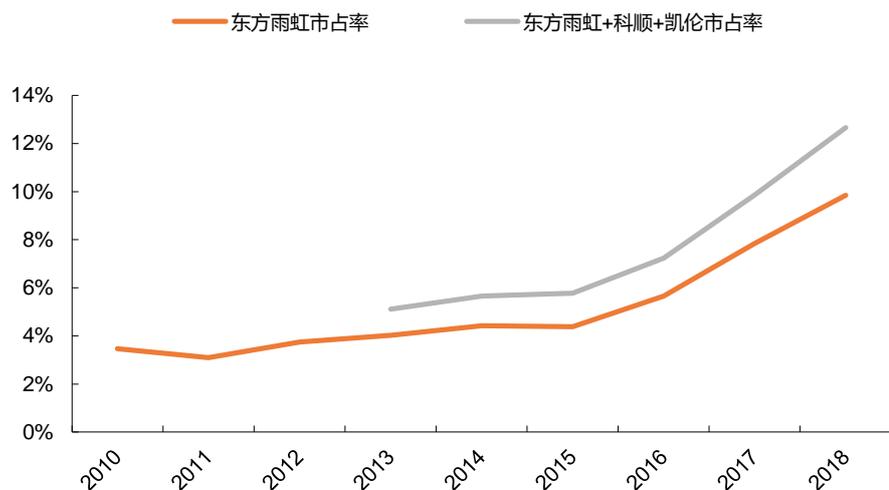


资料来源：公司公告，长城证券研究所

竞争格局持续优化，行业集中度快速提升。东方雨虹市占率从 2010 年的 3.5% 提升到 2018 年的 9.8%；东方雨虹、科顺股份、凯伦股份合计市占率从 2013 年的 5.1% 提升到 2018 年

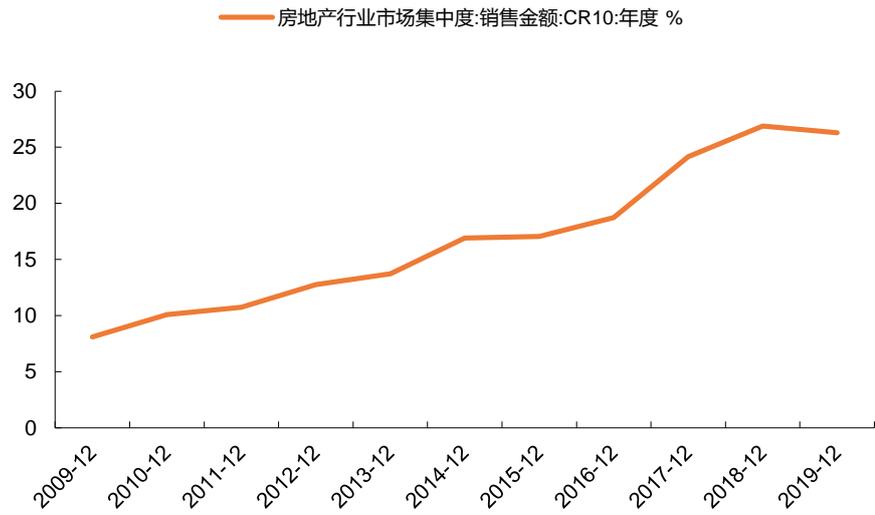
的 12.7%。行业集中度提升的主要因素包括淘汰落后产能、环保壁垒提升、房地产集中度提升等。1) 市场上仍有较大比例的非标产品，龙头企业的市占率提升空间显著。根据 2017 年 12 月中国建材报的报道：“非标”防水产品充斥市场，更使得消费者很难选购到质量优异的产品，防水市场上充斥为数不少的“非标”产品已经是行业共识。不在国标范围内的防水产品在市场上公然流通，且销路良好。一位店主就表示，大量建筑工地使用的是-10 卷材。他认识的不少供货商，送检的是符合国家标准的卷材，但送进工地时就换成了价格更低的材料，以此赚取差价，获得更高的利润。在家庭防水修缮中，由于消费者不能通过外观辨别防水卷材的低温柔性，所以也时常出现购买的产品被以次充好的现象。从生产的角度上讲，防水卷材产品必须符合国家或行业现行标准的规定，否则就是“非标”产品。充斥市场的“非标”产品，一方面来自于一些无证生产的作坊式企业，他们生产设备和技术水平较低，购置废胶粉、废机油等进行生产，为了打开销路，部分小作坊给产品贴上品牌企业的商标，由于成本低，销售时利润很可观；另一方面，又因为有不少承包商为了获得更多利润，指明要求使用“非标”产品，使得一些有许可证的正规厂家为了保证市场占有率，也加入了生产“非标”的行列。记者在“防水一条街”见到的-10 卷材应当就是这两种情况。有不少专家指出，市场上的“非标”防水材料很难达到技术要求中的使用寿命，“非标”产品的大行其道，毫无疑问将加剧建筑渗漏，并对建筑寿命和安全产生严重威胁。2) 淘汰落后产能，提高行业进入壁垒。2011 年，国家工信部发布《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》，将年产 500 万平方米以下改性沥青类防水卷材生产线（2010 年）、年产 500 万平方米以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线和年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线纳入淘汰目录中。2013 年，工业和信息化部发布了《建筑防水卷材行业准入条件》，提出新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模提高到不低于 1000 万平方米/年；新建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年。上述相关政策均对进入本行业的企业提出了较高的准入要求。3) 龙头房企集中度提升，对于产品质量、品牌提出更高要求。房地产行业销售金额市场集中度 CR10 从 2009 年的 8.1% 快速上升到 2019 年的 26.3%。4) 防水建材龙头公司自身渠道布局、研发实力、产品质量、品牌形象等不断提升。

图 19：防水建材行业集中度快速提升



资料来源：公司公告，长城证券研究所

图 20：房地产行业销售金额市场集中度 CR10



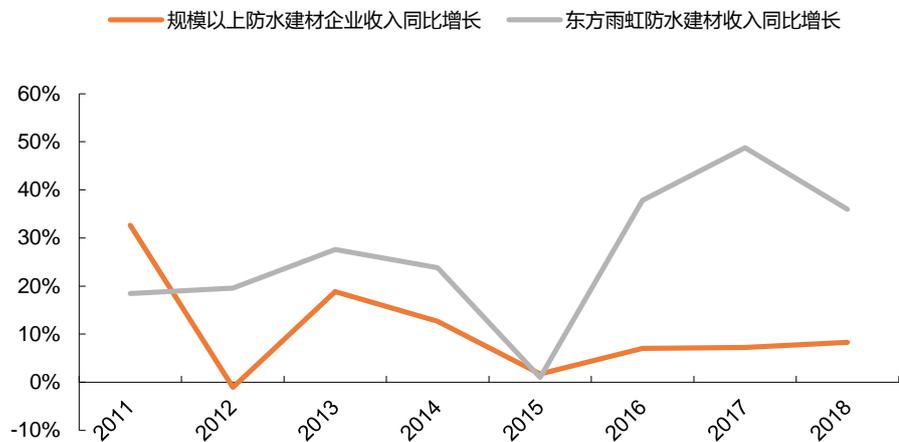
资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

3、公司业务分析：竞争优势显著，原材料价格下降有望提升毛利率

3.1 龙头竞争优势显著，收入增速超过行业增速

公司历年防水建材收入增速明显超过行业整体收入增速，竞争优势凸显。2010~2018年，公司防水建材收入复合增速为25.9%，而同期规模以上建筑防水材料企业主营业务收入复合增速为10.5%。公司收入增速明显更快，推动东方雨虹市占率从2010年的3.5%提升到2018年的9.8%。

图 21：公司防水建材收入增速与行业整体收入增速对比



资料来源：公司公告，长城证券研究所

生产物流研发基地全国铺开，抢占各区域市场

公司在全国拥有28家生产物流研发基地，北京、上海、湖南、辽宁、江苏、浙江、重庆、山东、云南、河北、山西、广东、安徽、江西、河南、湖北、四川、福建等省市。各生产线年设计产能：防水卷材约5亿平米，防水涂料近百万吨，装饰砂浆300多万吨，保温材料400多万立方米，非织造布15万吨。（注：包含已设计未投产产能）。由于受到运输条件和运输成本的制约，防水建材经济销售半径为500公里，全国布局有助于公司抢占各区域市场。

图 22：28家生产物流研发基地



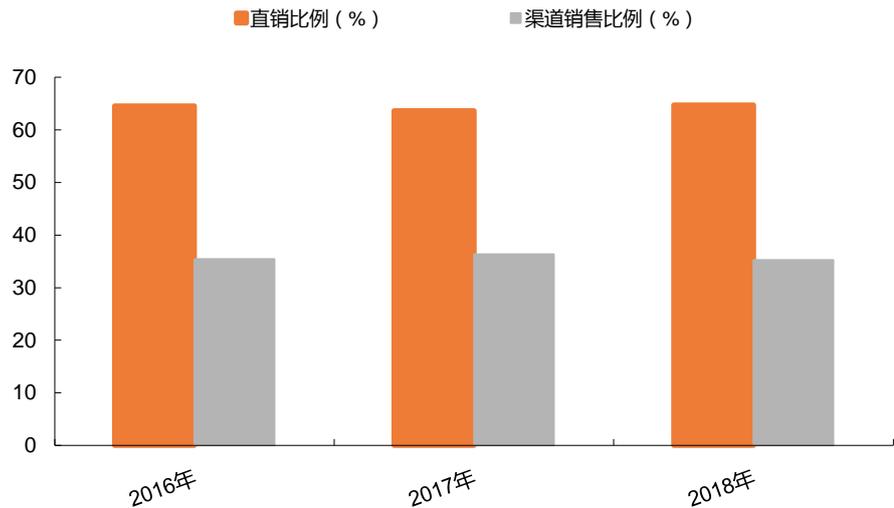
资料来源：公司公告，长城证券研究所

大区整合优化营销网络，有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务

2018 年开始，公司组建工程建材集团，打破了原直销和工程渠道营销模式的属地界限，以大区形式整合及优化原有的营销网络，提升营销及运营效率。公司根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道（工程渠道经销商和零售渠道经销商）相结合的方式进行产品销售。原直销渠道主要针对北京、上海、广州、深圳、天津、成都、昆明等核心城市市场，铁路、城市轨道交通、外加剂等专业细分市场以及大型房地产公司、企业集团；原工程渠道主要针对全国核心城市市场以外的工程市场建立经销商网络。2018 年，公司整合下属各公司、事业部在工程建材领域的业务，组建工程建材集团，负责防水材料、华砂产品、卧牛山保温产品、德爱威产品在工程市场的销售及服务，以“有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务”为原则，深度融合原有直销和工程渠道，打破了前述直销和工程渠道营销模式的属地界限，将工程建材集团按区域划分为北方区、华东区、华南区三大片区，以大区形式整合及优化原有的直销模式与工程渠道模式相结合的工程市场营销网络，提升营销及运营效率。零售渠道经销商，由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要服务于普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商及电商多位一体的复合营销网络。

公司目前防水材料销售中，以“有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务”为原则，直销占比维持在 65%附近。公司根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道销售相结合的方式进行产品销售。直销占比维持在 65%附近。

图 23：公司直销、渠道销售比例



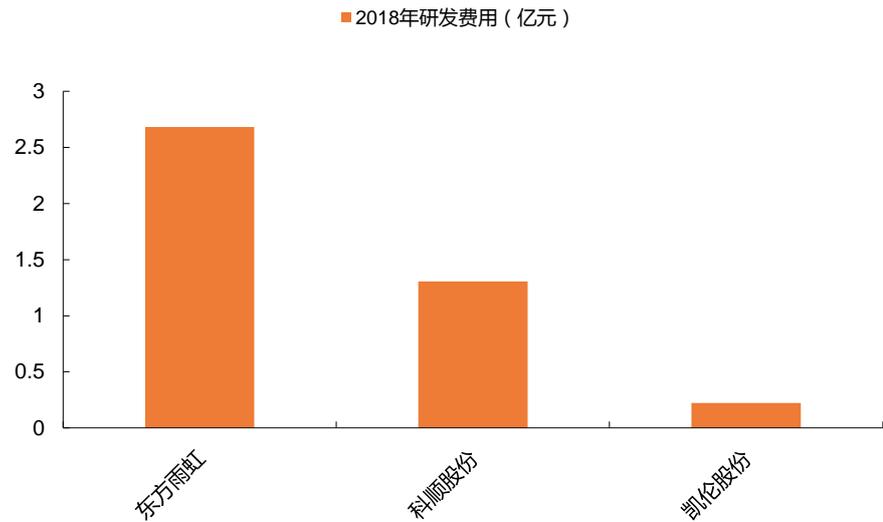
资料来源：公司公告，长城证券研究所

研发投入明显高于可比公司，技术实力强劲

公司研发实力强劲，获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，有 5 位中外工程院院士、7 位国际知名科学家、25 位技术带头人。公司是国家火炬计划重点高新技术企业和北京市高新技术企业，并获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，拥有国家认定企业技术中心、院士专家工作站、博士后科研工作站等研发平台。公司秉持“以创新推动技术，以技术成就品质”的信念，研发体系日益完备，形成了产品、应用、施工装备和生产工艺四大研发中心。为使科技研发与国际并轨，公司与美国里海大学合作组建水性涂料海外研发中心，开展水性涂料成膜过程与断裂破坏模式微观研究；在美国费城春屋创新园成立“东方雨虹防水涂料全球卓越研究中心”，实验室面积达 1,800 平方米，研发力量和科研能力均处于美国国内同行业领先水平。2018 年，公司特种功能防水材料北京市国际科技合作基地获批成立。公司积极引进国内外优秀技术人才，建立首席科学家机制，打造国际化研发团队，目前，有 5 位中外工程院院士、7 位国际知名科学家、25 位技术带头人。

公司研发费用 2018 年投入 2.68 亿元，明显高于可比公司。2018 年，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份研发费用分别达到 2.68 亿元（占收入 1.9%）、1.31 亿元（占收入 4.2%）、0.22 亿元（占收入 3.6%）。2018 年公司开展多项创新项目的研究，涉及防水卷材、防水涂料、密封材料、保温材料、装饰材料、外加剂材料、化学灌浆材料、系统配套及特种工程专用材料、砂浆材料及零售渠道系列产品，多项科研成果完成研究并实现成果转化。

图 24：可比公司 2018 年研发费用（亿元）



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

在下游房地产企业中的品牌认可度不断上升

公司防水材料产品广泛应用于标志性建筑和重大建设项目, 应用案例包括毛主席纪念堂、人民大会堂、国家会议中心及鸟巢、水立方等 2008 年北京奥运场馆等中国标志性建筑和京沪高铁、京津城际、北京地铁等国家重大基础设施建设项目。

公司在下游房地产企业中的认可度不断上升, 500 强房地产开发企业品牌首选率从 2014 年的 27% 上升到 2020 年的 36%。

表 7: 房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评报告 (防水材料类)

