

东方雨虹 (002271.SZ)

建筑施工行业

评级：买入 首次评级

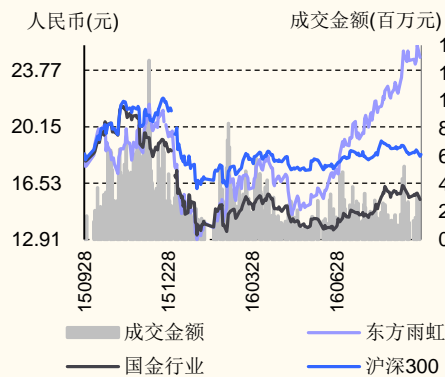
公司深度研究

市场价格 (人民币): 24.60 元
 目标价格 (人民币): 29.75-29.75 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	571.92
总市值(百万元)	20,435.06
年内股价最高最低(元)	25.37/12.91
沪深 300 指数	3240.75
深证成指	10476.97



市占率进一步提升空间大

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	1.385	0.878	1.187	1.547	1.949
每股净资产(元)	8.42	4.96	6.02	7.43	9.25
每股经营性现金流(元)	0.84	0.51	1.13	1.20	1.64
市盈率(倍)	24.07	22.23	12.69	9.73	7.73
行业优化市盈率(倍)	30.00	33.34	25.01	25.01	25.01
净利润增长率(%)	58.52%	26.57%	35.13%	30.34%	25.94%
净资产收益率(%)	16.45%	17.71%	19.73%	20.81%	21.06%
总股本(百万股)	416.33	830.69	830.69	830.69	830.69

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ 当前阶段属于公司提升市占率的较好时期: “大行业, 小公司” 是防水行业的长期逻辑, 公司作为行业内龙头企业, 市占率仅 5% 左右。我们认为, 当前阶段属于公司提升市占率的较好时期, 主要基于以下四个原因:

- 一, 当前地产企稳、水利基建项目落地加速为防水需求提供保障; 未来地下管廊、海绵城市的加速发展成为市场需求新增量; 沥青价格保持低位等因素为公司构筑了“天时”优势。
- 二, 经过多年发展, 公司当前产能相较于 2013 年已接近翻倍, 不到三年“再造了一个雨虹”, 且后期规划中将有更多产能逐步开始投资建设, 辐射国内大部分地区, 且公司产品种类已覆盖大部分防水品类。产能扩大、品类完善构成了“地利”条件。
- 三, “消费升级”引领下消费者将更加关注房屋渗漏问题; 公司的较高管理能力与政策执行能力已通过多年优秀业绩得以充分验证, 两者为公司扩大市占率战略奠定了“人和”基础。
- 四, 国外防水行业单一龙头企业市占率可以达到该国的 50% 以上, 而我国防水行业龙头企业规模依然较小 (东方雨虹目前市占率仅 5% 左右), 未来雨虹市占率成长空间依然广阔。

■ 多元化发展令公司锦上添花: 公司在做强做大防水材料基础上, 也围绕墙体材料进行了相关产品外延式发展, 如当前已有的硅藻泥、瓷砖胶产品, 以及即将投产的墙体保温材料等, 这些材料都属于环保性材料, 符合当前国内环保发展的大趋势, 具有很强的替代效应, 当前只处于发展的初始阶段, 后期空间广阔。

■ 推出高条件股权激励方案彰显对后期发展信心: 公司 6 月 30 日发布公告: 实施第二期股权激励计划, 拟以 8.24 元/股向 1112 人 (占总员工人数的 26%) 授予限制性股票 6504.4 万股 (占总股本的 7.83%), 激励力度大。且考核条件高 (授予之日未来 4 年净利润复合增长 25%), 当前公司经过多年快速发展, 体量已经较大, 该条件彰显了公司对未来发展的信心。

盈利预测及投资建议

■ “大行业、小公司” 是防水行业长期的投资逻辑, 随着打假力度的不断加大, 行业内优质公司将迎来发展机遇, 抢占假冒伪劣产品市场, 增加市占率, 从而规范行业竞争格局。通过多年的开拓, 公司在零渠业务的布局已初

郑晓刚 联系人
 (8621)60230232
 zhengxg@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

见成效（当前已占总收入的 16%），未来成长空间可期。另外多元化产品的放量也值得期待。

- 我们预测公司 2016-2018 的营业收入分别为 67.61/85.33/104.85 亿元，归母净利润分别为 9.86/12.85/16.19 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.19 元、1.55 元和 1.95 元，给予公司对应 2016 年 25 倍 PE 估值，目标价 29.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

- 房地产投资大幅下滑，原油价格大幅上涨。

内容目录

1 公司简介	5
2 当前阶段属于公司提升市占率的较好时期	7
2.1 需求企稳，成本下滑为公司抢占市场创造“天时”优势	7
2.1.1 地产数据回暖	7
2.1.2 “十三五”交通基建将持续带动防水行业市场	8
2.1.3 水利基建投资未来空间广阔	8
2.1.4 原材料价格低位运行为公司降低成本空间	8
2.2 “地利”——产能已辐射国内大部分地区	9
2.2.1 产能扩张已基本完成全国范围内布局	9
2.2.2 未来进入产能密集投放期	10
2.3 “人和”——建筑渗漏率得到市场重视、打假力度将进一步增强；公司管理能力得到验证	11
2.3.1 建筑渗漏率得到市场重视、打假力度将进一步增强	11
2.3.2 公司管理团队能力已得到验证	13
2.4 通过借鉴国外行业发展经验，未来市占率提升是必然趋势	14
2.5 小结	15
3 多元化发展令公司锦上添花	15
3.1 成立“虹之网”APP平台，“虹哥汇”助力平台线下落地	15
3.2 保温材料的顺利投产将打通“施工服务+材料”一体化	16
3.3 硅藻泥产品	16
3.4 瓷砖胶产品	16
3.5 小结	17
4 推出高条件股权激励方案彰显对后期发展信心	17
5 盈利预测及投资建议	17
6 风险	17

图表目录

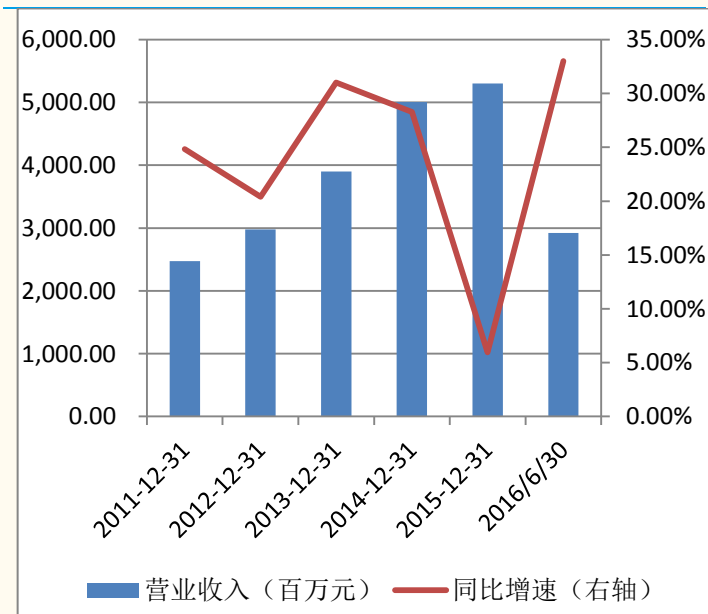
图表 1：东方雨虹营业收入情况	5
图表 2：东方雨虹归母净利润情况	5
图表 3：2016H1 公司产品毛利率创出历史新高	5
图表 4：2016H1 公司产品结构构成	5
图表 5：公司下游市场占比情况	6
图表 6：2016 一季度雨虹地产业务荣誉墙	6
图表 7：2016 房地产新开工数据大幅提升	7
图表 8：当前时点处于上一轮商品房销售热潮的二次装修起点	7
图表 9：水利建设投资完成情况	8
图表 10：公司原材料成本低位运行	9

