

# 好饭不怕晚雨虹转债定价分析（孙彬彬，联系人：韩洲枫）

正股：相信龙头的力量

防水材料未来受到下游地产需求放缓的影响，整体增速会放缓。但是，目前整体材料市场集中度太分散，我们相信随着下游地产集中度的提升、公司渠道销售的改善以及产能布局合理化，东方雨虹作为龙头能够进一步巩固自身在行业内的地位，快速提高市场占有率。

转债上市走势有较强不确定性

因为筹码分散在个人投资者中，雨虹转债上市后的走势不太好预计。因为个人投资者并不会很关注东方雨虹发行的信息，机构更关注，我们认为上市开始的成交的活跃度会较以往的转债要低，刚开盘溢价率可能会偏高，之后走低。并且，充分换手的时间可能会较往常拉长几个交易日。

配置建议：好饭不怕晚

我们认为尽管正股上涨比较多，但是东方雨虹转债仍然值得关注。转债目前平价在107元左右，国君、三一的转债价格分别为124、119元。上市首日的价格比较难预测，但是我们认为转债在17%的溢价率（对应125元）以内都是推荐积极拿筹码的品种。

东方雨虹转债是首支以信用发行的转债，中签率被压得非常低。机构投资者从一级市场基本拿不到筹码，那么转债上市后是否可以吸筹？

## 投资建议：好饭不怕晚

因为可转债发行规则的改变，东方雨虹的转债发行和上市拖延至今。期间可转债的正股上涨不少，上市时预计平价107元左右。但是我们认为好饭不怕晚，二级市场上雨虹转债仍然具备配置的价值。

配置的价值来源于正股，相信正股的龙头的力量。防水材料未来受到下游地产需求放缓的影响，整体增速会放缓。但是，目前整体材料市场集中度太分散，我们相信随着下游地产集中度的提升、公司渠道销售的改善以及产能布局合理化，东方雨虹作为龙头能够进一步巩固自身在行业内的地位，快速提高市场占有率。

大家更关注的是上市以后转债的走势会如何。因为雨虹转债是第一只信用发行的转债，交易首日的走势具备很强不确定性。因为个人投资者并不会很关注东方雨虹发行的信息，机构更关注，我们认为上市开始的成交的活跃度会较以往的转债要低，刚开盘溢价率可能会偏高，之后走低。并且，充分换手的时间可能会较往常拉长几个交易日。

整体而言，我们认为尽管正股上涨比较多，但是东方雨虹转债仍然值得关注。转债目前平价在107元左右，国君、三一的转债价格分别为124、119元。上市首日的价格比较难预测，但是我们认为转债在17%的溢价率（对应125元）以内都是推荐积极拿筹码的品种。

## 虹转债基本情况

### 雨虹转债要素

雨虹转债的条款中规中矩，转股价38.84元，修正、赎回、回售条款都和市场上主流条款一致。以2017年10月18日收盘价计算，转债对应的转股价值为107元。

### 转债申购情况

雨虹转债于9月25日开放申购，是首只采用信用申购的可转债。由于不需要参与成本，导致很多个人投资者参与，中签率低也是预料之中的情况。最后，雨虹转债的中签率为0.001318%，机构投资者基本在一级市场拿不到筹码。

## 正股分析：相信龙头的力量

防水行业：大行业，小公司

防水材料是什么？

防水材料用于建筑某些部分，阻断水的通路以防止渗透，多使用在屋面、地下建筑、建筑物的地下部分和需防水的内室和储水构筑物等。

防水产品主要分为几类：卷材、涂料、刚性防水材料等。其中，东方雨虹主要销售防水卷材和防水涂料。

防水材料下游应用：居民用途为主。

根据中国产业信息网的信息，我国防水材料多数用于民居和民用建筑，基建和工业需求相对较少。在居民用途中，防水材料主要被应用于屋面和地下室（两者占比之和约为70%）。

防水材料上游：原材料价格和石油息息相关

防水材料的成本中，绝大部分是原材料成本，而大部分原材料来自于石化产品（占营业成本的60%左右），包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI和SBS改性剂等。因此公司的毛利率和室友成本呈负相关关系，目前的较低并且平稳的油价有利于公司的保持盈利水平。

从东方雨虹过往毛利率来看，确实是公司毛利率和油价呈现明显的反向关系，当然毛利率也受到规模效应，技术改进以及库存商品的影响，从过往表现来看，原油价格涨跌7%~8%，毛利率下降分别上升/下降1%。

行业特征：大行业，小公司；

防水材料行业投资门槛低，因此行业内充斥着大量的中小企业，行业集中度非常分散，一直呈现大行业，小公司的状态，即使是行业龙头东方雨虹市场占有率也只有7%左右（尽管近几年公司市占率一直在提升），行业集中度远逊于国外。

防水行业内有生产许可证的1500家，保守估计防水企业合计三千余家（中国建筑防水协会数据）。因为固定资产投资额低，生产工艺落后的企业和小作坊企业遍布，假冒伪劣产品充斥着市场。

以行业数据测算，2016年行业龙头东方雨虹市场占有率不到7%，行业后几名销售收入占比也并不突出，龙头集中度较低。

东方雨虹：国内防水材料龙头

东方雨虹成立于1998年，是一家集研发、生产、销售、技术咨询和施工服务为一体的专业化建筑防水系统供应商，主要从事建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务。董事长李卫国作为重要创始人和实际控制人，持有公司29.54%股份，副董事长许利民持股6.06%。

## 发展历程

东方雨虹最早从1995年长沙基地开始，1998年转移至北京。经过多年的快速增长，慢慢从一家北京的地区公司（早期北京地区销售额占比在一般左右）发展成为全国性公司，并正在谋求全球布局。

东方雨虹的快速发展，和公司的几个特质是分不开的：

质量为先，重视品牌。公司坚守“东方雨虹不生产一平米非标产品”的责任，凭借过硬的技术和产品，赢得了广泛的声誉。与此同时，公司非常重视品牌建设，在公司早期便通过承接毛主席纪念堂、奥运会和世博会多项标志建筑，积累了良好的行业声誉，为之后行业老大的地位奠定了坚实基础。此外，施工对于防水材料行业也十分重要，所谓“三分材料，七分施工”，东方雨虹开始施行标准化施工，全力打造以德国标准为标杆的严苛、专业化施工服务体系。公司还从施工工人素质问题入手，提升施工工人专业技能水平，通过技术增强施工效率。

善用资本的力量，稳步发展。东方雨虹在上市前，还只是一个专注在北京的公司（在京销量占比在50%左右），产能扩张主要靠银行贷款，扩张步伐较慢。公司2008年登陆深交所，股权融资所得在上海投建公司在南方第一个生产基地，其后分别在2011年和2014年两次非公开发行，全国布局产能。至2016年末，公司产能到达卷材14500万吨，涂料35万吨，公司的收入增长和产能增长完美同步。

股权激励到位，团队执行力强。在公司战略扩张的期间，于2013年和2016年推出两次员工持股计划，总股数分别为1701万和6435万，分别占比5%、8%。公司通过股权激励绑定董监高和核心员工的利益，充分调动了员工的积极性。

公司未来看点：从行业增长驱动走向集中度驱动

根据协会给出的数据来看目前防水材料行业集中度十分之低，尽管行业目前增速已经开始放缓，但是集中度的提升仍然会驱动东方雨虹高速增长。

先从一个很简单的公式说起，公司收入=行业收入\*市场占有率，公司的收入增速~行业收入增速+市场占有率增速（比如市场占有率从5%提升至6%，那么市场占有率增速就是20%）。回顾历史数据，东方雨虹的增长已经在2016年由行业增长驱动转向集中度驱动。我们认为集中度的提升未来三年中仍然会继续发生，若未来三年市场占有率每年提升2%-3%，公司的发展增速仍然会较快。

（注：本文所指的市场占有率中的分母以规模以上的企业营收计算）

那么，现在的问题就分为两个，第一个是行业增速是否还能继续保持增长，第二是公司的市场占有率未来能否继续快速提升？

行业增速有望保持稳定

二次装修支撑需求。防水涂料下游应用非常广泛，但是从目前的结构中，防水材料下游主要还是住宅驱动。近期地产行业受到调控政策的影响，地产新开工和销售受到比较明显的影响，但是整体施工量仍然保持较高的水平。此外，未来二次装修的需求较大，正常的装修周期是10年左右，上一轮置业高潮正是在2007-2010年，相信二次装修将成为防水产业的一个重要的市场。

新市场的需求。去年以来，海绵城市、装配式建筑、综合管廊等建设蓬勃发展，新市场有望填补传统市场的需求。

我们认为尽管来自房地产需求放缓，但是二次装修以及新市场的需求还是能够维持防水材料市场比较稳定的增速。

雨虹市场集中度仍然能够快速提升

公司未来市场占有率是否能够快速提升？这个得从东方雨虹的销售模式谈起。

公司的销售模式采用了直销与渠道相结合的模式，其中公司的直销业务主要根据“重点原则”，分别针对重点区域、重点客户、重点项目、重点战略设置了普通业务部，采取直销方式进行产品销售，客户包括万科、保利、龙湖的重点地产公司；渠道业务分为工程渠道和零售渠道，前者通过覆盖了全国大部分的工程地区，后者虽然成立时间较晚，但是是近期增长比较快的一块。

下游地产行业的集中有利于雨虹扩张。下游地产也在分化，房地产集中度提升是很难逆转的趋势。销售规模来看，行业集中度在迅速提升。地产业放缓的预期下，形成规模的房企，能够获得资源优势，导致大房企越来越大，小房企遭到挤压。从数据上也能得到验证，根据克尔瑞的数据，前十大房企上半年的合计销售额占整个行业的26.6%，前两年还在18%左右；前二十大房企合计销售额占比35.6%，前两年在24%左右。地产业集中的好处是大的房地产企业对防水材料重视，舍得在防水方面花钱，根据协会的数据，目前防水材料在建筑成本中不到1%，有质量保障的公司更有能力获得大型地产企业的青睐。东方雨虹作为龙头，更是获得行业内最多的肯定，在地产TOP50中，有26家是其战略合作伙伴。

渠道销售加快步伐。2016年，公司挑选199名工程渠道代理商与公司共同设立股份公司，其中雨虹持股51%，渠道代理商持股49%。以股权为纽带，增强公司和渠道之间的凝聚力，取得很好的反响。此外，公司在2C市场端积极布局，目前民建一级经销商1000余家，对冲地产下行风险的同时，打响品牌效应。

融资配合产能投放。回顾东方雨虹的发展历史，产能扩张和业绩增长步伐十分协调，这既得力于公司整体的战略规划，也是公司产品品质受到广泛认可的结果。目前公司的产能利用率已经超过100%，华北和华东市场产能遇到瓶颈。东方雨虹发行的可转债募集18.4亿用于扩张产能，再加上近期公司公告的基地投资计划，我们相信公司的产能释放能跟进其扩张的步伐。

品牌效应切入涂料市场，扩张产品种类

2016年底，公司与DAW签订协议，正式切入建筑涂料市场，扩充产品门类，有望在将来成为公司进一步增长的动力。对比海外防水巨头瑞士卡西的发展历程，其正是利用防水建立的品牌效应，通过合作、收购、研发效应切入混凝土、屋面、地坪、密封等市场。我们有理由相信东方雨虹的执行力有能力在更多的相关领域成为领先与标杆，多品类发展将在中长期成为公司增长的力量。

## 风险提示

正股不及预期

固收彬法是孙彬彬带领的固定收益研究团队成果分享平台，致力于为市场带来最接地气研究产品和服务，感谢您的关注！

## 重要声明

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本微信平台所载信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。

注：文中报告节选自天风证券研究所已公开发布研究报告，具体报告内容及相关风险提示等详见完整版报告。

证券研究报告 《好饭不怕晚——雨虹转债定价分析》

对外发布时间 2017年10月19日

报告发布机构 天风证券股份有限公司

(已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格)

本报告分析师

孙彬彬 SAC 执业证书编号: S1110516090003