

2020年09月13日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001
13166018765

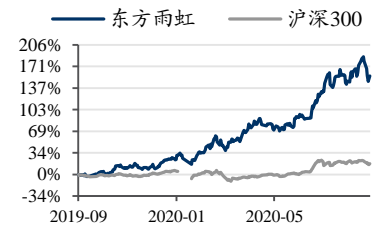
防水强者恒强，多品类快速扩张 买入（首次）

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	18,154	24,238	31,403	38,952
同比(%)	29.3%	33.5%	29.6%	24.0%
归母净利润(亿元)	2,066	2,797	3,658	4,821
同比(%)	37.0%	35.4%	30.8%	31.8%
每股收益(元/股)	1.32	1.78	2.33	3.07
P/E(倍)	41.72	30.82	23.57	17.88

投资要点

- 深耕防水行业二十年的领跑者。**北京东方雨虹防水技术股份有限公司成立于1995年，是一家集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业。公司防水产品丰富，应用领域涵盖各种领域和类型的防水工程，同时提供从项目咨询、材料选择、防水系统设计、施工服务到售后保障“五位一体”的防水系统解决方案，更好地满足客户需求。
- 防水行业：稳增长，高景气。**防水材料产量逐年上升，下游刚性需求显著。房屋存量市场空间超7千亿元，老旧小区改造推动需求释放；地产投资保持10%的低速增长趋势，集中度提升；基建扩大投资规模，铁路建设预计至少带来1.4亿收入。2019年防水行业市场空间在1420~1980亿元之间，防水材料的市场需求依然保持强劲。
- 防水行业龙头优势显著。**公司产能逐步释放，供货能力位居前列，布局合理渗透全国，市场占有率达18.31%，稳居行业龙头。公司建立了50余家分、子公司，业务范围覆盖全国大部分地区。公司凭借高品质产品，积极拓展客户资源，与房地产500强企业建立了良好的长期合作关系，客户首选率高达36%。同时，公司主张“涂保一体化”概念，充分发挥协同性，计划在全国范围内设立千家房屋修缮网点，发展房屋修缮业务。
- 多品类非防水业务布局扩张，创造新的增长极。**公司从防水系统服务提供商开始转型升级，创立德爱威、卧牛山、华砂砂浆等系列子公司，开展建涂、保温、砂浆、无纺布、粉料等新业务，帮助客户一站式完成需求。涂料、保温、砂浆等市场规模可达5000亿元，公司最大化发挥渠道、客户、品牌资源协同性，利用防水业务积累的资源为新产品和服务助力，成为公司新的增长极。
- 组织变革实现管理升级，合伙人机制驱动长远发展。**公司将直销与渠道模式融合，打破属地界限，发挥“1+1>2”的营销优势。事业合伙人机制使得业务更符合当地市场的需求和特色，2019年公司升级到建材集团，合伙人将会共享到更广阔的经营品类，实现共享共赢。
- 盈利预测、估值与投资建议。**预计公司2020~2022年实现营收分别为242.38亿元、314.03亿元、389.52亿元，同比增速分别为33.5%、29.6%、24.0%；实现归属母公司股东净利润分别为27.97亿元、36.58亿元、48.21亿元，同比增速分别为35.4%、30.8%、31.8%。对应PE分别为30.82、23.57、17.88倍，目前2020年估值明显低于同行业可比公司均值，处于被低估状态。因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**行业政策风险、下游房地产行业的宏观调控政策和行业波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	54.91
一年最低/最高价	20.45/63.32
市净率(倍)	7.18
流通A股市值(百万元)	60493.19

基础数据

每股净资产(元)	7.65
资产负债率(%)	49.83
总股本(百万股)	1569.78
流通A股(百万股)	1101.68

相关研究

内容目录

1. 东方雨虹：防水行业领跑者	5
1.1. 深耕防水二十年，变革之中谋发展	5
1.2. 股权结构长期稳定，股权激励迎来第三期	6
1.3. 防水材料核心产品	7
2. 防水行业：稳增长高景气	9
2.1. 刚性需求大，增速 10% 的两千亿市场	9
2.2. 房屋修缮与旧改，巨大的蓝海市场	11
2.3. 房地产新建市场低速增长	13
2.4. 基建补短板支撑需求	14
3. 防水行业领跑者优势显著	15
3.1. 防水行业龙头企业，公司市占率升至 18%	15
3.2. 布局合理渗透全国	16
3.3. 新增多条生产线，助力产能提升	17
3.4. 拓展优质客户资源	18
3.5. 房屋修缮业务抢占先机	19
4. 非防水业务布局扩张，创造新增长极	20
4.1. 多品类建材业务并驾齐驱	20
4.2. 建筑涂料业务	21
4.3. 节能保温业务	24
4.4. 特种砂浆业务	25
5. 管理革新与合伙人机制驱动长远发展	25
5.1. 组织变革释放活力	25
5.2. 事业合伙人机制稳步发展	27
6. 盈利预测、估值与投资建议	28
7. 风险提示	29

图表目录

图 1: 东方雨虹发展历程	5
图 2: 公司股权结构图 (截至 2020 年 9 月 13 日)	6
图 3: 公司主要防水产品	7
图 4: 公司收入结构变化 (单位: 亿元)	8
图 5: 2019 年公司主要产品销售收入占比	8
图 6: 2020 年上半年公司收入构成	8
图 7: 公司主要产品和服务毛利率	8
图 8: 2019 年沥青及改性沥青防水卷材月产量	10
图 9: 2019 年我国建筑防水材料产品结构	10
图 10: 2019 年我国防水卷材产品结构	10
图 11: 2019 年我国防水涂料产品结构	10
图 12: 防水产业链示意图	11
图 13: 房屋修缮与新施工差异对比	12
图 14: 城镇居民人均住房建筑面积	12
图 15: 未来待改善商品住房面积 (单位: 万平方米)	12
图 16: 老旧小区改造	12
图 17: 地产开发投资完成额占社会固定资产投资比例	13
图 18: 房地产新开工施工面积及同比增速	13
图 19: 商品住宅销售面积及同比增速	14
图 20: 房地产企业销售额集中度	14
图 21: 高铁营业里程与铁路营业里程	14
图 22: 公路里程数及同比增长	14
图 23: 公司营业收入及同比增速	15
图 24: 公司净利润及同比增速	15
图 25: 2017-2019H 防水行业集中度	16
图 26: 防水行业主要公司	16
图 27: 公司生产研发物流基地	16
图 28: 公司新增生产线陆续投产	16
图 29: 2019 年房地产 500 强首选供应商品品牌占有率	18
图 30: 公司战略合作伙伴	19
图 31: 公司“百城千店”计划	20
图 32: 房屋修缮效果对比	20
图 33: 公司主要品牌	21
图 34: 公司产品远销海外	21
图 35: 国内涂料行业规模以上企业产量	22
图 36: 2020 年 1-2 月中国涂料产量区域分布	22
图 37: 国内规模以上涂料企业营业收入	22
图 38: 国内规模以上涂料企业利润总额	22
图 39: 国内房屋新开工与竣工面积及同比增速	23
图 40: 华砂砂浆有限责任公司部分供应商	25
图 41: 公司组织结构变革示意图	26

表 1: 公司三次股权激励信息汇总	6
表 2: 防水材料主要品种	9
表 3: 2019 年公司部分新增产线进度	17
表 4: 2019 年公司签署的战略合作关系	18
表 5: 公司各业务板块发展情况	21
表 6: 东方雨虹旗下专营节能保温业务的公司	24
表 7: 公司直销模式与渠道模式对比	26
表 8: 公司事业合伙人机制发展历程	27
表 9: 公司业务盈利预测	28
表 10: 可比公司估值 (截至 2020 年 9 月 13 日)	29

1. 东方雨虹：防水行业领跑者

北京东方雨虹防水技术股份有限公司成立于1995年，深耕防水业务20余年，现已发展成为集防水材料研发、制造、销售及施工服务于一体的中国防水行业龙头企业，并逐渐向节能保温、民用建材、非织造布、建筑涂料、建筑修缮、特种砂浆等领域拓展，致力于成为提供全产业链系统解决方案的建筑建材系统服务商。多年以来，公司根据行业环境变化和自身发展需要，不断对发展战略、组织结构和职能定位进行变革，持续完善公司产业布局与管理制度，为公司成长注入源源不断的活力。

1.1. 深耕防水二十年，变革之中谋发展

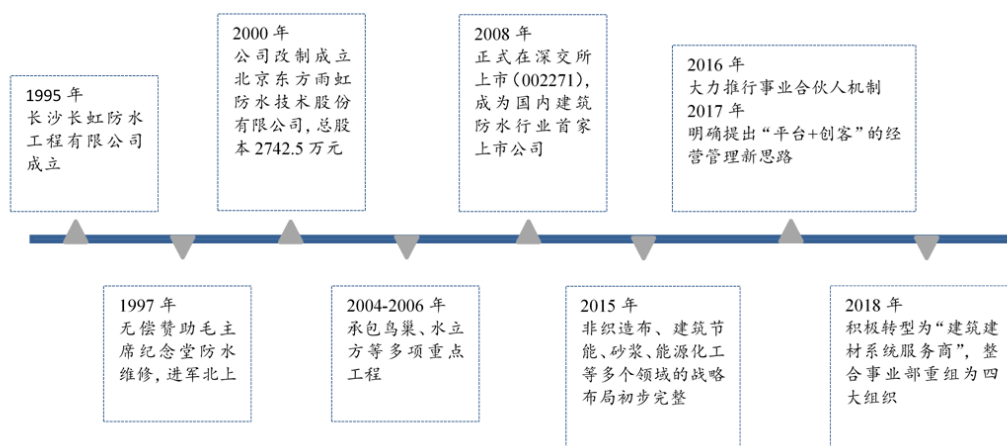
1995-2003 初创发展，成功北上

公司前身为长沙长虹防水工程有限公司于1995年成立，经过两年的发展便跃升为当地防水龙头企业，随后确定北上战略。1997年公司因无偿承揽毛主席纪念堂防水维修工程一战成名，次年自主研发了“雨虹防水系统”，《对中央直属粮库建设屋面防水及地面防潮的推荐方案》被采纳为全国粮库建设防水设计原则。此后公司陆续承揽了三峡水电站、北京地铁、首都机场、中央直属粮库等300多项重点工程，品牌形象就此树立。

2004-2010 乘胜追击，渗透全国

2004年公司承揽鸟巢、水立方等28个奥运主体场馆的防水项目，此后陆续中标京津城际、武广高速、深圳地铁、首都机场T3等多项基础建设工程防水业务，其奥运品质得到广泛认可。这个阶段，公司实行“稳固北京、占领上海、拓展天津、渗透全国、谋求海外”战略，于2007年建设上海生产研发基地，全面打开长江以南区域的战略部署。2008年，公司在深交所挂牌上市，成为防水行业第一家上市公司。

图 1：东方雨虹发展历程



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

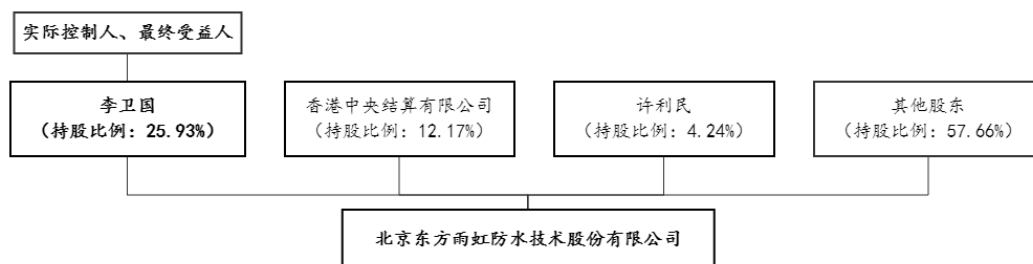
2011-2018 战略调整，渠道创新

2011 年公司调整发展战略，从以基建防水工程为主要盈利点转向关注地产市场，积极培养与大型房地产公司的战略合作关系。2015 年开始实施 PS 战略，以提高市场占有率为目标，并于同年成立全资子公司民用建材有限责任公司，正式进军民用建材板块，随后向防水行业上下游及相关产业链延伸，逐渐形成建筑建材综合“1+6”系统。2016 年公司大力推行业务合伙人机制，并提出“平台+创客”的经营管理新思路，完善发展合伙人机制，打造互利共赢新模式。2018 年，公司由原来的防水系统服务提供商积极转型为“建筑建材系统服务商”，并将原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股和投资控股公司四大组织，以“有序发展事业合伙人，高质量发展直销业务”为原则，深度融合原工程渠道和工程直销渠道。

1.2. 股权结构长期稳定，股权激励迎来第三期

公司控股股东与实际控制人均为李卫国，持有公司 25.93% 的股份。李卫国是公司董事长和主要创始人，并担任中国建筑防水协会理事会会长，拥有多年防水行业从业经验和公司治理经验。公司副董事长为许利民，是公司第三大股东，此外，向锦明等董事会成员也持有公司一定比例股份。高层管理人员持股比例较为稳定，展现了管理者对公司发展前景的信心。

图 2：公司股权结构图（截至 2020 年 9 月 13 日）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

公司在 2000 年重新进行战略定位后，实施了第一次股改；2004 年实施第 2 次股改，进一步加大员工股权激励力度；2008 年上市后，共计实行三次股权激励政策。公司大力推进“全面合伙、全员持股”的工作计划，计划将发展模式建设成为“平台+创客”，充分调动员工积极性，激发人才创新活力。

表 1：公司三次股权激励信息汇总

时间	股权激励 (万股)	占当时总股本	授予价格 (元/股)	激励对象人数 (人)	解锁条件
2012年	1800	5.24%	7.03	344	2013~2016年每年扣非净利润增速为25%，加权ROE不低于13%
2016年	6500	7.82%	8.24	1263	2018~2020年每年扣非净利润增速为25%，加权ROE不低于13.5%
2019年	3296.6	2.21%	10.77	2189	以2019年净利润为基数，2020年~2023年年均复合增长率不低于20%

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.3. 防水材料核心产品

防水产品丰富。公司以防水业务发家，经过二十余年的发展形成了相对完备的生产管理制度和产品品种体系，拥有高聚物改性沥青防水卷材、自粘型聚合物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、防水涂料、刚性防水材料、系统配套材料、密封材料和混凝土外加剂等八大品类，细分品种多达200余个，共有1000多种规格和型号的产品，基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种。以高聚物改性沥青防水卷材为例，公司不仅拥有弹性体（SBS）改性沥青防水卷材、超低温（SBS）改性沥青防水卷材、塑性体（APP）改性沥青防水卷材三类常用改性沥青防水卷材，还生产具有特殊耐根穿透功能、阻燃功能或耐盐碱功能的聚合物改性沥青防水卷材，以及专门用于道桥、铁路桥涵的产品。

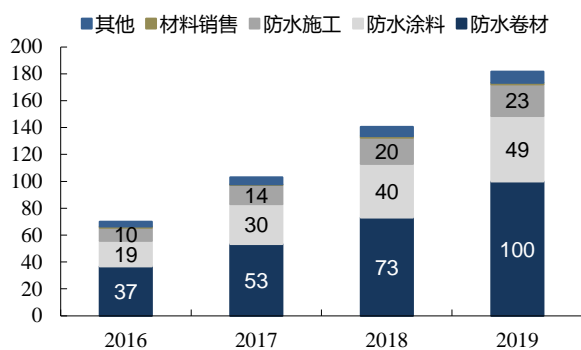
图3：公司主要防水材料

 改性沥青防水卷材	改性沥青防水卷材是以SBS热塑性弹性体为改性剂，聚酯胎基布为加强层（或者以APP、APAO、APO为改性剂，聚酯胎基布为加强层），表面以聚乙烯膜、细砂、矿物粒料做隔离材料所制成的可以卷曲的片状防水材料。	使用寿命长 抗拉强度高 烘烤易出油 温度适用范围广 粘结性能优 尺寸稳定性
 合成高分子卷材	合成高分子卷材以合成橡胶、合成树脂或此两者的共混体为基料，加入适量的化学助剂和填充料等，经不同工序加工而成可卷曲的片状防水材料，或把上述材料与合成纤维等复合形成两层或两层以上可卷曲的片状防水材料。	热风焊接 低温性能 耐腐蚀性 节能环保 力学性能好 反粘接性好
 聚氨酯防水涂料	聚氨酯防水涂料是以异氰酸酯、聚醚多元醇为主要原料，配以特殊助剂、填充剂、颜料，在工艺设备中经聚合反应而成。使用时涂覆于防水基层，通过与空气中湿气反应，在防水基层表面形成连续、无缝隙的具有橡胶特性的涂膜防水层。	附着力强 物理性能优 耐环境侵害 使用方便 低温柔性好 绿色环保
 丙烯酸酯防水涂料	丙烯酸酯防水涂料是以改性丙烯酸酯多元共聚乳液为基料，添加多种助剂、填充剂经科学加工而成的厚质单组分水性高分子防水涂料膜材料。	基层适应性 低温弯折性 耐环境侵害 施工便捷

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

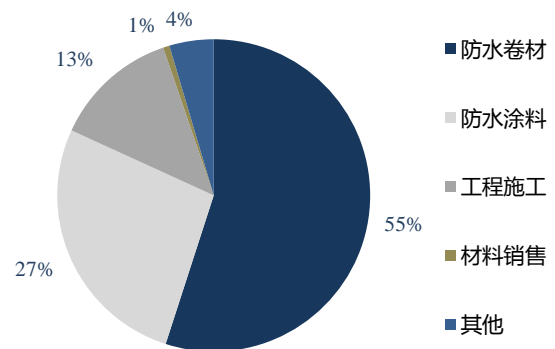
公司产品应用领域涵盖各种领域和类型的防水工程。其中，防水卷材主要应用领域包括但不限于工业与民用建筑的屋面、地下室、卫生间、水池等的防水防潮以及桥梁、停车场、游泳池、隧道、蓄水池等建筑物的防水、防潮、隔气、抗渗以及沥青类屋面的维修工程等；防水涂料主要应用于建筑物的室内和外墙防水、金属屋面和各种屋面防水层饰面、地铁、建筑物地下、游泳池等建筑物防水以及高速铁路等防水工程。公司根据项目的特点，提供从项目咨询、材料选择、防水系统设计、施工服务到售后保障“五位一体”的防水系统解决方案，针对地下防水、屋面防水、室内防水、水池防水和隧道防水等不同使用场景，设计相应的防水系统构造图，提供针对性的防水产品配合使用方案，更好地满足客户需求。

图 4：公司收入结构变化（单位：亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 5：2019 年公司主要产品销售收入占比

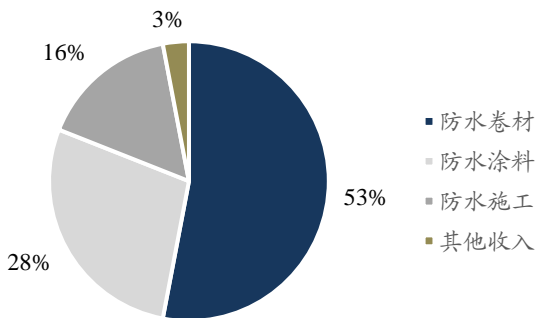


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

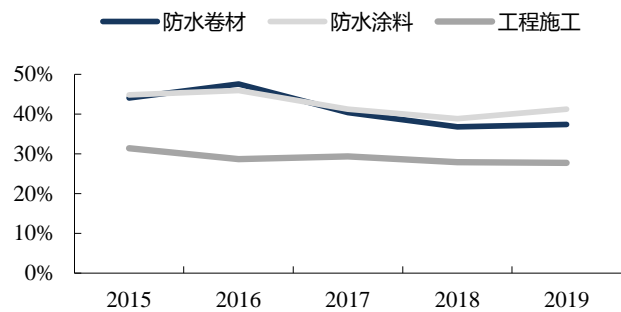
公司营业收入和毛利率不断提升。2019 年，公司防水卷材和防水涂料分别实现收入 99.8 亿、48.75 亿，两者收入合计占整体收入的 81.8%；防水工程实现收入 23.48 亿，营收占比达 12.93%。2019 年防水涂料毛利率为 41.19%，比去年同期增加 2.34 个百分点。此外，公司还向产业链上下游以及相关行业积极开拓。其中，全资子公司天鼎丰负责生产防水卷材聚酯胎基布、高性能非织造土工合成材料、环保过滤材料等，德爱威负责生产装饰涂料类产品，华沙负责生产保温砂浆、填缝剂、瓷砖胶等。据 2019 年年报，建筑涂料、节能保温、特种砂浆、非纺织布等其他业务对销售总收入贡献率将近 4%，对毛利率贡献率 1.67%。

图 6：2020 年上半年公司收入构成

图 7：公司主要产品和服务毛利率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. 防水行业：稳增长高景气

2.1. 刚性需求大，增速 10% 的两千亿市场

防水材料是保证建筑物不受侵蚀的必不可少的建筑材料，主要用来防止雨水、地下水、工业和民用的给排水、腐蚀性液体以及空气中的湿气、蒸气等侵入建筑物，保障延长建筑物的使用寿命。我国传统防水材料主要有石油沥青纸胎油毡、沥青涂料等，其对外部环境敏感度较高且容易老化，面对结构复杂的屋面铺设难度也较大。随着技术的进步，改性防水卷材和各类新型建筑防水材料逐渐替代传统防水材料，目前主要有改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、防水和堵漏止水材料等。

防水卷材和防水涂料应用最为广泛。防水卷材是一种可卷曲成卷状的柔性建材产品，具有良好的耐水性，具有一定的柔韧性和抗老化性，主要包括高聚物改性沥青类防水卷材和合成高分子防水卷材。防水涂料则是通过形成完整的涂膜阻挡水的透过或水分子的渗透，或者利用涂膜本身的憎水作用来防止水分透过，其固化后形成的防水膜具有一定的延展性、可塑性、抗裂性和耐候性，主要包括高分子防水涂料和改性沥青防水涂料。

表 2：防水材料主要品种

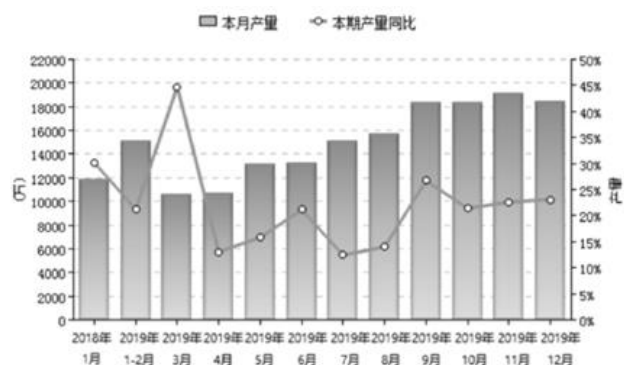
	主要种类	主要性能	代表产品
防水卷材	高聚物改性沥青类防水卷材 合成高分子防水卷材	高强度，高延伸率，高低温性能，弹性和耐久性良好，轻质	SBS 改性沥青卷材、自粘卷材、聚氯乙烯、三元乙丙橡胶
防水涂料	高聚物改性沥青防水涂料 合成高分子防水涂料	与基层粘结强度高，温度适应性良好，施工速度快易于维修	氯丁胶改性沥青涂料、SBS 改性沥青热熔涂料、聚合物水泥防水涂料
密封材料	定型密封材料	有很好的粘结力、随动性和一	高分子密封胶或密封膏、止

	不定型密封材料	定的内聚力; 耐疲劳性能好; 贮存稳定性, 无毒和低毒性	水带、遇水膨胀橡胶
刚性防水材料	防水混凝土 防水砂浆	强度高, 延伸率低, 性脆、质重; 耐高低温、耐穿刺、耐久性好, 改性后材料具有韧性	普通防水混凝土、外加剂防水砂浆、聚合物防水砂浆
堵漏止水材料	高效防水堵漏材料 常用化学灌浆堵漏材料	一般具有抗压强度较低、延展性良好、可灌性好等特点	丙烯酰胺类灌浆材料、水溶性化学灌浆材料

数据来源: 中国建筑防水协会、东吴证券研究所

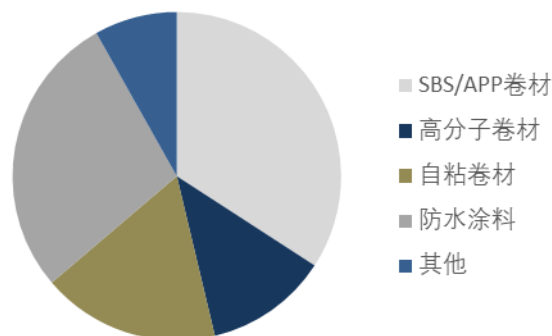
我国建筑防水材料产量逐步上升。据中国建筑防水协会数据, 2019 年我国建筑防水材料总产量预计达 24.20 亿平方米, 同比增长 9.4%。产品结构方面, 防水卷材占据主要市场份额, 占比 63.76%; 其次是防水涂料, 占比 28.09%。就防水卷材而言, SBS/APP 改性沥青防水卷材属于市场主流产品, 产量比 2018 年同期预计增长 20.8%。

图 8: 2019 年沥青及改性沥青防水卷材月产量



数据来源: 中国建筑防水协会、东吴证券研究所

图 9: 2019 年我国建筑防水材料产品结构



数据来源: 中国建筑防水协会、东吴证券研究所

图 10: 2019 年我国防水卷材产品结构

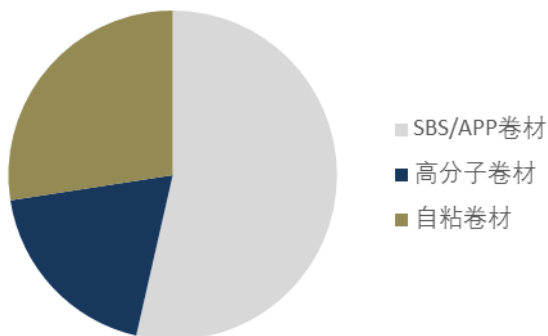
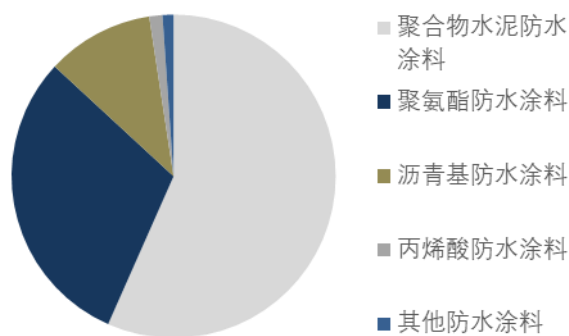


图 11: 2019 年我国防水涂料产品结构



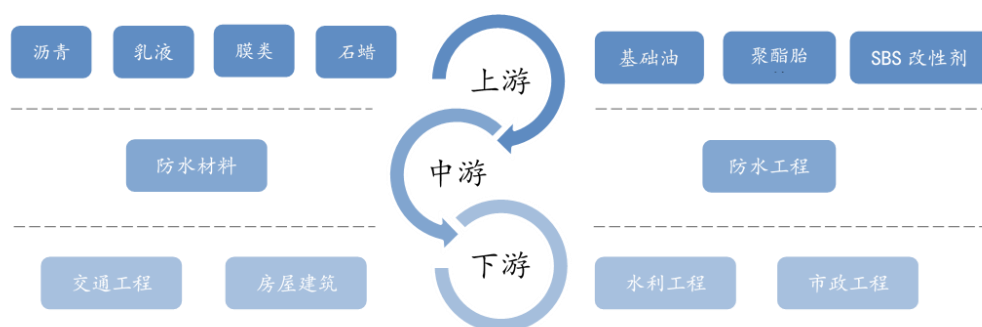
数据来源：中国建筑防水协会、东吴证券研究所

数据来源：中国建筑防水协会、东吴证券研究所

2019 年防水行业市场的需求依然强劲。2019 年我国建筑防水材料行业 653 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 990.43 亿元，同比增长 12.2%，比去年同期增长率下降 2.6 个百分点。规模以上企业的利润总额达 65.79 亿元，同比增长 15.38%，比 2018 年同期增长率下降 11.22 个百分点。按照规模以上企业营收占总体 50~70% 的区间估算，2019 年防水行业市场空间在 1420~1980 亿元之间，防水材料的市场需求依然保持强劲。

防水材料产品下游应用广泛。防水材料在房屋建筑、高速铁路、地铁及城市轨道交通、高速公路和城市道桥、地铁、机场、地下管廊、地下空间和水利设施等领域均存在市场需求。根据应用场景划分，防水产品下游市场可以大致分为房地产业和基础设施建设两大领域，其中房地产业可以细分为存量修缮市场与地产增量市场。

图 12：防水产业链示意图



数据来源：东吴证券研究所整理

2.2. 房屋修缮与旧改，巨大的蓝海市场

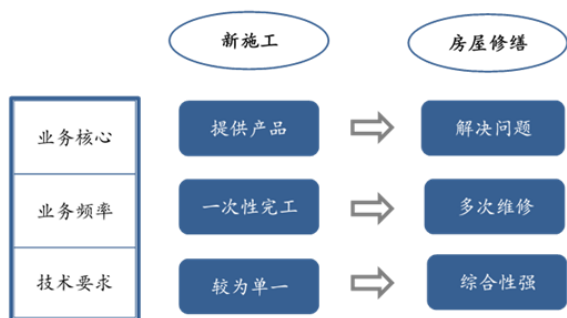
房屋修缮包括加固、改造、维修等业务，主要分为结构修缮、渗漏修缮、外保温修缮、装饰装修等内容。与新建筑施工相比，修缮业务在业务核心、施工频率、技术要求、付款方式等方面均存在较大差异，后者以处理问题为核心，需要针对现有问题提供专门的解决方案，并对防水材料、抗渗材料、外墙材料、保温材料、涂料材料、地坪材料等多种产品进行匹配应用，且存在多次维修需求。

目前我国修缮市场秩序较为混乱，主要存在以下四方面的问题：1）缺乏统一的标准体系和长效管理机制，对修缮的资金、申报流程、招投标的监管存在死角；2）尚未形成完整的产业链，无法为顾客提供从检测、维修到维护的一站式专业服务，修缮后的效果缺乏保障；3）先进的建筑问题检测设备匹配率较低，修缮施工人员缺乏有效系统

的培训，施工水平参差不齐； 4) 缺少公开、透明的信息平台，信息不对称程度高，供需匹配效率低，容易出现“病急乱投医”的现象。

修缮属于刚性需求，市场规模大。建筑在使用一定年限后会出现不同程度的渗漏问题，需要定期进行翻修。根据行业数据，一般的房屋每5年需要进行一次中期修缮，大修周期则根据建筑材料不同有所差别，一般砖木结构房屋约为12~15年，砖混结构房屋约为15~20年，钢筋混凝土结构房屋约为20~25年。若以20年为一个修缮周期，则现在每年待修缮住宅面积将至少约等于20年前房屋销售面积，由此推算未来3年平均每年待修善商品住房面积约为2.3亿平方米。从总量上看，截至2020年我国既有建筑面积约700亿平方米，城镇住宅面积约为339.4亿平方米。在使用标准产品情况下，人工费用与材料价格合计每平方米100~650元，而防水面积占房屋总面积比例为8%~15%。若以防水面积为住宅面积15%，修缮价格为150元/平方米估测，339.4亿平方米城镇住宅未来将可能带来7637亿元的房屋修缮市场空间(339.4×15%×150=7637亿元)。

图 13: 房屋修缮与新施工差异对比



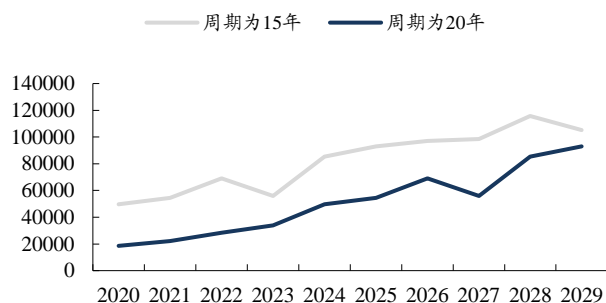
数据来源：东吴证券研究所整理

图 14: 城镇居民人均住房建筑面积



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图 15: 未来待修善商品住房面积 (单位: 万平方米)



数据来源：国家统计局、东吴证券研究所

图 16: 老旧小区改造



数据来源：上海发布、东吴证券研究所

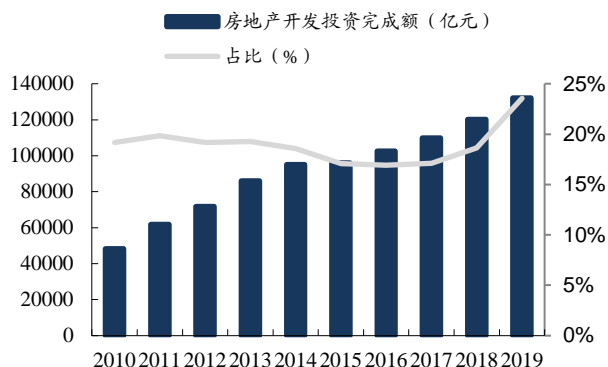
老旧小区改造加速，推动需求释放。国家高度重视城镇老旧小区改造工作，加快部署推进城镇老旧小区改造工作。2017 年底，住建部在厦门、广州等 15 个城市启动了城镇老旧小区改造试点，截至 2018 年 12 月，试点城市共改造老旧小区 106 个，涉及到 5.9 万户居民。2019 年，住建部会同发展改革委、财政部印发了《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，全面推进城镇老旧小区改造。在国家政策的推动下，老旧小区改造有序推进，房屋修缮改造的市场潜力预计加速释放。

2.3. 房地产新建市场低速增长

增量市场呈现低速增长态势。2019 年全国房地产开发投资占全社会固定资产投资约 24%，达到 13.2 万亿元，与去年同期相比增长 9.9%，达到近五年最高水平。防水材料与防水施工主要涉及地产产业链的上游与下游，与房地产新开工面积和商品房销售面积相关度较高。2019 年全国房地产新开工面积累计值达 22.7 亿平方米，增长 8.5%，预计未来一段时间将保持低速稳增长。2019 年，商品房销售面积为 17.2 亿平方米，同期下降 0.1 个百分点，其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。截至 2019 年底，房地产新开工施工面积与商品房销售面积共计 39.87 亿平方米。

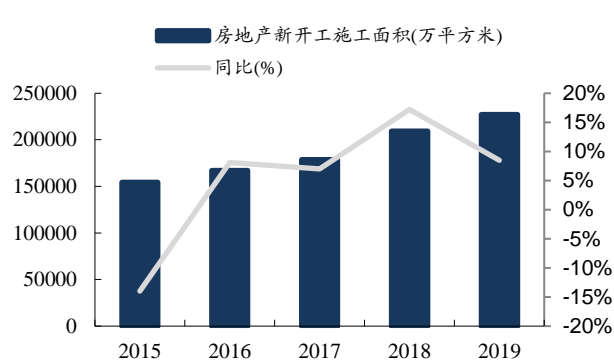
地产集中度提升，品质要求利好防水龙头。《2020 中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》显示，2019 年前四大房地产开发企业销售金额占比从 2013 年的 6.93% 上升至 2019 年的 13.25%。销售金额排名前 10、前 20、前 50、前 100 的房地产企业全行业销售份额占比分别为 25.22%、37.07%、53.62%、64.14%，各梯队市场份额均有不同比例上升。2019 年百强房企之间的兼并收购事件频现，在房地产政策调控基调不变、行业内竞争加剧的背景下，房地产行业集中度将维持上升趋势，从而带动防水行业集中度的提升，公司的市场占有率会随之提高。同时，大型地产商更重视产品质量，公司可以凭借优质防水产品扩大在房屋领域的市场份额。

图 17: 地产开发投资完成额占社会固定资产投资比例



数据来源: choice、东吴证券研究所

图 18: 房地产新开工施工面积及同比增速



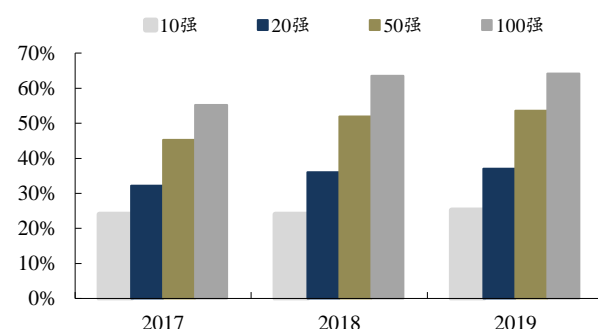
数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

图 19: 商品住宅销售面积及同比增速



数据来源: 国家统计局、东吴证券研究所

图 20: 房地产企业销售额集中度



数据来源: 中国房地产开发企业 500 强测评研究报告

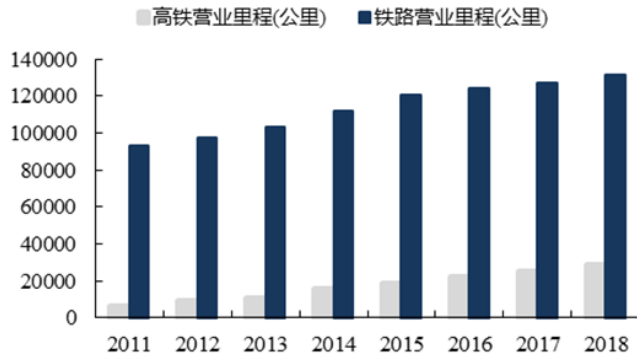
2.4. 基建补短板支撑需求

基础设施投资发展潜力较大。目前我国人均基础设施存量相当于西方发达国家的 20%~30%，并且在交通、水利、能源、生态环保、社会民生等领域仍存在不少短板。2018 年 10 月，国务院办公厅给出“保持基础设施领域补短板力度”的指导意见，聚焦基础设施领域突出短板，以扩大内需和调整结构为导向，刺激基建投资力度。有关数据显示，截至 2020 年 3 月 1 日，包括北京、河北、山西、上海、黑龙江、江苏等 13 个省市发布了 2020 年重点项目投资计划清单，共包括 10326 个项目，已公布的计划总投资额共计 33.83 万亿元，年度投资额合计约 2.79 万亿元。目前，防水企业约有四分之一的营业收入来自基建领域，考虑到“补齐基建短板”的政策推动和“十三五”规划与“十四五”规划交际等特殊因素，2020 年基建投资规模将迎来较大幅度的上涨，为防水行业提供需求支撑作用。

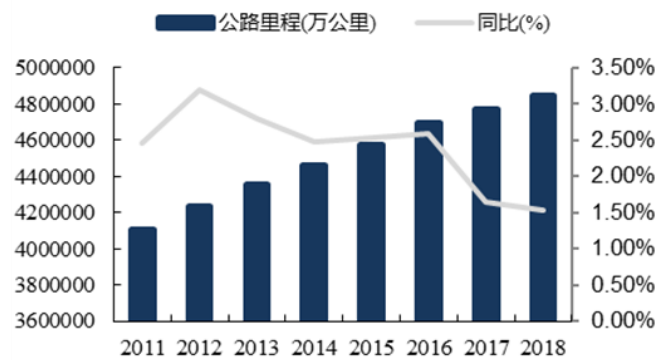
就铁路建设而言，2020 年全国铁路投产新线预计 4000 公里以上，其中高铁 2000 公里，主要包括推进川藏铁路规划建设，长江沿江高铁、沿海高铁等“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设等。若按防水材料 35 元/米的单价估算，铁路新线可以为防水行业创造 1.4 亿以上的材料销售收入，加上防水施工和其他基建项目后预计收益会更高。

图 21: 高铁营业里程与铁路营业里程

图 22: 公路里程数及同比增长



数据来源: choice、东吴证券研究所



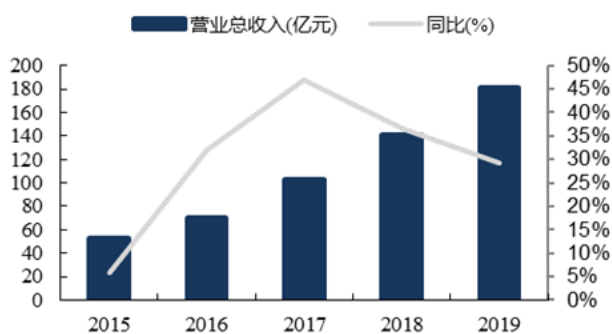
数据来源: choice、东吴证券研究所

3. 防水行业领跑者优势显著

3.1. 防水行业龙头企业, 公司市占率升至 18%

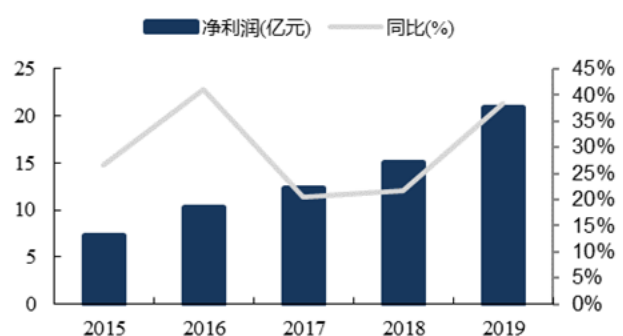
公司深耕防水行业 20 余年, 拥有 28 家生产研发物流基地, 50 余家分公司和子公司。根据 2020 年 1 月公司在巨潮资讯网披露的《公司主体长期信用跟踪评级报告》显示: 截至 2019 年底, 公司防水卷材产能为 37620 万平方米, 防水涂料产能为 166.50 万吨。2019 年公司在原有产能基础上积极布局新生产线, 产能扩张的同时公司产品销量同比增长 29.02%, 此外材料销售业务和施工服务业务规模均有所增长, 实现营业总收入 181.54 亿元, 较上年同期增长 29.25%, 利润总额 25.92 亿元, 比上年增长 42.28%, 营业状况整体向好。

图 23: 公司营业收入及同比增速



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图 24: 公司净利润及同比增速

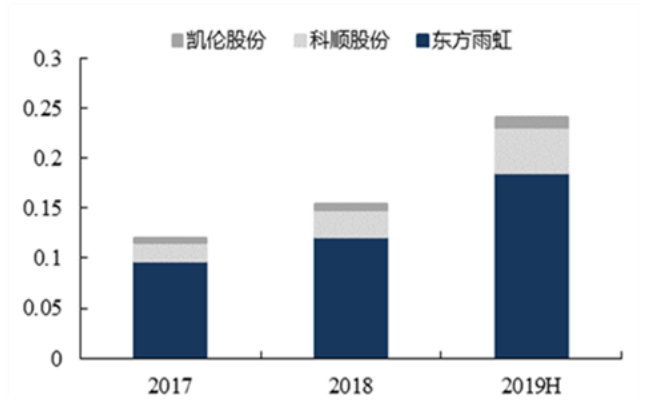


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

公司市占率达 18.31%, 稳居行业龙头。2019 年全国防水材料生产企业约 10752 家, 从事防水卷材生产的企业有 2000 余家, 规模以上防水企业有 653 家, 行业整体一直呈现“大行业, 小企业”的竞争格局。2019 年规模以上防水材料企业数量相较于前一年减

少了 131 家，同比下降 16.71%。在规模以上防水企业中，公司 2019 年市场占有率提升至 18.31%，与去年相比增长 6 个百分点，稳居行业龙头，比行业第二科顺股份高出 13 个百分点。

图 25: 2017-2019H 防水行业集中度



数据来源：中国建筑防水协会、东吴证券研究所

图 26: 防水行业主要公司



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

3.2. 布局合理渗透全国

分、子公司数量多，业务辐射范围广泛。由于受到运输条件和运输成本的制约，防水产品销售存在一个合理销售半径，防水行业的生产格局呈现地区化特征。截止到 2019 年 12 月，公司控股上海东方雨虹、香港东方雨虹、东方雨虹北美有限责任公司等 50 余家分子公司，在北京顺义、上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、广东惠州、江苏徐州、山东德州、云南昆明、河北唐山、陕西咸阳、安徽芜湖、浙江杭州、山东青岛等地建设有 28 个生产研发物流基地，拥有 80 余条先进生产线，业务范围覆盖华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区，辐射半径达 300 公里，可以以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，在供货能力方面远超同行业其他竞争对手。

图 27: 公司生产研发物流基地



图 28: 公司新增生产线陆续投产



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3. 新增多条生产线，助力产能提升

据公司 2019 年年报显示，目前主要在建工程包括：四川工厂年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨防水涂料、28 万吨砂浆、30 万立方米挤塑板项目；莱西年产 2400 万平方米防水卷材、4 万吨防水涂料、20 万吨砂浆及 1000 万平方米 TPO 项目；惠州工厂年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材及 3 万吨硅藻泥项目；咸阳年产 2000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目；徐州卧牛山年产 2040 万平方米防水卷材项目；天鼎丰非织造布有限公司年产 2.4 万吨聚酯纺粘针刺油毡基布建设项目；滁州年产 10 万吨非织造布项目（一期）；唐山年产 10 万吨聚氨酯防水涂料项目等。产能扩张将进一步提升公司在华北、华中、西南等地区的生产与供货能力，一定程度上缓解现有生产基地供不应求的紧张局面。同时总部基地项目的建设有利于在当地开展技术研发工作，发挥聚集人才的平台功能，更好地实施“平台+创客”的发展战略。

表 3：2019 年公司部分新增产线进度

生产基地	时间	新增产线情况
莱西生产基地	1 月 26 日	新建热塑性聚烯烃复合生产线试产成功
	3 月 25 日	3000 型卷材生产线改造项目试生产成功
建德涂料生产基地	3 月 25 日	一期项目正式投产，预计产能为 12 万吨/年装饰涂料（其中水性涂料 11 万吨/年，溶剂型涂料为 1 万吨/年）
	3 月 26 日	岳阳二厂 1.2mHDPE 生产线投产
岳阳生产基地	3 月 30 日	德爱威岳阳 DAW 真石漆试生产成功
	8 月 1 日	HDPE 双线试机成功，预计释放年产能 1000 万平米
惠州生产基地	4 月 1 日	3000 型卷材生产线顺利投产
咸阳生产基地	4 月 15 号	3000 型卷材生产线改造项目正式投产
庐山生产基地	5 月 16 日	1#砂浆生产线顺利开机
芜湖生产基地	5 月 16 日	第四条卷材生产线（公司第一条自主研发卷材生产线）顺利开机
	5 月 30 日	濮阳二期 3#卷材生产线顺利开机
濮阳生产基地	6 月 4 日	濮阳二期 4#卷材生产线顺利开机
	9 月 27 日	年产 10 万吨聚氨酯防水涂料生产线投产
荆门生产基地	8 月 8 日	水性涂料砂浆车间正式建成投产，预计年产 4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆
	8 月 25 日	3000 型无胎改性沥青防水卷材生产线顺利投产
德阳生产基地	9 月 16 日	水性涂料及砂浆车间正式建成投产，预计年产 4 万吨水性涂料、28 万吨砂浆
	10 月 8 日	沥青防水卷材车间正式投产两条生产线，主要生产 SBS/APP 聚合物改性沥青防水卷材，每条线年产量达到 1200 万平米

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.4. 拓展优质客户资源

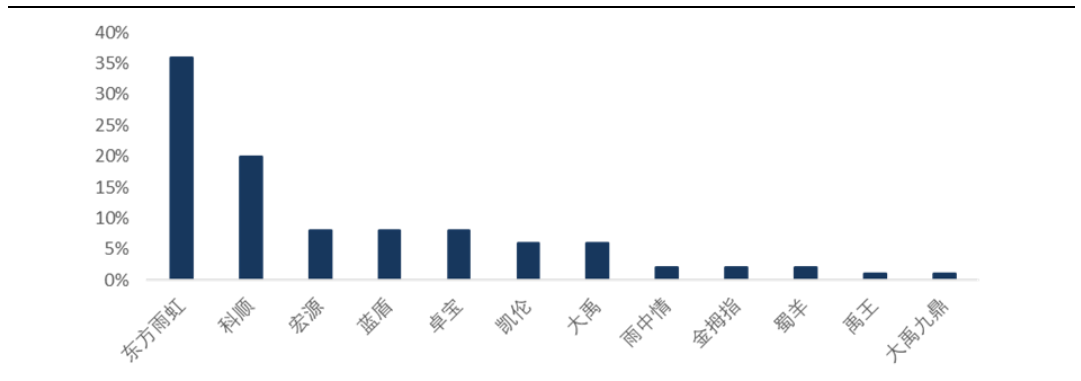
客户资源广泛且优质。公司拥有优质的客户资源，战略合作伙伴囊括地产企业前 50 强中六成以上公司，与万科、恒大、融创等 200 余家房地产商、大型企业集团签订了战略合作协议或长期供货协议。作为集采供应商，公司得到下游客户的高度认可。2019 年 3 月，东方雨虹、卧牛山、孚达获评万科“A 级供应商”，公司已连续六年荣获此称号，此外还获得碧桂园、鸿坤地产、建业地产、美的置业、中海地产、时代中国等供应商荣誉认可。从 2019 年房地产 500 强首选供应商品牌测试报告来看，公司品牌首选率较去年同期提高 11%，以 36% 的成绩遥遥领先。

表 4: 2019 年公司签署的战略合作关系

2019.2.21	子公司与同方知网签订战略合作协议，利用平台功效和优势互补实现传统建材行业的科技服务转型
2019.2.28	与伊川县立奇置业有限公司签订战略合作协议，合作范围包括防水材料、华砂瓷砖胶、卧牛山保温材料、德爱威涂料、密封胶等
2019.3.12	与禹州高可置业有限公司签订战略合作协议。
2019.3.19	与河南金裕城置业有限公司举行战略合作签约仪式。
2019.3.26	与贵州久智信房地产开发有限公司达成战略合作
2019.3.27	与菏泽市中达宜居置业有限公司在中达大厦续签战略合作协议
2019.3.30	与三门峡聚丰置业有限公司举行战略合作签约仪式
2019.4.1	与焦作大地安泰置业有限公司签订战略集采合作协议
2019.4.28	与湖南天城建设有限公司在常德城投集团签订战略合作框架协议
2019.8.26	与山西能源交通投资有限公司签订投资岩棉保温方面的合作协议，共同助力建筑节能保温事业发展
2019.8.29	与巴斯夫签署共同开发协议，升级合作伙伴关系，共同开发下一代高环保功能型防水材料
2019.9.3	与采筑平台、欧普照明正式签署了战略框架协议
2019.11.11	与中国石油化工股份有限公司北京燕山分公司(燕山石化)签署新一次战略合作协议

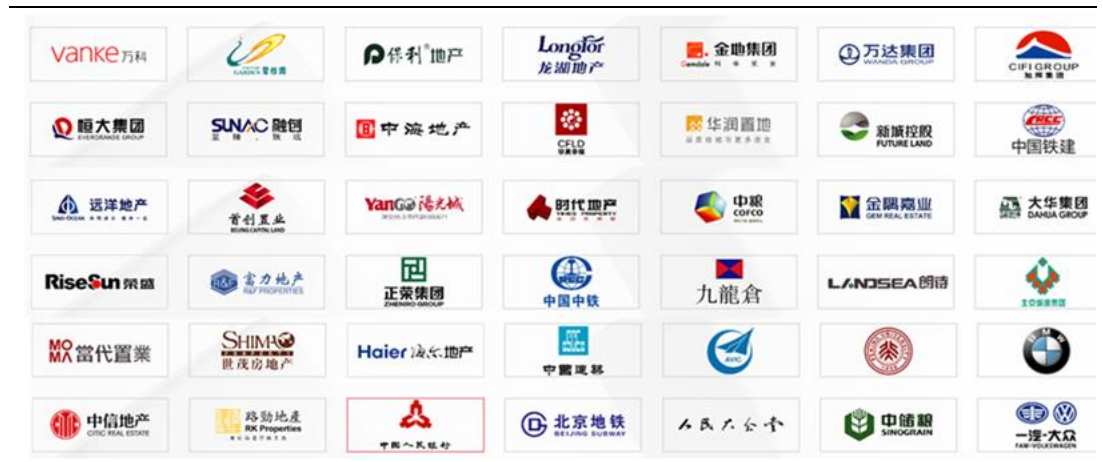
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 29: 2019 年房地产 500 强首选供应商品牌占有率



数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心、东吴证券研究所

图 30：公司战略合作伙伴



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.5. 房屋修缮业务抢占先机

公司抢占市场先机，率先发展房屋修缮业务。2015 年公司率先在国内成立建筑修缮事业部，2017 年正式成立东方雨虹建筑修缮技术有限公司，业务范围包括渗漏修缮、加固工程、修复工程，确立了建筑修缮领域的协和医院的定位。这标志着公司全面进入后建筑时代布局。2019 年，公司新启动维修网络一体化平台建设，计划实现线上网络一体化报修工作与线下的服务中心相互配合。如今，雨虹修缮已经完成了建筑外部、内部、连接三大系统产品技术层面的全覆盖布局，并在混凝土平屋面修缮技术、金属屋面修缮技术、外墙修缮技术、智能远程勘察、无损检测诊断技术和地下工程修缮技术等方面具备核心优势，有望在未来成为公司的支柱板块。

公司修缮业务的渠道布局最先从低级城市切入，陆续启动“春苗行动”、“百城千店”、“春雷行动”等战略发展计划。据公司官方新闻资料显示，截至 2019 年 6 月，全国各地服务中心的网点数量已经超过 160 家，在上海、江苏、长沙、郑州、广西、云南等地设有联营公司，覆盖全国 26 个省份、122 个城市。目前雨虹修缮的服务中心仍以低级城

市为主，未来 4 年将以全国县级为单位布局 1000 家服务中心，向北京、上海等大城市进军，同时向更多的三、四线城市进行渗透。

图 31: 公司“百城千店”计划



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 32: 房屋修缮效果对比



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

4. 非防水业务布局扩张，创造新增长极

4.1. 多品类建材业务并驾齐驱

公司在深耕建筑防水行业的同时，还涉及节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域，旗下设有东方雨虹（工程业务）、雨虹（民用建材）、卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、越大（节能保温）、炆和（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）、建筑修缮、壁安（腻子粉）等品牌和业务板块。其中，东方雨虹（建筑防水）、卧牛山（节能保温）、德爱威（建筑涂料）、华砂（瓷砖胶）均入选 2018-2019 年度中国房地产开发企业 500 强首选品牌。

公司产品与服务遍布 100 多个国家和地区，被应用于塞班度假村、南极科考站、马尔代夫基础等国际项目的建设。其中，DAW 建筑装饰涂料增长速度较快，据《涂界网》报道，公司在杭州建德新建的 DAW 涂料生产基地项目（一期）已于 2019 年 3 月正式投产，该项目总投资 5.6 亿元，占地面积 180 亩，设计产能为 12 万吨/年装饰涂料（其中水性涂料 11 万吨/年，溶剂型涂料为 1 万吨/年），项目投产后预计每年可新增产值 12 亿元。此外，2019 年 12 月，公司联合八大地区腻子粉料龙头企业共同成立壁安新型建筑材料有限公司，正式进军腻子粉料行业，产品布局再度扩张。多元业务可以形成互补优势，依靠雨虹防水品牌背书，创造新的增长极。

图 33: 公司主要品牌



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

图 34: 公司产品远销海外



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

表 5: 公司各业务板块发展情况

业务领域	进军时间	品牌	主营产品	发展情况
无纺布	2011 年	天鼎丰	聚酯长丝胎基布、环保过滤材料、短纤针刺土工布等	中国非织造布行业 10 强企业，在山东德州、安徽滁州共建有 3 处生产基地，非织造布年生产能力 15 万吨
特种砂浆	2015 年	华砂	全面布局矿产、原砂、砂石骨料、特种砂浆等砂浆产业链	近 20 家特种砂浆工厂，在华北、华东、华南以及长江流域实现了 300 公里运输半径全覆盖
建筑涂料	2016 年	德爱威	内外墙涂料、地坪涂料、防腐涂料等	建德工厂一期项目顺利投产，基地预计产能 12 万吨/年装饰涂料
节能保温	2017 年	卧牛山、孚达、汤和、越大、特卫强	XPS 挤塑板、岩棉、屋面保温系统、薄抹灰外墙外保温系统等	实现保温产品产能、施工能力等方面的全面布局，唐山、芜湖、徐州等工厂均已建立保温产品生产线。
建筑粉料	2019 年	壁安	腻子粉、石膏、瓷建筑粉料及加固剂、堵漏宝等	2019 年 12 月联合八大地区腻子粉料龙头企业共同成立壁安新型建筑材料有限公司，正式进军腻子粉料行业。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

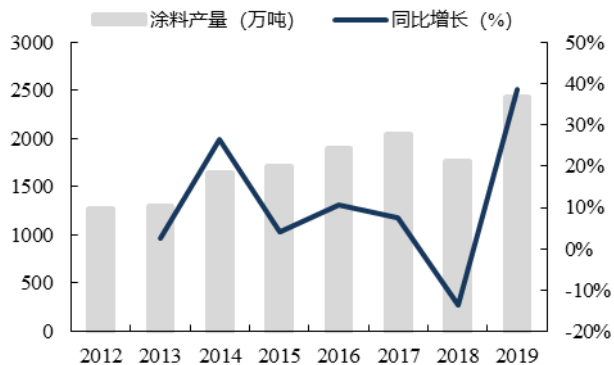
4.2. 建筑涂料业务

目前,2019 年全国涂料市场总规模超过 3000 亿,在全球涂料市场中占据重要地位。根据中国涂料工业协会的统计,2019 年我国规模以上企业涂料产量为 2439 万吨,其中建筑涂料产量 694 万吨,同比增长 7%。按当年产量口径统计,2019 年涂料产量同比增长 38.59%。2019 年全国建筑涂料销售收入约为 1332 亿元,同比增长 2.5%。

中国涂料生产主要集中于华东和中南地区。其中广东、上海、江苏涂料 2018 年产量分别为 394.28 万吨、200.10 万吨和 192.09 万吨,占全国涂料产量的比重分别为 22.4%、

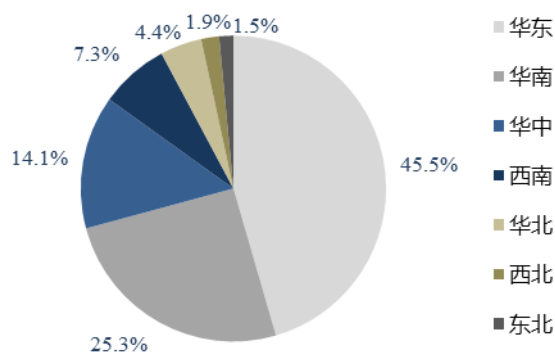
11.4%和 10.9%，位列前三。根据广州化工数据，2020 年 1-2 月，华东、华南、华中三个地区涂料产量占比分别为 45.5%、25.3%和 14.1%;产量排名前三广东、上海、江苏地区，涂料产量占全国的 49%左右。

图 35: 国内涂料行业规模以上企业产量



数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

图 36: 2020 年 1-2 月中国涂料产量区域分布



数据来源：广州化工，东吴证券研究所

从营收规模上来看，根据中国涂料工业协会的统计，2015-2019 年中国规模以上涂料企业营收规模总量呈下滑趋势，2019 年我国规模以上涂料企业营业收入为 3132.32 亿元，按照可比口径调整后，即通过当年统计的规模以上企业营收变动计算同比增速，可得 2019 年营收同比下降 0.6%，主要系行业处于发展整合期，价格竞争激烈。但从企业自身纵向同比来看，近几年来，当年统计的规模以上涂料企业营收同比总体呈上升趋势，这反映了中国涂料行业市场逐步向头部企业集中。

从企业盈利情况来看，除了 2017 年外，国内规模以上企业盈利能力有所上升。2019 年中国涂料行业规模以上企业实现利润总额为 229.53 亿元，同比增长 9.4%。

图 37: 国内规模以上涂料企业营业收入

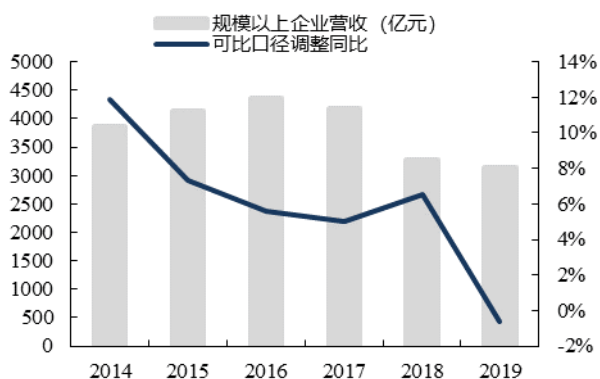
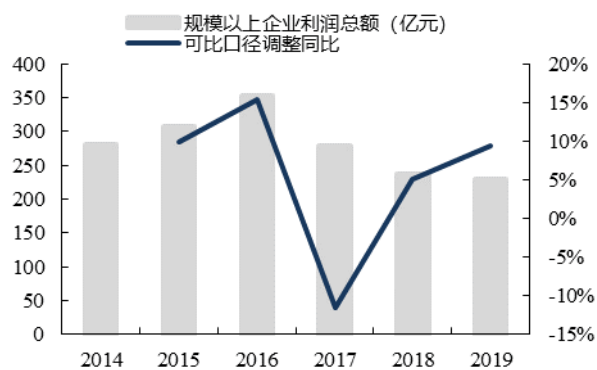


图 38: 国内规模以上涂料企业利润总额

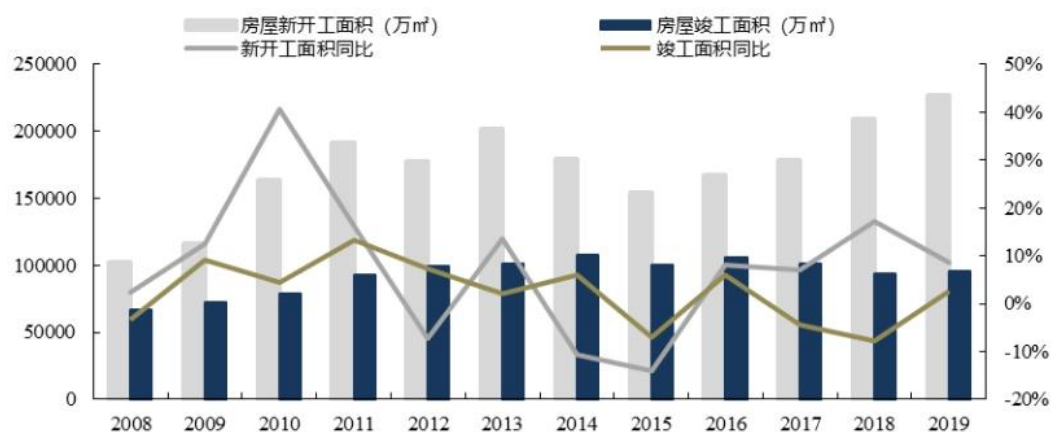


数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

数据来源：中国涂料工业协会，东吴证券研究所

目前我国下游需求仍以新建商品房为主，新建商品房需求占比超过 50%，由于涂料主要用于竣工阶段的外墙，以及精装房和毛坯房内墙，故需求和地产竣工面积相关度较高。我国房屋新开工面积与竣工面积自 2017 年开始出现剪刀差，竣工面积累计同比增速在 2019 年 6 月触底 (-12.7%) 反弹，之前的新开工与施工面积逐步转为竣工面积。2020 年年初由于疫情原因减弱了竣工改善的情况，但是随着疫情控制，竣工面积反弹的趋势不变。

图 39：国内房屋新开工与竣工面积及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在房屋竣工面积增速回暖的同时，全国精装商品房的渗透率也在稳步提升。2019 年全国精装商品房渗透率达到 32%，同比增速为 16%。2016 年后国家陆续出台相关政策推动精装房在国内的普及，而目前对标国外，欧美等发达国家精装房渗透率均达到 80% 以上，未来我国精装房市场仍有较大发展空间。质量标准统一、环保要求高的精装房相对毛坯房能带来更高的涂料需求。在未来精装商品房渗透率有望进一步提升的背景下，涂料的需求能够得到更为有力的支撑。

东方雨虹与德爱威合作，建立了德爱威（中国）有限公司，是专业从事涂料研发、生产、销售及技术服务的中德合资企业。作为德国涂料企业 DAW SE 公司的全球集团成员，秉承德国以质取胜的传统，致力于中国涂料行业的新发展。德爱威不仅为中国建筑涂料市场提供绿色环保产品，还将带来国际化的建筑色彩体验和专业的调色体系、成熟的德系施工技术和职业技能培训。德爱威主要产品包括内外墙涂料、地坪涂料、防腐涂料、艺术漆、精调漆、木器漆、基辅料及工具等。

德爱威（中国）有限公司目前已在杭州建德、湖南岳阳、广东广州投资建设了生产研发基地。随着“德爱威色彩研究院”、“德爱威学院”相继建立，德爱威公司不仅为亚太区域的建筑涂料及高效能涂料市场提供绿色环保的系列产品，还将为更多消费者带来国际化的建筑色彩体验服务、专业的调色体系、成熟的德系施工技术和职业技能培训。凭借国际品牌的影响力以及优秀的产品和服务，德爱威得到了业界的普遍认可，树立了诸如“鸟巢”、“德国宝马总部大楼”、“莫斯科克里姆林宫”、“2014APEC 会议会场”等一批标志性工程。

4.3. 节能保温业务

据中国建筑节能协会能耗统计委员会统计测算，2019 年我国建筑能耗大约为 9.47 亿吨标准煤，约占能源消费总量的 21.11%，对比发达国家的能源消耗，我国建筑能耗在总能耗中的占比较高。基于我国在环保和节能领域的重视逐年提升，保温业务作为房屋节能的关键部分，未来也将成为新的重点发展领域。

公司保温业务属于建筑节能板块，产品布局涵盖 XPS 挤塑板、聚氨酯保温材料、岩棉、屋面保温系统、薄抹灰外墙外保温系统等。公司保温产品体系齐全，旗下有多家公司专营相关业务。

表 6: 东方雨虹旗下专营节能保温业务的公司

公司名称	公司特色	主要产品
卧牛山	注于改善健康人居生活和推动建筑节能发展的高新科技型企业	薄抹灰外墙外保温系统、外墙内保温系统、冷库保温系统、保温装饰一体化系统、卧润生浮筑楼板保温隔声系统、被动式超低能耗建筑保温隔热系统解决方案
炆和	以保温材料为核心业务的制造及系统解决方案供应商	岩棉、高温玻璃棉
越大	专业从事硬泡聚氨酯原料的研发、生产与销售	管道防腐保温专用聚氨酯、矿山隧道用聚氨酯、板材专用聚氨酯、屋面保温防水一体化系统、外墙外保温系统
孚达科技	专注于优质的环保型建筑保温隔热材料的研发、生产、销售及施工服务	屋面保温系统、薄抹灰外墙外保温系统、近零能耗建筑外墙外保温系统、外墙内保温系统、地下室侧墙保护系统、FAS 浮筑楼板保温隔声系统、FD 干式地暖系统、FD 轻质防水保温装饰一体化系统
特卫强	特卫强品牌材料是由 100% 高密度聚乙烯采用专利工艺闪蒸法纺粘支撑的一种特殊的材料，结合了纸张、薄膜和织布的材料特点于一身。	Tyvek 特卫强防风防水透气膜、Tyvek 特卫强防风防水隔气膜

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

4.4. 特种砂浆业务

特种砂浆是建筑上砌砖使用的黏结物质，主要适用于保温隔热、吸声、防水、耐腐蚀、防辐射、装饰和粘结等特殊要求的砂浆。

华砂砂浆有限责任公司是东方雨虹旗下专业从事特种砂浆技术研究并提供系统解决方案的企业。公司于 2015 年成立，正式进军特种砂浆领域，向合作伙伴提供高品质的产品、多样化的砂浆系统解决方案及高效率的标准化施工服务。华砂主要产品包括瓷砖胶、填缝剂、防水材料、外墙装饰砂浆、保温砂浆、地坪材料等。

截至 2020 年，公司特种砂浆工厂全国近 20 家布局，华北，华东，华南及长江流域实现 300 公里运输半径全覆盖。运输半径小，效率高，成本低。公司依砂傍水，全面布局矿产、原砂、砂石骨料、特种砂浆等砂浆产业链，曾荣获 2018 年度预拌砂浆行业五年成就奖、最具影响力品牌等奖项。

图 40: 华砂砂浆有限责任公司部分供应商



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

5. 管理革新与合伙人机制驱动长远发展

5.1. 组织变革释放活力

“渠道+直销”双销售模式。公司一直致力于构建与完善多层次的营销网络，拥有直销和渠道营销两大销售模式。其中，工程渠道经销商网络由工程渠道事业部负责管理，针对全国核心城市市场以外的工程市场建立经销商网络；零售渠道由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要针对普通大众消费者家庭装修市场，

建立家装公司、建材超市、建材市场经销商及电商多位一体的复合营销网络，并形成“雨虹家”防水维修、防水双包和靓缝等服务支持体系。

表 7: 公司直销模式与渠道模式对比

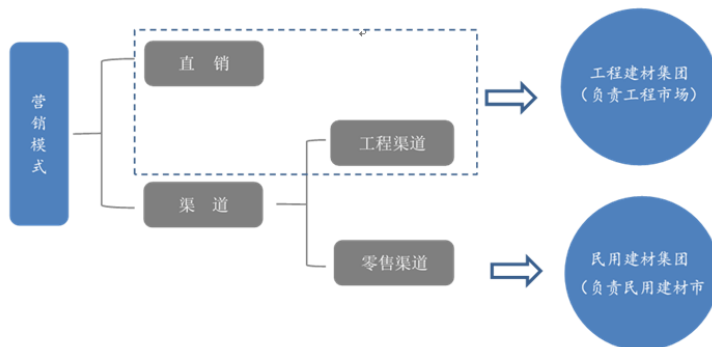
	直销模式	渠道模式
简介	通过下属职能部门直接对产品最终使用客户进行开发、实现销售。	通过经销商等渠道合作伙伴对产品最终使用客户进行开发、实现销售，分为工程渠道和零售渠道。
优点	减少经销商加价等环节，降低产品成本，提高产品竞争力；信息反馈迅速，有利于增强下游客户对公司的了解和信任，建立长期稳定的合作关系。	经销商熟悉当地市场，市场渗透力强，而且进货量一般较大，可以快速提高市场份额。
缺点	销售费用较高；销售区域性强；企业自担风险较大。	利润分摊；存在应收帐款风险、市场支持风险和渠道控制风险。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

直销与渠道销售模式各具优势与短板，如能将二者更好结合，充分发挥各自优势，可以形成“1+1>2”的效果。因此，2018年10月31日，公司公布了《关于组织变革的决定》文件，对公司战略和组织架构做出调整。

- 从产品与客户角度——原“1+6”中的建筑防水、特种砂浆（华砂）、节能保温（卧牛山）、建筑涂料（德爱威）在工程市场的销售与服务归**工程建材集团**负责，原民用建材归**民用建材集团**负责，非织造布归**天鼎丰控股**负责，新市场培育归**投资控股公司**负责。
- 从地域角度——工程建材集团按区域划分为**北方区、华东区、华南区**三大片区。

图 41: 公司组织结构变革示意图



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

目前，公司形成了直销模式与工程渠道模式相结合的多维度工程市场营销网络，以及以零售渠道模式为核心的民用建材市场营销网络。本次组织结构调整将从以下三方面促进工程市场和民用建材市场的活力和动能释放：

1) 新的组织架构可以更好地整合价值产业链和渠道优势资源

本次调整以大区形式整合优化原有工程市场营销网络，实现直销与渠道的深度融合。改革之后，直销从以北上广等核心城市市场为主开始向其他地区下沉渗透，工程渠道则可以在原直销模式为主的地区发挥互补功能，开发新客户资源，提高公司市场份额。

2) 扁平化的管理方式有利于提高营销效率和管理效率

整合下属各公司、事业部在工程建材领域的业务可以避免机构人员冗杂，释放更多的精力进行产品研发和提升服务质量，促进直营业务的高质量发展。在更大范围内推行事业合伙人机制，为客户和合伙人提供更高效、更系统、更有价值的产品和服务。

3) 组织结构调整突出以市场为中心，以职能为导向

本次变革将防水、砂浆、保温和装饰涂料在工程市场的业务交由工程建材集团负责，产品之间共享销售渠道与客户资源。民用建材集团旗下的民用建材、虹运公司和顶之美公司继续专注于零售市场，推动民用建材板块由零售商向系统方案服务商转型。制造中心与职能中心服务于三大区域，实现分区治理与相互协调的统一配合。

5.2. 事业合伙人机制稳步发展

在渠道模式方面，公司于 2015 年首创事业合伙人机制，与符合要求的代理商共同投资设立股份有限公司，为合伙人提高平台优势，而合伙人在其所属区域大力推广标准化施工，极大地提高了公司在当地市场的知名度。经过三年发展，合伙人机制日趋成熟，以股权关系为纽带实现对代理商激励模式的创新与升级。2019 年公司防水集团升级到建材集团，合伙人将会共享到更广阔的经营品类，垂直整合资源，实现共享共赢。

表 8: 公司事业合伙人机制发展历程

2015 年	首创事业合伙人机制，凡是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，均可申请成为公司合伙人
2016 年	与近 200 位经销商共同投资成立第一家股份有限公司——浙江东方雨虹科技开发股份有限公司
2017 年	继续推进合伙人机制，新投资设立两家股份有限公司——浙江虹致科技开发股份有限公司，浙江虹毅科技开发股份有限公司
2018 年	制定相应配套政策和制度鼓励业务人员转合伙人，包括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

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

近年来公司利润主要来自于防水卷材、防水涂料和防水施工，结合公司产能计划市场扩张预期及行业状况分析，我们对公司未来盈利做出下表预测。假设公司生产所需的主要原材料沥青等供应充足，价格整体运行平稳，同时随着基建建设投资规模扩大及老旧小区改造顺利推进，建材防水行业未来保持高景气状态。在公司防水业务稳步扩张，“百城千店”战略发展计划成功落地，以及非防水业务布局顺利的前提下，我们预计公司 2020~2022 年实现总营收分别为 242.38 亿元、314.03 亿元、389.52 亿元，同比增速分别为 33.5%、29.6%、24.0%；实现归属母公司股东净利润分别为 27.97 亿元、36.58 亿元、48.21 亿元，同比增速分别为 35.4%、30.8%、31.8%。

表 9：公司业务盈利预测

防水卷材	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	73.19	99.8	135.2	178.5	223.1
增长率（%）	37.19%	36.36%	35.50%	32.00%	25.00%
毛利率（%）	36.74%	37.36%	38.50%	39.80%	40.00%
防水涂料					
营业收入（亿元）	39.76	48.75	60.94	76.18	91.41
增长率（%）	33.80%	22.61%	25.00%	25.00%	20.00%
毛利率（%）	38.85%	41.19%	42.00%	42.50%	42.70%
防水施工					
营业收入（亿元）	19.51	23.48	30.52	37.54	45.05
增长率（%）	37.70%	20.35%	30.00%	23.00%	20.00%
毛利率（%）	27.89%	27.76%	29.00%	29.20%	29.40%
其他业务					
营业收入（亿元）	6.81	8.31	14.13	19.78	27.29
增长率（%）	30.41%	21.94%	70.00%	40.00%	38.00%
材料销售					
营业收入（亿元）	1.18	1.20	1.56	2.03	2.64
增长率（%）	151.84%	1.46%	30.00%	30.00%	30.00%
营业总收入（亿元）	140.46	181.54	242.38	314.03	389.52
净利润（亿元）	15.1	20.7	28.0	36.6	48.2

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

公司是以主营防水业务为核心，民用建材、建筑涂料、建筑修缮、节能保温、特种砂浆、非织造布、建筑粉料等多元业务为延伸的建筑建材系统服务商。故选取同行业中具有代表性的三棵树，科顺股份，凯伦股份，亚士创能 4 家公司进行比较。根据计算，可比公司 2020-2022 年的 PE 均值分别是 45.48、31.55、22.98，公司目前股价对应的 2020-2022 年 PE 分别仅为 30.82、23.57、17.88，不仅远远低于 PE 估值最高的标的三棵树，也远远落后于行业平均水平，低估状态明显，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 10: 可比公司估值（截至 2020 年 9 月 13 日）

证券简称	股价（元）	PE			PB
		2020E	2021E	2022E	
东方雨虹	54.91	30.82	23.57	17.88	7.18
三棵树	142.00	63.67	45.96	35.53	21.49
科顺股份	25.06	21.82	17.05	13.31	4.29
凯伦股份	65.92	44.41	28.7	19.43	9.92
亚士创能	71.00	46.47	31.18	21.77	9.59
可比公司均值		45.48	31.55	22.98	11.32

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所测算

注：东方雨虹估值由东吴证券研究所测算，其余公司估值来自 Wind 一致预测

7. 风险提示

1、行业政策风险

国家相继出台了一系列政策和规划文件，以规范和指导防水建材行业的良性、健康发展。近年来，随着国家和社会对环保要求的日益提高，国家颁布和采用了更高的环保标准，国家相关节能环保产业约束政策对公司所处行业的环保压力倍增，国家在税收等政策上也在进行不断的调整，政策法律的变革对公司的经营造成一定的风险。

2、下游房地产行业的宏观调控政策和行业波动风险

房地产行业作为公司建筑防水材料销售和防水施工的主要领域之一，对公司的营业收入及净利润均贡献了一定份额。近年来，以供给侧结构性改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控，中央与地方进一步明确住房的居住定位，改革完善住房市场体系和保障体系，使得房地产业正在经历结构性改变。2019 年，中央经济工作会议提出全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机

制，促进房地产市场平稳健康发展。未来，公司可能存在国内经济下行压力加大、房地产市场宏观调控及行业景气度影响，导致经营受到不利影响的风险。

3、原材料价格波动风险

公司生产所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

4、市场竞争风险

目前整个行业仍处于“大行业、小企业”的格局，市场集中度较低。随着行业转型升级加速，企业利用社会资本意识增强、固定资产投资增速较快等特点不断显现，竞争对手成长迅速，在部分区域性市场与公司开展竞争。此外，由于中国防水行业较大的市场空间，部分欧美大型建材企业与国内非防水领域企业纷纷进入防水市场，公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

东方雨虹三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15,447	24,063	28,156	36,526	营业收入	18,154	24,238	31,403	38,952
现金	4,428	7,665	9,931	12,319	减:营业成本	11,665	15,315	19,556	24,244
应收账款	7,017	10,724	12,130	16,271	营业税金及附加	139	228	278	337
存货	2,016	3,483	3,539	5,166	营业费用	2,142	2,870	3,706	4,629
其他流动资产	1,985	2,191	2,556	2,771	管理费用	1,322	2,441	2,926	3,387
非流动资产	6,969	8,419	10,015	11,582	财务费用	413	427	598	682
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-8	204	198	182
固定资产	4,349	5,546	6,873	8,180	加:投资净收益	3	7	3	4
在建工程	627	767	929	1,078	其他收益	287	152	190	210
无形资产	991	1,111	1,227	1,337	营业利润	2,622	2,915	4,337	5,708
其他非流动资产	1,003	995	986	986	加:营业外净收支	-30	382	-22	-21
资产总计	22,416	32,482	38,171	48,108	利润总额	2,592	3,296	4,315	5,687
流动负债	10,086	17,887	20,417	26,080	减:所得税费用	517	494	647	853
短期借款	3,093	7,971	8,262	11,297	少数股东损益	9	5	10	13
应付账款	3,292	4,606	5,772	6,930	归属母公司净利润	2,066	2,797	3,658	4,821
其他流动负债	3,701	5,310	6,384	7,853	EBIT	2,778	3,513	4,600	5,998
非流动负债	2,370	2,198	2,042	1,865	EBITDA	3,147	3,904	5,111	6,631
长期借款	1,993	1,821	1,665	1,487					
其他非流动负债	378	378	378	378	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	12,456	20,085	22,459	27,945	每股收益(元)	1.32	1.78	2.33	3.07
少数股东权益	220	224	234	247	每股净资产(元)	5.94	7.44	9.54	12.37
归属母公司股东权益	9,740	12,173	15,478	19,916	发行在外股份(百万股)	1488	1570	1570	1570
负债和股东权益	22,416	32,482	38,171	48,108	ROIC(%)	22.1%	20.8%	25.1%	24.8%
					ROE(%)	20.8%	22.8%	23.5%	24.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	35.7%	36.8%	37.7%	37.8%
经营活动现金流	1,589	699	5,109	2,699	销售净利率(%)	11.4%	11.5%	11.6%	12.4%
投资活动现金流	-1,374	-1,832	-2,102	-2,193	资产负债率(%)	55.6%	61.8%	58.8%	58.1%
筹资活动现金流	-664	4,370	-742	1,881	收入增长率(%)	29.3%	33.5%	29.6%	24.0%
现金净增加额	-419	3,237	2,266	2,387	净利润增长率(%)	37.3%	35.0%	30.9%	31.8%
折旧和摊销	369	391	511	633	P/E	41.72	30.82	23.57	17.88
资本开支	1,345	1,450	1,596	1,567	P/B	9.24	7.38	5.75	4.44
营运资本变动	-1,353	-2,912	338	-3,443	EV/EBITDA	27.77	22.88	17.07	13.25

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>