



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

北京东方雨虹防水技术股份有限公司

主体与相关债项 2019 年度跟踪评级报告

CREDIT RATING REPORT





评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本报告预测数据以发债主体提供的经营数据及财务数据为测算基础，不作为大公对发债主体未来业绩的预测。大公将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



评级报告导读

评级报告逻辑

信用评级作为阻止信用无度扩张的逆周期力量是信用经济发展规律的内在要求和评级的价值所在。为了实现这一评级目标，大公对受评主体开展了尽职调查、行业比较、专家论证等工作，并依据《大公信用评级原理》，综合运用数字评级方法和数据测算模型，通过对受评主体偿债环境、财富创造能力、偿债来源与偿债能力四个方面发展走势和信用风险的分析预测，形成大公信用评级报告。

报告中，偿债环境是影响受评主体财富创造能力和偿债来源的外部环境；财富创造能力是受评主体偿债来源的根本和基石；偿债来源是债务人在偿还债务时点上保障再生产正常进行所需流动性后剩余可支配现金，可分为流动性偿债来源和清偿性偿债来源；偿债能力是基于对偿债来源偏离度的风险调整来判断一定时间内偿债来源对债务负担的安全保障程度，通过评估发债主体流动性还本付息能力、清偿性还本付息能力和盈利对利息覆盖能力，得到对存量债务偿付能力、新增债务空间以及总债务偿还能力的综合评价。

跟踪评级说明

根据大公承做的北京东方雨虹防水技术股份有限公司存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。



◆ 评定等级

主体信用:					
跟踪评级结果	AA+		评级展望	稳定	
上次评级结果	AA+		评级展望	稳定	
债项信用:					
债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
雨虹转债	18.40	6	AA+	AA+	2018.6

◆ 主要观点

大公对北京东方雨虹防水技术股份有限公司（以下简称“东方雨虹”或“公司”）“雨虹转债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。本次评级结果反映东方雨虹面临良好的偿债环境，财富创造能力很强，可用偿债来源偏离度很小；偿债能力很强。主要理由阐述如下：

1、公司仍面临较好的偿债环境。中国结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级；建筑防水材料在房屋建筑市场持续发展、基础设施大规模建设的带动下，防水材料市场需求大幅增加，防水材料行业面临良好的发展机遇。

2、公司财富创造能力仍很强。得益于市场需求不断扩张、品牌优势较为显著等积极因素，2018 年公司盈利能力持续增强。

3、公司偿债来源仍较为充足。2018 年，公司经营性净现金流继续表现为净流入，且规模大幅增加，但对债务和利息的保障程度较为有限；筹资性净现金流持续增长，公司融资渠道多元，融资能力强，流动性偿债来源较为充足；可变现资产主要包括应收账款、货币资金和固定资产，其中应收账款规模较大，对资产流动性造成一定影响，整体变现能力较为有限。

4、公司总偿债能力仍很强。2018 年以来，公司负债和有息债务大幅增加，偿债来源对存量债务的保障能力很强。流动性还本付息能力较好；清偿性偿债来源对债务有一定的覆盖能力；盈利能力有所提升，且对利息的保障程度较好。



◆ 优势与风险关注

主要优势/机遇:

1、防水材料行业下游需求稳定增长，面临良好的发展机遇，雄安新区的设立及建设将为区域周边优质建筑防水企业发展提供增长空间；

2、2018 年，随着公司生产基地布局的逐步完善和释放，收入和利润大幅增长；

3、公司技术实力突出，是行业标准的修制订者之一，行业地位仍很显著；

4、作为防水行业内龙头企业，公司仍拥有稳定的产品质量和完善的服务体系，有助于稳固和拓展市场。

主要风险/挑战:

1、我国防水材料行业市场集中度仍较低，竞争较为激烈，低价竞争现象不利于防水企业盈利能力的提升；

2、2018 年以来，公司应收账款规模较大，仍存在一定的资金占用及回收风险；

3、随着业务规模的扩大，公司融资需求增加，2018 年以来公司短期有息债务增长较快，短期偿债压力进一步增大。



◆ 主要财务数据与核心指标

(单位：人民币亿元、%)

项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
总资产	196.52	133.17	88.57
所有者权益	80.88	68.95	49.87
总有息债务	53.36	29.60	13.60
营业收入	140.46	102.93	70.00
净利润	15.11	12.42	10.26
经营性净现金流	10.14	0.68	5.90
毛利率	34.59	37.73	42.63
总资产报酬率	10.04	11.38	13.46
债务资本比率	39.75	30.04	21.44
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	10.47	19.09	37.80
经营性净现金流/总负债	11.28	1.33	20.06

注：公司提供了 2018 年财务报表，致同会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告；根据 2017 年会计政策变更，利润表新增“资产处置收益”项目和“其他收益”项目，根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对财务报表格式进行修订，因此公司 2016 年和 2017 年财务数据采用 2017 年和 2018 年追溯调整后的数据。

◆ 联系方式

评级小组负责人：肖 尧

评级小组成员：尤 祺 崔爱巧

联系电话：+86-10-51087768

客服电话：+ 86-4008-84-4008

传真：+86-10-84583355

Email: dagongratings@dagongcredit.com

地址：中国北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年四月二十四日

基本经营

（一）主体概况与公司治理

东方雨虹前身为北京东方雨虹防水技术有限责任公司，成立于 1998 年 3 月 20 日，由李卫国、李兴国和陈丁松三位自然人以实物资产和货币资金出资设立，注册资本为 300 万元。

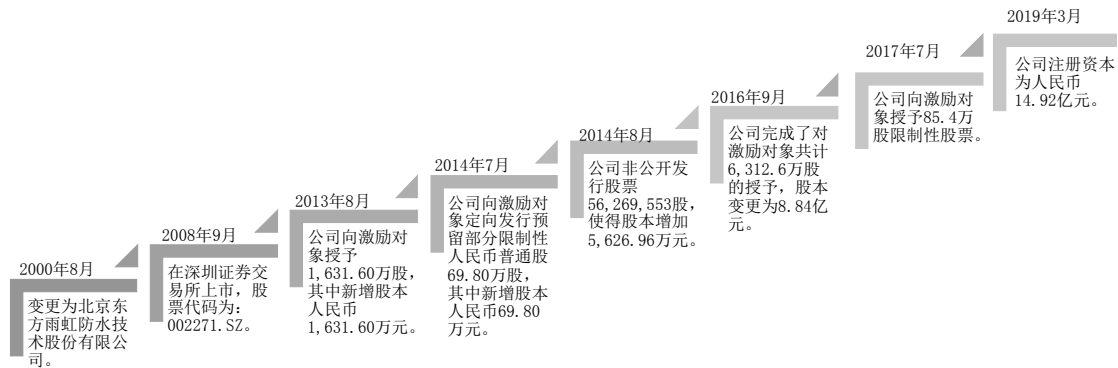


图 1 公司发展沿革

数据来源：根据公司提供资料整理

公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会的有关规定和《深圳证券交易所股票上市规则》的要求，不断完善法人治理结构，规范公司运作，严格进行信息披露工作。股东大会是公司最高权力机构，下设董事会及监事会，同时，公司成立了战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会。总体来看，公司建立了较为完善的法人治理结构和内部组织架构，内部控制体系较为完善。

2019 年 1 月 12 日，公司发布关于变更高级管理人员的公告称，刘斌辞去总裁职务，由张志萍接任；谭文彬辞去公司副总经理、董事会秘书职务，聘任张蓓女士为公司副总裁、董事会秘书。

公司将继续发挥“国家认定企业技术中心”的优势，通过自主研发及与科研院所合作的方式持续开发新产品、新技术、新工艺，进一步补充和完善公司的产品结构；公司将继续借助资本市场优势，采取多种方式筹措资金以满足生产经营快速发展需要；公司将继续大力拓展市场，一方面建设和完善销售渠道，另一方面针对重点客户、重点项目和重点战略，系统开发细分市场，保持在重点工程、重大基础设施建设项目市

场的优势地位。公司计划在未来 3~5 年，国内市场占有率平均达到 15% 以上，重点市场达到 20% 以上；多渠道拓展海外市场；经营质量显著提升，销售规模实现百亿以上。

（二）盈利模式

公司主要从事新型建筑防水材料研发、生产、销售及防水工程施工业务，主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类百余品种，产品广泛应用于房屋建筑、高速铁路、高速公路和城市道桥和城市轨道等领域的防水工程。2006 年 6 月“雨虹”牌商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”，成为我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。截至 2018 年末，公司纳入合并财务报表范围的子公司共 57 家，参股公司 2 家。

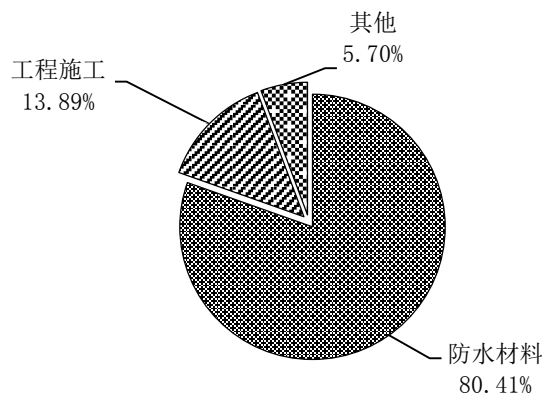


图 2 2018 年公司各业务收入构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

（三）股权链

2018 年 12 月 17 日，公司对不符合股权激励条件的激励对象已获授但尚未解锁的部分限制性股票共计 707.9337 万股完成回购注销，2019 年 3 月 1 日取得新版《营业执照》，注册资本由人民币 14.99 亿元减少至 14.92 亿元，李卫国持有公司 29.68%¹的股份，许利民持有公司 6.02%²股权，向锦明持有公司 1.28% 的股份，李兴国³持有公司 0.94% 股权，李卫国是公司的控股股东和实际控制人。2019 年 4 月 9 日，公

¹ 截至 2019 年 4 月 2 日，李卫国累计质押所持公司股份为 30,186.81 万股，占公司总股本的 20.23%，占其本人所持公司股份的 68.16%。

² 截至 2019 年 3 月 25 日，许利民累计质押所持公司股份为 4,104.00 万股，占公司总股本的 2.75%，占其本人所持公司股份的 45.70%。

³ 李卫国与李兴国为兄弟关系，属于一致行动人。

司发布《关于持股 5%以上股东及部分董事、高级管理人员减持股份预披露公告》称，副董事长许利民计划减持本公司股份不超过 900 万股，董事刘斌计划减持本公司股份不超过 50 万股，董事及副总裁张洪涛计划减持本公司股份不超过 35 万股，副总裁王文萍计划减持本公司股份不超过 21 万股。

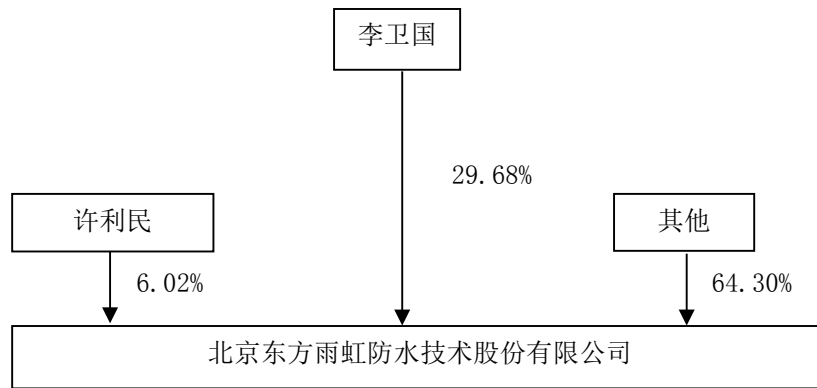


图 3 截至 2018 年末公司股权结构

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）信用链

截至 2018 年末，公司总有息债务 53.36 亿元，占总负债 46.15%，其中短期有息债务 38.32 亿元，占总息有息负债 71.81%，资产负债率 58.84%。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 3 月 5 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件。截至本报告出具日，公司本部在债券市场发行的“雨虹转债”已按时付息，尚未到还本日。



图 4 截至 2018 年末公司主要债权债务关系

数据来源：根据公司提供资料整理



（五）本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：


表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）				
债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况 ⁴
雨虹转债	18.40 亿元	2017.09.25~ 2023.09.25	用于项目投资	截至 2018 年 12 月 31 日，扣除各项发行费用 1,511.40 万元，募集资金已使用 140,831.86 万元。

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债环境

公司面临良好的偿债环境。建筑防水材料在房屋建筑市场持续发展、基础设施大规模建设的带动下，防水材料市场需求大幅增加，防水材料行业面临良好的发展机遇。

偿债环境指数：偿债环境在评级矩阵中的位置



C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）宏观政策环境

中国供给侧结构性改革不断推进，充足的政策空间有利于消费和产业结构升级，为公司业务发展提供良好的政治环境。

中国供给侧结构性改革基本思路已经明确：对内坚决淘汰过剩产能为制造业升级和技术产业发展腾出空间，对外以“一带一路”战略为依托，加快全球产业链布局，拓宽经济发展空间。2018 年以来，在强调稳增长、保就业的同时，中国政府围绕“三去一降一补”在过剩产能、农业、财政、金融、国有企业混业改革等重点领域进一步提出具体要求和措施、加快改革进度，并与众多国家和国际组织就“一带一路”建设达成合作协议，在政策对接、经济走廊建设、项目合作、资金支持等方面提出多项举措，表明其改革的决心和毅力。政府政策调整空间依然充足，稳中求进的审慎态度、极强的政策执行能力将为中国经济转型和稳定政府偿债能力提供可靠保障。为防范系统性风险、抑制资产泡沫，2018

⁴ 徐州卧牛山年产 2,040 万平方米防水卷材项目、唐山年产 10 万吨聚氨酯防水涂料项目、芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期）、杭州东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）和莱西年产 2,400 万平方米防水卷材、4 万吨防水涂料、20 万吨砂浆及 1,000 万平方米 TPO 项目均已达到可使用状态，滁州年产十万吨非织造布项目（一期）整体尚未完工，预计完工时间为 2019 年 12 月 31 日。



年以来政府着力发挥财政政策“经济稳定器”和“改革助推器”的作用。同时，政府在改革过程中注重稳增长、保就业、促民生，努力提高经济韧性，也有助于形成结构性改革与经济增长之间的良性互动，逐步化解改革阻力。总体来看，政府政策空间依然充足，其极强的政策执行力和统筹能力将为中国推进结构性改革、实现经济换代升级提供有力政治保障和现实依据，从而为企业发展营造良好的宏观政策环境。

（二）产业环境

我国防水材料行业市场集中度较低，竞争较为激烈，低价竞争现象不利于防水企业盈利能力的提升；行业规范度的提高有助于市场资源向大型企业集中，大型企业将从中受益。

近些年，借助社会固定资产投资规模增长、建筑防水卷材需求快速增长的契机，建筑防水卷材行业蒸蒸日上，在这样一个高度开放的竞争环境下，行业内企业在数量上实现了快速发展，根据中国防水网数据，截至 2018 年末，主营业务收入达 2,000 万元规模以上的企业共 784 家。目前我国防水生产企业和作坊超过 2,000 家，其中有不到 1,500 家企业拥有生产许可证，剩余大多数规模较小。防水行业是一个分散竞争型的行业。为了获取更多的市场份额，低价竞争的方式比较普遍，尤其是一些小企业会利用建筑防水材料的品种较多且产品质量没办法在短时间内得到验证的特点，以低品质低价格的产品误导消费者，扰乱市场秩序，不利于整个行业内企业盈利能力的提升。

行业内已经形成全国性和区域性企业并存的局面，其中东方雨虹、深圳卓宝科技股份有限公司、盘锦禹王防水建材集团有限公司、潍坊市宇虹防水材料（集团）有限公司等基本完成全国布局，且发展较快，综合竞争实力较强；在区域竞争方面，有 30~40 家年销售收入在 1~3 亿元左右的企业组成了强势的第二梯队，它们具有在本区域经营时间长、市场积淀深、人脉关系广、品牌认知度高等优势，如唐山德生防水股份有限公司、杭州金屋防水材料有限公司、陕西雨中情防水材料有限公司、西牛皮防水科技有限公司等。在领域竞争方面，家装防水领域、铁路防水领域、地铁防水领域、水利水电防水领域等都有比较强势的企业。

防水材料行业假冒伪劣问题较为普遍，严重影响了行业秩序，存在

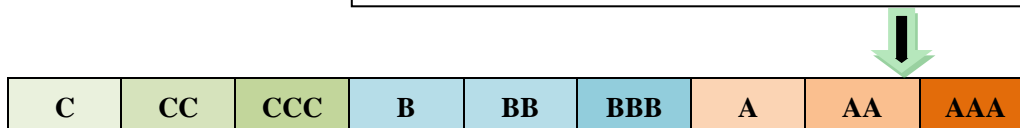


很大的规范性提升空间。近年来，国家工业和信息化部及国家质检总局等监管部门相继出台多项政策，从发布产品标准、颁布生产许可证、公布行业准入条件等多个角度全方位提高防水行业准入门槛，以优化产业条件，增加行业有效投资，从而促进行业的良性健康发展。从供应端来看，2013 年 1 月 15 日，工业和信息化部发布了《建筑防水卷材行业准入条件》（以下简称“准入条件”），规定新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能不低于 1,000 万平方米/年，高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年，已建成但不达标的生产线需要在 2015 年以前经整改达标。此外，国家质检总局重点开展对包括防水材料在内的 8 类重点工业产品及获证企业进行监督检查。2016 年 2 月，中国建筑防水协会印发《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》，将通过绿色发展、淘汰落后、稳定价格、拓展市场等措施，集合全行业力量有效解决当前防水行业面临的主要矛盾和问题，共同应对行业经济效益增速下滑的局面。从需求端，中国建筑防水协会组织行业内企业开展会议，提高消费者防水重要性认识度，通过普及知识、提供免费咨询和解决方案等多种方式引导消费者选择合格产品。行业标准和规范的不不断修订和实施，将对中国建筑防水行业发展、产业结构调整和技术水平的提高具有着重要的意义；行业规范度的提高有助于市场资源向大型企业集中，行业集中度有望得到提升，大型企业将从中受益。

财富创造能力

公司财富创造力很强。主要得益于市场需求不断扩张、品牌优势较为显著等积极因素，跟踪期内公司盈利能力持续增强。

财富创造能力指数：财富创造能力在评级矩阵中的位置





（一）市场需求

建筑防水材料下游应用领域不断扩大，在房屋建筑市场持续发展、基础设施大规模建设的带动下，防水材料市场需求大幅增加，防水材料行业面临良好的发展机遇。

房屋建筑是防水材料最主要的应用市场，一方面，我国建筑业房屋建筑施工面积和竣工面积均保持增长态势。根据 2014 年 3 月我国颁布的新型城镇化规划，预计 2020 年我国常住人口城镇化率将达到 60% 左右，随着城镇化进程不断加快，城市住房需求将继续保持增长，并且工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等规划的实施也将带来大量厂房和办公用房的建设。城市发展中的大型文体场馆等公共配套设施建设需求也将保持增长，防水材料和防水工程等相关产业面临良好机遇。另一方面，我国各类房屋建筑保有量超过 400 亿平方米，现有房屋建筑物的翻修对建筑防水材料的需求也将呈现稳步增长态势。此外，建筑防水部位从传统的屋面和地下为主逐步延伸到室内、外墙等部位，应用领域的扩大也为防水材料行业的增长提供了巨大的市场空间。

随着基础设施的大规模建设以及对基础设施质量的日益重视，防水材料在基础设施中的应用规模不断扩大。根据“十三五”规划，“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。防水材料占高铁投资比例在 0.5%~1.0% 之间，初步估算未来 5 年对应的高铁用防水材料需求总额约为 140 亿~280 亿元，对应年均市场需求约 28 亿~56 亿元。随着城市轨道交通进入大发展时期，多地都在积极申报、修改城市轨道交通网规划，国家发改委也加快了对城市轨道交通网的批复进度。预计到 2020 年全国拥有轨道交通的城市将达到 50 个，到 2020 年我国轨道交通要达到近 6,000 公里的规模，在轨道交通方面的投资将达 4 万亿元，未来几年城市轨道交通的投资将保持大幅增长。此外，机场建设对建筑防水材料的市场需求也不容小觑。

总的来看，建筑防水材料下游应用领域不断扩大，在房屋建筑市场持续发展、基础设施大规模建设的带动下，防水材料市场需求大幅增加，防水材料行业面临良好的发展机遇。



（二）产品和服务竞争力

1、防水材料

公司仍然是中国建筑防水行业的龙头企业，随着业务规模扩大，产品产能大幅增长。

公司仍然是中国建筑防水行业的龙头企业，集研发、生产、销售及施工于一体，产品和服务体系涵盖建筑防水、工程防水、家庭防水等多个领域。公司拥有世界领先的多功能进口改性沥青防水卷材生产线、冷自粘沥青防水卷材生产线、高分子卷材生产线和世界先进的环保防水涂料、砂浆、保温、非织造布生产线，生产的产品包括沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封材料、刚性防水和止水堵漏材料等系统配套及特种工程专用材料在内的六大类上百个品种规格，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生产新型建筑防水材料品种最齐全的企业之一。

表 2 2016~2018 年公司主要产品产能和产量情况

项目		期末产能	加权产能	产量	产能利用率(%)
防水卷材（万平方米）	2018 年	29,800	26,286	34,398	130.86
	2017 年	16,520	16,095	22,570	140.23
	2016 年	15,500	14,083	14,976	106.34
防水涂料（吨）	2018 年	1,170,000	1,042,500	869,452	83.40
	2017 年	480,000	438,333	608,972	138.93
	2016 年	350,000	323,333	379,824	117.47

资料来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司在安徽芜湖、青岛莱西、杭州建德、河南濮阳投资建设的生产基地相继投产，使其产能进一步增加。截至 2018 年末，公司防水卷材年产能为 29,800 万平方米，同比大幅增长 80.39%，主要是前述生产基地生产线投放较以往工厂增多所致；产能利用率为 130.86%，同比下降 9.37 个百分点，仍保持在较高水平，产量 34,398 万平方米，同比增长 52.41%；同期，公司防水涂料年产能 1,170,000 吨，同比大幅增加 690,000 吨，产量 869,452 吨，同比增长 42.77%，产能利用率为 83.40%，同比大幅下降 55.53 个百分点，主要是公司新建基地的产能未得到完全释放所致。随着扩建生产基地产能的增长和释放，公司防水材料产量将逐步增长。

成立之初，公司的生产基地集中在北京地区，随着公司品牌知名度



的提升，产品需求量大幅增加，为缩短运输半径，公司根据销量分布相继建设了上海、湖南岳阳、广东惠州、辽宁锦州、江苏徐州、陕西咸阳和昆明风行等生产基地，产业布局逐渐完善。

公司技术研发实力突出，被认定国家级企业技术中心；公司是行业标准的修制订者之一，行业地位仍很显著。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业和北京市高新技术企业，高度重视产品研发和创新工作，在成立第二年即设立了东方雨虹防水技术研究所（以下简称“研究所”），2006年8月，研究所被北京市工业促进局认定为北京市企业技术中心；2009年获批国家认定企业技术中心，拥有国内防水行业首家国家级企业技术中心和博士后科研工作站。同时，公司还与中国科学院化学所、北京理工大学、青岛理工大学等国内化工领域的著名高校及研究所开展产学研合作，取得了多项成果，如与中国科学院化学所合作开发的高弹厚质丙烯酸酯防水涂料被列为国家级火炬计划项目；与铁道科学研究院合作开发的RWB-801铁路桥涵专用改性沥青防水卷材达到国际先进水平；与北京理工大学等机构合作，共同开发机械化施工工具，研制成功了全自动化防水卷材展铺机；与青岛理工大学合作开发了高性能聚脲防水涂料等，其中RWB-801铁路桥涵专用改性沥青防水卷材和聚脲防水涂料成功开拓了高铁市场。公司获批建设特种功能防水材料国家重点实验室，拥有国家认定企业技术中心、院士专家工作站、博士后科研工作站等，研发体系日益完备，形成了产品、应用、施工装备和生产工艺四大研发中心。2018年，公司特种功能防水材料北京市国际科技合作基地获批成立。截至2018年末，公司共承担3项国家火炬计划项目，2项国家重点新产品技术，1项国家863计划项目，拥有31项核心技术，拥有588件已授权专利，其中发明专利198件。

作为行业内第一家上市公司，公司还积极参与国内新型防水材料标准的修制订工作，包括建筑防水涂料试验方法、弹性体改性沥青防水卷材、塑性体改性沥青防水卷材、喷涂聚脲防水涂料、预铺湿铺防水卷材、自粘聚合物改性沥青防水卷材等6项国家标准以及道桥改性沥青防水卷材、道桥改性沥青防水涂料、建筑防水涂料中有害物质限量、种植屋面用耐根穿刺防水卷材、坡屋面用防水材料自粘聚合物改性沥青防水垫



层、坡屋面用防水材料聚合物改性沥青防水垫层等 6 项行业标准的制定工作。近年来，公司完成了转型升级，在研发实力、生产工艺、销售模式、标准化施工、品牌影响力等方面均居同行业前列，成为中国最具竞争性和成长性的行业龙头企业，行业地位仍很显著。

公司形成了自主研发与外部合作的研发体系，通过技术创新不断开发出新产品，较好的技术研发实力已成为公司的核心竞争优势。

公司主要原材料属于石化产品，受国际成品油价格影响波动较大，存在一定的成本控制压力；由于公司采购原材料的结算方式全部采用先款后货，依然存在一定的现金支出压力。

公司生产所需的原材料主要为沥青、聚醚、聚酯胎基、乳液和 SBS 改性剂等，供应商主要为中石油燃料油有限责任公司、赛拉尼斯(上海)国际贸易有限公司、天津大沽贸易有限公司、巴斯夫中国有限公司等，公司与主要供应商建立了长期合作关系，可以保证原料保质保量及时的供应，由于大型化工企业处于优势地位，公司的结算方式基本是先款后货，依然存在一定现金支出压力。

表 3 2016~2018 年公司原材料采购价格

项目	2018 年	2017 年	2016 年
沥青（万元/吨）	0.30	0.22	0.15
SBS 改性剂（万元/吨）	1.29	1.41	1.13
MDI（万元/吨）	2.70	3.01	1.45
聚酯胎基（元/米）	2.84	1.95	2.11
聚醚（万元/吨）	1.09	0.99	0.86
扩链剂（万元/吨）	-	-	5.56
乳液（万元/吨）	0.68	0.63	0.57

数据来源：根据公司提供资料整理

公司生产所需的原材料均属于石油化工产品，受国际原油价格影响，原材料价格的波动较大，给公司的成本控制造成一定的压力，2018 年 SBS 改性剂价格为 1.29 万元/吨；MDI 价格为 2.70 万元/吨，价格有所下降，主要是 MDI 行业景气度下降所致；聚酯胎基 2.84 元/米，价格有所上升。针对原材料价格波动风险，公司采取了相应的应对措施，一方面，每年根据原材料上涨情况相应提高产品的销售价格；另一方面，在沥青等主要原材料在价格处于低位时进行集中储备，从而在一定范围内减少原材料价格大幅波动给公司成本带来的不利影响。



公司加强品牌建设，继续优化渠道建设，与多家大型地产企业建立了战略合作关系，较为稳定的产品质量和完善的服务体系对稳固和拓展业务形成有力支撑；公司可从雄安新区的持续高标准基建项目建设中获益。

公司凭借优异的经营业绩、良好的品牌知名度以及与众多知名房地产开发企业成熟的合作经验，荣获中国房地产优秀供应商综合品牌价值 10 强奖。公司生产的优质防水产品已远销德国、澳大利亚、美国、加拿大等超过 100 个国家和地区。

表 4 2016~2018 年公司直销及渠道销售情况（单位：亿元、%）

销售类型	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直销	90.96	64.76	65.49	63.63	45.19	64.56
渠道	49.50	35.24	37.44	36.37	24.81	35.44
合计	140.46	100.00	102.93	100.00	70.00	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司防水材料销售实行直销和渠道相结合的销售模式，其中原直销渠道主要针对北京、上海、广州、深圳、天津、成都、昆明等核心城市市场，铁路、城市轨道交通、外加剂等专业细分市场以及大型房地产公司、企业集团；原工程渠道主要针对全国核心城市市场以外的工程市场建立经销商网络。2018 年，公司整合下属各公司、事业部在工程建材领域的业务，组建工程建材集团，深度融合原有直销和工程渠道，打破了前述直销和工程渠道营销模式的属地界限，将工程建材集团按区域划分为北方区、华东区、华南区三大片区，以大区形式整合及优化原有的直销模式与工程渠道模式相结合的工程市场营销网络，提升营销及运营效率。零售渠道经销商，由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要服务于普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商及电商多位一体的复合营销网络。

2018 年，公司防水卷材的产销率继续保持在 98.00% 以上，防水卷材销量为 34,045 万平方米，同比增长 48.82%，防水涂料产销率同比下降 27.73 个百分点，销量为 621,547 吨，同比略有增长。



表 5 2016~2018 年公司主要产品销量及平均销售价格情况

产品类别	项目	2018 年	2017 年	2016 年
防水卷材	产销率 (%)	98.97	100.39	99.41
	销量 (万平方米)	34,045	22,877	14,887
	平均销售价格 (元/平方米)	20.64	21.62	23.50
防水涂料	产销率 (%)	101.69	100.93	99.60
	销量 (吨)	863,454	620,729	378,295
	平均销售价格 (万元/吨)	0.41	0.45	0.51

资料来源：根据公司提供资料整理

此外公司根据重点项目、重点战略设置了高铁部、轨道交通部等职能部门，在奥运场馆、世博场馆、多城市地铁和轨道交通等建设项目中承担了建筑防水材料供应业务。公司同样注重渠道销售的建设与发展，进行了全国性的经销商网络的建设。公司在除港澳台之外所有省市均有销售，工程渠道经销商及零售渠道经销商合计已有 2,000 多家。公司与国内知名建材超市和建材市场居然之家等建立了稳定的供货关系。整体来看，战略性合作和稳定供货关系的建立为公司保持经营业绩的稳定增长提供了重要保障。公司直销业务账款回收周期较长，信用期一般为 2~4 个月；在渠道销售方面，对于经销商、建材市场，公司主要采用现销的方式，对于家装和工装公司，公司一般会给予 45~60 天的信用期。

公司作为国内的建筑防水行业的龙头企业，在北京市和河北省均有产业布局。同时在产品领域，公司建立了自有产品技术标准，达到提供与国际水平持平的产品，在产品性能和质量上具有领先优势；在服务领域，公司通过全面完善和推行标准化施工和防水系统化服务，巩固国内领先的防水系统化服务品牌；公司在区位、产品及服务方面的优势，将可更好的为雄安新区的基建项目提供产品及技术支持。雄安新区基础设施建设工程的持续推进，将带动区域建筑防水产品及服务的需求，公司将可从雄安新区的持续高标准基建项目建设中获益。

2、工程施工

公司先后承担了多项重点工程及重大基础设施建设工程的防水工程，品牌及技术上的领先地位有助于公司在该领域继续保持优势地位。

建筑防水工程是保证建筑物、路桥、轨道的结构不受水的侵袭、内部空间不受水的危害的一项分部工程，建筑防水工程在整个建筑工程中



占有重要的地位。公司工程施工各业务子公司均具有建筑业企业资质证书。公司承接防水工程主要分为两种方式，一种是招投标取得，另外一种是客户直接指定，所用防水材料全部为公司自产。付款方式一般是客户提前支付一定比例的预付款，每月按进度支付工程款，施工完毕验收合格，办理结算单，按结算手续支付剩余款项，客户一般会扣留一定比例的质保金，保修期满后支付。

公司自成立以来，先后承担多项重点建设项目的防水工程，各种专项防水系统成功应用于房屋建筑、高速公路、城市道路、地铁及城市轨道交通、高速铁路及机场等领域。在房屋建筑领域，完成的代表性项目包括毛主席纪念堂、人民大会堂、中华世纪坛、中央直属储备粮库（100 多个）、北京饭店、中央电视台新台址、国家游泳中心（水立方）、国家体育场（鸟巢）和奥林匹克国家会议中心等；在高速公路及城市道路领域，完成的代表性项目包括北京三环路、北京五环路、北京六环路、京沪客运专线、沪宁客运专线和赞比亚卢萨卡立交桥等；地铁及城市轨道交通领域，完成的代表性项目包括北京地铁四号线、五号线、九号线、十号线、天津地铁、南京地铁、成都地铁、沈阳地铁、苏州地铁和成都地铁等；高速铁路领域，完成的代表性项目包括京津城际、武广、郑西、合武、福厦等客运专线，胶济、太中银等客货混线；机场领域，完成的代表性项目包括首都机场 3 号航站楼、西安咸阳国际机场、天津滨海国际机场、深圳机场、昆明长水机场、郑州新郑国际机场和上海虹桥机场等。

此外，公司在工程施工过程中，自主研发形成了多项非专利技术，在施工技术上处于较为领先地位。同时，公司于行业内首创“标准化施工体系”，致力于解决防水工程质量参差不齐，建筑渗漏率居高不下以及随之带来的建筑安全隐患。由于重点工程及重大基础设施建设项目对防水工程质量和应用技术要求较高，品牌及技术上的领先地位有助于公司在该领域继续保持优势地位。

（三）盈利能力

2018 年，公司营业收入及毛利润仍保持增长，由于原材料成本上升，毛利率有所下降；防水材料业务仍是公司收入和利润的主要来源。

公司致力于新型建筑防水材料的研发、生产、销售和防水工程施工业务领域，是一家以专业化的防水系统综合服务为基础，以民用建材、



节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮等业务为延伸的建筑建材系统服务商。

2018 年，公司营业收入 140.46 亿元，同比增长 36.46%，毛利润为 48.59 亿元，同比增长 25.10%；分板块来看，防水材料收入 112.95 亿元，同比增长 35.98%，毛利润 42.34 亿元，同比增长 25.27%，主要是扩建生产基地的完成，产能得到增长和释放所致；工程施工业务收入 19.51 亿元，同比增长 37.70%，毛利润 5.44 亿元，同比增长 30.92%，主要是公司防水工程施工收入增加较多所致。

表 6 2016~2018 年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	140.46	100.00	102.93	100.00	70.00	100.00
防水材料	112.95	80.41	83.07	80.71	55.84	79.76
其中：防水卷材	73.19	52.11	53.35	51.83	36.84	52.63
防水涂料	39.76	28.31	29.72	28.88	18.99	27.13
工程施工	19.51	13.89	14.17	13.77	9.56	13.66
其他	8.00	5.70	5.69	5.53	4.61	6.58
毛利润	48.59	100.00	38.84	100.00	29.84	100.00
防水材料	42.34	87.14	33.80	87.02	26.24	87.94
其中：防水卷材	26.89	55.34	21.55	55.48	17.53	58.74
防水涂料	15.45	31.80	12.25	31.54	8.71	29.19
工程施工	5.44	11.20	4.16	10.70	2.74	9.18
其他	0.81	1.67	0.89	2.28	0.86	2.88
综合毛利率		34.59		37.73		42.63
防水材料		37.49		40.69		47.00
其中：防水卷材		36.74		40.40		47.58
防水涂料		38.86		41.21		45.88
工程施工		27.88		29.33		28.67
其他		10.13		15.58		18.66

数据来源：根据公司提供资料整理

从毛利率来看，2018 年毛利率为 34.59%，同比下降 3.14 个百分点，主要是沥青等原材料价格有所升高所致。分板块来看，公司防水材料业务毛利率 37.49%，同比减少 3.20 个百分点；工程施工毛利率为 27.88%，同比下降 1.44 个百分点。

随着生产基地建设及材料生产研发项目的进行，预计 2019 年建德工厂、荆门工厂和濮阳工厂等项目或部分生产线将建成投产。公司整体

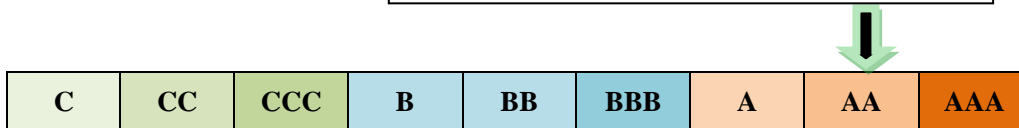


规模将进一步扩大，带动营收规模继续扩大，盈利能力在 2019 年仍有提升的空间，有利于进一步增强财富创造能力。

偿债来源

公司流动性偿债来源以经营性净现金流和债务收入为主，经营性净现金流对债务和利息的保障程度较为有限；筹资性净现金流有所增长，融资渠道多元，融资能力强；清偿性偿债来源为可变现资产，主要包括应收账款、货币资金和固定资产，整体变现能力较为有限。

偿债来源指数：偿债来源在评级矩阵中的位置



（一）盈利

2018 年，公司盈利能力有所提升，但期间费用对利润空间形成一定挤压。

2018 年，公司营业利润为 18.18 亿元，同比增长 26.92%，主要是公司经营规模扩大；利润总额为 18.22 亿元，同比增长 26.80%；净利润为 15.11 亿元，同比增长 21.64%。随着公司业务规模的增长，公司期间费用继续增长，期间费用率有所降低但仍在 20.00%左右，对利润空间形成一定挤压。其中，管理费用为 9.17 亿元，同比增长 8.67%；销售费用为 16.97 亿元，同比增长 43.89%，主要是职工薪酬、运输装卸费和广告宣传费增长较多所致；财务费用 1.93 亿元，同比增加 0.89 亿元，主要是利息支出增加较多所致。

表 7 2016~2018 年公司期间费用及占比情况（单位：亿元、%）

指标	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	16.99	11.80	8.40
管理费用	9.17	8.44	8.25
财务费用	1.93	1.03	0.46
期间费用	28.08	21.28	17.11
期间费用/营业收入	19.99	20.67	24.45

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司资产减值损失为 0.62 亿元，同比大幅减少 52.62%，主要是当期坏账损失减少所致；其他收益为 2.10 亿元，同比大幅增加

1.00 亿元，主要是岳阳市经济开发区财政局项目扶持资金、新沂市和荆门市政策扶持资金等补助项目。盈利指标方面，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.04%和 18.68%，同比略有下降。

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性净现金流继续表现为净流入，且规模大幅增加，但对债务和利息的保障程度较为有限；投资性现金流仍为净流出，公司处于扩张期，资本支出较大。

2018 年，公司经营性净现金流为 10.14 亿元，同比大幅增加 9.46 亿元，主要是公司销售回款增加所致；投资性净现金流为-15.85 亿元，继续表现为净流出，净流出规模同比增加 3.34 亿元，投资规模较大，主要是公司处于扩张期，产业布局的扩张，生产基地的扩建，加大了投资性现金流的支出，随着未来产业布局的继续扩张，公司将产生一定资本支出需求。

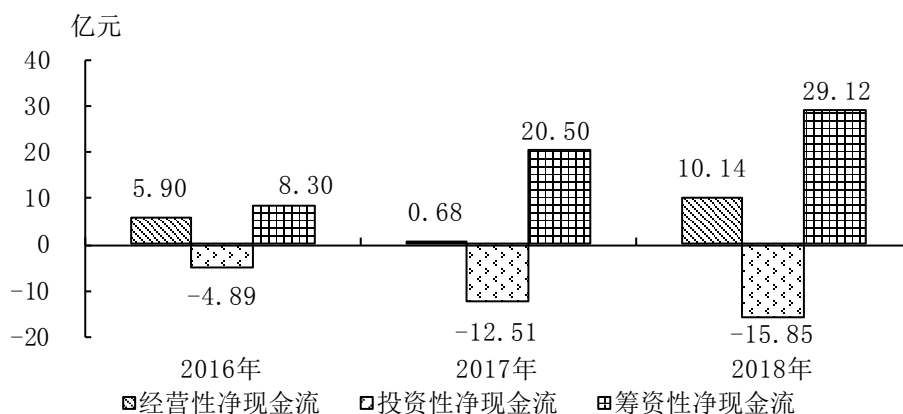


图 5 2016~2018 年现金流情况

（三）债务收入

2018 年，公司筹资性净现金流持续增长，融资渠道多元化。

2018 年，公司筹资性净现金流为 29.12 亿元，同比增加 8.61 亿元，主要是借款增加和收到 ABN 及应收账款保理款项所致。

公司融资渠道多元化，在直接融资方面，公司于 2008 年在主板上市，2012 年在公开债券市场上发行一期短期融资券，2014 年完成非公开定向增发股票，2017 年完成可转换公司债券的发行。在间接融资方面，公司与多家银行均保持良好合作关系，截至 2018 年末，获得银行授信共计 110.12 亿元，已使用授信 46.76 亿元，授信余额 63.36 亿元。

预计未来 1~2 年，公司债务偿付主要来源仍将以银行借款和发行债券为主。

（四）外部支持

2018 年，公司政府补助为 2.10 亿元，同比略有增加，但对偿债来源影响较小。

（五）可变现资产

2018 年末，公司资产规模继续增长，资产构成仍以流动资产为主；随着产业规模的扩张，公司应收账款有所增长，周转效率较为有限，对资金占用增大，有相应的应对和防范措施，但始终存在一定的回收风险。

2018 年末，公司资产规模为 196.52 亿元，同比增长 47.57%，主要是销售回款及收回保证金增加和建造合同形成的已完工未结算项目转入使得货币资金及固定资产增大较大，仍以流动资产为主。

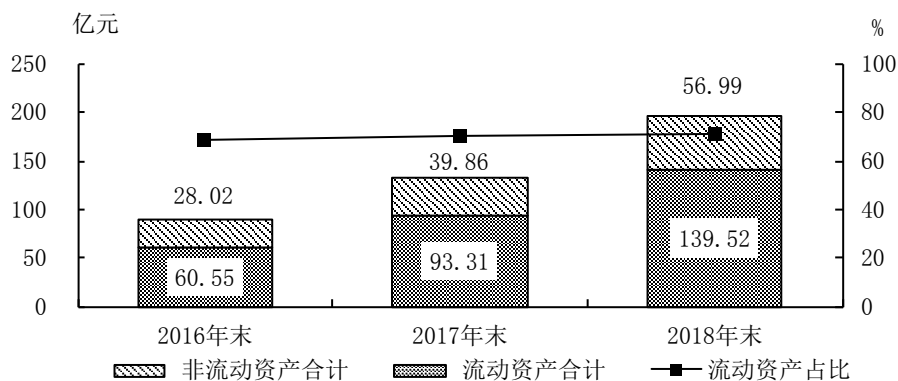


图 6 2016~2018 年末公司资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司流动资产为 139.52 亿元，同比增长 49.53%，主要由应收票据及应收账款、货币资金和存货等构成。公司应收票据及应收账款为 60.58 亿元，同比大幅增长 30.04%，其中应收账款为 45.11 亿元，同比增长 5.35%，已累计计提坏账准备 4.77 亿元，同比计提增加 0.45 亿元，按账龄分类，一年以内应收账款账面余额占比 82.09%，前五名欠款方合计数占应收账款账面余额的比重为 25.82%，相应计提坏账准备 0.69 亿元，公司办理了不附追索权的应收账款保理，金额为 7.53 亿元，同时办理了不附追索权的应收账款资产证券化业务，转让应收账

款 5.80 亿元，所终止确认应收账款账龄均为 1 年以内，应收账款占流动资产比重为 32.33%，对资产流动性造成一定影响，从 2018 年末应收账款账龄情况来看，公司应收账款规模随业务规模的扩大而继续增加，但账龄构成仍以 1 年以内为主，整体账龄结构较为稳定，为应对应收账款坏账风险，公司成立了专门的风险监管部评估客户履约能力，并对合同评审、工程签证和回款情况等过程进行全程监控，随时跟进每个具体项目的应收账款回款情况，处理各类方式的应收账款催收等多种措施完善应收账款管理机制，防范应收账款风险，但应收账款规模较大始终会使公司面临一定的回收风险，应收票据为 15.47 亿元，同比大幅增加 11.71 亿元，主要是收到的承兑汇票增加所致。

表 8 截至 2018 年末公司应收账款金额前五名情况（单位：万元、%）

客户名称	金额	年限	款项内容	占比
客户一	29,168.56	1 年以内	货款	5.85
客户二	29,006.26	1-3 年	货款	5.82
客户三	25,732.63	1-2 年	货款	5.16
客户四	25,006.11	1-3 年	货款	5.01
客户五	19,889.33	1 年以内	货款	3.99
合计	128,802.88	-	-	25.82

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司货币资金为 48.55 亿元，同比大幅增加 24.32 亿元，主要是销售回款增加及收回保证金增加所致，由银行存款和库存现金构成，其中受限货币资金共计 2.24 亿元，主要包括为开具银行承兑汇票而交付的保证金 0.91 亿元、保函押金 0.96 亿元和信用证押金 0.32 亿元。

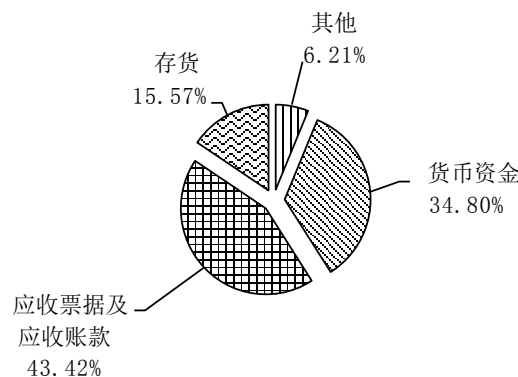


图 7 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理



2018 年，公司存货为 21.72 亿元，同比增长 43.99%，主要由原材料、建造合同形成的已完工未结算资产及库存商品构成，由于公司经营规模扩大，各类原材料储备及施工项目有所增加。

2018 年，公司应收账款周转天数为 112.68 天，周转效率有所提升，但整体仍处于较低水平；存货周转天数为 72.12 天，周转效率有所下降。

2018 年末，公司非流动资产为 56.99 亿元，同比增长 42.98%，主要由固定资产、无形资产、其他非流动资产和在建工程等构成。2018 年末，公司固定资产为 30.32 亿元，同比增长 58.64%，主要是滁州年产 10 万吨非织造布项目（一期）等部分在建生产基地建设项目转入固定资产所致；无形资产为 9.62 亿元，同比增长 53.56%，主要是四川东方雨虹建筑材料公司等子公司购买土地增加所致；其他非流动资产为 6.72 亿元，同比大幅增加 4.68 亿元，主要是预付的土地出让金、工程款及设备款增加所致；在建工程为 5.40 亿元，同比减少 33.42%，主要是滁州年产 10 万吨非织造布项目（一期）等部分在建生产基地建设项目转入固定资产所致。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产合计 7.49 亿元，占公司总资产的比重为 3.81%，占净资产的 9.26%，其中受限的应收账款、和货币资金分别为 5.00 亿元和 2.24 亿元；公司受限资产规模较小，占总资产比重较低，对公司资产的流动性的影响较小。

表 9 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限部分	受限占比
应收账款	45.11	5.00	11.08
货币资金	48.55	2.24	4.61
应收票据	15.47	0.17	1.13
固定资产	30.32	0.06	0.20
无形资产	9.62	0.02	0.22
合计	149.07	7.49	5.03

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司清偿性偿债来源较为充足，为可变现资产，主要包括应收账款、固定资产和货币资金，其中其中应收账款中账龄在一年以内的占比为 82.09%，变现能力较为有限；固定资产规模较大，以房屋及建筑物和机器设备为主，变现能力较为有限；货币资金规模较大，受限部分规模不大，对资产流动性影响较小，公司整体变



现能力较为有限。

预计未来 1~2 年，公司可变现资产结构变化不大，其对短期有息债务的保障能力将保持稳定。

公司流动性偿债来源以经营性净现金流和债务收入为主；清偿性偿债来源为可变现资产，对公司整体债务偿还形成一定保障。

偿债来源结构主要包括经营性净现金流、债务收入、可变现资产和外部支持。2018 年，公司获得经营性净现金流 10.14 亿元，筹资性净现金流 29.12 亿元，获得外部支持 2.10 亿元。公司流动性偿债来源结构中，债务收入和经营性净现金流是其债务偿付的主要来源，外部支持对其贡献度较小。综合来看，公司融资渠道较为通畅，流动性偿债来源总体充足。

公司清偿性偿债来源为可变现资产，以应收账款、固定资产和货币资金为主，整体变现能力较为有限。整体来看，公司清偿性偿债来源较为充足。

偿债能力

公司偿债能力很强，公司清偿性来源对债务有一定的覆盖能力；流动性还本付息能力较好，以债务收入为主；盈利能力有所提升，且对利息的保障程度较好。

偿债能力指数：偿债能力在评级矩阵中的位置

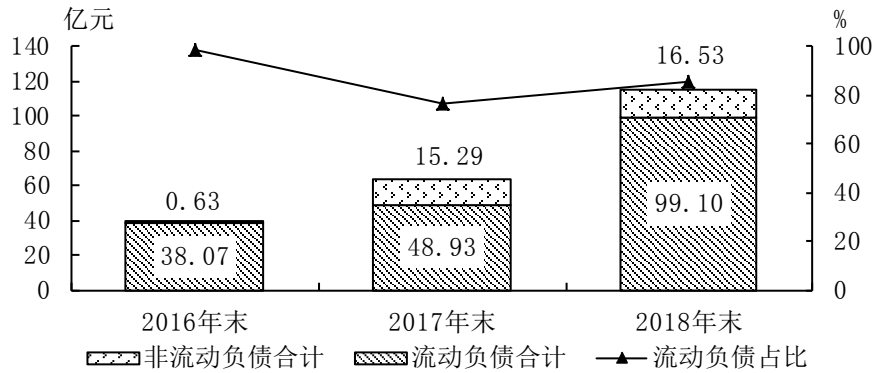


C	CC	CCC	B	BB	BBB	A	AA	AAA
---	----	-----	---	----	-----	---	----	-----

（一）存量债务分析

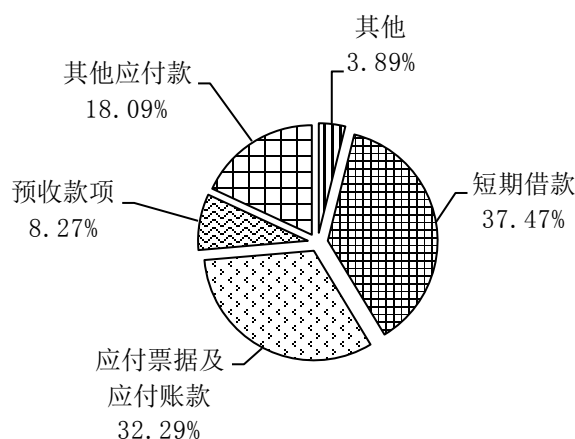
2018 年以来，公司负债规模继续增长，仍以流动负债为主。

2018 年末，公司总负债为 115.63 亿元，仍以流动负债为主，同比增长 80.05%。


图 8 2016~2018 年末公司负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司流动负债继续增长，主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和预收款项等构成。2018 年末，公司短期借款为 37.13 亿元，同比大幅增加 23.87 亿元，主要是随着业务规模扩大融资需求增加所致，由保证借款和质押及抵押借款构成；应付票据及应付账款为 32.00 亿元，同比大幅增加 20.95 亿元，其中应付账款为 30.81 亿元，同比大幅增加 21.80 亿元，主要是随着原材料储备的增加，应付账款亦随之增加；其他应付款为 17.93 亿元，同比增长 19.10%，主要是公司员工报销因时间性差异尚未付款及与项目合作公司形成的往来款增加所致，另外公司限制性股票回购义务的金额为 3.65 亿元；预收款项为 8.19 亿元，同比增长 36.90%，主要是公司产品销售及工程项目预收款增加所致。


图 9 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司非流动负债 16.53 亿元，同比增长 8.09%，主要由

应付债券和递延收益组成，其中应付债券 15.04 亿元，是公司在 2017 年 9 月发行的可转换公司债券；递延收益 1.48 亿元，同比增加 53.49%，以财政拨款项目为主，主要是增加了产业振兴和技术改造投资项目和天鼎丰非纺织造布研发及生产基地项目的专项补贴资金。

2018 年末，公司资产负债率分别为 58.84%，同比增长 10.61 个百分点；流动比率为 1.41 倍，同比下降 0.50 个百分点；速动比率为 1.19 倍，同比下降 0.41 个百分点；流动资产对流动负债的保障能力有所下降；债务资本比率为 39.75%，同比增长 9.71 个百分点。

2018 年，公司有息债务大幅增加，仍以短期债务为主，短期偿付压力较大。

有息债务方面，2018 年以来，公司有息债务大幅增加，短期有息债务 38.32 亿元，占总息债务的 71.81%，短期偿付压力较大；总有息债务在总负债中占比为 46.15%。2018 年，随着业务规模的扩大，融资需求有所增加，使得有息债务规模增长较快。

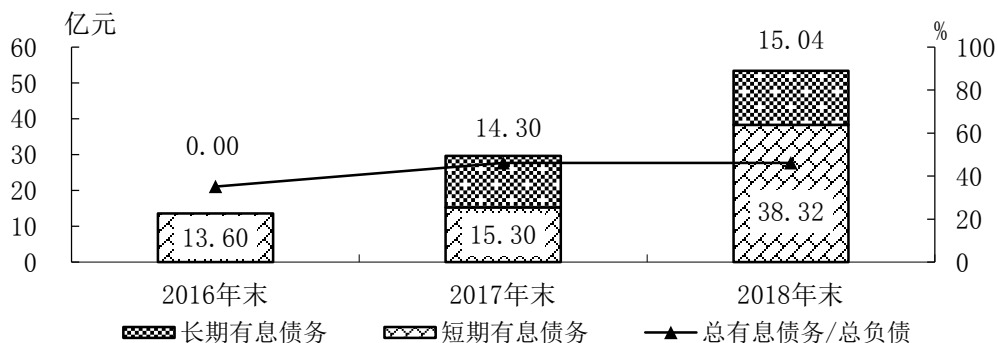


图 10 2016~2018 年末公司有息债务构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，截至 2018 年末，公司总有息债务较为集中，其中有息债务中 1 年以内到期的占比为 71.81%，短期偿债压力仍然较大。

表 10 截至 2018 年末公司有息债务期限结构（单位：万元、%）

项目	≤1 年	(4, 5] 年	合计
金额	383,214	150,402	533,616
占比	71.81	28.19	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理



截至 2018 年末，公司无对外担保和重大未决诉讼事项。2019 年 3 月 28 日，公司发布公告称，为了帮助下游经销商拓宽融资渠道，及时获得发展所需要的资金以更加有效地拓展市场，公司拟以连带责任保证方式对银行等金融机构给予符合资质条件的公司下游经销商的贷款提供担保，担保额度不超过授信总额度 6 亿元，尚无实际担保发生。经公司及及银行等金融机构共同审核，符合一定资质条件的公司下游经销商不包括资产负债率超过 50%（不含 50%），或与公司股东、实际控制人及其关联人有关联关系的经销商。

2018 年以来，受融资规模扩大影响，公司所有者权益持续增加。

2018 年末，公司所有者权益为 80.89 亿元，其中股本为 14.92 亿元，同比大幅增长 69.20%，主要是实施权益分派方案，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7.00 股股份所致；资本公积为 13.78 亿元，同比减少 29.92%；盈余公积为 1.55 亿元，同比增长 40.29%，主要是从未分配利润中提取法定盈余公积所致；未分配利润为 51.93 亿元，同比增长 34.49%，主要是归属于母公司所有者的净利润增加所致；库存股为 7.17 亿元，同比增长 38.37%，主要是回购公司股份以实施员工持股计划所致；其他权益工具为 4.15 亿元，主要是公司可转债面值 18.40 亿元，发行费用 0.14 亿元，公司在发行日采用类似可转换公司债券的市场利率 5.60%来估计可转债负债成份的公允价值为 14.10 亿元，利息调整 4.30 亿元，剩余部分作为权益成份的公允价值为 4.15 亿元，计入其他权益工具。

（二）偿债能力分析

公司偿债来源较为充足，对公司整体债务偿还提供良好的保障；流动性还本付息能力较好，以债务收入为主；盈利能力有所提升，且对利息的保障程度较好。

公司流动性还本付息能力较好。流动性偿债来源以经营性净现金流和债务收入为主，外部支持对其贡献较小。2018 年，公司获得经营性净现金流为 10.14 亿元，同比大幅增加 9.46 亿元；截至 2018 年末，公司货币资金为 48.55 亿元，其中受限部分为 2.24 亿元，可用货币资金规模较大，能为流动性偿债来源形成一定补充；公司融资渠道较为多元化，在直接融资方面，公司发行债券且已在主板上市；在间接融资方面，



公司与多家银行均保持良好合作关系。综合流动性偿债来源和存量债务结构分析，公司 2018 年流动性来源对于流动性消耗的覆盖倍数为 1.71 倍。

公司清偿性还本付息能力较为有限。清偿性偿债来源为公司可变现资产。公司可变现资产中应收账款规模较大，对货币资金形成占用且面临一定的回收风险，因此其变现能力较为有限。综合偿债来源部分对于可变现资产的分析，公司 2018 年末可变现资产对于当前负债的覆盖倍数为 1.15 倍。

表 11 2017~2018 年公司三个平衡关系（单位：倍）

三个平衡关系	2017 年	2018 年
清偿性还本付息能力	1.34	1.15
流动性还本付息能力	2.77	1.71
盈利对利息覆盖能力	19.09	10.47

资料来源：公司提供、大公测算

2018 年，受利息规模增加的影响，公司 EBITDA 对利息的保障程度为 10.47 倍，同比大幅下滑。预计 2019 年公司防水业务将进一步扩大，整体营业收入将进一步增长，盈利对利息的保障程度将有所增强。

总体来看，公司可变现资产对总负债覆盖能力将保持现有水平；随着公司生产基地建设及生产研发项目的进行，公司经营规模将进一步扩大，公司盈利能力和经营性现金流状况将进一步提升，较强债务融资能力为公司流动性还本付息能力提供保障；盈利能力持续增强，对利息的覆盖程度较好，公司总体偿债能力很强。

结论

综合来看，公司的抗风险能力很强。作为防水行业内龙头企业，公司仍拥有稳定的产品质量和完善的服务体系，有助于稳固和拓展市场，公司技术实力突出，是行业标准的修制订者之一，行业地位仍很显著，公司经营保持稳定，防水材料是收入与利润的主要来源，产业布局的扩张及产能的释放将带动收入和利润的增长。2018 年，公司流动性偿债来源以经营性净现金流和债务收入为主，对债务偿还形成有力补充；2018 年以来，应收账款规模较大，存在一定的资金占用及回收风险；有息债务大幅增加，仍以短期有息债为主，短期偿付压力较大。

综合分析，大公对公司“雨虹转债”信用等级维持 AA+，主体信



用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。



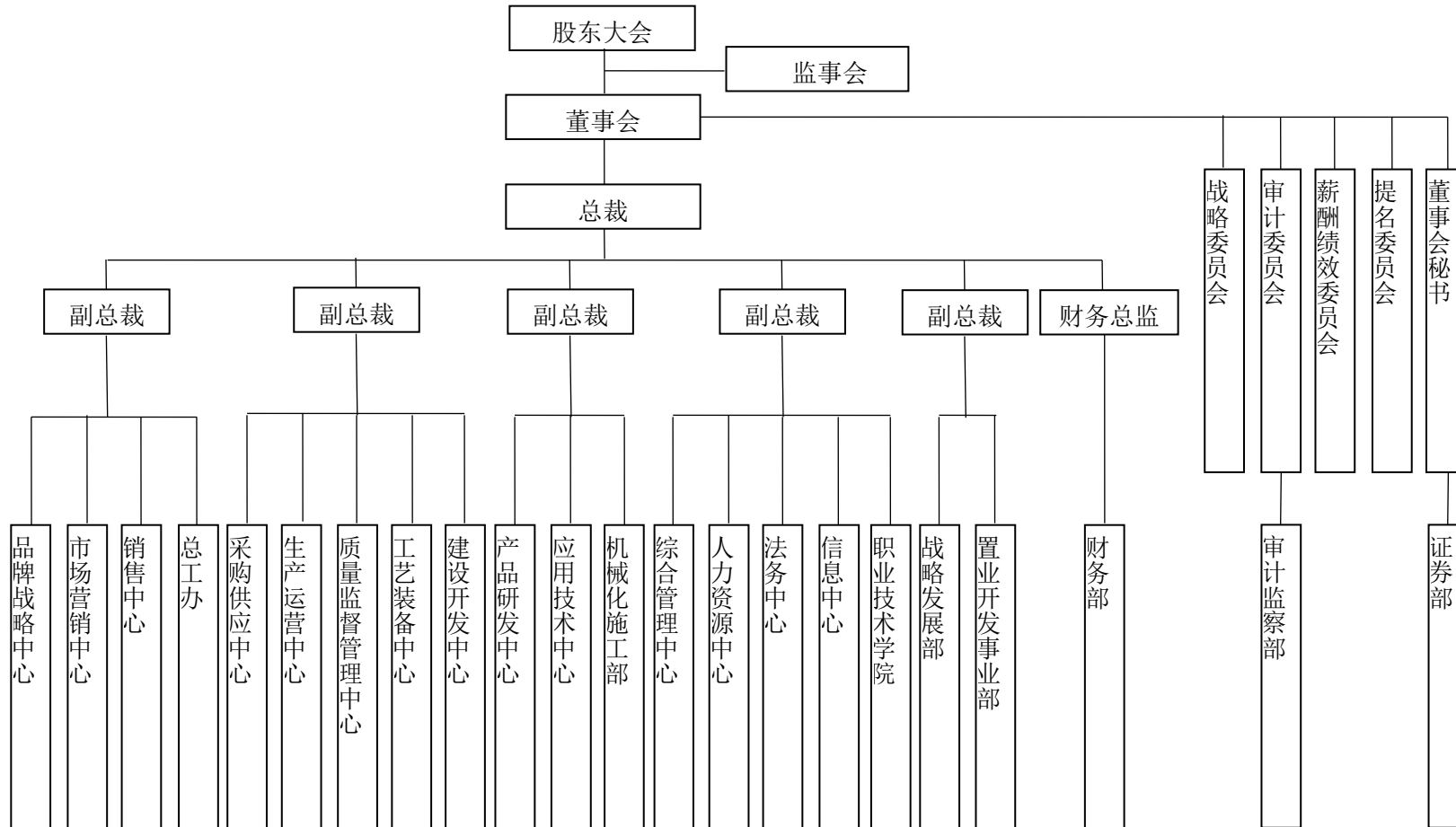
附件 1

报告中相关概念

概念	含义
偿债环境	偿债环境是指影响发债主体偿还债务能力的外部环境。
信用供给	信用供给是指一国中央政府为满足本国发展需要对宏观信用资源的供给能力。
信用关系	信用关系是由债权人与债务人构成的借贷关系。
财富创造能力	财富创造能力是指债务人的盈利能力，它是偿还债务的源泉和基石。
偿债来源	偿债来源是指债务主体在偿还债务时点上保障各项事务正常进行所需流动性后剩余可支配资金。
偿债来源安全度	偿债来源安全度通过确定偿债来源与财富创造能力的偏离度来判断。偿债来源偏离度是指债务主体的可用偿债来源与以财富创造能力为基础形成的偿债来源之间的距离，偏离度越小，说明债务主体的偿债来源与财富创造能力的距离越小，偿债来源可靠性越强。
偿债能力	偿债能力是指债务主体在评级有效期内的最大安全负债数量区间，分为总债务偿付能力、存量债务偿付能力、新增债务偿付能力。
清偿性还本付息能力	清偿性还本付息能力是指债务人丧失可持续经营能力时的债务偿还能力，是时期偿债来源与负债的平衡。
流动性还本付息能力	流动性还本付息能力是指债务人维持可持续经营能力的债务偿还能力，是时点偿债来源与负债的平衡。
盈利对利息的覆盖能力	盈利对利息的覆盖能力是指债务人新创造价值对全部债务利息的偿还能力。



截至 2018 年末东方雨虹组织结构图





附件 3

东方雨虹（合并）主要财务指标

(单位：万元)

资产负债表			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
资产类			
货币资金	485,492	242,317	161,116
应收票据及应收账款	605,826	465,871	-
其中：应收票据	154,741	37,678	36,815
应收账款	451,085	428,192	288,310
其他应收款	22,403	14,415	-
预付款项	37,644	29,315	13,205
存货	217,229	150,868	71,235
流动资产合计	1,395,231	933,063	605,462
可供出售金融资产	24,988	23,969	4,769
固定资产	303,186	191,111	159,689
在建工程	53,954	81,040	27,167
无形资产	96,188	62,637	57,153
长期待摊费用	2,997	2,732	963
递延所得税资产	16,236	12,028	12,536
非流动资产合计	569,940	398,623	280,193
资产总计	1,965,171	1,331,686	885,655
占资产总额比 (%)			
货币资金	24.70	18.20	18.19
应收票据及应收账款	30.83	34.98	-
应收票据	7.87	2.83	4.16
应收账款	22.95	32.15	32.55
其他应收款	1.14	1.08	-
预付款项	1.92	2.20	1.49
存货	11.05	11.33	8.04
流动资产合计	71.00	70.07	68.36
可供出售金融资产	1.27	1.80	0.54
固定资产	15.43	14.35	18.03
在建工程	2.75	6.09	3.07
无形资产	4.89	4.70	6.45
长期待摊费用	0.15	0.21	0.11
递延所得税资产	0.83	0.90	1.42
非流动资产合计	29.00	29.93	31.64



附件 3-1

东方雨虹（合并）主要财务指标

（单位：万元）

资产负债表			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
负债类			
短期借款	371,337	132,665	106,284
应付票据及应付账款	319,967	110,421	-
其中：应付票据	11,878	20,317	29,764
应付账款	308,089	90,104	54,767
预收款项	81,918	59,838	37,016
应付职工薪酬	4,183	5,265	3,354
其他应付款	179,264	150,521	-
应交税费	34,358	30,592	21,849
流动负债合计	991,028	489,302	380,720
应付债券	150,402	143,029	-
非流动负债合计	165,293	152,921	6,284
负债合计	1,156,321	642,224	387,004
占总负债的比重 (%)			
短期借款	32.11	20.66	27.46
应付票据及应付账款	27.67	17.19	-
其中：应付票据	1.03	3.16	7.69
应付账款	26.64	14.03	14.15
预收账款	7.08	9.32	9.56
应付职工薪酬	0.36	0.82	0.87
其他应付款	15.50	23.44	-
应交税费	2.97	4.76	5.65
流动负债合计	85.71	76.19	98.38
应付债券	13.01	22.27	-
非流动负债合计	14.29	23.81	1.62
权益类			
股本	149,208	88,185	88,269
资本公积	137,792	196,626	177,260
盈余公积	15,537	11,075	8,617
未分配利润	519,317	386,134	277,845
归属于母公司所有者权益合计	790,075	671,472	497,451
少数股东权益	18,775	17,991	1,199
所有者权益合计	808,850	689,463	498,651



附件 3-2

东方雨虹（合并）主要财务指标

(单位: 万元)

损益类			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
营业收入	1,404,571	1,029,297	700,023
营业成本	918,709	640,944	401,577
营业税金及附加	12,164	9,918	8,127
销售费用	169,864	118,049	84,032
管理费用	91,698	84,382	82,461
财务费用	19,279	10,335	4,636
资产减值损失	6,244	13,177	11,849
营业利润	181,758	143,206	109,655
利润总额	182,177	143,671	115,685
所得税费用	31,084	19,457	13,053
净利润	151,093	124,213	102,632
归属于母公司所有者的净利润	150,822	123,884	102,871
占营业收入比重 (%)			
营业成本	65.41	62.27	57.37
营业税金及附加	0.87	0.96	1.16
销售费用	12.09	11.47	12.00
管理费用	6.53	8.20	11.78
财务费用	1.37	1.00	0.66
资产减值损失	0.44	1.28	1.69
营业利润	12.94	13.91	15.66
利润总额	12.97	13.96	16.53
所得税费用	2.21	1.89	1.86
净利润	10.76	12.07	14.66
归属于母公司所有者的净利润	10.74	12.04	14.70
现金流类			
经营活动产生的现金流量净额	101,395	6,821	59,042
投资活动产生的现金流量净额	-158,503	-125,072	-48,930
筹资活动产生的现金流量净额	291,150	205,016	82,980



附件 3-3

东方雨虹（合并）主要财务指标

（单位：万元）

财务指标			
项目	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
EBIT	197,213	151,483	119,233
EBITDA	224,761	170,178	134,096
总有息债务	533,616	296,012	136,048
毛利率 (%)	34.59	37.73	42.63
营业利润率 (%)	12.94	13.91	15.66
总资产报酬率 (%)	10.04	11.38	13.46
净资产收益率 (%)	18.68	18.02	20.58
资产负债率 (%)	58.84	48.23	43.70
债务资本比率 (%)	39.75	30.04	21.44
长期资产适合率 (%)	170.92	211.32	180.21
流动比率 (倍)	1.41	1.91	1.59
速动比率 (倍)	1.19	1.60	1.40
保守速动比率 (倍)	0.65	0.57	0.52
存货周转天数 (天)	72.12	62.37	60.45
应收账款周转天数 (天)	112.68	125.30	127.67
经营性净现金流/流动负债 (%)	13.70	0.55	20.50
经营性净现金流/总负债 (%)	11.28	1.33	20.06
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	4.72	0.77	16.64
EBIT 利息保障倍数 (倍)	9.18	16.99	33.61
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	10.47	19.09	37.80
现金比率 (%)	48.99	49.52	42.32
现金回笼率 (%)	92.48	112.16	110.91
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00



附件 4

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数 = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数 = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持 + 经营活动产生的现金流量净额
23. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和



利息+股利+或有负债（确定的支出项）+其他确定的收购支出

24. EBIT 利息保障倍数（倍）= EBIT/利息支出 = EBIT /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
25. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
26. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）



附件 5

主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
AAA		偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA		偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A		偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB		偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB		偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B		偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC		偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC		在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C		不能偿还债务。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。