公司名称	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
东方雨虹	27%	29%	30%	32%	36%	36%	36%
科顺	10%	14%	15%	20%	20%	20%	20%
北新防水 (禹王 蜀羊 金拇指)							7%
凯伦					6%	6%	7%
卓宝	9%	9%	9%	11%	8%	8%	6%
大禹			4%	4%	6%	6%	6%
雨中情					2%	2%	5%
蓝盾防水	2%	5%	5%	5%	8%	8%	5%
三棵树 (大禹九鼎)						1%	3%
宏源	7%	10%	14%	14%	8%	8%	2%
宇虹	4%	3%	3%	2%			1%
远大洪雨							1%
金拇指					2%	2%	
蜀羊				2%	2%	2%	
禹王	5%	5%	4%	3%		1%	

资料来源: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评报告, 长城证券研究所

3.2 在建产能储备充足, 产销两旺趋势有望延续

2013年~2018年，公司卷材、涂料加权平均产能复合增速分别达到27%、64%，推动产量、销量保持快速增长。2013年~2018年，公司卷材加权平均产能复合增速达到27%，推动产量、销量复合增速达到33%。由于下游需求向好，目前产能处于满产状态，2018年产能利用率达到131%；历年产销率在99~101%附近。2013年~2018年，公司涂料加权平均产能复合增速达到64%，推动产量、销量复合增速达到44%。由于下游需求向好，目前产能处于满产状态，2018年产能利用率达到97%；历年产销率在98~101%附近。

表 8: 截至 2019 年 6 月底公司主要在建工程项目情况 (亿元)

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
防水卷材							
加权平均产能 (万平方米/年)	8000	8833	11583	14083	16095	26287	25240
产量 (万平方米/年)	8237	9898	9707	14976	22787	34398	33405
销量 (万平方米/年)	8161	9859	9872	14887	22877	34046	33364
产能利用率 (%)	102.96	112.05	83.81	106.34	141.58	130.86	--
产销率 (%)	99.08	99.61	101.7	99.41	100.39	98.98	99.88
平均销售价格 (元/平方米)	26.68	27.63	27.23	23.5	21.62	20.64	21.19
防水涂料							
加权平均产能 (吨/年)	75000	158750	185000	323333	438333	892500	1181250
产量 (吨)	139045	192007	260762	379823	608972	869452	763092
销量 (吨)	137176	188660	260069	378295	620729	863454	790511
产能利用率 (%)	185.39	120.95	140.95	117.47	138.93	97.42	--
产销率 (%)	98.66	98.26	99.73	100.4	98.11	100.69	103.59
平均销售价格 (万元/吨)	0.77	0.68	0.52	0.51	0.45	0.41	0.43

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

在建产能储备充足, 截止 2019 年 6 月底, 在建工程预计总投资额 47.23 亿元, 而同期固定资产原值 42.70 亿元。截至 2019 年 6 月底, 公司在建工程主要为防水材料生产线, 预计总投资额为 47.23 亿元, 截至 2019 年 6 月底, 已完成投资额为 23.09 亿元, 2019 年 7~12 月计划投资 8.73 亿元、2020 年计划投资 9.23 亿元, 2021 年计划投资 3.01 亿元。截至 2019 年 6 月底, 固定资产原值 42.70 亿元。

表 9: 截至 2019 年 6 月底公司主要在建工程项目情况 (亿元)

项目名称	总投 资额	2019 年 6 月 底已投资	2019 年 7~12 月 计划投资	2020 年投 资计划	2021 年计 划投资
DAW 杭州生产基地项目	2.89	1.62	0.17	0.87	--
滁州年产 10 万吨非织造布项目 (一期)	7.13	4.57	0.62	0.8	0.2
莱西年产 2400 万平方米防水卷材、4 万吨防水涂料、20 万吨砂浆及 1000 万平方米 TPO 项目	4.37	3.14	0.3	0.5	0.8
咸阳生产基地建设项目二期	0.77	0.68	0.06	0.01	--
芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目 (一期)	4.55	4.34	0.04	0.06	--
濮阳生产基地建设项目	4.2	2.17	1.08	0.69	--
惠州工厂年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材及 3 万吨硅藻泥项目	0.86	0.6	0.06	0.16	--
南京江宁建筑科技项目科研楼	0.5	0.21	0.19	0.1	--
德爱威岳阳云建材生产基地项目	2.89	0.55	0.43	1.5	0.2
总部基地建设项目建设工程	5	0.97	0.8	1.53	1

荆门工厂生产研发基地建设项目一期工程	3.1	0.63	1.96	0.5	--
唐山二厂基建项目	2.11	0.29	1.09	0.5	--
四川工厂年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨防水涂料、28 万吨砂浆、30 万立方米挤塑板项目	2.68	0.38	1.23	0.6	0.2
岳阳工厂防水保温系列材料综合升级扩建项目	1.49	0.18	0.32	0.49	0.3
庐山工厂通用砂浆车间及室外配套工程	1.59	0.2	0.17	0.71	0.31
杭州东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）	3.11	2.56	0.2	0.21	--
合计	47.23	23.09	8.73	9.23	3.01

资料来源：公司公告，长城证券研究所

3.3 沥青价格伴随国际油价下降，有望提高公司毛利率

直接材料成本占卷材、涂料成本的九成。2018 年，卷材成本中直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用分别占 90%、3%、2%、5%；涂料成本中直接材料、直接人工、燃料动力、制造费用分别占 92%、3%、1%、4%。

图 25: 2018 年公司卷材成本构成

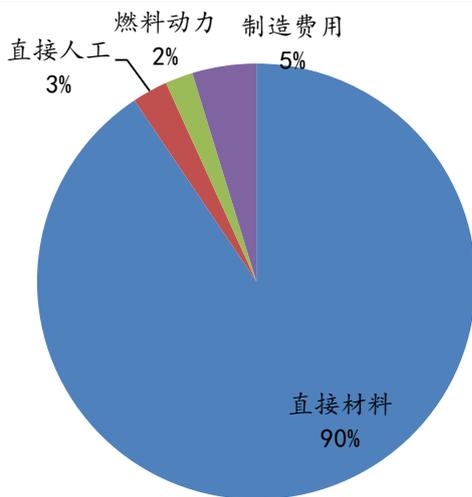
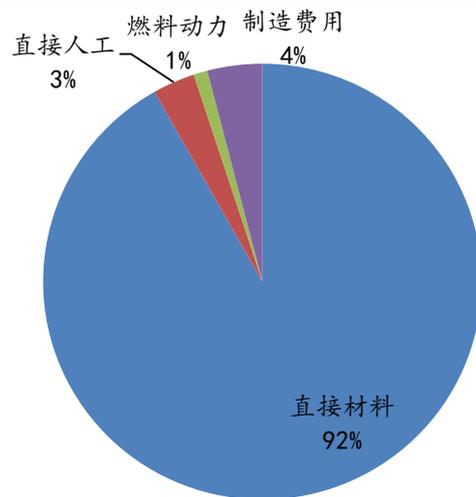


图 26: 2018 年公司涂料成本构成



资料来源：Wind，长城证券研究所

资料来源：Wind，长城证券研究所

沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液是公司直接材料的主要构成部分。2008 年上半年，公司沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液占生产成本的比例分别为 26.5%、17.7%、4.4%、14.0%。

表 10: 历年公司主要原材料和能源占生产成本的比重

原材料及能源名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-6 月
沥青	28.86%	30.86%	25.45%	26.52%
聚酯胎基	21.38%	22.69%	18.35%	17.70%
SBS 改性剂	10.23%	8.22%	6.04%	4.43%
乳液	8.12%	10.87%	15.58%	14.04%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

主要原材料历年采购价格和沥青价格相关性较好。2008 年上半年，公司沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液占生产成本的比例分别为 26.5%、17.7%、4.4%、14.0%。其中，占比较大的聚酯胎基、乳液 2013~2018 年采购价格和沥青的相关系数为 0.91。

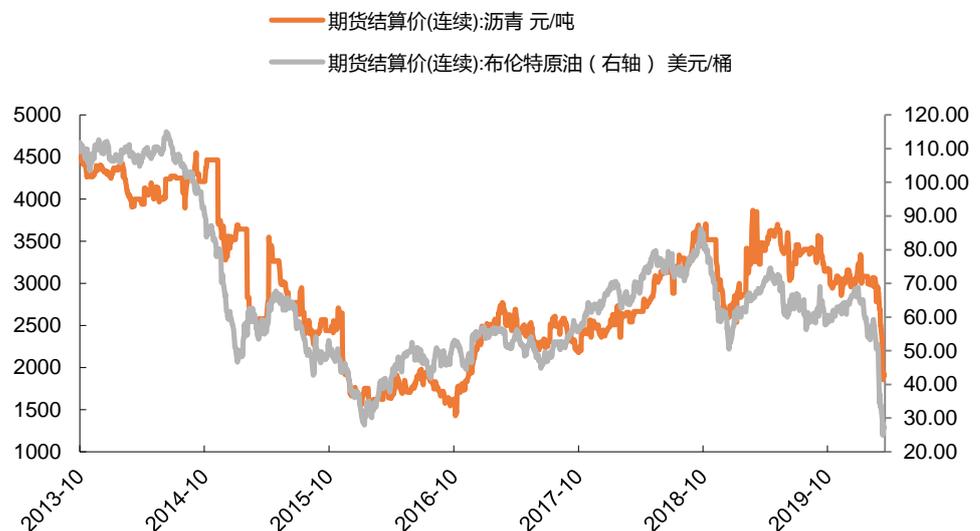
表 11: 历年公司主要原材料采购价格

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	相关系数
沥青 (万元/吨)	0.38	0.38	0.24	0.15	0.22	0.3	1.00
SBS 改性剂 (万元/吨)	0.94	1.12	1.1	1.13	1.41	1.29	-0.43
MDI (万元/吨)	1.56	1.43	1.18	1.45	3.01	2.7	-0.13
聚酯胎基 (元/米)	3.55	3.35	2.82	2.11	1.95	2.84	0.91
聚醚 (万元/吨)	1.15	1.2	0.96	0.86	0.99	1.09	0.98
扩链剂 (万元/吨)	4.56	4.21	4.25	5.56			-0.73
乳液 (万元/吨)	0.78	0.69	0.64	0.57	0.63	0.68	0.91

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

国内沥青和国际布伦特原油期货价格相关性较强，三桶油产量占国内产量的一半以上。沥青是生产防水材料的基料，供应商主要为中石油、中石化、中海油、地方炼厂以及一些贸易商。中国沥青生产企业中，中石油、中石化和中海油三大集团下属石化公司的沥青产量占到全国总产量的 50% 以上，从地域分布来看，华东沿海地区依托资源和销售运输优势，占到全国份额一半以上，其次为东北和华南地区。沥青等主要原材料价格的大幅上涨对行业整体盈利有较大影响。

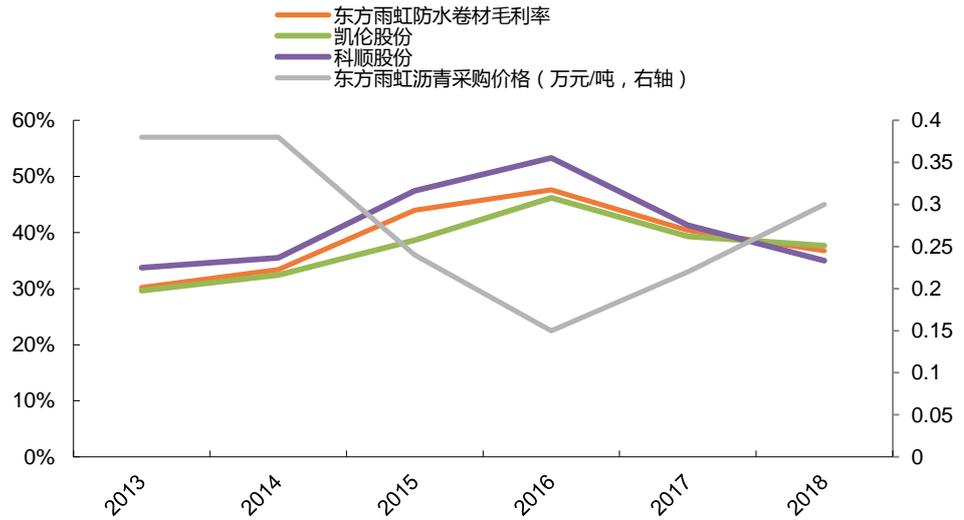
图 27: 国内沥青和国际布伦特原油期货价格



资料来源: Wind, 长城证券研究所

公司防水卷材毛利率和沥青采购价格趋势相反。公司防水卷材毛利率和同类型上市公司凯伦股份、科顺股份走势相近。公司防水卷材毛利率和沥青采购价格趋势相反；2014 年，公司沥青采购价格达到 0.38 万元/吨，处于历史高点，当年防水卷材毛利率达到 30.2%，处于历史低点；2016 年，公司沥青采购价格达到 0.15 万元/吨，处于历史低点，当年防水卷材毛利率达到 47.6%，处于历史高点。

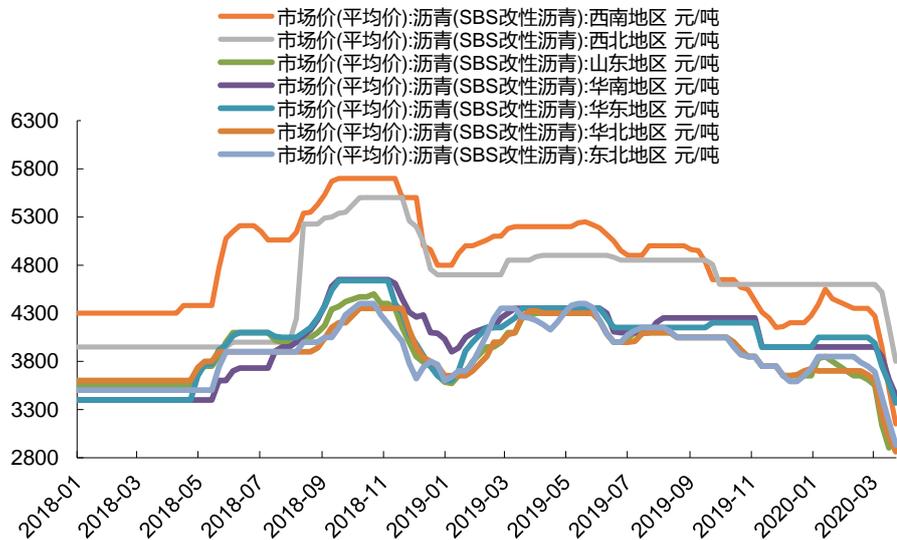
图 28: 公司防水卷材毛利率和沥青采购价格



资料来源: Wind, 长城证券研究所

沥青价格伴随国际油价下降, 有望降低后续公司防水卷材生产成本, 提高毛利率。3 月 29 日, 西南地区 SBS 改性沥青市场价 3150 元/吨 (同比下降 27%)、西北地区 3800 元/吨 (-4%)、山东地区 2740 元/吨 (-23%)、华南地区 3450 元/吨 (+2%)、华东地区 3370 元/吨 (-1%)、华北地区 2860 元/吨 (-21%)、东北地区 2930 元/吨 (-16%)。

