德生防水（833336.OC）

深度分析

深耕防水，打造城市“空中院”

投资要点

唐山德生防水股份有限公司成立于 2000 年 5 月，公司深耕防水材料制造十多年，主要产品覆盖防水卷材、涂料、沥青瓦三个板块。近年来公司依托自身积累的专利技术产品和优秀施工队伍，努力实现由传统的防水材料提供商向防水系统综合服务商转变。公司 2016 年上半年实现营收 21561.12 万元，同比增长 9.05%；归属挂牌公司股东净利润 2158.63 万元，同比增长 31.60%。

- **“地产+基建“带动上游防水材料需求增加：**”十二五“期间，我国房屋建筑施工面积保持稳定增长，从 2011 年的 50.68 亿平方米增长到 2015 年的 73.57 亿平方米，复合增长率为 9.76%。”十三五“期间假设新增建筑面积年复合增长率保持在 3%，那么每年新建住房面积超过 2.4 亿平方米，上游防水材料仍将持续受益。另外，“十三五”国家对基建投资大幅增加，例如海绵城市、高速公路、轨道交通等领域，防水材料的市场需求都不断加大。
- **技术创新助推公司稳定发展：**公司自成立以来始终坚持产品研发和技术创新，以优质的产品增强客户的粘性：公司的创新型产品--双防连系列 TPO 自粘复合防水卷材属世界首创，是第三代防水卷材的标志，目前该项技术已获得欧盟发明专利；自主研发的彩钢自粘防水卷材彻底解决了钢结构屋面防水的世界性难题。截止 2016 年 6 月 30 日，公司拥有发明专利 13 项，实用新型专利 87 项，外观设计专利 2 项，欧盟专利 1 项。
- **扎实的传统业务派生出新的业务模式---德生“空中院”：**公司依托自身“万年牢”建筑防水体系，在彻底解决屋顶渗漏和保温问题的基础上，打造一个既可以享受都市田园生活，又能体验都市农夫情怀的空中菜园。2011 年在中国城市科学研究会绿色建筑委员会成立大会上，园林处处长王香春指出，我国屋顶面积保守估计有 100 亿平方米；未来 30 年，城镇化进程还要建 400 亿平方米的新建筑，会新增 100 亿平方米的屋顶。德生防水计划推出“空中院”项目，既符合产业政策驱动，未来的市场空间也大为可期。
- **投资建议：**公司在基建板块业务量的逐步提升，会贡献部分业绩增长。另外，由于公司整体防水解决方案能力的增强，我们预计防水工程板块和涂料销售方面有较明显的增长。预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.31、 0.35 和 0.39 元。净资产收益率分别为 12.6%、12.2% 和 12.0%，给予“买入-A”建议，6 个月目标价为 3.72-4.03 元/股，相当于 2016 年 12-13 倍的动态市盈率。
- **风险提示：**经营环境变化风险；原料价格波动风险；股权质押风险;公司经营风险

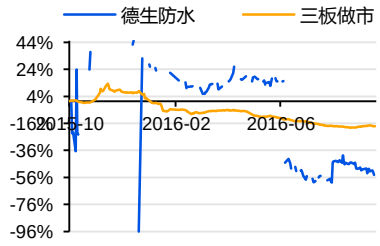
| III

投资评级	买入-A(首次)
6 个月目标价	3.72-4.03 元
股价(2016-09-30)	2.60 元

交易数据

总市值（百万元）	538.20
流通市值（百万元）	275.57
总股本（百万股）	207.00
流通股本（百万股）	105.99
12 个月价格(做市)区间（除权后）	2.19/3.62 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.99	9.07	28.7
绝对收益	-5.45	4.76	10.97

分析师 盖斌赫
SAC 执业证书编号：S0910516800002
gaibinhe@huajinsc.cn
021-20655584

报告联系人 齐莉娜
qilina@huajinsc.cn
021-20655771

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	464.8	466.2	508.0	554.7	606.8
同比增长(%)	-23.8%	0.3%	9.0%	9.2%	9.4%
营业利润(百万元)	33.4	53.2	72.9	80.7	90.8
同比增长(%)	-46.1%	59.4%	37.1%	10.7%	12.5%
净利润(百万元)	31.0	48.7	65.1	72.0	80.7
同比增长(%)	-43.6%	56.9%	33.6%	10.6%	12.1%
每股收益(元)	0.15	0.24	0.31	0.35	0.39
PE	17.3	11.1	8.3	7.5	6.7
PB	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8

数据来源：贝格数据,华金证券研究所

内容目录

一、公司简介：打造中国品质领先的防水品牌 5
（一）公司介绍 5
（二）公司股本情况 6
二、行业分析："十三五"期间防水材料行业持续受益 7
（一）防水材料介绍 7
（二）防水材料上下游情况 9
（1）房屋建筑：(传统领域，稳定增长) 11
（2）基建领域：(新兴市场，潜力巨大) 12
（三）政策加码，资质、技术型企业将受市场青睐 14
三、公司主营：建筑防水系统一体化解决方案提供商 16
（一）、德生防水主营业务分析 16
（二）、德生防水下游客户分析 19
（三）、公司亮点——自主创新产品优势+一体化防水系统解决方案 20
（1）自主创新产品优势为公司建立牢固的护城河 20
（2）一体化防水系统解决方案提供商 22
（四）、扎实的传统业务派生出新的业务模式---德生"空中院" 22
（1）万年牢防水体系保障屋顶不渗漏 22
（2）"空中院"项目开拓新的商业模式 23
四、财务介绍 25
五、估值及盈利预测 27
六、风险提示 28

图表目录

图 1：2015 年公司主营业务占比情况 5
图 2：公司主要客户情况 5
图 3：公司荣誉 6
图 4：公司资质 6
图 5：股权结构图 6
图 6：防水材料应用示例(隧道、高铁、屋顶、地铁) 8
图 7：2014 年我国主要建筑防水材料产品结构 8
图 8：我国防水材料行业发展历程 8
图 9：防水材料制造上下游情况 9
图 10：SBS 改性沥青价格走势(元/吨) 10
图 11：防水材料下游需求占比情况 10
图 12：2010-2014 年主要防水材料总产量（亿平方米） 10
图 13：沥青和改性沥青防水卷材产量(亿平方米) 10
图 14：规模以上建筑防水企业主营业务收入情况 11
图 15： 规模以上建筑防水企业利润总额情况 11
图 16："十二五"期间我国房屋建筑施工和竣工面积 11
图 17：我国高铁营业里程变化情况 12
图 18：各地海绵城市建设投入情况(亿元) 13

图 19：“十二五”期间全国轨道长度及投资额 13
图 20：我国高速公路里程数(万公里) 14
图 21：全国公路交通建设固定投资(亿元) 14
图 22：房屋是否出现渗漏水占比 14
图 23： 住宅楼顶层是否出现渗漏水占比 14
图 24：规模以上防水建筑材料制造企业单位数(个) 16
图 25：规模以上建筑防水企业主营业务收入情况 16
图 26：德生防水产品一览 16
图 27：德生防水卷材产品 17
图 28：防水涂料产品 18
图 29：沥青瓦系列产品 19
图 30：德生“四化”式服务体系 19
图 31：TPO 自粘复合防水卷材工艺流程图 21
图 32：TPO 荣获《2016 年全国建设行业科技成果推广项目证书》 21
图 33：防水卷材工程施工流程图 22
图 34：防水涂料工程施工流程图 22
图 35：万年牢建筑防水体系 23
图 36：万年牢平屋面防水子系统结构图 23
图 37：万年牢种植顶板同层防护集水强排系统 23
图 38：万年牢种植顶板同层防护内排式防排水系统 23
图 39：城市立体绿化主要优势 24
图 40：发达国家立体绿化示意图 24
图 41：2013-2015 年营业收入、营业总成本（万元） 26
图 42：2013-2015 年营业利润和归母净利润(万元) 26
图 43：2014-2015 年公司各业务收入（百万元） 26
图 44：2013-2015 年三费费用率（%） 26
图 45：2013-2015 公司毛利率和净利率（%） 27
图 46：2013-2015 公司筹资、投资活动产生现金流量净额(百万) 27
图 47：2013-2015 年公司经营活动产生现金流量净额（百万） 29

表 1：公司注册资本和股权股本变动情况 7
表 2：防水卷材主要品种及其特点 9
表 3：近年来防水材料行业政策情况 15
表 4：公司防水卷材产品一览表 17
表 5：近三年公司前五大客户情况 20
表 6：各地出台有关城市立体绿化的政策 25
表 7：公司各业务板块盈利预测 27
表 8：A 股同类型企业财务状况 28
表 9：新三板同类型企业财务状况 28

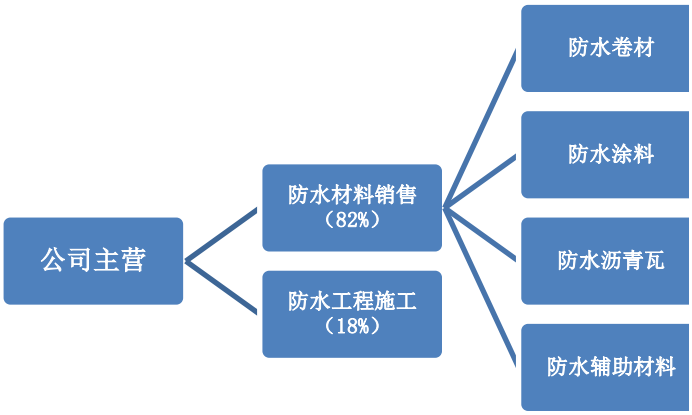
一、公司简介：打造中国品质领先的防水品牌

（一）公司介绍

公司前身唐山德生防水材料有限公司成立于 2000 年 5 月，后经历股改，于 2012 年 11 月整体变更为唐山德生防水股份有限公司。公司于 2015 年 8 月挂牌新三板（股票简称：德生防水，股票代码：833336.OC），主办券商为光大证券。目前有 7 家做市商为其提供做市服务，分别为光大证券、天风证券、中山证券、南京证券、海通证券、方正证券、上海证券。2016 年公司中报披露上半年实现营业收入 2.15 亿元，同比增长 9.05%，净利润 2158.6 万元，同比增长 31.60%。

公司是一家专业化从事建筑工程防水材料研发、生产、销售和施工的综合服务商。公司深耕防水建筑材料行业十几年，目前具备"年产 SBS、自粘等沥青类卷材 8000 万平米，TPO、TPE 等高分子类卷材 2000 万平米，非固化、聚氨酯、JS 等防水涂料类产品 5 万吨"的生产能力。公司旗下拥有天津禹红、新疆德生建科两家全资子公司，总占地面积近 30 万平米。此外，公司为拓展业务于 16 年 6 月在深圳设立了分公司。

图 1：2015 年公司主营业务占比情况



资料来源：公司 15 年年报，华金证券研究所，

图 2：公司主要客户情况

资料来源：公司年报，华金证券研究所

公司十分重视产品研发和技术创新，至今拥有发明专利 13 项，实用新型专利 87 项，外观设计专利 2 项，欧盟专利 1 项。公司努力打造拥有核心技术的创新型环保产品和高效施工工法，拥有"国家住宅产业化基地"和"河北省建筑防水工程技术研究中心"。唐山德生和天津禹红都是国家级高新技术企业，并且顺利通过"中国建筑材料认证"（"CTC"认证)。2016 年 3 月，公司董事长李德生当选为中国建材行业十大新闻人物之一，是唯一一位来自防水行业的民营企业家。

图 3：公司荣誉

资料来源：公司官网，华金证券研究所，

图 4：公司资质

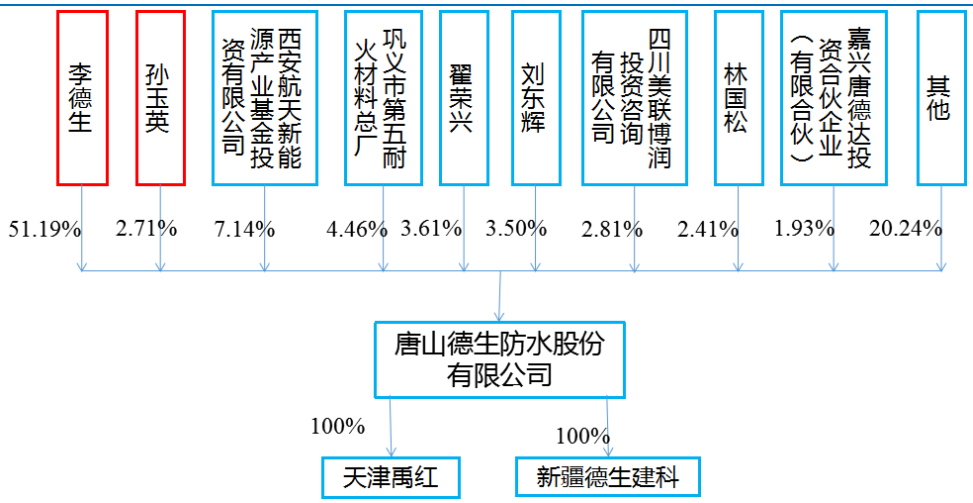
资料来源：公司官网，华金证券研究所

（二）公司股本情况

李德生先生是公司的创始人，担任公司的董事长，报告期内一直为公司第一大股东，持有公司 51.19%股权，其夫人孙玉英担任公司董事、总经理，持股 2.71%。李德生、孙玉英夫妇合计直接持有公司 53.9%的股份，夫妇二人为公司实际控制人。

公司下设两家全资子公司 ,分别为天津市禹红建筑防水材料有限公司和新疆德生建科防水材料科技有限公司。天津禹红成立于 2000 年 10 月 ,注册资本为 8000 万元。新疆德生成立于 2011 年 3 月，注册资本为 1000 万元。

图 5：股权结构图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司 2000 年成立，2012 年整体变更为股份有限公司，2015 年 8 月挂牌新三板，公司自挂牌以来成功完成 1 次定增，募集资金 2040 万元；2016 年 6 月公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，总股本变为 20700 万股。

表 1：公司注册资本和股权股本变动情况

时间	注册资本和股本变动情况
2000 年 5 月	德生有限设立，注册资本 50 万元由李德生和李得海共同出资
2003 年 8 月	注册资本由 50 万元增加至 260 万元，李得海将 20 万元出资转让给孙玉英
2009 年 7 月	公司第二次增资，由 260 万增加至 2168 万元
2010 年 12 月	公司第三次增资，由 2168 万增加至 2836.6355 万元
2011 年 12 月	公司第四次增资，由 2836.6355 万增加至 3017.6972 万元
2012 年 1 月	公司第五次增资，由 3017.6972 万增加至 3422.9309 万元
2012 年 5 月	公司第六次增资，由 3422.9309 万增加至 3879.3217 万元
2012 年 7 月	公司第二次股权转让，沈钢将 151.9626 万股权转让给翟荣兴
2012 年 10 月	公司变更为股份有限公司，公司股本 10050 万股
2013 年 11 月	第三次股权转让，闻万生、刘艳萍、张彩莲将各自持有的 31272 股、31272 股、23453 股转让给李德生
2014 年 10 月	第四次股权转让，刘西军将其持有的 443382 股转让给耿彪，295588 股转让给李德生。李德生将其持有的 289259 股公司股分别转让给张宇、李洪文等人
2015 年 4 月	第五次股权转让，股东宁波申亚将 1312278 股转让给李德生；股东翟荣兴将 1312278 股转让给股东耿彪
2015 年 12 月	公司定向增发 300 万股，价格为 6.80 元/股，募集资金 2040 万元
2016 年 6 月	公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，总股本变为 20700 万股

资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

二、行业分析：“十三五”期间防水材料行业持续受益

（一）防水材料介绍

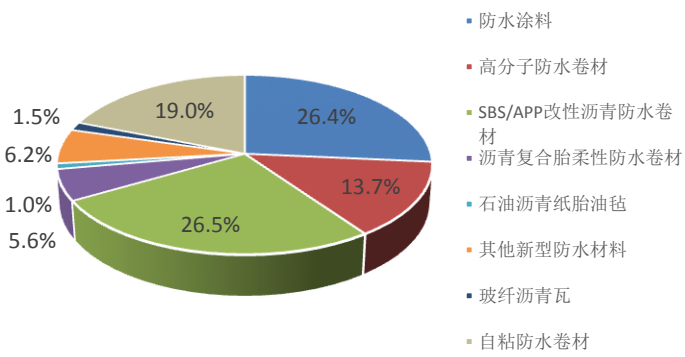
防水材料：是指防止雨雪、地下水、空气中湿气和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的功能性材料。建筑物外层或表面经防水材料覆盖或处理后，能有效将建筑物内部与外界恶劣环境隔离开来，从而保障建筑物的工程安全，延长使用寿命。防水材料不仅是房屋建设必不可少的基础材料，而且逐渐推广到铁路、城市道路、地铁、水利设施等基建领域。

图 6：防水材料应用示例(隧道、高铁、屋顶、地铁)

资料来源：公开资料，华金证券研究所

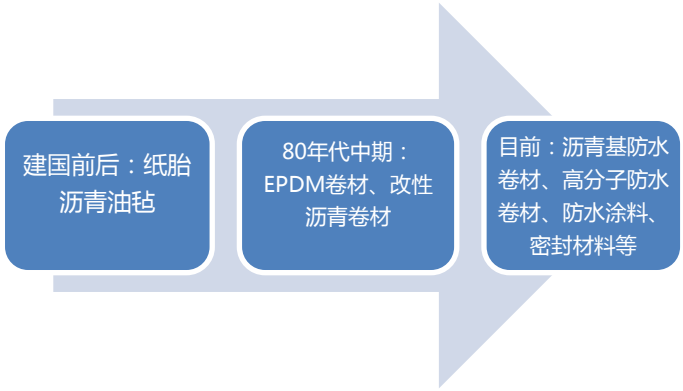
防水材料用于房屋建筑、基建等工程的胚基层，一旦出现漏水、渗水等情况，修缮起来十分困难，所以其质量至关重要。传统防水材料主要以氧化沥青油毛毡、环氧煤沥青涂料为主，但由于沥青 、焦油耐温性差 ,污染环境，传统防水材料逐渐被新兴防水材料逐步替代；尤其是改革开发以来 ,我国经济飞快发展 ,随着建筑行业的崛起 ,防水材料的质量不断提高、品类不断丰富，目前防水材料根据使用特性不同，可以分为卷材类和涂料类，具体细分主要有 SBS/APP 改性沥青防水卷材、沥青复合胎柔性防水卷材、石油沥青纸胎油毡、玻纤沥青瓦、防水涂料等。

图 7：2014 年我国主要建筑防水材料产品结构



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

图 8：我国防水材料行业发展历程



资料来源：公开资料，华金证券研究所

表 2：防水卷材主要品种及其特点

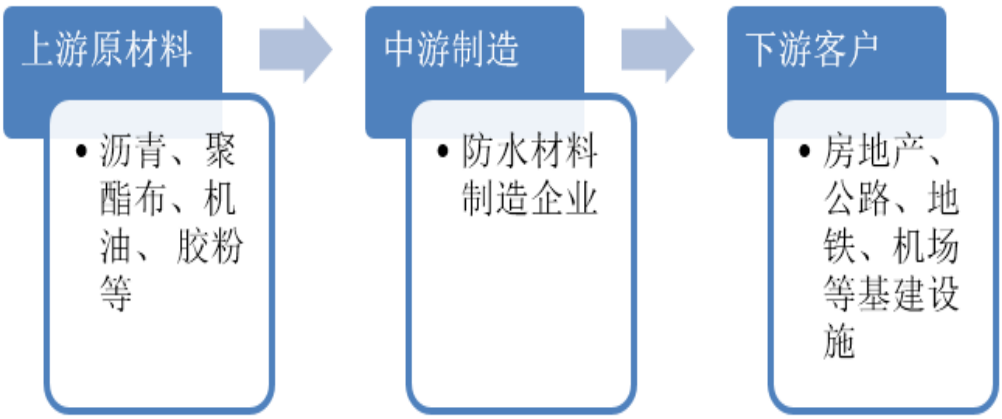
名称	材料主要成份	优缺点
纸胎沥青油毡	天然纤维、沥青、焦油	纸纤维易腐烂，沥青 、焦油耐温性差 ,污染环境
玻纤或聚酯无纺布胎沥青油毡	玻纤或聚酯 、沥青 、焦油	纤维耐久性好，但沥青、焦油耐温性差 ,污染环境
玻纤或聚酯无纺布胎 PVC 改性油毡	玻纤或聚酯纤维 、PVC 、沥青 、焦油 、增塑剂	耐老化性有较大提高,但沥青耐温差,焦油、增塑剂迁移或挥发,污染环境
玻纤或聚酯无纺布胎 SBS 、APP、三元乙丙或丁基橡胶或氯(磺)化聚乙烯改性沥青卷材	玻纤或聚酯纤维 、SBS 、APP、三元乙丙橡胶或丁基橡胶、丁苯橡胶、氯(磺) 化聚乙烯 、沥青等	耐老化性 、耐候性较好 ，其中三元乙丙与丁基橡胶型最好
聚乙烯丙纶复合防水卷材	聚乙烯 、聚丙烯	耐老化性 、耐候性较好；价格适中 ；但有些产品厚度达不到要求 ，用再生料以次充优或采用无质量保证的二次复合法
吸水膨胀型防水卷材	各种橡胶，吸水树脂	吸水膨胀 ，用于密封堵漏裂缝

资料来源：万方数据库整理，华金证券研究所

（二）防水材料上下游情况

防水材料制造业的上游行业是石油化工行业，主要提供沥青、聚酯布、机油、胶粉等。下游主要应用在房屋建筑领域，如屋顶、屋面外墙、地下和室内等；城市道路桥梁和市政地下工程；水坝、水电站、污水处理厂等领域。随着时代的发展和防水材料产品的更新换代，防水材料的应用领域越来越广。

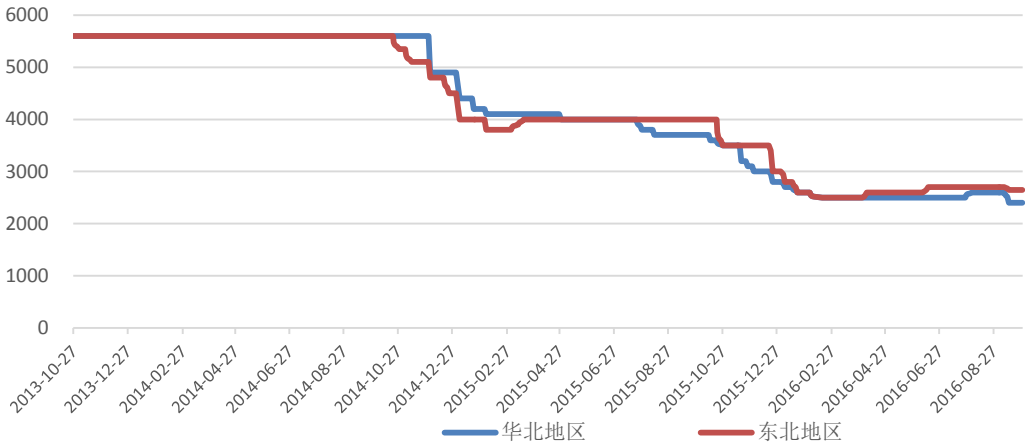
图 9：防水材料制造上下游情况



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

对防水材料制造企业来说，主要原料成本占总生产成本的比例超过 50%，所以上游原材料价格变动对公司的成本有一定影响。但从目前来看，主要原材料之一的改性沥青价格处于相对历史低位，且预计将维持一段时间，所以公司的原材料成本将维持在低位。

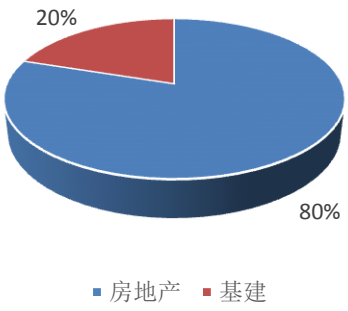
图 10：SBS 改性沥青价格走势(元/吨)



资料来源：wind，华金证券研究所

从下游需求结构来看，防水材料在房地产需求端占比 80%，基建设施类需求占比 20%。

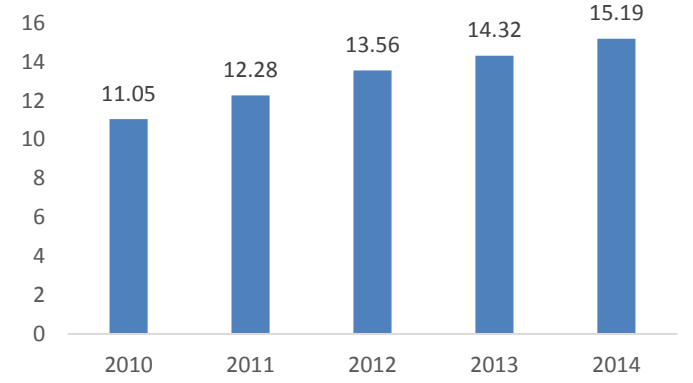
图 11：防水材料下游需求占比情况



资料来源：公开转让说明书，华金证券研究所

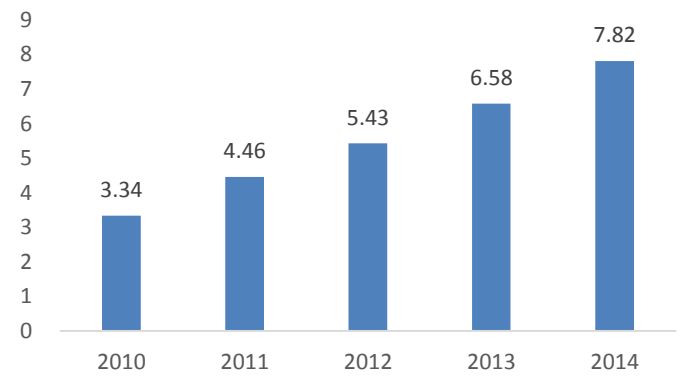
“十二五”期间防水材料产能逐年上升。2010-2014 这四年期间，我国主要防水材料总产量由 2010 年的 11.05 亿平方米上升至 2014 年的 15.19 亿平方米，四年间复合增长率 8.27%，预计 2015 年我国主要防水材料总产量将达到 16 亿平方米。其中，沥青和改性沥青防水卷材产量占比较大，2014 年产量 7.82 亿平方米，占总防水卷材的 51.48%。

图 12：2010-2014 年主要防水材料总产量（亿平方米）



资料来源：智研数据中心，华金证券研究所，

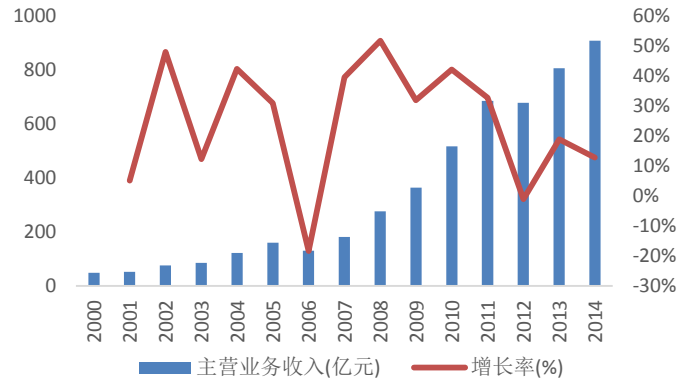
图 13：沥青和改性沥青防水卷材产量(亿平方米)



资料来源：wind，华金证券研究所

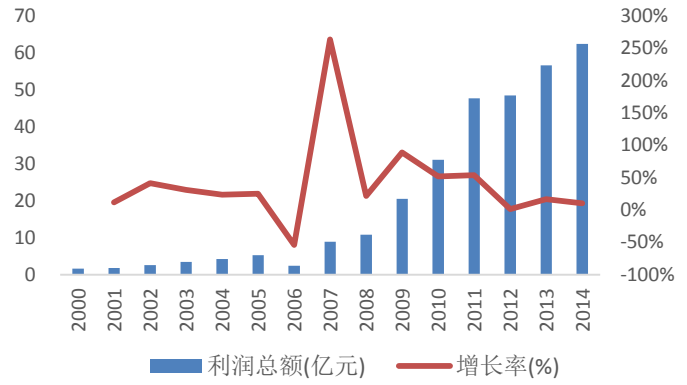
规模以上防水建材行业营收、净利持续增长。wind 统计数据显示，近 10 年来规模以上建筑防水制造企业的主营业务收入整体呈上升趋势，并且行业规模已接近 1000 亿。净利润方面，也是保持上升态势 ,从 2004 年的 4.25 亿元增至 2014 年的 62.37 亿元 ,十年复合增长率为 30.8%。**十三五期间，我们认为防水材料在传统房屋建筑领域以及新兴基建领域，发展空间仍旧巨大。**

图 14：规模以上建筑防水企业主营业务收入情况



资料来源：wind，华金证券研究所，

图 15： 规模以上建筑防水企业利润总额情况



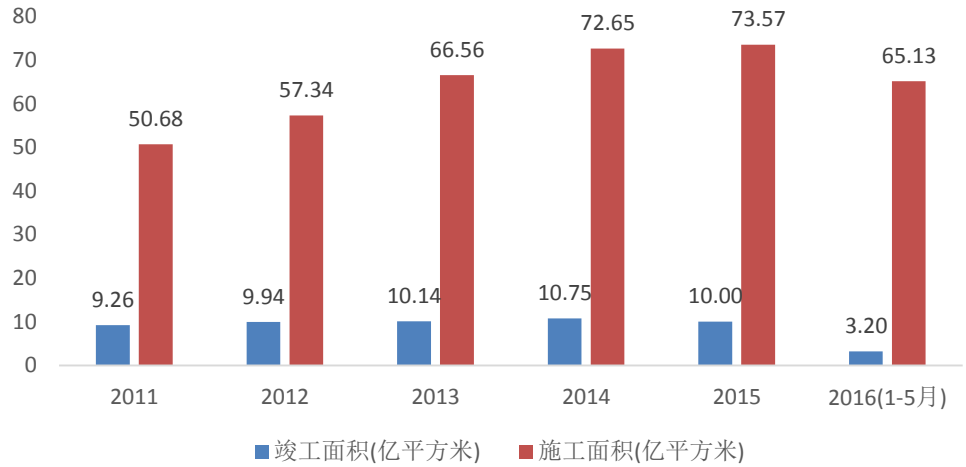
资料来源：wind，华金证券研究所

（1）房屋建筑：(传统领域，稳定增长)

目前防水材料最主要的应用市场是房屋建筑领域，包括商业住宅、办公楼、工业厂房等。房屋建筑作为防水材料的传统应用市场，增量空间仍在。“十二五”期间，我国房屋建筑施工和竣工面积基本呈增长态势，其中竣工面积从 2011 年的 9.26 亿平方米增长至 2015 年的 10 亿平方米；施工面积从 2011 年的 50.68 亿平方米增长到 2015 年的 73.57 亿平方米，五年间复合增长率为 9.76%。根据 wind 统计数据，2016 年 1-5 月，全国房屋建筑施工面积为 65.13 亿平方米，同比增长 5.58%。

对于未来假设，虽然近期房地产销售情况表现较好，不过考虑到仍在去库存，部分城市价格畸高的背景下开发商的拿地以及开工热情也会有所减缓，综合考虑我们预计“十三五”期间施工面积增速在 3%左右，那么“十三五”期间每年新增施工面积超过 2.4 亿平方米。而防水建材行业作为上游供应商之一，仍将持续受益。

图 16： “十二五”期间我国房屋建筑施工和竣工面积



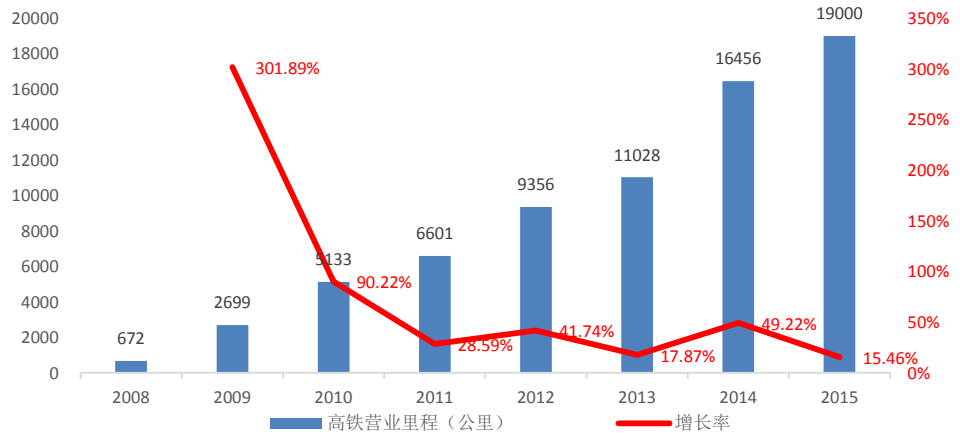
资料来源：wind，华金证券研究所

（2）基建领域：(新兴市场，潜力巨大)

防水材料的另一应用领域就是基建工程类：如高速铁路、海绵城市、地铁、高速公路等。随着我国经济的快速发展，基建类投资额度越来越大，防水材料的应用空间也逐步扩大。

高速铁路：2008 年 8 月，我国第一条高速铁路--京津城际高铁通车运营，从此高铁时代正式开启。国家统计局数据显示，我国高铁营业里程由 2008 年的 671.5 公里增长至 2015 年的 19000 公里，七年间复合增长率为 61.2%。高铁的防水工程十分重要，高铁线路上桥梁是主要的承重结构，桥梁长度占全国高铁线路长度的 50%以上。高铁桥梁的混凝土桥面上需要设置防水层，防止雨水渗入桥面板结构内部而诱发各种有害反应，从而保障桥梁的工程质量。此外，高铁轨道的防水层还有承受高速、重载、冲击等，对防水材料的质量要求特别高。

图 17：我国高铁营业里程变化情况



资料来源：wind，华金证券研究所

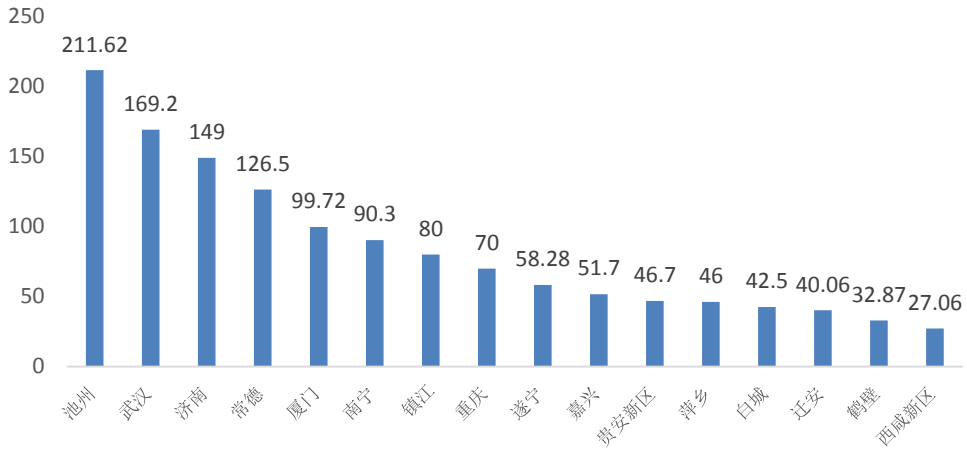
“十三五”高铁规划图指出，到 2020 年，中国将建成北京-香港（澳门）、上海至昆明、广州至昆明、重庆至厦门等高速铁路通道，拓展区域连接线。高速铁路营业里程达到 3 万公里，将覆盖 80%以上的大城市。而 2015 年底全国高铁营业里程为 1.9 万公里，据此估计“十三五”期间，平均每年的高铁营业里程增长空间在 2200 公里。发改委也表示，2016 年铁路建设仍要保持 8000 亿元以上投资规模。

海绵城市：新一代城市雨洪管理理念，指城市具有海绵一样的“弹性”，能够在下雨时吸水、蓄水，需要时将蓄存的水释放并加以利用，提升城市生态系统功能和减少城市洪涝灾害的发生。**2014 年 10 月住建部发布《海绵城市建设指南》，其中指出城区道路建设中，可渗透地面积不低于 40%，这意味对建筑物地基的防水要求大大提高。**

自海绵城市概念提出以来，国家对该项目的政策、资金投入也不断加大。2015 年 4 月，财政部、住建部、水利部公布了 16 个首批国家级“海绵城市”建设试点目录，总投入将超过 1300 亿；2015 年 10 月，国务院发布关于推进海绵城市建设的指导意见，明确了海绵城市中长期目标和建设时间表，到 2020 年，城市建成区 20%以上的面积达到目标要求，**保守估算 2020 年海绵城市整体的市场空间可达 1 万亿-1.8 万亿元；**2015 年 12 月，配套的政策性金融政策出台，国开行、农发行相继成为海绵城市的重点合作银行，提出加大对于海绵城市建设的政策性金融支持；

