

高分子防水龙头，现金流有望改善



核心观点

- **提标将扩大市场空间，高分子应用有望增加。**若防水标准修订稿落地并假设质保期延长至 25 年，有望拉动行业空间未来 2 年 CAGR+14%。提标后将加速非标产品淘汰，龙头集中度进一步提升。高分子材料作为国内防水行业的后进入者，其应用领域不断拓展，代表未来发展方向。目前高分子卷材主要应用于建筑物底板，后续有望扩展至地下室顶板/屋面。高分子在海外已是主流产品，但由于单价相对较贵，国内高分子市占率预计仅 12% 左右，但质保期延长后需要更优的防水性能，高分子应用有望增加。行业龙头东方雨虹的募投项目中也包含了高分子卷材，未来高分子认可度将继续提升。
- **打造差异化竞争优势，单层屋面系统潜力较大。**由于基数较低，上市以后获得较好融资渠道，预计公司 17-20 年营收/净利润 CAGR+75%/89%，对比东方雨虹/科顺上市 4 年内收入 CAGR+43%/40%，防水企业上市后的快速增长具有普遍性。公司一方面在地产业集采方面不断突破，直销获得快速发展，另一方面在高分子卷材方面有一定先发优势，通过拓宽其应用范围，和竞争对手差异化竞争。单层屋面系统是未来着力打造的应用场景，预计国内市场每年超 200 亿，目前普及度较低，随着光伏组件价格下降，未来有望将光伏与单层屋面相结合、用后期发电收益抵消防水成本，市场有望逐步打开。
- **产能稳步扩张，经销占比有望提升，改善现金流。**预计公司 21 年沥青基/高分子销量将达 11025 万/3795 万平米，YoY+54%/90%。相比竞争对手，公司的产能利用率较高，所以公司积极扩产，预计到 23 年底沥青/高分子产能可达 2.9/0.67 亿平米。在销售端，公司亦获得长足进步，20 年直销（集采）占比提升至 60% 左右，带动了销售的快速放量。未来随着异地产能布局 and 经销商渠道的完善，经销占比有望提升至 50% 左右，经营现金流可持续改善。

财务预测与投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 为 1.64/2.75/4.25 元，21 年可比公司平均 25X PE，考虑到公司的现金流与净利润的匹配程度低于可比公司，给予公司 20% 的折价，即 20X PE，对应目标价 55 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：现金流风险、产能扩张的不确定性、下游需求下滑、应收账款坏账

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	619	1,165	2,089	3,400	4,906
同比增长(%)	57.1%	88.1%	79.3%	62.7%	44.3%
营业利润(百万元)	76	159	325	546	845
同比增长(%)	45.2%	108.2%	105.2%	67.9%	54.7%
归属母公司净利润(百万元)	65	135	280	470	727
同比增长(%)	46.1%	108.0%	106.6%	67.9%	54.7%
每股收益(元)	0.38	0.79	1.64	2.75	4.25
毛利率(%)	36.8%	39.1%	41.6%	41.0%	40.9%
净利率(%)	10.5%	11.6%	13.4%	13.8%	14.8%
净资产收益率(%)	16.0%	18.2%	23.3%	30.1%	34.2%
市盈率	97.2	46.7	22.6	13.5	8.7
市净率	14.6	6.0	4.7	3.5	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年02月01日)	37.01元
目标价格	55元
52周最高价/最低价	74.58/17.77元
总股本/流通A股(万股)	17,091/14,533
A股市值(百万元)	5,378
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年02月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.86	-6.78	-24.47	79.48
相对表现	5.06	-12.88	-44.32	69.67
沪深300	-4.2	6.1	19.85	9.81



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888*6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

证券分析师 江剑
021-63325888*7275
jiangjian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090001

联系人 聂磊
021-63325888*7504
nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

提标将扩大市场需求，高分子应用有望增加	5
龙头加速集中，竞争格局有望持续优化	5
提标有望扩大市场需求，预计到 22 年 CAGR+14%	7
高分子卷材国内应用空间较大	11
耐久性/经济性均具备优势	11
发达国家已成主流，国内有望看齐海外	14
集采带动业绩高增长，上市成为业绩加速器	16
单层屋面系统：下个高分子应用蓝海市场	21
产能稳步扩张，经销占比有望提升	25
盈利预测与投资建议	29
盈利预测	29
投资建议	32
风险提示	33

图表目录

图 1: 2010-2020 住宅平均价格走势.....	6
图 2: 2014-2019 年规模以上防水企业数量.....	7
图 3: 2013-2019 年上市防水龙头营收及利润占行业比例	7
图 4: 2014-2019 年规模以上沥青类防水卷材产量 (亿 m ²)	9
图 5: 2014-2019 年规模以上防水行业收入规模 (亿元)	9
图 6: 2013-2020 年全国防水涂料产量.....	10
图 7: 高分子卷材的主要分类	12
图 8: 传统底板防水材料结构做法示意图.....	13
图 9: 美国防水材料市场结构 (2013 年)	15
图 10: 日本防水材料市场结构 (2018 年)	15
图 11: 格雷斯公司的 PV100 预铺高分子卷材	15
图 12: 2019 年中国防水材料市场结构.....	16
图 13: 公司主要发展历程.....	17
图 14: 2013-2019 年公司高分子/沥青基卷材的收入占比	18
图 15: 2015-2020 年公司营业收入	19
图 16: 2015-2020 年公司归母净利润.....	19
图 17: 近十年东方雨虹的业绩及主要融资情况	20
图 18: 近十年科顺股份的业绩及主要融资情况	20
图 19: 单层屋面系统的一般构造.....	21
图 20: 2016-2020 年全国商业建筑新开工面积	22
图 21: 2016-2020 年全国厂房竣工面积	22
图 22: 中国与美国/欧洲的单层屋面系统市场渗透率对比	23
图 23: 2013-2019 年中国光伏组件产量	24
图 24: 2016-2020 年光伏组件价格	24
图 25: 暴露式系统案例展示.....	25
图 26: 非暴露式系统案例展示	25
图 27: 公司生产基地分布 (已投产+在建)	26
图 28: 地产行业销售金额集中度攀升.....	27
图 29: 地产行业销售面积集中度攀升.....	27
图 30: 公司的主要战略集采客户	28
图 31: 2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌榜单中公司的品牌首选率.....	28
图 32: 2015-2019 年公司经销/直销占比及经销商数量	28
图 33: 2015-2019 年公司前 5 大客户销售占比.....	29

图 34：公司与可比公司的经营性净现金流/净利润对比.....	32
表 1：近几年政策促进防水行业规范化	5
表 2：2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单.....	6
表 3：十三五期间行业结构调整的目标	7
表 4：新旧防水标准的对比.....	8
表 5：2013-2019 年防水卷材企业的单位产量收入	9
表 6：不同防水使用年限下的防水卷材最小厚度（mm）	9
表 7：2013-2019 年东方雨虹防水涂料的销售单价	10
表 8：不同防水使用年限下的防水涂层最小厚度（mm）	11
表 9：2015-2022 年防水行业市场空间测算.....	11
表 10：高分子卷材与传统沥青基卷材所需的施工工序对比.....	13
表 11：建筑底板（一级设防等级）防水施工做法对比.....	14
表 12：2016-2019 年万科合格供应商目录中的防水企业	18
表 13：上市至今公司历次融资情况（仅统计已完成的）	19
表 14：近几年关于推动 BIPV 的主要政策	23
表 15：公司两种新建单层屋面系统的主要特性对比	25
表 16：公司未来防水卷材产能预测（万平米）	26
表 17：公司高分子卷材收入预测.....	30
表 18：公司沥青基卷材收入预测.....	30
表 19：公司防水涂料收入预测	31
表 20：A 股可比公司估值.....	32

提标将扩大市场需求，高分子应用有望增加

龙头加速集中，竞争格局有望持续优化

质量、环保标准的提升推动行业规范化，落后产能有望逐步退出。2015 年供给侧改革提出后，政府和行业协会开始严厉打击假冒伪劣和非标生产，其中 2016 年防水协会在《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》提出要制定淘汰落后产能目录，推动行业大气污染物排放标准的制定，通过节能、环保等手段淘汰落后产能；近几年环保和质量标准的提高尤其明显，在 2018-2019 年市场监管总局、城乡建设部、国家认监委发布了《2019 年产品质量国家监督抽查计划》、《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》等，对防水建材行业进一步进行规范，将防水材料列入国家质检抽查范围，并在行业内开展绿色建材产品认证，提出到 2020 年绿色建材应用比例要达到 40%以上。

表 1：近几年政策促进防水行业规范化

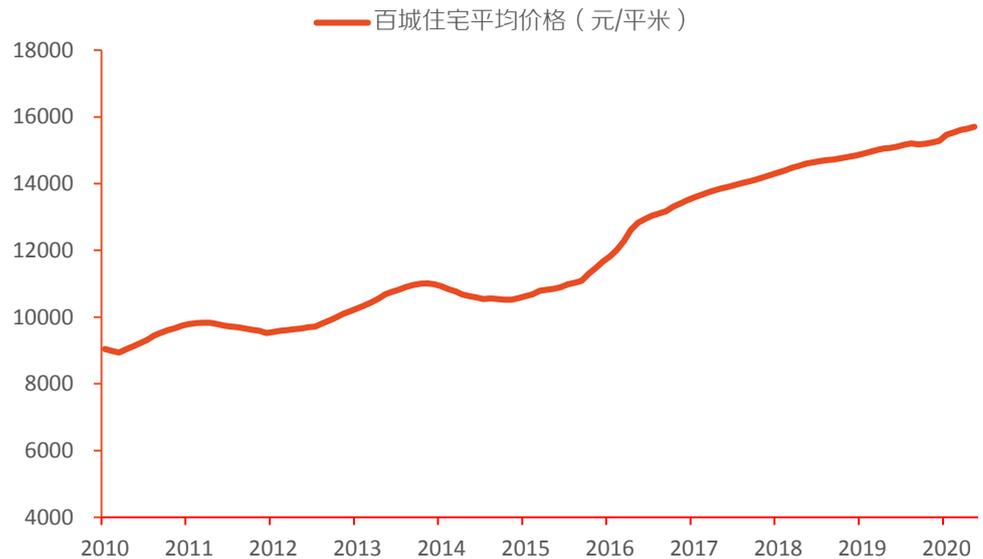
时间	法律法规名称	发布单位	涉及内容概要
2019	《2019 年产品质量国家监督抽查计划》	市场监管总局	为提高产品质量国家监督抽查工作的针对性和有效性，更好营造公平竞争的市场环境和安全放心的消费环境，对防水卷材在列产品质量监督抽查
2018	《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》	城乡建设部、国家认监委	推动建材行业转型升级，实现安全、健康、绿色发展。下一步还将联合住房和城乡建设部、工业和信息化部发布统一的绿色建材产品认证目录，同时组织编写并发布统一绿色建材产品认证规则，尽快开展绿色建材产品认证工作，到 2020 年，绿色建材应用比例达到 40%以上
2017	《建筑防水产品质量提升专项行动方案》	质检总局	为进一步落实企业主体责任，发挥市场调节的重要功能，重视优秀企业的示范引领作用，进一步调动社会各方面力量，将提升建筑防水产品质量与提高住房建设工程质量安全统筹起来，推动形成全产业链的质量提升工作机制，质检总局决定开展 2017 年建筑防水产品质量提升专项行动
2016	《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》	中国建筑防水协会	坚决打击假冒伪劣和非标生产，继续实施证后监管；制定淘汰落后目录，制定联盟或团体标准，从而提高行业准入门槛；推动防水行业大气污染物排放标准的制定，通过节能、环保等手段淘汰落后产能；扶优扶强，推动行业并购重组；延伸上下游产业链，促进行业由制造业向制造服务业转型，提升全产业链价值
2016	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	建材工业实现转型升级健康发展，要抓住产能过剩、结构扭曲、无序竞争等关键问题，在供给侧截长补短、压减过剩产能，有序推进联合重组，改善企业发展环境，增强企业创新能力，扩大新型、绿色建材生产和应用，优化产业布局和组织结构，有效提高建材工业的质量和效益
2014	《国家新型城镇化规划（2014-2020）》	国务院	绿色建筑占新建建筑比重将从 2012 年的 2%提升到 2020 年的 50%。绿色建筑防水材料属新型建筑材料，绿色防水卷材作为建筑防水材料的主导产品是基本建设及相关行业不可缺少的重要功能材料，是朝阳产品

