

证券研究报告 / 公司深度报告

增持

上次评级: 增持

## 行业格局优化, 精细化赛道选择助成长

### 报告摘要:

**行业供给格局改善。**地产开发放缓, 地产客户信用风险危机, 原材料上涨成本上升, 多种因素叠加, 行业被动出清加速。防水新规 2023 年 4 月 1 日实施, 行业扩容将逐步兑现。经过测算, 我们认为防水新规有望为防水市场创造超过 50% 的空间提升。扩容进度上, 今年行业扩容逐步兑现, 2024 可能正式进入加速扩容阶段。

**分布式光伏提供新机遇。**分布式光伏快速增长, 高分子产品具备相对优势。2022 年, 我国工商业光伏新增装机达 25.86GW, 同比增长 236.7%, 创下年新增记录。多项政策助力我国分布式光伏装机快速发展。随“双碳”不断推进, 对于分布式光伏政策频频推出, 将进一步加速工商业光伏的发展。相比传统沥青基防水材料, 高分子防水材料 with 工商业光伏屋顶防水需求更为适配。

**瞄准细分赛道, 注重高分子防水发展。**公司深耕高分子领域, 领跑精细赛道。公司高分子产业园设计产能 1 亿平米, 是目前行业少数同时生产 G 类、GL 类 TPO 和 PVC 防水材料的公司。产能上公司基地众多, 生产发货协同效应强。公司率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题, 实现了 MBP 高分子胶、片材和最终成品的量产, 在该细分市场领域取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势。

**推出“融合光伏屋顶系统”, 解决光伏防水痛点。**公司推出“融合光伏屋顶系统”, 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。公司高分子防水材料特有的高反射率可明显提升光伏发电效率。

**分布式光伏产业链系统服务商转型, 满足光伏防水一站式需求。**未来公司战略目标向工商业屋面领军企业、分布式光伏产业链系统服务商、新基建和城市更新产品系统服务商转型, 通过“低碳化+装配化”策略实现产品理念升维, 躬身入局, 打开系统化建设开端。

**给予公司“增持”评级。**预计公司 2022-2024 年实现营业收入 22.02/29.73/39.60 亿元, 实现归母净利润 -1.02/2.30/3.90 亿元, 同比增长-241.80%/--/69.28%。EPS 为-0.26/0.60/1.01 元。

**风险提示: 原材料价格大幅上涨、业绩预测和估值不达预期。**

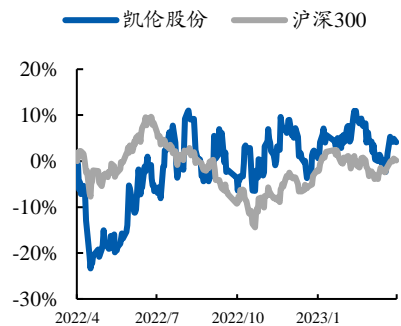
财务摘要(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,008	2,586	2,202	2,973	3,960
(+/-)%	72.33%	28.80%	-14.85%	35.05%	33.18%
归属母公司净利润	279	72	-102	230	390
(+/-)%	105.66%	-74.18%	-241.80%	—	69.28%
每股收益(元)	1.64	0.20	-0.26	0.60	1.01
市盈率	24.21	92.60	—	24.13	14.25
市净率	5.08	2.57	2.19	2.02	1.78
净资产收益率(%)	23.36%	3.30%	-4.02%	8.37%	12.51%
股息收益率(%)	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%	4.16%
总股本(百万股)	171	390	385	385	385

### 股票数据

2023/04/10

6 个月目标价(元)	--
收盘价(元)	14.43
12 个月股价区间(元)	11.17~15.39
总市值(百万元)	5,554.25
总股本(百万股)	385
A 股(百万股)	385
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	0%	3%	0%
相对收益	-3%	1%	3%

### 相关报告

《凯伦股份(300715): 盈利承压, 高分子防水布局完善》

--20220830

《国产碳纤维用量首超进口, 碳纤维市场前景广阔》

--20230403

《22 年铝模板行业整体低迷, 23 年需求有望提升》

--20230327

### 证券分析师: 濮阳

执业证书编号: S0550522070002

15316658048 puyang@nesc.cn

### 证券分析师: 陶昕媛

执业证书编号: S0550522100002

0755-33975865 taoxy@nesc.cn

## 目 录

<b>1.</b>	<b>差异化竞争成就地位 高分子卷材引领者</b>	<b>4</b>
1.1.	厚积薄发，锐意进取	4
1.2.	业绩短期承压，未来发展可期	7
<b>2.</b>	<b>行业：供给格局改善，分布式光伏提供新机遇</b>	<b>12</b>
2.1.	多重因素叠加，行业被动出清加速	12
2.1.1.	地产开发放缓，地产客户信用风险危机	12
2.1.2.	原材料飞涨成本上升，行业出清进一步加速	18
2.2.	防水新规业已落地，行业扩容逐步兑现	19
2.3.	分布式光伏快速增长，高分子产品具备相对优势	22
<b>3.</b>	<b>凯伦股份：瞄准细分赛道，满足光伏防水一站式需求</b>	<b>25</b>
3.1.	技术底蕴，助力高分子防水发展	25
3.1.1.	精细化赛道选择	25
3.1.2.	产能扩张，提升区域服务能力	28
3.2.	融合光伏屋顶系统	29
3.2.1.	单层屋面系统	29
3.2.2.	融合光伏屋顶系统	32
3.2.3.	赋能光伏，与光伏公司深度合作	34
3.2.4.	分布式光伏产业链系统服务商转型	34
3.3.	研发奠基持续发展	34
<b>4.</b>	<b>盈利预测与估值</b>	<b>37</b>
<b>5.</b>	<b>风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1:	公司 logo	4
图 2:	公司发展历程	5
图 3:	公司产品品类创新	5
图 4:	公司产业布局图	6
图 5:	公司股权结构（截至 2022.12.28）	7
图 6:	2014-2022Q1-Q3 公司营业收入及同比增速	7
图 7:	公司 2016-2021 国外地区营业收入	8
图 8:	公司国际市场布局	9
图 9:	公司产品国际认证	10
图 10:	2013-2021 公司毛利率与净利率	11
图 11:	2021 公司产品格局	11
图 12:	2017-2022H1 公司主要产品毛利率	12
图 13:	2018-2021 公司研发费用率	12

图 14: 201912-202302 年房地产销售额-累计同比 (%)	13
图 15: 201912-202302 年新开工施工面积-累计同比 (%)	13
图 16: 201912-202302 年房地产开发投资完成额 (建筑工程)-累计同比 (%)	14
图 17: 布伦特原油和国内沥青价格	19
图 25: 2022 年新增工商业光伏装机量前十省份 (GW)	22
图 25: 2022 年新增光伏装机量占比	23
图 18: 公司认证书	27
图 19: 公司单层屋面系统 (新建屋面系统)	30
图 20: 公司单层屋面系统 (旧屋面翻新系统)	31
图 21: 公司钢塑复合系统	32
图 22: 融合光伏屋顶系统国际通用型——单层屋面系统	33
图 23: 融合光伏屋顶系统经济适用型——TMP 融合瓦系统	33
图 24: 公司合作伙伴	34
图 25: 公司 2018-2021 研发投入及同比增速	35
图 26: 公司 2018-2021 研发人员数量及同比增速	35
图 27: 实验室认可证书	36
图 28: 公司抗风揭实验室	36
图 29: 各类检测设备	37
图 30: 临沂凯伦高分子材料有限公司股权穿透图	37
图 31: 可比公司 PE——截至 2023.3.30	38
图 32: 凯伦股份 PS (TTM) ——截至 2023.3.30	39
表 1: 部分国际案例	9
表 2: 2021 年末重点城市已停工、延期交付问题项目汇总	14
表 3: 2021 触碰“红线”企业统计	15
表 4: 2021 房企相关事件	16
表 5: 2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业操盘金额	16
表 6: 2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业操盘面积	16
表 7: 2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业销售-全口径金额	17
表 8: 2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业销售-权益金额	17
表 9: 2021 年建筑公司应收情况	18
表 10: 现行规范和新规范比较	20
表 11: 室内防水设计	20
表 12: 设计工作年限	21
表 13: 不同场景增量	21
表 14: 工商业分布式光伏政策一览	23
表 15: 公司 MBP 高分子自粘胶膜防水卷材与其他预铺防水材料特点对比	24
表 16: 高分子卷材与传统卷材直接造价对比	24
表 17: MBP - Pro 高分子自粘胶膜预铺防水卷材技术参数 (执行标准: GB/T23457-2017)	25
表 18: 公司主要产品及其用途:	27
表 19: 截止 2022 年 6 月公司在建项目情况	29
表 20: 公司单层屋面系统成功案例	32
表 21: 盈利预测	38

## 1. 差异化竞争成就地位 高分子卷材引领者

### 1.1. 厚积薄发，锐意进取

高分子防水领域领军企业，致力成为国际领先的功能性建材制造商。凯伦股份是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的国家高新技术企业，主要产品为防水卷材、防水涂料，在国内的民建、高铁、管廊、核电站等领域大显身手，在防水卷材和白色聚氨酯防水涂料细分市场领域拥有领先地位。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。

图 1: 公司 logo



数据来源：公司官网

公司发展历经三大阶段：

**第一为新生期势如破竹（2011-2014），艰苦的产品研发过程弥补了建筑防水市场的技术空白，差异化的高分子防水材料产品策略使之一炮而红。**2011年7月，凯伦股份注册成立，建立初期时企业、产品、技术、研发团队等便因防水建材的技术优势等多次在江苏省内及我国国内获奖，不断推进的“院企合作”也为此提供着支撑，2014年12月，凯伦建材成功登录新三板，在全国中小企业股份转让系统挂牌。

**第二为成长期节节高升（2015-2017），凯伦股份定位高分子防水领域领军品牌，提升百强地产覆盖率和渗透水平。**2015年开始，公司承担更多国家级项目，产品获国内外技术认证，聚焦大客户，曾多次获评中国房地产500强首选供应商，产品在建筑防水行业深受认可，行业地位凸显，2017年10月，凯伦股份实现A股上市。

**第三为稳定期开拓进取（2018-2023），迭代创新，将创新技术投入到更广阔的市场，资本助力下实现腾飞。**公司稳中求进，投资设立若干子公司，更多产品通过国内外技术认证，“融合防水”（将设计师、材料商和承包商等全产业链融合）的创新理念之下，国内外市场范围不断扩大，成渝铁路重庆站至江津站段改造工程、乌将铁路扩能改造工程等项目成功中标，也与中铁建设集团、中建八局等就供货及服务达成战略合作，2020年疫情期间还开拓尼日利亚、瑞典、斯洛文尼亚、瑞士等多个国家的市场。



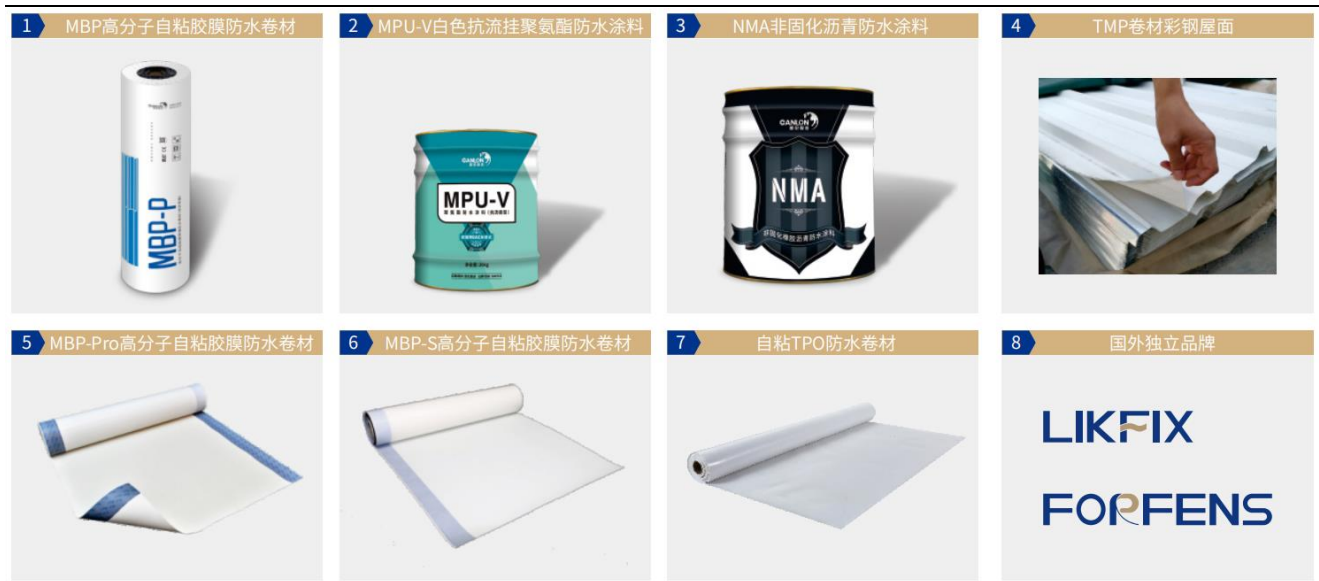
图 2: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东北证券

凯伦股份打造了多种拥有自主知识产权的核心产品及配件。公司经过大量的开创性研究以及配方优化实验, 率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题, 自行研制配方、安装设备, 分别实现了 MBP 高分子胶、片材和最终成品的量产, 在该细分市场领域取得了生产技术和施工应用体系的组合优势。TPO 和 PVC 防水卷材是目前欧美国家普遍使用的高分子防水材料, 公司已经掌握了该产品的关键技术, 并获得欧盟 CE 认证、英国 BBA 认证和美国 FM 认证。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, 基于进口生产线生产出高分子材料的优异性能, 公司针对性开发了“全生命周期光伏屋顶系统”(简称“CSPV”系统)以及融合瓦体系, 用于工商业光伏屋顶使用场景, 为屋顶分布式光伏二十五年长寿命周期保驾护航。

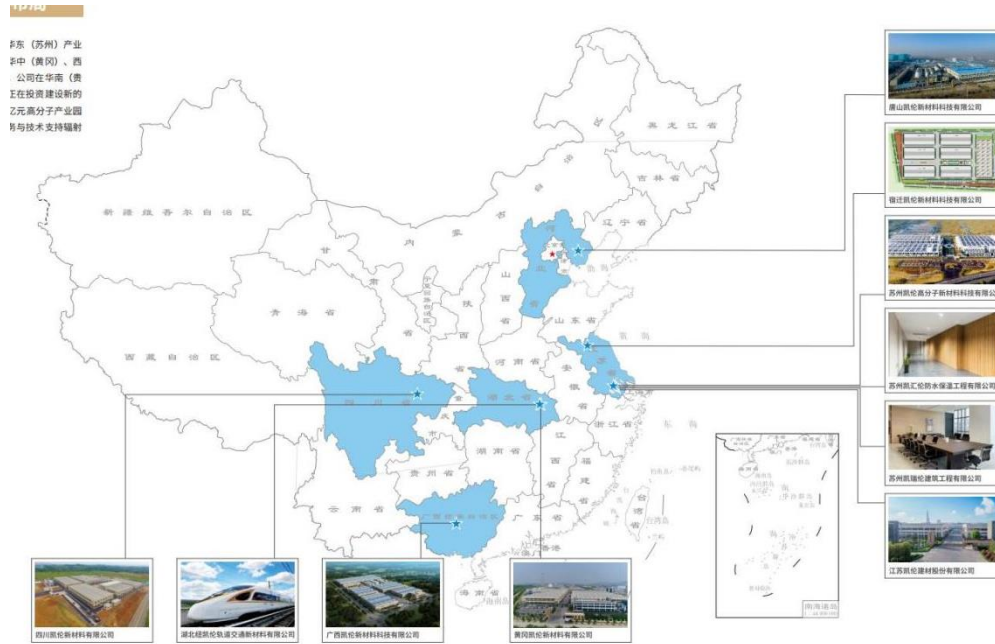
图 3: 公司产品品类创新



数据来源: 公司社会责任报告

公司现代化生产基地遍布国内地区。凯伦股份在河北唐山、湖北黄冈、四川南充、广西贵港以及江苏苏州等地都有投资建厂，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。同时公司精准规划、快速落地，陆续建厂、投产以不断优化产能布局，保证供给，降低物流成本，提升公司产品在全国市场的占有率和影响力。在华南（贵港）和华东新（宿迁）投资建设新产业基地，抓住长三角生态绿色一体化发展示范区机遇，在苏州建设国际领先的高分子防水材料生产基地。

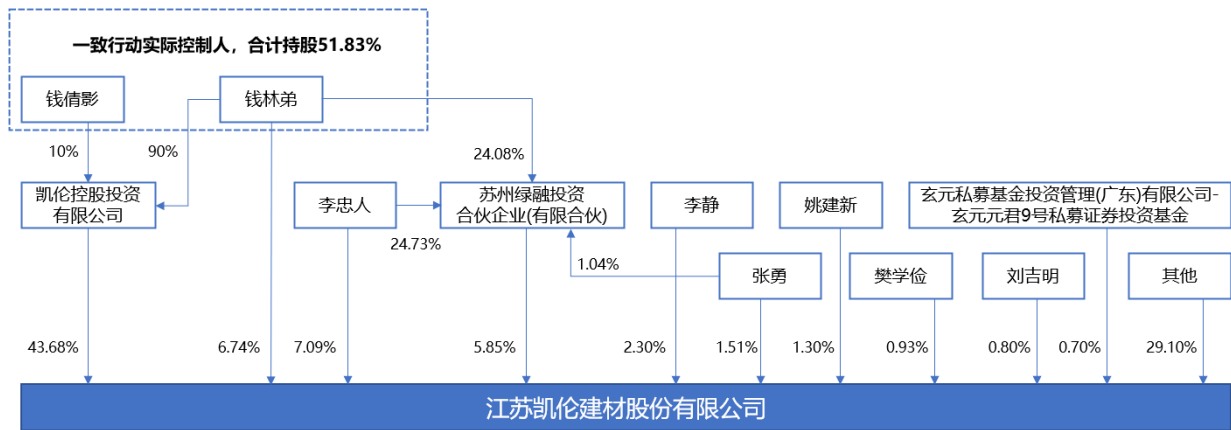
图 4: 公司产业布局图



数据来源：公司社会责任报告

公司股权结构稳定，管理层对公司有较强掌控力。截至 2022 年 12 月 28 日，公司董事长钱林弟及其女钱倩影作为一致行动人，通过凯伦控股投资间接持有公司 43.68% 的股份；同时钱林弟直接持有公司 6.74% 股份，并通过苏州绿融投资合伙集团间接持有公司 1.41% 的股份。最终，钱林弟及其一致行动人合计持有公司约 51.83% 的股份，是公司实际控制人。总经理及公司董事李忠人直接或间接持有公司合计 8.54% 的股份，其他公司高管也多有持股，管理层持有公司股份占总股份的比例合计约为 62.74%。

图 5: 公司股权结构 (截至 2022.12.28)

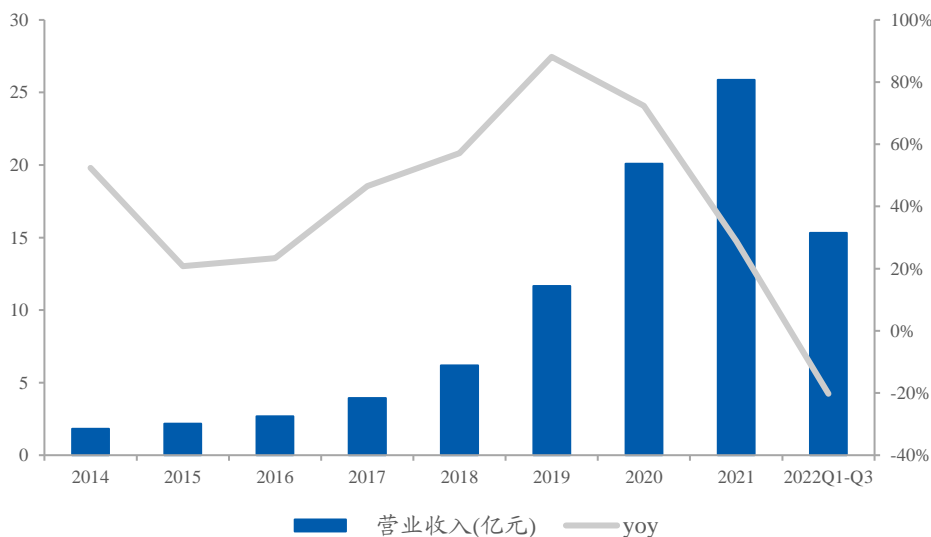


数据来源: 公司公告, 东北证券

### 1.2. 业绩短期承压, 未来发展可期

公司收入短期承压, 源于地产需求下滑、收缩风险订单、单项计提坏账。2021 年公司营业收入 25.86 亿元 (+28.80%), 2014-2021 年复合增长率达到 46.27%。2021 年及以前公司营业收入连年增长, 源于公司积极开拓新市场, 加大经销商开发力度, 加快渠道下沉。公司的营业收入于 2022 年首次出现下跌, 2022 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 15.33 亿元 (-20.24%), 预测 2022 年营业收入 22.66 亿元 (-12.38%)。收入下跌源于房地产行业宏观调控、房地产投资增速下滑, 房地产企业对公司产品需求减少, 公司收缩部分风险较大的房地产客户订单。另外, 公司及其客户深受疫情影响, 部分地产客户面临经营和财务困境, 导致凯伦股份需对应收账款和应收票据进行单项计提坏账准备, 影响营业收入。

图 6: 2014-2022Q1-Q3 公司营业收入及同比增速



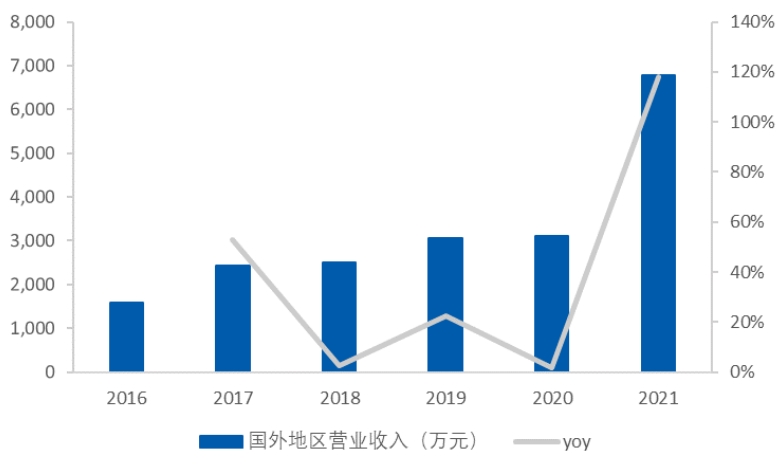
数据来源: 公司年报, 东北证券

集采、渠道“双轮驱动”, 战略发力非房业务。在直销方面, 公司与头部地产商如万

科、保利、中海等达成长期战略合作关系。与低风险优质客户的合作拓展有利于使公司相对独立稳定于地产行业波动。同时，面对下游地产业已体现的风险暴露，公司注重风险，战略发力非房地产业务领域，通过差异化产品和系统支持，更好赋能经销商，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。截至 2022H1，公司已与 700 多家经销商达成合作共赢关系，已形成以苏州为中心，覆盖江浙沪、辐射全国的营销网络。未来三年经销商数量将扩大到 3,000 家，使销售渠道将更加均衡，客户更加多元化。

**海外业务营收持续增加，发展前景喜人。**目前公司在海外地区营业收入实现持续增长，2021 年增长率达到 117.99%。公司销售遍布美国、英国、德国、澳大利亚、以色列、新加坡和印度等 50 多个国家和地区。公司产品通过多项国际权威认证，攻克标准壁垒，拥有低成本、高收益、效益高、年限久等的全方位优势，未来增长潜力大。

图 7：公司 2016-2021 国外地区营业收入



数据来源：公司年报，东北证券




图 8: 公司国际市场布局



数据来源: 公司年报, 东北证券

表 1: 部分国际案例

案例	
	罗氏大厦, 国际知名医疗机构罗氏集团总部大厦, 瑞士第一高楼。应用凯伦 MBP 预铺防水系统解决方案。
	美国长滩市东塔项目, 长滩市第一高楼, 同样在底板部位选择凯伦 MBP 预铺防水系统解决方案。
	巴基斯坦卡拉奇核电站, 我国自主研发“华龙一号”首个海外工程, 应用凯伦 MBP 预铺防水系统解决方案。



数据来源：公司公众号，东北证券

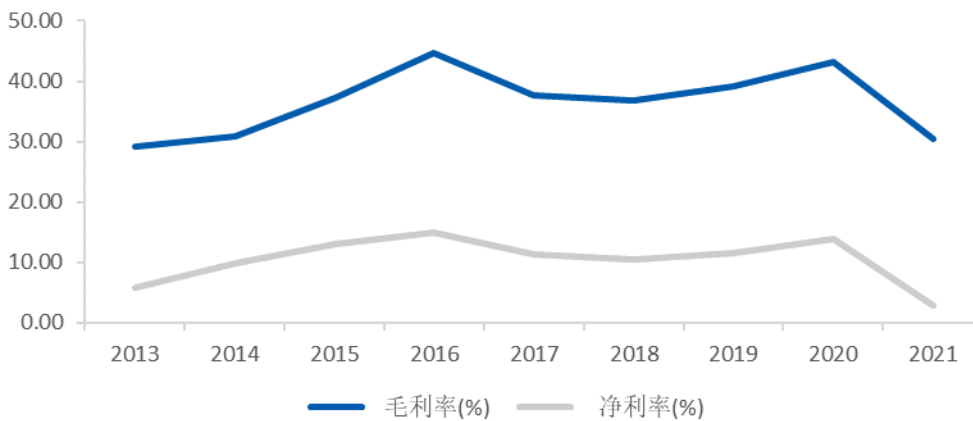
图 9：公司产品国际认证



数据来源：公司官网，东北证券

原材料价格大幅上涨压缩企业利润，公司提升装备自动化水平将有效控制成本。公司毛利率（30.34%）与净利率（2.76%）在 2021 年出现下滑，这主要由于公司深受防水行业上游原材料价格上涨、房地产集采客户因控制成本而压低公司防水材料的销售价格、部分行业企业“质次价低”的价格竞争压力，等影响。在材料成本端大幅上涨的背景下，公司未来提升装备自动化水平可以有效降低生产成本，目前行业头部企业已开始尝试全自动化生产，并取得良好效果。

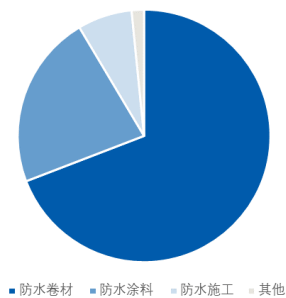
图 10: 2013-2021 公司毛利率与净利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

公司已形成以防水卷材、防水涂料销售为主, 防水施工服务为辅的产品格局。分产品看, 防水卷材销售营业收入占营业总收入的近 7 成, 是贡献值最大的公司主营业务。2021 年公司防水卷材/防水涂料/防水施工三类产品分别实现营收 17.88/5.76/1.80 亿元, 占总营收比例分别为 69.14%/22.29%/6.97%。

图 11: 2021 公司产品格局

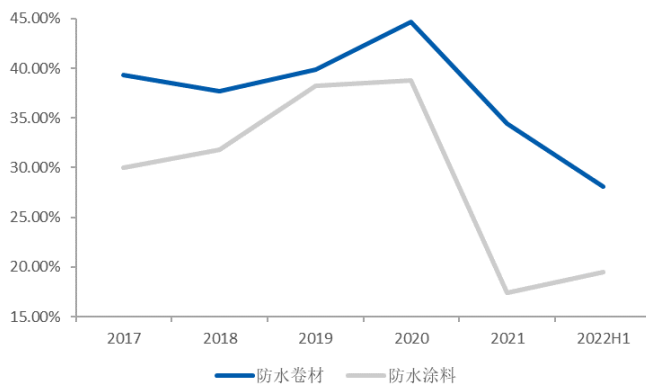


数据来源: 公司年报, 东北证券

**高分子防水材料高性能低耗能市场前景好。**产业政策和市场机制, 如质量安全、节能环保和安全生产等, 将为行业发展提供支撑。同时, 落后产能和非标产品将被全面淘汰。从发展趋势来看, 传统的高耗能、高污染防水产品和非标产品的需求将减少, 而高性能、高技术含量的合成高分子防水卷材在获得市场认可后将快速增长。因此, 高分子防水材料已成为行业未来发展的方向。

**防水卷材业务盈利能力有望回升。**防水卷材 2021 毛利率 34.47%, 降幅超过 10pct, 在 2022H1 降幅缓和。公司基于进口生产线生产出高分子材料的优异性能, 针对性开发了“全生命周期光伏屋顶系统”(简称“CSPV”系统)以及融合瓦体系, 用于工商业光伏屋顶使用场景, 有望提高盈利能力。未来随着公司进口生产线正式投产, 将开拓单层屋面、光伏屋面以及种植屋面等多种应用场景, 高分子防水材料的业务扩张将带来公司业绩大幅提升。

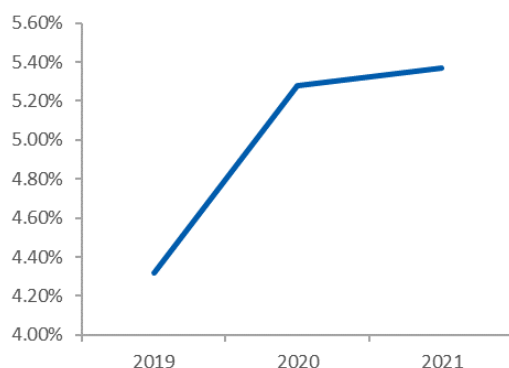
图 12: 2017-2022H1 公司主要产品毛利率



数据来源: 公司年报, 东北证券

研发投入快速增长, 后续开发高附加值产品有望提升盈利能力。2019 年-2021 年公司研发费用分别为 5,032.72 万元、10,591.60 万元和 13,877.83 万元, 占营业收入比重分别为 4.32%、5.28%和 5.37%。公司研发费用有较高占比, 2021 年公司营业收入涨幅下降, 仍保证研发费用占比提升, 体现了公司正以研发能力创新、开发新品类等手段创造新的价值增长点。

图 13: 2018-2021 公司研发费用率



数据来源: 公司年报, 东北证券

## 2. 行业: 供给格局改善, 分布式光伏提供新机遇

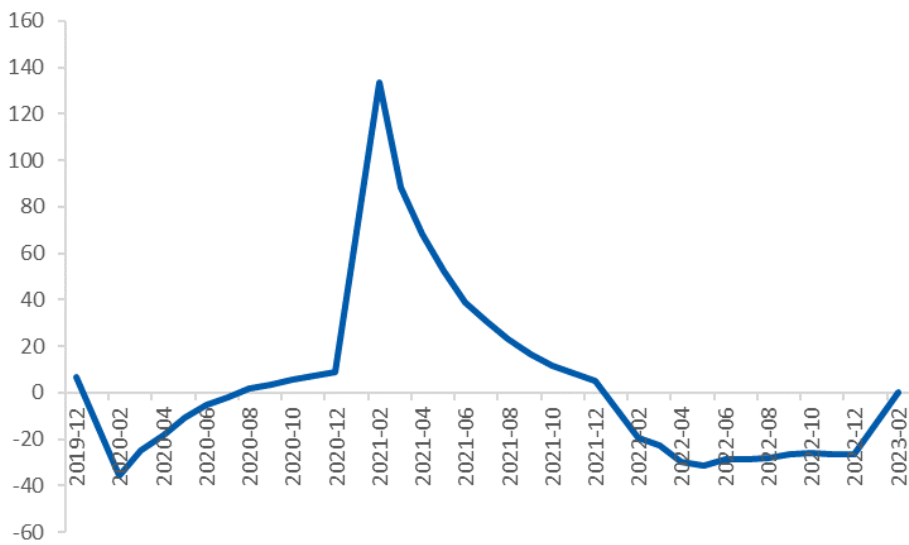
### 2.1. 多重因素叠加, 行业被动出清加速

#### 2.1.1. 地产开发放缓, 地产客户信用风险危机

**2020 年疫情对房地产行业产生较大冲击。**因疫情迅速蔓延, 2 月多省市明确要求暂停售楼处活动, 居民购房决策和预期受到影响。房地产销售额在 2020 上半年同比增速为负, 地产行业进入暂时休眠期, 疫情导致的销售额下滑影响地产企业资金回笼。新开工施工面积 2020 年 2 月-44.90%, 增速 2020 全年为负, 但下滑幅度收窄。房地产开发投资额 2020 年 2 月增速为-16.30%, 5 月前均保持下降但降幅收窄, 6 月开发

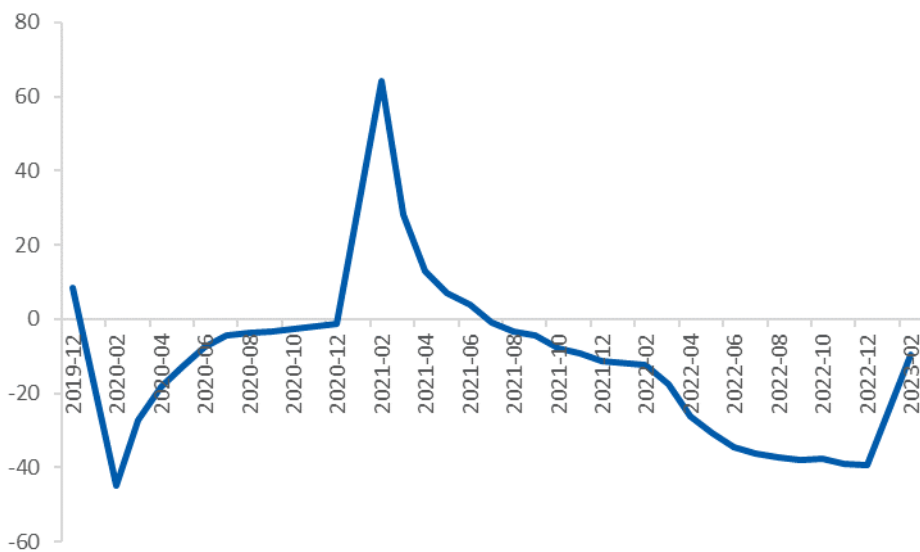
投资额增速恢复正向但增速放缓。

图 14: 201912-202302 年房地产销售额-累计同比 (%)



数据来源: iFinD, 东北证券

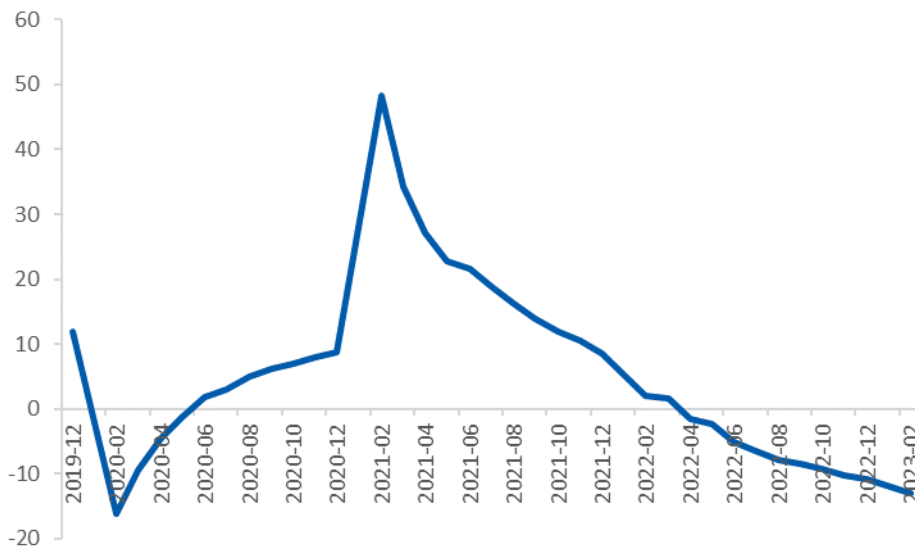
图 15: 201912-202302 年新开工施工面积-累计同比 (%)



数据来源: iFinD, 东北证券



图 16: 201912-202302 年房地产开发投资完成额 (建筑工程)-累计同比 (%)



数据来源: iFinD, 东北证券

“恒大事件”中断地产 2021 回暖进程。2021 年上半年房地产市场回暖,新开工施工面积恢复增长态势,2021 年 2 月增速达到 64.30%,2 月开发投资完成额同比增速到 48.40%,新开工施工面积同比增长 64.30%。但下半年“恒大事件”爆发,依靠举债不断扩张的恒大在去杠杆背景下陷入财务困境。疫情影响叠加房地产高负债率高周转现状被打破,房地产由热转冷,8 月新开工施工面积同比降低 3.20%,开发投资完成额同比增速到 16.30%水平。2021 多个房企触碰“红线”,重点城市房企已停工、延期交付问题众多,同时房企信用风险频发。2021 年百强房企销售增速罕见负增长 3.5%,近 2 成百强房企业绩下滑超过 10%,逾 8 成房企未完成全年业绩目标。2023 年 2 月开发完成投资额持续下降,新开工施工面积增速仍为负值但幅度缩小,房地产销售额降幅不断缩小,2023 年 2 月下降 0.10%,同比有望止跌。

表 2: 2021 年末重点城市已停工、延期交付问题项目汇总

城市	尚未交付问题项目总套数	尚未交付问题项目总建筑面积	2021 年成交面积	占比	2021 成交套数	占比
郑州	271	25249	948	29%	89103	28%
长沙	446	28139	1784	25%	136393	21%
昆明	143	10976	676	21%	55076	20%
福州	89	8077	430	21%	41755	19%
重庆	331	23729	1943	17%	174987	14%
南宁	96	7343	613	16%	55519	13%
盐城	52	4260	340	15%	28542	15%
武汉	274	24275	1978	14%	168320	14%
广州	143	9184	1179	12%	109418	8%
无锡	66	2262	646	10%	54487	4%
上海	96	8439	1054	9%	94203	9%

苏州	67	5561	917	7%	76001	7%
西安	61	3373	887	7%	67552	5%
天津	81	7520	1282	6%	120438	6%
徐州	49	3596	1262	4%	102709	4%
常州	25	2654	685	4%	54902	5%
济南	29	1895	982	3%	76486	2%
北京	27	1393	951	3%	81035	2%
南京	31	2538	1246	2%	108930	2%
深圳	14	0	596	2%	64690	0%
青岛	34	2007	1482	2%	131490	2%
成都	35	2633	1673	2%	127620	2%
连云港	5	411	281	2%	22538	2%
淮安	3	300	319	1%	26277	1%
总计	2468	185814	24154		2068471	
平均				10%		9%

数据来源：东北证券

表 3：2021 触碰“红线”企业统计

排名	企业名称	剔除预收款后的资产负债率	净负债率	现金短债比	性质
28	迪马股份	69.50	58.90	0.90	民企
29	荣盛发展	70.81	66.50	1.16	民企
30	合景泰富	71.80	54.10	1.80	民企
31	旭辉集团	72.10	60.40	2.70	民企
32	正荣地产	72.40	57.20	2.20	民企
33	花样年	72.70	74.80	1.59	民企
34	新力集团	73.50	50.50	1.40	民企
35	绿城中国	73.50	75.20	2.01	国企
36	德信集团	73.60	72.40	1.37	民企
37	郎诗集团	73.80	52.80	2.70	民企
38	禹洲集团	73.98	80.42	1.85	民企
39	美的置业	74.70	58.20	2.21	民企
40	上坤集团	75.40	66.70	1.30	民企
41	新城控股	75.54	60.48	1.44	民企
42	融创集团	76.00	86.60	1.11	民企
43	时代中国	76.60	68.70	2.50	民企
44	碧桂园	77.00	49.70	2.10	民企
45	中南置地	77.42	95.27	1.03	民企
46	大唐集团	78.20	48.00	1.63	民企
47	中国奥园	78.50	80.70	1.32	民企
48	阳光城	78.80	93.84	1.53	民企
49	中梁集团	79.30	56.10	1.50	民企
50	祥生集团	79.40	96.60	1.20	民企

51	当代置业	83.00	93.00	1.50	民企
52	建业集团	87.20	92.60	1.90	民企
53	首开集团	75.00	162.10	1.23	国企
54	华发集团	75.30	119.00	1.84	国企
55	恒大集团	81.00	99.80	0.36	民企
56	绿地集团	82.80	116.60	1.34	国企
57	富力集团	74.90	123.50	0.55	民企
58	华夏幸福	78.30	214.00	0.41	民企
59	蓝光发展	84.01	227.78	0.30	民企
60	泰禾集团	70 以上	100 以上	1 以下	民企

数据来源：克而瑞地产研究，房地产企业公告，东北证券

**表 4：2021 房企相关事件**

时间	涉及地产公司	相关信用事件
2021 年 3 月	华夏幸福基业控股股份公司	20 华夏幸福 MTN001 出现违约
2021 年 6 月	华夏幸福基业控股股份公司	20 华 EB02 出现违约
2021 年 7 月	四川蓝光发展股份有限公司	19 蓝光 MTN001 出现违约
2021 年 8 月	中国恒大集团	玺知集团公告称恒大开具的 3317.4 万元商票逾期
2021 年 8 月	泛海控股股份有限公司	18 泛海 MT001 出现委员
2021 年 9 月	建业地产股份有限公司	向政府提交《关于企业出现重大风险和危机并请求帮扶救援的报告》

数据来源：房地产企业公告，东北证券

**表 5：2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业操盘金额**

排名	企业简称	操盘金额（亿元）
1	碧桂园	7208.6
2	万科地产	6122.8
3	融创中国	5677.2
4	保利发展	4899.7
5	中国恒大	4356.3
6	中海地产	3524.5
7	绿城中国	3509.4
8	华润置地	2950.0
9	招商蛇口	2892.0
10	金地集团	2879.5

数据来源：克而瑞地产研究，东北证券

**表 6：2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业操盘面积**

排名	企业简称	操盘面积（万平方米）
1	碧桂园	8411.7
2	中国恒大	5337.1
3	融创中国	3972.5

4	万科地产	3752.9
5	保利发展	3037.2
6	绿地控股	2205.9
7	新城控股	1803.1
8	中海地产	1776.7
9	金科集团	1636.7
10	绿城中国	1526.5

数据来源：克而瑞地产研究，东北证券

**表 7：2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业销售-全口径金额**

排名	企业简称	全口径金额（亿元）
1	碧桂园	7588.2
2	万科地产	6203.0
3	融创中国	5976.0
4	保利发展	5385.0
5	中国恒大	4400.3
6	中海地产	3710.0
7	招商蛇口	3268.1
8	华润置地	3158.0
9	绿地控股	2903.0
10	龙湖集团	2900.9

数据来源：克而瑞地产研究，东北证券

**表 8：2021 年 1-12 月中国房地产 TOP10 企业销售-权益金额**

排名	企业简称	权益金额（亿元）
1	碧桂园	5571.8
2	中国恒大	4184.7
3	万科地产	4032.0
4	保利发展	3716.1
5	融创中国	3610.1
6	中海地产	3466.7
7	绿地控股	2612.7
8	华润置地	2174.0
9	招商蛇口	2043.0
10	龙湖集团	2029.4

数据来源：克而瑞地产研究，东北证券

**防水材料密切受新开工施工及疫情影响。**第一，地产基建新开工直接影响防水行业收入，2021 上半年地产转好，2021 年全年防水行业的产量增速 18.0%，防水企业的主营业务收入累计比 2020 年同期增长 13.2%。利润总额连续八个月出现负增长，1-12 月利润总额同比下降 2.04%。1-12 月份，839 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 1261.59 亿元，比 2020 年同期增长 13.2%，

增速比去年同期提高 8.6pct。第二，疫情及下游行业情况促进建材中小企业出清。疫情加剧需求下滑，影响物流生产，使防水企业面临履约困难、原材料供应不足、复工复产困难等困境，其中中小企业风险承受能力、成本控制能力较上市企业弱，受影响更大。

**地产行业对建材行业持续经营带来影响。**建材行业作为房地产下游，应收账款多。当下游地产企业客户出现现金流问题时，会对上游建材行业占款。房地产行业下行，部分规模以上房企暴雷，建材企业回款周期变长，部分应收账款存在减值的风险。2021 年多家建筑公司应收账款都出现逾期情况，商票兑付先于金融负债出现问题。下游巨大风险敞口，对防水企业不可避免产生影响。房企上下游产业受到的影响多有体现，如建筑行业南通六建破产。

**表 9：2021 年建筑公司应收情况**

公司名称	事件
三棵树	截至 2021 年 8 月 31 日，应收票据 3.34 亿元，应收账款 2.28 亿元
垒知集团	截至 2021 年 7 月 31 日，商业承兑汇票逾期未兑付 3317 万元
永高股份	截至 2021 年 8 月 25 日，应收款 4.78 亿元，已经逾期未兑付承兑汇票 1.95 亿元
金螳螂	截至 2021 年 6 月 30 日，应收承兑汇票 41.09 亿元
广田集团	截至 2021 年 6 月 30 日，应收承兑汇票 27.2 亿元
全筑股份	截至 2021 年 6 月 30 日，应收承兑汇票 25.3 亿元

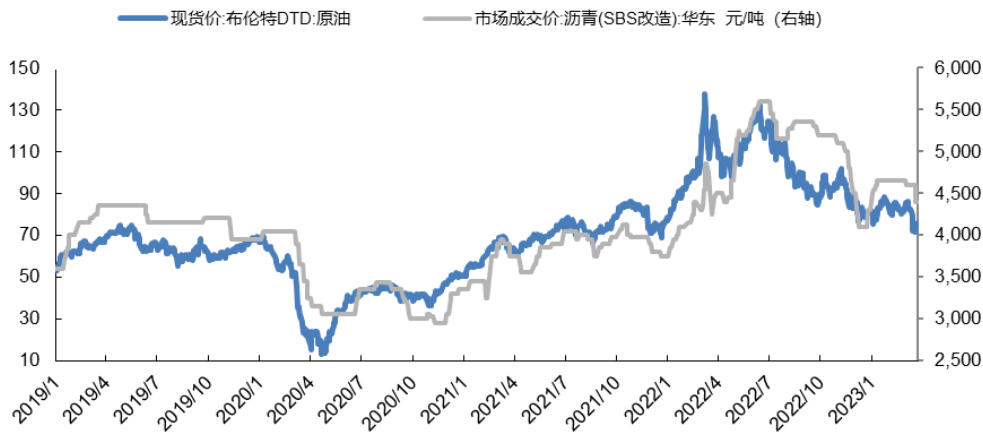
数据来源：东北证券

### 2.1.2. 原材料飞涨成本上升，行业出清进一步加速

**沥青价格水平升高，中小企业出清或加速。**目前我国沥青基防水卷材仍为防水主要产品，沥青价格波动将对企业盈利能力造成极大影响。以华东地区 SBS 改性沥青为例，市场主流报价 2020 年 11 月 27 日为 2950 元/吨，2022 年 6 月 20 日上涨至 5600 元/吨，幅度接近一倍。一般沥青占据防水卷材成本构成的 30%左右，若极端情况沥青价格上涨 100%，防水企业毛利率下降幅度接近 30pct，如北新建材 2022 年销售毛利率 29.24%。行业前列公司尚且如此，对中小企业来说，面临的收入利润两重困境就更加险峻。不过近期沥青价格有所下降，但仍高于 2020 水平。2023 年 3 月 24 日，华东沥青(SBS 改性沥青)市场成交价 4600.0 元/吨，月环比下降 1.1%，同比上升 5.7%。



图 17: 布伦特原油和国内沥青价格



数据来源: iFinD, 东北证券

## 2.2. 防水新规业已落地，行业扩容逐步兑现

2022年10月24日住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》(下文简称防水新规或新规), **2023年4月1日起实施**。从定性角度上对行业的影响有:**1. 施工标准以及工艺细化要求更加严格**。新规对于平屋面、金属板屋面的I级和II级防水均增加了一道设防并对外墙防水做了细化要求。同时防水设防的覆盖范围大幅增加。单场景使用量+应用场景增加双重因素带来防水行业扩容。**2. 首次在国标中引入设计工作年限这一概念, 行业格局获得优化**。新规中对防水设计工作年限要求升高, 从源头改善行业竞争格局。目前非标产品很难满足此标准要求。随着非标产品逐步退出市场, 行业格局将会得到优化。**3. 防水施工占建安成本比例较低, 新规出台后不会出现大量项目为规避监管提前报批的情况**。

**表 10: 现行规范和新规范比较**

	现行规范		新规范	是否提升标准
明挖法地下工程	一级	应选防水混凝土, 应选一至二种防水	一级 3道, 应选1道防水混凝土, 不少于两道防水层, 其中防水卷材或防水涂料不少于1道	是, 道数提升
	二级	应选防水混凝土, 应选一种防水	二级 2道, 应选1道防水混凝土, 不少于1道防水层, 任选	/
	三级	应选防水混凝土, 宜选一至二种防水	三级 应选1道防水混凝土	/
	四级	宜选防水混凝土		
平屋面工程	I级(重要建筑和高层建筑)	卷材防水层和卷材防水层、卷材防水层和涂膜防水层、复合防水层	一级 防水做法不少于3道, 卷材防水层不少于1道	是, 道数提升
	II级(一般建筑)	卷材防水层、涂膜防水层、复合防水层	二级 防水做法不少于2道, 卷材防水层不少于1道	是, 道数提升
			三级 防水做法不少于1道, 卷材或涂料任选	/
金属板屋面工程	I级(重要建筑和高层建筑)	压型金属板+防水垫层	一级 不应少于2道, 其中应选1道金属板, 防水卷材不应少于1道, 厚度不应小于1.5mm	是, 厚度变化
	II级(一般建筑)	压型金属板、金属面绝热夹芯板	二级 不应少于2道, 其中应选1道金属板, 防水卷材不应少于1道	是, 道数提升
			三级 不应少于1道, 应选1道金属板	/
外墙工程	年降水量>800mm 高层建筑外墙	进行墙面整体防水	一级 混凝土外墙设1道、框架填充及砌体外墙设2道	是, 道数提升
	400mm>年降水量>800mm地区建筑外墙	部分设防	二级 混凝土外墙不设防水、框架填充及砌体外墙设1道	是, 道数提升
	年降水量<400mm	不进行防水	三级 不进行防水	/

数据来源: 东北证券, 住建部官网

**表 11: 室内防水设计**

<b>一般规定</b>	住宅卫生间、厨房、浴室、设有配水点的封闭阳台、独立水容器等均应进行防水设计。
<b>功能房间</b>	卫生间、浴室的楼、地面应设置防水层, 墙面、顶棚应设置防潮层, 门口应有阻止积水外溢的措施。
<b>防水设计</b>	厨房的楼、地面应设置防水层, 墙面宜设置防潮层; 厨房布置在无用水点房间的下层时, 顶棚应设置防潮层。

当厨房设有采暖系统的分集水器、生活热水控制总阀门时，楼、地面宜就近设置地漏。

排水立管不应穿越下层住户的居室；当厨房设有地漏时，地漏的排水支管不应穿过楼板进入下层住户的居室。

厨房的排水立管支架和洗涤池不应直接安装在与卧室相邻的墙体上。

设有配水点的封闭阳台，墙面应设防水层，顶棚宜防潮，楼、地面应有排水措施，并应设置防水层。

墙面防水设计应符合下列规定：

1 卫生间、浴室和设有配水点的封闭阳台等墙面应设置防水层；防水层高度宜距楼、地面面层 1.2m。

2 当卫生间有非封闭式洗浴设施时，花洒所在及其邻近墙面防水层高度不应小于 1.8m。

有防水设防的功能房间，除应设置防水层的墙面外，其余部分墙面和顶棚均应设置防潮层。

数据来源：东北证券，住建部官网

**表 12：设计工作年限**

	设计工作年限
地下工程	不应低于工程结构设计工作年限
屋面工程	不应低于 20 年
室内工程	不应低于 25 年
桥梁工程桥面防水	不应低于桥面铺装设计工作年限

数据来源：东北证券，住建部官网

从定量角度看，我们认为防水新规有望为防水市场创造超过 50% 的空间提升。目前已经存在的地下、屋面、室内防水产值比例为 7: 1: 2，我们利用场景比例对市场空间的增量进行了建议测算，在此表格中并未考虑外墙应用场景的增加导致的行业扩容，若考虑此因素，我们认为本此新规带来的市场空间扩容将会超过 50%。

扩容进度上，今年行业扩容逐步兑现，2024 可能正式进入加速扩容阶段。今年是政策起步阶段，行业初步发生变革，是头部企业提升市占率，重新制定游戏规则的关键阶段，今年行业扩容有望逐步兑现。目前各地也陆续出台防水新规细则，如山东结合防水全文强制规范出台建筑防水工程技术导则，北京市住建委发布《住宅工程防水施工和渗漏防治指南》等助力防水新规实施。中国建筑防水协会批准的《建筑防水材料工程要求试验方法》标准也已于 2023 年 3 月 25 日正式实施。

**表 13：不同场景增量**

屋面防水	不同场景增量	
占比	10.0%	
2 级	70.0%	50%
1 级	30.0%	100%
增量	6.5%	
地下		

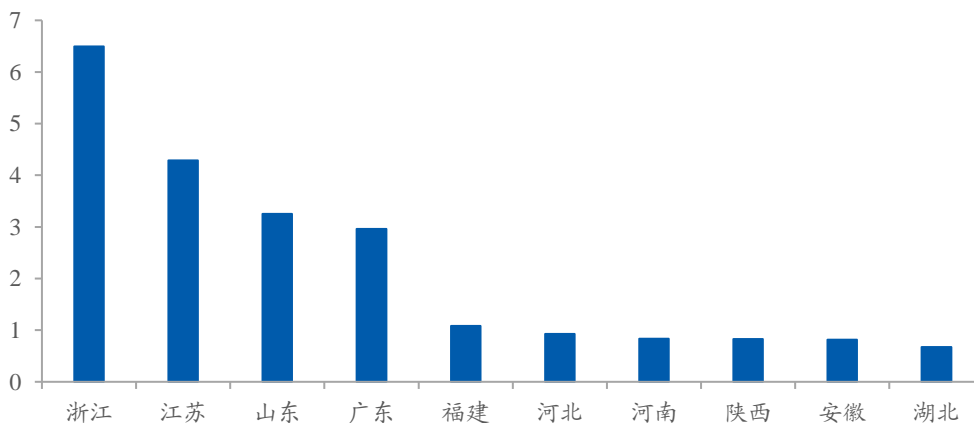
占比	70.0%	
2级	95.0%	50%
增量	33.3%	
室内		
占比	20.0%	50%
增量	10.0%	
合计		49.8%

数据来源：东北证券，公开资料整理

### 2.3. 分布式光伏快速增长，高分子产品具备相对优势

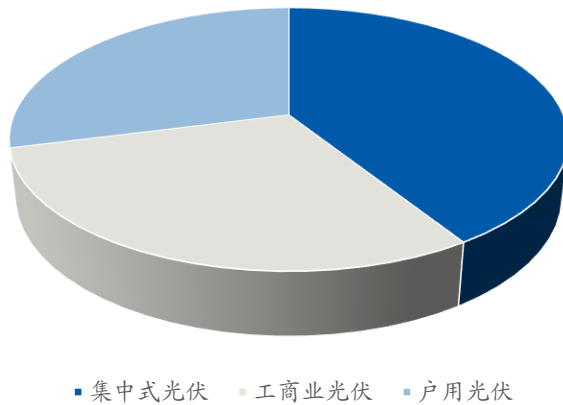
我国光伏装机飞速发展，其中工商业光伏表现亮眼。2022年，我国光伏新增装机87.41GW，同比增长59.3%。其中，分布式光伏新增装机51.1GW，同比增长74.5%。工商业光伏新增装机达25.86GW，同比增长236.7%，创下我国工商业光伏装机年新增记录。其中，浙江（6.496GW）、江苏（4.289GW）以及山东（3.249GW）为工商业分布式新增装机容量前三位的省份。

图 25：2022 年新增工商业光伏装机量前十省份（GW）



数据来源：iFinD，东北证券

图 25: 2022 年新增光伏装机量占比



数据来源: iFinD, 东北证券

多项政策助力我国分布式光伏装机快速发展。2023 年 1 月 18 日, 国家能源局印发《2023 年能源监管工作要点》。文件指出, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 不断缩小电网企业代理购电范围, 推动更多工商业用户直接参与交易, 不断引导虚拟电厂、新型储能等新型主体参与系统调节。随“双碳”不断推进, 对于分布式光伏尤其是工商业分布式光伏的推进政策频频推出, 将进一步加速工商业光伏的发展。

表 14: 工商业分布式光伏政策一览

发布时间	发布单位	政策名称	主要内容
2023 年 1 月	国家能源局	《2023 年能源监管工作要点》	完善水电、风电、光伏等发电项目及涉网工程施工企业许可管理, 促进可再生能源健康发展。落实“先立后破”要求, 做好煤电机组许可准入退出, 稳妥开展符合产业政策和节能减排政策煤电机组许可延续, 促进有序替代。
2023 年 1 月	国家发展改革委办公厅	《国家发展改革委办公厅关于进一步做好电网企业代理购电工作的通知》	鼓励支持 10 千伏及以上的工商业用户直接参与电力市场, 逐步缩小代理购电用户范围。优化代理购电市场化采购方式, 完善集中竞价交易和挂牌交易制度, 规范挂牌交易价格形成机制。
2022 年 8 月	国家能源局南方分局	《广东、广西、海南省(区)分布式光伏发电项目并网指引》	着重推动简化分布式光伏并网办理流程, 促进分布式光伏发电项目尽快并网发电, 电网企业采用即时受理、资料后补的“容缺办理”形式, 对于项目业主提交并网申请材料不完整的, 应一次性书面告知并于并网验收前补齐。
2022 年 8 月	国家能源局	《户用光伏建设运行指南(2022 年版)》	为更好推动户用光伏行业健康有序发展, 向广大用户普及户用光伏行业知识, 切实保障用户合法权益, 我们组织中国光伏行业协会等有关单位编写《户用光伏建设运行指南(2022 年版)》。
2022 年 7 月	住建部	《关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知》	因地制宜推动城市分布式光伏发展, 发展能源互联网, 深度融合先进能源技术、信息通信技术和控制技术, 支撑能源电力清洁低碳转型、能源综合利用效率优化和多元主体灵活便捷接入。



2022年 2月	国务院	《关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》	巩固光伏扶贫工程成效，再有体哦阿健的脱贫地区发展光伏产业，推进农村光伏、生物质能等清洁能源建设
2022年 1月	住建局	《关于印发智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025年）的通知》	开展以智能光伏系统为核心，以储能、建筑电力需求响应等新技术为载体的区域级光伏分布式应用示范。因地制宜开展智能光伏电站建设，鼓励智能光伏在整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点中的应用，促进光伏发电与其他产业有机融合。
2022年 1月	国家能源局	《关于印发加快农村能源转型发展助力乡村振兴的实施意见的通知》	支持具备资源条件的地区，特别是乡村振兴重点帮扶县，以县域为单元，采取“公司+村镇+农户”等模式，利用农户闲置土地和农房屋顶，建设分布式光伏和光伏发电，配置一定比例储能，自发自用，就地消纳，余电上网，农户获取稳定的租金或者电费受益。

### 相比传统沥青基防水材料，高分子防水材料与工商业光伏屋顶防水需求更为适配。

在光伏项目防水材料的选择上，希望可以达到的要求不仅仅是短期的防水效果有所保证，更需要防水材料更加长效能够做到与光伏发电系统同寿命。在此要求下，高分子防水卷材相对于传统卷材，沥青基防水卷材、普通塑料防水卷材，在很多方面具有优势。在产品上，功能在抗渗性上表现尤其突出，解决传统防水卷材易窜水的问题。直接造价远低于改性沥青防水卷材，性价比较高。在施工上，冷施工的特性对安全和环保性多有贡献，同时施工工期短，施工劳动强度低易实现，为产品灵活适应多种施工环境打下基础。

**表 15: 公司 MBP 高分子自粘胶膜防水卷材与其他预铺防水材料特点对比**

项目	抗渗性	性价比	施工特性	工期	安全性和环保性
MBP 高分子自粘胶膜防水卷材	与主体结构粘结牢固、不窜水、抗渗性好，防水系统可靠	达到一级防水要求综合成本低	劳动强度低、易施工、环境适应性强	工期短	基本冷施工，施工过程无溶剂、无明火，安全环保
沥青基防水卷材	易窜水、可靠度一般	达到一级防水要求综合成本较高	劳动强度高、基面要求高、施工难度大	工期长	施工过程中一般有溶剂及有明火，存在安全环保隐患
普通塑料卷材	易窜水、可靠度一般	达到一级防水要求综合成本高	劳动强度低、施工难度大、基面要求低	工期较长	采用电加热焊接，存在安全隐患，无明火、无溶剂

数据来源：公司招股说明书、东北证券

**表 16: 高分子卷材与传统卷材直接造价对比**

MBP-P 及 MBP-Pro 卷材防水体系（一级防水构造做法）	造价	SBS 卷材防水体系（一级防水构造做法）	造价	SBS 卷材防水体系（二级防水构造做法）	造价
钢筋砼结构自防水		钢筋砼结构自防水		钢筋砼结构自防水	

1.2 厚 MBP-P 卷材	G	50 厚细石混凝土保护层	A	50 厚细石混凝土保护层	A
		隔离层	B	隔离层	B
		3 厚 SBS 卷材	C	4 厚 SBS 卷材	D
		4 厚 SBS 卷材	D	20 厚水泥砂浆找平层	E
		20 厚水泥砂浆找平层	E		
100 厚 C15 混凝土垫层		100 厚 C15 混凝土垫层		100 厚 C15 混凝土垫层	
造价比较: [G] << [ A+B+D+E] < [ A+B+C+D+E]					

数据来源: 凯伦股份小程序、东北证券

### 3. 凯伦股份: 瞄准细分赛道, 满足光伏防水一站式需求

#### 3.1. 技术底蕴, 助力高分子防水发展

##### 3.1.1. 精细化赛道选择

**深耕高分子领域, 领跑精细赛道。**公司多年来持续布局高分子领域, 通过实施高分子防水材料竞争策略, 引领高分子防水材料应用新趋势, 高分子产业园设计产能 1 亿平米, 结合自身的产品和技术, 引进欧洲全套生产设备, 是目前行业少数同时生产 G 类和 GL 类 TPO 和 PVC 防水材料的公司。公司经过大量的开创性研究以及配方优化实验, 率先在国内突破了高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题, 自行研制配方、安装设备, 分别实现了 MBP 高分子胶、片材和最终成品的量产, 在该细分市场领域取得了产品生产技术和施工应用体系的组合优势。同时掌握 PVC 卷材产品关键技术, PVC 卷材是目前欧洲和北美普遍使用的高分子防水材料, 公司产品的尺寸稳定性、耐候性、抗风揭能力和焊接性能等方面均已达到国际标准。公司产品已通过铁路认证、交通认证、中核集团认证、中国建材认证、中国环境标志产品认证以及欧盟 CE 认证等多项认证。

**表 17: MBP-Pro 高分子自粘胶膜预铺防水卷材技术参数 (执行标准: GB/T23457-2017)**

序号	项目	指标 (P 类)	实测典型值	
1	拉伸性能	拉力/(N/50mm)	≥600	1048
		拉伸强度/Mpa	≥16	34.6
		膜断裂伸长率	≥400	808
		拉伸时现象	胶层与主体材料或胎基无分离现象	胶层与主体材料或胎基无分离现象
2	钉杆撕裂强度/N	≥400	752	
3	抗穿刺强度/N	≥350	356	
4	抗冲击性能(0.5kg·m)	无渗漏	无渗漏	
5	抗静态荷载	20kg, 无渗漏	20kg, 无渗漏	
6	耐热性	80℃, 2h 无位移、流淌、滴落	80℃, 3h 无位移、流淌、滴落	
7	低温弯折性	主体材料-35℃, 无裂纹	主体材料-35℃, 无裂纹	
8	低温柔性	胶层-25℃, 无裂纹	胶层-25℃, 无裂纹	
9	渗油性/张数	≤1	1	

10	抗窜水性（水力梯度）	0.8MPa/35mm, 4h 不 窜水	0.8MPa/35mm, 4h 不窜水	
11	不透水性（0.3MPa, 120min）	不透水	不透水	
12	与后浇混凝土剥 离强度/（N/mm）	无处理	>=1.5	2.8
		浸水处理	>=1.0	2.5
		泥沙污染表面	>=1.0	2.6
		紫外线处理	>=1.0	2.1
		热处理	>=1.0	2.4
13	与后浇混凝土浸水后剥离强度/（N/mm）	>=1.0	3.1	
14	卷材与卷材剥离 强度（搭接边） /（N/mm）	无处理	>=0.8	2.6
		浸水处理	>=0.8	2.6
15	卷材防粘处理部位剥离强度/（N/mm）	不粘合	不粘合	
16	热老化（80℃， 168h）	拉力保持率/%	>=90	95
		伸长率保持率/%	>=80	90
		低温弯折性	主体材料-32℃，无 裂纹	主体材料-32℃，无裂 纹
		低温柔性	胶层-23℃，无裂纹	胶层-23℃，无裂纹
17	尺寸变化率	<=±1.5	±0.3	

数据来源：凯伦股份小程序，东北证券

图 18: 公司认证书


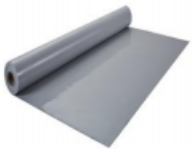









数据来源: 招股说明书, 东北证券

**防水产品多类覆盖。**从产品上, 公司高分子卷材有 MBP、PVC 以及 TPO 等诸多种类, 分别有不同的应用场景。公司产品还包括当前市场常规材料, 自粘聚合物改性沥青系列防水卷材。该类产品以 PET 卷材、MBA-CL 卷材为主, 公司基于工艺流程的优化, 公司采用自动计量和全封闭投料装备, 通过高精度感应控制系统, 最大限度地避免了废气外溢和人工投料误差, 提高了卷材的质量和成品率。

表 18: 公司主要产品及其用途:

产品类别	产品名称	产品图案	应用领域
------	------	------	------

	MBP 高分子自粘胶膜防水 卷材		各类地下室的底板和垂直开挖的地下室外墙防水；明挖隧道和下沉式道路底板和外墙防水；暗挖隧道防水
高分子卷材	PVC 卷材		轻钢、混凝土屋面的外露式防水；地下室顶板防水
	TPO 卷材		轻钢、混凝土屋面的外露式防水
	PET 卷材		地下室和屋面防水
沥青基 卷材	MBBAC 卷材		地下室和屋面防水
	MBA-CL 卷材		地下室和屋面防水
防水涂料	MPU-Pro 聚氨酯防水涂料系列		地下室、地铁站、明挖隧道、下沉式道路等地下工程的外墙和顶板防水；屋面防水；室内和阳台防水；水池和泳池等防水
	CCCW 水泥基渗透结晶型防水涂料		--
建筑防水 辅材	MST 高分子自粘胶带系列		窗框、管根和落水口等接缝的密封处理；卷材修补；卷材和保温隔热板连接密封处理

数据来源：公司官网，东北证券

### 3.1.2. 产能扩张，提升区域服务能力



**基地众多，生产发货协同效应强。**公司在江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充、高分子产业园的五个基地已投产，广西贵港、江苏宿迁的生产基地在建，生产基地能够辐射华东、华北、华中、西南、华南等绝大部分的市场区域。公司可以充分利用生产基地区位优势，降低管理和服务成本，缩短服务到位时间，提升对周边区域服务能力，提升市场占有率及影响力。公司积极推进信息技术与制造基地的深度融合，建设智能工厂，不断提高智能化、自动化水平，进一步提升产品品质和服务水平，确保公司产品以更低物流成本辐射全国市场，实现协同生产、发货。

**表 19: 截止 2022 年 6 月公司在建项目情况**

项目名称	预算数(元)	工程累计投入占 预算比例	工程进度	资金来源
华东生产基地项目	448500000	30.31%	30.31%	其他
新型高分子建筑防水卷材项目(含一期二期)	940790000	46.67%	46.67%	募股资金
西南防水新材料生产项基地项目(二期)在安装设备	27983084.91	100.00%	100.00%	其他
华南生产基地项目	355721600	6.95%	6.95%	其他
黄冈防水卷材生产基地项目在设备安装	8734825.91	100.00%	100.00%	募股资金
江苏凯伦新产线建设	15272521.31	67.35%	67.35%	其他
TMP 项目覆膜机	5300000	25.11%	25.11%	其他
合计	1802302032			

数据来源：公司年报，东北证券

### 3.2. 融合光伏屋顶系统

#### 3.2.1. 单层屋面系统

**凯伦单层屋面系统发展成熟，为融合光伏屋顶建立基础。**单层屋面系统是公司推出的根据不同的屋面基层情况提出相对应的屋面防水解决方案。充分利用公司自有材料，如凯伦钢塑复合系统采用凯伦 TMP/PMP 作为钢塑复合板作为屋面板暴露使用，上有固定件 PVC/TPO 覆盖片，在使用寿命和防渗漏风险上与单层金属板屋面相比大有优势。目前已经在多个案例中成功实施。

图 19: 公司单层屋面系统 (新建屋面系统)

**EXPOSED SYSTEM**

**暴露式系统** ⬇

“暴露式系统”是指屋面防水层以上无其它构造层次或压铺物的屋面系统。该系统常用于工业厂房、客运站、物流仓库等大型轻钢屋面项目。

- ☑ 高分子卷材卓越的耐老化性能, 大幅提升屋面防水使用年限。
- ☑ 浅色高分子卷材的高阳光反射率, 有效降低建筑能耗, 更加节能环保。
- ☑ 卷材暴露使用, 检修、维护、保养方便且成本较低。
- ☑ 屋面防水、保温、隔汽、隔音一体化系统设计、施工。

凯伦暴露式屋面系统包括机械固定系统、满粘系统、钢塑复合板系统。



**NON-EXPOSED SYSTEM**

**非暴露式系统** ⬇

“非暴露式系统”是指屋面防水层之上有压铺物或其它构造层次的屋面系统。该系统常用于大型机场、体育馆、屋顶花园等项目。

- ☑ 可保留金属屋面质感且防水层得到有效保护。
- ☑ 具有柔性高分子卷材优异的防水性能。
- ☑ 具有优异的物理阻根性能。
- ☑ 屋顶花园可减少建筑热岛效应, 增加建筑物的美观效果。

凯伦非暴露式屋面系统包括金属围护系统、种植屋面系统。



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 20: 公司单层屋面系统 (旧屋面翻新系统)

METAL ROOF RENOVATION SYSTEM

**金属屋面翻新系统** ↓

针对金属屋面翻新的项目, 采用单层高分子卷材维修的旧屋面翻新系统:

- ☑ 改善屋面系统功能
- ☑ 延长屋面使用年限
- ☑ 不破坏原屋面结构, 不影响正常生产或使用
- ☑ 提升屋面美观度

凯伦金属屋面翻新系统包括机械固定系统、满粘系统、钢塑复合板系统。



CONCRETE ROOF RENOVATION SYSTEM

**混凝土屋面翻新系统** ↓

针对混凝土屋面翻新的项目, 采用单层高分子卷材维修的旧屋面翻新系统:

- ☑ 改善屋面系统功能
- ☑ 减少原屋面层次的拆除和垃圾清理
- ☑ 维修成本较低
- ☑ 翻新后效果显著

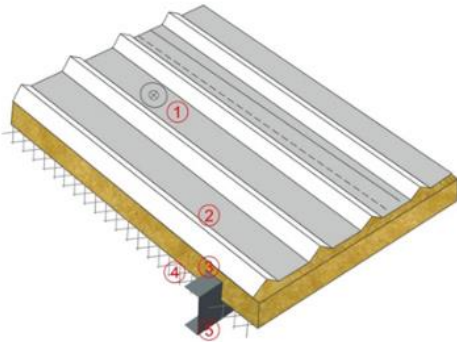
凯伦混凝土屋面翻新系统包括机械固定系统、满粘系统。



数据来源: 公司官网, 东北证券

图 21: 公司钢塑复合系统

- ① 固定件及PVC/TPO覆盖片
- ② PMP/TMP钢塑复合板
- ③ 保温层
- ④ 钢丝网
- ⑤ 檩条



数据来源：公司官网，东北证券

表 20: 公司单层屋面系统成功案例

成功案例
上汽大众（新疆）汽车有限公司扩建厂房
江苏凯伦建材股份有限公司（苏州工厂）
上海白龙港污水处理厂
连云港田湾核电站
海南神州半岛酒店
江苏凯伦建材股份有限公司（南充产业基地）
贵州遵义中航工业厂房项目
咸阳高新产业园区厂房
苏州移动软件园
江苏凯伦建材股份有限公司（黄冈产业基地）
台州市跨境电子商务产业园
苏州启迪设计集团
肇庆一中体育馆

数据来源：公司官网，东北证券

### 3.2.2. 融合光伏屋顶系统

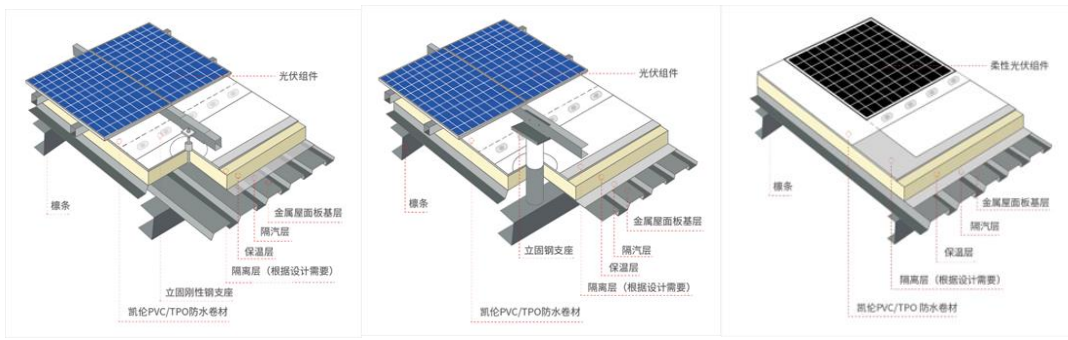
推出“融合光伏屋顶系统”，解决光伏防水痛点。凯伦高分子产业园推出“融合光伏屋顶系统”，将凯伦单层屋面系统与光伏发电系统有机结合，全新的功能型屋顶系统。该系统可提供至少 25 年超长使用年限，有效解决传统光伏屋面上防水等构造层使用寿命与光伏组件生命周期不匹配的行业痛点。凯伦高分子防水材料特有的高反射率可明显提升光伏发电效率。公司分别推出融合光伏屋顶系统国际通用型单层屋面



系统、融合光伏屋顶系统经济适用型 TMP 融合瓦系统，以及种植顶板虹吸排水系统解决方案。

**融合光伏屋顶系统国际通用型——单层屋面系统**，上设 TPO/PVC 卷材，TPO 防水卷材属于生产玻纤内增强型 (G 类)、玻纤内增强复合背衬型 (GL 类)，人工气候加速老化时间达到 10000 小时，外露使用寿命可长达 25 年以上。PVC 防水卷材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。

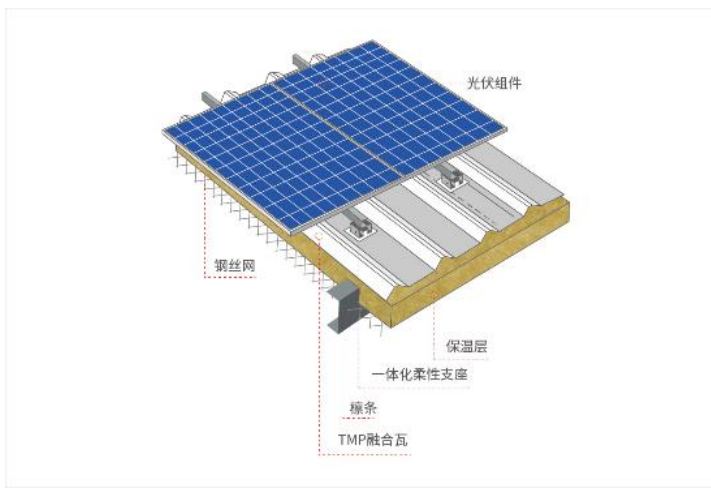
**图 22：融合光伏屋顶系统国际通用型——单层屋面系统**



数据来源：公司官网，东北证券

**融合光伏屋顶系统经济适用型——TMP 融合瓦系统**，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。可以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。

**图 23：融合光伏屋顶系统经济适用型——TMP 融合瓦系统**



数据来源：公司官网，东北证券

**融合光伏屋顶五大核心优势，助力国家能源体系绿色低碳转型战略。** 1. 系统优：具有防水、保温、耐老化、抗风揭等优势，细部处理柔性化、更可靠。2. 质保久：提供至少 25 年使用年限，全生命周期保障，解决后顾之忧。3. 低成本：相比传统单层金属板系统寿命更长，25 年不渗漏，可节省 50% 费用。4. 高收益：利用闲置屋

顶资源，引进第三方参与投资。获取使用补贴与打折电力。5. 利社会：助力国家“双碳”目标实现。

### 3.2.3. 赋能光伏，与光伏公司深度合作

**携手光伏企业，抓牢增长机遇。**光伏等可再生能源在我国实现碳达峰、碳中和的背景下地位优势明显。光伏屋顶也是光伏发电的重要途径，公司与光伏企业携手合作，开发一体化光伏屋面系统，能适时解决光伏屋顶防水问题，抓住行业刚需增长点。公司与固德威进行联合产品研发，针对高分子防水卷材屋面实现建筑光伏一体化的技术攻关，同时宣布联合打造全新工商业一体化光伏屋面系统。进行推出的“银河”轻质光电建材正式投产，实现工商业屋顶建筑光伏一体化产品的更深度融合。携手三峡集团、葛洲坝集团、棋盘农业科技实现进一步战略合作。

图 24: 公司合作伙伴



数据来源：凯伦股份微信公众号，东北证券

### 3.2.4. 分布式光伏产业链系统服务商转型

**拓宽公司战略目标，积极放眼未来。**未来公司战略目标向工商业屋面领军企业、分布式光伏产业链系统服务商、新基建和城市更新产品系统服务商转型，通过“低碳化+装配化”策略实现产品理念升维。公司已经做出多个新渠道探索策略选择，包括与浙江联盛合众新能源有限公司成立上海联盛凯伦新能源有限公司，躬身入局，打开系统化建设开端。

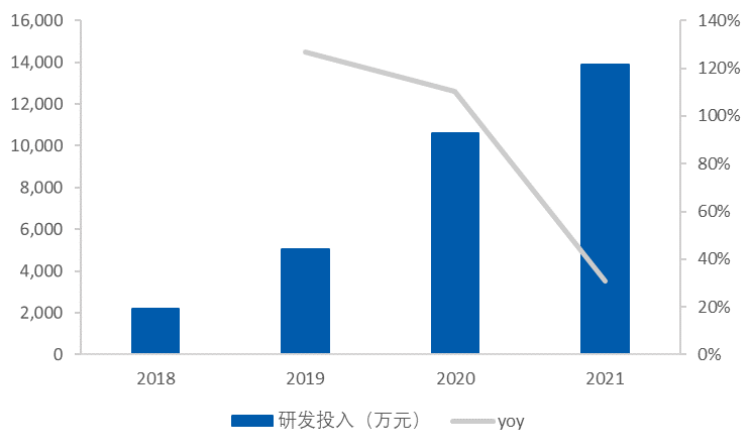
### 3.3. 研发奠基持续发展

**科研借力迭代创新，研发投入持续增加。**公司与中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院、苏州科技大学、苏州中材非金属矿工业设计研究院等科研单位开展深度合作，并与中国建筑防水协会、质量技术监督局、经济与信息化委员会等机构建立良好合作关系，实现资源的优势互补，实现防水行业“产学研”全面合作突破。公



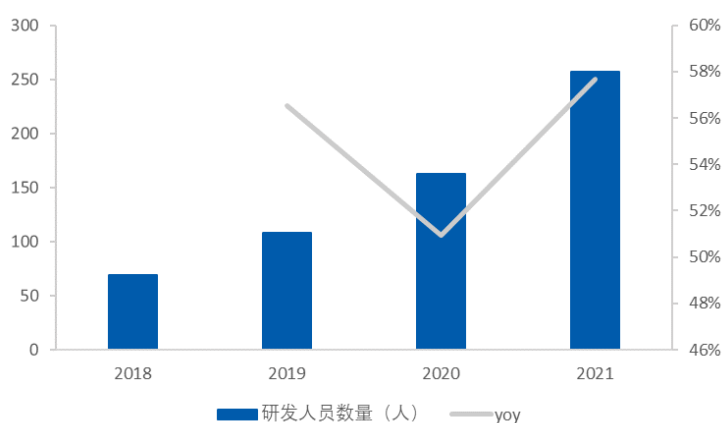
式专利数量多，研发投入大，研发人员占比。公司研发投入逐年增长，2021 年全年研发投入 13,877.83 万元，在 2020 年高投入的背景下仍旧实现 31% 的增长。同时公司研发人员上涨趋势不减，持续的研发投入及人员增长为公司研发能力提供源动力。

图 25: 公司 2018-2021 研发投入及同比增速



数据来源：公司年报，东北证券

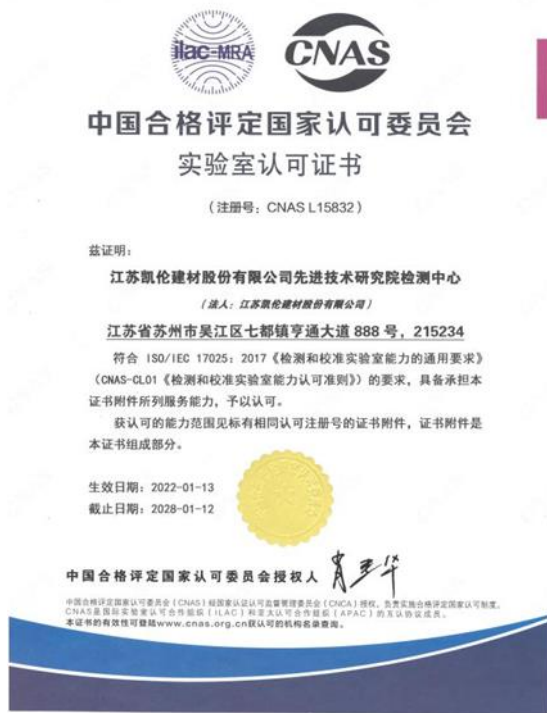
图 26: 公司 2018-2021 研发人员数量及同比增速



数据来源：公司年报，东北证券

**检测中心通过 CNAS 考察，全产品性能评价体系建立。**2022 年 01 月 18 日，公司先进技术研究院检测中心正式通过 CNAS 实验室现场评审和后续考察，获得中国合格评定国家认可委员会授予的认可证书，目前已引进岛津电子万能试验机、氙灯老化试验仪、紫外老化试验箱、盐雾试验机、激光粒度仪、热示差量热仪、热重分析仪等共计 150 余套检测设备。高标准检测实验室的建立对公司日后监测新产品产出质量及研发成果提供便利，创造研发及确认成果通路，对公司专利保护以及成果确认方便都大有裨益。

图 27: 实验室认可证书



数据来源：凯伦股份微信公众号，东北证券

图 28: 公司抗风揭实验室



数据来源：凯伦股份微信公众号，东北证券

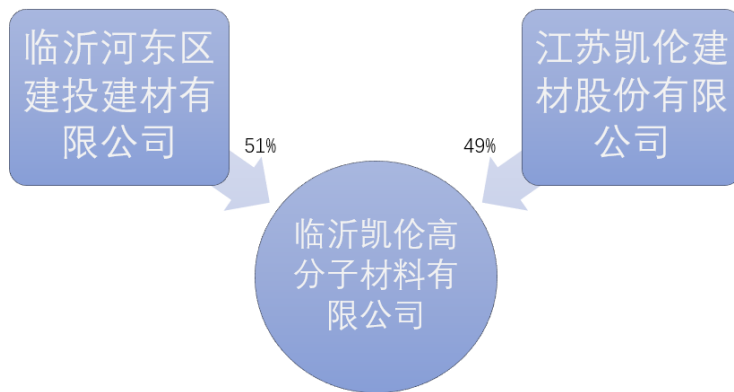
图 29: 各类检测设备



数据来源：凯伦股份微信公众号，东北证券

**与国企共建子公司，深度合作协同发展。**2022 凯伦与沂河东区建投建材有限公司合资成立临沂凯伦高分子材料有限公司，经营范围包括：新材料技术研发；新材料技术推广服务；合成材料销售；新型金属功能材料销售等。沂河东区建投建材有限公司母公司为临沂东城建设投资集团，集团产业布局科学广泛，以智能制造、金融服务、商贸物流、人才科创、文旅康养、绿色能源等六大产业为主，多元融合、协同发展，总资产逾 160 亿元，是 AA 信用评级的综合现代化国有企业。此次深度合作为凯伦在高分子材料上实现进一步突破打下坚实基础，更加提升产业布局。

图 30: 临沂凯伦高分子材料有限公司股权穿透图



数据来源：企查查，东北证券

#### 4. 盈利预测与估值

公司主要业务分为：防水卷材、防水涂料、工程施工。防水卷材为公司目前核心业务，防水卷材中公司有两大类产品：沥青基防水卷材以及高分子防水卷材，沥青基防水卷材与高分子防水卷材相比毛利较低，且公司未来积极发展高分子卷材业务，所以整体业务盈利结构将得到优化，预计公司 2022-2024 年收入增速为 -18%/40%/38%。毛利率方面预测 2022-2024 年毛利率分为 22.5%/31.5%/32.6%。其他业务营业收入增速以及毛利率情况见下表：

表 21: 盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入(百万元)						
防水涂料	140.14	343.49	576.39	489.93	587.91	711.38
防水卷材	984.56	1582.61	1787.86	1466.04	2052.46	2832.39
工程施工	14.54	48.73	180.35	198.39	273.78	342.22
其他主营业务	25.76	32.81	41.19	47.36	59.21	74.01
总计				2201.73	2973.36	3960.00
毛利率						
防水涂料	38.26%	38.75%	17.42%	8.00%	21.50%	22.50%
防水卷材	39.89%	44.69%	34.47%	22.50%	31.50%	32.60%
工程施工	19.10%	31.61%	27.52%	20.00%	25.50%	25.35%
其他主营业务	24.06%	35.35%	44.66%	25.00%	35.00%	35.00%
收入增速						
防水涂料	147.18%	145.11%	67.80%	-15.00%	20.00%	21.00%
防水卷材	80.73%	60.74%	12.97%	-18.00%	40.00%	38.00%
工程施工	205.78%	235.14%	270.10%	10.00%	38.00%	25.00%
其他主营业务	100.39%	27.37%	25.52%	15.00%	25.00%	25.00%

数据来源: 东北证券

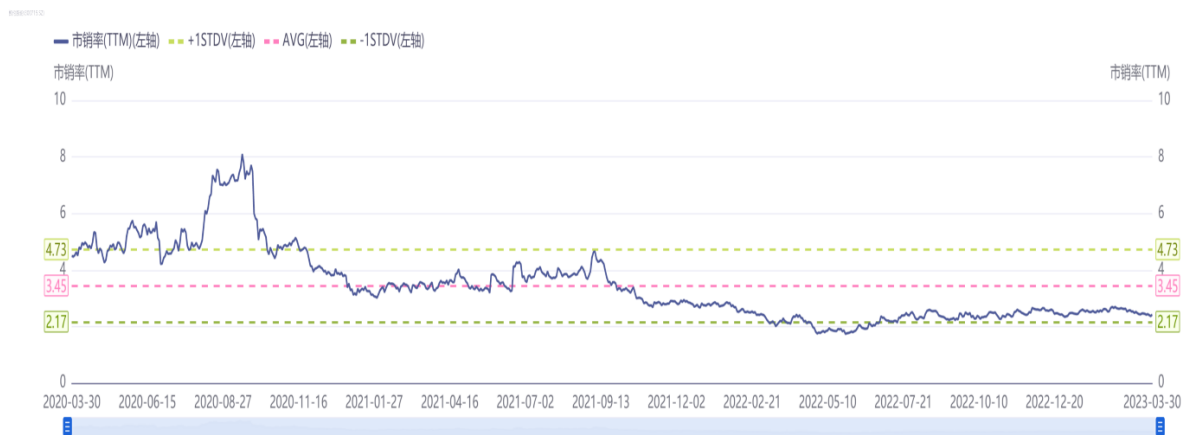
预计公司 2022-2024 年实现营业收入 22.02/29.73/39.60 亿元, 实现归母净利润 -1.02/2.30/3.90 亿元, 同比增长-241.80%/--/69.28%。EPS 为-0.26/0.60/1.01 元。我们选取东方雨虹、科顺股份作为可比公司, 公司在产品上未来专注光伏高分子防水材料细分领域, 与传统产品相比高分子防水材料毛利高, 盈利能力强, 给予一定估值溢价。同时, 公司 PS 处于历史相对低位, 给予“增持”评级。

图 31: 可比公司 PE——截至 2023.3.30

排名	代码	简称	最新日期	最新收盘价(元)	总市值(亿元) ↓	流通市值(亿元)	市盈率PE		
							TTM	23E	24E
	最大值			34.07	858.04	676.70	51.86	39.09	22.51
	最小值			11.75	53.16	38.52	-63.07	18.17	13.31
	平均值			19.88	349.98	273.20	5.25	25.94	17.18
	中位数			13.81	138.75	104.38	26.97	20.56	15.72
3	300715	凯伦股份	2023-03-30	13.81	53.16	38.52	-63.07	39.09	22.51
1	002271	东方雨虹	2023-03-30	34.07	858.04	676.70	26.97	20.56	15.72
2	300737	科顺股份	2023-03-30	11.75	138.75	104.38	51.86	18.17	13.31

数据来源: iFind

图 32: 凯伦股份 PS (TTM) ——截至 2023.3.30



数据来源: iFind

## 5. 风险提示

原材料价格大幅上涨、下游需求不及预期、业绩预测和估值不达预期。

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,532	2,906	704	2,376
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	2,019	219	3,080	1,645
存货	229	226	287	374
其他流动资产	97	97	97	97
<b>流动资产合计</b>	<b>4,328</b>	<b>3,479</b>	<b>4,699</b>	<b>4,771</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	834	1,009	1,103	1,230
无形资产	154	196	241	279
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,300</b>	<b>1,477</b>	<b>1,589</b>	<b>1,713</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,628</b>	<b>4,956</b>	<b>6,288</b>	<b>6,484</b>
短期借款	696	787	878	941
应付款项	955	472	1,397	1,040
预收款项	0	19	9	16
一年内到期的非流动负债	86	86	86	86
<b>流动负债合计</b>	<b>2,142</b>	<b>1,747</b>	<b>2,866</b>	<b>2,697</b>
长期借款	604	604	604	604
其他长期负债	64	64	64	64
<b>长期负债合计</b>	<b>669</b>	<b>669</b>	<b>669</b>	<b>669</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,811</b>	<b>2,416</b>	<b>3,535</b>	<b>3,366</b>
归属于母公司股东权益合计	2,815	2,538	2,750	3,114
少数股东权益	2	3	3	3
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,628</b>	<b>4,956</b>	<b>6,288</b>	<b>6,484</b>

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,586</b>	<b>2,202</b>	<b>2,973</b>	<b>3,960</b>
营业成本	1,801	1,781	2,110	2,764
营业税金及附加	12	10	17	20
资产减值损失	-4	0	0	0
销售费用	197	168	241	319
管理费用	117	100	164	219
财务费用	18	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	-1	-2	-4
<b>营业利润</b>	<b>78</b>	<b>-114</b>	<b>255</b>	<b>428</b>
营业外收支净额	-2	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>76</b>	<b>-114</b>	<b>255</b>	<b>428</b>
所得税	5	-12	24	38
净利润	71	-102	230	390
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>72</b>	<b>-102</b>	<b>230</b>	<b>390</b>
少数股东损益	-1	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>71</b>	<b>-102</b>	<b>230</b>	<b>390</b>
资产减值准备	255	160	55	40
折旧及摊销	60	134	169	188
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	63	0	0	0
投资损失	-11	1	2	4
运营资本变动	-785	1,577	-2,449	1,329
其他	-38	0	0	0
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>-384</b>	<b>1,771</b>	<b>-1,992</b>	<b>1,950</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1,368</b>	<b>-313</b>	<b>-283</b>	<b>-316</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>1,630</b>	<b>-84</b>	<b>73</b>	<b>38</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>-841</b>	<b>1,745</b>	<b>-2,174</b>	<b>1,711</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.20	-0.26	0.60	1.01
每股净资产 (元)	7.22	6.59	7.14	8.09
每股经营性现金流量 (元)	-0.98	4.60	-5.18	5.07
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	28.8%	-14.9%	35.0%	33.2%
净利润增长率	-74.2%	-241.8%	—	69.3%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	30.3%	19.1%	29.0%	30.2%
净利润率	2.8%	-4.6%	7.7%	9.8%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	177.11	150.32	153.10	160.17
存货周转天数	39.32	45.98	43.77	43.02
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	49.9%	48.7%	56.2%	51.9%
流动比率	2.02	1.99	1.64	1.77
速动比率	1.78	1.74	1.44	1.50
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	7.6%	7.7%	8.1%	8.1%
管理费用率	4.5%	4.6%	5.5%	5.5%
财务费用率	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
股息收益率	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	92.60	—	24.13	14.25
P/B (倍)	2.57	2.19	2.02	1.78
P/S (倍)	2.79	2.52	1.87	1.40
净资产收益率	3.3%	-4.0%	8.4%	12.5%

资料来源：东北证券



**研究团队简介:**

濮阳: 上海交通大学金融学硕士、金融学本科。曾作为建材、公用事业分析师, 在长城证券、西南证券、兴业证券任职。曾获 2022 年东方财富最佳分析师建材前三名、2021 年金牛最佳分析师建材第五名、2021 年上半年东方财富最佳分析师建材第一名、2021 年东方财富最佳分析师建材第三名。2022 年 7 月加入东北证券, 现任东北证券建材组首席。

陶昕媛: 香港中文大学经济学硕士, 现任东北证券建材组分析师, 2020 年加入东北证券。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准:  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

### 重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 东北证券股份有限公司

网址：<http://www.nesc.cn> 电话：95360,400-600-0686 研究所公众号：dbzqyanjisu0

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 10 层	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

