

**东方雨虹(600801)/建筑材料**
**承前启后，历久弥新**
**评级：增持**

市场价格：19.26

**分析师：张琰**

执业证书编号：S0740518010001

电话：021-20315169

Email: zhangyan@r.qizq.com.cn

**研究助理：祝仲宽**

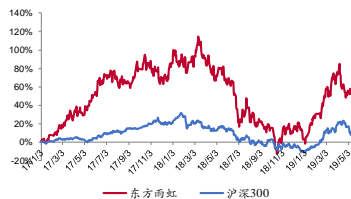
Email: zhuzk@r.qizq.com.cn

**研究助理：孙颖**

Email: sunying@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(亿股)	14.92
流通股本(亿股)	9.96
市价(元)	19.26
市值(亿元)	287
流通市值(亿元)	287

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	102.93	140.46	187.25	241.63	289.28
增长率	47.04%	36.46%	33.32%	29.04%	19.72%
归母净利润(亿元)	12.39	15.08	19.31	24.49	28.46
增长率	20.43%	21.74%	28.02%	26.83%	16.20%
每股收益(元)	0.83	1.01	1.29	1.64	1.91
每股自由现金流量	0.26	2.19	0.53	1.80	1.35
净资产收益率	18.4%	19.1%	18.6%	20.2%	19.6%
P/E	23.20	19.05	14.88	11.73	10.10
P/B	4.28	3.64	2.76	2.37	1.98

**投资要点**

- 龙头企业的价值在于顺应趋势、成就当下、改变未来。**防水行业是个从无到有的行业，**东方雨虹**顺应建筑产业升级、城镇化率快速提升的历史大趋势，作为行业先驱者，紧跟历史潮流变迁，及时调整企业经营战略；公司的品牌形象与规模化优势在近年形成了强大的正反馈效应，公司上市以来实现了快速规模化发展，获取行业标准品渗透率提升创造的价值。而公司的治理结构优异、企业文化基因身后，在战略变革上的前瞻、对产品匠心般的坚守、团队员工利益的绑定，以及公司整体文化氛围中的鲜明狼性，是支撑公司发展的重要基因。我们在当前时点梳理雨虹过去 20 年的跨越式发展路径，和正在顺应行业生命周期的变化，我们认为雨虹在对自身经营思路和业务条线进行重新梳理后，有望开启发展新篇章。
- 从行业容量来看，**防水材料行业正在经历从新增主导市场逐渐向存量主导市场逐渐转变的过程，而随着落后企业和劣质产品不断从行业中被挤出，优质品的行业容量仍延续稳定增长，根据 2018 年最新统计，规模以上防水企业市场容量约为 1150 亿，考虑小企业情况，整体容量超过 1500 亿水平。而防水行业目前仍然处于优质标准品渗透率逐步提升的过程，防水龙头企业的集中度仍有大幅提升空间。从长期来看，由于大量的存量市场积淀，未来防水市场新增+翻修的市场空间有望长期维持千亿规模以上。对于东方雨虹而言，而由于行业标准品的特点，导致异地扩张难度较低，行业容量对于龙头企业尚未看到天花板。
- 从企业的核心竞争力来看，**雨虹的“融资能力+精准杠杆”是公司历史上把握行业浪潮，实现大踏步跨越式发展的核心动能；而随着行业发展步入新阶段，雨虹也在对自身的经营战略和业务架构进行了调整。短期看，公司逐步从 PS 战略转向高质量稳健发展，加强对于账期、回款等控制力；调整组织架构，优化管理效率、理顺业务条线，为未来“一元多极”的发展奠定坚实基础。中长期看，公司防水卷材和防水涂料以及其他建筑材料的产能逐步扩张，把握下游客户集中度提升的情况下，带动市占率进一步提高；利用全国化布局的渠道优势，有望在未来的存量市场中占得先机；此外公司的品类拓展也是公司长期发展的看点。
- 投资建议：**我们认为当前雨虹正处于新一轮产业变革点，2018 年偏紧的信用环境下公司完成产能的逆势扩张和渠道开拓，奠定近年增长基础；而业务条线和经营思路的变更也将改善公司经营质量。我们预计公司 2019-2020 年净利润约为 19.31、24.49 亿元，对应当前 PE 为 14.9、11.7X，给与“增持”评级。
- 风险提示：**宏观经济风险；原材料价格变动；实力雄厚的新增玩家冲击。

## 内容目录

风“雨”见彩“虹”，二十载铸就防水龙头 .....	- 4 -
防水行业先行者，二十年跨越式发展 .....	- 4 -
股权结构与公司业务架构 .....	- 5 -
“良币”将逐“劣币”，优质产品市场空间广阔 .....	- 7 -
防水材料行业是建筑业痛点，应用领域广阔 .....	- 7 -
存量翻新需求有望带动防水市场维持千亿以上市场空间 .....	- 7 -
“良币”驱逐“劣币”，优质标准品市占率提升逻辑加速 .....	- 9 -
防水龙头市占率仍有大幅提升空间 .....	- 11 -
时代成就雨虹，雨虹变革未来 .....	- 12 -
“融资能力+精准杠杆”驱动规模化发展，行业成长期快速攫取市场份额 .....	- 12 -
优秀的公司治理是实现长期发展的保障 .....	- 14 -
公司近年从 PS 快速扩张战略向高质量稳健发展过渡 .....	- 17 -
中期看产能扩张带动市占率进一步提高 .....	- 18 -
调整组织架构，适应行业发展新阶段 .....	- 20 -
长期看“产业链地位提升+服务转型+品类扩张”，龙头改变未来 .....	- 21 -
投资建议 .....	- 21 -

## 图表目录

图表 1: 公司营业收入 (亿元) .....	- 4 -
图表 2: 公司归母净利润 (亿元) .....	- 4 -
图表 3: 公司分产品营业收入占比 .....	- 4 -
图表 4: 分产品毛利率 .....	- 4 -
图表 5: 公司防水卷材、涂料产品 .....	- 5 -
图表 6: 东方雨虹股权结构图 .....	- 5 -
图表 7: 东方雨虹业务架构图 (变革后) .....	- 6 -
图表 8: 防水材料 2010-2015 产量变化 .....	- 7 -
图表 9: 2015 年防水材料分产品占比 .....	- 7 -
图表 10: 房屋新开工面积情况 .....	- 8 -
图表 11: 基础设施建设投资情况 .....	- 8 -
图表 12: 系列高聚物改性沥青卷材生产工艺 (SBS/APP 卷材、自粘卷材等) .....	- 9 -
图表 13: 劣质 SBS 沥青卷材的生产成本低廉 .....	- 10 -
图表 14: 劣质 SBS 沥青卷材的性能产品较大 .....	- 10 -
图表 15: 防水行业政策规定 .....	- 10 -
图表 16: 房企集中度逐年提高 .....	- 10 -

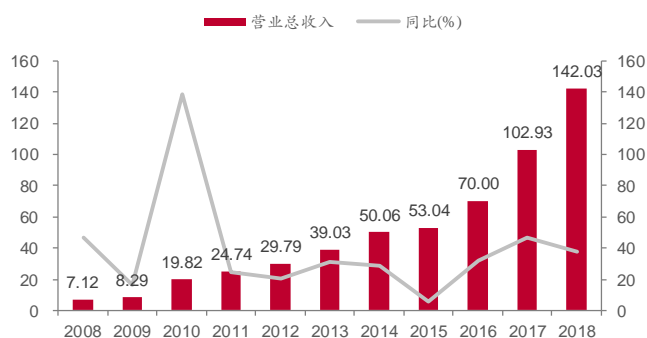
图表 17: 近年防水龙头企业市占率提升明显 (规模以上数据) .....	- 11 -
图表 18: 公司上市融资发展历程.....	- 12 -
图表 20: 东方雨虹产能情况 .....	- 13 -
图表 21: 防水企业首选率.....	- 13 -
图表 22: 优秀的企业基因.....	- 14 -
图表 23: 雨虹历次战略调整.....	- 15 -
图表 24: 2012 年后雨虹主要客户向大地产商转型 (披露至 2017 年 H1) .....	- 15 -
图表 25: 雨虹产品标准化产品 .....	- 16 -
图表 26: 雨虹标准化施工.....	- 16 -
图表 27: 东方雨虹基本法.....	- 17 -
图表 28: 东方雨虹全国化产能布局.....	- 18 -
图表 29: 东方雨虹产能统计 .....	- 19 -
图表 29: 变革前“1+6”系统服务体系.....	- 20 -
图表 31: 东方雨虹财务摘要.....	- 23 -

## 风“雨”见彩“虹”，二十载铸就防水龙头

防水行业先行者，二十年跨越式发展

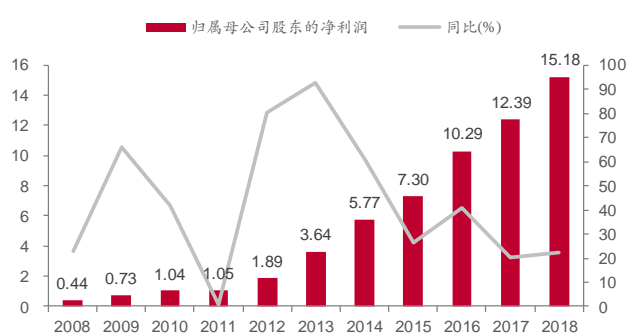
- 东方雨虹是我国防水行业的龙头公司，公司成立于1998年，并与2008年登陆A股上市，主营业务是防水卷材、涂料的制造与销售以及相关施工服务。**防水材料主要分为防水卷材和防水涂料，目前使用较多的主要是改性沥青防水卷材、自粘改性沥青防水卷材以及防水涂料，主要应用于基建和地产领域。东方雨虹上市十年来，营业收入从2008年的7.12亿跃升至2018年的142.03亿元，实现了跨越式发展。公司目前已经实现全国化布局，在北京、上海、岳阳、锦州、唐山等地均建立了生产基地；销售渠道遍布全国。

图表 1: 公司营业收入 (亿元)



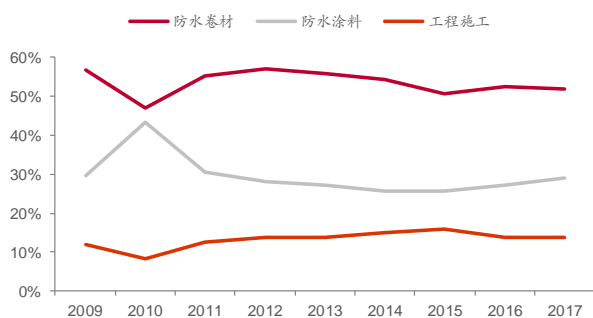
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润 (亿元)



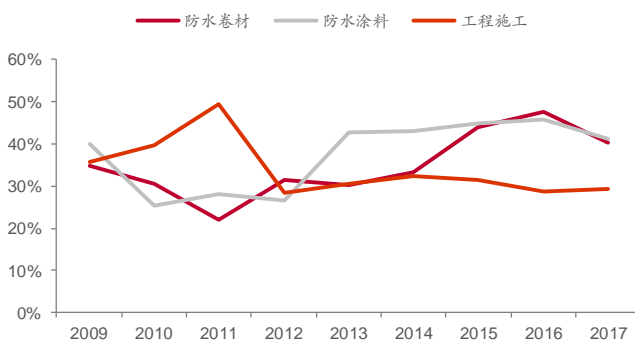
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司分产品营业收入占比



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 分产品毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司防水卷材、涂料产品

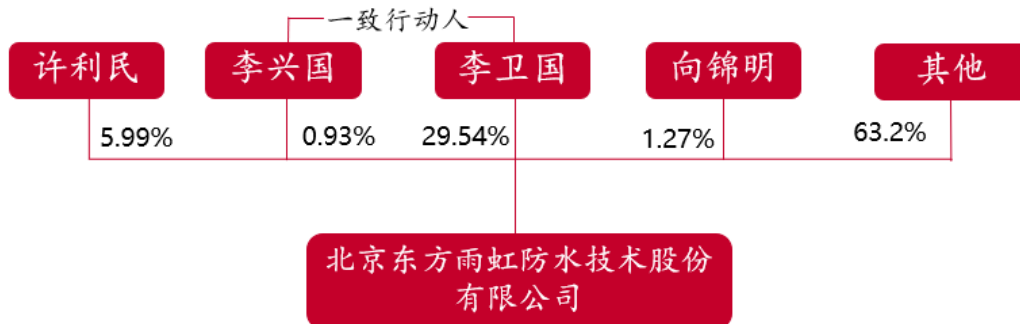
产品	主要用途
SBS/APP 改性沥青防水卷材	主要适用于屋面和地下工程的防水, 以及桥梁、停车场、地铁、隧道、地下空间等建筑物和构筑物防水、防潮、隔汽。SBS 改性沥青防水卷材尤其适用于寒冷地区、结构变形频繁的建筑防水工程, APP 改性沥青防水卷材尤其适用于较炎热地区的建筑物防水工程。
自粘改性沥青防水卷材	适用于建筑的屋面、地下室、隧道、人防等防水工程。具有不透水性、低温柔度、抗变形性能及自愈性好等特点, 而且易于施工, 可以提高铺设速度, 加快工程进度。
TPO 防水卷材	广泛应用于工业建筑、民用建筑、公用建筑等各类屋面防水工程, 特别适用于钢结构及钢筋混凝土结构的屋面防水。
特种工程专用卷材	适用于道路桥梁、铁路桥梁、种植屋面、耐盐碱、阻燃等特殊功能的专项防水工程。
聚脲防水涂料	广泛应用于高速铁路、工业与民用建筑等的防水工程, 港口、市政污水设施、化工管道防腐防护工程, 地坪、水利、设备等耐磨防护工程等。
聚氨酯防水涂料	适用于卫浴间、厨房间、楼地面、阳台等室内防水; 地铁、建筑地下、水池、游泳池等长期受水的工程防水、防渗, 也可用于非暴露的屋面防水。
丙烯酸酯防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面等室内及阳台的防水工程和木地板的防潮, 纯丙烯酸酯为基料的涂料, 适用于金属屋面、形状复杂的屋面防水和建筑外墙面防水
聚合物水泥防水涂料	适用于卫生间、浴室、厨房、楼地面、阳台、非暴露型屋面及外墙面的防水、防渗和防潮工程。
砂浆铺贴系统材料	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。
模塑聚苯板/石墨改性模塑聚苯板	主要适用于墙体保温, 屋面保温, 复合保温板材的保温层, 各种建筑装饰线条和模型, 防水层的保护层, 车辆、船舶制冷设备和冷藏库的隔热材料。
高密度聚乙烯 (HDPE) 自粘胶膜防水卷材	专为地下工程开发的一种具有国际前沿技术的能提供与后浇混凝土结构形成牢固结合效果的防水卷材。适用于各种地下建筑、洞库、隧道、地铁、市政建设等防排水工程。
EVA 防水板	广泛应用于地铁、隧道等地下工程防水。
非固化/溶剂型/水乳型沥青涂料	广泛用于建筑的屋面工程及卫浴间、厨房间等防水工程, 适用于屋面、地下室、墙体等的防潮, 既可用于常规部位的防水, 也可用于变形缝等特殊部位的防水, 一般与卷材非外露复合使用。

来源: 可转债募集说明书, 中泰证券研究所

### 股权结构与公司业务架构

- 董事长李卫国先生是公司的实际控制人。公司于 2008 年 9 月上市, 董事长李卫国先生是公司的控股股东和实际控制人。公司于 2012 年与 2016 年分别两次提出股权激励计划, 将高管利益与公司进行深度绑定。

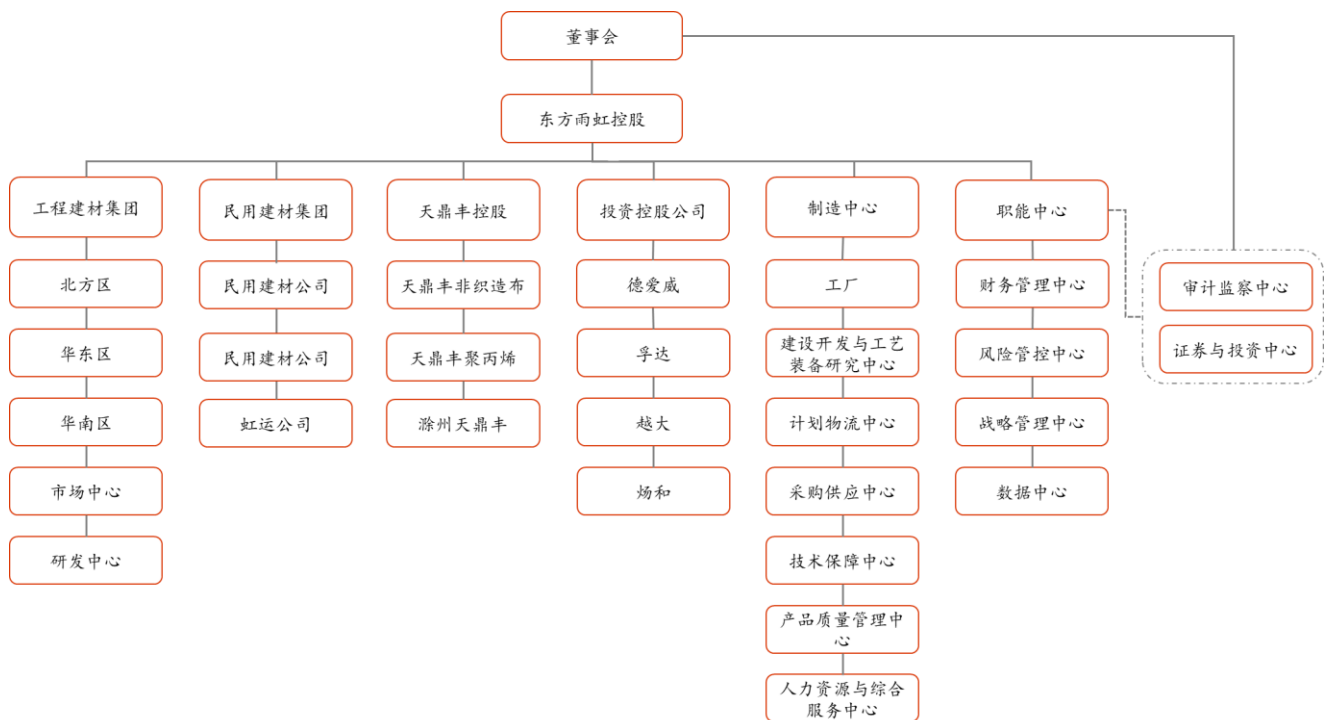
图表 6: 东方雨虹股权结构图



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **2018Q4**，雨虹公布了《关于组织变革的决定》，我们认为此举有助于优化公司整体架构，提升整体运行效率。原“1+6”事业群（以建筑防水为基础，以民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮为延伸的建筑建材综合“1+6”系统服务体系）调整为工程建材集团（工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区）、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）。从公司整体架构的调整看，原先是以“产品”作为事业部进行划分，而改革后主要按照“职能”开展，整合工程版块并明确区域划分、加强民用版块的供应链建设以及制造中心的全国化统一管理。依照“职能”的发展优化了公司的整体架构，提升了公司的整体运行效率。

图表 7：东方雨虹业务架构图（变革后）



来源：公司公开资料，中泰证券研究所



## “良币”将逐“劣币”，优质产品市场空间广阔

防水材料行业是建筑业痛点，应用领域广阔

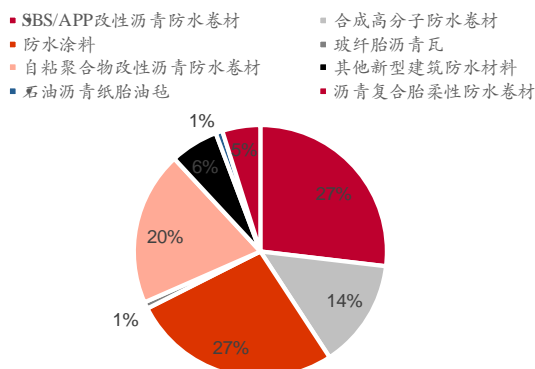
- **防水材料主要应用在地产和基建领域，包括房屋、道路、轨交、水利设施等设备。**建筑防水是行业痛点，而优质防水材料的应用领域十分广泛，目前主要应用领域包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；高速公路和高速铁路的桥梁、隧道；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；地下铁道等交通工程；引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程等。随着社会的进步和建筑技术的发展，建筑防水材料的应用还会向更多领域延伸。
- **我国建筑防水材料的产品已形成了七大门类，即：SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、自粘防水卷材、沥青复合胎柔性防水卷材、玻纤沥青和石油沥青纸胎油毡。**其中，应用最广泛的是改性防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料和自粘防水卷材，2015 年上述四类防水建筑材料产量占全部防水材料总产量的比例超过 85%。

图表 8: 防水材料 2010-2015 产量变化

产品名称	2010年 (万㎡)	2015年产量 (万㎡)	年均增长率 (%)
<b>建筑防水材料合计</b>	<b>103130</b>	<b>177468</b>	<b>11.47</b>
<b>1、新型建筑防水材料</b>	<b>89710</b>	<b>167286</b>	<b>13.27</b>
SBS/APP 改性沥青防水卷材	27100	47684	11.96
合成高分子防水卷材	15600	24696	9.62
防水涂料	23840	47504	14.78
玻纤胎沥青瓦	3750	1525	-16.47
自粘聚合物改性沥青防水卷材	12820	34951	22.21
其他新型建筑防水材料	6600	10926	10.61
<b>2、沥青油毡类防水卷材</b>	<b>13420</b>	<b>10182</b>	<b>-5.37</b>
石油沥青纸胎油毡	1800	1556	-2.87
沥青复合胎柔性防水卷材	11620	8626	-5.79

来源：中国建筑防水协会，中泰证券研究所

图表 9: 2015 年防水材料分产品占比

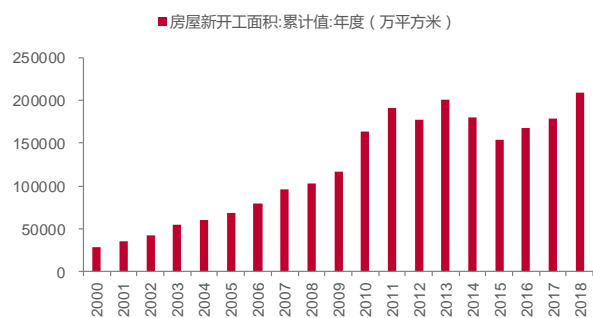


来源：中国建筑防水协会，中泰证券研究所

存量翻新需求有望带动防水市场维持千亿以上市场空间

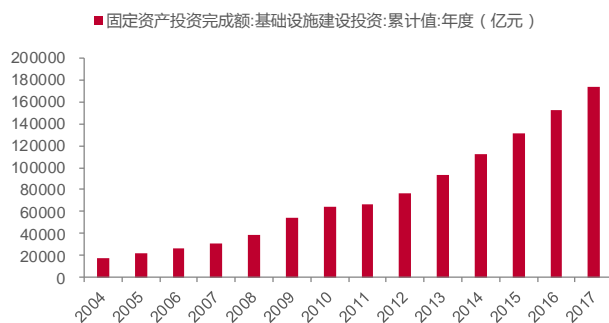
- **防水行业的市场空间超过 1500 亿元。**根据中国建筑防水协会的统计，2018 年我国 784 家规模以上（主营业务收入在 2000 万元以上）防水企业的主营业务收入累计为 1147.37 亿元。而防水行业集中度较低，行业中仍然存在大量小企业，我们预计目前我国防水行业市场空间整体超过 1500 亿元。
- **我国过去二十年来的快速城镇化，为防水市场奠定了巨大存量市场空间。**由于我国过去二十年来快速城镇化，大量房屋、道路的修建构成了巨大的存量市场，而过去防水产品充斥着大量的劣质品、非标品，导致实际防水的使用寿命远低于标准品的规定值，这为建筑防水的存量更新市场奠定了良好的市场基础。

图表 10: 房屋新开工面积情况



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 11: 基础设施建设投资情况



来源: wind, 中泰证券研究所

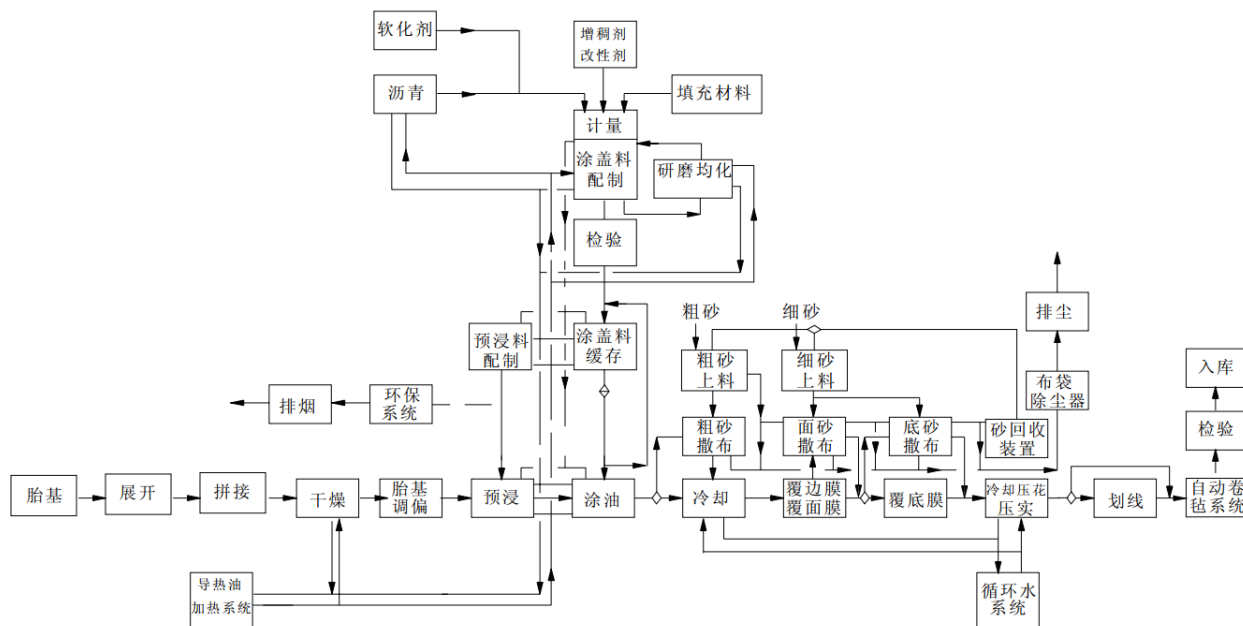
- 由于防水材料产品本身的特性，产品质保期一般为 5 年，对于防水行业来说 5 年是一个修补小周期，10-15 年是一个翻修大周期。无论是防水卷材还是防水涂料，由于产品本身特性原因，即使再好的防水材料也会出现老化开裂等问题，对于普通建筑防水一般质保期在 5 年左右，产品实际使用寿命约 10-15 年，由于防水材料的生命周期无法和房屋自身的建筑生命周期相匹配，因此房屋渗水、漏水事故时有发生。我国城镇化始于上世纪末，自 2010 年开始我国房屋新开工面积持续维持在 15 亿平以上，若按照 10 年一个更新周期，那么未来 10 年将逐步进入存量更新的大周期。即使新开工面积逐步下滑，存量修缮需求也有望对冲新增需求，整体来看防水市场空间仍有望持续保持在千亿规模以上。
- 从客单价来看与价值量来看，房屋修缮市场的客单价大幅高于新建的防水材料，有望支撑未来整体市场。从室内房屋修缮的角度看，若以 100 平米的客户为例，一般新做的客单价是 1500-2000 元左右，而如果是渗漏维修由于需要勘探漏水点进行补漏，服务+供料+施工的模式使得翻修工程能够获得更高的毛利率，整体单客单价有望近万元，大幅高于新做的客单价。



“良币”驱逐“劣币”，优质标准品市占率提升逻辑加速

- 生产门槛较低，运输半径有限，导致防水材料行业高度分散，中小企业众多。对防水企业来说，固定资产投资不高，普通产品的生产技术较为透明、科技含量低、价格便宜。从运输半径看，由于产品单位价值量不高，运输半径多在 500km 之内，导致容易形成区域化的竞争格局，行业中的中小企业众多。

图表 12：系列高聚物改性沥青卷材生产工艺（SBS/APP 卷材、自粘卷材等）



来源：东方雨虹招股说明书，中泰证券研究所

- 防水材料验证需要较长时间，追溯责任机制不明导致劣质材料横行市场，过去市场中“劣币驱逐良币”现象非常明显。防水行业中，存在大量劣质、非标品；从价格上看，劣质品的价格是标准品的一半不到，非标品的价格约为标准品的 8 折左右。从生产企业看，防水企业中较多家族作坊式的企业，往往追求短期利益最大化，在生产过程中如用废胶粉代替 SBS 改性剂，用回收废旧沥青代替正规沥青等等行为，低成本下能够通过较低的竞标价挤出正规企业，出现较多的“劣币驱逐良币现象”。建筑防水整体性能的好坏，一方面是防水产品本身的质量好坏，另一方面是施工的工艺，而真正在出现房屋渗水漏水时，防水企业与施工方往往相互推诿，对产品的最终质量不需要完全负责下小企业往往倾向于通过生产劣质、非标产品获得更多短期利益。
- **行业变革一：“消费升级+政策助力”**推动行业格局优化，劣质、非标品将持续被替代，优质标准品市场逐步扩大。中国人“家本位”的思想根深蒂固，随着居民对生活质量要求的不断提升，以及劣质防水材料对建筑不利影响的逐渐体现；政府在 2013 年公布的《建筑防水卷材行业准入条件》中提高了企业的进入门槛，在生产工艺方面提高标准，抑制劣质产品流入市场；行业通过打击假冒伪劣产品，不断改善行业环境生态。

**图表 13: 劣质 SBS 沥青卷材的生产成本低廉**

原材料	单价	正规 SBS 添加比例	材料成本	非正规 SBS 添加比例	材料成本
	(元/千克)	(%)	(元/千克)	(%)	(元/千克)
沥青	4	65%	2.6	50%	2
胶粉	1.5	0	0	15%	0.23
机油	5	0	0	8%	0.4
SBS	15	10%	1.5	3%	0.45
石粉	0.3	25%	0.08	25%	0.08
<b>成本合计</b>	-	-	<b>4.18</b>	-	<b>3.16</b>

来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

**图表 14: 劣质 SBS 沥青卷材的性能产品较大**

性能		正规 SBS 改性沥青防水卷材	非正规 SBS 改性沥青防水卷材	执行标准
人工加速老化	拉力保持率(纵向) %	≥80	≤60	GB 18242-2000
	低温柔度/℃	≤-10	≥-3	
改性沥青涂盖料弹性恢复率/%		≥85	≤33	JC/T 90-2002

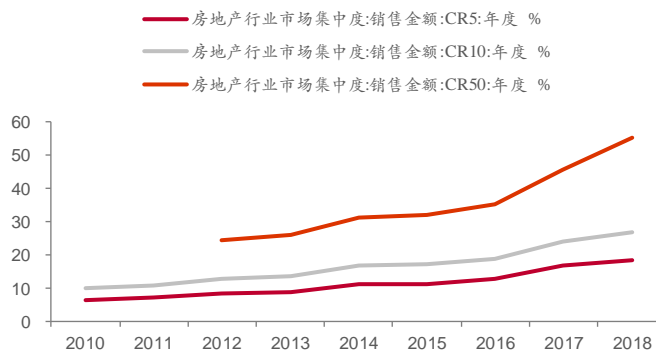
来源: 中国产业信息网, 中泰证券研究所

**图表 15: 防水行业政策规定**

年份	政策法规	要点
2019年	《全国重点工业产品质量监督目录(2019年版)》	防水材料继续列为重点质量监督产品, 建筑防水卷材及建筑用密封胶均列入2019年产品质量国家监督抽查计划。
2018年	《市场监管总局关于公布工业产品生产许可证实施通则及实施细则的公告》	发布新版《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》
2018年	《战略性新兴产业分类(2018)》	首次将“新型建筑防水材料制造”列入战略性新兴产业。
2018年	《住房城乡建设部标准定额司2018年工作要点》	提出要围绕提高建筑品质和绿色发展水平, 研究相关措施, 精准发力。防水被列为重点标准。
2017年	《2017年建筑防水产品质量提升专项行动方案》	质检总局决定开展2017年建筑防水产品质量提升专项行动, 将提升建筑防水产品质量与提高住房建设工程质量安全统筹起来。
2015年	《关于印发2015年第二批行业标准制修订计划的通知》	《建筑防水涂料中有害物质限量》为建材行业唯一重点项目。
2013年	《关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材产品质量提升的指导意见》	要求贯彻落实国务院《质量发展纲要(2011-2020)》, 全面加强建筑防水行业质量建设, 提升防水卷材产品质量, 促进行业持续健康发展。

来源: 工信部, 中泰证券研究所

- 行业变革二: 房企集中度加速提升, 利好优质防水标准品。**从近年来对房屋质量投诉统计看, 约 65%都与防水渗漏有关。随着人们对房屋质量问题的逐步重视, 以及大地产商对自身品牌的打造, 市场对防水质量的诉求逐年提升。对房地产商而言, 以往单个项目采购往往价格较高, 且质量无法统一有保障, 而随着大地产商集中度提高, 集中化、规模化采购日趋明显, 对产品质量、响应速度、施工质量、后续保障方面的诉求日趋提高, 因此在防水项目上具备标准化的龙头公司将大幅受益。

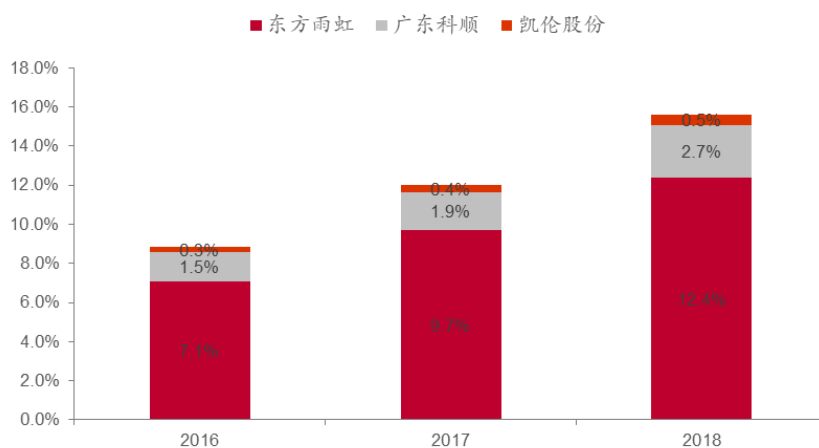
**图表 16: 房企集中度逐年提高**


来源: wind, 中泰证券研究所

防水龙头市占率仍有大幅提升空间

- 从行业集中度看，目前防水市场的龙头集中度仍然较低，龙头未来市占率仍有大幅提升空间。根据国家统计局的数据，2018年防水规模以上企业的收入为1147.37亿元，TOP10防水企业的收入占比我们预计约300亿元，占规模以上约27%，占全行业约15~20%。从雨虹的市占率看，2018年142亿的营业收入占规模以上约12%，占全行业与7%~9%，仍有大幅提升空间。

**图表 17：近年防水龙头企业市占率提升明显（规模以上数据）**



来源：wind，中泰证券研究所

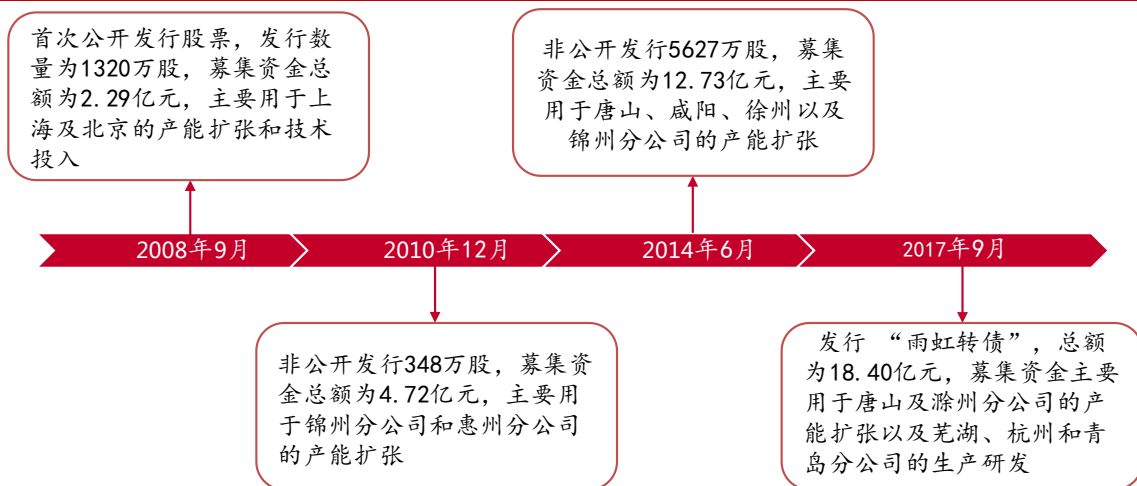
## 时代成就雨虹，雨虹变革未来

- 回顾东方雨虹的发展历史，一定无法忽视的是时代的力量，上市十年来地产行业的快速增长，是公司实现跨越式发展的根基，正所谓时势造英雄；而东方雨虹在行业蓬勃发展中，在混乱的行业竞争中脱颖而出，体现了公司优异的战略眼光与强大的战略管控能力。我们认为，雨虹在十年发展中积累下了极高的壁垒，强者恒强的趋势仍然将得以延续，甚至在未来的行业发展中，有望逐渐再塑行业格局与产业链条的关系。

### “融资能力+精准杠杆”驱动规模化发展，行业成长期快速攫取市场份额

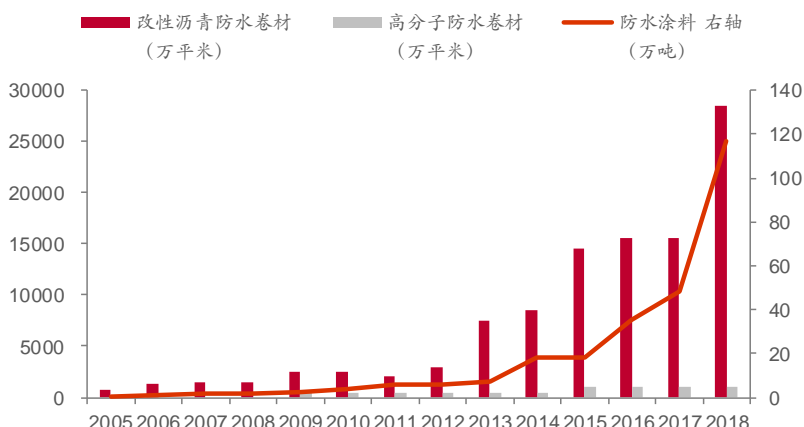
- 东方雨虹过去二十年的成长主要是依靠防水市场空间提高及标准品渗透率提升。优秀的公司基因（我们在下一节论述）是保障公司实现快速标准化、规模化扩张的保障。但由于公司在初始发展过程中更偏向工程端，资金压力较大，无法通过自身现金流的快速回款实现跨越式发展。因此，通过高杠杆（包括股权融资和债券融资）快速攫取行业利润是公司发展的必然选择。
- 公司自 2008 年 9 月上市以来，先后进行过两次定增，以及一次可转债募资进行产能扩展。2008 年 9 月公司 IPO 上市，募集 2.29 亿元，主要用于扩张上海和北京的产能；2010 年 12 月公司非公开募集资金 4.72 亿元，主要用于锦州和惠州的产能扩张；2014 年 6 月公司非公开募集 12.73 亿元，用于唐山、咸阳、徐州、锦州等分公司的产能扩张；2017 年 9 月，公司发行可转债，募集资金 18.4 亿元，用于唐山、滁州、芜湖、杭州、青岛等分公司扩张。

图表 18：公司上市融资发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 19: 东方雨虹产能情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 企业产能、规模和综合服务效率上的提高有助于公司打造自身品牌，而品牌又将进一步促进规模的提升，公司正反馈形式的发展逻辑持续演绎。东方雨虹是第一家实现全国化的企业，规模上的成功对品牌的塑造至关重要，而品牌效应也能够帮助公司更好地实现规模上的扩张。公司在品牌和品质上的优势使得公司具备极强拿单能力和客户响应能力，很多客户在使用其他公司产品遇到问题后，逐步转向雨虹。

**图表 20: 防水企业首选率**

2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
排名	公司	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率
1	东方雨虹	东方雨虹	26%	东方雨虹	27%	东方雨虹	29%	东方雨虹	30%	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%
2	科顺	科顺	11%	科顺	10%	科顺	14%	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%
3	卓宝	卓宝	10%	卓宝	9%	宏源	10%	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%
4	禹王	宏源	8%	宏源	7%	卓宝	9%	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%
5	德生	德生	8%	德生	6%	德生	6%	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%
6	宏源	禹王	6%	禹王	5%	蓝盾	5%	德生	5%	大禹	4%	大禹	7%
7	宇虹	大明	5%	大明	4%	禹王	5%	大禹	4%	德生	3%	德生	4%
8	卧牛山	宇虹	5%	宇虹	4%	宇虹	3%	禹王	4%	禹王	3%	凯伦、蜀羊	2%
9	大明	金雨伞	3%	金雨伞	3%	大明	3%	宇虹、蜀羊	3%	宇虹、蜀羊	2%	禹王	1%
10	禹红	蓝盾	3%	蓝盾	2%	金雨伞	1%	大明	2%	凯伦、大明	1%	金拇指	2%
前10名合计		85%		77%		85%		91%		95%		96%	

来源：中国房地产业协会，中泰证券研究所

- 规模优势下公司有望加强在产业链中的议价权，增强成本传导能力。公司近年凭借逐渐增强的综合竞争力，持续拓展下游客户，截止 2018 年年底公司在 TOP100 地产商中已有 52 家客户，相较 2017 年的 47 家有明显增长，而防水行业集中度低，未来仍然有持续提升的空间；公司调整渠道布局，划分北方、华东、华南三大区域中心，更能集中区域优势力量开拓市场，提升经营效率；而随着公司的品牌认可度和综合竞争力的提升，以及客户对产品、综合服务品质的要求持续增长，公司的议价能力和成本传导能力有望明显增强。
- 进入存量市场后，东方雨虹的全国化布局能够形成快速响应，通过各地的防水修缮服务中心进行服务，这一点规模效应优势将更加显著。东方雨虹是目前唯一一家实现全国化布局的防水企业，未来有望在高质量发

展中通过标准化的服务体系扩大市场。通过深耕存量市场，将产品销售逐步向服务转型，具备规模和品牌的龙头企业将率先受益。

### 优秀的公司治理是实现长期发展的保障

- 我们认为，探寻公司成长基因是判断公司未来成长方向及选择的必要条件。我们有必要通过探寻公司的成长轨迹去找到企业的成长基因，才能够更好地为未来企业的发展方向进行推演。我们认为，公司在战略变革上的成功，对产品匠心般的坚守，团队利益坚实的绑定，以及公司整体的文化塑造上的优势，造就了雨虹的成功，而这四点也是支撑公司未来发展的重要基因。

图表 21: 优秀的企业基因



来源：中泰证券研究所

- **战略的变革：敏锐的商业嗅觉与优秀的执行力，李卫国先生优秀的战略眼光**是雨虹能够成为目前防水龙头的重要原因。1995年9月，李卫国先生首先在长沙创立了长虹建筑防水工程有限公司，公司主要从事建筑防水材料销售和工程施工业务，凭借敏锐的嗅觉与执着的努力，李卫国先生通过长虹建筑防水的几个项目赚到第一桶金。在一个偶然的的机会得知毛主席纪念堂漏水，李卫国先生几经努力，拿到了无偿承接毛主席纪念堂的防水修缮工作，虽然花费220万，但公司也因此快速树立了市场品牌。“比大企业反应快，比小企业有品牌”。作为一个民营企业新锐，2000年之后的雨虹通过充分的准备依次拿下北京奥运场馆、京广京沪高铁以及上海世博会的防水项目，一举成为防水行业的龙头企业。2005年开启全国化战略，以及2011年甬温线事故后转型大地产战略，均显示了东方雨虹在重大战略决策上的优秀眼光。2018年在面临企业现金流紧张的问题后，公司也逐步从PS战略转向全面高质量发展战略，提升公司盈利质量。在重大的战略决策上，公司的眼光和执行力都非常强大。



图表 22: 雨虹历次战略调整



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2012 年后雨虹主要客户向大地产商转型 (披露至 2017 年 H1)

年份	主要客户	客户占比	类型	年份	主要客户	客户占比	类型
2005	北京建工集团有限责任公司	6.25%	地产	2012	万科企业股份有限公司	12.30%	地产
	中国建筑工程总公司	2.36%	地产		上海龙湖置业发展有限公司	3.60%	地产
	北京市轨道交通建设管理有限公司	2.30%	基建		大华(集团)有限公司	2.31%	地产
	余朝友	1.51%	其他		鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.24%	其他
2006	威卢克斯(中国)有限公司	1.48%	地产	2013	保利地产集团股份有限公司	1.23%	地产
	北京建工集团有限责任公司	6.12%	地产		万科企业股份有限公司	9.87%	地产
	北京市轨道交通建设管理有限公司	6.04%	基建		保利房地产(集团)股份有限公司	3.10%	地产
	上海大华企业发展有限公司	3.23%	地产		中国建筑第八工程局有限公司	2.76%	地产
2007	北京顺天通建筑工程有限公司	2.54%	地产	2014	上海龙湖置业发展有限公司	2.43%	地产
	北京天鸿集团有限公司	1.82%	地产		大华(集团)房地产开发有限公司	1.29%	地产
	万科企业股份有限公司	3.77%	地产		万科企业股份有限公司	9.18%	地产
	北京市轨道交通建设管理有限公司	2.79%	基建		保利房地产(集团)股份有限公司	4.77%	地产
2008	上海大华企业发展有限公司	2.53%	地产	2015	中国建筑第八工程局有限公司	2.25%	地产
	北京建工集团有限责任公司	2.28%	地产		广州天力建筑工程有限公司	1.57%	地产
	天津科恒化学建材有限公司	2.23%	其他		大华(集团)有限公司	1.10%	地产
	武广铁路客运专线	14.43%	基建		万科企业股份有限公司	8.37%	地产
2009	郑西铁路客运专线	8.04%	基建	2016	保利房地产(集团)股份有限公司	6.28%	地产
	万科企业股份有限公司	3.32%	地产		天津融创置地有限公司	2.06%	地产
	天津城际轨道	2.02%	基建		中国建筑一局(集团)有限公司	1.34%	地产
	天津科恒化学建材有限公司	1.07%	其他		广州天力建筑工程有限公司	1.31%	地产
2010	太中银铁路工程	3.45%	基建	2017H1	万科企业股份有限公司	6.04%	地产
	万科企业股份有限公司	2.92%	地产		保利房地产(集团)股份有限公司	4.40%	地产
	北京轨道交通亦庄线工程	2.41%	基建		荣盛房地产发展股份有限公司	1.63%	地产
	天津东方雨虹防水技术有限公司(代理商)	1.84%	其他		天津融创置地有限公司	1.36%	地产
2011	武广客运专线	1.82%	基建	2017H1	上海龙湖置业发展有限公司	1.33%	地产
	京沪高速铁路客运专线	8.30%	基建		万科企业股份有限公司	4.52%	地产
	万科企业股份有限公司	5.47%	地产		保利房地产(集团)股份有限公司	3.94%	地产
	京石铁路客运专线	3.96%	基建		荣盛房地产发展股份有限公司	2.47%	地产
2011	沪杭铁路客运专线	2.33%	基建	2017H1	天津融创置地有限公司	1.76%	地产
	京广铁路客运专线	2.31%	基建		上海龙湖置业发展有限公司	1.65%	地产
	万科企业股份有限公司	10.54%	地产				
	杭甬铁路客运专线有限责任公司	2.18%	基建				
2011	京石铁路客运专线有限责任公司	1.55%	基建				
	京广铁路客运专线河南有限责任公司	1.29%	基建				
	鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.14%	其他				

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **匠心的坚守：**雨虹在产品的生产和服务的质量上，都只做一流，自始至终坚持对产品和服务的标准化。公司坚持不生产一平米非标产品，品质的坚守是公司立身之本，对品牌的极致追求为公司的壮大奠定坚实基础。在目前较大体量的公司中，仅有极少数的公司能够一而终，保证产品质量和施工，在防水行业中没有出过严重质量问题。

**图表 24：雨虹产品标准化产品**


来源：雨虹天猫商城，中泰证券研究所

**图表 25：雨虹标准化施工**


来源：十堰东方雨虹，中泰证券研究所

- **团队的建设：**核心高管和经销商均持有一定股权，深度的利益绑定是公司长久发展的基石。1998年3月，北京东方雨虹成立，2000年改制为股份制公司。其中，李卫国先生持股 33.56%，核心高管均拥有一定股权。后在 2007 年，主要股东许利民先生为激励和奖励主要管理人员、核心技术人员、业务骨干、重要经销商和部分有突出贡献的老员工，向该类人员转让部分股权。
- **文化的塑造：**东方雨虹高度重视企业文化建设，构建了独具特色的企业文化体系。企业以“为人类为社会创造持久安全的环境”的企业使命为指导，坚持“无差别的质量观”，采用“标准化工地”施工管理体系，坚持为所有客户提供一流的产品。同时雨虹还不懈地追求可持续发展，以科技进步、产品优异、服务满意和安全环保推动企业规模化发展。2016 年企业颁布了《东方雨虹基本法》，以公司独特的文化体系为公司管理提供标准。

**图表 26: 东方雨虹基本法**



来源：中国防水，中泰证券研究所

### 公司近年从 PS 快速扩张战略向高质量稳健发展过渡

- 公司已经奠定了行业中的龙头地位，从战略上向稳健过渡，有利于在新常态下实现长期发展。我们已经在上一节论证了规模优势对于防水企业的重要性，而雨虹已经在上市后的十年规模快速扩张，成为行业中的绝对龙头，若行业外的竞争者大举进入，单凭行业内部的科顺、卓宝、凯伦等公司扩张无法撼动雨虹的地位。2018 年雨虹营业收入约 140 亿元，科顺约 31 亿，超过 4 倍的规模优势下雨虹的龙头地位非常稳固，能够更好注重高质量发展。
- 新常态下公司改变经营战略，由相对粗放的“高速”发展向精细的“高质”发展转变，迈入新的增长阶段。从历史上看，公司在地产业快速扩张的过程中，积极拓展市场、快速扩大产能，这一战略取得了重要的成功；然而近年随着行业增速逐渐回落，公司维持过去收入增速的代价是经营质量和盈利能力一定程度上的牺牲，对客户的选择并不精细。为了适应新常态下的行业发展特性，公司逐渐调整经营战略，在未来发展中将更加重视客户与项目的质量、保证应收账款与账期的安全性。未来收入增速中枢可能不会有历史上那么高，但是经营的抗风险能力和质量会出现提升。
- 18 年公司现金流压力已经大幅改善，在公司注重回款考核的机制下，公司的高质量稳健发展可持续。公司从 18Q3 开始加大应收账款考核力度，注重回款考核，在对客户的催收上做得更加及时，公司收益质量提高。

图表 27: 东方雨虹全国化产能布局



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

### 中期看产能扩张带动市占率进一步提高

- **公司全国化布局进行时, 产能大幅扩张为未来公司发展奠定基础。**公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产物流研发基地, 产能分布广泛合理, 确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场, 在满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求方面具备了其他竞争对手不可比拟的竞争优势。2018年, 公司在安徽芜湖、青岛莱西、杭州建德、河南濮阳投资建设的生产基地相继投产, 优化了公司产能分布, 进一步确保公司“渗透全国”的战略目标的稳步实施。



图表 28: 东方雨虹产能统计

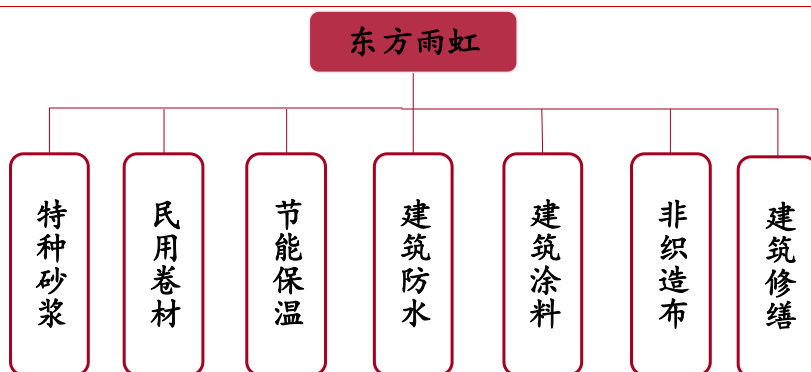
大区	省份	基地	防水卷材 (万平米)	高分子防水卷材 (万平米)	防水涂料 (万吨)	砂浆	其他	投产时间	资金来源	备注
华北	北京	北京	1500		4			上市前投产	自有资金	2条改性沥青产线不断技改后提升至1500万平米的年产能, 防水涂料从上市前1.5万吨提升至技改后4万吨
华东	上海	上海金山	1500		2			2009	IPO募资	2009年上海金山基地投产, 后通过技改提升产能
中南	湖南	岳阳	1500	3500	5		1000万平方米防水卷材; 2万吨减水剂	2010-2017	2010年定增及自有资金	企业一期工程于2009年5月建设“年产1000万平, 高分子防水卷材项目”。企业二期工程于2010年12月建设“1000万平方米/年改性沥青防水卷材建设项目”于2011年4月建设“3万吨/年防水涂料和1万吨/年高性能减水剂建设项目”。二期工程位于一期工程西北侧约60m, 隔杨帆大道。但该项目3万吨/年防水涂料生产车间位于一期工程内。企业三期工程于2015年9月建设“年产1000万平方米防水板项目”; 于2016年3月建设“年产500万平方米HDPE防水卷材和500万平方米TPO防水卷材项目”三期工程位于一期工程东侧, 现已与一期工程相连接。一期已有规模: 年产1000万m <sup>2</sup> 高分子防水卷材。其中一线年产TPO(中间增强型、均质型、背衬型)500万m <sup>2</sup> 、二线年产预铺反粘HDPE防水卷材500万m <sup>2</sup> 。三期已有规模: 生产产能3000万m <sup>2</sup> 。其中一线年产1000万m <sup>2</sup> 防水板, 二线年产500万m <sup>2</sup> HDPE防水卷材和500万m <sup>2</sup> TPO防水卷材。三线年产1000万m <sup>2</sup> HDPE防水卷材。
东北	辽宁	锦州	2000		14			2011-2015	首次定增	具备年产SBS、APP、自粘、高分子等各类防水卷材2000万平米, 生产丙烯酸系列、水泥基系列、水泥砂浆等各类涂料10万吨及4万吨沥青涂料的生产能力。 锦州东方雨虹2010年9月开工建设, 2011年沥青防水卷材生产线投产, 2015年, 年产十万吨的防水砂浆生产线投产
华东	江苏	徐州卧牛山	3060		15.5	40	16万立方米进口石墨改性膨胀聚苯板生产线	2013-2018	二次定增, 可转债募资	2,040万平方米防水卷材共2条 目前, 徐州卧牛山采用先进的生产工艺, 已建成年产2040万平米防水卷材生产线、5.5万吨聚氨酯涂料、10万吨涂料生产线、40万吨砂浆生产线、16万立方米进口石墨改性膨胀聚苯板生产线、1020万平米无胎卷材等生产线, 公司集料、工、贸、服务于一体, 是亚洲现代化防水材料保温材料生产厂家。
中南	广东	惠州	2200		4	10		2013-2016	首次定增	2014年1月惠州环保局同意项目分期验收东方雨虹惠州生产基地年产2000万平方米防水卷材及2万吨防水涂料项目一期项目 惠州生产基地拥有3000型卷材生产线, 可生产各类型改性沥青防水卷材, 年产2200万平米, 满足各类客户需求, 还拥有先进的年产10万吨防水砂浆生产线, 4万吨防水涂料生产线。
西南	云南	昆明	2000		2		年产3万吨内外墙装饰涂料	2014-2016	自筹	昆明生产基地始创于1981年, 新生产基地于2014年4月开工建设, 建设规模为年产2000万平方米新型防水卷材、2万吨防水涂料及3万吨内外墙装饰涂料, 产品销售和服务辐射云、贵、川、重庆、广西, 出口东南亚周边国家, 是东方雨虹建设美丽工厂典型基地
华北	河北	唐山	4000		6	20		2014-2016	二次定增	二次定增项目为唐山年产4,000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目, 于2014-2016投产 唐山年产10万吨聚氨酯防水涂料项目, 18年投产 项目总共分为四期建设, 其中一期项目于2014年奠基、2015年开始投产, 拥有包括3000型卷材生产线在内的两条美国R&D改性沥青卷材生产线、两条意大利BAOTO改性沥青卷材生产线, 年产4000万平米改性沥青防水卷材。拥有年产20万吨砂浆生产线、年产10万吨聚氨酯生产线, 年产4万吨水性涂料生产线、年产2万吨沥青涂料生产线以及年产4万立方米EPS综合生产线。卷材成品仓库最大存量为220万平米, 沥青罐区可储存27000立方液态沥青。 2017年建成并且投产的是年产10万吨的聚氨酯防水涂料生产线生产线采用德国拜耳公司的概念设计、北京地质工程建筑设计院建筑设计, 在生产技术、生产工艺和生产设备等环节上充分体现创新、环保、高效的理念。同时还建设了年产4万立方米EPS综合生产线, 2017年已投产; 二期是年产35万立方米挤塑板生产线, 项目建成投产后, 产品体系更加完善, 产品覆盖的建筑及延伸的建筑领域更加广泛。
华北	河北	唐山			10			2018	可转债募资	威阳年产2,000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目“4万吨防水涂料项目”于2015年12月达到预定可使用状态, “年产2,000万平方米防水卷材”分别于2016年4月、2016年12月达到预定可使用状态
华东	安徽	芜湖	4800		8	20	年产80万立方米石墨聚苯板产品	2017-2018	可转债募资	安装改性沥青防水卷材生产线三条、防水涂料生产线两条以及砂浆生产线一条等, 2018年投产 现芜湖工厂拥有第四条3000型卷材生产线, 规划年产4800万平米改性沥青防水卷材、年产28万吨防水涂料与砂浆类产品、年产80万立方米石墨聚苯板产品。目前芜湖工厂卷材车间、水性涂料及砂浆车间、EPS保温车间及配套工程均已完成设备安装调试, 智能化立体仓库也已完成联调联试, 项目整体将于2017年底全面投入生产运营。
华东	浙江	杭州	2400		8	20	年产80万立方米石墨聚苯板	2017-2018	可转债募资	杭州东方雨虹生产基地建设项目(一期) 防水卷材生产线两条、防水涂料生产线一条 预计新增年产2,400万平方米防水卷材及2万吨沥青涂料的产能 该项目分三期实施, 其中一期建设内容为2400万平米改性沥青防水卷材、年产2万吨沥青涂料产品; 二期建设内容为年产2400万平米改性沥青卷材、年产8万吨防水涂料、年产20万吨砂浆类产品; 三期建设年产80万立方米石墨聚苯板。 一期项目于2016年12月开工, 计划2017年11月末沥青卷材车间试生产。该项目的建设符合当地国民经济发展规划、城市发展总体规划, 与国家产业政策以及当地产业布局规划相适应, 项目建成并投入运营后将为当地的经济做出突出贡献。
华东	山东	青岛莱西	2400	1000	6	20	20万立方米保温板	2018	可转债募资	青岛东方雨虹生产基地建设项目(一期) 年产2,400万平方米防水卷材、4万吨防水涂料、20万吨砂浆及1,000万平方米TPO生产线 项目建成后将达到年产4800万平米改性沥青防水卷材、4万吨防水涂料、40万吨干粉砂浆类产品、1000万平米TPO防水卷材、2万吨沥青涂料产品、20万立方米保温板的产品规模。其中TPO生产设备是从德国克劳斯玛菲-贝尔斯托夫有限公司引进的热缩性橡胶高分子TPO卷材生产线
华东	安徽	滁州					年产4万吨非织造布生产线	2018	可转债募资	滁州建设年产十万吨非织造布项目中的一期
华东	山东	德州					年产非织造布8万吨	2013-2017	二次定增	年产非织造布8万吨, 是先进的非织造布研发、生产基地, 现已发展成集防水卷材用聚酯胎基布、聚酯长丝纺粘针刺土工布、高性能滤料滤袋、高强粗旦聚丙烯纺粘针刺土工布、医疗卫生材料等各类非织造的研发、生产、深加工、销售、贸易等为一体的综合性非织造布企业

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

调整组织架构，适应行业发展新阶段

- 随着来自于新增建设市场的行业容量增速逐渐降低，公司也对自身经营发展战略进行了新一轮调整。2018Q4，雨虹公布了《关于组织变革的决定》，我们认为此举有助于优化公司整体架构，提升整体运行效率。原“1+6”事业群（以建筑防水为基础，以民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮为延伸的建筑建材综合“1+6”系统服务体系）调整为工程建材集团（工程建材集团划分为北方区、华东区、华南区三大区）、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）。从公司整体架构的调整看（见图7），原先是以“产品”作为事业部进行划分，而改革后主要按照“职能”开展，整合工程版块并明确区域划分、加强民用版块的供应链建设以及制造中心的全国化统一管理，依照“职能”的发展优化了公司的整体架构，提升了公司的整体运行效率。
- 变革 1：公司设立工程建材集团，将原来的直销和工程渠道统一整合，并划分为北方、华东、华南三个大区进行划区而治，明确职能范围，并通过给予市场中心和研发中心进行快速响应支持。工程建材板块在三个大区分别设立了业务组织、工程系统和大区职能部门，并结合各大区域建立特色部门（如北方大区的高铁事业部、华南区域的外加剂事业部），整体架构划分更加清晰，有助于提升公司运行效率。
- 变革 2：民用建材继续保持独立，与虹运公司、顶之美公司共同组成民用建材集团板块。虹运公司主要侧重供应链管理，提供仓储和配送服务，为公司未来建筑修缮的快速反应进行先期打造；顶之美主要业务为屋顶建材销售。
- 变革 3：制造中心的建设，统一了全国化布局下的原材料采购、产品制造与运输，工厂的全国化集中管理有助于统筹安排，提高生产、运输效率。

图表 29：变革前“1+6”系统服务体系



来源：中国涂界网，中泰证券研究所



长期看“产业链地位提升+服务转型+品类扩张”，龙头改变未来

- 公司的全国化布局有利于在存量市场中的房屋修缮服务，快速响应能力和强大的品牌效应将使得公司在未来存量市场中占得先机。我们在前文提到，防水企业在二次修缮的过程中由于一般都包工包料，产品的毛利更高。而且如果发生漏水，业主对防水修缮的紧迫性将使得防水修缮公司能够获得更多议价权，因此，我们认为东方雨虹作为全国化布局的防水企业，在品牌上的巨大优势将使得公司在未来防水修缮的市场中获得成功。产业链格局而言，防水材料作为建筑行业中产品价值量较低，但是痛点较多的行业，随着龙头企业在行业中话语权持续增强，首选率持续提升，大企业与龙头房企之间的合作将会更为紧密；产业链间的强弱关系有望发生变化，龙头防水企业议价权增强，有望更好的对冲成本与行业变化，提升盈利稳定性。
- 品牌“一元多极”化发展，新品类扩张增加新市场空间。公司持续扩大产品品类，如家用涂料、保温材料、硅藻泥产品等。2015年设立华砂砂浆；2016年公司与德国 DAW SE 签订合作协议，正式进军建筑装饰涂料市场；2017年收购广州孚达，主营 XPS 挤塑板，切入建筑保温市场。充分利用公司的品牌和渠道优势，未来有望通过品类扩张成长为建材巨头公司，不断拓展产品种类，打造新的盈利增长极。

## 投资建议

- 龙头企业的价值在于顺应趋势、成就当下、改变未来。防水行业是个从无到有的行业，**东方雨虹**顺应建筑产业升级、城镇化率快速提升的历史大趋势，作为行业先驱者，紧跟历史潮流变迁，及时调整企业经营战略。公司的品牌形象与规模化优势在近年形成了强大的正反馈效应，公司上市以来实现了快速规模化发展，获取行业标准品渗透率提升创造的价值。而公司的治理结构优异、企业文化基因身后，在战略变革上的前瞻、对产品匠心般的坚守、团队员工利益的绑定，以及公司整体文化氛围中的鲜明狼性，是支撑公司发展的重要基因。我们在当前时点梳理雨虹过去 20 年的跨越式发展路径，和正在顺应行业生命周期的变化，我们认为雨虹在对自身经营思路和业务条线进行重新梳理后，有望开启发展新篇章。
- 从行业容量来看，防水材料行业正在经历从新增主导市场逐渐向存量主导市场逐渐转变的过程，而随着落后企业和劣质产品不断从行业中被挤出，优质品的行业容量仍延续稳定增长，根据 2018 年最新统计，规模以上防水企业市场容量约为 1150 亿，考虑小企业情况，整体容量超过 1500 亿水平。而防水行业目前仍然处于优质标准品渗透率逐步提升的过程，防水龙头企业的集中度仍有大幅提升空间。从长期来看，由于大量的存量市场积淀，未来防水市场新增+翻修的市场空间有望长期维持千亿规模以上。对于东方雨虹而言，而由于行业标准品的特点，导致异地扩张难度较低，行业容量对于龙头企业尚未看到天花板。

- **从企业的核心竞争力来看**，雨虹的“融资能力+精准杠杆”是公司历史上把握行业浪潮，实现大踏步跨越式发展的核心动能；而随着行业发展步入新阶段，雨虹也在对自身的经营战略和业务架构进行了调整。**短期看**，公司逐步从 PS 战略转向高质量稳健发展，加强对于账期、回款等控制力；调整组织架构，优化管理效率、理顺业务条线，为未来“一元多极”的发展奠定坚实基础。**中长期看**，公司防水卷材和防水涂料以及其他建筑材料的产能逐步扩张，把握下游客户集中度提升的情况下，带动市占率进一步提高；利用全国化布局的渠道优势，有望在未来的存量市场中占得先机；此外公司的品类拓展也是公司长期发展的看点。
- **投资建议**：我们认为当前雨虹正处于自身发展思路的变革点，2018 年偏紧的信用环境下公司完成产能的逆势扩张和渠道开拓，奠定近年增长基础；而业务条线和经营思路的变更也将改善公司经营质量。我们预计公司 2019-2020 年净利润约为 19.31、24.49 亿元，对应当前 PE 为 14.9、11.7X，给与“增持”评级。
- **风险提示**：
  1. **宏观经济风险**：防水行业整体需求与宏观经济相关性极高，若地产和基建需求出现断崖式下滑，则会大幅影响防水行业的需求。
  2. **原材料价格波动**：防水材料原材料沥青、乳液等是石化链条产品，价格波动相对较大，会对公司盈利产生阶段性影响。
  3. **强势外界竞争者进入**：虽然雨虹是目前防水行业的龙头企业，但是由于防水行业本身的进入壁垒相对较低，一旦有强势的外界竞争者大举进入市场，则会对市场产生一定冲击。

图表 30: 东方雨虹财务摘要

利润表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	102.9	140.5	187.3	241.6	289.3	成长性					
减: 营业成本	64.1	91.9	122.0	157.5	189.0	营业收入增长率	47.0%	36.5%	33.3%	29.0%	19.7%
营业税费	1.0	1.2	1.6	2.1	2.5	营业利润增长率	30.6%	26.9%	26.8%	26.8%	16.2%
销售费用	11.8	17.0	21.7	28.5	34.7	净利润增长率	20.4%	21.7%	28.0%	26.8%	16.2%
管理费用	10.5	9.2	12.5	16.4	20.0	EBITDA增长率	24.5%	45.2%	36.2%	26.4%	16.7%
财务费用	1.0	1.9	1.9	2.4	2.8	EBIT增长率	24.6%	44.7%	38.4%	27.0%	16.7%
资产减值损失	1.3	0.6	0.9	0.9	0.9	NOPLAT增长率	30.9%	25.6%	25.7%	26.7%	16.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	61.9%	10.5%	39.8%	0.8%	22.9%
投资和汇兑收益	-	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	38.3%	17.3%	30.9%	16.2%	19.5%
营业利润	14.3	18.2	23.0	29.2	34.0	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	毛利率	37.7%	34.6%	34.9%	34.8%	34.7%
利润总额	14.4	18.2	23.0	29.2	33.9	营业利润率	13.9%	12.9%	12.3%	12.1%	11.7%
减: 所得税	1.9	3.1	3.7	4.7	5.4	净利润率	12.0%	10.7%	10.3%	10.1%	9.8%
归母净利润	12.4	15.1	19.3	24.5	28.5	EBITDA/营业收入	15.6%	16.6%	16.9%	16.6%	16.1%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	13.8%	14.7%	15.2%	15.0%	14.6%
货币资金	24.2	48.5	64.7	84.3	100.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	61	63	65	58	52
应收账款	44.3	47.3	74.8	82.8	105.9	流动营业资本周转天数	88	80	80	81	81
应收票据	3.8	15.5	10.2	22.9	16.7	流动资产周转天数	269	298	312	313	316
预付账款	2.9	3.8	5.1	6.4	7.4	应收账款周转天数	133	117	117	117	117
存货	15.1	21.7	27.1	36.0	39.7	存货周转天数	39	47	47	47	47
其他流动资产	3.0	2.7	2.7	2.7	2.7	总资产周转天数	388	423	422	400	391
可供出售金融资产	2.4	2.5	-	-	-	投资资本周转天数	188	179	169	153	143
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	18.4%	19.1%	18.6%	20.2%	19.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	7.7%	8.0%	8.3%	8.6%
固定资产	19.1	30.3	37.6	40.7	42.8	ROIC	32.4%	25.1%	28.6%	25.9%	29.9%
在建工程	8.1	5.4	2.2	0.6	0.3	费用率					
无形资产	6.3	9.6	9.4	9.1	8.8	销售费用率	11.5%	12.1%	11.6%	11.8%	12.0%
其他非流动资产	4.0	9.2	9.0	8.9	8.9	管理费用率	10.2%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%
资产总额	133.2	196.5	242.9	294.4	333.2	财务费用率	1.0%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
短期债务	13.3	37.1	49.5	40.0	53.3	三费/营业收入	22.7%	21.9%	21.2%	21.5%	21.8%
应付账款	24.0	48.6	47.8	76.8	72.7	偿债能力					
应付票据	2.0	1.2	3.1	2.4	4.2	资产负债率	48.2%	58.8%	56.4%	58.2%	55.9%
其他流动负债	9.6	12.1	14.7	17.6	19.5	负债权益比	93.1%	143.0%	129.4%	139.3%	126.7%
长期借款	-	-	5.4	18.0	20.0	流动比率	1.91	1.41	1.60	1.72	1.82
其他非流动负债	15.3	16.5	16.5	16.5	16.5	速动比率	1.60	1.19	1.37	1.46	1.55
负债总额	64.2	115.6	137.0	171.3	186.2	利息保障倍数	13.78	10.69	14.96	15.18	15.15
少数股东权益	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0	分红指标					
股本	8.8	14.9	14.9	14.9	14.9	DPS(元)	0.09	0.09	0.39	0.49	0.57
留存收益	59.4	67.3	89.0	106.2	130.1	分红比率	10.7%	8.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	68.9	80.9	105.9	123.0	147.0	股息收益率	0.5%	0.5%	2.0%	2.6%	3.0%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	12.4	15.1	19.3	24.5	28.5	EPS(元)	0.83	1.01	1.29	1.64	1.91
加: 折旧和摊销	1.9	2.8	3.1	3.8	4.4	BVPS(元)	4.50	5.30	6.97	8.11	9.72
资产减值准备	1.3	0.6	-	-	-	PE(X)	23.2	19.1	14.9	11.7	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	3.6	2.8	2.4	2.0
财务费用	1.0	1.9	1.9	2.4	2.8	P/FCF	72.7	8.8	36.4	10.7	14.3
投资收益	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	2.8	2.0	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	EV/EBITDA	21.9	8.1	9.0	6.7	5.8
营运资金的变动	-19.9	-13.6	-25.2	0.5	-22.0	CAGR(%)	25.5%	23.6%	23.5%	25.5%	23.6%
经营活动产生现金	0.2	10.1	-0.8	31.2	13.6	PEG	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
投资活动产生现金	-12.1	-15.9	-4.5	-5.0	-6.0	ROIC/WACC	3.5	2.7	3.1	2.8	3.2
融资活动产生现金	20.5	29.1	21.5	-6.6	8.0	REP	1.5	0.9	0.9	0.9	0.7

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。