

东方雨虹 (002271.SZ) 买入 (首次评级)

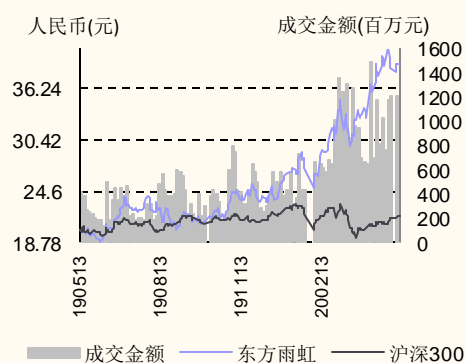
公司深度研究

市场价格 (人民币): 38.98 元

目标价格 (人民币): 46.84 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.70
已上市流通 A 股(亿股)	11.01
总市值(亿元)	611.90
年内股价最高最低(元)	40.75/37.04
沪深 300 指数	3960
中小板综	10201



防水第一品牌，迈向高质量发展

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.011	1.389	1.929	2.132	2.448
每股净资产(元)	5.30	6.55	8.62	9.90	11.37
每股经营性现金流(元)	0.68	0.98	1.43	1.77	2.21
市盈率(倍)	12.81	18.95	21.12	19.11	16.64
净利润增长率(%)	21.74%	36.98%	46.58%	10.50%	14.85%
净资产收益率(%)	19.09%	21.21%	22.38%	21.53%	21.54%
总股本(百万股)	1,492.08	1,487.74	1,569.78	1,569.78	1,569.78

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **防水行业第一品牌，全国化布局服务 B 端客户：**通过多年的技术积累，雨虹成为中国防水行业第一品牌，被称为“重点工程专业户”，参与多项国家重大基建项目施工，并对外输出标准化施工技术。上市以来，公司加快全国产能布局，拥有 28 家生产基地，确保产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场。在服务 B 端客户上，具备了其他竞争对手不可比拟的竞争优势。
- **行业快速成长，龙头公司市占率提升：**受益地产、旧改和基建，我们预计 2020 年行业需求增速 7.2%。随着对落后产能淘汰，地产行业精装修、战略集采模式的普及，龙头企业市占率有望提升。2011 年公司市占率 4%，2019 年市占率约 14%，公司以高于行业增速的步伐扩张，市占率不断提升。
- **战略调整迅速，迈向高质量发展：**得益于公司快速的响应机制，公司化“危”为“机”能力强。通过合伙人机制、渠道变革、布局地产客户，公司龙头地位稳固。借助工程端渠道优势，公司开始向建筑涂料、保温、砂浆产品拓展，人均创收有望持续增长。为了配合战略转型，公司将风险总监提拔为公司副总裁，并加入董事会，显示出公司对于高质量发展的重视。
- **沥青成本下降，毛利率有望回升：**防水属于轻资产行业，生产成本与油价相关，沥青在成本中占比高。目前国内沥青价格已经跌至 2015 年 10 月-2016 年 10 月的价格区间，由于 B 端订单期限相对较长和公司话语权的增强，短期产品售价没有向下调整的压力。随着原材料价格的回落，我们预计 2020 年公司毛利率有望回升。

投资建议与估值

- 公司在研发实力、生产工艺、销售模式、专业的系统服务能力、品牌影响力等方面均居同行业前列，行业地位突出，具有达到行业平均估值的能力。我们采用市盈率相对估值法，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.93 元/2.13 元/2.45 元，参考行业 2020 年平均估值 24.3 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 46.84 元 (24.3X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 宏观经济下行风险；产品售价下跌风险；原材料成本上涨风险；房地产行业融资环境变化；坏账风险；股权质押风险；限售股解禁。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 防水卷材和防水涂料销量和价格：假设 2020-2022 年防水卷材和防水涂料销量增速 15%/15%/15%。由于沥青价格的下跌，我们假设 2021 年防水卷材和涂料的售价下跌 2%，预计防水卷材每平方米销售均价(不含税) 22.02 元 /21.58 元/21.58 元，防水涂料每平方米销售均价(不含税) 0.45 元/0.44 元/0.44 元。1 吨防水涂料=333.33 平方米防水卷材。
- 2) 防水卷材和防水涂料单位成本：假设防水卷材直接材料成本与 2016 年相同，与 2019 年相比降幅为 7%，并假设防水涂料的直接材料成本降幅相同，为 7%。假设防水卷材和防水涂料的单位直接人工、燃料动力、制造费用成本保持不变。预计 2020-2022 年防水卷材每平方米单位成本 12.89 元/12.89 元/12.89 元，防水涂料每平方米单位成本 0.25 元/0.25 元/0.25 元。
- 3) 防水施工和其他收入：假设 2020-2022 年防水施工和其他收入增速 20%/20%/20%。由于防水施工和其他收入的毛利率相对稳定，假设未来三年两个板块的毛利率与 2019 年持平。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为由于沥青价格的下跌，短期内公司产品存在向下调价风险。

公司 B 端客户的订单期限相对较长，虽然沥青价格在 3-4 月出现下跌，但是后期走势存在不确定性，产品售价的调整取决于更长时间的原料价格变化。自 2018 年公司启动高质量发展战略以来，公司对业务人员的考核中新增利润指标。虽然沥青价格出现下跌，在考核压力下，2020 年调价动力不足。历史上看，公司的毛利率与沥青价格呈现反向波动关系。2019 年沥青价格上涨，公司毛利率不降反升，与公司提价有关，这也反映了公司话语权的增强。

■ 股价上涨的催化因素

市占率提升：公司一直以高于行业增速的步伐成长，公司市占率提升逻辑有望继续演绎。

品类拓展顺利：随着公司防水销售渠道搭建完成，公司开始利用现有渠道拓展建筑涂料、保温、砂浆等非防水产品。如果拓展顺利，公司有望向建材系统服务提供商迈进。

■ 估值和目标价格

我们选取凯伦股份、科顺股份等国内 A 股上市的防水企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对东方雨虹进行估值。

经过二十年的发展，公司完成了转型升级，在研发实力、生产工艺、销售模式、专业的系统服务能力、品牌影响力等方面均居同行业前列，行业地位突出，具有达到行业平均估值的能力。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.93 元/2.13 元/2.45 元，参考行业 2020 年平均估值 24.3 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 46.84 元 (24.3X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

应收款过高的问题对公司估值产生压制。如果未来公司应收账款不能延续好转的趋势，公司估值存在承压风险。

内容目录

投资要件	2
1. 全国布局的防水品牌.....	5
1.1 深耕行业二十年，打造防水第一品牌.....	5
1.2 全国布局，产能扩张.....	6
1.3 防水材料业务为主，业绩稳步提升.....	7
2. 行业快速增长，龙头市占率提升.....	8
2.1 受益地产、旧改和基建，市场需求仍将继续增长.....	8
2.2 房地产集中度提高，防水龙头市占率提升.....	11
3. 市场拓展能力强，迈向高质量发展.....	13
3.1 化“危”为“机”，股价创新高.....	13
3.2 合伙人制度推出，快速填充市场空白.....	14
3.3 渠道变革，提高效率.....	15
3.4 借助现有渠道，多品类扩张启动.....	17
3.5 在龙头地产公司市占率提升，可复制能力强.....	18
3.6 沥青成本下降，毛利率有望回升.....	19
4. 盈利预测与投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议与估值.....	21
5. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 李卫国是公司第一大股东和实际控制人.....	5
图表 2: 公司是房企 500 强首选防水品牌.....	5
图表 3: 公司是国内外众多重点建设项目防水材料供货商.....	6
图表 4: 防水卷材产能持续扩张.....	6
图表 5: 防水涂料产能持续扩张.....	6
图表 6: 防水材料是公司主要的收入来源.....	7
图表 7: 防水材料是公司主要的利润来源.....	7
图表 8: 防水卷材收入保持快速增长.....	7
图表 9: 防水卷材毛利率已经趋稳.....	7
图表 10: 防水材料下游集中在地产和基建.....	8
图表 11: 防水卷材产量快速增长.....	8
图表 12: 中美两国防水材料应用领域差异.....	8
图表 13: 防水材料主要应用领域.....	9
图表 14: 新开工面积或将延续回落走势.....	9
图表 15: 新开工和竣工剪刀差修复.....	9
图表 16: 2020 年行业需求增速 7.2%.....	11

图表 17: 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌.....	12
图表 18: 龙头房企销售面积持续增加.....	12
图表 19: 龙头房企市占率提升.....	12
图表 20: 公司市占率持续提升.....	13
图表 21: 上市以来股价出现三次下跌.....	13
图表 22: 公司收入增速高于行业增速.....	14
图表 23: 公司利润增速高于行业增速.....	14
图表 24: 2019 年收入与现金比回升.....	14
图表 25: 2019 年现金与利润匹配度提升.....	14
图表 26: 2015 年是公司收入增速低点.....	15
图表 27: 2015 年以来公司组建三家合伙人公司.....	15
图表 28: 公司主要有直销和渠道两种销售模式.....	15
图表 29: 直销比例有所提高.....	15
图表 30: 渠道变革后的组织架构.....	16
图表 31: 渠道变革后人员数量稳定.....	17
图表 32: 渠道变革后人均创收增加.....	17
图表 33: 2019 年公司人均创收略低于海螺.....	17
图表 34: 2019 年公司人均创利略低于海螺.....	17
图表 35: 2011 年起公司开始拓展民建领域.....	17
图表 36: 德爱威位列房企 500 强首选涂料品牌第六位.....	18
图表 37: 卧牛山节能位列房企 500 强首选保温品牌首位.....	18
图表 38: 2011 年是公司客户调整的分水岭.....	18
图表 39: 前五大客户集中度提升.....	19
图表 40: 公司对万科销售增速高于万科自身增速.....	19
图表 41: 国内沥青价格跌至 2015-2016 年水平.....	19
图表 42: 公司毛利率与沥青价格波动方向相反.....	19
图表 43: 未来三年基本假设.....	20
图表 44: 可比公司估值情况.....	21

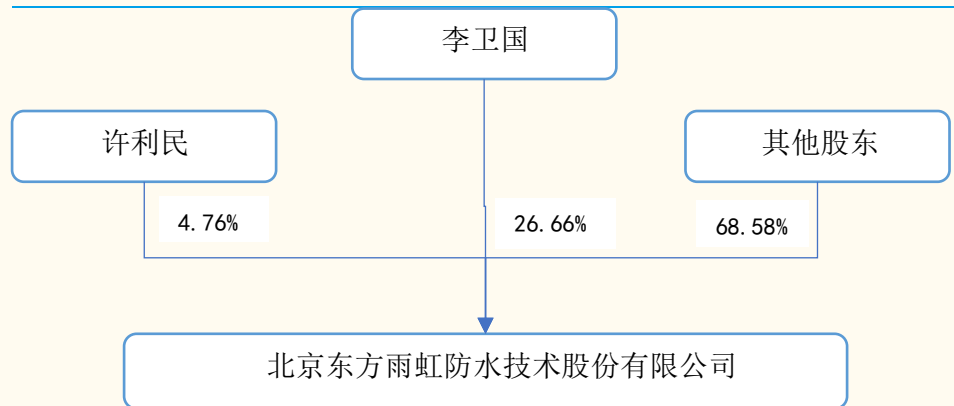
1. 全国布局的防水品牌

1.1 深耕行业二十年，打造防水第一品牌

东方雨虹成立于 1998 年 3 月 20 日，前身为北京东方雨虹防水技术有限责任公司，2008 年 9 月 10 日登陆深交所。

截至 2020 年 3 月 31 日，公司总股本 15.64 亿股，其中流通 A 股 11.01 亿股。李卫国先生持有公司 4.17 亿股、持股比例 26.66%，是公司第一大股东和实际控制人，李兴国先生持有公司 0.11 亿股、持股比例 0.7%，与李卫国先生构成一致行动人。由于公司发行的可转债于 2020 年 4 月进行转股，公司总股本增至 15.7 亿股，有助于降低财务费用。

图表 1：李卫国是公司第一大股东和实际控制人



来源：Wind，国金证券研究所

公司主要产品包括防水卷材、防水涂料、非织造布、建筑节能材料、特种砂浆等种类。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重要品种，是国内建筑防水材料行业中品种最齐全的企业之一。2019 年，公司已经连续六年荣获万科“A 级供应商”称号，并获得融创中国“优秀供应商奖”。

图表 2：公司是房企 500 强首选防水品牌

时间	事件
1998	公司前身“北京东方雨虹防水技术有限责任公司”成立
2000	改制成立“北京东方雨虹防水技术股份有限公司”
2008	公司正式登陆深交所，股票代码为 002271
2014	公司卷材销量超过 1 亿平方米，涂料销量近 20 万吨，刷新行业记录
2015	公司董事长李卫国先生全票当选中国建筑防水协会理事会会长
2017	公开发行可转换公司债券申请获中国证监会审核通过
2018	公司在 2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料供应商评选中位列首位
2019	荣登“建筑防水科技创新企业二十强”榜首，获融创中国“优秀供应商奖”

来源：公司网站，国金证券研究所

公司产品广泛应用于房屋建筑、高速铁路、高速公路、城市道桥、城市轨道交通等领域的防水工程，被称为“重点工程专业户”。“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌，“雨虹”牌商标也被认定为“中国驰名商标”，是我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。

公司秉持“以创新推动技术，以技术成就品质”的信念，研发体系日益完备，形成了产品、应用技术、施工装备和生产工艺四大研发中心。2017-2019 年公司累积研发投入约 11 亿元。目前，公司有 4 位工程院院士、7 位国际知名科学家、25 位技术带头人。

自设立以来，公司通过打造示范项目，迅速提升知名度。公司在成立之初，无偿赞助毛主席纪念堂的防水维修项目，随后承担了人民大会堂、中央电视台新址、鸟巢、水立方等多项国家和北京市重点建设项目的防水工程。公司在知

名度提升的同时，通过对重大基建项目的施工，积累了丰富的施工经验，并通过雨虹学院输出标准化防水施工技术。由于公司的产品质量和标准化的施工能力，全资子公司天鼎丰拿下新冠疫情期间多家医院建设项目订单。

公司在立足国内市场同时，已将产品和服务输送至 100 多个国家和地区。包括彭博社、美联社、华尔街日报、金融时报在内的多家媒体刊登了公司 2019 年的经营业绩，“中国的雨虹”正在变成“世界的雨虹”。

图表 3：公司是国内外众多重点建设项目防水材料供货商



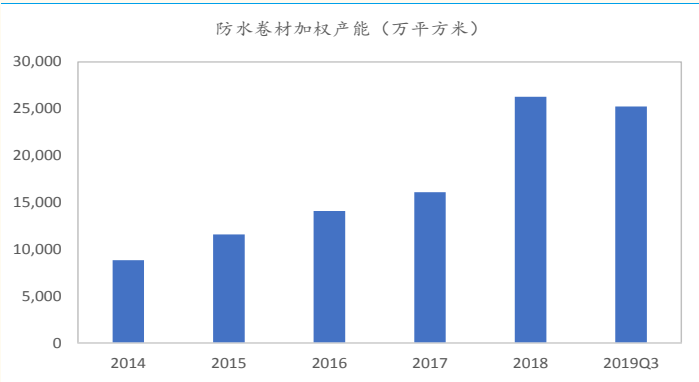
来源：可转债募集书，国金证券研究所

1.2 全国布局，产能扩张

防水材料由于售价较低、质量较重，存在一定销售半径（500 公里）。公司成立之初，生产基地主要在北京地区，辐射范围较小。随着产品需求量增加，为迎合市场需要，缩短运输半径，公司开始加快全国化布局。目前，公司在全国范围内拥 28 家生产基地，在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产、物流、研发基地，产能分布广泛合理，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场。在满足 B 端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竞争优势。

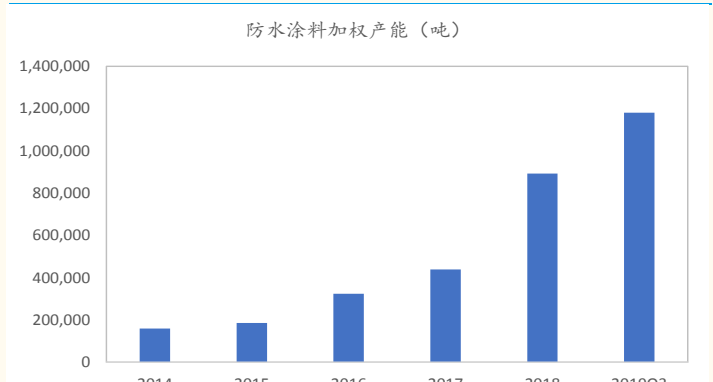
2008 年登陆资本市场后，利用上市平台优势，公司先后于 2011 年和 2014 年进行定增，于 2017 年发行可转债，共募集资金 35.27 亿元，用于产能建设，实现了全国化布局的目标。根据公司债券评级报告，截至 2019 年 9 月底，公司防水卷材产能 37620 万平方米、防水涂料产能 166.50 万吨，防水卷材加权产能 25240 万平方米、防水涂料加权产能 118.13 万吨。

图表 4：防水卷材产能持续扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：防水涂料产能持续扩张

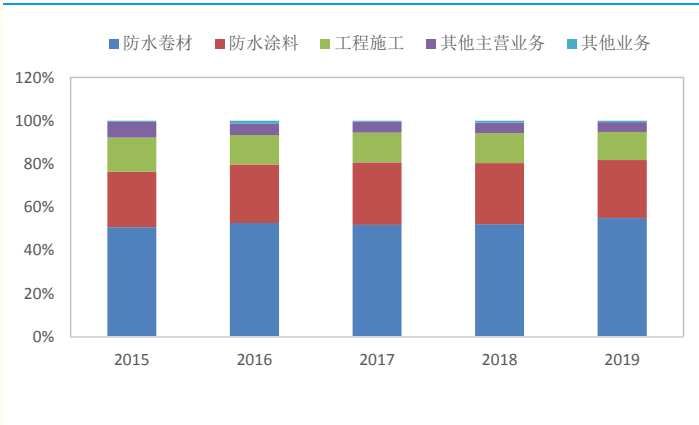


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 防水材料业务为主，业绩稳步提升

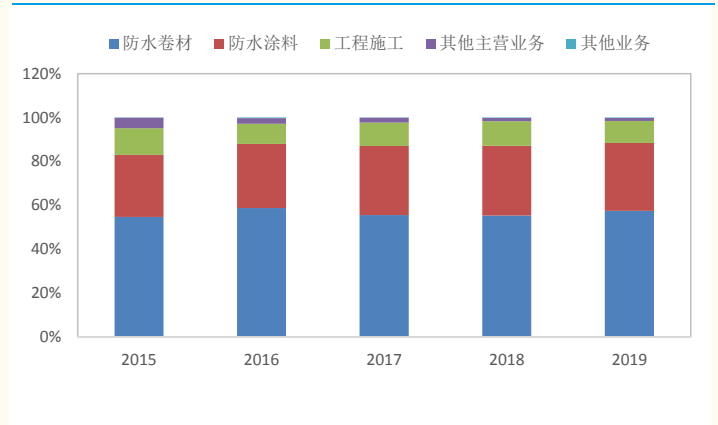
公司主要分为防水材料和防水施工两大业务板块，防水材料是公司主要的收入和利润来源，具体产品包括防水卷材和防水涂料。2019 年公司实现营业收入 181.54 亿元，防水材料业务实现营收 148.55 亿元，占比 82%，其中：防水卷材业务 99.8 亿元，防水涂料（含建筑涂料和特种砂浆）业务 48.75 亿元；防水施工业务实现营收 23.48 亿元，占比 13%。此外，公司还涉足非织造布、建筑节能等多个领域。

图表 6：防水材料是公司主要的收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：防水材料是公司主要的利润来源

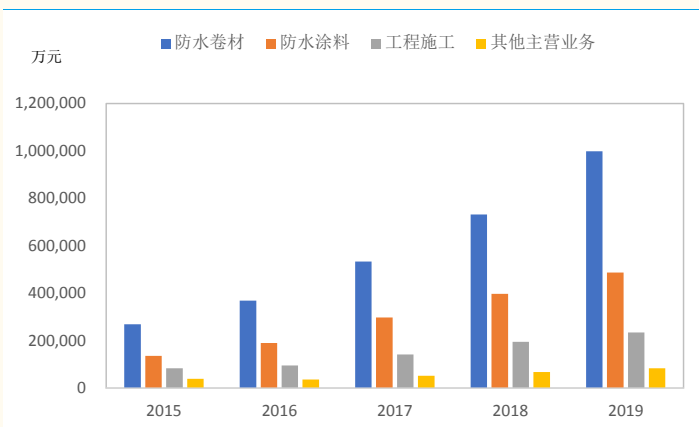


来源：Wind，国金证券研究所

2019 年，公司营业收入同比增长 29.25%，归母净利润同比增长 36.98%。除了 2015 年受房地产行业影响，公司收入增速略低外，自 2012 年以来，公司收入和归母净利润增速连续八年超过 20%。

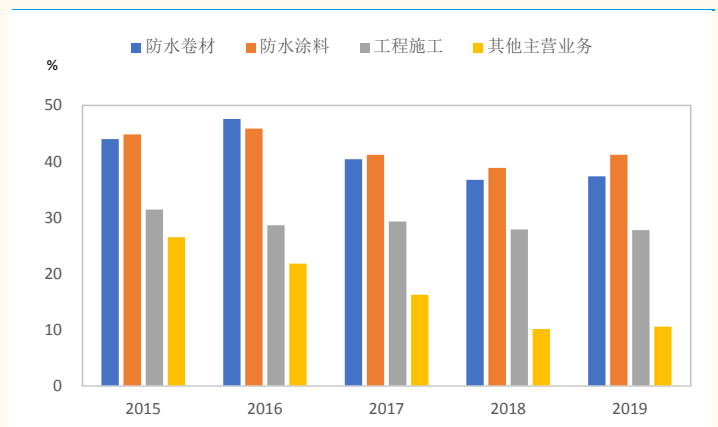
受原材料成本上涨等因素影响，公司毛利率及净利率有所回落，不过目前已保持平稳。2019 年，公司综合毛利率为 35.75%、同比增加 1.16 个百分点，净利率为 11.43%、同比增加 0.67 个百分点。

图表 8：防水卷材收入保持快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：防水卷材毛利率已经趋稳



来源：Wind，国金证券研究所

2. 行业快速增长，龙头市占率提升

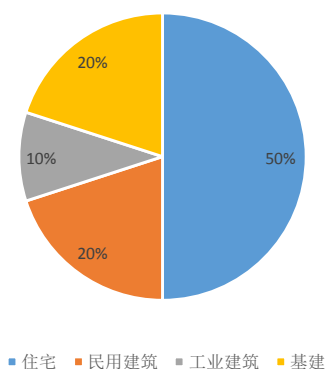
2.1 受益地产、旧改和基建，市场需求仍将继续增长

■ 下游以房地产为主，需求整体保持强劲

防水材料下游需求主要集中在房地产和基建领域。根据中国产业信息网数据，房建领域占比达到 80%，公共交通、水利等基建领域占比为 20%左右。

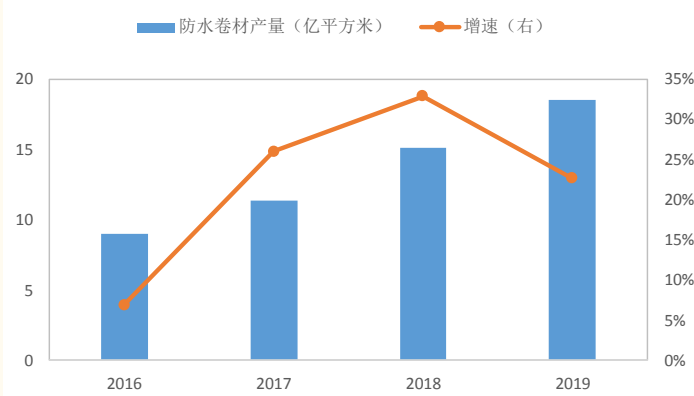
下游房地产行业整体运行平稳、基建投资力度不减，防水材料市场需求继续保持强劲。国家统计局数据显示，2019 年全国规模以上企业沥青和改性沥青防水卷材产量达到 18.5 亿平方米，同比增长 22.6%。此外，根据中国建筑防水协会发布的《建筑防水行业“十三五”发展规划》，要求“十三五”期间主要防水材料产量的年均增长率保持在 6% 以上，到 2020 年，主要防水材料总产量达到 23 亿平方米”。

图表 10：防水材料下游集中在地产和基建



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 11：防水卷材产量快速增长



来源：中国建筑防水协会，国金证券研究所

■ 房地产竣工修复仍将延续

防水材料需求贯穿整个房屋施工链条，主要应用部位是地下室、室内厨卫阳台以及屋面，占比分别为 40%、13% 和 47%。我们认为地下室需求与房地产开工情况相关性高，其余部位需求主要对应房屋竣工端。

图表 12：中美两国防水材料应用领域差异

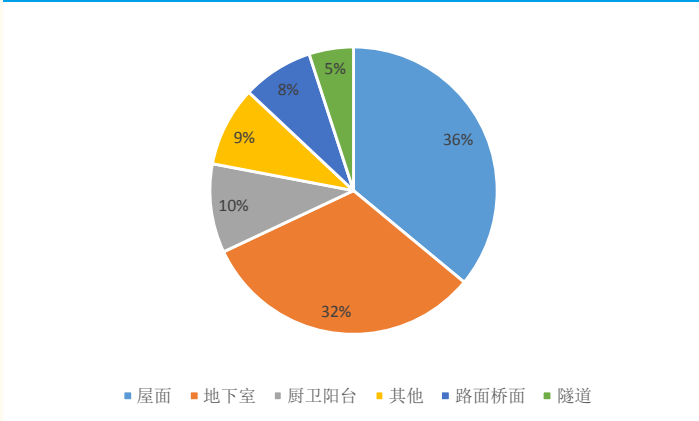


来源：中国产业信息网，国金证券研究所

当前房地产政策主基调依然是“稳”字当先，调控大趋势并未放松，商品房销售面积与土地购置面积增速双双下滑。2019 年全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下滑 0.1%，增速较上年同期回落 1.4 个百分点；土地购

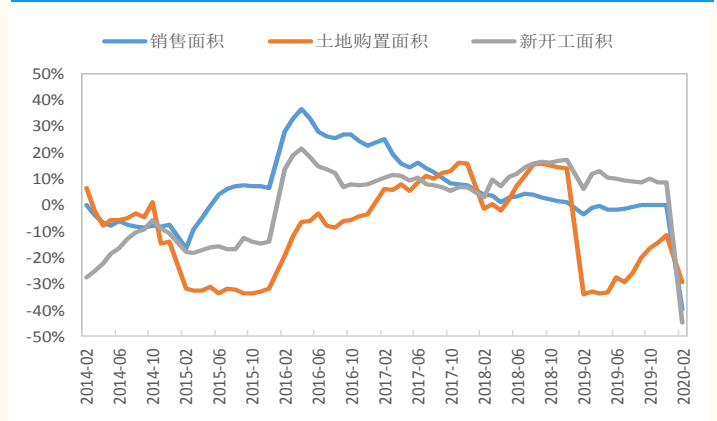
置面积为 2.58 亿平方米，同比下滑 11.40%，增速较上年同期回落 25.6 个百分点。此前受房企高周转战略的刺激，新开工面积尚能维持较高增速，但受房屋销售和土地购置下行趋势拖累，新开工面积增速也开始逐步回落。2019 年全国房屋新开工面积为 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速较上年同期下降 8.7 个百分点。我们预计，2020 年房地产新开工面积或将延续回落走势。

图表 13：防水材料主要应用领域



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

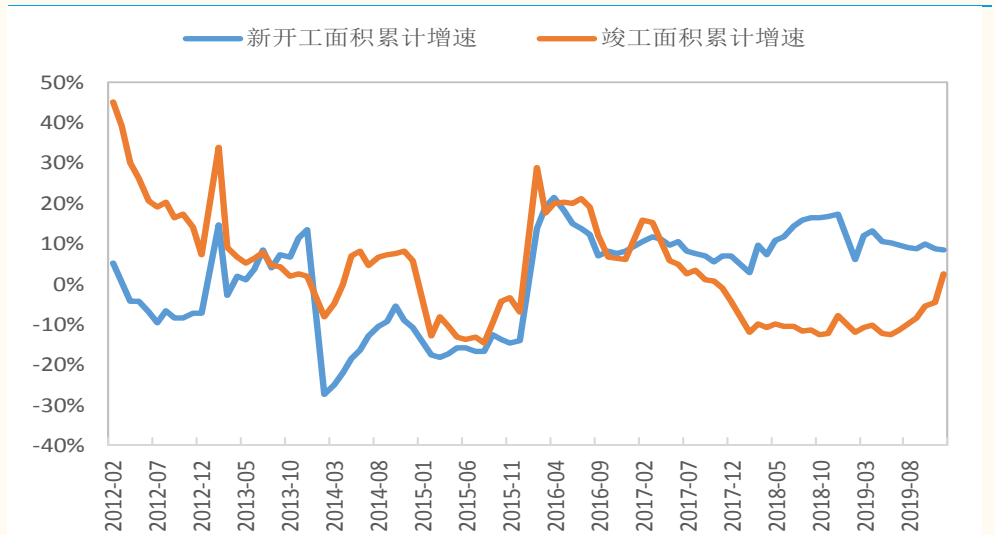
图表 14：新开工面积或将延续回落走势



来源：Wind，国金证券研究所

为缓解资金压力以及在房地产下行周期加紧推盘，房企施行“高周转”战略，但在施工端，开发商则有意调整施工节奏，导致 2017-2019 年竣工面积增速均较为低迷。不过在期房交房的刚性约束下，2019 年下半年开始房企施工节奏加快，8 月份之后，单月竣工面积增速开始转正，地产产业链加速向竣工端传递。2019 年全国房屋竣工面积为 9.59 亿平方米，同比增长 2.6%，而上年同期为下滑 7.8%。

图表 15：新开工和竣工剪刀差修复



来源：Wind，国金证券研究所

疫情短期对房地产投资、销售以及施工均会产生一定冲击，待市场企稳后，房地产竣工逻辑将继续演绎。我们认为，疫情好转后，竣工的修复具有延续性。从新开工和竣工剪刀差角度分析，近两年产业链主要传导路径为“新开工—预售—施工—竣工”，剪刀差修复的动能也是来源于预售交房的刚性约束，2018 年以来持续高位的新开工面积也将在这两年转化为竣工面积。此外，随着房企拿地意愿降低，资金可更多向施工端倾斜，也将推动竣工的修复。

我们认为，未来房地产开工端对防水材料消费拉动力度将减弱，但位于房屋建设中后期的屋面及室内防水尚有需求释放。整体而言，房地产领域对防水材料的增量需求依然存在。

■ 旧改提速，房屋修缮领域需求将加速释放

2019年4月，住建部会同发改委、财政部联合印发《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，标志着老旧小区改造已经上升到国家的高度。此后各省市也陆续跟进，发布老旧小区改造计划。2020年4月14日，国务院常务会议确定加大城镇老旧小区改造力度，推动惠民生扩内需，2020年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比2019年增加一倍，重点是2000年底前建成的住宅区。

面对资金来源问题，国家也在不断出台政策进行资金支持，助力老旧小区改造顺利进行。2019年9月财政部、住建部印发《中央财政城镇保障性安居工程专项资金管理办法》，专项资金支持范围包括老旧小区改造。2020年4月3日国务院联防联控机制举行的新闻发布会上，财政部副部长许宏才表示2020年专项债投向新增城镇老旧小区改造领域。

根据住建部数据，全国基础设施老化、环境较差的老旧小区数量占比60%以上，全国待改造老旧小区约16万个，建筑面积约40亿平方米。我们认为防水材料需求主要集中在屋面防水，常用产品为改性沥青卷材，按照老旧小区平均楼层为6层计算，则防水卷材需求在6.6亿平方米左右（只考虑顶层修缮）。假设2020年计划改造的老旧小区3.9万个全部完成，则可以新增防水卷材需求1.61亿平方米，房屋修缮市场对防水卷材需求增速8.7%左右。假设防水卷材产量占防水材料比例为65%，对应房屋修缮市场对防水材料需求增长5.7%。

■ 逆周期调节预期升温，基建领域需求有望增加

新冠疫情对国民经济造成冲击，经济面临下行压力，基建托底预期升温。新冠疫情严重影响我国一季度社会正常生产生活，且已在全球蔓延。我国经济的三驾马车—投资、消费以及出口均将面临挑战，作为政府发挥主导作用的基建有望成为拉动经济的重要手段。目前，多省份已陆续公布2020年重点建设项目投资计划，投资总额巨大，基建投资仍是其中重要部分。

当前防控地方政府隐性债务风险的力度并未减弱，地方基建项目的增量资金来源还将依靠专项债。2019年下半年开始，政府已陆续出台专项债对基建投资的支持政策，如：允许专项债作为符合条件的重大项目资本金；调整部分补短板基础设施项目的最低资本金比例；提前下达2020年专项债部分新增额度等。截至2020年4月15日，财政部已经提前下达了2020年新增专项债额度合计1.85万亿，将全部用于基础设施建设，而2019年2.15万亿专项债投入基建领域的比例仅占25%左右。根据21世纪经济报道，监管部门已下发要求，明确2020年全年专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域。这一系列政策都在鼓励专项债资金向基建领域流入。

■ 2020年市场空间或将同比增加7.2%

根据工信部数据，2019年，规模以上建筑防水材料企业共653家，营业收入达到990.4亿元，如果以规模以下企业市场份额占比50%推算，则市场容量约为2000亿元。根据各领域需求占比来看，房屋相关领域市场空间为1600亿元，基建领域市场空间为400亿元。

东方雨虹2017年民用防水（零售渠道）收入占比约15%，我们近似类推房屋修缮市场占防水材料总需求的15%，则新建房屋需求占比为65%，基建领域需求占比20%。

我们对2020年防水材料市场空间测算如下：新建房屋开工端占总需求的26%（65%*40%），假设同比持平；竣工端为占总需求的39%（65%*60%），同比增长10%；房屋修缮占总需求的15%，需求增速5.7%；基建领域占总需求的20%，同比增长12%；综合测算，防水材料总需求将同比增长7.2%，市场空间约为2143亿元。

图表 16: 2020 年行业需求增速 7.2%

下游领域	占比	2019年市场空间 (亿元)	2020年增速	2020年新增 (亿元)
房建领域	80%	1600		143.1
开工	26%	520	0	0
竣工	39%	780	10%	78
修缮	15%	300	5.7%	17.1
基建领域	20%	400	12%	48
合计		2000		143.1

来源: 国金证券研究所

2.2 房地产集中度提高, 防水龙头市占率提升

■ 央企强势介入, 跨界加速行业整合

防水市场的快速发展吸引着众多实力企业跨界进入, 这将加速行业集中度的提升。最为典型的是 2019 年央企北新建材大举收购四川蜀羊、河南金拇指、禹王防水等多家防水企业, 形成覆盖全国的十大防水产业基地布局, 所收购企业 2018 年合并收入达到 19.5 亿元, 规模仅次于东方雨虹和科顺股份, 跻身全国前三。未来凭借央企强大的资金实力和客户资源, 北新建材防水业务在原先基础上将获得大规模拓展。除此之外, 三棵树、亚士创能、伟星新材等上市公司也通过兼并重组或者新建生产基地等方式切入防水领域。三棵树收购广州大禹防水技术开发有限公司并在多地投资建立防水产业基地; 亚士创能计划在石家庄新建防水卷材生产线并在安徽滁州设立首个防水材料生产基地; 伟星新材也力争将防水业务培育为公司“第二主业”。

分析防水行业上市公司近三年的发展轨迹, 我们认为当前防水市场足够大且相对分散, 有资金实力的企业仍将处于快速发展时期。新进者的强势出现, 首先感受到压力的应是资金实力薄弱的中小企业。通过资金实力强的龙头企业对行业格局重塑, 促使龙头企业集中度提升。北新建材作为央企中国建材子公司, 被考核的财务指标众多, 经营策略相对规范, 有利于重塑行业上下游关系, 改善行业应收账款高的问题。

2019 年国家住房和城乡建设部开展推动《建筑与市政工程防水通用规范》的意见征集, 以“防水设计工作年限”为核心概念, 对不同使用环境下的防水工程提出了基本设防措施、防水层最小厚度及材料基本性能等要求。我们认为, 新规实施后将提高单位面积防水材料的用量, 而中国建材的介入可能加速相关规范条例的落地实施。

我们参考中国建材对水泥行业的整合经验。随着龙头企业话语权的提升, 通过行业标准的变化将 PC 32.5R 等级水泥的取消, 进而达到提高水泥熟料用量的目的。

■ 下游房地产集中度的提升, 利好头部防水企业

由于消费者对防水产品的品牌和质量的高度重视, 以及精装修、战略集采模式的普及, 具备品牌、质量、资金、服务优势于一体的防水行业头部企业逐渐成为大型房企的主要供应商, 因此大型房企市占率的提升也是防水行业集中度提升的重要催化因素。根据中国品牌榜数据, 2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌中, 前 10 名首选率合计达到 97%, 均为业内知名企业。

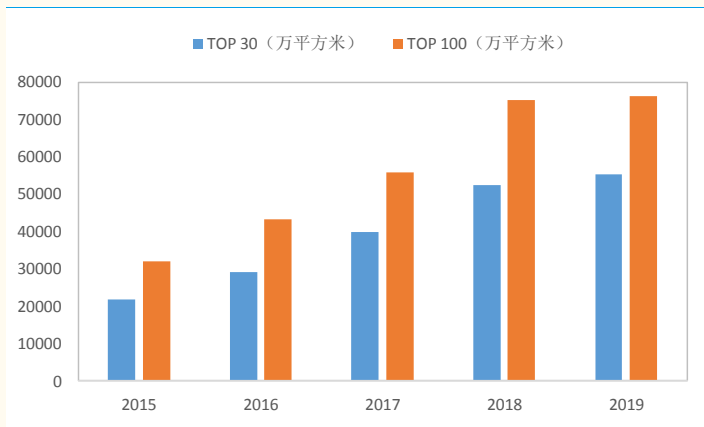
图表 17: 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌

品牌名称及首选率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	东方雨虹 (29%)	东方雨虹 (30%)	东方雨虹 (32%)	东方雨虹 (25%)	东方雨虹 (36%)	东方雨虹 (36%)
2	科顺 (14%)	科顺 (15%)	科顺 (20%)	科顺 (19%)	科顺 (20%)	科顺 (20%)
3	宏源 (10%)	宏源 (14%)	宏源 (14%)	宏源 (19%)	宏源 (8%)	北新防水【禹王、蜀羊、金拇指】 (7%)
4	卓宝 (9%)	卓宝 (9%)	卓宝 (11%)	蓝盾 (9%)	蓝盾 (8%)	凯伦 (7%)
5	德生 (6%)	蓝盾 (5%)	蓝盾 (5%)	卓宝 (9%)	卓宝 (8%)	卓宝 (6%)
6	蓝盾 (5%)	德生 (5%)	大禹 (4%)	大禹 (7%)	凯伦 (6%)	大禹 (6%)
7	禹王 (5%)	大禹 (4%)	德生 (3%)	德生 (4%)	大禹 (6%)	雨中情 (5%)
8	宇虹 (3%)	禹王 (4%)	禹王 (3%)	凯伦 (2%)	雨中情 (2%)	蓝盾 (5%)
9	大明 (3%)	宇虹 (3%)	宇虹 (2%)	蜀羊 (2%)	金拇指 (2%)	三棵树【大禹九鼎】 (3%)
10	金雨伞 (1%)	大明 (2%)	蜀羊 (2%)	禹王 (1%)	蜀羊 (2%)	宏源 (2%)
合计	85%	91%	96%	97%	98%	97%

来源: 中国建筑防水协会, 国金证券研究所

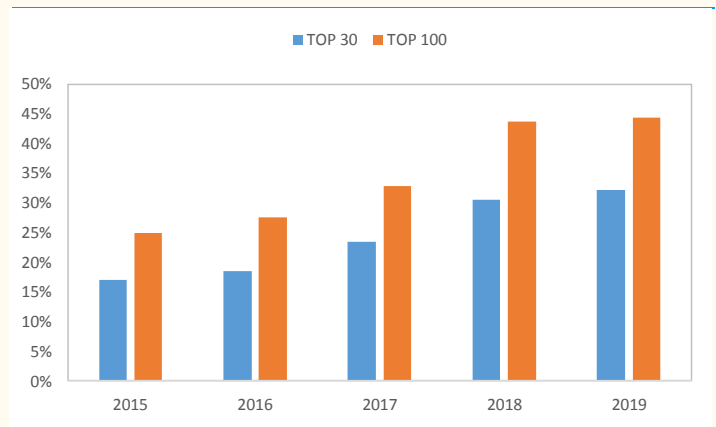
当前国家对房地产调控力度不减, 中小房企所受冲击尤为明显, 而大型房企市场份额则在逐渐扩大。2019 年, 以碧桂园、恒大、万科等为首 TOP30 房企销售面积达到 5.52 亿平方米, 市占率达到 32.15%, 较上年同期提升 1.64 个百分点; TOP100 房企销售面积达到 7.61 亿平方米, 市占率达到 44.36%, 较上年同期提升 0.65 个百分点。

图表 18: 龙头房企销售面积持续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 龙头房企市占率提升



来源: Wind, 国金证券研究所

防水工程属于典型的隐蔽性工程, 随着“房住不炒”理念的树立, 消费者在购房时更加注重房屋的品质。建筑漏水的发生将严重影响房企形象, 同时防水材料在地产企业成本占比中仅为 2%-3%, 因此大型房企对防水产品价格的敏感度相对较低, 但对质量和品牌更加重视。此外大型地产商一般业务布局全国, 对供应商的供货能力、专业服务以及响应速度也是重要考量。

大型房企逐渐推行战略集采模式, 即综合汇总旗下多个项目的实际需求, 对同一类的产品进行集中采购。而且商品房精装修渗透率的提升, 也使得房企对防水材料采购需求增加。由于集采订单一般金额较大, 并且房企采购防水材料一般采用先货后款方式, 且附带一定账期, 因此资金实力较差的中小型企业难以获取订单。

3. 市场拓展能力强，迈向高质量发展

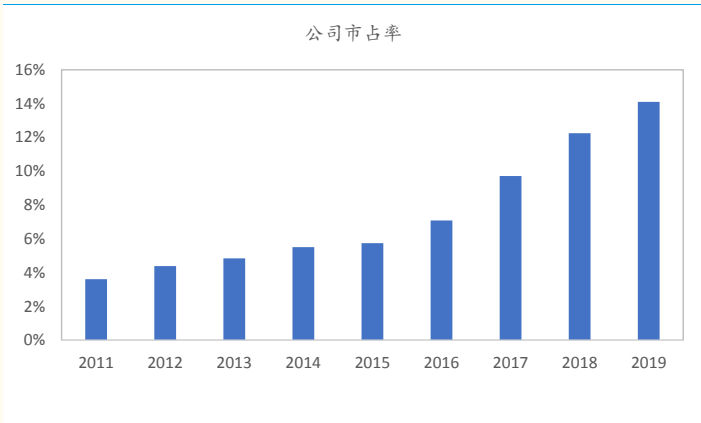
3.1 化“危”为“机”，股价创新高

上市当年（2008 年）公司营业收入 7.12 亿元、归母净利润 0.44 亿元，2019 年公司营业收入 181.54 亿元、归母净利润 20.66 亿元。上市至今，公司收入复合增速 34%，利润复合增速 42%。收入和利润的快速增长，一方面得益于行业需求增长，另一方面得益于公司市占率的提升。2011 年公司市占率 4%，2019 年公司市占率 14%。在行业快速成长的背景下，公司以高于行业增速的步伐扩张，导致市占率的提升。根据公司 2019 年 9 月发布的第三期股权激励方案，股权激励解锁条件为 2020-2023 年公司扣非后归母净利润复合增速不低于 20%。如果股权激励解锁条件可以实现，未来三年公司依然处于快速增长中。

得益于公司的快速增长，自上市以来公司股价持续创新高。上市当年的股价为公司历史最低 11.89 元，2020 年公司股价（复权后）再创新高至 913.64 元。上市十二年，公司股价经历过三次短暂调整：第一次是 2011 年温州高铁事故后，公司业务受全国铁路投资下滑拖累；第二次是 2015 年股灾期间的系统性风险和房地产投资增速下滑；第三次是 2018 年受民营企业去杠杆拖累。公司之所以能在这三次股价下跌后继续上涨，得益于公司快速的响应机制。

- 2011 年温州高铁事故后，公司迅速将轨交客户调整为地产客户。2012 年公司收入增速降到行业增速后，通过战略快速调整，2013 年公司收入增速高于行业增速 8.37 个百分点。
- 2015 年股灾和房地产行业下行时，公司启动“合伙人”机制，大力抢占市场。2015 年公司收入降到行业增速后，通过战略快速调整，2016 年公司收入增速高于行业增速 26.78 个百分点。
- 2018 年去杠杆时，公司进行渠道变革并开始大力考核应收账款。2018 年公司利润增速降到行业增速后，通过战略快速调整，2019 年公司利润增速高于行业增速 28.88 个百分点。

图表 20：公司市占率持续提升



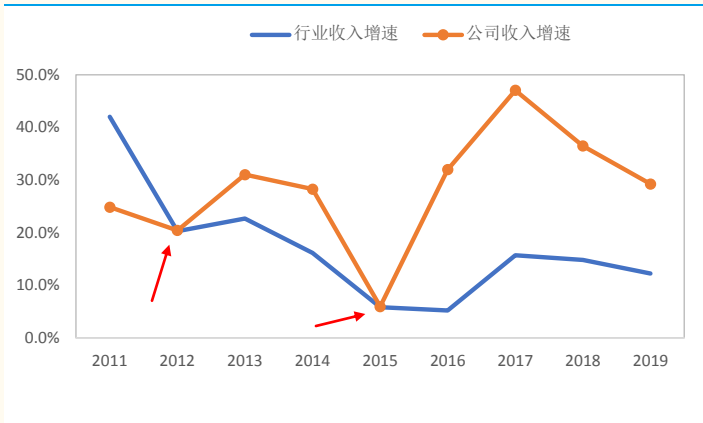
来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 21：上市以来股价出现三次下跌



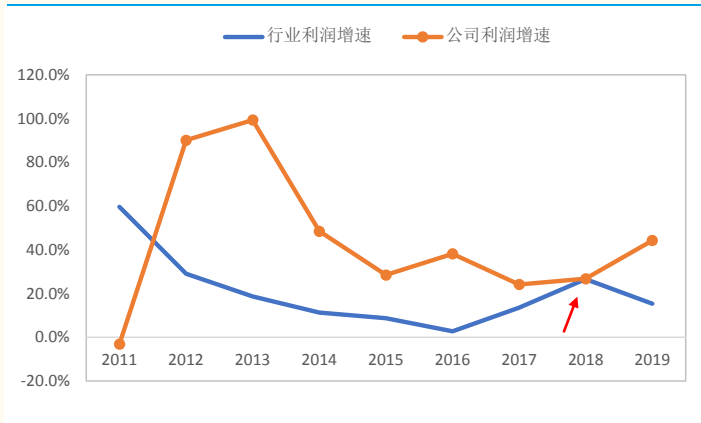
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：公司收入增速高于行业增速



来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

图表 23：公司利润增速高于行业增速



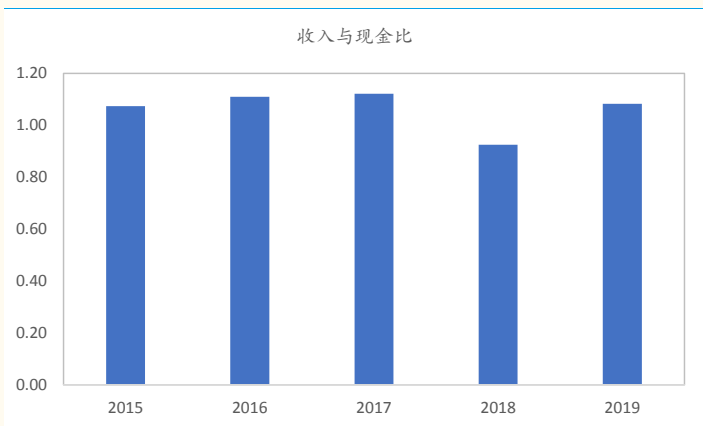
来源：Wind，国家统计局，国金证券研究所

2015 年受工程渠道拖累影响，公司收入增速大幅下滑，与行业其他竞争者的差距缩小。为了保住行业龙头的地位，公司在 2015 年提出“PS”战略，通过价格和销量快速抢占市场，并定下三年内营收破百亿的目标。战略调整完毕后，通过对 KPI 考核指标的调整，公司提前一年在 2017 年实现营收破百亿的目标。

2018 年公司实现营业收入 140.46 亿元，与行业其他竞争者的差距逐步扩大，行业龙头地位稳固。公司再次对战略进行调整，提出“高质量发展”战略，收入、利润、应收款都纳入考核标准。为了配合战略转型，2019 年 7 月，公司将风险管控中心总监王晓霞提拔为公司副总裁，并加入董事会，显示出公司对于风险防控的重视。

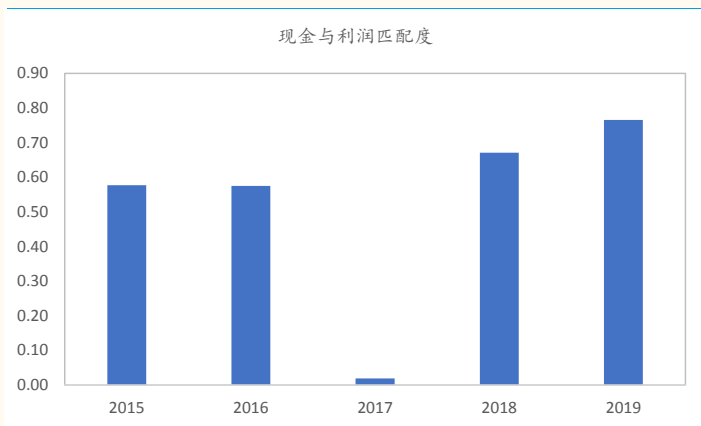
我们看到，2019 年公司收入与现金比（营业收入与销售商品和劳务收到的现金比例）回升至 1.08，现金（经营活动产生的净现金流）与利润匹配度回升至 0.77，显示出公司收入和利润的含金量不断提升。我们预计，未来一段时间公司仍将会坚持“高质量发展”战略，公司营收和利润的质量有望进一步提升。

图表 24：2019 年收入与现金比回升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：2019 年现金与利润匹配度提升



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 合伙人制度推出，快速填充市场空白

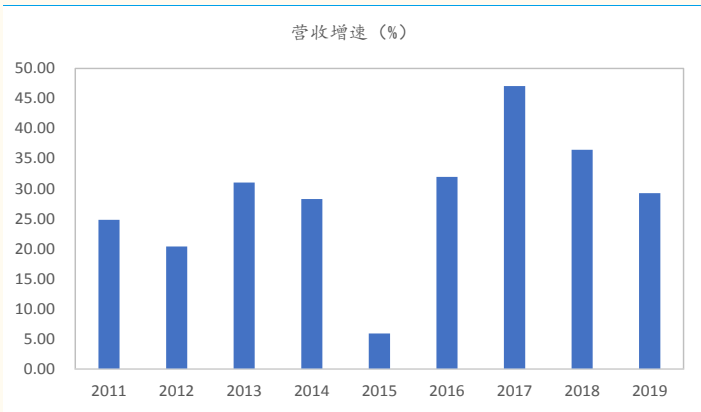
2015 年受工程渠道（地产客户）拖累，公司收入增速明显下滑。为了快速抢占市场份额，公司在 2016 年 4 月面向工程渠道代理商推出“事业合伙人机制”，即：在直销模式不能覆盖的区域，通过代理商开展专营雨虹防水及业务，双方共同投资设立股份有限公司，雨虹持股比例 51%、代理商持股比例 49%。

2018 年，公司将合伙人机制推向零售渠道经销商，并鼓励原直销人员转为合伙人。公司也制定配套政策为这一战略提供支撑，如：享受与原工程渠道合

伙人同等的支持和服务；向合伙人进行施工技术和销售技巧培训，提升合伙人施工能力和营销能力，通过品牌和技术赋能，提高合伙人粘性；对目前没有经济实力承担并完成项目的合伙人，公司将根据承揽项目情况给予适度信用支持以帮助其顺利完成项目等。

渠道合伙人制度可以填补公司资源短板，帮助公司覆盖原直销模式难以覆盖的市场。合伙人机制要求合伙人专营雨虹的产品，可以增强渠道对公司产品的粘性，对竞争者采取排他性策略。由于渠道模式的回款情况好于直销渠道，通过合伙人机制，公司对于渠道合伙人的回款拥有更高主动权，并通过对合伙人收取履约保证金，改善现金流。合伙公司产生的盈利，按照持股比例和对应的市盈率，可以增加公司市值。如果未来合伙人打算退出，公司将以合理的对价收购合伙人持有的少数股东权益，合伙人成为上市公司股东后可以享受资本增值和公司分红，对上市公司而言，可以降低少数股东权益比例。

图表 26：2015 年是公司收入增速低点



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：2015 年以来公司组建三家合伙人公司

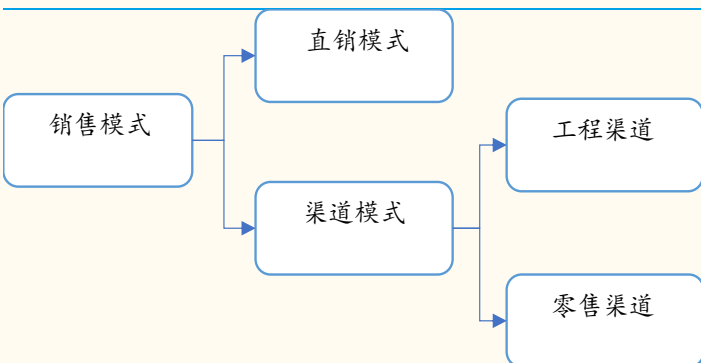
成立时间	公司名称	代理商	注册资本 (万元)	持股比例
2016.4	浙江东方雨虹科技开发股份有限公司	刘连臣、宋永征等 197名代理商	26950	51%
2017.9	浙江虹毅科技开发股份有限公司	党民忠、叶子珍等 198名代理商	14940	51%
2017.9	浙江虹致科技开发股份有限公司	武汉卓鹏科技有限公司等198名代理商	17021	51%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3 渠道变革，提高效率

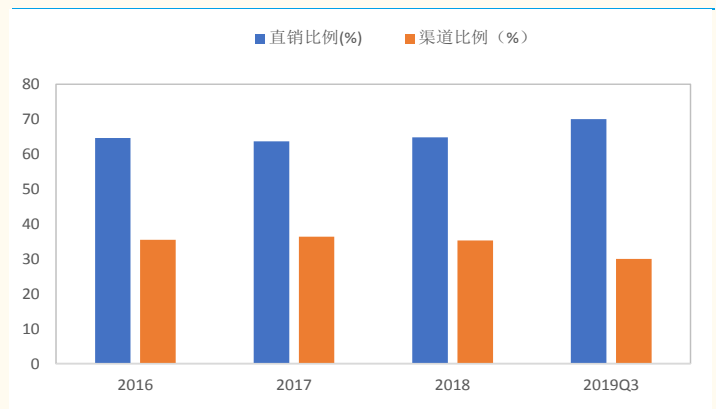
公司采用直销（材料销售+包工包料施工）模式与渠道模式相结合的营销模式，直销比例 70%、渠道比例 30%。直销模式即公司通过下属职能部门直接对产品最终使用客户进行开发、实现销售，群体主要为房地产客户和基建客户。渠道模式分为工程渠道和零售渠道，工程渠道通过经销商等合作伙伴在非核心市场（全国除北京、上海、广州、深圳、成都、昆明外）对产品进行销售；零售渠道主要面向普通消费者，借助家装公司、建材超市、建材市场经销商等营销网络进行销售。

图表 28：公司主要有直销和渠道两种销售模式



来源：债券评级报告，国金证券研究所

图表 29：直销比例有所提高

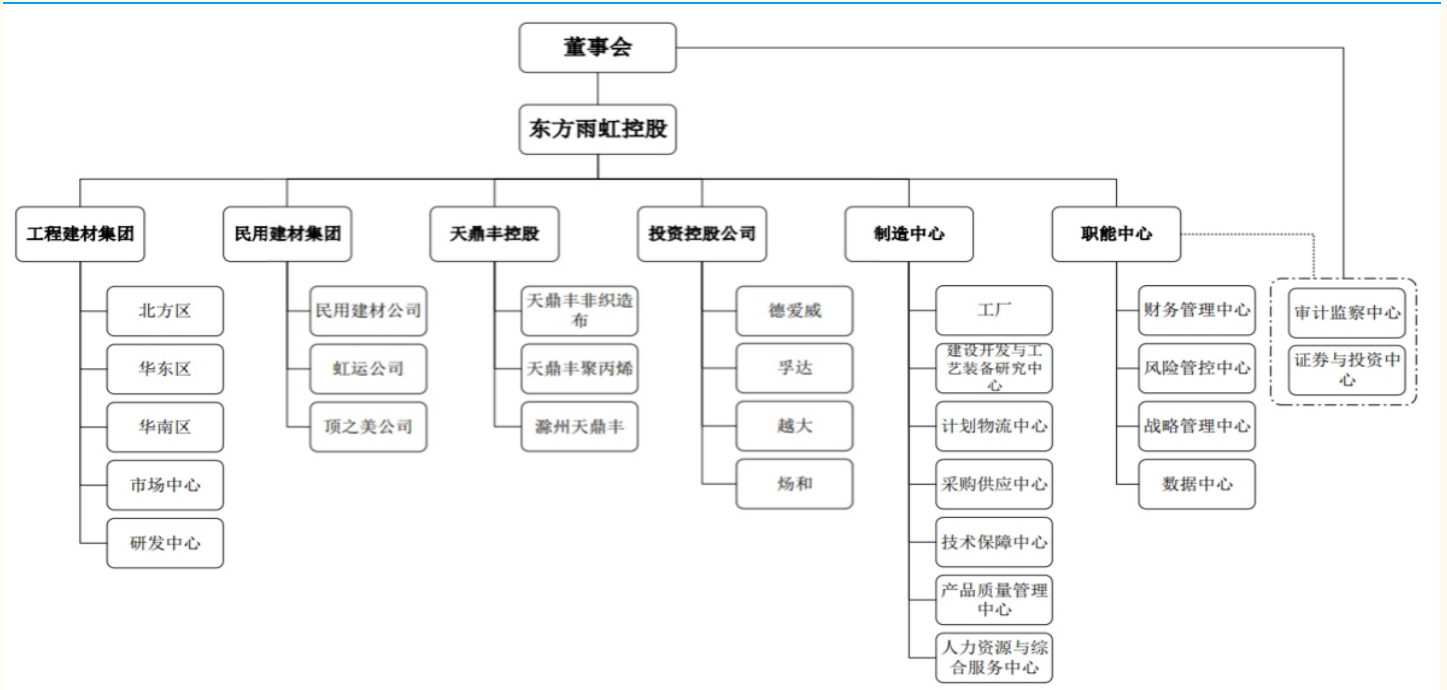


来源：债券评级报告，国金证券研究所

2018 年 10 月 31 日，公司启动战略和结构调整。通过分析自身状况及所处的宏观经济环境，为了减少管控环节、提升资源利用效率，保证公司持续、稳定、健康发展，公司将原有的民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、

非织造布、建筑修缮为延伸的“1+6”事业群，调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）。其中工程建材集团将防水材料工程领域销售业务有效整合，直销模式和工程渠道合二为一，设置北方区、华东区、华南区三大区，分别统筹区域市场。这种模式打破了原先销售区域壁垒，直销与渠道深度融合，有利于业务的进一步拓展。

图表 30：渠道变革后的组织架构

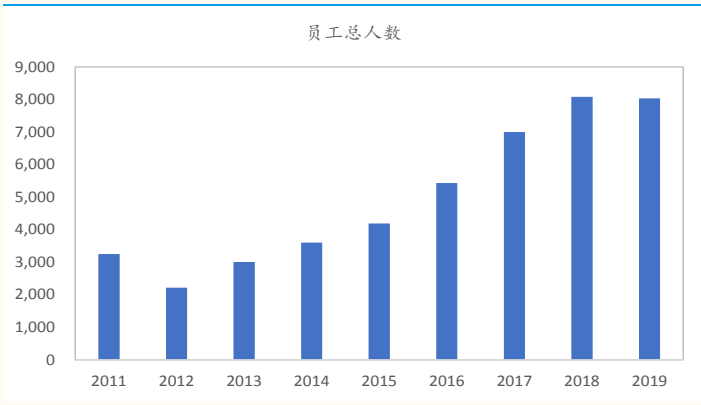


来源：债券评级报告，国金证券研究所

借鉴工程建材集团改革的成功经验，2019年8月公司对民用建材集团进行组织架构调整，将核心经营权下沉到北方区、华南区及华东区三大中心，倡导“高效零售，渠道下沉”。当前零售市场形势复杂多变，在精装房占比提升的情况下，公司既做工程又做零售的优势得以体现，更有助于公司市场份额的提升。未来，民建业务将不断丰富现有产品品类，不断迭代产品来增强产品竞争力，通过“雨虹家”防水维修服务、“雨虹家”防水双包服务、“雨虹家”靓缝等服务支持体系满足市场需求以提高核心竞争力，提升客户体验。

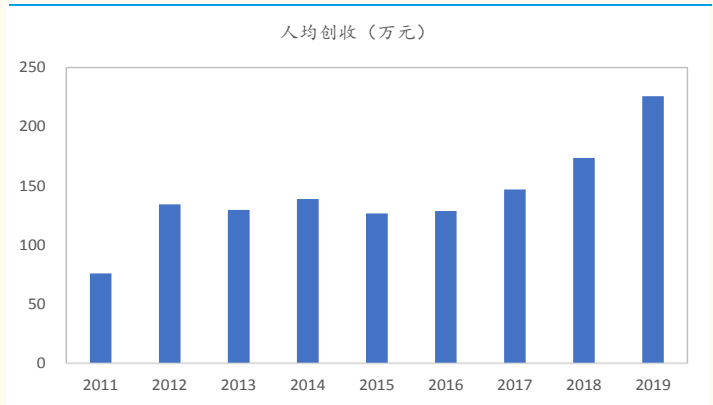
我们认为，组织架构调整不仅能够有效精简机构、裁撤冗员，而且可以大幅提升企业运行效率，为公司长远发展保驾护航。2019年公司员工数量8036人，较2018年减少48人，而人均创收225.91万元，较2018年增加52万元，组织架构调整成效显著。从建材上市公司的情况看，公司的人均创收和人均创利能力低于海螺水泥，位于第二位；从消费建材上市公司的情况看，公司的人均创收和人均创利能力位于首位，高于北新、伟星、巨石等企业。2018年四季度，公司将建筑涂料的B端业务移交给工程建材集团，通过共用防水业务的B端销售渠道销售建筑涂料产品，未来人均创收有望继续增加。

图表 31: 渠道变革后人员数量稳定



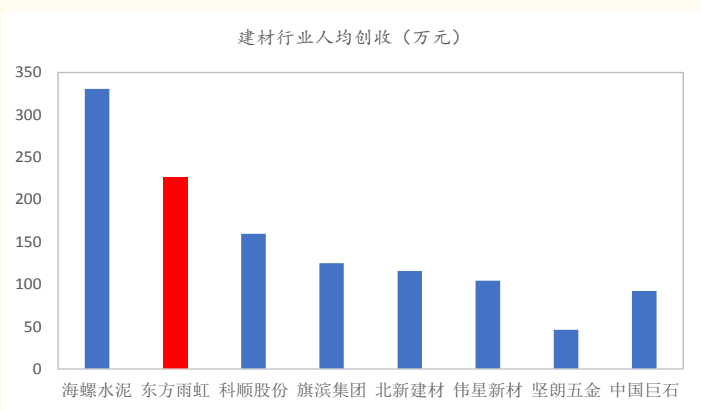
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 32: 渠道变革后人均创收增加



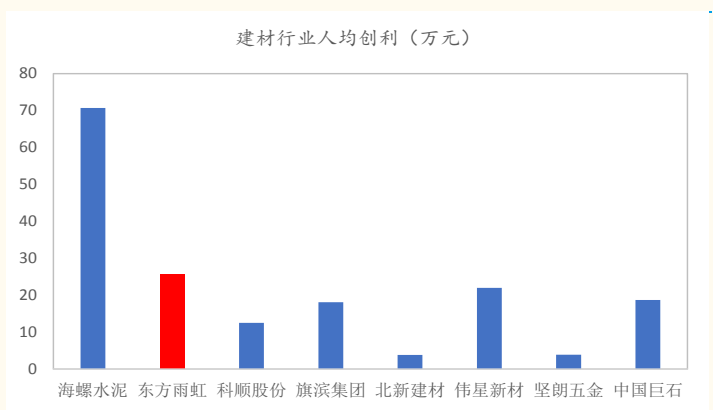
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 33: 2019 年公司人均创收略低于海螺



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 2019 年公司人均创利略低于海螺



来源: Wind, 国金证券研究所

3.4 借助现有渠道, 多品类扩张启动

公司的业务发展战略为, 依托防水主业所形成的核心资源与能力, 培育及打造建筑涂料等新型业务板块, 逐步成为全球领先的建筑建材系统服务提供商。防水材料、保温材料、砂浆、建筑涂料是建筑物不可缺少的装修材料, 公司现已涉及非织造布、建筑节能、砂浆、建筑装饰涂料等多个领域。借助防水业务构建的销售渠道、客户资源及品牌优势, 公司积极推动建材产业链多品类扩张。

公司民建产品主要包括: 卧牛山 (节能保温)、孚达 (节能保温)、天鼎丰 (非织造布)、华砂 (砂浆)、洛迪 (硅藻泥)、德爱威 (建筑涂料) 等。2011 年, 公司成立天鼎丰非织造布有限公司, 开启非织造布领域大门。2015 年, 公司成立华砂公司进入砂浆市场, 此后不断加大投资力度, 并在庐山、荆门、海安、唐山等地建设新的生产线。2016 年, 公司收购德国第一专业涂料生产企业—DAW ASIA 公司 90% 股权, 切入建筑涂料市场。2017 年通过全资子公司江苏卧牛山增资广州孚达, 获其 65% 股权, 增强公司在保温材料领域的竞争力。

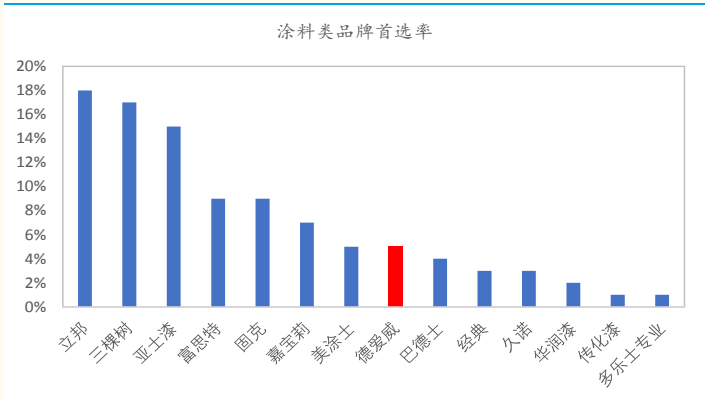
图表 35: 2011 年起公司开始拓展民建领域

时间	设立公司	主营业务
2011.07.30	山东天鼎丰非织造布有限公司	非织造布的研发、生产、销售及贸易
2015.02.12	华砂砂浆 (北京) 有限责任公司	瓷砖胶系列、填缝剂系列及硅藻泥等特种砂浆系列产品
2015.05.09	长沙洛迪环保科技有限公司	硅藻泥
2016.12.03	DAWASIALIMITED	(溶剂型及水性的) 建筑装饰涂料 (包括高端保温材料, 但不包括功能性
2017.04.21	广州孚达保温隔热材料有限公司	建筑保温材料——XPS 挤塑板
2018.04.09	上海煊和新材料科技有限公司	玻璃棉、岩棉及其他新型节能材料的生产及销售
2018.04.09	德爱威云 (中国) 建材管理有限公司	水性涂料的研发、生产; 装饰材料销售; 经营进出口业务

来源: 公司公告, 国金证券研究所

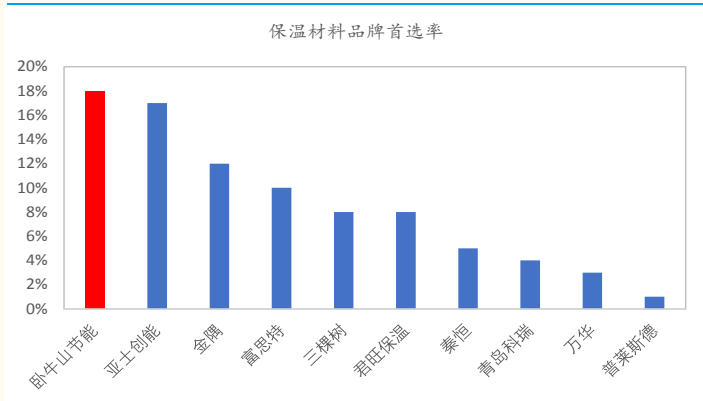
在中国房地产企业 500 强首选品牌中，公司品牌德爱威位列涂料第六位，公司品牌卧牛山节能位列保温品牌第一位。

图表 36：德爱威位列房企 500 强首选涂料品牌第六位



来源：中国房地产协会，国金证券研究所

图表 37：卧牛山节能位列房企 500 强首选保温品牌首位



来源：中国房地产协会，国金证券研究所

3.5 在龙头地产公司市占率提升，可复制能力强

2012 年前，公司前五大客户以建筑类客户为主。2011 年受温州高铁事故影响，全国铁路投资大幅下滑。公司积极对客户结构进行调整，由以建筑类客户为主向房地产客户为主。2016 年起，公司的前五大客户全部变成房地产客户。2018 年起，公司不再披露前五大客户的名称，我们判断仍然是以房地产客户为主的结构。

图表 38：2011 年是公司客户调整的分水岭

2011 年	2014 年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
杭甬铁路客运专线有限责任公司	保利房地产（集团）股份有限公司
京石铁路客运专线有限责任公司	中国建筑第八工程局有限公司
京广铁路客运专线河南有限责任公司	广州天力建筑工程有限公司
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	大华（集团）有限公司
2012 年	2015 年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
上海龙湖置业发展有限公司	保利房地产（集团）股份有限公司
大华（集团）有限公司	天津融创置地有限公司
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	中国建筑一局（集团）有限公司
保利地产集团股份有限公司	广州天力建筑工程有限公司
2013 年	2016 年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
保利房地产（集团）股份有限公司	保利房地产（集团）股份有限公司
中国建筑第八工程局有限公司	荣盛房地产发展股份有限公司
上海龙湖置业发展有限公司	天津融创置地有限公司
大华（集团）房地产开发有限公司	上海龙湖置业发展有限公司

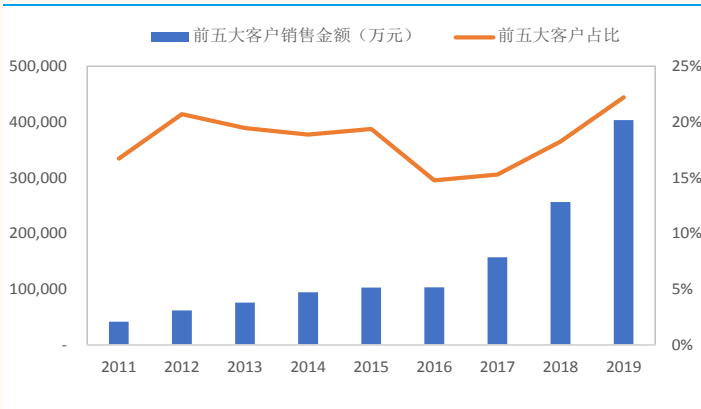
来源：公司公告，国金证券研究所

受益于龙头地产企业市占率提升，防水行业的集中度不断提升。公司防水材料产能规模以及布局广度均居全国首位，且产品种类基本覆盖了国内新型建筑防水材料的重要品种，使其在争取全国性大型房企客户中具备明显优势，优异的产品品质和完善的服务体系有力支撑了公司的业务拓展。在 2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌中，公司以 36% 的首选率居首。通过对房地产大客户的绑定，也有助于公司保温产品、砂浆、建筑涂料等产品的销售。

自 2016 年起，公司前五大客户销售占比从 15% 提升至 22%。2018 年万科收入增速 23%，销售面积增速 12%，2019 年万科收入增速 24%，销售面积增速 2%。2018 年公司对于万科的销售增速 46%，2019 年公司对于万科的销售增

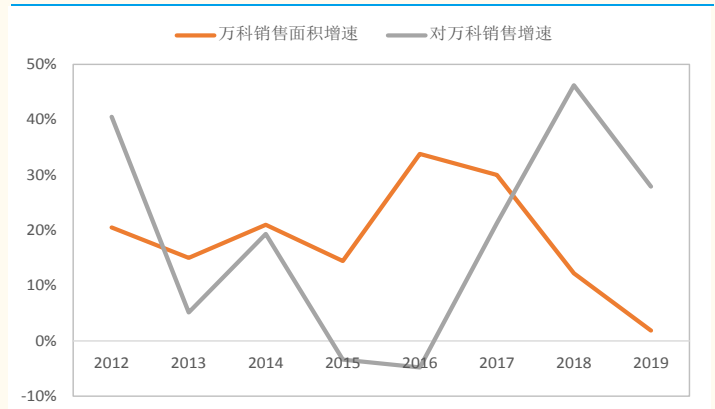
速 28%。这说明，公司在万科的市场份额仍处于提升中。公司的主要客户除了万科和恒大外，还有保利、融创、绿地等龙头地产企业，公司可以将万科和恒大的客户拓展经验，复制到其他地产客户中。

图表 39：前五大客户集中度提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 40：公司对万科销售增速高于万科自身增速



来源：公司公告，国金证券研究所

3.6 沥青成本下降，毛利率有望回升

防水行业属于轻资产行业，原材料在生产成本中占比极高，因此企业盈利情况对原材料价格相对敏感。根据公司 2019 年报数据，直接材料在防水卷材生产成本中占比 91%，在防水涂料生产成本中占比 92%。

防水材料生产所需的原材料主要为沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、基础油、膜类（含隔离膜）、聚醚、乳液、石蜡等石化产品，因此公司生产成本与国际成品油价格息息相关，尤其原材料中占比最高的沥青价格与国际原油价格走势基本保持一致。

我们发现，2015-2018 年公司的毛利率波动与沥青价格走势负相关。2015 年公司毛利率 40.76%，较 2014 年回升 5.12 个百分点，2016 年公司毛利率 42.63%，较 2015 年回升 1.87 个百分点。2019 年出现了沥青价格上涨与公司毛利率同步提升的情况，我们判断这与公司的战略调整有关。由于公司 2018 年制定了“高质量发展”战略，利润也纳入考核指标，同时由于公司自身竞争实力的增强，话语权有所增加，公司在 2019 年对产品售价进行了向上调整，对毛利率产生贡献。

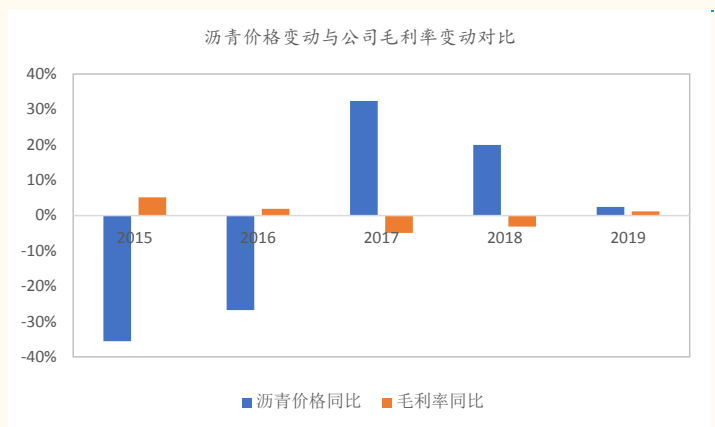
目前国内沥青价格已经跌至 2015 年 10 月-2016 年 10 月的价格区间，由于 B 端订单期限相对较长和公司话语权的增强，短期产品售价没有向下调整的压力。随着原材料价格的回落，我们预计 2020 年公司毛利率有望回升。

图表 41：国内沥青价格跌至 2015-2016 年水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 42：公司毛利率与沥青价格波动方向相反



来源：Wind，国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 防水卷材和防水涂料销量和价格：我们假设 2020-2022 年防水卷材和防水涂料销量增速 15%/15%/15%。由于沥青价格的下跌，我们假设 2021 年防水卷材和涂料的售价下跌 2%，预计防水卷材每平方米销售均价(不含税) 22.02 元/21.58 元/21.58 元，防水涂料每平方米销售均价(不含税) 0.45 元/0.44 元/0.44 元。1 吨防水涂料=333.33 平方米防水卷材。
- 2) 防水卷材和防水涂料单位成本：由于沥青价格跌至 2015-2016 年区间，我们假设防水卷材直接材料成本与 2016 年相同，与 2019 年相比降幅为 7%，并假设防水涂料的直接材料成本降幅相同，为 7%。我们假设，防水卷材和防水涂料的单位直接人工、燃料动力、制造费用成本保持不变。预计 2020-2022 年防水卷材每平方米单位成本 12.89 元/12.89 元/12.89 元，防水涂料每平方米单位成本 0.25 元/0.25 元/0.25 元。
- 3) 防水施工和其他收入：我们假设 2020-2022 年防水施工和其他收入增速 20%/20%/20%。由于防水施工和其他收入的毛利率相对稳定，我们假设未来三年两个板块的毛利率与 2019 年持平。

图表 43：未来三年基本假设

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
防水卷材						
销量 (万平方米)	22,876.85	34,046.05	45,321.00	52,119.15	59,937.02	68,927.58
增速				15%	15%	15%
平均售价 (元/平方米)	21.62	20.64	22.02	22.02	21.58	21.58
单位成本 (元/平方米)	13.90	13.60	13.79	12.89	12.89	12.89
营业收入 (万元)	533,462.80	731,857.80	997,988.19	1,147,686.42	1,293,442.60	1,487,458.99
营业成本 (万元)	317,961.05	462,984.80	625,091.17	671,921.57	772,709.81	888,616.28
毛利率	40.40%	36.74%	37.36%	41.45%	40.26%	40.26%
防水涂料						
销量 (万平方米)	620,729.00	863,454.27	1,091,067.42	1,254,727.53	1,442,936.66	1,659,377.16
增速				15%	15%	15%
平均售价 (元/平方米)	0.45	0.41	0.45	0.45	0.44	0.44
单位成本 (元/平方米)	0.28	0.28	0.26	0.25	0.25	0.25
营业收入 (万元)	297,192.11	397,632.51	487,545.33	560,677.13	631,883.13	726,665.60
营业成本 (万元)	174,707.83	243,144.01	286,747.10	308,065.86	354,275.74	407,417.10
毛利率	41.21%	38.85%	41.49%	45.05%	43.93%	43.93%
防水施工						
营业收入 (万元)	141,687.41	195,099.71	234,798.65	282,575.56	340,074.12	409,272.51
增速				20%	20%	20%
营业成本 (万元)	100,136.04	140,679.72	169,623.66	204,132.58	245,669.55	295,658.46
毛利率	29.33%	27.89%	27.76%	27.76%	27.76%	27.76%
其他收入						
营业收入 (万元)	52,255.38	68,147.04	83,095.48	99,714.58	119,657.49	143,588.99
增速				20%	20%	20%
营业成本 (万元)	43,752.89	61,199.36	74,292.26	89,150.72	106,980.86	128,377.03
毛利率	16.27%	10.20%	10.59%	10.59%	10.59%	10.59%

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 210 亿元/240 亿元/278 亿元，同比增长 16%/14%/16%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 30.28 亿元/33.46 亿元/38.43 亿元，同比增长 47%/11%/15%；对应 EPS 分别为 1.93 元/2.13 元/2.45 元。

4.2 投资建议与估值

我们选取凯伦股份、科顺股份等国内 A 股上市的防水企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对东方雨虹进行估值。根据 Wind 一致预期，可比公司 2020 年平均估值为 24.3 倍。

经过二十年的发展，公司完成了转型升级，在研发实力、生产工艺、销售模式、专业的系统服务能力、品牌影响力等方面均居同行业前列，行业地位突出。无论是行业地位，还是成长性，都具有达到行业平均估值的能力。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.93 元/2.13 元/2.45 元，参考行业 2020 年平均估值 24.3 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 46.84 元 (24.3X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益			市盈率		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300715.SZ	凯伦股份	35.50	1.32	2.05	2.96	26.8	17.3	12.0
300737.SZ	科顺股份	20.87	0.96	1.20	1.56	21.7	17.4	13.3
行业平均						24.3	17.3	12.7
002271.SZ	东方雨虹	38.98	1.93	2.13	2.45	20.2	18.3	15.9

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 宏观经济下行风险：防水行业属于典型的周期性行业，行业波动与经济周期密切相关。中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 产品售价下跌风险：防水产品售价与沥青价格挂钩，如果未来沥青价格持续下跌，不排除防水卷材和防水涂料售价向下调整。
- 原材料成本上涨风险：公司产品主要原材料均与原油价格相关，如果未来油价上涨将对公司生产成本产生不利影响。
- 房地产行业融资环境变化：公司的前五大客户以房地产企业为主，房地产企业融资环境的变化会对地产企业资金链产生影响，进而影响公司应收账款的回款速度。
- 坏账风险：随着公司营业收入的增长，应收账款随之攀升，未来存在应收款发生坏账影响业绩的可能。
- 股权质押风险：大股东李卫国未解押股份数量为 20560.03 万股，占公司总股本的 13.1%，李兴国未解押股份数量为 850 万股，占公司总股本的 0.54%。
- 限售股份解禁风险：2020 年 7 月 17 日，公司有 23.59 万股限售股解禁，占总股本 0.02%；2020 年 8 月 25 日，公司有 2394 万股限售股解禁，占总股本 1.53%；2020 年 12 月 14 日，公司有 684.1 万股限售股解禁，占总股本 0.44%。以上限售股份均为股权激励限售股份解禁，合计 3101.69 万股，占总股本比例 1.99%。

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)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	10,293	14,046	18,154	21,027	23,971	27,790	货币资金	2,423	4,855	4,428	3,998	4,612	5,353
增长率	37.7%	36.5%	29.3%	15.8%	14.0%	15.9%	应收账款	4,803	6,282	8,097	9,399	11,362	13,165
主营业务成本	-6,409	-9,187	-11,665	-12,840	-14,904	-17,308	存货	1,509	2,172	2,016	2,305	2,676	3,108
%销售收入	62.3%	65.4%	64.3%	61.1%	62.2%	62.3%	其他流动资产	596	643	905	869	950	1,045
毛利	3,884	4,859	6,489	8,186	9,067	10,482	流动资产	9,331	13,952	15,447	16,572	19,601	22,670
%销售收入	37.7%	34.6%	35.7%	38.9%	37.8%	37.7%	%总资产	70.1%	71.0%	68.9%	67.9%	69.6%	71.1%
营业税金及附加	-99	-122	-139	-161	-184	-213	长期投资	240	250	277	277	277	277
%销售收入	1.0%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	2,722	3,571	4,976	5,369	5,902	6,365
销售费用	-1,180	-1,699	-2,142	-2,523	-2,876	-3,335	%总资产	20.4%	18.2%	22.2%	22.0%	21.0%	20.0%
%销售收入	11.5%	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%	12.0%	无形资产	701	1,043	1,086	1,282	1,475	1,664
管理费用	-1,048	-917	-965	-1,118	-1,275	-1,478	非流动资产	3,986	5,699	6,969	7,821	8,546	9,198
%销售收入	10.2%	6.5%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%	%总资产	29.9%	29.0%	31.1%	32.1%	30.4%	28.9%
研发费用	0	-268	-357	-413	-471	-546	资产总计	13,317	19,652	22,416	24,393	28,147	31,868
%销售收入	0.0%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	1,327	3,713	3,093	2,585	3,045	3,179
息税前利润 (EBIT)	1,556	1,853	2,886	3,971	4,261	4,910	应付款项	3,208	5,811	6,602	6,507	7,515	8,486
%销售收入	15.1%	13.2%	15.9%	18.9%	17.8%	17.7%	其他流动负债	359	385	391	549	610	701
财务费用	-103	-193	-413	-339	-253	-281	流动负债	4,893	9,910	10,086	9,641	11,170	12,366
%销售收入	1.0%	1.4%	2.3%	1.6%	1.1%	1.0%	长期贷款	0	0	408	608	808	1,008
资产减值损失	-132	-62	-8	-32	-8	-6	其他长期负债	1,529	1,653	1,962	378	378	378
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0	负债	6,422	11,563	12,456	10,626	12,355	13,752
投资收益	0	3	3	0	0	0	普通股股东权益	6,715	7,901	9,740	13,532	15,539	17,845
%税前利润	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	882	1,492	1,488	1,570	1,570	1,570
营业利润	1,432	1,818	2,622	3,801	4,201	4,824	未分配利润	3,861	5,193	6,724	8,541	10,549	12,855
营业利润率	13.9%	12.9%	14.4%	18.1%	17.5%	17.4%	少数股东权益	180	188	220	235	252	271
营业外收支	5	4	-30	0	0	0	负债股东权益合计	13,317	19,652	22,416	24,393	28,147	31,868
税前利润	1,437	1,822	2,592	3,801	4,201	4,824	比率分析						
利润率	14.0%	13.0%	14.3%	18.1%	17.5%	17.4%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-195	-311	-517	-758	-837	-962	每股指标						
所得税率	13.5%	17.1%	19.9%	19.9%	19.9%	19.9%	每股收益	1.405	1.011	1.389	1.929	2.132	2.448
净利润	1,242	1,511	2,075	3,043	3,363	3,862	每股净资产	7.614	5.295	6.547	8.620	9.899	11.368
少数股东损益	3	3	9	15	17	19	每股经营现金净流	0.027	0.680	0.978	1.434	1.770	2.209
归属于母公司的净利润	1,239	1,508	2,066	3,028	3,346	3,843	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.772	0.853	0.979
净利率	12.0%	10.7%	11.4%	14.4%	14.0%	13.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.45%	19.09%	21.21%	22.38%	21.53%	21.54%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	9.30%	7.67%	9.22%	12.41%	11.89%	12.06%
净利润	1,242	1,511	2,075	3,043	3,363	3,862	投入资本收益率	13.94%	11.55%	15.35%	18.73%	17.35%	17.61%
少数股东损益	3	3	9	15	17	19	增长率						
非现金支出	319	338	377	461	502	574	主营业务收入增长率	47.04%	36.46%	29.25%	15.82%	14.00%	15.93%
非经营收益	116	136	324	270	267	305	EBIT 增长率	25.68%	19.08%	55.74%	37.57%	7.31%	15.24%
营运资金变动	-1,653	-971	-1,321	-1,524	-1,353	-1,273	净利润增长率	20.43%	21.74%	36.98%	46.58%	10.50%	14.85%
经营活动现金净流	24	1,014	1,456	2,251	2,779	3,468	总资产增长率	50.36%	47.57%	14.06%	8.82%	15.39%	13.22%
资本开支	-1,106	-1,724	-1,301	-1,250	-1,219	-1,219	资产管理能力						
投资	-24	121	-110	0	0	0	应收账款周转天数	127.0	114.2	102.0	110.0	120.0	120.0
其他	-77	17	37	0	0	0	存货周转天数	63.2	73.1	65.5	65.5	65.5	65.5
投资活动现金净流	-1,206	-1,585	-1,374	-1,250	-1,219	-1,219	应付账款周转天数	41.2	79.1	89.5	75.0	75.0	70.0
股权募资	200	1	329	1,975	0	0	固定资产周转天数	67.8	78.8	87.4	78.9	74.2	67.5
债权募资	2,077	2,387	-214	-1,893	660	334	偿债能力						
其他	-236	521	-748	-1,513	-1,606	-1,843	净负债/股东权益	4.84%	4.48%	6.16%	-6.17%	-5.08%	-6.67%
筹资活动现金净流	2,041	2,909	-634	-1,431	-946	-1,508	EBIT 利息保障倍数	15.1	9.6	7.0	11.7	16.8	17.5
现金净流量	859	2,338	-553	-430	614	741	资产负债率	48.23%	58.84%	55.57%	43.56%	43.90%	43.15%

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	10	19
增持	0	0	0	2	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.17	1.30

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-10-17	买入	11.14	15.00~15.00
2	2018-10-22	买入	11.70	15.00~15.00
3	2019-02-26	买入	18.95	25.00~25.00

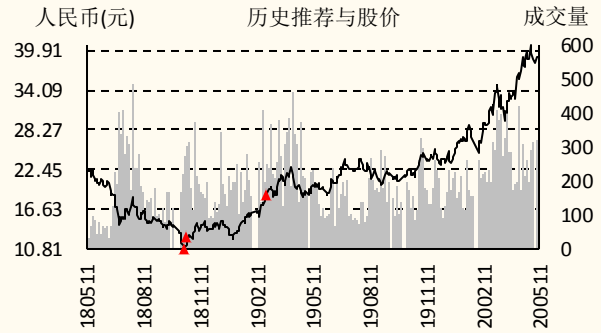
来源：国金证券研究所

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



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH