



Research and
Development Center

首次覆盖：防水龙头演绎新景气周期

—— 东方雨虹（002271.sh）

2013 年 3 月 21 日

关健鑫
建筑建材行业首席分析师

证券研究报告

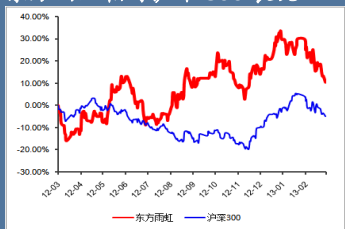
公司研究——首次覆盖报告

东方雨虹 (002271.sz)



首次评级

东方雨虹相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-3-20)

收盘价 (元)	14.55
52 周内股价波动区间 (元)	10.45-17.17
最近一月涨跌幅 (%)	-14.73
总股本 (亿股)	3.44
流通 A 股比例 (%)	58.37
总市值 (亿元)	49.98

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

关健鑫 行业分析师

执业编号：S1500512050001

联系电话：+86 10 63081092

邮箱：guanjianxin@cindasc.com

徐林锋 研究助理

联系电话：+86 10 63080935

邮箱：xulinfeng@cindasc.com

首次覆盖：防水龙头演绎新景气周期

东方雨虹调研报告

2012 年 3 月 21 日

目标价：19 元

本期内容提要：

- ◆ **东方雨虹：专业化防水系统供应商。**公司是集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业，是行业内唯一的上市公司。公司品牌形象突出，“雨虹”牌商标被认定为“中国驰名商标”；公司是行业内第一家国家级企业技术中心，技术领先；公司直销与渠道并举，销售网络遍布全国。
- ◆ **多因素共同驱动防水材料行业发展。**新型城镇化建设将扩大对防水材料的需求，同时，随着人们对于防水重视度的提高，防水材料下游应用领域仍在不断扩大。此外，在国家产业政策的支持和消费升级的带动下，新型防水材料占比不断提高，其未来市场空间广阔。
- ◆ **公司调整经营战略，开启新景气周期。**目前，随着国内住宅精装修比例提升，进一步激发了中高端防水材料的需求，公司积极调整经营战略，通过结盟大地产商，竭力改变“高铁时代”增收不增利的困境，2012 年成为公司盈利能力回升，业绩的拐点初步显现。同时，公司具有较强的成本控制能力，未来公司毛利率有望维持在高位。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**我们预测公司 2012—2014 年 EPS 为 0.54 元、0.76 元、1.07 元。考虑到东方雨虹的成长性以及行业龙头地位，我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 19 元。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**产品提价；与新的地产开发商签订独家合作协议。
- ◆ **风险因素：**1、宏观经济下行，需求放缓；2、应收账款增长引致的财务风险；3、地产调控深入拖累防水行业。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入 (百万元)	1,981.66	2,473.65	3,169.04	4,073.05	5,278.28
增长率 YoY %	138.95%	24.83%	28.11%	28.53%	29.59%
净利润 (百万元)	103.84	104.53	185.47	262.69	369.10
增长率 YoY %	41.89%	0.66%	77.43%	41.63%	40.51%
毛利率 %	28.78%	27.58%	28.76%	28.98%	29.05%
净资产收益率 ROE %	13.85%	9.92%	14.95%	17.23%	20.06%
每股收益 EPS (元)	0.83	0.41	0.54	0.76	1.07
市盈率 P/E (倍)	48.13	47.82	26.95	19.03	13.54
市净率 P/B (倍)	4.91	4.59	3.59	3.02	2.47

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2013 年 3 月 20 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	1
多因素共同驱动防水材料行业发展.....	2
城镇化建设与基建复苏促进防水材料需求增长.....	2
防水重视度提高,下游应用领域扩大.....	4
新型防水材料未来市场空间广阔.....	5
公司调整经营战略,开启新景气周期.....	6
走出高铁,回归地产.....	6
住宅精装修比例提升,释放中高端防水材料需求.....	8
公司综合优势突出,中高端市场一家独大.....	8
结盟大地产商,发展进入新阶段.....	12
战略调整初见成效,业绩拐点显现.....	13
盈利水平回升,2012年成为业绩拐点.....	13
公司成本控制能力强,毛利率有望维持在高位.....	14
盈利预测与投资评级.....	15
盈利预测:2012-2014年EPS为0.54元、0.76元、1.07元.....	15
公司估值及投资评级.....	16
风险因素.....	16
宏观经济下行,需求放缓.....	16
应收账款增长引致的财务风险.....	16
地产调控深入拖累防水行业.....	17

图 目 录

图 1: 中国城市化率稳步提升.....	2
图 2: 2005-2010 年世界各国年均城市化率增长.....	2
图 3: 2011 年全国各地区城市化率水平情况.....	2
图 4: GDP 超千亿城市数目及分布.....	3
图 5: 部分城市 2005-2010 年 GDP 复合增速.....	3
图 6: 固定资产投资与政府换届的关系.....	4
图 7: GDP 增速与政府换届的关系.....	4
图 8: 低劣防水产品案例 (I).....	4
图 9: 低劣防水产品案例 (II).....	4
图 10: 新型建筑防水材料产量及同比增速 (单位: 万平方米).....	5
图 11: SBS 和 APP 改性沥青卷产量及同比增速 (单位: 万平方米).....	5
图 12: 高铁销售收入占公司收入比例情况 (单位: 万元).....	7
图 13: 公司 2005-2011 年期间费用率情况.....	7
图 14: 净利润与营业收入同比增速比较.....	7
图 15: 十大城市住宅精装修率迅速提升.....	8
图 16: 别墅及高档公寓开发投资额增速率先触底.....	8
图 17: 纳入统计口径防水建筑材料企业营业收入合计 (单位: 万元).....	11
图 18: 纳入统计口径防水建筑材料企业净利润合计 (单位: 万元).....	11
图 19: 公司对万科销售收入占比情况 (单位: 万元).....	12
图 20: 公司盈利能力回升.....	14
图 21: 公司 2011 年生产成本中各原材料所占比例.....	14
图 22: 沥青价格走势.....	14

表 目 录

表 1: 各类型防水材料 2005-2011 年产量 (单位: 万平方米).....	5
表 2: 公司代表性工程.....	9
表 3: 公司已建及在建产能情况.....	9
表 4: 公司销售模式.....	10
表 5: 行业内主要龙头企业比较.....	12
表 6: 公司防水材料市场占有率.....	13
表 7: 公司业务预测.....	15
表 8: 可比公司估值情况.....	16

投资聚焦

主要内容

经过前期实地调研和认真分析，我们认为，公司借力新型城镇化建设，通过积极调整经营战略结盟大地产商，竭力改变“高铁时代”增收不增利的困境，公司已进入了一个崭新的发展阶段，高成长性逐步显现。

投资逻辑

我们认为，新型城镇化建设、2013 年固定资产投资增速加快以及人们对于防水重视程度的提高等多重因素共同驱动防水材料行业快速发展。同时，新型防水材料作为绿色建材，具有环保、安全等特性，在国家构建“美丽中国”的进程下，其重要性日益凸显。东方雨虹顺应行业发展趋势，积极调整经营战略，开启新一轮景气周期。2012 年公司盈利能力回升，业绩的拐点初步显现。

有别于大众的认识

防水材料的质量需要通过时间来检验，市场上许多价格便宜的产品在开始时也能达到各个检测标准，并且在前一两年也能做到较好的防水效果，但之后问题就会逐步暴露。因此，地产开发商会倾向于选择像雨虹这样质量有保证的产品。

股价催化剂

1、产品提价；2、与新的地产开发商签订独家合作协议。

盈利预测与投资评级

鉴于防水材料行业的发展状况以及公司目前业务的开拓情况，我们预计公司 2012-2014 年防水卷材销量为 6144 万平方米、7987 万平方米和 10224 万平方米，防水涂料销量为 88202 吨、107607 吨和 129128 吨，成本方面，由于公司业务结构调整，毛利率有所上升，我们预期公司毛利率将维持在 28%以上。我们预测公司 2012-2014 年摊薄后的 EPS 分别为 0.54 元、0.76 元、1.07 元。考虑到东方雨虹的成长性以及行业龙头地位，我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 19 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

主要风险

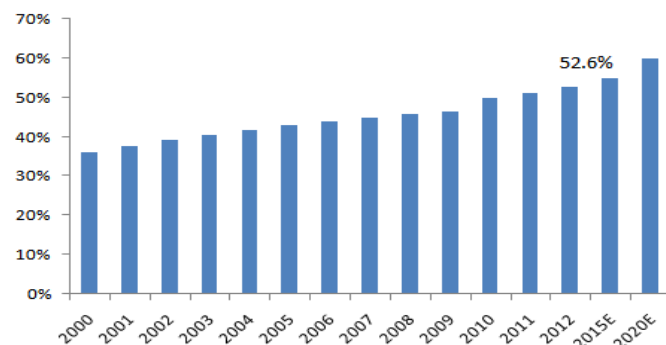
1、宏观经济下行，需求放缓；2、应收账款增长引致的财务风险；3、地产调控深入拖累防水行业。

多因素共同驱动防水材料行业发展

新城镇化建设与基建复苏促进防水材料需求增长

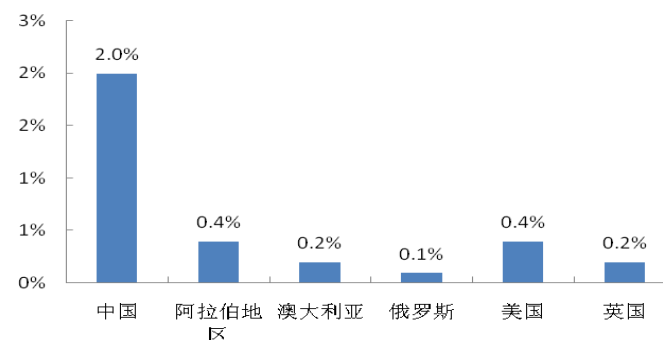
城镇化率稳步提升保证对防水材料的需求。在 2011 年末，我国城市化率首次超过 50% 达到 51.27%，表明我国城市化进程取得重大突破。总体来看，我国目前已处于城市化中后期，除满足新移民到城市的人口的居住需求外，更要适应城市居民快速兴起的商业、社会活动需求增加以及改善住宅品质的意愿，我们预计 2020 年城市化率将超过 60%。因此，我国城市住宅、公共建筑、商业用地以及新农村建设和保障房建设发展仍具备加速度，这将继续保持对建筑防水材料需求的增长。

图 1：中国城市化率稳步提升



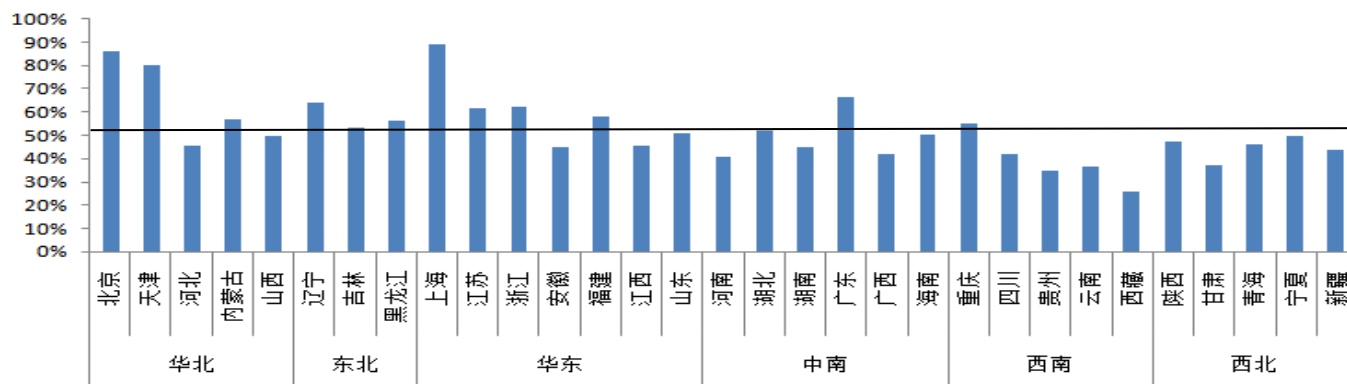
数据来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 2：2005-2010 年世界各国年均城市化率增长



数据来源：bloomberg，信达证券研发中心

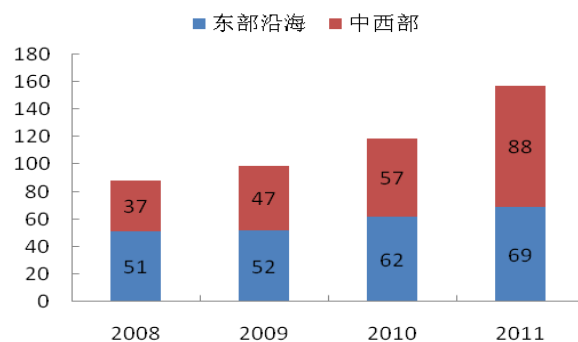
图 3：2011 年全国各地区城市化率水平情况



资料来源：wind，信达证券研发中心

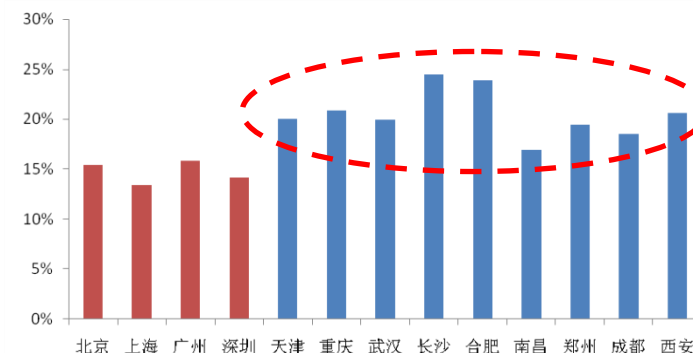
中西部地区是未来主要增长点。目前，新型建筑防水材料的主要市场集中在北京、上海、天津、深圳等经济较为发达的地区。在经济发展相对落后的中西部地区由于高档新型建筑防水材料的价格相对较高，以沥青复合胎柔性卷材为主的沥青油毡类防水卷材仍占据较大的市场份额，但我们认为这种格局正在逐步改变，中西部地区将是未来的主要增长点。近几年，我国中西部 GDP 超千亿的城市快速增加，增速远高于东部沿海地区，至 2011 年底，中西部 GDP 超千亿城市共计 88 个，东部沿海为 69 个。同时，二、三线城市 GDP 过去 5 年的复合增长率也明显高于北京、上海、广州和深圳等一线城市。但从城市化率水平来看，中西部地区仍然较低，至 2011 年底，中部地区城市化率为 47%，西部地区为 43%。而东部地区已经达到 61%，因此中西部地区仍然具备较大的增长空间，也是未来的主要增长点。我们认为，随着中西部城市化进程的推进和经济的快速增长，防水材料的需求市场重心逐步向这些区域转移。总体来看，随着新城镇化建设的深入，未来城市经济圈的投资发展有望加速发展，其中东部京津冀、长三角、珠三角这些相对成熟的经济圈会进一步提升，而中西部地区则会加快培育新的城市群，形成新的增长空间。

图 4: GDP 超千亿城市数目及分布



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

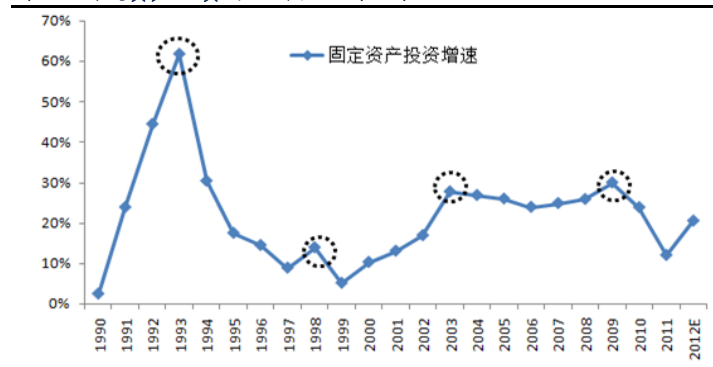
图 5: 部分城市 2005-2010 年 GDP 复合增速



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

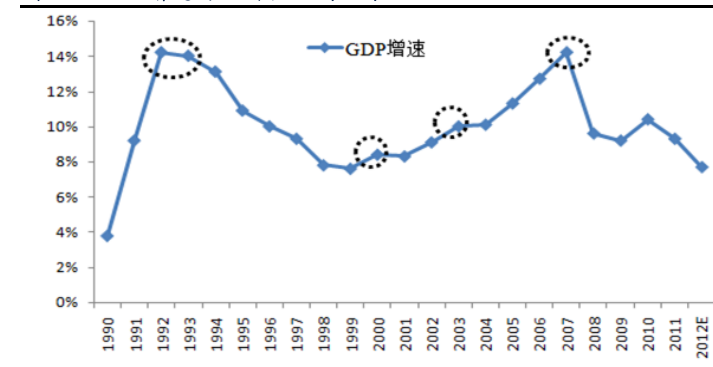
2013 年投资有望提速，基建复苏确定性强。我们对 1990 年以来的固定资产投资增速进行统计，不难发现在 1993 年、1998 年、2003 年和 2009 年固定资产投产增速都有明显的提升，并且这是新一届政府执政的第一年，加大固定资产投资、刺激经济增长成为执政首年的“必修课”。此外，我们可以看到固定投资增速与 GDP 的拉动效果较为明显，通常在当年或第二年就能显现出来。基建投资作为政府支出最主要的组成部分，其复苏确定性强。

图 6: 固定资产投资与政府换届的关系



资料来源: bloomberg, 信达证券研发中心

图 7: GDP 增速与政府换届的关系



资料来源: bloomberg, 信达证券研发中心

防水重视度提高, 下游应用领域扩大

建筑防水材料是建筑功能材料的组成部分。建筑防水材料经过施工, 在建筑物表面形成整体防水层, 以达到防水的目的或增强抗渗透水的能力, 所以其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。据中国建筑防水协会的统计数据, 目前国内 65% 的新房屋一至两年内会出现不同程度的渗漏水, 渗漏水占房地产质量投诉的 60% 以上, 这些有问题的建筑防水工程 6 至 8 年后需要翻新, 这将带来大量资金、资源浪费以及环境污染等问题。

防水产品质量不合格, 更会危及到人生安全: 1983 年 8 月 24 日, 台湾省丰原高中二楼礼堂, 因屋顶长期渗漏水年久失修, 柱内钢筋早已生锈、腐蚀, 在闲置已久再度启用时, 当 600 余名男女新生在做整齐一致的起立、坐下动作时, 在无任何预警征兆下, 屋顶结构瞬间倒塌, 压死 26 名女生, 轻重伤 80 余名学生的惨祸, 成为举世罕见的反面教材。

图 8: 低劣防水产品案例 (I)



资料来源: 互联网, 信达证券研发中心

图 9: 低劣防水产品案例 (II)



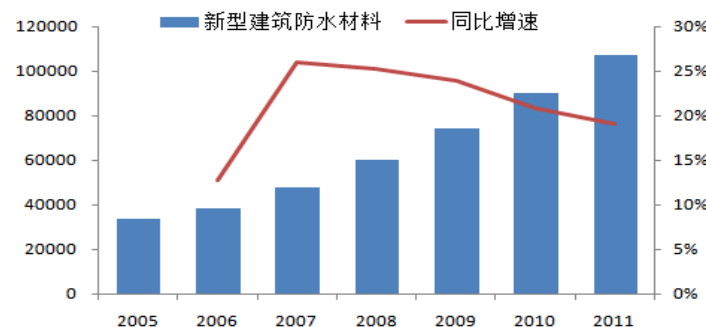
资料来源: 互联网, 信达证券研发中心

随着防水愈发受到重视，其下游应用领域不断在扩大，主要应用领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程。

新型防水材料未来市场空间广阔

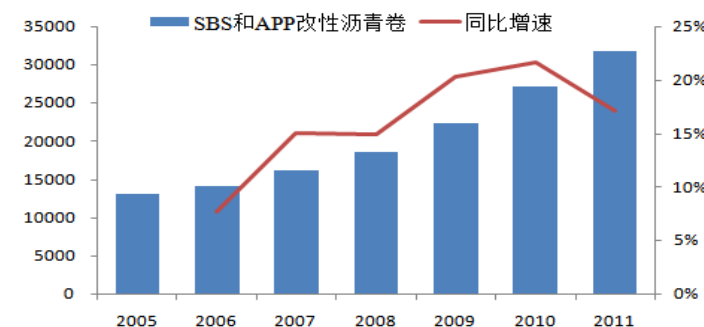
国家产业政策扶植新型防水材料行业。2005 年 12 月，国家发展和改革委员会发布了《产业结构调整指导目录》，鼓励新型节能环保墙体材料、绝热隔音材料、建筑防水材料和建筑密封材料、建筑涂料的开发生产。2012 年 9 月工信部发布《建筑防水卷材行业准入条件（征求意见稿）》指出，新建和改扩建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/年，高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年，严禁新建和改扩建聚乙烯丙纶复合防水卷材、氯化聚乙烯防水卷材、石油沥青纸胎油毡、沥青复合胎柔性防水卷材项目，逐步淘汰沥青复合胎柔性防水卷材。

图 10: 新型建筑防水材料产量及同比增速（单位：万平方米）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 11: SBS 和 APP 改性沥青卷产量及同比增速（单位：万平方米）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

消费升级带动新型防水材料行业发展。我国于 1986 年我国引进第一条改性沥青生产线，此后防水市场格局有所改变。从总体上来看，近年来我国建筑防水材料市场供求关系基本保持平衡。由于市场消费升级的原因，高端的建筑防水材料一直保持产销两旺的态势，而低端产品由于质量差、使用寿命短，导致其市场萎缩。

表 1: 各类型防水材料 2005-2011 年产量（单位：万平方米）

产量（万平方米）	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
一、新型建筑防水材料	33,700	38,000	47,860	59,900	74,230	89,710	106,812
增速	-	12.76%	25.95%	25.16%	23.90%	20.85%	19.06%

1、SBS 和 APP 改性沥青卷材	13,000	14,000	16,100	18,500	22,270	27,100	31,731
增速	-	7.69%	15.00%	14.91%	20.40%	21.69%	17.09%
2、高分子防水卷材	7,500	8,500	10,000	12,500	14,160	15,600	18,742
增速	-	13.33%	17.65%	25.00%	13.30%	10.17%	20.14%
3、中高档防水涂料	8,300	9,500	11,500	15,000	20,100	23,840	27,392
增速	-	14.46%	21.05%	30.43%	34.00%	18.61%	14.90%
4、玻纤沥青瓦	1,700	2,000	2,060	2,000	2,160	3,750	3,975
增速	-	17.65%	3.00%	-2.91%	8.00%	73.61%	6.00%
5、自粘防水卷材	1,600	2,200	4,900	7,600	9,950	12,820	16,871
增速	-	37.50%	122.73%	55.10%	31.00%	28.84%	31.60%
6、其它新型建筑防水材料	1,600	1,800	3,300	4,300	5,590	6,600	8,101
增速	-	12.50%	83.33%	30.30%	30.30%	18.07%	22.74%
二、沥青油毡类防水卷材	28,300	25,500	20,500	17,000	15,000	13,420	13,502
增速	-	-9.89%	-19.61%	-17.07%	-13.30%	-10.53%	0.61%
1、石油沥青纸胎油毡	4,300	3,500	2,500	2,000	1,800	1,800	1,701
增速	-	-18.60%	-28.57%	-20.00%	-10.00%	0.00%	-5.50%
2、沥青复合胎柔性卷材	24,000	22,000	18,000	15,000	13,200	11,620	11,801
增速	-	-8.33%	-18.18%	-16.67%	-12.00%	-11.97%	1.56%
合计	62,000	63,500	68,360	76,900	89,230	103,130	120,315
增速	-	2.42%	7.65%	12.49%	16.00%	15.58%	16.66%

资料来源：公司融资募集说明书，信达证券研发中心（注：防水涂料按每 30 吨折算成 1 万平方米防水卷材）

根据《建筑防水行业“十二五”发展规划》，“十二五”期间主要防水材料产量的平均年增长率保持在 10%以上，2015 年主要防水材料总产量达到 16 亿平方米，而行业前 50 位的企业，主要产品的市场占有率达到 50%，利好行业内的龙头企业。

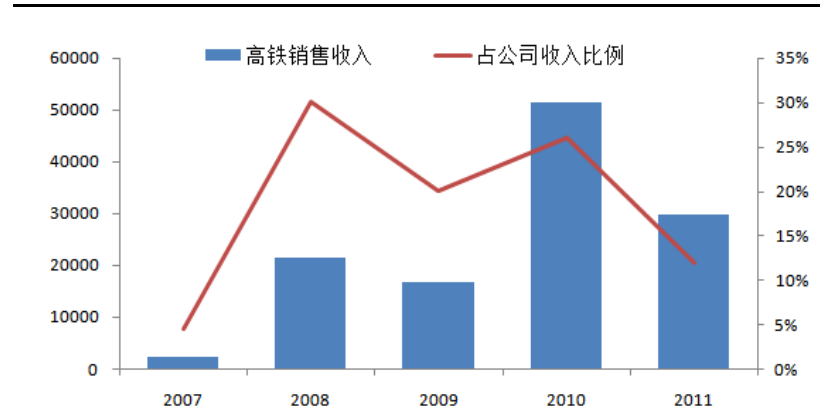
公司调整经营战略，开启新景气周期

走出高铁，回归地产

2008 年至 2010 年是高铁建设的快速发展时期，相应的高铁防水材料市场也迎来了爆发期。2008 年公司高铁收入同比增长超 7 倍，高铁收入占公司营业收入比重从 07 年的不到 5%猛增至近 30%。当时，公司的战略重心发变了转变，直销人员队伍迅速扩张。但在 2011 年“7·23”甬温线特别重大铁路交通事故发生后，高铁建设速度明显趋缓，公司的高铁收入下降幅

度较大，2011 年高铁收入所占公司营业收入比重降至 15%以下，我们预计 2012 年将进一步下降。

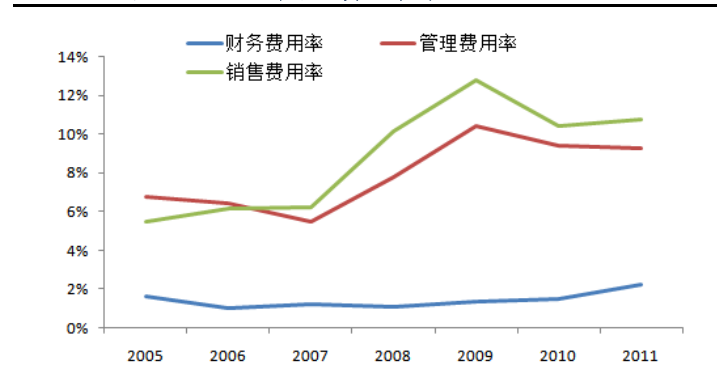
图 12: 高铁销售收入占公司收入比例情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

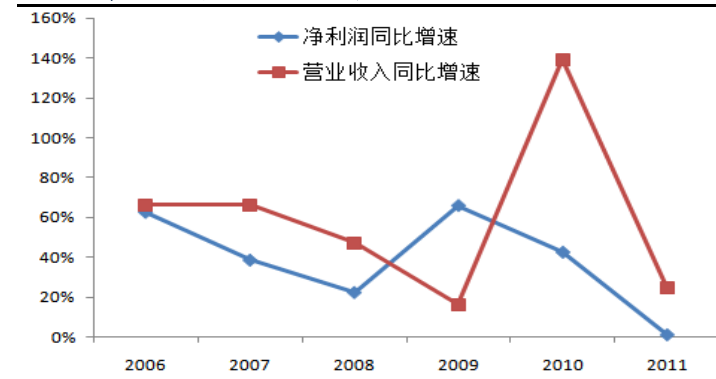
高铁业务尽管使得公司营业收入大幅增长，但净利润却没有得到相应的增长（2009 年主要是原材料大幅下跌，净利润同比回升较快），这也使公司陷入了增收不增利的窘境。造成净利润增长过慢的原因，一方面是因为高铁项目本身毛利率较低，另一方面则是这一时间段的期间费用大幅上涨。此外，高铁项目还存在应收账款回收期较长等问题，因此公司在 2012 年将业务重心回归至房地产，对于基建项目的选择趋于谨慎。

图 13: 公司 2005-2011 年期间费用率情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14: 净利润与营业收入同比增速比较



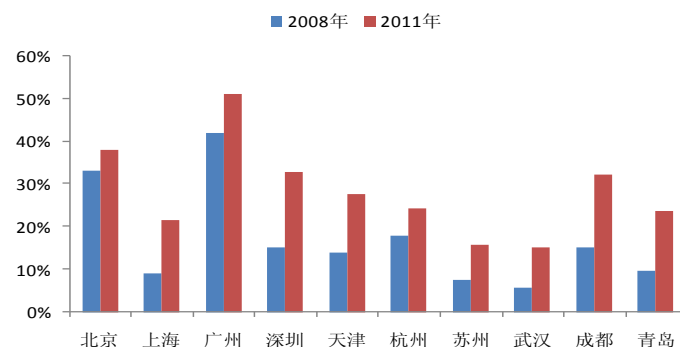
资料来源: wind, 信达证券研发中心

住宅精装修比例提升，释放中高端防水材料需求

精装修房屋通常采用中高端防水材料。房屋建筑的防水材料使用量较大，主要使用区域在地下室、屋面和厨房卫生间，防水材料面积可以占到整个建筑物施工面积的 30%。对于精装修住房来说，房屋漏水问题经常成为关注重点，其后期因发生质量问题而由此产生的维修费用将远远高出采用防水材料本身。因此，地产商对于精装修的房屋往往采用质量有保障的中高端防水材料。

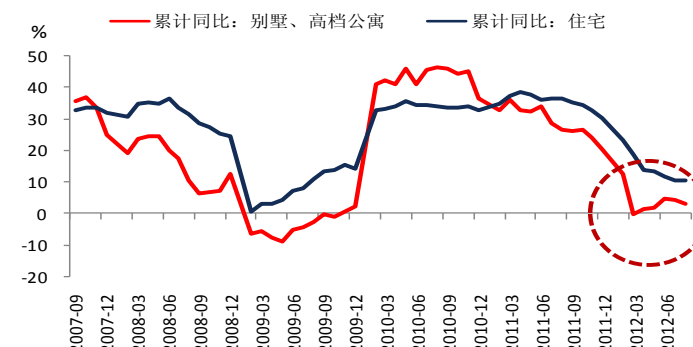
住宅精装修比例的提升使得中高端防水材料迎来新的发展机遇。我们认为，住宅精装修行业发展的核心驱动因素是新型城镇化推进带来的消费升级，由此带来的居民住房消费意识的提升。根据日本、韩国等国历史经验，当城镇化率超过 50%，人均 GDP 超过 6000 美元之后，居民消费水平将真正进入升级阶段。消费升级使得人们更加关注住宅装修的质量，推动住宅精装修行业发展。2011 年我国城镇化率首次超过 50%，人均 GDP 达 5400 美元，接近 6000 美元。住宅精装修时代已经来临，行业发展空间巨大。短期来看，住宅精装修行业的驱动因素主要有两点：一是房地产行业的整体增长；二是精装修住宅在新建住宅中占比的提升。过去几年支撑住宅精装修行业发展的因素主要是前者，而未来后者将发挥越来越大的作用。近几年全国十大城市住宅精装修比例迅速提升就说明了这点。在严格的房地产调控政策的影响下，近年来房地产开发投资额和新开工面积增速下滑，但 2012 年 3 月，别墅及高档公寓开发投资额增速相比之住宅开发投资额增速率先触底反弹，作为住宅精装修的直接下游，别墅及高档公寓开发投资额增速的反弹有望为住宅精装修的需求提供更多支撑。

图 15: 十大城市住宅精装修率迅速提升



数据来源：中国家居产业百强企业研究报告，信达证券研发中心

图 16: 别墅及高档公寓开发投资额增速率先触底



数据来源：wind，信达证券研发中心

公司综合优势突出，中高端市场一家独大

公司综合优势突出，行业龙头地位不可撼动。1、**品牌形象优势突出。**公司自设立以后，先后承担了 400 多项国家和北京市重点建设项目的防水工程，取得了优良经营业绩，培育了公司品牌，形成了公司强大的品牌优势。作为建筑防水行业第一家上市公司，“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。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”，是我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。

表 2: 公司代表性工程

分类	项目名称
房屋建筑工程	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、上海电视台
奥运场馆	国家游泳中心(水立方)、国家体育场(鸟巢)、奥林匹克国家会议中心、北京顺义奥林匹克水上公园、奥运场馆、奥林匹克运动员村
高速公路和城市道桥	北京五环、六环、京沪、沪宁、京承、京石等
高速铁路	合武客运专线、京津城际、武广客运专线等
地铁及城市轨道	北京地铁四号线、五号线、13 号线高架桥、八通线等
机场	首都机场 3 号航站楼、西安咸阳国际机场、天津机场等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2、重视研发，技术领先。截至 2012 年 3 月底，东方雨虹主要产品和技术已申请专利共 98 项，其中授权专利 26 项，包括 7 项发明专利、13 项实用新型、5 项外观专利，另有 20 项专利进入实质审查阶段，公司还积极参与国内新型防水材料标准的修制定工作。此外，东方雨虹是国家火炬计划重点高新技术企业，防水技术研究所 2009 年获批成为国家认定企业技术中心，是国内防水行业第一家国家级企业技术中心。2010 年 11 月，公司被授予“博士后科研工作站”牌匾。公司防水技术研究所近年来通过不断的技术创新开发了上百种新产品和相应的应用技术，并通过不断改进配方大幅度提高了产品的质量和使用寿命。

3、生产基地与销售网络建设并举，布局全国。在“渗透全国”战略的指引下，公司以北京为中心，生产销售逐步拓展到全国。目前公司已在北京顺义，上海金山，湖南岳阳、辽宁锦州，云南昆明（在建）、广东惠州（在建）、江苏徐州（在建）和山东德州（在建）建有八大生产基地。公司现有防水卷产能 6000 万平米/年，防水涂料产能 75000 吨/年，我们预计 2015 年公司产能将达到 1.05 亿平米/年左右和 21.5 万吨/年左右。

表 3: 公司已建及在建产能情况

类别	地址	改性沥青防水卷材 (万平方米)	高分子防水 卷材(万 平方米)	防水涂料(万吨)	其他
已建	北京	1500		1.5	
	上海	1000		1	
	岳阳	2000	500	1	
	锦州	1000		4	
现有产能合计		5500	500	7.5	

在建	惠州	1000	2	
	昆明	1000	2	内外墙涂料 3 万吨
	徐州	3000	10	砂浆 40 万吨, 橡胶密封材料 1000 万件
	临邑			非织造布 5 万吨
合计		10500	500	21.5

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司现有的销售模式主要有以下两大类：

直销模式：主要通过与合作大型企业及对大型项目的承揽。公司先后与万科企业股份有限公司、远洋地产有限公司、华润置地（北京）股份有限公司等全国性房地产开发企业和中国建筑第八工程局有限公司等建筑承包商签订了战略合作协议或长期供货协议；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，在奥运场馆、世博场馆、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。目前，直销收入占公司营业收入的 70% 左右，其中基建占 40%，房地产占 60%，直销团队人员在 500-600 人左右。

渠道销售：包括工程渠道和零售渠道这两类。公司已经进行了全国性的经销商网络的建设，目前除港澳台之外所有省市均有销售，其中工渠经销商 770 家，零渠经销商 776 个，总计 1,546 家。工渠销售方面，公司对地级市的销售实行“315”管理模式，即一家经销商（负责渠道），三家项目合作伙伴，覆盖 5 个县，已经有了直销的省份和地区，比如北上广深已经有分公司的，不再设经销商。零售渠道方面，主要是民用建材，具体销售渠道可分为零售市场、家装公司和建材超市。公司主采取以点代面，重点城市推广的方式，目前已经与全球最大的建材超市家得宝、东方家园、居然之家等国内知名建材超市和建材市场建立了稳定的供货关系。

表 4：公司销售模式

销售模式	部门设置	部门职能	主要客户、项目或营销安排
销直	普通业务部	在北京、上海等重要市场不设立经销商，由该部门直接负责这些市场除大客户和轨道交通项目外的其他项目。	主要客户：华润、金隅、亿城等； 防水工程：奥运工程、首都机场、 世博工程、上海虹桥机场等。
	大客户部	负责与公司进行战略合作的重点客户进行专门维护	万科、万达。
	高铁部	负责公司全国高铁项目的投标，并在中标后组织产品供应和施工。	京津城际、武广、京沪等客运专线。
	轨道交通部	负责公司全国轨道交通项目的投标，并在中标	北京地铁、轻轨绝大部分线路；天津、