图表 11: 雨虹生产基地已部署大部分地区	10
图表 12: 公司防水卷材产能	10
图表 13: 公司防水涂料产能	10
图表 14: 雨虹新建基地情况	11
图表 15: 我国建筑屋面渗漏率高达 95.33%	12
图表 16: 各省份建筑渗漏率	12
图表 17: 建筑防水行业政策趋严	12
图表 18: 防水企业自发组织打假	13
图表 19: 雨虹加大零渠业务	14
图表 20: 东方雨虹防水涂料	14
图表 21: 国际防水龙头企业规模	14
图表 22: 我国规模以上防水企业数量	15
图表 23: 虹之网与“彩生活”战略合作	16
图表 24: “虹哥”参加培训交流	16
图表 25: 雨虹收购了洛迪硅藻泥公司	16
图表 26: 瓷砖胶与传统水泥砂浆施工对比	17
图表 27: 公司产品盈利预测	18

1 公司简介

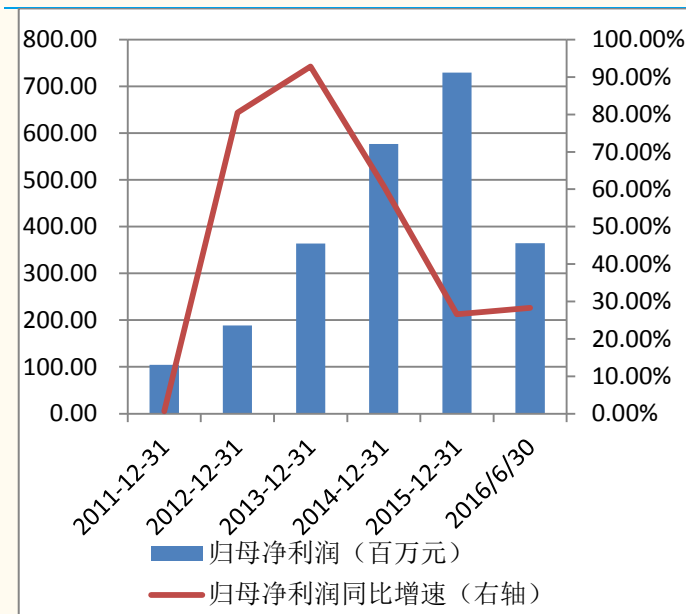
- 东方雨虹主要从事建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务。公司当前已经发展成为国内最大的防水企业，2016 上半年公司营业收入与归母净利润分别为 29.21 亿与 3.64 亿元，分别同比增长 33.02%与 28.28%，产品毛利率创出历史新高达 42.97%。

图表 1：东方雨虹营业收入情况



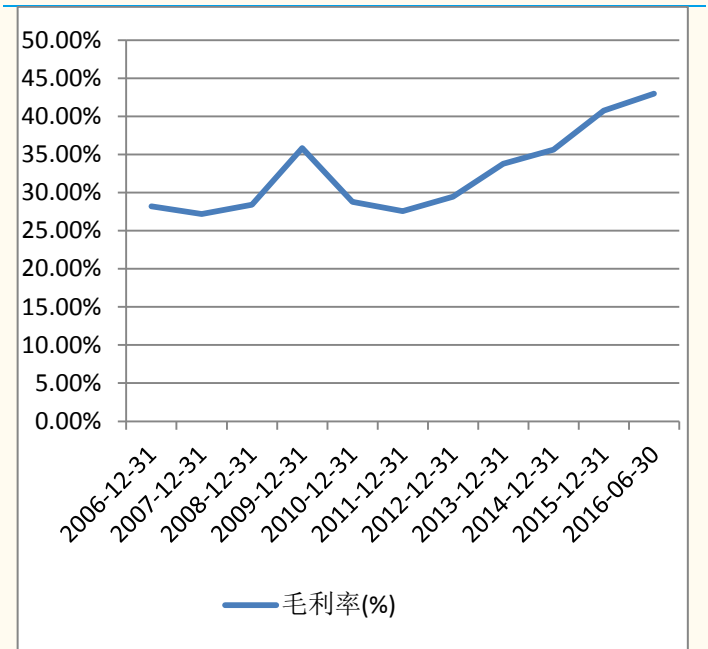
来源：WIND, 国金证券研究所

图表 2：东方雨虹归母净利润情况



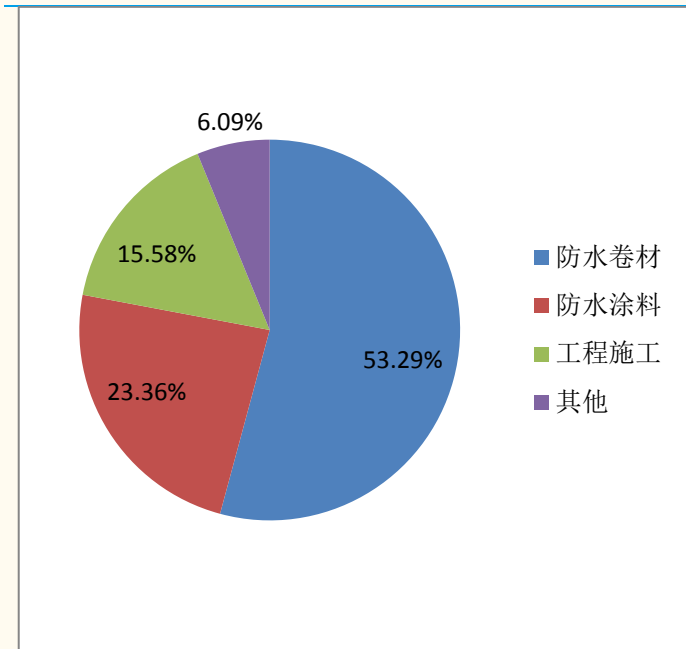
来源：WIND, 国金证券研究所

图表 3：2016H1 公司产品毛利率创出历史新高



来源：WIND, 国金证券研究所

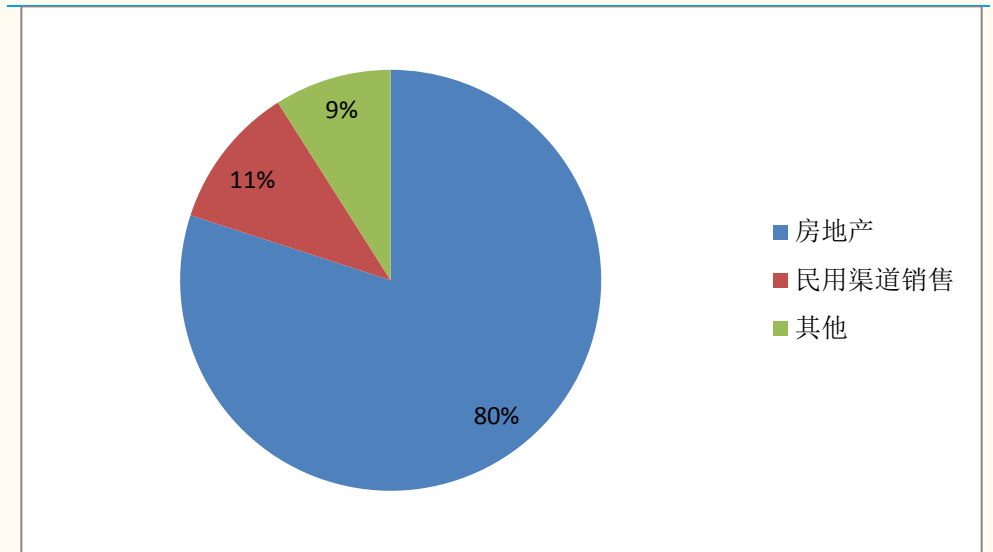
图表 4：2016H1 公司产品结构构成



来源：WIND, 国金证券研究所

- 公司当前收入中大约 80% 依靠房地产，其次是基建与民用零售渠道销售收入。

图表 5: 公司下游市场占比情况



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 公司在维护好传统已有地产大客户（公司多年保持万科唯一防水材料供应商）基础上，继续积极扩大其他大型地产商。如公司还与保利、华润、天鸿、金地、大华、华为、金螳螂等 130 余家大型房地产商、企业集团建立长期稳定的战略合作关系。

