

## 防水龙头，看好公司市场拓展和产能布局

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年三季度报, 1-9月实现营业收入93亿元, 同比增长33.4%; 实现归母净利润11.1亿元, 同比增长28.3%; 经营活动产生的现金流量净额为-5.3亿元, 同比上升21%; 基本每股收益0.74元。
- **前三季度业绩保持较快增长, 各项财务指标保持平稳。** 单三季度看, 营收同比增长39%、归母净利润同比增长32%, 较一二季度增幅明显。从毛利率看, 各季度综合毛利率维持在36%-37%, 期间费用率较2017年下降1个百分点。
- **市场拓展和产能布局两手抓, 研发优势明显。** 市场拓展上, 公司通过对大型战略合作客户的持续开拓与深耕保持了持续的业绩增长, 并精准定位雄安新区、大湾区、西部大开发等区域市场, 市场拓展富有成效。产能扩充上公司稳抓全国布局, 2017年, 岳阳生产基地、唐山聚氨酯防水涂料等项目部分建设完成, 2018上半年安徽芜湖、青岛莱西投资建设的生产基地相继投产, 徐州、杭州生产基地建设正稳步推进, 公司产能布局目前已覆盖华北、华东、华中、华南、东北、西北、西南等地区。研发端, 公司通过自己的研究中心、实验室不断完善和创新产品、应用、施工装备和生产工艺。目前, 公司已成为防水行业市占率最高、研发能力最强的公司。
- **多领域布局, 保证公司稳定的盈利能力。** 公司产品的下游需求主要为房地产行业, 虽然公司加大了对地产商客户的开发力度, 但也存在房地产宏观政策调控和地产周期向下的风险。为了保证公司稳定的盈利能力, 一方面, 公司在开发新客户的同时积极扩大对合作伙伴的供货区域范围和供货量; 另一方面, 公司加强了在非房地产领域的拓展, 包括基础设施建设、城市新兴基建及工业仓储物流等市场领域, 以及建筑装饰涂料、特种砂浆、建筑节能保温、非织造布等产品领域的拓展。
- **盈利预测与评级:** 预计公司2018-2020年EPS分别为1.04、1.52和2.23元, 未来三年归母净利润将保持39.2%的复合增长率。公司是防水领域龙头企业, 对标行业可比上市公司, 给予公司2018年15倍PE, 目标价15.6元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** (1) 原材料价格波动的风险; (2) 房地产宏观调控的政策风险; (3) 新项目拓展不达预期的风险。

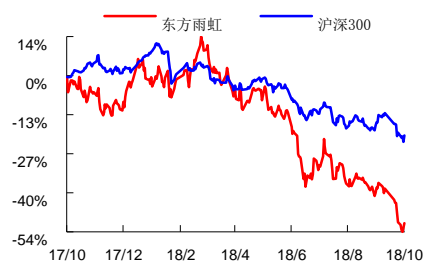
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10292.97	14040.65	19244.89	26475.58
增长率	47.04%	36.41%	37.07%	37.57%
归属母公司净利润(百万元)	1238.84	1566.60	2274.98	3340.83
增长率	20.43%	26.46%	45.22%	46.85%
每股收益EPS(元)	0.83	1.04	1.52	2.23
净资产收益率ROE	18.02%	20.10%	23.31%	26.41%
PE	14	11	8	5
PB	2.61	2.28	1.82	1.40

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 余尊宝  
执业证号: S1250518070002  
电话: 023-63786519  
邮箱: yzbao@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	14.99
流通A股(亿股)	9.72
52周内股价区间(元)	10.97-46.16
总市值(亿元)	175.40
总资产(亿元)	173.77
每股净资产(元)	5.18

### 相关研究

## 1 公司简介：私营企业，主营集中

北京东方雨虹防水技术股份有限公司是一家研发、生产、销售新型建筑防水材料及防水工程施工业务为主的专业化防水系统综合服务商，公司于 2008 年上市，主要产品为防水卷材和防水涂料，下游应用领域主要为房屋建筑、高速铁路、地铁及城市轨道交通、高速公路和城市道桥、机场和水利设施、综合管廊等，标志性工程包括人民大会堂、鸟巢、水立方、京沪高铁、北京地铁等项目。

公司下游以 B 端客户为主。销售端采取直销与渠道相结合的方式，其中，直销渠道主要针对北京、上海、广州、深圳、天津、成都、昆明等核心城市及区域市场，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和企业集团。

公司为私营企业。如图 1 所示，李卫国为公司第一大股东，持股 29.54%，为公司实际控制人。根据 2018 年三季度报，公司前 10 大股东中，除三个自然人股东外，其余全为投资基金。

图 1：公司股权结构（2018 年三季度报）

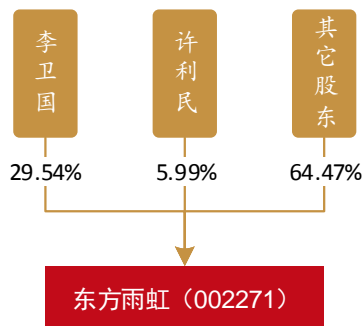
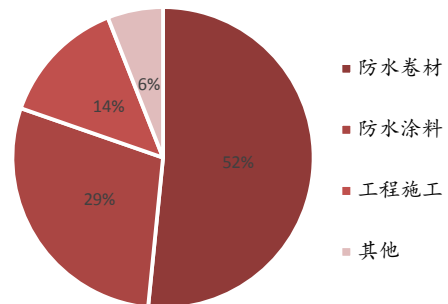


图 2：公司主营构成（2017 年报）



数据来源：Wind，西南证券整理

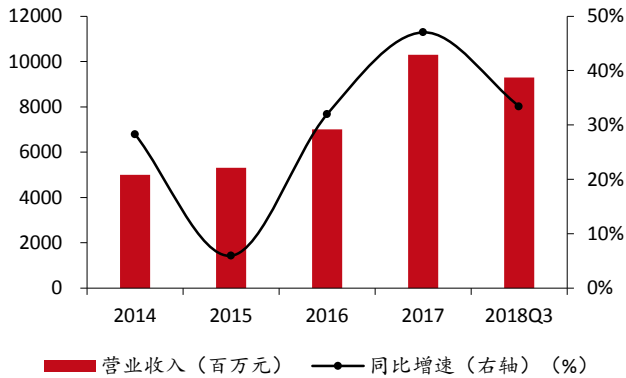
数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务集中。如图 2 所示，公司主营产品为防水卷材、防水涂料和防水工程施工服务，占收入比重为 94%，主营业务非常集中。

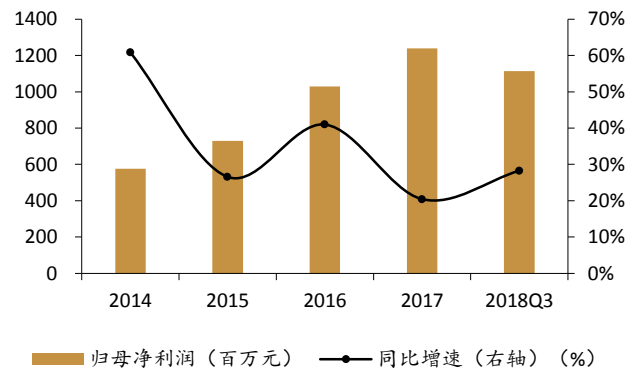
## 2 公司经营：稳健高增

公司 2014-2017 年公司营业收入和归母净利润增速保持高增长。2017 年公司实现营收 103 亿元，同比增长 47%；实现归母净利润 12.4 亿元，同比增长 20%。2015 年，房地产市场下行，防水行业整体增速下滑，公司营收除在 2015 年增速放缓外，近年来营收增速均保持 30% 左右；另外，得益于 2012 年市场渠道的成功扩展，公司加强了全国辐射能力，有效降低了运营成本，净利润节节攀高。

2018 年前三季度，公司营业收入和归母净利润均延续了快速增长，营收同比增长 33%，归母净利润同比增长 28%。前三季度业绩保持较快增长得益于各项财务指标保持平稳。单三季度看，营收同比增长 39%、归母净利润同比增长 32%，较一二季度增幅明显。从毛利率看，各季度综合毛利率维持在 36%-37%，期间费用率较 2017 年下降 1 个百分点。

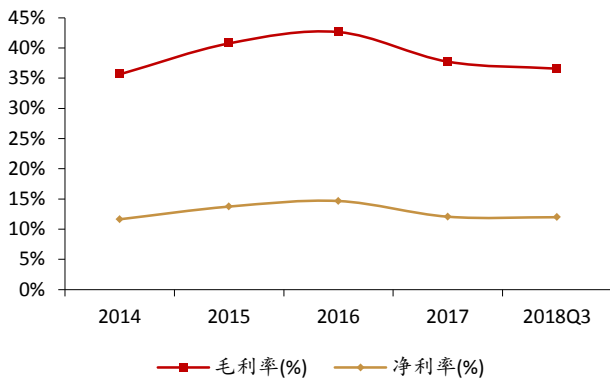
**图 3: 公司 2014-2018Q3 营业收入及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

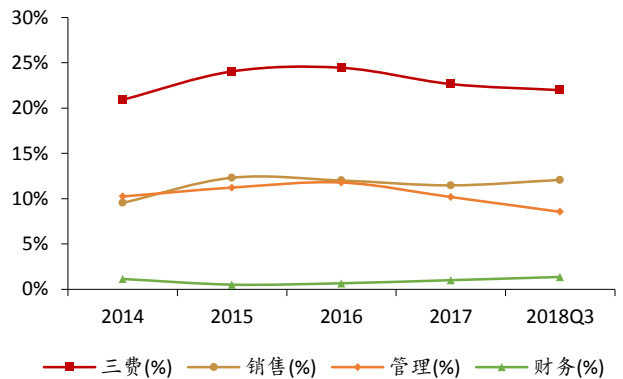
**图 4: 公司 2014-2018Q3 归母净利润及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

毛利率和净利率均高位维持。如图 5 所示, 公司 2014-2018Q3 毛利率和净利率指标相对平稳, 得益于公司品牌优势和客户渠道优势, 公司毛利率整体保持在 36% 以上的较高水平, 受下游需求旺盛影响, 公司 2016 年毛利率高达 43%。受益客户品牌认知提升和环保趋严影响, 公司毛利率和净利率有望维持。

**图 5: 公司 2014-2018Q3 毛利率与净利率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 6: 公司 2014-2018Q3 期间费用率及分项**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司期间费用率整体平稳。如图 6 所示, 公司 2014-2018Q3 期间费用率在 21%-24% 区间窄幅波动, 主要原因是公司管理费用略有微降、销售费用率受市场拓展小幅波动。考虑到公司新一轮产能扩充计划, 管理费用率和销售费用率向下的概率较小。

### 3 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 2018-2020 年, 各项主营业务稳健经营, 防水卷材、防水涂料和工程施工毛利率分别维持在 40%、41% 和 29% 的水平;

假设 2: 依靠现有渠道优势, 不断拓展业务区域, 新增产能按计划建成投产, 2018-2020 年防水卷材、防水涂料和工程施工订单增速分别保持 40%、40% 和 30% 的增速;

假设 3: 根据公司历史和当前经营情况, 2018-2020 年期间费用率维持在 22% 水平。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
防水卷材	收入	5334.6	7468.5	10455.9	14638.2
	增速	98.4%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	40.4%	40.4%	40.4%	40.4%
防水涂料	收入	2971.9	4160.7	5825.0	8154.9
	增速	118.2%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	41.2%	41.2%	41.2%	41.2%
工程施工	收入	1416.9	1841.9	2394.5	3112.9
	增速	68.9%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	29.3%	29.3%	29.3%	29.3%
其他	收入	569.5	569.5	569.5	569.5
	增速	37.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
合计	收入	10293.0	14040.6	19244.9	26475.6
	增速	47.0%	36.4%	37.1%	37.6%
	毛利率	37.7%	38.2%	38.5%	38.8%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.04、1.52 和 2.23 元, 未来三年归母净利润将保持 39.2% 的复合增长率。公司是防水领域龙头企业, 对标行业可比上市公司, 给予公司 2018 年 15 倍 PE, 目标价 15.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表 2: 耐火材料行业可比公司估值表**

证券代码	证券简称	最新收盘价	每股收益 (元)			市盈率		
		元	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300737	科顺股份	8.54	0.46	0.61	0.80	19	14	11
300715	凯伦股份	17.92	0.62	-	-	54	-	-

数据来源: Wind, 西南证券整理

## 4 风险提示

- (1) 原材料价格波动的风险;
- (2) 房地产宏观调控的政策风险;
- (3) 新项目拓展不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10292.97	14040.65	19244.89	26475.58	净利润	1242.13	1582.42	2297.96	3374.57
营业成本	6409.44	8681.21	11830.96	16201.55	折旧与摊销	186.95	178.56	178.56	178.56
营业税金及附加	99.18	162.04	210.10	182.68	财务费用	103.35	24.26	39.01	56.24
销售费用	1180.49	1655.09	2255.04	3097.52	资产减值损失	131.77	120.00	120.00	120.00
管理费用	1047.57	1528.39	2078.17	2839.25	经营营运资本变动	-1647.67	-1193.09	-1710.00	-2352.98
财务费用	103.35	24.26	39.01	56.24	其他	7.41	-115.99	-121.33	-119.55
资产减值损失	131.77	120.00	120.00	120.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>23.95</b>	<b>596.15</b>	<b>804.19</b>	<b>1256.84</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1040.73	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-165.73	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1206.46</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>1432.06</b>	<b>1869.66</b>	<b>2711.61</b>	<b>3978.33</b>	短期借款	263.81	-987.94	68.56	-22.53
其他非经营损益	4.65	-7.98	-8.13	-8.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1436.71</b>	<b>1861.67</b>	<b>2703.48</b>	<b>3970.09</b>	股权融资	192.83	57.14	0.00	0.00
所得税	194.57	279.25	405.52	595.51	支付股利	-131.38	-247.77	-313.32	-455.00
净利润	1242.13	1582.42	2297.96	3374.57	其他	1724.90	-436.68	-39.01	-56.24
少数股东损益	3.30	15.82	22.98	33.75	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2050.16</b>	<b>-1615.25</b>	<b>-283.77</b>	<b>-533.76</b>
归属母公司股东净利润	1238.84	1566.60	2274.98	3340.83	<b>现金流量净额</b>	<b>858.67</b>	<b>-1019.10</b>	<b>520.42</b>	<b>723.07</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2423.17	1404.06	1924.49	2647.56	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5096.00	6994.95	9625.33	13188.38	销售收入增长率	47.04%	36.41%	37.07%	37.57%
存货	1508.68	2042.99	2790.68	3825.88	营业利润增长率	30.60%	30.56%	45.03%	46.71%
其他流动资产	302.78	413.02	566.11	778.81	净利润增长率	21.03%	27.40%	45.22%	46.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.35%	20.33%	41.34%	43.83%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2721.50	2609.57	2497.63	2385.70	毛利率	37.73%	38.17%	38.52%	38.81%
无形资产和开发支出	673.27	609.38	545.49	481.60	三费率	22.65%	22.85%	22.72%	22.64%
其他非流动资产	591.46	588.72	585.99	583.26	净利率	12.07%	11.27%	11.94%	12.75%
<b>资产总计</b>	<b>13316.86</b>	<b>14662.70</b>	<b>18535.73</b>	<b>23891.18</b>	ROE	18.02%	20.10%	23.31%	26.41%
短期借款	1326.65	338.71	407.27	384.74	ROA	9.33%	10.79%	12.40%	14.12%
应付和预收款项	2061.17	2882.07	3962.20	5394.21	ROIC	21.24%	19.19%	23.13%	27.24%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	16.73%	14.76%	15.22%	15.91%
其他负债	3034.42	3567.93	4307.62	5334.02	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6422.24</b>	<b>6788.70</b>	<b>8677.10</b>	<b>11112.97</b>	总资产周转率	0.93	1.00	1.16	1.25
股本	881.85	1499.16	1499.16	1499.16	固定资产周转率	5.87	7.57	11.04	16.23
资本公积	1966.26	1406.09	1406.09	1406.09	应收账款周转率	2.87	2.79	2.81	2.81
留存收益	3972.08	5290.91	7252.57	10138.40	存货周转率	5.69	4.86	4.87	4.88
归属母公司股东权益	6714.72	7678.26	9639.92	12525.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.16%	—	—	—
少数股东权益	179.91	195.73	218.71	252.46	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6894.63</b>	<b>7874.00</b>	<b>9858.63</b>	<b>12778.21</b>	资产负债率	48.23%	46.30%	46.81%	46.51%
负债和股东权益合计	13316.86	14662.70	18535.73	23891.18	带息债务/总负债	42.93%	26.06%	21.18%	16.33%
					流动比率	1.91	2.06	2.09	2.13
					速动比率	1.60	1.68	1.70	1.73
					股利支付率	10.61%	15.82%	13.77%	13.62%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.83	1.04	1.52	2.23
					每股净资产	4.48	5.12	6.43	8.36
					每股经营现金	0.02	0.40	0.54	0.84
					每股股利	0.09	0.17	0.21	0.30
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1722.35	2072.47	2929.18	4213.13					
PE	14.16	11.20	7.71	5.25					
PB	2.61	2.28	1.82	1.40					
PS	1.70	1.25	0.91	0.66					
EV/EBITDA	5.86	8.37	5.77	3.83					
股息率	0.75%	1.41%	1.79%	2.59%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn