

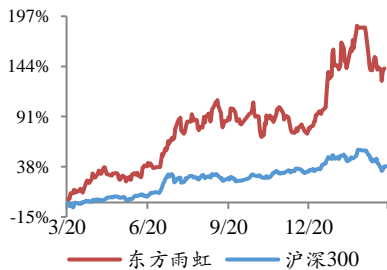
防水龙头开启新征程

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2021-03-24

收盘价 (元)	46.48
近 12 个月最高/最低 (元)	57.60/19.68
总股本 (百万股)	2,348
流通股本 (百万股)	1,682
流通股比例 (%)	71.63
总市值 (亿元)	1091
流通市值 (亿元)	781

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 石林

执业证书号: S0010520060001

电话: 15652540369

邮箱: shilin@hazq.com

相关报告

1.2020 年业绩超出预期, 经营质量显著优化 2021-01-12

2.Q3 业绩大幅增长, 定增扩产巩固龙头地位 2020-10-28

3.定增开启新一轮扩张, 成长性加速兑现 2020-10-16

主要观点:

● 行业迎接存量时代, 强者恒强逻辑延续

当前我国经济进入 L 型发展阶段, 消费建材主要受基建和地产投资需求拉动, 增量空间预计将逐步减小。我们认为防水行业已逐步进入增量转存量时期。在此阶段, 企业高质量的增长将更为关键, 在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期, 更好地面对未来的存量市场博弈。公司作为在业绩增长的同时实现报表改善的企业, 说明了其战略领先竞争对手, 并且具有坚实的护城河。

2021 年春节后, 防水市场出现普遍涨价, 我们认为主要源于原材料价格上涨和需求超预期。而从中我们观察到两点值得注意的行业变化: 1) 原材料趋势性上涨或加速防水行业洗牌; 2) 在消费建材市场中, 此轮防水相对于建筑涂料、管材等细分行业涨价最早、范围最广, 或体现出防水行业的发展阶段更领先、竞争格局更优, 并已逐渐渡过价格战阶段。

● 定增开启新一轮扩张, 公司将成长为综合性建材集团

相比此前的再融资, 公司 2020 年定增面临的环境略显不同。虽然地产行业的资金紧张问题或将对回款产生短期影响, 但我们认为总体来看, 此轮定增所代表的扩张周期内, 公司现金流压力将远小于此前两轮。我们认为公司的新一轮募投计划充分彰显了打造化学建材类平台型公司和建筑建材系统服务商的战略规划, 与此同时, 公司通过自身的渠道优势和综合服务实力, 在中短期即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广阔的成长空间。

● 报表改善得到验证, 公司轻装上阵

我们此前曾判断 2020 年是公司报表改善元年, 主要基于履约保证金、议价能力、债务结构等因素。从 2020 年公司已公布的财务数据来看, 逻辑正在不断验证: 1) 2020 年公司履约保证金规模已开始下降, 我们预计 2021 年此项资金占用会进一步显著减少; 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) 2019 年起债务结构已逐步优化, 2020 年短期借款规模继续下降, 长期借款规模上升, 债务结构进一步优化; 5) 2020 年回款对业绩的提振是一个值得注意的信号, 这说明公司加强回款考核开始出现显著成效, 该因素的影响在今后预计将持续甚至增强。我们测算每年中报时一年内应收账款和其他应收款计提的减值准备对当年净利润的影响为 13% 左右。

● 公司具备多维度的领先优势

我们认为从消费建材企业的各方面核心竞争力来看, 公司已经全面领先竞争对手。在行业从“跑马圈地”阶段逐步走向“可持续发展”阶段时, 公司又一次确立了先发优势, 为未来的存量市场博弈做好了准备, 一方面能够继续分享行业发展红利, 另一方面也打开了长期成长的天花板:

1) 十四五期间我们预计非房业务在防水市场的占比会提升, 提高企业

进入门槛，公司的强大施工服务能力有助于市场份额的加速提升；2）公司于 2018 年对业务架构进行重组，并通过事业合伙人机制拓展了渠道资源。公司的人均创收和销售人员的平均薪酬均显著高于竞争对手，体现出公司在机制和激励措施上的优势；3）公司在 2014 年和 2018 年的逆周期资本支出初步完成全国性产能布局，显示出对于渠道布局的重视以及领先行业的战略眼光。当前公司大 B 端渠道开拓已经较为成熟，我们认为以 C 端和小 B 端为主的地产后市场对于公司的赋能同样值得关注，甚至将成为未来存量市场中的核心壁垒。

● 股价复盘：十二年砥砺前行

我们认为公司上市以来经历了四个阶段，在行业和资本市场的变迁中证明了自身强大的适应力、执行力和战略眼光。公司成长空间远未见顶，2021 年千亿市值是开启新阶段的标志。

西卡和宣伟代表了建材龙头的两种发展路径，相比两家国际建材巨头，公司市值还有较大的提升空间。通过杜邦分析可以发现，公司在净利率水平上具备优势，ROE 低于西卡和宣伟主要是受资产周转率和权益乘数影响。考虑到公司仍处于扩张期，以及国内上市公司的融资习惯等原因，预计未来公司的资产周转率和权益乘数都将持续上升，带动 ROE 水平进一步提升。同时考虑到公司的业绩增速以及确定性，我们认为公司的估值水平相对于西卡和宣伟处在合理偏低的水平，仍有上升空间。

● 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，成长空间远未见顶。基于公司报表改善和竞争优势带来的增长确定性，我们认为公司应享有估值溢价。考虑到公司 2020 年业绩超出预期，同时 2021Q1 防水材料普遍涨价，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 33.98/42.63/52.61 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示

回款情况不及预期；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18154	21775	28908	34524
收入同比 (%)	29.3%	19.9%	32.8%	19.4%
归属母公司净利润	2066	3398	4263	5261
净利润同比 (%)	37.0%	64.5%	25.4%	23.4%
毛利率 (%)	35.7%	35.0%	38.8%	35.5%
ROE (%)	21.2%	27.3%	26.9%	26.2%
每股收益 (元)	0.88	1.45	1.82	2.24
P/E	29.90	26.81	21.37	17.32
P/B	6.34	7.31	5.74	4.54
EV/EBITDA	12.23	16.27	10.85	10.36

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 拥有多品类布局的防水龙头.....	6
1.1 公司是综合性的防水系统服务商.....	6
1.2 上市以来净利润复合增速达 43.65%	7
2 行业迎接存量时代，强者恒强逻辑延续.....	8
2.1 防水行业正处于增量转存量阶段.....	9
2.2 竞争日趋残酷，企业“内功”更加重要.....	13
2.2.1 行业逐步进入存量博弈期	13
2.2.2 新进入者加速防水行业整合和出清.....	14
2.2.3 2021 年防水材料价格出现普涨，揭示更深刻行业变化.....	16
3 领先优势继续扩大，开启新的成长阶段.....	18
3.1 定增开启新一轮扩张，公司将成长为综合性建材集团	18
3.1.1 此前数轮融资顺利完成全国布局	18
3.1.2 产能大幅增长，多品类齐头并进.....	20
3.2 报表改善得到验证，公司轻装上阵	24
3.3 公司具备多维度的领先优势	27
4 股价复盘：十二年砥砺前行.....	34
4.1 经历市场洗礼，不断迈向卓越.....	34
4.2 西卡和宣伟带来的启示	35
5 盈利预测与投资建议.....	36
6 风险提示	36
财务报表与盈利预测	37

图表目录

图表 1 公司业务结构	6
图表 2 公司防水业务之外的主要产品体系	6
图表 3 公司各季度营收及增速	7
图表 4 公司半年度各业务营收占比	7
图表 5 公司各季度毛利润及增速	7
图表 6 公司各年度各业务毛利占比	7
图表 7 公司毛利率和净利率变化情况	8
图表 8 公司 ROE 变化情况	8
图表 9 公司费用率变化情况	8
图表 10 公司净现比变化情况	8
图表 11 公司资本支出变化情况 (亿元)	8
图表 12 公司存货周转天数与应收账款周转天数	8
图表 13 规模以上防水企业营收情况	9
图表 14 日本劳动年龄人口和新开工面积拐点	10
图表 15 韩国劳动年龄人口和新开工面积拐点	10
图表 16 我国劳动年龄人口拐点已经到来	11
图表 17 2021 年以来各地公布的旧改计划	11
图表 18 过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米	12
图表 19 部分民用建筑工程造价参考指标	12
图表 20 老旧小区改造对防水材料的需求拉动测算	13
图表 21 主要防水企业应收账款期对比	13
图表 22 主要防水企业三费率对比	13
图表 23 主要防水企业收现比对比	14
图表 24 主要防水企业净现比对比	14
图表 25 上市房企触发“三道红线”监管情况 (截至 2019 年报)	14
图表 26 北新建材收购防水业务时的财务指标对比	14
图表 27 当前主要上市公司防水业务省域布局	15
图表 28 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	16
图表 29 TOP500 房企首选防水材料品牌十强	16
图表 30 主要上市企业防水材料 2021Q1 调价方案	16
图表 31 防水产品主要原材料价格进入上行通道	17
图表 32 公司防水产品直接材料成本占比变化	18
图表 33 头部防水企业毛利率与原油价格走势对比	18
图表 34 公司 2020 年之前募资及扩产情况梳理	19
图表 35 公司净现金流状况	19
图表 36 当前信用利差位于历史低点	20
图表 37 公司履约保证金支出概况	20
图表 38 公司定增募投项目情况	21
图表 39 国家关于工业用地的最新政策梳理	22
图表 40 公司披露的旗下新业务拓展情况 (收购或设立)	22

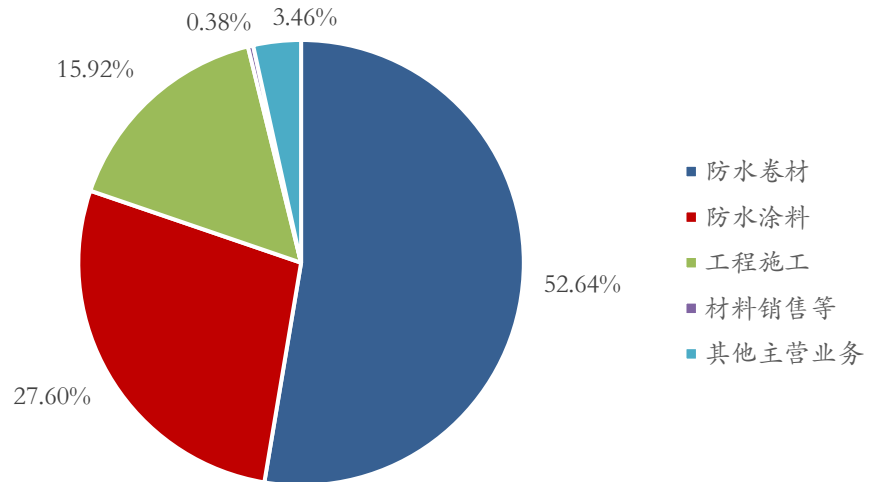
图表 41 我国建筑涂料市场空间测算	23
图表 42 公司旗下品牌获评 2021 中国房地产开发企业 500 强首选品牌情况	24
图表 43 从支付角度观察的履约保证金情况	24
图表 44 从回款角度观察的履约保证金情况	24
图表 45 公司应付账期不断上升	25
图表 46 公司应付账款及票据 2018 年开始显著增加	25
图表 47 公司土地使用权变化情况	25
图表 48 公司短债和长债规模变化	26
图表 49 公司流动比率持续回升	26
图表 50 公司坏账准备对净利润的影响测算 (单位: 亿元)	27
图表 51 防水工程定额中的各项费用占比 (元/M ²)	28
图表 52 “雨虹工匠平台”APP 示意	29
图表 53 “雨虹学院”的部分培训项目	29
图表 54 公司的创新施工设备	29
图表 55 公司 2020 年工程施工业务增速较快	30
图表 56 公司当前业务架构	30
图表 57 公司的合伙人机制为业内首创	31
图表 58 人均创收对比 (万元)	31
图表 59 销售人员平均薪酬对比 (万元)	31
图表 60 2014、2018 年社融增速位于低点	32
图表 61 公司部分重要客户一览	32
图表 62 公司营收与新开工面积增速比较	33
图表 63 公司民建集团主要板块及产品	33
图表 64 公司股价复盘图	34
图表 65 公司 PE (TTM)、产业债信用利差与再融资情况	35
图表 66 公司与西卡、宣伟的市值对比	35

1 拥有多品类布局的防水龙头

1.1 公司是综合性的防水系统服务商

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%。从防水业务规模上，公司具备显著领先优势，是国内绝对龙头，也是亚洲最大的防水系统服务商。

图表 1 公司业务结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2010 年以来，公司通过收购和自主拓展的方式，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在内的产品和服务体系。

图表 2 公司防水业务之外的主要产品体系

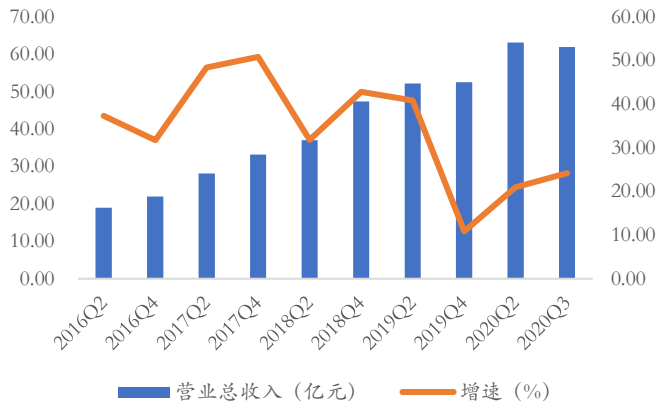


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 上市以来净利润复合增速达 43.65%

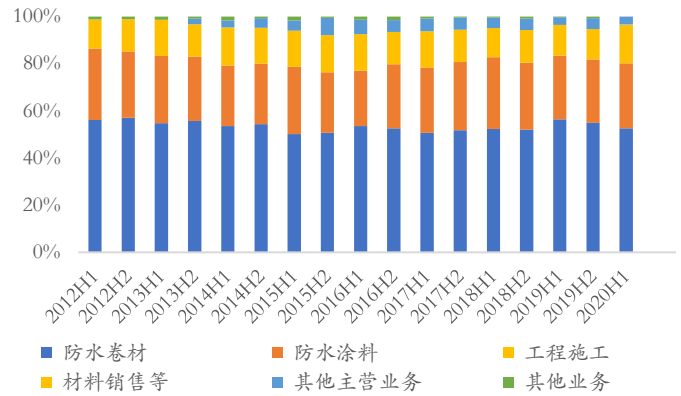
根据公司 2020 年业绩快报, 预计 2020 年实现归母净利润 33.98 亿元, 同比增长 64.45%, 超出市场预期。以 2020 年财务数据计算, 公司自 2008 年上市以来营收复合增速达 32.98%, 归母净利润复合增速达 43.65%。

图表 3 公司各季度营收及增速



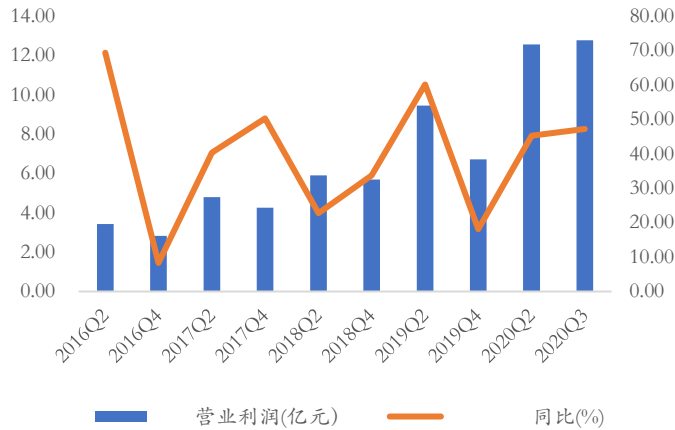
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司半年度各业务营收占比



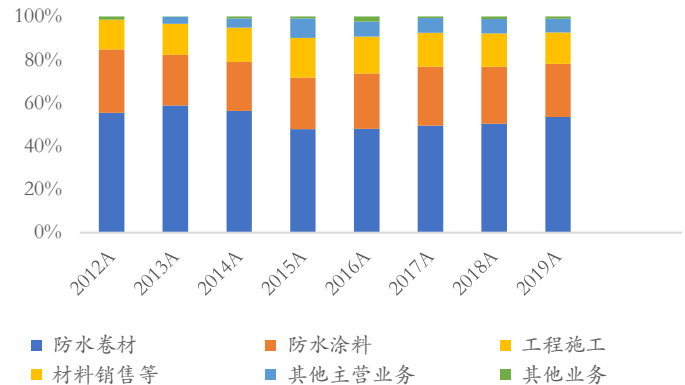
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司各季度毛利润及增速



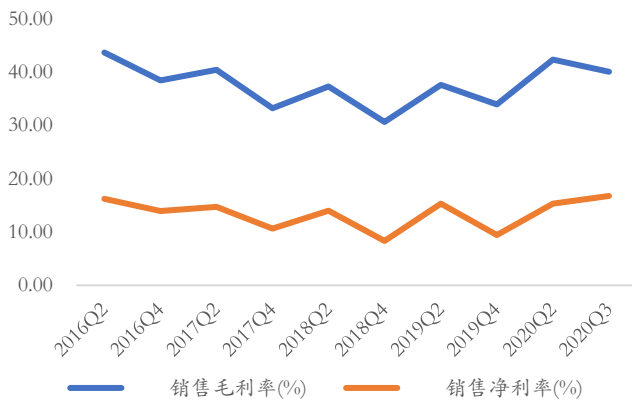
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司各年度各业务毛利占比



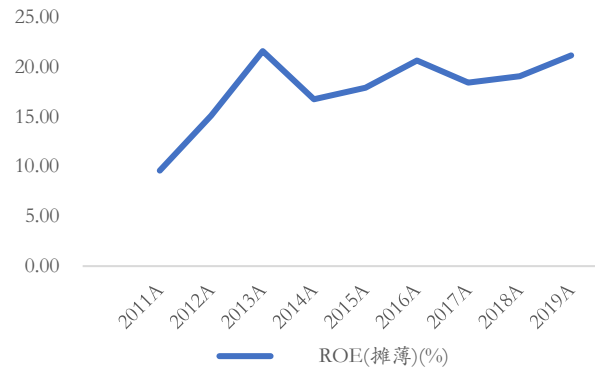
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率和净利率变化情况



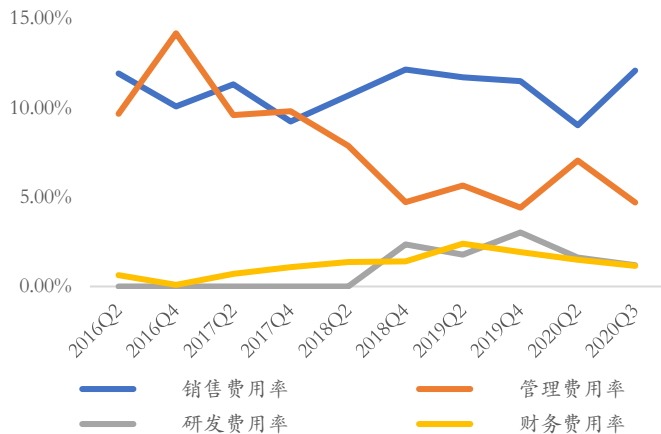
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司 ROE 变化情况



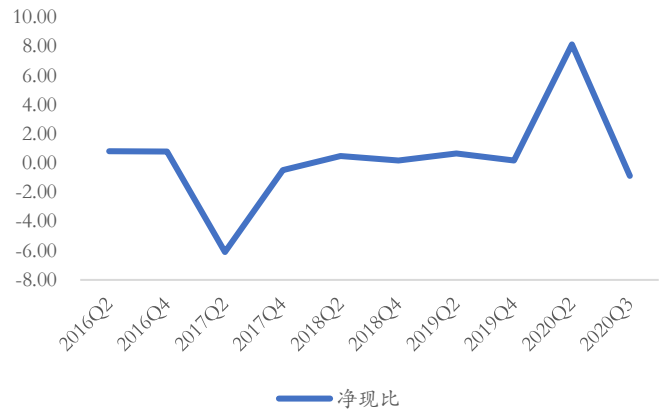
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司费用率变化情况



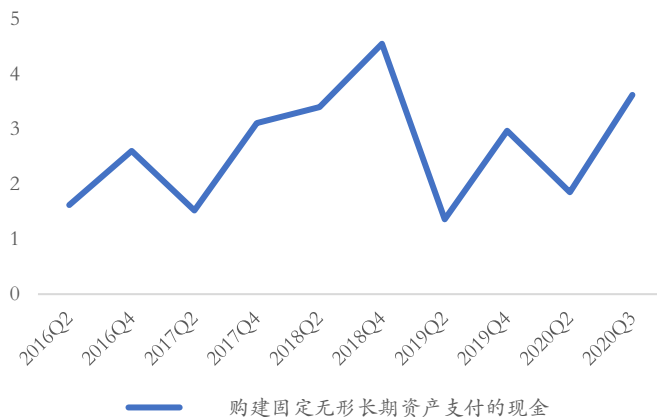
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司净现比变化情况



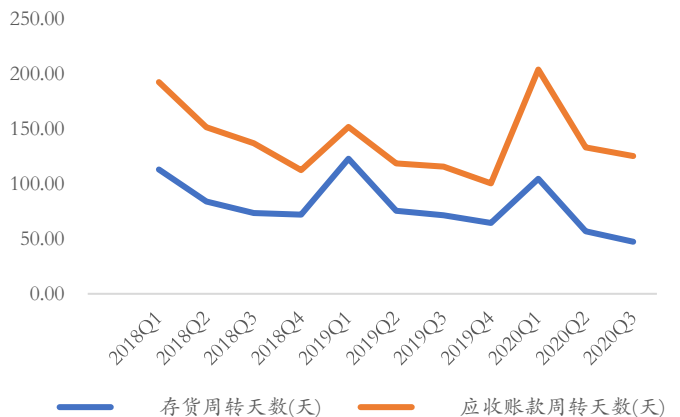
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司资本支出变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司存货周转天数与应收账款周转天数



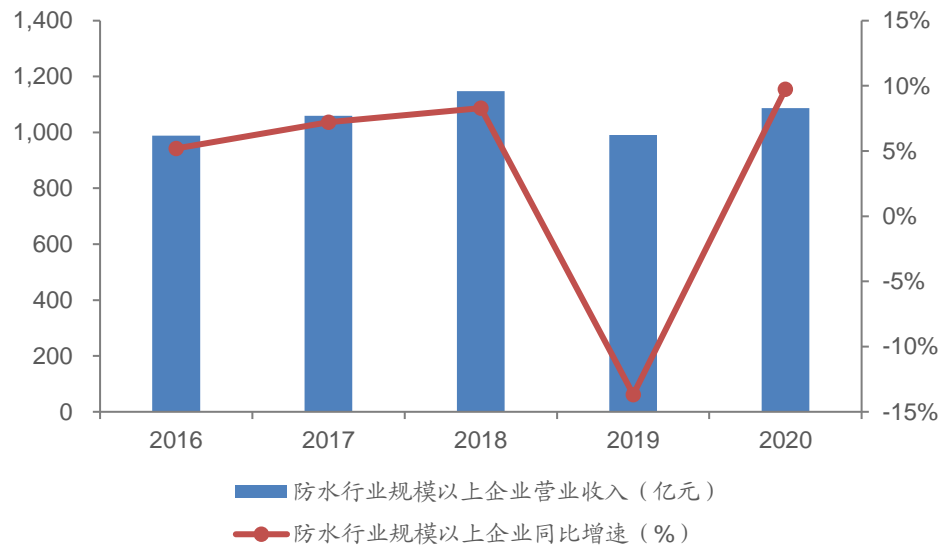
资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业迎接存量时代, 强者恒强逻辑延续

2.1 防水行业正处于增量转存量阶段

根据协会数据, 2019 年防水行业总计有 653 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 990.43 亿元。若规模以上企业营收占比为全行业的 60%, 则粗略估计防水行业市场空间超过 1600 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, 其营收占比预计不断提升, 呈现强者恒强的发展格局。

图表 13 规模以上防水企业营收情况



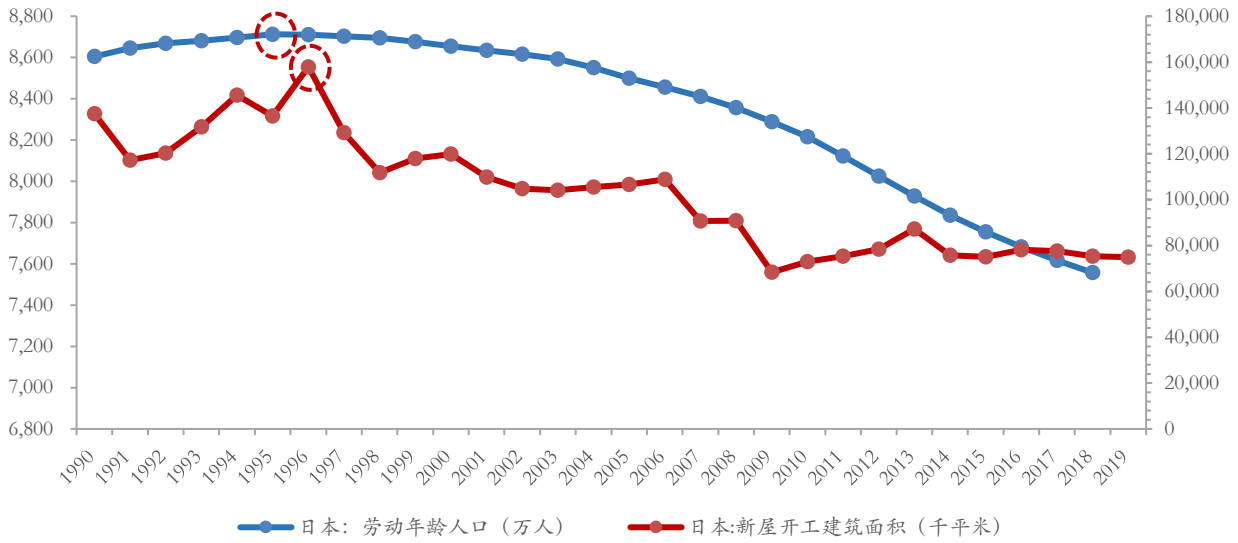
资料来源: 中国建筑防水协会, 华安证券研究所

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进行讨论。

1) 房屋新开工提供了主要的增量市场

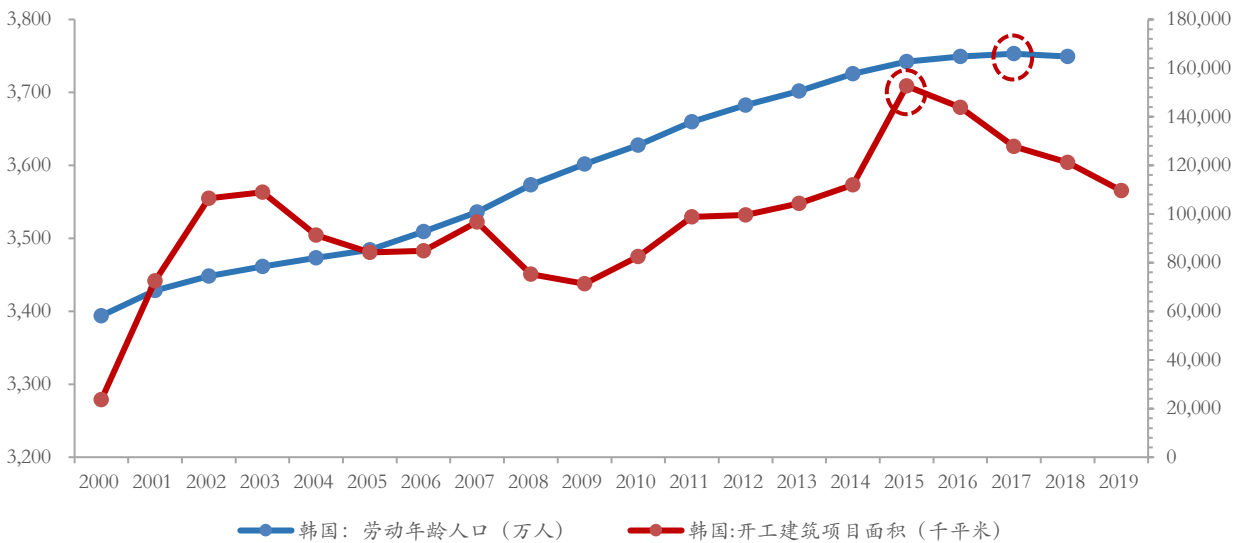
从劳动力人口的维度来看, 日本和韩国的房屋新开工面积拐点与劳动年龄人口的拐点是基本重合的。我国劳动年龄人口与新开工面积的走势与韩国很类似, 在 2015 年, 我国劳动年龄人口出现拐点。同时考虑到我国的房屋新开工面积还受到竣工不达预期的因素压制, 因此房屋新开工面积的拐点预计会在近几年到来。

图表 14 日本劳动年龄人口和新开工面积拐点



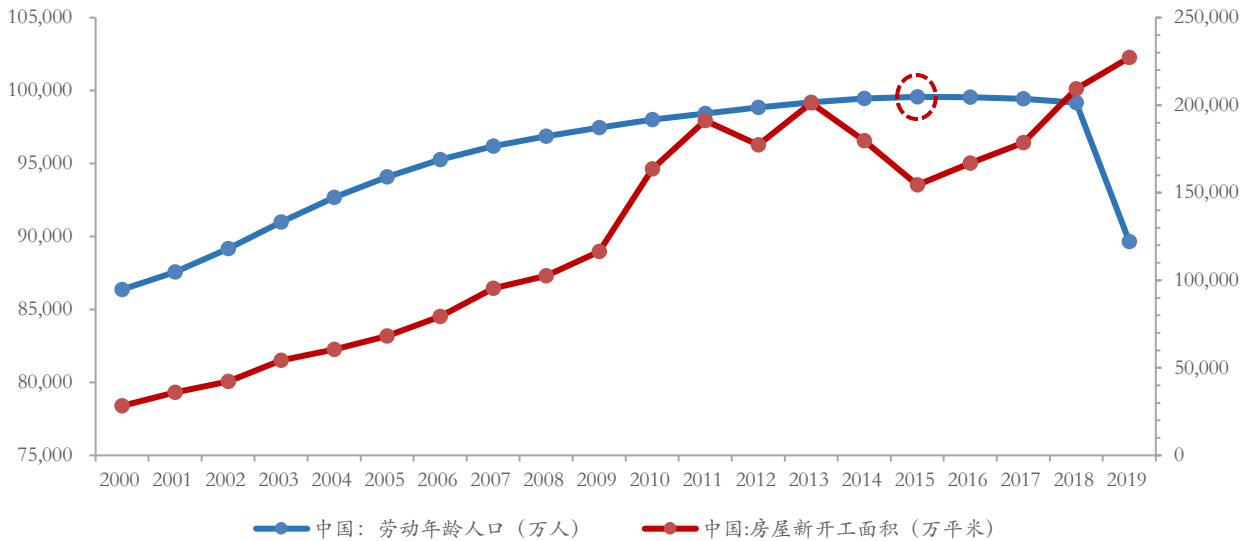
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 韩国劳动年龄人口和新开工面积拐点



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 我国劳动年龄人口拐点已经到来



资料来源: wind, 华安证券研究所

从城镇化率来看,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。

2) 防水市场将逐步向存量市场过渡

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%。我国需翻新的住宅、老旧小区基数大,根据国家定调,棚改在 2020 年底基本结束,从 2021 年起 2021 年将完成 5.3 万个老旧小区的改造,相比 2020 年完成 3.9 万个的目标再次提速,预计到 2025 年要完成近 17 万个老旧小区的改造工作,以现在的推进速度很有可能提前完成。

图表 17 2021 年以来各地公布的旧改计划

地区	旧改政策
山东	山东省召开全省住房和城乡建设工作会议上透露,2021 年山东继续发力城镇老旧小区改造,在去年超额完成年度任务的基础上,全年计划开工 64.97 万套,确保开工 60 万户以上
陕西	"十四五"期间,全省计划改造城镇老旧小区近 1 万个,惠及约 100 万户居民。全省改造工作按照"三步走":2021 年新开工改造城镇老旧小区 3622 个,惠及 39.23 万户居民
江苏	2021 年将改造 1000 个城镇老旧小区
广西	2021 年计划改造城镇老旧小区 1572 个
浙江	2021 年改造 800 个老旧小区
安徽	2021 年计划改造老旧小区 1247 个
吉林	2021 年全省 1623 个老旧小区改造任务已经上报申请纳入全国年度改造计划,涉及 7130 栋楼房、面积 3205 万平方米、居民 39 万户
辽宁	5 年内 8000 个老旧小区全部改造完
福建	2021 年完成改造 15 万户 2000 年以前建成的老旧小区

资料来源: 政府官网, 华安证券研究所

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。

图表 18 过去十年我国年均房屋竣工面积约 10 亿平米



资料来源: wind, 华安证券研究所

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。

图表 19 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, 华安证券研究所

在政策支持力度加强和各级政府全面推动下，2020 年起旧改领域需求已经全面打开，资金端也会得到全面改善。结合北京市发布的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)，我们测算此轮旧改可拉动的防水材料需求近 3000 亿元。此需求空间只考虑了基本的旧改工程，如果纳入全部旧改项目，则需求拉动力度会更大。

图表 20 老旧小区改造对防水材料的需求拉动测算

改造项目	相关材料	每平方米消耗量	单价	对应需求
多层住宅抗震加固工程	防水涂料	0.745kg	5 元/kg	119 亿元
多层住宅节能改造工程	防水涂料 (含砂浆)	0.757kg	5 元/kg	121 亿元
多层住宅平改坡工程	防水卷材	1.013m ²	20 元/m ²	871 亿元
	防水涂料	0.554kg	5 元/kg	89 亿元
多层住宅屋面板更换工程	防水卷材	2.715m ²	20 元/m ²	1738 亿元
高层住宅节能改造工程	防水卷材	0.044m ²	20 元/m ²	28 亿元
	防水涂料	0.718kg	5 元/kg	29 亿元
总计需求空间 (亿元)				
防水卷材				2637
防水涂料				358

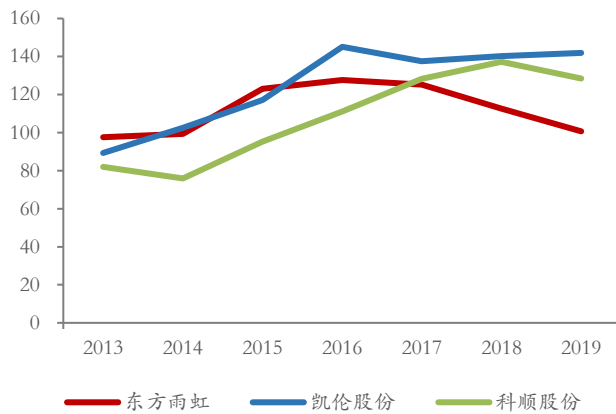
资料来源:《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017), 华安证券研究所

2.2 竞争日趋残酷, 企业“内功”更加重要

2.2.1 行业逐步进入存量博弈期

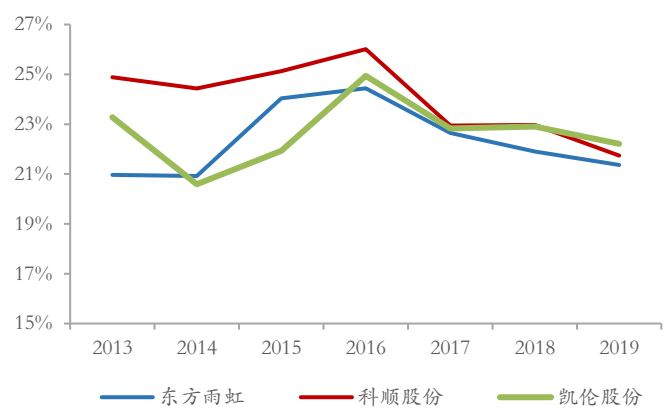
当前我国经济进入 L 型发展阶段, 消费建材主要受基建和地产投资需求拉动, 增量空间预计将逐步减小。结合前文对行业发展阶段的分析, 我们认为防水行业已逐步进入增量转存量时期。在此阶段, 企业高质量的增长将更为关键, 在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期, 更好地面对未来的存量市场博弈。此时在业绩增长的同时实现报表改善的企业, 或说明其战略领先竞争对手, 或说明其具有显著的护城河。

图表 21 主要防水企业应收账款期对比



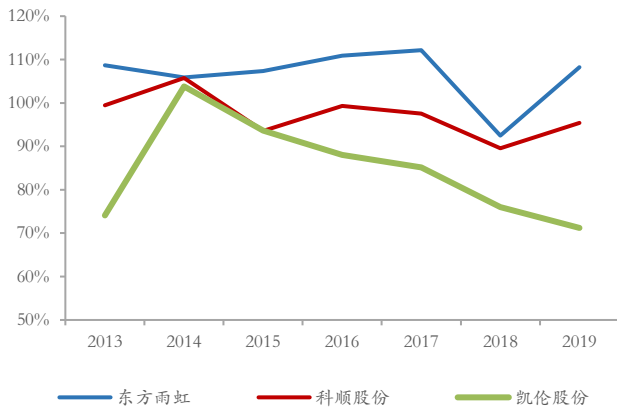
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 主要防水企业三费率对比



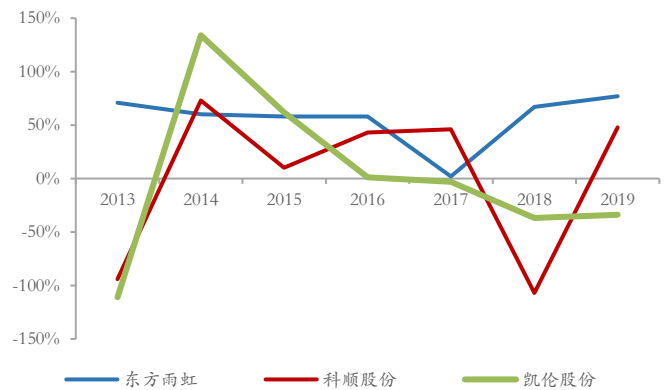
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 23 主要防水企业收现比对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

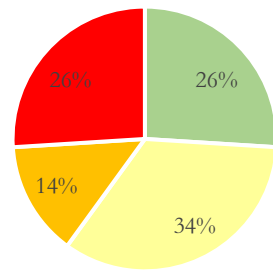
图表 24 主要防水企业净现比对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

另一方面, 2020 年地产政策进一步收紧, 将加速地产行业洗牌, 部分地产企业的出清可能对其绑定的建材供应商造成严重打击。重视客户质量、重视回款、重视渠道广度的消费建材企业方能在新阶段保障稳健增长。

图表 7 上市房企触发“三道红线”监管情况 (截至 2019 年报)



- 绿色档 (三道红线均未超出)
- 黄色档 (超出一道红线)
- 橙色档 (超出两道红线)
- 红色档 (超出三道红线)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2.2.2 新进入者加速防水行业整合和出清

2017、2019 年三棵树、北新建材相继大举进入防水市场, 作为跨界龙头, 对行业竞争格局产生了不可忽视的影响。我们认为总体来看, 实力强劲的新进入者将加速防水行业整合, 整体来看利大于弊。

图表 26 北新建材收购防水业务时的财务指标对比

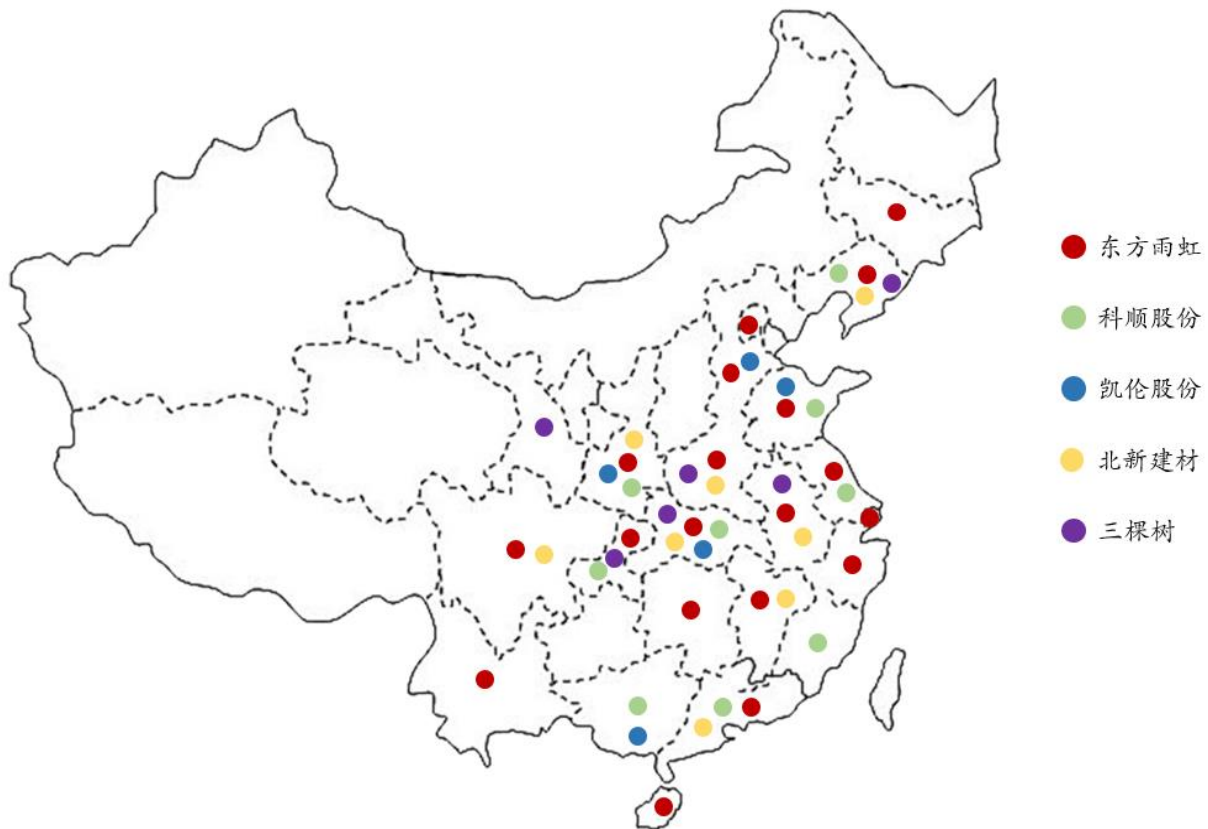
主要财务指标对比 (2018 年报)	东方雨虹	科顺股份	凯伦股份	北新建材	蜀羊	金拇指	禹王
营收 (亿元)	140.46	30.97	6.19	19.48	6.11	5.77	7.6
毛利率	34.60%	31.40%	36.70%	30.40%	30.20%	33%	28.60%
净利率	10.70%	6.00%	10.50%	11.30%	11.30%	10.30%	11.90%
收现比	92.50%	89.50%	76.10%	100%	118.90%	67.60%	109.40%
市值 (亿元) / 北新为收购总价款	350	62	30	19.8	4.9	3.9	11
PE/北新为收购 PE	23	34	46	9	7	7	12
PB/北新为收购 PB	4.3	2.2	6.9	1.8	1.8	1.2	2.1

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

北新进入后，营收规模处在行业 3-4 名，布局广度第 2 名，综合实力已稳居东方雨虹之后的第二梯队，借助股东背景和上市平台优势有望稳固行业地位，并逐步甩开非上市追赶者。

从布局来看，我们认为中短期内防水企业仍在跑马圈地，主要龙头的区域重合度低，直接竞争情况较少。挤占中小企业份额的空间仍然很大，龙头之间的竞争程度暂时不是主要矛盾。

图表 27 当前主要上市公司防水业务省域布局



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

与此同时，即使在市场份额提升至一定阶段后，龙头企业之间直接竞争加剧，我们认为发生价格战或资金战的可能性也较小，主要基于防水行业自身的特点：

1) 防水工程即使计入施工费用，在工程总预算中占比一般也不超过 5%，下游客户对防水的质量敏感性大于价格敏感性。且随着行业标准持续提升，对于大型客户来说价格因素的决定性将越来越弱；

2) 履约保证金模式预计会在未来逐步退出，一方面是由于政策规定，另一方面是保证金对头部地产商改善现金流作用较为有限，对施工方来说并不是双赢模式。因此，新进入者也很难单纯凭借资金实力快速开拓 B 端渠道。

图表 28 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，华安证券研究所

因此，对于近年来防水行业新进入者带来的影响，我们认为行业最终形成寡占格局的结果不变，但过程会被加速。与此同时，除东方雨虹已具备显著的竞争优势外，余下的几家寡头是谁，或将存在更多的变数。从 2020 年 TOP500 房企的防水品牌首选率来看，北新已经挤入前三，三棵树也已崭露头角。

图表 29 TOP500 房企首选防水材料品牌十强

首选率排名	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	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%	东方雨虹 36%
2	科顺 14%	科顺 15%	科顺 20%	科顺 19%	科顺 20%	科顺 21%
3	宏源 10%	宏源 14%	宏源 14%	宏源 19%	宏源 8%	北新防水 7%
4	卓宝 9%	卓宝 9%	卓宝 11%	蓝盾 9%	蓝盾 8%	凯伦 7%
5	德生 6%	蓝盾 5%	蓝盾 5%	卓宝 9%	卓宝 8%	卓宝 6%
6	蓝盾 5%	德生 5%	大禹 4%	大禹 7%	凯伦 6%	雨中情 6%
7	禹王 5%	大禹 4%	德生 3%	德生 4%	大禹 6%	三棵树防水 5%
8	宇虹 3%	禹王 4%	禹王 3%	凯伦 2%	雨中情 2%	大禹 5%
9	大明 3%	宇虹 3%	宇虹 2%	蜀羊 2%	金拇指 2%	蓝盾 2%
10	金雨伞 1%	大明 2%	蜀羊 2%	禹王 1%	蜀羊 2%	远大洪雨 2%

注：北新防水含禹王、蜀羊、金拇指，三棵树防水含大禹九鼎

资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

2.2.3 2021 年防水材料价格出现普涨，揭示更深刻行业变化

2021 年春节后，防水市场出现普遍涨价。2 月下旬起，雨中情、东方雨虹、宏源、宇虹、辽宁大禹、西卡渗耐、豫宏、华瑞、阿尔法、蓝翎环科、朗迈、金帅、雨晴等企业宣布涨价，3 月 1 日科顺、卓宝、凯伦、九阳、天地华宇、陕西普石、河南彩虹、汇源建材、九鼎宏泰、睿睿防水等防水企业也发布涨价通知。其中东方雨虹预计沥青类卷材上调 10%~15%、高分子卷材上调 10%、聚氨酯涂料在 1 月 1 日发布的价格基础上上调 10%、水性涂料上调 15%~20%、沥青涂料上调 10%。

图表 30 主要上市企业防水材料 2021Q1 调价方案

公司	调价方案
东方雨虹	沥青类卷材上调 10%-15%、高分子卷材上调 10%、聚氨酯涂料上调 10%、水性涂料上调 15%-20%、沥青涂料上调 10%
科顺股份	沥青类卷材上调 10%-15%、高分子类卷材上调 10%-20%、防水涂料上调 10%-20%
凯伦股份	上调全线产品价格，预计上调幅度为 10%-20%之间
北新防水	3 月 15 日起，对防水产品进行调价，预计调涨幅度在 10-20%
三棵树防水	沥青类防水卷材上调 10%~15%、高分子类防水卷材上调 5%-10%、防水涂料价格上调 10%-20%

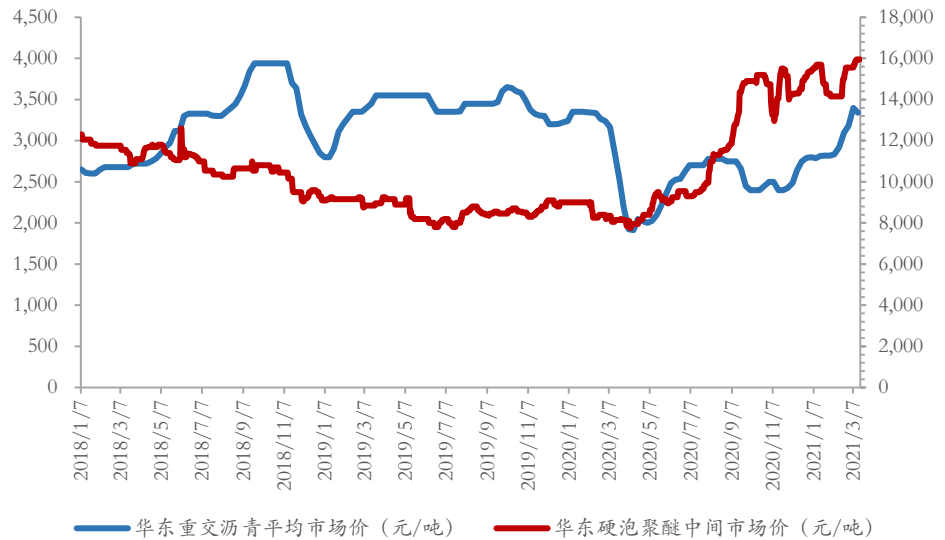
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

究其原因，此轮防水材料的普涨主要源于原材料价格上涨和需求超预期。而从中我们观察到两点值得注意的行业变化：

1) 原材料趋势性上涨或加速防水行业洗牌

2021 年以来国际油价反弹明显，且全球大宗商品相继迎来涨价潮。在此背景下，春节后防水材料的主要原材料沥青和聚醚也出现明显涨价，成为此轮防水材料涨价的重要催化因素。

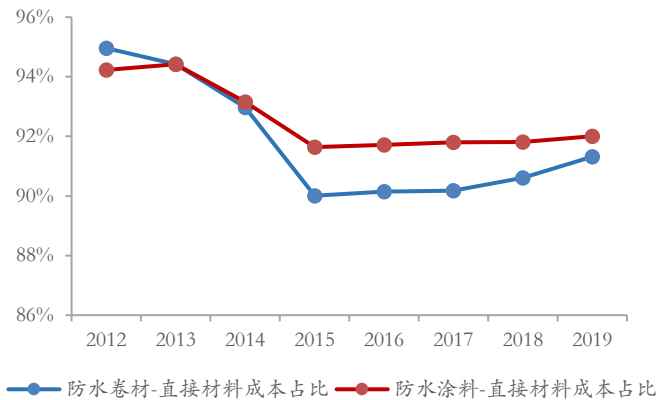
图表 31 防水产品主要原材料价格进入上行通道



资料来源：wind，华安证券研究所

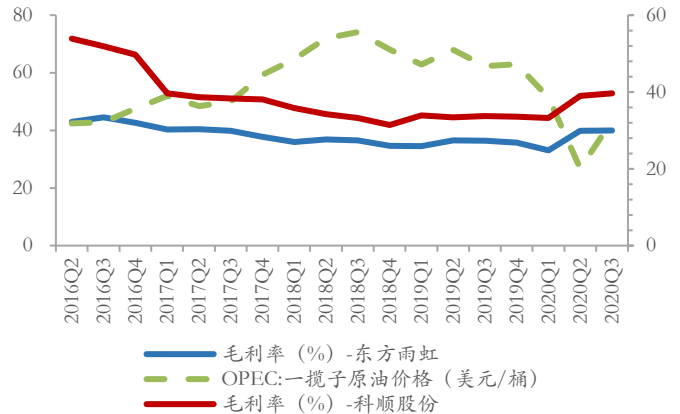
我们注意到在 2 月下旬开启的防水材料普涨中，龙头企业与中小企业均有涉及，甚至中小企业的涨价时点更早（2 月 22 日雨中情与 24 日阿尔法两家中型防水企业率先发函宣布涨价），这反映出不同企业背后的涨价动力可能有所区别。中小企业一般更多追求产品性价比且议价能力相对更弱，却率先提价，说明原材料涨价对利润空间的蚕食已较为明显，产品涨价很大可能出于被动；而龙头企业正好相反，产品涨价更多可能是主动跟随。事实上以东方雨虹为代表的头部企业在原材料成本的控制上已较为成熟，通过冬储以及采购的规模优势可以最大限度减少原材料价格波动带来的影响。我们观察到东方雨虹 2014 年起开始重视原材料储备后，直接材料成本占比永久性下降 2% 左右；同时公司一直以来的沥青采购价格与市场价保持稳定的差价，毛利率相对于沥青（或原油）价格的敏感性也较低。

图表 32 公司防水产品直接材料成本占比变化



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

图表 33 头部防水企业毛利率与原油价格走势对比



资料来源: wind, 华安证券研究所

因此我们得出结论, 此轮原材料涨价带给中小企业显著的成本压力, 而对头部企业的影响则较小; 若原材料涨价持续时间较短或幅度减小, 头部企业的产品涨价甚至能够增厚毛利。随之而来的, 将是行业出清的进一步加速。

2) 防水市场发展阶段已较为领先, 价格战渐行渐远

事实上此轮大宗商品普涨不只影响防水行业。但在消费建材市场中, 防水相对于建筑涂料、管材等细分行业涨价最早、范围最广, 或体现出防水行业的发展阶段更领先、竞争格局更优。结合前文的分析, 我们认为防水行业已逐渐渡过价格战阶段, 当前龙头企业的选择更多是通过综合实力的溢价、成本优势等进行良性竞争; 而行业全面涨价说明下游对提价接受度较好, 也进一步说明了防水行业的产品力、品牌效应、标准化提升取得了长足进步。

3 领先优势继续扩大, 开启新的成长阶段

3.1 定增开启新一轮扩张, 公司将成长为综合性建材集团

3.1.1 此前数轮融资顺利完成全国布局

在公司 2020Q4 公告的新一轮定增之前, 公司共进行了三轮再融资, 合计新增超过 2 亿平米防水卷材产能和超过 40 万吨防水涂料产能。

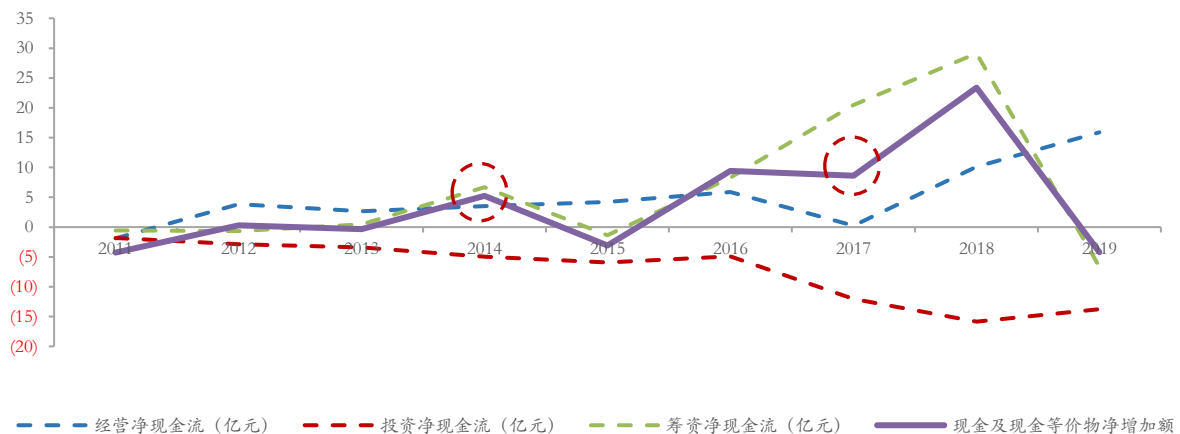
图表 34 公司 2020 年之前募资及扩产情况梳理

时间	募资方式	募集资金额 (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				
			锦州 (变更后)	1.74	1000	4				
2010 年	定增 (首次)	4.51	昆明 (变更后)	0.8	1000					
			惠州 (变更后)	1.47	1000	2				
			岳阳	0.5	1000					
			唐山	3.62	4000	4				
2014 年	定增 (第二次)	12.73	咸阳	2.54	2000	4				
			徐州	1.57		9				
			德州 (变更后)	1.71					2.4	
			德州	1.05				1		
			徐州卧牛山	1.23	2040					
2017 年	可转债	18.4	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: 中国建筑防水协会, 华安证券研究所

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。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。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。

图表 35 公司净现金流状况

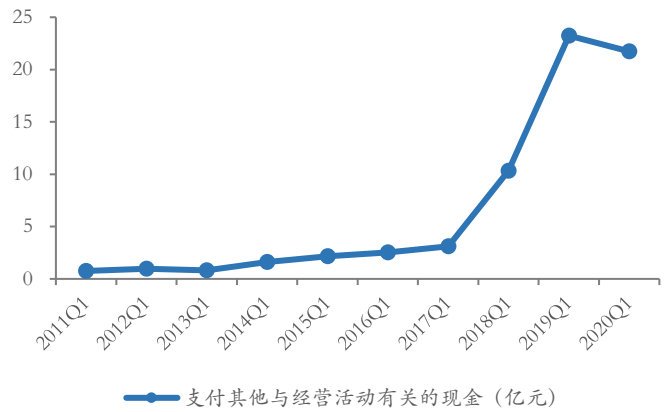
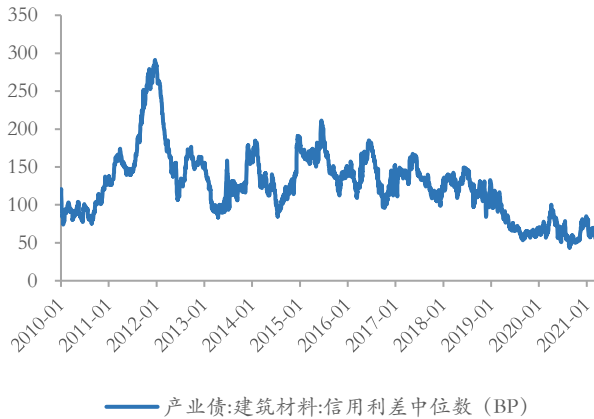


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

相比此前的再融资，公司 2020 年定增面临的环境略显不同。从宏观层面上看，2020 年属于国内信用环境较为宽松的时期；从经营层面上看，为开拓 B 端大客户而承受巨大垫资压力的阶段已基本过去，未来预计履约保证金模式将逐步退出。虽然地产行业的资金紧张问题或将对回款产生短期影响，但我们认为总体来看，此轮定增所代表的扩张周期内，公司现金流压力将远小于此前两轮。

图表 36 当前信用利差位于历史低点

图表 37 公司履约保证金支出概况



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

注: 我们用每年一季度“支付其他与经营活动有关的现金”来估计公司履约保证金大致规模

资料来源: wind, 华安证券研究所

3.1.2 产能大幅增长，多品类齐头并进

2020 年定增涉及到产能扩建的 11 个项目中，我们统计除了杭州、青岛、芜湖的 3 个项目是利用已有基地进行扩建外，另外 8 个项目均为新建基地。经过 2014 年、2017 年的两次再融资，公司已经初步完成全国产能布局；而经过此轮定增，公司将在华南、西南、华北、东北进一步扩大产能和区域辐射范围，并与区域内已有的基地形成协同效应。而在传统优势区域-华东地区，公司的此轮募投项目一方面可以更好地满足区域内旺盛需求，另一方面也将通过仓储物流体系的完善有效降低成本。

根据募投计划，11 个项目涉及到的产能扩建范围基本涵盖了公司目前所有品类，同时还有部分新业务的布局将得到重点推进。主业方面，我们统计公司此轮将新增高分子和沥青防水卷材产能共 2.89 亿平方米，占现有产能超过 50%，新增防水涂料产能（不计砂浆）近 50%。其他品类方面，建筑涂料、非织造布、减水剂是公司扩产规模最大的三个领域，新增产能规模均超过 100%。另外，此轮新增产能还包括 2 万吨保温材料、13.5 万吨功能性薄膜等。

图表 38 公司定增募投项目情况

项目名称	计划投资总额 (亿元)	拟使用募集资金 投资额 (亿元)	项目地点	新增产能	备注
杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	1.07	0.66	浙江杭州	4000 万平米 HDPE 卷材	已有基地扩产
年产 2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料自动化生产线技术改造升级项目	1.25	0.90	山东青岛	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料	已有基地扩产
年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	1.94	1.63	安徽芜湖	2 万吨新型节能保温密封材料	已有基地扩产
广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	13.65	11.65	广东广州	5,400 万平方米改性沥青防水卷材、6,000 万平方米高分子防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、10 万吨聚氨酯防水涂料、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	新建基地
保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.74	3.08	河北保定	4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	新建基地
东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	3.93	3.24	海南洋浦	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、4 万吨沥青涂料、10 万吨聚羧酸减水剂	新建基地
重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	5.46	4.57	重庆	2,700 万平方米改性沥青防水卷材、4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆、4 万吨沥青涂料、12 万吨合成树脂乳液内外墙涂料、6 万吨真石漆、1 万吨质感墙面涂料、1 万吨多彩仿石墙面涂料	新建基地
南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	3.25	2.71	江苏南通	5,400 万平方米改性沥青防水卷材、25 万吨砂浆	新建基地
吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	1.78	1.46	吉林长春	4 万吨水性涂料、25 万吨砂浆	新建基地
年产 13.5 万吨功能薄膜项目	11.37	10.43	江苏南通	13.5 万吨功能薄膜	新建基地
东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	8.00	2.83	北京		新建基地
年产 15 万吨非织造布项目	16.01	12.83	湖南常德	13 万吨聚酯胎基布、2 万吨玻纤纱聚酯胎基布	新建基地
补充公司流动资金	24.00	24.00			
合计	95.45	80.00			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

我们认为，随着环保政策趋严等因素影响，国家对工业用地、尤其是涉及到化工生产的用地供给将持续收紧，后发企业进行全国布局的难度也会越来越大。公司

通过前两轮再融资助力下的扩张,已经率先在布局广度上占据了先发优势,此次定增将继续强化公司全国布局带来的壁垒,通过竞争对手难以企及的系统化服务能力、供货能力加速提升市场份额。

图表 39 国家关于工业用地的最新政策梳理

政策名称	发布单位	发布时间	政策要求
《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	国务院	2018-06	对国家级新区、工业园区、高新区等进行集中整治,限期进行达标改造。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院	2018-06	重点区域禁止新增化工园区,加大现有化工园区整治力度;强化"散乱污"企业综合整治,列入整合搬迁类的,要按照产业发展规模化、现代化的原则,搬迁至工业园区并实施升级改造;推进各类园区循环化改造、规范发展和提质增效。积极推广园区集中供热,有条件的工业集聚区建设集中喷涂工程中心;集中使用煤气发生炉的工业园区,暂不具备改用天然气条件的,原则上应建设统一的清洁煤制气中心;国家级新区、高新区、重点工业园区及港口设置环境空气质量监测站点。
《工矿用地土壤环境管理办法》	生态环境部	2018-08	对于园区内重点工矿企业开展现状调查、详查、风险评估和修复等,但园区作为管理单位应进行必要的监督检查,并对于园区厂界和周边进行相应的调查评估,对此应制定相应的管理和技术规范对园区相关工作加以约束。
《排污许可证申请与合法技术规范水处理(试行)》	生态环境部	2018-11	水处理排污单位接纳工业废水需填报纳管协议及纳管单位排污许可证信息;对排污单位进水总管进行监测;严格限制含有毒有害污染物和重金属的工业废水进入城镇污水处理厂。

资料来源:政府官网,华安证券研究所

我们认为公司的募投计划充分彰显了打造化学建材类平台型和建筑建材系统服务商的战略规划,与此同时,公司通过自身的渠道优势和综合服务实力,在中短期即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广阔的成长空间。

图表 40 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	上海焯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,华安证券研究所

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。其中公司建筑涂料业务产品力强、B 端增长迅猛、C 端逐渐发力，已经成为新品类中最有力的增长极。

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。目前我国建筑涂料行业格局比较分散，企业数量众多，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。我们大致测算当前国内建筑涂料新增需求和重涂需求的市场空间，每年超过 1200 亿元。

图表 41 我国建筑涂料市场空间测算

主要假设：

- 1) 年竣工面积 10 亿平米，当前存量总面积 350 亿平米，重涂周期 20 年；
- 2) 外墙面积/建筑面积=0.65，内墙面积/建筑面积=2.5；
- 3) 涂料单价 15 元/平米

新增需求

竣工面积 (万平米)	100000
外墙面积 (万平米)	65000
外墙涂料市场空间 (亿元)	98
内墙面积 (万平米)	250000
内墙涂料市场空间 (亿元)	375

重涂需求

年均存量房屋面积 (万平米)	175000
外墙面积 (万平米)	113750
外墙涂料市场空间 (亿元)	171
内墙面积 (万平米)	437500
内墙涂料市场空间 (亿元)	656
总计市场空间 (亿元)	1299

资料来源：涂界，华安证券研究所

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，目前市场空间在 1000 亿元左右。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。

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 18 万吨非织造布规划产能，2020 年定增募投项目进一步新增了 15 万吨非织造布和 13.5 万吨功能薄膜（也是卷材原料之一）产能。若以 100 克/平方米的重量计算，公司的非织造布和功能薄膜产能已可完全覆盖公司防水卷材产能，带来永久性的成本优势。

在 2021 年 3 月发布的“2021 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌”中，公司除防水主业外，旗下东方雨虹建筑修缮，德爱威（涂料类），华砂（砂浆类），卧牛山节能（保温材料类），孚达（干式地暖类），洛迪科技（硅藻泥）六大

品牌均获评“2021 中国房地产开发企业 500 强首选品牌”，充分验证主业 B 端渠道对新品类的赋能，成长性正在加速兑现。

图表 42 公司旗下品牌获评 2021 中国房地产开发企业 500 强首选品牌情况

品牌	子分类	首选率	首选率排名
东方雨虹建筑修缮	建筑修缮系统服务商	23%	1
德爱威	高端水性涂料	15%	1
华砂	砂浆	12%	3
卧牛山节能	保温材料	11%	3
孚达	干式地暖	6%	3
洛迪 1813	硅藻泥	12%	2

资料来源：公司官网，华安证券研究所

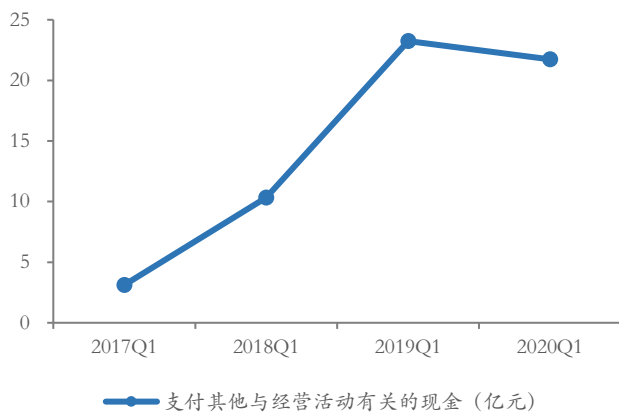
3.2 报表改善得到验证，公司轻装上阵

我们此前曾判断 2020 年是公司报表改善元年，主要基于履约保证金、议价能力、债务结构等因素。从 2020 年公司已公布的财务数据来看，逻辑正在不断验证。

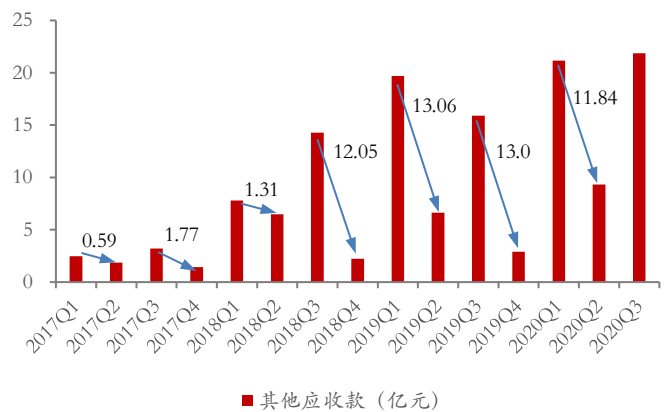
1) 履约保证金减少，预计逐步退出

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，通过观察一季度“支付其他与经营活动有关的现金”以及季节性的“其他应收款”差值（作为保证金回款指标），可以发现 2020 年公司履约保证金规模已开始下降，我们预计 2021 年此项资金占用会进一步显著减少。

图表 43 从支付角度观察的履约保证金情况



图表 44 从回款角度观察的履约保证金情况



注：通过一季度“支付其他与经营活动有关的现金”观察公司履约保证金大致规模

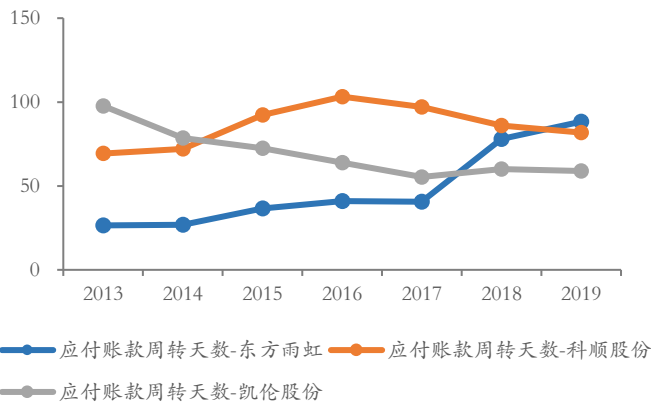
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

2) 对上游议价能力提升，进一步改善现金流

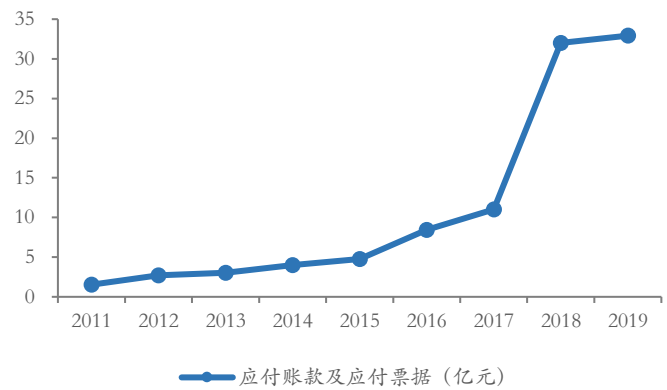
公司应付账款周转天数自 2018 年起显著增加，显示公司对上游供应商的议价能力提升了一个台阶。2019 年公司应付账款周转天数同比增加 10 天，相比 2017 年提升一倍以上，并超过科顺股份；应付票据及账款达到近 33 亿元，相比 2017 年提升近 200%。我们认为此前公司应付账期短于科顺的原因主要是公司大多与上游供应商总部签订战略合作协议，因此能以较低的价格进货，但账期会较紧。相对来说，竞争对手多数是与供应商的经销商签订供货协议，因此账期相对较长但成本也较高。另外从趋势来看，公司应付账期仍在稳步增加。

图表 45 公司应付账期不断上升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 公司应付账款及票据 2018 年开始显著增加



资料来源：公司公告，华安证券研究所

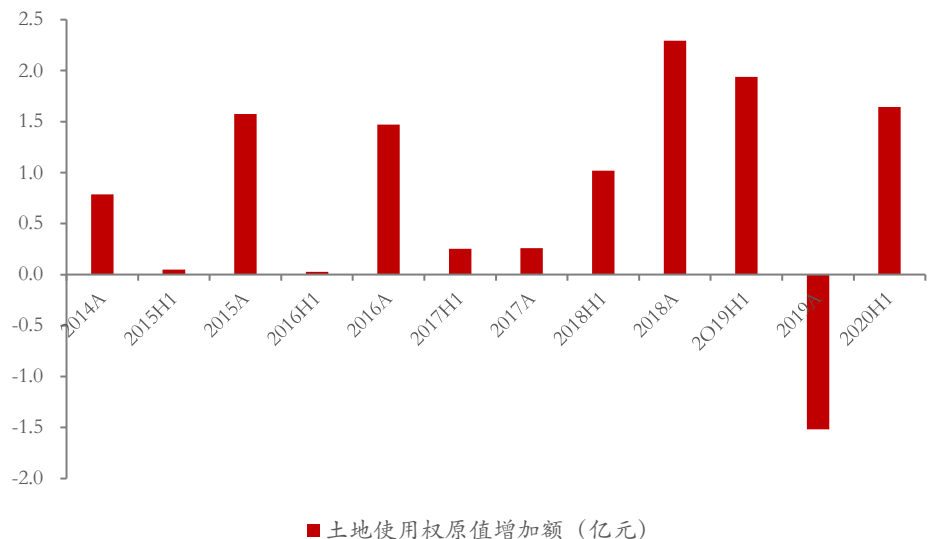
3) 未来资本开支减少，进入轻资产扩张阶段

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。

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。

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。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。

图表 47 公司土地使用权变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

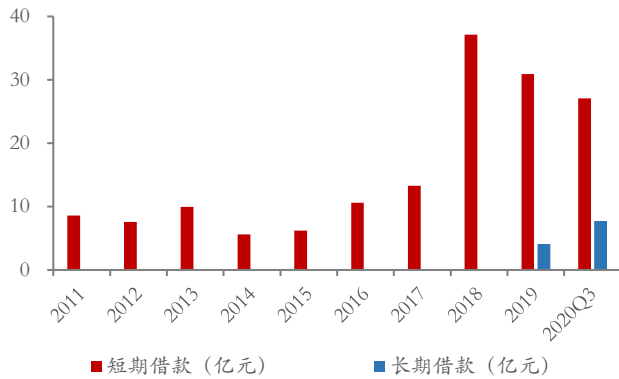
4) 债务结构持续改善

过去公司比较偏好短债，甚至在 2019 年以前未有过长期借款。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

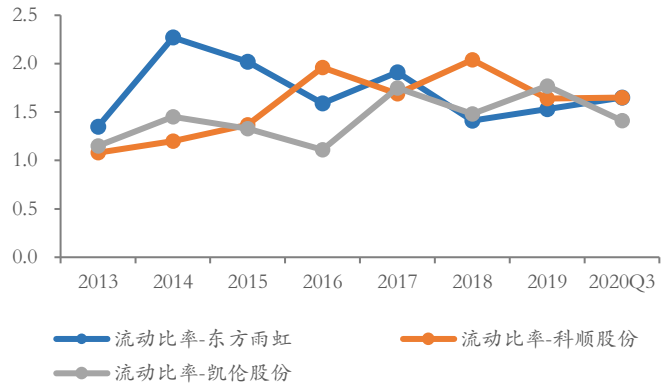
一方面，公司也有将部分短债用于长期资本开支的情况。

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。我们观察到公司 2019 年起债务结构已逐步优化，2020 年短期借款规模继续下降，长期借款规模出现显著上升，债务结构进一步优化。

图表 48 公司短债和长债规模变化



图表 49 公司流动比率持续回升



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

5) 加强回款，有效提升盈利质量

随着公司全国布局战略的实施、市场覆盖范围的不断扩大以及客户数量持续增加，公司营业收入规模逐年上升，应收账款随之攀升。为应对应收账款坏账风险，公司及时对应收账款管控策略进行了调整，并且成立了专门的风险监管部评估客户履约能力，对合同评审、工程签证和回款情况等过程进行全程监控，随时跟进每个具体项目的应收账款回款情况，处理合同风险、应收账款控制管理、债权凭证管理、非诉及诉讼方式的应收账款催收等多种措施完善应收账款管理机制，防范应收账款风险。我们注意到公司 2018 年报的表述开始出现变化，强调“对到期应收账款实行零容忍”，强力推行应收款全员全过程管理，充分调动全员收款积极性。

随着 2018 年底公司对回款实施强力考核，我们注意到，公司其他应收款的减值准备自 2018 年起已有比较明显的冲回。2020 年 Q4 公司业绩超出市场预期，我们判断因素之一便是应收账款减值准备的冲回，由于应收账款的规模显著大于其他应收款，因此其回款对净利润的影响也较大。我们认为 2020 年回款对业绩的提振是一个值得注意的信号，这说明公司加强回款考核开始出现显著成效，该因素的影响在今后预计将持续甚至增强。

我们针对减值准备冲回对净利润的影响做了初步测算。由于 Q2 和 Q4 是公司主要回款季，我们主要考虑每年中报时一年内应收账款和其他应收款计提的减值准备规模。结果表明，若该减值准备被全部冲回，当年净利润平均提升 13% 左右。同时有两点需要注意：1) 回款率一般不会是 100%，且 H2 会产生新的应收账款，因此回款对业绩的提升会小于该数值；2) 其他应收款大部分为履约保证金，回款确定性更强，若未来履约保证金退出，则该项计提对净利润影响将基本消除。

图表 50 公司坏账准备对净利润的影响测算 (单位: 亿元)

	计提坏账准备 (一年内应收账款)			计提坏账准备 (一年内其他应收款)			归母净利润	坏账准备/ 归母净利润
	中报	年报	差额	中报	年报	差额		
2015 年	0.7	0.9	0.2	0.04	0.05	0.01	7.3	10.14%
2016 年	1.2	1.2	0.1	0.09	0.14	0.05	10.3	12.14%
2017 年	1.8	1.9	0.1	0.07	0.05	-0.02	12.4	14.76%
2018 年	2.2	2.1	-0.2	0.32	0.09	-0.23	15.1	16.89%
2019 年	2.4	2.5	0.1	0.60	0.54	-0.06	20.7	14.35%
2020 年	3.1	-	-	0.88			34.0	11.71%

注: 1. 差额为“年报余额-中报余额”; 2. 2019 年起其他应收款计提方式改为预期信用损失模型, 数额包含所有账龄

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.3 公司具备多维度的领先优势

我们认为从消费建材企业的各方面核心竞争力来看, 公司已经全面领先竞争对手。在行业从“跑马圈地”阶段逐步走向“可持续发展”阶段时, 公司又一次确立了先发优势, 为未来的存量市场博弈做好了准备, 一方面能够继续分享行业发展红利, 另一方面也打开了长期成长的天花板。

1) 施工和服务

防水虽然在工程总造价中占比较小, 却是对客户体验影响最大的项目之一, 素有“三分材料, 七分施工”的说法。防水是一项系统工程, 涉及到材料、设计、施工、管理等各个方面, 防水工程的质量优劣与防水材料、防水设计、防水施工以及维修管理等密切相关, 其中防水工程施工质量是关键。

目前我国的防水施工操作仍多以手工作业为主, 操作人员的技术水平、心理素质、责任心, 工艺繁简难易程度以及施工队伍的管理水平等参差不齐, 稍有疏忽便可能出现渗漏, 国内有关工程渗漏的多次调查结果都证明了这一点。国家相关部门的调查分析结果表明, 渗漏原因的占比大概是材料 20%, 设计 25%, 施工 45%, 管理维护 10%, 可见施工质量差其实是造成渗漏的主因。未来存量防水市场成为主流后, 施工服务的地位将进一步显著提升。

从工程定额的国家标准来看, 屋面防水中人工费用占到 40%以上, 而材料费较低的防水砂浆相关工程, 绝大多数费用均为人工费用。

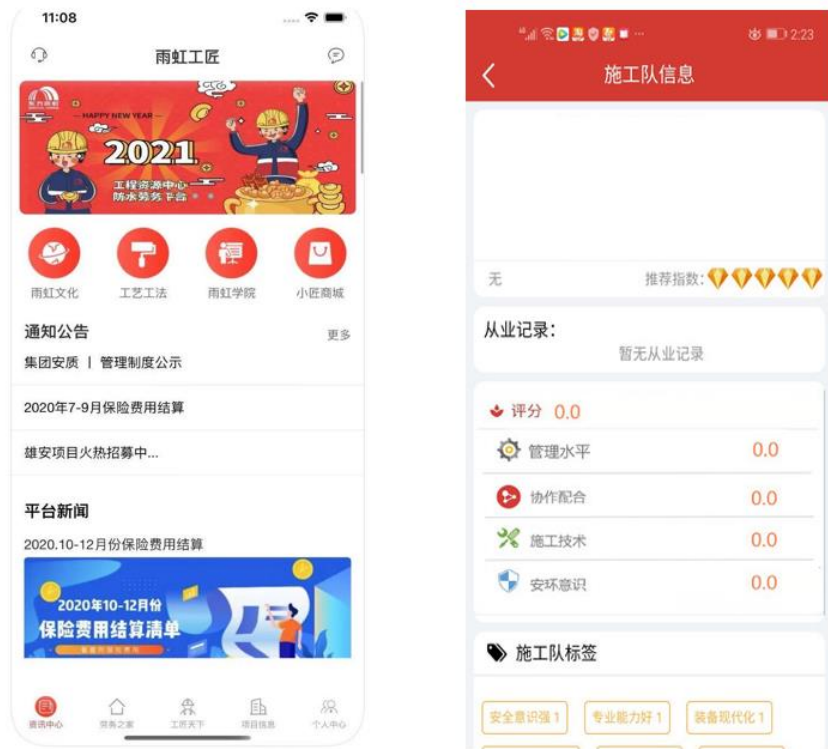
图表 51 防水工程定额中的各项费用占比 (元/m²)

屋面防水层 (防水卷材)		
人工费	57.84	
材料费	67.03	
机具费	0.92	
管理费	17.01	
楼地面及墙面涂膜防水 (防水涂料)		
	1.5mm 厚	每增减 0.5mm
人工费	6.48	2.15
材料费	45.29	14.41
管理费	0.94	0.31
楼地面及墙面刚性防水 (防水砂浆)		
	20mm 厚	每增减 5mm
人工费	8.29	2.03
材料费	0.34	0.084
管理费	1.2	0.29
地下室刚性防水层 (防水砂浆)		
	五层做法 (平面)	普通做法 (平面)
人工费	22.17	8.6
材料费	0.27	0.34
管理费	3.21	1.24
地下室防水毯 (防水卷材)		
	平面	立面
人工费	9.78	12.23
材料费	61.38	55.44
机具费	1.81	1.81
管理费	1.68	2.03

资料来源:《广东省房屋建筑与装饰工程定额》, 华安证券研究所

施工服务是东方雨虹的传统优势领域, 公司拥有整个防水行业规模最大的劳务平台, 涵盖近 2000 个合伙人和当地的工程公司, 确保公司在任何地区都能随时组织起团队为客户提供包工包料服务。平台为有意向加入雨虹的施工队伍提供入口, 并且为雨虹工匠平台中的队伍提供丰富的项目资源, 有效合理的整合利用劳务和项目资源, 通过 app 实行工人实名制管理, 队伍属地化管理, 同时监管工人出勤, 维护工人合法权益, 让劳务管理与服务更快速、便捷、高效, 有序。

图表 52 “雨虹工匠平台” app 示意



资料来源：公司官网，华安证券研究所

为了保证施工质量，公司要求施工服务必须标准化。标准化主要体现在两个方面：一是相关人员经过公司的规范化培训；二是施工过程中较高的机械化水平。公司开办的雨虹学院，是防水行业首家民办职业技术院校、建筑防水行业职业技能考点、全国首家行业样板技术师认证机构，在全国 23 个城市均有自有培训场所，在北京、青岛、苏州、广州、昆明、咸阳建有实操培训基地。

图表 53 “雨虹学院”的部分培训项目

图表 54 公司的创新施工设备

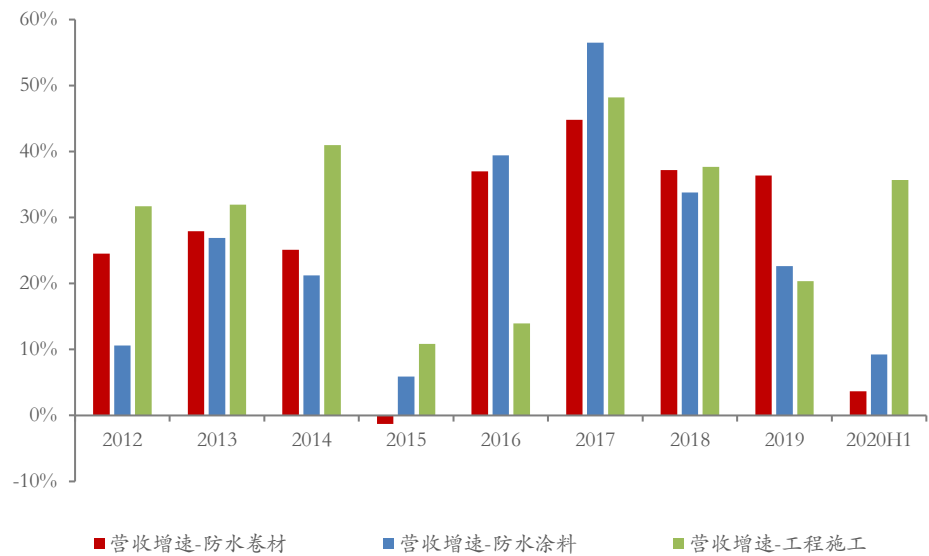


资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

2020 年公司工程施工业务增速快于防水材料业务增速，显示公司包工包料占比进一步提升，预计包工包料订单占比已达 50%。随着“十四五”期间基建大潮来临，我们预计非房业务在防水市场的占比会提升，而绝大多数基建项目招标考量企业综合实力、高标准严要求、终身追责等特点，将会提高防水企业的进入门槛。在此背景下，公司的强大施工服务能力有助于市场份额的加速提升。

图表 55 公司 2020 年工程施工业务增速较快

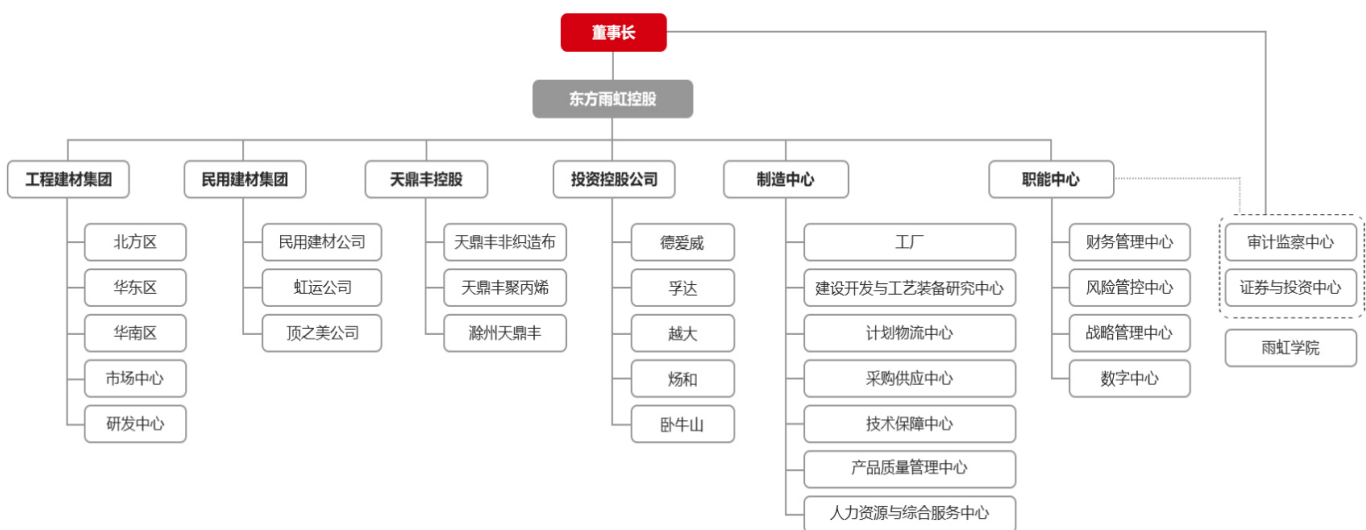


资料来源：公司公告，华安证券研究所

2) 组织架构和激励措施

公司于 2018 年在现有产品线基础上，对业务架构进行了调整，以各版块职能为基础，重组为工程建材集团、民用建材集团、非织造布和投资控股四大业务板块。

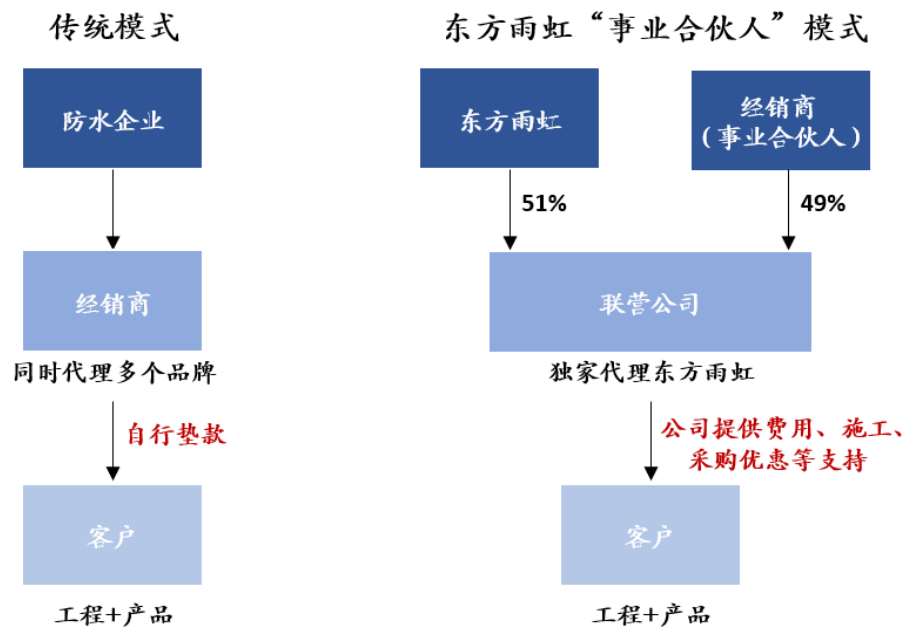
图表 56 公司当前业务架构



资料来源：公司官网，华安证券研究所

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。

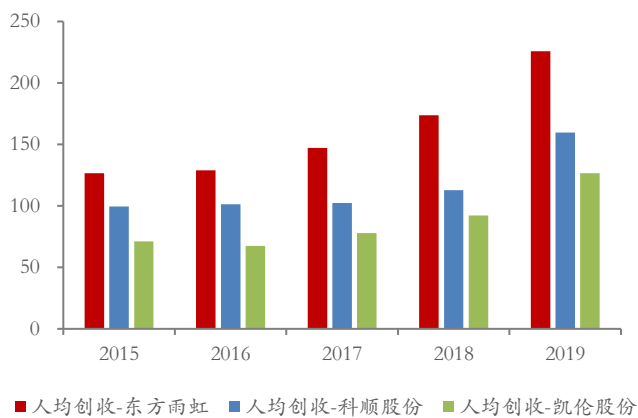
图表 57 公司的合伙人机制为业内首创



资料来源：公司公告，华安证券研究所

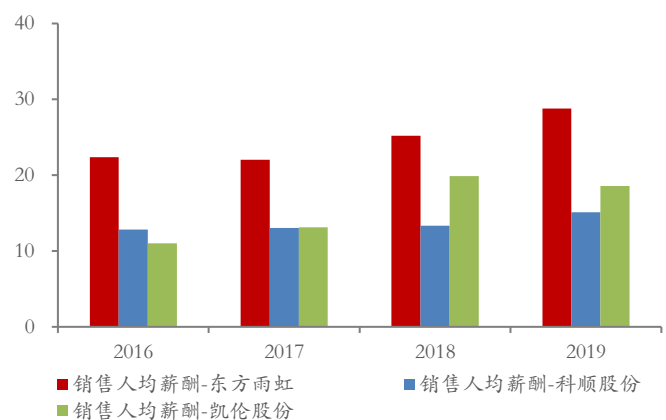
公司的人均创收和销售人员的平均薪酬均显著高于竞争对手，我们认为体现出了公司在机制和激励措施上的优势。

图表 58 人均创收对比 (万元)



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 59 销售人员平均薪酬对比 (万元)

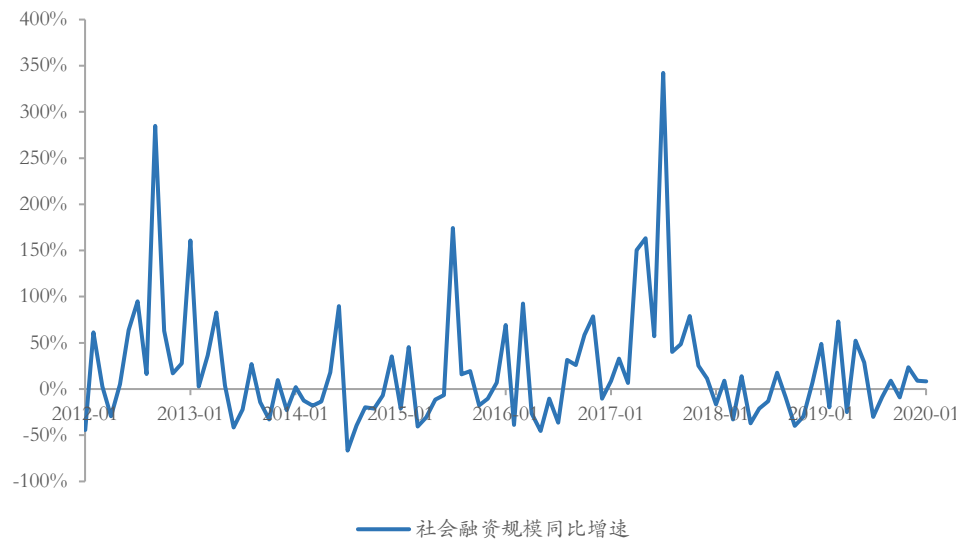


资料来源：公司官网，华安证券研究所

3) 渠道布局

公司在 2014 年和 2018 年国内信用环境较紧的时期进行逆周期资本支出，并初步完成全国产能布局，充分显示出对于渠道布局的重视，以及领先行业的战略眼光。

图表 60 2014、2018 年社融增速位于低点



资料来源：公司官网，华安证券研究所

从结果来看，过去 3-5 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。今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。

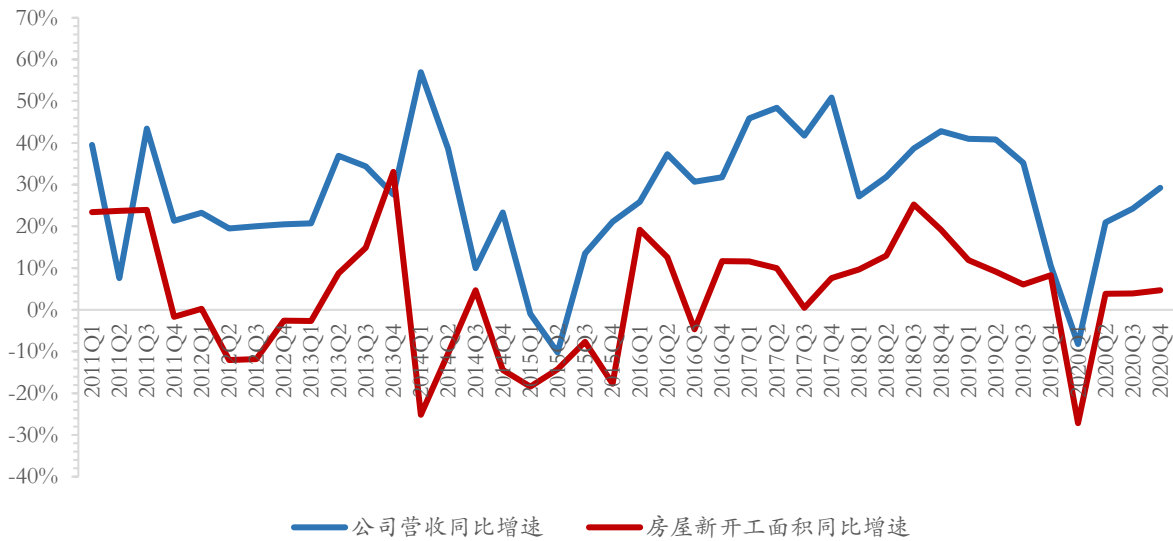
图表 61 公司部分重要客户一览



资料来源：公司官网，华安证券研究所

因此，从地域和客户两个方面来看，公司当前在渠道布局方面相对竞争对手已经有了较为明显的优势。2020 年公司定增开启的新一轮扩张周期将继续强化公司全国布局带来的壁垒。公司营收增速整体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。

图表 62 公司营收与新开工面积增速比较



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

公司大 B 端渠道开拓已经较为成熟, 我们认为以 C 端和小 B 端为主的地产后市场对于公司的赋能同样值得关注, 甚至将成为未来存量市场中的核心壁垒。除前文提到的“雨虹工匠平台”将各地施工队与工程项目有效对接之外, 2013 年时公司还专门搭建了工长系统, 推出线上平台“虹哥汇”, 推送公司产品信息的同时, 为工长提供沟通平台, 提高工长对公司产品的粘性。“虹哥汇”有专门的 APP, 提出雨虹标准。装修工长和工人可以注册, 成为会员“虹哥”, 在 APP 上接受施工培训和咨询, 并且可以接单。同时, “虹哥汇”在各地举办线下活动, 组织技工师傅交流, 加上线上商店优惠活动等, 进一步增强了工长、消费者对公司的产品认同度和粘性。目前公司已通过虹哥汇吸引了超过 80 万名会员, 为民建渠道的扩张发挥了巨大的推动作用。

图表 63 公司民建集团主要板块及产品

子公司	主要产品
雨虹防水	防水涂料
	界面剂
	防水堵漏材料
	防护液
	美缝/填缝剂
	瓷砖胶
洛迪环保科技	硅藻装饰壁材
	无机干粉涂料
	无机饰面砂浆
	墙面辅材
	墙面修补材料
顶之美	各类防水维修服务
虹运	基辅材商贸及仓配一体化服务

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

4 股价复盘：十二年砥砺前行

4.1 经历市场洗礼，不断迈向卓越

我们认为公司上市以来经历了四个阶段，在行业和资本市场的变迁中证明了自身强大的适应力、执行力和战略眼光。公司成长空间远未见顶，2021年千亿市值是开启新阶段的标志。

阶段一（2008年-2011年）：公司以重点工程起家，2008年上市后延续基建业务为主的战略，并通过融资助力迅速开拓北京以外的市场；

阶段二（2012年-2015年）：温州高铁事故后，公司迅速调整人员和战略，拥抱地产业务；

阶段三（2016年-2018年）：PS战略收效显著，大B渠道开拓顺利，但现金流牺牲较多；

阶段四（2019年-至今）：加强回款考核和客户风险控制，组织架构改革的效益也开始体现，报表质量明显改善。公司轻装上阵，向综合性建材集团迈进。

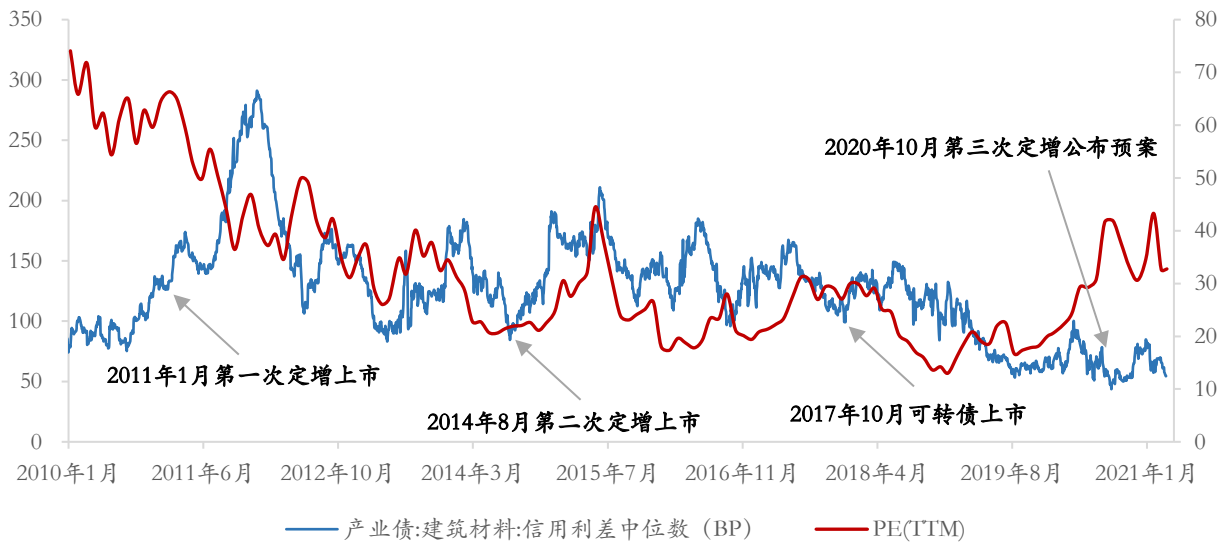
图表 64 公司股价复盘图



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

通过复盘可以发现，公司的估值水平与融资环境也有极为密切的关系。具体来说，公司 PE 与产业债信用利差呈现明显的负相关。当前从信用利差来看，融资环境较为宽松，也可以支持公司较高的估值水平。

图表 65 公司 PE(TTM)、产业债信用利差与再融资情况



资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

4.2 西卡和宣伟带来的启示

关于公司的成长空间,我们认为海外建材巨头西卡和宣伟具有较强的参考意义。西卡也是防水业务起家的建材企业,之后通过内生和外延实现跨越,目前已成为拥有混凝土、防水、屋面、地坪、密封和粘接、修补加固、家装七大建筑业务板块的综合性建材集团,其成长路径具备参考价值。但由于本土市场较小,因此主要走的是全球扩张的道路;

宣伟是美国涂料龙头,其庞大的体量几乎全部由本土市场支撑,在美国建筑涂料行业的市占率超过 50%。因此,宣伟的成长代表了另一种路径,即在本土市场足够大的情况下,沿着强者恒强的逻辑达到市场份额的天花板,而这是与东方雨虹所处的行业环境类似的,我们认为也是公司可以复制的成功。

图表 66 公司与西卡、宣伟的市值对比

	市值(亿元)	2020年净利润(亿元)	静态 PE	ROE	销售净利率	资产周转率(次)	权益乘数
东方雨虹	1113	34	33	23.42%	11.38%	0.86	2.38
西卡	2600	58	50	31.53%	9.19%	0.99	3.42
宣伟	4100	132	32	39.25%	8.61%	0.9	5.05

注:数据截至 2021 年 3 月 22 日,ROE 相关数据为 2019 年报值

资料来源: wind, 公司公告, 华安证券研究所

相比两家国际建材巨头,公司市值还有较大的提升空间。通过杜邦分析可以发现,公司在净利率水平上具备优势,ROE 低于西卡和宣伟主要是受资产周转率和权益乘数影响。考虑到公司仍处于扩张期,以及国内上市公司的融资习惯等原因,预计未来公司的资产周转率和权益乘数都将持续上升,带动 ROE 水平进一步提升。同时考虑到公司的业绩增速以及确定性,我们认为公司的估值水平相对于西卡和宣伟处在合理偏低的水平,仍有上升空间。

5 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，成长空间远未见顶。基于公司报表改善和竞争优势带来的增长确定性，我们认为公司应享有估值溢价。考虑到公司 2020 年业绩超出预期，同时 2021Q1 防水材料普遍涨价，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 33.98/42.63/52.61 亿元，维持“买入”评级。

6 风险提示

回款情况不及预期；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	15447	18682	23927	29858	营业收入	18154	21775	28908	34524
现金	4428	4254	5797	8556	营业成本	11665	14155	17701	22254
应收账款	5636	7604	9451	11354	营业税金及附加	139	218	289	319
其他应收款	291	334	456	542	销售费用	2142	2395	3469	4004
预付账款	541	628	777	999	管理费用	965	1437	1879	2244
存货	2016	3042	3683	4420	财务费用	413	-23	-23	-23
其他流动资产	2534	2821	3764	3988	资产减值损失	-8	897	1	1000
非流动资产	6969	8615	10097	11587	公允价值变动收益	-2	-1	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	4349	5456	6698	7890	营业利润	2622	4099	5221	6467
无形资产	991	1321	1552	1749	营业外收入	15	0	0	0
其他非流动资产	1629	1838	1846	1948	营业外支出	45	0	0	0
资产总计	22416	27297	34024	41445	利润总额	2592	4099	5221	6467
流动负债	10086	12315	15704	18964	所得税	517	691	937	1180
短期借款	3093	3711	4453	5344	净利润	2075	3408	4284	5287
应付账款	2642	3314	4696	5385	少数股东损益	9	10	21	26
其他流动负债	4351	5290	6554	8235	归属母公司净利润	2066	3398	4263	5261
非流动负债	2370	2293	2200	2125	EBITDA	3255	3633	5365	5433
长期借款	408	490	539	592	EPS (元)	0.88	1.45	1.82	2.24
其他非流动负债	1962	1804	1661	1533					
负债合计	12456	14608	17904	21089					
少数股东权益	220	230	251	278					
股本	1488	1488	1488	1488					
资本公积	1351	1351	1351	1351					
留存收益	6901	9620	13030	17239					
归属母公司股东权益	9740	12459	15869	20078					
负债和股东权益	22416	27297	34024	41445					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	1589	2198	3734	5014	成长能力				
净利润	2066	3398	4263	5261	营业收入	29.3%	19.9%	32.8%	19.4%
折旧摊销	369	390	312	334	营业利润	44.2%	56.4%	27.4%	23.9%
财务费用	367	199	194	194	归属于母公司净利	37.0%	64.5%	25.4%	23.4%
投资损失	-3	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-1321	-902	-1056	198	毛利率 (%)	35.7%	35.0%	38.8%	35.5%
其他经营现金流	3498	3413	5339	4089	净利率 (%)	11.4%	15.6%	14.7%	15.2%
投资活动现金流	-1374	-2036	-1793	-1824	ROE (%)	21.2%	27.3%	26.9%	26.2%
资本支出	-1301	-2036	-1793	-1824	ROIC (%)	15.4%	14.7%	18.5%	15.2%
长期投资	-110	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	37	1	0	0	资产负债率 (%)	55.6%	53.5%	52.6%	50.9%
筹资活动现金流	-664	-336	-398	-430	净负债比率 (%)	125.1%	115.1%	111.1%	103.6%
短期借款	-621	619	742	891	流动比率	1.53	1.52	1.52	1.57
长期借款	408	82	49	54	速动比率	1.28	1.22	1.24	1.29
普通股增加	-4	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-27	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.80	0.85	0.83
其他筹资现金流	-419	-1037	-1190	-1375	应收账款周转率	3.22	2.86	3.06	3.04
现金净增加额	-419	-174	1543	2759	应付账款周转率	4.42	4.27	3.77	4.13

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。