

新动能释放在即，龙头领跑赛道



核心观点

- **行业供需格局改善，新动能有望驱动需求扩张。**近几年质量、环保标准的提升推动行业去产能，2019年规模以上防水企业653家，YOY-16.7%。根据行业十三五发展规划，预计2020年市场空间超1700亿，YOY+6%，近五年CAGR+10.33%。当前防水行业质保期标准为5年，今年有望落地的新标准规定屋面/外墙/室内工程防水设计工作年限不应低于25/25/30年，质保期大幅延长后对防水材料的用量和品质要求更高，市场空间具备提升潜力。随着存量房屋的增加，旧房防水翻修需求将显著提升，按照15年的翻修周期推算，2020年翻修带来的防水需求为174亿，未来三年CAGR+33%。
- **护城河深厚，毛利率和现金流有望改善。**公司盈利能力领先，优势主要体现在规模效应（单人产量高）、全国布局（销售费用率低）以及成本领先（原料采购价低）。沥青成本占卷材总成本近30%，而沥青与原油价格的相关系数达到0.9，东方化工团队预计20年油价同比下滑40%-55%并带动沥青降价，防水卷材毛利率将同比提升7pct。未来公司将加大力度拓展非地产客户，履约保证金的影响减弱，且基建今年财政资金支持力度大，现金流有望改善。
- **龙头地位稳固，中长期价值凸显。**大地产商对防水产品价格敏感度低，为保证质量更倾向与优质防水企业合作，公司在头部房企中的首选率达到36%，随着地产行业集中度提升，公司龙头优势更加显著。根据公司在建工程及投产计划，预计未来三年产能CAGR+31%，19/20年公司市占率达到10.98%/12.92%。长期看，公司通过拓展涂料等多品类业务以及潜力较大的其他新兴市场，对标国际市场有望成为类似瑞士西卡的千亿建材巨头。

财务预测与投资建议

- 我们预计19-21年EPS为1.33/1.80/2.24元，CAGR+32.37%。公司历史估值中枢22X PE，2020年行业可比公司平均26X PE，公司盈利能力领先，行业竞争格局优化集中度将不断提升，我们给予公司2020年26倍PE，对应目标价46.80元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 原材料价格大幅上涨、下游地产需求大幅下滑风险、应收账款坏账风险

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	18,156	22,614	27,566
同比增长(%)	47.0%	36.5%	29.3%	24.6%	21.9%
营业利润(百万元)	1,432	1,818	2,507	3,391	4,218
同比增长(%)	30.6%	26.9%	37.9%	35.2%	24.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,239	1,508	2,083	2,812	3,498
同比增长(%)	20.4%	21.7%	38.1%	35.0%	24.4%
每股收益(元)	0.79	0.96	1.33	1.80	2.24
毛利率(%)	37.7%	34.6%	35.1%	37.2%	36.7%
净利率(%)	12.0%	10.7%	11.5%	12.4%	12.7%
净资产收益率(%)	21.2%	20.6%	23.8%	26.1%	26.0%
市盈率	39.2	32.2	23.3	17.3	13.9
市净率	7.2	6.2	5.1	4.1	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2020年04月09日)	36.29元
目标价格	46.80元
52周最高价/最低价	36.71/18.68元
总股本/流通A股(万股)	156,441/109,606
A股市值(百万元)	56,772
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2020年04月10日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	8.43	14.77	35.46	65.33
相对表现	6.87	19.88	44.38	72.26
沪深300	1.56	-5.11	-8.92	-6.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 黄骥
021-63325888-6074
huangji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520030001

联系人 江剑
021-63325888-7275
jiangjian@orientsec.com.cn

联系人 聂磊
021-63325888-7504
nielei@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

我们区别于市场的观点

- 1、市场一致观点是长期来看下游房地产新开工将不断下行，行业需求难以维持高增长。我们认为对比发达国家未来防水材料的渗透率仍有很大提升空间，这可以对冲部分新开工放缓带来的新建需求下滑，与此同时中国数量巨大的存量房屋正逐步进入防水的翻修期，从而带来翻修需求的快速增长，所以未来防水行业需求大幅放缓的可能性较低。此外，建筑防水标准的提升将促使房地产商不得不选择质量更好、实力更强的防水企业，行业将加速出清，集中度提升过程中龙头企业的成长性将优于行业平均水平。
- 2、市场对于欧美成熟市场的防水龙头缺乏深入的研究。我们从市场分布、销售渠道等方面分析了瑞士防水巨头西卡成功的商业路径，并提出对于公司的借鉴意义。

关键假设

- 1、根据建筑防水行业十三五规划，假设 2020 年防水卷材和防水涂料产量的增长率为 6%，单位产量收入与 2019 年持平。
- 2、防水卷材成本测算：东方证券化工团队预计 2020 年布伦特原油均价 30-40 美元/桶，同比下滑 40%-55%；假设 2020 年国内主要沥青厂商的平均出厂价为公司的沥青采购价，而除沥青外的其他生产成本与去年同期持平。
- 3、结合公司的在建工程以及投产计划，预计 2019-2021 年公司防水卷材产能为 3.46/4.49/5.84 亿平方米，CAGR+30%，防水涂料产能为 142/184/212 万吨，CAGR+33%。

股价上涨的催化因素

- 1、短期沥青等原材料价格继续下滑，复工后下游需求快速回暖，上半年业绩超预期
- 2、行业落后产能加速出清，集中度提升。
- 3、应收账款周转加快，现金流大幅改善。

估值和目标价格

预计 19-21 年公司归母净利润分别为 20.83/28.12/34.98 亿元，EPS 分别为 1.33/1.80/2.24 元/股，CAGR+32.37%，目前股价对应 PE 分别为 23.3/17.3/13.9X。短期来看，沥青等原料降价将增厚公司利润，对冲 Q1 销量下滑；长期来看，行业去产能后供给收缩，防水标准提高后下游需求增加，随着公司产能稳步释放，未来公司将拥有更大的议价权，盈利能力有望不断提升。参考横向历史估值中枢 22 倍及 2020 年纵向行业可比公司平均 26 倍 PE，我们认为可给予公司 2020 年 26 倍 PE，对应目标价为 46.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格大幅上涨、下游地产需求大幅下滑风险、应收账款坏账风险

目 录

一、行业供需格局改善，新动能有望驱动需求扩张	7
1.1 行业趋向规范化和标准化，供给或边际收缩	7
1.2 需求稳中有增，2020 年市场空间有望超 1700 亿	10
1.3 行业增长的新动能：质保期延长+翻修需求释放	13
1.3.1 新防水标准落地在即，行业有望提质扩容	13
1.3.2 房屋翻修需求步入上升期，存量市场潜力较大	14
二、护城河深厚，毛利率和现金流有望改善	17
2.1 上市至今公司盈利增长 47 倍，市值翻 50 倍	17
2.2 规模效应、全国布局及原料价格优势构建了公司牢固的护城河	19
2.3 沥青降价显著，预计 20 年防水卷材毛利率同比提升 7pct	23
2.4 开拓非房地产业务，现金流有望改善	25
三、成长格局清晰，中长期价值凸显	27
3.1 下游地产集中度提升，防水龙头显著受益	27
3.2 产能处于稳步扩张阶段，市占率提升空间足	30
3.3 对标国际巨头瑞士西卡，未来有望成为千亿市值的防水龙头	32
盈利预测与投资建议	36
盈利预测	36
投资建议	39
风险提示	40

图表目录

图 1: 2019 年规模以上防水企业平均营收有所回升.....	7
图 2: 规模以上防水企业平均利润小幅下滑.....	7
图 3: 规模以上防水企业数量减少.....	10
图 4: 上市防水龙头企业营收及利润占行业比例持续提升.....	10
图 5: 全国规模以上沥青类防水卷材产量 (亿 m ²).....	11
图 6: 全国规模以上防水行业收入规模 (亿元).....	11
图 7: 预计 2020 年防水涂料产量 395 万吨, YOY+6%.....	12
图 8: 双层防水材料结构图.....	14
图 9: 住宅渗浸现象较普遍.....	15
图 10: 未来或迎来潜在翻修攀升期.....	16
图 11: 公司发展历程.....	17
图 12: 公司上市至今营收增长 25 倍.....	18
图 13: 公司上市至今归母净利润增长 47 倍.....	18
图 14: 公司收入结构占比.....	18
图 15: 公司毛利结构占比.....	18
图 16: 公司上市至今股价 (前复权) 复盘.....	19
图 17: 公司的营业利润率更高更稳.....	20
图 18: 公司加权 ROE 波动较小.....	20
图 19: 产线员工生产效率对比.....	21
图 20: 公司全国布局较广.....	22
图 21: 近几年公司的销售费用率明显低于其他防水企业.....	22
图 22: 主要防水企业的沥青采购价 (万元/吨).....	22
图 23: 布伦特原油与沥青价格走势.....	23
图 24: 沥青与原油价格的相关性较强.....	23
图 25: 20Q1 沥青价格大幅下跌.....	24
图 26: 2019 年前三季度公司的现金流承压.....	26
图 27: 2018 年开始其他应收款明显增加.....	26
图 28: Q1 和 Q3 履约保证金集中支付对现金流影响较大.....	26
图 29: 公司 2018 年下游客户中房地产客户占比约 50%.....	27
图 30: 地产行业销售金额集中度攀升.....	27
图 31: 地产行业销售面积集中度攀升.....	27
图 32: 公司的地产开发企业 500 强品牌首选率.....	28
图 33: 东方雨虹等龙头占据了主要的下游集采客户.....	28

图 34: 精装修房的市场渗透率	30
图 35: 精装修房市场规模.....	30
图 36: 公司防水卷材产能及产销情况.....	31
图 37: 公司防水涂料产能及产销情况.....	31
图 38: 公司营收及利润是行业平均规模的百倍以上	32
图 39: 公司市占率有望持续提升	32
图 40: 瑞士西卡近十年的股价及市盈率估值	33
图 41: 瑞士西卡营收规模近 500 亿人民币	33
图 42: 瑞士西卡上市至今净利润增长稳健.....	33
图 43: 瑞士西卡的主营业务收入增长稳健.....	34
图 44: 瑞士西卡在建材各领域的销售收入分布	34
图 45: 公司未来可能的成功因素.....	35
图 46: 上市至今公司的 PE 和 PB 估值	39
表 1: 非标品材料成本仅约标准品 7 成.....	8
表 2: 非标品防水产品性能较差.....	8
表 3: 同一产品不同现行标准举例	8
表 4: 近几年政策促进防水行业规范化	9
表 5: 十三五期间行业结构调整的目标	10
表 6: 防水卷材和防水涂料的主要区别	11
表 7: 近几年防水卷材企业的单位产量收入	12
表 8: 东方雨虹最近几年防水涂料的销售单价	12
表 9: 十三五期间防水行业市场空间测算.....	13
表 10: 新旧防水标准的对比.....	13
表 11: 在欧美国家房屋翻修对防水材料的需求明显高于新建.....	15
表 12: 按 10/15/20 年翻新周期测算防水市场的存量需求空间.....	16
表 13: 翻修需求带来的存量市场空间占比在逐年提升.....	17
表 14: 雨虹、科顺及凯伦的净利率	20
表 15: 雨虹、科顺及凯伦的防水材料单位售价和单位毛利.....	20
表 16: 龙头防水企业布局区域更广	21
表 17: 中性假设下，2020 年沥青成本大约下降 38%.....	24
表 18: 经过成本分拆计算后，预计 2020 年沥青价格下跌将使防水卷材成本下降 11%	25
表 19: 公司销量与地产集中度呈强相关	29
表 20: 各地方政府纷纷出台一系列精装修政策	29
表 21: 公司未来产能预测.....	31
表 22: 海外主要防水企业简介	32

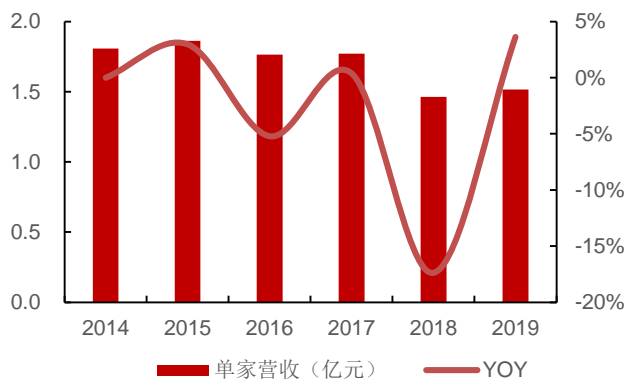
表 23: 瑞士西卡在新兴国家市场的销售增长贡献大于发达国家市场	34
表 24: 瑞士西卡与派丽集团在销售市场上的互补性较强	35
表 25: 西卡借助派丽在中国的分销渠道快速拓展业务	35
表 26: 2019 全球涂料前 20 强	36
表 27: 公司建筑涂料产能项目	36
表 28: 公司防水卷材产能预测	37
表 29: 公司防水涂料产能预测	37
表 30: 防水卷材和防水涂料的单价与成本测算	38
表 31: A 股可比公司估值	40

一、行业供需格局改善，新动能有望驱动需求扩张

1.1 行业趋向规范化和标准化，供给或边际收缩

防水行业市场参与者多，竞争格局分散。作为建筑功能材料的组成部分，建筑防水材料经过施工，在建筑物表面形成防水层，以达到防水或增强抗渗透水的能力，产品质量和应用效果对建筑工程的结构安全和寿命起着十分重要的作用。由于防水行业进入门槛低，市场集中度较低，产品同质化普遍。据中国建筑防水协会的统计，全国建筑防水材料生产和施工企业总数在 2000 家左右，而规模以上防水企业数量（年收入 2000 万以上）也从 2014 年的 483 家提升至 2019 年的 653 家，CAGR 为 6.22%，造成规模以上防水企业单家营收及利润均出现下滑，2019 年单家规模以上防水企业营收/利润分别约 1.52/0.1 亿元，近五年 CAGR 约为-3.3~-3.5%。

图 1：2019 年规模以上防水企业平均营收有所回升



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 2：规模以上防水企业平均利润小幅下滑



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

造成行业市场格局分散的原因主要有以下三点：

1、行业生产门槛较低，固定资产投入额较小。以 2018 年报数据为例，公司年末产能为 560.36 百万平方米（按每 30 吨防水涂料约折算为 1 万平米防水卷材测算），固定资产原值（包含折旧）为 38.34 亿元，折算 6.85 元/平米的固定资产投资。根据建筑防水卷材行业准入条件，新建改性沥青类防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平米，公司标准投资 1000 万平米需 6850 万元，而众多规模较小的生产企业及不达标的小作坊投资较低，二三十万即可装备一条生产线。目前规模以上的企业数量占比不到五分之二，多数企业规模较小、技术水平不高、生产设备较为简陋、产品档次较低，甚至生产假冒伪劣产品、经营较为粗放，其产品主要服务于低端市场、区域市场和相对落后地区。

2、质量低劣产品的生产成本明显低于合格产品，仅约标准品 7 成，行业存在“劣币驱逐良币”的现象，追求短期利益化。如下表所示，正规 SBS 改性沥青防水卷材与非正规两种材料成本相差较大，后者仅为前者 7 成左右成本，两种材料在性能常规检测时虽能通过检测，但却会影响到基本防水功能。非正规防水卷材老化性能远不及正规性能，回弹性较低，很难适应基层的裂缝伸缩性，如果大量使用会导致房屋在质保期内频繁发生渗漏问题，这也是国内每年用于屋面维修费用较高的主要原因之一。