资料来源：市场监管总局，城乡建设部，国家认监委，质检总局，国务院，东方证券研究所

房住不炒下地产商对工程质量日益重视，龙头是最可靠的质量保障。根据 wind 百城住宅平均价格数据，截至 2020 年 10 月住宅均价达到 15705 元/平米，10 年间增长 72%。在房价快速上涨阶段，商品房具备较高的升值预期，因此人们对工程质量的关注程度较低。但 2017 年以来中央多次强调

要坚持“房住不炒”，对于房价的调控力度始终没有放松，未来房价的上涨动力或逐步趋缓，商品房的居住属性将日益突出，人们会更加关注产品的质量，对于地产商而言，在激烈的市场竞争中只有不断提高产品的品质才能赢得客户的信赖，在防水等功能性材料的选择上，头部供应商一般都是质量最为可靠的。从近几年 500 强地产商的防水材料首选情况来看，前三家的合计首选率均超过 60%，预计未来地产商对龙头防水企业的偏好将只增不减。

图 1：2010-2020 住宅平均价格走势



资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单

排名	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水	7%
4	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾/卓宝	8%	凯伦	7%
5	蓝盾	5%	卓宝	9%	凯伦/大禹	6%	卓宝	6%
6	大禹	4%	大禹	7%	雨中情	2%	雨中情	5%
7	德生	3%	德生	4%	金拇指	2%	蓝盾	5%
8	禹王	3%	凯伦/蜀羊	2%	蜀羊	2%	三棵树·大禹九鼎	3%
9	宇虹	2%	禹王	1%	禹王	1%	宏源	2%
10	蜀羊	2%	金拇指	1%	大禹九鼎	1%	宇虹	1%
总计	-	96%	-	96%	-	100%	-	92%

资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，东方证券研究所

竞争格局持续优化，19年三大龙头收入/利润占比提升至24.16%/48.28%。在2016年发布的《建筑防水行业十三五发展规划》中提出，供给侧改革的目标为调整行业结构、提高集中度，计划到2020年年收入超过20亿元的企业达到20家以上，行业前50位的企业市场占有率达到50%。截至2019年，规模以上防水企业数量为653家，较18年末减少131家。与此同时，市场资源明显向大企业集中，截至2019年行业前三上市龙头的收入占全行业规模以上企业总收入的比例为24.06%，比2018年提升8.58pct，利润占全行业的比例为48.63%，比2018年提升21.96pct。

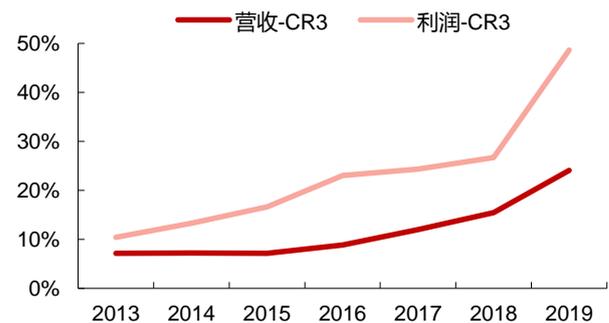
良币驱逐劣币，对高质量的认可度提升有望驱动行业格局继续改善。防水属于隐蔽工程，一旦出问题以后维修难度较大，近几年频繁发生的渗漏事件也给地产商提供了大量的教训，因此对房屋质量的重视程度明显提升；此外，根据行业协会的调查，防水工程在房屋整体造价中占比仅有2.8%左右，地产商的价格敏感度较低，因此为了保证质量地产商在采购中会逐步淘汰掉以往低价中标的劣质非标产品，良币驱逐劣币将成为趋势。因此我们认为，在行业结构优化的指导框架下，伴随非标产品逐渐清退、以及工程质量重要性提升推动市场对龙头品牌的认可程度进一步提高，未来行业竞争格局有望继续改善。

图 2：2014-2019 年规模以上防水企业数量



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 3：2013-2019 年上市防水龙头营收及利润占行业比例



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：CR3 为三家上市防水企业构成 - 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份

表 3：十三五期间行业结构调整的目标

年份	年收入超过 20 亿的企业数量	前 50 企业的市场占有率
2015	1 家	35%
2020	20 家以上	50%

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

提标有望扩大市场需求，预计到 22 年 CAGR+14%

质保期有望延长，防水用量和质量提升带动市场需求增加。2000 年发布的《建设工程质量管理条例的规定》中规定了防水的质保期为 5 年且该质保制度一直延续至今，但对比发达国家如美国的

保证期在 15 年以上，且保证期制度下供应商不仅要负责漏水维修，还需要支付大额的赔偿，从而促使供应商更注重事前质量控制，相比之下中国现行的防水质保制度是落后的。2019 年住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范 - 征求意见稿》标志着现行防水质保期 5 年的规定或成为过去式，其中提出了未来屋面/外墙/室内工程防水设计工作年限不应低于 25/25/30 年。根据中国建筑防水协会，我国的防水造价仅占建筑工程建安成本的 2.8%，而发达国家高达 7%-8%，质保期较短、工程定额少是其中的重要原因，提标后对防水材料的用量和质量要求更高，因此未来防水材料在建安成本中的占比有望进一步提升，带动行业整体需求扩容。

表 4：新旧防水标准的对比

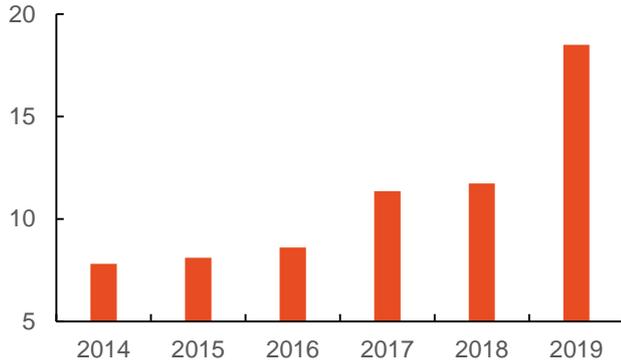
规范名称	发布年份	具体要求
《建设工程质量管理条例的规定》	2000 年	屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为 5 年
《建筑和市政工程防水通用规范-征求意见稿》	2019 年	屋面和外墙工程防水设计工作年限不应低于 25 年； 室内工程防水设计工作年限不应低于 30 年； 道路桥梁工程路面（桥面）防水设计工作年限不应低于路面结构（桥面铺装）设计年限；非侵蚀性介质蓄水类工程防水系统设计工作年限不应低于工程结构设计年限。

资料来源：中国防水网，住建部，东方证券研究所

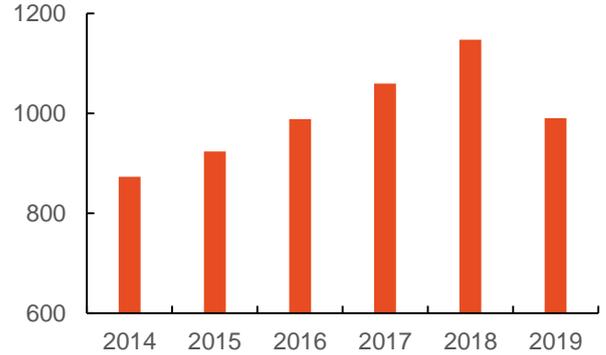
新标准实施后预计到 22 年防水卷材市场空间将达到约 2439 亿，20-22 年 CAGR+14.1%，主要假设及推算过程如下：

根据中国建筑防水协会，2019 年全国沥青类防水卷材产量达 18.5 亿平方米，近五年 CAGR 约 10%，规模以上防水企业收入规模达 990 亿元，由于样本选取标准变动使数据异常，我们采用 17-18 年的单位产量收入平均值将 19 年规模以上防水企业收入修正为 1767 亿。根据建筑防水行业十三五规划年均增长率不低于 6% 的目标，我们估计 2020 年防水卷材的产量将达到 19.61 亿平方米，单位产量收入与 19 年（修正后）相同，那么可以推算出 2020 年防水卷材的市场空间约为 1874 亿元。

在建筑防水行业十三五发展规划中提出到 2020 年防水材料总产量达到 22 亿平米，由于我们预计 2020 年仅有 19.61 亿平米，因此我们假设到 22 年的产量应该能够实现这一目标，对应年复合增长率约为 6%。根据《屋面工程质量验收规范》（GB50345—2012），目前 I 级/II 级防水工程的设计年限分别为 20/10 年，对应防水卷材的平均使用厚度为 3.85/2.63mm，假设新标准下设计年限提升至 25 年且防水层厚度随着设计年限线性增加，可得到新标准下防水卷材的平均厚度将达到 4.46mm。在施工面积不变的情况下，假设材料价格随着防水层厚度线性增加，那么新标准实施后防水卷材厚度由 20 年 3.85mm（保守估计下采用 I 级的厚度）提升至 4.46mm，对应的造价（即上文的单位产量收入）将由 95.54 元/m² 提升至 110.68 元/m²。根据防水协会的估计我们不排除新标准明年可能会落地，并考虑一到两年的过渡期后，到 22 年新标准下的防水卷材市场空间保守估计为： $110.68 \times 19.61 \times (1+6\%)^2 = 2439$ 亿元。

图 4：2014-2019 年规模以上沥青类防水卷材产量（亿 m²）


资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 5：2014-2019 年规模以上防水行业收入规模（亿元）


资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：2019 年规模以上企业收入下降但同比仍增长 12.2% 的原因在于统计局前后样本不统一，同比的基数并不相同

表 5：2013-2019 年防水卷材企业的单位产量收入

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (修正前)	2019 (修正后)
规模以上企业营业收入（亿元）	805	909	939	988	1059	1147	990	1767
沥青类卷材产量（亿 m ² ）	7.45	7.82	8.35	8.60	11.36	11.73	18.5	18.5
单位产量收入（元/平方米）	108.15	116.42	112.48	114.88	93.25	97.82	53.51	95.54

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：2019 年行业统计样本变化较大导致计算出的单位产量收入数据异常可能不具有可比性。为了尽可能消除异常数据的影响，我们对 2019 年进行如下修正：单位产量收入近似采用 17-18 年的平均值，规模以上企业营业收入采用修正后的单位产量收入乘实际产量得到。

表 6：不同防水使用年限下的防水卷材最小厚度（mm）

防水等级	设计使用年限	高分子卷材	高聚物改性沥青卷材			平均
			聚酯胎、玻纤胎	自粘聚酯胎	自粘无胎	
I 级	20 年	2.4	6.0	4.0	3.0	3.85
II 级	10 年	1.5	4.0	3.0	2.0	2.63
新标准（预计）	25 年					4.46

资料来源：住建部，中国建筑防水协会，东方证券研究所

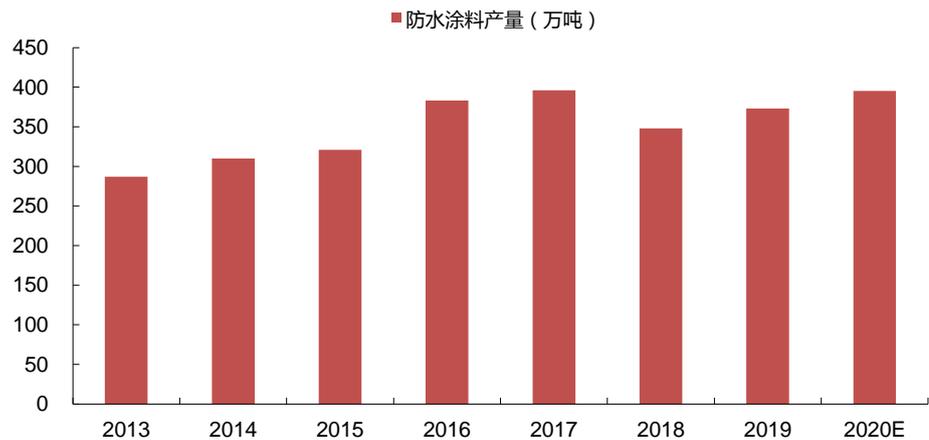
注：不同防水等级下的设计使用年限为《屋面工程质量验收规范》（GB50345—2012）征求意见稿中的规定，实际发布的规范中取消了对防水层合理使用年限的规定，但我们认为依然可作为新标准的比对依据。

新标准实施后预计到 22 年防水涂料市场空间将达到约 237 亿，20-22 年 CAGR+13.8%，主要假设及推算过程如下：

根据中国涂料工业协会及前瞻产业研究院，2019 年全国防水涂料产量为 373 万吨，YOY+7.18%，同样地根据建筑防水行业十三五规划，保守估计 2020 年防水涂料产量将增长 6%至 395 万吨。此外，从东方雨虹近五年防水涂料的售价来看，由于行业竞争激烈导致价格不断下滑，但 2018 年来价格将逐步企稳，因此我们用公司最近一年的产品售价 4643 元/吨近似作为行业平均售价，则可以推算出 2020 年防水涂料的市场空间约为 183 亿元。

根据《屋面工程质量验收规范》（GB50345—2012），目前 I 级/II 级防水工程的设计年限分别为 20/10 年，对应防水涂料涂层的平均使用厚度为 3.33/2.33mm，假设新标准下设计年限提升至 25 年且防水层厚度随着设计年限线性增加，可得到新标准下防水涂料涂层的平均厚度将达到 3.83mm。在施工面积不变的情况下，假设材料价格随着防水层厚度线性增加，那么新标准实施后防水涂层厚度由 20 年 3.33mm（保守估计下采用 I 级的厚度）提升至 3.83mm，对应的造价将由 4643 元/吨提升至 5340 元/吨。与卷材类似，假设 20-22 年防水涂料产量的复合增长率为 6%，根据防水协会的估计我们不排除新标准明年可能会落地，并考虑一到两年的过渡期后，到 22 年新标准下的防水涂料市场空间估计为 $0.534 \times 395 \times (1+6\%)^2 = 237$ 亿。

图 6：2013-2020 年全国防水涂料产量



资料来源：中国涂料工业协会，前瞻产业研究院，东方证券研究所

表 7：2013-2019 年东方雨虹防水涂料的销售单价

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
防水涂料收入（亿元）	10.61	12.86	13.62	18.99	29.72	39.76	48.75
防水涂料销量（万吨）	13.72	18.87	26.01	37.83	62.07	86.35	105
防水涂料售价（元/吨）	7733	6815	5238	5020	4788	4605	4643

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 8：不同防水使用年限下的防水涂层最小厚度（mm）

防水等级	设计使用年限	高分子涂膜	聚合物水泥涂膜	高聚物改性沥青涂膜	平均
I 级	20 年	3.0	3.0	4.0	3.33
II 级	10 年	2.0	2.0	3.0	2.33
新标准（预计）	25 年				3.83

资料来源：住建部，中国建筑防水协会，东方证券研究所

预计到 2022 年防水行业市场总空间约 2676 亿，未来两年 CAGR+14%。将上述防水卷材和防水涂料的市场空间加总，可得到 2020-2022 年防水行业总市场空间为 2056/2366/2676 亿，YOY+6%/15%/13%。

表 9：2015-2022 年防水行业市场空间测算

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
防水卷材市场空间（亿元）	923	988	1059	1147	1767	1874	2157	2439
防水涂料市场空间（亿元）	148	176	182	160	172	182	210	237
防水行业总空间（亿元）	1071	1165	1242	1308	1939	2056	2366	2676
YOY		8.71%	6.63%	5.30%	48.27%	6.05%	15.08%	13.10%

资料来源：中国建筑防水协会，中国涂料工业协会，东方证券研究所

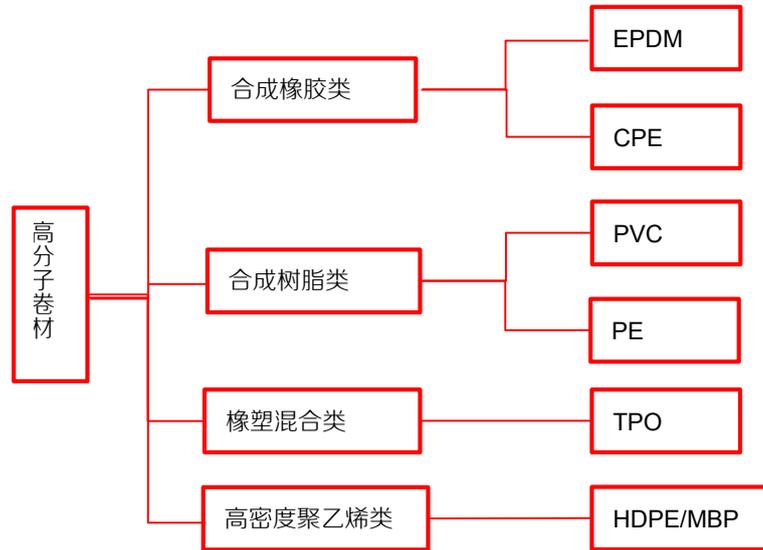
注：2015-2018 年防水卷材的市场空间直接采用规模以上企业收入，2019 年市场空间采用经过修正后的规模以上企业收入。

高分子卷材国内应用空间较大

耐久性/经济性均具备优势

按照主要原材料的不同，目前高分子卷材可分为合成橡胶、合成树脂、橡塑混合以及高密度聚乙烯几大类，每一类的代表产品包括三元乙丙橡胶防水卷材（EPDM）、聚氯乙烯(PVC)卷材、热塑性聚烯烃类防水卷材（TPO）、高分子自粘预铺（MBP）防水卷材等，其中公司的主打产品即为 MBP 防水卷材。

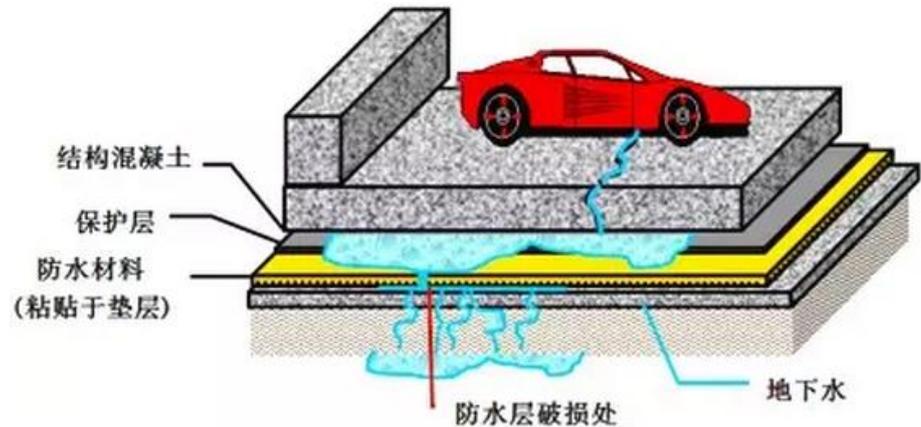
图 7：高分子卷材的主要分类



资料来源：行业公开信息，东方证券研究所

HDPE/MBP 高分子卷材采用预铺反粘施工，降低了传统施工下因地面沉降等导致的渗漏风险。目前大部分高分子卷材用于建筑物底板位置，而底板也是建筑物防水工程的重中之重，传统的沥青基卷材在底板施工中是粘接在垫层之上，一旦地基发生沉降（特别是不均匀沉降）垫层会发生变形，防水层也随之扭曲撕裂，一旦防水卷材破损，地下水会在防水层和结构混凝土之间流动，从混凝土裂纹进入建筑物内部。而高分子卷材在施工中是空铺在垫层上，胶黏面朝上然后直接在卷材上绑扎钢筋、浇筑混凝土，待混凝土固化后卷材是直接与结构混凝土粘结，防水层不和垫层粘结在一起就不会受到地基沉降的影响，这种施工方式被称作“**预铺反粘法**”。

图 8：传统底板防水材料结构做法示意图



资料来源：格雷斯，东方证券研究所

此外，HDPE/MBP 高分子卷材还具备以下优势：

1) 高分子卷材可解决传统材料不能在雨天施工的问题，在南方雨季环境下适用性强。对于传统的防水卷材，不论是热熔还是自粘材料的施工规范中都是严禁在雨天施工的，主要原因在于传统材料要保证粘结面绝对干燥，而雨水会使基层潮湿，使胶粘剂与基层脱离、卷材粘结不牢。高分子卷材由于与结构的粘结是随着混凝土浇筑的同时完成的，而在此之前的预铺、绑扎钢筋等施工工序受到雨水的影响相对较小，因此高分子卷材的大部分施工均可以在雨天进行，特别是在南方地区的梅雨季节期间传统的防水卷材一般都是停工的，但高分子卷材如果需要赶进度的话在雨季也可以正常施工。

2) 与传统材料相比，高分子卷材的施工工序更加简化。高分子卷材的施工工序一般为①基层处理；②空铺卷材；③铺设钢筋；④浇筑混凝土。与传统沥青基卷材相比，高分子卷材由于不和基底粘结因此不需要进行底油处理，同时卷材上直接绑扎钢筋，也不需要铺设保护层。施工工序的简化可以有效缩短施工周期，根据格雷斯公司的研究，采用高分子卷材后整个防水工程的工期可节约 1/3 以上。

表 10：高分子卷材与传统沥青基卷材所需的施工工序对比

施工工序	高分子卷材	传统沥青基防水卷材
基层处理	√	√
底油	×	√
铺设卷材	√	√
铺设保护层	×	√
铺设钢筋	√	√
浇筑混凝土	√	√

资料来源：《中国建筑防水》，东方证券研究所

3) 高分子卷材的施工可节省保护层等部位的成本，单平米整体造价比传统材料少 12 元左右。下面以建筑底板上不同防水材料的做法来比较各自的经济性。根据公司公开路演材料，1.2mm 厚的 MBP 高分子卷材的包工包料造价约为 136 元/平米；在实际建筑底板做法中，要达到一级设防等级的话如果用 SBS 沥青基卷材就必须使用双层结构，一般 4mm+3mm 的双层组合造价在 83 元左右，虽然仅考虑卷材造价的话 MBP 是高于 SBS 的，但由于 SBS 卷材施工时需要做保护层、隔离层和垫层等结构，这些成本加上以后 SBS 的整体造价将达到 148 元/平米，比 MBP 高出 12 元/平米。

表 11：建筑底板（一级设防等级）防水施工做法对比

SBS 沥青基卷材	MBP 高分子卷材
自防水钢筋混凝土底板	自防水钢筋混凝土底板
50mm 厚细石混凝土保护层（35 元）	无需处理
无纺布隔离层（5 元）	无需处理
4mm 厚 SBS 改性沥青卷材（47 元）	无需处理
3mm 厚 SBS 改性沥青卷材（36 元）	1.2mm 厚 MBP 卷材（136 元）
20mm 厚水泥砂浆找平层（25 元）	无需处理
100mm 厚 C15 细石混凝土垫层	100mm 厚 C15 细石混凝土垫层

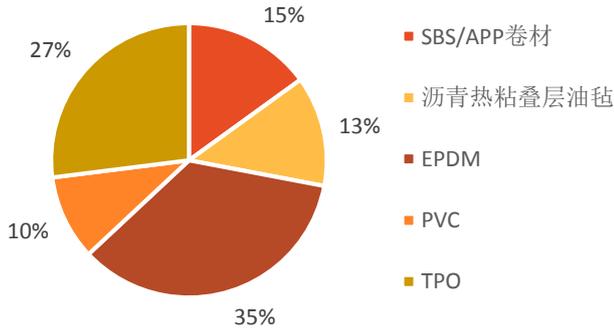
资料来源：公司路演材料，东方证券研究所

4) 高分子卷材的强度更高、耐久性更好。高分子卷材施工时，工人需直接站在其上进行绑扎钢筋等施工作业，缺少了混凝土保护层，卷材被钢筋破坏的几率大幅度增加，因此材料一定要具备足够的抗拉及抗穿刺强度，《预铺/湿铺防水卷材》中规定高分子自粘胶膜防水卷材的抗拉强度应大于 500 N/50mm，而聚酯胎 SBS 改性沥青卷材的最低抗拉强度标准为 450 N/50mm。由于强度较高，高分子卷材破损渗漏的概率更低，使用寿命更长，一般均在 10 年以上。

发达国家已成主流，国内有望看齐海外

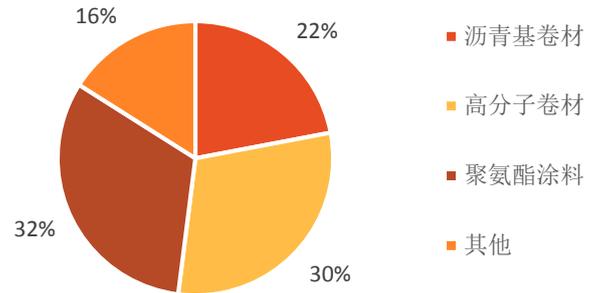
高分子材料在发达国家有近 40 年的发展时间，目前已成为防水市场的主流产品。从全世界范围内来看，高分子卷材并不是一个新事物，最早在上世纪 80 年代欧美及日本等发达国家就已经开始大规模量产，美国和日本主要使用的是以三元乙丙橡胶防水卷材为代表的合成橡胶类(EPDM)材料，而欧洲国家则偏爱树脂类(PVC)卷材。通过长期的实践应用，到目前为止在发达国家高分子卷材已经是主流的防水材料，其中美国防水市场中高分子卷材(包括 EPDM、PVC、TPO 等)占比达到 72%，日本市场中高分子卷材占比也达到 30%。

图 9：美国防水材料市场结构（2013 年）



资料来源：《中国建筑防水》，东方证券研究所

图 10：日本防水材料市场结构（2018 年）



资料来源：《中国建筑防水》，东方证券研究所

预铺反粘高分子卷材发源于美国，引入中国已超过十年。高密度聚乙烯（HDPE）防水卷材以及预铺反粘施工技术则最早由美国格雷斯公司于上世纪 90 年代发明，1991 年美国昆西火险公司（Quincy Mutual Fire Insurance Co.）项目第一次使用此项技术并获得了成功。经过二十多年的工程实践后技术不断完善，2004 年格雷斯公司将该项技术引入中国，最开始主要应用于地铁及大型市政项目上，防水效果得到了业主的广泛好评。2009 年格雷斯开发出适用于中国的预铺防水卷材产品 PV100 并大量投放中国市场，直至今日仍是国内认可度最好的高分子卷材产品之一。

图 11：格雷斯公司的 PV100 预铺高分子卷材

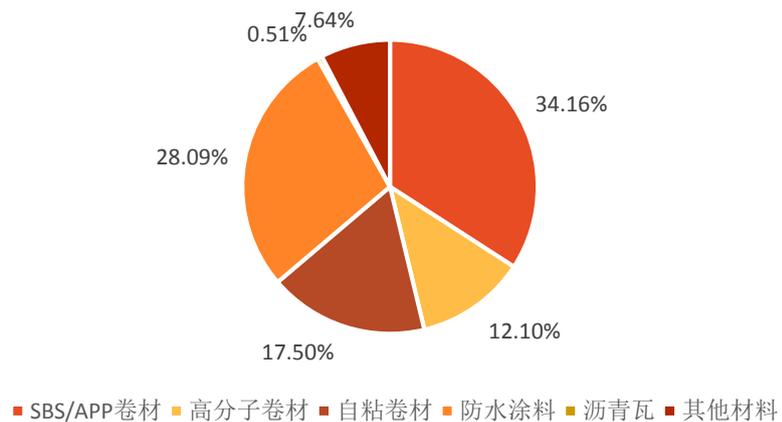


资料来源：格雷斯，东方证券研究所

未来中国的高分子卷材普及程度有望逐步提升。中国从 80 年代开始生产高分子卷材，其中 EPDM 和 PVC 生产及应用量最大，根据《新型建筑材料》的研究，到 1994 年全国高分子材料的实际年

产量为 1000 多万平米，到 2010 年产量达到 6500 万平米；根据华经产业研究院，到 2019 年中国的高分子卷材占比仅有 12%，按照 18.5 亿平米的行业总产量计算，高分子卷材目前的产量为 2.22 亿平米。相比发达国家，中国高分子卷材普及率较低主要是由于 1) 防水工程质保期较短，高分子卷材的耐久性优势不明显；2) 过去房价快速上涨过程中大家对防水质量的容忍程度较高；3) 供应商对后期渗漏所承担的责任相对较小。未来在“房住不炒”政策下房价的进一步上涨受限，客户对防水质量的要求会越来越严格，同时随着质保期的延长、供应商承担的责任增加，性能更好的高分子卷材将获得更高的市场认可度。

图 12：2019 年中国防水材料市场结构



资料来源：华经产业研究院，东方证券研究所

龙头东方雨虹募资扩产高分子，发展潜力有望得到更多企业认可。根据东方雨虹 20 年 10 月发布的定增预案，本次募集的 80 亿资金除 30% 用于补充流动资金外，剩余全部用于扩大各产品的产能，其中至少 6600 万将投向高分子材料。在本轮定增前，从绝对规模上看东方雨虹已经是国内第一大高分子材料供应商，通过再融资继续在该赛道上加码，反映出东方雨虹十分看好高分子材料未来的发展潜力，我们判断未来行业内其他公司不排除会跟随龙头的步伐加快布局高分子产能，从而带动高分子的认可度进一步提升。

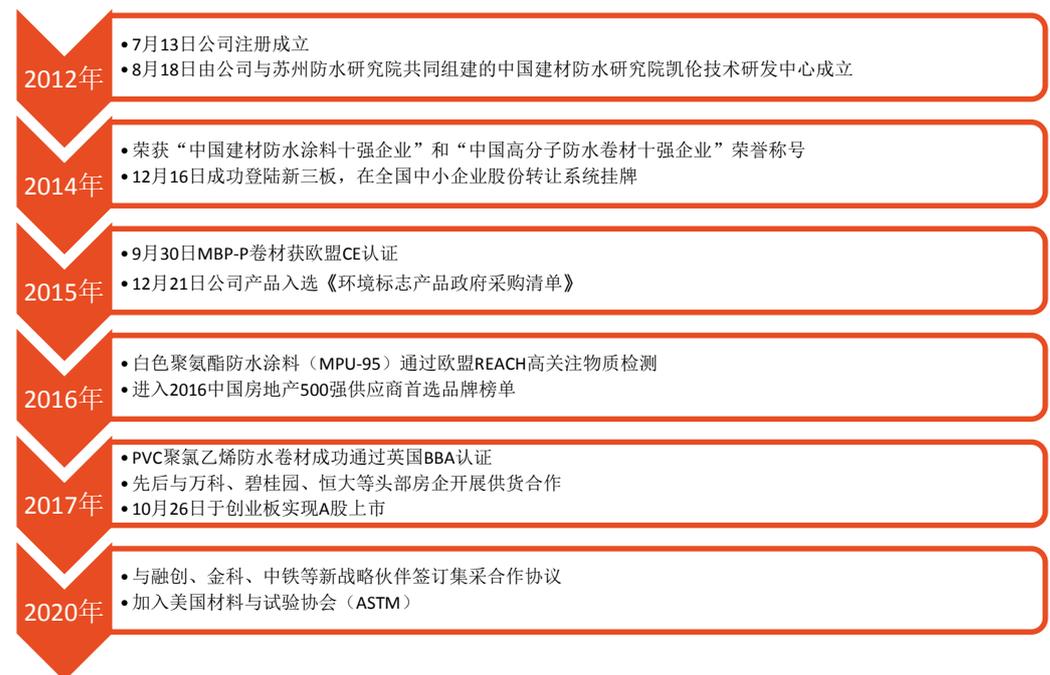
集采带动业绩高增长，上市成为业绩加速器

产研结合注入创新基因，短短 8 年时间跻身行业前列。公司在 2011 年开始组建，在成立之初就确立了“创新与融合”的发展价值观，与苏州防水研究院（防水行业唯一的国家级研究院和标准制定单位）合作组建技术研发中心，率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题，2012 年成功研发出我国第一款高分子自粘胶膜防水卷材（MBP）、打破了国外厂商的技术垄断；随后公司又攻克了 MPU 白色聚氨酯防水涂料等新材料的生产工艺和关键技术，成为行业内绿色建材的

先行者。为最大程度发挥新产品的组合优势并更好地适应各种复杂的工程现场，公司将生产工艺创新和施工简化纳入到特色研发战略中，这种从原材料、产品研发、生产设备、施工工艺、施工器具与辅材的全方位系统化升级被称之为“迭代创新”。短短 8 年时间内，公司在高分子的细分市场领域内快速取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势，成为国产高分子材料的主流供应商。

践行高质量发展理念，欧美市场认证有望增强品牌影响力。公司在成立初期正是行业无序发展的一段时期，市场中充斥着大量劣质、低价的“非标”产品，公司管理层致力于打破行业粗放发展和竞争的局面，始终坚持高质量的市场定位，例如，与大部分国产厂商不同，公司的高分子生产线全部采用进口设备，虽然前期投资增加了 5-6 倍，但进口设备的生产效率、品质和成本上都有明显优势，而且采用进口设备也更加方便进行产品的创新。公司的产品不仅畅销国内，在海外也得到广泛认可，2015 年至今先后通过了欧盟 CE 认证、REACH 检测、英国 BBA 认证、美国材料与试验协会 (ASTM) 等国际权威认证，是国内厂商中获得国际认证最多的企业，这为公司提升品牌认可度、进一步打开国际市场提供了良好的契机。

图 13：公司主要发展历程



资料来源：公司官网，东方证券研究所

从万科供应商目录看市场认可度的提升：18 年首次入围，19 年提升至 B 级，仅次于东方雨虹。近几年公司的高分子产品之所以得到快速推广，万科等龙头房企的认可度提升是重要因素之一。以万科为例，万科每年都会主动邀请市场中部分新材料和技术在内部进行推广和试用，如果效果较好就会正式加入供应商目录，因此作为防水市场中一款性价比较高的新产品，公司的 MBP 高分子卷材在万科较为开放的采购体系和偏高端的产品质量体系下得到了很好的展示和发挥。2017 年公司与万科开始展开合作，2018 年首次引入至合格供应商名录，2019 年等级由合格提升至 B 级，成为

仅次于东方雨虹的防水供应商，随着公司知名度逐步打开后，与碧桂园、恒大等其他龙头地产品牌的合作也相继落地，地产大客户的突破成为公司市场份额快速提升的重要保障。

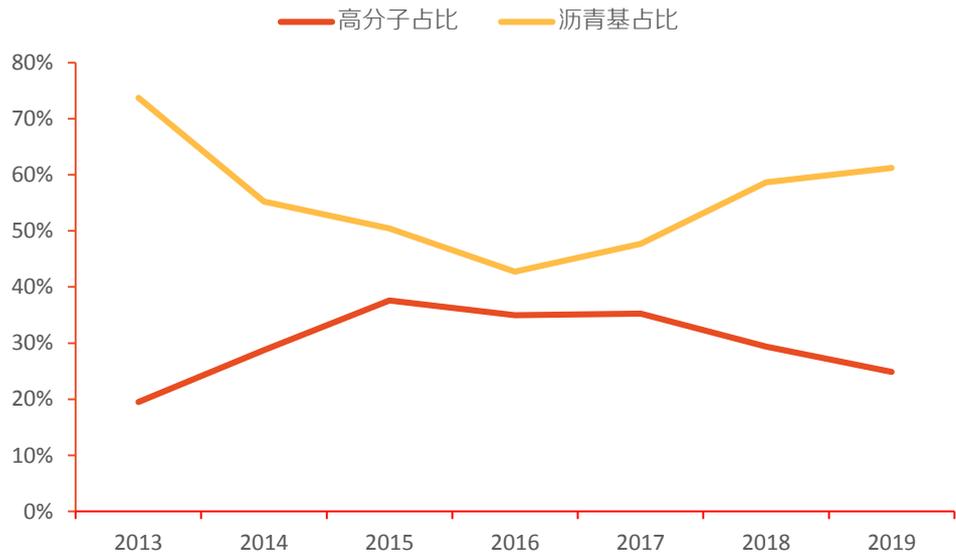
表 12：2016-2019 年万科合格供应商目录中的防水企业

等级	2016	2017	2018	2019
A 级	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹	东方雨虹
B 级	潍坊宇虹	潍坊宇虹	潍坊宇虹	凯伦股份
合格	--	--	凯伦股份	潍坊宇虹

资料来源：万科周刊，东方证券研究所

业务结构方面，由于高分子产能限制以及沥青基市场需求较大，上市后沥青基增速快于高分子。高分子卷材和沥青基卷材是公司两款主要产品，在公司收入中合计占比近 90%。尽管高分子卷材是公司的特色主打产品，但从 2017 年上市以来的收入结构来看，沥青基的占比逐年提升，即沥青基的销售增速快于高分子，我们认为主要原因有两点：一是公司高分子生产基地仅在苏州有部署，导致产能增长较慢且地域辐射面积有限，二是防水市场中沥青基仍是主流产品，大部分地产集采中仍采用的是沥青基，因此在沥青基的扩张上更容易快速实现放量。

图 14：2013-2019 年公司高分子/沥青基卷材的收入占比



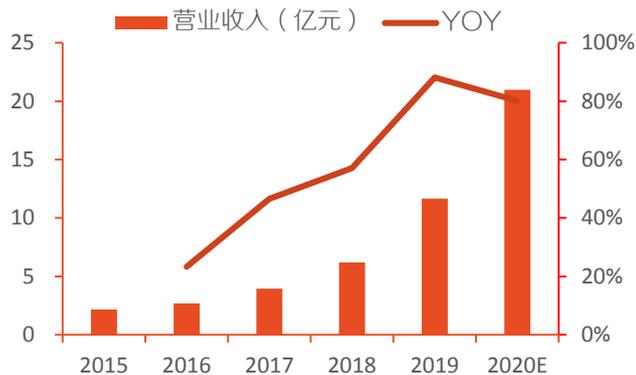
资料来源：wind，东方证券研究所

集采放量+上市融资助力业绩高增长，2017 年至今营收/净利润 CAGR+75%/89%。从公司过往业绩来看，高速成长的起点始于 2017 年，我们认为主要原因是 2017 年公司在 B 端取得突破、先后进入多家头部地产商的集采供应商体系，并且在同一时期上市融资后有了充足的营运资金，满足了集采业务所需的大量现金需求（尤其是 18 年行业内大规模的垫资），因此后续公司在集采上得以

实现快速放量增长。根据公司业绩预告，20 年归母净利润达到 2.71-3.12 亿，我们预计 20 年公司营收/净利润 21/3 亿, YOY+80%/121%，按此推算 2017 年上市至今营收/净利润 CAGR+75%/89%。

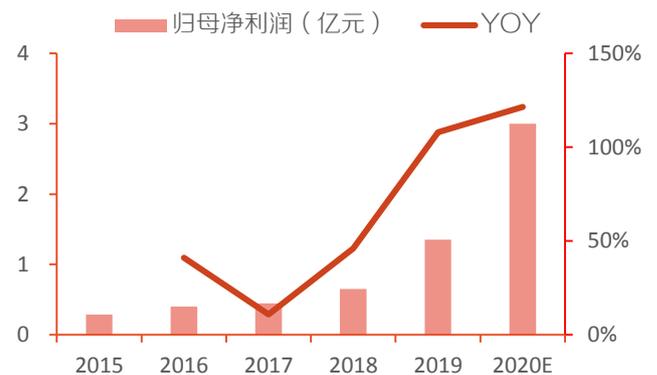
行业龙头上市 4 年内同样取得业绩高增长，相似的成长路径或继续演绎。防水行业龙头公司东方雨虹和科顺股份分别于 2008/2015 年上市（科顺最初在新三板上市），两家公司上市 4 年内的业绩同样亮眼，其中东方雨虹的营收/净利润 CAGR+43%/44%，科顺股份的营收/净利润 CAGR+40%/22%。对于行业三家公司上市后的成长共性，我们认为与行业的商业模式有关，由于防水卷材具有一定的销售半径，因此要实现覆盖全国市场就必须在各地扩产，而三家公司也基本沿着上市融资-扩产-抢占市场的发展路径在演绎。

图 15：2015-2020 年公司营业收入



资料来源：wind，东方证券研究所

图 16：2015-2020 年公司归母净利润



资料来源：wind，东方证券研究所

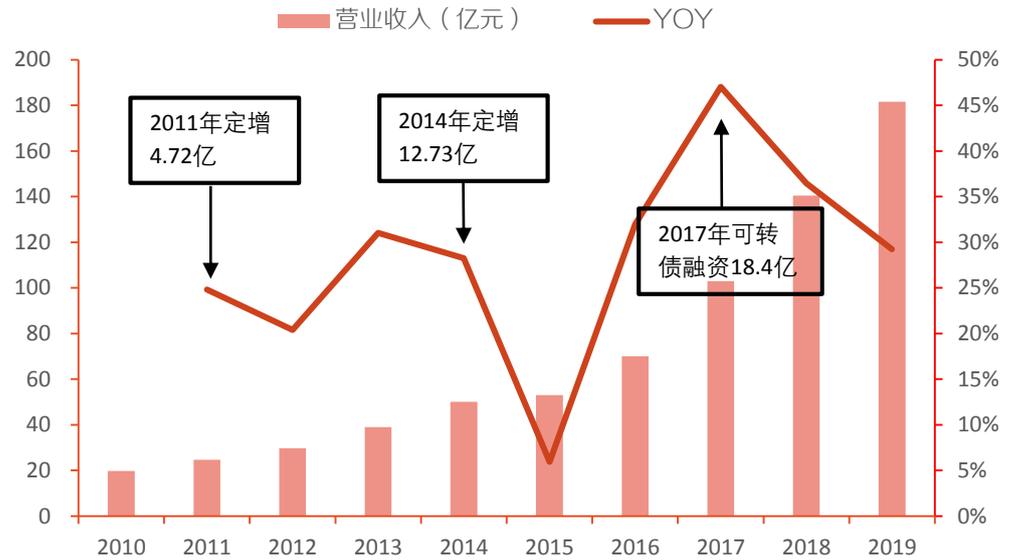
对比公司/科顺/东方雨虹，通畅的融资渠道是业绩的重要保障。公司上市以来共有两次大规模的融资，分别是 17 年的 IPO 和 19 年的配股。对比同行业的两家龙头东方雨虹/科顺股份，上市后的融资也对业绩有较强的推动作用，东方雨虹甚至上市后每三年就会有一次较大规模的再融资。我们认为防水企业之所以在融资后能够取得持续增长，主要由于开拓 B 端客户需要大量垫资，因此资金充沛的企业将占有明显的优势，特别是在 18 年全行业流动性紧张的环境下，三家公司基本都有通畅的融资渠道保障资金面的安全。

表 13：上市至今公司历次融资情况（仅统计已完成的）

时间	类型	募集金额
2017 年 10 月	IPO	2.25 亿
2019 年 12 月	配股	4.94 亿
2020 年 2 月	非公开发行债券	5000 万

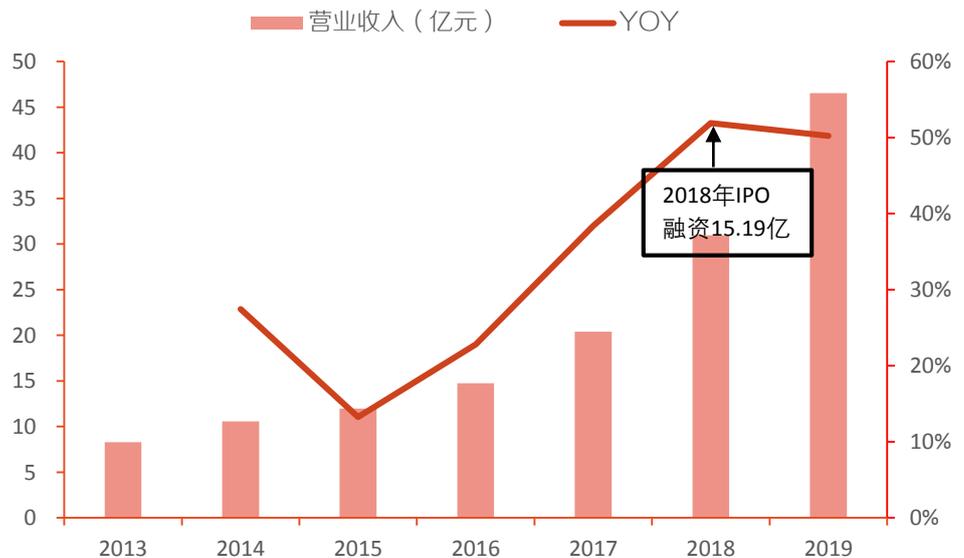
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 17：近十年东方雨虹的业绩及主要融资情况



资料来源：wind，东方证券研究所

图 18：近十年科顺股份的业绩及主要融资情况

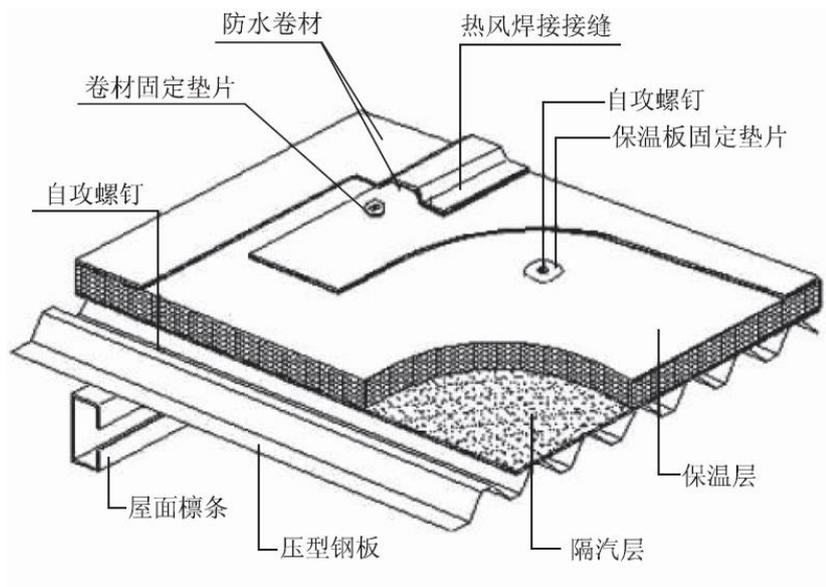


资料来源：wind，东方证券研究所

单层屋面系统：下个高分子应用蓝海市场

单层屋面系统主要应用于制造业和商业建筑的屋顶防水。单层屋面（Simple-ply Roofing）系统是相对于叠层和多层系统、采用单层柔性防水层的屋面系统，通常包括结构层、隔汽层、保温层、防水层的构造，采用机械固定、满粘或空铺法等不同方式将各层依次结合起来。单层屋面系统在欧美国家已成为平屋面工程的最主要屋面系统形式，1999年被引入国内，由于单层屋面系统具有自重轻、防水保温性能好、节能环保、易检修、寿命长等优点，目前已被广泛应用于工业厂房、物流中心、仓储中心、各种商用建筑以及机场、会展、体育场馆等大型公共建筑，尤其在钢结构屋面形式下，可以彻底解决传统屋面系统（过去工业厂房屋顶一般只有彩钢板，防水构造十分简易）的渗漏、冷桥结露、噪音和能耗大等问题。

图 19：单层屋面系统的一般构造

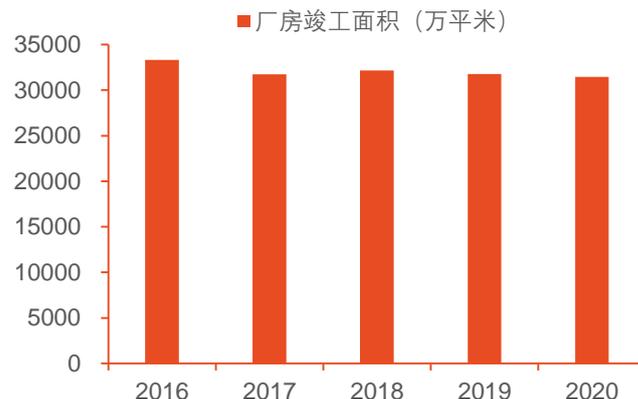


资料来源：《机电信息》，东方证券研究所

预计单层屋面系统拉动的高分子防水市场超 200 亿。单层屋面系统主要应用于工业厂房以及商业建筑中，假设屋顶的防水施工面积与其建筑面积大致相等，详细预测如下：1）2016 年至今全国每年竣工的厂房面积基本在 3 亿平米左右，由于厂房的建设周期相对较短（一般都在 1 年内），因此我们假设每年新建的厂房面积大约也为 3 亿平米，另外厂房从建成到首次翻修的时间大约为两年（过去大多数厂房采用彩钢板防水，耐久性较差），差不多每年翻新面积也应该有 3 亿平米，因此厂房对应的面积为 6 亿平米；2）20 年商业建筑新开工面积约为 1.8 亿平米，由于商业建筑传统的屋面系统耐久性较好因此不考虑翻修的情况。综合来看，每年厂房和商业建筑对应的防水面积大约在 7.8 亿平米，在最理想的情况下假设全部采用单层屋面系统，按照 30 元/平米的防水价格计算（仅计算材料，不包括人工和辅材等价格），对应的市场空间达到 234 亿，是 19 年公司收入的 20 倍。

图 20：2016-2020 年全国商业建筑新开工面积


资料来源：wind，东方证券研究所

图 21：2016-2020 年全国厂房竣工面积


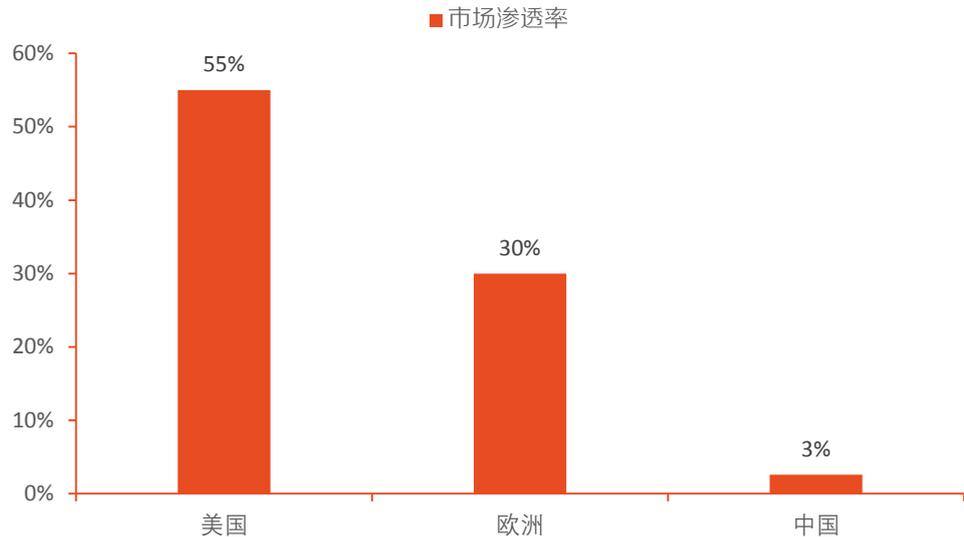
资料来源：wind，东方证券研究所

单层屋面系统在中国的市场渗透率低于欧美发达国家，成本、质量、配套材料等可能是制约因素。单层屋面系统在欧美市场经历了将近 50 年的发展，目前已成为平屋面工程的最主要屋面系统形式，其中欧洲高分子卷材单层屋面市场份额接近 30%，美国超过 55%¹，而根据《中国建筑防水》的相关研究，目前中国单层屋面应用总量大约为 2000 万平米²，按照我们上述预计的单层屋面潜在市场总量 7.8 亿平米计算，市场渗透率仅有 3%。对于单层屋面系统在中国目前认可度较低的原因，我们认为主要有以下几点：

- 1) **成本高于传统屋顶防水系统。**以钢结构工业厂房为例，传统上屋顶只做彩钢板的简易防水，每平方米成本仅有 20-30 元，如果做单层屋面系统的话需要用到的高分子卷材价格就有 30 元，再加上保温、隔汽、其他辅材以及人工费的话，造价将超过 100 元/平米。尽管单层屋面系统可以有更长的防水寿命，但是由于过去大部分厂家的投资理念都较为粗放和短视，因此无法接受单层屋面系统的高成本。
- 2) **国内高分子材料的质量参差不齐，尚不具备大规模供应的能力和技术储备。**单层屋面系统中应用的高分子防水材料技术的核心在于产品耐老化性和长期使用寿命，欧美厂商经过长期的研发投入、产品在工程实践中已经得到了市场验证，如欧洲的 PVC 卷材一般都可以达到 25 年以上的使用寿命，部分经过第三方认证（如英国 BBA 认证）后甚至可达到 30 年以上的寿命。相比之下，过去国内厂商在设备、人员和技术方面投入较少，特别是在高性能的高分子材料方面仅有寥寥几家具备稳定的研发能力和生产控制能力，因此国产材料的质量参差不齐，有些高分子卷材甚至不到 5 年就出现老化问题，整体上优质产品的供给不足导致产业发展的迟缓。
- 3) **配套材料和技术仍有待进一步开发和提升。**除了防水卷材以外，其他配套材料如保温板、垫片、螺钉等也必须有更高的技术和质量要求，比如保温材料应具有足够的抗压强度（一般在 60kPa 以上），紧固件不但应满足拉拔力要求还要满足耐酸、耐盐碱等耐腐蚀性标准。因此，随着单层屋面系统的普及，相应配套材料也应随之同步升级来满足各种应用场景的需求。

¹ 颜朝华.《卷材机械固定法在屋面防水工程中的应用》: 施工技术

² 吴经德.《国内单层屋面市场发展现状和趋势分析》: 中国建筑防水

图 22：中国与美国/欧洲的单层屋面系统市场渗透率对比


资料来源：《中国建筑防水》，《施工技术》，东方证券研究所

政策加码 BIPV，未来建筑领域的光伏应用需求有望拓宽。BIPV(Building Integrated Photovoltaic)即光伏建筑一体化，主要指的是将光伏产品集成到建筑上的技术，目的在于降低建筑能耗、节能减排，常见的如光伏屋顶、光电幕墙等形式。建筑作为能耗大户，是世界各国节能减排重点攻关的领域，欧美已有不少国家采用法律等强制性措施支持 BIPV 发展，如美国加州能源委员会发布的《2019 建筑能效标准》要求加州新建住宅（包括三层以下独栋或公寓）安装光伏系统。我国近年也逐步出台了支持 BIPV 发展的相关政策，2019 年 11 月国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中的鼓励类产业纳入了太阳能建筑一体化组件设计与制造，2020 年 9 月住建部等联合发布的《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》中提出要推动智能光伏应用示范、促进与建筑相结合的光伏发电系统应用，上海、江苏等多省市也出台了对于 BIPV 的奖励、补贴等细化的扶持政策。

表 14：近几年关于推动 BIPV 的主要政策

时间	法律法规名称	发布单位	涉及内容概要
2020 年 7 月	《关于印发绿色建筑创建行动方案的通知》	发改委等七部委	鼓励各地因地制宜提高政府投资公益性建筑和大型公共建筑绿色等级，推动超低能耗建筑、近零能耗建筑发展，推广可再生能源应用和再生水利用。
2020 年 9 月	《住房和城乡建设部等部门关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	住建部、工信部等九部委	加快新型建筑工业化与高端制造业深度融合，搭建建筑产业互联网平台。推动智能光伏应用示范，促进与建筑相结合的光伏发电系统应用。
2020 年 3 月	《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》	上海市住建委	符合可再生能源与建筑一体化示范的项目，采用太阳能光热的，每平方米受益面积补贴 45 元；采用浅层地热能的，每平方米受益面积补贴 55 元。
2019 年 12 月	《吉林省建筑节能奖补资金管理暂行办法》	吉林省财政厅	纳入奖补范围的可再生能源建筑应用项目包括：利用土壤源热泵和深层、浅层地下水热泵技术、污水源及工业废水等低温热能热泵技术供热制冷项目、以及与建筑一体化太阳能供应生活热水（阳台壁挂式）项目。

2019年8月	《内蒙古自治区民用建筑节能和绿色建筑发展条例》	内蒙古住房和城乡建设厅	新建12层以下的居住建筑和医院、学校、宾馆、游泳池、公共浴室等公共建筑，建设单位应当将太阳能系统与建筑同时设计，并按照相关规定和技术标准配置太阳能系统。
2020年1月	《江苏省绿色建筑发展专项资金管理办法》	江苏省财政厅	专项资金将重点支持可再生能源建筑一体化应用、智慧建筑、超低能耗（被动式）建筑

资料来源：发改委，工信部，住建部，东方证券研究所

随着光伏组件逐步降价，光伏屋顶与单层屋面系统相结合的方式变得更加经济。过去有供应商尝试将光伏发电系统集成到单层屋面系统中，通过后期运营的发电收益来抵消相对于传统屋面的高成本压力，但由于之前光伏组件价格较高，导致实际的项目回报率较低，因此从经济性方面来看市场认可度不高。最近几年来，随着光伏行业制造工艺的进步、效率的提升以及原材料（主要是多晶硅矽和硅片）成本的快速下降，组件价格逐年下滑，截至2020年底晶硅光伏组件的现货价为0.17美元/W，比2016年初价格下降近70%，光伏组件的降价使得单层屋面系统可以有了更高的投资回报。根据《太阳能》期刊的相关研究，以2016年的光伏组件价格计算，分布式光伏屋顶发电系统的投资回收期为7-10年³，如果在此基础上进一步增加高分子卷材做成单层屋面系统的话，预计回收期将在10年以上，但随着光伏组件价格的下降投资回收期有望继续缩短，如果未来的项目能够做到几年内就收回成本，单层屋面系统的市场接受度势必会有一个大幅的提升。

图 23：2013-2019 年中国光伏组件产量



资料来源：CPIA，东方证券研究所

图 24：2016-2020 年光伏组件价格



资料来源：wind，东方证券研究所

公司的单层屋面系统可适用于多种应用场景，未来搭载光伏的新系统值得期待。公司在成立之初就开始着手研发适合国内市场的单层屋面系统，目前公司根据不同的屋面基层情况推出了暴露式系统和非暴露式系统两种新建屋面防水解决方案，并成功应用于海南神州半岛酒店、肇庆一中体育馆、贵州遵义中航工业厂房等各类工商业项目中。在2020年12月公司“百家千万”防水精英培育计划活动中，公司提出与道达尔远景能源服务等新能源企业共同开发了基于单层屋面系统的光伏屋面解决方案，未来将在屋顶新建、扩建或维修改造工程的项目上大力推广，应用前景十分广阔。

³ 吴志杰等，《屋顶分布式光伏发电系统的经济性分析》

表 15：公司两种新建单层屋面系统的主要特性对比

	暴露式系统	非暴露式系统
定义	屋面防水层以上无其他构造层次或压铺物的屋面系统	屋面防水层以上有其他构造层次或压铺物的屋面系统
性能	卷材暴露使用，维护保养方便且成本较低；卷材的高阳光反射率有效降低建筑能耗	可保留金属屋面质感且防水层得到有效保护；具有优异的物理阻根性能
适用领域	工业厂房、客运站、物流仓库等大型轻钢屋面	大型机场、体育馆、屋顶花园等项目
成功案例	贵州遵义中航工业厂房项目、咸阳高新产业园	海南神州半岛酒店、肇庆一中体育馆、苏州启迪设计集团等

资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 25：暴露式系统案例展示


资料来源：公司官网，东方证券研究所

图 26：非暴露式系统案例展示


资料来源：公司官网，东方证券研究所

产能稳步扩张，经销占比有望提升

全国布局稳步推进，预计到 23 年沥青基/高分子卷材产能达到 2.9/0.67 亿平米。目前公司共有江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈和四川南充四个在产基地，基本覆盖了华东、华北、华中和西南地区的销售市场，合计的沥青基/高分子卷材产能达到 9000/3000 万平米。公司计划在苏州总部基地继续扩建高分子产能，在未来两年分两期投产，预计 21/22 年高分子卷材产能合计达到 4300/6700 万平米。此外，唐山沥青基卷材基地在 21 年扩建完成后将增加产能 2000 万平米，为填补华南和西北地区的市场空白，公司在广西贵港和陕西咸阳的沥青基卷材生产基地处于在建状态，预计 22 年投产后合计将增加沥青基卷材产能 8000 万平米，在江苏宿迁计划投资新建的沥青基卷材基地到 23 年投产后将再增加产能 1 亿平米。综合来看，公司的全国性战略布局有望在未来三年内完成，到 23 年公司合计将拥有沥青基/高分子卷材产能 2.9/0.67 亿平米。

沥青基规划产能增长较快主要为了扩大销售面积，但实际投产进度存在不确定性。沥青基卷材存在一定的运输半径，因此为了扩大销售辐射面积公司需要在空白的区域市场新建基地。但另一方面，

随着新建基地投产后可能会存在产能利用率不高的情况，因此我们预计沥青基的实际投产节奏还要根据市场情况来调整（特别是如果前期投产基地利用率不高的情况下，宿迁 1 亿平米产能可能不会在 23 年如期投产），总体来看未来沥青基产能增速的确定性或低于高分子。

图 27：公司生产基地分布（已投产+在建）



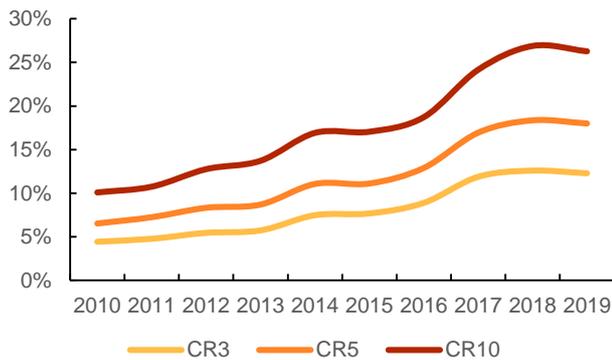
资料来源：公司官网，搜狐网，东方证券研究所

表 16：公司未来防水卷材产能预测（万平米）

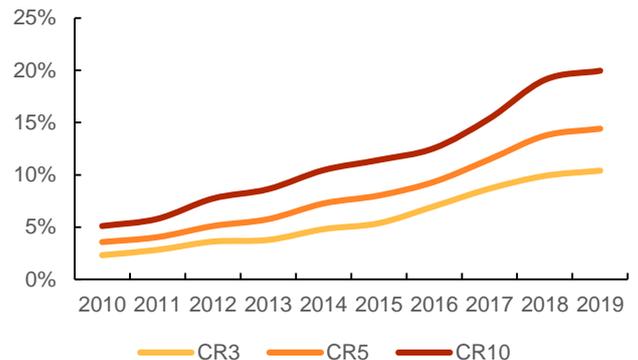
基地	产品	2020	2021	2022	2023
苏州	沥青基	2000	2000	2000	2000
	高分子	3000	4300	6700	6700
唐山	沥青基	2000	4000	4000	4000
	高分子	0	0	0	0
黄冈	沥青基	3000	3000	3000	3000
	高分子	0	0	0	0
南充	沥青基	2000	2000	2000	2000
	高分子	0	0	0	0
贵港	沥青基	0	0	4000	4000
	高分子	0	0	0	0
咸阳	沥青基	0	0	4000	4000
	高分子	0	0	0	0
宿迁	沥青基	0	0	0	10000
	高分子	0	0	0	0
合计	沥青基	9000	11000	19000	29000
	高分子	3000	4300	6700	6700

资料来源：公司公告，搜狐网，东方证券研究所

地产集中度逐年提升，大地产商首选防水龙头。从销售金额来看，2010 年地产 CR10 约 10%，到 2019 年 CR10 提升至 26.28%；从销售面积来看，2010 年地产 CR10 约 5%，到了 2019 年达到 20%，地产“寡头化”趋势逐步明朗。由于防水产品对整体的施工质量及业主的使用满意度影响较大，且工程费用占比较低，因此大型地产商对防水产品价格不敏感，更倾向与优质防水企业合作，以免出现后期浸渗修补现象。在未来“房住不炒”的格局下，房价上涨预期减弱后业主对房屋质量的关注度将越来越高，防水龙头的优势将更加稳固。

图 28：地产行业销售金额集中度攀升


资料来源：wind，东方证券研究所

图 29：地产行业销售面积集中度攀升


资料来源：wind，东方证券研究所

B 端开拓突飞猛进，公司品牌首选率逐年提升、跻身行业前列。合成高分子卷材作为国际主流的防水材料，近几年一步步引领国内地产商走出传统沥青基时代，实现工程品质和效率上的一轮飞跃。公司最早在万科等头部地产商中开始推广高分子预铺反粘材料，经过多次工程实践、认可度提升后逐步在其他地产客户铺开，到 2020 年公司已与碧桂园、恒大、万科、绿地、新城等 40 多家地产品牌达成战略合作伙伴关系，其中国内地产商 TOP10 战略合作签署率高达 80%。2017 年公司在前 500 强地产商中的品牌首选率仅为 1%，到 2020 年已提升至 7%，行业中仅次于东方雨虹、科顺和北新。针对目前国内防水市场中高分子材料占比显著低于发达国家的现状，我们认为未来随着高分子的应用普及程度不断提升，市场增长潜力高于传统防水材料，而公司在高分子材料领域的差异化优势突出，因此市占率有望继续提升。

图 30: 公司的主要战略集采客户



资料来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 31: 2017-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌榜单中公司的品牌首选率

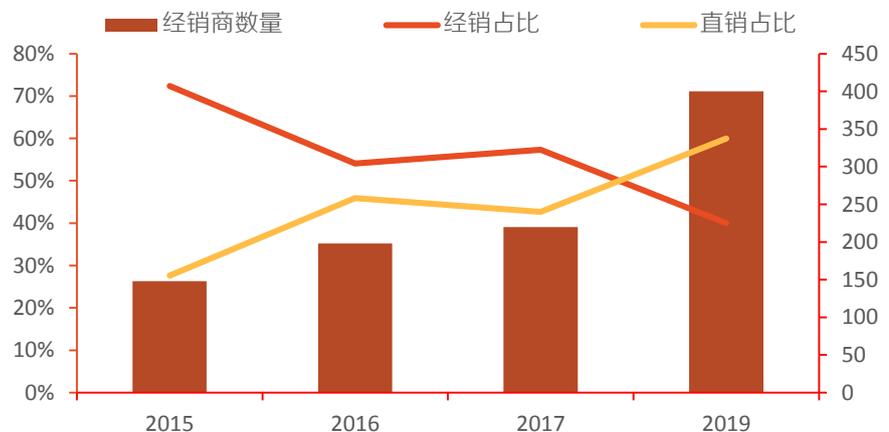


资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，东方证券研究所

公司过去在销售上是以经销主导的模式，近几年直销占比显著提升。公司在成立之初，受制于核心的高分子产品（MBP/MPU）市场知名度较低，因此以传统的沥青基防水卷材和涂料为主，为了迅速拓展市场并提高公司产品认可度，主要采取与经销商合作的模式为主，根据公司招股说明书在 2014 年之前经销渠道的收入占比达到近 80%；近几年随着高分子产品在行业内的认可度提升、大型房企以及其他细分行业客户逐渐引入后，为了快速抢占市场份额并提升客户满意度，公司开始在直销（大部分通过集采）上发力，到 2019 年直销占比已超过经销，达到近 60%。

销售体系逐步完善，未来经销占比有望提升。虽然近几年直销占比在提升，但公司并未轻视对经销商的拓展，到 2019 年在全国已有近 400 家经销商，预计在未来两年内将发展至 1000 家左右，公司通过将部分 B 端客户资源导入给经销商、提供更多授信等方式帮助经销商打开了成长空间，未来经销占比或提升至与直销基本相当的水平。

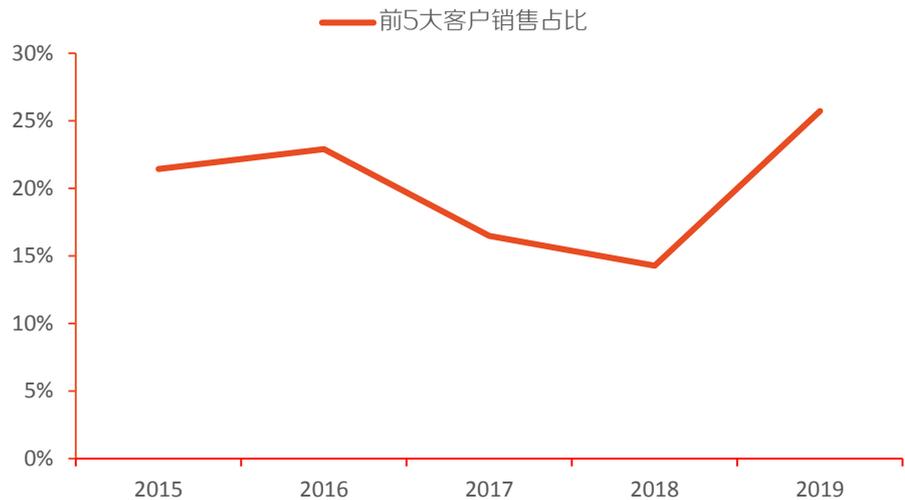
图 32: 2015-2019 公司经销/直销占比及经销商数量



资料来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

大力发展经销渠道有望降低客户集中度。19年公司前5大客户销售额占比较2018年提升11.44pct至25.71%，我们认为主要与直销快速增长有关，特别是与万科/恒大等地产大客户签订集采协议后供货量显著增加、带动集中度提升。若未来经销渠道的增长超过直销，地产大客户集采所占的销售份额将有所下降，进而避免对大客户产生依赖，因此我们预计公司前5大客户销售占比有望稳步下降。

图 33：2015-2019 公司前 5 大客户销售占比



资料来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

分产品来看，高分子卷材方面，根据公司规划苏州总部基地扩建一期21年投产后将增加1300万 m^2 产能，考虑到实际投产时间为三季度末，因此全年增加的有效产能约为300万 m^2 ；二期22年投产后将增加2400万 m^2 产能，同样考虑到实际投产时间为三季度末，因此全年增加的有效产能约为600万 m^2 ，综上所述我们预测公司2020-2022年有效产能为2000/3300/4900万 m^2 。基于公司历史情况及未来供需格局，假设20-22年产能利用率为100%/115%/120%（生产线的设计产能是按照两班倒计算，但实际生产中可以做到三班倒甚至连续生产，因此产能利用率的弹性较大），产能利用率逐年提升主要由于市场需求旺盛、订单饱满，产销率为100%/100%/100%，对应销量达到2000/3795/5880万 m^2 ，销售价格为28/28/27.5元/ m^2 ，最后可得到20-22年高分子卷材的收入为5.60/10.63/16.17亿元，YOY+93%/90%/52%。

表 17：公司高分子卷材收入预测

高分子卷材	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年底产能（万平米）	620	680	850	3000	4300	6700
有效产能（万平米）	500	650	750	2000	3300	4900
产能利用率	98.40%	99.23%	133.33%	100.00%	115.00%	120.00%
产量（万平米）	492	645	1000	2000	3795	5880
产销率	82.93%	93.95%	100.00%	100%	100%	100%
销量（万平米）	408	606	1000	2000	3795	5880
单价（元/平米）	30	30	29.00	28.00	28.00	27.50
收入（百万元）	122.4	181.8	290	560	1062.6	1617
YOY		48.53%	59.52%	93.10%	89.75%	52.17%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

沥青基卷材方面，唐山基地在 21 年扩建完成后将增加产能 2000 万平米，考虑具体投产时间为二季度末，因此全年增加的有效产能为 1000 万平米；贵港和咸阳基地 22 年建成投产后将增加产能 8000 万平米，考虑具体投产时间为二季度末，因此全年增加的有效产能为 4000 万平米，综上所述我们预测公司 2020-2022 年有效产能为 7400/10000/15000 万平米。基于公司历史情况及未来供需格局，假设 20-22 年产能利用率为 99%/105%/105%，产销率为 98%/105%/100%，21/22 年产能利用率和产销率较高主要由于市场需求旺盛、公司订单饱满，对应销量达到 7179/11025/15750 万平米，销售价格假设为 17/17/16.5 元/平米（22 年下降主要由于行业价格竞争激烈），最后可得到 20-22 年沥青基卷材的收入为 12.21/18.74/25.99 亿元，YOY+71%/54%/39%。

