

消费建材之防水行业：东方雨虹深度报告

研究部建材组 陈苑菁（中国人民大学2021届毕业生）

指导老师 和川

2020年9月24日

自我介绍



暑期部门：研究部

行业：建材组

实习时间：8月10日-9月25日，其中现场1个月

背景：中国人民大学金融硕士

行研经历：1年半左右券商经历，喜欢研究

实习概述：

（1）参与路演：本月累计参与15场左右券商路演、中报会议，每场券商交流会都认真学习老师们提问角度和方式，并向分析师提出自己的问题辅助答疑；

（2）更新研究：辅助导师筛选会议、报告的主要信息，跟进消费建材中的防水子行业动态，辅助进行行业基本面的研究与公司动态跟踪（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）；

（3）跟进课题：每天向导师提问交流自己的看法，更新课题动向；

前言

- 建材行业：水泥、涂料、石膏板等等，和高科技、消费升级没关系，也没有那么高大上。但是，拿收益率比一比，建材是个牛股频出的行业。

国寿资产重要持有的龙头股：东方雨虹（防水行业龙头），2020年以来涨幅接近2-3倍。

- 报告解决问题：站在当下时点，怎么看东方雨虹未来走势？



报告框架/目录 (亮点: 既研究行业和公司, 又解决当下市场关心的投资问题, 形成投资建议)

一、历史: 回顾历史估值增长点

防水行业: 1300亿存量市场, 集中度低, 主用于地产与基建

东方雨虹: 第一梯队, 市占率第一, 唯一营收超百亿, 多品类扩子领域发展

二、当下: 探析当前市场关心痛点

1. 多品类: 在防水业务基本盘上, 转型“1+6”多品类系统服务商, 多品类扩张怎么样?

横向延伸(一)涂料: 1000亿市场空间, 集中度低, 施工步骤、用料与防水材料高度协同

公司对涂料定位高, 增速快, 2030年预计贡献587亿的市值

纵向延伸(二)非织造布: 生产上游材料非织造布, 可满足全部防水需求, 带来永久成本优势

2. 竞争格局: 防水行业已进入存量阶段, 东方雨虹未来市占率有多大?

未上市公司: 行业加速整合, 腰部公司地位下滑

新入局者: 三棵树、北新建材等产能扩张迅速, 产能弹性极大, 但落地关键看销售能力

东方雨虹: 市占率提升: 雨虹追求高效为文化, 销售首推“合伙人”

未来雨虹市占率预计5年30%, 中部企业有增长瓶颈

3. 现金流: 未来地产周期下行, 信用退潮时, 谁在裸泳?

历史复盘: 东方雨虹2018年应收压力最大经历股价危机, 其后吸收教训转变策略, 现金流明显修复

地产预判: 2020年中性偏乐观, 2021年下行

未来风险: 东方雨虹地产下行周期前, 修复资产负债表, 经营稳健

科顺&凯伦: 牺牲资产负债表换取业绩增长, 相比之下地产下行股价风险较大

三、未来: 寻找合理估值点

投资建议: 给予公司2020年33倍PE, 对应目标价60.36元/股, 长期给予“增持”评级。

长期: 防水+涂料+非织造布等跨品类总市场规模接近5000-6000亿, 可能产生一个2000亿左右的公司

风险提示: 流动性收紧、原材料价格上升、新业务不确定性

1. 历史：回顾历史估值增长点

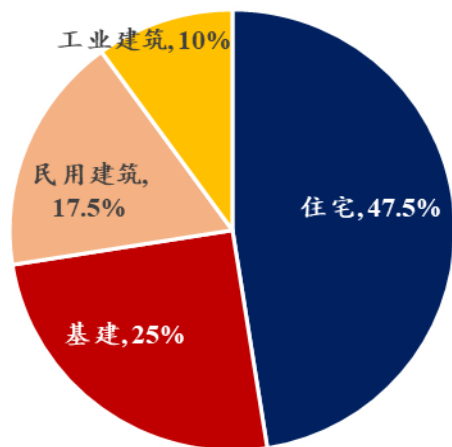
防水行业：1300亿存量市场，稳步增长，目前形成东方雨虹为首的“一超多强”

东方雨虹：营收10年24倍，市占率第一，防水为基本盘，多品类扩张

1.1 市场规模：1300亿规模进入存量阶段，需求地产基建七三开

- 防水重要性较高：防水受潮会缩短建筑物寿命；犯错成本高，翻修成本约为新建成本的3.5倍左右。
- **下游需求结构：总规模1300亿-1500亿，地产需求占比75%，基建需求占比25%。**基建设计防水的需求主要有桥梁隧道、地铁、水利、车站、市政等工程领域。建筑存量市场主要来自修缮和二次装修，，使用区域上，屋面和地下室占68%，厨卫阳台占比10%，此外还应用于路面桥面、隧道等。
- **防水材料市场进入存量阶段，增速10%。**2019年653家规模以上防水企业（主营收入>2000万元）的主营收入累计为990.43亿元，比去年同期增长12.2%，规模以上企业的利润总额达65.79亿元，比去年同期增长15.38%。此外，2019年表观收入相对2018年下降但公布的增速为正，差异或因为两年统计口径不同所致。
- **未来增量：**（1）新住宅规范预计落地，增大防水材料面积和单位用量
（2）存量旧房装修/翻新需求直接拉动防水材料需求

图：建筑防水材料下游应用情况

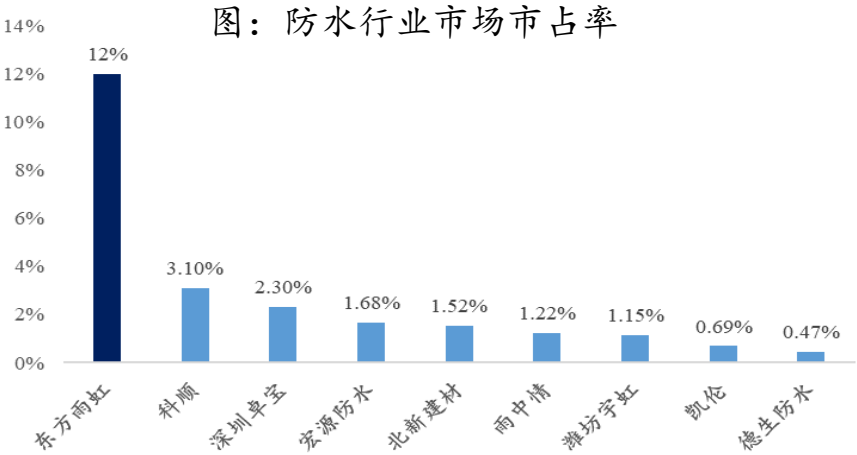


图：规模以上防水企业收入情况



1.2 行业竞争格局：竞争极为分散，东方雨虹第一梯队

➤ **竞争极为分散，东方雨虹第一梯队，市占率超过10%，唯一全国化布局。**科顺股份近年来业绩加速增长，其收入规模已经接近50 亿元，逐步拉开与其他企业差距，自成一档，相当于二线龙头的地位。第三梯队为宏源、禹王、卓宝等领先企业，收入规模在10 亿元以上，市占率超过1%，在部分区域市场有较强竞争力。



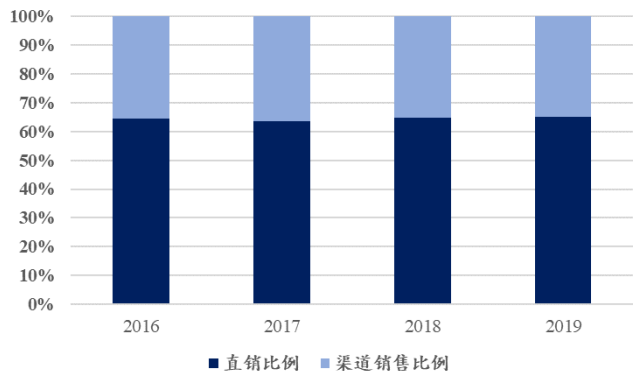
图：防水行业市场分层情况

	企业定位	代表企业	收入规模	布局情况
第一梯队	行业龙头	东方雨虹	百亿级以上企业、全国布局，市占率超过10%	全国区域布局，最早上市，产品高端，品牌优势明显
第二梯队	行业次龙头	科顺	收入接近50亿元，明显拉开与第三梯队差距	全国区域布局，上市平台，加速扩张，品牌优势明显
第三梯队	北新、宏源、凯伦、卓宝等	领先企业		收入规模10亿元以上，多个生产基地，市占率1-10%
第四梯队	有生产许可证的小企业	全行业1500家，其中500家左右在行业有一定的竞争力		产能利用率不超过60%
第五梯队	小作坊、小工厂	数以千计，行业产值占比接近一半		生产工艺落后、节能环保不达标、产品质量低劣、价格低廉

来源：wind，国寿资产

1.3 东方雨虹四大优势，保障长期龙头地位

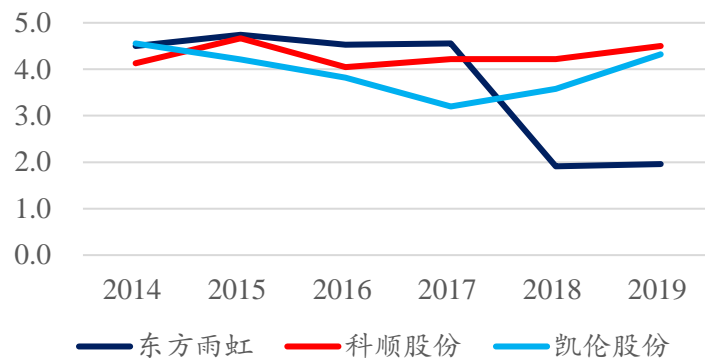
渠道：直销高可直接触达地产客户，70%，为上市公司中最高，助力公司把握下游地产B端集采放量。



产能：目前公司是行业中**唯一完成全国化布局**的防水企业，有28个生产基地，产能布局合理，辐射全国各地，能够以更低的物流和仓储成本，更快地相应速度为全国各地的客户提供服务。



产品：**最丰富产品类别**，且长期坚持高研发，18年前研发投入在营收占比长期保持在4%以上，上市公司最高。



服务：公司**专业的建筑施工防水团队**，**工程施工占比行业最高**，**可带动防水材料增长**，并且设有建筑修缮子公司，“三份材料、七分施工”，更好服务地产客户。

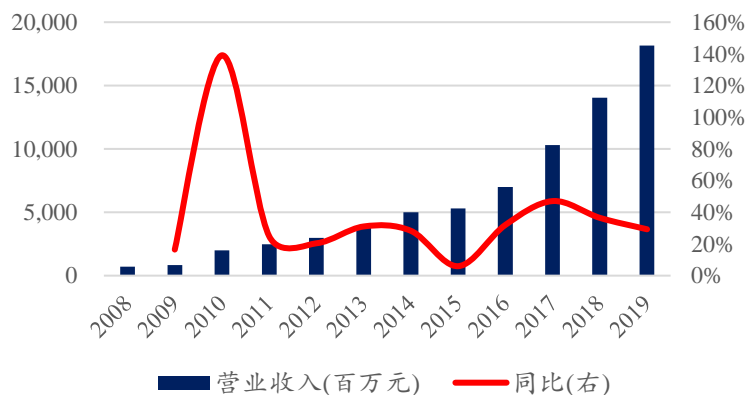


来源：国寿资产

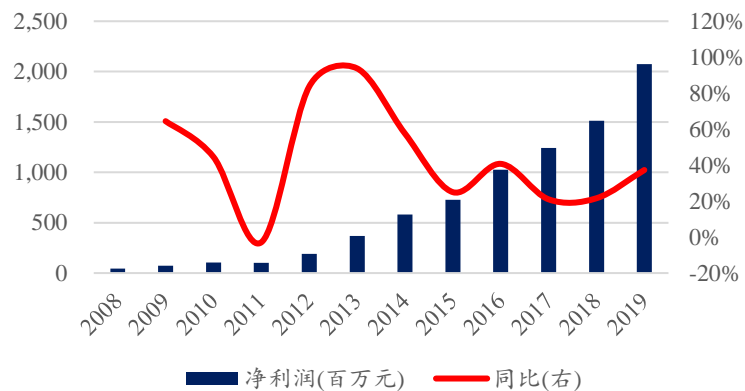
1.4 东方雨虹表现：上市12年营收增长24倍，净利润增长46倍

- 2019年公司实现营收**181.4亿元**，同比增长29.14%，实现净利润**20.9亿元**，同比增长38.25%，自2008年上市以来，公司营收符合增速达34.22%，规模净利润增速达42.01%，且同类产品的利润水平也领先竞争对手。

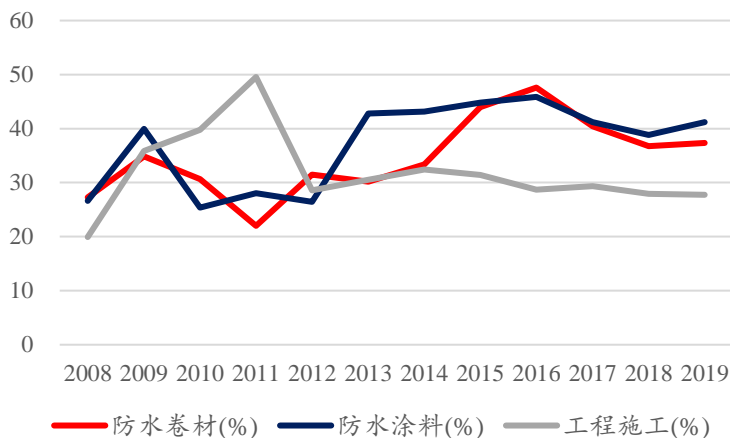
公司上市以来营收增长24倍



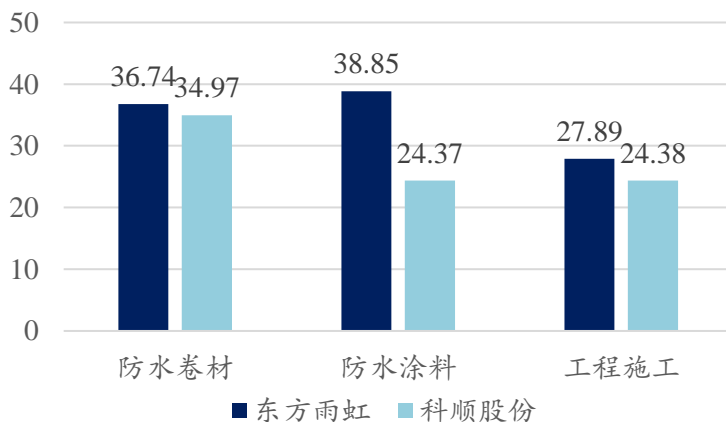
公司上市以来归母净利润增长46倍



公司主要业务毛利率情况



公司与科顺股份毛利率对比(%)



来源：国寿资产

二、当前市场最关注的三个问题：

1.多品类：在防水业务基本盘上，转型“1+6”多品类系统服务商，多品类协同性如何？

横向延伸(一)涂料:1000亿市场空间，集中度低，施工步骤、用料与防水材料高度协同，
公司对涂料定位高，增速快，2030年预计贡献587亿的市值

纵向延伸(二)非织造布:生产上游材料非织造布，可满足全部防水需求，带来永久成本优势

2.竞争格局：防水行业已进入存量阶段，东方雨虹未来市占率空间有多大？

未上市公司：行业加速整合，腰部公司地位下滑

新入局者：三棵树、北新建材等产能扩张迅速，但落地关键看销售能力

东方雨虹：市占率提升：雨虹追求高效为文化，销售首推“合伙人”

未来预计雨虹市占率5年30%，中部企业有增长瓶颈

3.现金流：未来地产周期下行，信用退潮时，谁在裸泳？

历史复盘：东方雨虹2018年因应收压力经历股价危机后，迅速转变策略现金流明显修复

地产预判：2020年中性偏乐观，2021年可能有下行风险

未来风险：东方雨虹地产下行周期前，修复资产负债表，经营稳健

科顺&凯伦：牺牲资产负债表换取业绩增长，未来地产下行股价风险较大

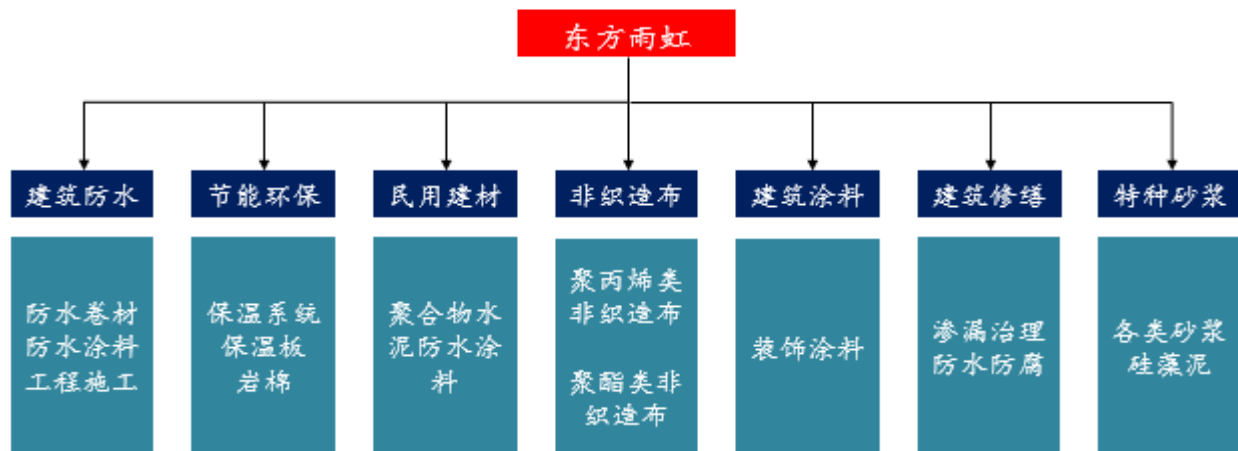
问题一、在防水业务基本盘上，多品类扩张的协同性？

- 稳中求变：防水为基本盘，转型“1+6”多品类系统服务商
- 横向延伸(一)：涂料：市场空间大集中度低，施工步骤、用料与防水高度协同
定位高，增速快，2030年预计贡献587亿的市值
- 纵向延伸(二)：非织造布：生产上游非织造布，带来永久成本优势

2.1 稳中求变：防水为基本盘，转型“1+6”多品类系统服务商

- **2018年，正式升级战略：从防水系统服务商向全球化建筑建材系统服务商转型**，打造全产业链产品的生态系统公司。现已开辟出以建筑方式为基础，亿民用建材、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**。

图：“1+6”系统服务体系



图：公司业务拓展历程

披露日期	公司	方式	主营业务
2010/6/27	昆明风行防水材料有限公司	收购	防水材料、工程施工
2011/3/10	徐州卧牛山新型防水材料有限公司	收购	防水材料、工程施工
2011/7/30	山东天鼎丰非纺织布有限公司	收购	非纺织布
2015/2/12	华沙砂浆有限公司	收购	特种砂浆系列产品
2015/5/9	长沙洛迪环保科技有限公司	收购	硅藻泥
2016/12/15	DAW ASIA LIMITED	收购	建筑涂料
2017/4/21	广州孚达保温隔热材料有限公司	收购	建筑节能保温
2018/4/9	上海场和新材料科技有限公司	设立	节能材料
2018/4/9	德爱威云（中国）建材管理公司	设立	水性涂料

来源：公司年报，国寿资产

2.1 横向延伸(一): 涂料市场空间大集中度低, 与防水高度协同

- **建筑涂料市场与防水市场特点相似, 具有足够大的市场空间且集中度较低, 给了雨虹一个进入机会。**《中国涂料行业“十三五”规划》提出涂料行业发展目标, 到2020年涂料行业总产值预计5600亿元, 以建筑涂料市场规模占涂料总市场规模35%计算, 届时建筑涂料市场空间近2000亿元。我国建筑涂料行业格局较防水建材行业更加分散, 头部企业包括立邦、三棵树和亚士漆, 上述品牌市占率分别为10%、2.99%、1.21%。
- **建筑涂料与防水业务形成高度的协同性:** (1) **客户群体高度一致:** 涂料可以依托现有B端渠道优势进行销售, 不需要增加过多的销售费用, 且在建筑施工过程中, 涂抹建筑涂料是防水工程的下一道工序, 可以快人一步先与地产商接触; (2) **原材料高重合:** 主要原材料都是聚丙烯酸乳液, 可以共同采取规模化采购, 降低生产成本。已经做起来了(德爱威5%)

图: 涂料市场营收集中度

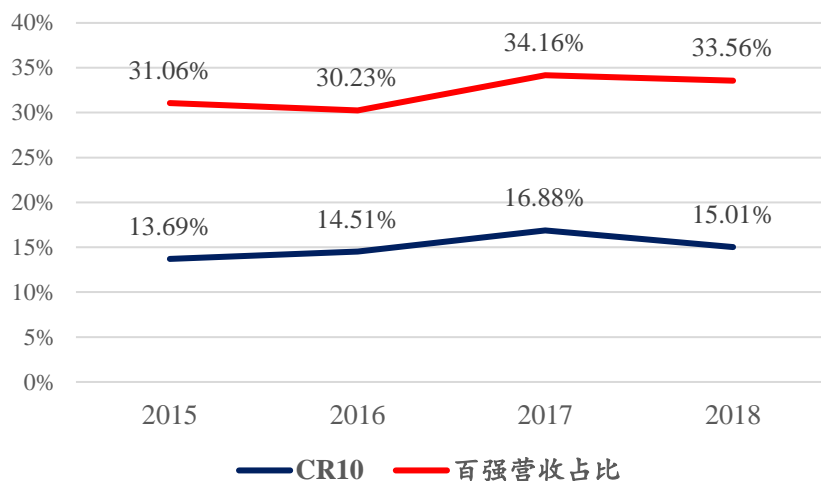


图: 中国房地产开发企业500强首选涂料品类10强

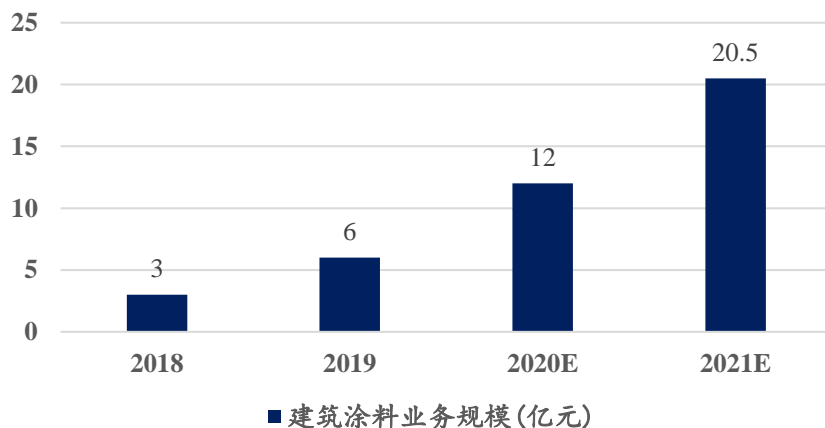
排序	2018		2019		2020	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	19%	立邦	20%	立邦	18%
2	三棵树	17%	三棵树	19%	三棵树	17%
3	亚士漆	16%	亚士漆	18%	亚士漆	15%
4	多乐士	14%	固克	9%	富思特	9%
5	富思特	11%	富思特	9%	固克	9%
6	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%	嘉宝莉	7%
7	固克	5%	美涂士	6%	美涂士	5%
8	美涂士	5%	多乐士	3%	德爱威	5%
9	PPG	2%	巴德士	3%	巴德士	4%
10	巴德士	1%	经典	2%	经典	3%




来源: 公司年报, 国寿资产

2.1 横向延伸(一): 涂料定位高, 借助产能、经验基础增速快

- 对建筑涂料业务的定位: 做第二个“东方雨虹”。东方雨虹于2016年12月收购德国著名建涂企业DAW集团的亚太分部DAW Asia 90%股权, 并于2017年通过DAW Asia在浙江建德投资设立德爱威(中国)有限公司, 顺利进入建筑装饰涂料。
- **2019年公司建筑涂料板块实现营收6亿元, 并已实现盈利, 净利润率约10%。**根据公司中性判断, 2020年建筑涂料业务营收可达到12亿元以上。涂料进入多家地产企业集采名录, 在手订单近30亿元。

图: 东方雨虹涂料业务规模



品牌名称	产品介绍	面向客户	品牌
卡谱乐尔	色彩丰富、功能多样, 主用于各类内外墙、地坪、部分产品也用于家庭装修	主要向涂料批发商及装修公司销售	
科奥特	使用方便, 性价比高, 主要用于较大规模喷涂任务	主要向建材生产商及建筑施工公司销售	
阿尔贝娜	环保性能优越, 多项认证, 主用于家庭及室内精装修, 属于涂料领域高端品牌	主要通过建材超市直接向终端消费者零售	

来源: 公司年报, 国寿资产

2.1 横向延伸(一): 涂料能给东方雨虹贡献多少市值?

东方雨虹新业务市值空间测算 (中性)

- 建筑涂料: 2018/2019年分别实现收入3亿/6亿元。公司中性预计2020年实现12亿元收入, 按照现有高增速趋势估计, **2030年预计实现100亿的营收, 贡献587亿的市值。**
- 保温板/砂浆等其他延伸业务: 总体业务量目前相对较小, 公司公告/中报中尚未披露业绩。
- 市值贡献: 中性假设未来维持10%的净利率空间 (实际: 规模扩大后, 利润空间可能更大)

图: 东方雨虹新业务市值空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2030E
B端建涂市场(亿元)	300	315	330	350	375	500
同比		5.0%	4.8%	6.1%	7.1%	
东方雨虹市占率	1.0%	1.9%	3.6%	5.9%	8.2%	25%
B端建涂收入(亿元)	2.5	4.8	10.91	19.28	29.26	125
建涂总收入(亿元)	3	6	12	20.5	30.8	143
同比		100.0%	100.0%	70.8%	50.2%	
贡献每股价值(元/股)			3.2	5.4	8.1	26.3
贡献市值(亿元)			49	84	127	587

来源: wind, 国寿资产

2.1 纵向延伸(二): 生产上游非织造布, 带来永久成本优势

- 纵向延伸防水卷材上游原材料非织造布。公司2011年成立天鼎丰, 纵向延伸产业链, 开始生产防水卷材原材料非织造布, 并已将非织造布与工建集团、民建集团等并列为四大核心业务板块之一。
- 非织造布主要用于改性沥青防水卷材和合成高分子防水卷材两类防水材料。非织造布能够给与改性沥青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, 同时也可以在高分子卷材中作为增强材料。公司目前拥有12万吨非织造布产能, 规划产能总计18万吨。若以100克/平方米的重量计算, 已达12亿平米, **公司的非织造布产能可完全覆盖公司的防水卷材生产需要, 带来永久性的成本优势。**

图: 东方雨虹非织造布产能布局情况

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

来源: 公司年报, 国寿资产

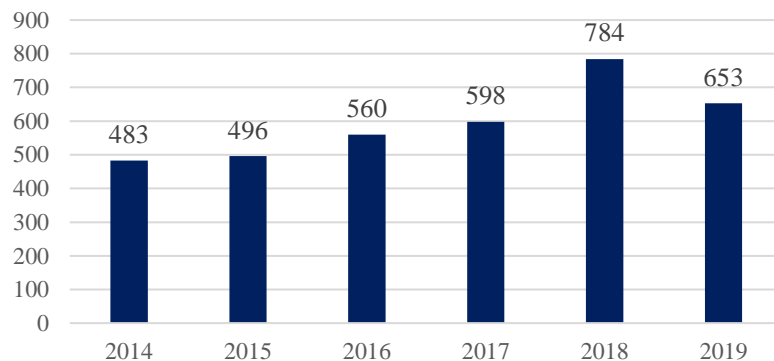
问题二、竞争格局：

防水行业已进入千亿存量阶段，东方雨虹未来市占率有多大？

- 未上市公司：行业加速整合，腰部公司地位下滑
- 新入局者：三棵树、北新建材等产能扩张迅速，但落地关键看销售能力
- 东方雨虹：市占率提升：雨虹追求高效为文化，销售首推“合伙人”
未来雨虹市占率预计5年30%，中部企业有增长瓶颈

2.2 未上市公司：行业加速整合，腰部公司地位下滑

- **规模以上企业数量锐减。**2019年国内有653家防水材料规模以上企业（营收>2000亿元），相较于2018年784家有所减少。非上市腰部公司中：**宏源首选率下滑明显，禹王则被跨行业的北新防水收购整合，大明跌出首选率前10榜单。**



■ 防水材料规模以上企业数量：家

排名	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	27%	东方雨虹	29%	东方雨虹	30%	东方雨虹	30%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	10%	科顺	14%	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	卓宝	9%	宏源	10%	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水（禹王，蜀羊，金拇指）/凯伦	7%
4	宏源	7%	卓宝	9%	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾/卓宝	8%	卓宝/大禹	6%
5	德生	6%	德生	6%	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	凯伦/大禹	6%	雨中情	5%
6	禹王	5%	蓝盾	5%	德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	雨中情	2%	蓝盾	5%
7	大明	4%	禹王	5%	大禹	4%	德生	3%	德生	4%	金拇指	2%	三棵树（大禹九鼎）	3%
8	宇虹	4%	宇虹	3%	禹王	4%	禹王	3%	蜀羊/凯伦	2%	蜀羊	2%	宏源	2%
9	金雨伞	3%	大明	3%	宇虹	3%	宇虹	2%	禹王	1%	禹王	1%	宇虹	1%
10	蓝盾	2%	金雨伞	1%	大明	2%	大明/凯伦	1%	金拇指	1%	大禹九鼎	1%	远大洪雨	1%
总计	-	77%	-	85%	-	91%	-	94%	-	98%	-	100%	-	99%

资料来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，注：2019年北新建材收购三家防水企业，三棵树收购大禹70%股权

2.2 竞争格局：新入局者产能扩张迅速，但落地关键看销售能力

- 2019年陆续有其他建材子行业公司进行防水布局，主要通过并购/自建防水业务的方式，主要的公司有北新建材（原业务管道）、三棵树（原业务涂料）等。
- 产能弹性较大，落地的规模最终取决于销售能力，新进入公司抗风险能力不如东方雨虹（质量有待提高）。防水产能布局难度不高，产能开工的弹性较高，如东方雨虹卷材产能1.4亿平米，实际实现4.7亿平米产出。在已有产能布局的基础上，最终产能落地的弹性大小取决于公司的销售能力。

图：新入局者迅速布局防水业务产能

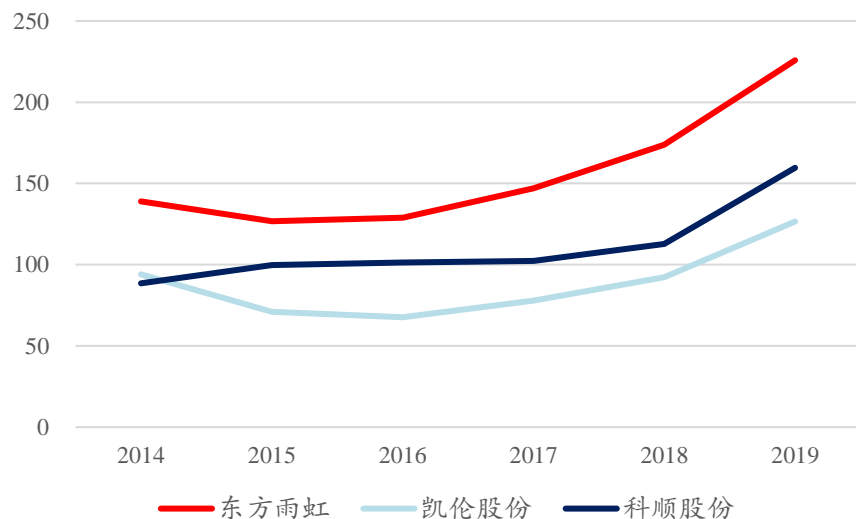
代码	公司	首选率	防水产能	产能布局
002271.SZ	东方雨虹	36%	卷材4.7亿平米 涂料40万吨	布局东北、华北、西北、华东、华中、华南、西南地区
300737.SZ	科顺股份	20%	若全部投产： 卷材1.3亿平米 涂料16万吨	8座生产及研发基地： 佛山、昆山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南八大生产基地，同时公司正在建设福建、德州二期项目生产基地
300715.SZ	凯伦股份	7%	沥青防水卷材0.2亿平米 高分子卷材0.05亿平米 涂料1.2万吨	昊江设立生产基地
603737.SH	三棵树	3%	卷材1.11亿平米 涂料2.64万吨	2019年收购大禹九鼎70%股权，内部成立防水部门
000786.SZ	北新建材	7%		2019年收购四川蜀羊、盘锦蜀王、河南金拇指三家各70%股权，全国10大防水基地
未上市	卓宝科技	6%		8大生产基地： 深圳、北京、湖北、武汉、苏州、成都、天津、佛山
603378.SH	亚士创能		卷材0.3亿平米	2019年新建生产基地，含3000万平米卷材
未上市	宏源防水	2%		5大生产基地
未上市	宇虹	1%	在建：0.55亿平方米新型 环保防水材料	
未上市	远大洪雨	1%		

来源：公司公告，国寿资产

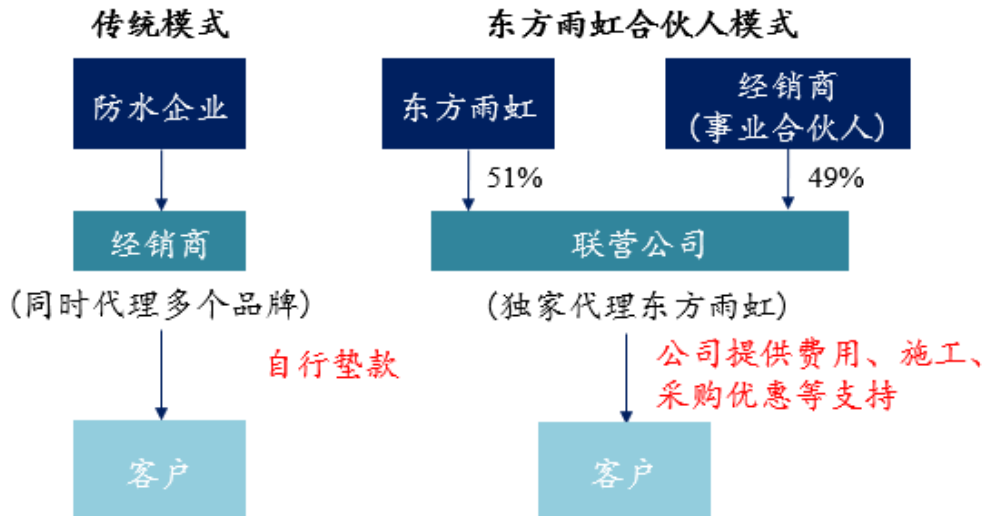
2.2 市占率提升：雨虹追求高效为文化，销售首推“合伙人”

- **公司高度重视企业文化建设，追求高效是核心文化。**公司董事长李卫国早期效仿华为的管理文化，并参考华为基本法写就公司的纲领文件。东方雨虹管理文化：效率至上、结果导向：2012年制定转型战略后当年就在地产业务取得不错成绩，**2015年底制定快速发展战略后2017年提前1年完成目标**。重视品牌和质量：公司非常重视企业文化宣传，产品和服务追求业内最好水平，2020年公司以品牌价值131.89亿元上榜中国品牌榜。
- **雨虹首推合伙人机制，扁平化+让利给经销商，双赢分红体系同时提高市场覆盖范围。**2016年是公司决定快速提高营收规模的阶段，工程渠道也要一起发力，对于传统代理商正式推出合伙人模式，建立双赢的分红体系。2018年调整架构之后，合伙人由三四线城市向一二线城市拓展，并且民用市场也在发展合伙人。2019年，公司合伙人数量从900人上升到1700人，发展十分迅速。今年，公司将继续打造合伙人2.0版本，进一步提高管理效率。

图：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份人均创收(万元)



图：东方雨虹合伙人模式对比



来源：公司公告，国寿资产

2.2 未来竞争格局：雨虹市占率5年30%，中部企业有增长瓶颈

东方雨虹防水业务目标：未来5年市占率30%，10年实现50%。

目标实现的可能性看两点：

雨虹目前基数大，低增速也能有高增量，已经通过前几年增长快速超过同业对手。

其他腰部公司：目前增速较快，但不可能无限增长，未来扩张到一定程度便会触碰到雨虹的边界，有可能在达到雨虹同等规模前增速就降低。（相当于抢占无效市场和边际争夺已有市场的区别）

图：东方雨虹未来市占率测算

	2019	2020E	2021E	2022E	2025E
防水市场规模(亿元)	1,300	1,391	1,488	1,593	1,951
YoY(中性)		7%	7%	7%	
东方雨虹防水规模(亿元)	149	189	238	298	582
YoY(中性)	32%	27%	26%	25%	25%
东方雨虹市占率	11%	14%	16%	19%	30%
科顺防水规模(亿元)	41	62	86	116	255
YoY(乐观)		50%	40%	35%	30%
凯伦防水规模(亿元)	11	22	40	59	131
YoY(乐观)		100%	80%	50%	30%
三棵树防水规模(亿元)	4	8	15	27	92
YoY(乐观)		100%	90%	80%	50%
北新建材() 防水规模(亿元)	10	20	34	48	131
YoY(乐观)		100%	70%	40%	40%
除雨虹外四家合计市占率	5%	8%	12%	16%	31%

注：防水业务包含防水卷材、防水涂料，不包含工程施工

来源：公司公告，国寿资产

问题三、现金流：

地产周期下行，信用退潮时，谁在裸泳？

- **历史复盘：**东方雨虹2018年应收压力最大，经历股价危机，2018年后转变策略，现金流明显修复
- **地产预判：**2020年中性偏乐观，2021年可能有下行风险
- **未来：**东方雨虹地产下行周期前，修复资产负债表；科顺&凯伦：牺牲资产负债表换取业绩增长，若未来地产下行股价风险较大

2.3 历史复盘：东方雨虹2018年应收压力最大，经历股价危机

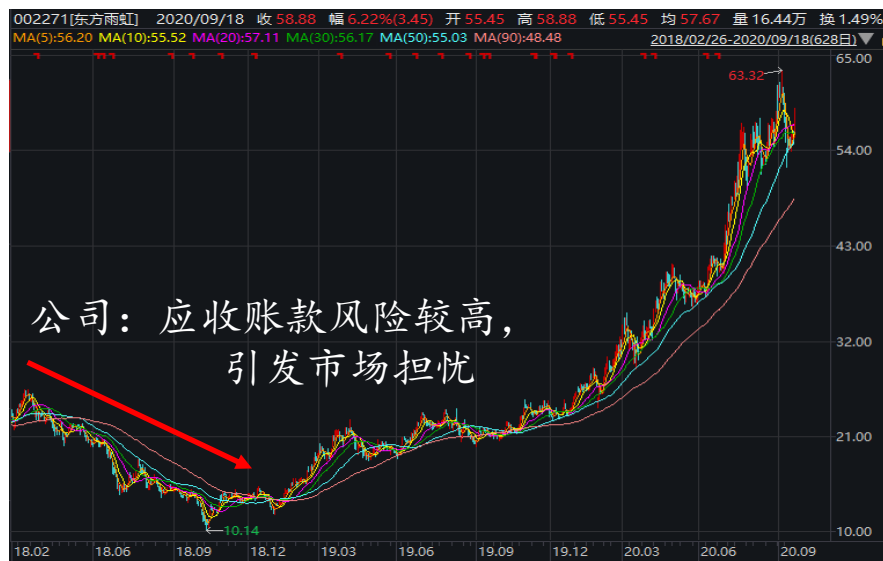
► 服务B端地产市场，且防水位于施工前端，应收票据及应收账款占营收比例较高。

应收账款的压力来自两方面：

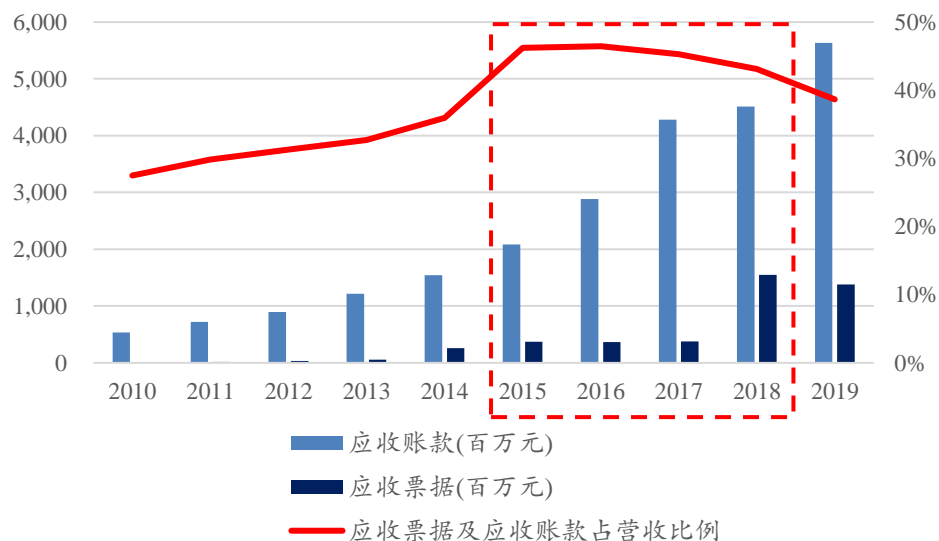
(1) 放松账期换营收，应收占比快速提升，2015年东方雨虹实施PS战略；扩大收入规模 and 市场份额，对下游地产商放宽账期的管理换取收入的增速，收入高速增长是核心指标，总体应收账款在营收中占比快速上升。

(2) 给予下游地产商大额履约保证金换取市场。公司2018年施行“履约保证金换市场”政策。履约保证金的实质是通过保证金的方式为下游的地产商融资，根据开工至完工期限的不同，履约保证金的总时限在2-3年左右。交付是采取每年年初交付，年中或年末归还的方式。

图：雨虹2018年遭遇股价危机



图：雨虹应收账款占比高于40%

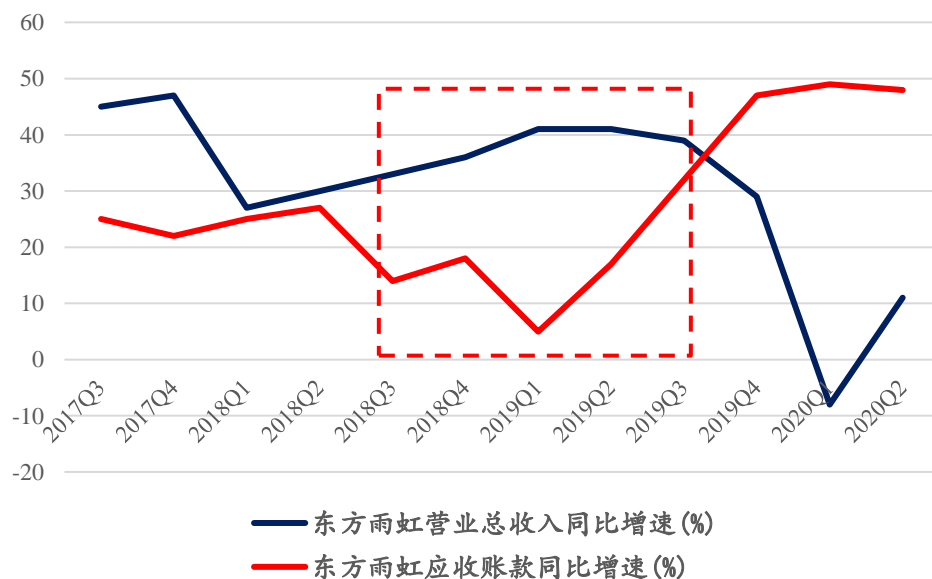


来源：wind，国寿资产

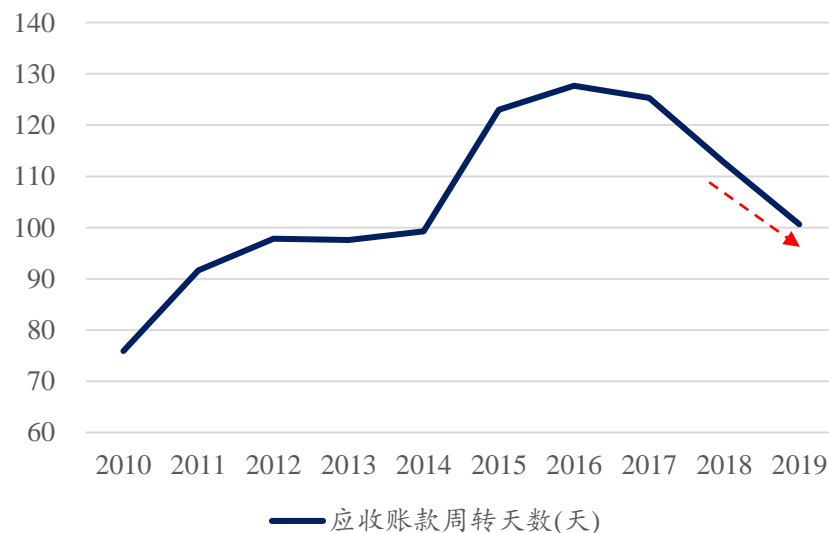
2.3 东方雨虹：吸取教训2018年后转变策略，现金流明显修复

- **东方雨虹：地产景气时期改善收益质量、地产下行时期抗周期能力增强。** 2018年开始转变战略管控应收账款，决策执行效率高，2019年改善效果有所呈现，2018年，公司制定“高质量”发展战略，加大对应收账款回收力度、调整大客户结构、以及信息化平台升级等工作，**将稳健发展放在第一要位**。公司决策落地执行效率高，2018年4季度应收账款增速明显回落。2020年初至今营收账款同比上升主要由于疫情期间，账期压力有所上升，但长期保证收益质量的管理基调不改。
- **多渠道盘活应收账款。** 公司同时运用**保理及ABN**等方式进行融资，盘活应收账款增加现金流。考虑到2019年全年保理金额为12.18亿元，判断下半年仍将产生大部分保理业务。2020年底预计有一笔中金公司承做的50亿可转债落地，落地后会增强公司的现金流能力。

图：雨虹2018Q3后应收增速回落低于营收增速



图：东方雨虹2018Q3后应收账款显著修复



来源：wind，国寿资产

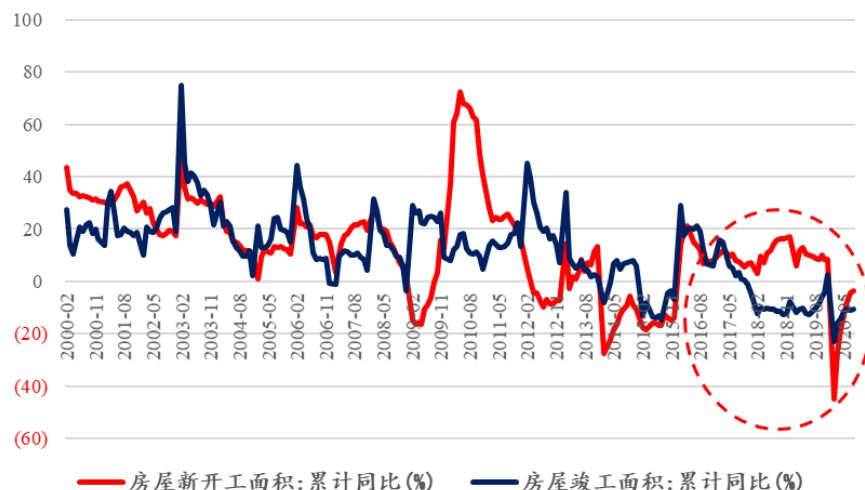
2.3 地产景气度预判：2020年中性偏乐观，2021年预计下行

- **2020年：新开工趋势性回升+基建超预期，总体维持中性偏乐观判断。** 首先：8月23日出台房地产三道红线红头文件，本质是约束有息负债，预计Q4与明年一季度房企会夏洒新开工力度，以期尽快拿到预售回款。企业拿地意愿弱+房企希望通过抢开工尽快达到预售条件。根本上受制于土地购置面积的减少，预计2020年新开工面积会有趋势性的回落。其次：基建下半年回升。由于疫情的影响，虽然公司的开工延迟，但也有利好：三驾马车中的消费因为疫情受挫严重，今年的GDP目标需要靠基建支撑。
- **2021年：新开工回落+基建减弱，预计地产可能有下行风险。** 一般情况下土地购置面积减少将导致新开工面积减少，历史上大部分时期也是同步的。房地产三道红线标准满足后，新开工明年二季度预计回落，但具体的要跟踪2020年在国家释放流动性之后的拿地；竣工数据预计仍然会延续剪刀差的收敛，但力度没有2020年大；基建受今年提振后2021年会更弱。整体而言，2021年的情况预计下行。

图：土地购置面积带动新开工回落



图：土地竣工同比小幅回升

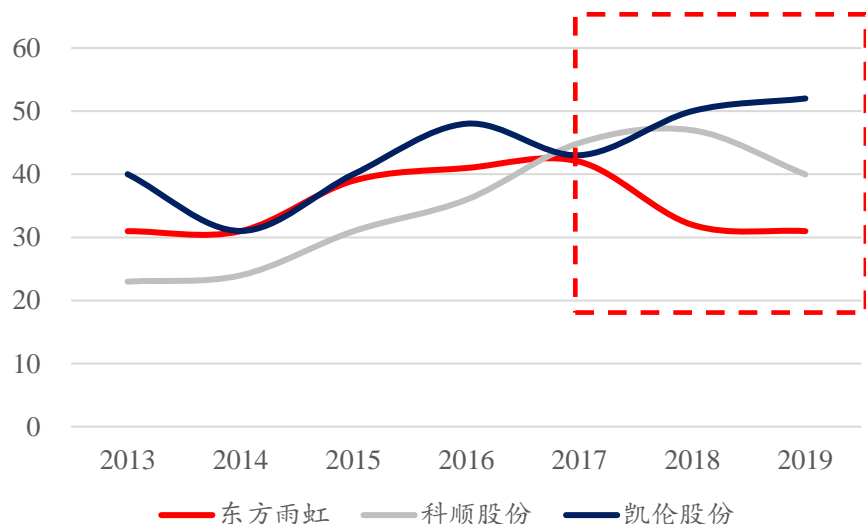


来源：wind，国寿资产

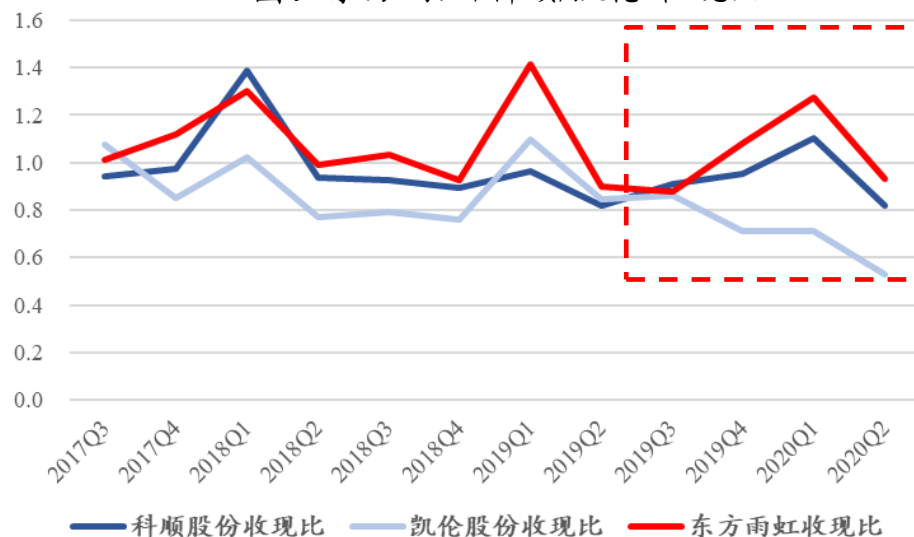
2.3 未来地产若出现下行，信用收缩，防水行业中谁在裸泳？

- **东方雨虹：地产景气时期改善收益质量、地产下行时期抗周期能力增强。** 2018年开始转变战略管控应收账款，决策执行效率高，2019年改善效果有所呈现，2018年，公司成立了专门的风险监管部评估客户履约能力，“对到期应收账款实行零容忍”。公司决策落地执行效率高，2018年4季度应收账款增速明显回落。2020年初至今营收账款同比上升主要由于疫情期间，账期压力有所上升，但长期保证收益质量的管理基调不改。
- **科顺股份/凯伦股份：本轮疫情期间流动性充裕，通过牺牲资产负债表换取业绩增长，若未来地产下行有较大的应收账款回收风险。** 疫情期间流动性泛滥推升的部分现金流换增长模式给予的高估值将难以为继，大部分B端公司2020年H1的利润表高成长是以牺牲资产负债表和现金流急剧恶化为代价，股价更多反映流动性的行情，亦包含较满的乐观预期；实际经济的改善令市场更多回归高质量发展的周期核心资产。雨虹基本放弃恒大的订单（6亿，接近3%的代价），现主要做恒大的是凯伦（风险高）。

图：东方雨虹/科顺/凯伦 应收账款占比



图：东方雨虹/科顺/凯伦 收现比



来源：wind，国寿资产

报告框架/结论（亮点：既研究行业和公司，又解决当下市场关心的投资问题，形成投资建议）

一、历史：回顾历史估值增长点

防水存量市场，集中度极低，东方雨虹：第一梯队，市占率第一，唯一营收超百亿

二、当下：探析当前市场关心痛点

- 1.多品类：防水业务基本盘上，转型“1+6”多品类系统服务商，横向延伸涂料增速快，2030年预计贡献587亿的市值，纵向延伸非织造布带来永久成本优势，协同性较好。
- 2.竞争格局：防水行业已进入存量阶段，行业加速整合，淘汰中小公司，东方雨虹基数大，增量，预计雨虹市占率5年30%
- 3.现金流：未来若地产周期下行，东方雨虹修复资产负债表经营稳健，科顺&凯伦牺牲资产负债表换业绩增长，股价风险较大

三、未来：寻找合理估值点

投资建议：给予公司2020年33倍PE，对应目标价60.36元/股，长期给予“增持”评级。

长期：防水+涂料+非织造布等跨品类总市场规模：5000-6000亿，很可能产生一个2000亿左右的公司

风险提示：流动性收紧、原材料价格上升、新业务不确定性

3. 未来：寻求未来合理估值点

➤ 长期：

防水+涂料+非织造布等跨品类总市场规模：5000-6000亿，产生一个2000亿左右的公司

➤ 估值参考：根据2020年1.83元的EPS预测，给与公司33倍PE估值，对应目标价为60.4元/股，给予“增持”评级。

➤ 风险提示：

1. 流动性收紧：大B公司估值回调
2. 原材料价格上升：沥青价格疫情后反弹压缩毛利率空间
3. 新业务不确定性：涂料体量较小，未来增长不确定

3. 盈利预测与估值

盈利预测：

- 预计公司2020-2022年营收为232/293/365亿元，对应增速分别为27%/26%/25%。预测增速放缓原因是：公司目前战略是提高收入质量，创收不再是第一目标，且公司体量较大，因此调低增速水平。
- 预计公司2020-2022年利润为29/37/46亿元，对应增速分别为39%/26%/25%。预测增速放缓原因是：2020年上游沥青价格低位，助力公司净利润增长，预计沥青价格在2021年会回归价格中枢，净利润增速有所回落。

EPS分别是1.8/2.3/2.9元/股。

表：公司盈利预测

	2018年	2019年	2020E	2021E	2022E
防水卷材（亿元）	73.2	99.8	125.2	154.7	189.2
YoY		36%	25%	24%	22%
防水涂料（亿元）	36.8	42.8	55.6	72.3	92.6
YoY		16%	30%	30%	28%
建筑涂料（亿元）	3	6	12	20.5	30.8
YoY		100%	100%	71%	50%
工程施工（亿元）	19.5	23.5	27.8	32.9	38.8
YoY		21%	18%	18%	18%
其他主营业务（亿元）	6.8	8.3	9.6	10.9	12.4
YoY		22%	15%	14%	13%
其他业务（亿元）	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
营业收入（亿元）	140.5	181.6	231.5	292.7	365.2
YoY		29%	27%	26%	25%
归母净利润（亿元）	15.1	20.8	28.8	36.5	45.5
YoY		37%	39%	26%	25%
基本EPS（元/股）	1.0	1.4	1.8	2.3	2.9

来源：wind，国寿资产

3. 盈利预测与估值：投资者建议

- **可比公司估值对比：**选取纯正做防水企业标的科顺股份、凯伦股份，以及切入防水市场且初具业务的北新建材作为可比公司。截至2020年9月17日，2020年可比公司平均PE为31倍，考虑到东方雨虹体量较大增速较低，未来2年预计维持在20-25%的中低速水平，第二梯队的科顺/凯伦体量小、增速相对较高，因此适当调低估值倍数。
- **PE Band：**由于公司处于防水第一梯队，2018年后经营质量改善明显，且未来多品类具有较大的潜力，因此在可比公司31倍基础上适当调高，因此给予公司2020年33倍PE倍数，根据2020年1.83元的EPS预测，**对应目标价为60.36元/股，当前股价为58元/股，长期给予“增持”评级。**
- **风险提示：**
 1. 流动性收紧：2021年市场流动性收紧，主要影响下游地产，客户为大B端的建材公司估值会给回调。
 2. 原材料价格上升：今年疫情影响沥青价格处于历史低位，受沥青价格预期回升，毛利率会明显下降。
 3. 新业务不确定性：市场对东方雨虹的涂料业务是否能做起来存疑，目前已做的体量可能不足以支撑市值。

表：可比公司估值

公司代码	公司简称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	ROE摊薄(%)	EPS(元/股)				PE(倍)			
				2019A	2018A	2019A	2020E	2021E	2018A	2019A	2020E	2021E
300737.SZ	科顺股份	25.5	155	11.5	0.31	0.60	1.08	1.39	84	43	24	18
300715.SZ	凯伦股份	69.0	118	12.8	0.50	0.93	1.43	2.21	181	87	48	31
000786.SZ	北新建材	34.8	588	3.2	1.46	0.26	1.59	1.92	24	133	22	18
均值		43.1	287	9.2	0.76	0.60	1.37	1.84	96	88	31	23
002271.SZ	东方雨虹	56.2	883	21.2	1.01	1.44	1.83	2.23	59	43	31	25

来源：wind，国寿资产

防水子行业深度报告：
当下时点，东方雨虹值不值得买？

感谢聆听，请批评指正！

研究部 陈苑菁（中国人民大学2021届毕业生）
指导老师 和川
2020年9月24日

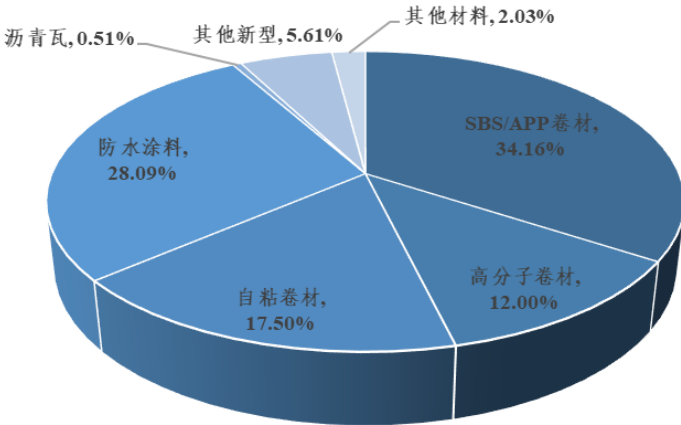
附录一、防水材料分类：以沥青基卷材为主

➤ **产品结构：**主要4种，SBS/APP改性沥青防水卷材、合成高分子防水卷材、自黏聚合物改性沥青防水卷材、防水涂料。按产品结构划分，2019年普通改性沥青卷材占比34.16%，高分子卷材占比12.10%，防水涂料占比28.09%，自黏聚合物改性沥青防水卷材占比17.50%，合计占比达到91.95%。从所用的原材料看，**沥青类防水材料是使用的主体，占比51.66%**。改性沥青卷材在许多国家上升为主导防水材料，高分子卷材安全环保无污染，可以重复使用，市场需求会逐步提高。

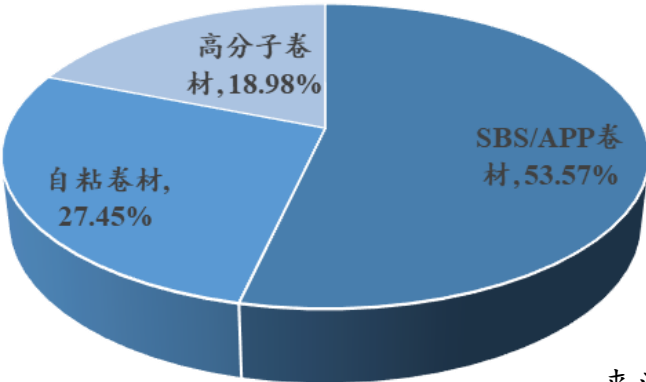
图：建筑防水材料性能、应用对比

产品类型	产品名称	主要种类	耐候性	耐腐蚀性	延伸率	使用情况	应用部位
防水卷材	传统沥青基防水卷材	沥青油纸和沥青油毡	较差	较差	较低	淘汰品种	多用于屋面及地下室工程
	改性沥青防水卷材	SBS/APP改性沥青防水卷材	较好	较好	较高	推广使用	
	高分子防水卷材	橡胶高分子防水卷材、塑料高分子防水卷材	较好	较好	较高	推广使用	
防水涂料	高分子防水涂料	聚氨酯防水涂料为主	较好	较好	较高	推广使用	多用于建筑卫生间和浴室地面及外墙的防水、防渗和防潮工程

图：建筑防水材料产品结构



图：防水卷材产品结构



来源：中国建筑防水协会

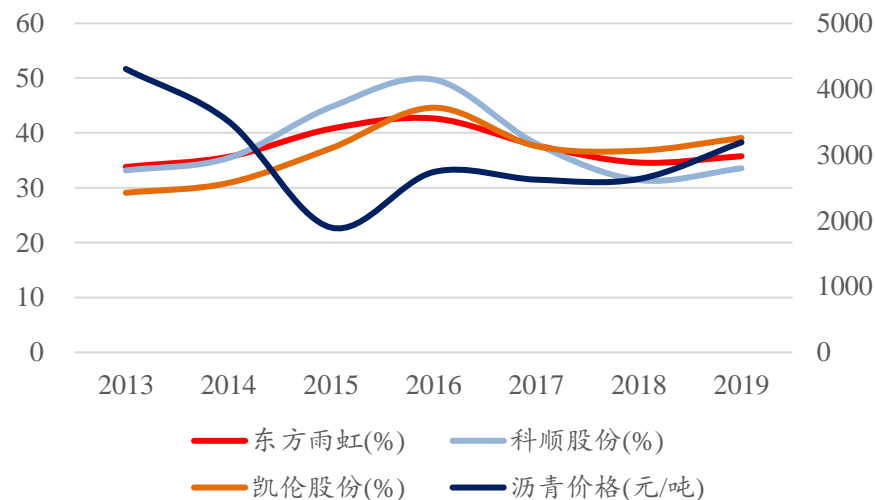
附录二、上游：沥青成本与石油高度相关，企业不具备议价权

- **原材料价格与石油价格走势相关度高**：防水材料行业原材料包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI和SBS改性剂等，上游化工原材料在防水材料中占比超过80%，其中以东方雨虹和科顺股份为例，沥青在原材料成本中占比达三成，其价格与国际原油价格相关度很高。
- **防水上市公司的毛利率同沥青价格基本呈现负相关**。沥青是防水企业最主要的原材料，并且企业对于沥青采购缺乏议价权，因而即便考虑到沥青采购与实际计入生产成本的时间差异和用量差异，防水企业的盈利情况同沥青价格的波动有较强的相关性，整体来看沥青价格同防水企业盈利会呈现出反向变动的关系，三家防水上市公司的年度毛利率同沥青价格基本呈现负相关的关系。

图：国际原油与国内沥青价格走势



图：防水上市公司毛利率与沥青价格的关系



来源：wind, 中国建筑防水协会

附录二、上游：疫情期间油价骤跌带来毛利上升

- **防水企业毛利率同沥青价格基本呈现负相关的关系。**正是因为沥青是防水企业最主要的原材料，并且企业对于沥青采购缺乏议价权，因而即便考虑到沥青采购与实际计入生产成本的时间差异和用量差异，防水企业的盈利情况同沥青价格的波动有较强的相关性，整体来看沥青价格同防水企业盈利会呈现出反向变动的关系，如下图所示，三家防水上市公司的年度毛利率同沥青价格基本呈现负相关的关系。
- **疫情影响，石油价格骤跌带来毛利空间：**2020年初受新冠肺炎疫情影响原油需求锐减，且主要产油国间达成有效协议花费一段时间，原油跌回20-30元/桶的水平，4月较年初最大跌幅达45.9%，5月初开始，OPEC+从供给端大规模减产，叠加全球新冠肺炎疫情好转，原油市场开启再平衡。

图：疫情影响，石油价格骤跌带来毛利空间



来源：wind, 中国建筑防水协会

附录二、下游规模测算：房地产+基建1300亿防水市场，平稳增长

➤ **大概推测，防水总市场空间约1300-1500亿元。**

➤ **地产领域防水材料市场空间约1207亿元。**房地产是消费建材最重要的需求来源。2018-2019年建筑业房屋竣工面积平均约41亿平米，其中住宅竣工面积约28亿平米，故非住宅竣工面积约13亿平米；假设重装房与新房的比例约2：10，农村自建房与新房的比例约3：10，则住宅市场（新房+重装房+农村自建房）竣工面积约41亿平米，住宅：公装=3：1。根据假设，测算出不同消费建材的市场空间。

➤ **基建领域防水材料空间约138亿元。**防水材料在基建工程也有较多应用。基建市场包括高速铁路、公路、机场、轨交、桥梁管廊、海绵城市等，不同领域对防水材料的需求不同。按照经验数据测算，高铁投资额约1%用于防水工程，公路投资额约0.3%用于防水工程，此外地铁、机场、地下管廊等都对防水材料的需求有着较大的需求。粗略估算每年仅公路、铁路与地铁的防水材料需求就可达百亿以上。

表：地产领域市场空间测算（亿元）

产品	新房	重装房+农村自建房	住宅市场规模	公装市场规模	合计市场规模	假设条件 (基于100平米/套)
防水卷材	448	224	672	260	932	单价20元/平米，住宅、公装单套分别使用80、100平米 合计金额为1600元（住宅）、2000元（公装）/套
防水涂料	140	70	210	65	275	单价约10元/平米，单套施工面积50平米 合计金额为500元/套

表：公路、铁路、基建领域市场空间测算（亿元）

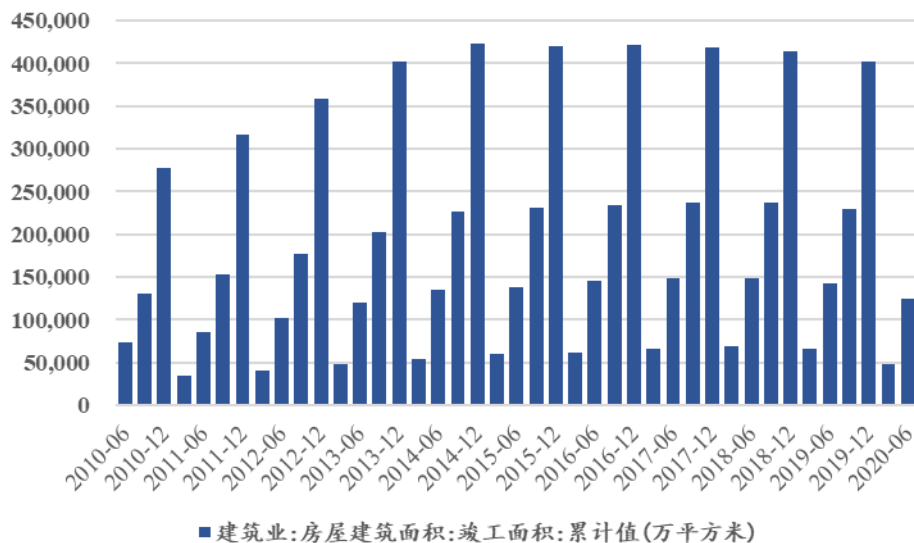
部分基建市场空间	2014	2015	2016	2017	2018	2019
公路投资	15461	16,513	17,787	21,163	21,335	21895
铁路投资	8,088	8,238	8,015	8,010	8,028	8029
公路防水市场空间	46.4	49.5	53.4	63.5	64	65.7
铁路防水市场空间	72.8	74.1	72.1	72.1	72.3	72.3
合计	119.2	123.6	125.5	135.6	136.3	138

来源：wind，国寿资产

附录二、下游：建材需求稳定，防水增速近10%进入存量阶段

- **建材市场总需求稳定。**从建筑业相关数据看，我国建筑竣工总面积2015年以来一直维持在40亿平米左右，建材需求总量2015年以来基本已经处于平稳状态。企业收入增长主要来源于市场格局变化导致的集中度提升，企业份额提升。预计未来随着我国城市化进程的深入，建筑业总规模仍会维持一段时间，建材行业需求总量基本维持稳定，可以通过单位用量和市场机构数据两个角度估算市场空间，可以看到行业空间的大致规模基本吻合。
- **建材子行业防水材料市场进入存量阶段。**建筑防水协会定期公布规模以上（主营业务收入在2000万元以上）企业收入、利润及增速情况，其中2019年653家规模以上防水企业的主营业务收入累计为990.43亿元，比去年同期增长12.2%，规模以上企业的利润总额达65.79亿元，比去年同期增长15.38%。此外，2019年表观收入相对2018年是下降的（2019年990亿，2018年为1147亿），但公布的增速为正，这里面的差异或因为两年统计口径不同所致。

图：2015年以来建筑业竣工面积保持稳定



图：规模以上防水企业收入情况



来源：wind，国寿资产

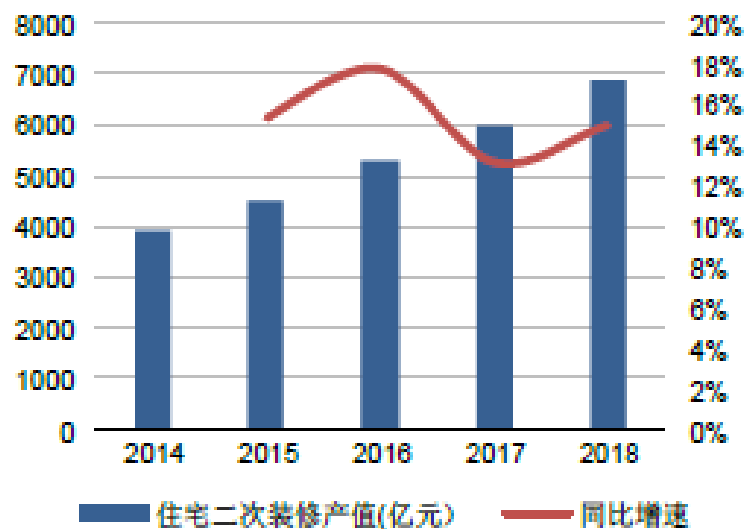
附录二、未来增量：政策新规、修缮翻新需求带动防水增量

- **新住宅规范预计落地，增大防水材料面积和单位用量**，保守估计1000亿市场里面接近500亿的市场都成为非标产品。我国当前对防水材料保质期要求5年，由于年限较短，导致许多下游客户对防水重视不高，房屋渗漏问题严重。2019年2月住建部在征求意见稿中对防水规范提出新要求，外墙最低工作年限是25年，未来新规范实施有助于增加防水材料的使用面积、涂刷厚度及提升整体产品的质量。
- **存量旧房装修/翻新需求直接拉动防水材料需求**。1999年-2019年末，我国累计销售商品房187.71亿平方米。按照住房翻新周期为10-15年计算，2010年二次装修市场需求开始释放，目前二次装修住宅市场在家装市场中占比已经达到了33.8%，随着存量住宅装修耐用年限逐渐到来和二手房市场持续发展，大量住房的二次装修需求将会逐步释放，巨大的旧房翻新需求将会直接拉动防水材料需求。

图：防水材料要求工作年限延长

项目	原工作年限
防水材料	5年
项目	要求最低工作年限
地下工程	工程结构设计工作年限
屋面工程	25年
外墙工程	25年
室内工程	30年
道路桥梁工程	工程结构设计工作年限

图：住宅二次装修产值及同比增速变化情况



来源：wind，国寿资产

附录三、竞争格局：东方雨虹为首的“一超多强”

- **雨虹和科顺首选率遥遥领先：**从过去五年的房企500强首选供应商榜单来看，东方雨虹和科顺股份始终位列前两名，且二者首选率一直呈上升态势，5年间东方雨虹由29%升至36%，科顺股份由14%升至20%。
- **行业集中度提升明显：**2015-2019年前十名供应商首选率从85%提高到99%，雨虹和科顺首选率合并超过50%。

图：中国房地产开发企业500强首选供应商服务商品牌榜首（防水建材类）

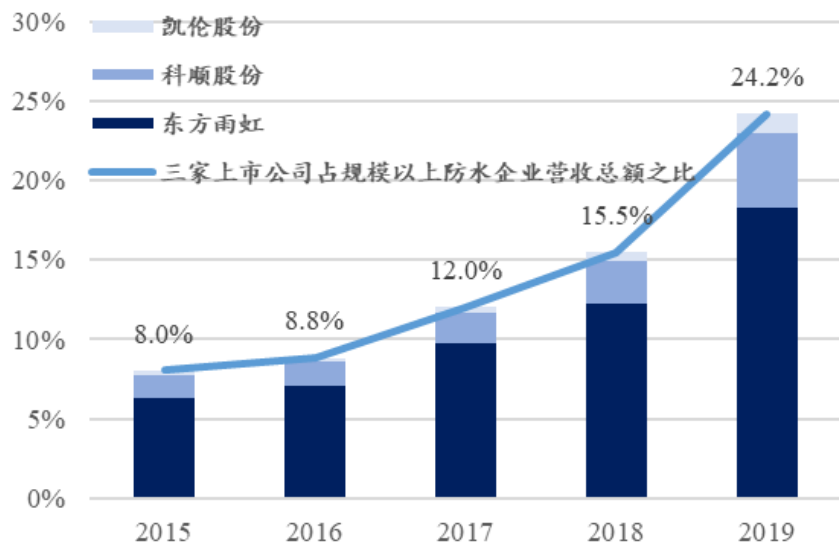
序列	2016		2017		2018		2019		2020	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	30%	东方雨虹	30%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水(禹王、蜀羊、金拇指)/凯伦	7%
4	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾/卓宝	8%	卓宝/大禹	6%
5	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	凯伦/大禹	6%	雨中情	5%
前10合计		91%		94%		98%		100%		99%

来源：wind，国寿资产

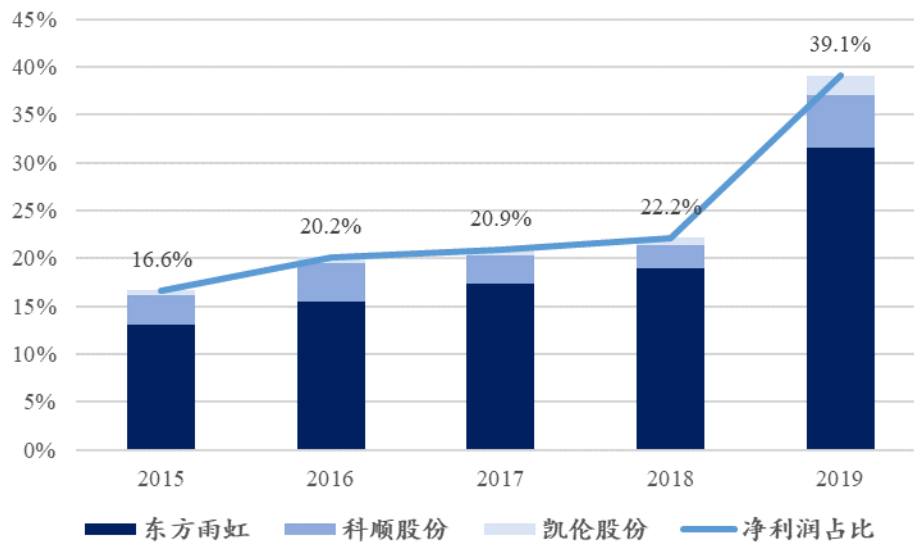
附录三、竞争格局：东方雨虹为首的“一超多强”

- ▶ 三家上市公司（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）占规模以上营收与利润比重迅速提升。2014年以来，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份这三家公司营收总额占行业规模以上防水企业营收总额的比例逐步提升，且在2018年和2019年呈现继续加快的态势。**2019年三家营收总额占行业规模以上企业营收总额达24.06%，利润总额占比达39.1%。**
- ▶ 东方雨虹营收与利润市占率在2018-2019年加速提升尤为明显。东方雨虹占规模以上企业营收规模比重由2015年的6.3%快速上升至2019年的18.3%。占规模以上企业利润规模比重由2015年的13.1%快速上升至2019年的31.5%。

图：三家上市公司占规模以上防水企业营收总额之比



图：三家上市公司占规模以上防水企业利润总额之比



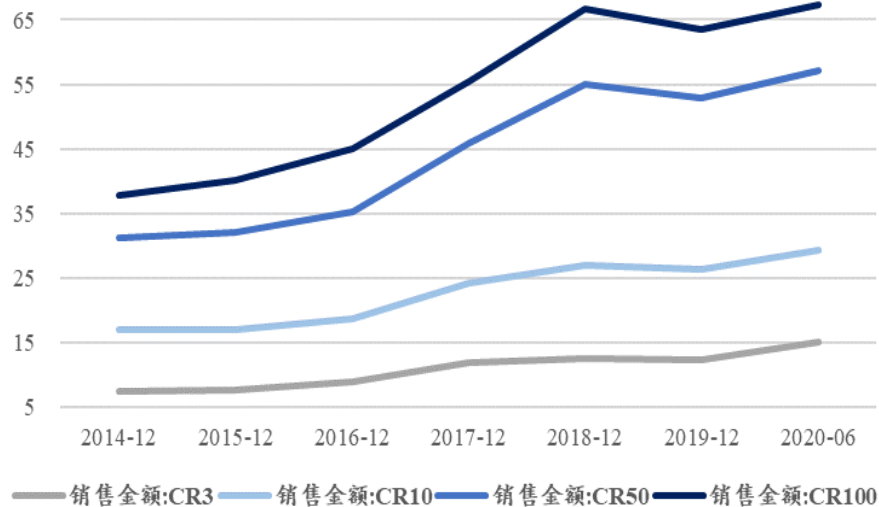
来源：wind，中国建筑防水行业协会，国寿资产

附录三、未来集中度提升：地产倒逼上游整合加速

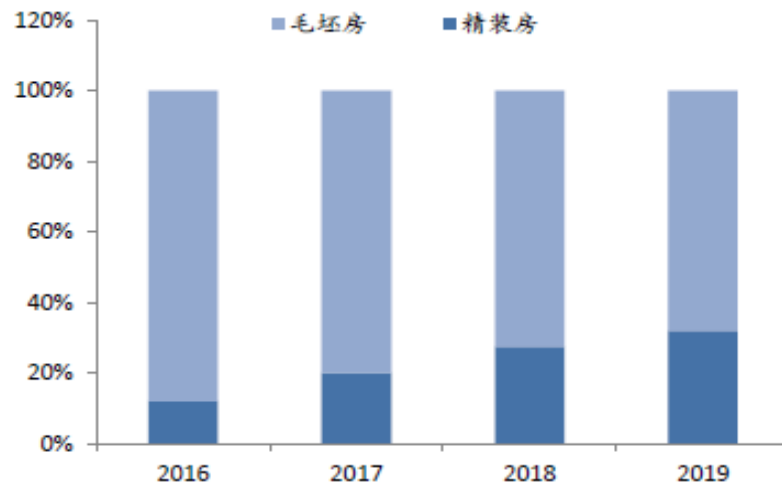
未来防水市场集中度将进一步提升原因：

- **龙头地产商市占率提升**，2019年国内TOP10地产商销售集中度达到27.7%，TOP100集中度达到61.5%，同比提升约5个pct，在地产调控不断加码的背景下，土地成本居高不下、开发商融资渠道收紧导致小型地产开发商拿地愈发困难，规模发展受到限制，地产行业仍在加速向头部集中。**随着地产集中度的提升大型房地产企业更重视自身品牌的维护，更倾向于与有实力的品牌供应商合作**，而建材品类作为精装时代下的标配（如涂料、防水材料、保温板、管材、瓷砖、五金等），**与建材供应商强强联合的局面将推动上游行业集中度提升**。
- **精装修渗透率提升推动大B端集采**，2019年我国精装修项目总规模达到322万套，同比增长27.6%，其中渗透率达到32%，提前完成国家要求的2020年全国精装修比例达到30%的水平，而根据AVC数据，预计2020年精装修规模超过360-400万套；到2029年，精装修渗透率有望达到80%，未来地产精装修的成长空间依旧广阔。

图：头部房地产企业销售面积占比迅速提升



图：精装房比例迅速提升达到32%

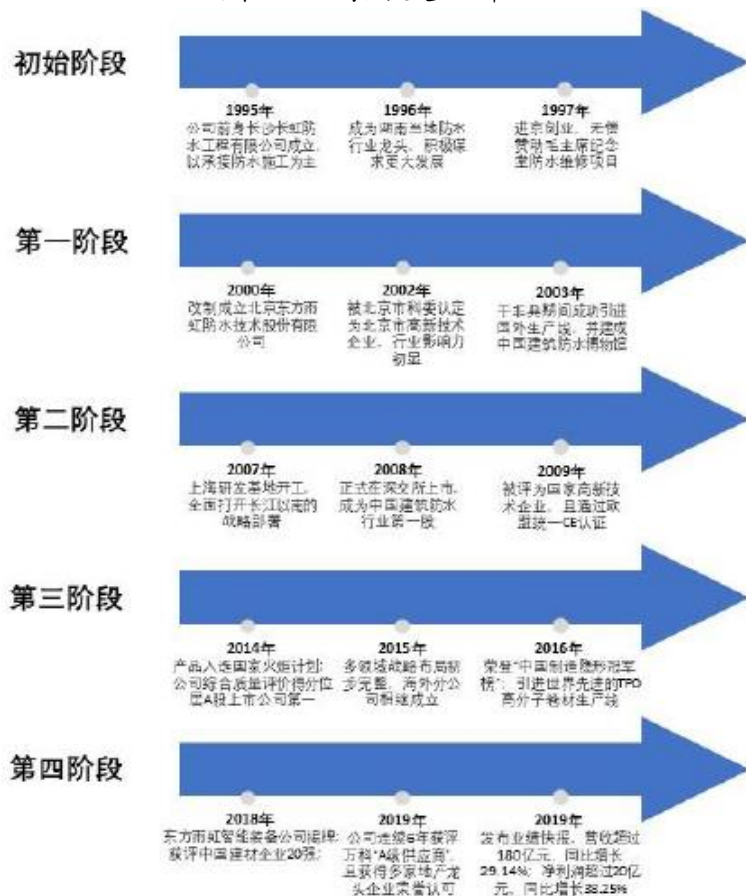


来源：wind，奥维云网，国寿资产

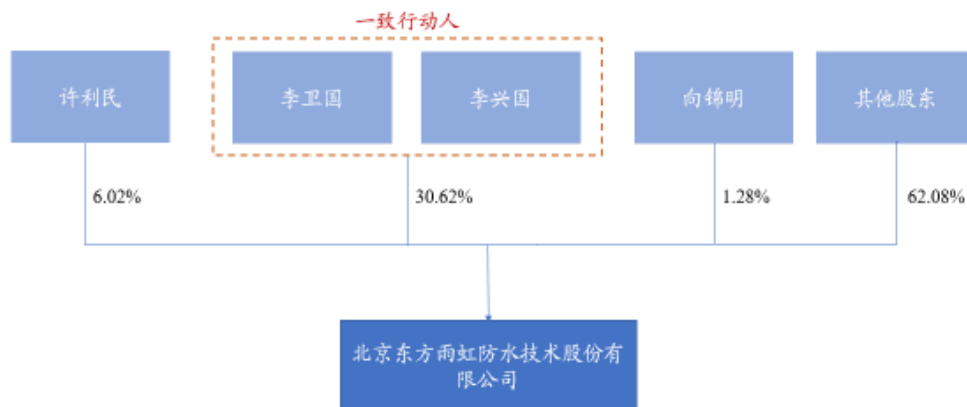
附录四、东方雨虹发展历程：防水行业领跑者，股权集中

- 公司是一家集防水材料研发、制造销售及施工服务于体的系统商，前身为北京东方雨虹防水技术有限责任公司，成立于1995年，并于**2008年成为防水行业首家A股上市公司**。
- 股权集中：公司上市以来的控股股东和实控人均为李卫国先生，他与一致行动人李兴国先生共持有**30.62%的股权**，同时，李卫国先生也是中国建筑防水协会会长和高能环境的实控人。

图：公司历史沿革



图：李卫国为公司第一大股东和实际控制人



来源：公司招股说明书，国寿资产

附录四、东方雨虹产能：唯一全国布局、服务高效

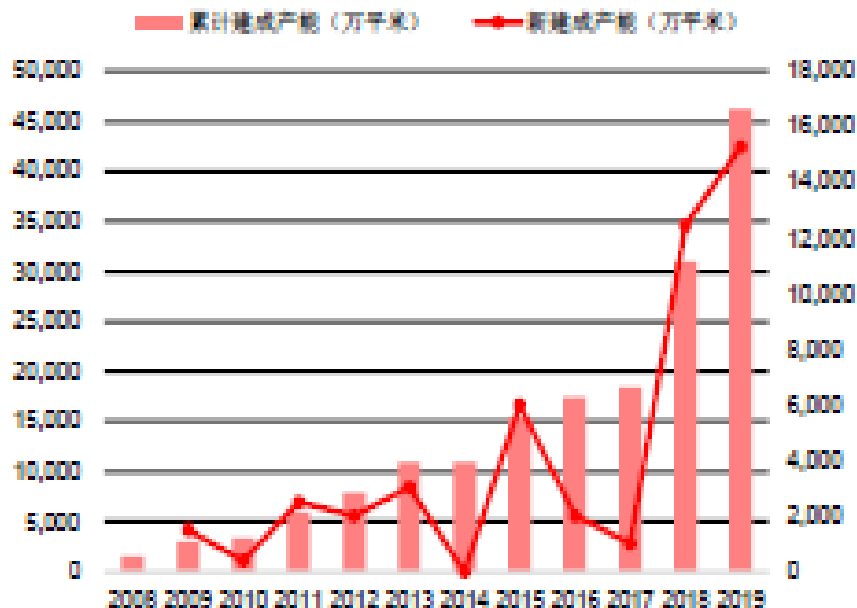
- 受运输条件和运输成本的制约，防水材料的服务半径通常为500公里。2008年上市之后，公司保持连续的产能扩张节奏，通过2011年定增、2014年定增、2017年可转债的融资方式募集资金，逐步完善全国化的产能布局。截止目前，**东方雨虹是行业唯一的全国性防水企业**，拥有28个生产研发基地，防水卷材产能约5亿平米，防水涂料产能约140万吨。在需求较强的中东部地区，公司服务半径已缩短至300公里，可实现24小时到货。

图：东方雨虹实现全国布局



注：蓝色为无基地省份，粉色为有卷材基地省份，红色为年产能4000万平方米以上省份

图：东方雨虹防水产能快速提升

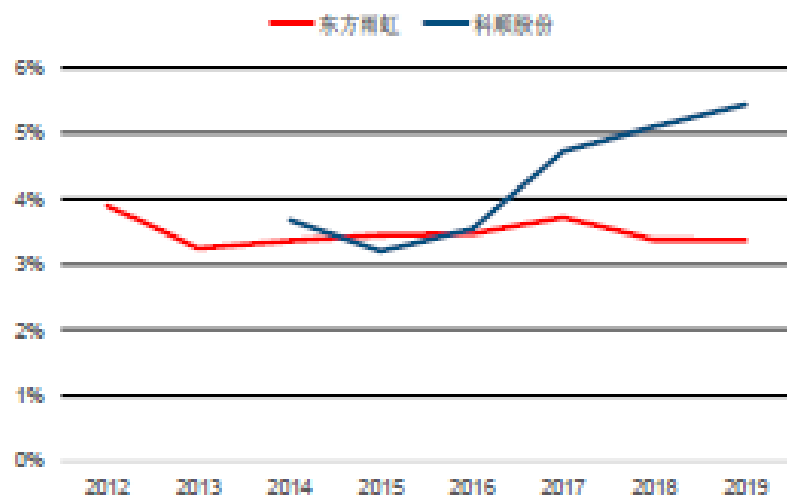


来源：公司公告，国寿资产

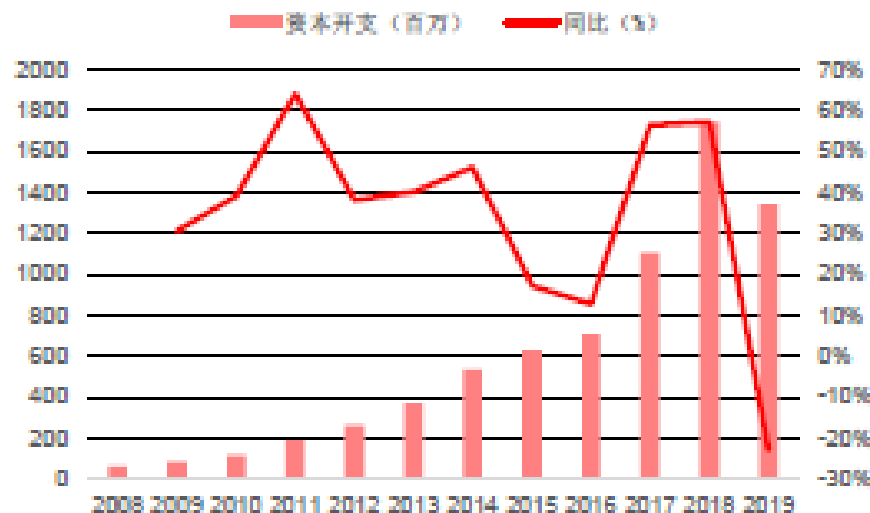
附录四、东方雨虹产能：新增产线仍有空间

- **全国布局保障领先优势：节约公司运输成本，提高利润水平。**以东方雨虹和科顺股份为例，2012-2019年雨虹的运输费用率持续稳定在3.5%左右，表明公司的产能投产和营收增长节奏较为一致，运费优势持续。而科顺股份在2017年之后运输费用率大幅上升，2019年运输费用率达到最高值5.44%，相比雨虹在2015年达到营收50亿元时（对应科顺2019年），全国基地数量超过10个。
- **全国基地布局基本完成，但产线持续增加巩固护城河。**东方雨虹资本开支在2018年达到最高峰，随后2019年开始回落，主要因为公司在全国基地布局基本完成，且2018-2019年提前购置大量土地，为未来一段时间产线扩充提供建设空间。公司2018-2019年土地使用权在9亿元以上，预付土地款均超过2亿元。随着市占率上升，产线数量可弹性增加。公司预计2020年资本开支10亿元，后续资本开支预计稳定在10亿元水平，可弹性增加产线。

图：2012-2019年东方雨虹与科顺股份运输费用率(%)



图：东方雨虹2008-2019年资本开支金额

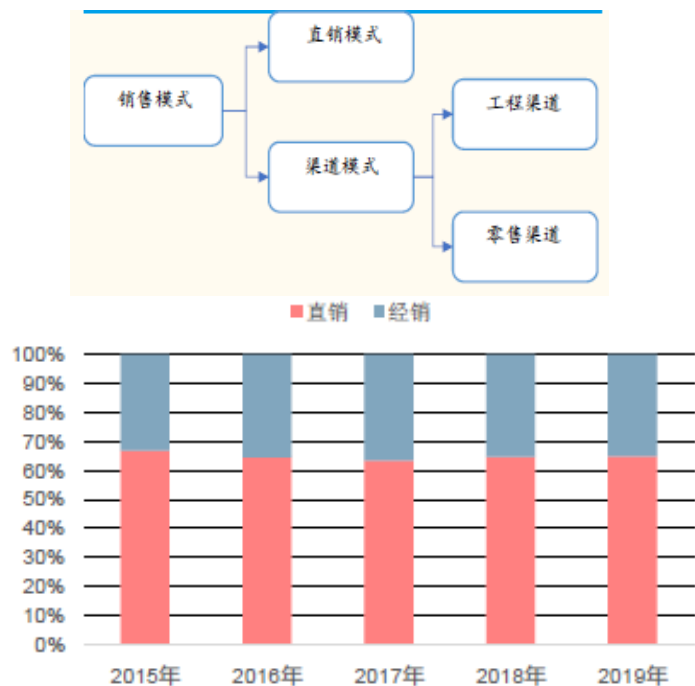


来源：wind，国寿资产

附录四、东方雨虹销售：B端雨虹最强，在龙头地产商市占率最高

- **渠道占比：**公司采用直销（材料销售+包工包料施工）模式与渠道模式相结合的营销模式。**直销比例70%、渠道比例30%。消费建材板块中，东方雨虹B端竞争优势最强。**目前在前百强地产商中，公司已与59家签订战略合作关系，其中在万科、保利、融创、恒大、绿地等大型地产商中，公司市占率均在50%以上。公司和万科长期保持合作关系。在2013-2019年连续七年获评万科A级供应商，市占率达到90%。纵观消费建材板块，如涂料、瓷砖、卫浴、五金、管材等，唯有东方雨虹可以做到同时在多家头部地产商渠道50%以上市占率。
- **客户结构变化：**2012年前，公司前五大客户以建筑类客户为主。2011年受温州高铁事故影响，全国铁路投资大幅下滑。公司积极对客户结构进行调整，**2016年起，公司的前五大客户全部变成房地产客户。**

图：东方雨虹2015-2019年直销与经销占比



图：东方雨虹2011年后前5客户转变为房地产领域

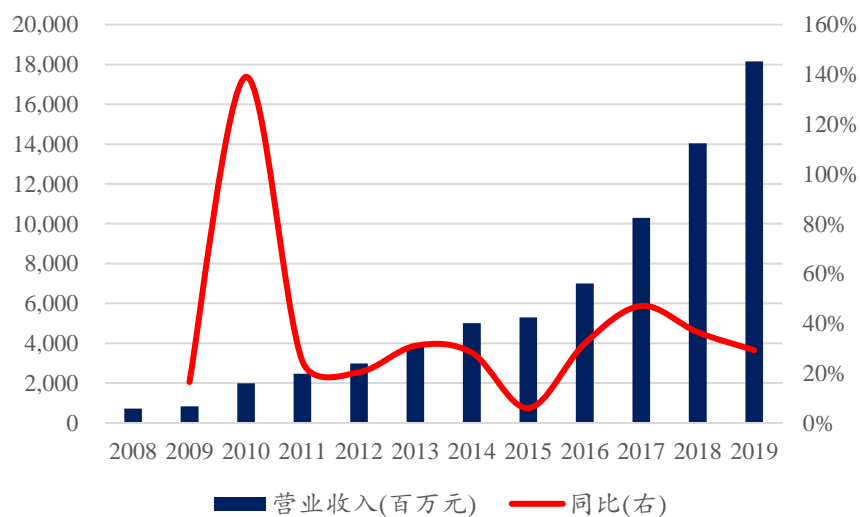
2011年	2014年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
杭甬铁路客运专线有限责任公司	保利房地产（集团）股份有限公司
京石铁路客运专线有限责任公司	中国建筑第八工程局有限公司
京广铁路客运专线河南有限责任公司	广州天力建筑工程有限公司
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	大华（集团）有限公司
2012年	2015年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
上海龙湖置业发展有限公司	保利房地产（集团）股份有限公司
大华（集团）有限公司	天津融创置地有限公司
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	中国建筑一局（集团）有限公司
保利地产集团股份有限公司	广州天力建筑工程有限公司
2013年	2016年
万科企业股份有限公司	万科企业股份有限公司
保利房地产（集团）股份有限公司	保利房地产（集团）股份有限公司
中国建筑第八工程局有限公司	荣盛房地产发展股份有限公司
上海龙湖置业发展有限公司	天津融创置地有限公司
大华（集团）房地产开发有限公司	上海龙湖置业发展有限公司

来源：公司年报，国寿资产

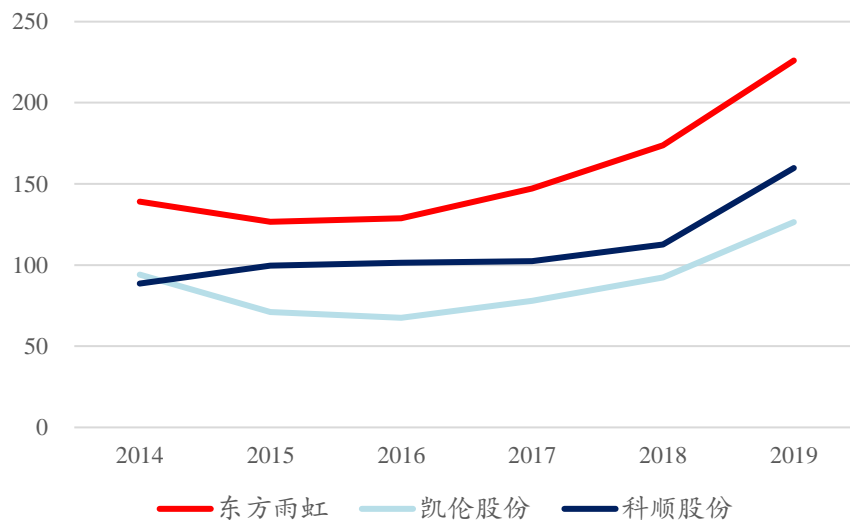
附录四、东方雨虹利润表：战略转型见效，人均创收行业前列

- **战略转型及时有效，市占率遥遥领先。**2012年公司全面转型，尽管营收增速有所下降，但仍保持在20%以上。2015年增速渠道出现显著下降，主要受工程渠道拖累。2016年公司实施“合伙人制度”及快速抢占市场份额。2019营收规模超过180亿元。行业地位第一，市占率遥遥领先。
- **狼性文化效率至上，人均创收保持行业前列。**2008-2019年，公司员工数量增速大部分年份低于营收增速。2016年以前，雨虹在建材可比公司中人均创收属于最高水平；2018年，人均创收低于海螺水泥，但仍大幅高于科顺股份、北新建材、中国巨石等公司。这主要得益于销售团队狼性文化，2015年底公司制定销售目标计划三年实现百亿营收，实际2017年提前完成目标。

图：东方雨虹2008-2019年公司营收及增速



图：东方雨虹人均创收行业排名前列

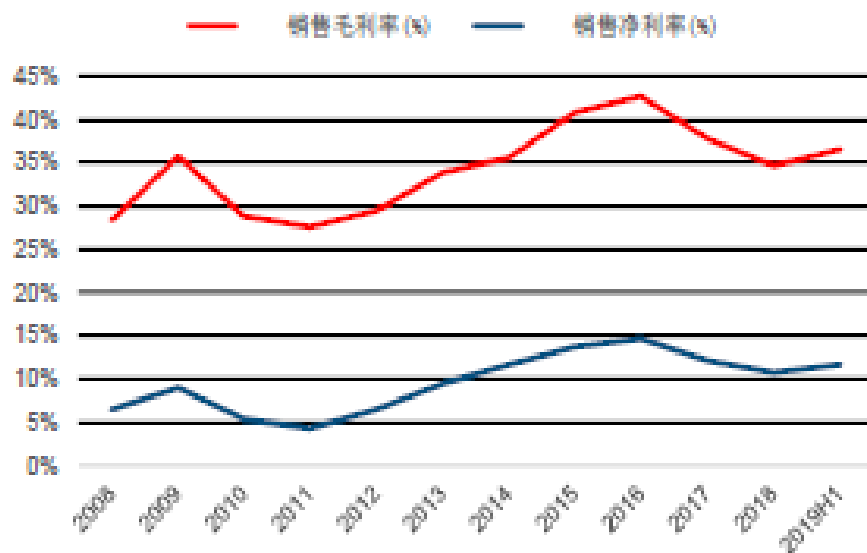


来源：wind，国寿资产

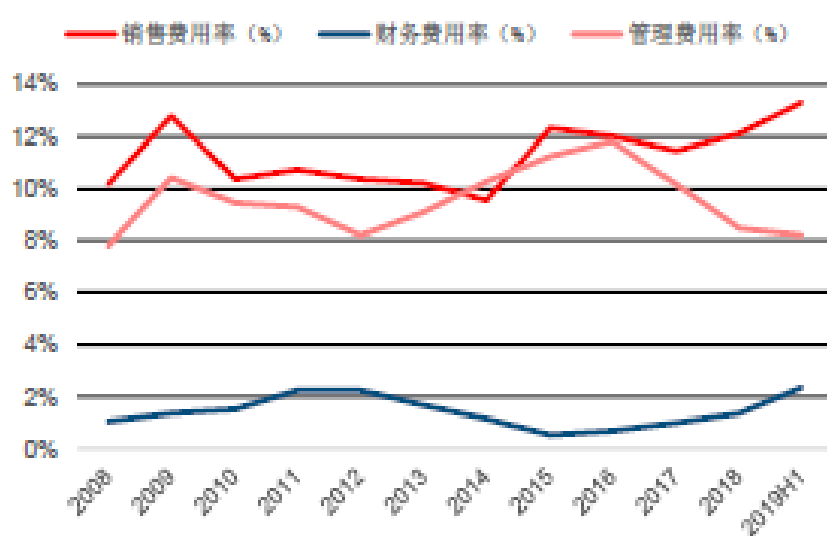
附录四、东方雨虹利润表：油价走低利润空间提升

- **公司销售毛利率受油价影响较大，原油走低提升盈利空间。**公司的原材料主要包括沥青、SBS 改性剂、聚醚、乳液等，多为石油化工产品，因此毛利率受国际原油价格波动的影响较大。公司在全国建防水生产线时，会配套建设沥青储罐，目前全国储量约为40万吨；并通过冬储的方式，在低价买入沥青来对冲一部分原料价格的冲击。因此我们看到在2018年沥青价格大幅时，东方雨虹仍保持了毛利率近35%、净利率10.76%，科顺股份同年毛利率仅为31%、净利率5.98%。
- **三费：销售费用：近年来呈现增长趋势，主要是广宣费用（主要用于拓展德爱威涂料产品及其他民建产品，和多种形式的媒体合作，持续推进品牌宣传）和其他项同比增速较快，员工薪酬及运输费占比最高，相对稳定；财务费用：近两年有上升趋势，主要因为公司短期贷款增加较快，发行可转债及ABN、以及保理业务的增加。同时，2017年-2019年下游地产商现金流较为紧张，银行承兑汇票及商业承兑汇票的结算形式增加，公司相应的贴息费用增加，计入利息支出细项。未来随着可转债赎回增加，财务费用将进一步下降。**

图：东方雨虹2008-2019年毛利率与净利率走势



图：东方雨虹2008-2019年公司三费占比走势

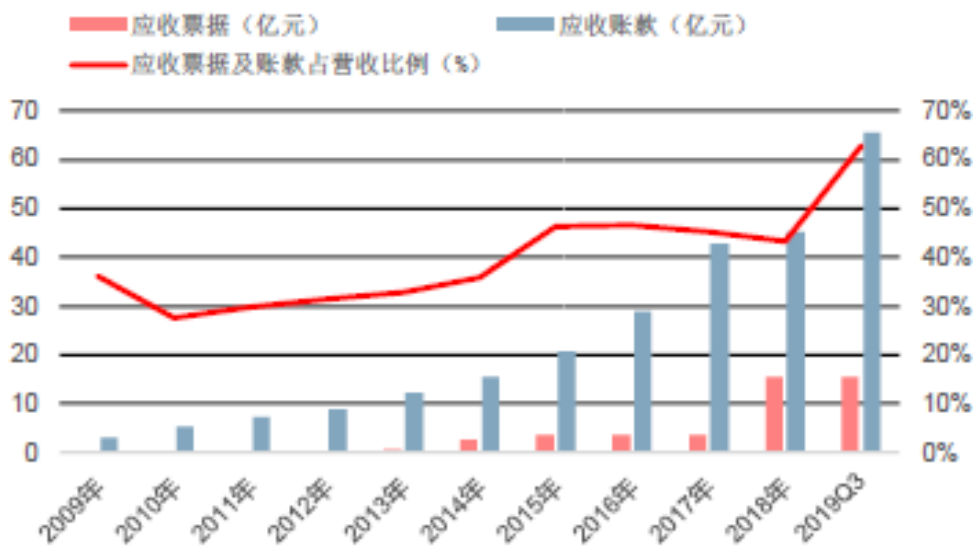


来源：wind，国寿资产

附录四、东方雨虹资产负债表：应收账款压力逐步缓解

- **服务B端市场，应收票据及应收账款占营收比例较高。**2015年以后，公司的应收账款及票据的金额逐渐走高，尤其在市场流动性较为紧张的2018年，应收票据金额翻了两倍。这主要和销售模式相关，公司直销金额占比达到60%以上，其中地产商占比居多，且账期普遍较长。
- **2018年开始管控营收账款，2019年改善效果有所呈现。**2018年，公司成立了专门的风险监管部评估客户履约能力，并对合同评审、工程签证和回款情况进行全程监控，随时跟进每个具体项目的应收账款回款情况；年报中表明“对到期应收账款实行零容忍”，实际操作中将应收款作为销售人员考核的一票否决制，同时地产商合作方面，2019年续签的部分新合同，账期较之前有所缩短。

图：应收账款及票据占比情况



图：单季度应收账款及收入增速比较



来源：wind，国寿资产

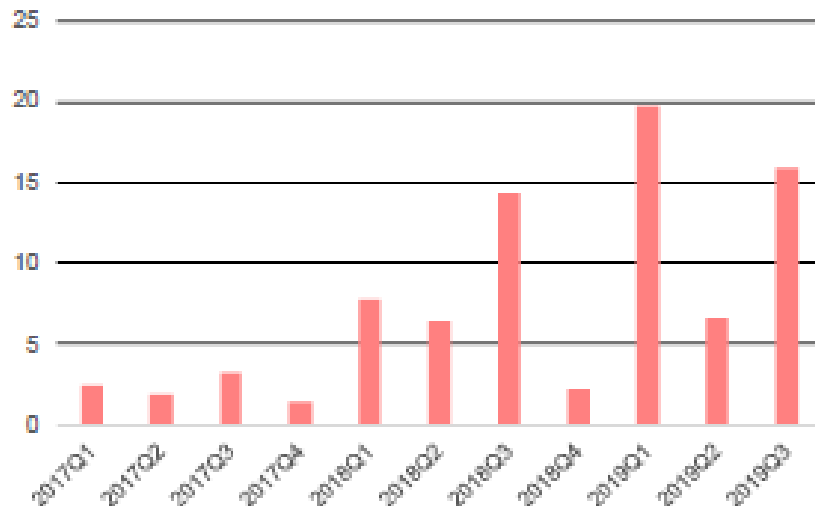
附录四、东方雨虹资产负债表：履约保证金21年后不再大额采用

- 公司2018年施行“履约保证金换市场”政策。从2018年中报开始，公司其他应收款明细中出现较多1年内履约保证金，而年报和中报披露的债务人名单相差较大，我们主要关注2018、2019年中报披露名单，反映公司本年度内的履约保证金情况。1年以内的债务人主要包括广州市时代供应链（时代地产关联企业）、上海世茂建设（世茂房地产关联企业）、广州金茂置业，欠款金额为1-2亿元。同时公司与多家大型地产商签订约15亿元的履约保证金合同，因部分还款时间分别为每年的6.30和12.31之前，详细名单未能在报表中体现。
- **履约保证金对其他应收造成较大扰动。**大部分履约保证金为当年1月份支付、6月份收回、7月份支付、12月份收回，因此对其他应收款余额及经营性现金流造成较大扰动。与2017年相比，2018年以来公司单季度其他应收款出现巨大波动，2018Q1、2018Q3、2019Q1、2019Q3的其他应收款分别为7.78亿、14.29亿、19.68亿、15.91亿元。这种支付方式造成经营性现金流净额在2018-2019年一季度及三季度均出现负值，年底又可回正。
预计2021年之后，公司将不再采用大额履约保证金模式。

图：2018年中报以来主要其他应收款明细

报告期	债务人名称	欠款金额（元）	拖欠时间	拖欠原因
2019 中报	广州市时代供应链管理有限公司	200,000,000.00	1年以内	履约保证金
2019 中报	上海世茂建设有限公司	200,000,000.00	1年以内	履约保证金
2019 中报	北京实业开发总公司	20,000,000.00	3-4年	履约保证金
2019 中报	秦皇岛金海房地产开发有限公司	6,684,710.34	1-2年	往来款
报告期	债务人名称	欠款金额（元）	拖欠时间	拖欠原因
2019 中报	胜利油田大明新型建筑防水材料有限责任公司	5,265,678.02	5年以上	押金,保证金
2018 年报	唐山丰虹置业有限公司	45,343,000.00	1年以内	往来款
2018 年报	北京实业开发总公司	20,000,000.00	3-4年	履约保证金
2018 年报	秦皇岛金海房地产开发有限公司	6,684,710.34	1年以内	往来款
2018 年报	胜利油田大明新型建筑防水材料有限责任公司	5,265,678.02	5年以上	押金,保证金
2018 年报	孙福琴	2,797,951.38	1年以内	备用金
2018 中报	广州市时代供应链管理有限公司	200,000,000.00	1年以内	履约保证金
2018 中报	广州金茂置业有限公司	100,000,000.00	1年以内	履约保证金
2018 中报	上海世茂建设有限公司	100,000,000.00	1年以内	履约保证金
2018 中报	北京实业开发总公司	20,000,000.00	2-3年	履约保证金
2018 中报	胜利油田大明新型建筑防水材料有限责任公司	5,265,678.02	4-5年	押金,保证金

图：各季度其他应收款余额（亿元）



来源：wind，国寿资产