图表 6: 2016 一季度雨虹地产业务荣誉墙

时间	地点	企业名称	事件	内容
2016. 3. 10	马来西亚	碧桂园	2015年度碧桂园优质服务奖	碧桂园集团的供应商多达15900余家，本次表彰的是其中优秀的60余家。东方雨虹凭借优质的产品和出色的服务脱颖而出，荣获2015年度碧桂园优质服务奖
2016. 3. 24	北京	建工三建	与北京市第三建筑工程有限公司签订战略合作协议	东方雨虹北京公司、北京第三建筑工程有限公司希望通过搭建合作平台做到更深更远的合作交流，从而达到合作共赢的新层次
2016. 3. 31	深圳	工务署	与深圳工务署再续战略合作	深圳市建筑工务署举行（以下简称工务署）2015-2017年度防水战略合作签约仪式，作为A组供应商，东方雨虹与工务署再续防水战略合作协议，双方开启未来两年的质量合作之旅
2016. 3. 22	北京	房地产协会	连续五年蝉联房地产500强首选品牌供应商榜首	由中国房地产业协会、中国房地产测评中心共同开展的“2016中国房地产开发企业500强测评成果发布会”在北京举行，东方雨虹以高达30%的品牌首选率遥遥领先，荣登500强开发商首选品牌防水材料类榜首，这是东方雨虹连续第五年蝉联此榜单的榜首位置
2016. 3. 22	深圳	万科	再度获评万科A级供应商称号	万科正式发布2015年合格供应商名录，其中，东方雨虹获得材料设备集采类A级供应商称号，这是东方雨虹连续第三年获此殊荣
2016. 3. 25	北京	鸿坤	鸿坤地产2015年度优秀战略合作伙伴	鸿坤集团2016年合作伙伴春茗会在北京召开。会上，鸿坤为合作多年的东方雨虹颁发了2015年度优秀战略合作伙伴荣誉称号，这是公司连续第三年获此殊荣
2016. 3. 25	广东	时代	广东东方雨虹获时代地产集团优秀供应商称号	广东东方雨虹作为时代地产战略合作伙伴应邀出席此次大会，并荣获时代地产集团“2013-2015年度优秀供应商”称号。参加评选的供应商共164家，最终获奖的仅26家，广东东方雨虹是唯一一家获此殊荣的防水企业。
2016. 3. 24	上海	绿色建筑协会	获上海市绿色建筑协会2015年度先进会员单位	上海东方雨虹防水技术有限公司喜获上海市绿色建筑协会2015年度先进会员单位称号。
2016. 3. 25	上海	上坤置业	与上坤置业签订战略合作协议	上坤置业首届供应商大会在宝山区罗店镇隆重举行，上海东方雨虹应邀出席，并与上坤置业成功签订了战略合作协议。
2016. 3. 29	四川	城乡建设信息学会	四川东方雨虹获“质量、信息诚信”先进单位、“绿色建材”创新先进单位两项殊荣	四川省城乡建设信息学会2015年年会中四川东方雨虹被评为“质量、信息诚信”先进单位、“绿色建材”创新先进单位，同时任命四川东方雨虹总经理刘旭芬为建材防水节能专业委员会主任委员，四川东方雨虹总工程师郭晓乐为副秘书长。

来源: 公司网站, 国金证券研究所

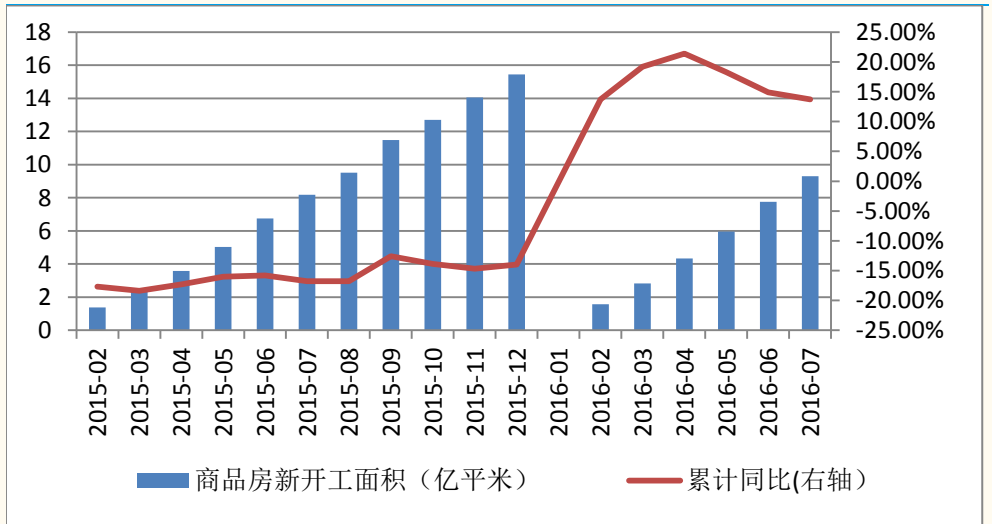
2 当前阶段属于公司提升市占率的较好时期

2.1 需求企稳，成本下滑为公司抢占市场创造“天时”优势

2.1.1 地产数据回暖

- 商品房新开工与销售面积数据回暖提供新增需求
- 地产数据多年保持连续下滑，但在 2015 年初与年末，商品房销售与新开工面积数据相继出现企稳回暖，在需求端为公司提供了保障。

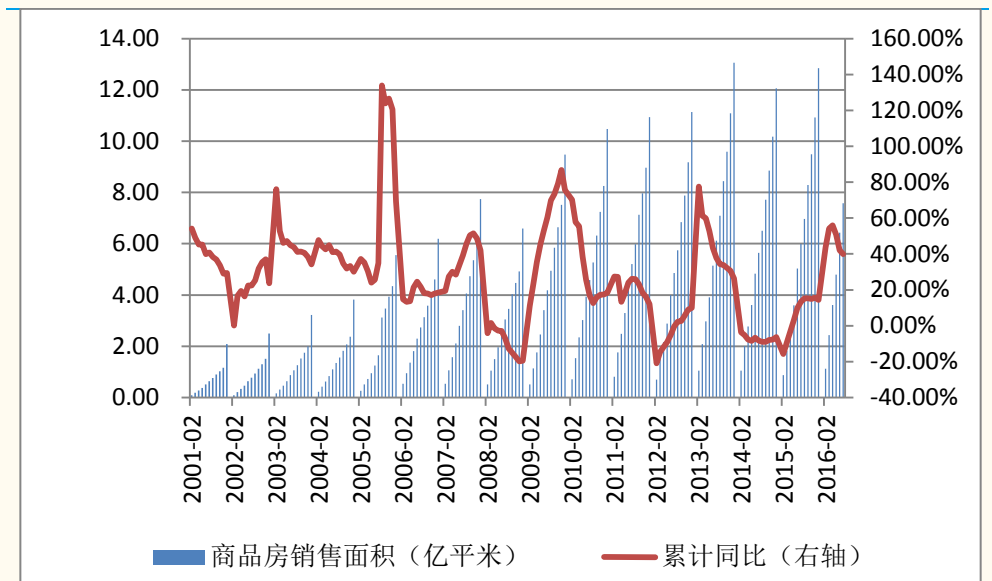
图表 7：2016 房地产新开工数据大幅提升



来源：WIND,国金证券研究所

- 2015-2020 存量房屋二次装修需求进入爆发阶段
 - 2005-2010 正是我国商品房销售增速最快的时期（2008 年金融危机除外），一般居民房屋装修周期都是在 10 年左右，所以当前已进入商品房二次装修爆发的初始阶段。

图表 8：当前时点处于上一轮商品房销售热潮的二次装修起点



来源：WIND,国金证券研究所

- 二次装修除了给防水行业带来新的市场需求，更重要的是此需求要伴随较大的消费升级，更有利于高端防水产品市场。因为在二次装修时大多数消费者都饱受多年房屋漏水之苦，而防水材料价格占装修比重

并不大，但作用不容忽视，所以二次装修对高端防水材料带来的需求将远大于新房。

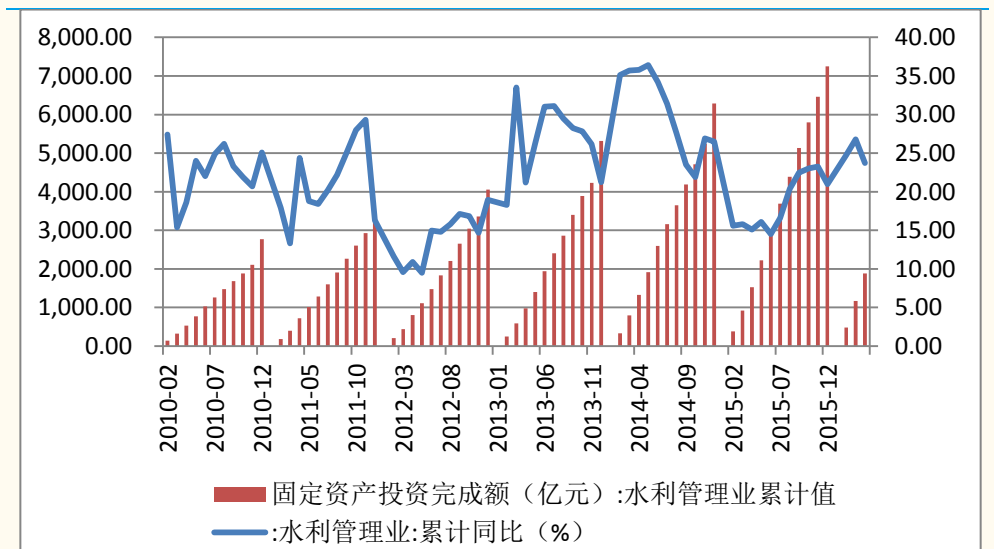
2.1.2 “十三五”交通基建将持续带动防水行业市场

- “十三五”期间高铁建设、公路基建和轨道交通等系统会有新的增长，从而带动防水材料市场需求。“十三五”期间预计区域城际铁路规划达到 1.1 万公里，加上未完工的高铁，“十三五”高铁新增总里程将达到 1.7 万公里，超过“十二五”期间的 1.6 万公里。预计到 2020 年，全国公路总里程将达到 250 多万公里，其中高速公路将达到 7 万公里以上。轨道交通预计到 2020 年将达到 50 个城市，总里程达到 6000 公里，总投资达 4 万亿元。
- 交通基建对防水材料最大的带动力量是桥梁、隧道，随着东部基建逐步完善，未来向西部高原、山区发展态势明确，大量的桥梁、隧道建设为防水材料市场提供大量需求。

2.1.3 水利基建投资未来空间广阔

- 水利建设投资稳中有升
 - 2015 年底，全国水利建设投资完成额累计达 7249 亿元，同比增长 21%，高于同期固定资产投资与基建投资增速。“十三五”期间水利投资有望进一步扩大，年均复合增长或超 20%，防水行业将直接从中受益。

图表 9：水利建设投资完成情况



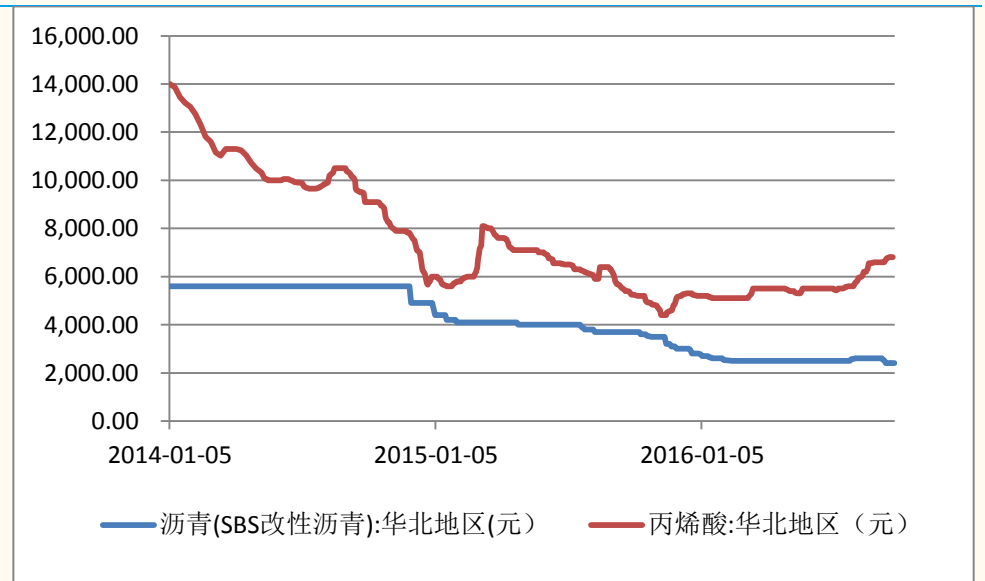
来源：WIND, 国金证券研究所

- 地下管廊建设为防水市场提供新增量
 - 地下管廊可建设空间巨大，根据国金宏观组的保守估计，从未来 3 年的投资额看，10 个试点城市投资计划投资额约 300 亿，考虑到目前全国省级城市 30 余个、地级城市 286 个、县级城市 368 个，若按 20%-30% 的城市陆续启动项目，每个城市建设 30 公里，每公里 1-1.4 亿元测算，可拉动的投资额至少在 4200 亿-9000 亿。
 - 按照防水材料占地下管廊投资 3% 占比估算，每年地下管廊将为防水行业贡献 126 亿-270 亿的市场空间。

2.1.4 原材料价格低位运行为公司降低成本空间

- 沥青价格低位运行
 - 公司的两大主营产品防水卷材、防水涂料的主要原材料分别是沥青（SBS 改性）与丙烯酸，此两者同属石油化工下游产品，因此公司产品成本受石油价格变动影响较为明显。

图表 10: 公司原材料成本低位运行



来源: WIND,国金证券研究所

- 原材料价格低位运行对行业内所有公司都受益，但雨虹与他们相比具有两大显著优势：
 - 一，公司具备技术、产能优势，公司主要生产线系从国外引进，生产设备在亚太地区属于最先进水平；产品的生产规模和产能利用率也处于行业较高水平，这使得公司产品与竞争对手相比形成了较大的规模优势，因此成本控制能力要高于行业内其他公司；
 - 二，公司深耕防水行业数十年，在原材料成本控制上有着丰富的经验，按照历史规律，公司会在原材料较低价格多做一些备货，即使后期原材料价格上涨，公司受到的冲击也较小。
- 原油价格反弹对公司影响有限
 - 防水卷材主要原材料是沥青，当前公司与同行相比最大的优势就是具备资金优势，可以在沥青价格较低时进行囤货，从而保障产品毛利率，而竞争对手大多数都是作坊式生产的小企业不具备这样的资金优势。
 - 防水涂料主要原材料是丙烯酸，公司当前转型的零售业务主要销售产品就是防水涂料，零售业务相对于传统工程业务最大的优势就是毛利高，公司零售业务经过多年发展当前已具备一定规模（预计今年占销售收入占比将达 16%左右），规模的扩张可以覆盖原材料价格的上涨。

2.2 “地利”——产能已辐射国内大部分地区

2.2.1 产能扩张已基本完成全国范围内布局

- 公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产基地，在满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求方面具备了其他竞争对手不可比拟的优势。

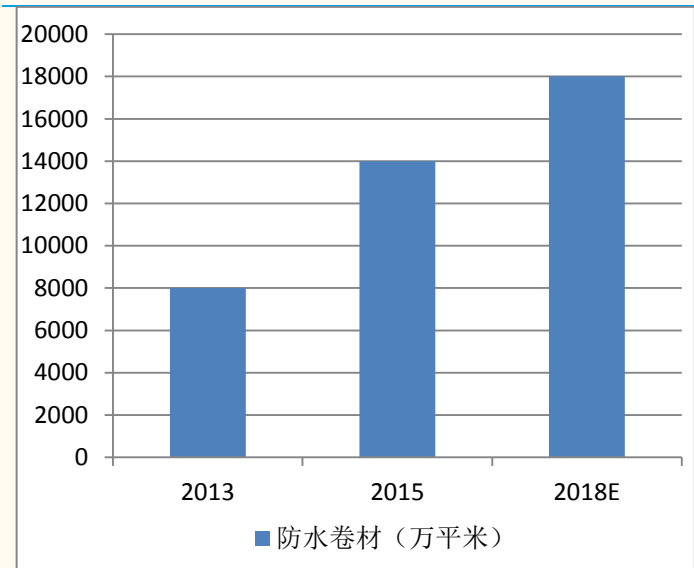
图表 11: 雨虹生产基地已部署大部分地区



来源: 公司网站, 国金证券研究所

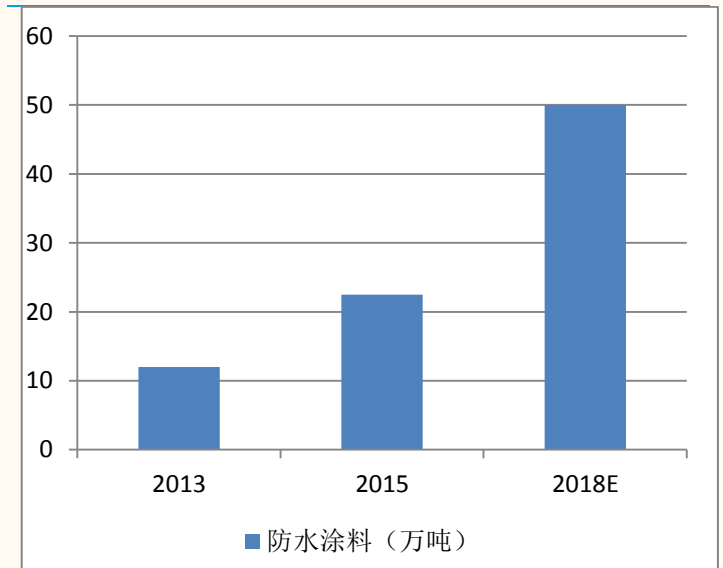
- 公司共拥有 15 条沥青卷材生产线产能 1.4 亿平方米, 19 条防水涂料生产线产能 22.5 万吨, 以及保温、非织造布生产线, 产能已几乎是 2013 年的一倍, 用了仅三年时间“再造”了一个雨虹。由于市场需求旺盛, 公司当前产能依然满产, 后续产能持续投入将保持。

图表 12: 公司防水卷材产能



来源: 国金证券研究所

图表 13: 公司防水涂料产能



来源: 国金证券研究所

- 除了具备产能优势, 公司的生产设备与技术也属于行业内最优。公司主要生产线系从国外引进, 在亚太地区属于最先进水平; 产品的生产规模、种类以及产能利用率也处于行业较高水平, 这是公司独有的竞争优势。
- 公司当前拥有建筑防水材料共有 150 余细分品种, 800 多种规格、型号的产品, 基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种, 是国内建筑防水材料行业生产新型建筑防水材料品种最齐全的企业。

2.2.2 未来进入产能密集投放期

- 公司为了进一步扩大市占率，当前产能已经较难满足后期战略部署，因此，近几年公司开始密集投资新的防水材料生产研发基地，投资总规模近百亿，新建产能顺利投产将更加优化公司产能国内布局。

图表 14：雨虹新建基地情况

时间	地点	项目名称	投资金额	建成后新增产能（除去已完工产能）	预期实现收入情况
2016/5/19	安义	安义雨虹防水生产研发项目	10亿	无	无
2016/2/24	南京江宁	江宁雨虹研发总部	5亿	无	无
2016/1/27	濮阳	濮阳雨虹生产研发	15亿	无	无
2016/1/12	青岛	莱西市雨虹防水研发生产项目	10亿	无	三证办齐后第五周年年度税收总额达到1亿元以上，预计第六周年及以后年度税收总额达到1.5亿元以上
2015/11/8	漳平	漳平生产研发项目	8亿	无	无
2015/10/23	泸州	泸州雨虹防水研发基地	10亿	1、年产4000万平方米改性沥青类防水卷材；2、年产4万吨水性防水涂料和20万吨砂浆类；3、年产2万吨混凝土添加剂	定三年内项目全部建成，达产后销售收入达20亿元以上
2015/9/12	杭州建德	建德雨虹防水生产研发基地	9亿	无	投产后第一年为全面试生产年，自第二个年度起，预计每年可实现入库税收总额1.5亿元人民币左右
2014/7/1	芜湖	芜湖雨虹防水生产研发基地	16亿	4000万平米防水卷材、28万吨防水涂料与砂浆、年产80万立方米石墨聚苯板	投产后年销售32亿元，利润总额5.25亿元
2013/9/24	咸阳	咸阳生产基地	2.5亿	约1200万平米防水卷材和2.4万吨防水涂料	无

