



买入（首次）

所属行业：建筑材料/其他建材
当前价格(元)：53.26
合理区间(元)：67.20-78.40

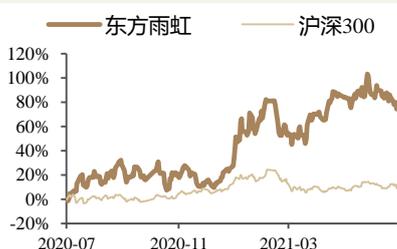
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.37	-7.31	1.42
相对涨幅(%)	-3.65	-6.57	2.89

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

东方雨虹(002271.SZ)：迈向综合建材服务商，第二成长曲线显现

投资要点

- **行业新规颁布在即，开启良币驱逐劣币时代。**近年来随着环保监管趋严以及政策标准引领行业规范化发展，高耗能、落后的小企业逐步被淘汰，下游房地产集中度提升及精装修渗透率提升，集采模式下倒逼防水龙头市场份额提升；而下半年《建筑与市政工程防水通用规范》新标准有望实施，届时行业规模及产品质量要求进一步提升，则充分利好头部企业。我们认为，防水行业进入良币驱逐劣币阶段，未来集中度将加速向龙头企业聚拢。
- **组织架构及战略调整进入量质双升新周期。**公司自18年Q4进行组织架构调整后，由过去的“产品”划分转向“职能”划分，公司将原有“1+6”产品模式调整为工程建材集团、民用建材集团等6大事业部，此举有助于打破渠道壁垒并减员增效，通过扁平化管理提高运营效率，战略上从PS战略转向稳增长提质量，近两年经营质量明显提升，公司依托防水材料建立的渠道优势，加速多品类扩张，迈向综合建材集团，建筑涂料的快速增长有望成为新的业绩增长点。
- **产能扩张步伐加快，规模优势愈发凸显。**2021年公司80亿定增融资落地，用于10余个基地建设及补充流动资金。我们认为，此次定增落地一方面可以快速推动产能基地的建设，使得公司产能布局更完善，继续提升市占率巩固龙头地位，加速产品品类扩张；另一方面在地产“三道红线”背景下，地产产业链回款或放慢，而公司适时补充流动资金，可以提升抵御市场风险能力，规模优势愈发凸显。
- **迈向综合建材服务商，估值仍有提升空间。**随着地产增速放缓，未来我国将进入存量房市场，C端的消费特征将凸显，公司组织架构调整后以及品牌价值不断提升，C端市场占比有望逐步提升；同时公司依托成熟的渠道优势扩品类的逻辑逐步得到市场认可，不单单作为一家防水企业，对标国际龙头西卡、宣伟的发展轨迹、业绩增长趋势及估值，我们认为公司迈向综合建材服务商估值仍有提升空间。
- **投资建议：**我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为43.8、56.5和71.7亿元，EPS分别为1.74、2.24和2.84元，同比增长29.2%、29%和26.8%，对应PE估值分别为30.7、23.8和18.8倍；考虑到公司平台化优势显现以及未来进入存量房时代，C端业务占比逐步增大，给予公司基于22年盈利预测30-35倍PE的估值，对应目标价区间为67.2-78.4元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期



股票数据

总股本(百万股):	2,523.56
流通 A 股(百万股):	1,740.39
52 周内股价区间(元):	30.38-62.65
总市值(百万元):	134,404.88
总资产(百万元):	36,887.52
每股净资产(元):	9.08

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154	21,730	27,648	34,048	42,701
(+/-)YOY(%)	29.3%	19.7%	27.2%	23.1%	25.4%
净利润(百万元)	2,066	3,389	4,383	5,654	7,167
(+/-)YOY(%)	37.0%	64.0%	29.3%	29.0%	26.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.82	1.34	1.74	2.24	2.84
毛利率(%)	35.7%	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
净资产收益率(%)	21.2%	23.2%	16.1%	17.2%	17.9%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素

核心逻辑

一、东方雨虹依托防水建立起的渠道优势，加速品类扩张，迈向综合性建材集团，平台型公司优势显现；二、80 亿定增融资落地，加速产能扩张，为未来持续性增长提供保障；三、行业新标准发布在即，行业扩容及产品品质提升充分利好头部企业。

区别于市场的观点

市场多数认为雨虹仅仅是单一的防水材料龙头，当前估值比较高了，但我们认为，公司已经由单一防水材料供应商向综合性建材服务商转型，平台化优势逐步体现；组织架构调整后，民建集团逐步发力，未来进入存量房时代，C 端业务占比或逐步提升，消费属性显现，对标海外建材龙头的成长路径，公司估值仍有提升空间。

股价表现的催化因素

由单一防水材料供应商向综合性建材服务商转型，平台化优势逐步体现，第二成长曲线显现，估值有提升空间；下半年《建筑与市政工程防水通用规范》新标准有望实施，届时行业规模及产品质量要求进一步提升，则充分利好头部企业。

盈利预测与投资建议

我们认为，在公司进行战略及组织架构调整后，整体经营效率进一步提升，依托防水建立起的渠道优势，产品多元化快速扩张，第二成长曲线显现；同时新一轮 80 亿定增融资落地，加速产能扩张，产能基地布局更完善，规模优势更加明显，成本管控能力领先全行业。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 43.8、56.5 和 71.7 亿元，EPS 分别为 1.74、2.24 和 2.84 元，同比增长 29.2%、29%和 26.8%，对应 PE 估值分别为 30.9、24.0 和 18.9 倍；考虑到公司平台化优势显现以及进入存量房时代，C 端业务占比逐步增大，给予公司基于 22 年盈利预测 30-35 倍 PE 的估值，对应目标价区间为 67.2-78.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

主要风险

原材料持续涨价，成本压力加剧；地产投资大幅低于预期，需求持续下滑；行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期；环保监管放松，产能退出进度不及预期。

内容目录

1. 防水行业：不起眼的好赛道，龙头发展好时代.....	7
1.1. 防水材料：重要的功能性材料，行业问题依旧突出	7
1.2. 行业进入良币驱逐劣币的时代.....	8
1.2.1. 地产集中度加速提升，防水行业龙头效应增强	8
1.2.2. 环保监管趋严，助推行业规范化发展.....	11
1.2.3. 防水新规即将推出，龙头企业充分受益	12
1.3. 千亿防水市场，行业一超多强格局初现	13
1.4. 品牌和渠道效应愈发凸显	15
2. 东方雨虹：组织架构调整后再出发，二次成长曲线显现	16
2.1. 合伙人制度及组织架构调整，进一步提升渠道壁垒	18
2.2. 产品多元化发展，迈向综合建材服务集团.....	20
2.3. 借助资本力量，加速产能扩张.....	23
2.4. 突出的成本管控能力，冠绝全行业.....	27
3. 对标国际建材龙头，估值仍有提升空间.....	29
4. 盈利预测和投资建议.....	31
5. 风险提示.....	32

图表目录

图 1: 国内防水企业分布格局.....	8
图 2: 2015-2020 年中国建筑防水行业规模以上企业数量	8
图 3: 2016-2020 年百强及十强房企市占率	10
图 4: 2017-2022 中国房地产住宅精装修市场规模预测.....	10
图 5: 《建筑与市政工程防水通用规范》编制历程.....	12
图 6: 主要防水企业市占率	14
图 7: 防水行业梯队	14
图 8: 主要防水企业 ROE (加权) 对比.....	15
图 9: 主要防水企业经营性现金净流入 (亿元)	15
图 10: TOP50 开发商针对防水材料评优企业.....	16
图 11: 东方雨虹发展历程	17
图 12: 2016-2020 年公司经营性净现金流.....	17
图 13: 2016-2020 年公司收现比	17
图 14: 公司应收账款周转率及周转天数	18
图 15: 传统模式和合伙人模式对比.....	18
图 16: 2018 年后公司最新组织架构.....	19
图 17: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-保温材料	20
图 18: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-砂浆类.....	20
图 19: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-建筑修缮	20
图 20: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-硅藻泥.....	20
图 21: 我国居民可支配收入	21
图 22: 我国城镇化率	21
图 23: 公司产品覆盖泛防水领域及涂装市场	23
图 24: 公司上市以来融资发展历程.....	24
图 25: 公司已投产和在建产能分布.....	25
图 26: 新建绿色生产基地	25
图 27: 2020 年公司防水材料成本构成	27
图 28: 公司防水材料单位成本与原油价格正相关.....	27
图 29: 山东地区沥青市场价格走势.....	28
图 30: 东方雨虹与主要竞争对手毛利率对比	28
图 31: SIKA 营业收入.....	30
图 32: SIKA 净利润.....	30

图 33: SW 营业收入.....	30
图 34: SW 净利润	30
图 35: 东方雨虹 PE-band	31
图 36: SW PE-band	31
表 1: 防水材料主要产品品类及特点	7
表 2: 2020 年以来部分房屋防水投诉汇总	7
表 3: 2020 年末 40 家房企红线榜	9
表 4: 近五年来环保政策及监管事件	11
表 5: 防水市场规模测算	13
表 6: 近五年中国房地产开发企业 500 强防水材料首选率	16
表 7: 雨虹产品品类拓展主要事件	20
表 8: 测算我国年均粉刷建筑面积	22
表 9: 2021-2023 年年均涂料市场规模	22
表 10: 外墙保温板市场空间测算	22
表 11: 公司定增募集资金投资项目	24
表 12: 公司多产品获绿色建材产品认证	26
表 13: 东方雨虹历次股权激励计划比较	27
表 14: 西卡 VS 东方雨虹	29
表 15: 宣伟 VS 东方雨虹	30
表 16: 可比公司估值分析	31
表 17: 公司防水材料盈利预测	32

1. 防水行业：不起眼的好赛道，龙头发展好时代

1.1. 防水材料：重要的功能性材料，行业问题依旧突出

防水材料是建筑体系中重要的功能性材料，从产品品类上来看，主要分为防水卷材和防水涂料两大类产品。防水卷材主要适用于屋顶、地下室以及其他大面积区域防水，而防水涂料多用于室内防水，如住宅内厨房、卫生间等区域。防水涂料可以分为柔性（有机）防水涂料和刚性（无机）防水涂料，柔性防水涂料包括聚合物水泥、聚氨酯涂料、改性沥青涂料、丙烯酸涂料，刚性防水涂料包括聚合物水泥灰浆和水泥基渗透结晶；防水卷材可以分为改性沥青卷材和高分子卷材，改性沥青卷材包括 SBS 卷材和自粘性卷材，高分子卷材包括无纺布丙纶卷材、PVC 卷材和 TPO 卷材。

表 1：防水材料主要产品品类及特点

分类	产品	特点
防水涂料	聚合物水泥	使用最多的室内防水涂料类型，工期短，粘力强，强度大，微抗拉
	聚氨酯涂料	性能最好的常见室内防水涂料，抗渗漏强，涂膜寿命长，环保性稍差，适用于长期大面积泡水空间
	丙烯酸涂料	抗拉力强，耐候性好，粘接强度高，可在潮湿区域施工，但单位面积成本高，涂料上墙易鼓
	聚合物水泥灰浆	与水泥基渗透结晶同属刚性防水，抗拉力差，强度大，粘力强
	水泥基渗透结晶	自动修复混凝土裂缝，抗渗防潮能力强，成膜后无弹性，适合屋面、地下室等
防水卷材	改性沥青（SBS）	耐高温，延展性好，对基层平整度要求不高，环保性较差，屋顶、地下室等长期有水的空间
	自粘改性沥青	超强粘力，抗拉力强，搭接部位易渗水，环保性差，适用长期有水且未做平的空间
	高分子卷材	主要有 PVC 和 TPO 防水，弹性高、延伸率大、耐老化、冷施工、单层防水性能优异和使用寿命长
	无纺布丙纶	同属于高分子卷材，环保性强，耐候性强，施工操作不便，适用于厨房、卫生间、阳台等区域

资料来源：DPO 设计，德邦证券研究所

由于防水工程的隐蔽性，很容易导致验收方忽略或难以甄别其是否达标，房屋建筑不是短期消耗品，建筑防水材料因质量问题和施工不规范问题将导致屋面渗透，墙体开裂，十分影响后续居住和使用体验。根据中国建筑防水协会发布的《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》，2013 年全国房屋的平均渗透率为 65%，地下建筑渗漏率超过了 80%，虽然近几年随着消费者对建筑质量要求愈发提升以及头部企业推出高质量防水产品、推动行业规范化发展，但目前房屋渗透率依旧比较普遍。在 2021 年 3·15 期间，多地小区因质量问题遭到投诉，尤其是房屋渗水、漏水问题是投诉的重灾区。

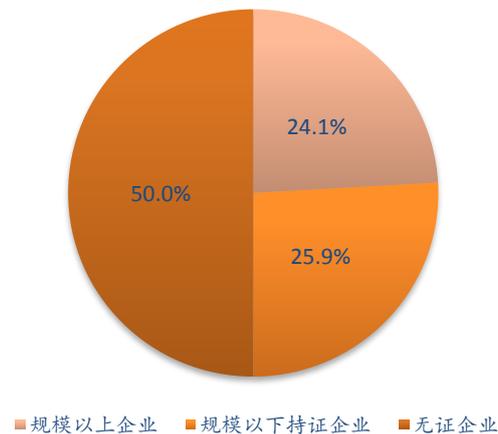
表 2：2020 年以来部分房屋防水投诉汇总

项目	主要问题
xx 青山湖	漏水严重，9 年过去仍未能收房入住
xx 天空之城	地下室有柱子爆裂，同时部分墙体开裂问题明显，地基下沉，顶板开裂
xx 天伦紫台小区	车库未做任何防水，存在大量位置漏水
xx 青岛小镇	新房渗漏两年没验收
盐城 xx 紫荆公馆	多处漏水
九江 xx 八里翡翠小区	地面渗水、楼板厚度不达标、外墙工程空鼓开裂
长春 xx 溪湖林语三期	新房地下室返水，购房者想退房遇波折
许昌 xx 首府	出现护栏不固定、渗水现象等质量问题
xx 上熙府熙悦花园	多处楼栋楼层出水现象
潍坊高新区 xx 园小区	房屋质量问题，窗户漏水现象
xx 园七里三期翰墨园	绿化不达标，漏水、墙面上霉，地板上霉发黑
xx 珑玥湾	卫生间漏水木地板发霉，墙布脱胶、脱落
武汉东西湖区 xx 璟汇项目	小区积水严重

资料来源: 公开信息, 德邦证券研究所

行业进入壁垒较低且防水产品运输半径通常有限, 因此防水行业集中度较低, 行业内存在大量产品质量不合格的小散企业。根据协会相关数据, 目前行业内有 3000 多家企业, 其中仅 1500 家左右企业有生产许可证。截止 2020 年末, 年主营营业收入达 2000 万元以上的规模以上企业仅 723 家, 占比小于 25%。

图 1: 国内防水企业分布格局

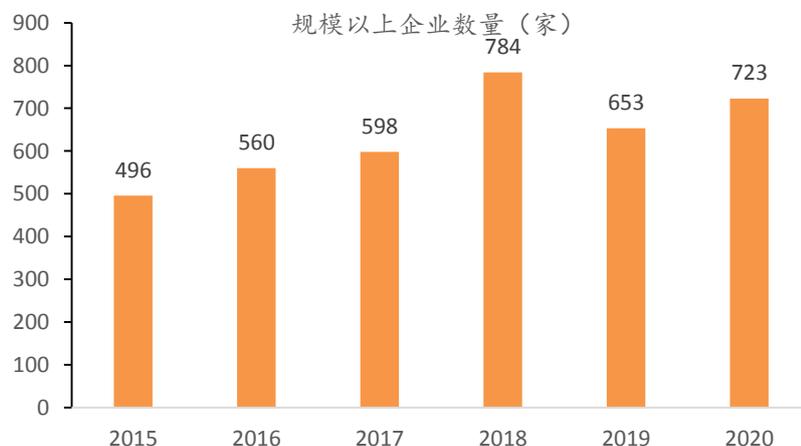


资料来源: 中国建筑防水协会, 德邦证券研究所

1.2. 行业进入良币驱逐劣币的时代

在过去行业发展不规范的阶段, 少数头部企业市占率提高缓慢而艰难, 而近几年防水企业市占率提升呈加速态势, 我们认为有几方面原因, 一是下游房地产集中度提升及精装修渗透率提升, 房企优先选择头部防水企业合作, 集采模式下倒逼防水龙头市场份额提升; 二是随着供给侧改革以及环保监管趋严, 高耗能、落后的小企业逐步被淘汰; 三是行业高标准政策不断推行, 行业加速向规范化发展。我们认为, 防水行业进入良币驱逐劣币阶段, 未来集中度将加速向龙头企业聚拢。

图 2: 2015-2020 年中国建筑防水行业规模以上企业数量



资料来源: 中国建筑防水协会, 德邦证券研究所

1.2.1. 地产集中度加速提升, 防水行业龙头效应增强

近年来政府坚定推行“房住不炒”政策，2020年8月份住建部及央行明确了重点房地产企业资金监测及融资管理规则，提出地产“三道红线”（剔除预收款项后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍）；房地产企业将不能一味通过大举负债来扩大规模，高杠杆的房地产企业面临更大降负债的压力，同时房地产企业整体融资难度提高，尤其是中小房地产企业资金周转能力较差，通过融资渠道实现扩张难度增大。行业马太效应将进一步凸显，整体资产质量较好的头部房企市占率有望进一步提升。

表 3：2020 年末 40 家房企红线榜

企业名称	触及红线量	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	1 年降档变量	性质
恒大	3	83.43	152.89	0.47	0	民企
绿地	3	83.36	140.96	0.79	0	国资背景
富力	3	76.66	130.19	0.4	0	民企
首开股份	3	74.84	178.56	0.89	0	国企
祥生	2	82.37	136.4	1.1	1	民企
华发股份	2	76.5	181.6	1.11	1	国企
首创	2	74.3	123.6	1.14	0	国企
碧桂园	1	80.53	55.59	1.74	1	民企
万科	1	70.44	18.4	2.21	1	国资背景
融创	1	78.69	96.2	1.08	2	民企
旭辉	1	72.55	64.04	2.73	0	民企
绿城	1	71.94	63.84	1.83	0	国资背景
新城	1	74.12	35.61	1.86	0	民企
中南置地	1	79.76	97.27	1.04	2	民企
阳光城	1	78.64	94.9	1.06	1	民企
中梁	1	79.87	65.8	1.09	1	民企
佳兆业	1	69.75	100.54	1.56	1	民企
正荣	1	76.57	64.7	1.81	0	民企
美的	1	77.62	79.33	1.52	0	民企
雅居乐	1	72.26	61	1.09	1	民企
新力	1	73.17	63.36	1.24	2	民企
保利	0	69.87	56.64	1.82	0	央企
中海	0	53.26	31.22	2.46	0	央企
招商蛇口	0	56.83	29.48	1.48	0	央企
华润置地	0	59.74	29.48	2.46	0	央企
金地	0	68.51	60.8	1.29	0	国企
世茂	0	68.47	50.28	1.67	1	民企
金茂	0	66.2	50.46	1.44	1	央企
龙湖	0	66.93	46.46	4.2	0	民企
金科	0	69.85	75.07	1.34	3	民企
龙光	0	69.82	54.34	1.76	1	民企
滨江	0	69.71	85.44	1.69	0	民企
建发	0	67.8	56.05	3.16	0	国企
融信	0	69.9	83	1.2	1	民企
中骏	0	68.7	59.2	1.69	1	民企
金辉集团	0	69.02	76.49	1.07	3	民企
宝龙地产	0	69.9	73.9	1.2	1	民企
越秀地产	0	69.25	47.5	1.7	1	国企

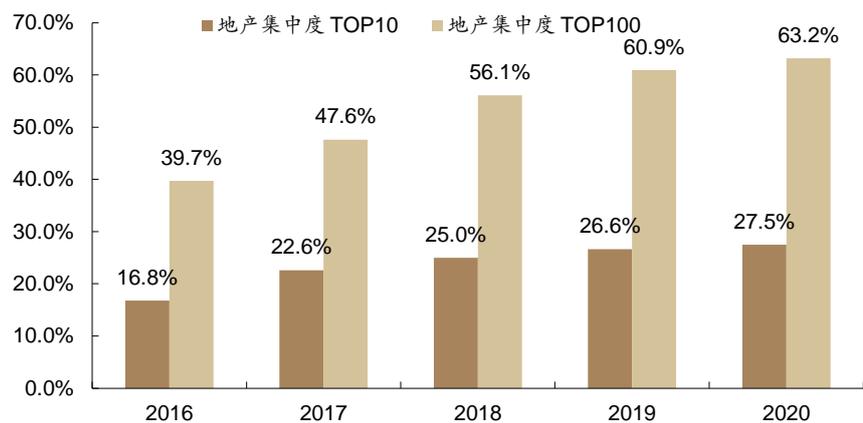
资料来源：各公司年报，房地产协会，德邦证券研究所

根据中指研究院发布的中国房地产百强企业研究报告，以销售额为测算依据，

2020 年 TOP100 的房地产企业市占率为 63.2%，较 2019 年增长 2.3 个百分点，较 2016 年增长 23.5 个百分点，并实现连续五年逐年提升。2020 年行业 TOP10 的房地产企业市占率为 27.5%，较 2019 年提高 1.1 个百分点，较 2016 年提高约 10 个百分点，可以看到，地产企业集中度提升趋势非常明显。

而房企集中度提升倒逼上游材料供应商市场份额提升，考虑到防水材料的性能及施工隐蔽的特性，消费者更倾向于选择头部有品牌保证的产品，同样房企也会优先选择头部品牌合作集中采购，一方面头部企业产品品质更有保障；另一方面头部企业有更强的资金实力及供应链能力，可以承揽大的工程项目，集采模式使得房企与供应商绑定更深，随着房企集中度提升获得更多的市场份额。

图 3：2016-2020 年百强及十强房企市占率

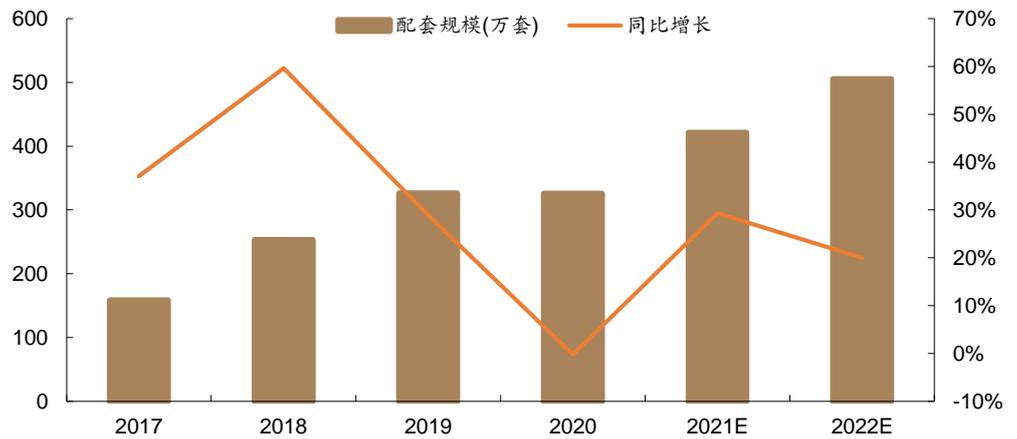


资料来源：中指研究院，德邦证券研究所

精装修渗透率提升带来需求增量。受国家相关部门出台政策推动，近几年国内精装修渗透率持续提升，推行精装修住宅一方面通过集中装修可以发挥规模优势，避免资源浪费；另一方面精装修住宅可以做个性化装修，成为房企的主要卖点。因此，近年来精装房市场规模不断扩大，根据奥维云网统计，2020 年中国精装住宅配套规模约为 325 万套，预计 2021-2022 年精装修住宅将同比增长 29.3% 和 20%，2022 年，全国精装住宅配套规模将超过 500 万套。

而对于防水行业而言，精装修带动了屋内硬装需求，精装住宅对建材产品的配套率较高，使得防水头部企业与房企的合作更加深入，更容易做大规模。因此，受益于地产商集中度提升以及精装修渗透率提升，防水龙头有望继续提高工程端市占率。

图 4：2017-2022 中国房地产住宅精装修市场规模预测



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

1.2.2. 环保监管趋严，助推行业规范化发展

近年来，政府相关部门出台一系列政策及环保措施，约束企业环保化和规范化发展。而我国已经提出 2030 年实现“碳达峰”，2060 年实现“碳中和”的目标，预计未来将出台更多绿色环保政策，优化产业结构，淘汰落后产能，走可持续发展道路。而防水行业环保问题主要集中在废气和废水等污染物排放，以生产沥青类防水卷材为例，生产过程中需要大量使用沥青和滑石粉等原材料，容易产生沥青烟、工业粉尘和挥发性有机物污染，如果直接排放会严重影响环境，防水企业则需要保证车间排放的气体沥青烟、粉尘和 VOC 等污染物排放量满足国家环保标准。

针对防水材料制造企业的污染排放问题，中国建筑防水协会编制了《改性沥青防水卷材大气污染排放标准》，《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》，《建筑防水行业绿色工厂评价要求》等一系列团体或行业标准来规范防水行业降低污染排放和节约能耗。

各地方政府通过颁布更加具体和特色化的监督标准推进各区域防水行业绿色化发展。2021 年 6 月 7 日，成都市住建部发布成都市规划和自然资源局关于印发《成都市新建商品住宅技术管理规定（第一版）》的通知，通知要求政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料，其他工程项目修改为“应满足环保要求，优先采用高分子材料、水性防水涂料”，防水质保期不低于 7 年。除成都外，青岛和北京已经明文禁止在建筑工程使用上热熔型 SBS 防水卷材。可以看到，行业提标已经率先在中大城市展开，未来覆盖范围有望更广阔。

表 4：近五年来环保政策及监管事件

相关部门	政策/监管内容
中国建筑防水材料工业协会	着手编制防水行业大气污染物排放标准，召开行业环保节能创新技术论坛、组织专家探寻环保出路
全国人大常委会	2016 年年末通过环境保护税法，与以往排污法有两点不同，一是规定了大气污染物和水污染物的税额幅度，二是根据减排幅度增加一档税收减免的规定。
国务院	出台《“十三五”节能减排综合工作方案》，推进工业污染物减排，出台有机溶剂产品挥发性有机物含量限值强制性环保标准
环保部	2017 年第一季度空气质量专项督查的 18 个督查组进驻京津冀及周边地区 18 个城市，走访督导检查 137 个部门和企业
京津冀政府	制定了《建筑类涂料与胶粘剂挥发性有机化合物含量限值标准》，目标锁定建筑类涂料与胶粘剂 VOCs（挥发性有机化合物）排放标准。
中央环境保护督察组	2017 年第二季度进驻天津市、山西省、辽宁省、安徽省、福建省、湖南省、贵州省等七省市开展环境保护督察
环保部	大气污染防治强化督查组已完成十轮次督查工作，挥发性有机物（VOCs）治理问题仍较严重，缺乏治理设施、治理设施运行不规范的情况仍较为普遍。

环保部等 7 个部门	印发《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案（征求意见稿）》，多处涉及防水材料生产企业
中国建筑防水协会	《改性沥青防水卷材大气污染排放标准》编制组成立暨第一次工作会议召开
中国建筑防水协会	主编的国家标准 GB 30184《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》作为依据对 38 家防水企业进行节能监察
中国建筑防水协会	《建筑防水行业绿色工厂评价要求》标准征求意见稿已完成，向公众征求意见
国家市场监督管理总局	防水涂料及建筑防水卷材被列入《全国重点工业产品质量安全监管目录（2020 年版）》
工信部	《2020 年工业节能监察重点工作计划》：将对沥青基防水卷材、岩棉等建材行业等重点用能企业开展强制性单位产品能耗限额标准执行情况专项监察
住建部	《屋面工程质量验收规范》、《地下防水工程质量验收规范》两项验收规范被局部修订，前述政策将促使防水企业的产品、施工及服务向更高质量发展
国家认证认可监督管理委员会	《关于发布绿色产品认证实施规则的公告》：绿色产品认证实施规则“防水密封材料”适用于各类防水与密封材料的绿色产品认证，包括沥青基防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封胶
生态环境部	《重污染天气重点行业应急减排技术指南（2020 年修订版）》：完善相关指标和减排措施，开展重点行业绩效分级，主要适用于以沥青或类似材料为主要原料制造防水材料的工业企业
国家发展改革委等 13 部门	《关于加快推动制造业高质量发展的意见》：制造业绿色化改造行动，推动提高建材、纺织、造纸等行业绿色化水平
工业和信息化部	《建材工业智能制造数字转型行动计划（2021-2023 年）》：防水材料行业重点形成自动上料计量、过程质量控制、制造执行管理、封装仓储物流等集成系统解决方案
财政部和住建部	《绿色建筑和绿色建材政府采购基本要求（试行）》规定，防水卷材和防水涂料的性能应分别符合团体标准 T/CECS 10038-2019《绿色建材评价防水卷材》和 T/CECS 10040-2019《绿色建材评价防水涂料》的规定。优异的耐久性和环保性是产品入选的必备条件
生态环境部	《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》：将碳排放影响评价纳入环境影响评价体系，加强生态环境分区管控和规划约束、严格“两高”项目环评审批、推进“两高”行业减污降碳协同控制、依排污许可证强化监管执法、保障政策落地见效

资料来源：公司年报，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

我们认为，环保以及行业监管趋严已愈发明朗，对于行业内产能和工艺落后的中小企业，如果不能及时调整生产标准，势必会被市场淘汰出局。而提前布局环保绿色产能、产品线齐全的防水龙头企业更有可能抢占更多市场份额，最终成为政策趋严的受益者。

1.2.3. 防水新规即将推出，龙头企业充分受益

2020 年 8 月，住建部刊发《住房城乡建设部办公厅关于培育和发展工程建设团体标准的意见》，原则上住建部门将不再组织制定推荐性标准，而是培育一批具有影响力和公信力的团体标准制定主体，制定与强制性标准对应的团体标准，解决标准缺失滞后问题。作为防水行业龙头企业，东方雨虹是制定团体标准的重要成员。中国建筑防水协会在“2020 年第一、二批中国建筑防水协会团体标准制定、修订计划”中各安排项目计划 10 项，其中第一批中五项，第二批中七项由东方雨虹联合或主要负责起草，远超竞争对手。

在 2019 年 9 月住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范》的征求意见稿提出对防水材料、工程设计和施工制定行业标准，其中对防水工程设计年限做出明确要求，屋面工程防水设计年限不低于 20 年；外墙工程防水设计年限不低于 25 年；室内工程防水设计工作年限不应低于 15 年等。《建筑和市政工程防水通用规范》是由中国建筑业协会副会长肖绪文院士牵头，防水行业重要专家进行研究制定的，具有强制性特征的行业标准，预计将于 2021 年下半年颁布实施。我们认为，新标实施将对产品质量、质保年限提出更高的要求，不满足新标的产品将被淘汰，同时防水材料的用量有望增加，行业需求天花板将被打开，而头部企业对自身产品质量要求较高，又具有规模、品牌、渠道等优势，将充分受益行业新标。

图 5：《建筑与市政工程防水通用规范》编制历程

2017年 3月	• 中国建筑技术中心绿色建筑研究中心作为主编单位牵头开展《建筑工程防水技术规范》的研究工作。
2018年 4月	• 肖绪文院士牵头，行业内专家进行研究，形成了“建筑与市政工程防水技术研究报告”和“《建筑和市政工程防水通用规范》草案”两项研究成果，住建部标准司相关领导的大力支持并成功立项。
2018年 6月	• 《建筑与市政工程防水通用规范》正式列入住建部国家全文强制工程技术规范研编计划，肖绪文院士作为领衔制订人在‘2018中国建筑防水协会专家委员会年会’表示《规范》初稿完成。
2018年 8月	• 《建筑和市政工程防水通用规范》（研编）项目研讨会在大连召开，会议讨论了《规范》涉及范围、内容和问题。
2019年 1月	• 住建部披露《建筑和市政工程防水通用规范》2019年编制工作计划，编制预计完成时间为2019年12月。
2019年 2月	• 住建部发文征求住建领域38项全文强制性工程建设规范意见，《建筑和市政工程防水通用规范》（征求意见稿）在列。
2019年 9月	• 住建部发文再次就《建筑和市政工程防水通用规范》全文强制性工程建设规范征求意见。
2020年 10月	• 2020中国建筑防水行业年会期间，中国建筑防水协会秘书长朱冬青表示全文强制性规范《建筑和市政工程防水通用规范》即将落地，行业需求天花板将被打开。

资料来源：中国建筑防水协会，德邦证券研究所

1.3. 千亿防水市场，行业一超多强格局初现

目前防水材料的主要应用场景来自于房地产新建、翻新和基建市场。我们剔除了进入门槛低，小散企业充斥的农村市场，并保守假设十四五期间，房地产新开工/竣工面积保持 2020 年的 22.4/9.1 亿平方米左右，存量房地产每隔 8-10 年翻新一次，则年均翻新面积约 11.7 亿平米，同时假设十四五期间年均老旧小区改造面积约 8 亿平米，且防水材料相关投资占基建总固定资产投资 1%左右，则测算得防水材料行业有效市场空间在 1730 亿元左右，相比于 2020 年 1087 亿元的规模以上企业收入仍有 60%左右提升空间，未来行业将在发展中倒逼整合。

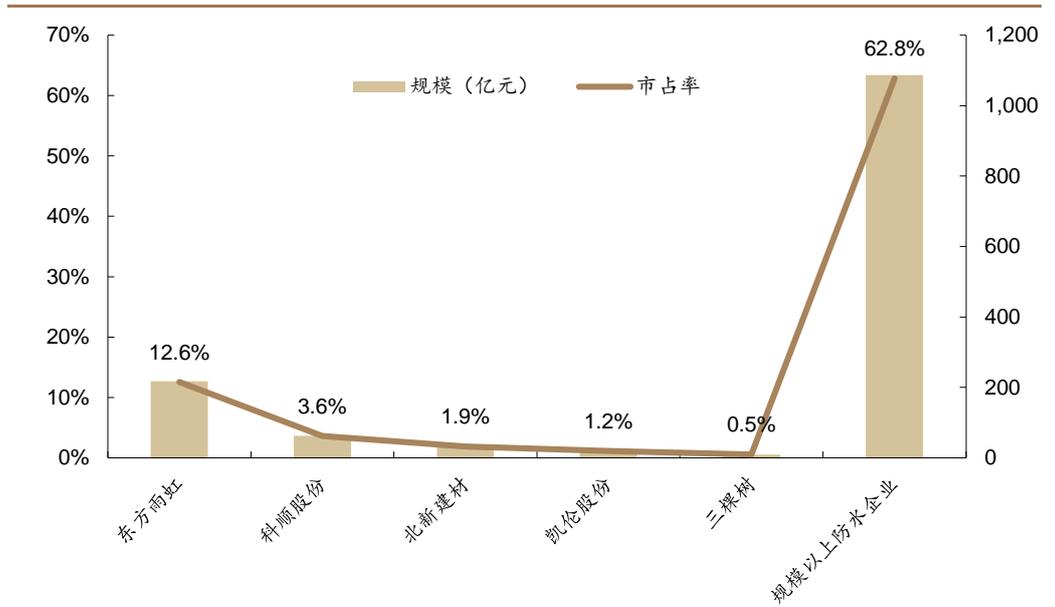
表 5：防水市场规模测算

房地产新建市场	房地产翻新市场（老旧小区改造）		基建市场		
商品住宅竣工面积（亿平方米）	9.1	十四五期间年均改造老旧小区面积（亿平方米）	8	铁路运输业固定资产投资（亿元）	7423.3
商品住宅新开工面积（亿平方米）	22.4	家庭自主翻新面积（亿平方米）	11.71	道路运输业固定资产投资（亿元）	48388.9
办公楼竣工面积（亿平方米）	0.9	外墙/面积比率	0.7	水上运输业固定资产投资（亿元）	1447.2
办公楼新开工面积（亿平方米）	0.7	总外墙面积（亿平方米）	13.80	航空运输业固定资产投资（亿元）	1751.6
商业营业用房竣工面积（亿平方米）	0.3	防水涂料需求（亿平方米）	13.80	管道运输业固定资产投资（亿元）	349.6
商业营业用房新开工面积（亿平方米）	1.8	防水涂料价格（元/平方米）	11.81	装卸搬运和仓储业固定资产投资（亿元）	6864.0
工厂及其他用房竣工面积（亿平方米）	13.3	房地产翻新市场（亿元）	162.9	基础建设投资总额（亿元）	66224.4
商品住宅和办公楼平均建筑层数	10.0			防水材料占投资额总比重	1%
商业营业和工厂用房平均建筑层数	2.0			基建带动防水材料市场（亿元）	662.2
外墙/面积	0.7				
总外墙面积（亿平方米）	15				
地下室及屋顶面积（亿平方米）	17				
防水涂料需求面积（亿平方米）	15.4				
防水卷材需求面积（亿平方米）	32.2				
防水涂料均价（元/平方米）	11.8				
防水卷材均价（元/平方米）	22.5				
房地产新建市场（亿元）	905.0			共计（亿元）	1730

资料来源：国家统计局，WIND，公司年报，德邦证券研究所

根据我们测算得出的防水行业市场规模，规模以上防水企业市占率约为62.8%。2020年，防水行业几家上市公司东方雨虹、科顺股份、北新建材（防水业务）、凯伦股份、三棵树（防水业务）营业收入分别为217.3亿、62.3亿、32.9亿、20亿和9.3亿，按照当前测算的市场规模，5家规模较大的上市公司在防水行业市占率分别为12.6%、3.6%、1.9%、1.2%和0.5%，共计约20%，头部企业市占率依旧较低。

图 6：主要防水企业市占率



资料来源：各公司年报，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

防水行业处于一超多强的竞争格局。从营收规模来看，目前防水行业大概可以分为四个梯队，第一梯队为年营收100亿以上的企业，目前只有东方雨虹一家，龙头地位稳固；第二梯队为防水业务年营收在30~100亿规模的企业包括科顺股份和北新建材；第三梯队为年营收在1~30亿规模的企业，主要有凯伦股份（20亿），三棵树（防水业务营收9亿），潍坊宇虹，潍坊宏源和卓宝防水等；而第四梯队则有数以千计的中小企业，相较于头部企业，中小企业缺乏资金、规模及渠道优势，未来行业提标的背景下，若不能及时适应行业发展趋势，极有可能被市场所淘汰。

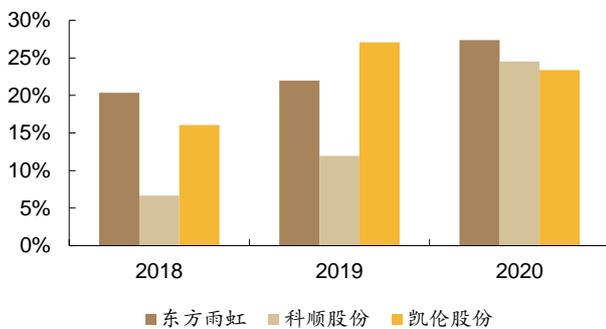
图 7：防水行业梯队



资料来源: WIND, 公司年报, 德邦证券研究所

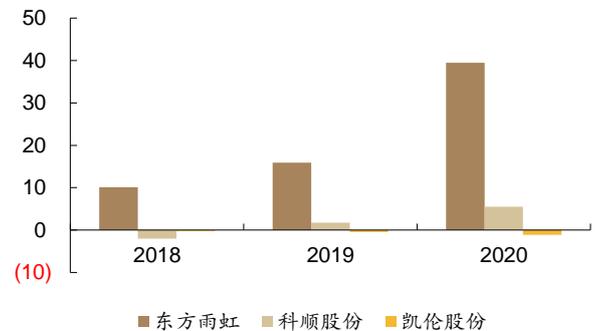
对比 3 家主营防水业务的上市公司 18-20 年的财务数据, 可以看出, 东方雨虹作为防水行业龙头企业, 盈利能力逐年稳步上升, 2020 年 ROE 已经超过其他两家主营防水的上市公司; 从经营性现金流来看, 东方雨虹依旧具有绝对的优势, 2020 年东方雨虹经营性现金净流入约 39 亿, 远高于其他竞争对手, 同时科顺股份现金流同比也逐步改善。经营性净现金流改善说明企业开始注重经营质量, 加大催收现金回款的力度, 同时也表明随着头部企业集中度提升, 话语权也逐步增加。

图 8: 主要防水企业 ROE (加权) 对比



资料来源: 公司年报, 德邦证券研究所

图 9: 主要防水企业经营性现金净流入 (亿元)



资料来源: 公司年报, 德邦证券研究所

1.4. 品牌和渠道效应愈发凸显

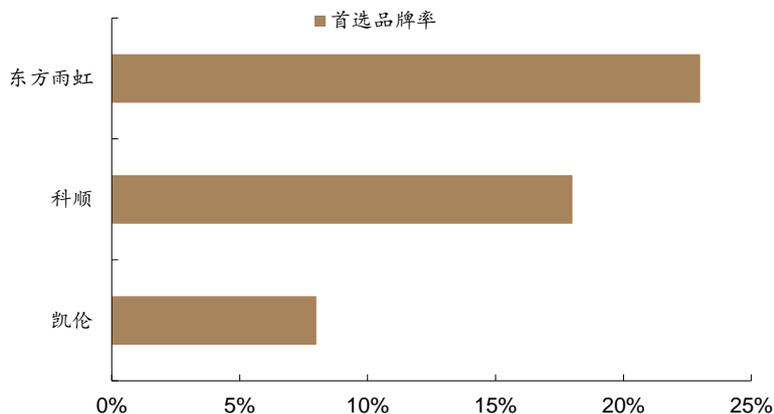
防水工程是个隐蔽工程, 易漏水、难辨别的痛点十分明显。在行业进入良币驱逐劣币的时代, 我们认为虽然防水行业进入壁垒较低, 但品牌及渠道将成为行业的核心竞争力, 拥有品牌和渠道优势的企业将拥有较宽的护城河, 而新品牌及小品牌实现弯道超车的长度较大。

首先, 随着房地产存量市场翻新市场日渐壮大, 防水材料的消费属性逐渐提升, 客户品牌黏性较高, 通常选定品牌后较少更换; 其次, 近年来许多大型房地产公司为实现规模扩张, 其采购权利逐步上移, 很多公司采购品牌范围由总部统一制定, 更倾向于与有实力的头部企业合作, 使得新品牌较难打入大型地产公司的市场; 最后, 防水材料客户的终端需求并不仅仅是防水材料本身, 往往还包括施

工, 涂装等服务, 而拥有品牌及渠道的龙头企业往往能够提供差异化服务从而提升客户黏性, 从而使得新品牌与之竞争难度较大。

根据中国房地产 TOP500 首选供应服务商品品牌名单中, 在防水材料这一领域, 东方雨虹连续多年排名第一。2016-2020 年, 东方雨虹防水产品品牌首选率整体呈上升趋势, 从 30% 提升至 36%。在 TOP500 房地产开发商的合作名单中, 东方雨虹依然是头部房企优先选择合作的防水企业。

图 10: TOP500 开发商针对防水材料评优企业



资料来源: 中房网, 德邦证券研究所

表 6: 近五年中国房地产开发企业 500 强防水材料首选率

2016	首选率	2017	首选率	2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
东方雨虹	30%	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新建材	7%
卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%
蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%
德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	8%	大禹	6%
大禹	4%	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%
禹王	4%	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%
宇虹	3%	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%
大明	2%	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%

资料来源: 中房网, 德邦证券研究所

2. 东方雨虹: 组织架构调整后再出发, 二次成长曲线显现

东方雨虹成立以来历经 25 年风风雨雨, 几次重大战略调整引领公司实现跨越式发展。我们将其发展历程分为六个阶段。

第一阶段为 1995-2005 年, 公司前身“湖南长虹防水工程公司”于 1995 年在湖南成立, 1997 年进京无偿修复毛主席纪念堂, 1998 年在北京注册为东方雨虹防水技术有限责任公司, 同年主动请缨并中标 18 座储备粮库防水工程, 被誉为“重点工程专业户”, 影响力初现, 2004 年已成为中国销量领先的防水企业。

第二阶段为 2006-2011 年，公司陆续承揽水立方、人民大会堂、世博会中国馆等大型国家重点建设项目，积累了良好的口碑及渠道资源，2008 年，东方雨虹成为防水行业第一家上市公司，管理层进一步拓展全国销售渠道，然而受“四万亿”刺激基建热潮兴起，基建重点工程仍为公司主要收入来源，渠道拓展略有放缓。

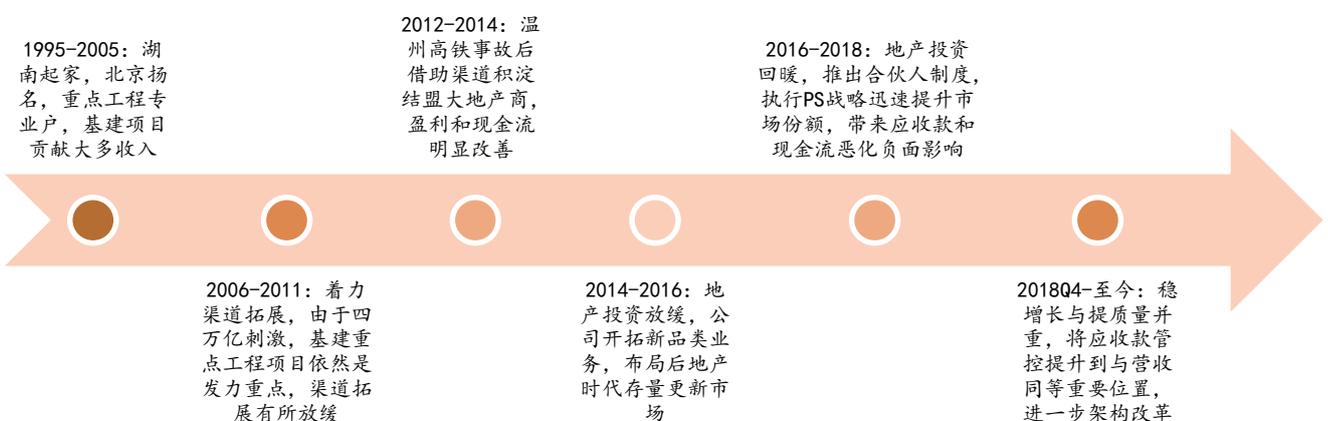
第三阶段为 2012-2014 年，受温州高铁事故影响，基建投资放缓，公司迅速调整客户结构，借助前期渠道铺垫与大地产商陆续建立长期战略合作关系，经营现金流及盈利能力明显改善，全国渠道进一步拓展。

第四阶段为 2014-2016 年，2014 年起房地产市场增速放缓，公司进行战略调整，瞄准地产存量更新市场并进行品类及零售渠道拓展。

第五阶段为 2016-2018 年，地产投资增速回暖，公司再次迅速做出调整，推行合伙人制度及 PS 战略，提升营业收入和市场份额，而在快速扩张的同时一定程度牺牲了经营质量，公司应收账款及经营现金流出现恶化。

第六阶段为 2018 年 Q4 至今，2018 年房地产调控政策不断施压，宏观经济下行压力增大，流动性收紧，公司由 PS 战略调整至稳增长提质量；同期公司调整组织架构，从以产品划分改变为以职能划分部门，意在更高效地发展多品类建材产品和服务。

图 11：东方雨虹发展历程

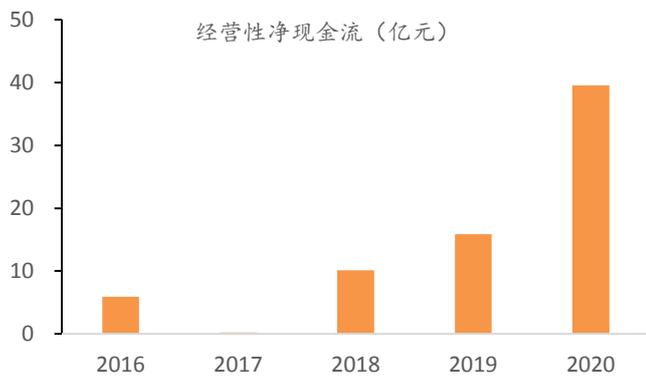


资料来源：公司官网，公司年报，德邦证券研究所

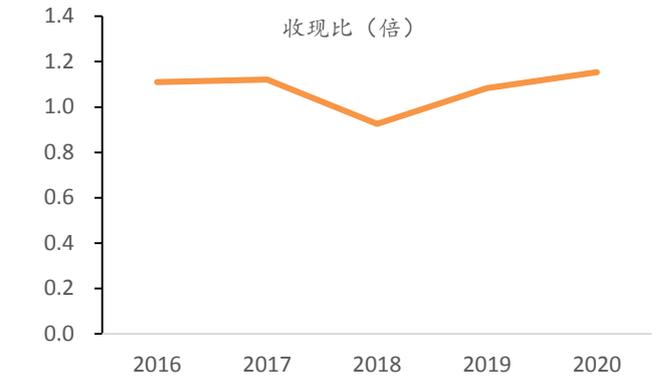
2018 年 Q4 公司从 PS 战略调整至量质双升的战略，公司将应收账款占比与应收账款回收率两个维度纳入考核体系，将项目质量及应收账款的管控提升到与收入增长同等重要地位，周转率得到明显提升。2019-2020 公司经营性净现金流及收现比明显改善，2020 年收现比达到 1.15x，应收账款周转率提升至 3.7 次，较 2018 年提升约 0.5 次，战略调整效果可见一斑，经营质量稳步提升。

图 12：2016-2020 年公司经营性净现金流

图 13：2016-2020 年公司收现比

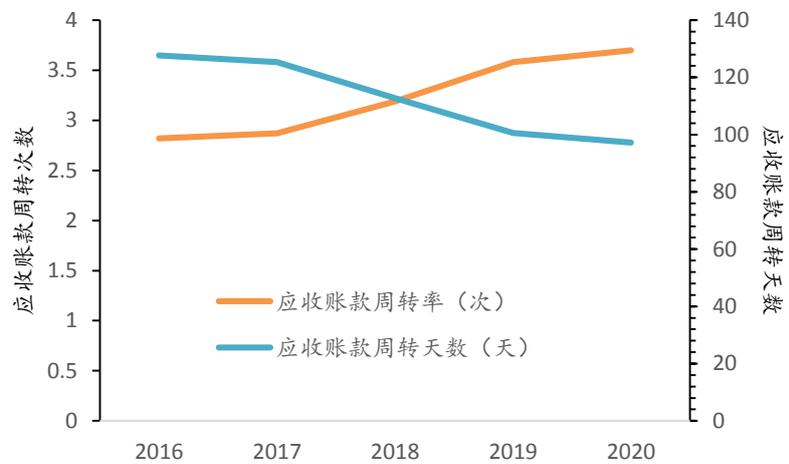


资料来源: Wind, 德邦证券研究所



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

图 14: 公司应收账款周转率及周转天数

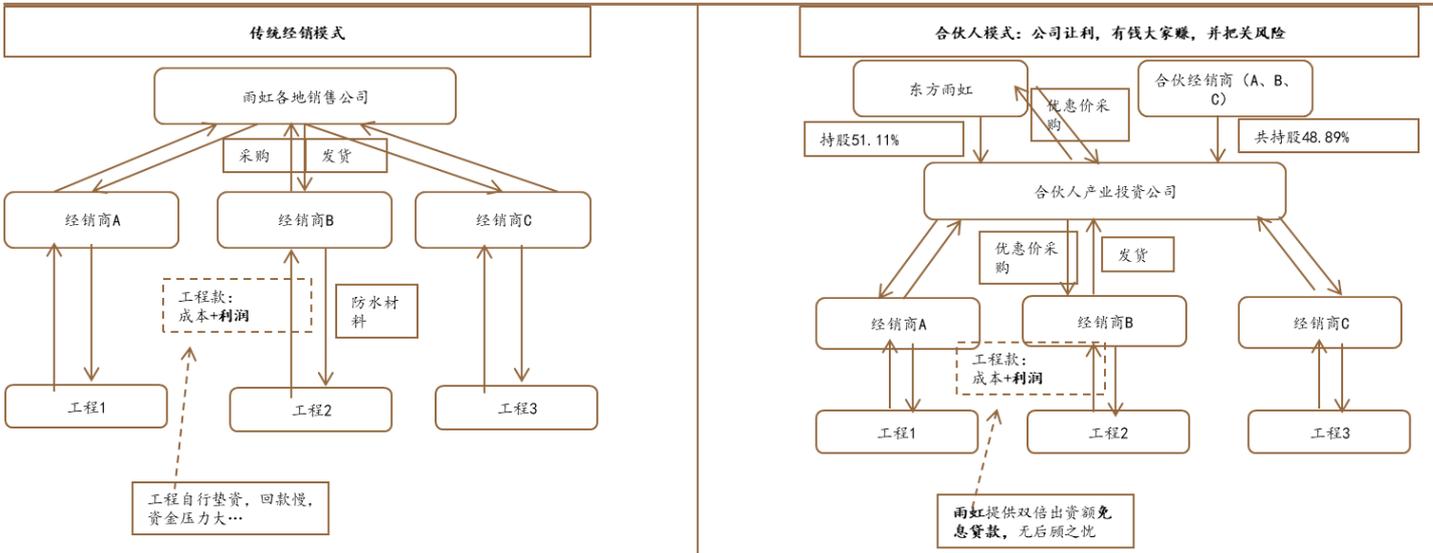


资料来源: Wind, 德邦证券研究所

2.1. 合伙人制度及组织架构调整, 进一步提升渠道壁垒

推出合伙人制度, 绑定渠道经销商, 拓宽渠道护城河。2016 年公司在行业内率先推出合伙人制度, 与核心工程渠道代理商共同投资成立“东方雨虹产业投资第一股份有限公司”, 其中公司出资 1.385 亿元, 持股 51.11%, 工程渠道代理商合计出资 1.325 亿元, 持股 48.89%。合伙人制度帮助公司获得了更多独家工程渠道代理商, 而代理商借助雨虹的品牌得到优惠价采购、专业的施工培训和弹性分红计划等等附加优势, 通过股权关系的纽带与公司一起开拓市场提升营收; 同时也使得代理商借助雨虹品牌进一步提升议价及拿单能力与公司一起做大市场, 实现公司与代理商的双赢。

图 15: 传统模式和合伙人模式对比

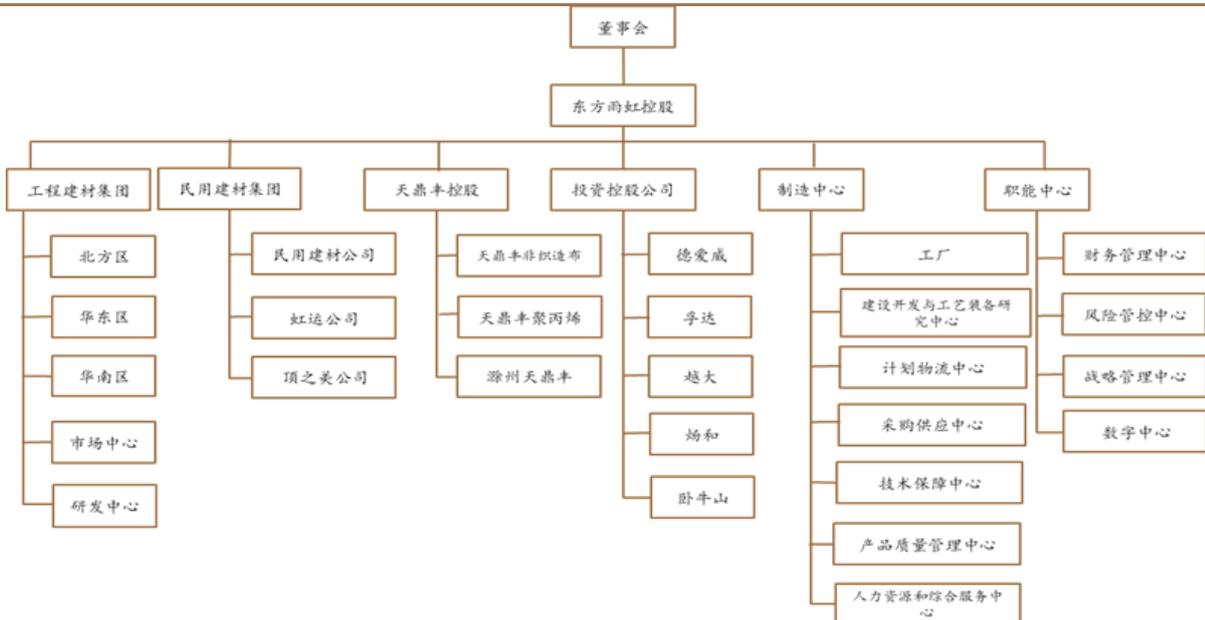


资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

组织架构调整提升整体运行效率。公司同期进行组织架构调整,由过去的“产品”划分转向“职能”划分,公司将原有“1+6”(民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮)调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司、制造中心及职能中心。此举有助于打破渠道壁垒,通过扁平化管理提高运营效率,战略上强调稳增长提质量。在工程建材集团内,公司设有华北、华东、华南三个大区,根据当地特色进行分工,例如华北设有高铁事业部,华南设有外加剂事业部等,公司区域分工效果显著,在新的合伙人制度下,各区域中原工程经销渠道和直销渠道进一步深度融合。

公司整体组织架构变革为多品类扩张做铺垫,例如公司成立工程建材集团后,原来负责防水材料业务的工程业务团队,还将负责保温、砂浆、建筑涂料的工程端拓展,依托原有的成熟渠道更容易实现新产品的扩张,实现资源渠道共享,提升经营效率。

图 16: 2018 年后公司最新组织架构



资料来源: 公司官网, 德邦证券研究所

2.2. 产品多元化发展，迈向综合建材服务集团

公司在不断巩固防水卷材及涂料龙头地位的同时，积极布局民用建材、建筑涂料、无纺布、特种砂浆、修缮及保温材料六大产业，依托防水建立起的渠道优势，可以实现快速扩张，目前公司产品基本覆盖了泛防水领域与涂装市场。

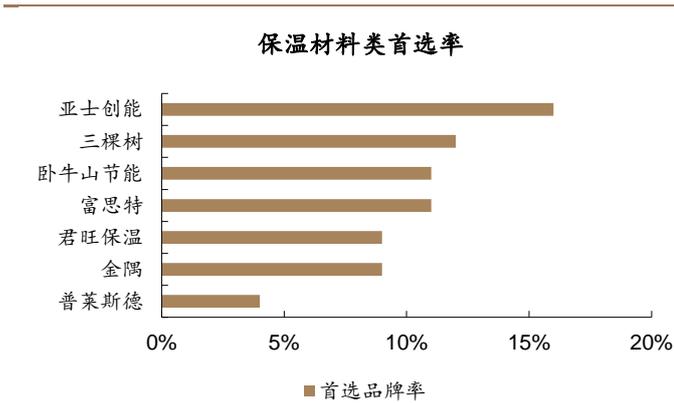
表 7：雨虹产品品类拓展主要事件

时间	事件	意义
2011 年 7 月	投资 7.96 亿元，成立山东天鼎丰	进军非织造布领域
2015 年 2 月	投资 5000 万元，成立华砂砂浆	进军砂浆领域
2015 年 5 月	收购并增资长沙迪洛	补充硅藻泥业务，丰富砂浆系列产品
2015 年 11 月	收购全资孙公司江苏卧牛山	进军建筑节能保温市场
2016 年 12 月	收购 DAW Asia 90% 股权	进军建筑涂料领域
2017 年 4 月	收购广州孚达 65% 股权	进一步拓展建筑保温领域
2017 年 9 月	投资 5 亿元，设立天鼎丰控股	提升公司在非织造布领域的市场竞争力
2017 年 11 月	投资 1 亿元，设立庐山华砂砂浆	扩大特种砂浆的品牌影响力及业务规模
2018 年 4 月	江苏卧牛山出资 6500 万，设立煊和新材料公司，持股 65%	进行玻璃棉、岩棉及其他新型节能材料的生产及销售
2018 年 5 月	出资 5000 万，设立建设工程公司	提升在建筑修缮工程施工领域的市占率及竞争力
2018 年 5 月	增资虹运基辅材 5000 万	更好的开展供应链管理业务
2018 年 12 月	出资 3 亿元，设立江苏青耕保温技术有限公司	加强现有建筑节能业务资源的有效整合

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

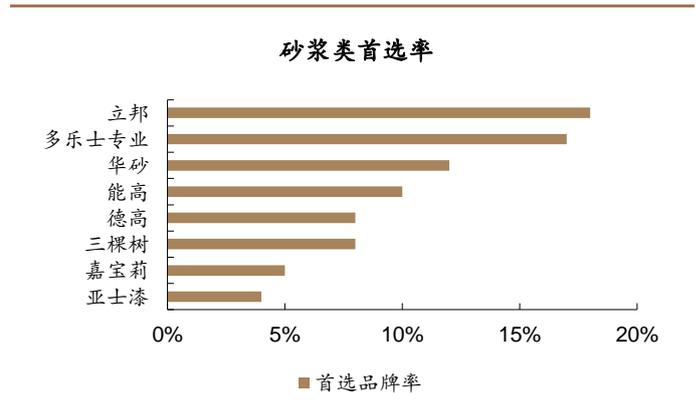
依托防水业务的渠道优势，公司新品类扩张顺利。根据“2021 中国房地产 TOP500 首选供应服务商品品牌测评榜单”统计，在保温材料类首选品牌榜单上，公司卧牛山节能（11%）名列第三，仅次于亚士创能（16%）和三棵树（12%）；在外墙装饰类-建筑修缮系统服务领域，东方雨虹建筑修缮首选品牌率是 23%，排名第一；在砂石类首选品牌榜单上，华砂首选品牌率 12%，排名第三，仅次于多乐士（17%）和立邦（18%）。

图 17：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-保温材料



资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

图 18：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-砂浆类

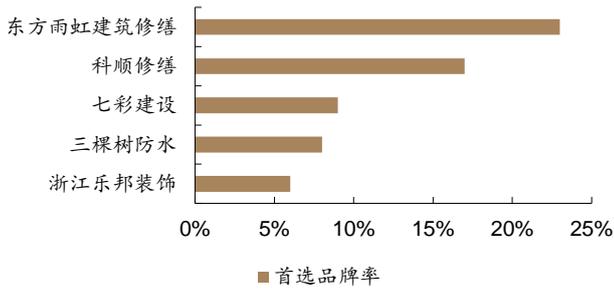


资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

图 19：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-建筑修缮

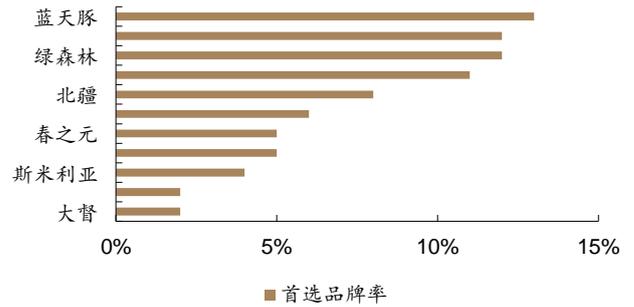
图 20：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-硅藻泥

外墙装饰工程-建筑修缮系统服务首选率



资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

硅藻泥首选率

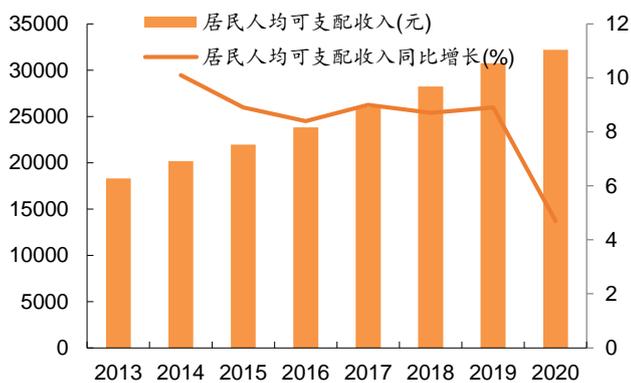


资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

建筑涂料发展迅速，有望成为第二主业。公司自 2016 年收购 DAW Asia 90% 的股权进入建筑涂料领域，始终保持快速发展，预计营收年复合增速超过 100%，2020 年整体营收超过 10 亿元，依托防水业务建立起的渠道优势，协同效应明显，考虑到建筑涂料的近千亿元的市场规模，又具有很强的消费属性，建筑涂料的快速发展有望成为雨虹的第二主业。

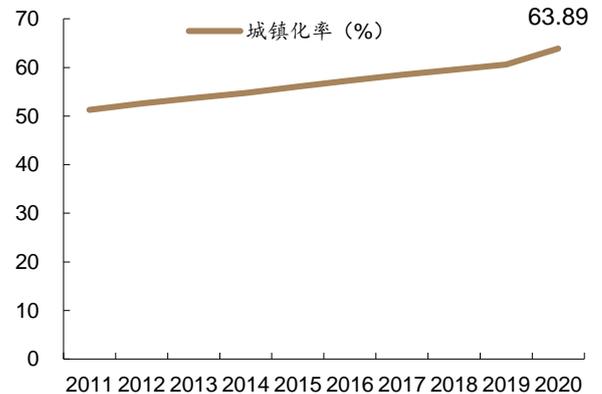
根据中国涂料协会统计，2017 年至 2020 年涂料产量年均复合增速 15.3%，需求保持稳定增长。2020 年我国城镇化率为 63.89%，距离发达国家 70~80% 的水平仍有提升空间，未来随着我国城镇化率的不断提升，房屋装修的刚性需求仍在；与此同时，国内居民可支配收入逐年上升，消费者对产品的性能及品牌愈发的重视，价格不再是消费者唯一考虑的标准，建筑涂料作为消费者直观感受的产品，对产品的性能、环保及健康指数等更为看重，越来越多的消费者追求个性化，定制化的服务，向头部品牌靠拢。

图 21：我国居民可支配收入



资料来源：WIND，德邦证券研究所

图 22：我国城镇化率



资料来源：WIND，国家统计局，德邦证券研究所

建筑涂料的市场需求主要来源于新房装修及旧房重涂。新房装修面积主要与当年的建筑行业竣工面积有关，旧房重涂与老旧小区改造（2000 以前建成）、二手房销售面积及房屋二次装修频率有关。

旧房重涂市场将迎来高峰期。根据住建部预测，我国十四五期间约有 40 亿 m² 老旧小区将参与改造，年均 8 亿 m²。按照我国旧房 8~10 年的装修周期，2011~2013 年销售新房面临旧房装修，这期间年均销售面积 10.4 亿 m²，假设每年有 70% 的旧房进行二次重涂，则有约 7 亿 m² 的旧房需要粉刷。同样，二手房

重涂也是一重要来源，我们选取了统计数据较为完整的北京、深圳、无锡、郑州、北海、呼和浩特等 13 个城市的二手房交易数据为样本，年均 0.77 亿 m²，因此预计全国 294 个地级市的二手房成交面积为 17.5 亿 m²/年，同样假设有 70% 的房屋进行二次重涂，则每年约有 12.25 亿 m² 需要粉刷。

根据《性能、功能和环保：建筑涂料行业 2013 年回顾与展望》中统计数据计算出，我国每 1m² 建筑面积需要粉刷内墙面积为 2.5m²，需要粉刷外墙面积为 0.7m²，而外墙粉刷主要来源于新房竣工部分，粉刷墙壁一般分为刷底漆、补漆和上面漆三步，因此每 100m² 的装修面积涂刷面积通常为 300m²。

表 8：测算我国年均粉刷建筑面积

	建筑面积 (亿 m ²)	内墙面积 (亿 m ²)	外墙面积 (亿 m ²)	内墙粉刷面积 (亿 m ²)	外墙粉刷面积 (亿 m ²)
新房竣工	9.1	22.8	6.4	68.3	19.1
老旧小区改造	8.0	20.0	5.6	60.0	16.8
旧房重涂	7.3	18.2		54.6	
二手房交易	12.3	30.6		91.9	
合计	36.6	91.6	12	274.7	35.9

资料来源：Wind，德邦证券研究所

2021-2023 年我国住宅墙面涂料市场年均规模约为 785 亿。我们参考三棵树官方旗舰店对于墙面涂料的用量指导。内墙涂料使用标准为 13~15m²/L，外墙涂料使用标准为 8~10m²/L，一罐 5L 乳胶漆重量为 7kg，则平均每升涂料重量为 1.4kg。按照外墙涂料 17.5 元/kg，内墙涂料 19 元/kg 单价计算，我们测算 2021-2023 年我国住宅墙面涂料市场年均规模约为 785 亿。若考虑到非住宅项目的涂料需求，每年市场规模有望突破千亿。

表 9：2021-2023 年年均涂料市场规模

	内墙粉刷面积 (亿 m ²)	内墙涂料体积 (亿 L)	内墙重量 (亿千克)	价格 (元/千克)	合计 (亿元)
2021-2023 年均	274.7	19.6	27.5	25	686.8
	外墙粉刷面积 (亿 m ²)	外墙涂料体积 (亿 L)	外墙重量 (亿千克)	价格 (元/千克)	合计 (亿元)
2021-2023 年均	35.9	4.0	5.6	17.5	97.7

资料来源：三棵树官方旗舰店，德邦证券研究所

保温板业务稳健前行，未来成长空间广阔。我们认为，在国家大力推行绿色节能建筑的背景下，保温板产品前景向好，2020 年公司保温业务收入约 8 亿元。我们根据住建部发布的《建筑节能与绿色建筑发展十三五规划》进行测算，预计未来每年外墙保温板空间约 400 亿，成长空间广阔。

表 10：外墙保温板市场空间测算

外墙面积/建筑面积	0.7
房屋竣工面积 (亿平方米)	9.12
新建建筑中绿色建筑面积占比 (%)	50%
每年新建绿色外墙面积 (亿平方米)	3.19
假设十四五每年计划改造面积 (亿平方米)	1.2
每年改造外墙保温板需求面积 (亿平方米)	0.8
外墙保温板总需求 (亿平方米)	3.992
保温板价格 (元/平方米)	100
市场空间 (亿元)	399.2

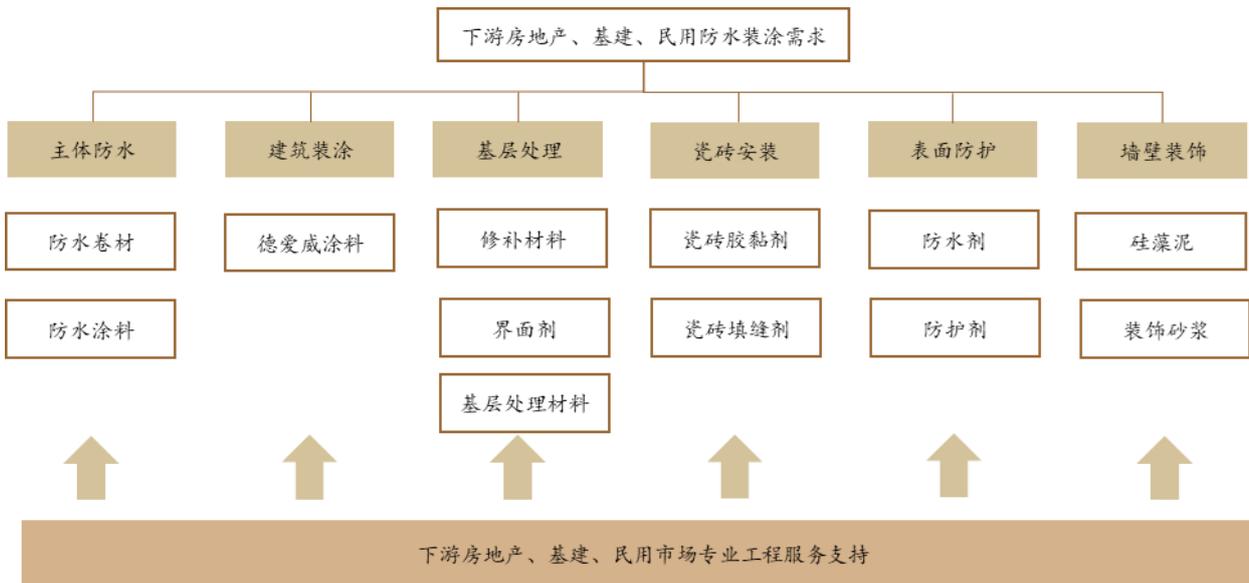
资料来源：政府相关文件，德邦证券研究所

其次，建筑材料的产品特征以及施工流程决定其相对容易进行品类拓展。例如在建安工程中，建设企业往往需要同时采购防水材料以及砂浆进行砌筑；在家装翻新时，往往会同时购买防水涂料、装饰涂料以及装饰砂浆进行翻新；在建设过程中如果防水材料和保温材料由一家公司负责，则标准更容易统一等。消费建材品类拓展本身并不复杂，关键点在于渠道的把控。

最后，公司渠道变革有助于多品类拓展。在公司成立工程建材集团后，集团不仅负责原有防水材料业务，还将同时覆盖保温、砂浆、建筑涂料工程端业务，搭建完善的营销平台统筹市场工作，实现原有各渠道的深度融合从而促进业务拓展，我们认为公司渠道的整合将有助于公司实现品类拓展。

随着公司产品品类不断拓展，公司将实现在地产、基建工程及民用市场地基墙体屋顶防水、墙体基层处理，内墙防水装涂、瓷砖安装、表面防护及墙壁装饰的泛防水涂装需求全覆盖，并逐步迈向综合防水服务商。我们认为公司迈向综合建材服务商利于公司提升中长期竞争力，一方面新品类的拓展能够为公司在中期内提供充足的增长韧性；另一方面随着精装房渗透率提升，综合服务商的议价能力将有所提升。

图 23：公司产品覆盖泛防水领域及涂装市场

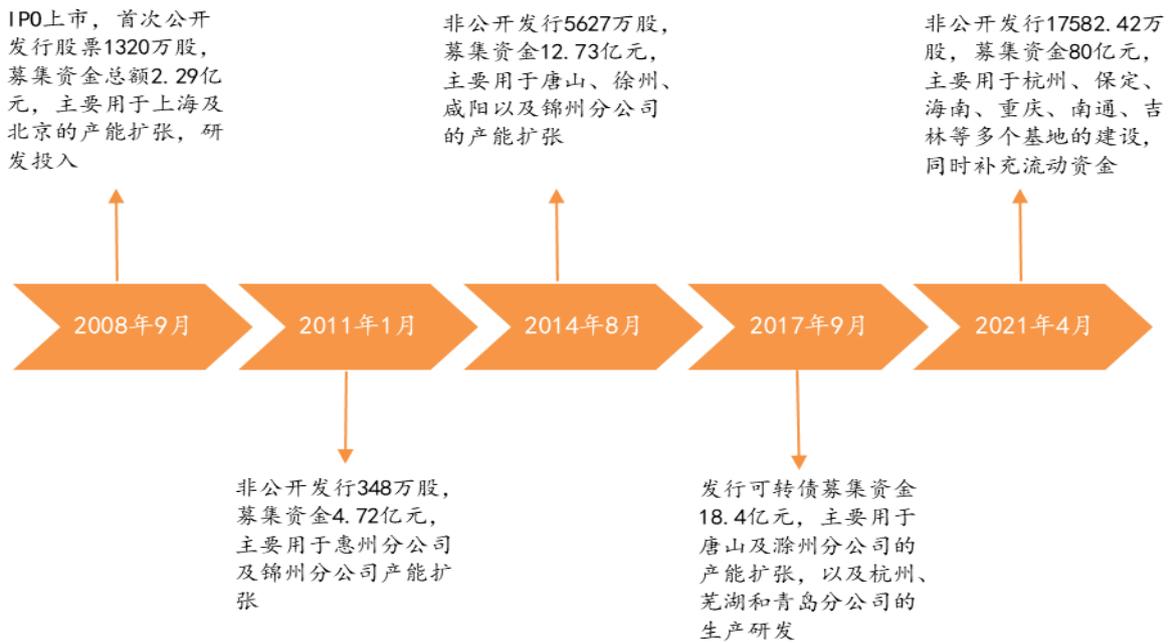


资料来源：公司资料，德邦证券研究所

2.3. 借助资本力量，加速产能扩张

公司作为第一家上市的防水企业，借助资本力量快速扩张。回顾雨虹上市十余年来的历程，雨虹的快速发展一方面得益于公司管理层前瞻的战略眼光以及强大的执行力，另一方面公司赶上地产快速发展的时代，正所谓企业的发展离不开时代的洪流，地产的黄金时代是地产链龙头企业快速崛起的根基。雨虹上市以来先后历经 5 次较大的融资事件，借助资本力量快速扩张产能，做大规模建立起先发优势，持续不断的巩固龙头地位。

图 24：公司上市以来融资发展历程



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

2021年4月公司上市以来最大一次融资落地，共发行约1.76亿股，募集资金80亿，包括睿远基金、UBS AG、大家资产管理、JP Morgan等国内外主流机构积极参与认购。此次定增主要用于多地10余个产能基地建设以及补充流动资金，一是可以快速推动产能基地的建设，使得公司产能布局更完善，产品品类更丰富；二是在地产“三道红线”背景下，地产产业链回款或放慢，而公司适时补充流动资金，可以提升抵御市场风险能力，21Q1末公司在手现金为96.6亿元（定增资金到位），资产负债率降至37.34%，债务结构得以明显优化；三是公司在龙头的基础上加速抢占市场份额，进一步巩固龙头地位。

表 11：公司定增募集资金投资项目

序号	募集资金投资项目	投资总额 (亿元)	募集资金承诺投资金额 (亿元)
1	杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	1.1	0.7
2	年产2,700万平方米改性沥青防水卷材、2.5万吨沥青涂料自动化生产线技术改造升级项目	1.2	0.9
3	年产2万吨新型节能保温密封材料项目	1.9	1.6
4	广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	13.7	11.7
5	保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.7	3.1
6	东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	3.9	3.2
7	重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	5.5	4.6
8	南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.2	2.7
9	吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	1.8	1.5
10	年产13.5万吨功能薄膜项目	11.4	10.4
11	东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	8.0	2.8
12	年产15万吨非织造布项目	16.0	12.8
共计		71.5	56.0

资料来源：公司公告，德邦证券研究所



资料来源：公司官网，WIND，德邦证券研究所

表 12：公司多产品获绿色建材产品认证

二星级	三星级
弹性体沥青卷材	弹性体改性沥青防水材料（非外露 PY II 型）
SAM-930 自粘聚合物改性沥青防水卷材	聚合物水泥防水涂料（非外露类）
SAM-980 聚酯胎自粘沥青防水卷材	GES-300 无溶剂单组分聚氨酯防水涂料（非外露）
ARC-701 聚合物改性沥青耐根穿刺防水卷材	GES-310 A 类单组分聚氨酯防水涂料（非外露）
SAM-920 自粘聚合物改性沥青防水卷材	
SAM-921 高延伸自粘沥青防水卷材	
SAM-921 高强度自粘沥青防水卷材	
HCA-101 高弹厚质丙烯酸酯防水涂料	
SPU-301 单组分聚氨酯防水涂料等九类产品	

资料来源：中国建材检验认证集团，德邦证券研究所

股权激励与员工持股并行，将公司与员工利益绑定，充分调动员工积极性，彰显长期发展信心。从股权激励来看，第四期股权激励涉及激励对象 4160 人，覆盖范围远高于过去三期；行权价格为 48.99 元/股，基本与公告时的现价持平，体现了公司对未来发展信心；解锁条件为 21-24 年净利润复合增速为 25%，业绩高基数下较第三期的复合增速 20%更具挑战性；同时注重经营质量的发展，考核期内应收账款增速不高于营收增速。从员工持股来看，涉及人数不超过 1611 人（含 8 名高管），计划筹集资金总额不超过 17 亿元，同时资管/信托按照不超过 1:1 的比例进行配资，总规模不超过 34 亿元，若按照 50 元/股价格，对应回购股份 6800 万股，占当前总股本的 2.9%，主要通过二级市场购买或协议转让等。此次股权激励及员工持股覆盖范围大，员工与公司形成利益共同体，将充分调动员工积极性，彰显了对公司长期发展

信心。

表 13：东方雨虹历次股权激励计划比较

股权激励计划	第一期			第二期			第三期			第四期		
年份	2012			2016			2019			2021		
类型	限制性股票			限制性股票			限制性股票			股票期权		
激励计划股票来源	向激励对象定向发行新股			二级市场自行回购本公司股票、向激励对象定向发行新股			从二级市场自行回购本公司股票、向激励对象定向发行 A 股普通股			向激励对象定向发行 A 股普通股股票		
股权激励对象	持有人	获授限制性股票数量(万股)	占授予总数比例(%)	持有人	获授限制性股票数量(万股)	占授予总数比例(%)	持有人	获授限制性股票数量(万股)	占授予总数比例(%)	持有人	获授股票期权数量(万股)	占授予总数比例(%)
	高层管理人员	275	15.278	高层管理人员	538.9	7.31	高层管理人员	37.5	1.14	高层管理人员	0	0
	中层管理人员, 核心业务(技术)人员	1409	78.278	中层管理人员, 核心业务(技术)人员	5879.6	91.36	中层管理人员, 核心业务(技术)人员	3259.1129	98.86	中层管理人员, 核心业务(技术)人员	5200.45	100
	预留	116	6.444	预留	85.9	1.33	预留	0	0	预留	0	0
	合计	1800	100	合计	6504.4	100	合计	3296.6129	100	合计	5200.45	100
涉及人数	287			1230			2189			4160		
授予数量占总股本(%)	5.24			7.75			2.21			2.22		
授予价格/行权价格(元/股)	7.03(公告前 20 交易日股票均价 50%)			8.24 (公告前 20 交易日股票均价 50%与回购平均价的 50%孰高值)			10.77(公告前 1 交易日均价 50%与前 120 交易日均价 50%孰高值, 不低于票面金额)			48.99 (公告前 1 交易日均价与前 60 交易日均价较高值, 不低于票面金额)		
解锁限购/行权时间	授予日起满 12/24/36/48 个月 预留: 授予日起满 12/24/36 个月			首次授予日 12/24/36/48 个月后首个交易日至首次授予日 24/36/48/60 个月内最后一个交易日止			授予日起满 12/24/36/48 个月			授予日 12/24/36/48 个月后首个交易日至首次授予日 24/36/48/60 个月内最后一个交易日止		
可行权数量/解锁比例	25%/25%/25%/25% 预留: 33%/33%/34%			25%/25%/25%/25%			25%/25%/25%/25%			25%/25%/25%/25%		
解锁条件/行权条件	以 2012 年净利润为基数, 2013/2014/2015/2016 年的净利润增长率不低于 25%/55%/95%/145%; 2013/2014/2015/2016 年的加权平均净资产收益率不低于 13%			2015 年净利润 1.25 倍为基数, 2017/2018/2019/2020 年的净利润增长率不于 25%/56%/95%/144%; 预留: 2015 年净利润 1.25 倍为基数, 2018/2019/2020/2021 年的净利润增长率不低于 56%/95%/144%/205% 2017/2018/2019/2020/2021 年的加权平均净资产收益率不低于 13.5%			2020 年净利润不低于 19.13 亿元, 2021 年净利润不低于 23.91 亿元; 以 2019 年为基数, 2022/2023 年的净利润增速不低于 72.80%/107.36%; 2020-2023 年的应收账款增长率不高于营业收入增长率			以 2020 年净利润为基数, 2021/2022/2023/2024 年的净利润增长率不低于 25%/56%/95%/144%; 复合增速为 25%, 2021-2024 年的应收账款增长率不高于营业收入增长率		

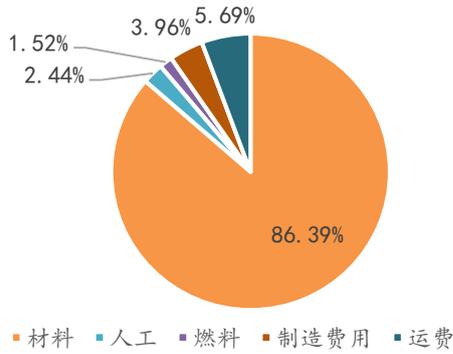
资料来源: WIND, 公司公告, 德邦证券研究所

2.4. 突出的成本管控能力, 冠绝全行业

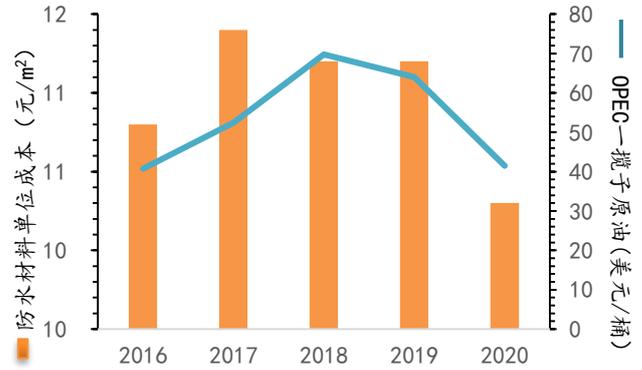
防水卷材与防水涂料的主要成本均来自原材料(占比 85%)以上, 其中防水卷材的原材料主要包括沥青、SBS 改性剂等, 防水涂料的原料主要包括聚醚和乳液, 均为石油及石油化工行业相关产品, 因此油价和石油化工产品价格波动对防水材料的成本影响较为明显, 防水材料的单位成本与油价呈正相关关系。

图 27: 2020 年公司防水材料成本构成

图 28: 公司防水材料单位成本与原油价格正相关



资料来源：公司公告,德邦证券研究所



资料来源：WIND,德邦证券研究所

一般来说，沥青占防水原材料的30%，为沥青基防水材料的重要原料，2020年由于全球疫情的原因，原油价格暴跌，沥青价格也随之大幅回落，随着疫情的影响边际减弱，2021年以来沥青价格呈现逐步上升的态势，防水企业成本端也逐步承压，但东方雨虹作为行业龙头，是行业内唯一一个可以做到沥青集采的企业，同时公司拥有十分专业的采购团队，在沥青价格低位的时候增加储存规模（公司也是唯一具有大规模储存沥青能力的企业），一定程度上对冲原材料价格波动带来的影响。

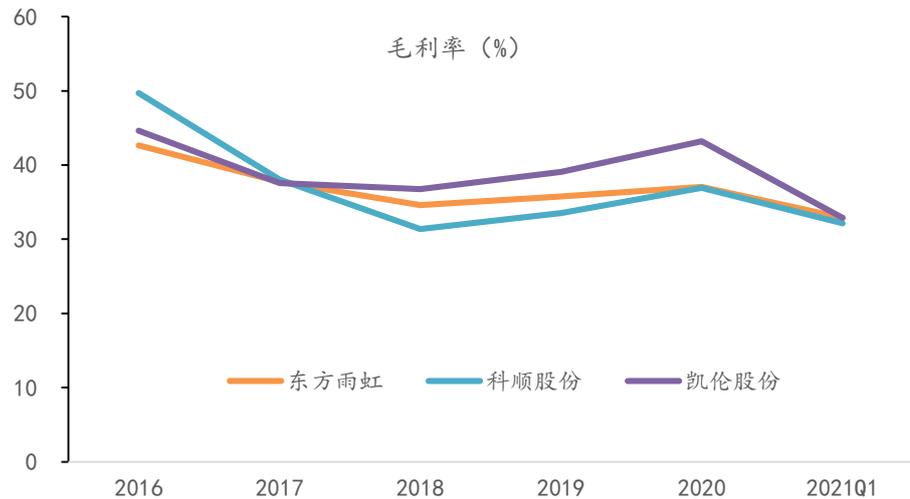
图 29：山东地区沥青市场价格走势



资料来源：Wind，德邦证券研究所

公司毛利率相较于竞争对手更加稳定突出，品牌优势和规模优势体现得淋漓尽致，随着品牌黏性的提升，公司在万科、保利、融创等大客户中有相对同行更大的话语权，公司提价会相对较为顺利，“2021年3月，东方雨虹发布调价通知函，高分子卷材、聚氨酯涂料、沥青涂料产品价格上调10%，水性涂料产品价格上调15%-20%，并于3月15日起重新定价”，其他几家防水行业龙头同日宣布价格调整通知，随着防水行业集中度提升，价格向下游传导更加顺畅。

图 30：东方雨虹与主要竞争对手毛利率对比



资料来源: Wind, 德邦证券研究所

3. 对标国际建材龙头，估值仍有提升空间

我们对标了东方雨虹与国际综合建材服务商西卡与美国领先涂料企业宣伟的发展历程，公司与西卡和宣伟在品类拓展、行业背景以及发展路径及策略上有很多相似之处。我们认为，雨虹率先依托 B 端快速发展建立起规模优势及护城河，然后通过并购加速多品类扩张，综合性建材集团雏形显现，未来随着我国逐步进入存量房市场，C 端市场广阔，公司成立民建集团大力拓展 C 端市场，估值仍有很大提升空间。

西卡于 1910 年在瑞士成立，成立初期公司以防水业务起家，目前已经成为综合建材及化工供应商。我们认为公司发展路径与东方雨虹有两个相似之处。首先，就品类拓展而言，西卡从防水材料起家，之后向防水相关领域比如胶黏剂、混凝土外加剂、水泥、涂料及砂浆等布局，同时也逐步将下游客户从建筑领域客户拓展至工业领域客户，为汽车及船舶工业开发了粘接、密封、隔音降噪和结构加强等解决方案等；而东方雨虹同样以防水卷材及涂料业务为起点，逐步推进品类拓展。其次，西卡近年来加大了并购力度，通过并购迅速进入目标市场及国家，实现扩张，而东方雨虹同样通过并购及绿地投资，进军建筑涂料、砂浆、保温建材等行业，实现品类拓展，同时在全国各地布局产能基地进行扩张。

表 14: 西卡 VS 东方雨虹

	西卡	东方雨虹
品类拓展	以防水材料起家，逐步向胶黏剂、混凝土外加剂、涂料及砂浆布局，下游客户由建筑拓展至工业	同样以防水材料起家，逐步布局民用建材、砂浆、保温板等业务，客户范围先只局限于工程，随后进入地产及民用市场
行业及地域拓展模式	近年来加大并购力度，通过并购直接进入细分市场	同样加大并购力度，例如收购卧牛山进军保温行业，收购 DAW Asia 进军建筑涂料行业，收购迪洛进军硅藻泥行业，收购广州孚达拓展建筑保温市场

资料来源: 公司官网, 德邦证券研究所

宣伟 (Sherwin Williams) 是北美涂料龙头企业，而我们认为宣伟与东方雨虹的成长也有相似之处。首先，宣伟业务主要集中于北美，而北美房地产市场已经进入成熟时期，重涂市场远大于新建市场，而随着中国城镇化率升高，未来中国建筑涂料市场也可能向这种趋势发展。其次，宣伟通过建设大量门面店拓展渠道，

在北美地区形成了良好的品牌效应和渠道优势，宣伟在北美地区直营门店多达4400家左右，远超第二名的PPG（600家）。而东方雨虹是目前我国防水行业仅有的实现全国渠道覆盖的公司，同时也通过地产和工程积累大量客户。最后，宣伟同样通过品类拓展，将下游客户从建筑工程扩展到包括汽车、石油等行业的工业客户，而东方雨虹同样通过品类拓展，实现在民用建材行业的发展，实现泛防水涂装领域的全覆盖。

表 15: 宣伟 VS 东方雨虹

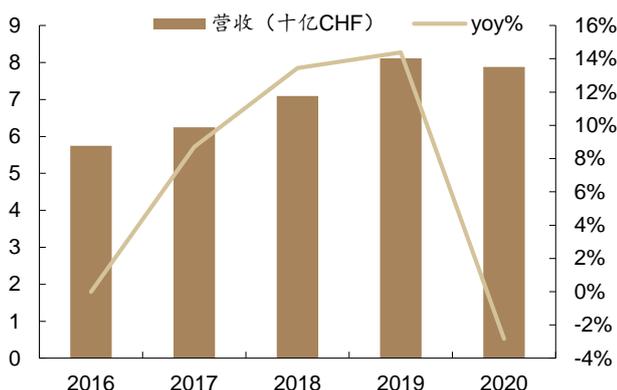
	宣伟	东方雨虹
行业背景	美国房地产进入成熟期，重涂市场远大于新装市场	房地产政策收紧，新开工及竣工可能出现下滑，但建筑存量面积大，渗漏情况严重，维修堵漏及重涂需求大；
渠道拓展	于北美及拉美地区建设大量门面店及专营店，并通过建材超市等渠道进一步拓展	国内仅有的全国覆盖公司，直销、经销商渠道及零售渠道同时发力，同时通过合伙人制度等创新手段进一步拓展市场；
品类拓展	从建筑逐渐拓展到包括汽车、石油、海阳等工业所用涂料	以防水材料起家，逐步布局民用建材、砂浆、保温板等业务，客户范围先只局限于工程，随后进入地产及民用市场

资料来源：公司官网，德邦证券研究所

西卡及宣伟展现出了良好的成长韧性，在各自原有市场进入成熟阶段后收入和利润依旧稳定增长，其中西卡近 50 年内收入年复合增速在 10% 以上，而宣伟在金融危机后收入及利润稳定增长。我们认为，上市十余年以来，公司战略前瞻性及强大的执行力已经过市场验证，通过类似的经营与布局，公司能够复制西卡与宣伟的成功，成为以防水业务为基础，多品类发展的综合建材服务商。

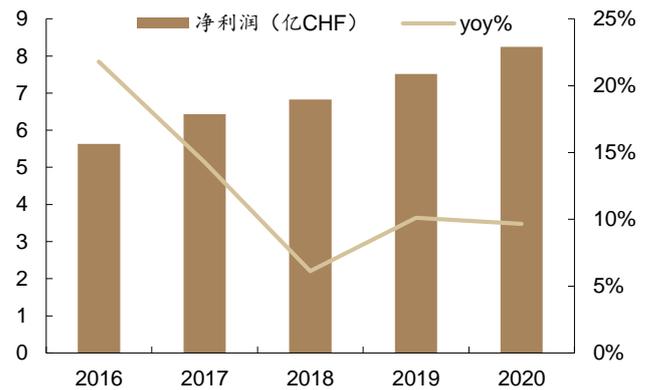
未来随着我国进入存量房市场，C 端的消费特征将凸显，公司组织架构调整后，以及品牌价值不断提升，C 端市场占比有望逐步提升；同时公司依托成熟的渠道优势扩品类的逻辑逐步得到市场认可，对标国际龙头西卡、宣伟的成长轨迹、业绩增长趋势及估值，我们认为公司估值仍有提升空间。

图 31: SIKA 营业收入



资料来源：金融时报,德邦证券研究所

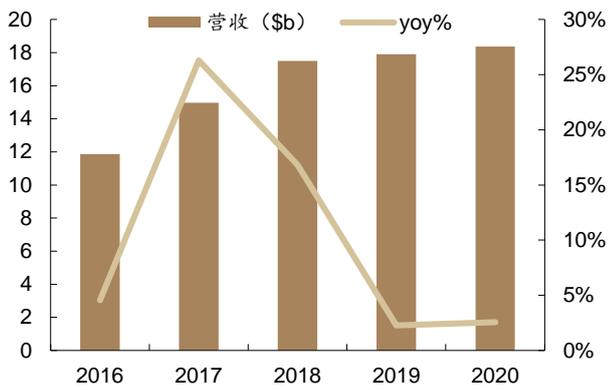
图 32: SIKA 净利润



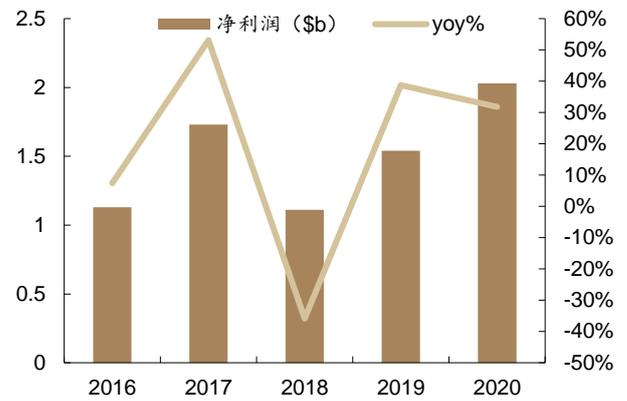
资料来源：金融时报,德邦证券研究所

图 33: SW 营业收入

图 34: SW 净利润

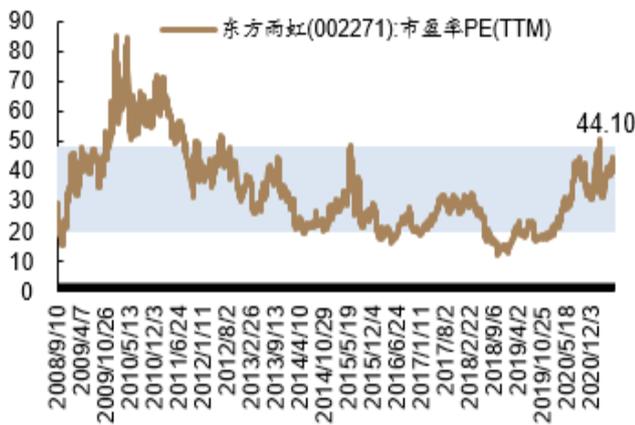


资料来源：金融时报,德邦证券研究所



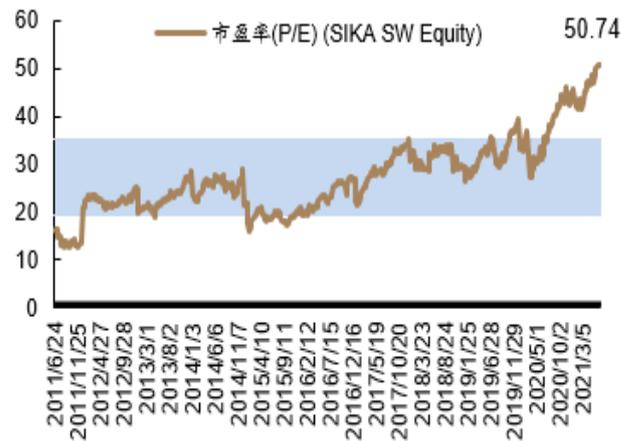
资料来源：金融时报,德邦证券研究所

图 35: 东方雨虹 PE-band



资料来源：Wind,德邦证券研究所

图 36: SW PE-band



资料来源：Bloomberg,德邦证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

我们选取了五家消费建材领域的可比上市公司，通过对比五家公司的平均估值数据，可以发现目前东方雨虹估值低于行业平均水平，作为产品多元化发展的防水龙头公司，估值仍有提升空间。

表 16: 可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
科顺股份	16.8	192.0	11.5	15.0	19.4	16.8	12.8	9.9
北新建材	36.9	623.4	37.8	44.8	50.9	16.5	13.9	12.3
三棵树	169.4	637.4	8.1	11.8	16.3	78.5	53.9	39.1
凯伦股份	22.5	87.7	4.3	6.2	8.7	20.5	14.1	10.1
坚朗五金	202.2	650.0	11.8	16.2	21.7	55.0	40.1	30.0
平均						37.4	27.0	20.3
东方雨虹	53.26	1344.0	43.8	56.5	71.7	30.92	23.97	18.91

资料来源：WIND，德邦证券研究所；备注：收盘价和市值采用 2021 年 7 月 5 日数据，除东方雨虹数据之外，其余皆选用 WIND 一致预测

我们认为，公司已经由单一防水材料供应商向综合性建材服务商转型，平台化优势逐步体现；在公司进行战略及组织架构调整后，整体经营效率进一步提升，依托防水建立起的渠道优势，产品多元化快速扩张，第二成长曲线显现；同时新一轮 80 亿定增融资落地，加速产能扩张，产能基地布局更完善，规模优势更加明显，成本管控能力领先全行业。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 43.8、56.5 和 71.7 亿元，EPS 分别为 1.74、2.24 和 2.84 元，同比增长 29.2%、29% 和 26.8%，对应 PE 估值分别为 30.7、23.8 和 18.8 倍；考虑到公司平台化优势显现以及未来进入存量房时代，C 端业务占比逐步增大，给予公司基于 22 年盈利预测 30-35 倍 PE 的估值，对应目标价区间为 67.2-78.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：公司防水材料盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
防水卷材销量 (百万平方米)	450	500	605	750	938
防水卷材售价 (元/平方米)	22.2	22.5	23.4	22.9	23.1
防水卷材单位毛利 (元/平方米)	8.3	8.8	9.0	9.0	9.1
防水卷材收入 (百万元)	9,980	11,233	14,136	17,178	21,687
增速	36.4%	12.6%	25.8%	21.5%	26.3%
防水涂料销量 (万吨)	105	150	187.5	234.4	288.3
防水涂料售价 (元/吨)	4,643	4,009	4,129	4,047	4,087
防水涂料单位毛利 (元/吨)	1,912	1,651	1,654	1,645	1,686
防水卷材收入 (百万元)	4,875	6,014	7,743	9,485	11,783
增速	22.6%	23.3%	28.8%	22.5%	24.2%

资料来源：Wind，德邦证券研究所

5. 风险提示

- 第一，原材料持续涨价，成本压力加剧
- 第二，地产投资大幅低于预期，需求持续下滑
- 第三，行业竞争加剧，企业扩张进度低于预期
- 第四，环保监管放松，产能退出进度不及预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.34	1.74	2.24	2.84
每股净资产	5.79	10.82	13.06	15.90
每股经营现金流	1.57	1.75	2.11	2.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	28.89	30.67	23.77	18.75
P/B	6.70	4.92	4.08	3.35
P/S	5.76	4.86	3.95	3.15
EV/EBITDA	18.29	21.69	16.94	13.02
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
净利润率	15.6%	15.9%	16.6%	16.8%
净资产收益率	23.2%	16.1%	17.2%	17.9%
资产回报率	12.2%	10.8%	11.6%	12.0%
投资回报率	19.5%	15.0%	15.7%	16.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	19.7%	27.2%	23.1%	25.4%
EBIT 增长率	50.8%	20.1%	25.5%	26.5%
净利润增长率	64.0%	29.3%	29.0%	26.8%
偿债能力指标				
资产负债率	46.7%	32.3%	32.2%	32.4%
流动比率	1.6	2.5	2.5	2.5
速动比率	1.3	2.1	2.1	2.2
现金比率	0.5	1.1	1.2	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	102.5	102.5	102.5	102.5
存货周转天数	32.0	32.0	32.0	32.0
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	4.6	5.0	5.6	6.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	3,389	4,383	5,654	7,167
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
非现金支出	750	678	418	407
非经营收益	26	-99	53	46
营运资金变动	-211	-553	-794	-1,038
经营活动现金流	3,952	4,407	5,328	6,578
资产	-1,520	-1,964	-1,867	-1,810
投资	-263	0	0	0
其他	39	221	17	21
投资活动现金流	-1,744	-1,742	-1,849	-1,789
债权募资	3,549	-2,525	0	0
股本增加	8	176	0	0
其他	-4,375	7,749	-20	-20
融资活动现金流	-818	5,400	-20	-20
现金净流量	1,360	8,065	3,458	4,769

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为7月5日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	21,730	27,648	34,048	42,701
营业成本	13,681	17,716	21,693	27,134
毛利率%	37.0%	35.9%	36.3%	36.5%
营业税金及附加	186	237	291	365
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	1,788	2,275	2,801	3,513
营业费用率%	8.2%	8.2%	8.2%	8.2%
管理费用	1,261	1,604	1,975	2,477
管理费用率%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
研发费用	464	590	726	911
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	4,352	5,227	6,561	8,300
财务费用	380	75	20	20
财务费用率%	1.7%	0.3%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-46	-317	-25	-30
投资收益	208	221	17	21
营业利润	4,204	5,421	6,982	8,835
营业外收支	-48	-47	-50	-47
利润总额	4,155	5,374	6,932	8,788
EBITDA	4,838	5,588	6,954	8,677
所得税	769	994	1,282	1,625
有效所得税率%	18.5%	18.5%	18.5%	18.5%
少数股东损益	-2	-3	-3	-4
归属母公司所有者净利润	3,389	4,383	5,654	7,167

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,016	14,080	17,539	22,308
应收账款及应收票据	7,651	9,735	11,988	15,035
存货	1,199	1,553	1,901	2,378
其它流动资产	4,521	5,261	6,048	7,115
流动资产合计	19,387	30,629	37,477	46,837
长期股权投资	166	166	166	166
固定资产	4,755	5,487	6,099	6,757
在建工程	712	1,192	1,607	1,957
无形资产	1,491	1,835	2,231	2,609
非流动资产合计	8,459	10,015	11,438	12,824
资产总计	27,847	40,644	48,914	59,660
短期借款	2,525	0	0	0
应付票据及应付账款	3,643	4,718	5,777	7,226
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	5,964	7,535	9,096	11,230
流动负债合计	12,132	12,253	14,873	18,456
长期借款	422	422	422	422
其它长期负债	461	461	461	461
非流动负债合计	883	883	883	883
负债总计	13,016	13,136	15,756	19,339
实收资本	2,349	2,525	2,525	2,525
普通股股东权益	14,614	27,294	32,948	40,115
少数股东权益	217	214	210	206
负债和所有者权益合计	27,847	40,644	48,914	59,660

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。