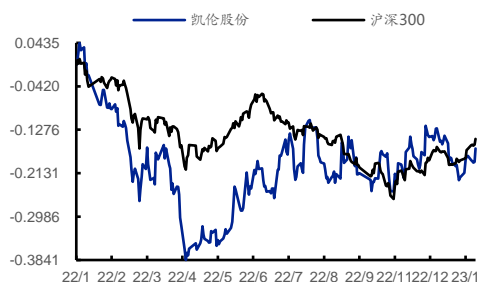


研究所
 证券分析师: 盛昌盛 S0350521080005
 shengcs@ghzq.com.cn
 联系人: 彭棋 S0350121080056
 pengq@ghzq.com.cn

行业底部回升, 差异化战略抢占先机

——凯伦股份(300715)公司深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/01/13

表现	1M	3M	12M
凯伦股份	-1.8%	8.7%	-15.6%
沪深300	3.3%	8.6%	-14.5%

市场数据

2023/01/13

当前价格(元)	14.43
52周价格区间(元)	10.97-19.58
总市值(百万)	5,554.25
流通市值(百万)	4,010.62
总股本(万股)	38,490.96
流通股本(万股)	27,793.61
日均成交额(百万)	55.43
近一月换手(%)	0.50

相关报告

《——凯伦股份(300715)公司深度研究: 新规落地带动行业扩容, 高分子防水龙头具有先发优势(买入)*装修建材*盛昌盛》——2022-11-25

投资要点:

- 聚焦高分子防水核心战略, 竞争优势明显。**公司以高分子防水材料为核心产品战略, 迅速在防水行业中形成了差异化竞争优势。目前, 凯伦高分子产业园是国内产能最大的高分子卷材生产基地, 公司在高分子防水领域具有技术、设备、产品三大优势。
- 政策利好叠加原材料价格回落, 防水行业业绩有望改善。**(1) 房地产政策持续优化, 2022年11月份“三箭齐发”标志着房地产政策出现标志性转变, 房地产市场改善, 有望推动防水材料需求提升。(2) 疫情防控政策持续优化, 2022年11月以来, 疫情防控政策持续优化, 有利于重点领域消费加快恢复发展, 推动经济运行整体好转, 同样带动防水材料需求回升。(3) 防水新规落地有望带动行业扩容50%以上, 同时提升市场集中度。(4) 随着原油价格下滑, 作为防水材料主要原材料的沥青价格回落, 带动行业毛利率提升。三个方面的利好政策带来的需求回升叠加沥青价格回落带来的毛利率提升, 防水行业业绩有望改善。
- 调整业务结构, 实现战略转型。**公司积极进行客户结构和产品结构调整, 以降低风险提升收入规模及质量。(1) 高分子防水材料有望成为防水新规中最受益的产品, 在 高分子领域的差异化战略也为公司争得先发优势。公司规划到2024年高分子材料收入占公司销售收入的50%, 将带动收入规模、盈利水平提升。(2) 公司大力拓展经销商客户, 计划未来三年将经销商数量扩大到3000家, 有望提升收入规模及质量。(3) 公司主动压缩地产收入, 减少有风险的地产客户订单, 同时积极拓展市政及基建项目, 保证收入质量。
- 盈利预测和投资评级。**我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.41亿元、1.31亿元、2.34亿元, 对应EPS分别为0.11元、0.34元、0.61元, 对应PE为137X、42.54X、23.71X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:**行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨; 高分子材料推广效果不及预期; 疫情反复对经济造成影响; 行业政策发生不利变化; 房地产行业波动带来风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2586	2221	2699	3281
增长率 (%)	29	-14	22	22
归母净利润 (百万元)	72	41	131	234
增长率 (%)	-74	-44	222	79
摊薄每股收益 (元)	0.19	0.11	0.34	0.61
ROE (%)	3	2	5	8
P/E	92.60	137.00	42.54	23.71
P/B	2.57	2.16	2.05	1.89
P/S	2.79	2.50	2.06	1.69
EV/EBITDA	43.03	32.10	21.23	14.54

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 聚焦高分子防水核心战略，竞争优势明显	5
1.1、 以高分子防水材料为核心，形成差异化竞争优势	5
1.2、 公司发展高分子防水材料具有三大优势	5
1.2.1、 技术优势	6
1.2.2、 设备优势	7
1.2.3、 产品优势	8
2、 政策利好叠加原材料价格回落，防水行业业绩有望改善	10
2.1、 房地产政策优化，防水材料需求有望改善	10
2.2、 疫情防控政策持续优化	12
2.3、 防水新规落地带来行业扩容集中度提升	13
2.3.1、 行业扩容	14
2.3.2、 市场集中度提升	15
3、 调整业务结构，实现战略转型	16
3.1、 原材料价格回落，行业毛利率有望提升	16
3.2、 高分子业务收入占比提升	16
3.2.1、 高分子防水结合光伏组件，拓宽应用领域，渗透率提升	16
3.2.2、 防水新规出台，利好高分子防水需求	17
3.2、 经销商数量提升，收入规模、质量均有望提升	18
3.3、 地产业务收入占比下滑，基建市政业务占比提升	18
4、 公司业绩短期承压，未来发展可期	20
5、 盈利预测与投资评级	22
6、 风险提示	23

图表目录

图 1: 凯伦股份生产基地布局	5
图 2: 凯伦股份高分子产业园	6
图 3: 2018 年至 2022 年前三季度公司研发费用及其占营业收入的比重	7
图 4: 设备优势	7
图 5: 防水上市公司主营业务收入及增速	10
图 6: 防水上市公司净利润及增速	10
图 7: 防水上市公司毛利率 (%)	10
图 8: 房地产开发投资完成额	11
图 9: 商品房销售面积	11
图 10: 房屋新开工面积	11
图 11: 房屋竣工面积	11
图 12: 进一步优化疫情防控二十条措施	13
图 13: 疫情防控政策进一步优化	13
图 14: 中国大部分地区年降水量超过 400mm	14
图 15: 近年来沥青价格走势 (元/吨)	16
图 16: 凯伦股份和固德威合作打造的“银河”系列轻质光电建材	17
图 17: 2021 年国内建筑防水材料产品结构	17
图 18: 2015-2020 年我国高分子卷材产量及增速	17
图 19: 2018 年-2022 年前三季度公司营业收入及同比	20
图 20: 2018 年-2022 年前三季度公司归母净利润及同比	20
图 21: 2018 年-2022 年前三季度公司毛利率、净利率、ROE 变化	20
图 22: 2018 年-2022 年前三季度公司经营性现金流及同比	20
表 1: 公司各高分子防水产品介绍	8
表 2: 房地产融资“三支箭”齐发	12
表 3: 防水新规内容梳理	13
表 4: 主要防水上市公司市占率预测 (以规模以上企业收入为基准)	15
表 5: 2022 年凯伦股份基建及市政相关项目或协议	18
表 6: 凯伦股份盈利预测拆分	22

1、 聚焦高分子防水核心战略， 竞争优势明显

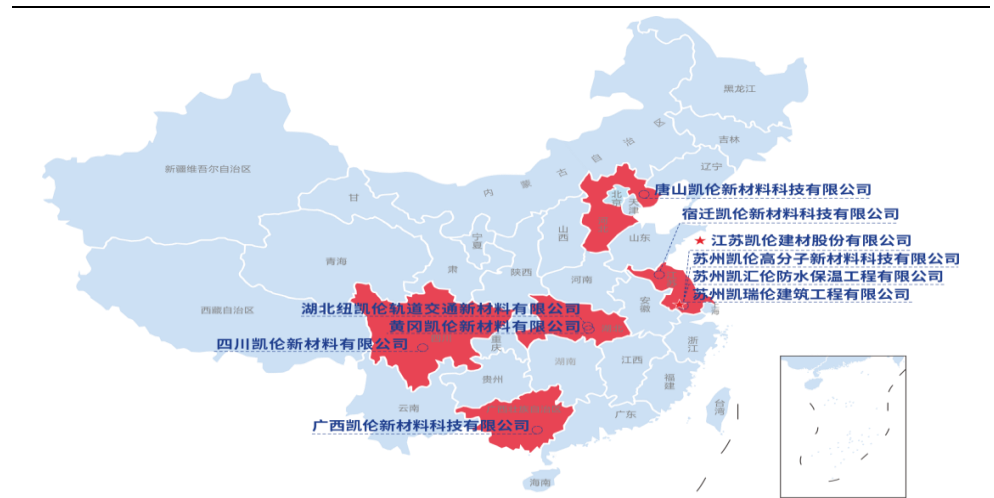
1.1、 以高分子防水材料为核心， 形成差异化竞争优势

2011年7月13日，凯伦股份正式成立，自诞生之日起，公司就将高分子防水材料作为核心产品方向。成立之后的第二年即2012年，凯伦股份就研发出MBP高分子预铺反粘防水卷材，随后短短几年，高分子自粘胶膜防水卷材就发展成为地下室底板的主流防水材料。公司以高分子防水材料为核心产品战略，迅速在防水行业中形成了差异化竞争优势。2017年10月26日，凯伦股份实现A股上市，成为中国建筑防水行业首家创业板上市公司。

1.2、 公司发展高分子防水材料具有三大优势

公司在江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充、高分子产业园五个基地已陆续投产，在广西贵港、江苏宿迁的生产基地也在陆续建设中，生产基地能够辐射华东、华北、华中、西南、华南、西北绝大部分的市场区域。

图 1：凯伦股份生产基地布局



资料来源：公司官方公众号

目前，凯伦高分子产业园是国内产能最大的高分子卷材生产基地，规划产能超1亿 m^2 /年，公司投入大量资金及人力持续进行新产品研发、产品配方优化及生产工艺改进，推出了完美匹配分布式光伏组件25年使用寿命的融合光伏屋顶系统，在防水光伏一体化系统领域携手诸多合作伙伴，进一步巩固了公司在高分子防水领域的领先地位。同时，公司积极拓展光伏新能源赛道，相继与贝盛绿能、苏州中鑫、日新科技、国能新能源、葛洲坝电力、三峡集团、中节能、固德威等合作伙伴建立战略合作。

图 2：凯伦股份高分子产业园



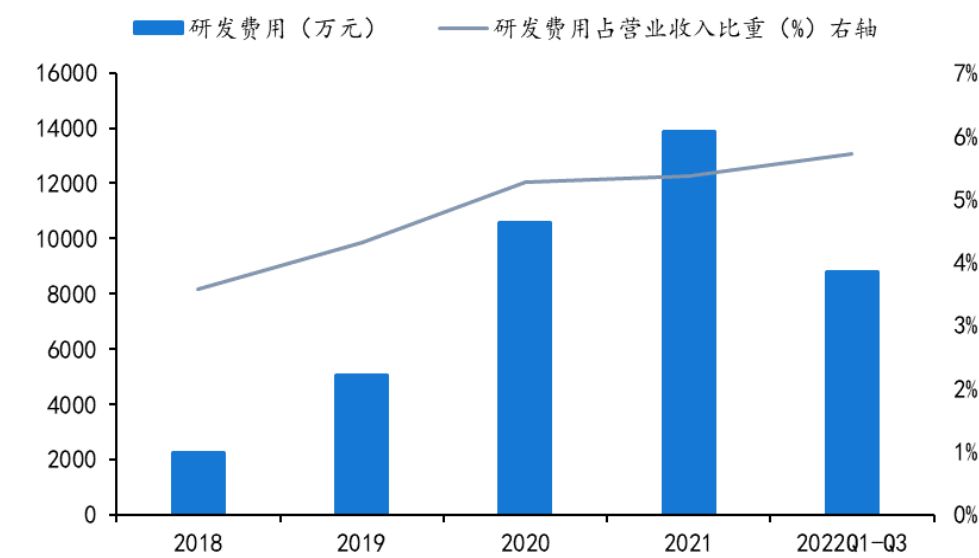
资料来源：同花顺财经

1.2.1、技术优势

公司持续加强研发投入，投入大量资金及人力持续进行新产品研发、产品配方优化及生产工艺改进。公司研发投入和占比逐年增加，2018年-2021年及2022年前三季度公司研发投入分别为2217.02万元、5032.72万元、10591.60万元、13877.83万元和8777.53万元，占营业收入比重分别为3.58%、4.32%、5.28%、5.37%和5.73%。

公司先后与中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院、苏州中材非金属矿工业设计研究院有限公司、苏州大学等机构搭建产学研合作模式，致力于产品材料的共同研发与优化。数以亿计的研发经费和大量的工程实践，确立了公司在高分子防水材料领域的领先地位，产品先后获得欧盟CE认证、REACH检测、英国BBA认证、美国FM认证、LARR认证、瑞士SGS认证等一系列权威认可。

图 3：2018 年至 2022 年前三季度公司研发费用及其占营业收入的比重



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

1.2.2、设备优势

凯伦高分子产业园全部引进欧洲全套生产装备，由意大利、德国多家设备商基于几十年专业经验，结合凯伦产品和技术量身定制，预计 2022 年年底公司进口生产线高分子防水卷材产能将达到 5200 万平米。公司通过深化应用 5G、人工智能、大数据等先进技术，打造互联网标杆工厂，持续推进装备与生产控制的数字化，从“精细制造”迈向“精益智造”。

图 4：设备优势



资料来源：公司官网

1.2.3、产品优势

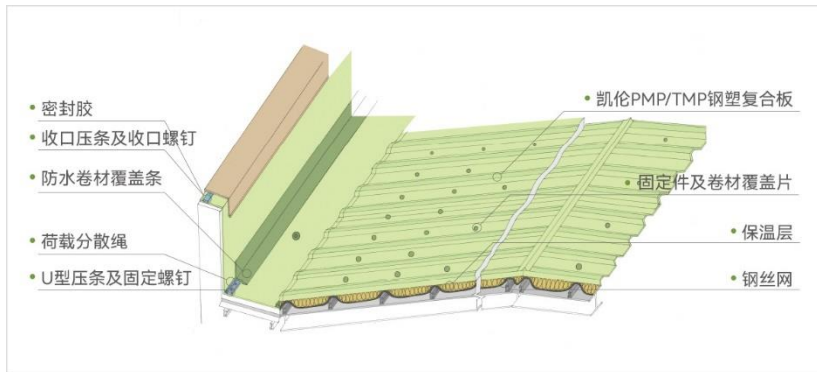
高分子防水材料以优越的性能优势，在核电站、光伏屋面、种植屋面等新型工程领域大显身手。公司依托高分子建材产业园，全力打造进口的 TPO 和 PVC 防水卷材生产线，率先实现 G 类和 GL 类 TPO 和 PVC 防水材料，产品的尺寸稳定性、耐候性、抗风揭能力等方面优势明显。

随着光伏产业的快速发展，高分子防水在光伏领域的发展前景更为广阔。针对光伏屋面应用领域，公司全力打造的具有更好适用性、更有性价比、更长耐久性的“TMP 融合瓦体系”，匹配绝大多数的工业光伏屋顶使用场景，为屋顶分布式光伏二十五年长寿命周期保驾护航；公司开发并发布了 CSPV 系统全生命周期光伏屋顶解决方案，CSPV 系统使用寿命可以长达 25 年，25 年不渗漏，无需更换屋顶。相比传统单层金属板系统，凯伦单层屋面系统在 25 年生命周期内，可节省 50%左右费用，性价比更高；公司通过与固德威联合研发，推出光伏建筑一体化产品——“银河轻质光电建材”，获得了市场逐步认可，以分布式光伏产业链系统服务商的全新定位，推动光伏与建筑防水的跨界融合。

表 1：公司各高分子防水产品介绍

产品类型	产品图例	产品特性
CSPV 光伏屋顶系统解决方案		<ul style="list-style-type: none"> • CSPV 光伏屋顶系统具有系统优、质保久、低成本、高收益、利社会五大核心优势，助力国家的能源体系绿色低碳转型战略。 • 该系统可提供至少 25 年超长使用年限，有效解决传统光伏屋面上防水等构造层使用寿命与光伏组件生命周期不匹配的行业痛点。
单层屋面系统解决方案	<p>TP O 防 水 卷 材</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 行业唯一生产玻纤内增强型 (G 类)、玻纤内增强复合背衬型 (GL 类) 卷材。 • 行业唯一人工气候加速老化时间达到 10000 小时的产品，外露使用寿命可长达 25 年以上。
	<p>PV C 防 水 卷 材</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 行业唯一采用固体增塑剂原材料的产品。 • 人工气候加速老化时间可达 8000 小时，抗风揭能力 6.5Kpa，远超国家标准水平。

TMP/PMP
钢塑复合板
系列



- 行业首创将 TPO、PVC 卷材经特殊工艺和镀锌钢板贴合为一体，将刚性连接变为柔性处理延长金属屋面的使用寿命。
- 降低钢板搭接部位和细部节点的渗漏风险。
 - 美观降噪。
- 对保温层强度没有要求，系统相对经济。

种植顶板虹
吸排水系统
解决方案



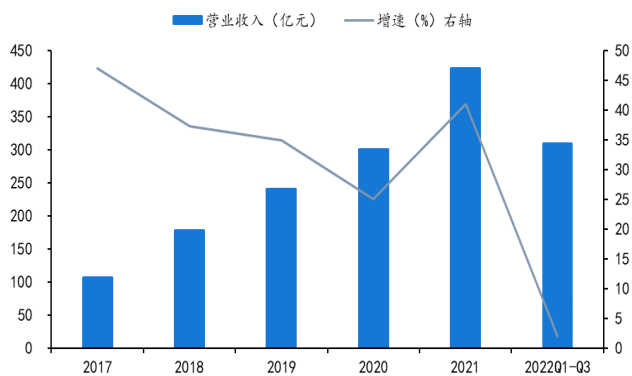
- 与公司现有的防水系统紧密结合。
- 防水排水一体化。
- 满足国家绿色建筑节水方面要求。
- 满足海绵城市建设渗、滞、蓄、净、用、排要求。

资料来源：公司官网，国海证券研究所

2、政策利好叠加原材料价格回落，防水行业业绩有望改善

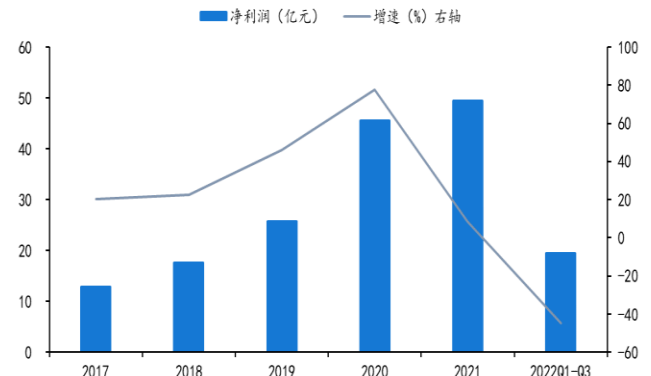
2022年前三季度，受房地产市场下行、疫情反复及原材料价格高企等因素影响，防水行业整体业绩承压。2022年四季度，防水行业迎来一系列利好：房地产政策持续优化、疫情防控持续优化、防水新规落地及原材料价格回落，行业业绩有望改善。

图 5：防水上市公司主营业务收入及增速



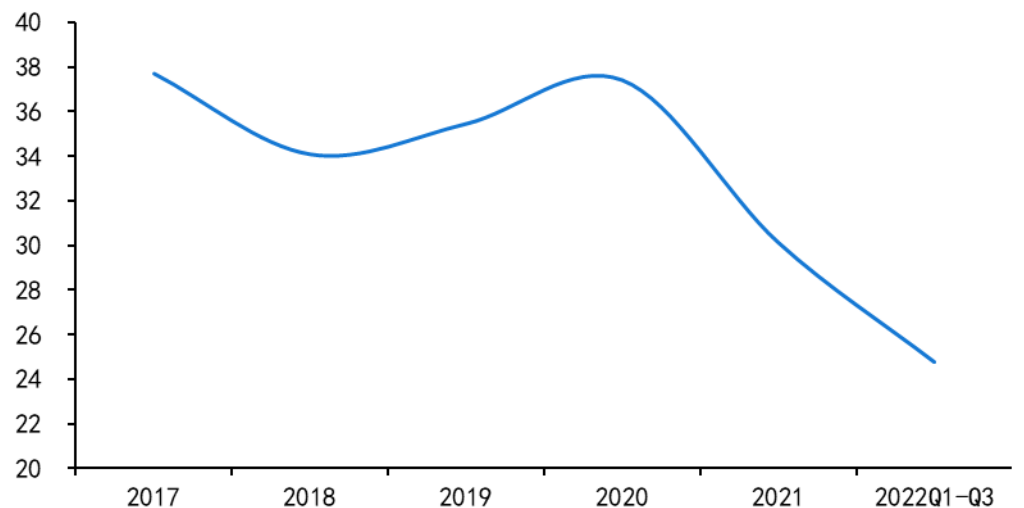
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 6：防水上市公司净利润及增速



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 7：防水上市公司毛利率 (%)



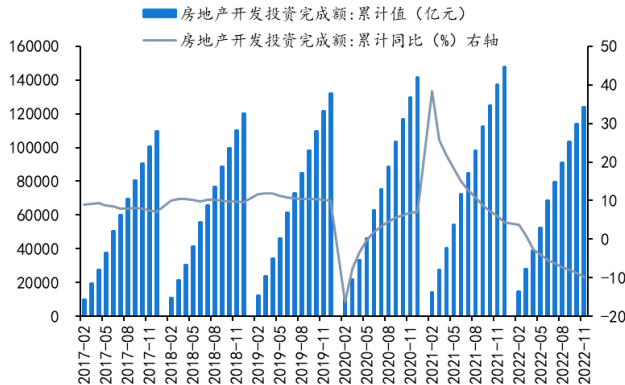
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

2.1、房地产政策优化，防水材料需求有望改善

近年来，我国在房地产政策方面多次强调“房住不炒”，并施行“三道红线”，房地产税改革等相关政策，以制约房地产市场的过度扩张乱象。2022年，作为建

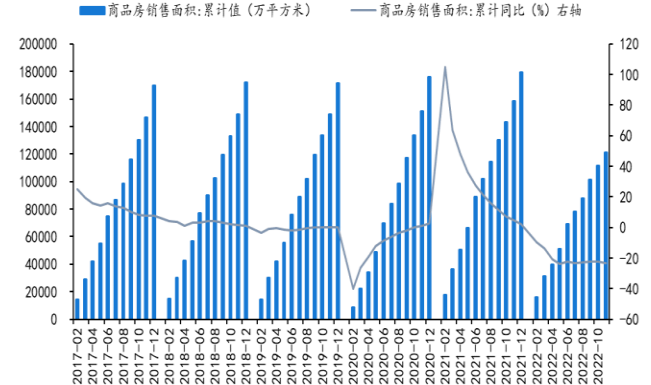
材下游重要应用领域的房地产市场持续下行，2022年1-11月，全国房地产开发投资12.39万亿元，同比下滑9.8%；商品房销售面积同比下滑23.3%；房屋新开工面积、竣工面积分别同比下滑38.9%、19%。

图 8：房地产开发投资完成额



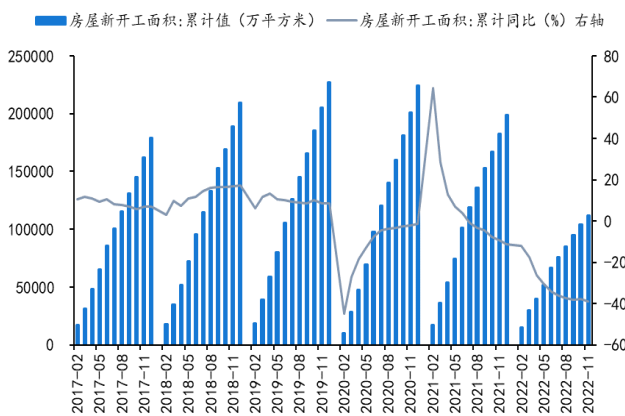
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 9：商品房销售面积



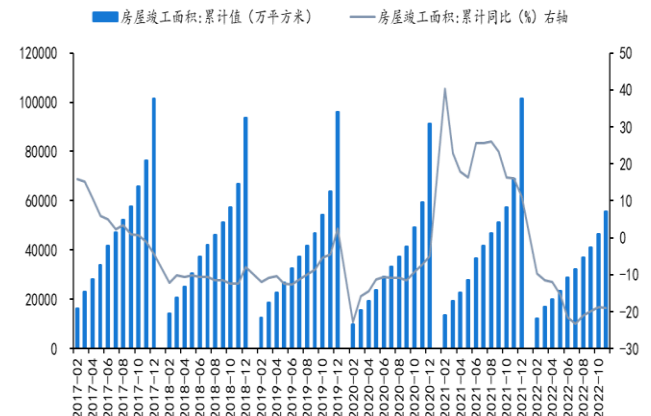
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 10：房屋新开工面积



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 11：房屋竣工面积



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

房地产政策持续优化。2022年11月，信贷、债券和股权三个融资渠道“三箭齐发”，房地产政策持续优化。信贷融资方面，有关部门通过出台“保交楼”专项借款，以支持逾期难交付住房的建设交付，缓解房企信贷压力；债权融资方面，则有力引导市场机构改善对民营企业的风险偏好和融资氛围，有效缓解民营企业信用收缩问题，有助于促进民营企业融资恢复，降低民营企业融资成本；股权融资方面，通过5条优化措施，助力兼并重组，加快化解房地产领域风险，进一步拓宽企业融资渠道。一系列利好政策将推动房地产市场边际向好，作为地产链上游的防水材料需求有望改善，但目前房地产政策主要集中在供给端，后续还需继续关注需求端政策的出台。

表 2: 房地产融资“三支箭”齐发

项目	支持方向	政策	主要内容
第一支箭	信贷融资	关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知（金融 16 条）	1.稳定房地产开发贷款投放；2.支持个人住房贷款合理需求；3.稳定建筑企业信贷投放；4.支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期；5.保持债券融资基本稳定；6.保持信托等资管产品融资稳定；7.支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款；8.鼓励金融机构提供配套融资支持；9.做好房地产项目并购金融支持；10.积极探索市场化支持方式；11.鼓励依法自主协商延期还本付息；12.切实保护延期贷款的个人征信权益；13.延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排；14.阶段性优化房地产项目并购融资政策；15.优化住房租赁信贷服务；16.拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。
第二支箭	债券融资	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资；预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。
第三支箭	股权融资	在股权融资方面调整优化 5 项措施	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：人民银行网站，银行交易商协会，证监会，国海证券研究所

2.2、疫情防控政策持续优化

自 2022 年 11 月 11 日进一步优化疫情防控二十条措施发布以来，中国多地对新冠肺炎疫情防控措施进行调整，逐步恢复生产生活秩序。2022 年 12 月 7 日国务院联防联控机制综合组公布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，疫情防控政策进一步优化。

疫情防控政策优化，以及一系列关于稳定并促进经济发展的政策开始施行落地见效，有利于重点领域消费加快恢复发展，推动经济运行整体好转。预期在 2023 年第二季度前后，生产生活秩序将逐步恢复正常，收入和消费将回暖，经济逐渐恢复正常。疫情防控政策优化将有利于工程进度加快，防水材料公司销售及物流状况有望恢复，行业有望逐步恢复生产施工，防水材料总体需求也有望在 2023 年春季有所回暖。

图 12: 进一步优化疫情防控二十条措施

进一步优化防控工作的二十条措施

- 对密切接触者，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”管理措施调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。
 - 集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。
- 及时准确判定密切接触者，不再判定密接的密接。
- 将高风险区外溢人员“7天集中隔离”调整为“7天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。
 - 在居家隔离第1、3、5、7天各开展1次核酸检测。
- 将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。
 - 原则上将感染者居住地以及活动频繁且疫情传播风险较高的工作地和居住区等地划定为高风险区，高风险区一般以单元、楼栋为单位划定，不得随意扩大；高风险区所在县（市、区、旗）的其他地区划定为低风险区。
 - 高风险区连续5天未发现新增感染者，降为低风险区。符合解封条件的低风险区及时解封。
- 对闭环作业的高风险岗位从业人员由“7天集中隔离+5天居家隔离”调整为“5天居家隔离”，期间赋码管理，第1、3、5天各开展1次核酸检测，非闭环不外出，确需外出的不前往人员密集公共场所、不乘坐公共交通工具。
- 没有发生疫情的地区严格按照第九版防控方案确定的范围对风险岗位、重点人员开展核酸检测，不得扩大核酸检测范围。
 - 一般不开展行政区域内全员核酸检测，只在感染来源和传播链条不清、社区传播时间较长等疫情难以有效控制时，制定相应核酸检测的具体实施办法，重申和细化有关要求，纠正“一天两检”、“一天三检”等不科学做法。
- 取消入境航班熔断机制，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明。
- 对于入境重要商务人员、体育团组等，“点对点”转运至免隔离闭环管理区（“闭环泡泡”），开展商务、训练、比赛等活动，期间赋码管理，不可离开管理区。
 - 中方人员入境前需完成新冠病毒疫苗加强免疫接种，完成工作后根据风险大小采取相应的健康管理或熔断熔断措施。
- 明确入境人员阳性判定标准为核酸检测Ct值<35，对解除集中隔离时核酸检测Ct值35-40的人员进行风险评估，如为既往感染，居家隔离期间“三天两检”、赋码管理，不得外出。
 - 入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不再重复隔离。
 - 集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。
- 对入境人员，将“7天集中隔离+3天居家健康监测”调整为“5天集中隔离+3天居家隔离”，期间赋码管理、不得外出。
 - 入境人员在第一入境点完成隔离后，目的地不再重复隔离。
 - 集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。
- 加强医疗资源建设。
 - 制定分级分类诊疗方案，不同临床严重程度感染者入院标准、各类医疗机构发生疫情和医务人员感染处置方案
 - 做好住院床位和重症床位准备，增加救治资源
- 有序推进新冠病毒疫苗接种。
 - 特别是老年人群加强疫苗接种覆盖率
- 加快新冠肺炎治疗相关物资储备。
 - 满足患者用药需求，尤其是重症高风险和老年患者治疗需求
 - 做好有效中医药方药的储备
 - 加强急救药品和医疗设备的储备
- 强化重点机构、重点人群保护。
 - 摸清老年人、有基础性疾病患者、孕产妇、血液透析患者等群体底数
 - 优化对养老院、精神专科医院、福利院等脆弱人群集中场所的管理
- 落实“四早”要求，减少疫情规模和处置时间。
 - 各地要进一步健全疫情多渠道监测预警和多点触发机制
 - 严格做到早发现、早报告、早隔离、早治疗，避免战线“大、时间”长，决不能掉以轻心、各行其是
- 加大“一刀切”、层层加码问题整改力度。
 - 严禁随意封校停课、停工停产、未经批准阻断交通、随意采取“静默”管理、随意封控、长时间不解封、随意停诊等各类层层加码行为
- 加强封控隔离人员服务保障。
 - 建立生活物资保障工作专班，及时制定完善生活必需品市场供应、封控小区配送、区域保供兜底等预案
 - 全面摸排社区常住人口基础信息，掌握独居老人、残疾人、孕妇、哺乳期妇女、慢性病患者等重点人员情况
 - 优化封闭区域物资配送，明确生活物资供应专门力量，在小区内划定固定收货点，打通配送“最后一米”
 - 严格落实首诊负责制和急危重症抢救制度，不得以任何理由推诿或拒诊
- 优化校园疫情防控措施。
 - 坚决落实科学精准防控要求，不得加码管控
 - 逐一排查校园安全隐患，封控时间过长、长时间不开线下教学、生活保障不上、师生员工家属管控要求不一致等问题并督促整改
- 落实企业和工业园区防控措施。
 - 摸清辖区包括民营企业在内的企业和工业园区底数，“一企一策”“一园一策”制定疫情防控处置预案
- 分类有序做好滞留人员疏解。
 - 发生疫情的地方要及时精准划定风险区域，对不在高风险区的外地人员，疫情风险后允许其离开，避免发生滞留，返程途中做好防护
 - 发生较多人员滞留的地方，要专门制定疏解方案，出发地与目的地加强信息沟通协作配合，在有效防止疫情外溢的前提下稳妥安排，交通运输、民航、国铁等单位要积极配合给予交通运力保障
 - 目的地要增强大局意识，不得拒绝接受滞留人员返回，并按要求落实好返回人员的防控措施，既要避免疫情外溢，也不得加码防控

资料来源：人民日报

图 13: 疫情防控政策进一步优化

一图速览 优化落实疫情防控新十条

- 科学精准划分风险区域
 - 按楼栋、单元、楼层、住户划定高风险区，不得随意扩大到小区、社区和街道（乡镇）等区域。
 - 不得采取随意封控、长时间封控、不得简单低频次或者间隔式等措施。
- 进一步优化核酸检测
 - 不按行政区域开展全员核酸检测，进一步缩小核酸检测范围、减少频次。
 - 根据防控工作需要，可开展抗原检测。
 - 对高风险岗位从业人员和高风险区人员按照有关规定进行核酸检测，其他人员愿检尽检。
 - 除养老院、福利院、医疗机构、托幼机构、中小学等特殊场所外，不要求开展全员核酸检测。不查验健康码。
 - 重要机关、大型企业及一些特定场所可由属地自行确定防控措施。
 - 不再对跨地区流动人员查验核酸检测证明和健康码，不“弹窗”不限制出行。
- 优化调整隔离方式
 - 具备居家隔离条件的无症状感染者和确诊病例一般采取居家隔离，也可自愿选择集中隔离收治。
 - 居家隔离期间要加强健康监测，隔离第6、7天连续2次核酸检测阴性≥35岁居家隔离，病情加重的及时转定点医院治疗。
 - 具备居家隔离条件的密切接触者采取5天居家隔离，但日常健康监测期间，第5天核酸检测阴性后解除隔离。
- 落实高风险区“快封快解”
 - 连续5天没有新增感染者的低风险区，要及时解封。
- 保障群众基本购药需求
 - 各地药店要正常运营，不得随意关停。
 - 不得限制群众线上线下购买退热、止咳、抗病毒、治感冒等非处方药物。
- 加快推进老年人新冠病毒疫苗接种
 - 坚持应接尽接原则。
 - 聚焦提高60-79岁人群接种率，加快提升80岁及以上人群接种率。
- 加强重点人群健康情况摸底及分类管理
 - 摸清辖区内患有心脑血管疾病、慢阻肺、糖尿病、慢性肾病、肿瘤、免疫功能缺陷等疾病的老年人及其新冠病毒疫苗接种等情况，推进实施分级分类管理。
- 保障社会正常运转和基本医疗服务
 - 非高风险区不得限制人员流动，不得停工、停产、停业。
 - 将医务人员、公安、交通物流、商超、保供、水电气暖等保障基本医疗服务和社会正常运转人员纳入“白名单”管理，相关人员做好个人防护、疫苗接种和健康监测。
 - 保障正常医疗服务和基本生活物资、水电气暖等供给，尽力保障正常生产工作秩序。
- 强化涉外安全保障
- 进一步优化学校疫情防控工作
 - 没有疫情的学校要开展正常的线下教学活动，校园内超市、食堂、体育馆、图书馆等要正常开放。
 - 有疫情的学校要根据当地划定风险区域，风险区域外仍要保证正常的教学、生活等秩序。

来源：国家卫生健康委员会

资料来源：国家卫生健康委员会

2.3、防水新规落地带来行业扩容集中度提升

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。防水新规为防水行业首部通用规范，该规范有利于增加建筑工程和市政工程对防水材料的需求量，从而带动行业扩容，同时有利于低质防水材料加速退出，带动头部优质防水企业市占率加速提升。

表 3: 防水新规内容梳理

	防水现行规定	防水新规	影响分析
强制性	非强制实施	强制实施	规范力度更强
适用范围	设计单位决定	1.所有年降水量 400mm 以上的民用建筑以及对渗透率敏感的工业建筑屋面、外墙和室内工程均适用一级防水 2.将市政工程中地下工程、道桥工程以及蓄水类工程的防水等级进行划分	适用范围更广，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
防水工程等级要求	一级防水两道；二级防水	一级防水三道；二级防水两	各防水工程等级要求提升

	一道	道，三级防水一道	防水材料需求 50%-100%
单层屋面系统	高分子防水材料在单层屋面系统中的一级防水厚度和二级防水厚度要求分别为 $\geq 1.5\text{mm}$ 和 1.2mm 。	单层屋面系统防水等级由原来两个级别更改为三个级别：一级防水 1.8mm ；二级防水 1.5mm ；三级防水 1.2mm	单层屋面系统的厚度提升
金属屋面系统	两个级别	三个级别：I 级防水明确防水层厚度，II 级防水增加一道防水层，金属板可作为一道防水设防。	金属屋面系统的级别提升
防水设计工作年限	I 级、II 级防水层合理使用年限分别为 20 年和 10 年	屋面工程防水设计年限工作不应低于 20 年，地下防水要求达到与结构同寿命	提升防水设计工作年限，对防水材料提升更高要求

资料来源：住建部，中国建筑防水协会，公司官方公众号，国海证券研究所

2.3.1、行业扩容

从适用范围来看，防水新规适用范围变广，一级防水要求建筑面积增加。中国大部分地区年降水量超过 400mm ，新规执行后， $80\%-85\%$ 以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求。从防水工程等级要求来看，屋面系统防水等级由原来两个级别更改为三个级别，一级防水屋面设防要求由原来的两道防水改为三道防水，二级防水屋面设防要求由原来的一道防水改为二道防水，新增防水材料需求 $50\%-100\%$ 。适用范围提升同时防水等级要求提升 $50\%-100\%$ ，保守估计，保守估计，防水新规将带来超过 50% 的市场空间（假设原适用范围为 1，新规适用范围为 X (X 大于 1)，防水等级提升 $50\%-100\%$ ，——二者相乘为 $X * (50\%-100\%) > 50\%$ ），同时防水设计工作年限要求提升带来的防水材料要求提升，将推动低质产品出清，提升行业集中度。相对于沥青防水材料而言，高分子卷材类防水材料技术和资金投入都更密集，规模的领先会保证生产连续性，进一步扩大品质和成本的优势，高分子卷材类防水材料的市场集中度提升将明显快于沥青材料。

图 14：中国大部分地区年降水量超过 400mm



资料来源：地之图

2.3.2、市场集中度提升

防水新规中对防水设计工作年限要求的提升也将推动低质防水产品的退出,提高市场集中度,利好具有资金、技术优势的龙头企业。根据《建筑防水行业“十四五”发展规划和二〇三五年远景目标》数据,到2025年,主要防水材料总产量达到50亿平方米以上,规模以上企业营业收入超过1800亿元,规模以上企业利润总额超过120亿元。我们预测2022-2025年,东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家上市公司占规模以上企业总收入的比例分别为28.52%、30.79%、32.76%和34.92%。2025年,东方雨虹、科顺股份、凯伦股份占有率预计将分别达到25.19%、7.54%和2.19%。

表 4: 主要防水上市公司市占率预测 (以规模以上企业收入为基准)

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
东方雨虹	20.20%	20.39%	22.17%	23.63%	25.19%
科顺股份	6.16%	6.36%	6.72%	7.08%	7.54%
凯伦股份	2.05%	1.76%	1.90%	2.05%	2.19%
其他企业	71.59%	71.48%	69.21%	67.24%	65.08%

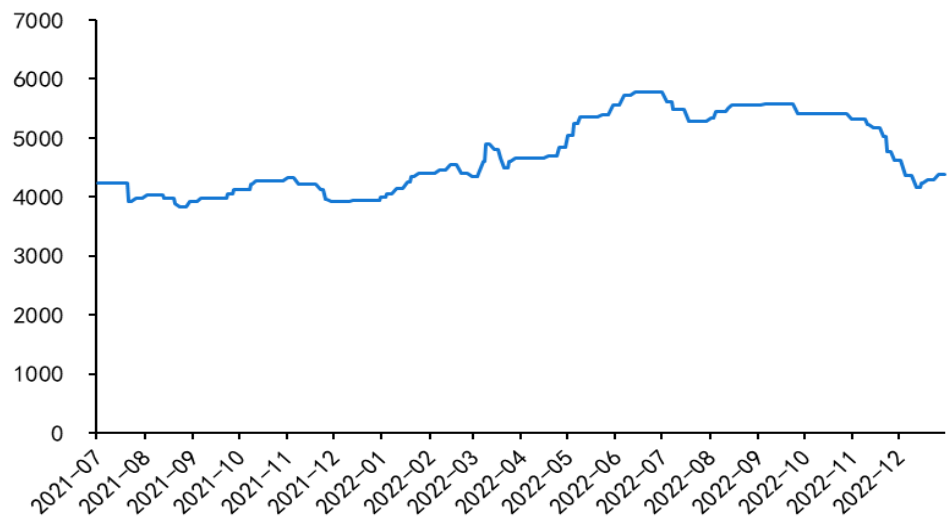
资料来源:中国建筑防水协会, Wind 资讯, 国海证券研究所

3、调整业务结构，实现战略转型

3.1、原材料价格回落，行业毛利率有望提升

2021年7月至今，防水产品主要原材料沥青价格同比最高涨幅达45%，沥青现货价格于2022年6月一度达到5700元以上。2022年10月底，受原油价格下跌影响，防水主要原材料沥青价格持续下滑。截至2022年12月30日，沥青价格下滑至4390元/吨。原材料价格下滑有望带动防水行业毛利率的提升。

图 15：近年来沥青价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

3.2、高分子业务收入占比提升

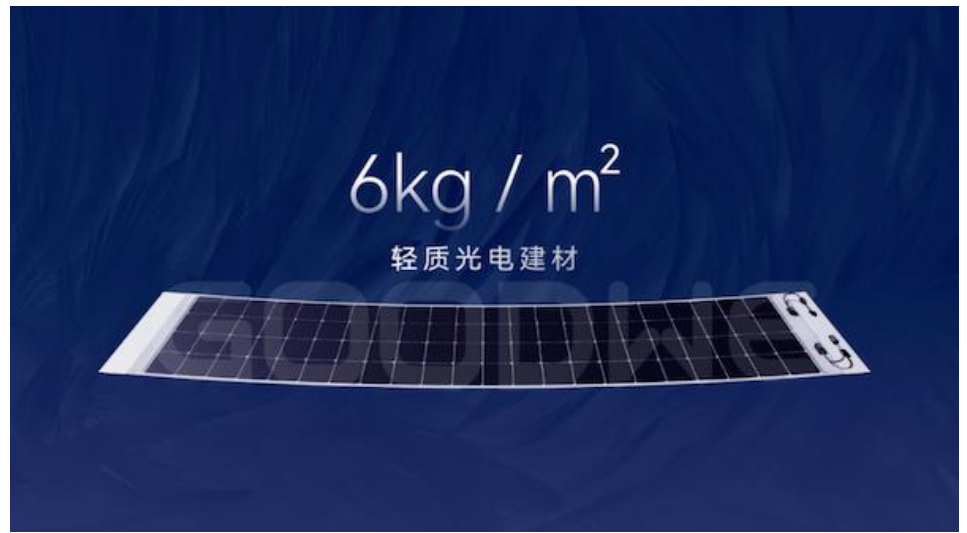
公司坚持高分子核心战略，在国内首次突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术壁垒，取得了行业技术和应用的显著成绩，打造高分子防水材料领先优势。2022年1-6月，公司主要原材料沥青价格变动幅度为18.37%，高分子原材料HDPE粒子、LLDPE粒子价格变动幅度依次为6.15%、7.17%。相对沥青材料的波动，高分子原材料波动较小，能够保持相对稳定的毛利率。公司计划提高高分子业务占比，规划到2024年高分子材料收入占公司销售收入的50%。将带动公司收入规模提升，盈利能力改善。

3.2.1、高分子防水结合光伏组件，拓宽应用领域，渗透率提升

公司以分布式光伏产业链系统服务商的全新定位，围绕高分子防水在工商业屋面的应用场景展开，推动光伏与建筑防水的跨界融合。高分子防水材料光伏组件的结合，在有效降低屋面荷载压力的同时避免老化、漏水隐患，有助于解决工商业建筑屋面渗漏率高、荷载不足、运维困难等核心痛点。

我国陆续出台了很多关于分布式光伏的政策，带有强制性地引导和推动分布式光伏的建设布局。根据浙江省的政策，80%的新建厂房要建设分布式光伏，而建设分布式光伏，屋面渗漏就是最紧迫需要解决的问题。目前市场上金属屋面一般3-5年后需要维修，8-10年后需要更换，而屋面光伏需要屋面防水年限与光伏系统生命周期相匹配。据统计，存量屋面资源中，可用于加装光伏的屋面保有面积是60多亿平方米左右，而每年新建厂房面积约2亿平方米，在国家政策推动下，如果按照40-50%左右分布式光伏覆盖率为测算，其市场容量非常可观。

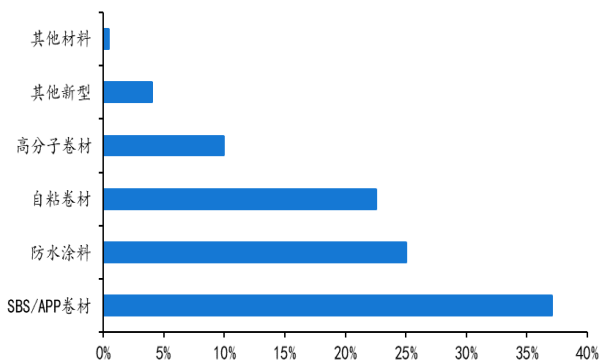
图 16: 凯伦股份和固德威合作打造的“银河”系列轻质光电建材



资料来源：中国建筑防水协会，国海证券研究所

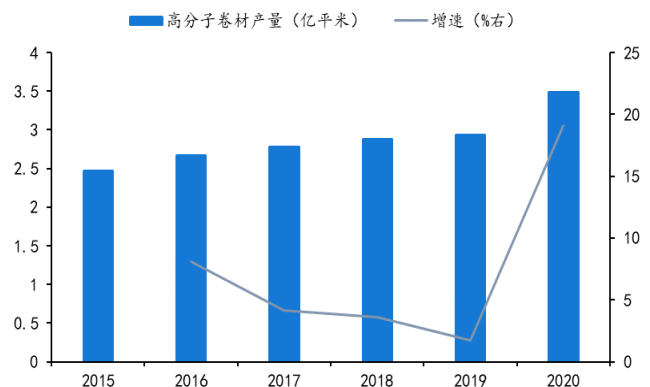
据中国建筑防水协会统计，2021年国内防水卷材中高分子卷材仅占比9.92%，市场升级潜力大。2015-2020年，我国高分子防水材料产量持续增长，2020年产量达到3.5亿平方米，增速突破19%，光伏屋顶建设的不断深化驱动市场升级加速，高分子防水材料渗透率提升。

图 17: 2021 年国内建筑防水材料产品结构



资料来源：中国建筑防水协会，国海证券研究所

图 18: 2015-2020 年我国高分子卷材产量及增速



资料来源：中国建筑防水协会，新思界网，国海证券研究所

3.2.2、防水新规出台，利好高分子防水需求

防水新规中金属屋面系统的级别要求提升，金属屋面防水等级由原来（《屋面工程技术规范》GB50345-2012）规定的两个级别更改为三个级别。I级防水明确

防水卷材厚度，II级防水增加一道防水卷材，意味着国内大量裸露的金属屋面要进行升级；同时，单层屋面厚度提升，一级防水高分子卷材厚度由1.5mm增加1.8mm，二级防水高分子卷材厚度由1.2mm增加1.5mm，形成高分子防水材料增量需求。而从监管角度来看，工业屋面系统的防水是裸露在外面的，相对于民用建筑来说更易于发现问题，因此在防水新规背景下的工业屋面业务的防水材料需求增速会快于民用建筑防水材料需求增速。在“双碳”背景下，工业屋面加装光伏比例将持续提升，有望带动高分子防水材料需求快速增长。

3.2、经销商数量提升，收入规模、质量均有望提升

公司加大对客户结构及产品结构的调整，大力拓宽经销商客户。在经销方面，公司大力拓展非房地产业务领域，在工业屋面、高铁、轨道、公路、地下管廊等领域优化产品体系及营销模式。同时加大核心产品的市场推广力度，提高高分子材料产品的销售占比，通过差异化产品和系统支持，更好地赋能经销商。此外公司还通过“百家千万”防水精英培训计划密集推广，覆盖北京、上海、南宁、贵阳、青岛等多个城市，不断加强渠道的广度和深度。截至2022年年中，公司已与700多家经销商达成合作共赢关系，未来三年经销商数量将扩大到3000家，销售渠道将更加均衡，客户也更加多元化。

3.3、地产业务收入占比下滑，基建市政业务占比提升

面对下游房地产行业困境，公司出于风险管控的需要，主动压缩民营地产客户订单，来自地产客户收入占比同比下降明显。2022年1-6月，来自房地产客户的收入同比下降42.07%，收入占比同比下降十六个百分点。同时，公司聚焦央企国企地产、城投、城建等核心客户，大力开拓基建及市政业务，加强客户风险识别和保障措施。

表 5：2022 年凯伦股份基建及市政相关项目或协议

2022 年凯伦股份基建及市政相关项目或协议
中标合肥市重点工程建设管理局 2022 年防水材料集中采购项目
与中国葛洲坝集团机电建设有限公司签署战略合作协议
中标乌将铁路扩能改造工程
与丽水市城投贸易有限公司签订战略合作协议
成为青岛国信发展（集团）有限责任公司 G080116 防水材料-1（房建）类别的入库供应商，为深耕青岛城市综合建设打下坚实基础
入围中交路桥南方工程有限公司合格供应商名单
入围杭州临空示范区开发集团（区轨道交通集团）甲控材料（防水材料）名录入围招标
中标中能建城市投资发展有限公司 2022-2024 年度防水材料集中采购招标项目
中标中海发展 2022 年第一、第二批次集采暨 2021 年度 A 级防水材料供应商
入选无锡市城市重点建设项目管理中心（无锡市城市重点工程建设办公室）材料设备品牌及供应方（第一批次）征集
入围雄安新区建筑防水材料企业增补产品名单
凯伦股份全资子公司湖北纽凯伦轨道交通新材料有限公司被确定为新建珠肇高铁项目中标人

中标 2022 年中建八局（全国区域）防水材料联采项目

公司产品成功入库中国水利水电第十工程局有限公司，进一步加强了与中国电建旗下子公司的战略合作纵深

通过中国电建设备物资集中采购平台，产品成功入库中国水利水电第六工程局有限公司

中标中铁二十局集团有限公司 B 类物资框架招标采购防水材料的入围供应商

中标深圳市市政工程总公司 2021-2023 年度防水材料 A 包集中采购

中标新建集宁经大同至原平客运专线站前工程建管甲供物资招标防水涂料、防水卷材

与中建三局签订《中建三局 2022-2023 年防水工程（一线品牌）集中采购框架协议》

凯伦股份全资子公司湖北纽凯伦轨道交通新材料有限公司中标新建沪渝蓉高速铁路武汉至宜昌段（先开段）建管甲供物资

成为巩义市新型城镇建设有限公司防水材料长期供应商

资料来源：公司官方公众号，国海证券研究所

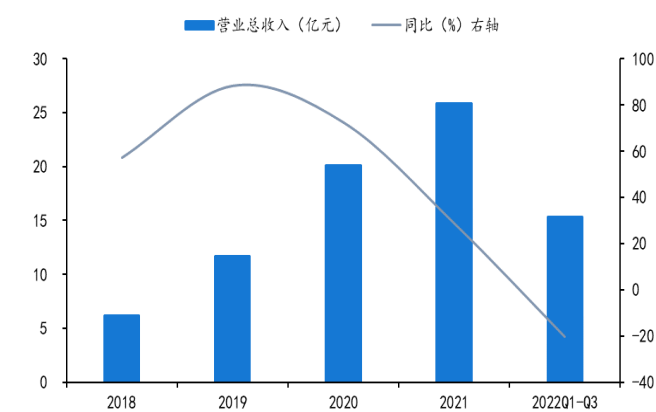
4、公司业绩短期承压，未来发展可期

收入端：2022年，受国内新冠肺炎疫情持续反复，以及国家对房地产业进行了多轮降杠杆、去库存、资金监控等政策调控，房地产业受到冲击。同时公司主动缩减有风险的地产公司订单，造成销售订单锐减，公司营业收入明显下滑。

成本端：由于沥青等原材料价格大幅上涨，且公司下游客户具有较强的议价能力，公司无法将原材料价格波动的风险及时转移到下游客户，从而使得公司营业成本增加，进一步缩减利润空间。

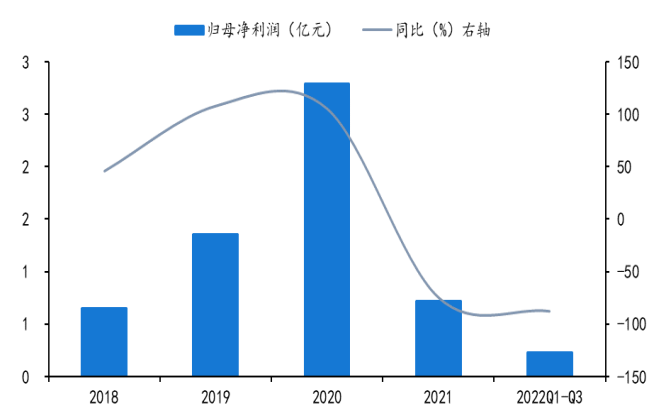
受此影响，2022年前三季度公司业绩承压，实现营业总收入15.33亿元，同比下降20.24%；实现归母净利润0.22亿元，同比下降87.47%；公司经营活动净现金流量为-4.06亿元，同比下降11.66%；公司ROE为0.84%、公司毛利率、净利率分别为21.13%、1.40%。

图 19：2018 年-2022 年前三季度公司营业收入及同比



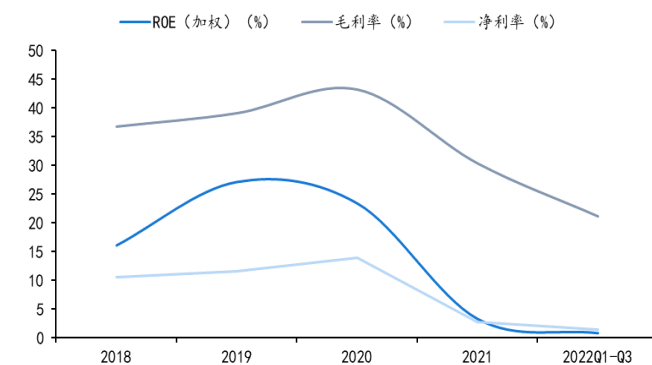
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 20：2018 年-2022 年前三季度公司归母净利润及同比



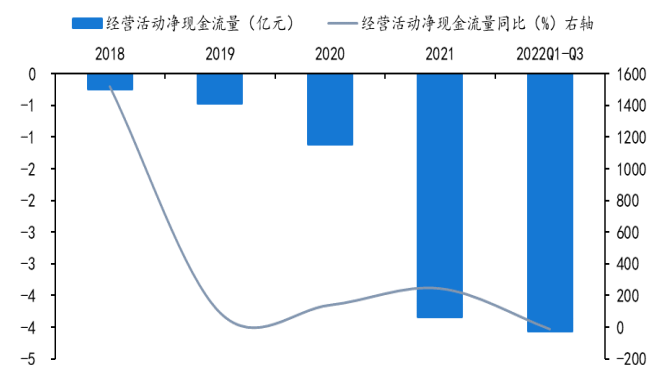
资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 21：2018 年-2022 年前三季度公司毛利率、净利率、ROE 变化



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

图 22：2018 年-2022 年前三季度公司经营性现金流及同比



资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

行业层面: (1) 房地产政策持续优化, 2022 年 11 月份“三箭齐发”标志着房地产政策出现标志性转变, 房地产市场改善, 有望推动防水材料需求提升。(2) 疫情防控政策持续优化, 2022 年 11 月以来, 疫情防控政策持续优化, 有利于重点领域消费加快恢复发展, 推动经济运行整体好转, 同样带动防水材料需求回升。(3) 防水新规落地有望带动行业扩容 50%以上, 同时提升市场集中度。(4) 随着原油价格下滑, 作为防水材料主要原材料的沥青价格回落, 带动行业毛利率提升。

公司层面: (1) 高分子防水材料有望成为防水新规中最受益的产品, 公司在高分子领域的差异化战略也将为公司争得先发优势, 带动公司收入规模、盈利水平提升。(2) 公司大力拓展经销商客户, 计划未来三年将经销商数量扩大到 3000 家, 有望提升收入规模及质量。(3) 公司主动压缩地产收入, 减少有风险的地产客户订单, 同时积极拓展市政及基建项目, 保证收入质量。

据此我们判断, 公司应收账款中占比较大的地产收入占比将持续减少, 应收账款也将逐步减少, 同时随着公司高分子防水材料收入及经销商收入比重的提升, 公司收入质量将得到提升, 现金流水平将得到改善。同时, 公司在高分子防水、经销商、市政及基建领域发力也将带动公司收入规模提升, 毛利率水平改善。

5、盈利预测与投资评级

防水材料销售：2022年，受疫情反复、原材料价格上涨、地产需求下滑影响，公司业绩承压。2022年10月24日，防水新规落地，有望带动行业扩容50%以上，同时低质防水企业加速退出也有利于公司市占率提升，对公司业绩的影响将在2023年开始显现。高分子防水材料毛利率相对稳定，公司规划到2024年高分子材料收入占销售收入的50%，高分子材料占比提升也有望带动毛利率提升。原材料端，受原油价格下滑影响，防水材料主要原材料沥青价格开始下跌，有望带动公司毛利率提升。据此我们预计2022-2024年公司防水材料销售营业收入20.21、24.50、29.69亿元，同比增速-14.50%、21.20%、21.20%，毛利率25.18%、26.66%、27.38%。

防水工程施工：防水工程施工收入与防水材料销售匹配，2020年公司防水工厂施工业务毛利率为31.61%，2021年受防水材料需求影响盈利能力受限，2023年随防水材料销量回暖有望回升，据此我们预计2022-2024年公司防水工程施工营业收入1.62、2.03、2.54亿元，同比增速-10.00%、25.00%、25.00%，毛利率14.64%、19.42%、25.87%。

其他主营业务：我们预计2022-2024年公司其他主营业务收入0.37、0.46、0.58亿元，同比增速-10.01%、25.00%、25.00%，毛利率32.36%、35.06%、37.66%。

我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为0.41亿元、1.31亿元、2.34亿元，对应EPS分别为0.11元、0.34元、0.61元，对应PE为137X、42.54X、23.71X，维持“买入”评级。

表6：凯伦股份盈利预测拆分

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
主营业务收入（亿元）	25.86	22.21	26.99	32.81
YOY	28.80%	-14.11%	21.54%	21.55%
毛利率	30.34%	24.53%	26.26%	27.45%
防水材料销售				
营业收入（亿元）	23.64	20.21	24.50	29.69
营收占比	92.74%	91.02%	90.77%	90.50%
YOY	22.47%	-14.50%	21.20%	21.20%
毛利率	30.58%	25.18%	26.66%	27.38%
防水工程施工（亿元）				
营业收入	1.80	1.62	2.03	2.54
营收占比	6.97%	7.31%	7.52%	7.73%
YOY	267.35%	-10.00%	25.00%	25.00%
毛利率	27.52%	14.64%	19.42%	25.87%
其他主营业务				
营业收入（亿元）	0.41	0.37	0.46	0.58
营收占比	1.59%	1.67%	1.72%	1.77%
YOY	24.24%	-10.01%	25.00%	25.00%

毛利率	44.66%	32.36%	35.06%	37.66%
-----	--------	--------	--------	--------

资料来源: Wind 资讯, 公司公告, 国海证券研究所

6、风险提示

行业竞争加剧; 原材料价格持续上涨; 高分子材料推广效果不及预期; 疫情反复对经济造成影响; 行业政策发生不利变化; 房地产行业波动带来风险。

附表：凯伦股份盈利预测表

证券代码:	300715				股价:	14.43		投资评级:	买入		日期:	2023/01/13	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	3%	2%	5%	8%	EPS	0.20	0.11	0.34	0.61				
毛利率	30%	25%	26%	27%	BVPS	7.22	6.69	7.03	7.64				
期间费率	13%	18%	17%	15%	估值								
销售净利率	3%	2%	5%	7%	P/E	92.60	137.00	42.54	23.71				
成长能力					P/B	2.57	2.16	2.05	1.89				
收入增长率	29%	-14%	22%	22%	P/S	2.79	2.50	2.06	1.69				
利润增长率	-74%	-44%	222%	79%									
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.46	0.40	0.48	0.56	营业收入	2586	2221	2699	3281				
应收账款周转率	1.54	1.26	1.77	2.09	营业成本	1801	1676	1990	2380				
存货周转率	11.31	9.62	10.81	15.39	营业税金及附加	12	11	13	15				
偿债能力					销售费用	197	228	268	317				
资产负债率	50%	54%	52%	50%	管理费用	117	133	148	164				
流动比	2.02	2.06	1.89	1.83	财务费用	18	31	34	26				
速动比	1.78	1.80	1.64	1.59	其他费用/(-收入)	139	115	142	172				
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	78	45	141	252				
现金及现金等价物	1532	1284	1419	1479	营业外净收支	-2	-2	-2	-2				
应收款项	2019	2069	1896	1931	利润总额	76	43	139	250				
存货净额	229	231	250	213	所得税费用	5	3	9	16				
其他流动资产	549	469	482	548	净利润	71	40	131	234				
流动资产合计	4328	4054	4047	4172	少数股东损益	-1	0	0	0				
固定资产	834	847	851	848	归属于母公司净利润	72	41	131	234				
在建工程	139	339	439	489	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	327	325	325	325	经营活动现金流	-384	-44	511	388				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	72	41	131	234				
资产总计	5628	5564	5662	5834	少数股东权益	-1	0	0	0				
短期借款	696	758	820	874	折旧摊销	60	89	95	103				
应付款项	955	767	836	883	公允价值变动	0	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-785	-222	246	20				
其他流动负债	491	444	480	517	投资活动现金流	-1368	-304	-204	-155				
流动负债合计	2142	1969	2136	2274	资本支出	-346	-302	-202	-152				
长期借款及应付债券	604	954	754	554	长期投资	-12	0	0	0				
其他长期负债	64	64	64	64	其他	-1009	-2	-3	-3				
长期负债合计	669	1018	818	618	筹资活动现金流	1630	100	-171	-173				
负债合计	2811	2987	2955	2892	债务融资	414	412	-137	-147				
股本	390	385	385	385	权益融资	1548	-53	0	0				
股东权益	2817	2577	2708	2942	其它	-333	-259	-34	-26				
负债和股东权益总计	5628	5564	5662	5834	现金净增加额	-123	-248	135	60				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙博文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。