2016 年 3 月，住建部提出要求各地抓紧编制海绵城市专项规划，于 2016 年 10 月底前完成设市城市海绵城市专项规划草案；2016 年 4 月，提出做好海绵城市信息报送工作，每月 5 日前，应填报上月海绵城市建设项目包的建设进展。

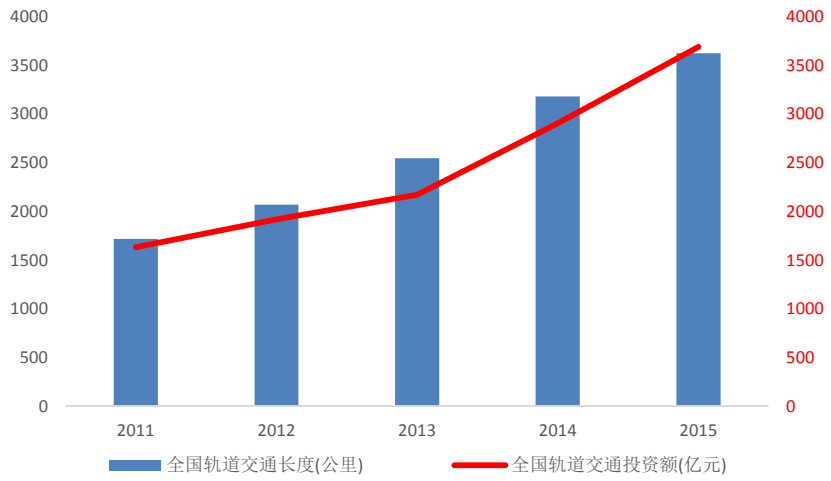
图 18：各地海绵城市建设投入情况(亿元)



资料来源：公开资料，华金证券研究所

轨道交通：城市轨道交通也是防水材料应用的重要市场之一。以地铁为例，地铁工程的防水包括地铁站和区间隧道，地铁站的防水包括进、出站口，地基的防水等；隧道防水集中在侧墙以及顶板上。地铁防水工程施工难度大，对质量要求特别高。

图 19：“十二五”期间全国轨道长度及投资额



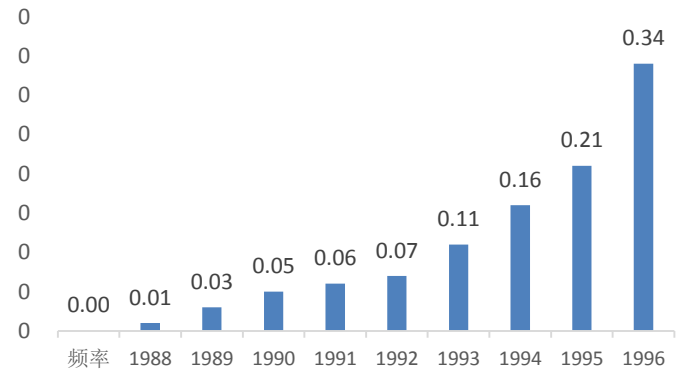
资料来源：公开资料，华金证券研究所

我国城市轨道交通通车里程数在“十二五”期间快速增长，全国轨道交通里程数由 2011 年的 1713 公里增长至 2015 年的 3618 公里，年均复合增长率为 20.5%；其中地铁的发展尤为迅猛，截至 2015 年底，有 25 个城市已开通地铁运营，运营线路总长度为 2658 公里，占全国轨道交通总长度的 73.47%。根据中国产业发展研究网预测数据，十三五期间我国城市轨道里程仍保

持快速增长趋势，到 2020 年新增里程数将达到 1400 公里。按每公里城市轨道交通建设成本 10 亿元计算，那十三五期间城市轨道交通建设将投入超过 4.8 万亿。

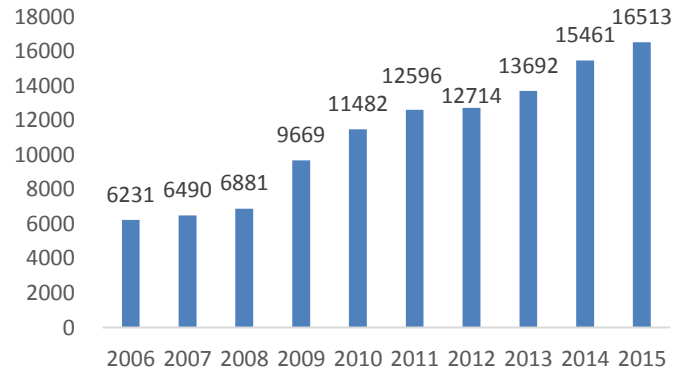
高速公路： 高速公路防水主要应用在高架桥梁上，“十二五”期间，全国高速公路投资热情高涨，2015 年底，全国高速公路通车里程达 12 万公里，较 2010 年的 7.41 万公里新增通车里程 4.59 万公里，增长率达 62%；全国公路交通建设固定投资从 2010 年的 11482 亿元增长至 2015 年的 16513 亿元，增长率为 43.82%。“十三五”期间，在“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大国家战略交通先行的背景下，全国公路交通投资规模将继续攀升。预计“十三五”期间全国高速公路将新增通车里程 4.6 万公里，2020 年高速公路通车里程将达 16.9 万公里，增长率为 37%。

图 20：我国高速公路里程数(万公里)



资料来源：wind，华金证券研究所，

图 21：全国公路交通建设固定投资(亿元)

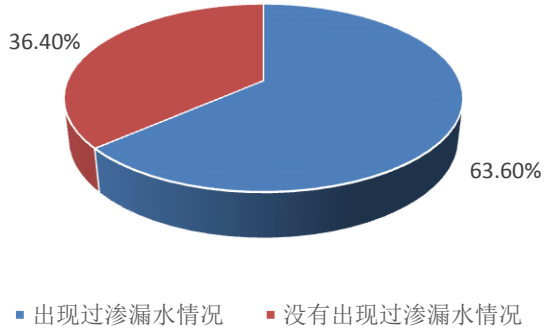


资料来源：wind，华金证券研究所

（三）政策加码，资质、技术型企业将受市场青睐

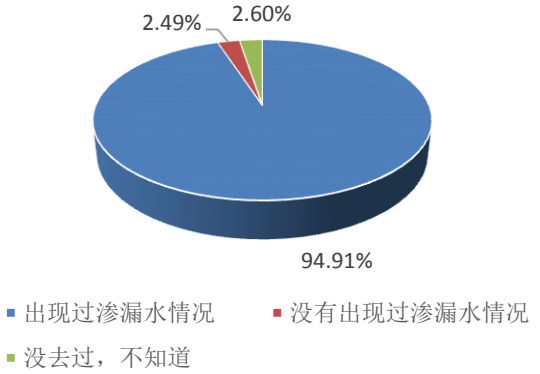
防水材料质量参差不齐，居民遭受“渗漏”伤害。国内市场上充斥着种类繁杂的防水建筑材料，其中假冒伪劣产品猖獗，而不少建筑承包商为了降低生产成本，采购低劣的防水材料，导致居民用户房屋出现各种渗漏问题。2014 年 7 月，网易家居针对全国建筑防水渗漏现状开展调查，结果发现住户房屋渗漏率高达 63.6%，而住宅楼顶层成雨水渗漏高发地区，渗漏率高达 95%。

图 22：房屋是否出现渗漏水占比



资料来源：网易家居调查，华金证券研究所

图 23： 住宅楼顶层是否出现渗漏水占比



资料来源：网易家居调查，华金证券研究所

防水材料行业快速发展，出现落后产能过剩、行业集中度低等问题。这也加剧了市场激烈竞争，不少公司为占据市场份额，偷工减料、以次充好，降低产品质量。近年来，政府出台多项政策，一方面加大落后产能企业的淘汰力度，使企业的生产满足新的环保要求；另一方面对市场准入的企业提高审批标准，保证企业的生产质量。

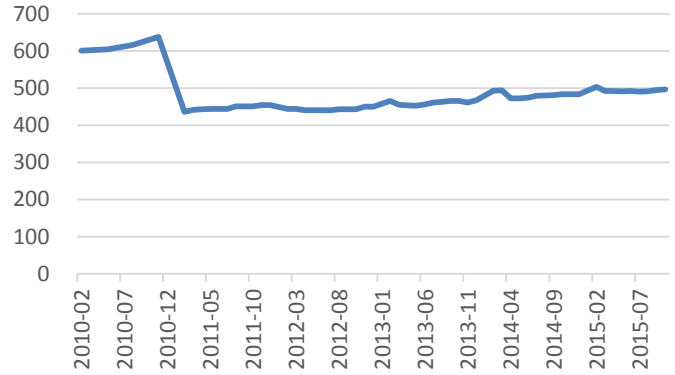
表 3：近年来防水材料行业政策情况

时间	文件	部门	主要内容
2014 年	《单层防水卷材屋面工程技术规程》	住建部	2014 年 6 月 1 日生效，推广使用新技术“单层防水卷材屋面系统”，单层防水卷材的屋面对材料要求高于平屋面用防水卷材，目前可以用于单层防水卷材屋面的防水材料主要有热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材、聚氯乙烯（PVC）防水卷材、三元乙丙橡胶（EPDM）防水卷材、弹性体（SBS）改性沥青防水卷材和塑性体（APP）改性沥青防水卷材等五种防水卷材。
2014 年	《聚氨酯防水涂料》	质检总局	聚氨酯防水涂料是我国建设部门重点推广的防水涂料之一，聚氨酯防水涂料产量扶摇直上，企业生产规模日益扩大（北京利尔等）。为适应发展需求，修订了产品分类、技术要求等参数，增加了有害物质限量等条款。
2013 年	“质检利剑行动”防水卷材执法打假行动	质检总局	摸排 217 家生产厂点，关停取缔生产窝点 60 个，查获无证生产或生产假冒产品厂点 89 家，现场查获假冒伪劣防水卷材 34156 卷，查获假冒包装物、标签 10500 余个。
2013 年	关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材产品质量提升的指导意见	质监局、工业和信息化部	强化企业产品质量主体责任意识；以严格的内部质量管理有效解决质量不稳定的突出问题；重视以技术创新促进质量提升；优势企业要带头履行产品质量社会责任。
2013 年	2013 版《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	质检总局	对申证的产品单元、产品品种进行了调整；引用工信部《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）和发改委《产业结构调整指导目录（2011 年本）》对落后防水材料生产工艺产线的淘汰规定，作为申证企业必须满足的基本条件。
2013 年	《建筑防水卷材行业准入条件》	工信部	大幅提高了新建建筑防水卷材企业的生产规模和工艺装备要求：新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1 000 万 m2/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 m^2/年。
2011 年	《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	发改委	淘汰 500 万 m2/年以下改性沥青类防水卷材生产线；500 万 m2/年以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线；100 万卷/年以下沥青纸胎油毡生产线。
2010 年	部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010）	工信部	聚乙烯丙纶类复合防水卷材二次加热复合成型生产工艺、年产 500 万 m2 以下改性沥青类防水卷材和沥青复合胎柔性防水卷材生产线、年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线、聚乙烯芯材厚度在 0.5mm 以下的聚乙烯丙纶复合防水卷材及聚氯乙烯防水卷材（S 型）也列入淘汰范围。
2009	《聚合物水泥防水涂料》等 6 项标准	国家标准化委员会	对不同种类的防水材料产品性能、要求、使用范围进行规范化。

资料来源：公开转让说明书；互联网资料；华金证券研究所

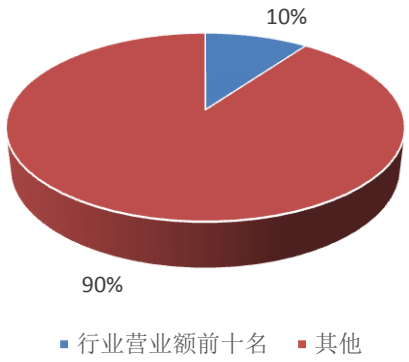
建筑防水材料市场分散度较高，资质型、技术型企业将更受青睐。据中国建筑防水协会统计数据，我国防水材料制造企业有三千多家，其中具备防水卷材生产许可证的有 1400 多家，规模以上企业有 400 多家。2012 年中国防水建材行业的销售收入为 2000 亿元，其中无证企业的销售规模达到 600 亿元，占整个行业规模的 30%左右。同时建筑防水材料行业集中度很低，行业前十名的营业额仅占总个市场的 10%左右。随着环保监管趋严，不合格的落后产能将淘汰，市场更青睐于有资质、有技术的企业。

图 24：规模以上防水建筑材料制造企业单位数(个)



资料来源：wind，华金证券研究所，

图 25：规模以上建筑防水企业主营业务收入情况



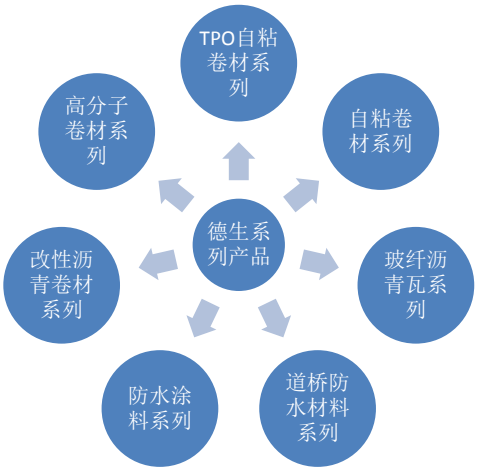
资料来源：wind，华金证券研究所

三、公司主营：建筑防水系统一体化解决方案提供商

（一）德生防水主营业务分析

德生防水主营产品是建筑防水材料，包括防水卷材、防水涂料、沥青瓦及辅助材料四大系列，覆盖房屋建设领域和高速公路、城市路桥、轨道交通、水利设施等基础设施建设领域。公司具有一体化的施工业务，根据下游客户的需求，配合公司主营的防水材料销售。公司具有稳定的施工团队，现场的技术指导人员监督施工人员的工程质量。

图 26：德生防水产品一览



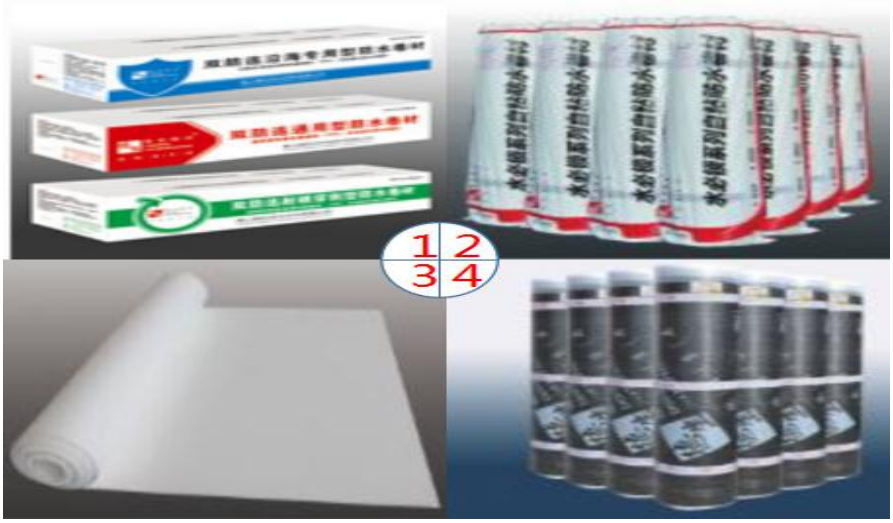
资料来源：公司官网，华金证券研究所

根据公司 2015 年财务报表数据，公司防水材料的生产和销售为公司提供了绝大部分的收入来源，防水卷材、防水沥青瓦、防水涂料三大产品系列提供近 80%的营业收入。

防水卷材。防水卷材的生产和销售占主营业务收入的比例为 67.46%，是公司核心业务产品和竞争优势所在。公司自主研发的 TPO 自粘复合防水卷材，不仅具备高强度、耐老化、可焊接的优点，还具有橡胶沥青自粘卷材的高延伸、自愈性及蠕变性特点。目前公司生产的防水卷材系

列包括复合防水卷材、自粘卷材、高分子卷材和改性沥青卷材，产品广泛应用在房屋、基建、市政工程等领域。

图 27：德生防水卷材产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

注：1- TPO 自粘复合防水卷材；2-自粘防水卷材；3-高分子防水卷材；4- SBS/APP 改性沥青防水卷材

表 4：公司防水卷材产品一览表

防水卷材系列	产品型号	特点	产品适用范围
复合防水卷材系列	双防连通用型 TPO 自粘复合防水卷材	TPO 卷材层与自粘卷材层各自具备独立防水能力、解决高温下不好揭膜的普遍性难题	于工业与民用建筑及公共建筑的各类屋面、地下防水工程
	双防连沿海专用型 TPO 自粘复合防水卷材	产品配方中添加特殊成分，具备卓越的耐酸、碱、盐腐蚀性能	沿海地区工业与民用建筑及公共建筑的各类屋面、地下防水工程与种植工程
	双防连耐根穿刺型 TPO 自粘复合防水卷材	产品同时具备物理抗根与化学阻根性能，具有卓越的抵抗植物根系穿刺能力	特殊空间的绿化项目使用，主要用于种植屋面、车库种植顶板、阳台、天台、露台、墙体、立交桥等建筑物及构筑物的绿化配套防水工程
	热塑性弹性体（TPE)高分子自粘胶膜防水卷材	更好的柔韧性，能较强适应基面变形	工业与民用建筑的地下室底板、侧墙、地铁、隧道等基础建设工程的预铺反粘施工
自粘卷材系列	强力交叉膜自粘防水卷材	高抗拉强度、高撕裂强度，和抗穿刺性，防水性能优异；材料柔韧性好	工业及民用建筑的地下防水工程、地铁、市政防水工程
	一贴灵彩钢屋面专用自粘防水卷材	可耐 110℃高温、耐紫外线老化、优良的阻燃性能	适合各种彩钢屋面
	水必锁自粘聚合物改性沥青防水卷材	优异的延伸性、自愈性；操作简便，安全环保	工业与民用建筑的室内、屋面、地下防水工程；蓄水池、游泳池及地铁隧道防水工程；木结构及金属结构屋面的防水工程；市政工程
	水必锁预铺防水卷材	良好的抗穿刺自愈合功能、优异的延伸性能、极强的粘接性能	工业与民用建筑的地下室、屋面、地面的防潮、防霉及防水工程，尤其适用于施工环境潮湿的地下、地铁、隧道等防水工程
	水必锁湿铺防水卷材	优异的拉伸性能、独特的蠕变功能，对基层收缩、开裂及变形适应能力强	工业建筑与民用建筑的各类防水工程，如地下室、地铁、隧道、涵洞、游泳池、人防工程、内外墙体、仓库及屋面等各种防

			渗、防水工程
高分子卷材系列	热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材	耐候性能优越，其超强的耐紫外线、耐自然老化能力、优异的抗穿刺性能	工业与民用建筑及公共建筑的各类屋面防水工程
	聚氯乙烯（PVC）防水卷材	使用寿命长，耐老化、拉伸强度高，延伸率高	工业与民用建筑、地铁、隧道、水利、垃圾掩埋场、化工、冶金等多个领域的防水、防渗、防腐工程
	聚乙烯丙纶复合防水卷材	抗渗能力强、抗拉强度高、低温柔性好、线胀系数小、易粘结、表面摩擦系数大、稳定性好、抗基层变形能力强、适用温度范围宽、使用寿命长	各种建筑结构的屋面、墙体、厕浴间、地下室、冷库、桥梁、水池、地下管道等工程的防水、防渗、防潮、隔气等工程
	PE、EVA、ECB 防水板	抗拉强度高、延伸率大、低温性能好、易施工、耐穿刺性好、耐腐蚀性好、耐菌性好	适用于地铁、高速铁路、公路隧道防水工程等
改性沥青卷材系列	弹性体（SBS）改性沥青防水卷材	优良的耐热性、低温柔性、防水层机械强度高、耐硌伤、耐撕裂、耐疲劳	各种建筑结构的屋面、墙体、地下室、冷库、桥梁、水池、地下管道等工程的防水、防渗、防潮、隔气等工程
	塑性体（APP）改性沥青防水卷材	优异的耐热性能、优越的耐紫外线性能、良好的抗老化性、较好的机械强度和抗断裂性	工业与民用建筑的屋面和地下防水工程、较高气温环境下的建筑防水工程
	沥青复合胎柔性防水卷材	较好的防水性能，和不错的耐高温性、低温柔性、防水层强度高	一般防水等级较低的民用建筑、临时性建筑或老楼翻修工程等
	铜胎基耐根穿刺防水卷材	抗拉，抗压强度高、耐穿刺、耐咯破、耐撕裂、耐老化、优异的耐高低温性能	适用于种植屋面及绿化的地下建筑物顶板的防水和阻根
	化学阻根剂型耐根穿刺防水卷材	具有防水层、阻止植物根穿透双重工功能；耐腐性、耐霉菌，耐候性好	适用于种植屋面及绿化的地下建筑物顶板的防水和阻根

资料来源：公司官网；华金证券研究所

防水涂料。防水涂料的生产和销售占主营业务收入的比例为 6.96%。防水涂料产品主要包括非固化橡胶沥青防水涂料、YH-合成橡胶喷涂速凝防水涂料、单组分聚氨酯防水涂料、JS 聚合物水泥防水涂料、道桥用聚合物沥青防水涂料。广泛用于厨卫间、地下室、桥梁、冷库、水池等工程建设的防水和防潮。

图 28：防水涂料产品

资料来源：公司官网，华金证券研究所

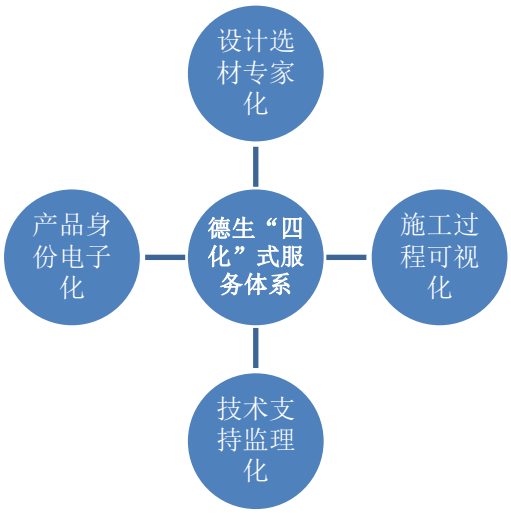
沥青瓦。沥青瓦的生产和销售占主要业务收入的比例为 5.11%。公司的玻纤沥青瓦产品系列主要包括玻纤沥青瓦、双层标准型瓦、单层标准型瓦和哥德式瓦。多品种的沥青瓦系列产品能广泛覆盖于不同形状和基层的屋顶，可广泛应用于锥形、弧形、环形等结构复杂的坡屋面。

图 29：沥青瓦系列产品

资料来源：公司官网，华金证券研究所

其他业务收入。根据公司 2015 年年报数据，防水工程施工为公司主营业务提供了重要的收入贡献，占主营业务收入的比例为 18.31%。公司由传统的防水材料制造商转型为防水系统综合解决商，包防水设计、包防水材料、包防水施工，为客户提供系统化的防水解决方案。公司在行业内首创了施工过程可视化管理方案 ,通过专业的 APP 软件依托移动互联网技术 ,实现了甲方、总包、监理、以及承包商等多方对施工过程进行时时监督、评价的功能，在施工过程中保留影像资料，做到了过程可监督、结果可追溯。公司稳定的施工团队和技术服务人员相配合，保证了高质量的施工结果，为公司业务开展提供了强有力的保障。

图 30：德生“四化”式服务体系



资料来源：公司官网，华金证券研究所

（二）德生防水下游客户分析

公司是防水材料制售和施工的企业，下游客户为房地产开发商、建筑承包商、建设项目业主、工程项目开发商、建材市场等。公司注册地在河北省，目前主要业务市场集中于河北、天津、新疆及周边地区，销售区域集中于北方地区。

根据近三年年报，公司前五大客户营收占比变化不大，单个客户占比较小，不存在客户过度集中的风险。**但从 2015 年前五大客户数据来看，公司在基建业务板块取得较大进展，基建领域的第一大客户郑西铁路客运专线有限责任公司贡献营收 1147.04 万元，占 2015 年营收的 2.46%。公司基建业务的营收占比在逐步提升。**

表 5：近三年公司前五大客户情况

年度	客户名称	销售金额(万元)	年度销售占比
2015 年	广州恒大材料设备有限公司	2644.04	5.67%
	郑西铁路客运专线有限责任公司	1147.04	2.46%
	中益诚达建设集团有限公司	1139	2.44%
	新疆和谐房地产开发有限公司	838.42	1.80%
	二十二冶集团第一建筑有限公司	831.08	1.78%
	合计	6599.58	14.15%
2014 年	中国二十二冶集团有限公司	2313.2	5.00%
	唐山建设集团有限责任公司	1127.75	2.44%
	广州恒大材料设备有限公司	949.16	2.05%
	中建二局第三建筑工程有限公司	826.17	1.79%
	天津市河北区房屋建筑工程公司第一施工队	819.42	1.77%
	合计	6035.69	13.05%
2013 年	中国二十二冶集团有限公司	3310.63	5.43%
	唐山建设集团有限责任公司	1530.08	2.51%
	广州恒大材料设备有限公司	1359.18	2.23%
	中建二局第三建筑工程有限公司	1029.81	1.69%
	天津市通利房地产开发公司	843.13	1.38%
	合计	8072.82	13.24%

资料来源：公司年报；华金证券研究所

直销模式客户。直销模式是公司的主要销售方式。根据销售对象的不同，直销模式分为**一般性客户和战略性客户。**一般性客户主要为房地产开发商、建筑商和承包商等，客户比较分散。战略性客户是与公司签订战略合作协议的全国百强地产商和区域性龙头地产商。公司的战略客户包括恒大地产、华润置地、中国二十二冶集团、荣盛地产、华夏幸福基业、中国中建等龙头地产商和建筑商。

经销模式客户。为了最大化的扩大市场规模，公司在直销模式的基础上建立了经销渠道，经销商主要为**防水工程承包商和防水材料销售商**等。通过与经销商的合作，公司可以充分利用经销商在当地的资源拓展市场，节约自身成本，提高公司的市场占有率。

（三）公司亮点——自主创新产品优势+一体化防水系统解决方案

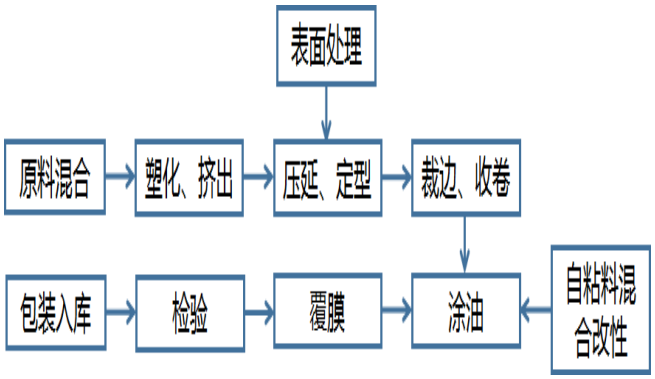
（1）自主创新产品优势为公司建立牢固的护城河

公司一直坚持自主知识产权的开发和应用，经过多年的积累，已经具有行业领先的技术优势，拥有一百余项国家专利，是行业内首批通过质量管理体系认证、环境管理体系认证以及中国环境标志产品认证等一批权威认证的企业。

公司具有自主创新的两大拳头型产品——**双防连系列 TPO 自粘复合防水卷材**和**彩钢自粘防水卷材。**双防连系列 TPO 自粘复合防水卷材属于世界首创，2015 年获得了欧盟发明专利，是第三代防水卷材的标志，彻底突破了我国建筑防水领域大规模应用国际先进防水材料的使用瓶颈。彩钢自粘防水卷材是公司独有的专利技术，彻底解决了钢结构屋面防水的世界性难题。

双防连系列 TPO 自粘复合防水卷材。此为公司专利产品，采用了进口 TPO 原料（即热塑性聚烯烃）生产的 TPO 卷材层和公司自主研发的自粘卷材层，运用先进的生产设备复合生产而成的一种高品质、创新型产品。实现一次施工，两道防水。该产品既具备 TPO 卷材高强度、耐老化可焊接的优点，又具备了橡胶沥青自粘卷材的高延伸、自愈性及蠕变性。2016 年 7 月，公司“热塑性聚烯烃（TPO）自粘复合防水卷材”荣获《2016 年全国建设行业科技成果推广项目证书》，标志着该项专利产品由国家住建部向全国范围内进行推广，有利于扩大该产品的品牌影响力和市场占有率。

图 31：TPO 自粘复合防水卷材工艺流程图



资料来源：公开转让说明书、华金证券研究所

图 32：TPO 荣获《2016 年全国建设行业科技成果推广项目证书》

证　书

唐山德生防水股份有限公司：

经评定，你单位“热塑性聚烯烃（TPO）自粘复合防水卷材”项目列为二〇一六年全国建设行业科技成果推广项目。

适用范围：建筑屋面和地下防水工程
证书编号：2016051
（此证有效期三年）

二〇一六年六月三十日

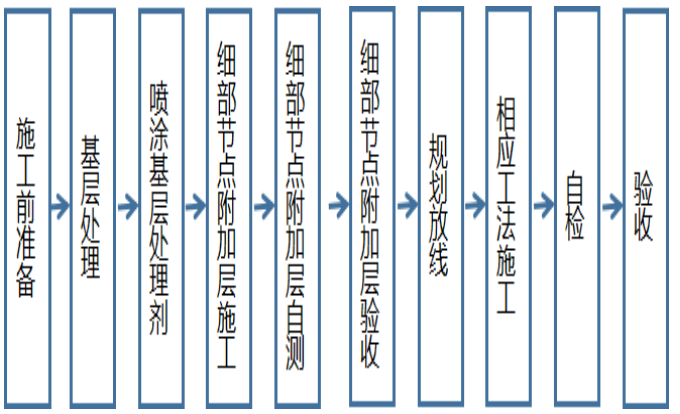
资料来源：公司官网、华金证券研究所

彩钢自粘防水卷材。彩钢自粘防水卷材根据金属屋面导热系数高的特殊性、南北气候不同、地区季节不同，在传统自粘卷材基础上，重新科学配比，研制出的一种高档防水防腐材料。使南方用产品耐热可达 110℃材料，北方使用产品低温柔性可达-30 ℃无裂纹。彩钢自粘防水卷材技术优势在于：耐高温可达 110℃，能适应金属屋面较高的表温度，持续使用在高温下不流淌、不下滑；卷材表面为铝箔材料，可耐紫外线老化，能长期暴露在阳光下使用，大大提高阳光反射率和材料使用寿命，具有优良的阻燃性能，遇明火不燃烧；比普通自粘卷接强度提高 80%，粘接时间越久，粘结效果越好。该产品解决了金属屋面渗漏的难题，区别于一些其它常用于金属屋面维修的产品，具有施工方便、使用寿命长、阻燃性好、耐热性好、粘接强度高等优点。

（2）一体化防水系统解决方案提供商

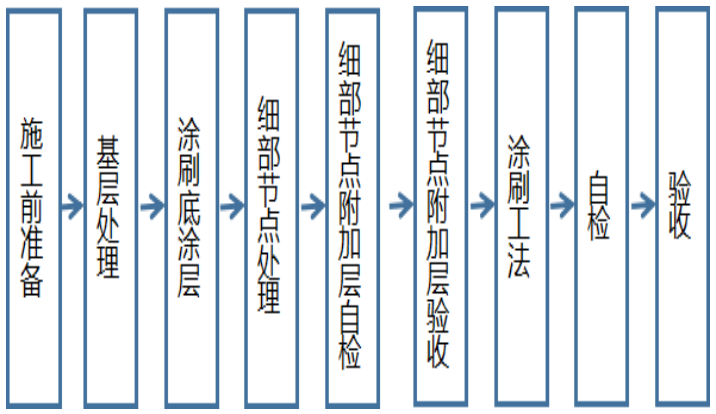
公司目前已由单一的防水材料制售企业逐步转型为防水系统一体化解决方案提供商，结合公司自主研发的拳头产品，更好的为下游客户提供由方案设计到施工验收的一体化解决方案。借助公司专利技术产品和施工队伍的优势，通过设计选材、包工包料为客户提供防水工程综合解决方案，并借鉴国外的先进经验，引入工程质量保证期机制，由目前的工程质量保修期转变为工程质量保证期。

图 33：防水卷材工程施工流程图



资料来源：公开转让说明书、华金证券研究所

图 34：防水涂料工程施工流程图



资料来源：公开转让说明书、华金证券研究所

施工模式。施工业务由公司工程部负责实施，主要根据客户的需求，配合公司材料销售。公司十分重视施工过程管控，一方面，技术支持监理化，现场的技术指导人员监督指导施工队伍按规范施工，贯彻施工工法；另一方面，施工过程可视化，防水施工大多为隐蔽工程，在施工过程中留有影像资料，实现过程可监督，结果可追溯，在行业属首创。

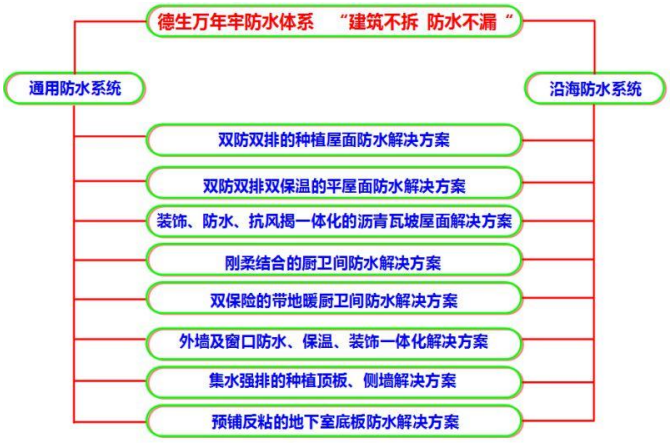
（四）、扎实的传统业务派生出新的业务模式---德生“空中院”

德生防水深谙建筑物顶层渗漏诟病，根据公司官网信息，公司结合自主研发的“万年牢”建筑防水体系，在彻底解决屋顶渗漏和保温问题的基础上，于 2016 年推出了“空中院”理念，即在建筑屋屋顶种植瓜果蔬菜，充分利用屋顶的空间位置和大气降水，志在打造一个既可以享受都市田园生活，又能体验都市农夫情怀的空中菜园。

（1）万年牢防水体系保障屋顶不渗漏

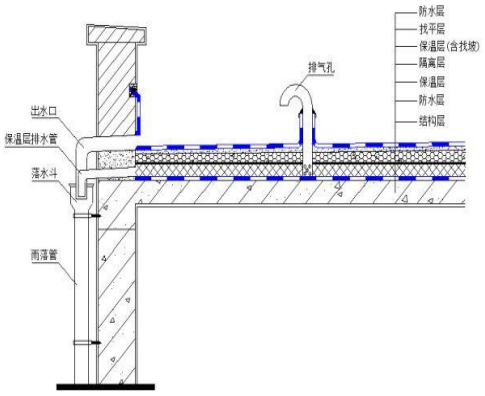
公司自主研发的万年牢建筑防水体系，以双防连系列防水卷材为基石，辅以科学严谨的设计方案、先进配套的施工工法以及无忧级的增值服务，将产品、设计、施工及服务进行系统性优化配置。在万年牢的各大解决方案基础上，公司又研发出万年牢屋面防水子系统、万年牢地下防水子系统以及万年牢种植屋面(种植顶板)防水子系统。

图 35：万年牢建筑防水体系



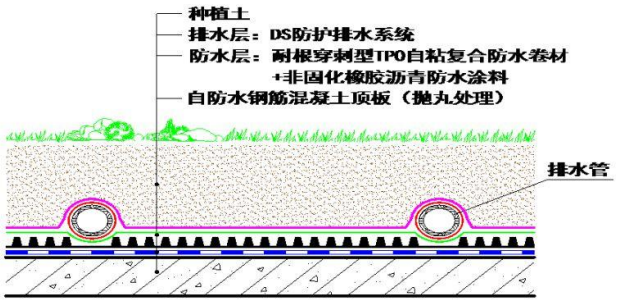
资料来源：公司路演资料、华金证券研究所

图 36：万年牢平屋面防水子系统结构图



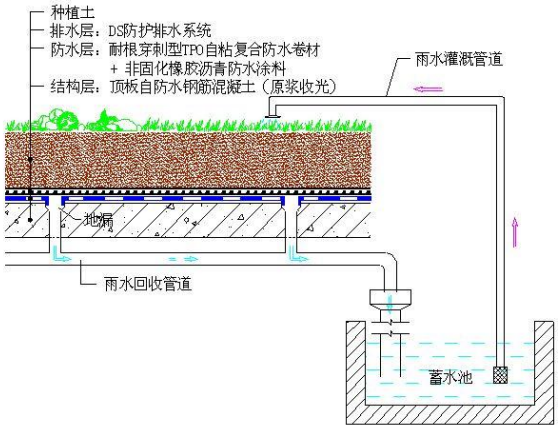
资料来源：公司路演资料、华金证券研究所

图 37：万年牢种植顶板同层防护集水强排系统



资料来源：公司路演资料、华金证券研究所

图 38：万年牢种植顶板同层防护内排式防排水系统



资料来源：公司路演资料、华金证券研究所

万年牢地下防水子系统：工法都是反粘，不设隔离层，揭除表面隔离膜后与混凝土形成满粘接，地下底板选材应因地制宜，适宜选材。**万年牢屋面防水子系统：**构造上采用双道设防设计思想，结合正置式、倒置式屋面防水的优点于一身，能够有效避免上述两种屋面防水的各自缺点。同时保温采用挤塑聚苯乙烯泡沫塑料板和泡沫混凝土 ,增加了保温隔热效果 ,提高了保温层强度。简单来说，就是一个两道防水、双重保温、双套排水的多保险解决方案。**万年牢种植屋面(种植顶板)防水子系统：**同层防护防排水系统是由耐根穿刺型 TPO 自粘与非固化橡胶沥青防水涂料复合防水层以及 DS 塑料防护排水板、塑料支撑网、滤水层（顶板边部设置集水井、盲沟）经过系统性优化配置后组成，具有防水、抗根、排水的功能。

（2）“空中院”项目开拓新的商业模式

德生“空中院”项目属城市立体绿化范畴。立体绿化不仅可以丰富绿化生态景观形式，增强城市绿化的空间结构层次感，在空间上最大程度增加城市绿化量，还可以改善城市的生态环境面貌，例如减少热岛效应、降低噪音污染和节能减排等。

图 39：城市立体绿化主要优势

资料来源：万方数据文献，华金证券研究所

目前国外的立体绿化程度比较高，主要集中在欧美等发达国家。例如德国在政府的鼓励和扶持下，有超过 1300 万平米的屋顶拥有绿色系统；日本的立体绿化规模也不断扩大，并且政府逐渐对立体绿化法制化，在 1991 年东京都政府颁布了城市绿色法律，要求再设计大楼时， 必须提出绿化计划书， 没有屋顶绿化方案的建筑不予审批。由此可见，发达国家对城市立体绿化的重视程度之高。

图 40：发达国家立体绿化示意图

资料来源：互联网资料，华金证券研究所

1-德国螺旋森林公寓；2-切尔西私家屋顶花园；3-英国容器花园；4-美国旧金山大厦屋顶花园

我国城市立体绿化起步较晚，但近年来已有多地出台政策推动城市立体绿化的建设。2011 年在中国城市科学研究会绿色建筑委员会成立大会上，园林处处长王香春指出，我国屋顶面积保守估计有 100 亿平方米；未来 30 年，城镇化进程还要建 400 亿平方米的新建筑，会新增 100

亿平方米的屋顶。德生防水计划推出“空中院”项目，既符合产业政策驱动，未来的市场空间也大为可期。

表 6：各地出台有关城市立体绿化的政策

时间	地区	文件	内容
2015 年 5 月	杭州市	市政府办公厅关于进一步推进杭州市城区立体绿化工作的通知	“十三五”期间，杭州城区（指上城区、下城区、江干区、拱墅区、西湖区范围）新增屋顶绿化面积 30 万平方米以上
2015 年 5 月	南宁市	《南宁市鼓励立体绿化实施办法》	建筑物、构筑物、建筑附属设施及屋顶符合建筑规范和安全要求，所实施的立体绿化的基础部分需具有防止渗水功能
2014 年 9 月	上海市	关于推进本市立体绿化发展的实施意见	新建公共建筑（政府机关、医院、学校、文化体育场所等）的平屋顶（除设施和太阳能设备外），原则上均应实施屋顶绿化，屋顶绿化实施面积应不小于建筑占地面积的 30%
2013 年 8 月	慈溪市	《中心城区鼓励推广立体绿化实施意见》	新建多层、低层建筑及裙房非坡屋顶，应当实施屋顶绿化；老小区改建的，有条件的实施屋顶绿化或垂直绿化
2012 年 11 月	深圳市	《深圳市城市绿化发展规划纲要》	到 2020 年，全市域绿倾覆率达到 50%，建成各类公园 1000 个以上，公园和自然保护区面积 600 平方公里，使深圳城市绿化达到国际一流水平
2011 年 7 月	北京市	《关于推进城市空间立体绿化建设工作的意见》	北京市新建、改建项目中，凡是绿地面积不达标的，其建筑物屋顶面积 50%以上必须设计、建设花园式屋顶。公共机构所属建筑，层数少于 12 层、高度低于 40 米的非坡屋顶新建、改建建筑也应当实施屋顶绿化

资料来源：互联网资料；华金证券研究所

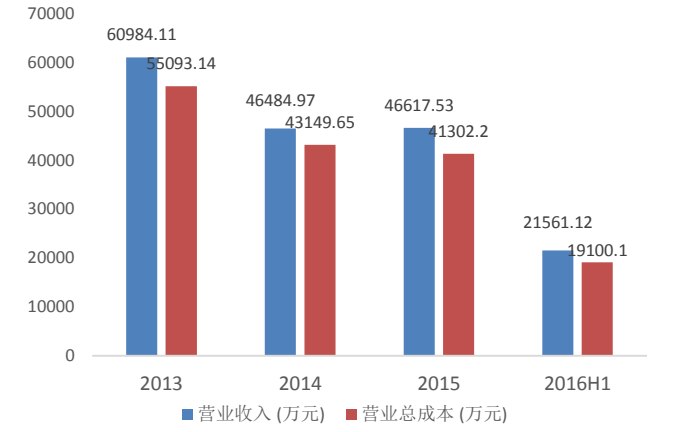
公司依靠自身的技术优势和业内口碑，打造城市立体绿化新模式--德生“空中院”，具体包括：1、住宅屋顶空中菜园、附属商业屋顶菜园和阳台水培、立体种植组成的三位一体的都市农业概念的生态社区；2、集亲子互动、主题聚会于一体的商业广场的空中农场；3、政府机关、企事业单位、写字楼等休闲聚会的空中农场；4、既有建筑经防水加固后实现空中菜园的改造；5、新旧小区一层小院的改造等。2016 年初以来，正在河北、北京等多个城市与多家知名的地产商合作，进行顶层住宅结构优化、屋顶绿化等运营实施。

四、财务介绍

公司营业收入和净利润探底回升。2014 年公司营业收入较 2013 年下降约 24%。一方面是受经济调整导致房地产行业投资规模增速降低，另一方面公司为保证产品质量，在 2013 年底进行了产品升级，停止生产所有非标产品、行标产品和国标中的低标产品，只生产国标产品和专利产品。2015 年营业收入略微上升，达到 46617.53 万元，比去年同期增长 0.29%；2015 年的营业利润达到 5315.33 万元，比去年同期增长 59.36%；归属于挂牌公司股东的净利润为 4869.66 万元 ,比去年同期增长 56.92%。2016 年上半年 ,公司实现营收 21561.12 万元 ,同比增长 9.05%；归母净利润 2158.63 万元，同比增长 31.6%。

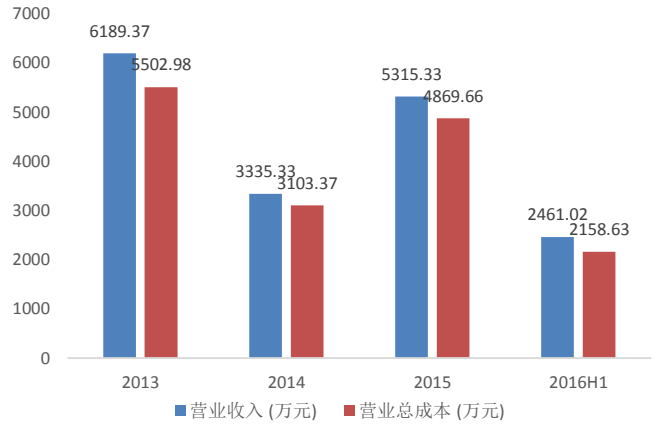
公司成长能力逐步恢复。公司自 2014 年以来，成长能力迅速提升。营业收入同比增长率从 2014 年的-23.78%上涨到 2015 年的 0.29% ,归属母公司股东的净利润增长率从 2014 年的-43.61%上涨到 2015 年 56.92%。

图 41：2013-2015 年营业收入、营业总成本（万元）



资料来源：choice 数据；华金证券研究所

图 42：2013-2015 年营业利润和归母净利润(万元)

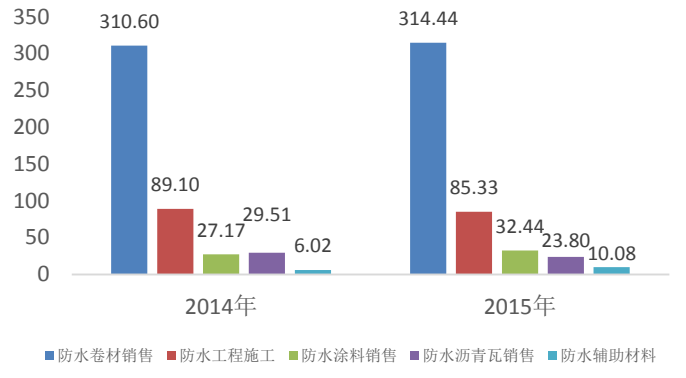


资料来源：choice 数据；华金证券研究所

防水整体解决方案，带动防水辅助材料销售收入大幅度上涨。2015 年防水沥青瓦比去年同期下降 19.34%，这主要原因是 2015 年公司推出新的防水体系施工方案。防水涂料比去年同期增长 19.4%，主要是因为公司在 2015 年采取了新的销售模式对外销售产品，由原来的传统防水材料制售商转变成为防水系统解决商，包防水设计、包防水材料、包防水施工，为客户提供系统的防水解决方案，其中增加了防水涂料在防水系统工程施工的使用，所以防水涂料出现了较大幅度的增长。防水辅助材料比上期增加了 67%，主要是公司本期对外销售非自产防水辅助材料比上期增多。

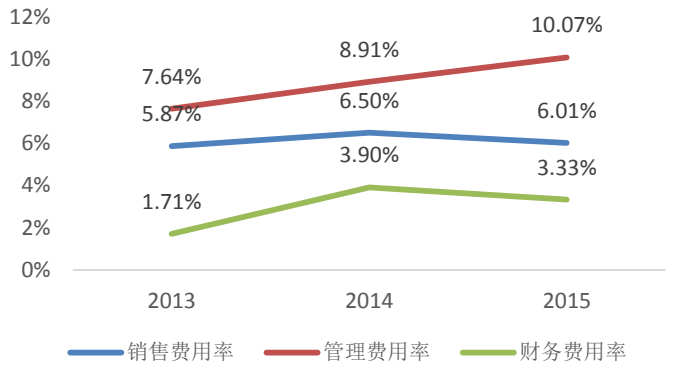
管理费用率上升，技术研发和市场开拓加强。公司近两年来管理费用率直线上升，其中 2015 年管理费用同比增长 13.29%，达 4692.55 万元，占营业收入比例也达 10.07%，主要是因为公司近年来持续加大了技术研发投入。公司销售费用率保持在 6%左右，公司近几年大力开拓市场，2012 年收购天津禹红，强强联合；并投资 4.5 亿元在天津建设新厂，公司后续业务持续增长。公司的财务费用有所下跌，基本在 4%以下。

图 43：2014-2015 年公司各业务收入（百万元）



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

图 44：2013-2015 年三费费用率（%）



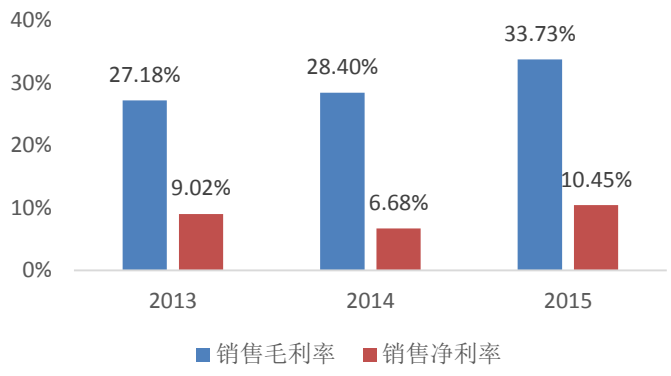
资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

销售毛利率和净利率总体上升并保持较高水平。近三年来公司销售毛利率持续增长，从 2013 年的 27.18%升至 2015 年的 33.73%，主要得益于公司原料石油化工产品在报告期有较大幅度下降，而且公司由原来的传统防水材料制售商转变成为防水系统解决商，毛利率整体上升。而销售

净利率在 2014 年有所下降，主要原因是公司财务费用上升 73.68%达到 1814.98 万元。2015 年的销售净利率上涨至 10.45%。

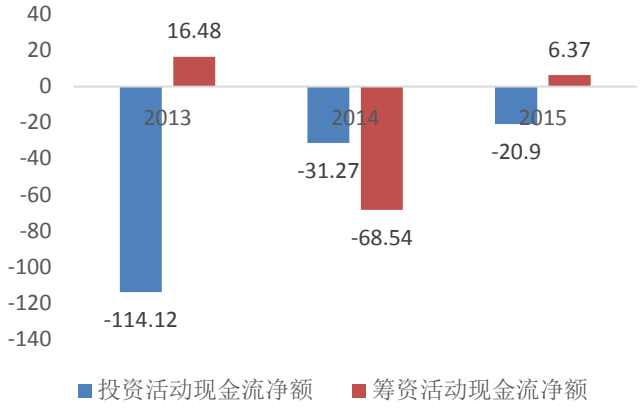
融资能力增强。公司近三年来投资产生的现金流量净额大幅增加但仍然为负，其中 2015 年筹资活动产生的现金流量净额比上期增长 33.16%。筹资活动产生的现金流量净额为 637.46 万元，同比增长 109.3%

图 45：2013-2015 公司毛利率和净利率（%）



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

图 46：2013-2015 公司筹资、投资活动产生现金流量净额(百万)



资料来源：Choice 数据，华金证券研究所

五、估值及盈利预测

随着公司在基建板块业务量的逐步提升，会贡献部分业绩增长。另外，由于公司整体防水解决方案能力的增强，我们预计防水工程板块和涂料销售方面有较明显的增长。各业务板块具体营收预测如下表：

表 7：公司各业务板块盈利预测

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
防水辅助材料						
营收(百万)	16.89	6.02	10.08	12.10	14.52	17.42
YOY		-64.36%	67.44%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	26.79%	52.15%	37.99%	38.00%	38.00%	38.00%
毛利(百万)	4.52	3.14	3.83	4.60	5.52	6.62
防水工程施工						
营收(百万)	148.93	89.10	85.33	94.72	105.14	116.70
YOY		-40.17%	-4.23%	11.00%	11.00%	11.00%
毛利率	32.75%	32.46%	28.11%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利(百万)	48.77	28.92	23.99	28.41	31.54	35.01
防水卷材销售						
营收(百万)	397.48	310.60	314.44	339.60	366.76	396.10
YOY		-21.86%	1.24%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率	25.99%	27.29%	34.99%	36.00%	36.00%	36.00%
毛利(百万)	103.31	84.76	110.02	122.25	132.03	142.60
防水沥青瓦销售						

营收(百万)	31.52	29.51	23.80	22.61	21.48	20.41
YOY		-6.38%	-19.35%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	24.64%	27.48%	29.70%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利(百万)	7.77	8.11	7.07	6.78	6.44	6.12
防水涂料销售						
营收(百万)	14.98	27.17	32.44	38.93	46.71	56.06
YOY		81.38%	19.40%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	17.24%	17.48%	37.80%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利(百万)	2.58	4.75	12.26	11.68	14.01	16.82

资料来源：wind;华金证券研究所

预计 2016~2018 年营业收入分别为 508、554.7、606.8 百万元，归属母公司股东净利润分别为 65.1、72、80.7 百万元，每股收益 0.31、0.35、0.39 元，对应 16~18 年 PE 分别为 8.3、7.5、6.7。根据主板和新三板可对比公司情况，给予公司对应 2016 年 12-13 倍 PE，目标价在 3.72-4.03 元，给入“买入-A”评级。

表 8：A 股同类型企业财务状况

代码	简称	营业收入(百万元)		净利润(百万元)		EPS（元）		PE	
		2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
002271.SZ	东方雨虹	6,706.35	8,366.48	899.27	1,132.96	1.02	1.28	25.16	19.97
600585.SH	海螺水泥	55,098.47	59,591.91	7,798.76	8,918.29	1.47	1.68	11.33	9.91
000786.SZ	北新建材	8,005.82	8,819.40	1,203.50	1,388.55	0.79	0.92	14.85	12.87
601992.SH	金隅股份	46,617.94	50,963.30	2,950.48	3,439.77	0.28	0.32	15.56	13.35
				平均值				16.72	14.02

资料来源：wind;华金证券研究所

表 9：新三板同类型企业财务状况

代码	简称	营业收入(百万元)		净利润(百万元)		EPS（元）		PE(TTM)
		2014	2015	2014	2015	2014	2015	
831594.OC	赛力克	45.13	54.40	1.76	3.76	0.08	0.16	25.75
833761.OC	科顺防水	1,059.22	1,199.56	78.56	164.90	0.44	0.88	17.58
				平均值				21.67

资料来源：wind;华金证券研究所

六、风险提示

(1) 经营环境变化的风险

防水材料受下游房地产、基础建筑等市场影响，如果房地产行业的景气度和基础设施建设的投资力度不及预期，那公司盈利能力可能受到影响。

(2)原材料价格波动风险

公司主要原材料包括沥青、聚酯布、机油、胶粉等，属于石油化工产品，受国际原油市场的影响较大。如果国际油价波动较大会影响公司盈利水平。

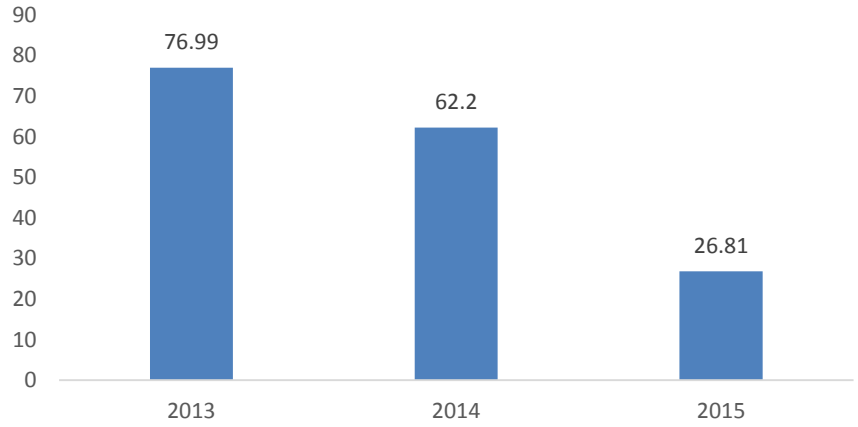
(3)股权质押风险

截止到最新报告期，控股股东李德生已将持有公司的 50.72%股份质押出去，若其到期无法偿还借款，则存在控股股东、实际控制人发生变化的风险。

(4)公司经营情况变差风险

最近三个年度内，公司经营性现金流持续下滑，面临经营情况变差的风险。

图 47：2013-2015 年公司经营活动产生现金流量净额（百万）



资料来源：choice 数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	464.8	466.2	508.0	554.7	606.8
减:营业成本	332.8	308.9	334.3	365.1	399.6
营业税费	4.9	5.9	5.5	6.2	7.0
销售费用	30.2	28.0	31.1	34.5	37.1
管理费用	41.4	46.9	45.1	51.5	57.1
财务费用	18.1	15.5	13.5	10.8	8.8
资产减值损失	4.0	7.8	6.7	6.2	6.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	1.0	0.3	0.4
营业利润	33.4	53.2	72.9	80.7	90.8
加:营业外净收支	2.8	3.4	2.9	3.0	3.1
利润总额	36.2	56.6	75.8	83.8	93.9
减:所得税	5.1	7.9	10.7	11.8	13.2
净利润	31.0	48.7	65.1	72.0	80.7

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	153.3	120.3	188.2	226.8	321.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	297.7	334.6	371.0	417.9	448.4
应收票据	5.4	5.5	5.7	6.6	6.9
预付帐款	43.8	13.4	53.4	16.9	61.5
存货	56.2	111.8	92.5	130.7	113.5
其他流动资产	4.1	1.4	1.8	2.4	1.9
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	232.4	218.3	200.5	182.6	164.8
在建工程	16.4	32.5	32.5	32.5	32.5
无形资产	58.8	57.5	56.3	55.0	53.8
其他非流动资产	7.3	9.0	7.5	6.7	6.5
资产总额	875.4	904.5	1,009.4	1,078.3	1,211.7
短期债务	198.0	200.0	180.0	180.0	180.0
应付帐款	115.0	136.4	135.5	161.6	163.5
应付票据	152.0	80.0	149.5	113.0	167.8
其他流动负债	20.1	32.1	23.3	30.5	26.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	3.7	3.1	3.2	3.3	3.2
负债总额	488.8	451.6	491.4	488.3	541.1
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	100.5	103.5	207.0	207.0	207.0
留存收益	286.1	349.4	311.0	382.9	463.7
股东权益	386.6	452.9	518.0	589.9	670.7

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	31.0	48.7	65.1	72.0	80.7
加:折旧和摊销	15.0	19.2	19.1	19.1	19.1
资产减值准备	4.0	7.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	15.5	15.8	13.5	10.8	8.8
投资损失	-	-	-1.0	-0.3	-0.4
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-10.1	-57.1	6.1	-53.1	-5.1
经营活动产生现金流量	62.2	26.8	102.8	48.5	103.0
投资活动产生现金流量	-31.3	-20.9	1.0	0.3	0.4
融资活动产生现金流量	-68.5	6.4	-35.9	-10.2	-8.4

财务指标

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	-23.8%	0.3%	9.0%	9.2%	9.4%
营业利润增长率	-46.1%	59.4%	37.1%	10.7%	12.5%
净利润增长率	-43.6%	56.9%	33.6%	10.6%	12.1%
EBITDA 增长率	-15.8%	31.2%	20.9%	4.9%	7.2%
EBIT 增长率	-28.8%	33.3%	25.8%	6.0%	8.8%
NOPLAT 增长率	-28.7%	33.8%	25.5%	6.0%	8.8%
投资资本增长率	5.5%	23.4%	-4.1%	6.8%	-2.6%
净资产增长率	7.2%	17.2%	14.4%	13.9%	13.7%
盈利能力					
毛利率	28.4%	33.7%	34.2%	34.2%	34.1%
营业利润率	7.2%	11.4%	14.3%	14.6%	15.0%
净利润率	6.7%	10.4%	12.8%	13.0%	13.3%
EBITDA/营业收入	14.3%	18.7%	20.8%	19.9%	19.6%
EBIT/营业收入	11.1%	14.7%	17.0%	16.5%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	55.8%	49.9%	48.7%	45.3%	44.7%
负债权益比	126.4%	99.7%	94.9%	82.8%	80.7%
流动比率	1.16	1.31	1.46	1.65	1.77
速动比率	1.04	1.06	1.27	1.38	1.56
利息保障倍数	2.84	4.43	6.40	8.45	11.31
营运能力					
固定资产周转天数	105	174	148	124	103
流动营业资本周转天数	89	131	154	158	161
流动资产周转天数	381	443	461	491	521
应收帐款周转天数	214	244	250	256	257
存货周转天数	44	65	72	72	72
总资产周转天数	619	687	678	677	679
投资资本周转天数	321	368	365	338	315
费用率					
销售费用率	6.5%	6.0%	6.1%	6.2%	6.1%
管理费用率	8.9%	10.1%	8.9%	9.3%	9.4%
财务费用率	3.9%	3.3%	2.7%	2.0%	1.5%
三费/营业收入	19.3%	19.4%	17.7%	17.5%	17.0%
投资回报率					
ROE	8.0%	10.8%	12.6%	12.2%	12.0%
ROA	3.5%	5.4%	6.4%	6.7%	6.7%
ROIC	10.9%	13.9%	14.1%	15.6%	15.9%
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.15	0.24	0.31	0.35	0.39
BVPS(元)	1.87	2.19	2.50	2.85	3.24
PE(X)	17.3	11.1	8.3	7.5	6.7
PB(X)	1.4	1.2	1.0	0.9	0.8
P/FCF	6.6	-11.0	8.1	14.2	5.7
P/S	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	-	1.1	5.0	4.4	3.3
CAGR(%)	32.4%	18.3%	5.8%	32.4%	18.3%
PEG	0.5	0.6	1.4	0.2	0.4
ROIC/WACC	1.1	1.4	1.4	1.6	1.6

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

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

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

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

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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

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

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

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn