

## 东方雨虹 (002271.SZ) 防水龙头地位稳固, BIPV 贡献新成长

2022年02月15日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2022/2/14
当前股价(元)	49.44
一年最高最低(元)	64.14/36.42
总市值(亿元)	1,245.70
流通市值(亿元)	978.20
总股本(亿股)	25.20
流通股本(亿股)	19.79
近3个月换手率(%)	82.39

### ● 防水龙头地位稳固, BIPV 贡献新成长。首次覆盖, 给予“买入”评级

东方雨虹是我国防水材料领域的龙头, 具备产能规模及品牌声誉的领先优势, 行业集中度的提升铸就强者恒强的龙头壁垒, 公司通过渠道下沉及品类拓展加速扩充市场份额, 业绩增长韧性十足, 有望持续与竞争者拉开差距, 同时 TPO 光伏一体化有望开辟第二增长曲线, 看好公司持续增长潜力。我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 41.9/56.9/72.1 亿元, 同比增长 23.5%/36%/26.5%; EPS 分别为 1.66/2.26/2.86 元, 对应当前股价, PE 为 29.8/21.9/17.3 倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

### ● 防水行业市场空间大, 集中度加速提升

防水行业市场达千亿元以上, 但格局相对分散, 竞争较为激烈。2016 年以来, 防水行业集中度不断提升, 马太效应凸显, 龙头强者恒强。主要驱动因素包括: 行业监管及标准提升; 下游地产企业集中度提升; 原材料价格上涨抬升成本。防水行业提标已步入加速阶段, 落后材料的淘汰将加速行业内中小企业的出清, 进一步提升集中度, 具备高分子材料技术的龙头企业顺势可抢占存量市场份额; 另一方面, 新规范对于防水材料的使用年限、铺设层数、厚度均提升要求, 有助于防水材料需求量的提升, 为行业市场带来增量。

### ● 经营体量与质量并存, 内生竞争力尽显

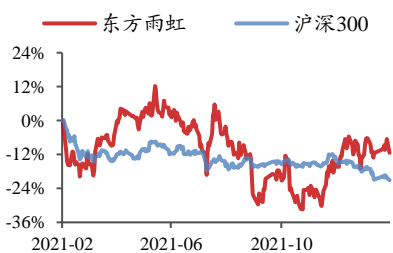
公司防水材料产能在行业内遥遥领先, 具备明显的规模优势, 且产能布局进入加速期, 与各地政府达成合作投资建设生产基地项目, 产能辐射范围持续扩大。经历二十余年发展, 公司积累了充足的优质客户资源, 品牌认知度具备护城河优势。同时公司积极开展经营提质, 推动组织架构重组与渠道改革, 通过一体化公司变革及合伙人制度加速渠道下沉以拓展市场份额。回款方面, 公司持续发力应收账款管控, 收入和盈利质量不断改善, 明显优于行业平均水平, 凸显内生竞争力。

### ● 布局产业延伸, 主业之外仍有增长驱动力

公司积极推动从单一的防水系统综合服务商向建筑建材系统服务商转型, 基于建筑防水主业开展品类拓展, 延伸产品业务包括民用建材、建筑修缮, 以及非织造布、建筑节能材料、特种砂浆、建筑装饰涂料、建筑粉料等, 产品业务体系日趋完善, 平台性渐显, 与主业协同发展, 补足 C 端增长动力。同时, 双碳目标背景下分布式光伏装机布局加速, TPO 光伏一体化迎来风口, 公司凭借 TPO 防水领域的技术产品优势, 积极开展与光伏企业的战略合作, 有望进一步打开市场空间。

● 风险提示: 地产景气度下行; 原材料成本上涨; 行业恶性竞争; 应收账款坏账

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,154	21,730	31,892	40,184	50,231
YOY(%)	29.3	19.7	46.8	26.0	25.0
归母净利润(百万元)	2,066	3,389	4,185	5,694	7,205
YOY(%)	37.0	64.0	23.5	36.0	26.5
毛利率(%)	35.7	37.0	34.0	35.0	35.0
净利率(%)	11.4	15.6	13.1	14.2	14.3
ROE(%)	20.8	22.8	22.9	23.7	23.1
EPS(摊薄/元)	0.82	1.34	1.66	2.26	2.86
P/E(倍)	60.3	36.8	29.8	21.9	17.3
P/B(倍)	13.4	8.5	6.9	5.2	4.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 防水建材龙头，多元化布局产品矩阵 .....	4
1.1、 防水建材龙头，建材细分赛道的“隐形冠军” .....	4
1.2、 立足防水业务，系统性布局建材服务体系 .....	5
1.3、 业绩保持强劲增长势头，2021 年仍逆势高增 .....	6
1.4、 股权激励彰显信心，2021 年业绩增速达标 .....	7
2、 防水行业：市场空间大，集中度加速提升 .....	7
2.1、 建筑防水必不可少，行业市场空间大 .....	7
2.2、 行业集中度提升，龙头强者恒强 .....	9
2.3、 政策释放稳地产信号，建筑翻新成为市场增量重点 .....	11
2.4、 防水提标加速，助力龙头构建护城河 .....	12
3、 经营体量与质量并存，内生竞争力尽显 .....	13
3.1、 生产规模领先行业，产能进入加速扩张期 .....	13
3.2、 品牌护城河优势凸显 .....	15
3.3、 组织架构优化，渠道深化改革 .....	16
3.4、 应收账款管控发力，经营质量不断改善 .....	18
4、 布局产业延伸，主业之外仍有增长驱动力 .....	19
4.1、 多元化品牌布局，定位综合建材服务平台 .....	19
4.2、 光伏防水迎来风口，公司有望打开市场空间 .....	20
5、 盈利预测及投资建议 .....	23
6、 风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

图 1： 公司控股股东及实控人为公司创始人李卫国先生 .....	4
图 2： 公司以防水业务为核心多元化布局建筑建材产品体系 .....	5
图 3： 防水建材销售收入占公司营收规模约 80% .....	6
图 4： 防水建材新销售毛利占公司总毛利 85%以上 .....	6
图 5： 公司营收规模预计保持增长趋势 .....	6
图 6： 公司归母净利润预计保持增长趋势 .....	6
图 7： 防水产业上游为石化产业，下游为建筑工程 .....	8
图 8： 规模以上防水企业数量较多 .....	8
图 9： 2020 年规模以上防水企业收入规模以达千亿以上 .....	8
图 10： 2020 年规模以上防水企业总收入中，东方雨虹占比约 20% .....	9
图 11： 2020 年监管部门制定房企融资“三道红线” .....	10
图 12： 近年来房地产行业收入 CR10 持续提升 .....	10
图 13： 2021 年沥青价格经历大幅上涨 .....	10
图 14： 2021 年聚醚价格高位运行 .....	10
图 15： 近年来我国房屋新开工面积增速放缓并出现同比下滑 .....	11
图 16： 地方房地产调控政策调性变化：2022 年 1 月宽松性政策数量连续第二个月超过紧缩性政策，地方房地产政策环境持续改善 .....	11
图 17： 近十年来每年房屋竣工面积均在 9 亿平方米以上 .....	12
图 18： 2021 年城镇改造老旧小区数量明显增加 .....	12

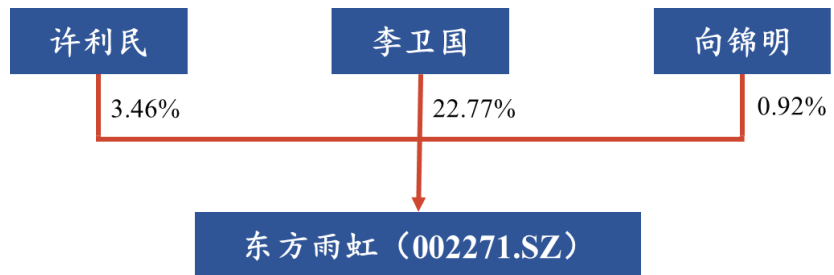
图 19: 公司 30 余家生产基地在全国范围内广泛分布 .....	13
图 20: 近年来公司防水材料销量快速增长 .....	14
图 21: 公司承包多个国家大型知名建筑项目的防水工程.....	15
图 22: 公司与众多国内头部房地产企业达成战略合作.....	16
图 23: 公司品牌连续多年在中国 500 强房企首选品牌榜单中首选率位列第一 .....	16
图 24: 公司组织架构调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰、投资控股、制造中心、职能中心等六大中心 .....	17
图 25: 东方雨虹销售人员数量远高于可比公司 .....	18
图 26: 东方雨虹销售人员人均创收远高于可比公司 .....	18
图 27: 2018 年后公司收现比与净现比提升 .....	19
图 28: 2019 年后公司应收账款周转天数降至 100 天内.....	19
图 29: 2021 年新增户用光伏装机量同比大增 114% .....	21
图 30: 公司 TPO 单层屋面系统采用单层 TPO 防水卷材外露使用.....	21
图 31: 公司推出的 BIPV 屋面系统以 TPO 单层屋面为基础.....	22
表 1: 经历二十余年发展, 公司逐步成长为防水行业龙头.....	4
表 2: 公司股权激励考核目标对业绩增速及应收账款增速提出要求.....	7
表 3: 防水材料新规对防水卷材防水层最小厚度提出要求.....	12
表 4: 防水材料新规对防水涂料防水层最小厚度提出要求.....	13
表 5: 2020 年公司通过定增投资建设项目 12 个 .....	14
表 6: 公司推行合伙人制度, 先后与工程渠道代理商共同出资设立子公司 .....	18
表 7: 公司在建筑防水主业之外持续开展多元化业务拓展布局.....	19
表 8: 2021 年中国房地产 TOP500 首选供应服务商品品牌榜单: 东方雨虹旗下多个品牌入榜.....	20
表 9: 公司于 2021 年与多家光伏及建材领域企业签订战略合作协议, 旨在光伏屋面一体化领域达成深度合作 .....	22
表 10: 公司盈利预测关键假设 .....	23
表 11: 可比公司盈利预测及估值 .....	24

## 1、防水建材龙头，多元化布局产品矩阵

### 1.1、防水建材龙头，建材细分赛道的“隐形冠军”

北京东方雨虹防水技术股份有限公司（以下简称“东方雨虹”或“公司”）成立于1995年，经历二十余年的发展已成为基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑等建筑建材系统服务商，是国内防水材料行业的龙头。公司于2008年在深圳证券交易所挂牌上市。控股股东及实控人为公司创始人李卫国先生，截至2021年6月持股比例为22.77%。

图1：公司控股股东及实控人为公司创始人李卫国先生



资料来源：公司公告、开源证券研究所

表1：经历二十余年发展，公司逐步成长为防水行业龙头

年份	重大事件
1995	• 东方雨虹前身为长沙长虹防水工程有限公司成立
1996	• 投资200万元无偿修缮毛主席纪念堂防水项目
1998	• 成立北京东方雨虹防水技术有限责任公司
1999	• 东方雨虹防水体系成为中国面粮库建设标准体系
2003	• 从美国阿迪引进生产线建成投产
2005-2006	• 相继中标首都机场、水立方、鸟巢、中央电视台新址、奥运村、顺义水上项目等防水项目
2007	• 上海研发生产基地开工剪彩
2008	• 深交所上市 • 中标京广高铁、京沪高铁等基建项目
2010	• 受让昆明风行100%股权 • 定向增发募集4.7亿元
2011	• 完成对徐州卧牛山新型防水材料公司收购 • 成立山东天鼎丰，建设非织造布生产研发基地
2012	• 短期融资券募集1.5亿元 • 成立“虹哥汇”
2014	• 快速发展地产市场并进行品类及零售渠道拓展 • 成立上海越大节能科技有限公司 • 定向增发募集资金12.7亿元
2015	• 投资5000万元，成立华砂砂浆，进军砂浆领域 • 收购并增资长沙迪洛补充硅藻泥业务，丰富砂浆系列产品 • 投资1亿元设立全资子公司东方雨虹民建公司 • 收购全资孙公司江苏卧牛山进军建筑节能保温市场

年份	重大事件
2016	<ul style="list-style-type: none"> <li>防水行业呈现快速集中趋势，加强与头部地产商合作</li> <li>推出合伙人机制，进一步确立了在小B端的渠道优势</li> <li>颁布《东方雨虹基本法》</li> <li>收购 DAW Asia 90%股权进军建筑涂料领域</li> </ul>
2017	<ul style="list-style-type: none"> <li>收购广州孚达 65%股权进一步拓展建筑保温领域</li> <li>发行可转债募集资金 18.4 亿元</li> <li>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</li> <li>投资 1 亿元设立庐山华砂砂浆扩大特种砂浆的业务规模</li> </ul>
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>江苏卧牛山出资 6500 万，设立燭和新材料公司，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</li> <li>增资虹运基辅材 5000 万元，更好的开展供应链管理业务</li> <li>出资 5000 万成立建设工程公司，提升在建筑修缮工程施工领域竞争力</li> <li>组织架构调整“职能”划分，原有“1+6”调整为工建集团、民建集团、天鼎丰控股、投资控股、制造中心和职能中心；工建集团划分为北方、华东、华南三大区</li> <li>2018Q4 将应收账款占比与应收账款回收率纳入考核</li> <li>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</li> </ul>
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>工建集团完成省区一体化经营组织变革，以三大片区下辖的各省级一体化公司为载体全面落实一体化经营</li> </ul>
2021	<ul style="list-style-type: none"> <li>非公开发行 1.76 亿股，募集资金 80 亿元</li> </ul>

资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

## 1.2、立足防水业务，系统性布局建材服务体系

公司以主营防水业务为核心延伸上下游及相关产业链，形成建筑防水、民用建材、非织造布、建筑涂料、建筑修缮、节能保温、砂浆粉料、特种薄膜等业务板块合力的建筑建材系统服务体系。

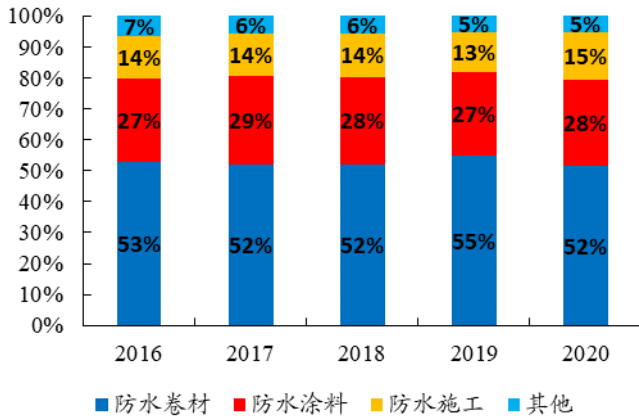
图2：公司以防水业务为核心多元化布局建筑建材产品体系



资料来源：公司官网、开源证券研究所

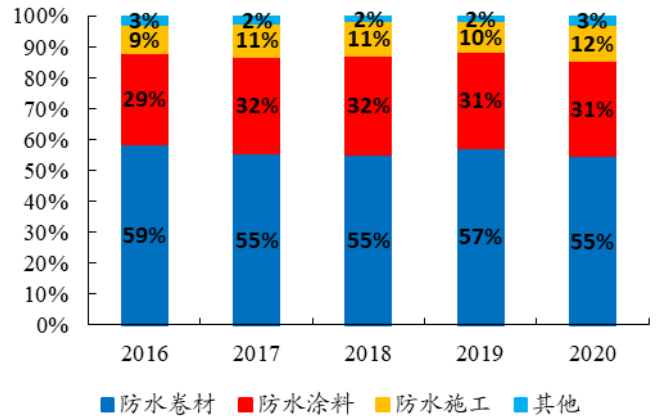
从营收及毛利结构来看，防水建材销售仍是公司的支柱板块。2020年防水建材收入占比约80%(防水卷材52%，防水涂料28%)，毛利占比为86%(防水卷材55%，防水涂料31%)。除此之外，防水施工服务分别贡献15%营收及12%毛利。

图3: 防水建材销售收入占公司营收规模约80%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图4: 防水建材新销售毛利占公司总毛利85%以上



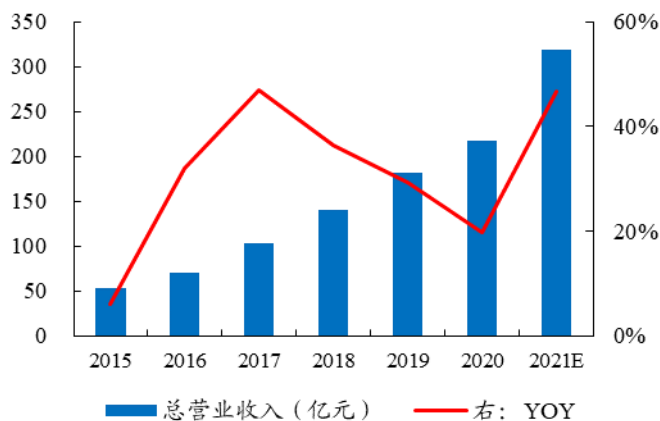
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 1.3、业绩保持强劲增长势头，2021年仍逆势高增

上市至今收入CAGR高达34%。公司作为防水龙头，借助基建及地产带动防水建材行业快速发展的势头，不断扩大市场占有率，同时对内优化经营结构，扩充产品矩阵，实现收入规模及业绩的持续性增长。以2008年上市首年为基准来看，公司收入规模GAGR高达34%，归母净利润CAGR高达42%。

**2021年行业整体承压仍逆势高增。**2021年内公司面临多项经营挑战：新开工下滑，地产企业发生信用风险，地产行业需求下行；建材原材料价格大幅上涨，行业整体成本端承压等。在此背景下，公司仍在2021年实现了收入与业绩的逆势高增。根据最新业绩预告，2021年预计实现总营业收入319亿元，同比增长46.8%；归母净利润41.9亿元，同比增长23.5%。其中收入增速更是在2017年后增速放缓趋势下实现大幅反弹，公司作为行业龙头的强劲增长动力和业绩韧性可见一斑。

图5: 公司营收规模预计保持增长趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 公司归母净利润预计保持增长趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.4、股权激励彰显信心，2021 年业绩增速达标

2021 年 3 月公司发布股票期权激励计划，拟授予激励对象 4160 人共 5200 万份股票期权，占总股本的 2.22%，行权价格为 48.999 元/股。行权期设置为四个阶段，分别可在授予日起 12-24/24-36/36-48/48-60 个月内各行权 25%。四个行权期对应的业绩考核目标分别为：2021/2022/2023/2024 年扣非后归母净利润较 2020 年增速不低于 25%/56%/95%/144%，2021/2022/2023/2024 年应收账款增长率不高于营业收入增长率。与此前公司发布的前三期股权激励计划相比，本次股权激励对象人数更多，覆盖范围更加广泛，凸显了公司中长期增长的信心，也为公司上下高管及员工注入动力。同时考核目标明确应收账款增速要低于收入增速，体现出公司在保障利润增长的同时对现金流回款及盈利质量的重视。

具体来看，由于 2020 年公司扣非后归母净利润为 30.9 亿元，因此，四个年度对应扣非净目标为 38.6/48.2/60.3/75.4 亿元。根据公司业绩预告，2021 年预计实现扣非后归母净利润 38.9 亿元，较 2020 年增长 25.7%，完成业绩增速考核目标。

另外仍需关注 2021 年应收账款规模同比增速是否低于收入增速 46.8%（对应收账款目标上限为 112 亿元）。2021Q3 公司应收账款为 129.5 亿元，较 2020 年末增长 69.3%。为对应收账款规模高增的问题，2021Q4 公司有意控制发货节奏，着重优化收入质量，及时回收应收账款。因此，我们预计 2021 年末公司应收账款规模较 Q3 或将有较大幅度下降，基本可实现股权激励的应收账款增速考核目标。

**表2: 公司股权激励考核目标对业绩增速及应收账款增速提出要求**

行权期	行权时间（授予日起）	行权比例	业绩考核目标	净利目标绝对值（亿元）
第一个行权期	12-24 个月	25%	2021 年公司净利润增长率不低于 25%； 2021 年应收账款增长率不高于营业收入增长率	38.6
第二个行权期	24-36 个月	25%	2022 年公司净利润增长率不低于 56%； 2022 年应收账款增长率不高于营业收入增长率	48.2
第三个行权期	36-48 个月	25%	2023 年公司净利润增长率不低于 95%； 2023 年应收账款增长率不高于营业收入增长率	60.3
第四个行权期	48-60 个月	25%	2024 年公司净利润增长率不低于 144%； 2024 年应收账款增长率不高于营业收入增长率	75.4

资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：表中净利润指扣非后归母净利润

## 2、防水行业：市场空间大，集中度加速提升

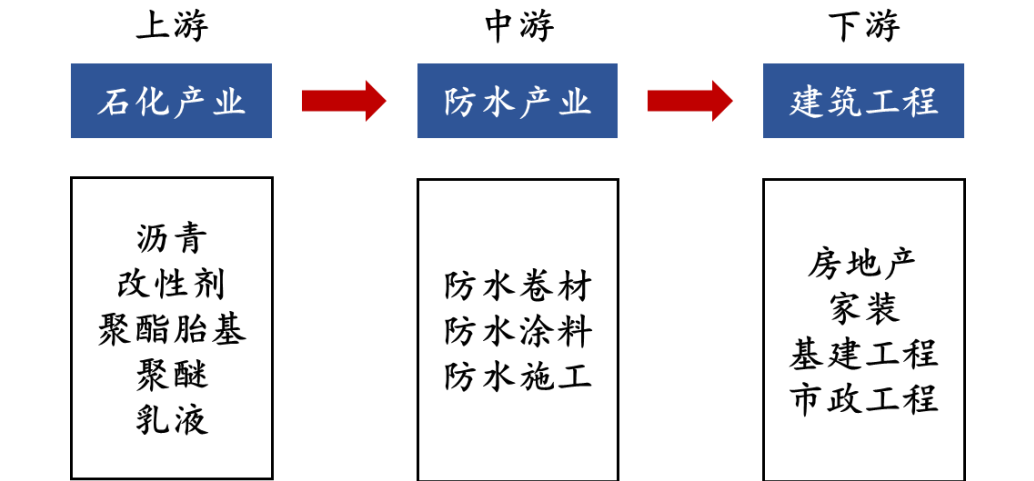
### 2.1、建筑防水必不可少，行业市场空间大

**建筑防水工程是建筑工程中的必要环节。**建筑物渗漏问题会引起建筑物寿命缩短，是建筑物较为突出的质量通病。此前我国建筑渗漏问题形势较为严峻，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 年我国建筑屋面渗漏率高达 95.33%，地下建筑渗漏率达 57.51%。因此，建筑防水在整个建筑工程当中十分具有必要性。

建筑防水材料主要包括两大类：防水卷材和防水涂料。主要作用是在建筑物表面构筑防水层，以达到防水和增强抗渗漏的目的，因此下游应用领域广泛，包括房屋建

筑、道路桥隧、城市轨交、地下管廊和水利设施等。而上游原材料主要是沥青、膜类、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚等石化产品，因此与石油化工产业息息相关。

图7：防水产业上游为石化产业，下游为建筑工程



资料来源：开源证券研究所

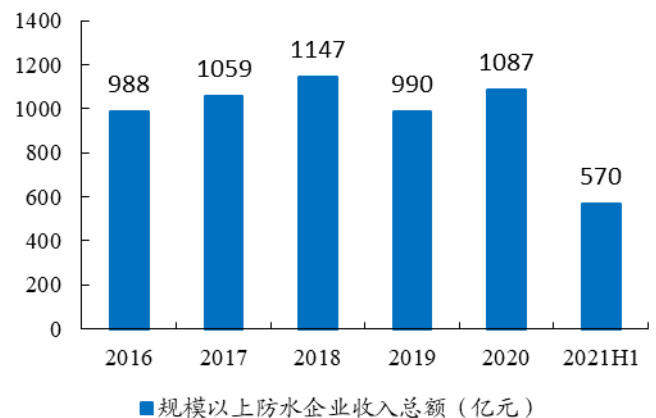
防水行业市场达千亿以上，但格局相对分散，竞争较为激烈。近年来，防水行业市场容量持续扩大，总市场空间已达千亿以上。根据中国建筑防水协会数据，截至2020年末，规模以上（主营业务收入在2000万元以上）防水企业数量共有723家，这些企业实现营业收入合计达1087亿元，在疫情冲击下仍实现同比增长4.6%。从市场格局来看，防水行业相对较为分散，集中度较低。根据协会数据，2017年全国防水材料生产企业共有约2000家，其中获生产许可证企业1226家，而同年规模以上防水企业仅有599家，数量占比仅约30%。由于防水行业属于市场空间足够大、参与者众多且差异性较小的细分赛道，进入壁垒比较低，中小企业进入比较容易，因此行业内竞争程度相对激烈，呈现“大行业、小企业”的特点。

图8：规模以上防水企业数量较多



数据来源：中国建筑防水协会、开源证券研究所

图9：2020年规模以上防水企业收入规模以达千亿以上



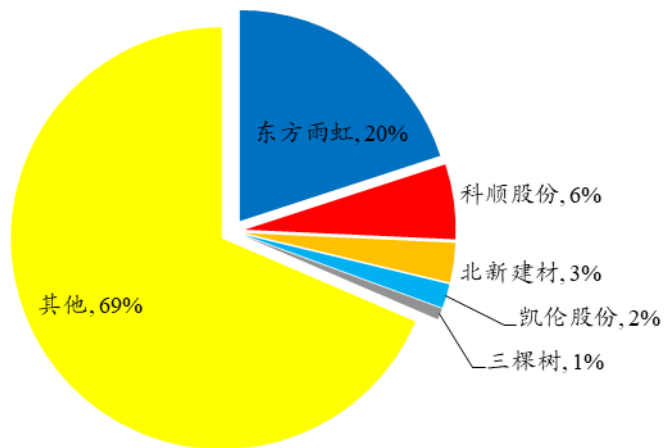
数据来源：中国建筑防水协会、开源证券研究所



具体来看，防水行业呈“一超多强”格局。行业龙头为东方雨虹（002271.SZ），同时第二梯队包括科顺股份（300737.SZ）、凯伦股份（002783.SZ）、北新建材（000786.SZ）、三棵树（603737.SH）、卓宝科技、雨中情等防水企业。2020年来看，东方雨虹作为龙头，其收入规模占规模以上防水企业总收入的20%，科顺股份、北新建材、凯伦股份、三棵树占比合计约11%，其余规模以上防水企业占比达69%。

**图10：2020年规模以上防水企业总收入中，东方雨虹占比约20%**

**2020年规模以上防水企业收入结构**



数据来源：中国建筑防水协会、各公司公告、开源证券研究所

注：北新建材、三棵树仅统计防水材料业务营收

## 2.2、行业集中度提升，龙头强者恒强

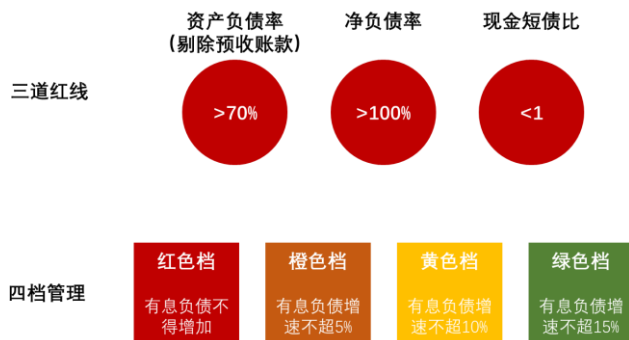
2016年以来，防水行业集中度不断提升，马太效应凸显，龙头强者恒强。主要驱动因素包括：行业监管及标准提升；下游地产企业集中度提升；原材料价格上涨抬升成本。

**环保监管愈发严格，落后产能逐步出清。**防水材料生产由于大量使用沥青等高污染材料且伴有沥青烟、工业粉尘等污染物排放，处理不当将会带来严重的环境影响。而由于此前行业准入门槛较低，多数中小企业进入行业后并未及时升级工艺设备，环保标准较低。近年来，政策端对于环保重视程度大幅提升，相关部门及各地方政府陆续发布监管文件整治防水材料污染问题，并升级环保标准。监管趋严背景下，行业内产能落后、环保不达标的中小企业逐步出清。而龙头企业借助雄厚的资金优势，率先完成环保升级，产品布局全面，在供给侧改革进程中持续受益。

**下游地产集中度提升，带动防水行业龙头份额提升。**在政策坚持房地产行业“房住不炒”的总基调下，传统的高杠杆举债的发展模式不再适用，中小房地产企业融资面临较大瓶颈，资金周转压力增大，面临破产出清风险。2020年内住建部及央行明确了重点房地产企业资金检测及融资管理规则，制定“三道红线”及“四档管理”，加剧了地产行业中小企业的出清。同时，行业内收并购加速，2021年内大型头部房企包括龙湖集团、碧桂园、万科、世茂等均在年内完成多起收并购事件。龙头房企市

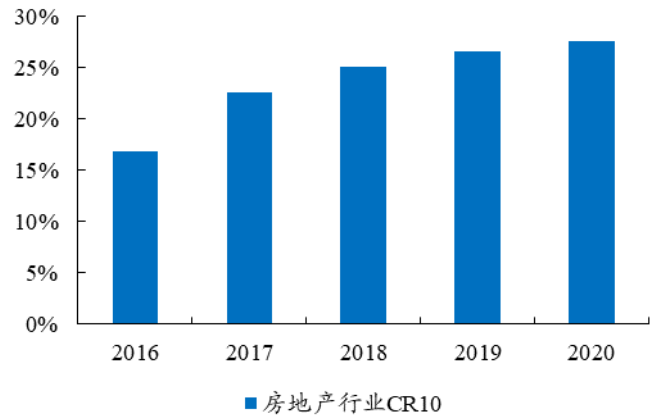
场份额进一步提升。根据中指研究院数据，2021年上半年TOP100房企权益销售额共计5万亿元，市场份额为56.6%，同比提升2.1pct。2020年房地产行业销售入口径的CR10为27.5%，同比提升1.1pct，较2016年提升10.7pct。而由于龙头房企普遍与上游建材行业龙头供应商之间存在较为稳定的合作关系，房地产行业龙头市场份额的提升直接带动上游防水建材行业提升集中度。

图11: 2020年监管部门制定房企融资“三道红线”



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

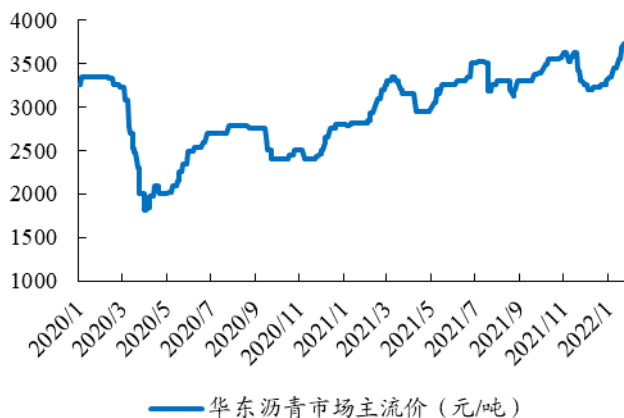
图12: 近年来房地产行业收入CR10持续提升



数据来源：中指研究院、开源证券研究所

**2021年原材料价格上涨，成本压力驱动防水行业洗牌。**2021年以来，伴随原油及煤炭等上游原材料价格上涨，各类大宗商品价格纷纷走高。防水材料主要原材料沥青、聚醚、改性剂等均经历大幅涨价并高位运行，防水企业生产成本随之提升。行业内中小厂商由于成本管控能力较弱，同时议价能力不足以向下游传导成本压力，因此利润空间受到压缩。综合而言，原材料价格上涨加速了行业洗牌，第一梯队龙头企业优势进一步凸显。

图13: 2021年沥青价格经历大幅上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14: 2021年聚醚价格高位运行

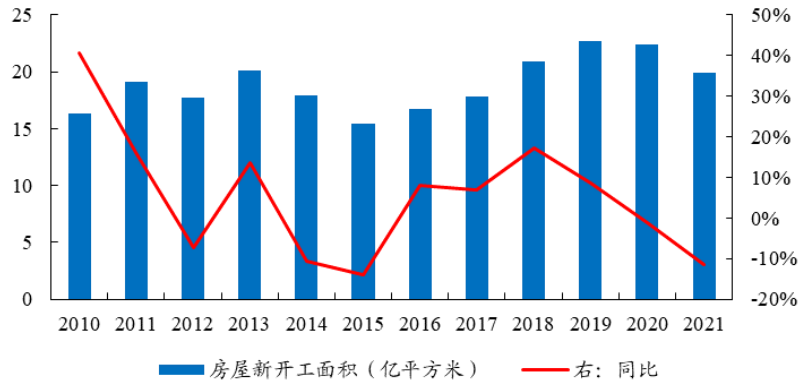


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 2.3、政策释放稳地产信号，建筑翻新成为市场增量重点

防水行业对地产周期的依赖程度较大，2015-2019年期间，伴随我国地产投资增速回升，房屋新开工面积快速增长，防水行业随之迎来快速发展阶段。2019年之后，由于地产行业调控政策趋严，宏观经济承压，我国房屋新开工面积增速大幅放缓，并于2020、2021年连续两年同比下滑。2021年房屋新开工面积19.9亿平方米，同比下滑11.4%，降速同比扩大10.2个百分点。地产周期下行对防水材料市场的进一步扩张带来了一定压力。

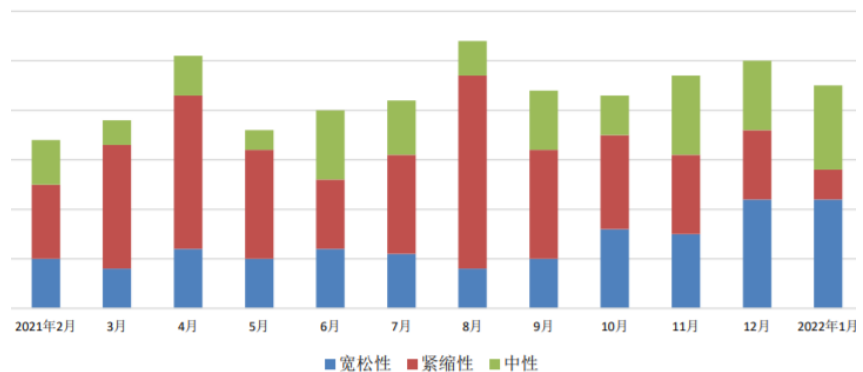
图15：近年来我国房屋新开工面积增速放缓并出现同比下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

**政策释放稳地产信号，地产企稳预期增强。**2021年12月召开的中央经济工作会议强调了房地产对于国民经济的重要性，在2022年经济工作稳字当头的目标之下，稳定的房地产市场更是重中之重。会议同时释放两个重要的信息，在“房住不炒”的大原则下，一方面引导市场负面预期回归稳定，房地产金融政策或将围绕“满足合理住房需求”边际宽松；另一方面持续推进市场的制度性建设，如租住结构的优化（长租房市场）、住房供应体系的完善（保障性住房建设）等。根据中房网统计，2022年1月全国共发布房地产调控政策达66次，同比增长57%，调控主要围绕放松公积金贷款限制、加大保障性租赁住房供应力度、加强商品房预售管理、下调LPR、细化老旧小区改造工作等方面。我们认为，考虑到房地产稳定对于经济稳增长起到重要作用，同时地产调控力度边际缓和，政策有意对市场预期纠偏，并引导房地产投资与供应进入良性循环和健康发展的轨道上，后期房地产行业有望企稳。

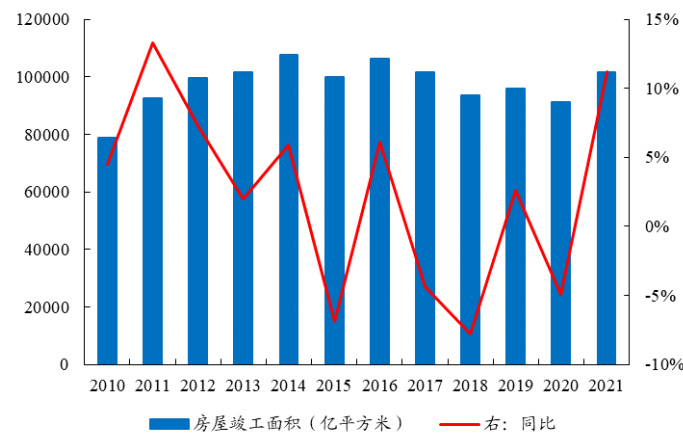
图16：地方房地产调控政策调性变化：2022年1月宽松性政策数量连续第二个月超过紧缩性政策，地方房地产政策环境持续改善



资料来源：中房网

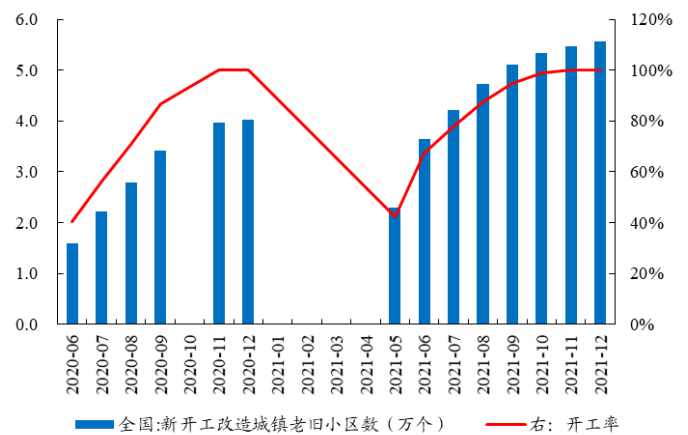
**建筑翻新成为防水行业主要市场增量。**近十年来，我国每年房屋竣工面积均保持在9亿平方米以上，累计竣工面积达100亿平方米，构成了庞大的存量建筑面积。其中，待改造翻新的老旧小区基数较大，且由于建筑年份较早，开工时期的防水工程相对并不完善，存在大量建筑防水升级的刚性需求。近年来，政策端对于城市建筑翻新修缮的重视程度逐渐提升。2018年住建部发布《关于进一步做好城市既有建筑保留利用和更新改造工作的通知》，明确提出要高度重视城市既有建筑保留利用和更新改造，拉开旧改大幕。2020年7月，国务院印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求力争在“十四五”期末基本完成2000年底前建成需改造城镇老旧小区改造任务。各地加快推进城镇老旧小区改造，多个地方政府于2021年发布旧改规划。根据住建部数据，2021年全国范围内新开工改造的城镇老旧小区数达5.55万个，同比增长37.9%。

图17: 近十年来每年房屋竣工面积均在9亿平方米以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 2021年城镇改造老旧小区数量明显增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2.4、防水提标加速，助力龙头构建护城河

2019年9月住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范》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，对不同使用环境下的防水工程提出了基本设防措施、防水层最小厚度及材料基本性能要求。目前建筑防水协会正在积极推动住建部新防水规范落地。成都市率先于2021年5月发布关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知，禁用热熔型SBS防水卷材、溶剂型建筑防水涂料等低端防水卷材，且将防水质保期由5年提升至10年以上。整体来看，防水行业提标已步入加速阶段，住建部新规落地在即。一方面，落后材料的淘汰将加速行业内中小企业的出清，进一步提升集中度，具备高分子材料技术的龙头企业顺势可抢占存量市场份额；另一方面，新规范对于防水材料的使用年限、铺设层数、厚度均提升要求，有助于防水材料需求量的提升，为行业市场带来增量。

表3: 防水材料新规对防水卷材防水层最小厚度提出要求

防水卷材		卷材防水层最小厚度 (mm)
聚合物改性沥青	热熔法施工聚合物改性防水卷材	3.0
青类防水卷材	热沥青粘附和胶粘法施工聚合物改性防水卷材	3.0

自粘聚合物改性 (含湿铺防水卷材)	聚酯胎类	3.0
	预铺防水卷材聚酯胎类	4.0
	无胎类及高分子膜基	1.5
合成高分子类 防水卷材	均质型、带纤维背衬型、织物内增强型	1.2
	双面复合型	主体片材芯材 0.5
	预铺反粘防水卷材	塑料类
橡胶类		1.5
	塑料防水板	1.2

资料来源：住建部、开源证券研究所

**表4：防水材料新规对防水涂料防水层最小厚度提出要求**

防水涂料品种	涂料防水层最小厚度 (mm)
反应型高分子类防水涂料	1.5
聚合物乳液类防水涂料	1.5
聚合物改性沥青类防水涂料	1.5
热熔施工橡胶沥青类防水涂料	2.0
丙烯盐酸喷膜防水材料	3.0

资料来源：住建部、开源证券研究所

### 3、经营体量与质量并存，内生竞争力尽显

#### 3.1、生产规模领先行业，产能进入加速扩张期

根据公司官网信息，截至 2021 年末，公司在全国范围内拥有 36 多个生产研发物流基地，80 余条先进生产线。各生产线年设计产能：防水卷材 6 亿多平米，防水涂料约 150 万吨，砂浆类产品约 300 万吨，保温材料 420 多万立方米，建筑涂料近 50 万吨，非织造布约 25 万吨（其中包含已设计未投产产能）。防水材料产能在防水行业内遥遥领先，具备明显的规模优势。同时，36 家生产基地遍布全国各主要省份，考虑到防水材料生产端到销售市场的辐射半径为 300 公里左右，公司庞大的生产基地布局可有效覆盖到全国各主要消费市场。

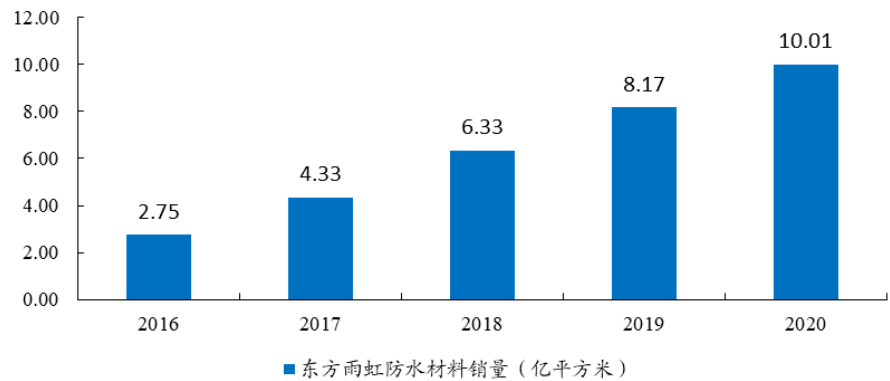
**图19：公司 30 余家生产基地在全国范围内广泛分布**



资料来源：公司官网

根据公司公告，公司近年来防水材料销量保持快速增长趋势，2020 年共销售防水材料 10 亿平方米，同比增长 23%，较 2016 年复合增速达 38%。

**图 20: 近年来公司防水材料销量快速增长**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**产能进入加速扩张期。**2020 年以来，公司在全国范围内的产能布局明显加速。2020 年 10 月，公司发布定增公告，拟通过非公开发行方式，募集资金 80 亿元，主要用于 12 个生产基地建设及研发总部投入，汇总来看，筹建的生产基地遍布了华北、华东、华南、西南、东北等多个区域，合计投资额 71.5 亿元。根据公司可行性研究统计，12 个项目全部投产和可贡献收入 230 亿元。除此之外，2020-2021 年内，公司先后发布数十个对外投资公告及投资协议签订公告，与各地政府达成合作并于当地投资建设生产基地项目，产能扩张明显加速。各项目建设周期为 1-3 年不等，因此我们预计 2022-2024 年公司防水材料产能将迎来快速增长，龙头地位进一步巩固。

**表 5: 2020 年公司通过定增投资建设 12 个项目**

序号	项目	地区	产能	投资额 (亿元)	预计收入 (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	杭州	4,000 万平方米 HDPE 卷材	1.1	9.8
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	青岛	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料	1.2	66.8
3	年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	芜湖	2 万吨新型节能保温密封材料	1.9	3.4
4	广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	广州	5,400 万平方米改性沥青防水卷材、6,000 万平方米高分子防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、10 万吨聚氨酯防水涂料、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	13.7	50.2
5	保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	保定	4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	3.7	14.2
6	东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	洋浦	2,700 万平方米改性沥青防水卷材	3.9	11.6

序号	项目	地区	产能	投资额 (亿元)	预计收入 (亿元)
			材、4万吨水性涂料、4万吨沥青涂料、10万吨聚羧酸减水剂		
7	重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	重庆	2,700万平方米改性沥青防水卷材、4万吨水性涂料、25万吨砂浆、4万吨沥青涂料、12万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6万吨真石漆、1万吨质感墙面涂料、1万吨多彩仿石墙面涂料	5.5	22.0
8	南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	南通	5,400万平方米改性沥青防水卷材、25万吨砂浆	3.2	13.2
9	吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	长春	4万吨水性涂料、25万吨砂浆	1.8	5.2
10	年产13.5万吨功能薄膜项目	启东	13.5万吨功能薄膜	11.4	15.8
11	东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	北京	东方雨虹新材料装备研发总部基地	8.0	0.0
12	年产15万吨非织造布项目	常德	13万吨聚酯胎基布产品、2万吨玻纤纱聚酯胎基布产品	16.0	17.8
	合计			71.5	230.0

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2、品牌护城河优势凸显

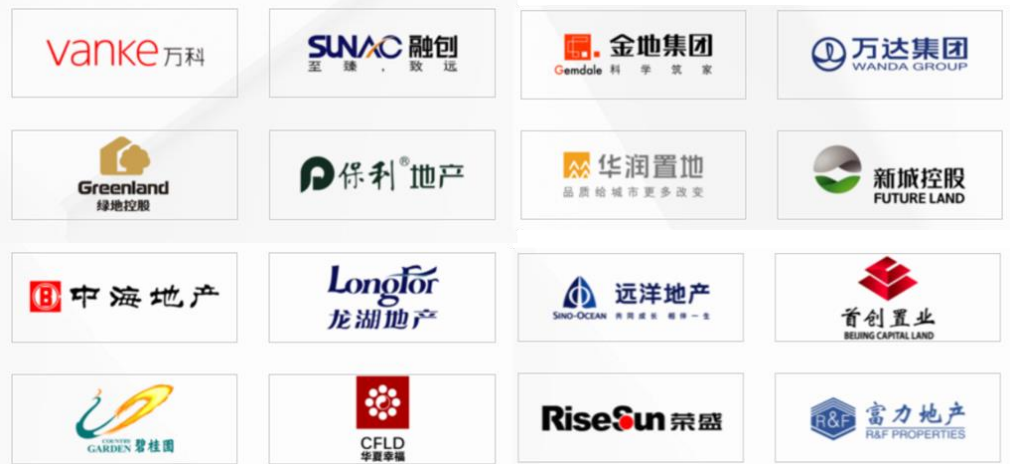
公司成立二十多年以来，始终坚持提供高品质的产品及服务，在行业内享有高知名度。公司曾承包多个国家大型知名建筑项目的防水工程，其中包括：北京奥运会建筑集群（鸟巢、水立方、奥运村等）、世博会中国馆、央视总部大楼、上海中心大厦、港珠澳大桥、京沪高铁等，涉及到文体、商业、市政、工业、交通及居住等多个建筑领域。同时，公司与万科、碧桂园、保利、融创、万达等众多知名房地产企业达成深度战略合作关系，在业内积累了相当的品牌认知度。根据中国房地产协会数据，公司连续多年在中国500强房企首选品牌榜单中首选率位列第一。因此公司作为防水龙头企业，具备品牌护城河。

图21：公司承包多个国家大型知名建筑项目的防水工程



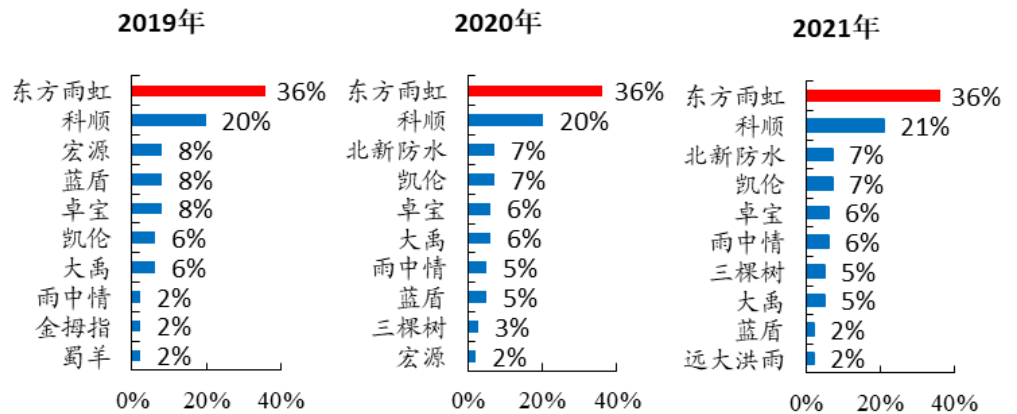
资料来源：公司官网、开源证券研究所

图22: 公司与众多国内头部房地产企业达成战略合作



资料来源: 公司官网

图23: 公司品牌连续多年在中国 500 强房企首选品牌榜单中首选率位列第一



数据来源: 中国房地产协会、开源证券研究所

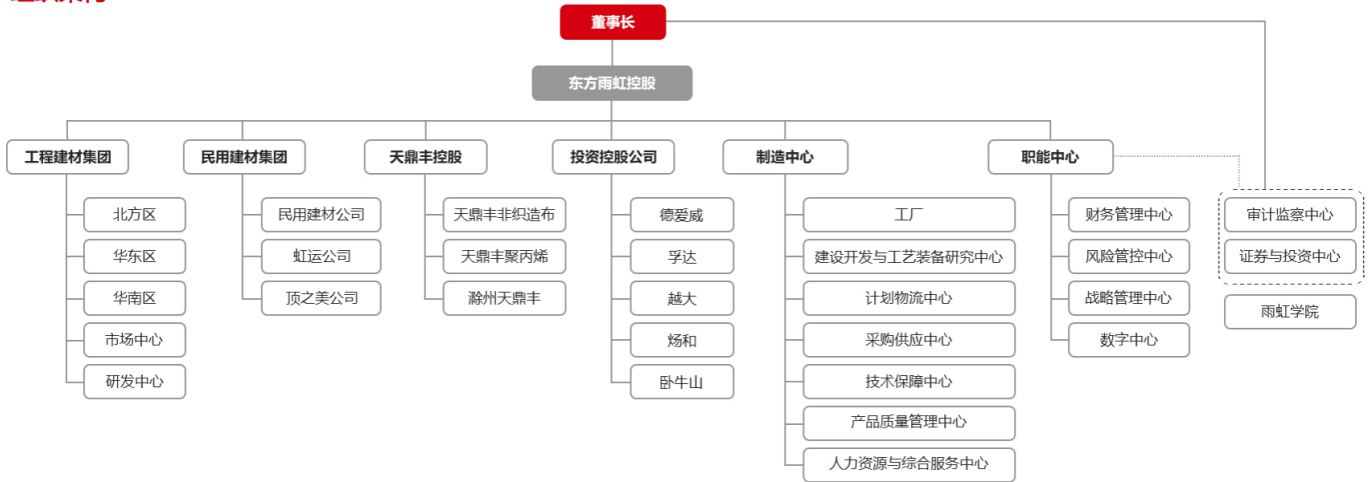
### 3.3、组织架构优化，渠道深化改革

**组织架构优化重组。**2018 年公司以板块职能为基础，将组织架构由原来以产品为基础划分的“1+6 事业部”（建筑防水+民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮）优化重组为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰、投资控股、制造中心、职能中心等六大中心。其中核心业务建筑防水及民用建材则分别归属于工程建材集团与民用建材集团两大集团旗下，培育发展的非防水建材业务则分别归属于天鼎丰及投资控股公司旗下。工建集团则进一步划分为北方、华东、华南三大区域。组织架构的优化调整深度融合原有直销和工程渠道，打破原直销和工程渠道营销模式的属地界限，提升了业务板块间的协同效应，管理模式更加扁平化，经营效率大幅提升。



图24: 公司组织架构调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰、投资控股、制造中心、职能中心等六大中心

组织架构



资料来源: 公司官网

**一体化公司改革助力渠道下沉及区域扩展。**2020年工建集团在原有的三大区基础上进一步落实经营组织变革,以三大区下辖的各省级一体化公司为载体全面落实省区一体化经营,加速了渠道进一步下沉,同时经营管理职能进一步下沉,充分整合优势资源,提升人效,各区域一体化公司通过聚焦本地市场、属地专营,充分整合当地客户及市场渠道资源、加强所属区域市场覆盖,直销及工程渠道深度融合、协同作战,充分发挥渠道+直销“1+1>2”的优势,提升市场占有率。2021年公司总收入预计实现同比增长46.8%,增速较2020年扩大,主要驱动就是一体化公司改革,在一线城市及经济发达区域竞争日益激烈的背景下,公司以各个一体化公司为支点,聚焦各区域下沉市场,其中非房地产业务得到有效拓展,发挥多层次市场营销渠道网络等优势,市场份额进一步提升。

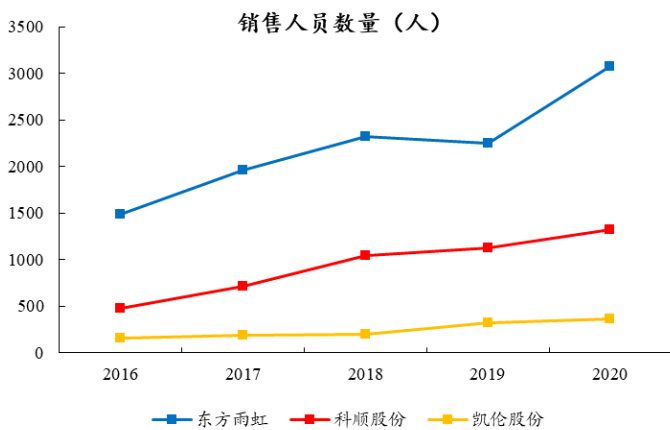
**工程渠道领域开展合伙人制度。**2016年以来,公司面向工程渠道代理商群体创新性地推出合伙人制度,公司与合伙人共同出资设立子公司(公司持股约51%,合伙人持股约49%),通过股权纽带关系,将代理商的利益与公司绑定,形成共享愿景、共谋发展、共享利益的“合伙人机制”。一方面,旨在提升代理商对公司的黏性与归属感,控制、降低代理商的流失风险;另一方面,从根本上激发代理商的能动性,培养其主人翁意识,推动公司规模与效益的提升,实现双赢。在此基础上,公司进一步深化合伙人制度,于2018年起将直销业务骨干纳入合伙人范畴。同时,公司加大力度对合伙人提供支持,一方面给予合伙人低息贷款以补充其流动性,另一方面通过雨虹学院对合伙人进行施工服务及营销培训,实现全面赋能。促使渠道商身份职能转型,从传统意义上的材料分销商向销售与施工服务一体化的建筑建材服务商转变。

**表6: 公司推行合伙人制度, 先后与工程渠道代理商共同出资设立子公司**

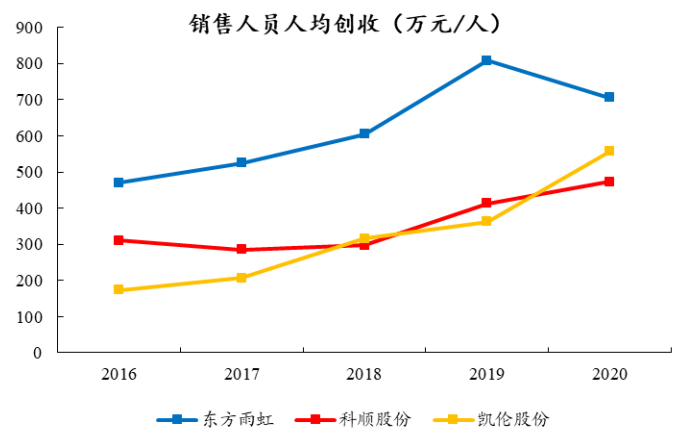
设立时间	合伙人公司	公司持股	合伙人持股	合伙人
2016年4月	东方雨虹产业投资第一股份有限公司	51.11%	48.89%	代永亮、贺来运、王全、陈纲庆、杨林宝等199名工程渠道代理商
2017年9月	浙江虹致科技开发股份有限公司	51%	49%	党民忠、叶子珍、滨州东方雨虹防水工程有限公司、河南正宇装饰工程有限公司、杭州融坤防水技术有限公司等198名工程渠道代理商
2017年9月	浙江虹毅科技开发股份有限公司	51%	49%	武汉卓鹏科技有限公司、湖北舜致助剂制造有限公司、济南东方雨虹防水工程有限公司、泽普县信泰商贸有限责任公司、锦州双雨建筑工程有限公司等198名工程渠道代理商

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**公司销售团队规模与人效领先行业。**2016年以来, 在公司规模快速扩张的过程中, 公司销售人员规模实现快速增长, 由2016年的1488人扩充至2020年的3077人。与此同时, 配合组织架构调整以及一体化公司及合伙人制度的渠道变革, 通过员工与公司利益融合形成深度激励, 公司销售队伍整体人效得到大幅提升。横向对比两家主要的防水材料上市公司科顺股份(300737.SZ)与凯伦股份(300715.SZ), 东方雨虹在销售人员规模及人均创收两个层面均具备明显优势, 从而铸就了难以复制的市场销售壁垒, 造就了收入规模的快速增长。

**图25: 东方雨虹销售人员数量远高于可比公司**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

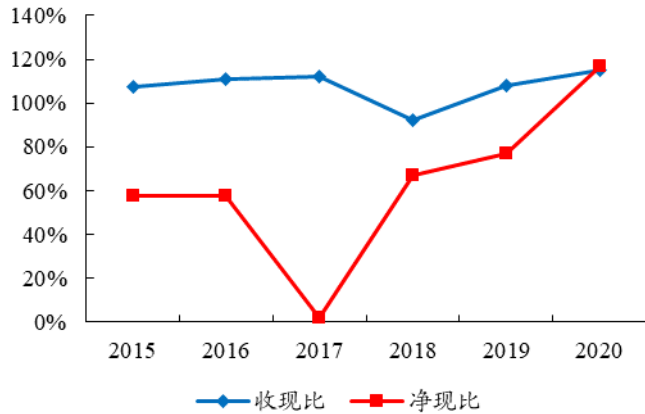
**图26: 东方雨虹销售人员人均创收远高于可比公司**


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

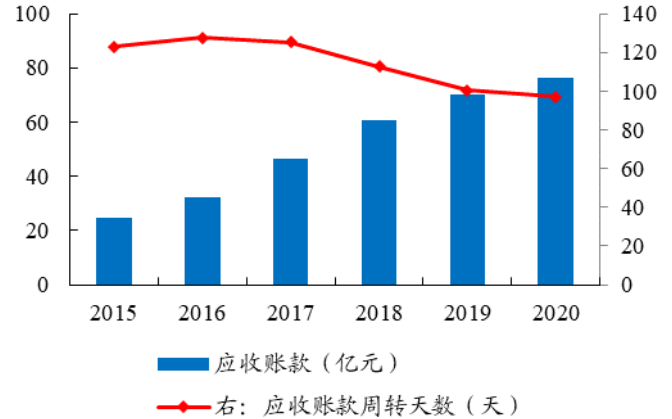
### 3.4、应收账款管控发力, 经营质量不断改善

2018年起, 公司及时对应收账款管控策略进行调整, 实施“对到期应收账款实行零容忍”, 强力推行应收款全员全过程管理, 充分调动全员收款积极性。成立了专门的风险监管部评估客户履约能力, 并对合同评审、工程签证和回款情况等过程进行全程监控, 及时跟进每个具体项目的应收账款回款情况, 通过处理合同风险、应收账款控制管理、债权凭证管理、非诉及诉讼方式的应收账款催收等多种措施完善应收账款管理机制, 防范应收账款风险, 加强应收账款回收。同时先后于2018年、2021年发行应收账款资产支持票据ABN, 降低应收账款风险。

2018年后公司收入及盈利质量得到明显改善。2019年公司收现比及净现比均大幅改善，收现比于当年重回100%以上，同时净现比突破70%，并于2020年双双提升至110%以上。2019-2020年公司应收账款周转天数降至100天以内。

**图27：2018年后公司收现比与净现比提升**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图28：2019年后公司应收账款周转天数降至100天内**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、布局产业延伸，主业之外仍有增长驱动力

### 4.1、多元化品牌布局，定位综合建材服务平台

2010年以来，凭借建筑防水主业构建的资金、品牌、渠道及客户资源等优势，公司顺势在建材领域内开展多品类的业务布局，对非防水建材业务进行培育，从单一的防水系统综合服务商向建筑建材系统服务商转型，拓宽发展空间，平台性渐显。公司主要的延伸产品业务包括民用建材、建筑修缮，以及非织造布、建筑节能材料、特种砂浆、建筑装饰涂料、建筑粉料等培育建材品牌，产品业务体系日趋完善。2018年组织架构重组后，培育品牌主要归属在投资控股公司旗下运营。

**表7：公司在建筑防水主业之外持续开展多元化业务拓展布局**

布局时间	品牌	业务	布局方式
2010年	风行	防水	收购
2011年	天鼎丰	非织造布	设立
2014年	越大	节能保温	设立
2015年	雨虹防水	民用建材	设立
	洛迪 1813	硅藻泥	收购
	卧牛山节能	节能保温	收购
2016年	华砂	特种砂浆	设立
	德爱威	建筑涂料	收购
2017年	孚达科技	节能保温	收购
2018年	炆和	节能保温	设立
	东方雨虹建筑修缮	建筑修缮	设立
2019年	壁安	建筑粉料	设立

资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

**龙头赋能，延伸产品竞争力十足。**类似于防水材料，公司主要延伸的涂料、砂浆、保温材料、硅藻泥、建筑修缮等细分领域同属于准入门槛低、集中度较低、格局分散的行业，竞争较为激烈。公司凭借防水业务领域积累的客户资源、营销渠道、品牌影响力等优势，不断为培育品牌进行赋能，实现各细分领域的市场份额快速增长。根据中房网发布的 2021 年中国房地产企业 TOP500 首选供应服务商品牌榜单，公司旗下德爱威、华砂、卧牛山节能、洛迪 1813、建筑修缮等多个品牌首选率上榜且位居前列。

**表8：2021 年中国房地产 TOP500 首选供应服务商品牌榜单：东方雨虹旗下多个品牌上榜**

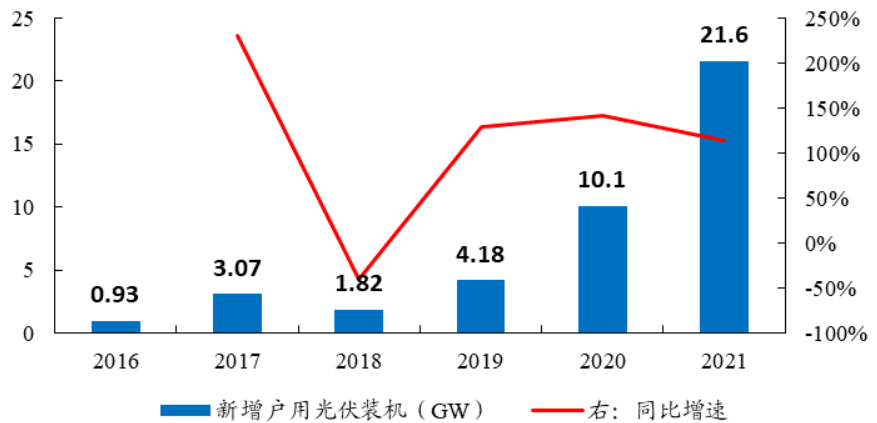
序号	涂料	高端水性涂料品牌	砂浆	保温材料	硅藻泥	建筑修缮
1	立邦 19%	<b>德爱威 15%</b>	立邦 18%	亚士创能 16%	蓝天豚 13%	<b>东方雨虹建筑修饰 23%</b>
2	三棵树 18%	多乐士 12%	多乐士 17%	三棵树 12%	<b>洛迪 1813 12%</b>	科顺修缮 17%
3	亚士漆 12%	宣伟 9%	<b>华砂 12%</b>	富思特 11%	蒙太奇 11%	七彩建设 9%
4	富思特 9%	申纽丽 8%	能高 10%	<b>卧牛山节能 11%</b>	绿森林 11%	三棵树防水 8%
5	固克 9%	飞鹿 4%	德高 8%	金隅 9%	北疆 8%	乐邦装饰 6%
6	嘉宝莉 9%		三棵树 8%	君旺保温 9%	卡西米 8%	
7	美涂士 5%		嘉宝莉 5%	普莱斯德 4%	兰舍 5%	
8	<b>德爱威 5%</b>		亚士漆 4%	秦恒 3%	春之元 5%	
9	巴德士 4%		秦恒 3%	青岛科瑞 3%	斯米利亚 4%	
10	久诺漆 3%		富思特 1%	万华 2%	克罗斯威 3%	

资料来源：中国房地产协会、开源证券研究所

## 4.2、光伏防水迎来风口，公司有望打开市场空间

**双碳背景下新能源装机进入加速期，分布式光伏成为重要突破口。**双碳目标背景下，我国能源结构势必面临重构，风光电等新能源装机量提升迎来加速期。光伏机组主要分为集中式光伏与分布式光伏。集中式光伏主要为荒漠地区建设的大型光伏电站，投资规模大，占地面积较多，发电并网后需远距离输电；分布式光伏主要安装在农村和城市居民屋顶、工商业和行政事业单位屋顶以及公共设施、水面等载体之上，布局较为灵活，且投资小、建设快、占地面积小。相比集中式光伏，分布式光伏更能体现光伏发电绿色清洁、价格低廉、即发即用的特性。因此分布式光伏是快速提升光伏装机的重要突破口，近年来获得政策大力支持。2021 年 6 月，国家能源局发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，大力支持分布式光伏“整县推进”，明确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%。根据国家能源局数据，2021 年我国户用光伏装机规模大幅增长，全年新增户用光伏装机量达 21.6GW，同比增速达 114%。

图29: 2021年新增户用光伏装机量同比大增114%

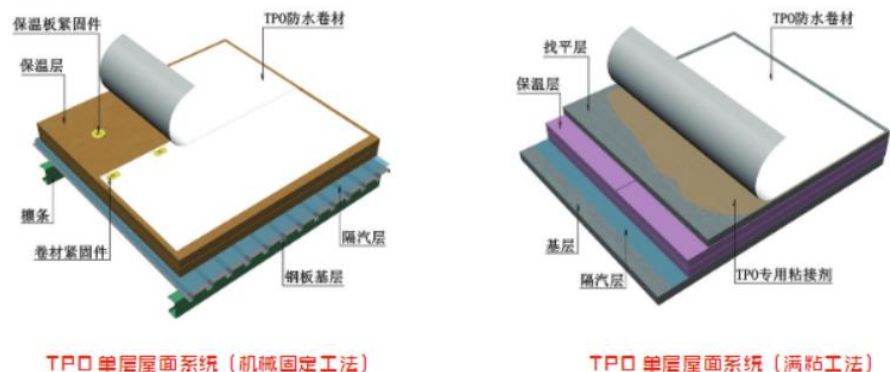


数据来源: 国家能源局、开源证券研究所

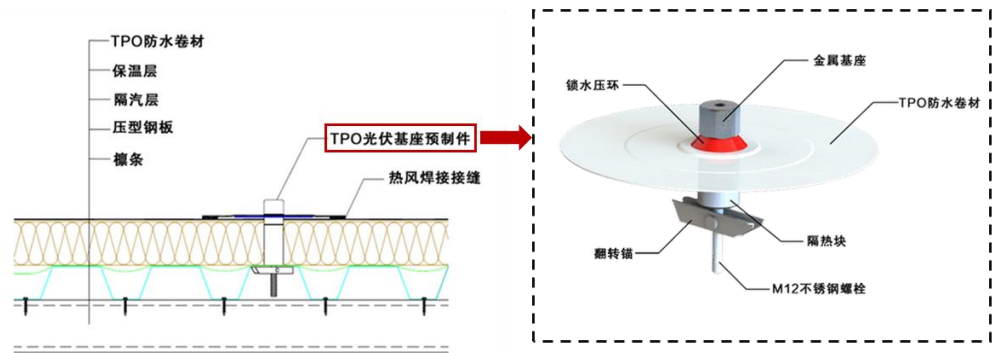
户用光伏对屋面防水要求较高，TPO 防水材料是优选，BIPV 潜力大。一般光伏组件的使用寿命在 25 年左右，而当前我国存量屋顶防水材料使用年限一般在 5~10 年，与户用光伏系统不相匹配。同时，开展户用光伏施工会对屋面原有防水层形成破坏，造成建筑渗漏风险提升的同时，也会大幅影响到光伏组件的正常运营，提高后期修缮成本。因此，户用光伏对屋面防水系统提出新要求。而 TPO 材料作为高分子防水材料，具备拉伸强度大、抗老化、耐低温、抗污染、易加工、可回收等多项优点，防水性能优异的同时，使用寿命可达 50 年左右，能为工业建筑屋面提供持久安全的保护，是屋面分布式光伏的优选。同时，建筑光伏一体化（BIPV）将建材与光伏组件集成为一体化的屋面系统，做到防水层无穿孔，整体防水性能大幅提升，也降低了后期的修缮成本。

公司深耕 TPO 领域十余年，产品技术成熟。公司自 2009 年开始研发生产 TPO 防水卷材，在该领域已深耕十余年，产品品质不断提升，2011 年获得 FM 认证、CE 认证、GOST 认证、LEED 认证，2016 年均质型、增强型 TPO 防水卷材通过北京园林所耐根穿刺检测，2018 年获得美国能源之星认证。公司 TPO 生产线引进自国际知名化工机械设备制造商克劳斯玛菲贝尔斯托夫公司，工艺先进、精准连续、均匀稳定、绿色节能、高效安全。针对户用光伏场景，公司以 TPO 单层屋面为基础研发推出全新 BIPV 屋面系统，将光伏基座核心组件通过锁水压环和 TPO 卷材在工厂预制成型，防水性能出众。

