

2022 年 10 月 25 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

提标终落地，防水高品质发展新时代到来

—装修建材点评报告

推荐(维持)

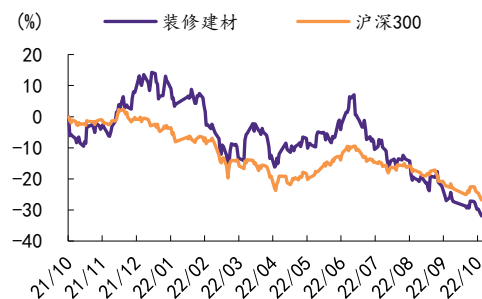
事件

分析师：黄俊伟 S1050522060002
huangjw@cfsc.com.cn

行业相对表现

表现	1M	3M	12M
装修建材(申万)	-6.7	-24.6	-32.9
沪深 300	-5.8	-13.8	-27.0

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《装修建材深度报告：消费建材研究方法系列报告（一）：销售为王，狼性与服务力打造强 α》
2022-10-18

10 月 24 日，住建部发文批准《建筑与市政工程防水通用规范》（编号为 GB 55030-2022）发布，自 2023 年 4 月 1 日起实施。

投资要点

■ 防水设计年限要求提高，市场扩容 40%-60%

新规大幅提高防水设计年限要求。较现行《建筑工程质量管理条例》中“防水质保期 5 年”的规定，新规大幅提高防水设计年限要求：地下工程不低于工程结构设计工作年限（即不低于 50 年），屋面/室内工程不低于 20/25 年。

在材料不变的前提下，增加单位面积材料用量是提高防水设计年限的最直接方式，测算得增加材料厚度+提高施工道数，将带动防水市场扩容 40%-60%。

据建筑防水协会秘书长朱冬青估计，若按此前意见稿要求，国内 80%-85% 的建筑都可能会被列为建筑防水一级防水设防的要求，我们假设这一比例为 80%，并以一级防水要求建筑的防水增量需求代表整个防水行业增量需求。我国防水产业以防水卷材为主（2021 年卷材合计占 70%），故以 SBS 改性沥青防水卷材为例进行计算。1）从材料厚度（决定单价）看，新规对各类防水卷材提出了最小厚度规定（其中施工聚合物改性防水卷材层厚度不低于 3mm），虽未较旧准则显著提高，但考虑到增加厚度对防水能力有较明显的提升效果，假设新规后卷材厚度平均由 3mm 增至 4mm，卷材单价按国标 I 型 3mm 厚 17 元/平米，4mm 厚 20 元/平米计算。2）从施工道数（决定用量）看，新规中屋面工程的一级防水最低要求道数为 3（旧准则为 2），地下室工程的防水材料种类最低要求为 2（旧准则为 1），假设新规后一级防水工程道数平均由两道增至三道。

由此计算，新规带来防水市场扩容 $(20 \times 80\% + 17 \times 20\%) \times (3 \times 80\% + 2 \times 20\%) / (17 \times 2) - 1 = 60\%$ 。考虑到实际施工过程中可能并非完全按照标准执行，我们认为此次防水提标政策落地将扩容防水行业市场规模 40%-60%。

■ 材料质量和施工技术渐趋标准化，集中度加速提升利好龙头

新规将带来防水材料质量和施工技术渐趋标准化。除提高防水设计工作年限外，新规更新了屋面、室内、地下等多个场景的防水施工技术要求及验收标准，并对材料质量、验收规范以及技术规范作出了更高要求。以防水混凝土为例，新规对防水混凝土的施工配合比的确定方式、强度等级、抗渗等级都进行了明确规定。

新规有望带动防水市场集中度提升，优质防水企业受益。在更高防水标准的约束下，大量低端伪劣防水材料产能将加速退出，从而促进产品品质占优、施工技术良好的防水企业市占率提高，带动市场集中度提升。诸如东方雨虹（2021 年市占率 15%）、科顺股份（2021 年市占率 4%）、凯伦股份、三棵树等优质防水企业将充分受益。

■ 风险提示

1) 政策落地效果不及预期；2) 下游地产需求恢复不及预期；3) 防水企业计提减值损失风险；4) 推荐公司业绩不达预期。

重点关注公司及盈利预测

公司代码	名称	2022-10-25 股价	EPS			PE			投资评级
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
002271. SZ	东方雨虹	23. 25	1. 67	1. 63	2. 27	13. 92	14. 26	10. 24	买入
300715. SZ	凯伦股份	14. 14	0. 60	0. 61	0. 87	22. 31	17. 59	12. 50	-
300737. SZ	科顺股份	10. 81	0. 20	0. 20	0. 48	179. 48	71. 38	29. 58	-
603737. SH	三棵树	90. 02	-1. 11	2. 60	3. 82	-81. 10	34. 62	23. 57	买入

资料来源：Wind，华鑫证券研究（注：除东方雨虹、三棵树外，盈利预测取自万得一致预期）

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

3、盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 16.27、25.19、35.90 亿元，EPS 分别为 2.54、4.03、6.14 元，当前股价对应 PE 分别为 51.5、32.4、21.3 倍，给予“买入”投资评级。