表 1：非标品材料成本仅约标准品 7 成

原材料	单价 (元/KG)	正规 SBS 添加比例	材料成本 (元/KG)	非正规 SBS 添加比例	材料成本 (元/KG)
沥青	4.0	65%	2.6	50%	2.0
胶粉	1.5	0%	0.0	15%	0.2
机油	5.0	0%	0.0	8%	0.4
SBS	15.0	10%	1.5	3%	0.4
石粉	0.3	25%	0.1	25%	0.1
成本合计			4.2		3.1

资料来源：化学建材《剖析 SBS 改性沥青防水卷材中胡制假现象》，东方证券研究所

表 2：非标品防水产品性能较差

性能	正规 SBS 改性 沥青防水卷材	非正规 SBS 改性沥青 防水卷材	执行标准
人工加速老化 拉力保持率 (%)	≥80	≤60	GB18242-2000
低温柔度 (°C)	≤-10	≥-3	
改性沥青涂盖料弹性恢复率 (%)	≥85	≤33	JC/T 90-2002

资料来源：化学建材《剖析 SBS 改性沥青防水卷材中胡制假现象》，东方证券研究所

3、防水材料标准不统一，准入标准出台时间较晚。此前建筑防水材料标准多且不统一，除建材行业制定建筑防水材料标准外，交通、化工和纺织等行业也制定了一些建筑防水材料标准，比如防水市场中有一款聚乙烯丙纶防水卷材产品，目前现行的标准有三个，包括《高分子防水材料第 1 部分：片材》GB18173.1-2012、《承载防水卷材》GB/T21897-2008 和《高分子增强复合防水片材》GB/T26518-2011，三个标准中对材料的基本项目设置和相同指标的规定方面都存在差异。不同行业制定的标准指标侧重不同，造成标准的混乱，标准之间衔接不上，在一定程度上阻碍了新型建筑防水材料的健康发展。

表 3：同一产品不同现行标准举例

标准号	标准名称	条款性质	提出单位
GB18173.1-2012	高分子防水材料第 1 部分：片材	强制	中国石油和化学工业联合会
GB/T21897-2008	承载防水卷材	推荐	中国石油和化学工业联合会
GB/T26518-2011	高分子增强复合防水片材	推荐	中国石油和化学工业联合会

资料来源：国家质量监督检验检疫总局，国标委，东方证券研究所

直至 2013 年，政府才设立防水卷材行业准入条件，要求新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/年（以产品标准中厚度最小的产品、250 天/年、16 小时/天运行计），同时对能耗进行约束，有胎/无胎沥青基防水卷材分别不高于 0.2/0.1 千克标煤/平方米，

PVC 与 TPO 卷材不高于 0.08 千克标煤/平方米。行业长期存在生产和使用非标产品、无许可证产品的现象，规范程度较低，影响了防水行业健康发展。

近几年行业标准化体系逐步完善，质量、环保标准的提升推动行业规范化。2015 年供给侧改革提出后，政府和行业协会开始严厉打击假冒伪劣和非标生产，推动行业大气污染物排放标准的制定，通过节能、环保等手段淘汰落后产能；近几年环保标准的提高尤其明显，在 2018-2019 年市场监管总局、城乡建设部、国家认监委发布了《2019 年产品质量国家监督抽查计划》、《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》对防水建材行业进一步进行规范，进一步明确了行业的准入门槛，在标准化体系的构建上也逐步与发达国家对标。

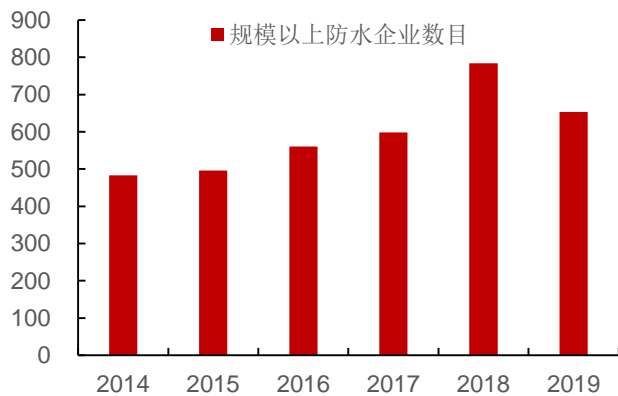
表 4：近几年政策促进防水行业规范化

时间	法律法规名称	发布单位	涉及内容概要
2019	《2019 年产品质量国家监督抽查计划》	市场监管总局	为提高产品质量国家监督抽查工作的针对性和有效性，更好营造公平竞争的市场环境和安全放心的消费环境，对防水卷材在列产品质量监督抽查
2018	《关于推动绿色建材产品标准、认证、标识工作的指导意见》	城乡建设部、国家认监委	推动建材行业转型升级，实现安全、健康、绿色发展。下一步还将联合住房城乡建设部、工业和信息化部发布统一的绿色建材产品认证目录，同时组织编写并发布统一绿色建材产品认证规则，尽快开展绿色建材产品认证工作，到 2020 年，绿色建材应用比例达到 40%以上
2017	《建筑防水产品质量提升专项行动方案》	质检总局	为进一步落实企业主体责任，发挥市场调节的重要功能，重视优秀企业的示范引领作用，进一步调动社会各方面力量，将提升建筑防水产品质量与提高住房建设工程质量安全统筹起来，推动形成全产业链的质量提升工作机制，质检总局决定开展 2017 年建筑防水产品质量提升专项行动
2016	《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》	中国建筑防水协会	坚决打击假冒伪劣和非标生产，继续实施证后监管；制定淘汰落后目录，制定联盟或团体标准，从而提高行业准入门槛；推动防水行业大气污染物排放标准的制定，通过节能、环保等手段淘汰落后产能；扶优扶强，推动行业并购重组；延伸上下游产业链，促进行业由制造业向制造服务业转型，提升全产业链价值
2016	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	建材工业实现转型升级健康发展，要抓住产能过剩、结构扭曲、无序竞争等关键问题，在供给侧截长补短、压减过剩产能，有序推进联合重组，改善企业发展环境，增强企业创新能力，扩大新型、绿色建材生产和应用，优化产业布局和组织结构，有效提高建材工业的质量和效益
2014	《国家新型城镇化规划（2014-2020）》	国务院	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%。绿色建筑防水材料属新型建筑材料，绿色防水卷材作为建筑防水材料的主导产品是基本建设及相关行业不可缺少的重要功能材料，是朝阳产品

资料来源：市场监管总局，城乡建设部，国家认监委，质检总局，国务院，东方证券研究所

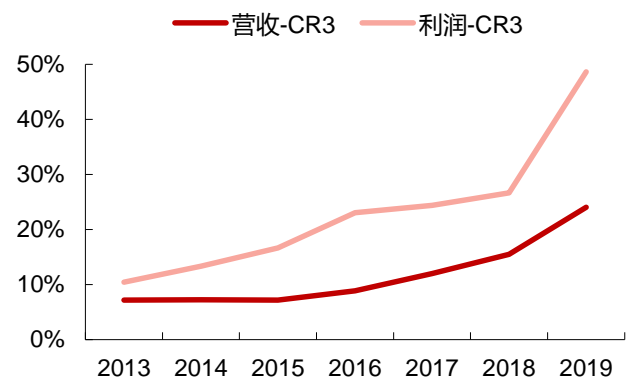
供给侧改革见成效，截至 2019 年三大龙头收入/利润市占率提升至 24.16%/48.28%。在 2016 年发布的《建筑防水行业十三五发展规划》中提出，供给侧改革的目标为调整行业结构、提高集中度，计划到 2020 年年收入超过 20 亿元的企业达到 20 家以上，行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%。截至 2019 年，规模以上防水企业数量为 653 家，较 18 年末减少 131 家。与此同时，行业规范度的提高有助于市场资源向大企业集中，大型防水龙头企业显著受益，截至 2019 年行业前三上市龙头的收入占全行业的比例为 24.06%，比 2018 年提升 8.58pct，利润占全行业的比例为 48.63%，比 2018 年提升 21.96pct。

图 3：规模以上防水企业数量减少



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 4：上市防水龙头企业营收及利润占行业比例持续提升



资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：CR3 为三家上市防水企业构成 - 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份

表 5：十三五期间行业结构调整的目标

年份	年收入超过 20 亿的企业数量	前 50 企业的市场占有率
2015	1 家	35%
2020	20 家以上	50%

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

1.2 需求稳中有增，2020 年市场空间有望超 1700 亿

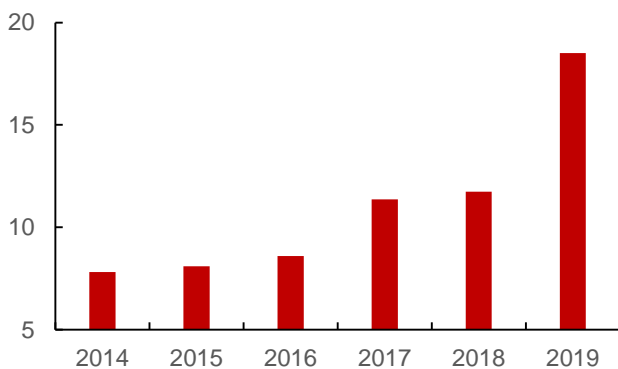
建筑防水材料主要分为防水卷材和防水涂料两大类。防水卷材适用于连续的大平面区域，常见于建筑屋顶、地下室、高铁、高速、隧道、桥梁等大型工程，而防水涂料则适用于任意形状以及薄涂层的区域，常见于小型民用建筑及厨房、卫生间、阳台等家装施工，因此总体来说防水卷材的施工强度更大、造价更高。

表 6：防水卷材和防水涂料的主要区别

	防水卷材	防水涂料
适用区域	适用于大平面或加厚的区域	适用任意形状以及薄涂层的区域
性能及强度	不透气、拉伸强度高但损坏后不易修补	透气性强、抗裂性能较弱、损坏后易修补
施工强度及造价	施工强度大、造价高	施工强度低、造价低
应用场景	建筑屋顶、地下室、高铁、高速、隧道、桥梁等大型工程	厨房、卫生间、阳台等家装施工
主要种类	高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子防水卷材等	有机防水涂料、无机防水涂料、浸渍防水涂料等

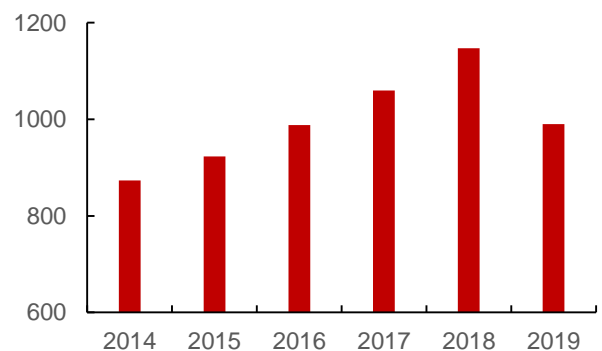
资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

十三五期间防水卷材需求快速增长，CAGR+10%，保守估计 2020 年市场空间 1569 亿。根据中国建筑防水协会的统计，2019 年全国沥青类防水卷材产量达 18.5 亿平方米，YOY+22.6%，近五年 CAGR 约 10%，规模以上防水企业（营业收入大于 2000 万）收入规模达 990 亿元，YOY+12.2%。根据建筑防水行业十三五规划年均增长率不低于 6% 的目标，我们保守估计 2020 年防水卷材的产量将达到 19.61 亿平方米，而近三年防水卷材的平均单位产量收入（包括材料、人工及建造费用）约为 80 元/m²，那么可以推算出 2020 年防水卷材的市场空间约为 1569 亿元。

图 5：全国规模以上沥青类防水卷材产量（亿 m²）


资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：2019 年统计口径变为全行业产量，之前年份为规模以上企业的产量

图 6：全国规模以上防水行业收入规模（亿元）


资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：2019 年规模以上企业收入下降但同比仍增长 12.2% 的原因在于统计局前后样本不统一，同比的基数并不相同

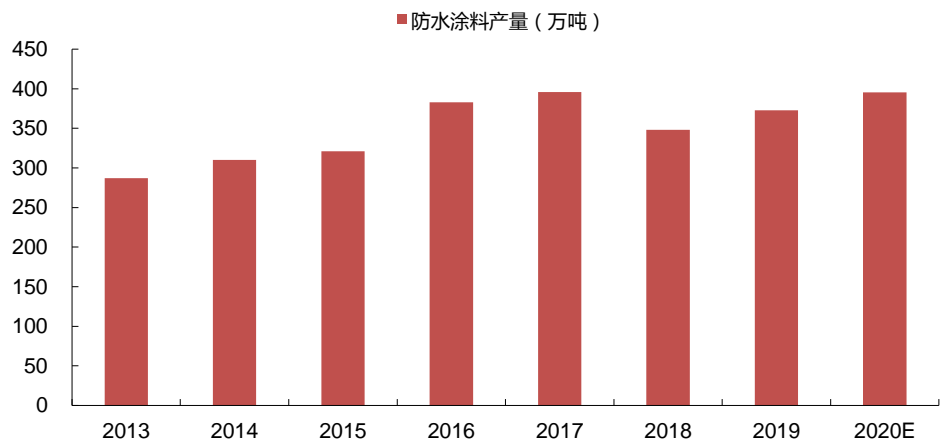
表 7：近几年防水卷材企业的单位产量收入

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
行业规模以上企业营业收入（亿元）	805	909	939	988	1059	1147	990
沥青类卷材产量（亿m ² ）	7.45	7.82	8.35	8.60	11.36	11.73	18.5
单位产量收入（元/平方米）	108.15	116.42	112.48	114.88	93.25	97.82	53.51

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：①由于东方雨虹主要是生产企业，施工业务占比较小，其披露的售价仅包括材料部分的价格，所以比行业单位产量收入低。②根据公司公告，2017-2019年防水卷材的售价分别为21.62/20.64/21.2元/平米，2019年末未发生大幅波动，而人工价格在2019年也没有大幅下降，因此我们判断2019年行业统计样本变化较大导致计算出的单位产量收入数据异常不具有可比性。为了尽可能消除异常数据的影响，我们在计算2019-2020年市场空间时采用最近三年平均的单位产量收入来进行修正。

预计2020年防水涂料产量增长6%，市场空间209亿。根据中国涂料工业协会及前瞻产业研究院，2019年全国防水涂料产量为373万吨，YOY+7.18%，同样地根据建筑防水行业十三五规划，保守估计2020年防水涂料产量将增长6%至395万吨。此外，从东方雨虹近五年防水涂料的售价来看，由于行业竞争激烈导致价格不断下滑，但我们认为2019年开始去产能后未来价格将逐步企稳，因此我们用公司最近一年的产品售价4605元/吨近似作为行业平均售价，则可以推算出2020年防水涂料的市场空间约为182亿元。

图 7：预计2020年防水涂料产量395万吨，YOY+6%


资料来源：中国涂料工业协会，前瞻产业研究院，东方证券研究所

表 8：东方雨虹最近几年防水涂料的销售单价

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018
防水涂料收入（亿元）	10.61	12.86	13.62	18.99	29.72	39.76
防水涂料销量（万吨）	13.72	18.87	26.01	37.83	62.07	86.35
防水涂料售价（元/吨）	7733	6815	5238	5020	4788	4605

资料来源：公司公告，东方证券研究所

2020 年防水行业市场总空间超 1700 亿，近五年 CAGR+10.33%。将上述防水卷材和防水涂料的市场空间相加，可得到 2020 年防水行业市场总空间为 1751 亿。同样地，我们可以推算出十三五期间（2015 年至今）每年的行业市场空间，CAGR 达到 10.33%。

表 9：十三五期间防水行业市场空间测算

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
防水卷材市场空间（亿元）	923.4	988.2	1059.4	1147.4	1480.0	1568.8
防水涂料市场空间（亿元）	147.82	176.37	182.36	160.25	171.77	182.07
防水行业总空间（亿元）	1071.22	1164.57	1241.76	1307.62	1651.77	1750.87
YOY		8.71%	6.63%	5.30%	26.32%	6.00%

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

注：2015-2018 年防水卷材的市场空间直接采用规模以上企业收入，2019-2020 年市场空间采用经过修正后的单位产量收入乘以总产量得到。

1.3 行业增长的新动能：质保期延长+翻修需求释放

1.3.1 新防水标准落地在即，行业有望提质扩容

质保期大幅延长，对高品质防水产品需求增加。目前防水行业的质保期一般为 5 年，这一标准主要遵循的是 2000 年发布的《建设工程质量管理条例的规定》。2019 年 2 月住建部发布《城乡给水工程项目规范》，其中《建筑和市政工程防水通用规范 - 征求意见稿》标志着现行防水质保期 5 年的规定大概率成为过去式，要做到“建筑不倒，地下不漏”，明确了新的防水设计工作年限：屋面/外墙/室内工程防水设计工作年限不应低于 25/25/30 年；道路桥梁工程路面（桥面）防水设计工作年限不应低于路面结构（桥面铺装）设计年限；非侵蚀性介质蓄水类工程防水系统设计工作年限不应低于工程结构设计年限。

表 10：新旧防水标准的对比

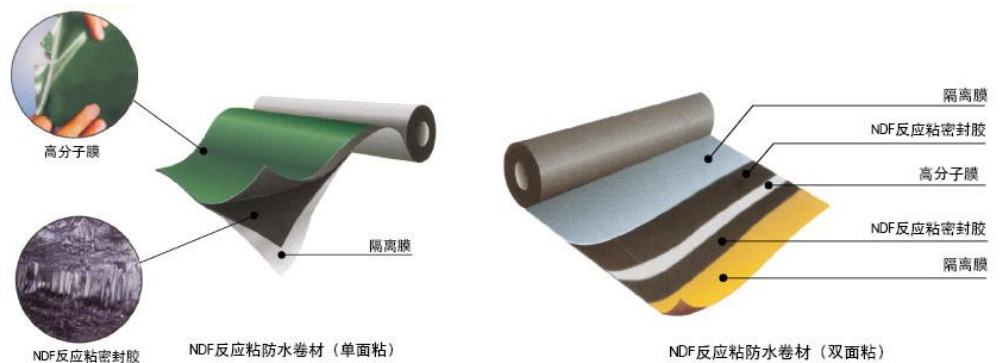
规范名称	发布年份	具体要求
《建设工程质量管理条例的规定》	2000 年	屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏工程保修期为 5 年
《建筑和市政工程防水通用规范》	2019 年	屋面和外墙工程防水设计工作年限不应低于 25 年； 室内工程防水设计工作年限不应低于 30 年； 道路桥梁工程路面（桥面）防水设计工作年限不应低于路面结构（桥面铺装）设计年限；非侵蚀性介质蓄水类工程防水系统设计工作年限不应低于工程结构设计年限。

资料来源：中国防水网，住建部，东方证券研究所

性能较好的多层防水材料或加速进入市场，防水材料在建安成本中的占比有望向发达国家靠拢。根据行业协会的调查，目前中国建筑市场中防水材料在建安成本中占比只有 1%-2%，而发达国家

中这一比例高达 7%-8%，防水质保期较短、材料用量少是重要原因之一。防水产品质保期的拉长不仅仅是材料用量的增加，对工艺品质也提出了更高的要求，业内大部分专家认为传统的单层沥青防水可能难以实现最新要求，以仍然使用单层防水材料的日本为例，其建筑质保期也仅仅为 10 年。今年下半年新的防水标准有望落地，性能更佳的双层防水、高分子防水材料或加速向市场渗透，未来防水材料在建安成本中的占比有望进一步提升，从而使行业整体需求扩容。

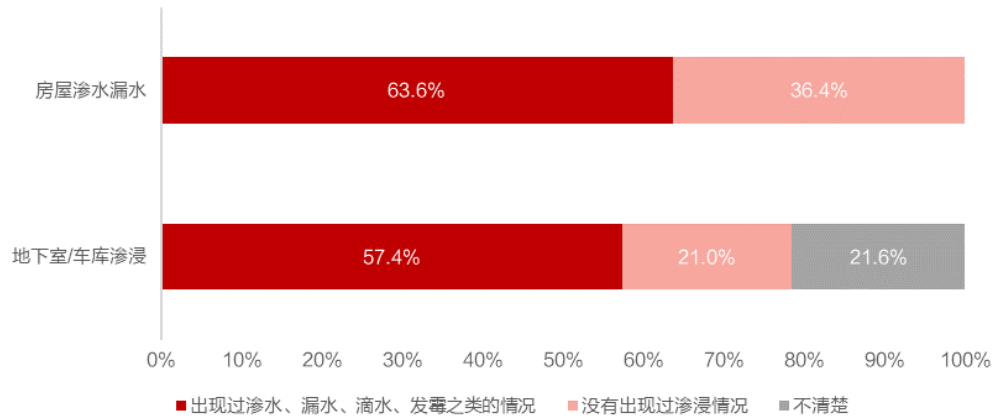
图 8：双层防水材料结构图



资料来源：金隆防水，东方证券研究所

1.3.2 房屋翻修需求步入上升期，存量市场潜力较大

中国老旧房屋的渗漏问题较为普遍，防水材料的质量和施工工艺不达标等是主要原因。房屋建筑容易发生渗漏的部位有现浇混凝土楼板板面、厨卫、外墙、地下室等，根据防水企业网调查，当前住宅普遍有渗漏问题，有接近 2/3 的受访者表示房屋出现过渗水漏水现象。防水材料的质量问题一直都是建筑防水隐患之一，前文提到行业标准化与规范化的时间并不长，特别是 2015 年之前市场存在很多不合规的假冒产品。除了质量问题，防水施工问题也是导致房屋渗漏的主要原因，行业内普遍有“三分材料，七分施工”的认知，消费者如果使用了合格的防水涂料也可能由于施工工艺不标准，导致窗户与墙体间密闭不好。一旦雨水持续来袭，雨水就可能通过窗户与墙体缝隙渗入屋内。

图 9：住宅渗浸现象较普遍


资料来源：防水企业网，东方证券研究所

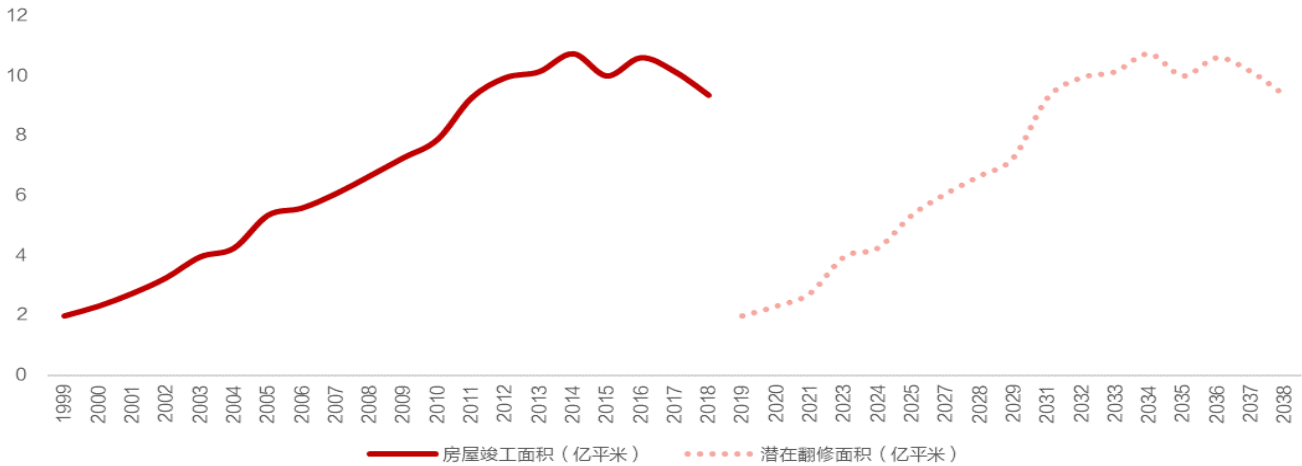
欧美等成熟的防水市场中房屋翻修的需求占主导。生活中防水材料本身正常使用寿命约 12 年，即使在建造时防水材料的质量和施工工艺满足设计标准，质保期过后由于墙体侵蚀、材料老化等原因，只有将防水部位重新翻修后才能保证不发生渗漏问题。对比欧美等发达经济体，新建房屋的需求不高，市场中普遍存在的是大量老旧的存量房屋，据《中国建筑防水》的相关研究统计，欧洲和美国防水市场中房屋翻修需求的占比分别为 54.55%/85%。

表 11：在欧美国家房屋翻修对防水材料的需求明显高于新建

地区	新建需求占比	翻修需求占比
欧洲	45.45%	54.55%
美国	15%	85%

资料来源：《中国建筑防水》，东方证券研究所

中国老旧房屋的翻修需求有望迎来上升期。国内第一批商品房建成于 1980 年代，2003 年后房地产市场才开始快速发展，因此当前老旧房屋的存量市场巨大。深圳市住建局在《关于加快推进棚户区改造工作的若干措施》文件中将老旧小区的年限从 30 年改为 20 年，若保守估计以 20 年更新周期为例（实际的翻修周期都要比 20 年要短，一般 8-10 年的老房子会针对外墙重新做防水层），假设以 1999 年为起点，进入 20 世纪后迎来地产黄金发展期，竣工面积持续上行，若平移 20 年可以发现未来每年潜在翻修面积均处于明显的上升趋势。

图 10：未来或迎来潜在翻修攀升期


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

2020 年翻修需求带来的存量市场空间有望达到 174 亿。根据建筑防水协会的统计数据推算，近几年国内沥青类防水卷材均价约 80 元/平米（包括材料及建造成本）。根据公司公告，防水屋面维修成本是初次修建时的 3~4 倍，地下堵漏的成本可达到 8~10 倍，我们保守假设翻修成本为原防水层造价的 3 倍，则每平米防水翻修成本约 240 元。每年末的存量旧房面积等于按照更新周期平移后的当年竣工面积与年初的存量旧房之和，由于 2018 年为测算起点因此假设 2018 年年初的存量旧房面积为零。最后假设每年存量旧房的翻修比例为 20%，再根据协会公布的防水施工面积占建筑面积比例平均为 32.15%，可以计算出更新周期分别为 10/15/20 年（对应乐观/中性/悲观情形）时 2020 年防水市场的存量市场空间为 277/174/75 亿元。

表 12：按 10/15/20 年翻新周期测算防水市场的存量需求空间

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
按 10 年房屋竣工面积测算 (亿㎡)	6.65	7.27	7.87	9.26	9.94	10.14	10.75	10.00
存量旧房 (亿㎡)	6.65	12.59	17.94	23.61	28.83	33.20	37.31	39.85
潜在防水面积需求 (亿㎡)	0.43	0.81	1.15	1.52	1.85	2.14	2.40	2.56
防水存量市场需求 (亿元)	103	194	277	364	445	512	576	615
按 15 年房屋竣工面积测算 (亿㎡)	3.95	4.25	5.34	5.58	6.06	6.65	7.27	7.87
存量旧房 (亿㎡)	3.95	7.41	11.27	14.59	17.74	20.84	23.94	27.02
潜在防水面积需求 (亿㎡)	0.25	0.48	0.72	0.94	1.14	1.34	1.54	1.74
防水存量市场需求 (亿元)	61	114	174	225	274	322	369	417
按 20 年房屋竣工面积测算 (亿㎡)	1.55	1.98	2.30	2.73	3.95	4.25	5.34	6.06
存量旧房 (亿㎡)	1.55	3.22	4.88	6.63	9.25	11.65	14.66	17.79
潜在防水面积需求 (亿㎡)	0.10	0.21	0.31	0.43	0.60	0.75	0.94	1.14
防水存量市场需求 (亿元)	24	50	75	102	143	180	226	275

资料来源：wind，东方证券研究所

注：按 10/15/20 年前竣工面积推算当前老旧面积，按旧房翻新比例 20%，翻新 240 元/平米防水产品价格计算；假设 2018 年初存量旧房为零

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

翻修需求占行业市场空间的比例逐年提升，2020 年达到近 10%。在中性假设下，2018-2020 年翻修需求占行业市场空间的比例为 4.66%/6.92%/9.93%，上升趋势明显，我们判断当前存量建筑的翻修市场潜力巨大，将成为未来行业增长不可忽视的推动力。

表 13：翻修需求带来的存量市场空间占比在逐年提升

年份	2018	2019	2020
存量市场空间（亿元）	61	114	174
行业总市场空间（亿元）	1308	1652	1751
存量市场空间占比	4.66%	6.92%	9.93%

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

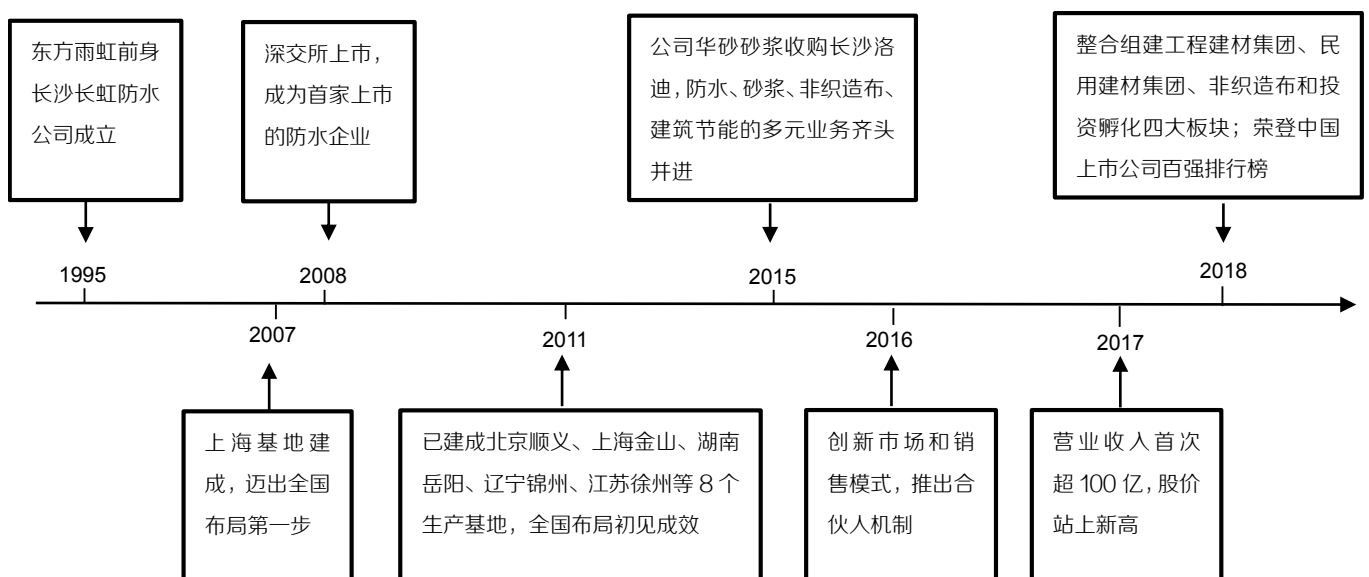
注：存量市场空间为中性假设即翻修周期为 15 年的测算结果

二、护城河深厚，毛利率和现金流有望改善

2.1 上市至今公司盈利增长 47 倍，市值翻 50 倍

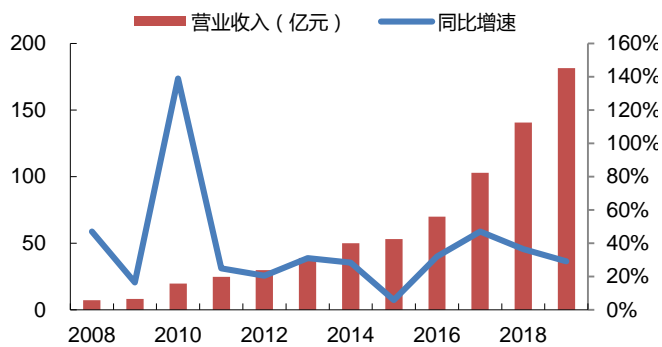
防水行业首家上市的绝对领跑者。公司的前身长沙长虹防水公司成立于 1995 年，并于 2008 年深交所上市，曾经参与鸟巢、水立方、世博会中国馆、港珠澳大桥等重要项目的建设，目前已成为以防水系统综合服务为基础，以节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。

图 11：公司发展历程

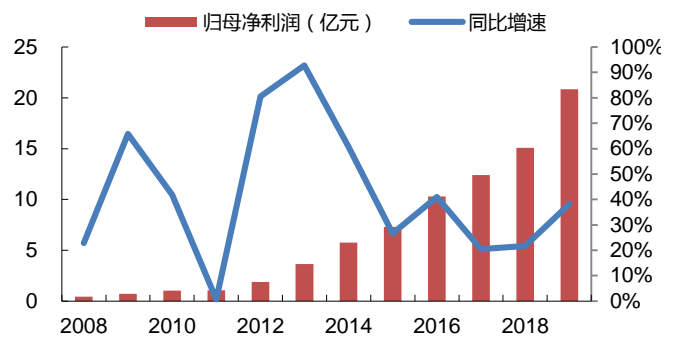


资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

营收规模超 180 亿，净利润超 20 亿，新产能逐步释放业绩有望继续保持高增长。根据公司公告，2019 年公司实现营业收入 181.39 亿元，YOY+29.14%，上市至今 CAGR+34.22%；实现归母净利润 20.85 亿元，YOY+38.25%，上市至今 CAGR+42.01%。当前公司仍处于产能扩张、新业务放量的阶段，未来业绩有望继续处于高速增长通道中。

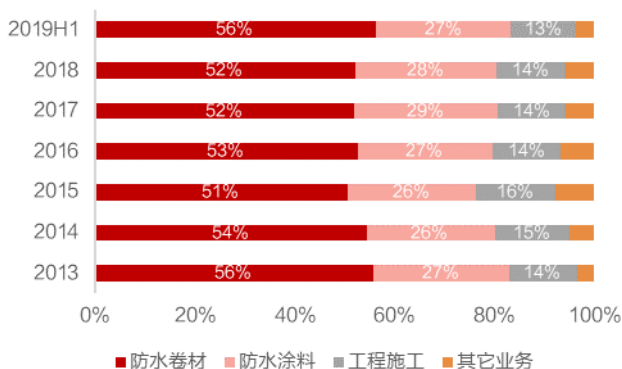
图 12：公司上市至今营收增长 25 倍


资料来源：wind，东方证券研究所

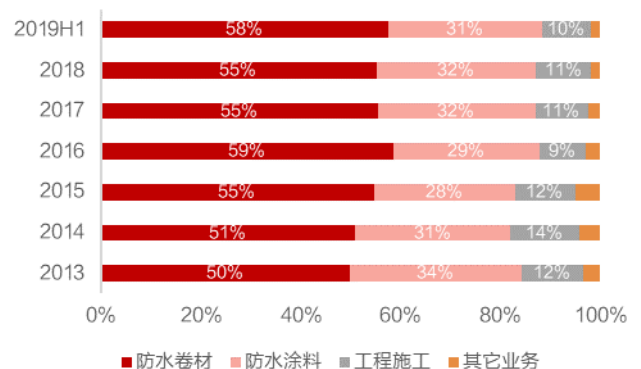
图 13：公司上市至今归母净利润增长 47 倍


资料来源：wind，东方证券研究所

主营业务突出。从收入构成看，公司主营业务收入主要来源于建筑防水材料的生产、销售和防水工程施工板块，2016-2018 年，上述两个板块收入合计占比分别为 93.42%、94.47%和 94.31%，毛利占比情况基本与收入占比相对应，公司主营业务较突出。

图 14：公司收入结构占比


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

图 15：公司毛利结构占比


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

十年打通基建-地产-零售等多客户渠道，周期波动不改向上趋势。结合公司的战略规划和业务发展情况，我们将上市至今公司的股价走势可分为五个阶段。第一阶段（2008-2011）：上市后公司业务在全国快速扩张，在四万亿投资驱动下基建业务成为公司的战略重点（其中高铁又是重中之

重),但由于市场竞争激烈、中小企业打价格战等因素,公司利润增长远低于营收增长,特别是2011年基建投资大幅下滑后公司的业绩和股价也迎来调整。第二阶段(2012-2014):2012年初高铁项目大面积停工,公司及时调整战略,依托全国布局的渠道优势转向结盟大地产商,分享地产发展红利,同时盈利能力和现金流有了明显提升,股价持续攀升。第三阶段(2015-2017):拓展家装涂料等新品类,进入地产后市场,零售端也开始放量,2016年股灾后股价大幅回升。第四阶段(2018年):政策转向去杠杆,“房住不炒”等地产调控下融资收紧,公司现金流承压,股价大幅回落。第五阶段(2019年-至今):政策由去杠杆转变为稳杠杆,资金面回暖,同时公司部分产品提价毛利率提升,股价反弹超过前期高点,未来有望继续创新高。

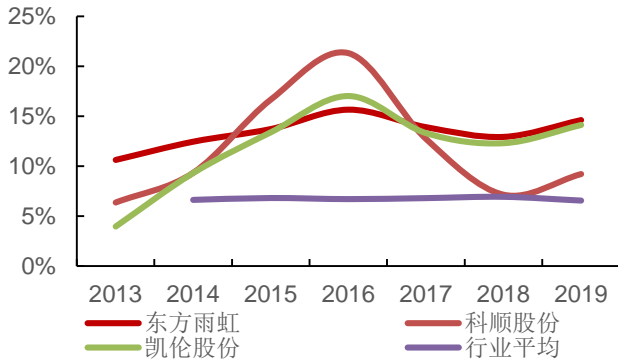
图 16: 公司上市至今股价(前复权)复盘



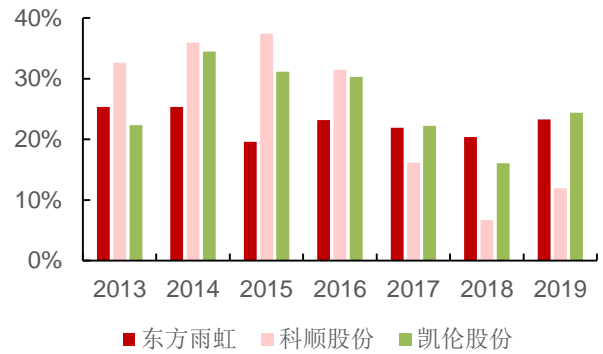
资料来源: wind, 公司公告, 东方证券研究所

2.2 规模效应、全国布局及原料价格优势构建了公司牢固的护城河

盈利能力方面，防水行业具备马太效应，强者恒强现象明显。与同行相比，公司的营业利润率和净利率较高、波动更低，处于行业领先地位。从 ROE 来看，根据 2019 年业绩快报，公司净资产收益率为 23.27%，与凯伦股份（24.39%）基本持平，高于科顺股份（11.94%）。我们主要从产品售价、生产规模、区域布局、采购议价能力等方面来分析公司的主要优势。

图 17：公司的营业利润率更高更稳


资料来源：Wind 资讯，中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 18：公司加权 ROE 波动较小


资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

表 14：雨虹、科顺及凯伦的净利率

净利率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
东方雨虹	9.49%	11.64%	13.74%	14.66%	12.07%	10.76%	11.69%
科顺股份	4.76%	7.42%	13.75%	17.95%	10.67%	5.98%	8.41%
凯伦股份	5.83%	9.78%	13.08%	14.96%	11.31%	10.51%	10.41%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

行业价格竞争导致近些年公司的产品溢价有所缩小。单位售价方面，公司 2014-2018 年防水产品销量约 1.61、1.85、2.75、4.33、6.33 亿平米，按每 30 吨防水涂料约折算 1 万 m²防水卷材换算（与公司公告的换算口径一致），对应防水产品价格分别为 24.8、21.9、20.3、19.2、17.9 元/平米。可以明显看出，2016 年之前公司与同行相比具备较强的产品溢价，但近年来由于行业供给增加价格竞争激烈，公司产品溢价明显缩小，因此我们判断短期来看产品售价不是公司盈利能力领先的主要因素。

表 15：雨虹、科顺及凯伦的防水材料单位售价和单位毛利

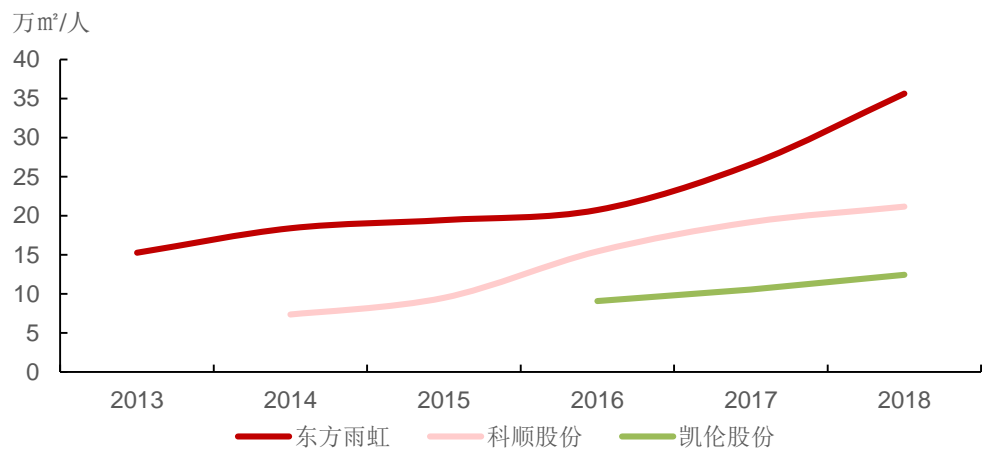
项目	公司	2014	2015	2016	2017	2018
单位售价 (元/m ²)	东方雨虹	24.83	21.85	20.31	19.20	17.85
	科顺股份	20.18	19.63	18.24	14.59	13.77
	凯伦股份	18.31	18.52	20.28	19.03	18.35
单位毛利 (元/m ²)	东方雨虹	9.07	9.67	9.54	7.81	6.69
	科顺股份	7.30	9.10	9.28	5.57	4.49
	凯伦股份	5.65	6.90	9.14	7.19	6.81

资料来源：公司公告，东方证券研究所

 注：涂料按每 30 吨 ≈ 1 万 m² 卷材换算

产能扩张生产效率提升，规模效应优于同行。近五年公司产能持续扩张，2014-2018 年其产量分别为 163/184/276/433/634 百万平方米（涂料按每 30 吨折算约 1 万 m²卷材计算，以下亦然）；同期科顺股份产量分别为 41/48/66/107/181 百万平方米，凯伦股份为 10/12/13/21/35 百万平方米。按各公司生产人员数量，测算各家公司生产人员生产效率。根据测算，东方雨虹生产效率最高，其次为科顺、凯伦。在公司产能持续扩张背景下，未来有望继续保持较高生产效率。

图 19：产线员工生产效率对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：① 涂料按每 30 吨≈1 万 m²卷材换算；② 产线员工生产效率=产量÷生产人员

全国布局优势明显，有助于快速反应市场需求、降费增效。防水产品运输距离过长的主要影响在于增加运输成本、降低供货的及时性从而导致销售费用增加，不能迅速反应客户需求安排生产导致资金周转效率降低。根据公司的公告，防水产品一般合理的销售半径约 500 公里，因此要想获得销售半径外其他地区的市场，开展异地布局是必要的。目前异地布局的难度主要在于大额生产、研发、物流基地配套费用，龙头企业更有能力承担相应的资本开支，因此目前龙头企业在全国范围内的布局更广。公司的产能基本覆盖了中国主要的经济核心区，通过完善的全国布局，近几年公司的销售费用率明显低于其他上市防水企业。

表 16：龙头防水企业布局区域更广

企业	区域布局
东方雨虹	北京、上海、湖南、辽宁、江苏、广东、云南、河北、陕西、安徽、浙江、山东、湖北、河南、湖北等 15 大生产基地
科顺股份	在广东、江苏、重庆、山东、辽宁、江苏建有生产基地，湖北与陕西基地建设中，广西及安徽基地规划中
潍坊宏源	山东、吉林、四川、江苏、广东五大生产基地；北京、上海、广州、成都等九大运营中心
深圳卓宝	天津、广东、湖北、江苏、四川等生产基地
建国伟业	北京、河南和河北三大生产研发基地
盘锦禹王	辽宁、湖北、安徽、四川、广东、西北六个防水材料生产基地、禹王化纤及橡胶制品等原材料生产基地
凯伦股份	江苏、河北、湖北、四川产业基地

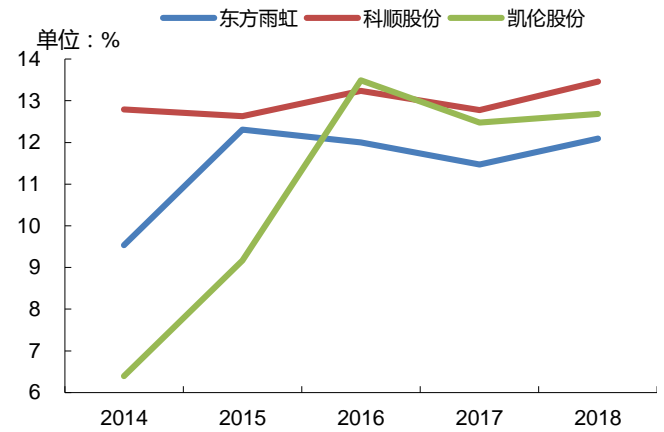
资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

图 20：公司全国布局较广



资料来源：公司官网，东方证券研究所

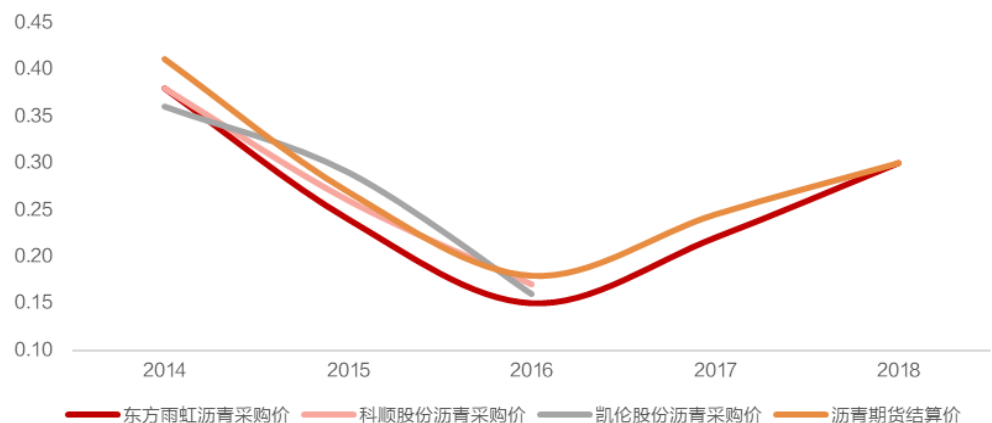
图 21：近几年公司的销售费用率明显低于其他防水企业



资料来源：公司公告，东方证券研究所

沥青等原料采购价低，竞争优势同行无法复制。成本端方面，防水材料的生产成本包括原材料（沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等）、人工、燃料及制造费用，其中原材料在总成本中占比约 9 成，而沥青在原材料中占比约 32%，因此沥青的成本对于产品总成本的影响较大。与同行相比，公司在可比年份 2014-2016 年中沥青采购价格分别为 0.38/0.24/0.15 万元/吨，同期科顺沥青采购价格为 0.38/0.26/0.17 万元/吨，凯伦为 0.36/0.29/0.16 万元/吨，公司的平均采购价格最低。公司沥青采购价较低的主要原因有两点，一是其主要供应商为中石油和中石化两家巨头，长期合作信用较好，大额采购也更容易获得折扣优惠；二是公司原料存储能力较强（所有沥青储罐加起来约 40 万吨），通过择机采购、淡季采购可有效降低综合成本。

图 22：主要防水企业的沥青采购价（万元/吨）



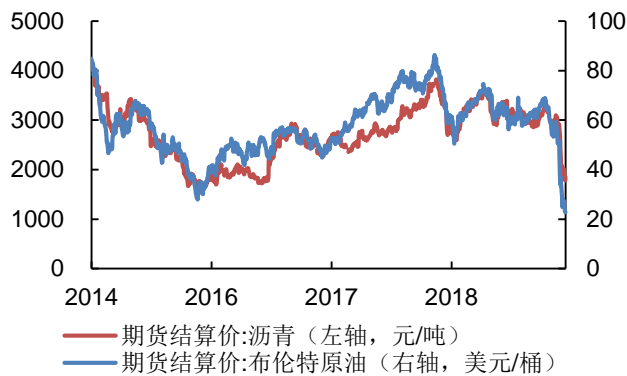
资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：科顺股份和凯伦股份均未披露 2017 年后的沥青采购价格，因此可比年份仅为 2014-2016 年

2.3 沥青降价显著，预计 20 年防水卷材毛利率同比提升 7pct

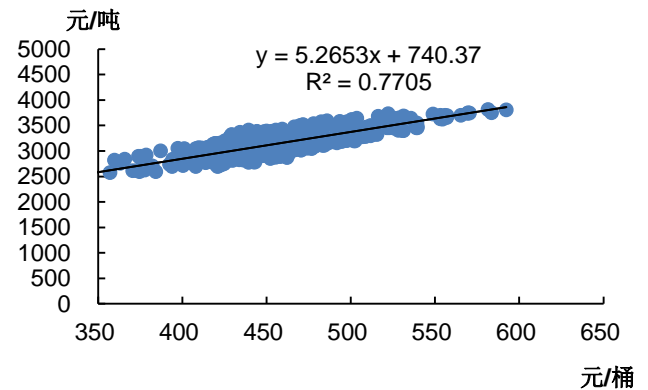
沥青与原油价格的相关性较强，相关系数达到 **0.88**。作为石油工业的下游产品，沥青受国际油价波动的影响较大，且二者波动的方向与幅度基本一致。我们将经汇率换算后的布伦特原油价格与沥青价格进行相关性分析，发现二者的相关系数 R 高达 **0.88**，即当原油价格每升高 1 元/桶，沥青价格升高约 5.3 元/吨。

图 23：布伦特原油与沥青价格走势



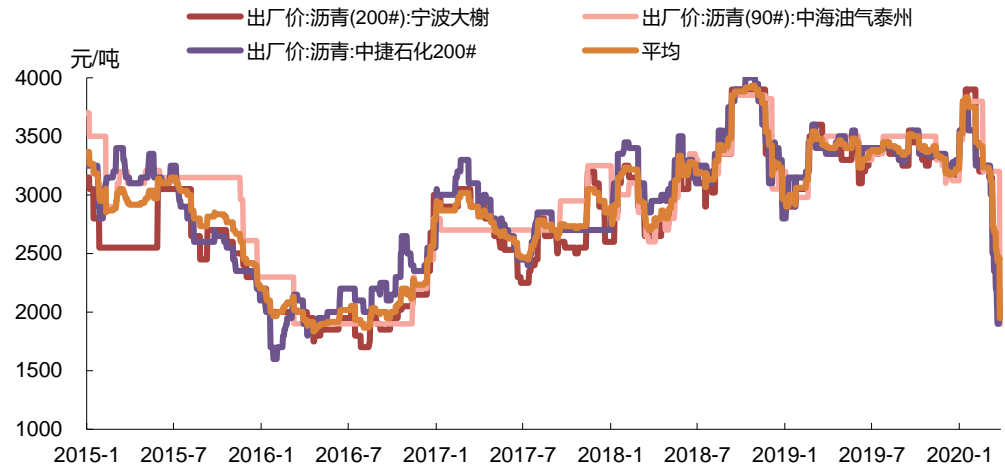
资料来源：wind，东方证券研究所

图 24：沥青与原油价格的相关性较强



资料来源：wind，东方证券研究所

油价暴跌或将导致沥青价格跌至历史低位，预计全年均价 **1862-2236 元/吨**，同比下降 **33%-44%**。2020 年一季度以来，由于 OPEC+减产协议到期后未能进一步达成新的减产协议导致供应严重过剩，叠加新冠疫情下需求萎缩、沙特与俄罗斯大打价格战等因素推动油价历史性暴跌。公司主要采购的是 90#和 200#沥青，截至 3 月末，两种标号沥青的主要厂商平均出厂价为 1950 元/吨，较年初的高点下滑 40%，已经接近 2016 年的低位水平。东方证券化工团队预计 2020 年布伦特原油均价约为 30-40 美元/桶，同比下滑 40%-55%，根据上文的回归模型，可以推算出全年沥青的均价约为 1862-2236 元/吨。

图 25：20Q1 沥青价格大幅下跌


资料来源：wind，东方证券研究所

表 17：中性假设下，2020 年沥青成本大约下降 38%

年份	项目	悲观	中性	乐观
2019	沥青价格 (元/吨)	3340	3340	3340
	原油价格 (美元/桶)	40	35	30
2020E	沥青价格 (元/吨)	2236	2049	1862
	YOY	-33.05%	-38.65%	-44.25%

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

注：乐观/中性/悲观针对 20 年盈利而非沥青的价格

预计 20 年公司防水卷材成本下降 11%，毛利率提升至约 43%。基于上述对 2020 年沥青价格的中性预测，并假设除沥青外防水卷材的其他成本保持不变，则可以推算出沥青价格变动将导致产品成本下降约 11%。公司目前的销售价格较为稳定，与去年同期基本持平，我们预计疫情结束后在赶工需求推动下产品价格有韧性，以 2019 年 36%的毛利率为基础可以推算出 2020 年公司防水卷材的毛利率有望同比提升 7pct 至 43%。

表 18：经过成本分拆计算后，预计 2020 年沥青价格下跌将使防水卷材成本下降 11%

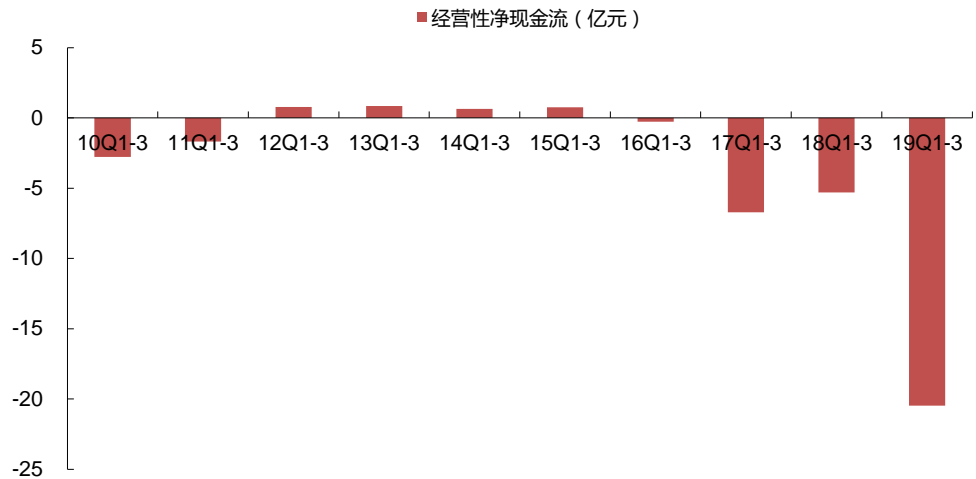
	2016	2017	2018	2019E	2020E
沥青的成本拆分					
直接材料（亿元）	17.41	28.67	41.95		
其中：沥青	5.57	9.17	13.42		
销量（亿 m ² ）	1.49	2.29	3.40		
每平米沥青成本（元）	3.74	4.01	3.95	3.95	2.45
除沥青外其他成本拆分					
其他直接材料（亿元）	11.84	19.50	28.53		
直接人工（亿元）	0.53	0.87	1.21		
燃料动力（亿元）	0.42	0.68	0.95		
制造费用（亿元）	0.96	1.57	2.19		
每平米其他成本（元）	9.23	9.88	9.67	9.59	9.59
总成本变动					
单平米总成本（元）	12.97	13.88	13.62	13.54	12.04
YOY					-11.08%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：由于 2019 年相对 2018 年沥青价格变动不大，假设 2019 年每平米沥青成本与 2018 年相同；假设除沥青外的其他成本保持稳定，即 2019 和 2020 年每平米其他成本与 2016-2018 年的平均成本相同

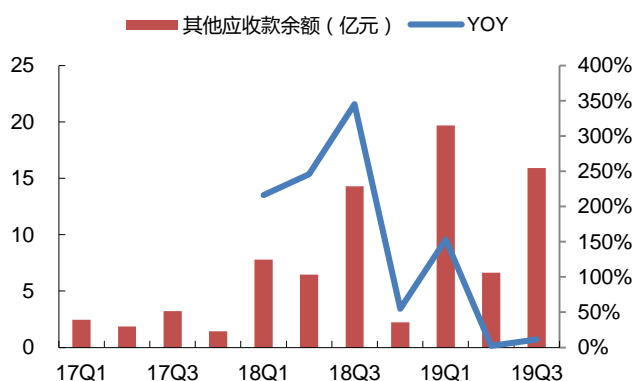
2.4 开拓非房地产业务，现金流有望改善

近年来公司现金流承压，房地产客户资金紧张影响较大。通过观察近十年公司的现金流情况，可以发现两个非常明显的分水岭，第一个分水岭在 2012 年，在此之前公司业务重心在基建业务，特别是高铁项目的客户占比较高，但由于当时基建项目价格战以及业主欠款等问题，公司现金流较差，所以 2012 年后转向大地产客户，在新开工高增长、项目快周转的情况下，公司的现金流明显好转。第二个分水岭在 2017 年，随着国家对房地产调控逐步加码，去杠杆下融资环境大幅收紧，销售遇冷后无法通过快周转实现回款，客户资金紧张传导至公司层面，最近几年的现金流明显承压。目前公司下游的客户中房地产客户占比约 50%，在地产整体销售与融资环境没有大幅改善的情况下，公司的大客户可能会继续压款和延长付款周期。

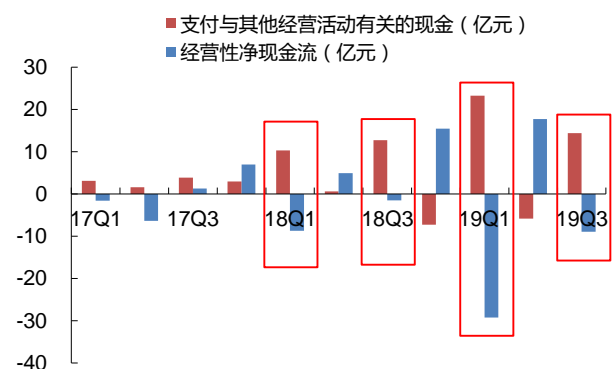
图 26：2019 年前三季度公司的现金流承压


资料来源：wind，东方证券研究所

地产客户的履约保证金增加也是近几年现金流变差的重要原因。履约保证金一般在工程项目合同中由承包商投不超过 10% 支付，但近几年部分客户要求公司也必须支付履约保证金，即使公司只作为供货方而非施工方，从市场份额角度出发公司选择了“以现金换市场”。在资产负债表中履约保证金归集到“其他应收款”中，从 2018Q1 开始公司的其他应收款余额明显有了大幅增长。在现金流量表中履约保证金归集到“支付与其他经营活动有关的现金”，而根据工程项目投标的经验，大部分履约保证金在每年 1 月、7 月支付，6 月、12 月收回，对现金流的季度扰动较大，近两年来 Q1 和 Q3 支付与其他经营活动有关的现金较多，造成经营性现金流集中流出，相反地 Q2 和 Q4 经营性现金流则集中回流。

图 27：2018 年开始其他应收款明显增加


资料来源：公司公告，东方证券研究所

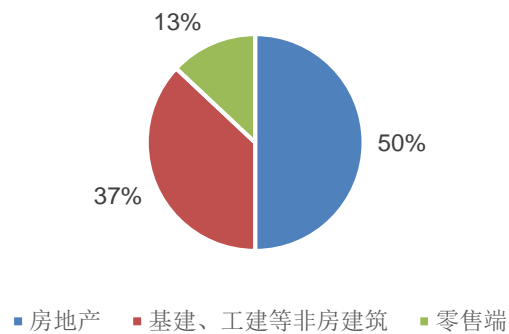
图 28：Q1 和 Q3 履约保证金集中支付对现金流影响较大


资料来源：公司公告，东方证券研究所

预计 2020 年非房业务占比将提升，现金流有望改善。除了房地产商外，公司有 13% 客户来自零售端，这些 C 端业务的现金流是最好的，剩下 37% 来自基建、工建等非房建筑业务，现金流状况介于房地产和零售客户之间。我们判断 20 年公司将加大对非房客户的拓展力度，特别是基建受益逆

周期调控，财政资金的到位和保障比以往更好，同时大基建央企面临不得拖欠民企工程款的行政压力，公司履约保证金的支付压力相应也会减小，所以未来这块业务占比提升后公司的现金流有望得到改善。

图 29：公司 2018 年下游客户中房地产客户占比约 50%



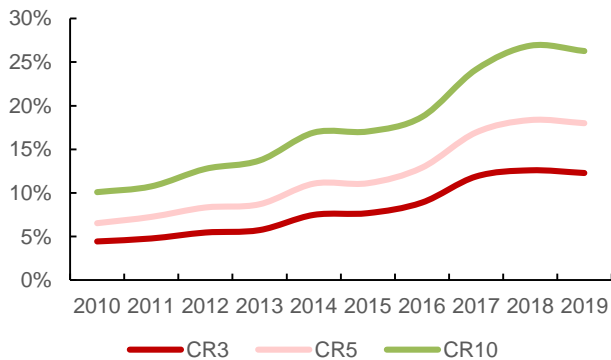
资料来源：公司公告，东方证券研究所

三、成长格局清晰，中长期价值凸显

3.1 下游地产集中度提升，防水龙头显著受益

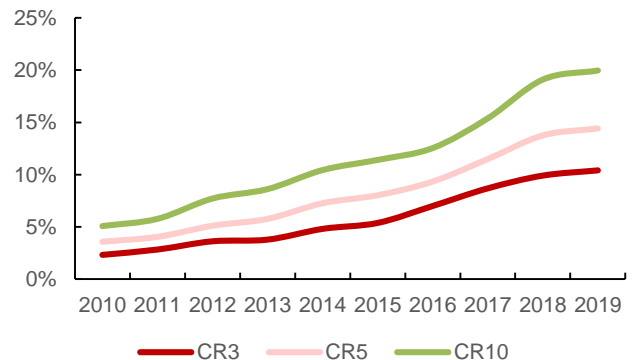
地产集中度逐年提升，大地产商首选防水龙头。从销售金额来看，2010 年地产 CR10 约 10%，到 2019 年 CR10 提升至 26.28%；从销售面积来看，2010 年地产 CR10 约 5%，到了 2019 年达到 20%，地产“寡头化”趋势逐步明朗。由于防水产品对整体的施工质量及业主的使用满意度影响较大，且工程费用占比较低，因此大型地产商对防水产品价格不敏感，更倾向与优质防水企业合作，以免出现后期浸渗修补现象。伴随下游地产集中度的提升，防水龙头的优势也愈发突出，2019 年公司品牌首选率达到 36%，比 2018 年提升 11pct。

图 30：地产行业销售金额集中度攀升

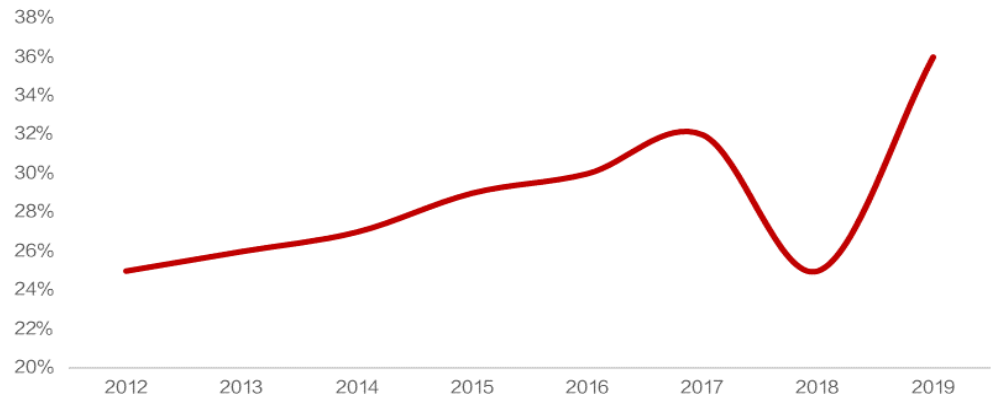


资料来源：wind，东方证券研究所

图 31：地产行业销售面积集中度攀升

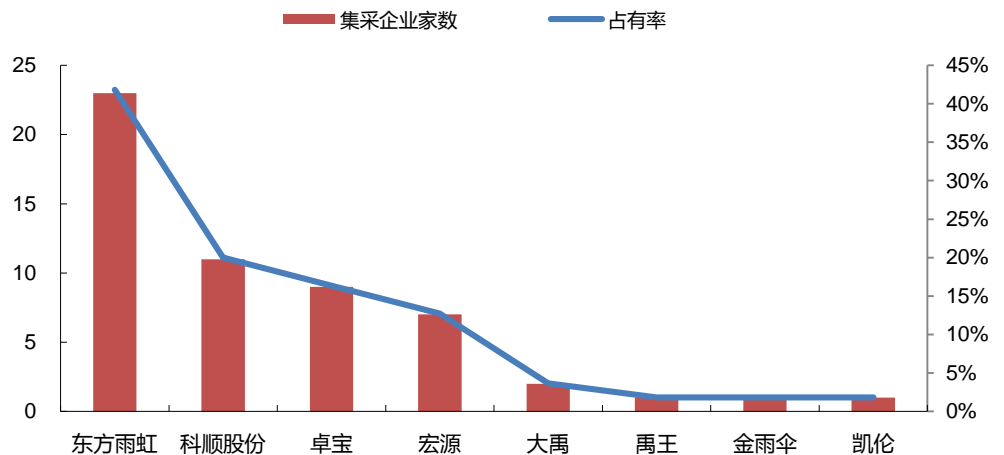


资料来源：wind，东方证券研究所

图 32：公司的地产开发企业 500 强品牌首选率


资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，东方证券研究所

未来地产集采供应商中，公司有望继续占据主导地位。集采能够有效地控制产品成本和质量，在竞争日益激烈的房地产市场，集采已成为地产商获取最大化利益、谋求长远发展的重要手段。从防水企业对房地产 TOP50 企业的集采合作（家数）情况来看，公司的占有率达到 42%，远高于其他防水企业。未来不仅仅是大地产商，对于中小地产商而言，只有通过抱团合作、共享其他优秀房企的供应商资源及价格，才能保持产品竞争力“活下去”，因此未来防水龙头企业将会成为下游客户争夺的优质供应链资源，优势地位有望更加稳固。

图 33：东方雨虹等龙头占据了主要的下游集采客户


资料来源：公司公告，东方证券研究所

从统计意义上看，公司销量与地产行业集中度具有较强的正相关性。从公司下游需求强度来看，与房屋新开工相比，公司防水销售与地产集中度相关性更高。市场担心房地产新开工增速放缓预期将拖累公司业绩增速，但我们并不悲观。根据皮尔逊相关系数，新开工面积对公司产品销量影响不大，其相关性仅为 0.38；反而是地产集中度 CR5 与公司防水产品销量相关性更高，其相关系数达到

0.94。我们认为内在逻辑在于：伴随拿地门槛提升及融资趋严环境下，大中型开发商在拿地、融资等方面具有先发优势，大地产企业更倾向与规模大的防水企业合作，带动企业销量提升。

表 19：公司销量与地产集中度呈强相关

年份	2011	2012	2013	2014	2015	2017	2016	2018	Corr
防水材料销量（百万 m ² ）	131.83	163.88	131.53	161.48	185.41	432.68	274.97	632.87	1.00
房屋新开工面积（亿 m ² ）	19.12	17.73	20.12	17.96	15.45	17.87	16.69	20.93	0.38
房屋施工面积（亿 m ² ）	50.68	57.34	66.56	72.65	73.57	75.90	78.15	82.23	0.71
房地产行业收入 CR5	7.25%	8.33%	8.70%	11.06%	11.11%	16.93%	12.89%	18.35%	0.94

资料来源：Wind 资讯，东方证券研究所

注：Corr 为防水材料销量与新开工面积/地产收入 CR5 相关性

政策推动下精装修渗透率将不断提升。住宅精装修也被称为全装修，是指房屋交钥匙前所有功能空间的固定面全部铺装或粉刷完成，厨房和卫生间的基本设备全部安装完成，即完全以成品住宅的方式交付给业主。近年来，为了推动建筑工业化、绿色化发展，各地方政府纷纷出台一系列精装修政策，努力提高住宅精装修渗透率。从全国范围来看，城乡建设部 2017 年 4 月印发的《建筑业“十三五”规划》中提出，到 2020 年新开工的精装修成品住宅面积要占到 30%，而各省市也出台了各自的发展目标，如江苏省政府提出到 2025 年全省新建成品住房比例要达到 50% 以上。

表 20：各地方政府纷纷出台一系列精装修政策

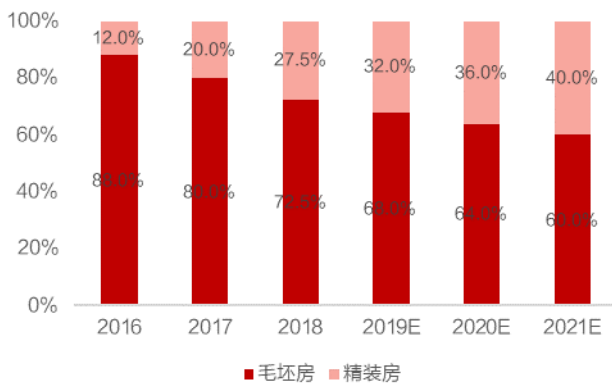
地区	出台时间	出台部门	精装修相关政策
江苏	2014.12	省政府	提出“到 2025 年江苏新建成品住房比例达到 50% 以上”
	2017.12		至 2020 年，设区市新建商品房全装修比例达到 50% 以上，装配式住宅建设和政府投资新建的公共租赁住房全部实现成品住房交付
北京	2015.05	市建委	2015 年 5 月 1 日起，由市保障房建设投资中心新建、收购的项目率先全面推行全装修成品交房；自 2015 年 10 月 31 日起，凡新纳入我市保障性住房年度建设计划的项目（含自住型商品住房）全面推行全装修成品交房
山东	2015.9	省政府	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房
河南	2016.4	省住建厅	到 2020 年，新开工全装修成品住宅占新建住宅面积比例，省辖市及城乡一体化示范区争取达到 80%
上海	2016.8	市建委	从 2017 年 1 月 1 日起，全装修住宅比例为：外环线以内应达 100%，奉贤区、金山区、崇明区为 30%（至 2020 年应达 50%），其他地区应达到 50%
	2019.4	市建委和崇明区政府	2019 年 5 月 1 日起崇明区新建商品住宅实行全装修政策
浙江	2016.9	省政府	2016 年 10 月 1 日起，全省各市、县中心城区出让或划拨上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修
海南	2016.12	省政府	从 2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实行全装修
湖北	2017.3	省政府	到 2020 年，武汉市、襄阳市、宜昌市和荆门市新建住宅全面实现住宅全装修，其他设区城市、恩施州、直管市和神农架林区住宅全装修面积占新建住宅面积比例应达到 50%
四川	2017.6	省政府	2020.1 开始实施，全省新建住宅 50% 全装修，到 2025 年，四川省新建住宅要

重庆	2018.7	市政府	求全装修比例达 70% 力争 2020 年主城区新建商品房全装修比例达到 20%以上
陕西	2018.8	省住建厅	今后各设区城市中心城区（由各市划定）范围内新出让或划拨国有土地上的新建住宅，原则上实行住宅全装修，推行成品交房
	2019.1		各设区城市中心城区新批土地上建设的住宅，全部实行全装修

资料来源：各省市政府官网，东方证券研究所

伴随精装房比例持续提升，B 端企业较为受益。根据奥维云网的统计数据，2016 年精装房比例仅为 12%，2018 年其渗透率提至 27.5%，预计 2020 年将达到 36%，渗透率逐步上升。精装房市场规模方面，2016 年精装房约 157.2 万套，未来五年 CAGR 有望达 26.7%。住宅领域防水消费需求在工程端占比有望逐步提升，或利好以公司为代表的 B 端企业。

图 34：精装修房的市场渗透率



资料来源：奥维云网，东方证券研究所

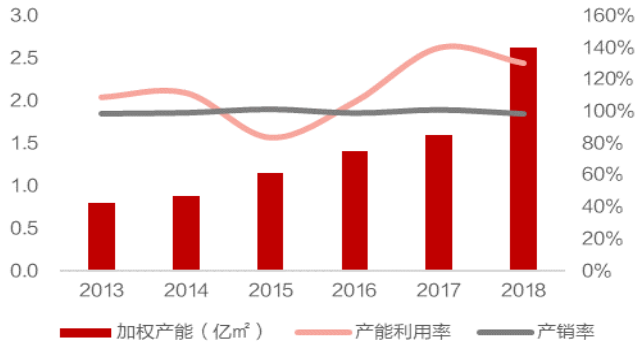
图 35：精装修房市场规模



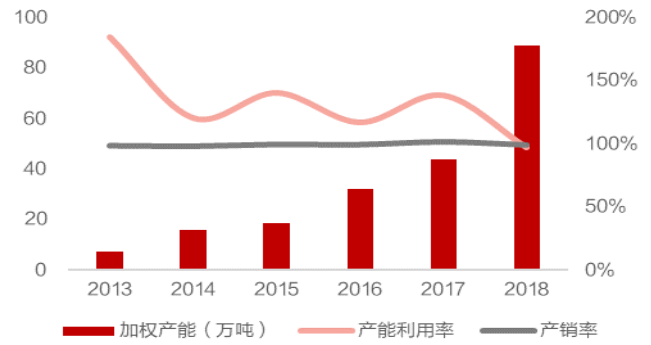
资料来源：奥维云网，东方证券研究所

3.2 产能处于稳步扩张阶段，市占率提升空间足

近年来，随着公司生产基地的扩充，公司防水材料的产能不断增长，截至 2018 年底，公司防水卷材加权平均产能 2.63 亿平米，防水涂料年加权平均产能 89 万吨，过去五年防水产品产能 CAGR 达 40%。此外，公司产能利用率较高，2016—2018 年，卷材产能利用率分别为 106%、142%和 131%，涂料产能利用率分别为 117%、139%和 97%。随着产能产量提高，公司防水材料的销量也逐年上升，产销率保持在约 100%。

图 36：公司防水卷材产能及产销情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：公司防水涂料产能及产销情况


资料来源：公司公告，东方证券研究所

基于公司未来产能规划，我们预测公司 2019-2021 年防水产品产能为 805/1046/1271 百万 m^2 ，每年增加约 245/241/225 百万 m^2 ，增速约 44%/30%/21%。考虑到公司历史产能利用率情况及未来防水行业供需或有边际改善，我们预计 19-21 年公司产能利用率为 105%/104%/99%，在产销率保持 100%假设下，销量有望达到 847/1088/1265 百万 m^2 ，增速约 34%/28%/16%。具体各产品的产能、产量及销量的分拆数据请见下文盈利预测部分。

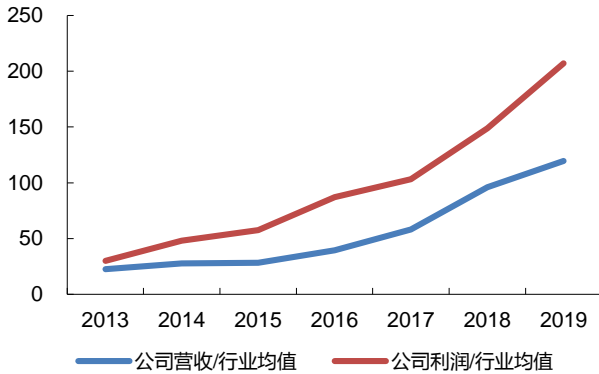
表 21：公司未来产能预测

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产能 (百万 m^2)	105.00	141.25	177.50	248.61	306.70	560.36	804.96	1046.45	1271.40
产能 - YOY	-	35%	26%	40%	23%	83%	44%	30%	21%
产能利用率	123%	115%	104%	111%	141%	113%	105%	104%	99%
产量 (百万 m^2)	128.71	162.98	183.99	276.37	432.88	633.80	846.58	1088.21	1264.97
产销率	102%	99%	101%	99%	100%	100%	100%	100%	100%
销量 (百万 m^2)	131.53	161.48	185.41	274.97	432.68	632.87	847.26	1088.06	1264.84
销量 - YOY	-20%	23%	15%	48%	57%	46%	34%	28%	16%

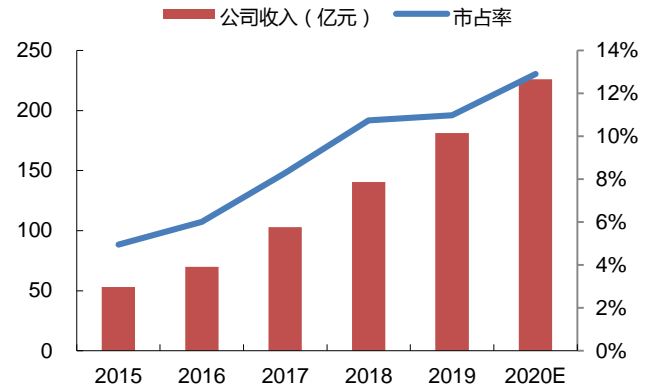
资料来源：公司公告，东方证券研究所

 注：按每 30 吨防水涂料约折算为 1 万 m^2 防水卷材计算

十三五期间公司市占率提升近 7pct，预计 2020 年达到 13%。根据中国建筑防水协会，2019 年 653 家规模以上企业营收/利润为 990/66 亿元，而公司营收/利润为 181.39/26.21 亿元，公司营收及利润为行业平均规模百倍以上，并仍处于上升态势。按公司收入占前文行业市场空间比例测算，2018-2020 年公司市占率分别为 10.74%/10.98%/12.92%，从 2016 年至今已提升近 7pct。综合前文的分析，我们认为未来公司的市占率继续提升的动力将来源于行业落后产能的出清、公司新增产能的释放以及下游大客户的集中等因素。

图 38：公司营收及利润是行业平均规模的百倍以上


资料来源：Wind 资讯，中国建筑防水协会，东方证券研究所

图 39：公司市占率有望持续提升


资料来源：Wind 资讯，中国建筑防水协会，东方证券研究所

3.3 对标国际巨头瑞士西卡，未来有望成为千亿市值的防水龙头

海外的防水市场经过了一百多年的发展，诞生了如瑞士西卡、美国 GAF、日本田岛屋面等大型企 业，这些巨头除了在各自的区域性市场内占据着较高的市场份额外，全球各地亦有成熟的业务布局， 营收规模大都超过 100 亿人民币。

表 22：海外主要防水企业简介

企业名称	市场地位	成立时间	主营业务	公司规模
瑞士西卡公司	欧洲主要的 PVC、TPO 卷材生产企业	1910 年	产品主要分为建筑和工业两大系统。建筑系 统包括水泥、混凝土外加剂、地坪、砂浆、 灌浆、加固、修补、粘接、防水等产品， 业系统用于汽车、船舶、再生能源、幕墙粘 接密封、减振降噪和结构加固等领域	公司拥有 200 多家生产基地、营销 机构和 1.8 万名员工，遍布 100 多个国家。公司销售额超过 70 亿瑞士法郎
奥地利碧谢·霍 夫曼公司	占有奥地利 85% 的市场 份额。	1853 年	主营化学用品、防水材料和保温材料	公司拥有员工 1245 人，在 世界各地有 26 个分支机构，收入 超 8 亿欧元，年产量约 4500 万平方米
美国 GAF 公司	北美最大的商业和民用建 筑屋面生产企业	1886 年	屋面防水卷材、防水涂料等	在全球拥有 65 个工厂，6500 名员工，年营业额超 40 亿美元
日本田岛屋面株 式会社	日本最大的防水企业	1919 年	改性沥青防水卷材、PVC 防水卷材等	合计员工数 1260 人，收入超 500 亿日元，年产量约 2000 万平方米

资料来源：中国建筑防水协会，东方证券研究所

瑞士西卡公司十年市值增长 6 倍，市盈率超过 37 倍。瑞士西卡主要的业务集中于相对成熟的欧洲市场，距今已有超过 100 年的历史，是目前全球最大的防水企业。2010 年至今，西卡估值稳步增长，目前股价达到 150 瑞士法郎（约合人民币 1000 元），总市值超过 1000 亿人民币；市盈率中枢持续上移，最高超过 37 倍。

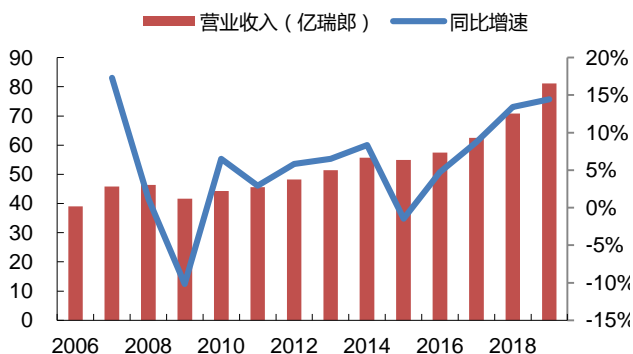
图 40：瑞士西卡近十年的股价及市盈率估值



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

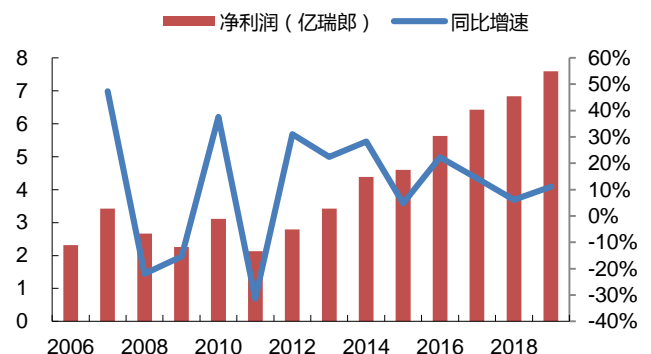
瑞士西卡业绩增长稳健，近十年 CAGR+12.88%。截至 2019 年，瑞士西卡营收规模超过 500 亿人民币，近十年 CAGR 达到 6.90%，净利润规模超过 50 亿人民币，近十年 CAGR 达到 12.88%。

图 41：瑞士西卡营收规模近 500 亿人民币



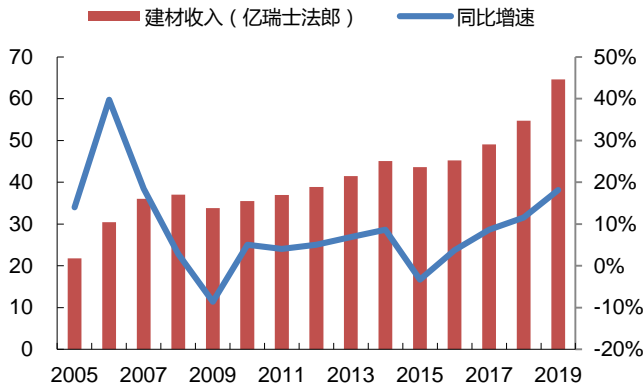
资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 42：瑞士西卡上市至今净利润增长稳健

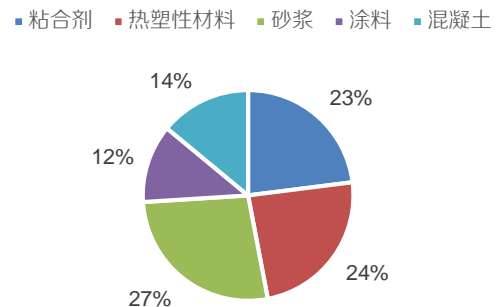


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

建材业务多元化，销售增长有所提速。西卡的业务分为建材和工业制造两大部分，其中建材为主营业务，占比约为 80%。西卡最初是防水材料业务起家的，目前已覆盖热塑性材料、砂浆、涂料、混凝土、粘合剂多元建材领域，2019 年建材业务实现收入 64.61 亿瑞士法郎，YOY+18.10%，增速比 2018 年提高 6.53pct。

图 43：瑞士西卡的主营业务收入增长稳健


资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 44：瑞士西卡在建材各领域的销售收入分布


资料来源：Bloomberg，德银，东方证券研究所

注：防水卷材归类于热塑性材料，其他防水材料划分到砂浆、涂料等领域

我们认为西卡业绩保持持续增长的原因主要有两点：

1、新兴国家市场的快速增长对公司的业绩贡献较大。根据德意志银行的研究，随着人均 GDP 的不断提升，防水技术和标准的提高会带来防水材料用量的显著增加，目前中国建筑市场中防水材料在建安成本中占比只有 1%-2%，而发达国家中这一比例高达 7%-8%，因此在新兴国家防水行业的需求增长会明显快于建筑业总产值的增长。根据公司公告，最近一年西卡在中国、印度、巴西等新兴国家的销售收入占比虽然仅有 37%，但销售收入增速达到 11%，高于发达国家市场 5% 的销售增速，因此综合来看新兴国家市场的销售增长贡献大于发达国家市场。

表 23：瑞士西卡在新兴国家市场的销售增长贡献大于发达国家市场

	新兴国家市场	发达国家市场
销售占比	37%	63%
销售增速	11%	5%
销售增长贡献	4%	3%

资料来源：Bloomberg，德银，东方证券研究所

2、成功的横向并购对已有业务形成了良性互补。西卡成长过程中伴随着许多次成功的并购，2005 年兼并了主营防水卷材业务的瑞士 Sarna 公司，进一步巩固了欧洲市场；2016 年收购美国混凝土纤维生产商 FRC 工业公司，加快了美国市场的开拓；2019 年收购全球涂料行业的领军企业法国派丽 (Parex) 集团，派丽是德高的母公司，年销售额达到 12 亿瑞士法郎，派丽具有优秀的分销渠道，在中国市场有整整 15 年的零售渠道经验，有近 3200 个专卖店和 12 万个专卖网点，超过三分之一的销售额来自中国。分销渠道、中国市场是西卡多年来的短板，西卡收购派丽后充分利用其在中国成熟的分销渠道优势，快速开店拓展业务，并计划从 2020 年开始每年保持约 50 家的开店速度，终极目标是让西卡专卖店覆盖全国 250 个大中城市。

表 24：瑞士西卡与派丽集团在销售市场上的互补性较强

		瑞士西卡	派丽集团
销售渠道占比	直销	69%	20%
	分销	31%	80%
区域占比	主要市场	32%	90% (中国占比约 35%)
	非主要市场	68%	10%

资料来源：Bloomberg，德银，德高中国官网，东方证券研究所

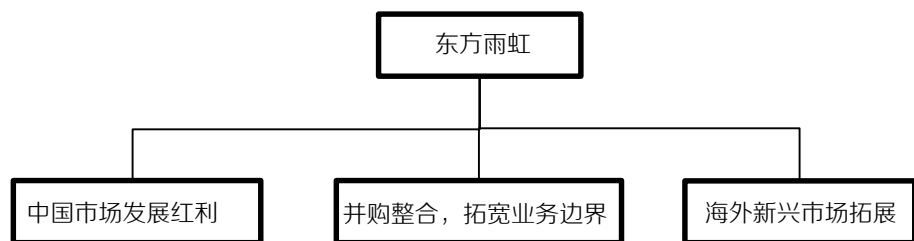
注：主要市场是针对派丽集团而言的，包括中国、法国、美国、阿根廷、巴西、英国、新加坡和澳大利亚八个国家

表 25：西卡借助派丽在中国的分销渠道快速拓展业务

时间	事件
2019 年 9 月 9 日	德高专卖店西卡专柜揭幕
2019 年 9 月 26 日	西卡产品登录天猫旗舰店，并同时在全国 106 个城市、147 家德高专卖店和 1349 个分销网点上市
2019 年 10 月 10 日	西卡中国首家专卖店落户苏州
2019 年 10 月 11 日	西卡中国第二家专卖店于上海开业
2019 年 11 月	西卡在佛山开设第三家专卖店

资料来源：德高中国官网，东方证券研究所

东方雨虹在市场拓展、并购整合等方面可借鉴西卡的成功经验。公司目前仍在享受中国市场快速成长的发展红利，但行业集中度仍然较低且海外业务占比较低，参照西卡的发展路径我们认为未来公司可通过并购整合拓宽业务范围、提高市场占有率，在深耕国内市场的同时注重海外特别是其他新兴国家市场的开拓，从这些方面来看公司未来的成长空间依然十分广阔。

图 45：公司未来可能的成功因素


资料来源：东方证券研究所

例如，涂料业务就是公司多元化拓展的重要布局，与防水业务协同性强、潜力大。根据中国涂料工业协会，2018 年规模以上涂料企业收入为 3268 亿元，若按建筑涂料占比 24%（18 年前百强建筑装饰涂料企业收入占前百强涂料收入比例）计算，规模以上建筑装饰涂料规模约 790 亿元，在 B 端工程市场仍相当分散。如前文所提，伴随地产集中度及精装修比例提升，B 端市场或有效平滑地产与基建端下滑。公司于 2016 年末收购 9 成 DAW ASIA 股权，其母公司创办于 1895 年，总部位

于法兰克福，是欧洲前五建筑涂料生产商，此次收购标志雨虹正式切入建筑涂料行业。公司得天独厚优势在于依托于防水主业的深耕细作已形成强大的集采客户资源及公司遍布全国的渠道合伙人资源，建筑装饰涂料方面有较大发展空间。

表 26：2019 全球涂料前 20 强

排名	企业名称	国家/地区	营收 (亿美元)	排名	企业名称	国家/地区	营收 (亿美元)
1	PPG Industries (PPG 工业)	美国	154	11	Sika (西卡)	瑞士	22
2	Sherwin-Williams (宣伟)	美国	146	12	Jotun (佐敦)	挪威	20
3	AkzoNobel (阿克苏诺贝尔)	荷兰	106	13	Hempel (海虹老人)	丹麦	15
4	Nippon (立邦)	日本	55	14	DAW (卡普乐尔)	德国	15
5	RPM (立帕麦)	美国	53	15	KCC (金刚化工)	韩国	15
6	Axalta (艾仕得)	美国	47	16	Dulux Group (多乐士集团)	澳大利亚	13
7	BASF (巴斯夫)	德国	44	17	Wendel Group	法国	10
8	Kansai (关西涂料)	日本	39	18	Berger Paints (伯爵涂料)	印度	9
9	Asian Paints (亚洲涂料)	印度	27	19	Benjamin Moore (本杰明摩尔)	美国	9
10	Behr (百色熊)	美国	23	20	Shawcor (肖可)	加拿大	8

资料来源：涂界，东方证券研究所

表 27：公司建筑涂料产能项目

项目	开工日期	投资额	预计建设完工
杭州建德市投资建设特种涂料生产项目	2017/7	15 亿	周期约 5 年
新沂市投资建设特种涂料生产基地项目	2017/9	18 亿	2022 年
荆门市 DAW 涂料生产项目	2017/12	-	-
岳阳市 DAW 涂料生产项目	2018/2	20 亿	周期约 2 年

资料来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

(1) 收入的增长主要来自于防水卷材和防水涂料的销售。

(2) 公司 19-21 年毛利率分别为 35.1%/37.2%/36.7%。随着沥青等原料成本下降，以及行业去产能后供给收缩，防水标准提高后下游需求增加，产品售价稳定甚至有提升空间，因此毛利率将稳步提升。

(3) 公司 19-21 年销售费用率为 11.50%/11.69%和 11.60%，管理费用率为 6.20%/6.20%/6.20%。由于公司的经营管理效率等变动不大，预计未来管理费用率保持稳定；随着公司全国销售渠道铺开，品牌影响力也构建完成，预计销售费用率将保持稳定。

(4) 公司 19-21 年的所得税率维持 17%

分产品来看，防水卷材方面，我们预测公司 2019-2021 产能为 3.46/4.49/5.84 亿平米，增速约 31%/30%/30%。基于公司历史情况及未来供需格局，我们假设产能利用率为 120%/110%/105%、在产销率保持 100%情景下，公司防水卷材销量有望达到 4.15/4.94/6.13 亿平米，增速为 22%/19%/24%。

表 28：公司防水卷材产能预测

防水卷材	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年终产能 (亿m ²)	0.80	0.90	1.45	1.55	1.65	2.98	3.93	5.05	6.62
加权产能 (亿m ²)	0.80	0.88	1.16	1.41	1.61	2.63	3.46	4.49	5.84
YOY	-	10%	31%	22%	14%	64%	31%	30%	30%
产量 (亿m ²)	0.82	0.99	0.97	1.5	2.28	3.4	4.15	4.94	6.13
产能利用率	109%	112%	84%	106%	141%	131%	120%	110%	105%
销量 (亿m ²)	0.82	0.99	0.99	1.49	2.29	3.4	4.15	4.94	6.13
YOY	-	21%	0%	51%	54%	49%	22%	19%	24%
产销率	99%	100%	102%	99%	100%	99%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：防水卷材的设计产能是按每天 16 小时、250 天/年的生产时间计算的，但如果下游需求很好，实际生产中可以做到每天不间断生产，因此产能利用率超过 100%

防水涂料方面，我们预测公司 2019-2021 产能为 142/184/212 万吨，增速约 59%/30%/15%，在产能利用率达到 100%/105%/105%、产销率保持 100%情景下，公司防水涂料销量有望达到 142/193/223 万吨，增速为 64%/37%/15%。

表 29：公司防水涂料产能预测

防水涂料	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年终产能 (万吨)	7.50	18.50	18.50	35.00	48.00	117.00	166.5	202.05	221.78
加权产能 (万吨)	7.50	15.88	18.50	32.33	43.83	89.25	141.75	184.28	211.92
YOY	-	112%	17%	75%	36%	104%	59%	30%	15%
产量 (万吨)	13.90	19.20	26.08	37.98	60.9	86.95	141.75	193.49	222.52
产能利用率	185%	121%	141%	117%	139%	97%	100%	105%	105%
销量 (万吨)	13.72	18.87	26.01	37.83	62.07	86.35	141.75	193.49	222.52
YOY	-	38%	38%	45%	64%	39%	64%	37%	15%
产销率	99%	98%	100%	100%	98%	101%	100%	100%	100%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

价格方面，我们预测公司 2019-2021 年防水卷材均价分别为 21.2/21.0/21.2 元/平米，增速分别为 2%/-1%/1%，其中 2019 年价格采用公司公告的前三季度卷材销售均价，2020 年价格小幅下降主要受到原材料降价影响；防水涂料均价分别为 4300/4300/4343 元/吨，增速分别为 5%/0%/1%，其中 2019 年价格采用公司公告的前三季度涂料销售均价，2020 年价格持平主要由于涂料的原材料

料对原油波动不敏感。2021年后价格波动较小的主要原因在于我们认为市场竞争格局已基本稳定，未来几年供需或维持紧平衡。

成本方面，防水卷材的原材料为主要成本，占比约9成，属石油化工产品，受国际原油价格影响较大，前文预测2020年理想情况下沥青价格下跌使成本减少约11%，但考虑到人工成本的上涨、沥青成本结转的滞后性以及原油内在价值回归等因素，实际中成本的降幅可能需要打一个折扣，因此我们假设19-21年防水卷材成本增速为-1%/-8%/3%，成本分别为13.4/12.3/12.6元/平米；由于防水涂料主要原材料对原油的波动不敏感，因此我们假设未来防水涂料的成本较为稳定，19-21年成本分别为2748/2722/2725元/吨，增速分别为-2%/-1%/0%，。

表 30：防水卷材和防水涂料的单价与成本测算

类别	预测项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
防水卷材	单位售价（元/m ² ）	26.7	27.6	25.2	23.5	21.62	20.64	21.2	21.0	21.2
	单位成本（元/m ² ）	18.6	18.4	15.3	13	13.9	13.6	13.4	12.3	12.6
	单位毛利（元/m ² ）	8.1	9.2	9.9	10.5	7.72	7.04	7.8	8.7	8.6
防水涂料	单位售价（元/吨）	7733	6815	5238	5100	4500	4100	4300	4300	4343
	单位成本（元/吨）	4422	3874	2890	2717	2815	2816	2748	2722	2725
	单位毛利（元/吨）	3311	2941	2348	2383	1685	1284	1552	1578.2	1618.2

资料来源：公司公告，东方证券研究所

据此，我们可得2019-2021年防水卷材收入为87.89/103.69/129.96亿元，增速分别为20.1%/18.0%/25.3%，毛利率分别为36.8%/41.6%/40.5%；防水涂料收入分别为60.95/83.20/96.64亿元，增速分别为53.6%/36.5%/16.2%，毛利率分别为36.1%/36.7%/37.3%。再综合工程施工等其他非核心业务后，得到公司所有业务的拆分结果如下：

盈利预测核心假设

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
防水卷材					
销售收入（百万元）	5,335.7	7,319.0	8,789.5	10,369.4	12,996.2
增长率	45.0%	37.2%	20.1%	18.0%	25.3%
毛利率	40.3%	36.8%	36.8%	41.6%	40.5%
防水涂料					
销售收入（百万元）	2,971.9	3,967.4	6,095.3	8,320.0	9,663.7
增长率	56.5%	33.5%	53.6%	36.5%	16.2%
毛利率	41.2%	38.7%	36.1%	36.7%	37.3%
工程施工					
销售收入（百万元）	1,416.9	1,951.0	2,341.2	2,809.4	3,511.8
增长率	48.2%	37.7%	20.0%	20.0%	25.0%
毛利率	29.3%	27.9%	30.0%	29.0%	28.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	568.5	808.3	929.5	1,115.4	1,394.3
增长率	22.3%	42.2%	15.0%	20.0%	25.0%

毛利率	16.0%	10.3%	25.0%	20.0%	20.0%
合计	10,293.0	14,045.7	18,155.5	22,614.3	27,566.0
增长率	47.0%	36.5%	29.3%	24.6%	21.9%
综合毛利率	37.7%	34.6%	35.1%	37.2%	36.7%

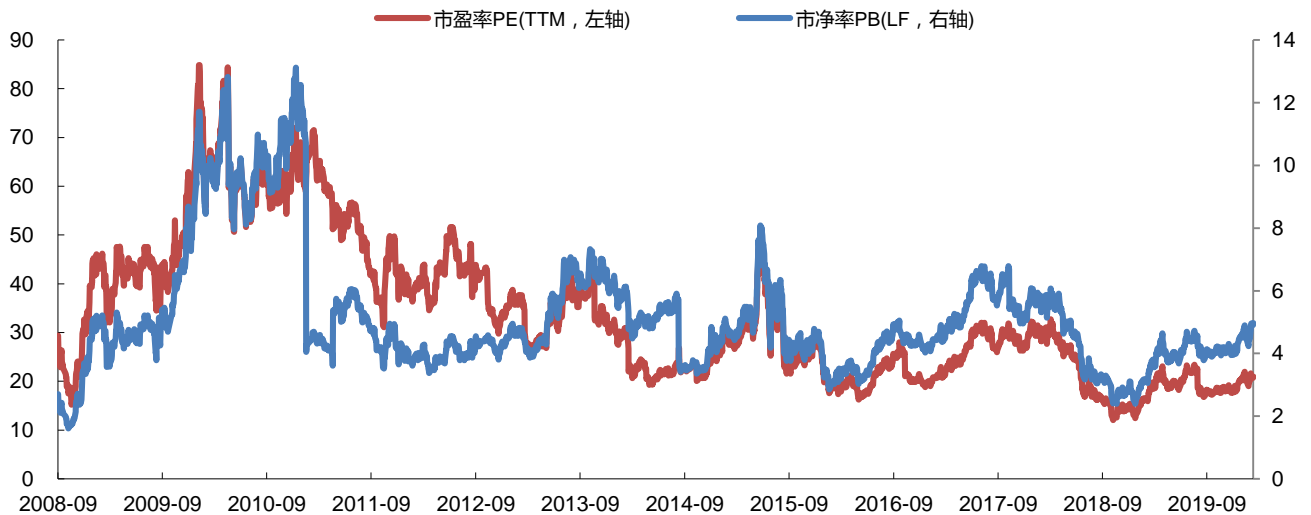
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

由于公司所处的建筑建材行业存在重资产、垫资施工的特点，大部分情况下报表的现金流不能真实反映公司实际的盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生较大偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

从纵向对比来看，**2016**年来公司估值波动较稳定，**PE** 中枢约为 **22** 倍。从上市至今公司的估值变动来看，**PB** 估值波动相对更稳定，但我们认为公司并不是典型的周期股，其成长性用 **PE** 估值来衡量更合理，而 **2016** 年来公司的 **PE** 估值中枢约为 **22** 倍。

图 46：上市至今公司的 PE 和 PB 估值



资料来源：wind，东方证券研究所

从横向对比来看，给与公司 **26X PE** 的估值，对应目标价 **46.80** 元。选取科顺股份、凯伦股份等 5 家防水行业公司作为可比公司，2020 年行业可比公司的平均 PE 为 25.65 倍，这一估值水平稍高于公司的历史估值中枢 **22X PE**，但考虑到行业的供需格局未来有望持续改善，我们认为给予公司行业平均的估值水平 **26 倍 PE** 是合理的，对应目标价 **46.80** 元。

表 31：A 股可比公司估值

公司名称	代码	最新价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
凯伦股份	300715.SZ	36.2	0.49	0.70	1.14	1.86	73.88	51.71	31.75	19.46
科顺股份	300737.SZ	18.41	0.31	0.60	0.82	1.07	59.39	30.68	22.45	17.21
北新建材	000786.SZ	26.38	1.46	0.26	1.74	1.99	18.07	101.46	15.16	13.26
亚士创能	603378.SH	30.61	0.30	0.60	1.09	1.63	102.03	51.02	28.08	18.78
三棵树	603737.SH	93.00	1.67	2.21	3.02	4.12	55.69	42.08	30.79	22.57
平均							61.81	55.39	25.65	18.26

资料来源：WIND，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2020 年 4 月 9 日收盘价

风险提示

1. 原材料价格大幅上涨。公司生产的建筑防水材料所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、乳液和 SBS 改性剂等。原材料成本占生产成本绝大部分，属于石油化工产品，受国际原油市场的影响较大，如果上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将对本公司的盈利水平产生一定影响。
2. 下游需求大幅下滑风险。防水材料主要应用于工业民用建筑、公共设施和其它基础设施建设工程。因此，建筑防水行业受房地产业和基础设施建设的影响较大。受国家宏观调控和经济运行周期影响，全社会固定资产投资增速回落，房地产投资规模增速呈下行趋势。如果国家对房地产行业的宏观调控力度进一步加大，将对建筑防水行业的市场规模产生不利影响。
3. 应收账款规模较大的风险。由于建筑施工行业的工程款结算周期相对较长，导致建筑防水行业的应收账款周转率较低。最近三年，公司应收账款分别为 29 亿元、43 亿元和 45 亿元，占当期营业收入的比例分别为 41%、42%和 32%。如果未来公司客户的经营状况发生重大不利变化，可能导致一定的应收账款回收风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,423	4,855	4,909	6,419	8,269	营业收入	10,293	14,046	18,156	22,614	27,566
应收票据及应收账款	4,659	6,058	8,769	10,705	12,658	营业成本	6,409	9,187	11,787	14,208	17,442
预付账款	293	376	502	616	756	营业税金及附加	99	122	154	202	240
存货	1,509	2,172	2,781	3,356	4,117	营业费用	1,180	1,699	2,088	2,643	3,198
其他	447	490	557	625	699	管理费用及研发费用	1,048	1,185	1,380	1,741	2,040
流动资产合计	9,331	13,952	17,518	21,720	26,499	财务费用	103	193	396	546	606
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	132	62	230	100	50
固定资产	1,911	3,032	3,625	4,185	4,802	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	810	540	1,510	1,667	1,814	投资净收益	0	3	10	10	10
无形资产	626	962	943	923	904	其他	111	217	377	207	217
其他	638	1,166	893	1,013	939	营业利润	1,432	1,818	2,507	3,391	4,218
非流动资产合计	3,986	5,699	6,969	7,789	8,459	营业外收入	14	15	16	15	16
资产总计	13,317	19,652	24,487	29,509	34,958	营业外支出	9	10	10	10	10
短期借款	1,327	3,713	7,054	8,592	9,456	利润总额	1,437	1,822	2,514	3,396	4,224
应付票据及应付账款	1,104	3,200	2,872	3,619	4,923	所得税	195	311	429	579	721
其他	2,462	2,997	3,044	3,406	3,644	净利润	1,242	1,511	2,085	2,816	3,503
流动负债合计	4,893	9,910	12,971	15,617	18,023	少数股东损益	3	3	1	5	5
长期借款	0	0	29	44	61	归属于母公司净利润	1,239	1,508	2,083	2,812	3,498
应付债券	1,430	1,504	1,568	1,568	1,568	每股收益(元)	0.79	0.96	1.33	1.80	2.24
其他	99	149	122	135	128						
非流动负债合计	1,529	1,653	1,718	1,747	1,757	主要财务比率					
负债合计	6,422	11,563	14,689	17,364	19,780		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	180	188	189	194	199	成长能力					
股本	882	1,492	1,564	1,564	1,564	营业收入	47.0%	36.5%	29.3%	24.6%	21.9%
资本公积	1,448	661	661	661	661	营业利润	30.6%	26.9%	37.9%	35.2%	24.4%
留存收益	3,972	5,349	6,984	9,326	12,355	归属于母公司净利润	20.4%	21.7%	38.1%	35.0%	24.4%
其他	412	399	399	399	399	获利能力					
股东权益合计	6,895	8,088	9,798	12,145	15,179	毛利率	37.7%	34.6%	35.1%	37.2%	36.7%
负债和股东权益总计	13,317	19,652	24,487	29,509	34,958	净利率	12.0%	10.7%	11.5%	12.4%	12.7%
						ROE	21.2%	20.6%	23.8%	26.1%	26.0%
						ROIC	16.9%	14.5%	15.2%	16.0%	16.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.2%	58.8%	60.0%	58.8%	56.6%
净利润	1,242	1,511	2,085	2,816	3,503	净负债率	4.8%	4.5%	38.2%	31.2%	18.5%
折旧摊销	181	257	192	229	264	流动比率	1.91	1.41	1.35	1.39	1.47
财务费用	103	193	396	546	606	速动比率	1.60	1.19	1.14	1.18	1.24
投资损失	0	(3)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(1,629)	436	(3,794)	(1,587)	(1,390)	应收账款周转率	2.9	3.2	3.2	2.9	3.0
其它	127	(1,380)	229	(112)	60	存货周转率	5.7	5.0	4.7	4.6	4.6
经营活动现金流	24	1,014	(901)	1,881	3,034	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.9
资本支出	(1,087)	(1,409)	(1,724)	(917)	(1,000)	每股指标(元)					
长期投资	(192)	(10)	5	(3)	1	每股收益	0.79	0.96	1.33	1.80	2.24
其他	72	(165)	12	9	11	每股经营现金流	0.03	0.68	-0.58	1.20	1.94
投资活动现金流	(1,206)	(1,585)	(1,706)	(910)	(988)	每股净资产	4.29	5.05	6.14	7.64	9.58
债权融资	1,430	77	93	15	17	估值比率					
股权融资	220	(177)	72	0	0	市盈率	39.2	32.2	23.3	17.3	13.9
其他	400	3,011	2,497	523	(212)	市净率	7.2	6.2	5.1	4.1	3.2
筹资活动现金流	2,050	2,912	2,662	538	(195)	EV/EBITDA	30.9	23.4	17.1	12.7	10.4
汇率变动影响	(9)	(3)	-0	-0	-0	EV/EBIT	34.5	26.3	18.2	13.5	11.0
现金净增加额	859	2,338	55	1,509	1,850						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