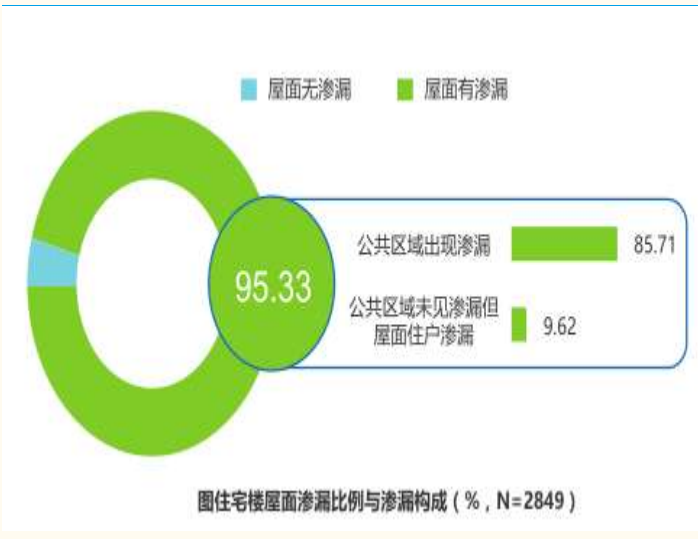
来源：公司公告,国金证券研究所

2.3 “人和”——建筑渗漏率得到市场重视、打假力度将进一步增强；公司管理能力得到验证

2.3.1 建筑渗漏率得到市场重视、打假力度将进一步增强

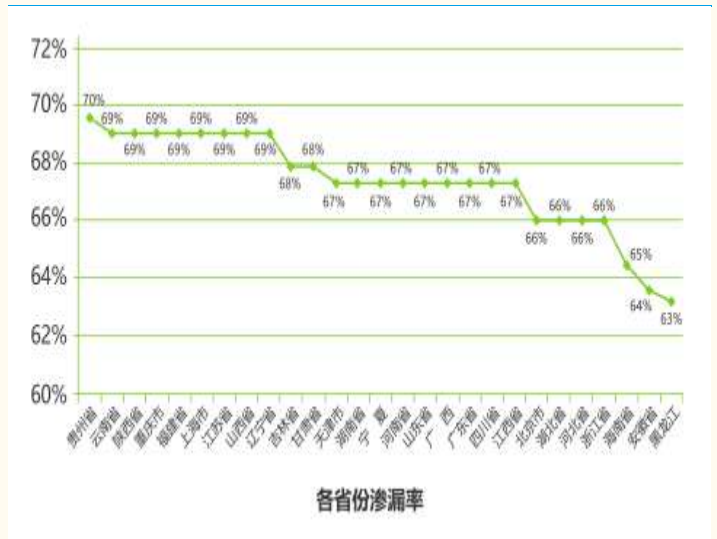
- 近年来，我国建筑防水行业快速发展，但建筑防水材料生产企业众多，行业集中度较低，市场竞争不够规范，市场上充斥着假冒伪劣非标产品。据统计，当前我国防水市场中假冒伪劣产品占比高达 75%。
- 假冒伪劣产品带来的最直接后果就是建筑的渗漏，根据《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》，抽样调查了建筑屋面样本 2849 个，建筑屋面渗漏率达到 95.33%；抽样调查了地下建筑样本 1777 个，地下建筑渗漏率达到 57.51%；抽样调查了住户样本 3674 个，住户样本中渗漏率达到 37.48%。

图表 15: 我国建筑屋面渗漏率高达 95.33%



来源:《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》,国金证券研究所

图表 16: 各省份建筑渗漏率



来源:《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》,国金证券研究所

- 在建筑防水协会层面,协会一直在不断加强对假冒伪劣产品的打假力度,当前已制定了相关制约政策,在一定程度上震慑和打击了无证生产行为。今后制度将更加严格,从而提高室内防水产品质量。

图表 17: 建筑防水行业政策趋严

政策名称	主要内容
《建筑防水行业“十二五”规划》	预计“十二五”末期,行业中应出现年销售收入超过50亿元的企业,年销售收入超过10亿元的企业达到10家以上;行业前50位的企业,主要产品的市场占有率达到50%
《国家新型城镇化规划(2014-2020)》	到2020年,城镇绿色建筑占新建建筑比重将从2012年的2%提升到2020年的50%。
《建筑防水卷材行业准入条件》	新建改性沥青类(含自粘)防水卷材项目单线产能规模不低于1000万平米/年;新建高分子防水卷材(PVC、TPO)项目单线规模不低于300万平米/年。

来源:国金证券研究所

- 在防水公司层面,也组织了规模性打假行动,如2015年5月30日在广州,由广东科顺化工实业有限公司等四大品牌防水企业,共同举办了“聚力量、破虚假、保权益”华南新闻发布会,这是继武汉“破冰”之旅,“亮剑”东北沈阳,誓师“飞跃”南京之后举行的第四场联合行动新闻发布会。

图表 18: 防水企业自发组织打假



来源：网上图片,国金证券研究所

- 由于假冒伪劣产品占据了很大市场空间，打假行动”的不断升级将促进优质产品抢占假冒伪劣产品市场，从而在侧面提升优质产品市场空间。

2.3.2 公司管理团队能力已得到验证

- 多次成功转型验证了团队决策能力与执行能力
 - 公司当前业务以“地产大客户”为主，近几年房地产投资增速下滑，公司积极开拓零渠市场以及多元化产品线路，并已取得一定成效（零售业务近几年增速都在 50%以上）。该成果充分验证了高层的决策能力以及团队的政策执行力。
- 布局多层次营销网络，加大零售渠道业务
 - 公司建立了直销模式与渠道模式相结合的多层次的市场营销渠道网络。公司对重点区域、客户、项目、战略采取直销方式，直销与营收占比约 70%。渠道销售分为工渠与零渠，工渠与营收占比约 20%，零渠起步较晚，但属于增长最快的业务板块，目前与营收占比约为 10%。
 - 当前，公司已经发展拥有零渠一级经销商 1000 家，用于零渠的产品主要是防水涂料。随着人们生活水平的提高，困扰消费者多年的房屋漏水问题需要解决，未来对高端产品的需求将会持续增大，因此加大民建工程宣传与布局将会起到良好效果。

图表 19: 雨虹加大零渠业务



来源: 网上资料, 国金证券研究所

图表 20: 东方雨虹防水涂料



来源: 网上资料, 国金证券研究所

2.4 通过借鉴国外行业发展经验, 未来市占率提升是必然趋势

- 国外防水市场经过近百年发展, 行业已通过充分竞争达到良性市场状态。建筑防水材料的生产从单一的生产工厂发展为大型跨国公司, 如瑞士的西卡等。

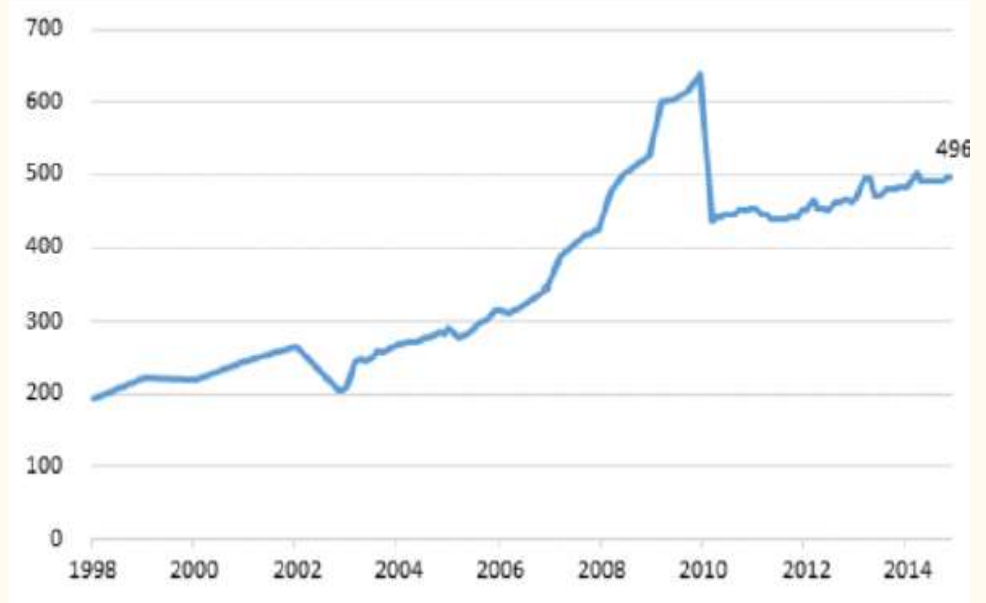
图表 21: 国际防水龙头企业规模

地区	企业名称	公司情况	公司规模
欧洲	奥地利碧谢·霍夫曼公司	成立于1853年, 目前主营化学用品、防水材料和保温材料	至2014年, 公司拥有员工1245人, 世界各地有26个分支机构, 收入为8.19亿欧元, 占有奥地利85%的防水市场份额
	奥地利堡密特公司	成立于1810年, 主要产品是水泥以及水泥相关的各种砂浆、装饰涂料和防水材料	2014年, 公司全球共34个工厂分布于30个国家, 员工人数超过4800人, 营业收入13亿欧元。特种砂浆与塑料桶市场份额奥地利第一, 德国第二, 其他市场主要在东欧, 正在发展西欧市场
	瑞士西卡	成立于1910年, 主要产品包括建筑和工业两大类, 建筑系统包括水泥、混凝土外加剂、地坪、砂浆、灌浆、防水等; 工业系统用于汽车、传播、再生能源等	至2014年, 拥有160多家生产基地、17000员工, 遍布90个国家, 销售额56亿瑞士法郎, 是欧洲主要的PVC、TPO卷材生产企业
	德国杰斯迈公司	成立于1858年, 主要产品包括屋面毡、玻璃纤维、编织布、无纺布等	拥有44家工厂, 7100名员工, 年销售收入26亿美元, 屋面毡25%、工程35%、保温40%
	德国曼宁家	成立于1955年, 主要产品生产混凝土瓦、铝合金配件, 主要中心为瓦型和防水性能	全球34个国家有66家混凝土工厂、14家陶瓦工厂、6个配件工厂
	法国索玻玛公司 法国赛力克公司		法国最大的改性沥青防水卷材生产企业, 年产量5000万平方米以上 法国最大的黏土瓦生产企业, 占据法国平屋面50%以上市场
美国	全美防水材料市场总量达15亿平米以上, 仅有40家公司, 100余个生产工厂, 其中沥青油毡瓦有65家, 改性沥青防水卷材35家 美国讯世通公司 美国卡莱尔公司	世界上最大的三元乙丙防水卷材公司 (产能近1亿平米) 三元乙丙生产规模仅次于讯世通	

