

从隐形冠军到伟大企业

首次覆盖报告

石林(分析师)

证书编号: S0280519110001

● 公司是防水行业绝对龙头, 具备伟大企业基因:

公司是防水行业首家 A 股上市公司, 2019 年营收达 181 亿元, 相较主要追赶者, 在规模上具备显著领先优势, 是国内防水行业的绝对龙头。2014 年以来, 公司两次在信用环境收紧时期通过再融资助力, 进行逆周期扩张并大手笔开拓 B 端渠道, 紧紧抓住了行业变革的机遇, 在 B 端大客户和全国布局愈发重要的市场环境中占据了有利地位。我们认为, 公司发展历程中所表现出的魄力和格局具备伟大企业潜质, 成长空间远未见顶。

● 2020 年起公司报表将迎来修复, 估值提升可期:

2018、2019 年公司履约保证金占用的现金流规模达每年 10-15 亿元, 叠加资本支出, 对公司造成了较大资金压力。我们认为从 2020 年起公司报表将迎来显著修复: 1) 履约保证金并非双赢模式, 且受政策推动, 预计未来将逐步退出; 2) 规模带来议价能力提升, 公司应付账期逐年升高; 3) 募投项目土地储备已近尾声, 公司将进入轻资产扩张阶段, 资本开支下降; 4) 预计债务结构将逐步优化, 流动比率回升至 2-3, 抗风险能力显著改善。

● 防水主业和新业务均具备巨大成长空间:

防水行业市场空间为 1500-2000 亿元, 公司目前市场份额在 10% 左右, 且仅 2015-2018 三年就实现翻倍。防水行业受多因素驱动, 龙头份额加速上升, 根据我们测算, 未来三年公司市场份额将再次翻倍。与此同时, 防水修缮服务带来的存量市场预计每年也达千亿规模, 公司是该市场最早切入和实力最强的专业防水企业。另外, 公司纵向横向不断拓宽自身的业务领域, 从成长空间来看, 公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场, 公司在新品类的拓展上具备良好基础, 通过自身的渠道优势和综合服务实力有望迅速打开成长空间。

● 盈利预测与投资建议:

公司防水主业受益集中度提升, 新业务赛道优质且势头迅猛, 均具备巨大成长空间。2020 年起公司报表将迎来显著改善, 从边际上进一步提升估值预期。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 20.85/26.77/35.10 亿元, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。相较可比公司科顺股份、凯伦股份, 我们认为公司应享有估值溢价, 2020 年给予 25 倍 PE, 目标价 45 元。

风险提示: 公司产能投放不及预期的风险; 地产行业增速大幅下滑的风险。

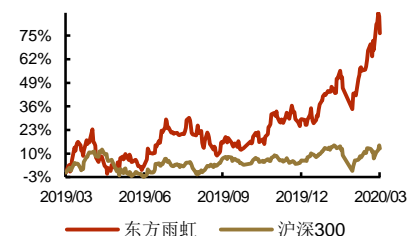
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,293	14,046	18,139	23,290	29,788
增长率(%)	47.0	36.5	29.1	28.4	27.9
净利润(百万元)	1,239	1,508	2,085	2,677	3,510
增长率(%)	20.4	21.7	38.2	28.4	31.1
毛利率(%)	37.7	34.6	35.8	36.8	36.7
净利率(%)	12.0	10.7	11.5	11.5	11.8
ROE(%)	18.0	18.7	21.4	22.1	22.9
EPS(摊薄/元)	0.83	1.01	1.40	1.80	2.36
P/E(倍)	39.4	32.4	23.4	18.2	13.9
P/B(倍)	7.7	6.5	5.3	4.2	3.3

强烈推荐(首次评级)

市场数据	时间 2020.03.06
收盘价(元):	32.75
一年最低/最高(元):	18.5/35.55
总股本(亿股):	14.9
总市值(亿元):	487.97
流通股本(亿股):	9.93
流通市值(亿元):	325.17
近 3 月换手率:	107.92%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	17.0	31.15	57.46
绝对	23.12	37.2	65.01

相关报告

投资要件

关键假设

- 1、公司防水卷材规划产能充足，且产能利用率和产销率将持续处于高位。B端渠道开拓基本完成后，防水卷材将迎来一定提价。
- 2、由于计入砂浆，防水涂料总体产能增长较快，且均价承压。但随其他涂料产品结构升级，均价仍将维持稳定。
- 3、工程施工和其他主营业务短期内毛利率将维持稳定，长期有提升空间。

我们区别于市场的观点

- 1、市场普遍认为当前宏观经济增速承压，且地产新开工放缓，带来公司业绩增速中枢下行。

我们认为公司目前较快的业绩增速仍将在较长时间内保持。防水行业的需求分别对应开工和竣工两端，我们预计开工端需求增长在中短期内仍能维持，而竣工端由于缺口较大，需求已经进入爆发期，确定性更强。地产集采和精装房趋势使公司防水涂料业务与B端关联度更大，充分受益竣工面积高速增长。另外，下游地产商以及防水行业本身集中度加速提升的趋势，将使公司加速挤占中小企业份额，市占率提升带来的成长空间足以抵消新开工增速可能下滑带来的影响。

- 2、市场普遍担忧公司现金流和账期情况，认为资金压力可能带来经营风险。

我们从履约保证金、应付账期、资本开支、债务结构四方面进行了分析，认为公司报表自今年起就将迎来修复。未来，随着履约保证金模式逐步退出、公司对上游议价能力进一步增强、资本开支减少、债务结构趋于合理等因素，公司的资金压力和财务风险将显著降低，并将提升公司估值中枢。

股价上涨的催化因素

- 1、原油价格下降：公司毛利水平与原油/沥青价格相关度较大且弹性较强。
- 2、新开工面积、竣工面积增速超预期：公司防水卷材业务与新开工相关度大，防水涂料业务与竣工相关度大。

盈利预测与估值

公司是国内防水行业最大龙头，防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，均具备巨大成长空间。2020年起公司报表将迎来显著改善，从边际上进一步提升估值预期。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为20.85/26.77/35.10亿元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。根据wind一致预期对同行业上市公司科顺股份、凯伦股份给予的2020年20倍、22倍PE，我们认为公司作为行业龙头应享有估值溢价，2020年给予25倍PE，目标价45元。

投资风险

公司产能投放不及预期的风险；地产行业增速大幅下滑的风险

表1: 公司收入历史、预测的详细拆分

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
防水卷材					
营收(亿元)	53.35	73.19	95.18	108.00	125.00
成本(亿元)	31.80	46.30	59.01	64.80	75.00
毛利(亿元)	21.55	26.89	36.17	43.20	50.00
毛利率	40.40%	36.74%	38.00%	40.00%	40.00%
产能(万平方米)	16,520	29,800	37,620	45,000	50,000
产量(万平方米)	22,570	34,398	41,382	45,000	50,000
销量(万平方米)	22,877	34,045	41,382	45,000	50,000
产能利用率	136.62%	115.43%	110.00%	100.00%	100.00%
均价(元/平方米)	23.32	21.50	23	24	25
防水涂料					
营收(亿元)	29.72	39.76	48.70	75.60	108.00
成本(亿元)	17.47	24.31	29.22	45.36	64.80
毛利(亿元)	12.25	15.45	19.48	30.24	43.20
毛利率	41.21%	38.85%	40.00%	40.00%	40.00%
产能(万吨)	48	117	167	240	300
产量(万吨)	44	61	108	168	240
销量(万吨)	62	87	108	168	240
产能利用率	91.32%	52.05%	65.00%	70.00%	80.00%
均价(元/吨)	4,793.55	4,570.11	4500	4,500	4,500
工程施工					
营收(亿元)	14.17	19.51	25.95	33.73	43.85
成本(亿元)	10.01	14.07	18.68	24.29	31.57
毛利(亿元)	4.16	5.44	7.27	9.45	12.28
毛利率	29.33%	27.89%	28.00%	28.00%	28.00%
其他主营业务					
营收(亿元)	5.23	6.81	9.19	11.95	15.54
成本(亿元)	4.38	6.12	7.35	9.56	12.43
毛利(亿元)	0.85	0.69	1.84	2.39	3.11
毛利率	16.27%	10.20%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务					
营收(亿元)	0.47	1.18	2.36	3.54	5.31
成本(亿元)	0.44	1.07	2.12	3.19	4.78
毛利(亿元)	0.03	0.11	0.24	0.35	0.53
毛利率	6.65%	9.57%	10.00%	10.00%	10.00%
合计					
营收(亿元)	102.94	140.45	181.38	232.82	297.70
毛利率	37.73%	34.59%	35.83%	36.78%	36.65%
净利润(亿元)	12.42	15.11	20.85	26.77	34.24

资料来源:公司公告,新时代证券研究所预测

目 录

1、 防水行业绝对龙头，防水卷材营收占比超过一半.....	6
1.1、 公司是国内防水行业的领跑者.....	6
1.2、 上市第 12 年，营收增长 24 倍，净利润增长 46 倍.....	7
1.3、 稳中求变：业务领域延伸+机制架构改革.....	8
2、 千亿以上的大行业，格局迎来重塑.....	10
2.1、 总计市场空间已近 2000 亿元，是名副其实的大行业.....	10
2.2、 增量市场稳健，存量市场接棒.....	12
2.3、 行业集中度加速提升是确定性趋势，龙头企业充分受益.....	17
3、 公司具备伟大企业的基因，成长空间远未见顶.....	20
3.1、 逆周期扩张，抓住行业变革机遇.....	20
3.2、 报表将迎来显著改善，估值提升可期.....	24
3.3、 成长空间：主业受益集中度提升，新业务增量可观.....	27
4、 估值分析：当前公司估值位于历史相对低点.....	30
4.1、 相对估值法.....	30
4.2、 绝对估值法.....	31
4.3、 估值结论.....	32
5、 风险提示.....	32
附： 财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 公司发展历程.....	6
图 2： 三家防水上市公司在规模以上防水企业营收中所占份额.....	7
图 3： 公司股权结构.....	7
图 4： 公司上市以来营收增长 24 倍.....	8
图 5： 公司上市以来归母净利润增长 46 倍.....	8
图 6： 公司主要业务毛利率情况.....	8
图 7： 公司与科顺股份毛利率对比（2018 年报数据）.....	8
图 8： 公司营收增速显著快于行业.....	8
图 9： 公司营收超过 80% 来自防水材料.....	9
图 10： 公司目前各业务板块及旗下品牌.....	9
图 11： 公司当前业务架构.....	10
图 12： 公司的合伙人机制实现双赢，为业内首创.....	10
图 13： 规模以上防水企业营收增速与下游需求指标增速相仿.....	11
图 14： 我国规模以上防水企业数量高速增长.....	12
图 15： 公司防水卷材业务增速与新开工面积相关度较大.....	12
图 16： 公司防水涂料业务增速快于竣工面积增速.....	13
图 17： 日本劳动年龄人口拐点为 1995 年，新开工面积拐点为 1996 年.....	13
图 18： 韩国劳动年龄人口拐点为 2017 年，新开工面积拐点为 2015 年.....	14
图 19： 对标日韩，预计我国新开工面积拐点即将到来.....	14
图 20： 中国、日本、韩国的城市化率情况.....	15
图 21： 过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米.....	16
图 22： 防水行业龙头公司市场份额提升迅速.....	17
图 23： 我国房企市场份额情况（房企销售金额/全国商品房销售金额）.....	18
图 24： 我国精装房渗透率情况.....	20

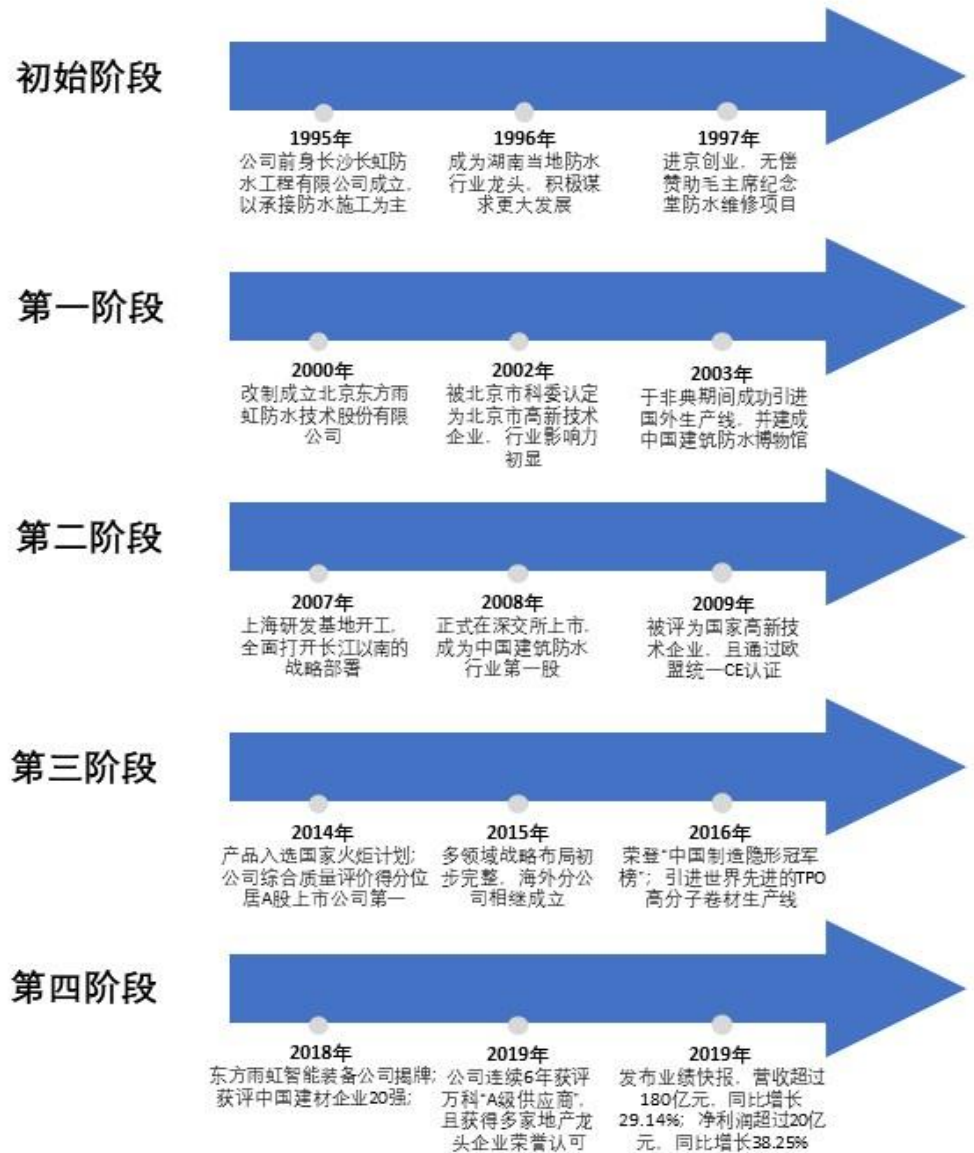
图 25: 我国精装房渗透率仍有较大提升空间	20
图 26: 2014 年、2018 年社融增速显著下滑	21
图 27: 公司净现金流状况始终保持良好	21
图 28: 2014 年、2017 年两次再融资后公司已大致完成全国布局	22
图 29: 履约保证金使得公司 2018 年、2019 年现金流出大幅增加	22
图 30: 公司部分重要客户一览	23
图 31: 东方雨虹建筑修缮技术有限公司主要服务范围	24
图 32: 公司应付账款 2018 年开始显著增加	25
图 33: 公司应付账期呈不断上升趋势	25
图 34: 公司厂房和设备支出开始显著增加	26
图 35: 公司 2010-2018 年借款均为短债	27
图 36: 公司短期偿债能力有望逐步回升	27
图 37: 公司营收与新开工面积高度相关, 且增速高出 20-25%	28
图 38: 东方雨虹 PE-Band	30
表 1: 公司收入历史、预测的详细拆分	3
表 2: 主要防水材料的类别及用途	11
表 3: 2019 年以来国家旧改相关政策及事件	15
表 4: 部分民用建筑工程造价参考指标	17
表 5: 工信部《建筑防水卷材行业准入条件》部分重要条款	18
表 6: TOP500 房企首选防水材料品牌十强	19
表 7: 防水集采市场空间测算	19
表 8: 公司历次募资及扩产情况梳理	20
表 9: 住建部《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见(征求意见稿)》重要条款	24
表 10: 公司募投项目已基本完成拿地	26
表 11: 公司非织造布产能情况	29
表 12: 公司披露的旗下新业务拓展情况(收购或设立)	29
表 13: 可比公司估值表	30
表 14: FCFF 估值关键假设表	31
表 15: FCFF 估值结果	31
表 16: FCFF 估值敏感性分析	32

1、防水行业绝对龙头，防水卷材营收占比超过一半

1.1、公司是国内防水行业的领跑者

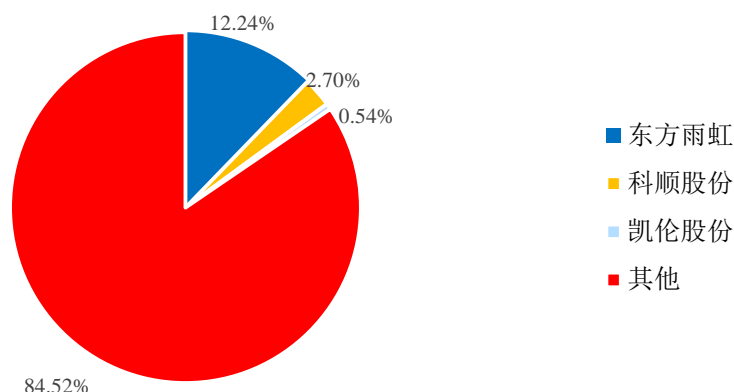
公司是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的防水系统服务商，前身为北京东方雨虹防水技术有限责任公司，成立于1995年，并于2008年成为防水行业首家A股上市公司。

图1：公司发展历程



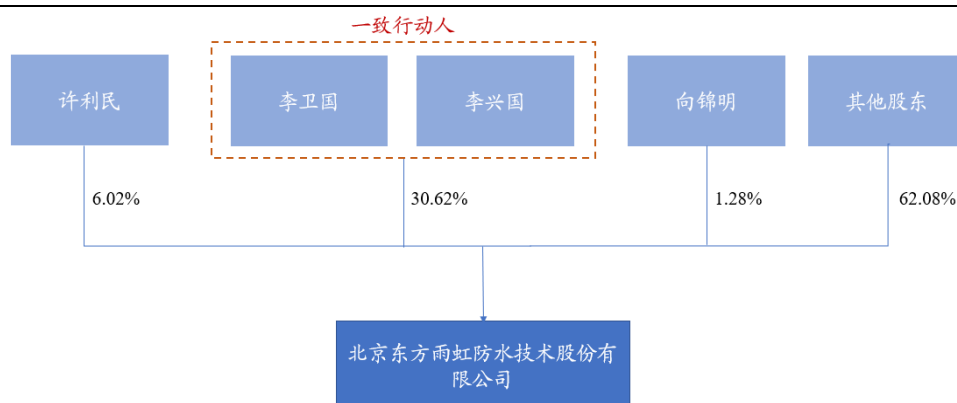
资料来源：公司官网，新时代证券研究所

公司2019年营收达181亿元，相较行业第二名科顺股份（2019业绩预告45-48亿元）及其他追赶者，在规模上具备显著领先优势，是国内防水行业的绝对龙头。

图2： 三家防水上市公司在规模以上防水企业营收中所占份额

资料来源：中国建筑防水协会，新时代证券研究所

公司上市以来的控股股东和实控人均均为李卫国先生，他与一致行动人李兴国先生共持有公司 30.62% 的股权。同时，李卫国先生也是中国建筑防水协会会长和高能环境的实控人。

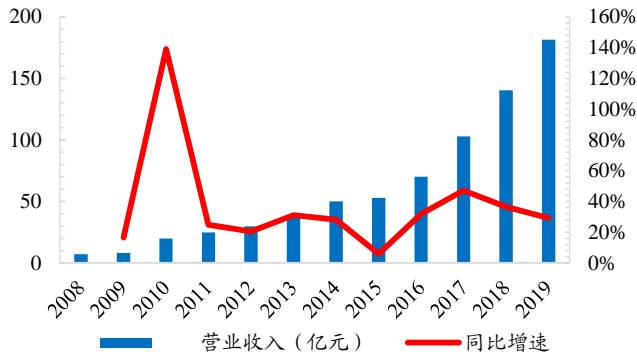
图3： 公司股权结构

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、上市第 12 年，营收增长 24 倍，净利润增长 46 倍

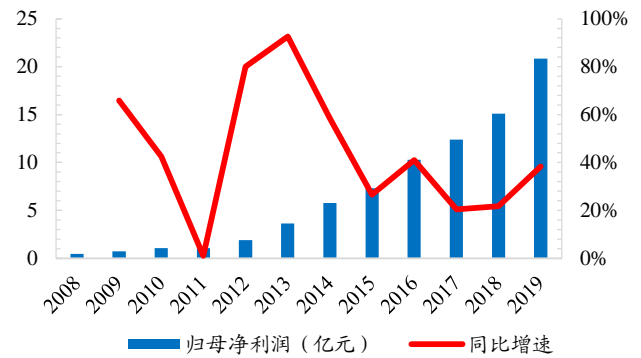
根据公司最新发布的 2019 业绩快报，2019 年公司实现营收 181.39 亿元，同比增长 29.14%；实现归母净利润 20.85 亿元，同比增长 38.25%。自 2008 年上市以来，公司营收复合增速达 34.22%，归母净利润复合增速达 42.01%。并且同类产品的利润水平也领先竞争对手。

图4: 公司上市以来营收增长 24 倍



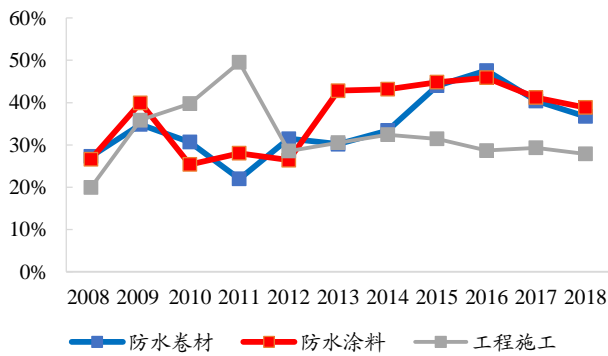
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图5: 公司上市以来归母净利润增长 46 倍



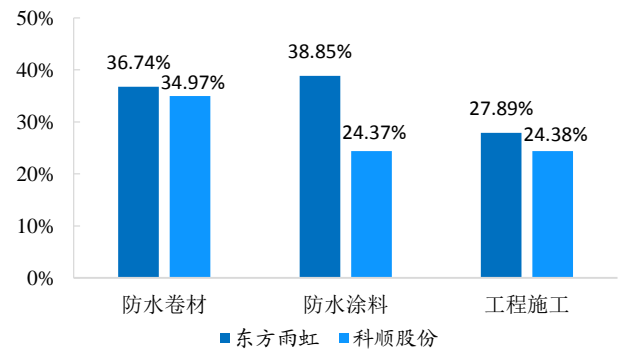
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 公司主要业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

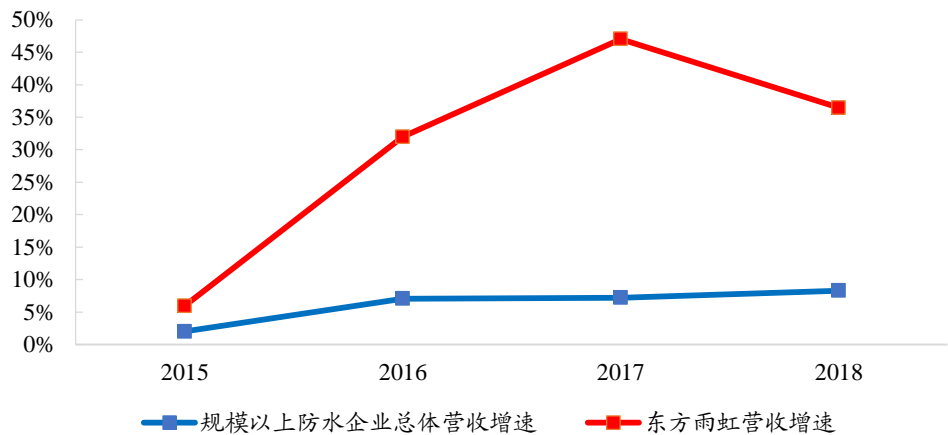
图7: 公司与科顺股份毛利率对比 (2018 年报数据)



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2015 年起公司业绩增长不断加速, 显著高于行业内规模以上企业, 也带来了市场份额的不断提升。究其原因, 一方面从行业层面上, 总需求稳步提升且集中度加速上升, 另一方面从公司层面上, 渠道挖掘、多品类拓展、规模效应等优势使得公司受益程度大于行业。

图8: 公司营收增速显著快于行业



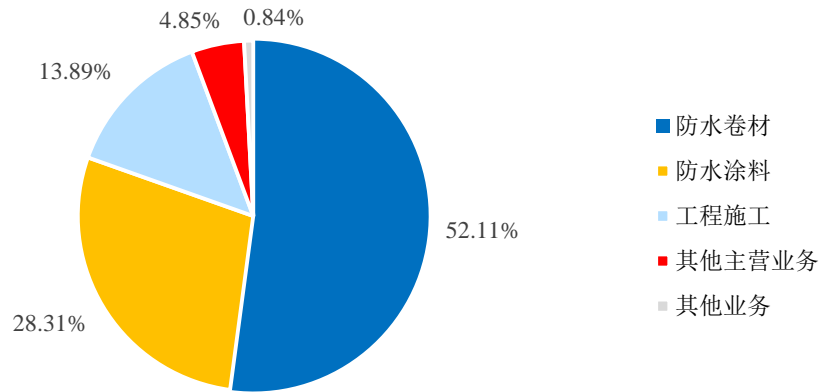
资料来源: 中国建筑防水协会, 新时代证券研究所

1.3、稳中求变: 业务领域延伸+机制架构改革

防水材料是公司的主营业务, 目前总计营收占比超过 80%。其中, 防水卷材是

公司产品中占比最高的大类，目前营收占比超过 50%。

图9: 公司营收超过 80%来自防水材料



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

2010 年以来, 在防水业务已经做大做强, 全面领先竞争对手的基础上, 公司继续求变, 通过收购和自主拓展的方式, 在以防水为核心主业的前提下, 形成了包括节能保温、民用建材、非织造布、建筑涂料、建筑修缮和特种砂浆“1+6”的产品和服务体系。

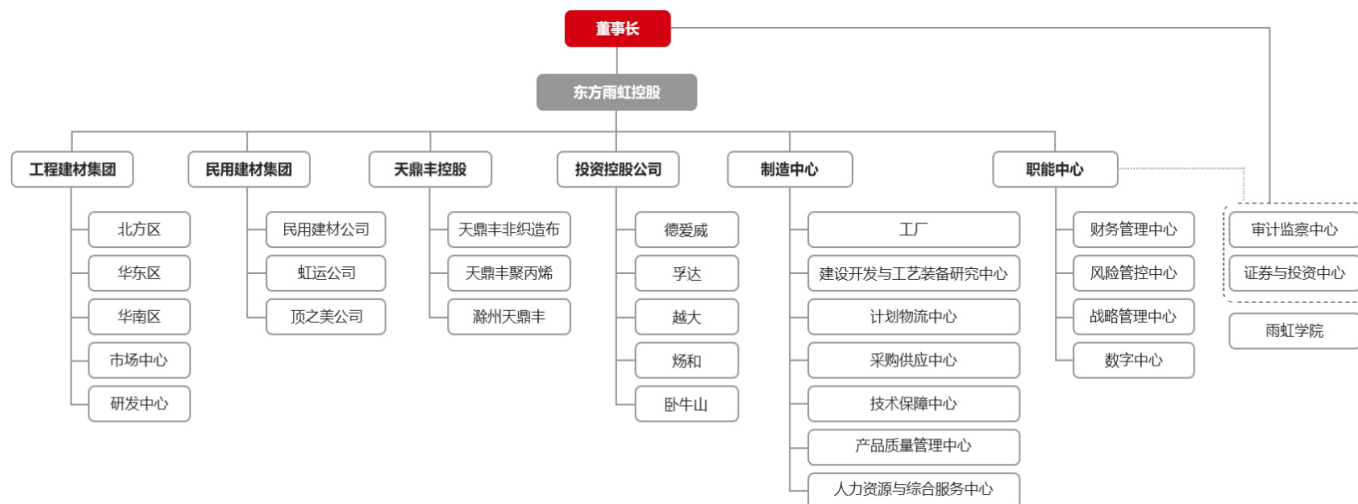
图10: 公司目前各业务板块及旗下品牌



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

与此同时, 公司于 2018 年在现有产品线基础上, 对业务架构进行了调整, 并引入了“事业合伙人”的新机制。业务架构上, 公司以各版块职能为基础, 重组成工程建材集团、民用建材集团、非织造布和投资控股四大业务板块。

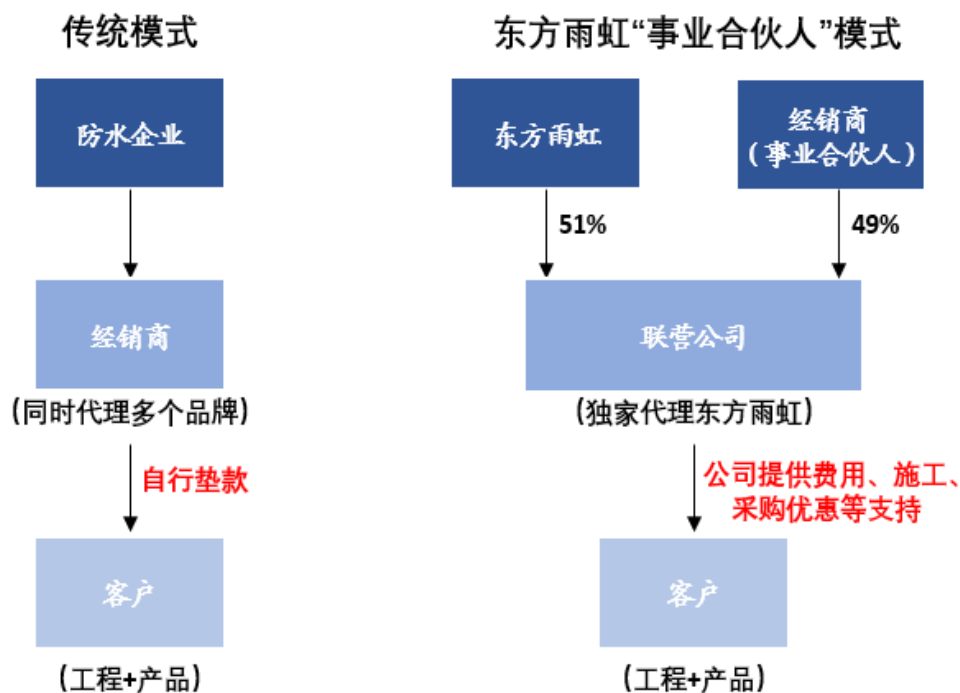
图11: 公司当前业务架构



资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

机制方面, 工程建材集团通过事业合伙人机制管理工程渠道, 民用建材集团通过类似的机制管理零售渠道。事业合伙人机制通过利益绑定, 有力调动了经销商的积极性, 并进一步从工程和零售两端拓展了直销之外的渠道资源。

图12: 公司的合伙人机制实现双赢, 为业内首创



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所整理

2、 千亿以上的大行业, 格局迎来重塑

2.1、 总计市场空间已近 2000 亿元, 是名副其实的大行业

我国建筑防水材料已形成了七大门类: SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、自粘防水卷材、沥青复合胎柔性防水卷材、玻纤沥青和石油沥青纸胎油毡。其中, 应用最广泛的是改性防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料和

自粘防水卷材,预计上述四类防水建筑材料产量占全部防水材料总产量的80%以上。

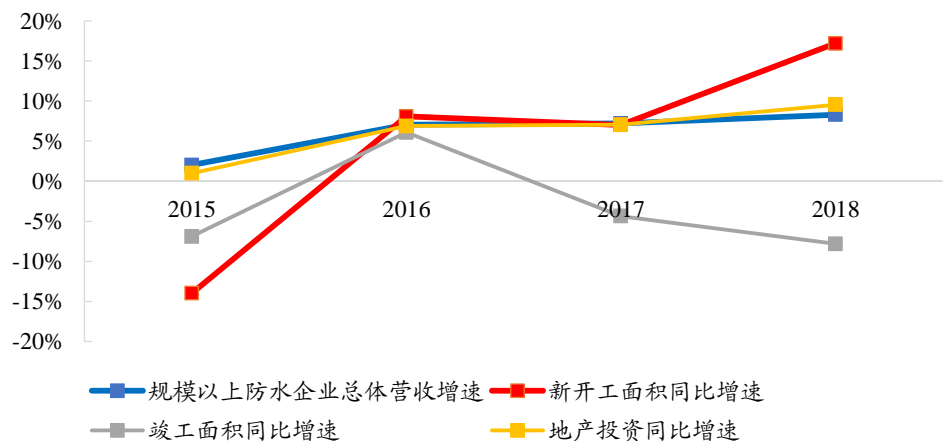
表2: 主要防水材料的类别及用途

产品类别	主要用途
SBS/APP 改性沥青防水卷材	主要适用于屋面和地下工程的防水,以及桥梁、停车场、地铁、隧道、地下空间等建筑物和构筑物防水、防潮、隔汽。
自粘改性沥青防水卷材	适用于建筑的屋面、地下室、隧道、人防等防水工程。
防水卷材	
TPO 防水卷材	广泛应用于工业建筑、民用建筑、公用建筑等各类屋面防水工程,特别适用于钢结构及钢筋混凝土结构的屋面防水。
特种工程专用卷材	适用于道路桥梁、铁路桥梁、种植屋面、耐盐碱、阻燃等特殊功能的专项防水工程。
高密度聚乙烯(HDPE)自粘胶膜防水卷材	专为地下工程开发的一种具有国际前沿技术的能提供与后浇混凝土结构形成牢固结合效果的防水卷材。
聚脲防水涂料	广泛应用于高速铁路、工业与民用建筑等的防水工程,港口、市政污水设施、化工管道防腐防护工程,地坪、水利、设备等耐磨防护工程等。
防水	
聚氨酯防水涂料	适用于卫浴间、厨房间、楼地面、阳台等室内防水;地铁、建筑地下、水池、游泳池等长期受水的工程防水、防渗,也可用于非暴露的屋面防水。
涂料	
丙烯酸酯防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面等室内及阳台的防水工程和木地板的防潮。
聚合物水泥防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面、阳台、非暴露型屋面及外墙面的防水、防渗和防潮工程。
非固化/溶剂型/水乳型沥青涂料	广泛用于建筑的屋面工程及卫浴间、厨房间等防水工程。
其他产品	
EVA 防水板	广泛应用于地铁、隧道等地下工程防水。

资料来源:公司可转债募集说明书,新时代证券研究所整理

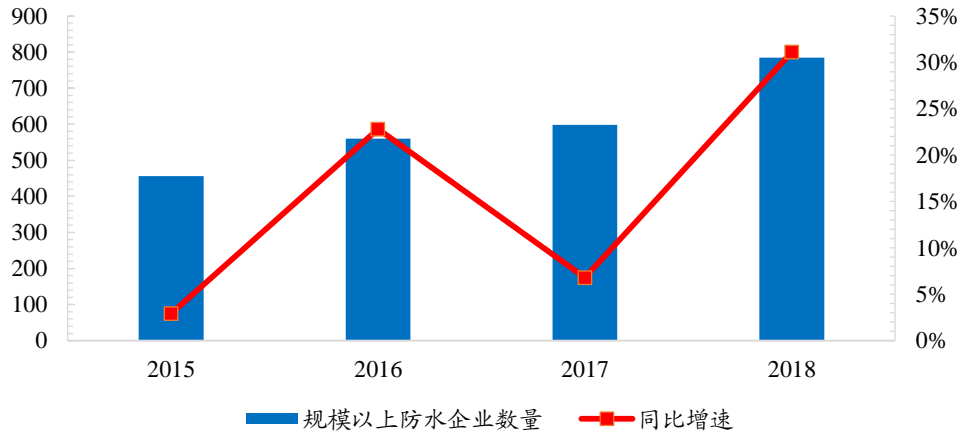
根据国家统计局数据,2018年防水行业总计有784家规模以上企业(主营业务收入在2000万元以上),主营业务收入累计为1147.37亿元,同比增长8.3%,总体来看增速与需求端增速相仿。

图13: 规模以上防水企业营收增速与下游需求指标增速相仿



资料来源:国家统计局,中国建筑防水协会,新时代证券研究所

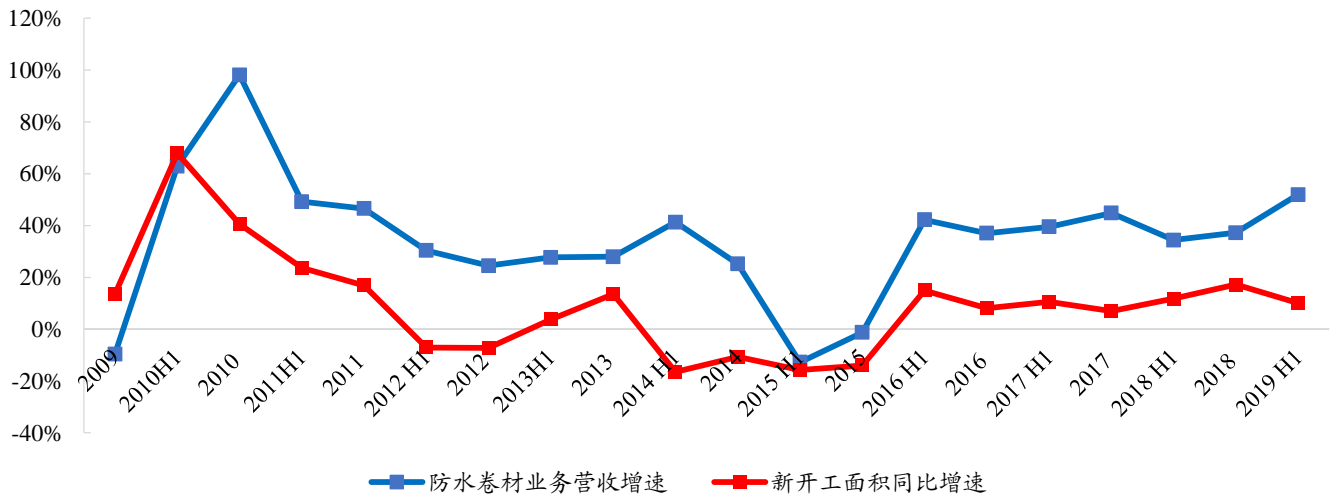
若规模以上企业营收占比为全行业的50%,则粗略估计防水行业市场空间已超过2000亿元。未来以规模以下企业为代表的行业落后产能会加速出清,规模以上企业将抢占市场份额,其营收占比会不断提升,呈现强者恒强的发展格局。

图14: 我国规模以上防水企业数量高速增长

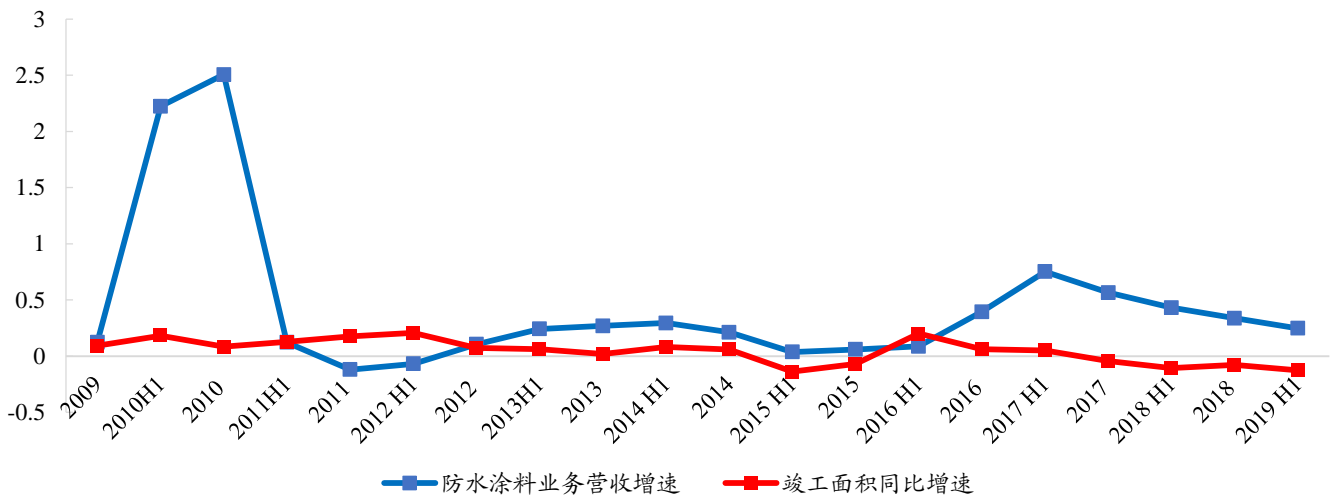
资料来源：中国建筑防水协会，新时代证券研究所

2.2、增量市场稳健，存量市场接棒

防水行业下游需求整体与房屋施工面积关联较大，东方雨虹作为防水行业内规模最大、品类最全的企业，我们选取其业务作为样本与房屋施工面积数据进行拟合。从结果来看，防水卷材属于前端建材，与新开工面积相关度大；防水涂料属于后端建材，与竣工面积相关度大。相对来说，防水涂料由于在防水材料整体应用占比小于防水卷材，且公司防水涂料业务内生增长较快，近年来竣工端又受宏观因素压制，因此公司防水涂料业务增速大多数时候快于竣工面积增速。

图15: 公司防水卷材业务增速与新开工面积相关度较大

资料来源：国家统计局，公司公告，新时代证券研究所

图16: 公司防水涂料业务增速快于竣工面积增速

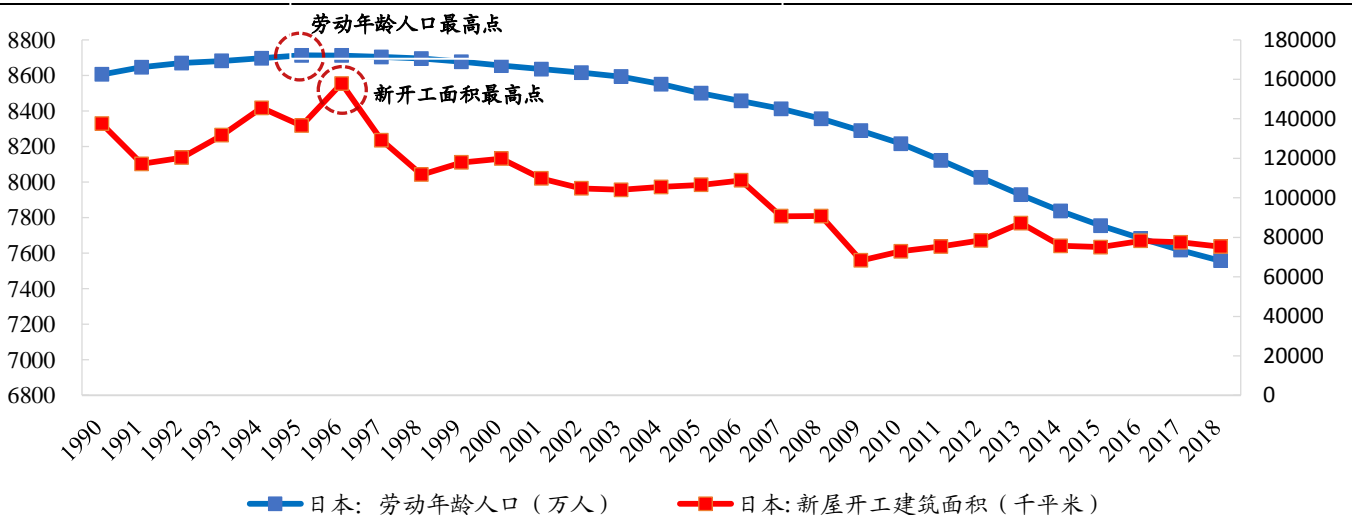
资料来源：国家统计局，公司公告，新时代证券研究所

关于防水行业的市场空间增速，我们认为可以分为增量和存量两个部分。

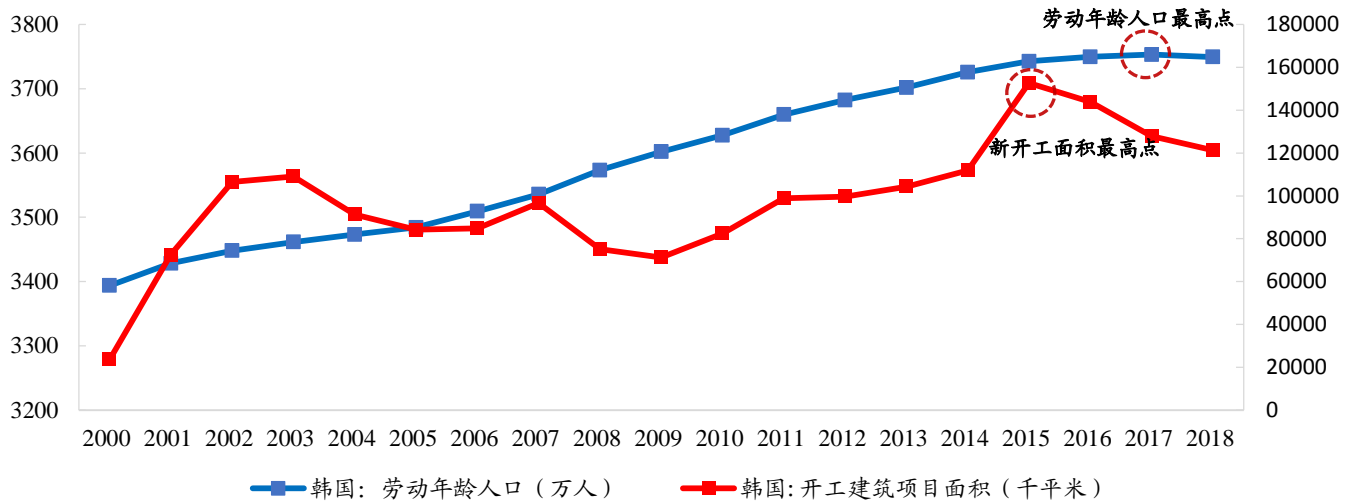
1) 增量方面，房屋新开工面积是最主要的指标

对标日韩，我国新开工面积增长可以从劳动力人口和城镇化率两个维度考虑。

从劳动力人口的维度来看，房屋新开工面积与劳动人口的发展趋势关联性很强。日本劳动年龄人口的拐点是1996年，新屋开工建筑面积的拐点是1997年；韩国劳动年龄人口的拐点是2017年，开工建筑面积的最高点出现在2015年，也有较大可能性会是历史高点。由此可见，日本和韩国的房屋新开工面积拐点与劳动年龄人口的拐点是基本重合的。

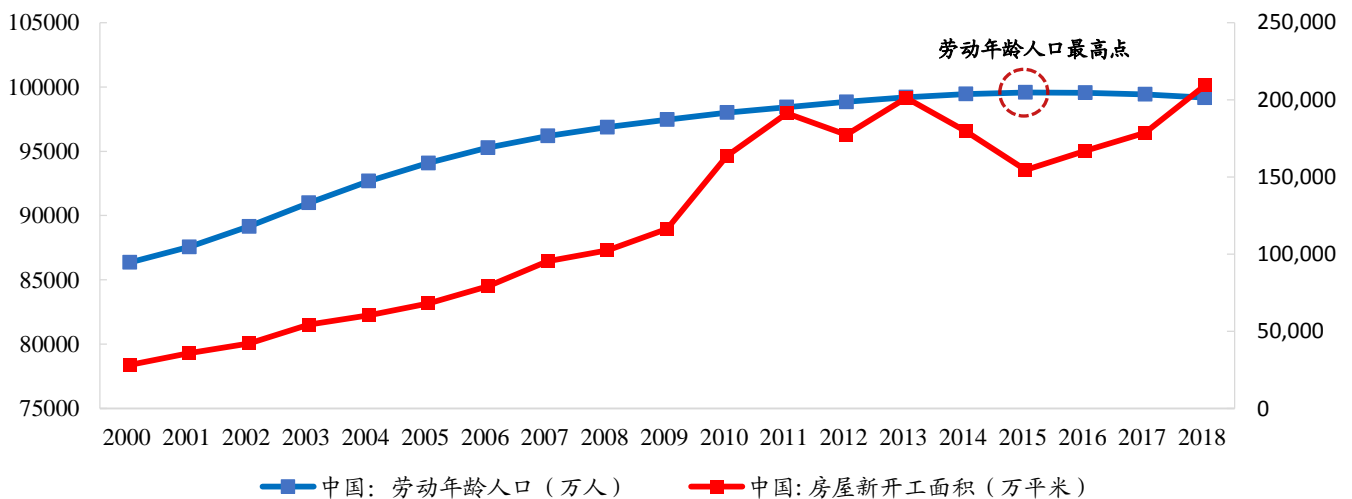
图17: 日本劳动年龄人口拐点为1995年，新开工面积拐点为1996年

资料来源：wind，新时代证券研究所

图18: 韩国劳动年龄人口拐点为2017年, 新开工面积拐点为2015年

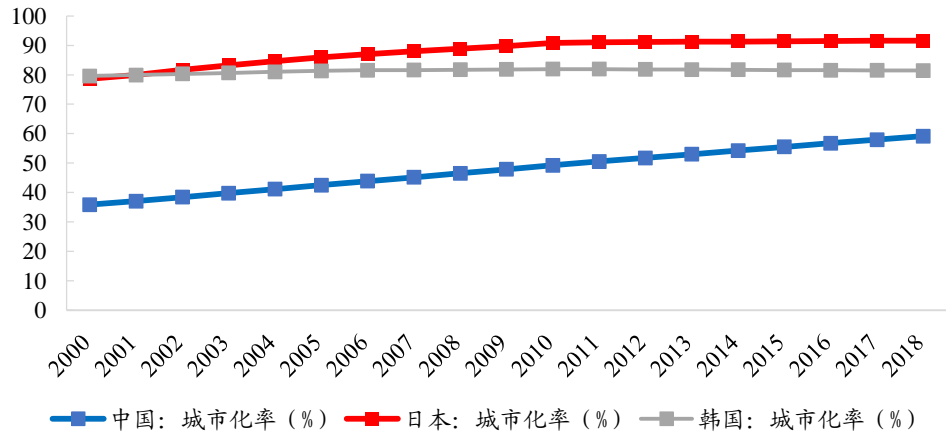
资料来源: wind, 新时代证券研究所

我国劳动年龄人口与新开工面积的走势与韩国很类似。在2015年, 我国劳动年龄人口出现拐点。同时考虑到我国的房屋新开工面积还受到竣工不达预期的因素压制, 因此房屋新开工面积的拐点预计会在近几年到来。

图19: 对标日韩, 预计我国新开工面积拐点即将到来

资料来源: wind, 新时代证券研究所

从城镇化率来看, 2018年我国城市化率官方数据为59.15%, 但统计上的城镇人口为在城镇居住时间超过6个月以上的人口, 这对于流动人口可能不能有效反映。因此也有一些专家和学者提出我国城镇化率可能被低估10个百分点左右的质疑。若按当前60%的城市化率计算, 我国房屋新开工面积还有一定的发展空间。但以目前的城市化进程来看, 预计5-10年内我国城市化率会到达70-75%的相对高点, 叠加劳动年龄人口的持续下降, 住房总需求也很有可能出现回落。

图20: 中国、日本、韩国的城市化率情况

资料来源: wind, 新时代证券研究所

但无论从哪个维度考虑,我国房屋新开工面积未来都较难出现快速增长,并且大概率会在5-10年后自高位逐渐下行。换言之,防水市场的增量空间较为有限。

2) 存量市场将逐步成为防水需求的主旋律

根据发达国家经验,房屋翻修已成为防水材料主要市场。2017年美国公用建筑对防水材料需求中翻新占比约为75%,住宅建筑中翻新占比约为82%。而我国需翻新的住宅、老旧小区基数大,根据住建部2018年的初步统计,全国共有老旧小区近16万个,涉及居民超过4200万户,建筑面积约为40亿平方米,这将给防水材料带来巨大的需求空间。

表3: 2019年以来国家旧改相关政策及事件

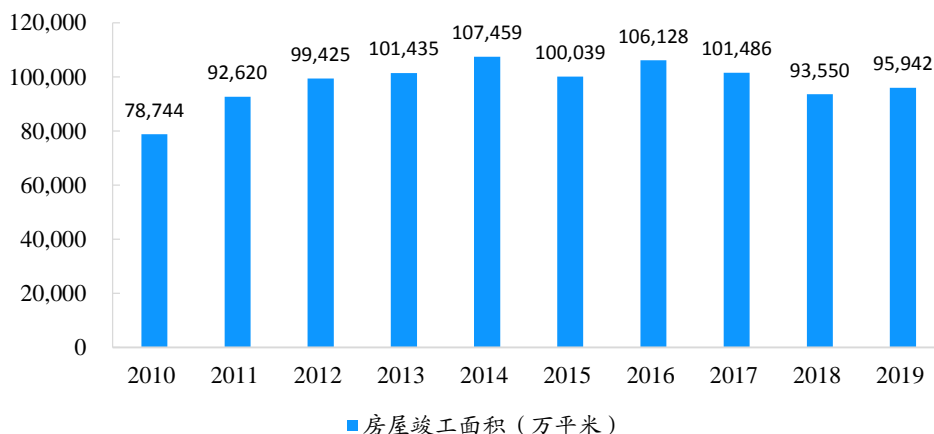
时间	部门	事件/文件	主要内容
2019-03	国务院	《政府工作报告》	城镇老旧小区量大面广,要大力进行改造提升,更新水电路气等配套设施,支持加装电梯,健全便民市场、便利店、步行街、停车场、无障碍通道等生活服务设施。
2019-04	住建部、发改委、财政部	《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》	中央预算内支持的配套基础设施包括小区内道路、供排水、供电、供气供暖、绿化、照明、围墙等基础设施,小区内配套养老抚幼、无障碍、便民等服务设施,与小区直接相关的城市、县城(城关镇)道路和公共交通通信、供电、供排水、供气、供热、停车库(场)等城镇基础设施项目。老旧小区改造配套基础设施建设中央预算内投资不支持主体改造,不得用于主干道、主管网、综合管廊、广场、城市公园等与老旧小区改造不直接相关的城镇基础设施项目。
2019-06	国务院	国务院常务会议	会议明确,要推进城镇老旧小区改造,顺应群众期盼改善居住条件。加快改造城镇老旧小区,群众愿望强烈,是重大民生工程和发展工程。据各地初步摸排,目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人,量大面广,情况各异,任务繁重;要重点改造建设小区水电路气及光纤等配套设施,有条件的可加装电梯,配建停车设施。同时,还要促进住户户内改造并带动消费。对于老旧小区改造工作面临的资金问题,今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金:鼓励金融机构和地方积极探索,以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。
2019-07	国务院	国新办政策吹风会	城镇旧改上升到国家层面,既保民生又稳投资同时拉内需;改造内容分为基本、提升和完善公共服务三类,先从保基本开始。

时间	部门	事件/文件	主要内容
2019-07	中央政治局	中央政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设。
2019-07	中国城市科学研究会	《城市旧居住区综合改造技术标准》	标准提出了旧居住区综合改造应遵守的基本准则和应进行的改造项目及技术标准。具体内容涵盖室外环境、道路与停车、配套设施、房屋、建筑结构、建筑设备 6 大类 20 项改造内容，并以“优选项目+拓展项目”的菜单式选择模式，分类引导规范各类改造内容。
2019-07	农业银行	《关于加快对城镇老旧小区改造项目进行业务营销的通知》	根据《通知》内容，农业银行将做好分层营销，由总行牵头营销组织工作，主动对接住建部、发改委、财政部等国家部委，关注国家《关于加快对城镇老旧小区改造政策，研究整体金融支持策略，出台城镇老旧小区改造贷款专项产品办法。要将加强联动营销，成立营销团队，探索在贷款、产业基金、专项债投资、债券承销及投资、租赁融资等对公业务，以及个人贷款、银行卡、掌银、存款、理财产品等个人业务方面为老旧小区改造及社区居民提供全方位金融服务。

资料来源：政府官网，新时代证券研究所

而事实上，旧改政策涉及的也仅是存量市场中的一小部分。若以竣工面积作为存量市场的主要指标，以防水材料普遍 10 年的翻新周期来看，2010 年以来的竣工房屋将进入翻新周期，累计新增的存量市场近百亿平米，每年将创造约 10 亿平米的修缮需求。

图 21：过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米



资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

另外，我们预计修缮业务中所涉及的防水客单价将高于新做防水的客单价。根据我国建筑造价指标，假设防水（材料+施工）在总造价中占比为 5%，则新做防水的客单价约为 40-100 元/平方米。而根据市场数据，目前防水维修的客单价约为 100 元/平方米，实际应普遍高于新做防水。我们认为主要原因是维修时普遍会存在产品升级，并且有配套施工服务，因此也会有明显溢价。对防水企业来讲，修缮业务拥有更高的毛利率。若按照新做防水客单价平均 70 元/平方米计算，防水维修客单价平均 100 元/平方米计算，当未来增量市场全部转化为存量市场时，**仅从单价来看市场空间也将提升 43%左右。**

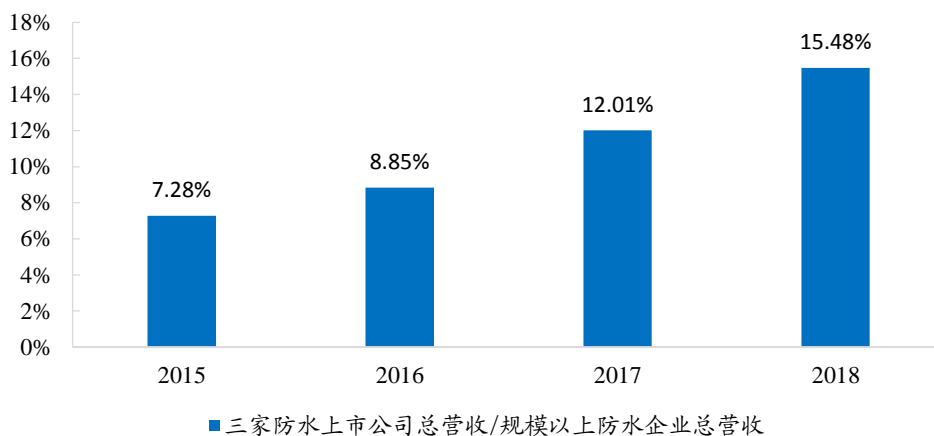
表4: 部分民用建筑工程造价参考指标

房屋类型	总造价(元/平方米)	对应防水客单价(元/平方米)
住宅低层-高标准	1300-1800	65-90
住宅多层-一般标准	800-1100	40-55
住宅多层高标准	1400-1700	70-85
住宅高层一般标准	1300-1500	65-75
住宅高层高标准	1500-2000	75-100

资料来源: 广联达服务新干线, 新时代证券研究所

2.3、行业集中度加速提升是确定性趋势, 龙头企业充分受益

我国防水行业随着城镇化建设的不断推进, 市场空间获得了充分扩张, 但当下已进入由“量”到“质”的转型期。行业存在的整体产能过剩、非标产品泛滥、集中度低的问题都将在未来逐步得到解决。伴随行业格局的改变, 集中度加速提升将成为确定性趋势以及最终结果。以规模以上防水企业营收作为分母, 三家防水上市公司营收(东方雨虹、科顺股份、凯伦股份)作为分子, 2015年三家公司市占率合计为7.28%, 2018年该比例已达15.48%, 增长一倍有余。

图22: 防水行业龙头公司市场份额提升迅速

资料来源: 公司公告, 中国建筑防水协会, 新时代证券研究所

从驱动因素来看, 我们认为防水行业集中度提升主要受益于三大趋势:

1) 行业标准不断趋严, 非标产品和落后产能将得到淘汰

2014年国家质检总局将建筑防水产品作为质量提升工作的10类重点产品之一, 更将建筑防水卷材列为8大质量提升重点产品之一, 当年的市场调研结果显示, 部分地区非标防水产品的市场占有率甚至达到80%。近年来国家发布多项政策, 主要从三个方面规范行业标准, 第一是提高准入条件, 从根源上杜绝新的非标厂商进入行业; 第二是增加防水工程质保年限, 对产品质量、施工提出更高要求; 第三是增大监督力度, 查处不规范产品, 压缩不合格小企业生存空间。

表5: 工信部《建筑防水卷材行业准入条件》部分重要条款

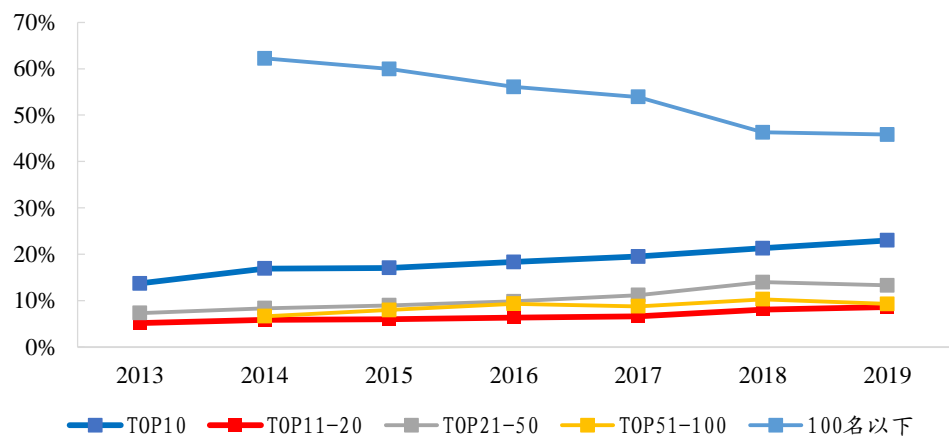
标准类别	产品类别	具体规定
规模和工艺标准	1、新建改性沥青类(含自粘)防水卷材项目	单线产能规模不低于1000万平方米/年
	2、新建高分子防水卷材(PVC、TPO)项目	单线产能规模不低于300万平方米/年
	3、改性沥青类(含自粘)防水卷材生产线	胶体磨总流量不低于40立方米/小时
	4、聚氯乙烯(PVC)防水卷材生产线	总挤出能力不低于1200千克/小时
	5、热塑性聚烯烃(TPO)防水卷材生产线	总挤出能力不低于1000千克/小时
能耗标准	1、沥青基防水卷材	有胎 单位产品综合能耗限额准入值(千克标煤/平方米)不高于0.2 无胎 单位产品综合能耗限额准入值(千克标煤/平方米)不高于0.1
	2、聚氯乙烯(PVC)防水卷材	单位产品综合能耗限额准入值(千克标煤/平方米)不高于0.08
	3、热塑性聚烯烃(TPO)防水卷材	单位产品综合能耗限额准入值(千克标煤/平方米)不高于0.08
环保标准	1、易产生烟气、粉尘等污染物的原材料在运输、装卸、储存和使用过程中应当采取密闭措施	
	2、改性沥青类(含自粘)防水卷材的沥青搅拌罐、浸油池和涂油池应配置沥青烟气处理装置,排放的气体符合GB 16297《大气污染综合排放标准》或项目所在地环境标准的要求	
	3、固体废弃物按规定收集、贮存和用于再生产;实施雨污分流、清污分流,冷却水循环使用,生产废水经收集处理后达标排放	
	4、完善噪声防治措施,厂界噪声符合GB 12348《工业企业厂界噪声排放标准》的规定	
	5、采取清洁生产技术,开展清洁生产审核	

资料来源:工信部,新时代证券研究所

2) 地产业集中度提升,集采趋势利好龙头

地产市场作为防水行业最重要的下游之一,其竞争格局变化也将深刻影响防水行业。2019年房地产继续加速洗牌,宣告破产的房地产相关企业数量多达525家,平均每天有1.5家,只有千亿以上规模的房企数量略微增加。预计受融资困难、调控持续、部分城市转向买方市场等因素影响,房企淘汰率将不断提升。

从统计数据可见, TOP10 房企市场份额的斜率明显高于10名以后房企,而100名以后房企的总体市占率呈不断下降趋势。

图23: 我国房企市场份额情况(房企销售金额/全国商品房销售金额)

资料来源: CRIC, 新时代证券研究所

在房地产“赢者通吃”的背景下,注定也只有绑定B端大客户的防水企业可以最终胜出。防水龙头也将乘地产龙头的东风,一同扩大自己的市场份额。从500强房企的防水品牌首选率可见,公司的首选率长期稳居行业第一且不断增长。另外可以注意到:

1) 除第二名科顺的首选率也在逐年增长外, 从第三名开始, 首选率于 2019 年出现下滑, 份额被挤压至 2013 年水平;

2) 前十防水品牌的总计份额在不断提升, 2019 年已基本对 TOP500 地产客户实现全部覆盖。

表6: TOP500 房企首选防水材料品牌十强

品牌首选率	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	东方雨虹 26%	东方雨虹 27%	东方雨虹 29%	东方雨虹 30%	东方雨虹 32%	东方雨虹 25%	东方雨虹 36%
2	科顺 11%	科顺 10%	科顺 14%	科顺 15%	科顺 20%	科顺 19%	科顺 20%
3	卓宝 10%	卓宝 9%	宏源 10%	宏源 14%	宏源 14%	宏源 19%	宏源 8%
4	禹王 8%	宏源 7%	卓宝 9%	卓宝 9%	卓宝 11%	蓝盾 9%	蓝盾 8%
5	德生 8%	德生 6%	德生 6%	蓝盾 5%	蓝盾 5%	卓宝 9%	卓宝 8%
6	宏源 6%	禹王 5%	蓝盾 5%	德生 5%	大禹 4%	大禹 7%	凯伦 6%
7	宇虹 5%	大明 4%	禹王 5%	大禹 4%	德生 3%	德生 4%	大禹 6%
8	卧牛山 5%	宇虹 4%	宇虹 3%	禹王 4%	禹王 3%	凯伦 2%	雨中情 2%
9	大明 3%	金雨伞 3%	大明 3%	宇虹 3%	宇虹 2%	蜀羊 2%	金拇指 2%
10	禹红 3%	蓝盾 2%	金雨伞 1%	大明 2%	蜀羊 2%	禹王 1%	蜀羊 2%
前十合计	85%	77%	85%	91%	96%	97%	98%

资料来源: 中国建筑防水协会, 新时代证券研究所

随着房企集中度提升而带来的另一个趋势是大地产商实行的战略集采。近年来万科等国内知名房企已全面施行“战略集采”合作模式, 从而能够有效降低采购成本, 并通过与供应商建立起的战略合作关系获得更加完善周到的服务。我们测算, 防水集采的市场空间 2019 年已超过 600 亿元, 且在未来将不断提升。

表7: 防水集采市场空间测算

关键假设:

- 1、参考新时代证券宏观团队预测, 未来三年房地产开发投资增速分别为 8%、6%、5.5%;
- 2、战略集采方多为大型开发商, 因此按前十大房企市占率估计;
- 3、对标发达市场, 防水材料在建筑工程造价中的占比、集采项目的占比均将不断提升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
房地产开发投资额 (亿元)	95979	102581	109799	120264	132194	142770	151336	159659
前十大房企市占率	17.05%	18.35%	19.50%	21.30%	23.00%	25.00%	27.00%	30%
防水造价占比	3%	3%	4%	4%	5%	5%	6%	6%
集采项目占比	30%	35%	35%	40%	40%	45%	45%	50%
防水集采市场空间 (亿元)	147	198	300	410	608	803	1103	1437

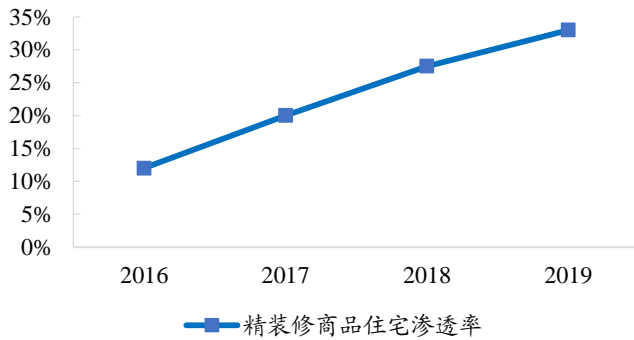
资料来源: 中国建筑防水协会, 国家统计局, 新时代证券研究所预测

集采趋势下, 防水企业对 B 端大客户的获客门槛将大幅增加, 一方面对防水产品的性能和综合服务能力提出更高要求, 另一方面由垫资带来的资金压力也是很多中小企业无法承受的。

3) 精装房渗透率提升趋势下, 防水涂料是主要受益品种之一

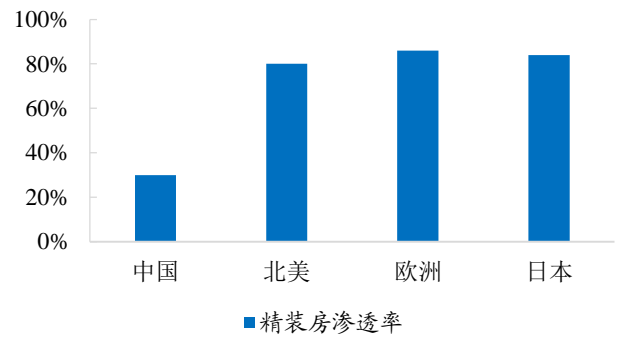
2017 年 4 月, 住房和城乡建设部印发《建筑业发展“十三五”规划》, 要求到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。事实上目前一二线城市精装房已经成为主流, 2019 年全国精装房整体占比业内预计也已超过 30%, 精装房的推进速度是超出预期的。

图24: 我国精装房渗透率情况



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

图25: 我国精装房渗透率仍有较大提升空间



资料来源: 中国产业信息网, 新时代证券研究所

对于防水企业来说, 精装房趋势影响的主要是防水涂料这一后端品类, 具体来说会将相当一部分C端需求移至B端。因此, 拓展精装房市场首先要求防水企业有优秀的B端渠道能力, 并且在产品质量、配套服务、工程团队方面具有比较优势。因此本质上精装房渗透率提升将推动防水企业进入龙头公司最擅长的赛道, 会进一步加速落后企业的淘汰。

3、公司具备伟大企业的基因, 成长空间远未见顶

3.1、逆周期扩张, 抓住行业变革机遇

2014年以来公司通过再融资和自有资金, 进入新一轮产能扩张周期, 截至2019年共新增超过2亿平米防水卷材产能和近40万吨防水涂料产能。

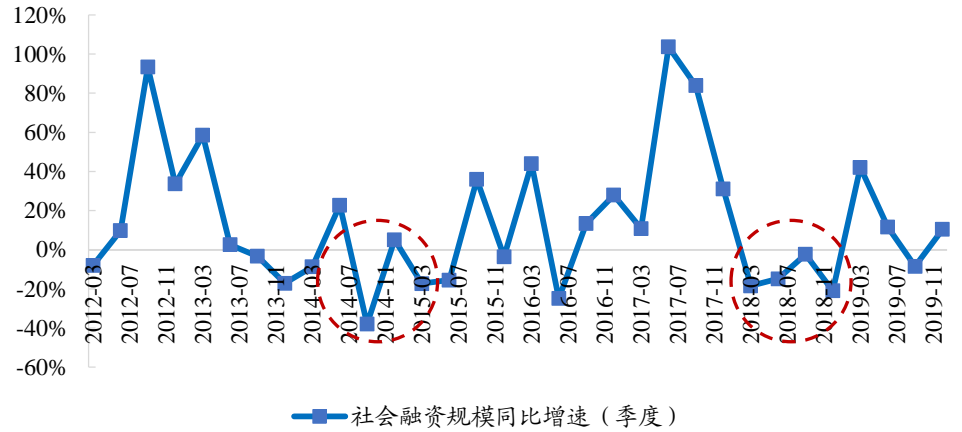
表8: 公司历次募资及扩产情况梳理

时间	募资方式	募集金额 (亿元)	项目地点	投资额 (亿元)	防水卷材 (万平方米)	防水涂料 (万吨)	非织造布 (万吨)	砂浆 (万吨)	油毡基布 (万吨)
2008年	IPO	2.29	上海	1.15	1000	1			
			北京	0.68	500	1			
2010年	定增 (首次)	4.51	锦州 (变更后)	1.74	1000	4			
			昆明 (变更后)	0.8	1000				
			惠州 (变更后)	1.47	1000	2			
			岳阳	0.5	1000				
2014年	定增 (第二次)	12.73	唐山	3.62	4000	4			
			咸阳	2.54	2000	4			
			徐州	1.57		9			
			德州 (变更后)	1.71					2.4
2017年	可转债	18.4	德州	1.05			1		
			徐州	1.23	2040				
			唐山	2.04		10			
			芜湖	6.07	3600	4		20	
			杭州	4.15	2400	2 (沥青涂料)			
			青岛	5.87	3400	4		20	
滁州	5.13			4 (一期)					

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

值得注意的是，2014年和2018年均是国内信用环境较紧的时期，此时也恰是公司资本支出到达顶点的时期。公司凭借行业龙头地位及优秀口碑作为背书，精准地选择了加杠杆时点，于2014年和2017年成功发行两笔关键性的再融资，使公司的产能扩张步伐没有被宏观形势阻挡。

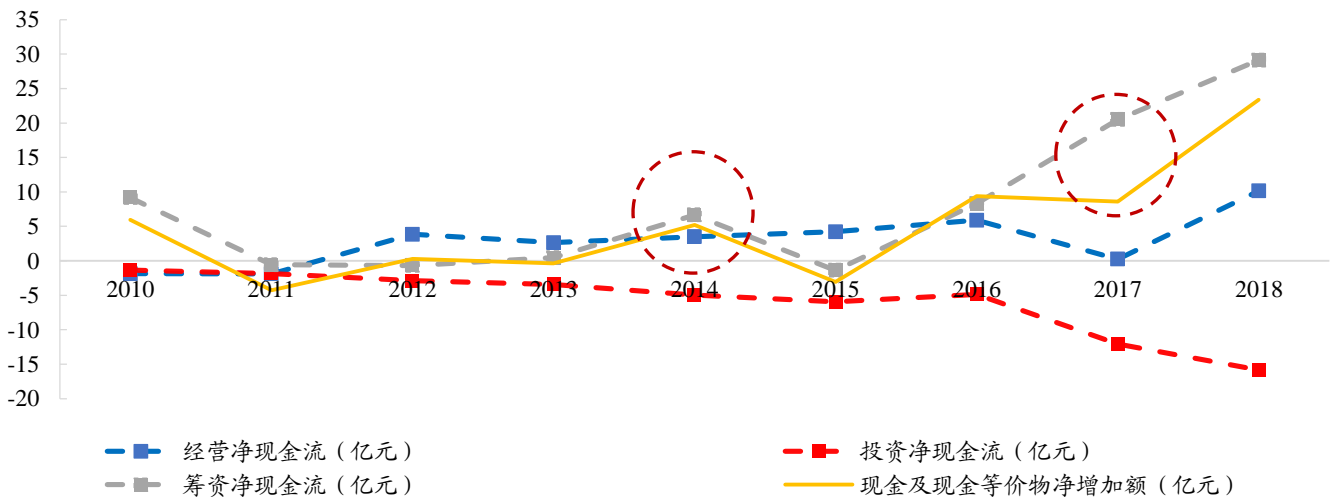
图26: 2014年、2018年社融增速显著下滑



资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

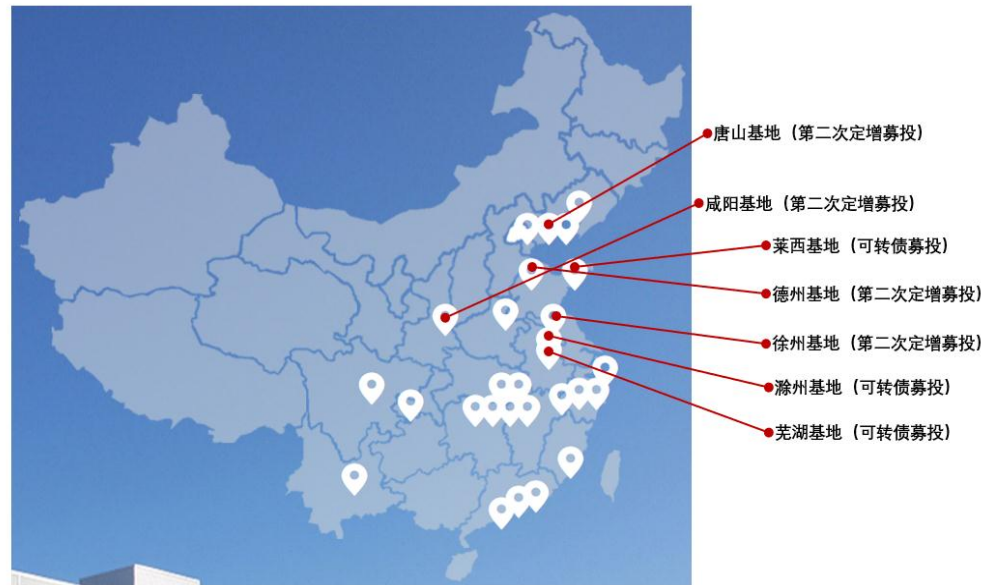
2014、2017年，公司筹资净现金流均达到高点，在进行巨额资本支出的情况下，依然维持了净现金流为正。

图27: 公司净现金流状况始终保持良好



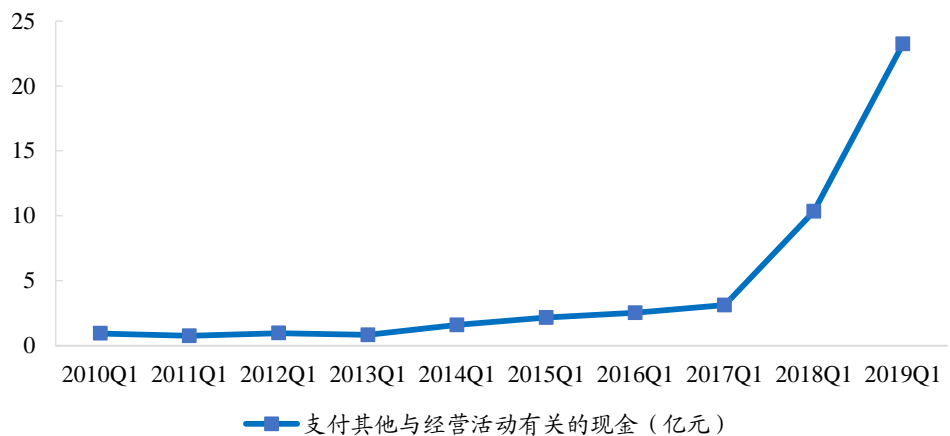
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司极具魄力的逆周期资本支出，使得既定的全国产能布局计划得以顺利完成，也成为公司未来乘行业变革东风，并推行机制架构改革的重要基础。

图28: 2014年、2017年两次再融资后公司已大致完成全国布局

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

公司的格局还体现在渠道开拓上。同样是资金紧张的2018年,除了资本开支带来的资金压力之外,开拓地产大客户还存在巨大的垫资压力。以一季度的“支付其他与经营活动有关的现金”科目为参照,预计2018年公司为了拓展大客户渠道所支付的履约保证金超过10亿元,2019年超过15亿元,几乎相当于公司的资本开支规模。

图29: 履约保证金使得公司2018年、2019年现金流出大幅增加

资料来源: wind, 新时代证券研究所

但公司的付出也收获了相应的回报。2018-2019年,公司接连攻城略地,与国内数家龙头地产商建立了战略合作关系,同时也收获了客户的认可。两年来公司获得的奖项包括中海地产首届“A级集采供应商”、宝龙地产“卓越品质奖”与“战略合作奖”、万科“A级供应商”、碧桂园“年度卓越供应商”等等。截至目前,公司已与200余家大型房地产商、企业集团建立了长期稳定的战略合作关系。

图30: 公司部分重要客户一览

资料来源：慧聪防水网，新时代证券研究所

机会总是留给有准备的人，对于企业也是一样。当公司自身已经做好充分准备时，防水行业的变革就是那个最大的机会。我们认为，公司近年来站在行业领袖的位置上，仍然坚定扩大经营规模、拓宽地域和产品上的布局广度，正是因为看到了行业所能给自身带来的成长空间远不止于当下。

如前所述，当前我国防水行业正步入崭新的发展时期，主要变化有两方面：1）从增量市场逐步转入存量市场；2）集中度快速提升，并且下游地产商的集中度提升会加速这一进程。

存量市场主要是修缮服务，对标发达国家的发展阶段，存量市场会成为防水行业的主要需求来源，并且在市场稳定后空间远大于新开工所带来的增量市场。当前我国防水修缮服务市场尚未完全规范，并且基本没有专业防水企业进入，新进入企业必须拥有渠道能力、显著优于一般装修团队的综合服务能力以及全国性布局带来的各地区快速响应能力。公司是业内第一家进入这个市场的专业公司，并已成立了针对存量市场的专营企业-东方雨虹建筑修缮技术有限公司。

图31: 东方雨虹建筑修缮技术有限公司主要服务范围

资料来源: 公司官网, 新时代证券研究所

从行业集中度提升的角度来看, 防水企业的 B 端客户储备, 尤其是与地产龙头的稳定合作关系是最为关键的。公司长期以来深耕地产市场, 尤其是在“困难时期”坚定开拓 B 端大客户渠道所积累的客户资源, 将在行业进入集中度加速提升的新阶段为公司带来丰厚的回报。

我们认为公司以超凡的战略眼光和开拓进取的魄力, 在二十余年的发展历程中已经做好了迎接行业变革的准备, 也将是最为受益防水行业发展趋势的企业。在防水这个大行业中, 公司正在从“隐形冠军”成长为伟大企业。

3.2、报表将迎来显著改善, 估值提升可期

1) 履约保证金预计将逐步退出

履约保证金一般指施工方为了全面履行合同条款, 在施工前将流动资金抵押在建设单位, 待工程全部完工并且全部履行合同条款时由建设单位将此款退还。对于防水企业来说, 履约保证金一般表现为年初的一笔大额资金占用, 实质上是通过为地产企业变相融资的方式来确保订单。2018、2019 年, 公司履约保证金占用的现金流规模达每年 10-15 亿元, 对防水企业产生了巨大的资金压力。

我们认为, 履约保证金模式会在未来改变, 并逐步退出。国家住建部已于 2018 年发布重要文件, 要求在住宅工程中推行工程保函替代保证金, 履约保证金等各种形式的保证金可以保函的方式缴纳。

表9: 住建部《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见(征求意见稿)》重要条款

涉及项目	主要规定
1、 投标担保	投标保函金额不得超过招标项目估算价的 2%，最高不超过 80 万元。
2、 履约担保	采用最低价中标的工程应当推行高保额履约保函，且金额应在招标文件中确定。
3、 工程款支付担保	对建设单位将开展诚信评价，评价结果作为支付担保的重要依据，规范建设单位行为。发现工程款拖欠的工程依法予以停工。
4、 质量保证担保	保函金额不得超过工程价款结算总额的 3%，建设单位到期未退还保证金的，应作为不良行为记入信用记录。
5、 对于银行保函，建设单位和有关部门不得拒绝；工程保函的保费应计入工程造价。	
6、 到 2020 年，各类保证金的保函替代率提升 30%	

资料来源: 住建部, 新时代证券研究所

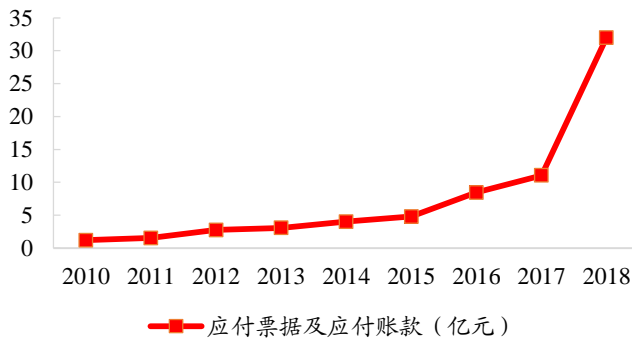
另外一方面, 相对于大型地产商每年千亿以上规模的销售额, 十亿级别的履约

保证金可谓杯水车薪，改善现金流作用有限，但对于包括防水企业在内的施工方来说却会形成很大压力。这种极不平衡的机制难以使双方实现共赢，因此很难长久维持。从市场推动的角度来看，防水企业和地厂商之间也预计会在未来找到更为合理的替代模式。

2) 对上游议价能力提升，进一步改善现金流

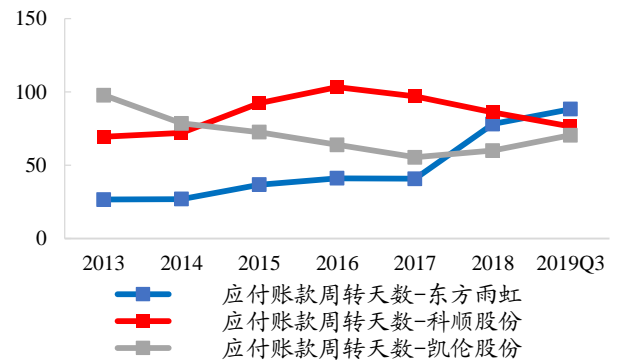
近年来公司应付账款周转天数逐年升高，自2018年起更是显著增加，显示公司对上游供应商的议价能力提升了一个台阶。2018年公司应付账款周转天数同比增加37天，达到78天，与科顺股份相当，超过凯伦股份；应付票据及账款总计增长190%，达到32亿元。

图32: 公司应付账款 2018 年开始显著增加



资料来源：新时代证券研究所

图33: 公司应付账期呈不断上升趋势

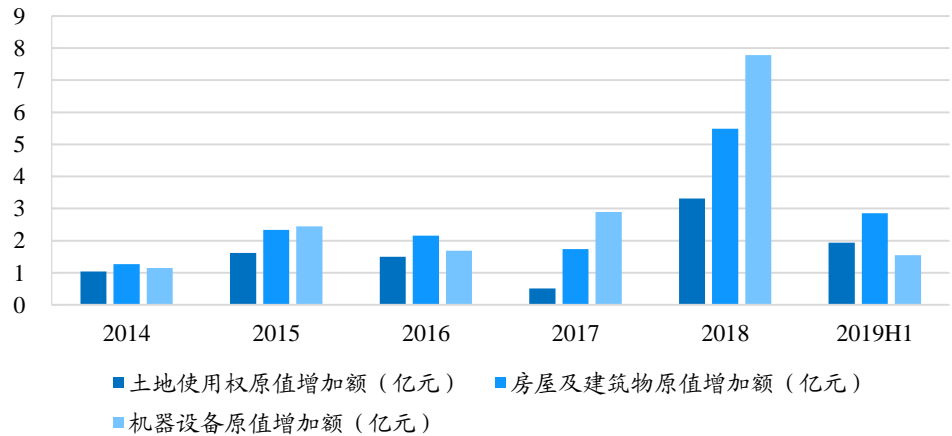


资料来源：新时代证券研究所

我们认为此前公司应付账期短于科顺的原因主要是公司大多与上游供应商总部签订战略合作协议，因此能以较低的价格进货，但账期会较紧。相对来说，竞争对手多数是与供应商的经销商签订供货协议，因此账期相对较长但成本也较高。另外从趋势来看，科顺的应付账期在逐渐缩短，而公司是稳步增加，2019Q3账期已超过科顺。

3) 未来资本开支将大幅减少，进入轻资产扩张阶段

伴随产能扩张，公司自2013年以来进入新一轮拿地高峰。防水行业属于轻资产行业，拿地支出是固定资产投资中占比最大的项目。自2017年以来，公司厂房和设备支出开始显著增加，并高于拿地支出，显示公司土地储备已近尾声，开始进入产线实际建设阶段。

图34: 公司厂房和设备支出开始显著增加

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

从公司披露的拿地情况来看, 2014 年和 2017 年两次再融资的募投项目也在有序进行中。截至 2019H1 的公开数据显示, 两次再融资相关的全国基地大体已全部完成土地购置或摘牌, 在下一轮产能扩充之前, 土地储备需求已不大。

表10: 公司募投项目已基本完成拿地

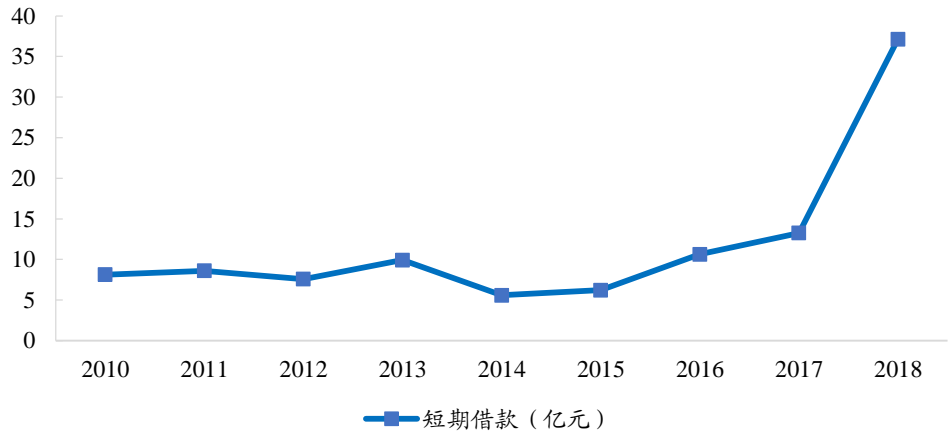
报告期	拿地情况
2015	芜湖基地土地摘牌
	惠州基地购买土地
	徐州基地购买土地
2016	唐山基地购买土地
	青岛莱西基地取得土地使用权证
2017	亦庄总部基地购买土地
2017	滁州(天鼎丰)购买土地
2018	唐山(华北区域总部)土地摘牌
2019H1	岳阳(中南区域总部)取得土地使用权证

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

我们预计随着公司全国产能布局基本完成, 土地购置支出已到达阶段性高点, 资本开支将很快开始下降。在更远的未来, 公司进行大规模“从无到有”扩张的需求也很难再有, 而是会在现有布局的基础上提升经营效率和产能利用率, 并根据需要进行设备方面的投资。因此从长期来看, 预计公司资本开支都将维持较低水平, 进入轻资产扩张的新阶段。

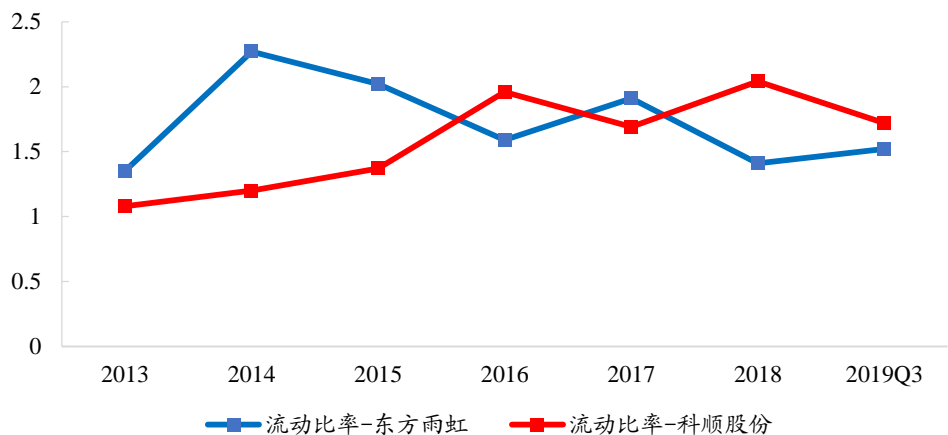
4) 债务结构有望改善, 降低财务风险

一直以来公司比较偏好短债, 甚至在过去十年间未有过长期借款。究其原因, 一方面如前所述, 公司的行业特性和经营模式决定了其经常会面临流动资金压力, 而另一方面, 公司也有将部分短债用于长期资本开支的情况。

图35: 公司 2010-2018 年借款均为短债

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

短债的优点是利率相对较低且更灵活, 但若长期维持大量短期借款, 一旦宏观经济环境发生波动或信用环境收紧, 导致短债难以续借甚至被提前收回, 则企业将会面临巨大的财务风险。我们认为, 随着公司资本开支减少、现金流逐步改善, 未来对短债的需求会相应降低, “短债长用”的情况也会减少。参考同为行业龙头的科顺股份, 我们认为公司的债务结构会逐步优化, 流动比率也将回升至 2-3, 抗风险能力显著改善。

图36: 公司短期偿债能力有望逐步回升

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3.3、成长空间: 主业受益集中度提升, 新业务增量可观

我们认为, 公司虽然在国内防水行业的竞争地位已独一无二, 但由于行业所处阶段及公司内生潜力等驱动因素, 防水主业和新拓展业务在未来仍具备极大的成长性。

1) 防水主业: 公司是行业变革的最大受益者

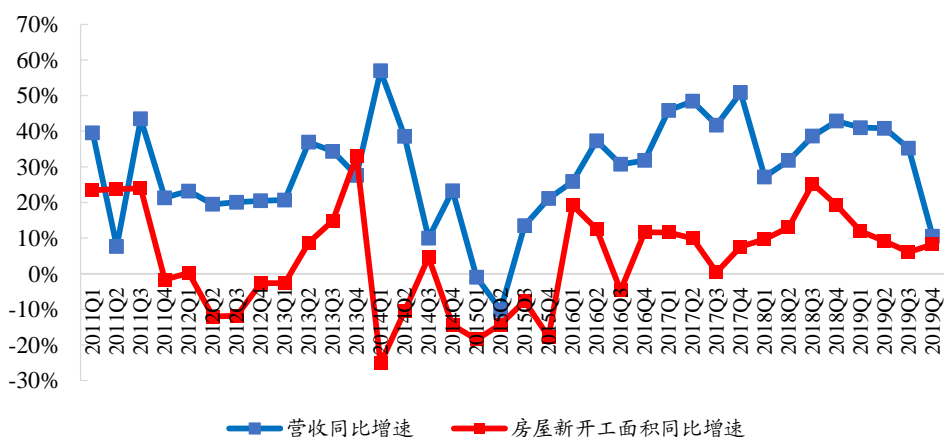
公司的集采开发能力全面领先竞争对手。目前防水行业的发展趋势已经较为明确, 概括来说就是 B 端大客户非常重要, 而集采项目又是重中之重。开发商集采不仅会从开工端影响到防水行业的收入大头防水卷材, 在精装房渗透率不断提升的背景下, 也会从竣工端影响到另一产品门类, 即防水涂料。可以说, 在集采的覆盖面

涉及防水产品全品类后，B端渠道的开发能力已经成为防水企业的核心竞争力。

由于大型地产公司具有多区域多城市开发的特点，要求材料供应商在供货速度上无条件满足要求。从目前来看，全国性大型地产公司的集采招标，更青睐大型防水企业或者说基地布局相对合理的企业。因此，基地多点布局是获取集采订单的必要条件。另外，由于集采的中标与否、与客户的战略合作期限均是不确定的，而履约保证金等垫资压力却是每年初就会实实在在体现在企业报表上的，因此这种投入与产出的巨大不确定性所带来的风险，已将大多数缺乏规模、缺乏魄力的企业排除在了竞争队伍之外。可以说，在集采为防水行业带来更大的变革之前，公司已经赢在了起跑线上。

将公司营收增速与新开工面积增速进行对比，可以看出两者呈高度相关，公司营收增速的变化滞后新开工面积一个季度左右。并且，公司营收增速曲线整体上移，比新开工面积增速高出 20-25%。我们认为，这体现出了公司大客户占比高带来的红利，公司通过大型地产开发商的头部效应，获得了远超行业平均的收入增速。

图37: 公司营收与新开工面积高度相关，且增速高出 20-25%



资料来源：新时代证券研究所

精装房渗透率不断提升对于公司也构成显著利好。精装房会提供大量竣工端建材集采的需求，无论对公司防水主业中的防水涂料还是新业务中的 DAW 建筑涂料来说都构成利好。精装房渗透率提升有利于公司进一步发挥 B 端渠道储备和开拓能力的优势，并使公司能够充分利用现有渠道，为防水涂料和建筑涂料业务打开新的市场空间。

存量市场规模巨大，公司是最早的进入者。以 10 年的翻新周期来看，2010 年以来累计新增的存量市场近百亿平米，每年将创造约 10 亿平米的修缮需求。若以 100 元/平米的客单价计算，每年的防水存量市场空间就有千亿。目前存量市场对于专业防水企业来说还是一片蓝海，而公司作为最早和实力最强的进入者，有望实现不高于在增量市场中的竞争地位和市场份额。

2) 新业务：纵向延伸上游产业链，横向拓展多种品类

在聚焦防水主业的同时，公司纵向横向不断拓宽自身的业务领域。公司 2011 年成立天鼎丰，纵向延伸产业链，开始生产防水卷材原材料非织造布，并将非织造布与工建集团、民建集团等并列为四大核心业务板块之一。

非织造布主要用于改性沥青防水卷材和合成高分子防水卷材两类防水材料。非织造布能够给予改性沥青防水卷材更好的柔性和适应热胀冷缩的性能，大大降低漏

水的可能性，从而延长防水卷材的使用寿命，同时也用在高分子防水卷材中作为增强材料。一般来说，除少量无胎基改性沥青防水卷材，每平方米防水卷材至少都需要同等面积的非织造布作为骨架材料。公司目前拥有 12 万吨非织造布产能，规划产能总计为 18 万吨。若以 100 克/平方米的重量计算，公司的非织造布产能已达 12 亿平方米，可完全覆盖公司防水卷材产能，带来永久性的成本优势。

表11: 公司非织造布产能情况

地点	产能情况
德州	年产非织造布 8 万吨，2017 年 6 月 12 条生产线建设完毕。现已发展成集防水卷材用聚酯胎基布、聚酯长丝纺粘针刺土工布、高性能滤料滤袋、高强粗旦聚丙烯纺粘针刺土工布、医疗卫生材料等各类非织造的研发、生产、深加工、销售、贸易等于一体的综合性非织造布企业。
滁州	已建设 4 万吨非织造布一期产能，目前规划非织造布产能为 10 万吨。2017 年 3 月 12 日正式开工建设。产品主要有聚酯长丝油毡基布、高强粗旦聚丙烯纺粘针刺土工布、环保过滤材料及其他特种非织造布等

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

横向拓展上，公司已经布局了节能保温、建筑涂料和特种砂浆等多种产品，目前新品类的营收占比总计近 10%，并已在细分行业内具备一定的竞争优势。

表12: 公司披露的旗下新业务拓展情况（收购或设立）

时间	相关公司	主营业务
2010	昆明风行防水材料有限公司	防水材料
2011	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	防水材料
	山东天鼎丰非纺织布有限公司	非织造布
2015	华砂砂浆有限公司	特种砂浆
	长沙洛迪环保科技有限公司	硅藻泥
2016	DAW Asia Limited	建筑涂料
2017	广州孚达保温隔热材料有限公司	节能保温
2018	上海场和新材料科技有限公司	节能材料
	德爱威云（中国）建材管理有限公司	建筑涂料

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从成长空间来看，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场（非织造布以自用为主）。

建筑涂料市场与防水类似，具有足够大的市场空间且集中度较低。根据中国涂料工业协会数据，2018 年，全国纳入统计的 1,336 家规模以上企业涂料总产量为 1,759.79 万吨，建筑涂料约占总产量的 30%。《中国涂料行业“十三五”规划》提出，到 2020 年，涂料行业总产值预计增长到 5600 亿元左右；以 30% 的比例计算，届时建筑涂料的市场空间将超过 1600 亿元，与防水市场相仿。目前我国建筑涂料行业格局比较分散，企业数量众多，第一梯队有立邦、多乐士，第二梯队有三棵树、华润、晨阳、紫荆花、亚士漆等。公司 2016 年开展战略合作的德国 DAW 涂料，是欧洲前三大建筑涂料企业之一，拥有全球化产能布局。公司有望借助渠道优势充分进行本土化，成为建筑涂料行业龙头的有力竞争者。

砂浆是另一个目前国内市场空间较大的市场。根据公司披露的数据，砂浆业务适用于民用建筑装饰装修用铺贴砂浆，主要用于找平、粘结、抗渗工程。目前市场容量区间在 900-1100 亿元左右浮动。公司凭借在防水经营领域的良好口碑，在市场中已经占有了一定份额。砂浆由于技术门槛较低，产品同质化程度高，对渠道更为看重。事实上很多开发商在进行防水或其他大件材料集采时，如果供应商拥有一定规模的砂浆业务，也可以一起纳入。因此公司的砂浆业务可以较为充分地利用现有 B 端渠道，迅速

打开市场。

总体来看，我们认为公司在新品类的拓展上具备良好基础，通过自身的渠道优势和综合服务实力，中短期有望加速新品类的业绩释放；长期来看，由于相关品类的庞大市场，公司在新业务上拥有巨大的成长空间。

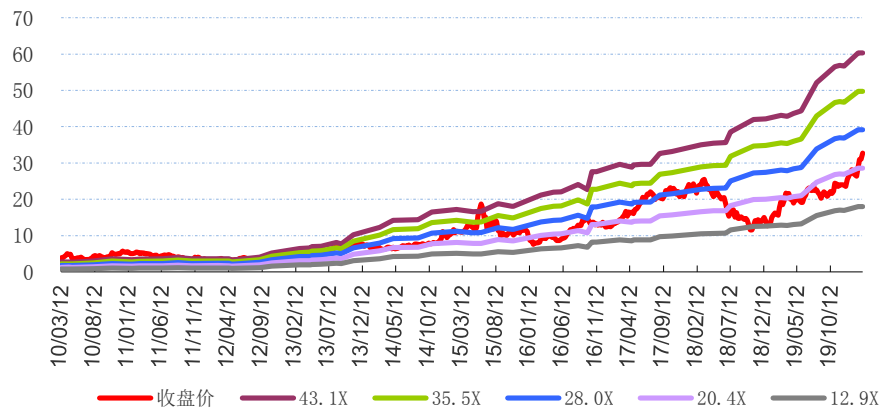
4、估值分析：当前公司估值位于历史相对低点

4.1、相对估值法

1、公司历史估值水平

从公司过去 10 年 PE-Band 来看，估值中枢为 28 倍，当前公司估值处于历史较低水平。

图38: 东方雨虹 PE-Band



资料来源：wind，新时代证券研究所

2、可比公司估值对比

(1) 我们选取纯正的防水企业标的科顺股份、凯伦股份，以及切入防水市场且业务初具规模的北新建材作为可比公司。

(2) 2020 年可比公司平均 PE 为 20 倍。我们认为，公司 ROE 高于可比公司，且在防水行业竞争优势较为突出，因此应享有估值溢价。

表13: 可比公司估值表

公司名称	收盘价	ROE (摊薄) %		EPS (元/股)			PE (倍)			
	2020年3月6日	2018A	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
科顺股份	16.26	6.37	0.31	0.59	0.82	1.07	29	19	20	15
凯伦股份	26.89	15.03	0.50	0.68	1.26	2.00	36	23	22	13
北新建材	28.92	17.27	1.46	0.30	1.63	1.85	9	108	17	15
平均							25	50	20	15
东方雨虹	32.75	19.09	1.01	1.40	1.77	2.33	32	23	19	14

资料来源：wind，新时代证券研究所（PE 按 2020 年 3 月 6 日收盘价计算，除东方雨虹外其余为 wind 一致预测）

3、相对估值结论

如上所述，考虑到公司历史估值中枢为 28 倍，且相对可比公司享有估值溢价，我们给予公司 2020 年 25 倍 PE，根据 2020 年 1.80 元的 EPS 预测，对应目标价为

45 元。

4.2、绝对估值法

1、关键假设:

(1) 假设我国房屋新开工面积还能维持 5-10 年的增长，因此取 2019-2023 年为公司第一阶段增长期，营收增速为 25%；2024-2033 年为第二阶段增长期，营收增速为 5%，永续增长率为 3%。

(2) 参考当前十年期国债利率，取无风险利率为 2.8%。

(3) β 值：以公司过去一年为限，截至最新收盘日（3 月 6 日）的 β 为 0.88。

表14: FCFF 估值关键假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	10
永续增长率	3%
无风险利率 Rf	2.8%
β (β levered)	0.88
Rm-Rf	7.2%
税率	15%
债务资本成本	5.38%
股权资本成本	9.14%
债务资本比重	25.68%
WACC	8.17%

资料来源：wind，新时代证券研究所

2、绝对估值结论

根据 FCFF 估值法，我们测算每股合理价值为 47.95 元。

表15: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值（亿元）	价值百分比
第一阶段	91.02	12.74%
第二阶段	156.53	21.91%
第三阶段（终值）	427.64	59.85%
企业价值	675.19	94.49%
加：非核心资产	74.17	10.38%
减：付息债务	32.95	4.61%
减：少数股东权益	1.88	0.26%
总股本价值	714.53	100.00%
总股本（百万股）	14.90	-
每股价值（元）	47.95	-

资料来源：wind，新时代证券研究所

表16: FCFF 估值敏感性分析

WACC	永续增长率										
	1.86%	2.05%	2.25%	2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%	3.99%	4.39%	4.83%
5.07%	85.99	90.11	95.26	101.87	110.61	122.63	140.13	167.77	217.67	333.94	904.08
5.58%	73.66	76.55	80.10	84.54	90.24	97.77	108.14	123.23	147.06	190.08	290.32
6.14%	63.59	65.63	68.11	71.15	74.97	79.85	86.32	95.21	108.15	128.60	165.50
6.75%	55.27	56.73	58.47	60.58	63.18	66.43	70.60	76.12	83.71	94.75	112.19
7.43%	48.34	49.38	50.62	52.10	53.89	56.09	58.85	62.39	67.07	73.50	82.87
8.17%	42.52	43.27	44.15	45.20	46.45	47.95	49.81	52.14	55.12	59.06	64.48
8.99%	37.62	38.16	38.79	39.53	40.40	41.44	42.71	44.26	46.20	48.70	52.00
9.89%	33.47	33.85	34.30	34.82	35.44	36.16	37.03	38.08	39.37	40.98	43.06
10.88%	29.93	30.21	30.53	30.90	31.33	31.84	32.43	33.15	34.01	35.08	36.41
11.96%	26.92	27.12	27.35	27.61	27.91	28.26	28.68	29.16	29.75	30.45	31.32
13.16%	24.35	24.49	24.65	24.83	25.04	25.29	25.57	25.91	26.30	26.77	27.34

资料来源: wind, 新时代证券研究所

4.3、估值结论

对于绝对估值而言,我们认为由于公司资本开支和现金流情况处于快速变化的时期,因此对过渡期和永续期的绝对估值可能不够准确。考虑到目前防水行业可比公司的 PE 水平已经较为稳定,我们认为相对估值法较准确。因此,我们采用相对估值结论,给予公司 2020 年 25 倍 PE,根据 2020 年 1.79 元的 EPS 预测,对应目标价为 45 元。

5、风险提示

- 1、公司产能投放不及预期的风险:由于目前下游需求较旺盛,且公司资金压力较大,产能利用率长期高企,产能较为紧张。若公司各基地产能投放不及预期,可能影响到订单开拓及对当地客户的及时响应能力。
- 2、地产行业增速大幅下滑的风险:目前公司营收与新开工面积相关度较大,预计之后与竣工面积的相关度也会增强。若地产行业整体增速下滑幅度较大,将显著影响防水行业的新增需求。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9331	13952	9994	12998	16308	营业收入	10293	14046	18139	23290	29788
现金	2423	4855	6497	8342	10669	营业成本	6409	9187	11640	14724	18871
应收票据及应收账款合计	4659	6058	0	0	0	营业税金及附加	99	122	221	284	363
其他应收款	144	224	251	359	422	营业费用	1180	1699	2267	2799	3580
预付账款	293	376	488	622	798	管理费用	1048	917	1179	2037	2380
存货	1509	2172	2491	3408	4153	研发费用	0	268	272	199	317
其他流动资产	303	266	266	266	266	财务费用	103	193	69	-21	-84
非流动资产	3986	5699	6780	7580	8353	资产减值损失	132	62	207	265	298
长期投资	0	0	0	5	15	公允价值变动收益	0	0	-0	-0	-0
固定资产	1911	3032	3914	4475	4952	其他收益	111	210	80	100	22
无形资产	626	962	1095	1240	1384	投资净收益	0	3	7	13	14
其他非流动资产	1449	1706	1771	1860	2002	营业利润	1432	1818	2372	3119	4102
资产总计	13317	19652	16774	20578	24662	营业外收入	14	15	53	1	20
流动负债	4893	9910	5646	7192	8216	营业外支出	9	10	8	9	9
短期借款	1327	3713	1647	2343	2050	利润总额	1437	1822	2417	3111	4113
应付票据及应付账款合计	1104	3200	0	0	0	所得税	195	311	331	432	599
其他流动负债	2462	2997	3998	4849	6166	净利润	1242	1511	2085	2679	3515
非流动负债	1529	1653	1402	1242	1077	少数股东损益	3	3	0	2	5
长期借款	1430	1504	1253	1093	928	归属母公司净利润	1239	1508	2085	2677	3510
其他非流动负债	99	149	149	149	149	EBITDA	1726	2276	2745	3417	4416
负债合计	6422	11563	7048	8434	9292	EPS(元)	0.83	1.01	1.40	1.80	2.36
少数股东权益	180	188	188	190	194						
股本	882	1492	1492	1492	1492	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	1966	1378	1378	1378	1378	成长能力					
留存收益	3972	5349	7097	9311	12177	营业收入(%)	47.0	36.5	29.1	28.4	27.9
归属母公司股东权益	6715	7901	9538	11954	15175	营业利润(%)	30.6	26.9	30.5	31.5	31.5
负债和股东权益	13317	19652	16774	20578	24662	归属于母公司净利润(%)	20.4	21.7	38.2	28.4	31.1
						获利能力					
						毛利率(%)	37.7	34.6	35.8	36.8	36.7
						净利率(%)	12.0	10.7	11.5	11.5	11.8
						ROE(%)	18.0	18.7	21.4	22.1	22.9
						ROIC(%)	19.9	22.2	39.1	40.2	48.9
						偿债能力					
						资产负债率(%)	48.2	58.8	42.0	41.0	37.7
						净负债比率(%)	6.2	6.3	-32.9	-37.0	-47.2
						流动比率	1.9	1.4	1.8	1.8	2.0
						速动比率	1.5	1.1	1.2	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
						应收账款周转率	2.6	2.6	0.0	0.0	0.0
						应付账款周转率	6.6	4.3	0.0	0.0	0.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.83	1.01	1.40	1.80	2.36
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	1.59	3.75	1.80	2.78
						每股净资产(最新摊薄)	4.23	5.02	6.12	7.74	9.91
						估值比率					
						P/E	39.4	32.4	23.4	18.2	13.9
						P/B	7.7	6.5	5.3	4.2	3.3
						EV/EBITDA	28.7	21.8	16.7	13.0	9.5

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	24	1014	5588	2685	4148
净利润	1242	1511	2085	2679	3515
折旧摊销	187	275	291	368	422
财务费用	103	193	69	-21	-84
投资损失	0	-3	-7	-13	-14
营运资金变动	-1836	-965	3151	-326	312
其他经营现金流	327	2	-2	-2	-2
投资活动现金流	-1206	-1585	-1363	-1153	-1178
资本支出	1108	1743	1081	795	763
长期投资	-193	144	0	-8	-10
其他投资现金流	-292	301	-283	-366	-425
筹资活动现金流	2050	2912	-4189	-396	-355
短期借款	264	2387	-3672	-13	-6
长期借款	1430	74	-251	-161	-165
普通股增加	-1	610	0	0	0
资本公积增加	194	-588	0	0	0
其他筹资现金流	163	429	-266	-222	-184
现金净增加额	859	2338	36	1136	2614

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，三年投资研究经验，2017年加入新时代证券，历任汽车、新材料行业分析师，现任新时代证券建材行业分析师。重点覆盖消费建材、水泥、玻璃、非金属新材料板块，专注于挖掘优秀标的，向市场及时传递有价值的信息。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>