



Research and
Development Center

防水行业领军者，持续补充成长动能

——东方雨虹（002271.sz）深度报告

2019年3月8日

丁士涛 行业分析师

冯孟乾 研究助理

证券研究报告

公司研究——首次覆盖

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 (2019. 3. 7)

收盘价(元)	19.54
52周内股价波动区间(元)	27.08-10.37
最近一月涨跌幅(%)	21.82%
总股本(亿股)	14.92
流通 A 股比例(%)	66.58
总市值(亿元)	299.01

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIESCO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

防水行业领军者，持续补充成长动能

深度报告

2019年3月8日

本期内容提要:

- ◆ **“大行业，小企业”格局下，头部企业强者愈强：**近年来，防水材料市场规模不断扩大，但市场集中度仍然较低。在高度开放的竞争环境下，大中型企业尤其是上市公司已加快扩张步伐，呈现“强者愈强”的态势。面对经济下行压力，我们认为房地产投资大幅滑坡可能性较小，交通基建也将大力推进，因此防水材料需求具备支撑。随着下游房地产行业集中度的提升，防水龙头企业将充分受益。
- ◆ **行业领军企业，盈利持续提升：**东方雨虹作为业内领军企业，上市以来产能持续增加，产业布局日趋完善，在大客户竞争中优势明显。2018年10月，公司开启战略结构调整，有望提升企业运行效率，而原油价格难以继续大幅上涨，也将一定程度缓解成本端压力。未来随着各类功能性建材产能的释放，公司发展将注入新的动能。因此我们认为公司业绩提升空间广阔。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计，东方雨虹 18-20 年摊薄 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元和 1.66 元。选取 A 股中主营业务为防水涂料以及建筑涂料的上市公司做对比，可比公司 PE (TTM) 中值为 43 倍，而东方雨虹的 PE (TTM) 为 19 倍，远低于行业平均水平。我们预测公司 2019 年 PE 为 15 倍，仍低于可比公司科顺股份与三棵树。考虑到随着未来防水材料产能的不断释放，公司市占率将继续提升，支撑业绩高增长。首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**房地产领域需求超预期；原材料价格超预期下降；公司战略结构调整成效显著；功能性建材业务开展进度超预期。
- ◆ **风险因素：**房地产领域需求不及预期；市场竞争风险；应收账款回收风险；原材料价格上涨。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,000.23	10,292.97	14,135.72	18,914.15	24,431.63
增长率 YoY%	31.98%	47.04%	37.33%	33.80%	29.17%
归属母公司净利润(百万元)	1,028.71	1,238.84	1,509.96	1,954.31	2,481.50
增长率 YoY%	40.97%	20.43%	21.89%	29.43%	26.98%
毛利率%	42.63%	37.73%	36.13%	36.66%	36.84%
净资产收益率 ROE%	22.76%	21.20%	19.98%	23.54%	26.62%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.69	0.83	1.01	1.31	1.66
市盈率 P/E(倍)	28	24	19	15	12
市净率 P/B(倍)	5.86	4.34	3.47	3.55	2.79

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2019 年 03 月 07 日

目录

投资聚焦	2
公司简介: 防水行业龙头企业, 业绩增长稳健	3
深耕行业二十年, 打造防水第一品牌	3
防水材料业务为主, 业绩稳步提升	4
防水材料行业: 大型企业强者愈强, 下游需求毋庸悲观	5
供给端: 行业集中度较低, 大型企业扩张步伐加快	5
需求端: 下游需求具备保障, 行业龙头受益房企集中度提升	9
东方雨虹: 业务版图不断壮大, 组织结构优化蕴含潜能	13
产能持续扩张, 全国布局逐步完善	13
原油价格难以大涨, 成本端压力有望减小	14
结构调整大幕开启, “直销” + “渠道” 销售模式再迎优化	16
合伙人制度成效显著, 相关探索仍不断深入	17
不断开拓新的增长极, 探索转型 “建筑建材系统服务商”	18
盈利预测与估值	19
盈利预测	19
相对估值与投资评级	19
风险因素	21

表目录

表 1: 东方雨虹发展历程	3
表 2: 防水建筑材料行业部分产业政策	7
表 3: 发改委重启轨交项目审批	11
表 4: 东方雨虹防水卷材单位成本敏感性测算 (元/平方米)	15
表 6: 公司合伙人制度成果	17
表 7: 公司积极拓展产业链	18
表 8: 东方雨虹盈利预测	19
表 9: 东方雨虹可比公司估值	20

图目录

图 1: 东方雨虹股权结构(截至 2018 年 12 月 17 日)	3
图 2: 东方雨虹 2013-2018 营业收入及变化情况	4
图 3: 东方雨虹 2013-2018 归母净利润及变化情况	4
图 4: 东方雨虹 2018H1 各业务营收占比	5
图 5: 东方雨虹 2013-2018Q3 毛利率及净利率变化情况	5
图 6: 行业上下游产业链	5
图 7: 我国防水建材产量逐年提升	6
图 8: 防水行业规模以上企业营收规模	8
图 9: 防水行业规模以上企业利润总额规模	8
图 10: 上市公司营收增速领先行业	8
图 11: 上市公司利润总额增速领先行业	8
图 12: 防水材料下游需求占比	9
图 13: 房屋新开工、施工以及竣工面积增速 (%)	10
图 14: 防水材料使用部位分布	10
图 15: 全国铁路营业里程情况	11
图 16: 全国公路总里程与高速公路里程数变化情况	11
图 17: 十大房企市场行业集中度	12
图 18: 2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌	12
图 19: 公司防水卷材产能 (万平方米)	13
图 20: 公司防水涂料产能 (万吨)	13
图 21: 公司生产研发物流布局图	14
图 22: 公司防水材料销售业务成本	15
图 23: 普通沥青 (北方) 批发价与布伦特原油价格走势	15
图 24: 公司销售模式	16
图 25: 2017 年公司两大销售模式销售额占比	16
图 26: 变革后公司组织架构	17

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

近年来，受房地产行业持续高景气影响，上游防水材料市场规模不断增加，但市场集中度仍然较低，呈现“大行业、小企业”格局。在高度开放的竞争环境下，大中型企业尤其是上市公司已加快扩张步伐，呈现“强者愈强”的态势。面对经济下行压力，我们认为房地产投资大幅滑坡可能性较小，交通基建也将大力推进，因此防水材料需求具备保障。随着房地产行业集中度的提升，防水龙头企业将充分受益。东方雨虹作为业内领军企业，上市以来产能持续增加，产业布局日趋完善，在大客户竞争中优势明显。2018年公司开启战略结构调整，有望提升企业运行效率，而原油价格难以继续大幅上涨，也将一定程度缓解成本端压力。未来随着各类功能性建材产能的释放，公司发展将注入新的动能。因此我们认为公司业绩提升空间广阔。

与市场不同之处

- 市场认可防水行业集中度较低、竞争激烈的观点。但我们经过进一步挖掘，发现大型企业扩张步伐正在加快，尤其上市公司市场份额稳步增加，市场集中度有望进一步提升。
- 市场认为在国家强力调控下，房地产下行拐点已现，防水材料需求或将下滑。但我们认为，房地产求“稳”将是未来主基调，投资大幅滑坡可能性较小，此外位于房屋建设中后期的屋面防水尚有一定需求释放，而交通基建也有望继续发力，因此下游需求具备支撑。
- 市场认为公司应收账款数额巨大，隐含大量坏账风险。但我们认为，应收账款较多是防水企业普遍存在的现象，这是行业在产业链中地位所决定的，也是公司业务扩张的产物。东方雨虹下游客户多为大型房企，同时防水材料支出占房建成本比例较低，因此回款具有一定保障。

股价催化剂

房地产领域需求超预期；原材料价格超预期下降；公司战略结构调整成效显著；功能性建材业务开展进度超预期。

盈利预测与投资评级

我们预计，东方雨虹 18-20 年摊薄 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元和 1.66 元。选取 A 股中主营业务为防水涂料以及建筑涂料的上市公司做对比，可比公司 PE (TTM) 中值为 43 倍，而东方雨虹的 PE (TTM) 为 19 倍，远低于行业平均水平。我们预测公司 2019 年 PE 为 15 倍，仍低于可比公司科顺股份与三棵树。考虑到随着未来防水材料产能的不断释放，公司市占率将继续提升，支撑业绩高增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素

房地产领域需求不及预期；市场竞争风险；应收账款回收风险；原材料价格上涨。

公司简介：防水行业龙头企业，业绩增长稳健

深耕行业二十年，打造防水第一品牌

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，2008年9月10日正式登陆深交所，A股股票代码为002271.SZ。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。当前“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”。

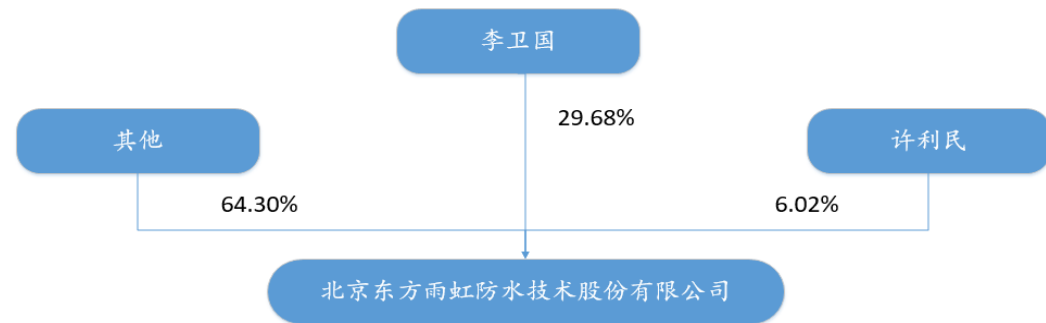
表 1: 东方雨虹发展历程

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.SZ
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

资料来源：公司官网，信达证券研发中心整理

截至2018年12月17日，公司总股本为14.92亿股，其中流通A股为9.93亿股。李卫国先生持有公司29.68%的股份，许利民先生持有公司6.02%股权，李卫国先生是公司的控股股东和实际控制人。

图 1: 东方雨虹股权结构(截至2018年12月17日)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

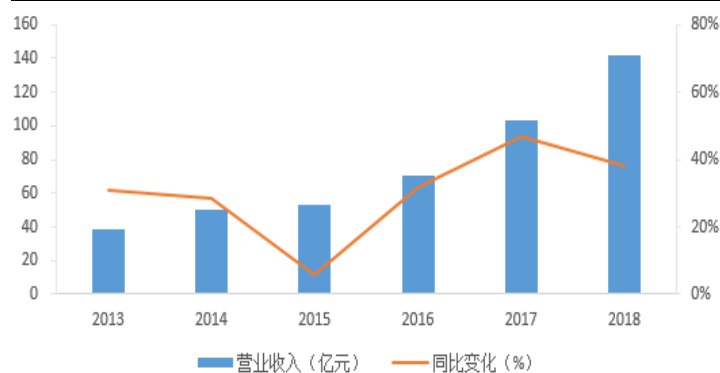
防水材料业务为主，业绩稳步提升

公司目前主要分为防水材料和防水施工两大业务板块，其中防水材料占据公司营收绝对主导地位，具体产品包括防水卷材和防水涂料。2018年上半年公司实现营业收入56.13亿元，防水材料业务实现营收46.48亿元，占比82.80%，其中防水卷材业务29.37亿元，防水涂料业务17.11亿元；防水施工业务实现营收6.88亿元，占比12.25%。此外，公司投资还涉及非织造布、建筑节能、砂浆、建筑装饰涂料等多个领域。

公司盈利增长稳健，经营业绩逐年提升。根据公司业绩快报，2018年，公司实现营业收入142.03亿元，同比增长37.99%；实现归母净利润15.18亿元，同比增长22.54%。自2012年以来，公司归母净利润增速已连续七年超过20%。

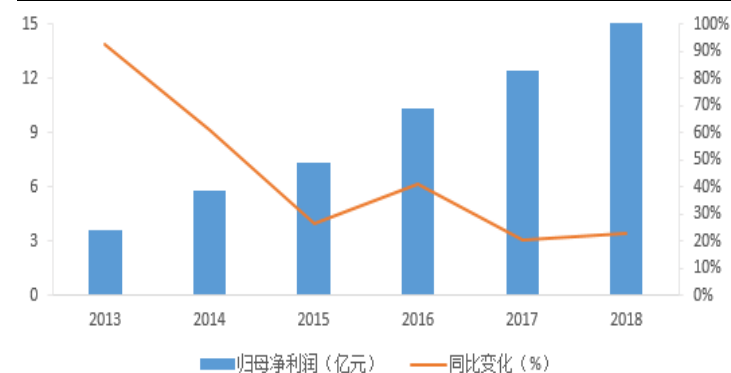
受原材料成本上涨等因素影响，公司毛利率及净利率均有所回落，不过目前已保持平稳。2018年前三季度，公司总体毛利率为36.57%，较上年同期减少3.28个百分点；总体净利率为11.99%，较上年同期下滑0.75个百分点。

图2：东方雨虹2013-2018营业收入及变化情况

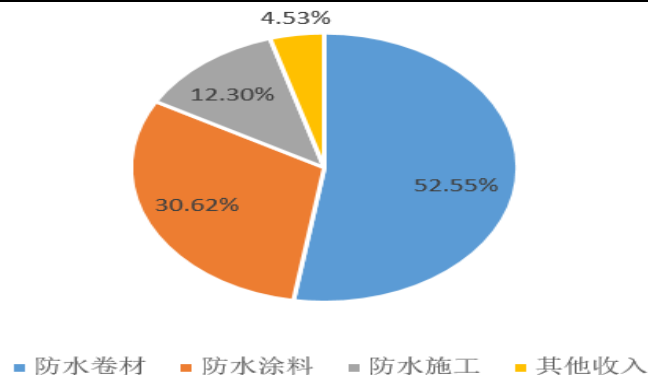


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

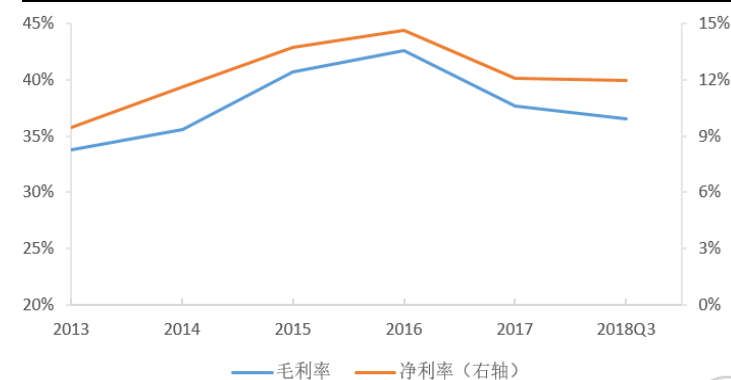
图3：东方雨虹2013-2018归母净利润及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：东方雨虹 2018H1 各业务营收占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

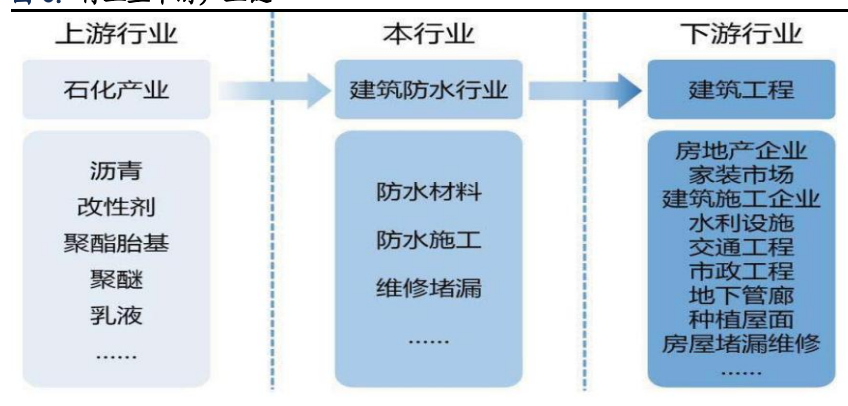
图 5：东方雨虹 2013-2018Q3 毛利率及净利率变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

防水材料行业：大型企业强者愈强，下游需求毋需悲观

供给端：行业集中度较低，大型企业扩张步伐加快

建筑防水材料主要包括两大类：防水卷材和防水涂料，主要作用是在建筑物表面构筑防水层，以达到防水和增强抗渗漏的目的，因此下游应用领域广泛，包括房屋建筑、道路桥隧、城市轨交、地下管廊和水利设施等。而上游原材料主要是沥青、膜类、聚酯胎基、SBS 改性剂、聚醚等石化产品，因此与石油化工产业息息相关。

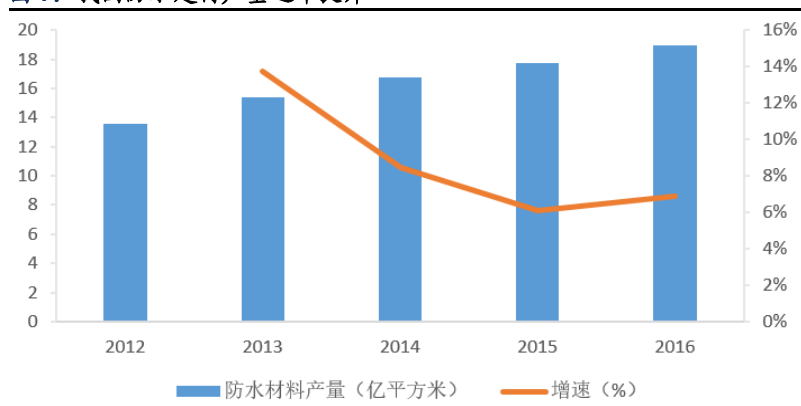
图 6：行业上下游产业链


资料来源：科顺股份招股说明书，信达证券研发中心整理

市场空间逐年增加，市场集中度仍待提升

近年来由于房地产行业持续高景气，交通基建投资力度不减，防水行业下游需求快速增长进而刺激行业规模不断扩大。根据防水企业网报道，中国建筑防水协会秘书长朱冬青透露：2016年，建筑防水材料总产量预计达18.97亿平方米，2017年产量约为20亿平方米。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”。因此我们认为，我国防水行业市场规模仍有进一步提升空间。

图7：我国防水建材产量逐年提升



资料来源：中国产业信息网，防水企业网

尽管政策约束不断规范以及环保治理趋严压缩了小企业生存空间，但市场集中度仍然较低。根据2013年工信部发布的《建筑防水卷材行业准入条件》要求，新建改性沥青类防水卷材项目单线产能不低于1,000万平方米/年，高分子防水卷材项目单线产能规模不低于300万平方米/年，这一规定大大提高了行业准入门槛。同时环保督查力度的加大也在一定程度上倒逼未达标企业产能出清。不过从目前情况来看，业内依然存在大量无证生产企业，根据东方雨虹“主体与相关债项2018年度跟踪评级报告”数据，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，2017年防水行业前10位企业的市场占有率不超过10%，前50家企业市占率在30%左右。这与《建筑防水行业“十三五”发展规划》设定的“至2020年，行业前50位的企业市场占有率达到50%”目标尚有较大距离。

表 2: 防水建筑材料行业部分产业政策

生效时间	产业政策名称	发布单位	涉及内容概要
2010 年	《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录是（2010 年本）》	工信部	将年产 500 万平方米一下改性沥青类防水卷材生产线（2010 年）、年产 500 万平方米以下沥青符合胎柔性防水卷材生产线和年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线纳入淘汰目录中
2011 年	《建筑防水行业“十二五”发展规划》	中国建筑防水协会	鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。淘汰高耗能、高排放、高污染、低质量的落后产品，大力推广性能优良、耐久性好、系统配套的产品；淘汰落后工艺装备，开发自动化水平高和节能环保的工艺装备。
2013 年	《建筑防水卷材行业准入条件》	工信部	新建改性沥青类防水卷材项目单线产能不低于 1,000 万平方米/年，高分子防水卷材项目单线产能规模不低于 300 万平方米/年。
2015 年	<关于印发《促进绿色建材生产和应用行动方案》的通知>	工信部、国家住建部	推广环境友好型涂料、防水和密封材料。支持发展低挥发性有机化合物（VOCs）的水性建筑涂料、建筑胶粘剂，推广应用耐腐蚀、耐老化、使用寿命长、施工方便快捷的高分子防水材料、密封材料和热反射膜。
2015 年	《北京市推广、限制和禁止使用建筑材料目录（2014 年版）》	北京市住房和城乡建设委员会、规划委员会、市政市容管理委员会	限制使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材，禁止使用双组份聚氨酯防水涂料和溶剂型冷底子油。
2016 年	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院	加快推广应用水性涂料、胶粘剂及高分子防水材料、密封材料、热反射膜、管材等产品；支持企业推进兼并重组，促进企业主动去产。
2016 年	《建筑防水行业“十三五”发展规划》	中国建筑防水协会	确定了“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 亿平方米的目标；确定了“十三五”末期，培育了 20 家大型防水企业集团，培育了 100 家大型制造企业；行业中涌现出若干家年销售收入超过 100 亿元的企业，行业前 50 位的企业市场占有率达到 50%的目标。
2017 年	《建材行业规范公告管理办法》	工信部	将水泥、平板玻璃、建筑卫生陶瓷、耐火材料、石墨、萤石、石棉、岩棉、防水卷材、玻璃纤维等行业纳入统一监管。

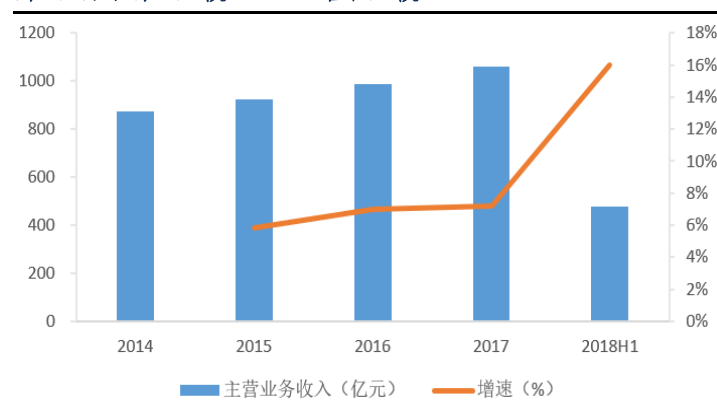
资料来源：信达证券研发中心整理

大中型企业加快扩张步伐，上市公司走在行业前列

在高度开放的竞争环境下，大中型企业通过“跑马圈地”不断扩大自身市场份额。根据中国防水网数据，防水行业主营业务收入达 2,000 万元规模以上的企业已经从 2014 年的 496 家，增长至 2018 年上半年的 641 家。2018 年 1-6 月，行业内规模以上企业共生产沥青类防水卷材 5.01 亿平方米，同比增长 16.33%；实现主营业务收入 476.64 亿元，较上年同期增长 16.0%，

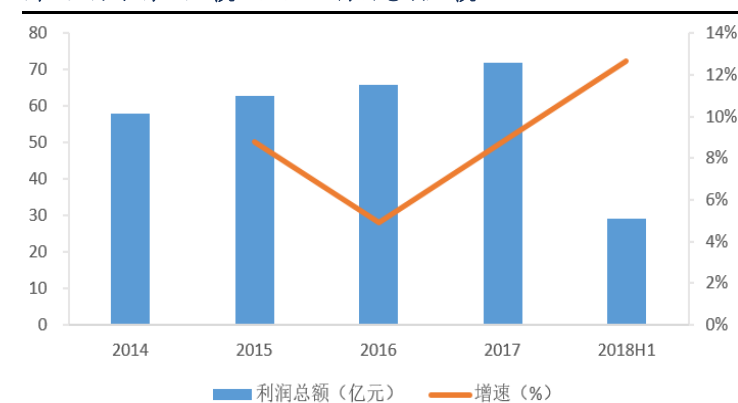
增速同比提升 0.7 个百分点；实现利润总额 29.23 亿元，较上年同期增长 12.69%，增速同比提升 2.79 个百分点。

图 8: 防水行业规模以上企业营收规模



资料来源: 中国建筑防水协会, 信达证券研发中心

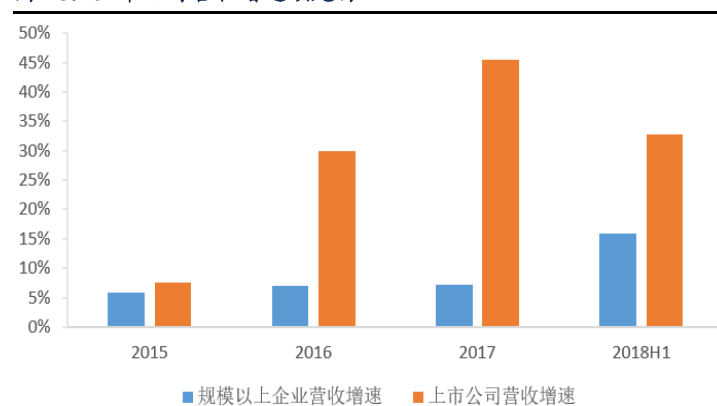
图 9: 防水行业规模以上企业利润总额规模



资料来源: 中国建筑防水协会, 信达证券研发中心

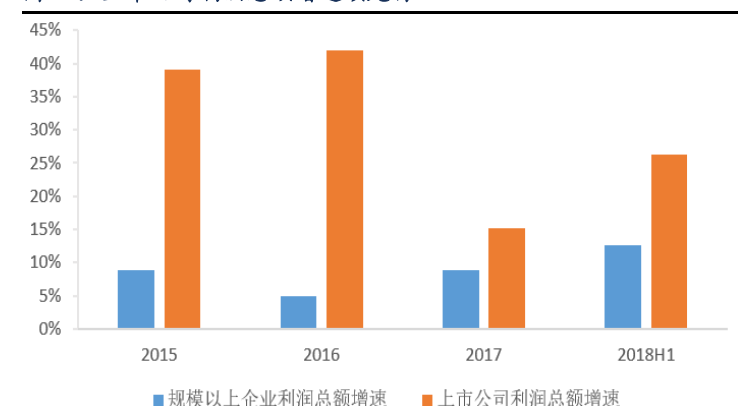
上市公司凭借资本市场优势, 扩张步伐要领先于一般企业, 多年来营收增速及盈利能力均远超行业平均水平, 呈现“强者愈强”的态势。防水行业上市公司主要有三家, 即东方雨虹、科顺股份和凯伦股份。2018 年上半年, 三家上市公司合计实现营业收入 53.49 亿元, 同比增长 32.88%, 领先行业 16.88 个百分点; 实现利润总额 7.07 亿元, 同比增长 26.31%, 领先行业 13.62 个百分点。

图 10: 上市公司营收增速领先行业



资料来源: 中国建筑防水协会, 公司公告, 信达证券研发中心

图 11: 上市公司利润总额增速领先行业

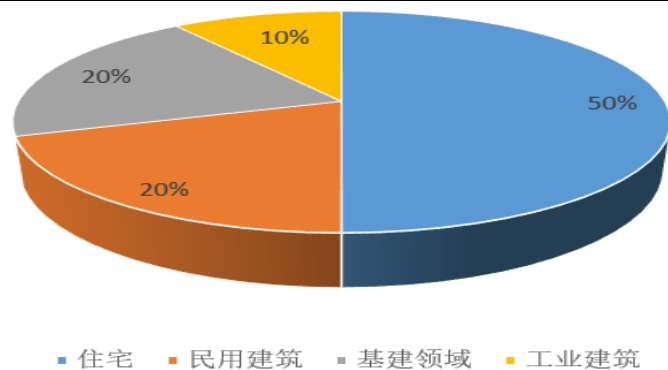


资料来源: 中国建筑防水协会, 公司公告, 信达证券研发中心

需求端：下游需求具备保障，行业龙头受益房企集中度提升

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。

图 12: 防水材料下游需求占比

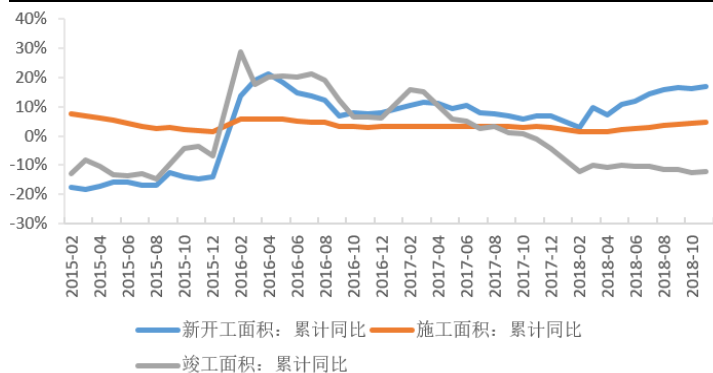


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

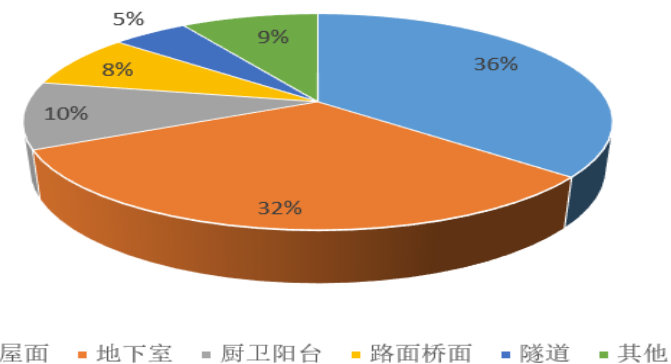
房地产领域防水材料需求仍将稳定

面对经济下行压力，2019 年中央经济工作会议坚持“稳中求进”的工作总基调，明确宏观政策强化逆周期调节。作为我国经济的重要组成部分，我们判断房地产求“稳”也将是未来主基调。而中央经济工作会议针对房地产政策的具体表述也发生些许变化，虽然再次强调“房住不炒”，表明房地产调控大趋势虽并未放松，但“因城施策、分类指导”的策略，也给予了地方调控更多自主性。此外，2018 年 12 月 24 日，住房和城乡建设部部长王蒙徽也表示，2019 年将以稳地价稳房价稳预期为目标，促进房地产市场平稳健康发展。因此我们认为，房地产投资大幅滑坡可能性较小。

在国家金融去杠杆的大背景下，受融资紧张行业下行拐点临近的影响，房企推盘意愿强烈，因此房屋新开工面积增速持续高位，2018 年同比增长 17.20%。但在施工端，为缓解资金压力，开发商则有意调整施工节奏，导致施工面积及竣工面积增速均较为低迷，竣工面积增速更是下滑至-7.80%。根据中国产业信息网数据，防水材料在房屋施工中应用部位中，屋面与地下室占比最高，分别为 36%和 32%。我们预计，位于房屋建设中后期的屋面防水尚有一定需求释放。

图 13: 房屋新开工、施工以及竣工面积增速 (%)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 14: 防水材料使用部位分布


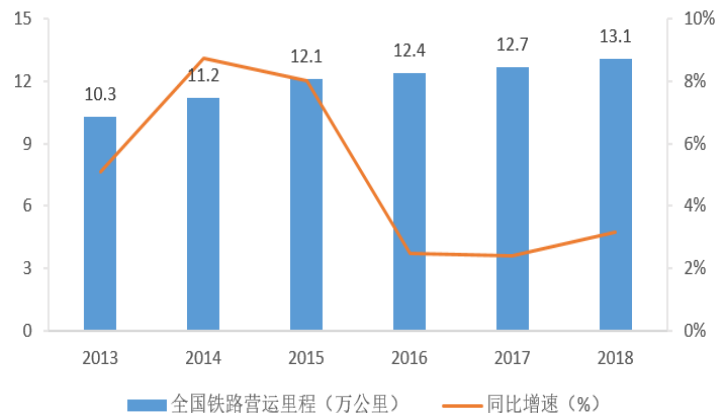
资料来源: 中国产业信息网, 信达证券研发中心

交通基建将继续推进, 防水材料需求具备保障

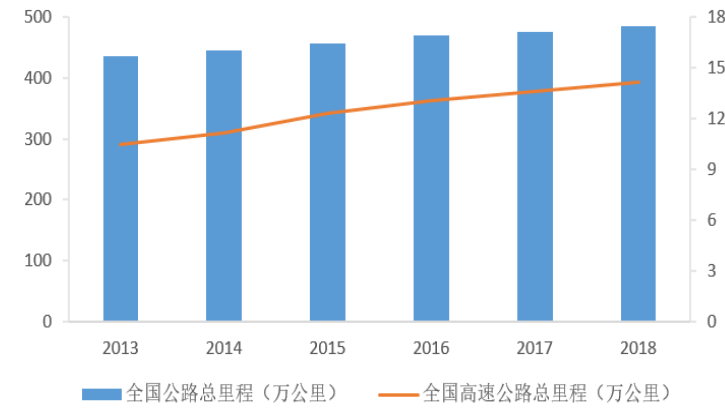
基础设施建设作为稳增长的“利器”将重新提速, 其中交通领域基建有望继续发力, 防水材料需求仍旧不减。自 2018 年 7 月, 国务院常务会议要求“推动在建基础设施项目早见成效”和中央政治局会议首次提出“加大基础设施领域补短板的力度”以来, 发改委、财政部等相关部委陆续出台相关政策, 推动我国基础设施建设加速前行。根据 2018 年 10 月, 国务院发布的《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》, 未来将“围绕打好精准脱贫、污染防治攻坚战, 着力补齐铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等领域短板”, 并且提出“以中西部为重点, 加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目, 加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设”、“加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目”。我们认为, 未来交通领域基础设施建设项目有望获全力推进。

我国铁路建设成果显著, 既有路网规划或将超前建设, 铁路领域基建投资有望继续高企。2019 年 1 月, 中国铁路总公司工作会议透露, 2018 年全国铁路固定资产投资完成 8028 亿元, 投产新线 4683 公里, 其中高铁 4100 公里。截至 2018 年底, 全国铁路营业里程达到 13.1 万公里以上, 其中高铁 2.9 万公里以上。此外, 中铁总提出 2019 年铁路工作的主要目标, 要求全国铁路固定资产投资保持强度规模, 优质高效完成国家下达的任务目标, 确保投产新线 6800 公里, 其中高铁 3200 公里。

公路建设持续推进, 高速公路里程有望继续增长。在 2018 年 12 月召开的 2019 年全国交通运输工作会议上, 交通运输部部长李小鹏介绍, 2018 年, 我国交通运输基础设施补短板加快推进, 预计新增公路通车里程 8.6 万公里, 其中高速公路 6000 公里, 新建改建国省干线公路 2 万公里; 新增内河高等级航道达标里程 700 公里。此次会议还透露, 2019 年我国公路水路固定资产投资 1.8 万亿元左右, 规模与上年目标基本持平, 根据 2017、2018 年数据, 实际投资额均大幅超过预算金额。

图 15: 全国铁路营业里程情况


资料来源:国家铁路局, 信达证券研发中心

图 16: 全国公路总里程与高速公路里程数变化情况


资料来源:万得, 信达证券研发中心

城轨运营里程增长迅速, 存量在建规模仍然较大。根据中国城市轨道交通协会数据, 2018年, 全国城市轨道交通新增里程734公里, 进入“十三五”以来三年累计新增运营线路长度为2148.7公里, 年均新增线路长度为716.2公里。截至2018年末, 已有35个城市建成投运城轨线路5767公里。此外, 根据中国轨道交通网数据, 截至2018年6月30日, 我国轨道交通在建线路达233条, 总里程6018.29公里, 总投资额高达36219.69亿元。

发改委重启城市轨道交通项目审批, 轨交建设热潮有望重新燃起。2017年8月, 由于包头地铁停工事件和中央金融会议、经济会议的防范地方系统性债务风险要求, 国家发改委暂停了城市轨道交通建设规划审批工作。然而2018年7月开始, 国家发改委已连续批复苏州、长春等多条地铁线路, 我国轨交建设审批走出冰封期。

表 3: 发改委重启轨交项目审批

时间	城市	线路	里程 (公里)	投资额 (亿元)
2018.08.12	苏州	6号线、7号线、8号线、S1线等4个项目	137.4	933.2
2018.11.21	重庆	4号线二期、5号线北延伸和5A线等3个项目	70.51	455.70
2018.11.26	杭州	3号线一期、5号线二期、机场轨道快线3个项目调整	68.3 (新增)	577.6 (新增)
2018.11.28	济南	R2线一期调整	1.2 (新增)	29.3 (新增)
2018.11.30	长春	2号线东延、3号线南延、4号线南延、5号线一期等7个项目	116	711.37
2018.12.11	上海	19号线、20号线一期、21号线一期等9个项目	286.1	2983.48
2018.12.25	武汉	12号线、6号线二期、8号线三期、11号线三期、7号线北延线、16号线、19号线、新港线8个项目	198.4	1469.07

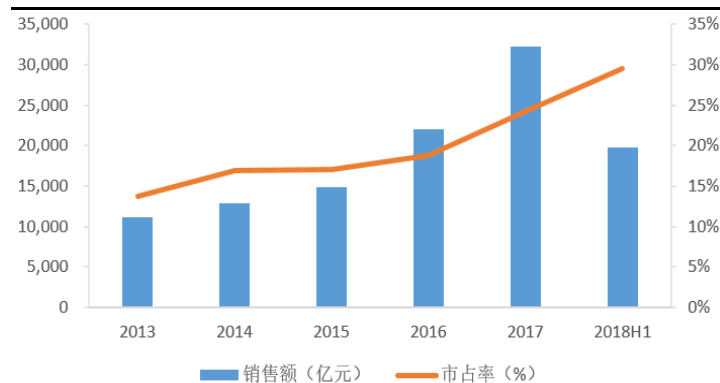
资料来源: 发改委网站, 信达证券研发中心整理

城市地下综合管廊也是防水材料的重要应用市场，城市地下空间建设催生防水材料新需求。《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》提出，至2020年，全国城市道路综合管廊综合配建率力争达到2%左右，城市新区新建道路综合管廊建设率达到30%，建设干线、支线地下综合管廊8,000公里以上。中国新闻网数据显示，地下综合管廊每公里达到1.2亿元，东方雨虹官网透露防水材料占到整个地下综合管廊工程成本的2%，则该领域防水材料市场空间超过百亿。

房地产行业集中度稳步提升，利好防水龙头企业

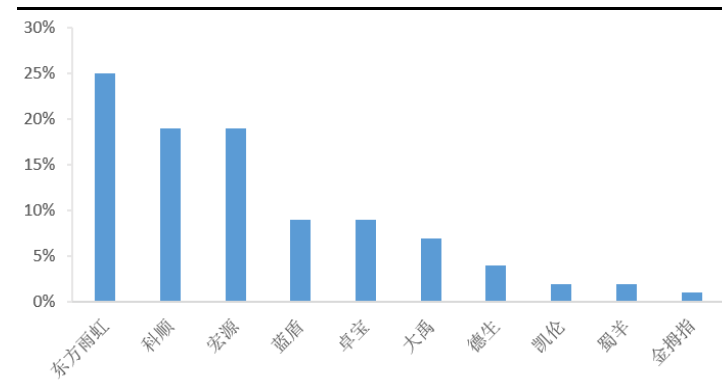
随着下游房地产行业集中度提升，具备品牌、质量、资金、服务优势于一体的防水行业龙头将充分受益。由于政府宏观调控压力不减以及房企之间竞争愈发激烈，房地产行业市场集中度也在不断提升，大型房企市场份额也逐渐扩大。2018年上半年，以碧桂园、万科等为首的十大房企销售额达到19774亿元，市占率达到29.54%，较上年同期提升3.54个百分点。伴随消费者对生活品质追求日益提升，建筑漏水将严重影响房企形象，另一方面防水材料占总施工投资比重较小，因此大型房企对防水产品的质量和品牌更加重视。大型地产商采购防水材料一般采用先货后款方式，并且附带一定账期，资金实力较差的中小型企业难以拿到订单。此外大型地产商一般业务布局全国，因此供应商的供货能力、专业服务以及响应速度也是重要考量。根据中国品牌榜数据，2018中国房地产开发企业500强首选防水材料品牌中，均为国内知名大型防水企业，其中东方雨虹以25%的首选率居首。

图 17: 十大房企市场行业集中度



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 18: 2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌



资料来源：中国品牌榜，信达证券研发中心

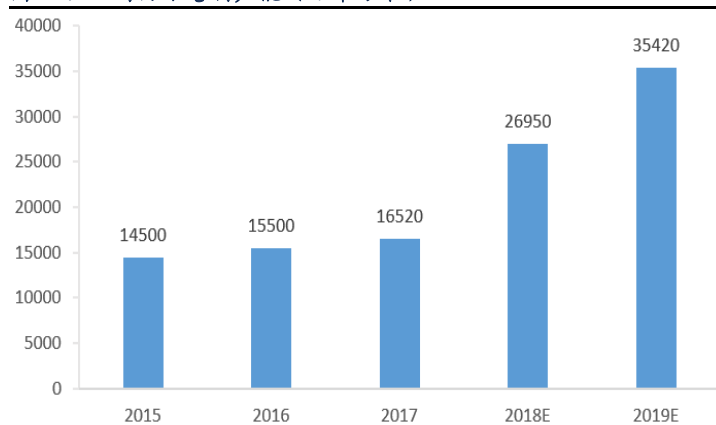
现有房屋建筑物的翻修未来也将贡献部分需求增量。根据《屋面工程技术规范》，屋面防水等级分为I级~IV级，其中一般建筑，包括一般的工业与民用建筑、普通住宅、一般办公楼、学校、旅馆等，合理使用年限10年。根据东方雨虹“主体与相关债项2018年度跟踪评级报告”透露，我国各类房屋建筑保有量已超过400亿平方米，且2008年后建成的建筑物占有较大比例。因此我们判断，现有房屋建筑物的翻修对防水材料的需求将稳步增长。

东方雨虹：业务版图不断壮大，组织结构优化蕴含潜能

产能持续扩张，全国布局逐步完善

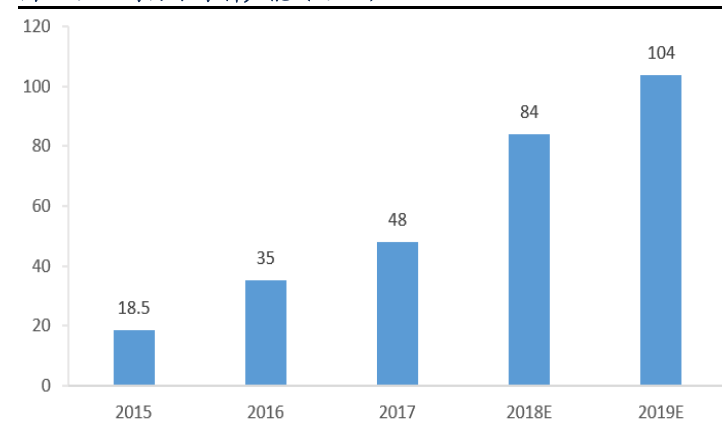
公司作为中国建筑防水行业的龙头企业，上市以来不断扩大业务规模，产品产能大幅增长。2008年登陆资本市场后，利用上市平台优势，公司先后于2011年和2014年进行定增，并于2017年发行可转债，共募集资金35.27亿元，用于产能建设。截至2017年末，公司防水卷材年产能16,520万平方米，防水涂料年产能480,000吨。根据公司产线建设情况，我们测算2018年公司防水卷材、防水涂料年产能将分别达到26,950万平方米和84万吨；2019年公司防水卷材、防水涂料年产能将分别达到35,420万平方米和104万吨。

图 19: 公司防水卷材产能 (万平方米)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心测算

图 20: 公司防水涂料产能 (万吨)



资料来源:公司公告, 信达证券研发中心测算

“渗透全国”的战略目标的稳步实施，公司产业布局逐渐完善。防水材料由于其售价较低、质量较重，因此存在一定销售半径。公司成立之初，生产基地主要在北京地区，辐射范围较小。此后随着产品需求量增加，为迎合发展需要，缩短运输半径，公司开始加快全国化布局。目前，公司在华北、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，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，以满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求。公司产能扩张步伐仍未停止，2018年发布多项公告，拟在江苏南通、四川德阳等多地继续兴建生产基地。

图 21：公司生产研发物流布局图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

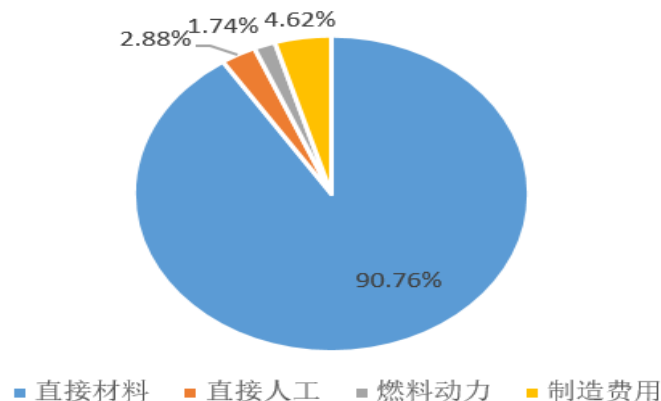
公司防水材料产能规模以及布局广度均居全国首位，且产品种类基本覆盖了国内新型建筑防水材料的重要品种，使其在争取全国性大型房企客户中具备明显优势，优异的产品品质和完善的服务体系有力支撑了公司的业务拓展。前文提到在 2018 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌中，公司以 25% 的首选率居首。

原油价格难以大涨，成本端压力有望减小

原材料成本占公司防水材料销售业务成本比例较高，根据公司 2017 年年报数据，防水材料销售营业成本中，直接材料费用为 44.71 亿元，占比高达 90.76%。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 改性剂等石化产品，因此公司盈利能力与国际成品油价格息息相关。

近两年布伦特原油持续走高，带动下游石化产品价格不断上涨，致使公司成本端承压，毛利率下降明显。根据百川资讯数据，2016-2018 年布伦特原油平均价分别为 45.13 美元/桶、54.74 美元/桶和 71.69 美元/桶；2016-2018 年北方普通沥青批发价分别为 1585 元/吨、2303 元/吨和 2850 元/吨。由于公司原材料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、巴斯夫中国有限公司等大型化工或者贸易企业，因此公司议价能力较弱。成本的上涨也在侵蚀公司利润，公司整体毛利率 2016 年前三季度为 44.53%，到 2018 年前三季度则下滑至 36.57%。

截至 2019 年 2 月 13 日，布伦特原油价格为 63.61 美元/桶，较 2018 年 10 月份 86 美元/桶的高点，已大幅度回调，相应石化产品价格也出现下降。信达证券石化组认为 2019 年石油价格缺乏继续大幅上涨基础，因此我们认为公司成本端压力将有所缓解。

图 22: 公司防水材料销售业务成本


资料来源:公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 普通沥青(北方)批发价与布伦特原油价格走势


资料来源:百川资讯, 信达证券研发中心

我们基于东方雨虹 2015-2017 年防水卷材生产成本与沥青价格的相关性, 在 2019 年沥青价格分别表现乐观、中性和悲观的情境下, 对公司防水卷材单位生产成本进行了敏感性测算。

根据公司公告以及百川资讯数据, 2015 年公司防水卷材业务单位成本为 15.51 元/平方米, 北方普通沥青平均价为 2581 元/吨; 2016 年公司防水卷材业务单位成本为 12.90 元/平方米, 北方普通沥青平均价为 1584 元/吨; 2017 年公司防水卷材业务单位成本为 13.90 元/平方米, 北方普通沥青平均价为 2303 元/吨。

东方雨虹防水卷材业务生产成本预测的假设如下:

假设 1: 2016 年沥青价格下降 38.63%, 公司防水卷材成本下降 16.83%, 则防水卷材单位成本与沥青价格变动相关系数为 0.44。

假设 2: 2017 年沥青价格上涨 45.39%, 公司防水卷材成本上升 7.75%, 则防水卷材单位成本与沥青价格变动相关系数为 0.17。

表 4: 东方雨虹防水卷材单位成本敏感性测算 (元/平方米)

	2018E	2019E (情景 1)	2019E (情景 2)	2019E (情景 3)
北方沥青价格	2850 元/吨	-10% (乐观)	0% (中性)	+10% (悲观)
假设 1	15.35	14.60	15.35	16.11
假设 2	14.46	14.17	14.46	14.75

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

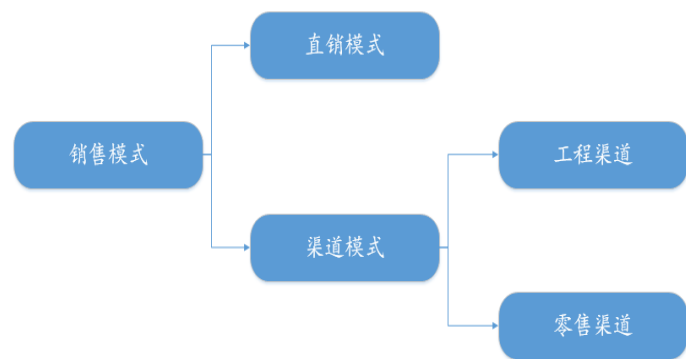
根据我们测算, 2018 年北方沥青平均价为 2850 元/吨, 则防水卷材单位成本为 14.46-15.35 元/平方米。若 2019 年沥青平均价在情景 1 (较 2018 年降低 10%) 下, 则防水卷材单位成本为 14.17-14.60 元/平方米; 在情景 2 (与 2018 年持平) 下, 则

防水卷材单位成本为 14.46-15.35 元/平方米；在情景 3（较 2018 年提高 10%）下，则防水卷材单位成本为 14.75-16.11 元/平方米。

结构调整大幕开启，“直销”+“渠道”销售模式再迎优化

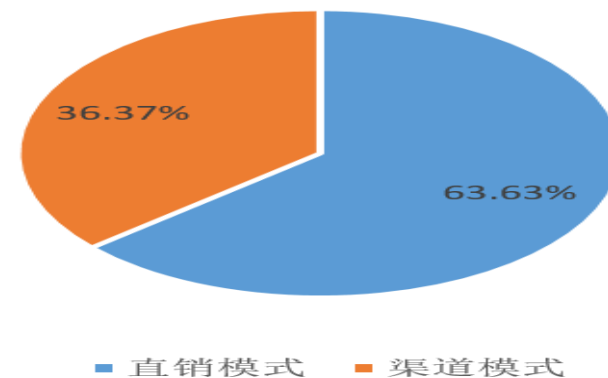
公司此前一直采用直销模式与渠道模式相结合的多层次市场营销渠道网络，其中直销模式销售占比较高。直销模式即公司通过下属职能部门直接对产品最终使用客户进行开发、实现销售，群体主要为房地产商和基建单位。渠道销售分为工程渠道和零售渠道，工程渠道通过经销商等合作伙伴在非核心市场对产品进行销售；零售渠道则主要面向普通消费者，借助家装公司、建材超市、建材市场经销商等复合营销网络进行销售。根据公司公告，2017 年公司直销模式实现销售额 65.49 亿元，占总营收比例的 63.63%；渠道模式实现销售额 37.44 亿元，占总营收比例的 36.37%。

图 24：公司销售模式



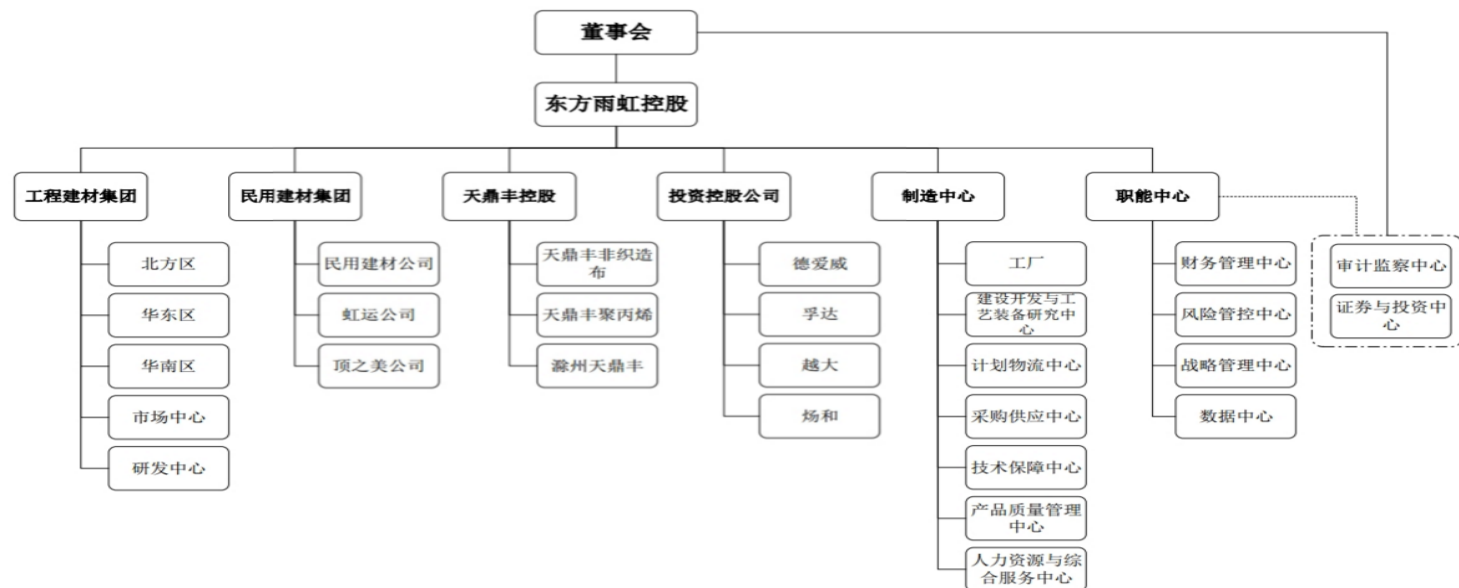
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

图 25：2017 年公司两大销售模式销售额占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

根据中国涂界消息，2018 年 10 月 31 日，东方雨虹发文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。民用建材集团则继续聚焦零售市场。我们认为，此次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。

图 26: 变革后公司组织架构


资料来源: 中国涂届, 信达证券研发中心

合伙人制度成效显著，相关探索仍不断深入

为提升工程渠道代理商对公司的归属感，同时发挥其能动性，2016年4月公司在业内首创合伙人模式，即挑选认同公司产品与文化、与公司有共同事业理想、并具有一定销售能力的工程渠道代理商与公司共同投资设立股份有限公司。截至2019年1月，公司合伙人制度已成立三家控股子公司，分别为2016年4月设立的浙江东方雨虹科技开发股份有限公司、2017年9月设立的浙江虹毅科技开发股份有限公司和浙江虹致科技开发股份有限公司，其中公司持股均为51%。从公司经营业绩来看，合伙人制度有效激发了经销商的销售积极性，2016年公司渠道销售营收为24.81亿元，同比增长50.18%；2017年公司渠道销售营收为37.44亿元，同比增长50.91%。

根据公司公告，东方雨虹未来将更大范围的推行事业合伙人机制，包括鼓励业务人员转合伙人，通过合伙形式开展业务。公司也将制定配套政策为这一战略提供支撑，比如享受与原工程渠道合伙人同等的支持和服务；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。如果公司战略实施顺利，不仅能从本质上解决业务人员的激励问题，还可以辅助公司解决应收账款额度大及加快现金流回流效率的问题。

表 6: 公司合伙人制度成果

时间	公司	代理商	注册资本(万元)	公司持股比例
----	----	-----	----------	--------

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%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

不断开拓新的增长极，探索转型“建筑建材系统服务商”

借助防水材料业务构建的销售渠道、客户资源以及品牌优势，公司积极推动民建建材产业链品类扩张，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。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，并拟在庐山、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—DAWASIA 公司 90%股权，正式切入建筑涂料市场，目前生产基地正在建设当中，业务放量可期。2017 年公司通过全资子公司江苏卧牛山增资广州孚达，获其 65%股权，增强公司在该领域的竞争力。

公司目前旗下品牌和涵盖的业务板块包括东方雨虹（工程业务）、雨虹（民用建材）、卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、天鼎丰（非织造布）、风行（防水）、华砂（砂浆）、洛迪（硅藻泥）、德爱威（建筑涂料）等。未来随着各类功能性建材产能的释放，借助公司覆盖全国的营销网络，这些业务有望成为公司新的利润增长点。

表 7：公司积极拓展产业链

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
2011.09.10	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	防水材料的生产销售
2012.09.12	昆明风行防水材料有限公司	防水材料的生产销售
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，但不包括功能性防水涂料、砂浆类、硅藻泥）的制造和销售
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

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

盈利预测与估值

盈利预测

根据东方雨虹目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 18-20 年营业收入分别为 141.36、189.14 和 244.32 亿元，同比增长 37.34%、33.80%和 29.17%；毛利率为 36.13%、36.66%和 36.84%。根据公司当前股本计算，我们预计东方雨虹 18-20 年摊薄 EPS 分别为 1.01 元、1.31 元和 1.66 元。以 2019-03-07 收盘价 19.54 元，对应的 18-20 年 PE 分别为 19X、15X 和 12X。

表 8: 东方雨虹盈利预测

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	102.93	141.36	189.14	244.32
同比 (%)	47.04%	37.33%	33.80%	29.17%
其中: 防水卷材业务 (万元)	533462.8	784,190.32	1042973.12	1355865.06
同比 (%)	44.79%	47.00%	33.00%	30.00%
其中: 防水涂料业务 (万元)	297192.11	421,269.82	640330.12	832429.16
同比 (%)	56.49%	41.75%	52.00%	30.00%
其中: 防水施工业务 (万元)	141,687.41	155,856.15	155856.15	202613.00
同比 (%)	48.20%	10.00%	0.00%	30.00%
其中: 其他收入及材料销售业务 (万元)	52,255.38	52,255.38	52255.38	52255.38
同比 (%)	23.65%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本 (亿元)	64.09	90.29	119.80	154.30
同比 (%)	59.61%	40.88%	32.68%	28.80%
毛利率 (%)	37.73%	36.13%	36.66%	36.84%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心.

相对估值与投资评级

选取 A 股中主营业务为防水涂料以及建筑涂料的上市公司做对比, 可比公司 PE(TTM)中值为 43 倍, 而东方雨虹的 PE(TTM)为 19 倍, 远低于行业平均水平。我们预测公司 2019 年 PE 为 15 倍, 仍低于可比公司科顺股份与三棵树。考虑到随着未来防水材料产能的不断释放, 公司市占率将继续提升, 支撑业绩高增长。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 9：东方雨虹可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE			
			2018E	2019E	2020E	TTM	2018E	2019E	2020E
300737.SZ	科顺股份	9.91		0.54	0.70	33		18	14
300715.SZ	凯伦股份	25.61				52			
603737.SH	三棵树	51.88		2.59	3.52	31		20	15
300665.SZ	飞鹿股份	11.85				54			
	中值					43			
002271.SZ	东方雨虹	19.54	1.01	1.31	1.66	19	19	15	12

资料来源：除东方雨虹为信达证券预测外，其他盈利预测来自万得一致预期，股价为2019年3月7日收盘价

风险因素

- 1、**房地产领域需求不及预期风险。**房地产是防水材料最主要的应用领域，若受政策调控影响，房地产防水材料需求超预期下滑，公司业绩将会受到一定影响。
- 2、**市场竞争风险。**防水行业市场集中度一直较低，随着行业转型升级加速，公司竞争对手也在迅速成长。而公司业务版图不断扩张，未来势必将会面临更加激烈的竞争，公司盈利能力将接受考验。
- 3、**应收账款回收风险。**由于公司面对下游房企话语权较弱，因此随着业务规模的扩大，应收账款增长较快。若应收账款不能按期收回或形成坏账，将影响公司资金周转及盈利水平。
- 4、**原材料价格上涨风险。**公司产品原材料主要为石化产品，若原油价格超预期增长，进而带动公司原材料涨价，将侵蚀公司部分利润。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6,054.62	9,330.63	11,764.96	13,385.71	16,277.48
货币资金	1,611.16	2,423.17	3,328.14	3,412.00	3,537.73
应收票据	368.15	376.78	1,130.86	1,323.99	1,710.21
应收账款	2,883.10	4,281.92	4,240.72	4,728.54	6,107.91
预付账款	132.05	293.15	361.15	479.21	617.20
存货	712.35	1,508.68	2,257.18	2,995.05	3,857.51
其他	347.81	446.92	446.92	446.92	446.92
非流动资产	2,801.93	3,986.23	6,787.57	5,481.68	6,515.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,596.89	1,911.11	2,662.81	3,030.20	3,507.87
无形资产	571.53	626.37	743.79	826.94	908.02
其他	633.51	1,448.76	3,380.96	1,624.54	2,099.12
资产总计	8,856.55	13,316.86	18,552.52	18,867.39	22,792.49
流动负债	3,807.20	4,893.02	0.00	6,947.55	8,123.80
短期借款	1,062.84	1,326.65	1,326.65	1,326.65	1,326.65
应付账款	547.67	901.04	1,354.31	1,797.03	2,314.51
其他	2,196.69	2,665.33	3,255.15	3,823.87	4,482.64
非流动负债	62.84	1,529.21	4,029.21	3,529.21	4,029.21
长期借款	0.00	0.00	2,500.00	2,000.00	2,500.00
其他	62.84	1,529.21	1,529.21	1,529.21	1,529.21
负债合计	3,870.04	6,422.24	9,965.32	10,476.76	12,153.01
少数股东权益	11.99	179.91	183.93	189.13	195.74
归属母公司股东权益	4,974.51	6,714.72	8,403.28	8,201.50	10,443.74
负债和股东权益	8856.55	13316.86	18552.52	18867.39	22792.49

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,000.23	10,292.97	14,135.72	18,914.15	24,431.63
同比(%)	31.98%	47.04%	37.33%	33.80%	29.17%
归属母公司净利润	1,028.71	1,238.84	1,509.96	1,954.31	2,481.50
同比(%)	40.97%	20.43%	21.89%	29.43%	26.98%
毛利率(%)	42.63%	37.73%	36.13%	36.66%	36.84%
ROE(%)	22.76%	21.20%	19.98%	23.54%	26.62%
每股收益(元)(摊薄)	0.69	0.83	1.01	1.31	1.66
P/E	28	24	19	15	12
P/B	5.86	4.34	3.47	3.55	2.79
EV/EBITDA	13.54	11.57	14.33	10.89	8.81

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,000.23	10,292.97	14,135.72	18,914.15	24,431.63
营业成本	4,015.77	6,409.44	9,028.70	11,980.20	15,430.03
营业税金及附加	81.27	99.18	136.21	182.26	235.43
营业费用	840.32	1,180.49	1,413.57	2,080.56	2,687.48
管理费用	824.61	1,047.57	1,272.21	1,702.27	2,321.00
财务费用	46.36	103.35	156.20	208.38	254.48
资产减值损失	118.49	131.77	169.21	189.13	220.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.15	0.00	1.00	0.33	0.44
营业利润	1,096.55	1,432.06	1,960.61	2,571.69	3,282.92
营业外收入	66.85	13.78	65.73	48.79	42.77
营业外支出	6.55	9.13	7.70	7.79	8.21
利润总额	1,156.85	1,436.71	2,018.64	2,612.68	3,317.48
所得税	130.53	194.57	504.66	653.17	829.37
净利润	1,026.32	1,242.13	1,513.98	1,959.51	2,488.11
少数股东损益	-2.39	3.30	4.02	5.20	6.61
归属母公司净利润	1,028.71	1,238.84	1,509.96	1,954.31	2,481.50
EBITDA	1,351.85	1,727.00	2,401.99	3,112.97	3,904.09
EPS	1.17	1.40	1.01	1.31	1.66

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	590.42	23.95	1,370.83	1,888.95	1,430.96
净利润	1,026.32	1,242.13	1,513.98	1,959.51	2,488.11
折旧摊销	148.64	186.95	224.93	281.86	332.17
财务费用	46.36	103.35	158.42	218.43	254.44
投资损失	-23.15	0.00	-1.00	-0.33	-0.44
营运资金变动	-735.90	-1,835.63	-655.49	-714.57	-1,810.52
其它	128.15	327.15	129.98	144.06	167.20
投资活动现金流	-489.30	-1,206.46	-2,675.16	-1,086.65	-1,550.79
资本支出	-702.27	-1,105.60	-2,676.16	-1,086.99	-1,551.24
长期投资	8.83	0.00	1.00	0.33	0.44
其他	204.15	-100.86	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	829.80	2,050.16	2,213.12	-714.60	249.63
吸收投资	711.05	200.12	0.00	0.00	0.00
借款	440.02	250.01	2,500.00	-500.00	500.00
支付利息或股息	138.87	220.78	286.88	214.60	250.37
现金净增加额	939.65	858.67	904.97	83.87	125.73

有色金属与钢铁小组简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management , Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

唐伊辰，有色金属/环保行业研究员。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属和环保行业研究。

冯孟乾，建筑建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。