图 29: 各区域 SBS 改性沥青市场价



资料来源: Wind, 长城证券研究所

4、盈利预测与估值水平：首次给予强烈推荐评级

4.1 相对估值：低于可比公司平均水平

东方雨虹当前估值低估。东方雨虹 2019、2020 年 PE 分别为 24、20 倍，低于可比公司科顺股份、凯伦股份的平均水平。

表 12: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新 股价	总市值 (亿元)	EPS			PE				ROE 2018A	PB	2018 年 股息率
				2018A	2019E	2020E	2018A	TTM	2019E	2020E			
300737.SZ	科顺股份	16.87	103	0.305	0.600	0.824	55.34	27.90	28.12	20.48	6.4%	3.18	0.3%
300715.SZ	凯伦股份	32.93	56	0.500	0.920	1.137	65.86	46.97	35.79	28.96	15.0%	5.71	0.2%
平均数							60.60	37.43	31.96	24.72	10.7%	4.45	0.2%
002271.SZ	东方雨虹	32.78	513	0.964	1.340	1.637	34.00	24.59	24.47	20.02	19.1%	4.88	0.9%

注：除东方雨虹外，盈利预测数据均采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，长城证券研究所

4.2 盈利预测

盈利预测重要假设：

- ✓ 2019 年盈利预测参考业绩快报，收入同比增长 29.1% 至 181.4 亿元，归母净利润同比增长 38.3% 至 20.9 亿元；
- ✓ 坚持房住不炒、因城施策，今年新开工面积增速承压，疫情 2018 年影响一季度防水建材销售；
- ✓ 沥青价格伴随国际油价下降，2020 年防水卷材毛利率有所上升。

表 13: 收入预测明细（单位：百万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入				
防水卷材	7318.58	9587.34	11025.44	13781.80
增长率	37.19%	31.00%	15.00%	25.00%
防水涂料	3976.33	4811.35	5292.49	6086.36
增长率	33.80%	21.00%	10.00%	15.00%
防水施工	1951.00	2575.32	2884.35	3518.91
增长率	37.70%	32.00%	12.00%	22.00%
其他收入	681.47	988.13	1383.38	1936.74
增长率	30.41%	45.00%	40.00%	40.00%
其他主营业务	118.34	177.51	266.26	399.39
增长率	151.84%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	14,045.71	18,139.65	20,851.93	25,723.20

营业成本				
防水卷材	4629.85	6134.55	6625.31	8745.41
增长率	45.61%	32.50%	8.00%	32.00%
防水涂料	2431.44	2942.04	3236.25	3721.68
增长率	39.17%	21.00%	10.00%	15.00%
防水施工	1406.80	1885.11	2111.32	2575.81
增长率	40.49%	34.00%	12.00%	22.00%
其他收入	611.99	881.27	1189.71	1546.62
增长率	39.87%	44.00%	35.00%	30.00%
其他主营业务	107.01	160.52	232.76	325.86
增长率	143.99%	50.00%	45.00%	40.00%
合计	9,187.09	12,003.49	13,395.35	16,915.39
毛利率				
防水卷材	36.74%	36.01%	39.91%	36.54%
防水涂料	38.85%	38.85%	38.85%	38.85%
防水施工	27.89%	26.80%	26.80%	26.80%
其他收入	10.20%	10.81%	14.00%	20.14%
其他主营业务	9.57%	9.57%	12.58%	18.41%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

4.3 投资建议：首次给予强烈推荐评级

成长性防水建材龙头，首次覆盖给予强烈推荐评级。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.34、1.64、2.04 元，同比增速分别为 39%、22%、25%，对应市盈率 24、20、16 倍。防水建材行业是稳定增长的建材细分领域，目前形成一超多强的竞争格局，行业集中度不断提升。公司依托全国铺开的生产物流基地，抢占各区域市场；大区整合优化营销网络，有序发展合伙人、高质量健康发展直销业务；研发投入明显高于可比公司，技术实力强劲；历年防水建材收入增速明显超过行业整体收入增速，竞争优势凸显。在建产能储备充足，产销两旺趋势有望延续沥青价格伴随国际油价下降，有望提高公司毛利率。

表 14: 盈利预测结果（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10293	14046	18140	20852	25723
YoY(%)	47.0%	36.5%	29.1%	15.0%	23.4%
净利润	1239	1508	2096	2561	3191
YoY(%)	20.4%	21.7%	39.0%	22.2%	24.6%
摊薄 EPS	0.79	0.96	1.34	1.64	2.04
P/E(倍)	41.4	34.0	24.5	20.0	16.1

资料来源：公司公告，长城证券研究所

5、风险提示

疫情或影响防水建材需求；防水建材行业竞争加剧；原材料成本或超预期上升等

附：盈利预测表

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	10292.97	14045.71	18139.65	20851.93	25723.20
营业成本	6409.44	9187.09	12003.49	13395.35	16915.39
营业费用	1180.49	1698.64	2193.75	2521.76	3110.88
管理费用	1047.57	916.98	997.68	1042.60	1080.37
研发费用	0.00	268.18	308.37	354.48	437.29
财务费用	103.35	192.79	346.26	413.75	505.88
其他收益	110.90	210.50	450.00	200.00	450.00
投资净收益	0.00	2.82	2.82	2.82	2.82
营业利润	1432.06	1817.58	2541.67	3103.86	3864.30
营业外收支	4.65	4.19	-9.88	-9.88	-9.88
利润总额	1436.71	1821.77	2531.78	3093.98	3854.41
所得税	194.57	310.84	431.98	527.90	657.65
少数股东损益	3.30	2.71	3.77	4.61	5.74
净利润	1238.84	1508.22	2096.03	2561.47	3191.02

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9330.63	13952.31	17039.14	20721.75	26607.24
货币资金	2423.17	4854.92	6497.24	7468.73	9213.51
应收票据及应收账款合计	4658.71	6058.26	6898.63	9455.82	11980.18
其他应收款	144.15	224.03	251.46	295.13	379.15
存货	1508.68	2172.29	2637.12	2729.96	4047.49
非流动资产	3986.23	5699.40	6780.81	7478.90	8070.35
固定资产	1911.11	3031.86	3946.05	4520.47	4882.61
资产总计	13316.86	19651.71	23819.95	28200.64	34677.59
流动负债	4893.02	9910.28	12227.55	14666.69	18756.69
短期借款	1326.65	3713.37	5688.20	6902.32	8724.92
应付账款	1104.21	3199.67	2423.61	3851.71	4072.65
非流动负债	1529.21	1652.93	1779.40	1776.96	1727.36
长期借款	1430.29	1504.02	1630.48	1628.04	1578.44
负债合计	6422.24	11563.21	14006.94	16443.65	20484.05
股东权益	6894.63	8088.50	9740.68	11684.67	14121.21
股本	881.85	1492.08	1564.41	1564.41	1564.41
留存收益	3972.08	5348.55	6825.15	8629.64	10877.63
少数股东权益	179.91	187.75	191.52	196.13	201.87
负债和股东权益	13316.86	19651.71	23819.95	28200.64	34677.59

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	23.95	1013.95	1445.73	1835.84	2224.72
其中营运资本减少	-1641.98	440.61	-1283.23	-1505.96	-1890.12
投资活动现金流	-1206.46	-1585.03	-1364.31	-1060.06	-1003.66
资本支出	1107.90	1742.77	1081.41	698.09	591.45
筹资活动现金流	2050.16	2911.50	1560.90	195.71	523.72
现金净增加额	858.67	2337.81	1642.32	971.48	1744.79

主要财务指标

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	47.0%	36.5%	29.1%	15.0%	23.4%
营业成本增长	59.6%	43.3%	30.7%	11.6%	26.3%
营业利润增长	30.6%	26.9%	39.8%	22.1%	24.5%
利润总额增长	24.2%	26.8%	39.0%	22.2%	24.6%
净利润增长	20.4%	21.7%	39.0%	22.2%	24.6%
获利能力					
毛利率(%)	37.7%	34.6%	33.8%	35.8%	34.2%
销售净利率(%)	12.1%	10.8%	11.6%	12.3%	12.4%
ROE(%)	18.0%	18.7%	21.6%	22.0%	22.6%
ROIC(%)	19.0%	20.9%	22.1%	22.1%	22.8%
营运效率					
销售费用/营业收入	11.5%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
管理费用/营业收入	10.2%	6.5%	5.5%	5.0%	4.2%
研发费用/营业收入	0.0%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
财务费用/营业收入	0.0%	1.0%	1.4%	1.9%	2.0%
投资收益/营业利润	0.0%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
所得税/利润总额	13.5%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
应收账款周转率	2.60	2.62	2.80	2.55	2.40
存货周转率	5.77	4.99	4.99	4.99	4.99
流动资产周转率	1.34	1.21	1.17	1.10	1.09
总资产周转率	0.93	0.85	0.83	0.80	0.82
偿债能力					
资产负债率(%)	48.2%	58.8%	58.8%	58.3%	59.1%
流动比率	1.91	1.41	1.39	1.41	1.42
速动比率	1.48	1.12	1.12	1.17	1.15
每股指标(元)					
EPS	0.79	0.96	1.34	1.64	2.04
每股净资产	4.03	4.78	5.84	7.08	8.63
每股经营现金流	-0.07	1.51	0.92	1.17	1.42
每股经营现金/EPS	-0.08	1.57	0.69	0.72	0.70
估值比率					
P/E	41.39	34.00	24.47	20.02	16.07
PEG	1.44	1.24	0.91	0.73	0.57
P/B	8.14	6.85	5.61	4.63	3.80
EV/EBITDA	31.24	24.06	18.16	14.83	12.04
EV/SALES	5.04	3.70	2.90	2.54	2.06
EV/IC	24.76	5.42	3.92	3.06	2.60
ROIC/WACC	3.45	3.78	4.01	3.98	4.10
REP	1.57	1.04	0.76	0.65	0.53

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>