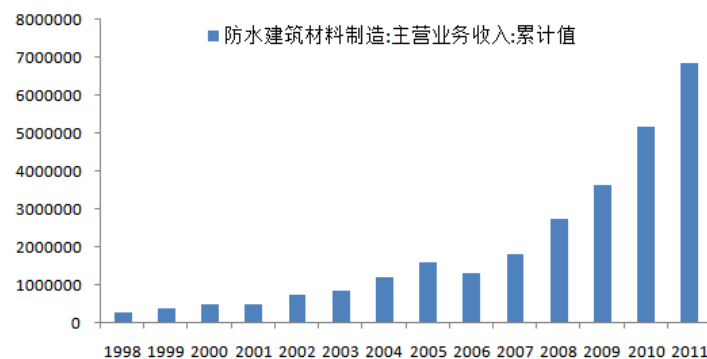
渠道	战略合作部	后组织产品供应和施工。	南京、深圳、武汉等城市地铁。
		航空航天系统、汽车经销商网络、核电工等行业的防水、防潮、防渗的项目开拓负责航机场、电力系统程、水利工程	对不同的新市场，均设置专门的项目组负责。
	经销商部	负责公司全国经销商的开发、管理。	全国范围内已经签约了 770 家经销商。
	分销渠道部	负责全国建材超市、建材市场和家装连锁公司等零售渠道的建设和管理。	家得宝，东方家园、居然之家、龙发、业之峰等。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司目前仍然是直销为主，渠道为辅。我们预计渠道占收入的比重将逐步提升，因为从目标市场来看，渠道网络遍布全国，未来二三线城市甚至四线城市是将是主要的经济增长点，因而其增速有望超过直销，公司直销则将逐步转变成以服务大客户为主。

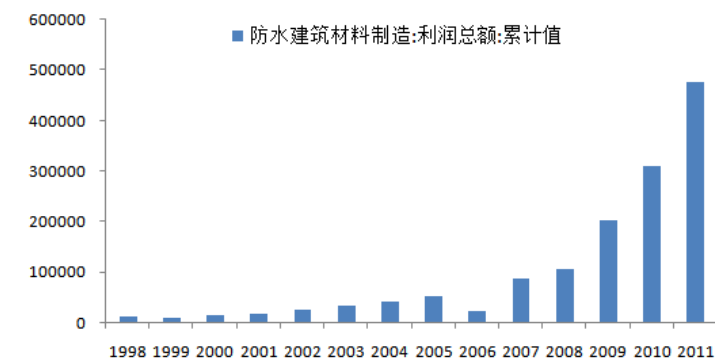
防水企业众多，但中高端市场公司一家独大。国内目前约有 2,000 多家建筑防水材料生产企业，大多数规模较小，大概有 480 余家在行业内有一定竞争实力。根据 2011 年底纳入统计口径的 454 家规模以上建筑防水材料企业计算，营业收入合计约为 685 亿元，净利润约为 48 亿元。由于行业内企业规模普遍偏小，大部分中小企业并未纳入统计口径，根据行业协会的初步估算，目前整个防水材料行业年收入规模大约在 1000 亿左右。但从中高端市场来看，雨虹形成一家独大。截至 2011 年底，东方雨虹的营业收入为 24.74 亿元，是其行业排名第二潍坊宏源的 3 倍多。公司从承揽国家重点项目的防水工程入手，抢占高端目标市场，从而逐步树立了公司在业内的领先地位：奥运防水工程共 31 个包，雨虹承揽 26 个，京沪高铁 16 个包，公司承揽 5 个，此外，公司还与国内众多知名地产商建立了长期合作关系。

图 17: 纳入统计口径防水建筑材料企业营业收入合计 (单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 18: 纳入统计口径防水建筑材料企业净利润合计 (单位: 万元)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 5: 行业内主要龙头企业比较

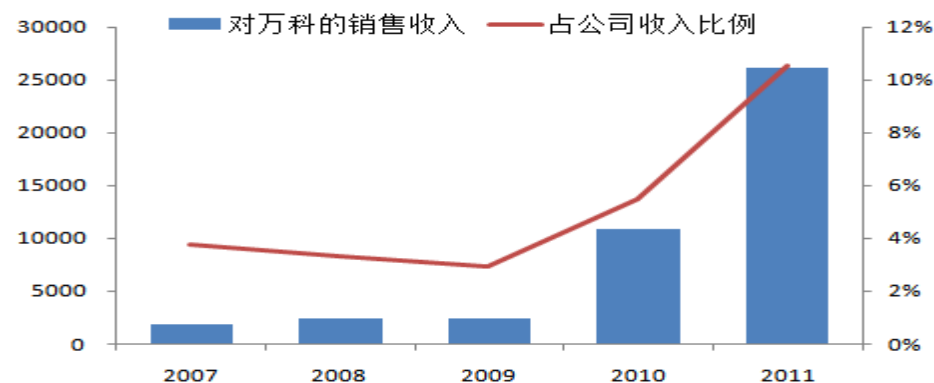
排序	企业名称	2011 年营业收入 (亿元)	主要产品	主要区域范围
1	东方雨虹	24.74	SBS/APP 防水卷材、防水涂料、TPO 卷材	北京、上海、广东、湖南、江苏、山东、辽宁、四川、云南
2	潍坊宏源	7-9	SBS 防水卷材, 玻纤沥青瓦, 防水涂料	山东、吉林、四川、江苏
3	深圳卓宝	6-6.5	装饰、保温、防水一体, 主打自粘式卷材	广东、北京、湖北、成都、苏州
4	上海建筑防水集团	1-2	防水材料, 货物运输, 建筑装饰材料	上海
5	上海台安	1-1.5	防水卷材及涂料	上海

资料来源: 互联网, 公司公告, 信达证券研发中心

结盟大地产商, 发展进入新阶段

近年来随着消费者对建筑防水材料的品牌和质量要求不断提高, 越来越多知名的房地产商开始选用雨虹的产品, 并与公司形成战略合作。目前公司已经与万科、保利、龙海、上海大华等大地产商签订合作协议, 此外还与龙发、元洲、业之峰、今朝等知名装修连锁公司建立了稳定合作关系或集团采购协议。公司凭借良好的品牌形象与全国网络布局的优势, 积极开拓大地产客户商, 并取得了良好的效果。以万科为例, 公司在 2010 年底与万科签订协议成为其独家防水材料合作伙伴, 销售额实现大幅增长, 公司对万科的销售收入占比从 2007 不到 4% 上升至 2011 的 10.54%。

图 19: 公司对万科销售收入占比情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

尽管房地产行业由于受限购、限贷等调控而有所影响，但从内部结构来看，大企业与中小企业之间的分化越来越明显，在调控影响下，大地产商更有能力比中小企业获得更多的资源，其拿地能力和开工情况均好于行业平均水平，行业集中度进一步提升。由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和相关机构共同组成的“中国房地产 TOP100 研究组”的数据显示，百强房企市场占有率从 2003 年的 13.52% 增长至 2011 年的 28.05%。公司在结盟大地产商的模式下，其在建筑防水行业的占有率也有望进一步提升。

此外，从整个行业看，目前公司营业收入也仅占 2% 略多的市场份额（注：收入包含工程施工），公司防水产品市场占有率近年来有所提升，但也仅为 6.29%。因此，即使在经济运行放缓导致下游需求减弱时，公司通过市场占有率的提升，仍然可以保持较好的成长。

表 6：公司防水产品市场占有率

年度	产品类别	销售量	折合防水卷材(万平方米)	小计(万平方米)	全国防水材料总产量(万平方米)	市场占有率
2011 年	防水卷材(万平方米)	5,120	5,120	7,570	120,315	6.29%
	防水涂料(吨)	73,502	2,450			
2010 年	防水卷材(万平方米)	702.3	3,702	5,799	103,130	5.62%
	防水涂料(吨)	62,907	2,097			
2009 年	防水卷材(万平方米)	2,274	2,274	3,348	89,230	3.75%
	防水涂料(吨)	32,232	1,074			

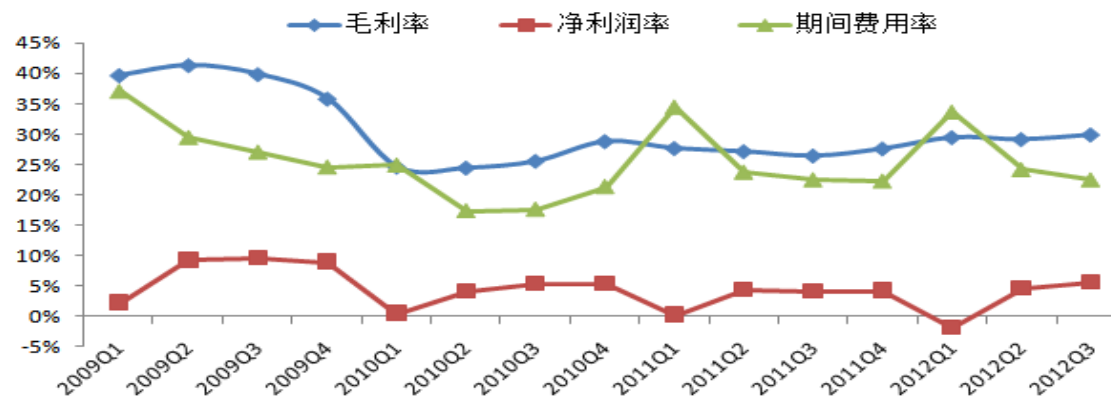
资料来源：公司公告，信达证券研发中心（注：防水涂料按每 30 吨折算成 1 万平方米防水卷材）

战略调整初见成效，业绩拐点显现

盈利水平回升，2012 年成为业绩拐点

公司在过去几年由于将重点放在了高铁项目，因而在相当一段时间内都处在“增收不增利”的困境。公司 2012 年前三季度毛利率为 29.89%，同比上升约 3 个百分点，同时期间费用率保持稳定，这使得净利润大幅提升。毛利率的上升主要还是因为客户结构的调整，过去几年高铁收入占比过高（毛利率较低），2012 年以来公司开始与大地产商结盟，使得毛利率有显著改善。公司战略调整已经初见成效，2012 年成为公司业绩的拐点。

图 20: 公司盈利能力回升

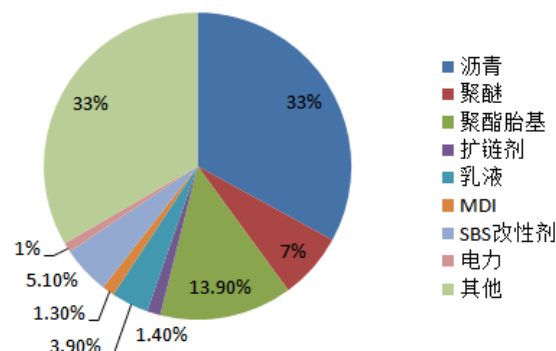


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司成本控制能力强, 毛利率有望维持在高位

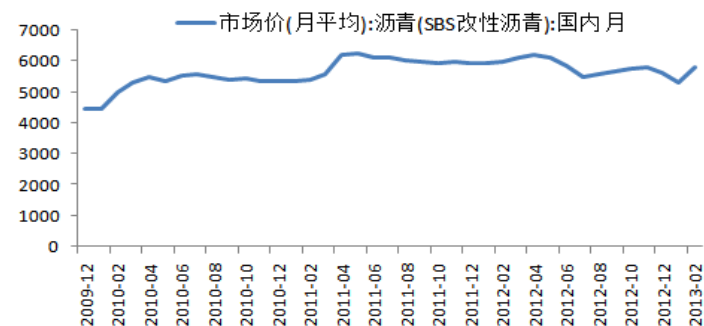
原材料是防水材料最主要的成本, 一般可以占到生产成本 80%以上, 其中沥青大概占了三分之一。从沥青的价格走势来看, 其价格波动较大, 对公司的毛利率影响也较大。对此, 公司会对上游原材料事先分析, 选择低点做存货, 比如在 12 月或者 1 月的施工淡季大量采购沥青。此外, 针对防水卷材, 公司计划用进口沥青替代部分国内沥青, 所占比例约为 10%, 其质量有所提升, 而所占成本则会下降一至两个百分点。

图 21: 公司 2011 年生产成本中各原材料所占比例



数据来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 沥青价格走势



数据来源: wind, 信达证券研发中心

盈利预测与投资评级

盈利预测：2012-2014 年 EPS 为 0.54 元、0.76 元、1.07 元

鉴于防水材料行业的发展状况以及公司目前业务的开拓情况，我们预计公司 2012-2014 年防水卷材销量为 6144 万平方米、7987 万平方米和 10224 万平方米，防水涂料销量为 88202 吨、107607 吨和 129128 吨，成本方面，由于公司业务结构调整，毛利率有所上升，我们预期公司毛利率将维持在 28%以上。我们预测公司 2012-2014 年摊薄后的 EPS 分别为 0.54 元、0.76 元、1.07 元。

表 7：公司业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
防水卷材						
销售收入（万元）	47,098.90	93,335.26	136,730.52	169,574.4	231,628.8	306,708.48
销量（万平米）	2,306.00	3,768.00	5,120.00	6,144.00	7,987.20	10,223.62
单价（元/平米）	20.42	24.77	26.71	27.6	29	30
销售成本（万元）	30,690.74	64,713.68	106,690.27	124,416	170,127.36	223,897.1904
成本（元/平米）	13.31	17.17	20.84	20.25	21.3	21.9
毛利率	34.84%	30.67%	21.97%	26.63%	26.55%	27.00%
防水涂料						
销售收入（万元）	24,518.10	85,947.27	75,550.25	103,122.63	118,207.59	146,410.32
销量（吨）	30,728.00	65,586.00	73,502.00	88,202.40	107,606.93	129,128.31
单价（元/吨）	7,979.07	13,104.51	10,278.67	11,691.59	10,985.13	11,338.36
销售成本（万元）	14,721.49	64,124.36	54,381.86	75,747.48	86,013.49	107,055.25
成本（元/吨）	4,790.90	9,777.14	7,398.69	8,587.92	7,993.30	8,290.61
毛利率	39.96%	25.39%	28.02%	26.55%	27.24%	26.88%
其他（工程施工等）						
销售收入（万元）	11,313.59	18,883.49	35,084.58	44,206.57	57,468.54	74,709.10
销售成本（万元）	7,811.00	12,287.26	18,074.04	27,352.86	34,186.03	45,460.49
毛利率	30.96%	34.93%	48.48%	38.12%	40.51%	39.15%
合计						
营业收入（万元）	82,930.59	198,166.02	247,365.35	316,903.60	407,304.93	527,827.90
增长率	16.42%	138.95%	24.83%	28.11%	28.53%	29.59%
营业成本（万元）	53,223.23	141,125.30	179,146.17	227,823.54	291,924.31	377,435.29

毛利率	35.82%	28.78%	27.58%	28.11%	28.33%	28.49%
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司估值及投资评级

由于国内并无其他上市防水材料公司可比，根据公司所属的行业特点，我们主要参照了上市公司中的新型建材企业，选取了开尔新材、栋梁新材、扬子新材、太空板业以及北新建材这五家公司作为可比公司样本，这五家公司 2013 年的平均 PE 为 20.52X，2012 年为 32.48X。考虑到东方雨虹的成长性以及行业龙头地位，我们认为给予公司 2013 年 25X 的 PE 是比较合理的，对应目标价格为 19 元。**首次覆盖给予“买入”评级。**

表 8：可比公司估值情况

公司名称	股价	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
	(元)	(亿元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
开尔新材	15.90	19.08	0.36	0.27	0.47	43.65	58.74	33.69
栋梁新材	6.89	16.40	0.67	0.31	0.44	10.34	22.46	15.64
扬子新材	11.60	12.37	0.55	0.33	0.46	21.10	35.15	25.22
*北新建材	16.77	16.86	0.91	0.54	1.13	18.43	31.06	14.84
*太空板业	17.70	101.80	0.80	1.18	1.34	22.09	15.00	13.21
平均						23.12	32.48	20.52
*东方雨虹	14.55	49.98	0.36	0.54	0.76	39.94	26.94	19.14

资料来源：wind，信达证券研发中心（*为信达证券预测数据，其余为wind一致预期，**表示2012年实际EPS，采用2013年3月20日收盘价）

风险因素

宏观经济下行，需求放缓

目前公司业务开展顺利，经营稳定，发展势头良好，但若外部经济环境和国内经济下行压力加大，这将造成下游需求放缓，可能会对公司业绩稳定增长带来不利影响。

应收账款增长引致的财务风险

公司的主要客户为建筑承包商、建设项目业主和工程项目开发商，这些客户往往要求供应商提供一定额度的垫资，且货款结算周期相对较长。由于公司业务增长较快，同时在当前的招标模式下，客户将支付方式作为选择供应商的重要条款，导致公司应收账款余额增长过快，如果回款不及时将这影响到公司的资金使用效率和资产的安全，进而影响公司的经营业绩。

地产调控深入拖累防水行业

自 2010 年以来，国家房地产紧缩政策的覆盖面已由房价过快上涨的一线城市逐渐扩大至二、三线城市，对公司的业绩提升构成了一定影响，未来若国家继续推行更为严厉的房地产调控政策或保障性住房的建设进度低于预期，都将会影响公司的经营业绩。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	1,922.01	1,858.46	2,150.85	2,471.76	3,154.46
现金	778.91	358.64	325.86	142.88	151.56
应收账款	7.57	16.24	12.68	16.29	21.11
其它应收款	537.31	722.17	871.48	1,120.09	1,451.53
预付账款	135.55	166.52	203.18	260.33	337.03
存货	412.34	548.77	691.54	886.05	1,147.12
其他	50.34	46.12	46.12	46.12	46.12
非流动资产	275.60	467.90	662.66	743.88	816.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	207.04	314.71	430.93	498.49	536.18
无形资产	24.64	69.56	98.21	131.34	158.59
其他	43.91	83.63	133.52	114.05	121.83
资产总计	2,197.61	2,326.36	2,813.51	3,215.64	3,971.06
流动负债	1,164.18	1,227.96	1,410.31	1,549.75	1,936.07
短期借款	814.50	860.23	860.23	860.23	1,060.23
应付账款	58.44	109.12	115.50	147.98	191.58
其他	291.24	258.61	434.59	541.53	684.25
非流动负债	0.85	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.85	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	1,165.03	1,227.96	1,410.31	1,549.75	1,936.07
少数股东权益	14.36	10.13	10.13	10.13	10.13
归属母公司股东权益	1,018.23	1,088.27	1,393.07	1,655.76	2,024.86
负债和股东权益	2,197.61	2,326.36	2,813.51	3,215.64	3,971.06

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,981.66	2,473.65	3,169.04	4,073.05	5,278.28
同比	138.95%	24.83%	28.11%	28.53%	29.59%
归属母公司净利润	103.84	104.53	185.47	262.69	369.10
同比	41.89%	0.66%	77.43%	41.63%	40.51%
毛利率	28.78%	27.58%	28.76%	28.98%	29.05%
ROE	13.85%	9.92%	14.95%	17.23%	20.06%
每股收益(元)	0.83	0.41	0.54	0.76	1.07
P/E	48.13	47.82	26.95	19.03	13.54
P/B	4.91	4.59	3.59	3.02	2.47
EV/EBITDA	19.01	28.95	18.66	14.25	10.99

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,981.66	2,473.65	3,169.04	4,073.05	5,278.28
营业成本	1,411.25	1,791.46	2,257.52	2,892.51	3,744.76
营业税金及附加	14.99	28.38	28.52	36.66	36.95
营业费用	205.60	264.98	334.13	419.52	527.83
管理费用	186.87	229.67	285.21	366.57	475.05
财务费用	30.23	55.52	59.73	60.38	68.76
资产减值损失	17.21	19.54	22.13	28.44	34.84
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	115.51	84.10	181.79	268.96	390.10
营业外收入	6.63	33.87	37.26	40.94	44.98
营业外支出	1.30	0.87	0.85	0.85	0.85
利润总额	120.85	117.10	218.20	309.05	434.24
所得税	13.72	12.94	32.73	46.36	65.14
净利润	107.13	104.16	185.47	262.69	369.10
少数股东损益	3.29	-0.37	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	103.84	104.53	185.47	262.69	369.10
EBITDA	174.31	202.41	314.00	411.07	551.31
EPS (摊薄)	0.60	0.30	0.54	0.76	1.07

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-187.20	-187.91	134.99	-4.13	-6.90
净利润	107.13	104.16	185.47	262.69	369.10
折旧摊销	23.24	29.79	36.34	42.57	50.71
财务费用	30.23	55.52	59.46	59.46	66.37
投资损失	-1.65	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-334.37	-377.78	-164.95	-392.89	-522.54
其它	-13.42	0.40	18.67	24.04	29.47
投资活动现金流	-135.50	-183.39	-108.32	-119.39	-118.06
资本支出	-113.95	-187.27	-108.32	-119.39	-118.06
长期投资	-25.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.15	3.88	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	918.38	-55.87	-59.46	-59.46	133.63
吸收投资	455.80	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	522.00	45.73	0.00	0.00	200.00
支付利息或股息	54.09	104.78	59.46	59.46	66.37
现金净增加额	595.62	-427.34	-32.78	-182.97	8.68

建材小组简介

关健鑫，经济学硕士，证券从业 5 年，曾就职于政府部门、民族证券研究发展中心等机构，获得过 2010 年度“天眼”中国证券分析师金属与采矿行业第三名，2011 年度“天眼”中国证券分析师行业盈利预测最准确分析师第三名。目前主要负责非金属材料、建筑与工程行业研究，坚持独立、客观、有针对性的研究风格，挖掘潜在的投资价值。目前，主要覆盖公司包括围海股份、中国玻纤等。

徐林峰，浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，现从事建材行业研究。

重点覆盖公司

亚泰集团（600881）	冀东水泥（000401）	海螺水泥（600585）	嘉寓股份（300117）
海螺型材（000619）	中国玻纤（600176）	北新建材（000786）	中国海诚（002116）
围海股份（002586）	东方园林（002310）	江河幕墙（601886）	苏交科（300284）
东方雨虹（002271）	太空板业（300344）	纳川股份（300198）	开尔新材（300234）

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。