来源: 国金证券研究所

- 我国防水行业属于“大行业、小企业”的格局。据中国建筑防水协会调查统计：截至 2015 年 10 月，营业收入达到 2,000 万元规模以上企业仅有 496 家，行业前 10 名企业市场占有率不到 10%。国外防水行业单一龙头企业市占率可以达到该国的 50%以上，而我国防水行业龙头企业规模依然较小（东方雨虹目前市占率仅 5%左右），未来雨虹市占率成长空间依然广阔。

图表 22：我国规模以上防水企业数量



来源：中国建筑防水协会,国金证券研究所

2.5 小结

- “大行业，小公司”是防水行业的长期逻辑，公司作为行业内龙头企业，市占率仅 5%左右。我们认为，当前阶段属于公司提升市占率的较好时期，主要基于以下四个原因：
 - 一，地产企稳、水利建设开工加速、地下管廊、海绵城市等拓宽市场需求；原油价格下滑降低生产成本等因素为公司构筑了“天时”优势。
 - 二，经过多年的发展，公司当前产能相较于 2013 年已接近翻倍，完成了“再造一个雨虹”的目标，全国产能布局形成了“地利”条件。
 - 三，困扰多年的房屋漏水问题引发协会打假力度进一步升级；公司饱经考验的管理能力与政策执行能力得以充分验证为公司发展奠定了“人和”基础。
 - 四，国外防水行业单一龙头企业市占率可以达到该国的 50%以上，而我国防水行业龙头企业规模依然较小（东方雨虹目前市占率仅 5%左右），未来雨虹市占率成长空间依然广阔。

3 多元化发展令公司锦上添花

3.1 成立“虹之网”APP 平台，“虹哥汇”助力平台线下落地

- 2015 年 5 月，东方雨虹成立了全资子公司“虹之网”，主要业务体系包括建材产品、防水产品等销售及开发，硅藻泥产品销售、售后服务等，建材领域的标准化服务、维修服务等，致力于向终端消费者提供后家居时代一体化解决方案。
- 虹之网模式主要是将客户通过 APP 平台选好相关产品后，具体由遍布全国各地的“虹哥”来实施线下工作。相较于其他电商平台线下落地较难的劣势，雨虹有独特优势。当前“虹哥汇”有 70000 认证工长遍布全国各地，从而使得线上与线下更好地结合。未来发展值得期待。

图表 23: 虹之网与“彩生活”战略合作



来源: 网上资料, 国金证券研究所

图表 24: “虹哥”参加培训交流



来源: 网上资料, 国金证券研究所

3.2 保温材料的顺利投产将打通“施工服务+材料”一体化

- 公司于芜湖的生产基地未来将具备年产 80 万立方米石墨聚苯板产品（保温材料）的生产能力，如果该项目得以顺利投产，届时将打破当前公司的单一施工服务，形成“施工服务+材料”的一体化经营模式，从而进一步增强市场竞争能力与盈利能力。

3.3 硅藻泥产品

- 公司于 2015 年 5 月获得了长沙洛迪环保科技有限公司 70% 股权，洛迪环保在硅藻泥产品方面拥有先进的技术与产品种类储备。硅藻泥无任何污染，硅藻泥最主要的优势就是环保、分解甲醛、吸音降噪和保温隔热等，是传统乳胶漆和壁纸的替代性材料，未来发展值得期待。

图表 25: 雨虹收购了洛迪硅藻泥公司



来源: 公司网站, 国金证券研究所

3.4 瓷砖胶产品

- 瓷砖胶是传统水泥砂浆的替代品，瓷砖胶具有配比精良，铺贴工序简单牢固，厚度更薄等优势。截止 2015 年底，雨虹的瓷砖胶收入在 1 亿左右，由于瓷砖胶产品大多用在零售，随着公司零渠业务进一步拓展，瓷砖胶也将随之受益。

图表 26: 瓷砖胶与传统水泥砂浆施工对比



来源：网上资料,国金证券研究所

3.5 小结

- 在防水材料基础上，公司围绕墙体材料进行了较多的产品外延，如当前已有的硅藻泥、瓷砖胶和无纺布产品，以及即将投产的墙体保温材料等都属于墙体应用材料，并且它们都属于新型环保替代性材料，未来市场空间广阔。

4 推出高条件股权激励方案彰显对后期发展信心

- 公司 6 月 30 日发布公告：实施第二期股权激励计划，拟以 8.24 元/股向 1112 人（占总员工人数的 26%）授予限制性股票 6504.4 万股（占总股本的 7.83%），激励力度大。且考核条件高（授予之日未来 4 年净利润复合增长 25%），当前公司经过多年快速发展，体量已经较大，该条件彰显了公司对未来发展的信心。

5 盈利预测及投资建议

- “大行业、小公司”是防水行业长期的投资逻辑，随着打假力度的不断加大，行业内优质公司将迎来发展机遇，抢占假冒伪劣产品市场，增加市占率，从而规范行业竞争格局。多年的开拓，公司在零渠业务的布局已初见成效，当前已占总收入的 10%，未来成长空间巨大。另外多元化产品的放量也值得期待。
- 我们预测公司 2016-2018 的营业收入分别为 67.61/85.33/104.85 亿元，归母净利润分别为 9.86/12.85/16.19 亿元，对应 EPS 预测分别为 1.19 元、1.55 元和 1.95 元，给予公司对应 2016 年 25 倍 PE 估值，目标价 29.75 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险

- 房地产投资大幅下滑，原油价格大幅上涨。

图表 27: 公司产品盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
防水卷材					
销售收入 (百万元)	2,724.40	2,688.76	3,536.00	4,607.00	5,805.00
增长率 (YOY)	25.11%	-1.31%	31.51%	30.29%	26.00%
毛利率	33.40%	44.00%	46.80%	46.50%	46.00%
销售成本 (百万元)	1,814.45	1,505.71	1,881.15	2,464.75	3,134.70
增长率 (YOY)	19.38%	-17.02%	24.93%	31.02%	27.18%
毛利 (百万元)	909.95	1,183.06	1,654.85	2,142.26	2,670.30
增长率 (YOY)	38.37%	30.01%	39.88%	29.45%	24.65%
占总销售额比重	54.81%	50.95%	52.30%	53.99%	55.36%
占主营业务利润比重	51.20%	54.58%	56.38%	57.47%	58.19%
防水涂料					
销售收入 (百万元)	1,285.59	1,362.30	1,725.00	2,176.00	2,680.00
增长率 (YOY)	21.19%	5.97%	26.62%	26.14%	23.16%
毛利率	43.16%	44.83%	48.00%	48.50%	49.00%
销售成本 (百万元)	730.73	751.58	897.00	1,120.64	1,366.80
增长率 (YOY)	20.47%	2.85%	19.35%	24.93%	21.97%
毛利 (百万元)	554.86	610.72	828.00	1,055.36	1,313.20
增长率 (YOY)	22.15%	10.07%	35.58%	27.46%	24.43%
占总销售额比重	25.86%	25.82%	25.51%	25.50%	25.56%
占主营业务利润比重	31.22%	28.17%	28.21%	28.31%	28.61%
工程施工					
销售收入 (百万元)	757.49	838.65	950.00	1,100.00	1,250.00
增长率 (YOY)	41.15%	10.71%	13.28%	15.79%	13.64%
毛利率	32.44%	31.43%	32.00%	32.35%	32.50%
销售成本 (百万元)	511.76	575.06	646.00	744.15	843.75
增长率 (YOY)	37.29%	12.37%	12.34%	15.19%	13.38%
毛利 (百万元)	245.73	263.59	304.00	355.85	406.25
增长率 (YOY)	49.93%	7.27%	15.33%	17.06%	14.16%
占总销售额比重	15.24%	15.89%	14.05%	12.89%	11.92%
占主营业务利润比重	13.83%	12.16%	10.36%	9.55%	8.85%
其他					
销售收入 (百万元)	203.52	387.18	550.00	650.00	750.00
增长率 (YOY)	106.66%	90.24%	42.05%	18.18%	15.38%
毛利率	32.83%	28.51%	27.00%	26.80%	26.60%
销售成本 (百万元)	136.70	276.79	401.50	475.80	550.50
增长率 (YOY)	65.41%	102.48%	45.05%	18.51%	15.70%
毛利 (百万元)	66.82	110.39	148.50	174.20	199.50
增长率 (YOY)	321.93%	65.21%	34.53%	17.31%	14.52%
占总销售额比重	4.09%	7.34%	8.13%	7.62%	7.15%
占主营业务利润比重	3.76%	5.09%	5.06%	4.67%	4.35%
销售总收入 (百万元)	4971.00	5276.89	6761.00	8533.00	10485.00
销售总成本 (百万元)	3193.64	3109.14	3825.65	4805.34	5895.75
毛利 (百万元)	1777.35	2167.75	2935.35	3727.67	4589.25
平均毛利率	35.75%	41.08%	43.42%	43.69%	43.77%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	3,903	5,006	5,304	6,761	8,533	10,485	货币资金	414	969	624	700	750	800
增长率		28.3%	6.0%	27.5%	26.2%	22.9%	应收款项	1,334	1,871	2,572	2,878	3,586	4,348
主营业务成本	-2,584	-3,222	-3,142	-3,826	-4,805	-5,896	存货	490	626	636	734	895	1,066
%销售收入	66.2%	64.4%	59.2%	56.6%	56.3%	56.2%	其他流动资产	192	104	112	172	205	241
毛利	1,319	1,784	2,162	2,935	3,728	4,589	流动资产	2,429	3,571	3,944	4,484	5,436	6,456
%销售收入	33.8%	35.6%	40.8%	43.4%	43.7%	43.8%	%总资产	69.0%	69.0%	64.9%	60.4%	58.7%	57.6%
营业税金及附加	-55	-73	-91	-115	-145	-178	长期投资	33	33	33	33	33	33
%销售收入	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	774	1,082	1,479	2,301	3,182	4,116
营业费用	-399	-477	-653	-842	-1,063	-1,307	%总资产	22.0%	20.9%	24.3%	31.0%	34.4%	36.7%
%销售收入	10.2%	9.5%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%	无形资产	199	279	447	420	422	423
管理费用	-355	-513	-595	-845	-1,032	-1,227	非流动资产	1,091	1,605	2,134	2,939	3,821	4,757
%销售收入	9.1%	10.2%	11.2%	12.5%	12.1%	11.7%	%总资产	31.0%	31.0%	35.1%	39.6%	41.3%	42.4%
息税前利润 (EBIT)	509	721	823	1,134	1,487	1,877	资产总计	3,520	5,177	6,078	7,423	9,258	11,213
%销售收入	13.0%	14.4%	15.5%	16.8%	17.4%	17.9%	短期借款	993	560	623	707	951	938
财务费用	-64	-57	-27	-30	-39	-46	应付款项	633	815	1,153	1,369	1,713	2,091
%销售收入	1.6%	1.1%	0.5%	0.4%	0.5%	0.4%	其他流动负债	179	197	176	342	410	488
资产减值损失	-33	-45	-69	0	0	0	流动负债	1,805	1,572	1,952	2,418	3,074	3,517
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	3	4	1	1	1	1	其他长期负债	14	73	4	4	4	4
%税前利润	0.7%	0.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	1,819	1,645	1,956	2,422	3,078	3,522
营业利润	415	624	728	1,105	1,448	1,832	普通股股东权益	1,681	3,506	4,120	4,998	6,175	7,686
营业利润率	10.6%	12.5%	13.7%	16.3%	17.0%	17.5%	少数股东权益	19	26	2	3	4	5
营业外收支	29	28	109	30	30	30	负债股东权益合计	3,520	5,177	6,078	7,423	9,257	11,213
税前利润	444	651	837	1,135	1,478	1,862	比率分析						
利润率	11.4%	13.0%	15.8%	16.8%	17.3%	17.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-74	-69	-108	-147	-192	-242	每股指标						
所得税率	16.6%	10.6%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	1.011	1.385	0.878	1.187	1.547	1.949
净利润	370	583	729	987	1,286	1,620	每股净资产	4.672	8.420	4.960	6.017	7.434	9.252
少数股东损益	6	6	-1	1	1	1	每股经营现金净流	0.733	0.843	0.507	1.133	1.200	1.639
归属于母公司的净利润	364	577	730	986	1,285	1,619	每股股利	0.300	0.250	0.100	0.130	0.130	0.130
净利率	9.3%	11.5%	13.8%	14.6%	15.1%	15.4%	回报率						
							净资产收益率	21.63%	16.45%	17.71%	19.73%	20.81%	21.06%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.33%	11.14%	12.01%	13.28%	13.88%	14.44%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	15.76%	15.76%	15.10%	17.28%	18.14%	18.92%
净利润	370	583	729	987	1,286	1,620	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	31.02%	28.27%	5.95%	27.47%	26.21%	22.88%
非现金支出	85	126	168	136	178	224	EBIT 增长率	76.10%	41.70%	14.12%	37.72%	31.17%	26.22%
非经营收益	51	41	31	5	23	31	净利润增长率	92.78%	58.52%	26.57%	35.13%	30.34%	25.94%
营运资金变动	-243	-398	-506	-187	-491	-514	总资产增长率	25.21%	47.06%	17.41%	22.13%	24.72%	21.12%
经营活动现金净流	264	351	421	941	997	1,361	资产管理能力						
资本开支	-364	-535	-626	-904	-1,030	-1,130	应收账款周转天数	99.0	100.7	124.7	120.0	118.0	116.0
投资	0	0	-7	0	0	0	存货周转天数	71.1	63.2	73.3	70.0	68.0	66.0
其他	21	39	38	1	1	1	应付账款周转天数	26.9	27.3	37.2	36.0	35.0	34.0
投资活动现金净流	-343	-495	-595	-903	-1,029	-1,129	固定资产周转天数	66.5	65.8	90.4	88.3	84.1	80.1
股权募资	111	1,260	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	86	-454	63	84	245	-12	净负债/股东权益	34.06%	-11.59%	-0.03%	0.13%	3.26%	1.81%
其他	-153	-139	-197	-47	-162	-170	EBIT 利息保障倍数	7.9	12.7	30.4	37.8	37.7	40.7
筹资活动现金净流	45	667	-134	37	82	-182	资产负债率	51.69%	31.78%	32.18%	32.62%	33.25%	31.41%
现金净流量	-35	523	-308	76	50	50							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD