

标配（维持）

新规实施在即，千亿防水方兴未艾

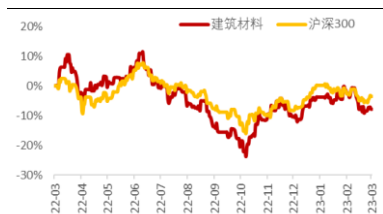
消费建材行业系列研究之一

2023年3月31日

投资要点：

分析师：李紫忆
SAC 执业证书编号：
S0340522110001
电话：0769-22177163
邮箱：liziyi@dgzq.com.cn

申万建筑材料指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **建筑防水材料分为卷材和涂料，上游为石油化工品，下游主要是基建和地产。**防水材料在建筑物表面形成防水层，材料的质量直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。防水企业80%以上的生产成本来自于直接原材料，主要为石油化工品，企业对上游议价能力整体不强。其中沥青约占原材料成本的1/3，原油价格是影响企业毛利率的主要因素，大约滞后1-2个季度。下游需求主要来自于房地产和基建，包括存量和增量建筑的改造、大型市政工程、高铁桥梁、地下管廊、水利工程等，近年来兴起的光伏屋顶也为防水材料带来新增量。
- **4月1日防水新规即将实施，主要变化如下：**（1）对防水设计工作年限提出明确要求：屋面防水工作年限不低于20年，室内防水工作年限不低于25年，地下防水要不低于结构寿命；（2）被列为一级防水要求的建筑增加：根据专家估计，新规执行后，国内大概80%~85%以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求；（3）增加了防水要求的层次和道数：屋面、地下、外墙和室内防水的层次和道数有不同程度的增加，对比现行标准要求整体提高；（4）卷材厚度要求增加：金属屋面选用高分子卷材PVC、EPDM、TPO等外露性防水卷材单层使用时的厚度整体要求提升，有利于防水卷材的用量提升。
- **重视行业供给端出清，集中度提升的机会。**建筑防水行业市场竞争激烈，低端产能过剩，呈现“大行业、小企业”的格局。根据贝壳研究院数据，有69.2%的消费者遇到过辅材问题，其中1/3是防水材料问题。新规落地有望加速市场出清，新规出台前防水工程质保期普遍为5年，实施后生产水平较低、产品质量较差的小企业将逐渐被淘汰，叠加地产行业大规模集采需求，驱动防水行业集中度提升，具有研发和品类优势的头部企业有望率先受益。
- **行业显著扩容，新规落地后房建领域防水材料的市场空间预计达到815亿元，需求扩容高达48%。**防水新规带来的增量主要在房建领域，根据我们的测算，新规落地后房建领域防水材料市场空间预计达到815亿元，增幅达48%；屋面修缮市场（不含旧改）空间约为300亿元；基建领域市场空间预计约600亿元；屋顶光伏防水市场空间约为50亿元。如果考虑到旧改及地下工程、室内工程等修缮需求，市场空间将进一步扩大。地产供需两侧政策齐发力，基建投资增速延续高位，有望为行业发展带来持续增量。
- **投资策略：维持对建筑材料行业“标配”评级。**新规落地建筑防水材料行业将迎来需求扩容和集中度提升，头部防水企业增速有望大于行业增速，建议关注具有规模优势的防水行业上市企业如东方雨虹（002271）、科顺股份（300737）、凯伦股份（300715）等；布局“一体两翼”做强防水业务的北新建材（000786）等。
- **风险提示：**下游地产行业波动的风险、原材料价格波动风险、基建投资增速不及预期的风险等。

目录

1 建筑防水行业：上游是石油化工品，下游是地产、基建	4
1.1 行业概述：国内建筑防水材料主要分为卷材和涂料	4
1.2 行业发展历程：新型改性沥青防水材料、TPO 防水片材是发展趋势	6
1.3 产业链：上游是石油化工品，下游是地产和基建	7
2 重视行业供给端出清，集中度提升的机会	7
2.1 竞争格局：分为三个梯队，行业产能过剩、集中度低	7
2.2 重视行业供给端出清的机会	9
2.3 原油价格是影响企业毛利率的主要因素	9
3 新规落地后建筑防水行业加速扩容，市场空间有望达 1765 亿元	10
3.1 新规落地后房建和修缮市场空间预计为 1115 亿元	10
3.1.1 新规落地后房建领域防水市场空间预计达到 815 亿元，增幅达 48%	11
3.1.2 修缮市场空间有望达 300 亿元	13
3.2 基建领域市场空间预计为 600 亿元	14
3.3 屋顶分布式光伏需求前景广阔	15
4 重点企业	16
4.1 东方雨虹：建筑防水行业龙头，渠道、管理、生产布局优势显著	16
4.2 科顺股份：优质防水企业，切入减隔震领域探索第二增长点	20
4.3 凯伦股份：高分子卷材细分赛道领先企业，差异化战略获取竞争优势	23
4.4 北新建材：全球石膏板龙头，布局“一体两翼”切入防水领域	25
5 投资策略	27
6 风险提示	27

插图目录

图 1：防水材料部分应用场景	4
图 2：水对建筑物的危害	4
图 3：主要防水材料分类（以科顺股份产品为例）	5
图 4：2021 年防水材料行业产品结构	5
图 5：建筑防水行业产业链	7
图 6：我国规模以上防水企业（主营业务收入在 2,000 万元以上）数量呈上升趋势	8
图 7：建筑防水行业企业 CR3 对比（%）	8
图 8：WTI 原油、石油价格走势	9
图 9：东方雨虹毛利率（%）	10
图 10：商品房销售面积累计值（万平方米）	13
图 11：商品房施工、新开工、竣工面积同比（%）	13
图 12：国房景气指数	13
图 13：70 个大中城市新建商品房价格指数	13
图 14：基建投资累计增速（%）	14
图 15：基建投资分项累计增速（%）	14
图 16：基建投资当月增速（%）	15
图 17：基建投资分项当月增速（%）	15
图 18：融合光伏屋顶系统防水	16
图 19：东方雨虹产品销往 100 多个国家，拥有 47 个生产研发物流基地	17
图 20：东方雨虹营收及其同比增速（亿元，%）	17
图 21：东方雨虹归母净利润及其同比增速（亿元，%）	17

图 22: 东方雨虹扣非净利润及其同比增速 (亿元, %)	18
图 23: 东方雨虹毛利率及净利率 (%)	18
图 24: 东方雨虹研发成果	19
图 25: 东方雨虹研发投入 (万元)	19
图 26: 东方雨虹生产基地布局	20
图 27: 科顺股份营收及其同比增速 (亿元, %)	21
图 28: 科顺股份归母净利润及其同比增速 (亿元, %)	21
图 29: 科顺股份扣非净利润及其同比增速 (亿元, %)	21
图 30: 科顺股份毛利率及净利率 (%)	21
图 31: 科顺股份拥有 12 家销售分公司, 56 家办事处	22
图 32: 科顺股份荣誉	22
图 33: 科顺股份客户	22
图 34: 凯伦股份是建筑防水行业首家创业板上市公司	23
图 35: 凯伦股份营收及其同比增速 (亿元, %)	23
图 36: 凯伦股份归母净利润及其同比增速 (亿元, %)	23
图 37: 凯伦股份扣非净利润及其同比增速 (亿元, %)	24
图 38: 凯伦股份毛利率及净利率 (%)	24
图 39: 凯伦股份合成高分子卷材系列	24
图 40: 凯伦股份改性沥青卷材系列	24
图 41: 北新建材成立于 1979 年	25
图 42: 北新建材营收及其同比增速 (亿元, %)	25
图 43: 北新建材归母净利润及其同比增速 (亿元, %)	25
图 44: 北新建材扣非净利润及其同比增速 (亿元, %)	26
图 45: 北新建材毛利率及净利率 (%)	26
图 46: 北新建材公司荣誉	26

表格目录

表 1: 我国建筑防水材料发展进程	6
表 2: 房建领域建筑防水材料市场空间测算	12
表 3: 各部位防水材料市场空间测算	12
表 4: 重点公司盈利预测及投资评级 (截至 2022/3/30)	27

1 建筑防水行业：上游是石油化工品，下游是地产、基建

1.1 行业概述：国内建筑防水材料主要分为卷材和涂料

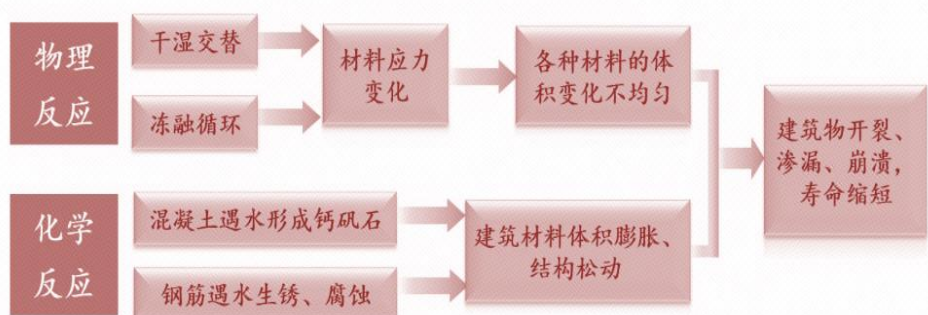
防水材料是防止地下水、雨水或空气中的水分渗透至建筑物围护结构内的一种装修材料。在房建领域主要用在房屋建筑的屋面、地下工程、卫生间及外墙面等，在基建领域主要用在铁路、公路桥梁、隧道、地铁、城市综合管廊、水利工程等等。在建筑施工中，防水材料在建筑物表面形成防水层，以达到防水抗渗漏的效果，因此建筑材料的质量直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。

图 1：防水材料部分应用场景



资料来源：东方雨虹官网，东莞证券研究所

图 2：水对建筑物的危害



资料来源：科顺股份招股说明书，东莞证券研究所

国内防水材料主要分为卷材和涂料两大类。按照防水材料性能分类，可分为柔性防水和刚性防水，柔性防水是指利用卷材、涂膜等柔性材料作为防水层，刚性防水是指利用防水砂浆、细石混凝土等刚性材料作为防水层；按品种分类，国内防水材料主要是防水涂料和防水卷材两大类。防水卷材又可进一步细分为 SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材等，适用于连续的大平面区域，常用于建筑屋顶、地下室、高铁、高速、隧道、桥梁等大型工程，具有耐老化、耐刺穿、耐腐蚀等性能。防水涂料根据成分可分类为溶剂型涂料和水性涂料，适用于任意形状以及薄涂层的区域，常用于小型民用建筑及厨房、卫生间、阳台等家装施工，具有透气性强、损坏后易修补等特点。

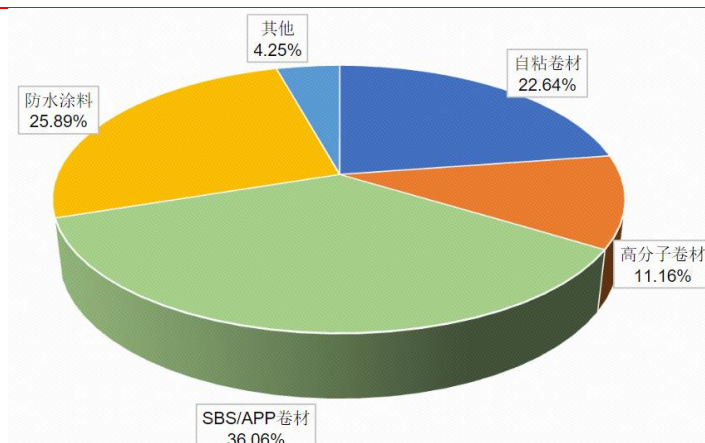
图 3：主要防水材料分类（以科顺股份产品为例）

产品类别	产品系列	典型产品图例	产品特点及应用范围
防水卷材	沥青基卷材		产品特点：优异的抗撕裂强度、尺寸稳定性、热稳定性，与基面满粘密实可靠，搭接方便 应用范围：广泛适用于工业、民用建筑地下防水工程及屋面防水工程
	高分子防水卷材		产品特点：良好的气密性和水密性；与各种基面（混凝土、金属、高分子片材、卷材面膜）粘结效果长效持久；耐高低温性能好，耐老化、耐水性佳，可根据不同的施工场景选择对应的产品 应用范围：广泛用于工业与民用建筑、地铁、隧道、市政、屋面等防水工程
防水涂料	聚氨酯涂料		产品特点：抗沉淀、双倍抗渗、延伸率大、耐水性能好，对基层变形的适应能力强 应用范围：地下工程、屋面工程、室内工程防水
	水性涂料		产品特点：涂膜强度高，延伸性好；水性材料，绿色环保；与基层附着力好 应用范围：适用于厨卫间、阳台、地下建筑的防水
	非固化涂料		产品特点：粘结力强，蠕变性能好，基层密封性好，与多种基材及沥青基卷材复合相容性好 应用范围：地下工程、屋面工程防水

资料来源：科顺股份招股说明书，东莞证券研究所

防水卷材市占率高达七成，防水涂料次之。目前我国建筑防水材料的产品主要有以下四大类：SBS/APP 改性沥青防水卷材、合成高分子防水卷材、防水涂料以及自粘卷材。根据中国建筑防水协会数据，以上四大类防水材料分别占比 36.06%、11.16%、25.89%、22.64%，合计占比达到 95.75%；其中，防水卷材仍是防水材料主要类型，占比达到 69.86%，高分子卷材占比仅为 11.16%，相对较低，但高分子卷材耐腐蚀、耐老化、使用寿命长等性能突出，是未来全球防水卷材发展的主流方向。

图 4：2021 年防水材料行业产品结构



资料来源：科顺股份公告，中国建筑防水协会，东莞证券研究所

1.2 行业发展历程：新型改性沥青防水材料、TPO 防水片材是发展趋势

近代防水材料起源于欧洲，于 20 世纪 40 年代在我国生产应用。现代建筑防水材料自发现沥青并用于防水材料开始，石油沥青制成的沥青油毡起源于欧洲，于 20 世纪 20 年代传入中国，20 世纪 40 年代在我国生产应用，在相当长的时间内油毛毡是唯一的防水材料，沥青水密性、气密性强，采用叠层做法可以做到二毡三油、三毡四油，对提升防水工程质量起到很大作用。

20 世纪 80 年代以来，我国开发出三元乙丙橡胶、氯化聚乙烯—橡胶共混、聚氯乙烯等合成高分子防水卷材，自行研制了 SBS、APP 改性沥青防水卷材。由于在沥青中加入高聚物 SBS 或 APP 等改性剂，改善了高低温性能和耐久性。改性沥青防水涂料从 70 年代起发展迅速，后来高分子涂料也大量使用。近年来，新型改性沥青防水材料、TPO 防水片材等高分子防水材料对传统防水材料的替代已成为建筑防水材料行业的发展趋势。

表 1：我国建筑防水材料发展进程

发展时期	时代特点
远古时期	先民从居住洞穴迁移到平原，利用树枝、树叶搭棚居住后以土为墙植物草叶、石板、夯土为盖组成房子。
秦汉时期	自秦汉以后发明了砖瓦，出现了砖瓦房，屋顶用多层叠合的具有一定防水能力的瓦进行防水，又以大坡度将水排走，所以它是防排结合、以排为主、以防为辅的防水技术。这种以构造防水为主、材料防水为辅、构造和材料相结合的防水做法，延续使用了近两千年。
元、宋代后	宫殿庙宇建筑多采用琉璃瓦，而且使用了多道设防。目前保存完好的故宫采用了青砖墙，并用石灰加糯米汁为灰浆，磨砖对缝砌筑，具有相当好的防水功能，屋顶采用五道以上防水层。
20 世纪 20 年代	现代建筑防水材料自发现沥青并用于防水材料开始，石油沥青制成的沥青油毡起源于欧洲，于 20 世纪 20 年代传入中国，20 世纪 40 年代在我国生产应用，在相当长的时间内油毛毡是唯一的防水材料，沥青水密性、气密性强，采用叠层做法可以做到二毡三油、三毡四油，对提升防水工程质量起到很大作用。
20 世纪 50 年代	引进了“捷罗克”防水技术，即乳化沥青涂料和麻布复合做成防水层。刚性防水技术主要是水泥砂浆五层抹面，即在水泥砂浆中掺入速凝剂，将水泥砂浆和水泥浆交替多层涂抹形成防水层。
20 世纪 70 年代	开发出乳化沥青和再生橡胶改性沥青涂料、氯丁橡胶改性沥青涂料，再生橡胶改性沥青卷材，将热沥青施工工艺改为冷施工工艺，将卷材叠层工艺改为涂料与玻纤布复合做成防水层，即减轻了屋面重量，还免除了热施工工艺的危险性，得到了大量推广应用。
20 世纪 80 年代	形成了生产三元乙丙橡胶卷材和氯化聚乙烯—橡胶共混卷材、聚氯乙烯卷材、聚乙烯丙纶卷材、增强型氯化聚乙烯卷材、高密度聚乙烯卷材的生产能力。自行研发的各种防水涂料有聚氨酯涂料、丙烯酸酯涂料、硅橡胶涂料、聚合物水泥涂料、改性沥青涂料等。配套的密封材料也有了长足的进步。
近年来	新型改性沥青防水材料、TPO 防水片材等高分子防水材料对传统防水材料的替代已成为建筑防水材料行业的发展趋势。

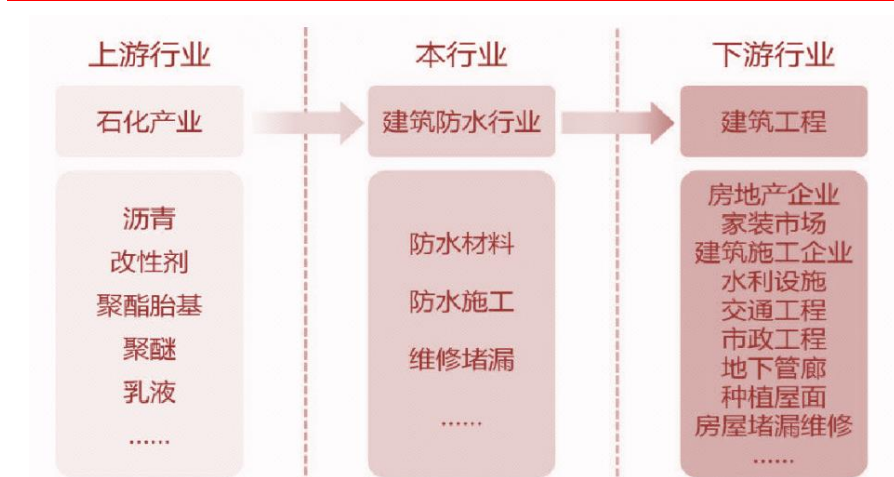
资料来源：CNKI，东莞证券研究所

1.3 产业链：上游是石油化工品，下游是地产和基建

建筑防水行业上游是沥青行业、石油及石油化工产业等，原材料成本中沥青占比最高。防水企业 80%以上的生产成本来自于直接原材料，主要原材料包括沥青、乳液、聚酯胎基、SBS 改性剂、膜类（含隔离膜）、基础油、聚醚、石蜡、异氰酸酯等大宗化工原料商品，其中沥青占采购金额比重最大，约占原材料成本的三分之一。由于上游原材料多为大宗商品，防水企业对上游议价能力整体不强，但大型企业具备一定的集中采购优势。

建筑防水行业下游是房地产、基建和光伏屋顶，其中房地产应用比例最高。防水材料应用在包括存量和增量建筑的改造、大型市政工程、高铁桥梁、地下管廊、水利工程等，近年来兴起的 BIPV、BAPV 也为防水材料带来新的市场空间，以上领域共同决定了建筑防水行业的市场需求。

图 5：建筑防水行业产业链



资料来源：科顺股份招股说明书，东莞证券研究所

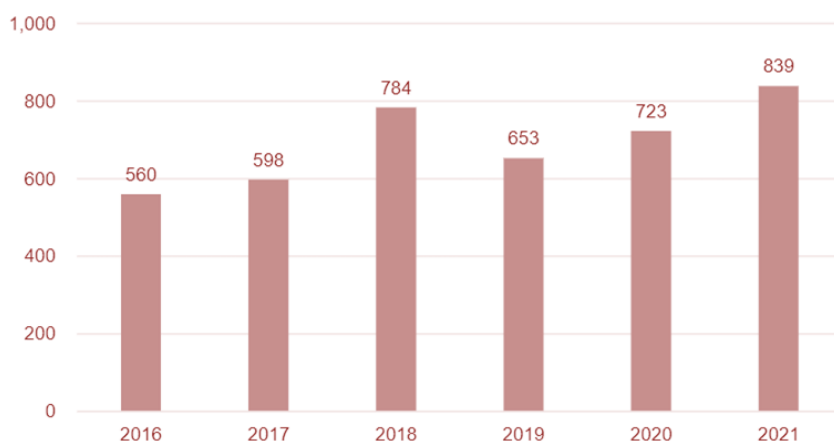
2 重视行业供给端出清，集中度提升的机会

2.1 竞争格局：分为三个梯队，行业产能过剩、集中度低

建筑防水行业市场竞争激烈，低端产能过剩，呈现“大行业、小企业”的格局。2021 年我国建筑防水材料行业共有 3,000 多家企业，其中主营收入在 2,000 万元以上的防水材料生产企业有 839 家，主营业务累计收入达到 1261.59 亿元，2021 年建筑防水材料总产量为 40.92 亿平方米，同比增长率达到 8.4%。根据贝壳研究院发布的《2022 家装消费趋势调查报告》，有超过六成的家装消费者曾遇到过材料问题，有 69.2%的消费者遇到过辅材问题，集中在防水材料（33.3%）、乳胶漆材料（32%）、板材（26.3%）等。当前我国防水行业面临着技术难点，如原材料选择、配比和反应混合等生产工艺。许多中小企业由于技术瓶颈，导致生产工艺不成熟、成品率低、产品品质不稳定，只能采取模仿策略，无序竞争的现象仍较为突出，行业整体呈现落后产能过剩、行业集中度低的特点。

目前建筑防水行业可以分为三个梯队，第一梯队是以防水产品为核心业务的上市公司，包括东方雨虹、科顺股份、凯伦股份等。这些企业的规模大，技术水平领先，知名度高，资本市场融资能力强，管理能力相对优秀，在市场中处于领先地位。第二梯队的企业包括卓宝科技、宏源防水、雨中情等，初步完成或正在进行全国性产业布局，但在规模和产品覆盖范围上仍然落后于第一梯队。第三梯队主要是地方性防水公司和规模在 3 亿元以下的中小型企业。

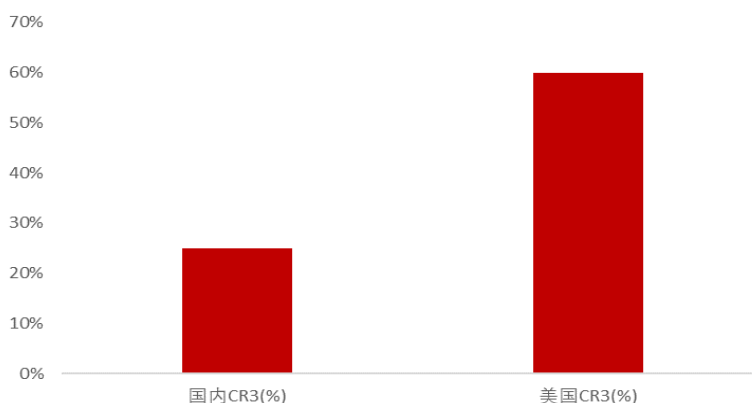
图 6：我国规模以上防水企业（主营业务收入在 2,000 万元以上）数量呈上升趋势



资料来源：中国建筑防水协会，东莞证券研究所

建筑防水行业集中度较低。据中国建筑防水协会数据，截至 2021 年末中国规模以上防水企业数量共计 839 家，839 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 1261.59 亿元，其中东方雨虹营收占比 25.31%，科顺股份占比 6.16%，凯伦股份占比 2.05%，北新建材防水业务营收占比 2.99%。考虑到整体行业规模的情况下国内防水企业 CR3 不超过 25%，对比美国 CR3 接近 60%，具有较大提升空间。

图 7：建筑防水行业企业 CR3 对比（%）



资料来源：中国建筑防水协会，东莞证券研究所

2.2 重视行业供给端出清的机会

地产集中度提升，大规模集采需求拉动防水行业集中度提升。近年来地产集中度持续提升，行业从粗放走向精细，消费者对住房的核心需求除了房屋位置的变动和居住面积的增加外，更加关注居住品质。优质的防水材料可延长建筑使用寿命，提升居住体验，节约维修补漏成本。随着下游客户对于家装品质的需求逐渐提升，地产商更倾向于选择品牌知名度高、产品质量有保障的龙头企业，这些企业将加速抢占市场份额，行业集中度会逐渐提升。

防水新规落地有望加速市场出清，驱动行业集中度提升。2022年10月，住建部正式出台《建筑与市政工程防水通用规范》，自2023年4月1日起实施。规定工程防水设计工作年限需要符合：地下工程不低于工程结构设计工作年限、屋面不低于20年、室内工程不低于25年。新规出台前防水工程质保期普遍为5年，只满足5年质保要求的产品将会加速出局，高环保、高耐久、高可靠性的产品有望逐步占据市场主流。而头部企业具有研发优势和品类优势，在市场结构迭代升级的过程中占据先发优势，能够率先抢占市场，生产水平较低、产品质量较差的小企业将逐渐被淘汰。

2.3 原油价格是影响企业毛利率的主要因素

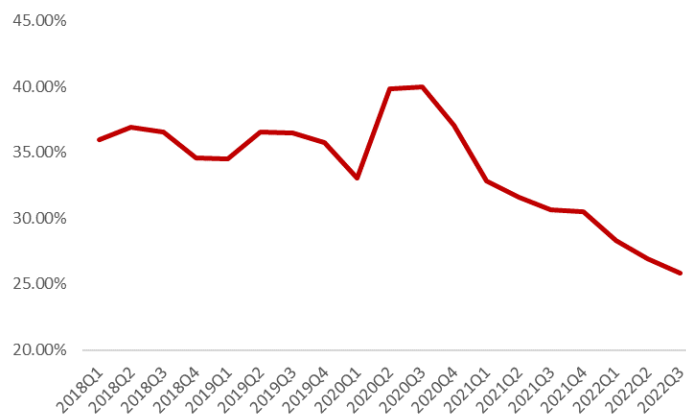
生产企业毛利率受原油价格波动影响较大，大约滞后1-2个季度。由于上游原材料多为石油化工产品，价格与国际原油价格相关性较强，因此企业的毛利率水平受原油价格波动影响较大。根据头豹研究院数据，2020年受疫情影响，原油价格从64美元/桶下降到43美元/桶，CR3防水材料的平均价格也从10.17元/平方米下降至8.48元/平方米，对防水企业毛利形成挤占。以东方雨虹为例，复盘历史原油价格与生产企业毛利率数据，可以发现生产企业毛利率大约滞后于原油价格波动1-2个季度。2022H2原油价格从高位开始回落，如果原油价格维持目前价格中枢下移的趋势，从历史数据来看，2023年生产企业毛利率有望得到较为明显的修复。

图8：WTI原油、石油价格走势



资料来源：ifind，东莞证券研究所

图 9：东方雨虹毛利率（%）



资料来源：ifind，东莞证券研究所

3 新规落地后建筑防水行业加速扩容，市场空间有望达 1765 亿元

建筑防水材料的主要应用领域是房建、基建、城市更新领域，根据建筑防水协会统计，目前各项需求占比分别为 40%、40%、20%，其中房建包括房地产、其他房建等，房地产占房建的 60-70%；基建包括轨道交通、管廊、水利、高铁、高速公路（桥、隧，省县高等级公路）等。在屋顶分布式光伏中，防水卷材被广泛运用。

根据我们的测算，新规落地后建筑防水行业市场空间约为 1765 亿元。房建、基建、修缮（只计算屋面修缮，不含旧改）、光伏屋顶的市场空间分别为 815 亿元、600 亿元、300 亿元、50 亿元。如果考虑到旧改及地下工程、室内工程等修缮需求，市场空间将进一步扩大。

3.1 新规落地后房建和修缮市场空间预计为 1115 亿元

防水新规实施在即，行业即将迎来扩容。2022 年 10 月 24 日，住建部发布公告，批准《建筑与市政工程防水通用规范》为国家标准，是我国防水行业的首部通用规范，属于强制性工程建设规范，全部条文须严格执行。现行的工程建设标准与新规不一致的，以新规为准。防水新规带来的增量主要在房建领域，新规正式开始实施后，主要变化如下：

（1）对防水设计工作年限提出明确要求。新规不分等级统一要求屋面防水工作年限不低于 20 年，对比原屋面标准“一级不低于 20 年，二级不低于 10 年”显著提高；室内防水工作年限不低于 25 年，地下防水要不低于结构寿命。

（2）被列为一级防水要求的建筑增加。根据 GB50178 标准和国际通用的气候区干湿程度分类方法，屋面、外墙工程防水使用环境根据地区年降水量分为三类：I 类（年降水量 $\geq 1300\text{mm}$ ）、II 类（ $400\text{mm} \leq \text{年降水量} < 1300\text{mm}$ ）、III 类（年降水量 $< 400\text{mm}$ ）。新规中适用于一级防水的工程包含年降水量 400mm 以上所有民用建筑的屋面、外墙和

室内工程。根据防水协会副秘书长朱冬青的估计，新规执行后，国内大概 80%~85%以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求。

(3) **增加了防水要求的层次和道数。**屋面工程，一级防水屋面从原来的两道防水增为三道防水（其中卷材不少于一道），二级防水屋面从原来的一道防水增为两道防水（其中卷材不少于一道）；地下工程，新规中明挖法的一级防水工程防水比现行标准多一道，对结构接缝的防水要求也更高；外墙工程，一级防水等级的框架填充或砌体结构外墙应有两道及以上防水层，封闭式幕墙应达到一级防水要求等；室内工程，新规中只规定了甲类工程，国内 95%的室内工程都应该是一级防水，卫生间、阳台要两道防水层，要求整体提高。

(4) **卷材厚度要求增加。**新规规定金属屋面选用高分子卷材 PVC、EPDM、TPO 等外露性防水卷材单层使用时的厚度，一级防水要求卷材不小于 1.8mm，二级防水要求卷材不小于 1.5mm，而目前未使用卷材的比例可能超过 80%，新规落地有利于防水卷材的用量提升。

3.1.1 新规落地后房建领域防水市场空间预计达到 815 亿元，增幅达 48%

防水材料在建筑工程的开工和竣工端均有所应用，防水卷材应用于开工时地下结构防水阶段和屋面防水，与新开工数据相关性较大；防水涂料常用于小型民用建筑及厨房、卫生间、阳台等家装施工，于工程即将竣工验收的阶段使用，其需求增速与竣工面积的增速有较高的相关性。目前我国建筑防水工程造价占比约为 1-2%，与发达国家 6-7%的水平仍有较大差距。根据智研咨询，房建领域中，防水行业的下游使用部位占比为屋面 36%，地下室 32%，厨卫阳台 10%，其他 22%。综上我们对房建需求的测算做出以下假设：

- (1) 开工端防水材料需求与竣工端防水材料需求比例为 7：3，维持不变；
- (2) 防水材料占比为 1%-2%之间，逐年递增 0.5%；
- (3) 根据建筑防水协会数据，房地产的防水材料需求占房建的 60-70%，我们假设地产需求占房建需求的 65%，且该数据维持不变；
- (4) 房屋建安成本选取一、二线城市平均数，截至 2022 年为 2,243 元/平方米；
- (5) 房建领域市场空间=房地产加权平均面积*房屋建安成本*防水材料占比/房地产需求占房建需求的百分比；
- (6) 屋面工程，我们假设新规落地后一级防水的比例为 80%，二、三级防水要求的比例分别为 10%，而一级防水屋面从原来的两道防水增为三道防水（其中卷材不少于一道），二级防水屋面从原来的一道防水增为两道防水（其中卷材不少于一道），因此在只考虑价值量叠加的情况下，屋面工程防水材料需求增量预计超过 50%；
- (7) 地下工程，一级地下室外设防水工程防水比现行标准多一道，而二、三级防水变化不大，考虑到新规执行后国内大概 80%及以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求，目前我国防水工程达到一级防水标准的假设为 35%，

在只考虑价值量叠加的情况下，屋面工程防水材料需求增量预计超过 60%；

(8) 外墙工程，现行规范对外墙防水无强制要求，增量主要来自于新规要求的年降水量>400mm 的民用建筑均采用一级防水，混凝土外墙 1 道防水、砌体墙 2 道防水，因此外墙防水需新增 1-2 道防水；

(9) 室内工程，新规实施后一级防水要求卫生间、阳台不应少于 2 道防水，对比现行规范室内需新增 1 道防水，目前我国防水工程达到一级防水标准的假设为 35%，新规落地后国内 95%的室内工程都应该是一级防水，在只考虑价值量叠加的情况下，室内工程防水材料需求增量预计为 95%。

表 2：房建领域建筑防水材料市场空间测算

指标名称	竣工房屋面积	新开工房屋面积	加权平均房屋面积	房屋建安成本	房屋总建安成本	防水材料占比	防水材料市场空间（房地产）	防水材料市场空间（房建）
单位	万平方米	万平方米	亿平方米	元	亿元	%	亿元	亿元
2022	86,222.00	120,587.00	11.03	2243.38	24739.44	1.45%	358.72	551.88
2021	101,411.94	198,895.05	16.97	2203.00	37373.92	1.40%	523.23	804.98
2020	91,218.23	224,433.13	18.45	2060.49	38009.64	1.35%	513.13	789.43
2019	95,941.53	227,153.58	18.78	1984.57	37268.15	1.30%	484.49	745.36
2018	94,421.15	209,537.16	17.50	1932.90	33826.25	1.25%	422.83	650.50
2017	101,486.41	178,653.77	15.55	1832.27	28492.51	1.20%	384.65	591.77
2016	106,127.71	166,928.13	14.87	1636.28	24329.52	1.15%	316.28	486.59
2015	100,039.10	154,453.68	13.81	1589.66	21957.89	1.10%	274.47	422.27
2014	107,459.05	179,592.49	15.80	1628.89	25728.68	1.05%	308.74	474.99
2013	101,434.99	201,207.84	17.13	1616.82	27692.28	1.00%	318.46	489.94

资料来源：中国建筑防水协会，中国建筑工程造价信息网，东莞证券研究所

表 3：各部位防水材料市场空间测算

	屋面	地下室	厨卫阳台	其他
单位	亿元	亿元	亿元	亿元
2022	198.68	176.60	55.19	121.41
2021	289.79	257.59	80.50	177.09
2020	284.20	252.62	78.94	173.67

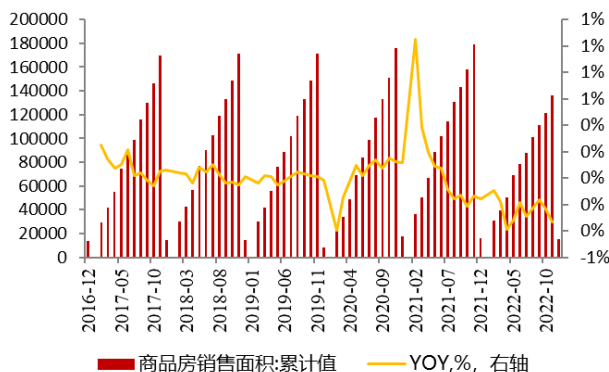
资料来源：东莞证券研究所

新规落地后房建领域防水材料的市场空间预计达到 815 亿元，增幅达 48%。根据之前的假设，2022 年屋面、地下室、厨卫阳台防水空间分别为 199 亿元、178 亿元、55 亿元，根据之前的测算，新规落地后以上部分防水材料增长分别为 50%、61.5%、95%，在不考虑开工端和竣工端修复的情况下，假设 2023 年全年按照新规实施，2023 年屋面、地下室、厨卫阳台防水空间分别为 300 亿元、287 亿元、107 亿元，房建领域防水材料市场空间将达到 815 亿元，增幅高达 48%。

供需两侧政策齐发力，驱动房地产行业加速复苏。2022 年地产行业迎来景气度低谷，开工、竣工情况低迷，2022 年 1-12 月份，房屋新开工面积、房屋竣工面积、住宅销售面积分别同比下降 39.37%、14.98%、24.30%，均同比大幅下滑。多部门陆续印发支持房地产政策，2022Q4“稳地产”政策力度显著升级，信贷、债券、股权三大融资渠道“三箭齐发”中央经济工作会议将扩大内需放在首位，在扩大内需的方面首先提

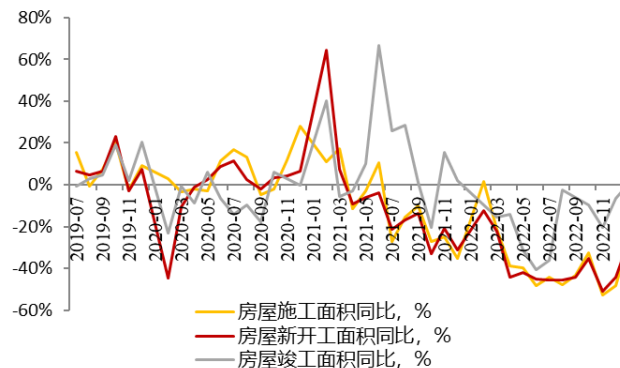
到“支持住房改善”，2023年1月5日，央行银保监会发布首套住房贷款利率政策动态调整机制，1月6日住建部表态降低第一套住房首付比、首套利率，对第二套住房合理支持。供需两端政策齐发力，地产行业有望加速修复，2023年1-2月份，房屋竣工面积同比上升8.0%，是自2022年以来同比首次转正，对比2022年全年增速上升23个百分点；销售面积、新开工面积分别同比增速-3.6%、-9.4%，跌幅显著收窄。随着“保交楼”政策的持续推进和需求端政策的持续发力，新开工和竣工端有望持续回暖，房建领域的防水材料市场空间也将进一步扩大。

图 10：商品房销售面积累计值（万平方米）



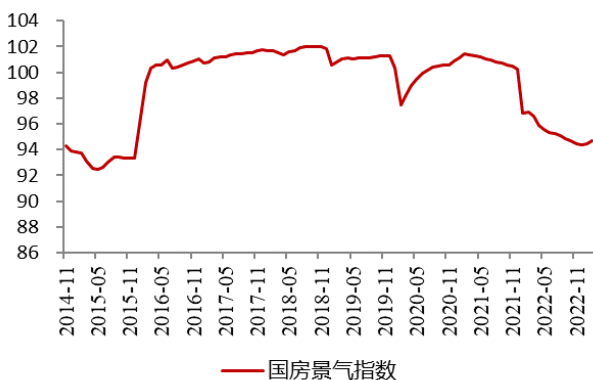
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 11：商品房施工、新开工、竣工面积同比（%）



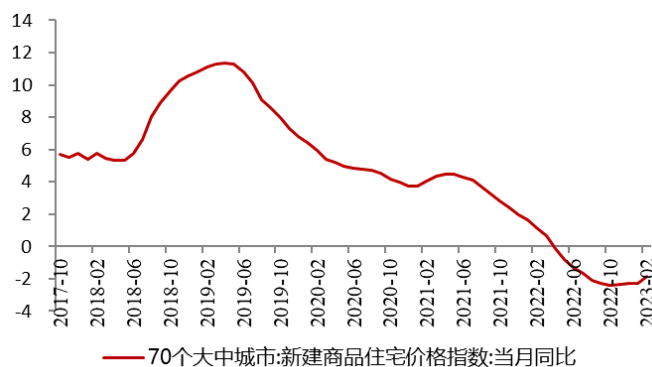
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 12：国房景气指数



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 13：70 个大中城市新建商品房价格指数



资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.1.2 修缮市场空间有望达 300 亿元

防水修缮市场潜力大。房屋渗漏已成为长期困扰我国建筑工程主要问题之一，据 2020 年《建筑业发展统计分析报告》数据统计，国内房屋建筑保有量已超 700 亿平方米，而相关调研显示，房屋综合渗漏率超过 63%。防水修缮市场需求包括 B 端的老旧小区改造以及 C 端的二手房、老房翻新改造，目前欧美、日本等发达国家和地区有 80% 左右防水产品都用在既有建筑的翻新和维护上，但我国领先建筑防水材料生产企业 95% 的产品都用于新建市场，修缮市场潜在发展空间巨大。

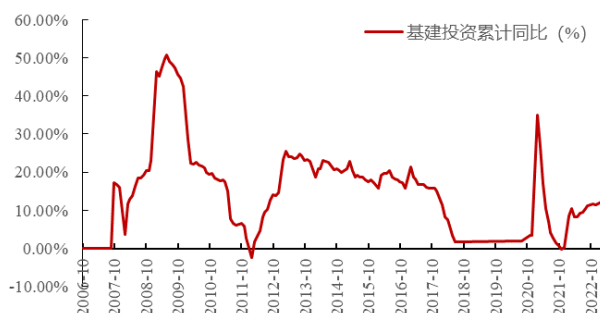
政策驱动 B 端旧改方面防水材料需求扩容。2020 年《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》提出 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部统计数据，我国 2000 年之前老旧居住小区近 16 万个，建筑面积约 40 亿平方米，自 2020 年 7 月全面推行旧改以来，我国 2020 年和 2021 年新开工改造老旧小区数分别为 40,279 个和 55,555 个。2021 年《政府工作报告》提出预计到 2025 年完成近 17 万个老旧小区改造，随着旧改的提速，房屋修缮领域需求释放将加速防水行业的扩容。

C 端二手房翻新需求有望释放，修缮需求市场空间有望达到 300 亿元。我国 2009-2021 年间房屋竣工面积处于高位，积累了大量的竣工房屋。未来随着存量建筑房龄的提高，将释放大规模翻新需求。根据建筑防水协会数据，屋顶正常平均维护寿命为 6-8 年，未来 10 年内将有 4-5 亿平方米/年的维护需求。根据智研咨询数据，防水屋面维修的成本是初次修建时的 3-4 倍，我们假设只考虑屋面的修缮需求，修缮率为 50%，根据我们的测算，2022 年修缮需求市场空间约为 200 亿元，考虑到新规落地后屋面防水材料 50%的增量，市场空间约为 300 亿元。

3.2 基建领域市场空间预计为 600 亿元

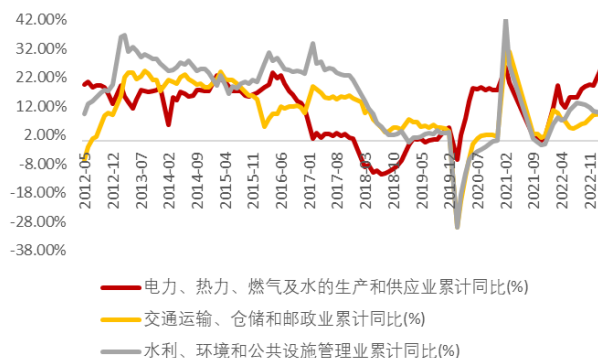
2023 年 1-2 月基建投资增速延续了 2022 年的高位，景气度不改。1-2 月广义基建投资和狭义基建投资分别同比高增 12.2%和 9.0%，延续了 2022 年的高位。从广义基建投资分项来看，电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资延续 2022 年高速增长态势，同比增长 25.4%，2022 年全年增速 19.3%；交通运输、仓储和邮政业投资同比增长 9.2%；水利、环境和公共设施管理业投资同比增长 9.8%。基建将继续成为稳定投资乃至稳定增长的主要力量。

图 14：基建投资累计增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：基建投资分项累计增速（%）



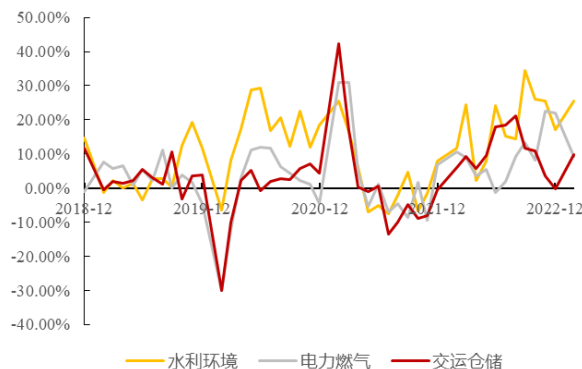
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 16：基建投资当月增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：基建投资分项当月增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

专项债前置发行的节奏有望延续。2023 年地方政府专项债限额为 3.8 万亿元，而 2022 年这一数字为 3.65 万亿元，同比增加 1500 亿元。其中根据各地财政预算草案，提前下达的新增专项债额度为 2.19 万亿元，同比 2022 年提前下达的 1.46 万亿元增长 50%，2022 年专项债发行节奏较为前置，在 2023 年这一趋势有望延续，二季度或迎来专项债发行高峰，实物工作量有望加速落地，对防水材料需求形成较好支撑。

基建领域防水市场空间约为 600 亿元。防水新规带来的增量主要在房建领域，根据建筑防水协会统计，建筑防水材料的主要应用领域是房建、基建、城市更新领域，需求分别占比为 40%、40%、20%，假设该占比保持不变，以 2022 年为计算基期，根据我们之前对房建领域防水市场空间的测算，2022 年基建领域的防水市场空间约为 552 亿元，考虑到基建投资的高增速，市场空间有望进一步扩大，假设增速为 10%，2023 年防水市场空间有望超过 600 亿元。

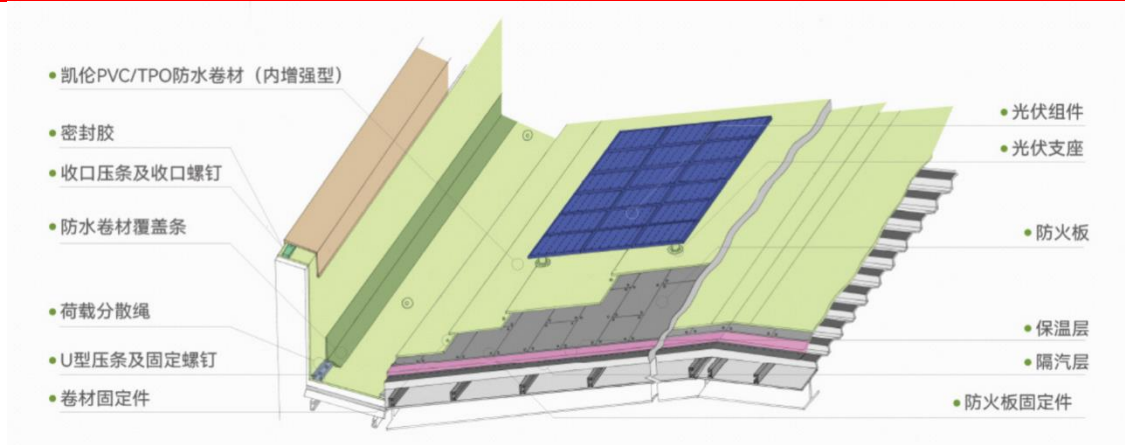
3.3 屋顶分布式光伏需求前景广阔

“建筑+光伏”，屋顶分布式光伏分为 BIPV 和 BAPV。分布式光伏电站是指在用户场地附近建设，运行方式以用户侧自发自用、多余电量上网，且在配电系统平衡调节为特征的光伏发电设施。按照设计、施工和安装方式的不同，分为 BAPV（在现有建筑上安装光伏组件）与 BIPV（光伏建筑一体化）两种形式，以上两种形式皆是利用屋顶资源开发分布式光伏电站实现光伏发电。BIPV 是分布式光伏电站与建筑结合的主要应用场景之一，兼具发电与建筑功能，与 BAPV 相比，具有美观性、安全性高、使用寿命长等优点。当前光伏屋面电站系统的设计寿命为 25 年以上，光伏屋面的防水会影响到系统的使用寿命，一旦发生渗漏，需要将光伏设备拆除后维修，对后期运营成本影响也很大。

政策驱动分布式光伏扩容。2021 年 6 月，能源局综合司正式下发的《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》中指出，党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农

村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%。2021 年 10 月国务院印发《2030 年前碳达峰行动方案的通知》提出到 2025 年，城镇建筑可再生能源替代率达到 8%，新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%。

图 18：融合光伏屋顶系统防水



资料来源：凯伦股份官网，东莞证券研究所

屋顶光伏防水市场空间约为 50 亿元。根据国家统计局数据和中国建筑科学研究院测算，我国目前既有建筑面积约 800 亿平方米，每年新增近 1 亿平方米的采光瓦屋顶面积，按照 TPO 防水卷材 40-50 元/平米材料成本计算，每年新增市场空间约为 50 亿元。

4 重点企业

4.1 东方雨虹：建筑防水行业龙头，渠道、管理、生产布局优势显著

东方雨虹是防水行业龙头，受益于防水新规落地扩容。公司是防水行业首家上市公司，“东方雨虹”品牌已经成为中国建筑防水行业公认的优质品牌，深耕新型建筑防水材料的研发、生产、销售和防水工程施工业务领域。截至 2022H1，防水卷材收入贡献占比 46%，涂料收入占比 36%，工程施工占比 9%。公司产品应用于包括毛主席纪念堂、人民大会堂、国家会议中心、鸟巢、水立方、中国尊、北京大兴国际机场等中国标志性建筑和港珠澳大桥、京张铁路、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。

图 19：东方雨虹产品销往 100 多个国家，拥有 47 个生产研发物流基地



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司产品销售采取“直销+渠道”模式，拥有多层次的营销网络。直销方面公司先后与多家优质房地产公司签订了战略合作协议或长期供货协议，同时在铁路、城市轨道交通等细分市场与客户建立了长期稳定的合作关系。渠道模式分为工程渠道和零售渠道，目前，公司已形成了直销模式与工程渠道经销商模式相结合的多维度工程营销网络，以及以零售渠道经销商模式为核心的民用建材营销网络。

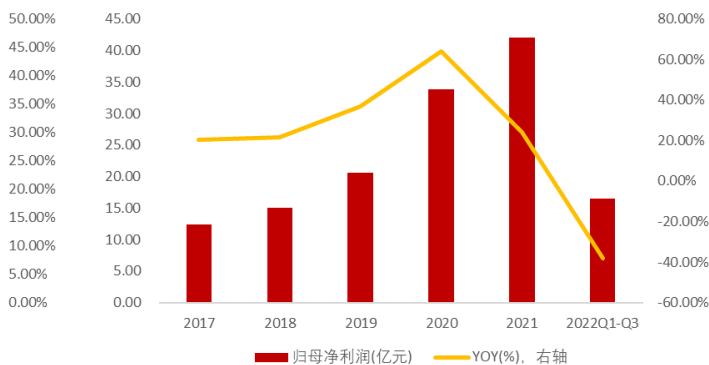
公司业绩维持高增，表现出较强韧性。公司 2013-2021 年营收从 39.03 亿元提升至 319.34 亿元，CAGR 高达 30.05%，归母净利润从 3.64 亿元提升至 42.05 亿元，CAGR 达 35.79%，毛利率均维持在 30%以上。2021 年大宗商品价格高企，房地产行业受到宏观调控等影响，同行业上市公司科顺股份和凯伦股份归母净利润同比增速由正转负，分别同比下滑 24.45%、74.18%，但东方雨虹归母净利润同比增速为 24.07%，虽同比上年增速有所下滑，但仍维持正增长，公司业绩表现出较强韧性。

图 20：东方雨虹营收及其同比增速（亿元，%）



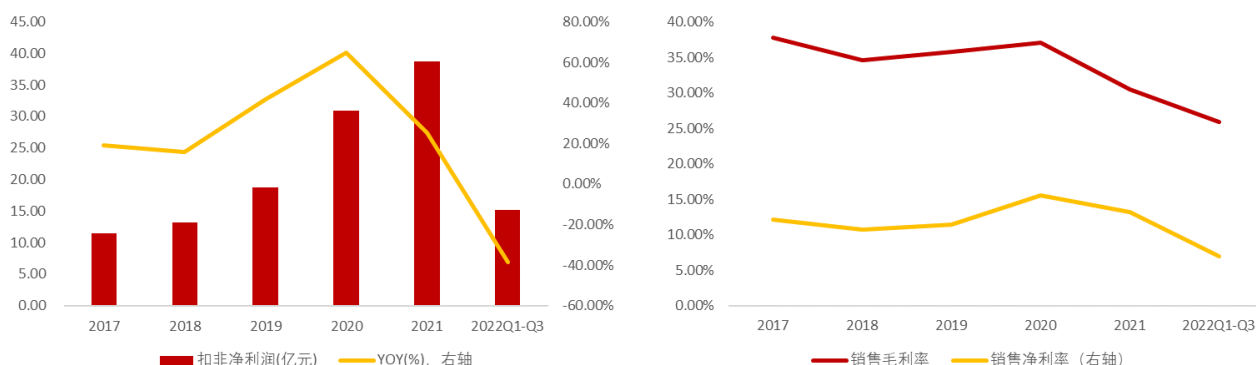
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 21：东方雨虹归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 22：东方雨虹扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 23：东方雨虹毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东方雨虹的核心优势不仅在于渠道管理，还包括拥有丰富的产品线，提供高质量的产品和服务，以及全面的生产基地布局。

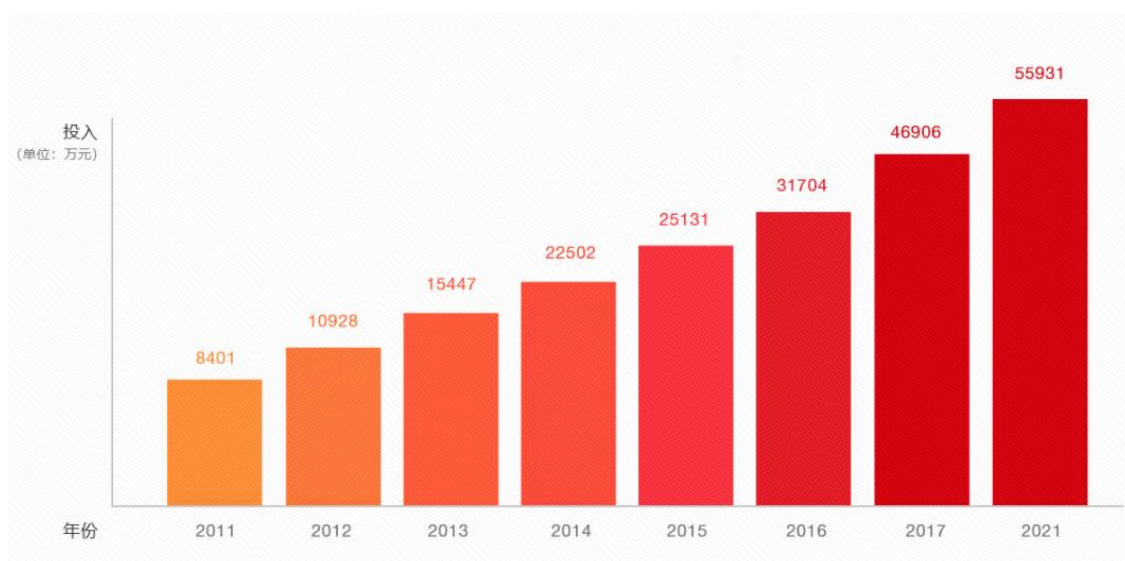
- 渠道管理是核心优势。**公司完善以“虹哥汇”为核心的会员运营体系，精准锁定工长等专业人士，构建公司-经销商-专卖店-会员综合体系架构。围绕虹哥汇会员管理平台，加大力度投入虹大师工具、技能培训、竞技大赛、虹哥创业等多项目的投入，截至 2021 年，“虹哥汇”会员数量已超百万人。随着公司国际化战略的全面实施，优质产品远销德国、巴西、澳大利亚、美国、加拿大、俄罗斯、日本、新加坡、韩国、中非、南非等超过 100 个国家和地区。
- 研发优势独步一时，与国际领先水平接轨。**公司获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，拥有国家认定企业技术中心、博士后科研工作站等研发平台，积极引进国内外优秀技术人才，建立首席科学家机制，打造国际化研发团队，目前有 5 位工程院院士、7 位国际知名科学家、25 位技术带头人。公司在美国费城春屋创新园（Spring House Innovation Park）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。
- 产品线丰富，持续扩充产品品类。**公司主要产品包括建筑防水材料、建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑粉料、建筑节能材料、非织造布、特种薄膜等，其中建筑防水材料共有 200 多种细分品种，2000 多种规格和型号的产品，是国内生产新型建筑防水材料品种较为齐全的企业之一，公司也在持续优化产品结构、提升产品质量、扩大产品品类。
- 生产基地布局辐射全国市场，实现运输半径 300km。**公司在上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、广东惠州等布局建设了 47 个生产研发物流基地，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，拥有 200 余条先进生产线，实现了 300 公里辐射半径。

图 24：东方雨虹研发成果



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 25：东方雨虹研发投入（万元）



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 26：东方雨虹生产基地布局



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

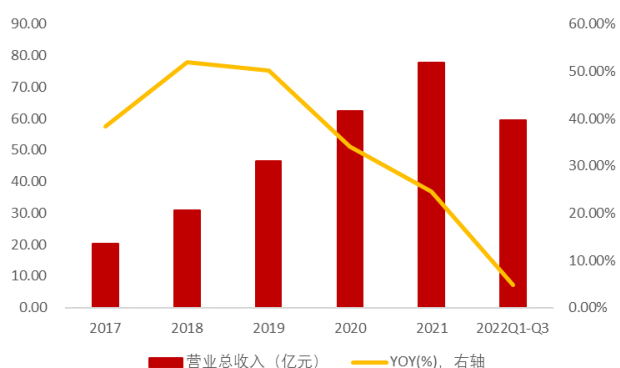
4.2 科顺股份：优质防水企业，切入减隔震领域探索第二增长点

科顺股份是建筑防水行业的领军企业，卷材收入贡献占比最大。公司专业从事新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务，产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类 100 多个品种，截至 2022H1，防水卷材收入贡献占比 58%，涂料收入占比 22%，工程施工占比 17%。公司产品广泛应用于水立方、南京奥体中心、深圳平安金融中心、中央电视台新台址等国家和城市标志性建筑、市政工程、交通工程、住宅商业地产及特种工程等领域。目前集团控股分子公司 38 家，全国布局十余座生产及研发基地，近 20000 个经销及服务网点，位列全球建筑材料上市公司百强。

公司产品销售采取“直销+经销”模式，在北京、上海、广州、深圳、重庆、南宁、天津等地设立了销售分公司，负责与大型房企的战略合作，目前已与多家知名房企确定了战略合作关系并成为其重要供应商；为扩大市场份额、推广公司品牌，公司积极与各地建筑防水材料商行和建筑防水工程公司建立合作关系，目前已与全国 30 个省市的超过 2,000 家经销商建立了长期稳固的合作关系。

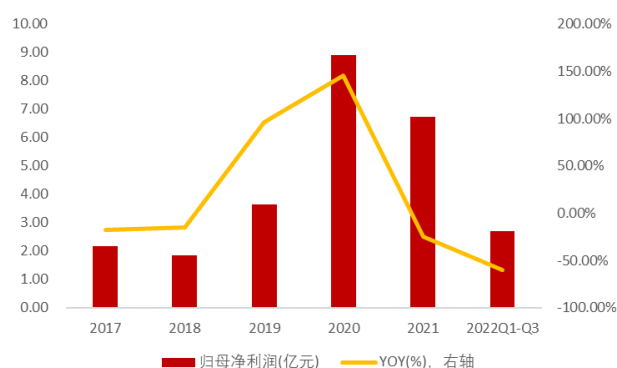
公司业绩增速较高，经营较为稳健。公司 2013-2021 年营收从 8.31 亿元提升至 77.71 亿元，CAGR 高达 32.24%，归母净利润从 0.40 亿元提升至 6.73 亿元，CAGR 达 42.31%。2021 年公司归母净利润同比下滑 24.45%，主要是由于上游原材料价格大幅上涨，生产成本上行对公司毛利率产生侵蚀，以及计提应收款项坏账准备。

图 27：科顺股份营收及其同比增速（亿元，%）



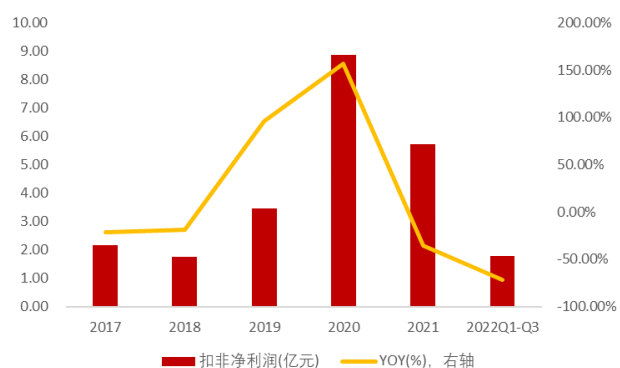
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 28：科顺股份归母净利润及其同比增速（亿元，%）



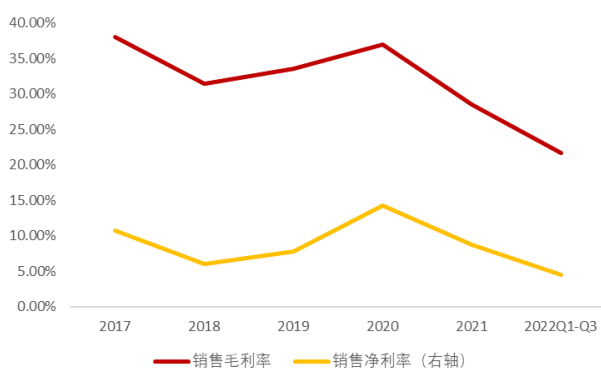
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：科顺股份扣非净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 30：科顺股份毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司产能布局持续完善，已于全国布局 10 余座生产及研发基地，全面覆盖各大核心经济带，能够及时、高效地为顾客提供产品和服务，未来几年，公司将以大型生产基地与小型卫星工厂相结合的模式，保持产能稳定增长，进一步优化布局，扩大公司产品的辐射范围，降本增效。公司 2022 年 3 月完成丰泽股份收购，切入减隔震领域，探索防水以外的第二增长点，截至 2022H1，减隔震业务收入贡献占比约 2%。公司积极拓展非房业务，对冲地产业务风险。2022 年 1-9 月，中国铁建、国铁集团等施工单位及国宇防水等经销商客户进入公司前五大客户，系年度内公司为控制地产客户风险，大力开拓国企施工单位客户及经销商客户，上述客户收入占比提升。

图 31：科顺股份拥有 12 家销售分公司，56 家办事处



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 32：科顺股份荣誉



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 33：科顺股份客户



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4.3 凯伦股份：高分子卷材细分赛道领先企业，差异化战略获取竞争优势

凯伦股份是建筑防水行业高分子卷材细分赛道的领先企业。公司专业从事新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务，产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类几十种规格产品，截至 2022H1，防水卷材收入贡献占比 66%，涂料收入占比 25%。公司产品广泛应用于众多标志性建筑，包括北京大兴机场、世茂深坑酒店、苏州奥林匹克体育中心、南京奥体公园、南沙国际金融论坛永久会址、北京中信大厦、重庆西站、福清核电站、山东荣成石岛湾核电站、浙江台州三门核电站、巴基斯坦卡拉奇核电站、美国长滩东塔项目等。

图 34：凯伦股份是建筑防水行业首家创业板上市公司

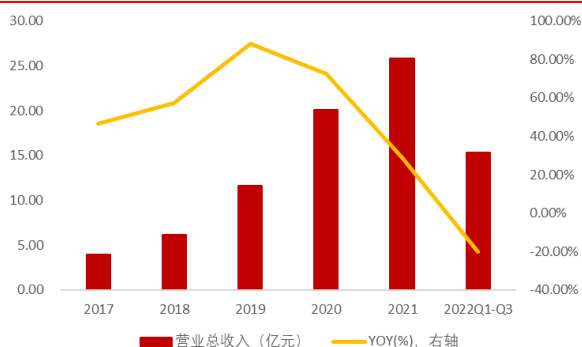


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

公司产品销售采取经销和直销相结合的模式。直销模式主要有大型地产商的集团采购、大型基础设施项目直接采购及出口贸易等，公司已经和头部地产商如万科、保利、新城、中海等头部企业达成长期战略合作关系。同时，公司大力推展渠道业务，公司通过分布在全国各地的经销商网络，将产品销售给终端工民建等类型客户，目前，公司已建立基本覆盖全国主要地级市的销售网络，与 700 多家经销商达成合作。外贸业务继续保持了稳健发展势头，产品已出口 60 多个国家和地区。

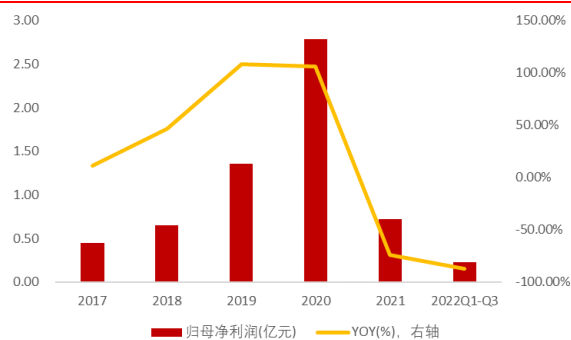
公司业绩增速较高，具有较好弹性。公司 2013-2021 年营收从 1.18 亿元提升至 25.86 亿元，CAGR 高达 47.02%，归母净利润从 0.07 亿元提升至 0.72 亿元，CAGR 达 34.03%。

图 35：凯伦股份营收及其同比增速（亿元，%）



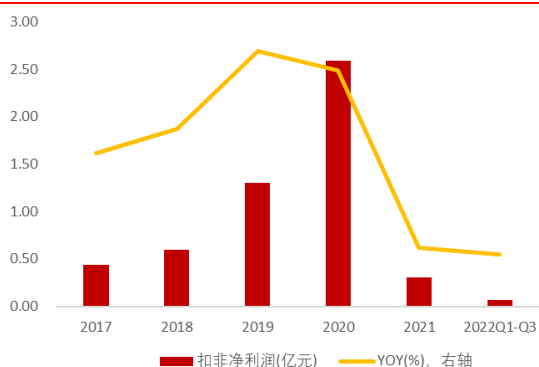
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 36：凯伦股份归母净利润及其同比增速（亿元，%）

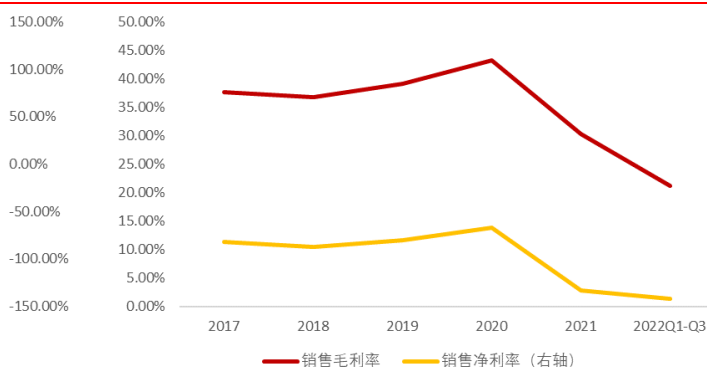


资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 37：凯伦股份扣非净利润及其同比增速（亿元，%）图 38：凯伦股份毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司专注高分子卷材，实施差异化竞争策略。高分子防水卷材具有环保、抗裂、施工安全性高、使用寿命长等优势，受到政府鼓励推广。公司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，自行研制配方、安装设备，分别实现了 MBP 高分子胶、片材和最终成品的量产，公司规划到 2024 年高分子材料收入占销售收入的 50%。开发“全生命周期光伏屋顶系统”及融合瓦体系，用于工商业光伏屋顶使用场景，为屋顶分布式光伏 25 年长寿命周期保驾护航。

图 39：凯伦股份合成高分子卷材系列



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 40：凯伦股份改性沥青卷材系列



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

4.4 北新建材：全球石膏板龙头，布局“一体两翼”切入防水领域

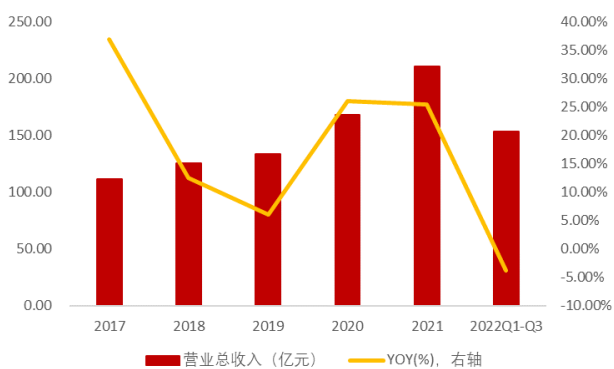
公司是全球石膏板龙头企业，布局“一体两翼”做强防水业务。公司聚焦石膏板、防水材料、涂料三大产品体系，2019 年公司通过联合重组开始进军防水行业，2022 年防水材料工程的营业收入达 30.58 亿元，占总营业收入的比例为 15.34%，已成为业绩重要的增长点。2022 年公司防水卷材毛利率为 17.25%，同比下降 10.10 个百分点，主要是受原材料价格沥青、石油化工品价格高企的影响。后续随着原材料价格的回落，毛利率有望得到修复。截至 2022 年，公司已推进 16 个防水材料生产基地布局规划，将组建“1+N”的防水产业格局，研发打造“北新”防水品牌，同时在专业市场和业务领域打造 N 个独立品牌。

图 41：北新建材成立于 1979 年



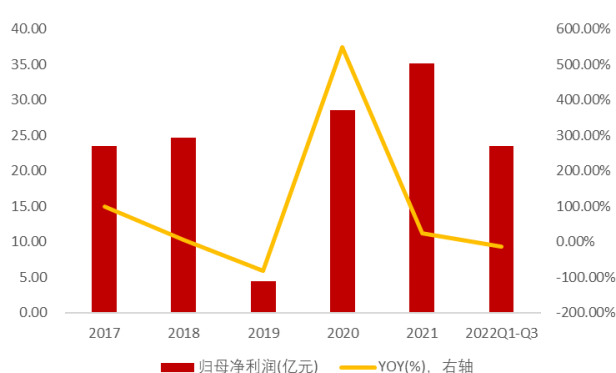
资料来源：公司官网，东莞证券研究所

图 42：北新建材营收及其同比增速（亿元，%）



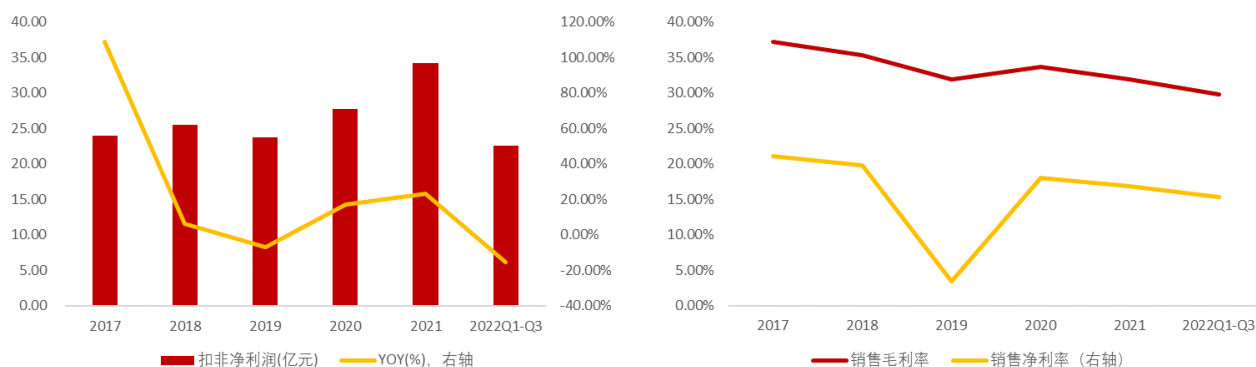
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 43：北新建材归母净利润及其同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

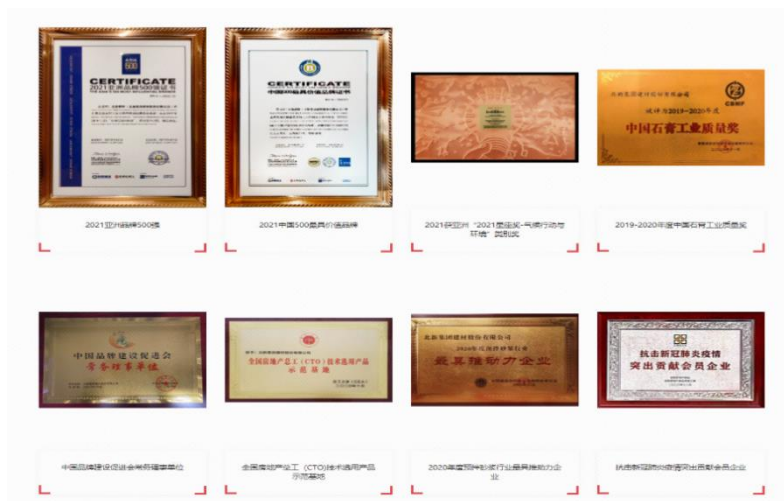
图 44：北新建材扣非净利润及其同比增速（亿元，%） 图 45：北新建材毛利率及净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 46：北新建材公司荣誉



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

5 投资策略

维持对建筑材料行业“标配”评级。新规落地建筑防水材料行业将迎来需求扩容和集中度提升，头部防水企业增速有望大于行业增速，建议关注具有规模优势的防水行业上市企业如东方雨虹（002271）、科顺股份（300737）、凯伦股份（300715）等；布局“一体两翼”做强防水业务的北新建材（000786）等。

表 4：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2022/3/30）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE（倍）			评级	评级变动
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E		
002271	东方雨虹	34.07	1.67	1.13	1.66	20.43	30.12	20.56	买入	维持
300737	科顺股份	11.75	0.58	0.30	0.65	20.11	39.71	18.13	买入	维持
300715	凯伦股份	13.81	0.18	0.01	0.35	74.85	2422.81	39.07	增持	首次
000786	北新建材	28.08	2.08	1.86（已披露）	2.19	13.52	15.10	12.84	增持	首次

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

6 风险提示

（1）下游地产行业波动的风险。自 2022 年以来为了稳定房地产行业发展，监管部门接连释放降低贷款基准利率、支持房地产平稳健康发展的金融 16 条等积极信号，但考虑到房地产政策的传导具有滞后性，短期内房地产销售端仍处于筑底阶段。

（2）原材料价格波动风险。防水材料主要原材料为石油化工产品，受国际原油市场以及国内供给侧改革的影响较大，市场价格波动会快速传导至防水企业的营业成本，产品售价调整较原材料价格上涨存在一定滞后性，对毛利率影响较大，

（3）基建投资增速不及预期的风险。防水材料下游需求中基建占比约为 40%，基建投资增速不及预期将影响实物工作量，对防水材料需求形成负面影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22115843

网址：www.dgzq.com.cn