图30: 公司 TPO 单层屋面系统采用单层 TPO 防水卷材外露使用



资料来源: 公司官网

**图31: 公司推出的 BIPV 屋面系统以 TPO 单层屋面为基础**


资料来源：新浪财经、开源证券研究所

**公司积极开展 TPO 光伏一体化合作。**2021 年公司陆续与光伏制造企业晶澳科技、信义电源，建筑装饰企业瑞和股份等签订战略合作协议，旨在光伏屋面一体化领域达成全方位的深度合作，在全国范围内共同推动 BAPV 和 BIPV 光伏发电项目。2022 年 1 月，公司与晶澳科技共同出资设立合资公司“雨虹晶澳”（公司持股 60%），加速推进 TPO 光伏一体化。晶澳科技在硅片、电池、组件及光伏电站等产业链深入布局，地面光伏电站以及工商业、住宅分布式光伏系统已获得广泛应用，而公司深耕 TPO 柔性屋面系统十余年，依托现有 TPO 等产品及 BIPV 屋面系统、多维度建筑修缮综合服务体系，已发展出成熟的光伏屋面一体化方案，两者业务形态相契合，凸显协同效应。

**表9: 公司于 2021 年与多家光伏及建材领域企业签订战略合作协议，旨在光伏屋面一体化领域达成深度合作**

公告时间	合作方	合作期限	合作内容
2021 年 9 月	晶澳科技	2021.9.29-2026.9.29	<ul style="list-style-type: none"> <li>共同研发光伏屋面一体化产品；</li> <li>推动光伏屋面市场营销及修缮领域拓展工作；</li> <li>市场销售渠道共享，共同推进光伏组件的销售、TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领域的市场拓展</li> </ul>
2021 年 9 月	信义电源	2021.9.10-2026.9.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>共同研发光伏屋面一体化产品；</li> <li>共同推动光伏屋面市场销售工作，合力共赢；</li> <li>市场销售渠道共享，共同推进既有 TPO 光伏系统</li> </ul>
2021 年 11 月	瑞和股份	2021.11.5-2026.11.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>共同研发光伏屋面一体化工程；</li> <li>共同推动光伏屋面市场营销及修缮领域拓展工作；</li> <li>市场销售渠道共享，共同推进 TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领域的市场拓展</li> </ul>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测及投资建议

根据公司业绩预告，2021年预计实现营业收入同比增速达46.8%，在房地产景气下行、需求乏力的背景下，公司仍实现收入逆势高增长，主要受益于公司大力推行一体化公司改革、加速渠道下沉，以及非房地产及零售业务的市场渗透。这几方面也将是公司2022年重点把握的增长抓手，借助龙头优势，公司有望在行业集中度提升过程中充分受益，市场份额进一步提升，实现收入的持续增长。考虑到2021年高增速存在一定的低基数效应，我们预计2022-2023年增速低于2021年水平，但仍保持较高增速趋势，预计分别为26%、25%。

表10：公司盈利预测关键假设

		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>亿元</b>	<b>182</b>	<b>217</b>	<b>319</b>	<b>402</b>	<b>502</b>
防水材料	亿元	149	172	250	313	388
防水施工	亿元	23	33	50	64	83
其他	亿元	10	12	19	25	32
<b>营业收入-YOY</b>	<b>%</b>	<b>29%</b>	<b>20%</b>	<b>47%</b>	<b>26%</b>	<b>25%</b>
防水材料	%	32%	16%	45%	25%	24%
防水施工	%	20%	41%	50%	30%	29%
其他	%	19%	24%	60%	30%	29%
<b>毛利</b>	<b>亿元</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>108</b>	<b>141</b>	<b>176</b>
防水材料	亿元	57	69	91	118	146
防水施工	亿元	7	9	14	18	23
其他	亿元	1	2	4	5	6
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>36%</b>	<b>37%</b>	<b>34%</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>
防水材料	%	39%	40%	36%	38%	38%
防水施工	%	28%	28%	28%	28%	28%
其他	%	11%	20%	20%	20%	20%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们预计2021/2022/2023年度分别实现归母净利润41.9/56.9/72.1亿元，同比增长23.5%/36%/26.5%；EPS分别为1.66/2.26/2.86元，对应当前股价，PE为29.8/21.9/17.3倍。相对估值方面，我们选取同样涉及防水材料业务的3家建材上市公司作为可比公司：科顺股份、凯伦股份、北新建材。公司2022年预测业绩对应PE为21.9倍，高于可比公司13.1倍的平均PE。考虑到公司作为防水材料领域的龙头，经营体量与可比公司存在明显差异，行业集中度的提升铸就强者恒强的龙头壁垒，同时通过渠道下沉及品类拓展加速扩充市场份额，业绩增长韧性十足，有望持续与竞争者拉开差距，同时TPO光伏一体化有望开辟第二增长曲线，我们认为公司应当享受估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

表11: 可比公司盈利预测及估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
		2022/2/14	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
300737.SZ	科顺股份	183	9.3	13.4	17.6	19.7	13.6	10.4	
300715.SZ	凯伦股份	65	3.2	4.9	6.8	20.1	13.4	9.6	
000786.SZ	北新建材	568	37.8	45.5	52.4	15.0	12.5	10.8	
	平均					18.3	13.1	10.3	
002271.SZ	东方雨虹	1,246	41.9	56.9	72.1	29.8	21.9	17.3	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 表中东方雨虹盈利预测及估值来自于开源证券研究所预测, 其余公司来自 Wind 一致预期

## 6、风险提示

- 地产景气度持续下行风险;
- 原材料成本上涨超预期风险;
- 行业内恶性竞争风险;
- 应收账款坏账风险。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	15,447	19,387	29,766	31,590	47,460
现金	4,428	6,016	6,057	11,928	14,064
应收票据及应收账款	7,017	7,651	14,777	13,203	21,704
其他应收款	291	327	566	568	848
预付账款	541	449	1,065	835	1,528
存货	2,016	1,199	4,864	2,355	6,529
其他流动资产	1,153	3,745	2,436	2,701	2,787
<b>非流动资产</b>	6,969	8,459	8,940	9,333	9,616
长期投资	-0	166	249	346	449
固定资产	4,349	4,755	5,541	6,028	6,321
无形资产	991	1,491	1,458	1,424	1,391
其他非流动资产	1,629	2,047	1,692	1,536	1,455
<b>资产总计</b>	22,416	27,847	38,706	40,923	57,076
<b>流动负债</b>	10,086	12,132	19,675	16,502	25,883
短期借款	3,093	2,525	2,525	2,525	2,525
应付票据及应付账款	3,292	3,643	7,201	6,350	10,484
其他流动负债	3,701	5,964	9,949	7,628	12,875
<b>非流动负债</b>	2,370	883	549	245	-188
长期借款	1,993	422	192	-129	-558
其他非流动负债	378	461	357	374	371
<b>负债合计</b>	12,456	13,016	20,224	16,747	25,695
少数股东权益	220	217	217	217	217
股本	1,488	2,349	2,520	2,520	2,520
资本公积	1,351	2,792	2,792	2,792	2,792
留存收益	6,965	9,849	13,198	17,753	23,517
<b>归属母公司股东权益</b>	9,740	14,614	18,265	23,959	31,165
负债和股东权益	22,416	27,847	38,706	40,923	57,076

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1,589	3,952	2,584	7,495	3,854
净利润	2,075	3,387	4,185	5,694	7,205
折旧摊销	369	486	457	529	600
财务费用	413	380	396	398	402
投资损失	-3	-208	-0	-0	-0
营运资金变动	-1,353	-371	-2,437	874	-4,353
其他经营现金流	87	278	-17	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-1,374	-1,744	-938	-922	-883
资本支出	1,345	1,524	971	22,467	22,467
长期投资	-47	-431	-83	-98	-104
其他投资现金流	-76	-651	-50	21,446	21,479
<b>筹资活动现金流</b>	-664	-818	-1,605	-702	-835
短期借款	-621	-568	-0	-0	-0
长期借款	489	-1,571	-230	-321	-429
普通股增加	-4	861	170	-0	-0
资本公积增加	-27	1,441	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-500	-982	-1,545	-381	-405
<b>现金净增加额</b>	-419	1,360	41	5,871	2,136

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	18,154	21,730	31,892	40,184	50,231
营业成本	11,665	13,681	21,049	26,120	32,650
营业税金及附加	139	186	223	281	352
营业费用	2,142	1,788	2,551	3,215	4,018
管理费用	965	1,261	1,850	2,331	2,913
研发费用	357	464	638	804	1,005
财务费用	413	380	396	398	402
资产减值损失	-8	-46	50	50	50
其他收益	287	287	-0	-0	-0
公允价值变动收益	2	1	-0	-0	-0
投资净收益	3	208	-0	-0	-0
资产处置收益	-1	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	2,622	4,204	5,135	6,986	8,841
营业外收入	15	14	-0	-0	-0
营业外支出	45	62	-0	-0	-0
<b>利润总额</b>	2,592	4,155	5,135	6,986	8,841
所得税	517	769	950	1,292	1,636
<b>净利润</b>	2,075	3,387	4,185	5,694	7,205
少数股东损益	9	-2	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	2,066	3,389	4,185	5,694	7,205
EBITDA	3,155	4,668	5,599	7,443	9,261
EPS(元)	0.82	1.34	1.66	2.26	2.86

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.3	19.7	46.8	26.0	25.0
营业利润(%)	44.2	60.3	22.2	36.0	26.5
归属于母公司净利润(%)	37.0	64.0	23.5	36.0	26.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.7	37.0	34.0	35.0	35.0
净利率(%)	11.4	15.6	13.1	14.2	14.3
ROE(%)	20.8	22.8	22.9	23.7	23.1
ROIC(%)	14.7	18.6	19.8	21.2	21.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.6	46.7	52.2	40.9	45.0
净负债比率(%)	10.2	-15.3	-16.3	-38.1	-37.6
流动比率	1.5	1.6	1.5	1.9	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.1	1.6	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	2.8	3.0	2.8	2.9	2.9
应付账款周转率	3.6	3.9	3.9	3.9	3.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.34	1.66	2.26	2.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	1.57	1.03	2.97	1.53
每股净资产(最新摊薄)	3.70	5.80	7.18	9.44	12.30
<b>估值比率</b>					
P/E	60.3	36.8	29.8	21.9	17.3
P/B	13.4	8.5	6.9	5.2	4.0
EV/EBITDA	39.9	26.2	21.7	15.5	12.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn