



雨作决河倾 虹若万峰来

——东方雨虹（002271.SZ）首次覆盖报告

建筑材料/装修建材

投资摘要：

一轮周期中风雨与彩虹皆是常态，投资者的预期在极值之间摆动带来股价的剧烈波动，而企业构筑的壁垒与行业的未来并未发生变化，暴雨过后正是展望彩虹之时。

从短期视角看周期底部逐渐变得明朗。

- ◆ **雨虹估值周期通常伴随地产周期波动**，当前公司相对市场的估值水平接近2012、2015、2018等周期底部。地产的复苏力度虽然存疑，但进一步下行的风险已经有限，公司估值上的不利因素已经消除。
- ◆ **从业绩周期来看，下游需求周期与成本周期的二维结构影响公司基本面**，当下已处在可以更为乐观的时点。需求端或维持偏弱复苏，仍依托于逆周期调节工具的支撑。但成本周期已出现积极变化，只要原材料成本上行期结束，公司毛利率修复的空间就已经打开，此外非沥青原材料价格均有较大幅度下行。

行业的未来并未进入收缩，不应过于放大周期底部的悲观预期。固定资产投资仍将是拉动我国经济的重要催化，这对于提高生产力至关重要。防水行业的需求有周期性变化，但预期未来持续向下则是进入了行业需求唯靠地产的误区，过度计入地产去杠杆且去供给的悲观预期。地产的困境并不等同于投资建设时代的落幕，新型工业化与新型城镇化仍是发展主题，均将支撑防水材料需求。

公司已在客户需求及供给两侧建立起壁垒，长期卓越经营成果可期。

需求侧：公司能够获取大量竞争对手无法满足的需求。在工程市场，公司多元化的产品矩阵与标准化的服务体系全方面确保了客户满意度，直销阶段便取得高速增长，又通过培养合伙人体系将优质的产品与服务延伸至更下沉的市场，打造37家一体化公司解放区域与品类协同的战斗力的市占率仍有巨大提升空间。在零售市场，公司牢牢把握与购买者的合作关系，民建集团与德爱威分别锁定170余万名虹哥、百万名会员，为500多家大型装饰公司、2万余家家装公司提供防水涂料、卷材、瓷砖胶等辅材一体化解决方案，为3000多家装饰公司提供建筑涂料。

与此同时零售业务的发力正缓慢改变公司的属性。当前存量约400亿平米，房龄为9.76年的翻新市场处在发育期，雨虹民建与德爱威涂料的布局使得公司将充分享受旧改兴起的行业变局，财务特征也将更为靠近消费企业。

供给侧：行业领先的规模奠定了公司在提供同等质量产品与服务时的成本优势。至2021年末公司产能已达防水卷材10亿多平米，防水涂料约410万吨，建筑涂料约71万吨等。规模优势的形成源自于穿越周期的资本投入，2012年、2018年公司均逆行业趋势维持资本开支规模。过去公司在高资本投入的情况下维持了较高的ROE及ROIC水平，本轮周期低谷过后，这种属性有望继续助力高成长。

行业需求阶段性变化与地缘冲突拉高成本带来短期经营压力，与此同时公司市值出现更大幅度的下跌。短期经营成果虽然重要，但决定企业价值的是长期的现金流贴现，雨虹构筑的壁垒决定了其在长周期里仍将取得卓越的经营成果。我们认为公司优异的质地与行业的未来并未发生变化，当下过度悲观的预期将为逆向投资者带来丰厚收益。

投资建议：预计公司2022年~2024年归母净利润分别为31.74亿元、47.19亿元、60.11亿元。当前市盈率分别为22.6倍、15.2倍、11.94倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：固定资产投资萎缩、原油价格继续上行、房地产复苏不及预期。

评级

买入（首次）

2022年11月9日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110016

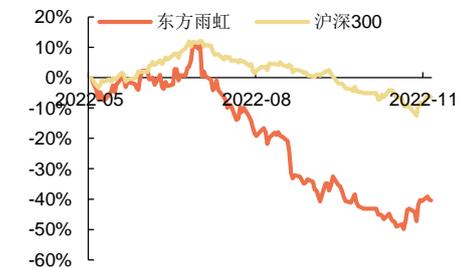
Email: liuyudong@shgsec.com

交易数据

时间 2022.11.9

总市值/流通市值（亿元）	707.3/557.53
总股本（万股）	251977.17
资产负债率（%）	46.35
每股净资产（元）	10.43
收盘价（元）	28.07
一年内最低价/最高价（元）	22.61/52.83

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《三棵树：大雪压青松 青松挺且直》2022-05-10
- 2、《鸿路钢构：成长行业领军者 规模红利远未见顶》2022-03-17
- 3、《伟星新材：消费之星 生生不息》2022-01-12
- 4、《旗滨集团：业绩新高度 成长新速度》2021-11-23

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	21,730.37	31,934.20	33,963.39	39,402.25	46,389.81
增长率 (%)	19.70%	46.96%	6.35%	16.01%	17.73%
归母净利润 (百万元)	3,388.87	4,204.70	3,173.96	4,719.48	6,010.77
增长率 (%)	64.03%	24.07%	-24.51%	48.69%	27.36%
净资产收益率 (%)	23.19%	15.99%	9.69%	12.93%	14.57%
每股收益(元)	1.51	1.74	1.24	1.85	2.35
PE	18.59	16.13	22.60	15.20	11.94
PB	4.51	2.69	2.19	1.97	1.74

资料来源：公司财报，申港证券研究所

内容目录

1. 防水行业：青山依旧在 几度夕阳红	6
1.1 时代背景并未发生变化.....	6
1.2 房地产的良性循环仍可期.....	8
1.3 存量市场具有长期成长性.....	10
1.4 防水行业：高度分散的大行业迎来变革.....	11
2. 时代的核心资产	14
2.1 需求侧：持续变革铸就壁垒.....	15
2.1.1 工程业务：高效的体系在变革中孕育而生.....	16
2.1.2 零售业务：锁定购买者.....	18
2.2 零售业务带来的变化.....	20
2.2.1 现金流更快流转.....	20
2.2.2 盈利能力去周期化.....	21
2.2.3 下游需求去周期化.....	21
2.3 销售战斗力的因与果.....	21
2.4 供给侧：高投入构建规模优势.....	22
2.4.1 逆势资本开支加深规模优势.....	24
3. 影响雨虹股价的三大周期	26
3.1 地产预期催生估值周期.....	26
3.2 基本面亦有周期性.....	28
3.2.1 下游需求刻画营收增长周期.....	28
3.2.2 成本周期导致盈利能力波动.....	30
4. 投资建议：因短期业绩波折出现的长期投资机会	33
4.1 业绩预测.....	33
4.2 估值.....	34
5. 风险提示	35

图表目录

图 1：我国 GDP 支出法核算（亿元）	6
图 2：建筑物防水应用场景	6
图 3：建筑业视角开工面积（万平方米）	7
图 4：建筑业开工视角下“房”与“非房”占比（万平方米）	8
图 5：2022 前三季度建筑业各类型建筑竣工占比（万平方米）	8
图 6：房地产与非房类建筑开工景气阶段性背离	8
图 7：全国成交建设用地规划建筑面积（万平方米）	9
图 8：制造业投资及贷款同比（%）	9
图 9：世界主要经济体及我国城市化率（%）	9
图 10：人口出生人数（万人）	9
图 11：建筑业房屋竣工面积（万平方米）	10
图 12：新开工改造老旧小区数（个）	10
图 13：中国存量住房规模及房龄	11
图 14：美国住房翻新市场规模（四季度移动平均，十亿美元）	11
图 15：规模以上防水企业营收规模（亿）	11

图 16: 规模以上防水企业利润构成 (亿元)	11
图 17: 东方雨虹上市以来股价及净利润复盘	14
图 18: 雨虹业务结构 (百万元)	14
图 19: 2022H1 公司业务构成 (百万元)	14
图 20: 公司产品矩阵	15
图 21: 雨虹标准化的施工体系	16
图 22: 雨虹标准化的施工体系	16
图 23: 2016 年后工程渠道业务增长实现质的飞跃	17
图 24: 雨虹工建集团渠道建设	17
图 25: 雨虹信用减值率与行业比较	18
图 26: 雨虹全年减值额往往小于年中减值额 (亿元)	18
图 27: 东方雨虹民建积分体系	19
图 28: 美国建涂客群占比演变	19
图 29: 美国建涂市场购买者画像 (百万加仑)	19
图 30: 雨虹应收款加票据周转率领先于行业	20
图 31: 雨虹年中与年末其他应收款规模变动 (亿元)	20
图 32: 零售业务整体毛利率更高且更稳定 (%)	21
图 33: 销售人员年均薪酬 (万元)	21
图 34: 建材企业人均创收 (万元)	22
图 35: 建材企业人均创利 (万元)	22
图 36: 公司产能情况	22
图 37: 雨虹历年产能利用率	23
图 38: 可比公司加权平均产能利用率	23
图 39: 公司生产基地布局	23
图 40: 雨虹资本开支/折旧与摊销在行业低谷期领先优势突出	24
图 41: 雨虹上市以来净资本增加来源 (万元)	25
图 42: 公司资本回报率指标 (%)	25
图 43: 雨虹相对市场的估值周期——PE (TTM)	26
图 44: 雨虹相对市场的估值周期——PB	27
图 45: 三一重工相对市场估值水平 (PB) 与挖掘机销量关联明显	27
图 46: 雨虹营收增速与地产开工面积相关性较强	28
图 47: 雨虹营收增速与建筑业开工面积相关性较强	29
图 48: 雨虹单季度营收增速与建筑业开工面积增速之差 (%)	29
图 49: 科顺股份 22H1 防水卷材成本构成 (万元)	30
图 50: 科顺股份 22H1 防水涂料成本构成 (万元)	30
图 51: 雨虹单季度净利润增速与营收增速	31
图 52: 原油价格与东方雨虹毛利率波动	31
图 53: 沥青价格与东方雨虹毛利率波动	31
图 54: 防水行业上市企业净利率 (%)	32
表 1: 十四五期间老旧小区改造屋面修缮市场规模测算 (五年期)	10
表 2: 新规范防水设计工作年限	12
表 3: 新旧规范部分应用场景对比	13
表 4: 公司从资本市场直接融资汇总	25
表 5: 东方雨虹各项业务营收预测 (百万元)	34
表 6: 可比公司估值表	35

表 7: 公司盈利预测表 36

1. 防水行业：青山依旧在 几度夕阳红

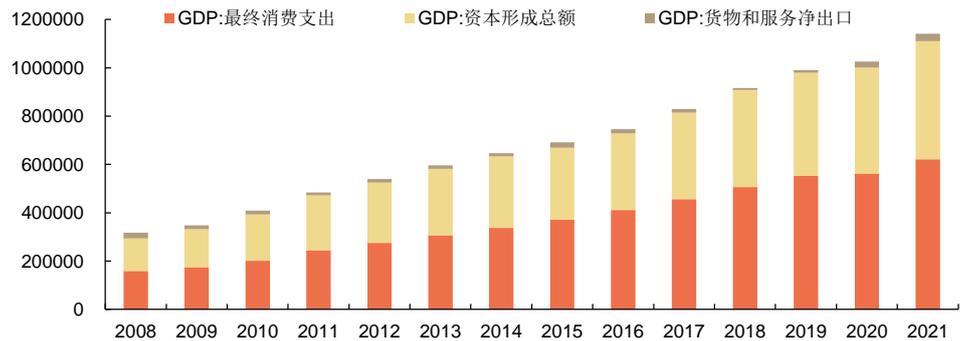
1.1 时代背景并未发生变化

我国的经济结构中高投资占比在中期维度上仍将维持，投资仍将是中国经济增长的核心驱动力，这一时代特征并未终结。

- ◆ 类似发达国家高消费占比的经济结构是发展结果而不是过程措施，这很大程度上取决于广大人民的收入水平进一步提高。因此我们在较长的一段时间里仍然需要保持较高投资，短期意义上直接提振就业，中长期上则能够提高中低收入人群生产力进而提高其收入水平。
- ◆ 这依赖于产业升级与城镇化投资，分别解决提升全社会人均产出与生产效率的难题，同时使得劳动力留在城镇，真正实现市民化，完成生产要素向更有效率环节流动这一库兹涅茨过程，进而扩大内需解决发展中生产过剩的问题，形成良性循环。

促成良性循环的关键环节仍在投资，而防水材料是这一时代背景中的重要组成，并未发生变化。

图1：我国 GDP 支出法核算（亿元）

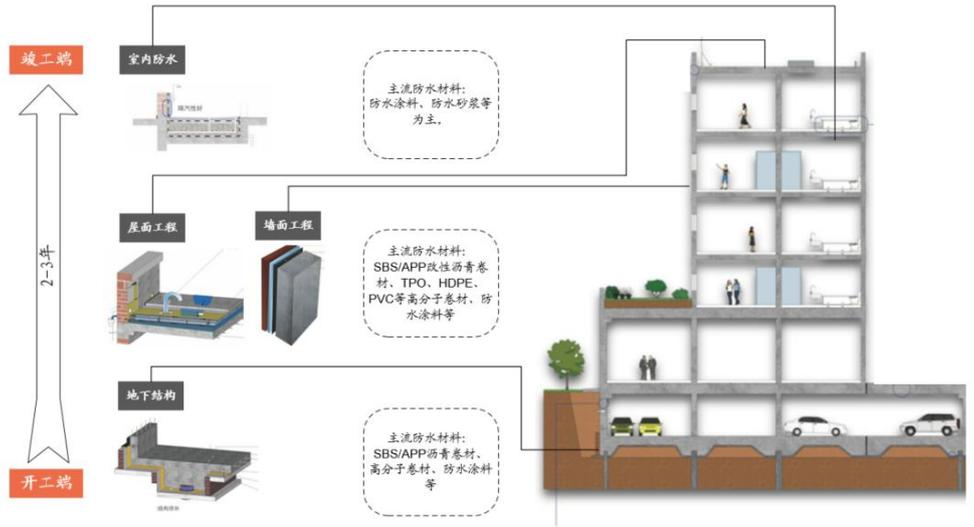


资料来源：Wind，申港证券研究所

防水材料需求情况与固定资产投资景气度相关，随经济周期波动因此有一定周期属性。

- ◆ 防水卷材用量最大的时期通常在开工时的地下结构防水阶段，与开工指标较为同步，因此防水企业业绩增长大多与建筑业开工情况相关。
- ◆ 屋面、墙面等部位所采用的防水涂料、卷材在建筑施工的中后期投入使用，更为靠近竣工端，需求增长与竣工端更为靠近。
- ◆ 室内防水则有较强的零售属性，室内装修发生在竣工前后，因此通常为建筑后周期品种。

图2：建筑物防水应用场景

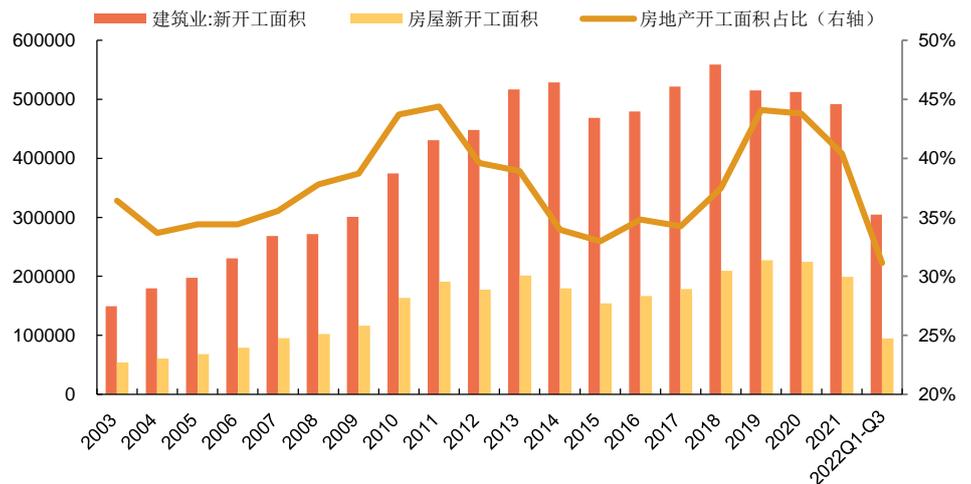


资料来源：凯伦股份官网，申港证券研究所

具体到行业中来看建筑业及交通基础设施施工是防水需求的主要来源，其中建筑业是涵盖房地产施工的庞大产业。我们以开工指标来观察下游需求，这涉及到两个指标，依据国家统计局定义：

- ◆ 房屋新开工面积是房地产开发数据，统计对象为有开发经营活动的全部房地产开发经营业法人单位。
- ◆ 建筑业开工面积是施工方数据，统计对象包括具有总承包或专业承包资质的所有独立核算建筑企业，这其中包括向房地产开发企业提供施工服务的建筑企业，也就意味着建筑业开工面积包括房地产业开工面积。

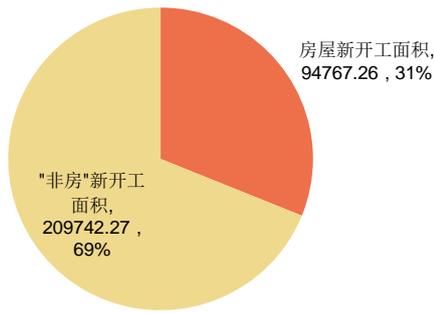
图3：建筑业视角开工面积（万平米）



资料来源：Wind，申港证券研究所

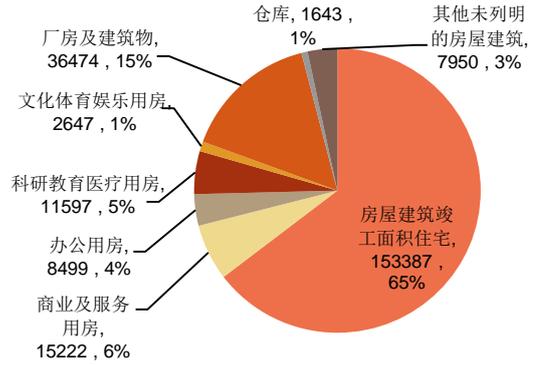
从开工指标观察，至 Q3 末，房地产开工面积仅占全建筑业开工面积的 31%，非房类建筑开工面积占比 69%，今年以来非房建筑开工的逆周期作用显著。非房类建筑物中，占比较大的有地方政府主导投资的安置房等非市场化开发住宅以及厂房等。

图4: 建筑业开工视角下“房”与“非房”占比(万平米)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图5: 2022 前三季度建筑业各类型建筑竣工占比(万平米)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

房地产投资驱动的商品房屋建筑与公共投资驱动的非房地产建筑之间呈现一定关联度。从城市规划上出发,这种关联度解释为城镇化进程中城市边界扩张的协同,安置房、医院、学校等公共设施随着房地产开发向新的城市边界延伸。又通过土地出让金这一财政工具形成联系,地产行业的低迷对地方政府造成较大的土地财政拖累,在原有的财政框架体系下二者通常同向运行。但这一关联关系在增量政策作用下并非牢不可破。

在稳增长政策的推力下,增量财政政策对公共投资产生有力支撑,使得非房建筑与房地产业背离。今年以来打破地产与公共投资的关键因素是多项政策性金融工具及贷款的组合拳,6月国常会决定对基础设施建设调增政策性银行8000亿贷款额度,此后分两次决策增加政策性金融工具共6000亿元补充基础设施建设项目资本金。这些增量政策看似是暂时性逆周期调节工具,但考虑到时代的背景,总体稳投资的目标并未发生变化,其持续性将与地产的底部回升辩证共存。

图6: 房地产与非房类建筑开工景气阶段性背离

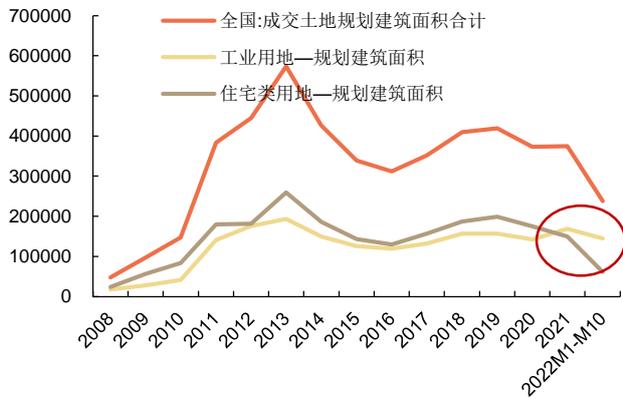


资料来源: Wind, 申港证券研究所

今年以来建筑业支撑主要是制造业领域,防水材料需求主力由开工端移至竣工端(地下至屋面),造成需求支撑延后。今年以来从工业用地成交面积及制造业投资增速明显领先,但防水行业需求短期内并不理想,防水企业承受一定经营压力。主要由于工业建筑通常无地下结构,在开工阶段并无大量防水材料需求,其主要防水需求来自屋面。我们认为非房建筑中工业建筑的占比提升使得防水材料的需求主力

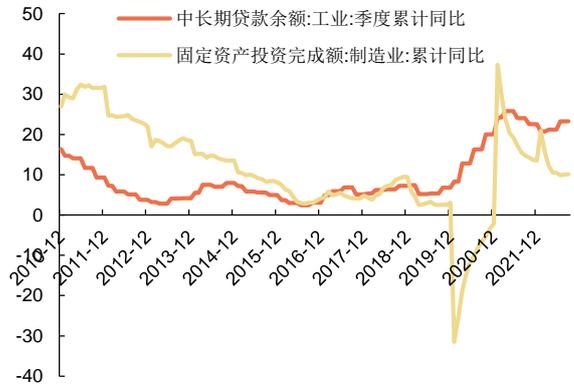
向竣工端移动，周期错位导致建筑业开工尚可的情况下防水需求支撑不足，但需求端只是延后并非缺席。

图7：全国成交建设用地规划建筑面积（万平方米）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图8：制造业投资及贷款同比（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 房地产的良性循环仍可期

短期地产的去金融属性使得房地产阶段性承压，无论是从供给端还是需求端都迎来了显著的去杠杆。由此引发了部分企业端资金链断裂，居民端购房信心显著下降。但考虑我国城镇化所处阶段，当前困境仍偏阶段性，建设远未到停滞之时。

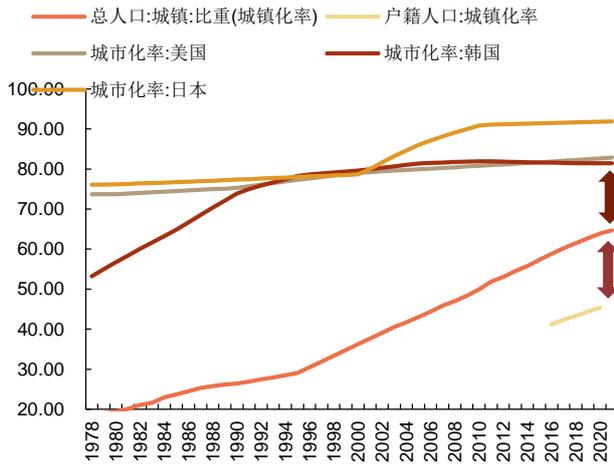
我国城镇化进程仍有两项核心驱动力。

- ◆ 第一，我国当前城镇化水平与较发达国家对比，城镇化水平仍有一定差距；
- ◆ 第二，至 2020 年末，我国常住人口城镇化率与户籍人口城镇化率仍有 18.49pcts 之差，意味着大量劳动人口仍未真正实现市民化，其居住需求并未被充分满足。
- ◆ 城镇化本质是劳动力从生产效率略低的部门向生产效率高的部门转移，从而实现个体收入水平提升，进而转化为全社会经济增长。城镇化这一进程远未接近结束，虽然在短期维度上居民居住需求与购买力的背离使得房地产前景承压，信心偏弱，但在中期视角，我国远未到无房可建时期。

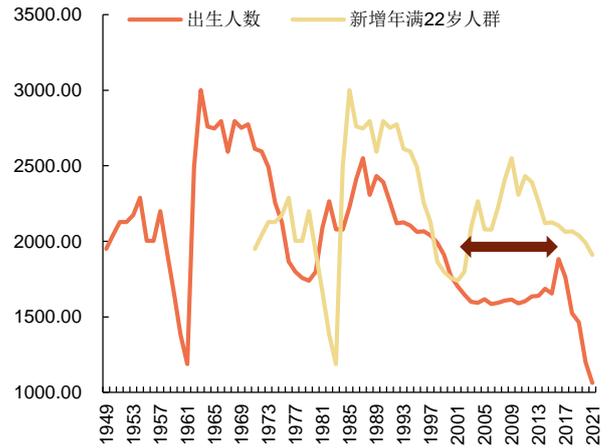
人口红利并未消失，本轮下台阶后仍有一个新的平台期。假设人们在 22 岁后成为购房刚需人群，则我国新增购房刚需人群的数量处在一个下台阶的阶段，之后有望进入新的平台期，维持新的稳态约 20 年。至于近三年的出生人口下滑态势则有望在新的生育支持体系设计下迎来 V 字回升。

图9：世界主要经济体及我国城市化率（%）

图10：人口出生人数（万人）



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

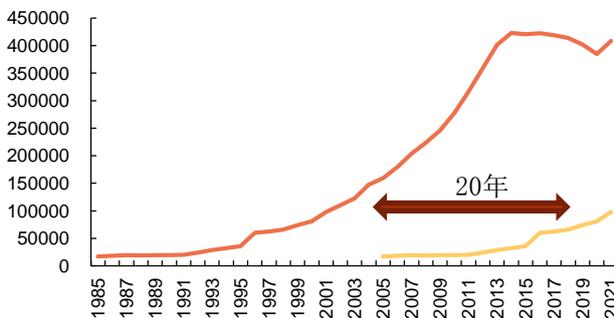
我们认为地产有望在政策助力下迎来软着陆,从边际上来看,销售面积大幅度下滑并不会是常态。明年仍可期待地产的边际弱复苏,并在中期实现新的稳态。

1.3 存量市场具有长期成长性

存量市场未来将有两大大构成,一是工程市场、二是零售市场,二者均有无穷潜力。

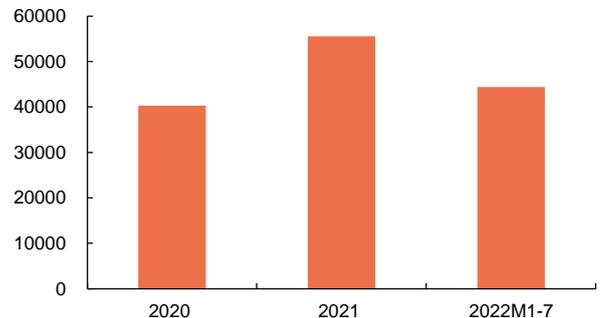
工程市场的主要推动力是公共投资主导的城市更新及私人投资主导的工商业屋顶修缮。分别针对的是城市公共空间及企业物业,这在我国高投资的经济结构中占比有望逐年提高,主因是高房龄存量房屋的面积滚动提升。城市更新将支撑屋面、墙面等部位防水获得重新施工。2019年后我国老旧小区改造加速推进,预计至十四五末完成全部2000年前建造的、约21.9万个老旧小区改造;截止2022年7月,今年已累计开工改造老旧小区44346个。由于老旧小区改造滚动进行,倒推至20年前,2002年后我国处在房屋建设的加速期,这对应当下及未来老旧小区改造规模的加速期。

图11: 建筑业房屋竣工面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图12: 新开工改造老旧小区数 (个)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表1: 十四五期间老旧小区改造屋面修缮市场规模测算 (五年期)

老旧小区改造个数	219000
单一楼栋屋面面积 (平方米)	635.3
假设小区楼栋数 (栋)	6
防水工程单方造价 (元/平方米)	334.63
保温工程单方造价 (元/平方米)	111.93

		老旧小区改造个数		219000
防水材料费 (元/平米)	53.47	保温材料费 (元/平米)		52.88
屋面翻修防水工程市场规模(亿元)	2793.44	屋面翻修保温工程市场规模(亿元)		934.37
屋面翻修防水材料市场规模(亿元)	446.36	屋面翻修保温材料市场规模(亿元)		441.43

资料来源：北京市住建委，中国政府网，申港证券研究所

零售市场推动力则来自于存量住宅的翻新，对应的是居民的居住空间。我国存量住宅翻新市场或在不远的将来成为替代如今新建规模的庞大市场，取决于房龄的老化。我们统计建筑业累计住宅的竣工面积在 393.52 亿平米左右，至 2021 年末住房的加权平均房龄将达到 9.76 年，毫无疑问在居民对美好居住环境的向往下，住房翻新规模将随着时间推移逐年增长。

这一发展过程在发达国家有样本。美国的较老的住房房龄支撑了庞大的存量住房翻新市场。根据宣伟披露，美国存量的 1.37 亿套住房中房龄中位数达 40 年，因此催生了庞大且逐年增长的住房翻新市场。据宣伟估计，至 2021 年 Q1，美国年化住房翻新市场规模达 3530 亿美元且持续增长。考虑到我国庞大的人口基数，存量翻新的市场空间远具有更大的想象力，只待时间。

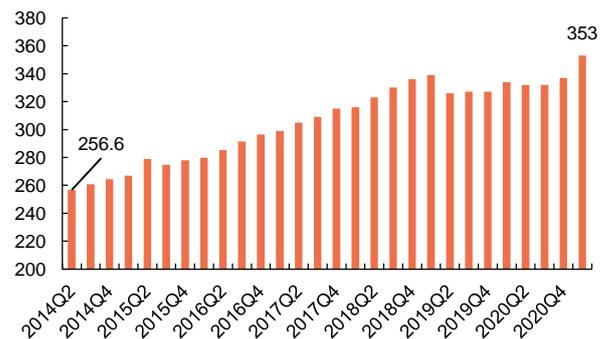
图13：中国存量住房规模及房龄



资料来源：Wind，申港证券研究所

*计算依据为建筑业住宅竣工面积，未考虑 1985 年前建设面积，1985-2003 假设住宅竣工面积占建筑业比例为 54%。

图14：美国住房翻新市场规模（四季度移动平均，十亿美元）



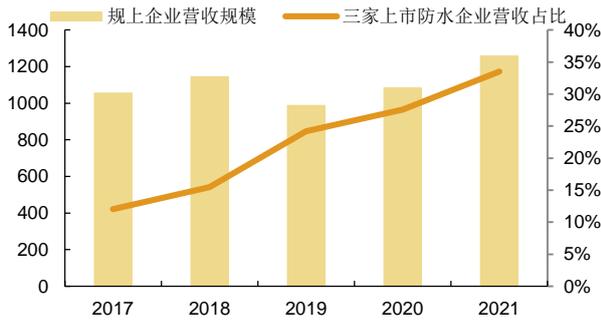
资料来源：宣伟官网，申港证券研究所

1.4 防水行业：高度分散的大行业迎来变革

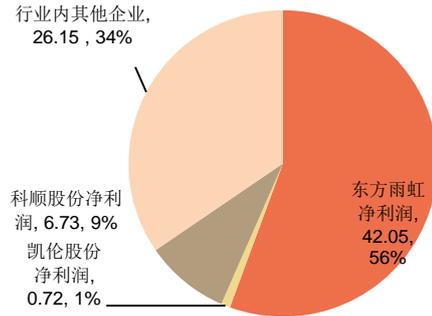
行业格局极为分散，市占率提升处在进行时。根据中国建筑防水协会，至 2021 年末防水行业规模以上企业有 839 家，主营业务收入累计 1261.59 亿元，其中雨虹、科顺、凯伦三家上市企业营收占比分别为 25.31%、6.16%、2.05%。假设规上企业占行业整体的比例为 50%，则全行业规模在 2523 亿元左右。从利润视角来看，2021 年成本上升的环境中龙头盈利优势较为显著，雨虹占据规模以上防水企业利润的 56%。

图15：规模以上防水企业营收规模（亿）

图16：规模以上防水企业利润构成（亿元）



资料来源：科顺股份年度报告，Wind，中国建筑防水协会，申港证券研究所



资料来源：公司公告，Wind，中国建筑防水协会，申港证券研究所

首个涵盖全部防水应用场景的强制性国标出台，短期提振行业需求，中长期引导行业更规范发展。近期住建部公布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》，自 2023 年 4 月 1 日起实施。该标准为首个以防水为主体，涵盖全部建筑与市政工程防水场景的强制性规范。不同于以往对防水的要求分散在《地下工程防水规范》、《屋面工程技术规范》等具体部位的规范中，该通用规范的出台对防水产业有着重要意义。

新规范对防水工程的设计年限提出要求，从设计端有效提高行业下限。行业内较为规范的项目在设计时提出防水工作年限已是常规做法，只是监管层未出台强制性标准将这一年限要求明确形成全国性统一标准。这一新规范的提出将助力全行业走上更为规范的道路，形成强制性规范后全行业都需要执行这一设计要求，因此设计端在材料选择上将更为审慎，项目执行层面也将更加重视材料的耐久属性。

表2：新规范防水设计工作年限

	设计工作年限
地下工程	不应低于工程结构设计工作年限
屋面工程	不应低于 20 年
室内工程	不应低于 25 年
桥梁工程桥面防水	不应低于桥面铺装设计工作年限

资料来源：住建部，《建筑与市政工程防水通用规范》，申港证券研究所

新规范对于防水产业兼具短期意义及中长期意义，一方面由于各主要防水部位防水等级划分及防水层数的变化，市场迎来一定增量，我们判断新的市场增量主要在防水涂料及防水砂浆上。另一方面新规范对防水设计体系的一些空白地带进行了更为统一的定义，为质量管控提供了更为明确的标准，新规范将引导行业向更规范方向发展。

◆ **屋面工程：**各类型屋面工程普遍有 1 道防水材料增量，根据屋面的防水形式，我们判断增量主要为防水涂料。屋面防水新规的变化可以理解为将原来一级防水拆分成新规中的一级、二级；而二级与新规中三级对应。增量主要体现在更高要求设防的一级屋面中。根据行业经验，若采用 3 道防水设防，多采取防水涂料+防水卷材等融合形式，因此我们判断有明显增量的材料主要或是防水涂料。年降雨量超过 1300mm 的地区主要有福建、浙江、江西、湖南、海南、广西、广东等地，以及江苏、贵州、四川、湖北局部，因此我们假设提升为新规范一级的市场容量在 40% 左右，这些地区屋面防水道数增加至 3 道。

◆ **地下工程：**一级标准提高。我们以较为常规的明挖法地下工程举例，原规范中一

级防水做法要求应选一至二种防水，新规范中提高至不少于两道防水层。首先说明新规范中地下防水做法包括自防水混凝土、防水卷材、涂料、砂浆等多种形式，因此一些部位中防水道数的增加并不等同于防水卷材层数的增加。虽然新规中防水做法要求为 3 道，但由于新规范中防水做法包括自防水混凝土，因此实际导致的防水材料增量为 0-1 道。行业内常规一级地下防水的设计方案是自防水混凝土+2 层防水卷材，或有部分项目只采用一道防水，新规出台将使得下限被迫抬升至 2 层。

- ◆ **外墙工程：墙面防水需求并非完全新增，防水涂料或砂浆依然为主要增量。**增量一方面是在建筑整体防水等级的提升，另一方面来自对砖混外墙防水做法增加道数。原规范中规定年降水量大于或等于 800mm 地区的高层建筑外墙采取整体防水，400mm<年降水量<800mm 的地区建筑根据风压及保温情况决定是否采用整体防水。新规将这一标准提升至年降水量>400mm 的民用建筑均采用一级设防，即混凝土外墙为 1 道防水、框架填充外墙为 2 道防水。

表3：新旧规范部分应用场景对比

现行规范			新规范		增量
明挖法地下工程	一级	应选防水混凝土，应选一至二种防水	一级	3 道，应选 1 道防水混凝土，不少于两道防水层，其中防水卷材或防水涂料不少于 1 道	1 道
	二级	应选防水混凝土，应选一种防水	二级	2 道，应选 1 道防水混凝土，不少于 1 道防水层，任选	/
	三级	应选防水混凝土，宜选一至二种防水	三级	应选 1 道防水混凝土	/
	四级	宜选防水混凝土			
平屋面工程	I 级(重要建筑和高层建筑)	两道防水设防	一级	防水做法不少于 3 道，卷材防水层不少于 1 道	1 道
	II 级(一般建筑)	一道防水设防	二级	防水做法不少于 2 道，卷材防水层不少于 1 道	1 道
			三级	防水做法不少于 1 道，卷材或涂料任选	/
金属板屋面工程	I 级(重要建筑和高层建筑)	压型金属板+防水垫层	一级	不应少于 3 道，其中应选 1 道金属板，防水卷材不应少于 1 道(厚度 1.5mm)	1 道
	II 级(一般建筑)	压型金属板、金属面绝热夹芯板	二级	不应少于 2 道，其中应选 1 道金属板，防水卷材不应少于 1 道	1 道
			三级	不应少于 1 道，应选 1 道金属板	/
外墙工程	年降水量>800mm 高层建筑外墙	进行墙面整体防水	一级	混凝土外墙设 1 道、框架填充及砌体外墙设 2 道。	0-1 道
	400mm>年降水量>800mm 地区建筑外墙	部分设防	二级	混凝土外墙不设防水、框架填充及砌体外墙设 1 道。	0-1 道
	年降水量<400mm	不进行防水	三级	不进行防水	/

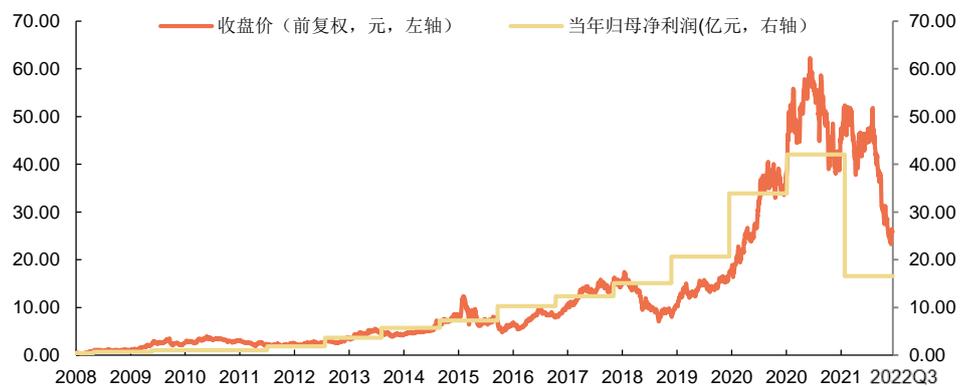
资料来源：住建部，《地下工程防水技术规范》，《屋面工程技术规范》，《建筑与市政工程防水通用规范》，《建筑外墙防水工程技术规程》，申港证券研究所

2. 时代的核心资产

固定资产投资高企的时代造就了东方雨虹成长的故事，如今进入到新时代，这一背景并未发生变化，雨虹依然是新时代核心资产。

业绩增长驱动了雨虹上市以来的高额回报。自 2008 年上市以来至 2022 年 10 月末，公司股价累计涨幅达 4684%。从年度利润水平看，公司净利润从 2008 年累计提升 94.3 倍，业绩增长是公司回报率的核心驱动力。2022 年公司股价遭遇较大幅度调整，一定程度上与业绩阶段性承压有关。今年前三季度，公司录得净利润 16.55 亿元，同比下降 38.2%。

图17：东方雨虹上市以来股价及净利润复盘

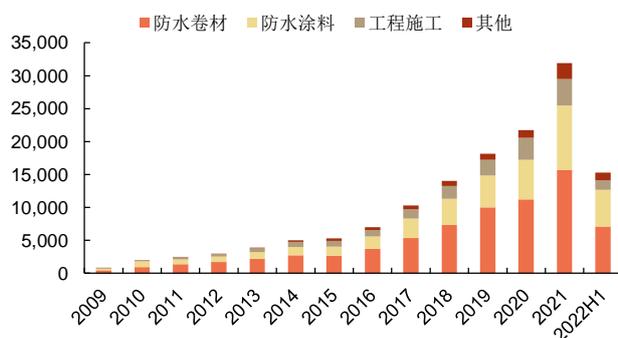


资料来源：Wind，申港证券研究所

公司崛起与时代红利及自身卓越属性密不可分。雨虹凭借赞助毛主席纪念堂防水维修项目立业，兴盛于北京、上海地区，乘夏奥建设之风几乎包揽夏奥防水工程，建立防水行业金字招牌。08 年上市后业务扩展至全国，此后中国重点工程均不乏雨虹人的红色身影。从夏奥到冬奥，从南水北调到西电东输，从高铁起步到展望八纵八横，雨虹自身的成长为国家大兴建设的时代背景添加了精彩的注脚。

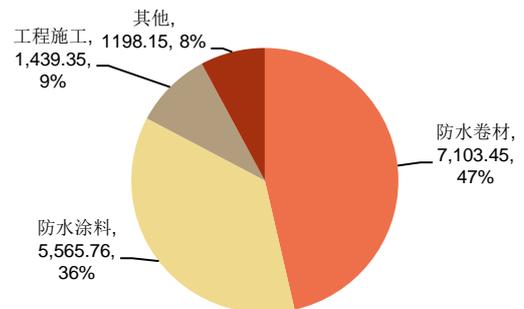
起于防水、不止于防水。雨虹凭借防水起家，2022 年上半年，防水卷材及涂料营收占比 83%。

图18：雨虹业务结构（百万元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图19：2022H1 公司业务构成（百万元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

公司非防水业务布局日趋完善，覆盖建筑开工端与竣工端品种，成为建筑系统全生命周期解决方案提供商。公司兼顾纵向布局与横向扩品类，上市早期布局防水上游原材料非织造布，同时横向扩张布局建筑涂料、砂浆粉料、节能保温等领域，逐步覆盖建筑外围护系统全系材料。多业务线横向布局使得公司所处市场空间成倍增长，收获成长新动能。

图20：公司产品矩阵



资料来源：公司官网，德爱威公司官网，申港证券研究所

公司有着扩品类的优势，核心在于渠道协同。公司已经触达的防水工程客户通常同时有着采购涂料、保温、砂浆等产品的需求，品类横向扩张有助于公司提升单位客户的合同总额，充分挖掘已有渠道潜力，提高回报率。

2.1 需求侧：持续变革铸就壁垒

需求侧的壁垒在于取得竞争对手无法满足的客户需求，即存量客户粘性与新客户的选择倾向，离不开长期以来实施创新差异化，维持客户满意度、逐步形成品牌认知、以及建立根系茂密的渠道。

产品是立足之基。公司凭借产品差异化增强附加值，定制化解决方案增强竞争优势。防水材料通常有卷材及涂料两种标准形式，但建筑项目由于自身所处地域气候、地下水文环境、使用部位、防水等级、耐腐等级等因素而产生较为多样化的需求，并不存在一种标准材料完美适配复杂需求。

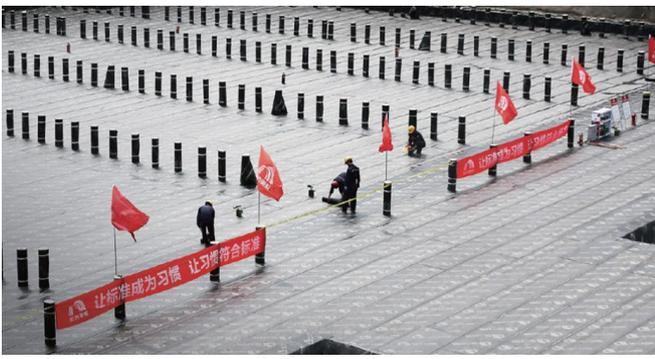
- ◆ 雨虹立足之基之一正是源源不断的 product 创新力，这体现在雨虹 200 余种类型，2000 多种规格的防水产品矩阵中。公司在推动现有产品销售同时为各种应用场景开发相应产品，兼顾满足项目业主方、施工方、设计方的需求，提出系统性解决方案。
- ◆ 在为客户定制化开发的过程中可不断收获同类型项目客户，销售横向扩展能力强，

这在公司高铁、地铁等事业发展中充分印证；同时已有客户再获取新的同类项目后往往不考虑切换，这形成较强的客户粘性，构筑强劲竞争优势。

服务是发展之本。公司凭借卓越的服务体系确保防水效果，以客户满意度及粘性永续经营。防水效果的最终实现三分靠材料、七分靠施工。

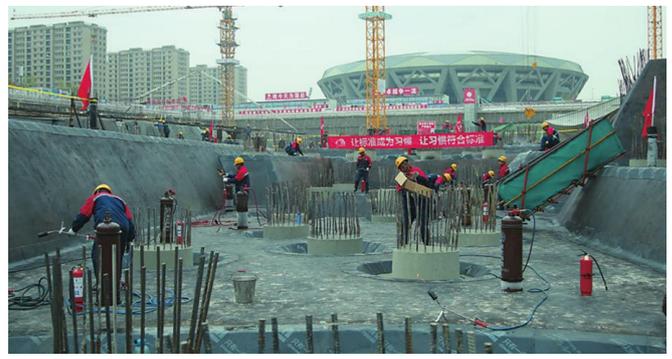
- ◆ 现场施工工艺的标准化及管理验收流程对于最终实现防水至关重要，防水企业仅凭借供应质量优异的防水材料，难以打造客户满意度的竞争优势，从而形成好口碑与新订单的良性循环。
- ◆ 公司不仅是材料供应商，还是服务提供商。雨虹立足之初便是防水工程专业承包商，在经营过程便极为重视建立标准化且效果优异的施工管理体系。凭借重点项目的优异履约建立良好口碑，取得品牌溢价，转化为更强的订单转化能力。
- ◆ 在优质产品与服务相结合的基础上，公司逐渐建立起好产品的认知度，增强材料销售的扩展能力。

图21：雨虹标准化的施工体系



资料来源：公司官网，申港证券研究所

图22：雨虹标准化的施工体系



资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司建立了分别针对工程市场与零售市场的两套渠道体系，以不断拓展雨虹产品与服务。

2.1.1 工程业务：高效的体系在变革中孕育而生

成立之初公司工程业务主要有**直销与工程渠道**两条业务线，由直销业务线负责防水工程的承接与大B端客户的材料销售，由工程渠道向非重点市场销售材料。

合伙人计划打破增长瓶颈。防水工程招投标获取及定制化服务的特性使得销售对项目的覆盖极为重要，而中国建筑业市场分散的特性使得企业仅凭借自己的销售人员直接触达广袤的市场极为困难。以2017年国家统计局数据为例，中国当年新开工固定资产投资项目个数为64.73万个，而据公司披露在2017年雨虹自身工程业务承接的工程数量是2007个，市场留下巨大未被触及的空间。企业在跨区域成长扩大规模时，建立根系茂密的渠道体系尤为重要。

为将雨虹卓越的产品及服务扩散至更广阔的工程市场，公司于2016年推出了合伙人计划，发展优秀经销商成为合伙人。合伙人计划带来几点变化：

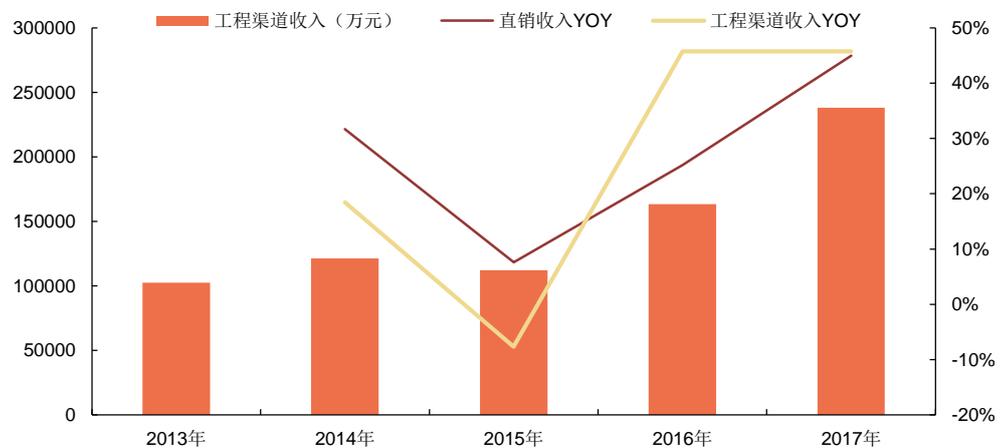
- ◆ 第一，这带来了生产力的提升，**经销商从材料贸易商成为服务提供商，直接带动**

产值提升。雨虹在这基础上为合伙人提供技术指导、培训、标准化施工服务，提升经销商服务质量，增强其竞争力与客户认可度，进一步转化为更强的订单获取能力；

- ◆ **第二，经销商与公司利益共享，**享受平台公司的股东权利获得分红，一定程度消除买卖材料导致经营风险，主人翁意识增强，这进一步促进了合伙人生产积极性；
- ◆ **第三，合伙人制度增强了渠道粘性，**公司与渠道深度绑定，专营制一定程度也免除了渠道经销商流失的风险，加深竞争优势。

事实证明好的生意模式是在变革中摸索出来的，公司 2016 年推出合伙人后工程渠道打破增长瓶颈，2016 年工渠营业收入增长至 16.39 亿元，同比增长 46%。

图23：2016年后工程渠道业务增长实现质的飞跃

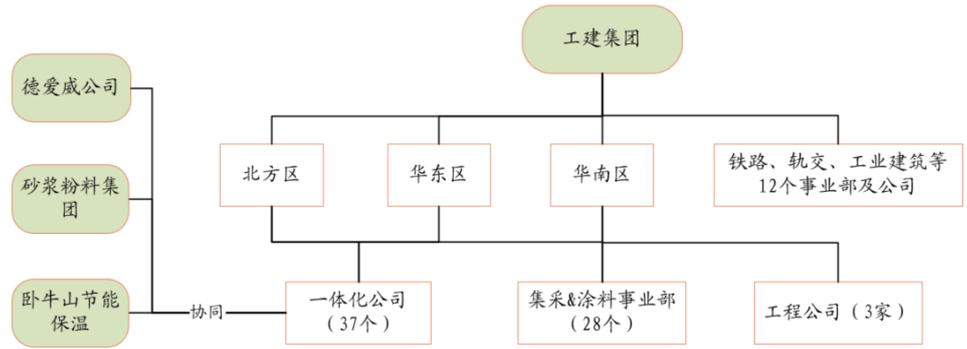


资料来源：公司公告，申港证券研究所

再度变革打破直销与渠道区域壁垒，充分激发潜力。直销业务聚焦重点市场，即北京、上海、广州、深圳、成都、昆明等核心城市，工程渠道负责核心城市以外的市场，这种区域划分的架构下公司很快意识到核心城市中下沉市场直销触达不够广，而非核心城市中经销商合伙人又难以建立起堪比直销的竞争力获得高端项目，增长潜力在一定程度上未得充分发挥。2018年起公司建立工程建材集团融合直销及工程渠道，使两种体系在全国的大市场中发挥各自的竞争优势，填补以往留下的市场空白，增长潜力得以释放。

组建一体化公司助力公司多品类战略。此后自 2020 年起逐步在各主要区域市场开设一体化公司，统筹该区域工程市场的防水、德爱威涂料、砂浆粉料及建筑修缮板块的业务。截止 2021 年末，公司已建立起 37 家一体化公司、28 个集采事业部、3 家工程公司及其他 12 个专业事业部，渠道布局覆盖全国。

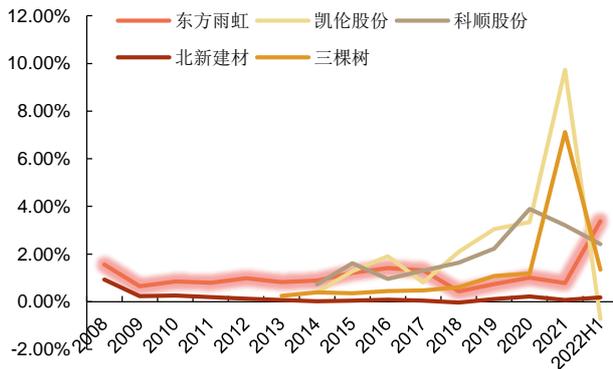
图24：雨虹工建集团渠道建设



资料来源：公司公告，申港证券研究所

渠道的高效不仅体现在触及更多客户而且体现在触及优质客户，取得真正高质量的增长。公司在集采业务维持审慎并通过工程渠道隔离一定信用风险。2021 年渠道建设在信用风险的隔离上效果显著，公司减值率显著低于行业。同时这建立在公司极为审慎的财务政策上，公司年末的收款活动中往往好于预期，最终体现为年末利润表中信用减值额较中报季报减少，反映公司审慎处理。

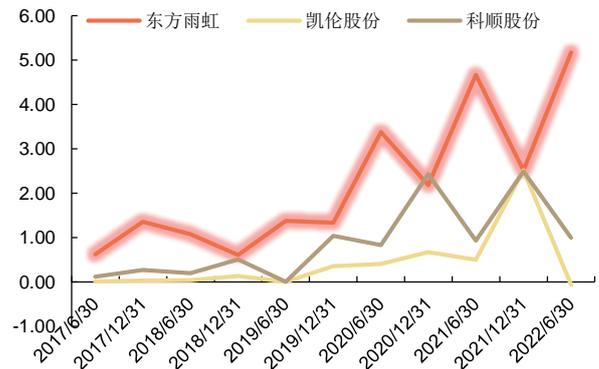
图25：雨虹信用减值率与行业比较



资料来源：Wind，申港证券研究所

*2018 年及以前数据采用资产减值损失附录中坏账损失。

图26：雨虹全年减值额往往小于年中减值额（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.1.2 零售业务：锁定购买者

公司零售业务主要由民建集团与德爱威、及修缮公司组成，聚焦家装及小型商业装修市场。民建集团主营防水涂料、卷材、瓷砖铺贴辅材、美缝剂、加固剂及墙面辅材以及胶类等六大产品线，德爱威公司主营建筑涂料。

零售渠道采取经销模式布局，合伙人仍是重点战略。据公司 22 年中报披露，民建集团目前约有近 4000 家经销商、15 万余个分销网点以及 3 万余家分销门头。公司采用用友网络的经销体系信息化解决方案，实现了各级经销商统一管理，信息、收发货、信用管理、营销活动、收付款全数字化，同时提供便捷的订货平台，建立较为有效的库存管理体系。据公司 22 年中报披露，德爱威公司发展了 1000 余家经销商合伙人，建立了 1000 余家专卖店及 1.5 万余家分销网点。

渠道建设抓重点，通过建立经销商、工长积分制度实现较强渠道积极性与用户粘性。

公司主要通过建立会员积分货币化实现激励经销商，并与工长会员利益绑定。公司民建集团建立了“虹哥汇”会员体系，会员数量已达到 170 余万人（22 年中报）。工长会员收货即获得积分，再次下单可使用积分扣减订单金额，以此实现工长会员粘性。防水涂料、美缝剂等产品的辅材属性使得消费者客户通常不参与购买，而公司战略布局与专业工长建立合作关系，凭借积分体系实现激励与利益绑定，展现出极强竞争力。德爱威采取相似的经营战略，发起“万象崛起”的会员推广方案，逐步沉淀专业会员近百万名，结合多种营销方式形成客户粘性。

图27：东方雨虹民建积分体系

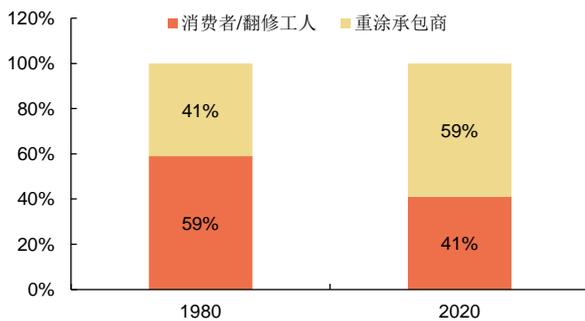


资料来源：用友网络官网，申港证券研究所

装修公司是市场另一个重要参与主体，公司致力于为其提供高性价比的一体化解决方案。对于小 B 端装修经营商来说，主要的痛点之一是以低成本取得原材料并降低供应链管理成本，这对于防水涂料、瓷砖胶等辅材尤为明显，品类完整度与性价比较为重要。雨虹民建集团提供的产品线广度叠加制造端成本优势使得公司在这一领域缺少竞争对手。依据公司 22 年中报披露，目前雨虹民建集团与 500 多家大型装饰公司、2 万余家家装公司建立起了合作关系；德爱威公司则聚焦高品质，发扬其德国品牌与产品体验，通过丰富的色彩体系为家装公司客户提供良好的设计体验，目前已与 100 个头部家装公司，3000 多个区域家装公司展开合作。

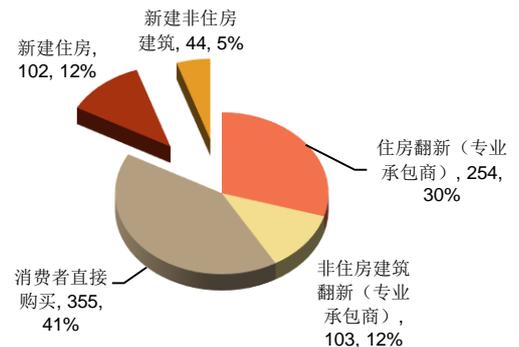
长期视角下，建材的购买者主体将从消费者向代理购买者迁移，即专业工长及家装公司将成为购买载体。以美国建涂市场为例，专业重涂客户为主要的市场购买者。而我国消费者习惯则更为倾向于依赖工长提供施工服务，家装市场也出现了半包向全包转移的过程，消费者并不直接参与建材购买，工长与家装公司的代理效应更为显著。雨虹建立起的购买者粘性已经在加深其护城河。

图28：美国建涂客群占比演变



资料来源：宣伟官网，申港证券研究所

图29：美国建涂市场购买者画像（百万加仑）



资料来源：宣伟官网，申港证券研究所

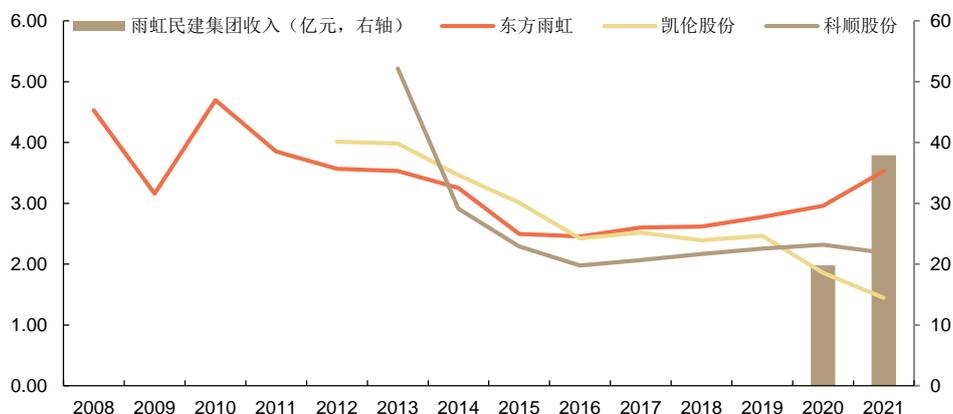
成功的销售模式已经建立，扩品类的过程才刚刚开始，展望公司成为零售市场最全面的辅材一体化供应商。

2.2 零售业务带来的变化

2.2.1 现金流更快流转

零售类业务占比提高的同时，公司应收款周转率逆行业趋势提升。工程类企业通常面临下游较强的话语权进而演化为较长的账期，造成对公司资金的占用。雨虹一直以来采取较为严格的应收款控制政策，应收账款及票据周转率在行业内较为领先。但这一领先优势在近两年逐步扩大，出现较为明显的走阔趋势。我们认为这与公司零售类业务占比持续提升有关，这类业务经渠道与合伙人开展，收款更为迅速，预计应收款周转率提升这一趋势还将继续提升。

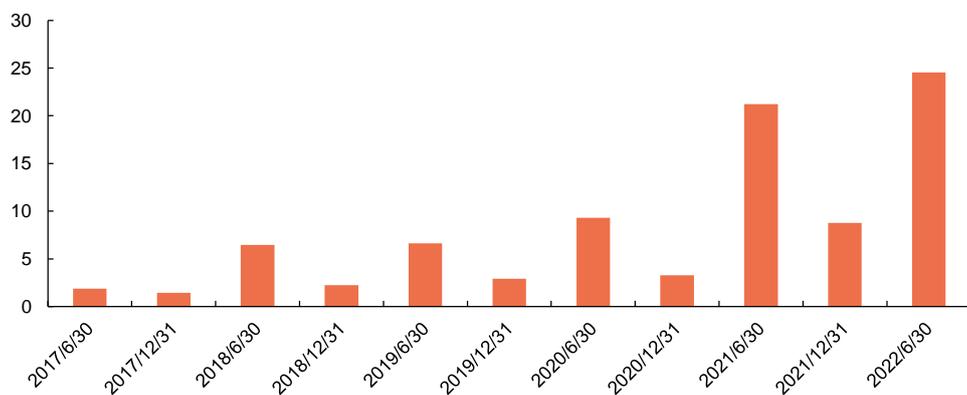
图30：雨虹应收款加票据周转率领先于行业



资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

公司与大B端地产与工程客户合作的集采业务中向客户支付押金、保证金以展现合作的诚意，并承受一定信用风险。雨虹凭借较为优秀的运营与客户关系管理，使得大部分押金与保证金至年末基本收回，因此对以年度视角计算的其他应收款周转率指标影响有限，但仍对公司资金形成一定占用。随着零售业务占比提升以及地产下台阶，该项业务安排对公司资金流的影响有望持续降低。

图31：雨虹年中与年末其他应收款规模变动（亿元）

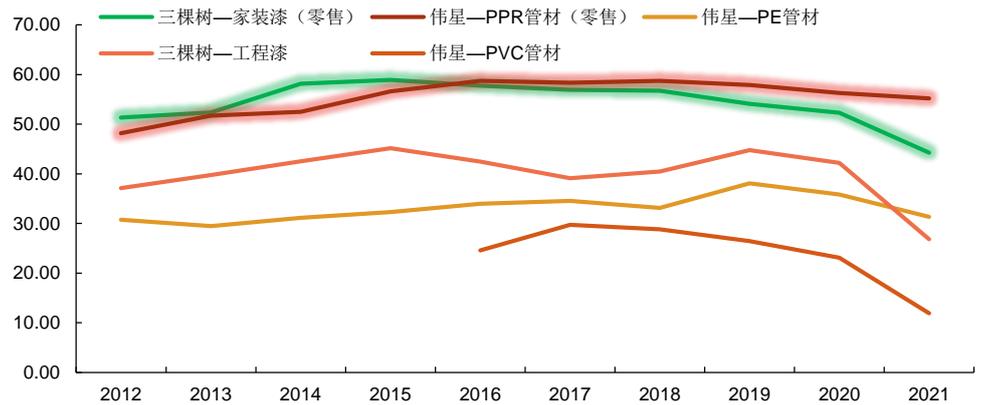


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.2.2 盈利能力去周期化

工业品属性降低，消费品属性提升。渠道粘性规避价格竞争，在品牌被消费者及购买者认知的过程中构筑盈利壁垒。由此带来的变化一是毛利率中枢整体提升，可见三棵树、伟星以零售为主的家装漆、PPR 管材业务的毛利率中枢显著高于其他业务。二是盈利能力更具稳定性，家装零售业务具有较强的成本传导能力，往往并不因成本变化以及供需错配产生较大的毛利率波动，进而大幅降低公司的周期属性。

图32：零售业务整体毛利率更高且更稳定（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

*未追溯调整 2020 年后运输费用调至营业成本拉低毛利率造成的口径差异

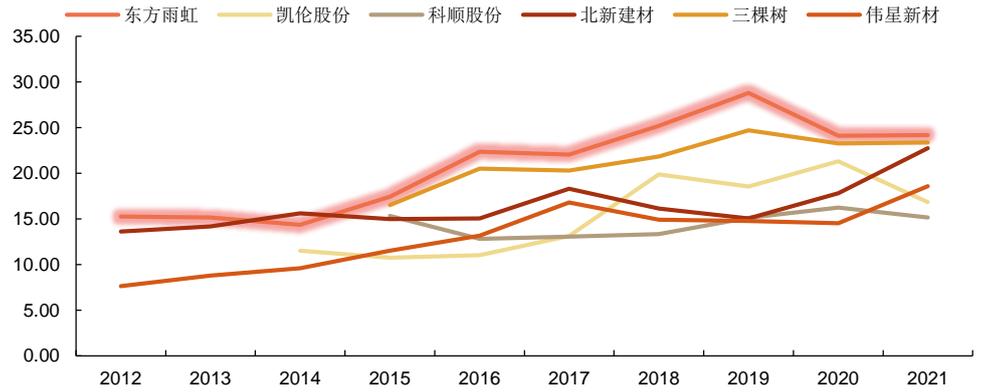
2.2.3 下游需求去周期化

公司的主营的防水工程业务与建筑业开工周期相关性较强，因此当开工周期下行时公司业绩同样迎来波动，进而演化为股价的周期性调整。零售业务的发力将使得公司的周期属性大幅降低，其主要原因是零售市场从新建视角来看接近竣工端，与开工周期脱敏；从存量视角来看则与地产新建周期不相关，两种属性均将助力减少公司业绩的周期性波动，只待零售业务占比继续提升。

2.3 销售战斗力的因与果

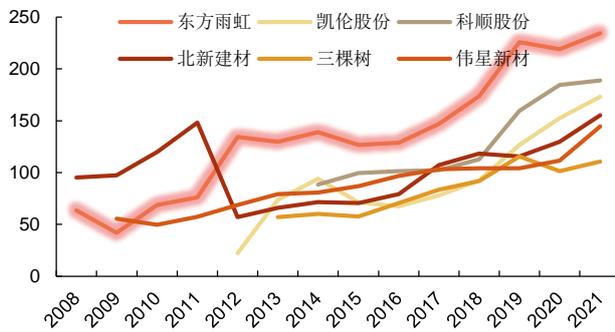
合理的激励机制是制胜法宝。公司高度重视员工激励，销售员工资领先行业整体水平，由此带来超越行业平均水平的人效。2020 年公司在合伙人机制的基础上进一步将内部直销业务员发展为合伙人，从根本上完善激励机制，充分发挥业务人员的市场扩展能力，优秀的业务员从获取薪酬变为取得权益分成，积极性显著提高。

图33：销售人员年均薪酬（万元）



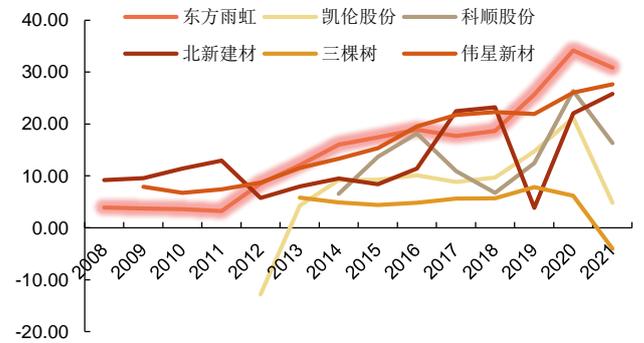
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图34: 建材企业人均创收 (万元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图35: 建材企业人均创利 (万元)



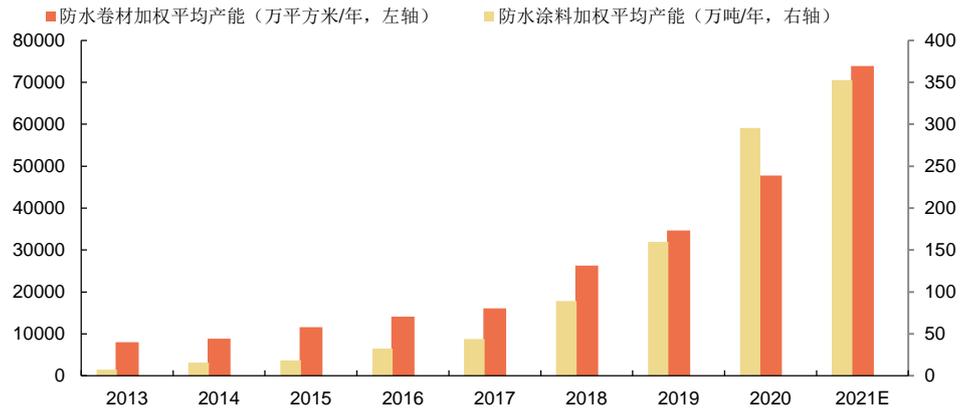
资料来源: Wind, 申港证券研究所

2.4 供给侧: 高投入构建规模优势

制造端的规模优势奠定了公司在提供同等质量产品时的成本优势, 赋予盈利能力韧性。

业绩的持续增长离不开产能的持续扩张。据公司披露, 至 2021 年末, 公司各生产线设计产能已达防水卷材 10 亿多平米, 防水涂料约 410 万吨, 砂浆类产品约 378 万吨, 保温材料 850 万立方米, 建筑涂料近 71 万吨, 非织造布约 25 万吨。公司立足防水主业, 产能布局纵向延伸向上游非织造布等原材料, 同时横向扩展砂浆、保温、建涂等新品类。

图36: 公司产能情况

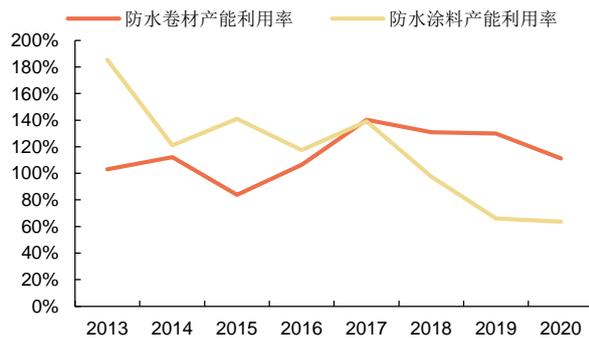


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

*2021 年采用年度加权平均产能计算, 其余年度为按投产月份加权平均产能。

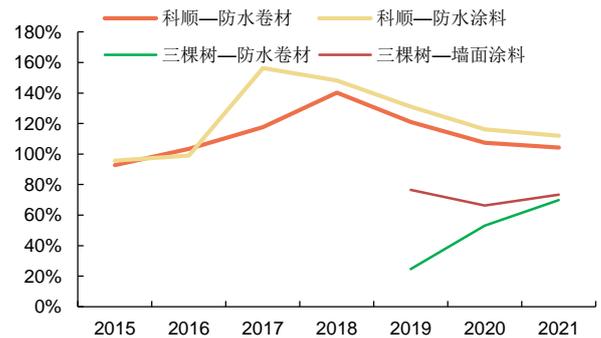
产能扩张具有必要性。公司上市以来产能偏紧张, 产能利用率保持高位。根据公司公告, 2013 年至 2020 年间, 仅有一年防水卷材产能利用率低于 100%, 防水涂料产能利用率随着产能的快速增长而有所降低。

图37: 雨虹历年产能利用率



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图38: 可比公司加权平均产能利用率

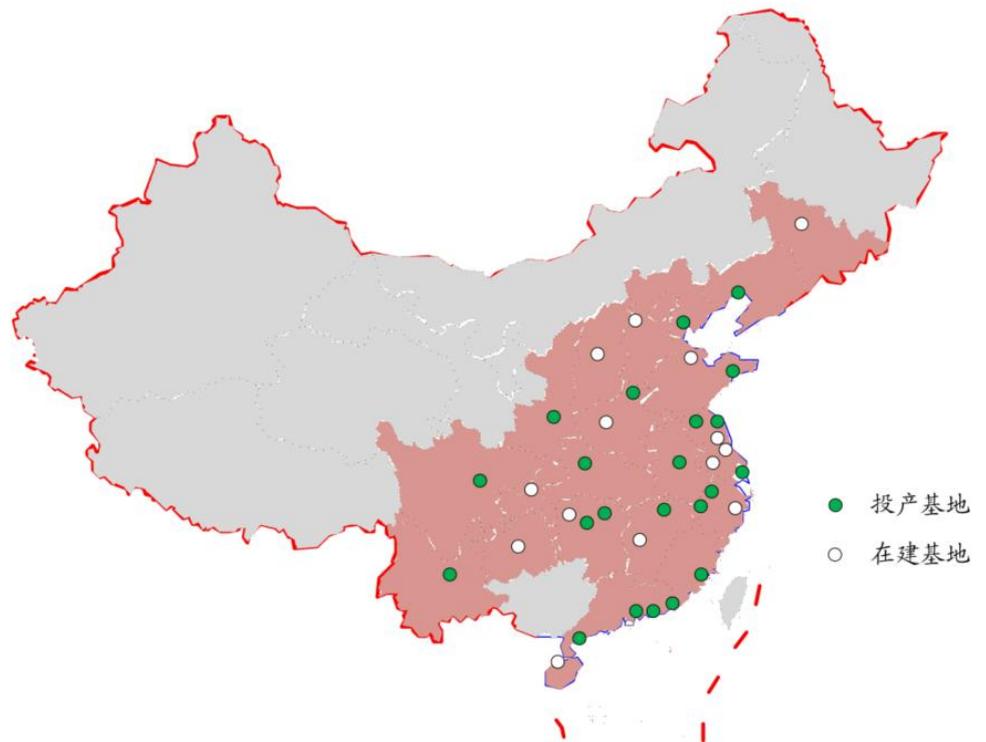


资料来源: 科顺股份公告, 三棵树公告, 申港证券研究所

*加权平均产能利用率采用年初及年末产能的年化平均产能计算。三棵树产能增长较快因此产能利用率略低。

公司区域产能布局与渠道扩张相辅相成。因建材大多属短途销售产品, 区域竞争属性较强, 公司的成长路径与区域扩张高度相关。从北京、上海市场迈向全国的过程中, 公司产能布局密度不断加大。

图39: 公司生产基地布局



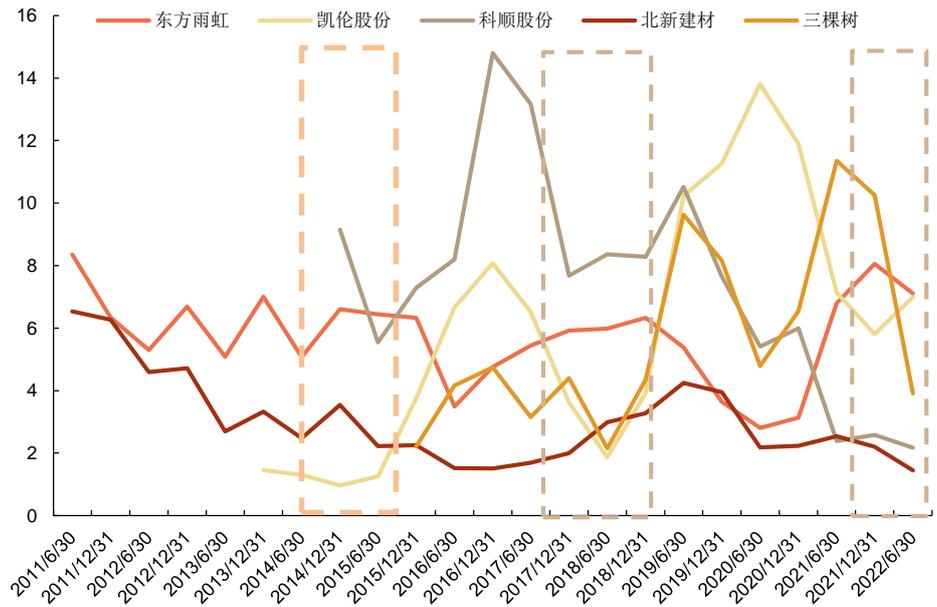
资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.4.1 逆势资本开支加深规模优势

规模优势的形成源自于数轮周期低谷中逆势布局的积累。在行业纷纷收缩时公司逆势扩张，维持较高资本开支强度，使得与行业竞争对手的领先优势不断扩大。

- ◆ 2015年、2018年、2022年公司资本开支与折旧摊销之比均维持在6以上，资本开支伴随公司规模扩大而增长，投入强度并未边际递减。
- ◆ 当下行业正值新一轮低谷，本轮地产低谷叠加需求走弱与信用风险冲击，建材企业减值的力度与盈利能力的冲击也是前所未有的，本轮低谷中行业的收缩力度将超越历史上的几轮低谷。
- ◆ 雨虹刚刚完成80亿元定增融资，且在下游地产客户信用风暴中维持了盈利造血能力，本轮低谷中将继续保持逆势扩张并拉大规模优势。

图40：雨虹资本开支/折旧与摊销在行业低谷期领先优势突出



资料来源: Wind, 申港证券研究所

雨虹高投资的驱动力源自于资本市场融资与较高的利润留存比例。公司是防水行业最早上市的企业，在资本市场的先发优势使得公司领先行业取得数轮融资助力资本开支，其中累计取得股权类融资 118.14 亿元。融资是公司取得超额成长的助推剂但公司并不依赖于融资，其自身业务同样有着较强的造血能力。公司保持较高的收益留存比例，至 2021 年末累计留存净利润 125.08 亿元。二者协同作用之下支撑了公司高投入的成长模式。

表4: 公司从资本市场直接融资汇总

年度	融资方式	募资总额(万元)	募资净额(万元)
2008 年	首发	22,875.6	20,996.39
2011 年	定向增发	47,180	45,141.05
2012 年	短期融资券	15,000	15,000
2014 年	定向增发	127,338	125,122.9
2017 年	可转债	184,000	182,488.6
2021 年	定向增发	800,000	799,309.71

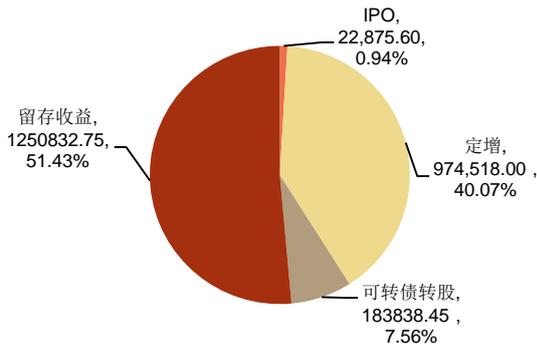
资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司的高成长是高投资与边际不递减的资本回报率共同作用的结果。2008 年以来公司的 ROE、ROIC 均保持在了较高水平，高资本投入并未摊低公司的边际回报率。这种回报率边际不递减的特性是公司卓越竞争力的体现，公司优异的产品+服务在进入到新区域后仍然能维持较高回报率，同时扩品类的不断推进持续增强了已有区域市场效益。

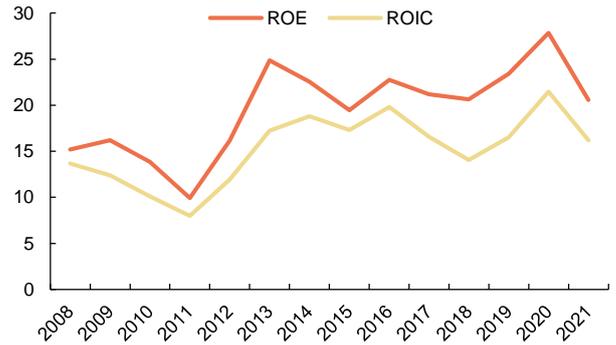
诚然 2022 年以来公司的资本回报率水平有一定下移，但这仍属于原油价格快速上行导致的阶段性结果，并非公司自身商业模式固有属性发生了改变。我们将在下文对公司的业绩周期做更多探讨。

图41: 雨虹上市以来净资本增加来源 (万元)

图42: 公司资本回报率指标 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

高投资取得高成长的生意模式仍可持续。首先雨虹区域间布局还不够均衡，部分地区缺乏生产基地，尤其是在下沉市场留有较大渠道空白未填补，合伙人模式将较快弥补渠道密度。其次是新品类对已有客户的覆盖还不完全，涂料、保温等产品均与防水类似是短途销售产品，但新品类生产基地的数量与防水生产基地比较仍有一定差距，这些发展中的过程态都可以凭借投资扩张来弥补。

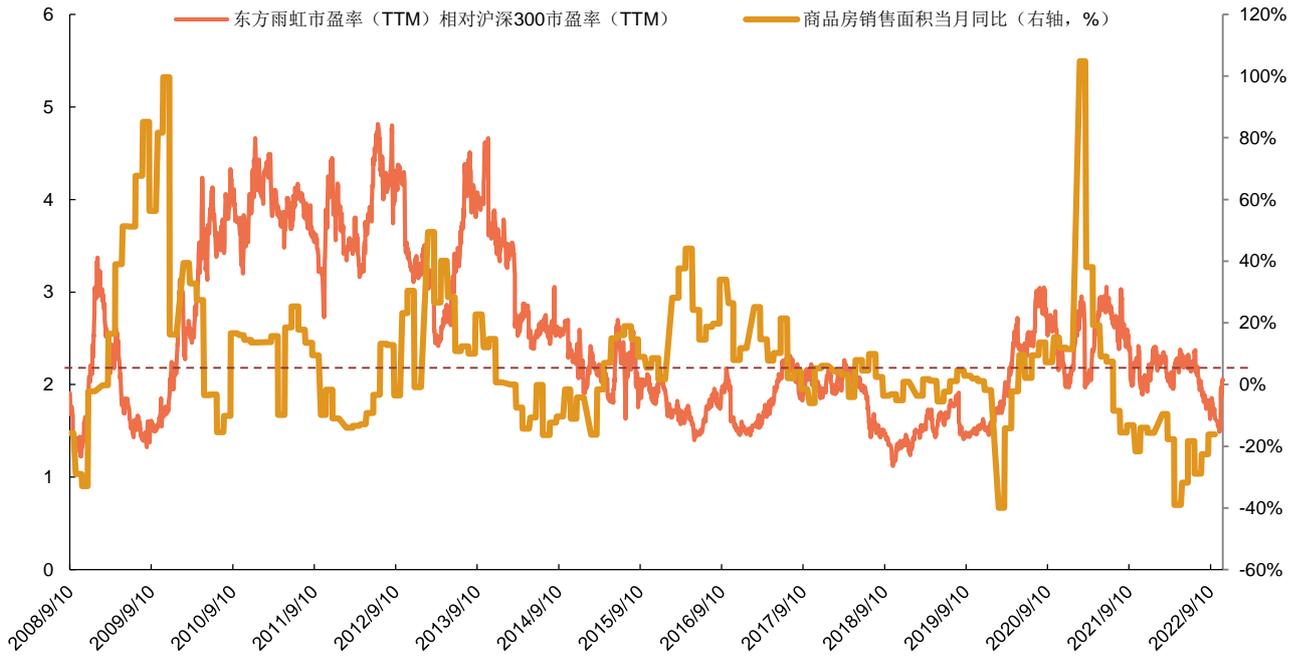
3. 影响雨虹股价的三大周期

公司在执行自身战略持续取得成长的同时，也会经历宏观经济周期的波动，阶段性面对经营环境变化带来的挑战。这种基本面及预期的周期性变化带来股价的周期震荡。

3.1 地产预期催生估值周期

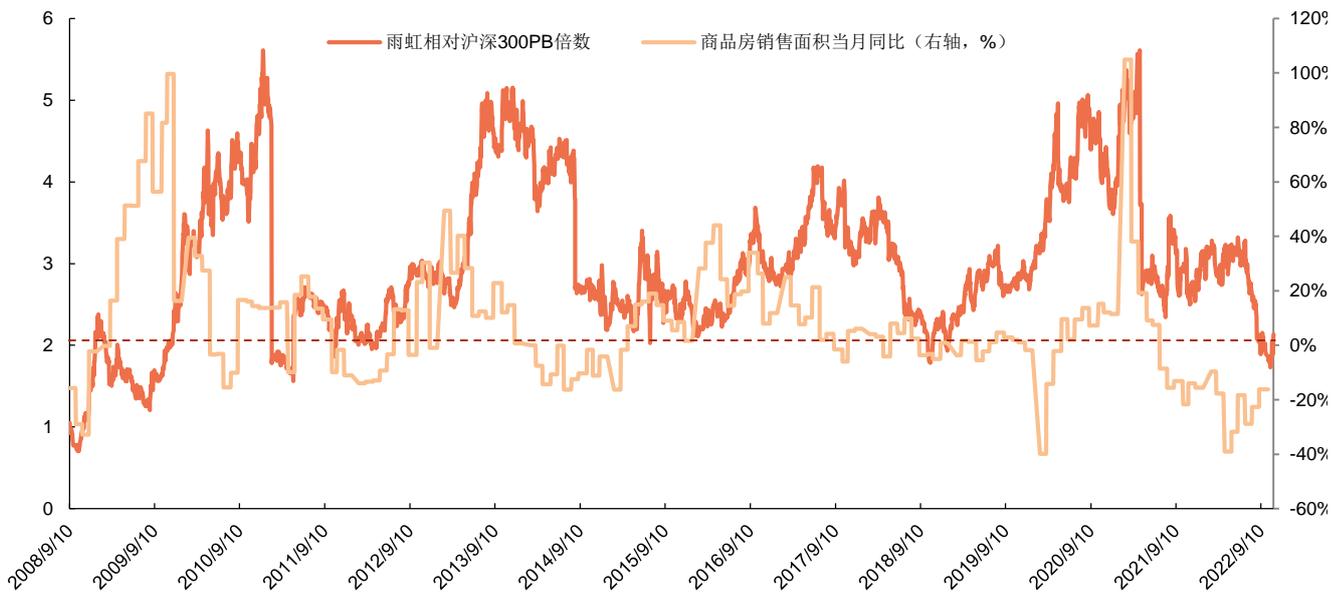
估值周期形成的原因在于投资者预期的变化，对于雨虹而言，地产销售同比是拨动投资者预期的关键指标。因为前瞻指标的存在，投资者通过观察前瞻指标来预期当期业绩，基于基本面趋势提前交易，进而导致估值发生波动。我们发现历史上雨虹相对于市场的估值水平与地产销售同比较为相关，每轮周期中地产预期最悲观时，雨虹亦迎来估值的最底部。为剔除市场整体行情对这一相关性的扰动，我们采用雨虹相对沪深 300 指数估值水平的波动情况来观察。

图43: 雨虹相对市场的估值周期——PE (TTM)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

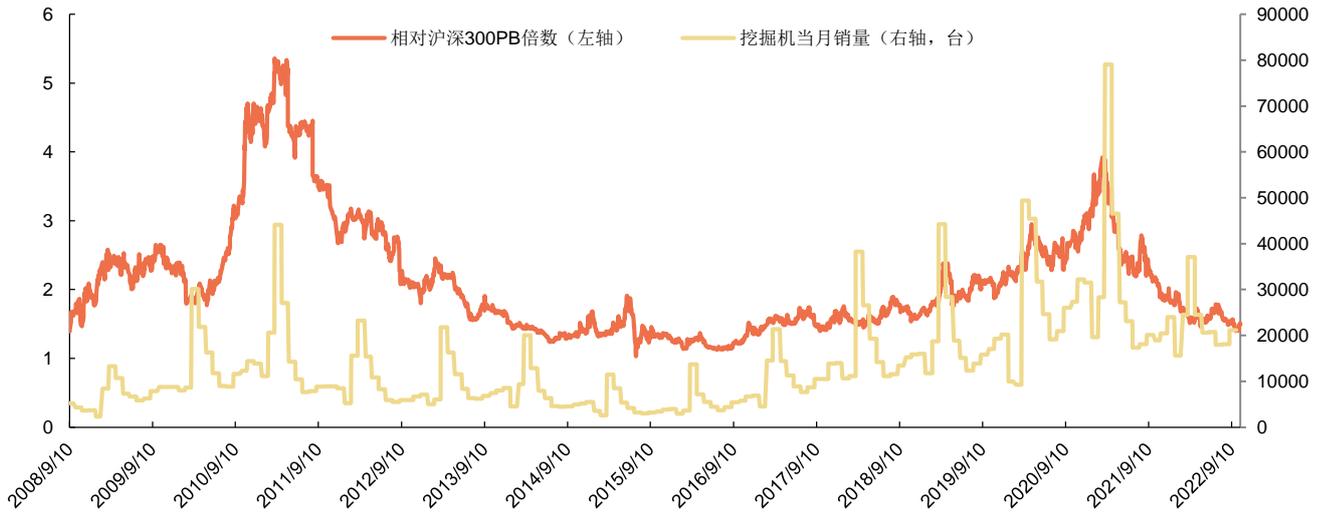
图44: 雨虹相对市场的估值周期——PB



资料来源: Wind, 申港证券研究所

横向比较周期成长标的，估值周期特性较为明显。参考三一重工，其相对市场的估值水平与挖掘机销量有较强的相关性，估值存在较明显周期性，不过一轮工程机械周期持续时间长于地产周期。但在估值前瞻指标触底时，即挖机销量 2016 年触底后，估值上的不利因素便消除，此后进入上行期。

图45: 三一重工相对市场估值水平 (PB) 与挖掘机销量关联明显



资料来源: Wind, 申港证券研究所

对于雨虹现阶段估值周期的演变我们有两点理解:

第一、地产销售进入到真正的底部,即我们认为的地产下台阶已经完成,并不再进入新的底部,则估值上的不利因素便已经终结,公司估值无进一步下行空间。即便地产销售并不向上回升,优秀的企业仍有望在新的行业稳态中,凭借自身的卓越属性实现业绩增长。

第二、由于存量业务的推进,雨虹零售业务占比逐渐提升,又由于逆周期调节措施对经营环境继续形成支撑,使得地产销售对公司业绩的指引准确度降低,进而会演变为对估值的解释度降低,则估值有望重迎升势。

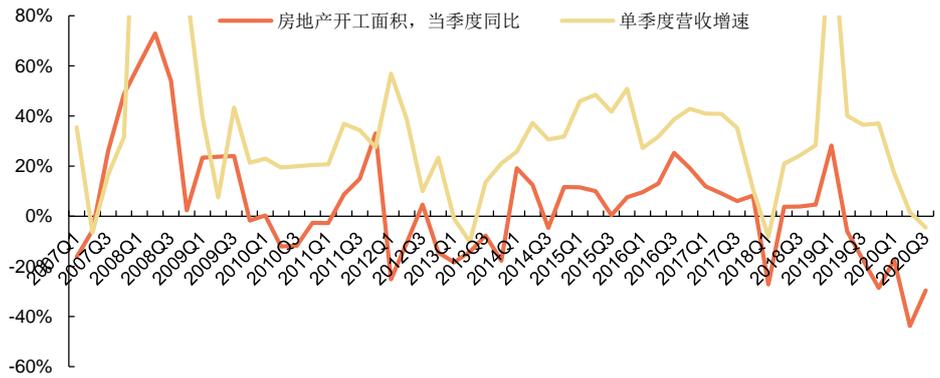
3.2 基本面亦有周期性

下游需求周期与成本周期构成的二维结构影响公司基本面。据公司三季报披露,公司前三季度录得净利润 16.55 亿元,同比下降 38.2%。业绩连续两个季度下降达此幅度属历史首次,这几乎打破了雨虹多年以来完成股权激励计划业绩考核目标的惯例。但这并不等同于雨虹的卓越属性有了瑕疵,从需求与成本周期两个维度来考量,本轮周期底部业绩的困局属偶发因素影响,地缘冲突使原油价格脱离经济周期,公司优异质地并无变化。

3.2.1 下游需求刻画营收增长周期

由于下游行业极强的周期属性,公司营收增长情况也呈现一定周期性。我们通常通过地产开工周期来观察公司业绩增长情况。本轮地产周期底部,地产行业正在发生并没有先例的供给出清,部分企业产生信用风险进而退出,导致本轮周期下探深度超过以往。

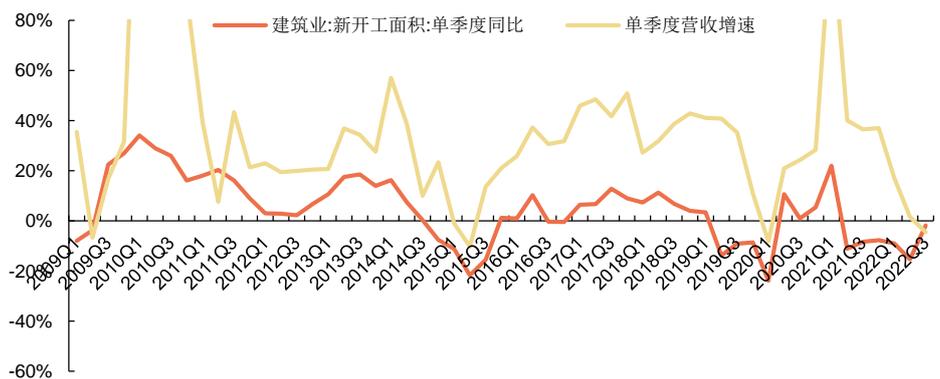
图46: 雨虹营收增速与地产开工面积相关性较强



资料来源: Wind, 申港证券研究所

我们认为用建筑业开工指标衡量行业需求情况更准确。地产的开工同比变化对公司营收同比有一定启示意义，但需注意的是我国建筑业是一个规模庞大的产业，公共投资与私人部门投资兼具，房地产仅是其中一环。在大多数情况下地产周期与经济周期同步，使得同比指标拟合度较高。但从物理意义出发，建筑业整体情况才能反映防水需求的全貌，下图也反映了更良好的拟合关系。

图47: 雨虹营收增速与建筑业开工面积相关性较强

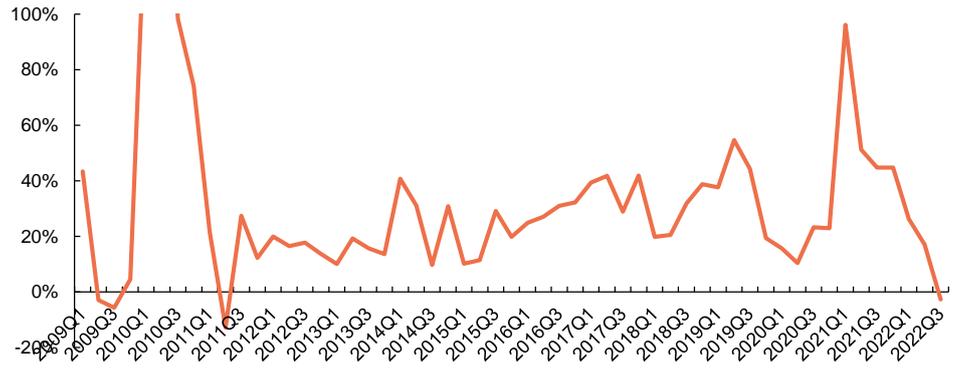


资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司营收增速与建筑业开工增速差值可理解为雨虹跑赢行业的程度，我们以此来衡量雨虹的成长属性。进入2022年这一指标显著收缩，我们认为有两方面的因素。

- ◆ 一是本轮地产周期不仅有需求转弱还有信用风波，公司自身在本轮周期中主动选择收缩规模，规避风险，一定程度上影响了增长；
- ◆ 二是我们判断今年以来建筑业开工的支撑是制造业投资，厂房防水材料使用的高峰期由开工端（地下）移至竣工端（屋面），这在一定程度上使得公司业绩增长周期与下游行业周期错位，明年初有望迎来回归。

图48: 雨虹单季度营收增速与建筑业开工面积增速之差 (%)



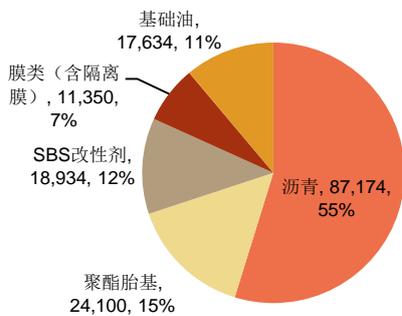
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2.2 成本周期导致盈利能力波动

企业中长期并不能通过成本获得超额利润,但短期成本对中游制造业盈利影响较为显著,又会阶段性影响股价,因此在短期维度上很重要。对于防水行业而言,工程产品的特殊调价机制使得成本传导偏缓慢,因此成本周期的波动会对业绩产生较明显影响。

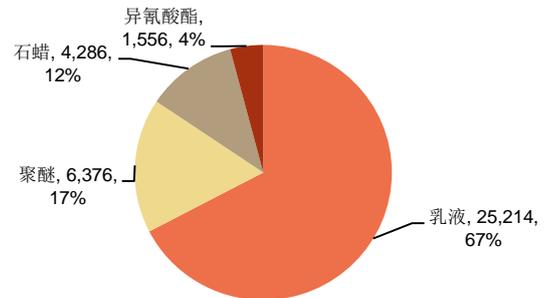
原材料成本主要与原油价格周期挂钩。通过科顺股份披露的成本数据观察,防水卷材的主要原材料为沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂等,在成本中分别占比 55%、15%、12%;防水涂料的主要原材料有乳液、聚醚、石蜡等,在成本中分别占比 67%、17%、12%。主要原材料都属于石油化工下游产品,其价格变动的主要推动力是其自身的供求格局与上游原油价格。

图49: 科顺股份 22H1 防水卷材成本构成 (万元)



资料来源: 科顺股份公告, 申港证券研究所

图50: 科顺股份 22H1 防水涂料成本构成 (万元)



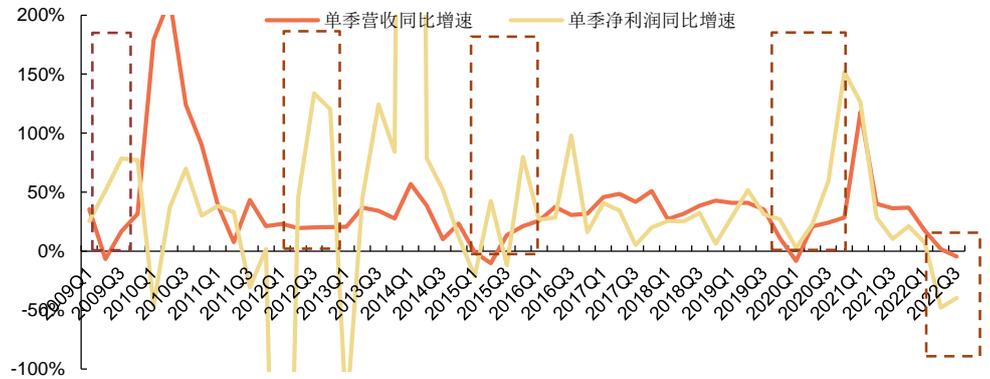
资料来源: 科顺股份公告, 申港证券研究所

对于中游制造业而言,周期底部的一般规律是在下游需求走弱一段时间后,上游大宗原材料价格同样显著下行,中游制造业企业在衰退中后期实现净利润增速跑赢营收增速,实际景气度并不低。这一规律适用于其他建材子行业,管材、涂料等子行业原材料成本均已显著下行。本轮周期中原油价格因地缘重涂脱离经济基本面,同时沥青的供求关系使得其价格与原油价格高度相关,并不像 PVC、PP、丙烯酸等石化产品因自身的供求格局消化了原油成本的涨幅,因此防水行业的成本周期相较其他中游行业有所错位。

例如 2009 年、2012 年、2015 年、2020 年疫情后,几轮需求低谷中雨虹均实现了

净利润增速领先于营收增速，衰退期业绩保持增长。今年雨虹业绩首次出现持续两季度同比两位数以上下滑，实际是遭遇地缘冲突导致需求周期低谷与成本周期顶峰叠加。站在经济周期视角，今年这种业绩下滑并非雨虹的常态，毕竟战争并非发展过程中的常态。

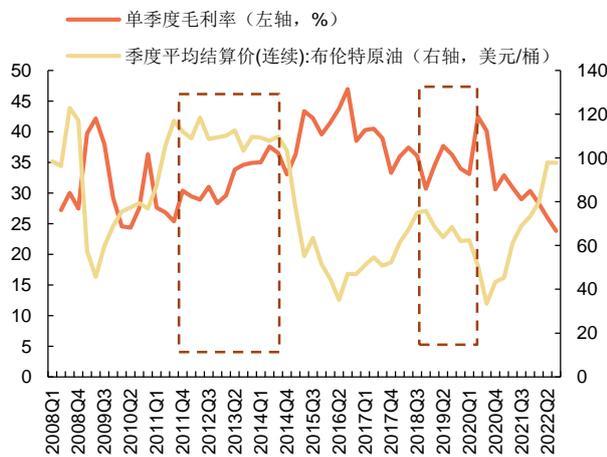
图51：雨虹单季度净利润增速与营收增速



资料来源：Wind，申港证券研究所

另一条基本规律是毛利率回升并不需要等到原材料价格大幅下行，产品调价机制只是滞后并非缺席，原材料成本企稳后毛利率修复的空间便已经打开，当下这一条件已经具备，我们展望毛利率的触底回升。

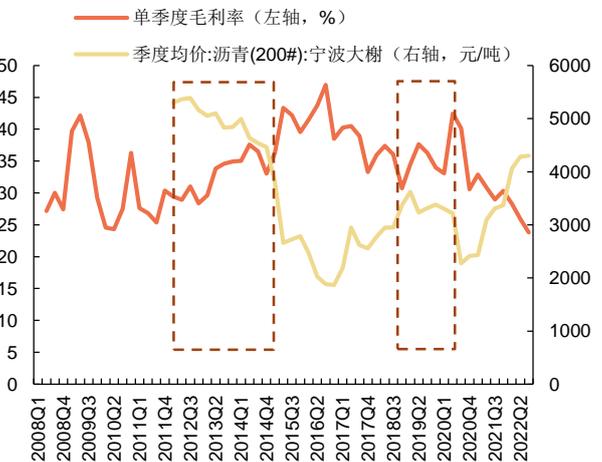
图52：原油价格与东方雨虹毛利率波动



资料来源：Wind，申港证券研究所

*2020 起营业成本中运输费用调入，前后口径未做调整。

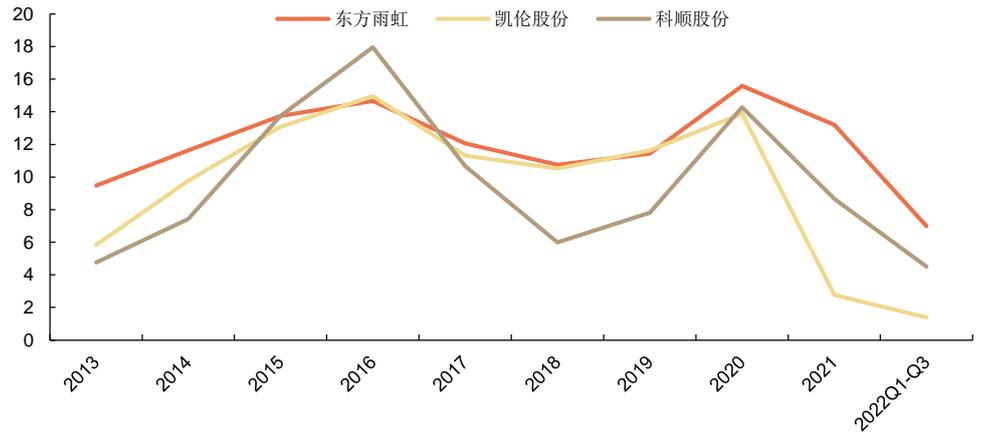
图53：沥青价格与东方雨虹毛利率波动



资料来源：Wind，申港证券研究所

行业的竞争格局已发生较大变化，盈利能力均值回归具备良好条件。供给格局影响防水企业向下游提价的话语权，我们判断在全行业盈利能力恶化的同时，竞争对手通过降价竞争市场份额已无法维持，公司提价计划有望得到更好执行。今年以来三家上市防水企业净利率水平已降至个位数，而考虑到行业内未上市的大多数，行业整体盈利能力或承受更大压力。整体承压的盈利能力带来更优的竞争格局，头部企业向下游的提价计划有望逐步落地，从而带来毛利率回升。

图54: 防水行业上市企业净利率 (%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 投资建议：因短期业绩波折出现的长期投资机会

4.1 业绩预测

从长期视角看：

行业需求的阶段性变化与地缘冲突拉高成本带来短期经营压力，与此同时公司市值出现更大幅度的下跌，为逆向投资者带来布局机遇。短期经营成果虽然重要，但决定企业价值的是长期的现金流贴现，雨虹构筑的壁垒决定了其在长周期里仍将取得卓越的经营成果。我们认为公司优异的质地与行业的未来并未发生变化，过度悲观的预期将为逆向投资者带来丰厚收益。

过去以及未来一段时间里，投资仍将是拉动我国经济的重要催化，这对于提高生产力至关重要。防水行业的需求有周期性变化，但预期未来持续向下则是进入了行业需求唯靠地产的误区，过度计入地产去杠杆且去供给的悲观预期。地产的困境并不等同于高投资时代的落幕，新型工业化与新型城镇化仍是发展主题，两种发展方向均将支撑防水材料需求。

与此同时零售业务的发力正缓慢改变公司的属性。当前房龄为 9.76 年的存量市场仍处在发育期，未来将支撑行业需求在长周期里保持增长。雨虹民建与德爱威涂料的布局使得公司将充分享受旧改兴起的行业变局，财务特征也将更为靠近消费企业。

我们坚信对应 14 亿人、近 5 亿户家庭居住需求的领域一定会诞生一批大市值企业，发达国家人口远少于我国却在这一领域仍有大量伟大企业。相信这些大市值企业一定有其独特的壁垒，他们的经营成果在长周期里并不会因产业资本的进入或退出产生变化，雨虹满足这一特征。

从短期视角看：

周期底部逐渐变得清晰，迎来布局良机。从估值周期出发，公司短期业绩伴与地产预期螺旋负反馈，使估值跌落至谷底，随着地产预期的触底，公司的估值已无进一步下行空间。从业绩周期来看，需求端或维持偏弱复苏，仍依托于逆周期调节工具的支撑。但成本周期已出现积极变化，原油价格企稳，沥青价格虽维持高位，但只要上行期结束公司毛利率修复的空间就已经打开，此外乳液等主要原材料迎来大幅度价格下行。四季度排除季节性因素以外，盈利能力已处在可以更为乐观的时点。

我们从量、价、毛利率三个维度展望公司业绩：

防水卷材：

- ◆ 考虑到 2022 年开工的工业建筑将在明年竣工端带来需求增量，我们假设 2022—2024 年销量分别增长 2%、15%、22%；
- ◆ 在全行业盈利能力承压的背景下，竞争趋缓，公司的调价机制发挥作用，销售价格边际上行。假设 2022—2024 年销售均价分别为 21.5 元/平米、22.0 元/平米、22.3 元/平米。
- ◆ 当前成本端沥青价格企稳，并有望逐步在全球经济衰退周期中进入下行通道，假设 2022—2024 年公司毛利率分别为 25.6%、28.5%、31%，至 2024 年恢复至

接近 2021 年的毛利率水平。

防水涂料：

- ◆ 考虑到地产竣工端仍处在上一轮开工周期的传导中，同时存量翻新需求逐年增长，防水涂料需求有较强支撑。我们假设 2022—2024 年销量分别增长 15%、15%、10%；
- ◆ 防水涂料主要在零售端销售，因此我们判断价格偏稳。假设 2022—2024 年销售均价分别为 4.06 元/kg、4.1 元/kg、4.1 元/kg。
- ◆ 考虑到以乳液、聚醚为主的原材料价格有较明显下行，涂料毛利率迎来修复。我们保守假设 2022—2024 年公司毛利率分别为 28.4%、32.8%、34%，至 2024 年恢复至接近 2021 年的毛利率水平。

表5：东方雨虹各项业务营收预测（百万元）

业务拆分		2020	2021	2022E	2023E	2024E
防水材料	营业收入	11,233.15	15,667.01	15,980.35	18,804.78	23,254.68
	yoy	12.6%	39.5%	2%	17.7%	23.7%
	毛利率	39.2%	31.1%	25.6%	28.5%	31%
防水涂料	营业收入	6,013.81	9,820.42	11,238.12	13,051.17	14,356.29
	yoy	23.35%	63.3%	14.44%	16.13%	10%
	毛利率	41.19%	34.13%	28.4%	32.80%	34%
防水工程施工	营业收入	4,027.95	4,229.35	4,779.17	5,735	6,882
	yoy	21.92%	5%	13%	20%	20%
	毛利率	28.38%	27%	28.3%	28.3%	28.3%
其他	营业收入	1,102.97	1,395.62	1,451.44	1,596.59	1,756.25
	yoy	32.74%	26.53%	4%	10%	10%
	毛利率	20.23%	18.38%	6.3%	7%	7%
材料销售	营业收入	/	1,023.2	1,064.13	1,170.54	1,287.6
	yoy	/	/	4%	10%	10%
	毛利率	/	13%	14%	15%	15%
合计	营业收入	21,730.37	31,934.2	33,963.39	39,402.24	46,389.81
	yoy	20%	47%	6%	16%	18%
	毛利率	37.04%	30.53%	25.51%	28.63%	30.24%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.2 估值

预计公司 2022 年~2024 年归母净利润分别为 31.74 亿元、47.19 亿元、60.11 亿元。当前市盈率分别为 22.6 倍、15.2 倍、11.94 倍。我们采用相对估值来评估。

我们选取建筑建材龙头企业与公司进行横向对比。凯伦股份、科顺股份、北新建材、三棵树、伟星新材几家公司 2023 年估值均值水平在 24.12 倍左右。其中凯伦股份因短期业绩压力、三棵树因涂料行业溢价而估值偏高，仅作参考。考虑到雨虹在需求与供给两端均建立了行业内独特的竞争壁垒，民建与建涂的布局有望在中期拔高估值中枢，应较其他优秀企业享受一定估值溢价。我们给予公司 2023 年 22 倍 PE，对应目标市值 1014.54 亿元，每股 40.6 元。

表6: 可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002271.SZ	东方雨虹	28.07	707	1.24	1.85	2.51	22.60	15.20	11.17
300715.SZ	凯伦股份	13.43	52	0.12	0.34	0.59	112.38	39.77	22.77
300737.SZ	科顺股份	11.02	130	0.38	0.63	0.86	29.06	17.49	12.75
000786.SZ	北新建材	22.79	385	1.93	2.32	2.69	11.82	9.83	8.48
603737.SH	三棵树	96.41	363	1.69	2.82	4.08	56.89	34.19	23.61
002372.SZ	伟星新材	19.21	306	0.83	0.99	1.15	23.24	19.32	16.75
可比公司估值均值 (不含雨虹)							46.68	24.12	16.87

资料来源: Wind, 公司公告, 申港证券研究所

我们给予公司目标价 40.6 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

固定资产投资萎缩。我们判断固定资产投资有其长期的必要性, 因此公司业绩长期较稳, 但目前缺乏资金政策层面的清晰布局。今年稳增长政策助推下, 增量财政政策较为充裕, 固定资产投资逆周期发力, 此外还有制造业信贷支持制造业投资。但本轮财政政策属临时性安排, 主要通过政策性银行的信贷及金融工具形成支持, 目前这一机制的长期持续性还有待明确, 可能在未来导致固定资产投资资金来源面临一定压力, 使得固定资产投资出现一定萎缩, 届时有可能导致公司营收增速下滑。

原油价格继续上行。我们判断原油价格开始企稳, 公司盈利能力开始边际修复, 但仍存原油价格继续上行的风险。今年以来地缘冲突导致欧洲出现能源危机, 原油及天然气等能源价格大幅度上行, 使得公司利润空间承压。目前原油价格上涨势暂缓, 但仍存在未来原油价格继续上行的风险。如地缘冲突进一步升级, 或原油减产幅度大超预期, 则原油价格可能迎来新的上行期, 届时公司的成本压力则较难缓解。

房地产复苏不及预期。我们判断房地产迎来软着陆、弱复苏, 公司迎来估值底。如房地产行业的资金链压力延续, 或居民购房信心仍然不足, 则房地产行业可能较难实现复苏, 由此会导致公司在估值端承受压力。如房地产销售进一步下滑, 公司则可能面临估值进一步下探的风险。

盈利预测中假设偏离真实情况的风险。我们主要通过量、价、毛利三个维度来预测公司业绩, 分别对应下游需求、公司议价能力、成本端的假设。我们假设的条件可能不及预期, 则盈利预测与实际经营结果可能出现一定偏差。对于 2023 年业绩,

- ◆ 1) 如果防水卷材销量增速较假设下降 1pcts, 则归母净利润下降 0.24 亿元 (-0.5%); 如防水涂料销量增速较假设下降 1pcts, 则归母净利润下降 0.17 亿元 (-0.36%)。
- ◆ 2) 如果防水卷材单价下降 0.5 元/平米, 则归母净利润下降 0.49 亿元 (-1.04%), 如防水涂料单价下降 0.1 元/吨, 则归母净利润下降 0.48 亿元 (-1.02%)。
- ◆ 3) 如果防水卷材毛利率下降 1pct, 则归母净利下降 1.57 亿元 (-3.33%), 如防水涂料毛利率下降 1pct, 则归母净利下降 1.09 亿元 (-2.31%)。

表7: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	21730	31934	33963	39402	46390	流动资产合计	19387	35595	36947	40524	44966						
营业成本	13681	22184	25298	28122	32361	货币资金	6016	16446	16617	17928	19630						
营业税金及附加	186	213	258	300	353	应收账款	6101	8764	9119	10156	11479						
营业费用	1788	2218	2359	2846	3418	其他应收款	327	878	934	1084	1276						
管理费用	1261	1645	1767	2049	2509	预付款项	449	1097	1590	2139	2770						
研发费用	464	559	620	713	820	存货	1199	1421	1594	1808	1976						
财务费用	380	232	197	178	178	其他流动资产	231	366	356	383	453						
资产减值损失	-45.63	-13.70	-30.00	-22.00	-12.00	非流动资产合计	8459	14138	17365	19867	21583						
信用减值损失	-218.22	-251.28	-230.00	-210.00	-230.00	长期股权投资	166	187	187	187	187						
公允价值变动收益	287.03	507.63	609.16	730.99	745.61	固定资产	4755.15	5609.59	7929.99	9793.39	11552.42						
投资净收益	207.70	21.32	12.00	13.00	14.00	无形资产	1491	1654	1949	2220	2486						
营业利润	4204	5098	3837	5708	7271	商誉	68	141	141	141	141						
营业外收入	13.76	20.27	10.30	10.30	10.30	其他非流动资产	371	3175	3320	3420	3522						
营业外支出	61.96	18.34	8.23	8.23	8.23	资产总计	27847	49733	54312	60391	66549						
利润总额	4155	5100	3839	5710	7273	流动负债合计	12132	21111	19600	21060	21488						
所得税	769	887	668	993	1265	短期借款	2525	6128	3920	3795	2437						
净利润	3387	4213	3172	4717	6008	应付账款	3115	3618	3743	4342	4892						
少数股东损益	-2	9	-2	-2	-3	预收款项	0	3224	3903	4691	5619						
归属母公司净利润	3389	4205	3174	4719	6011	一年内到期的非流动负债	400	128	128	128	128						
EBITDA	5045	5807	4809	6912	8603	非流动负债合计	883	1939	1542	2430	3408						
EPS (元)	1.51	1.74	1.24	1.85	2.35	长期借款	422	1104	817	1705	2683						
主要财务比率						应付债券	0	0	0	0	0						
						负债合计	13016	23050	21142	23490	24896						
成长能力						少数股东权益	217	389	387	385	382						
营业收入增长	19.70%	46.96%	6.35%	16.01%	17.73%	实收资本(或股本)	2349	2521	2556	2556	2556						
营业利润增长	60.34%	21.29%	24.73%	48.75%	27.38%	资本公积	2792	10795	14395	14395	14395						
归属于母公司净利润增长	64.03%	24.07%	24.51%	48.69%	27.36%	未分配利润	9473	12904	15090	18361	22514						
获利能力						归属母公司股东权益合计	14614	26294	32758	36491	41245						
毛利率(%)	37.04%	30.53%	25.51%	28.63%	30.24%	负债和所有者权益	27847	49733	54312	60391	66549						
净利率(%)	15.59%	13.19%	9.34%	11.97%	12.95%	现金流量表											
总资产净利润(%)	12.17%	8.45%	5.84%	7.81%	9.03%						单位:百万						
ROE(%)	23.19%	15.99%	9.69%	12.93%	14.57%						2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
偿债能力						经营活动现金流					3952	4115	3688	5229	6373		
资产负债率(%)	47%	46%	39%	39%	37%	净利润					3387	4213	3172	4717	6008		
流动比率	1.60	1.69	1.89	1.92	2.09	折旧摊销					461.69	476.69	0.00	996.60	1120.96		
速动比率	1.50	1.62	1.80	1.84	2.00	财务费用					380	232	197	178	178		
营运能力						应付帐款减少					0	0	-355	-1037	-1323		
总资产周转率	0.86	0.82	0.65	0.69	0.73	预收帐款增加					0	0	679	788	928		
应收账款周转率	4	4	4	4	4	投资活动现金流					-1744	-5651	-4047	-3516	-2857		
应付账款周转率	7.55	9.49	9.23	9.75	10.05	公允价值变动收益					1	-50	12	2	2		
每股指标(元)						长期股权投资减少					0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.51	1.74	1.24	1.85	2.35	投资收益					208	21	12	13	14		
每股净现金流(最新摊薄)	0.59	3.67	0.07	0.51	0.67	筹资活动现金流					-818	10799	530	-402	-1815		
每股净资产(最新摊薄)	6.22	10.43	12.82	14.28	16.14	应付债券增加					0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加					0	0	-287	888	978		
P/E	18.59	16.13	22.60	15.20	11.94	普通股增加					861	172	35	0	0		
P/B	4.51	2.69	2.19	1.97	1.74	资本公积增加					1441	8003	3600	0	0		
EV/EBITDA	12.54	10.62	12.47	8.60	6.67	现金净增加额					1390	9263	170	1312	1702		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上