表 18：公司沥青基卷材收入预测

沥青基卷材	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年底产能（万平米）	2000	2600	5500	9000	11000	19000
有效产能（万平米）	1400	2300	4400	7400	10000	15000
产能利用率	93.29%	99.57%	97.73%	99%	105%	105%
产量（万平米）	1306	2290	4300	7326	10500	15750
产销率	93.95%	95.94%	97.58%	98%	105%	100%
销量（万平米）	1227	2197	4196	7179	11025	15750
单价（元/平米）	17	16.5	17	17.00	17.00	16.50
收入（百万元）	208.59	362.51	713.32	1220.51	1874.25	2598.75
YOY		73.79%	96.78%	71.10%	53.56%	38.66%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

防水涂料方面，到 22 年咸阳 2 万吨、贵港 4 万吨产能将陆续投产，考虑到产能爬坡我们预计产销量较 20 年增加 4 万吨左右，20-22 年销量达到 3.2/4.8/7.2 万吨，假设销售价格为 8700/8700/8650 元/吨，对应销售收入 2.78/4.18/6.23 亿元，YOY+99%/50%/49%。

表 19：公司防水涂料收入预测

防水涂料	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销量（万吨）	0.65	0.65	1.6	3.20	4.80	7.20
单价（元/吨）	9720	8721.54	8758.75	8700	8700	8650
收入（百万元）	63.18	56.69	140.14	278.4	417.6	622.8
YOY		-10.27%	147.20%	98.66%	50.00%	49.14%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

毛利率方面，假设 20-22 年高分子卷材毛利率为 48%/48%/47.5%，变动主要是价格所致，主要原材料（HDPE 粒子）随原油的成本波动较小；假设沥青基卷材的毛利率为 40%/38%/38%，21 年毛利率下降主要由于原材料沥青的成本很可能随原油价格回升；假设防水涂料的毛利率为 38%/38%/37.5%，逐年下降主要由于销售价格可能会有所下滑。

综合各项业务，得到公司业绩的拆分结果如下：

盈利预测核心假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
高分子卷材					
销售收入（百万元）	181.8	290.0	560.0	1,062.6	1,617.0
增长率	48.5%	59.5%	93.1%	89.7%	52.2%
毛利率	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%	47.5%
沥青基卷材					
销售收入（百万元）	362.5	713.3	1,220.5	1,874.3	2,598.8
增长率	73.8%	96.8%	71.1%	53.6%	38.7%
毛利率	32.4%	36.2%	40.0%	38.0%	38.0%
防水涂料					
销售收入（百万元）	56.7	140.1	278.4	417.6	622.8
增长率	-10.3%	147.2%	98.7%	50.0%	49.1%
毛利率	31.8%	38.3%	38.0%	38.0%	37.5%
其他业务					
销售收入（百万元）	18.3	21.5	30.2	45.2	67.8
增长率	31449.3%	17.6%	40.0%	50.0%	50.0%
毛利率	26.4%	19.4%	20.0%	25.0%	25.0%
合计	619.3	1,165.0	2,089.1	3,399.7	4,906.4
增长率	57.1%	88.1%	79.3%	62.7%	44.3%
综合毛利率	36.8%	39.1%	41.6%	41.0%	40.9%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

由于公司所处的防水行业对 B 端的销售大部分都存在垫资的现象，且公司未来仍将持续扩产、资本开支较大，报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生较大偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司给与公司 20X PE 的估值，对应目标价 55 元。我们选取的可比公司主要包括同行业的防水企业（科顺股份、东方雨虹等），2021 年可比公司的调整后平均 PE 为 25 倍，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.64/2.75/4.25 元/股，目前股价对应 PE 分别为 22.6/13.5/8.7X。但考虑到公司近几年集采业务大幅增加后现金流压力较大，导致经营性净现金流与净利润匹配程度较弱，其中 2019 年可比公司的经营性净现金流/净利润平均值为 206%，而公司仅为-34%，因此参考可比公司估值给予公司 20%的折价，即 21 年 20X PE，对应目标价为 55 元，首次覆盖给予“买入”评级。

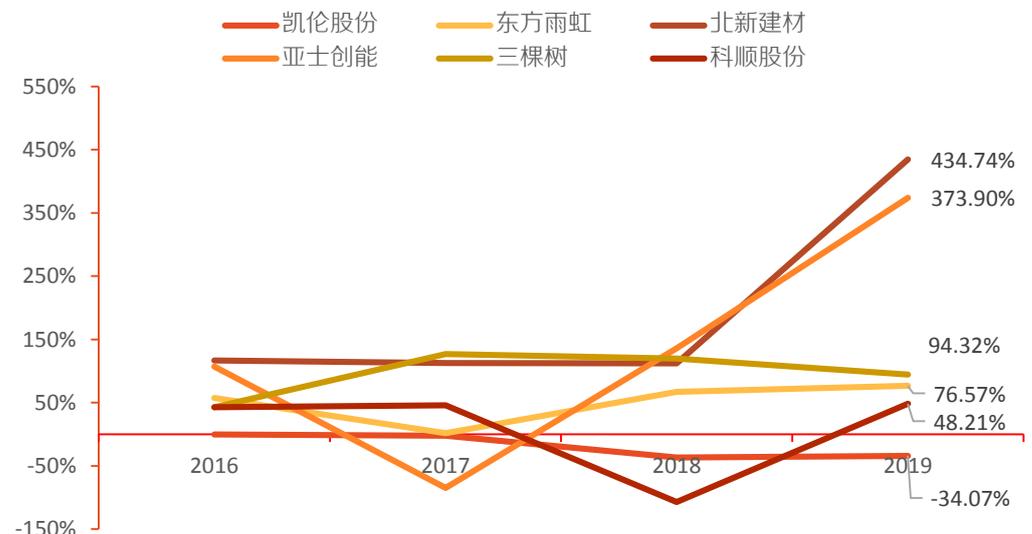
表 20：A 股可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
东方雨虹	002271	51.01	0.88	1.39	1.70	2.10	57.97	36.71	30.08	24.33
科顺股份	300737	26.67	0.59	1.36	1.72	2.22	44.91	19.55	15.50	12.03
北新建材	000786	52.41	0.26	1.72	2.23	2.67	200.73	30.48	23.48	19.62
三棵树	603737	152.00	1.51	1.88	2.83	3.82	100.63	80.90	53.75	39.84
亚士创能	603378	51.66	0.55	1.55	2.27	3.17	93.28	33.26	22.76	16.32
调整后平均							83.96	33.48	25.44	20.09

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2021 年 2 月 1 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

图 34：公司与可比公司的经营性净现金流/净利润对比



资料来源：wind，东方证券研究所

风险提示

现金流相关的风险。由于近几年公司直销占比快速提升、地产集采垫资增加，导致现金大幅流出，2017-2019 年经营性净现金流为-0.01/-0.24/-0.46 亿元。未来如果垫资压力继续加大，公司可能会面临营运资金不足、新客户开拓难度加大进而造成业绩放缓的风险。

产能扩张不确定性的风险。虽然按照规划，未来公司产能将持续高增长，但公司实际的投产进度可能需要根据下游市场需求和已有产能的利用率情况来进行灵活调整，特别是沥青基卷材的新建基地均处于过去的空白市场，在新市场中的销售拓展是否顺利存在一定的不确定性，因此新生产线的落地节奏也有不及预期的风险。

下游需求大幅下滑风险。防水材料主要应用于工业民用建筑、公共设施和其它基础设施建设工程。因此，建筑防水行业受房地产业和基础设施建设的影响较大。受国家宏观调控和经济运行周期影响，全社会固定资产投资增速回落，房地产投资规模增速呈下行趋势。如果国家对房地产行业的宏观调控力度进一步加大，将对建筑防水行业的市场规模产生不利影响。

应收账款规模较大导致的坏账风险。由于建筑施工行业的工程款结算周期相对较长，导致建筑防水行业的应收账款周转率较低。最近三年，公司应收账款分别为 1.71 亿元、3.11 亿元和 6.07 亿元，占当期营业收入的比例分别为 43%、50%和 52%。如果未来公司客户的经营状况发生重大不利变化，可能导致一定的应收账款回收风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	255	822	1,462	2,040	2,453	营业收入	619	1,165	2,089	3,400	4,906
应收票据、账款及款项融资	337	628	1,076	1,734	2,502	营业成本	392	710	1,220	2,007	2,900
预付账款	12	20	42	68	98	营业税金及附加	4	5	10	16	23
存货	81	127	220	361	522	营业费用	79	133	238	377	530
其他	16	26	41	59	74	管理费用及研发费用	54	105	192	303	412
流动资产合计	701	1,622	2,841	4,262	5,650	财务费用	9	21	53	98	131
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	13	36	55	57	66
固定资产	135	148	276	267	426	公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
在建工程	3	146	143	223	122	投资净收益	0	(0)	0	0	0
无形资产	27	61	60	59	58	其他	7	4	5	5	0
其他	44	72	116	170	225	营业利润	76	159	325	546	845
非流动资产合计	209	428	595	719	831	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	910	2,050	3,435	4,981	6,480	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	259	513	1,377	2,136	2,565	利润总额	75	158	325	546	845
应付票据及应付账款	135	254	451	743	1,073	所得税	10	22	46	77	118
其他	80	150	193	247	307	净利润	65	135	280	470	727
流动负债合计	475	917	2,021	3,126	3,945	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	72	72	72	72	归属于母公司净利润	65	135	280	470	727
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.38	0.79	1.64	2.75	4.25
其他	2	2	0	0	0						
非流动负债合计	2	74	72	72	72	主要财务比率					
负债合计	477	991	2,093	3,197	4,017		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	132	171	171	171	171	营业收入	57.1%	88.1%	79.3%	62.7%	44.3%
资本公积	136	593	613	613	613	营业利润	45.2%	108.2%	105.2%	67.9%	54.7%
留存收益	166	295	558	1,000	1,679	归属于母公司净利润	46.1%	108.0%	106.6%	67.9%	54.7%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	433	1,059	1,342	1,784	2,464	毛利率	36.8%	39.1%	41.6%	41.0%	40.9%
负债和股东权益总计	910	2,050	3,435	4,981	6,480	净利率	10.5%	11.6%	13.4%	13.8%	14.8%
						ROE	16.0%	18.2%	23.3%	30.1%	34.2%
						ROIC	11.7%	13.2%	14.6%	16.3%	18.4%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	65	135	280	470	727	净负债率	1.1%	0.0%	0.0%	9.7%	7.6%
折旧摊销	14	18	24	33	43	流动比率	1.48	1.77	1.41	1.36	1.43
财务费用	9	21	53	98	131	速动比率	1.31	1.63	1.30	1.25	1.30
投资损失	(0)	0	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(91)	(193)	(392)	(555)	(649)	应收账款周转率	2.5	2.4	2.3	2.3	2.2
其它	(21)	(28)	9	2	11	存货周转率	6.4	6.8	7.0	6.9	6.6
经营活动现金流	(24)	(46)	(26)	47	262	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	(10)	(205)	(147)	(102)	(100)	每股指标(元)					
长期投资	0	0	0	0	0	每股收益	0.38	0.79	1.64	2.75	4.25
其他	(46)	4	0	0	0	每股经营现金流	-0.18	-0.27	-0.15	0.28	1.54
投资活动现金流	(56)	(201)	(147)	(102)	(100)	每股净资产	2.53	6.19	7.85	10.44	14.42
债权融资	(0)	77	(0)	0	0	估值比率					
股权融资	1	497	20	0	0	市盈率	97.2	46.7	22.6	13.5	8.7
其他	71	203	794	632	251	市净率	14.6	6.0	4.7	3.5	2.6
筹资活动现金流	71	777	814	632	251	EV/EBITDA	69.8	34.9	17.1	10.2	6.8
汇率变动影响	0	1	-0	-0	-0	EV/EBIT	81.1	38.4	18.2	10.7	7.1
现金净增加额	(9)	529	641	577	413						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn