

东方雨虹 (002271) 深度研究报告

集中度提升+多品类扩张，兼具成长与稳健的优质龙头

强推 (上调)

目标价: 65.1 元

当前价: 58.88 元

- ❖ **匠心企业，行稳致远。**公司深耕防水领域二十余载，2019 年营业收入突破 180 亿元，市占率近 10%，上市 11 年来业绩增长 46 倍。根据行业发展情况及战略调整，我们将公司上市以来的历史划分为三个阶段：①**2008-2011 年**，抢占基础设施领域防水市场，由局部市场走向全国；②**2012-2015 年**，转向地产市场，受益原材料价格下降业绩持续高增；③**2016-2019 年**，加快建设营销网络，受益 B 端市场变化公司市占率快速提升，多元化业务布局夯实市场地位。
- ❖ **防水材料为主要收入来源，产销持续高增。**公司业务结构稳定，防水材料营收占比长期在 80% 以上。1) **防水卷材**：2019 年公司防水卷材产量为 4.5 亿平，约占全国规模以上企业产量的 24%，2016-2019 年均实现了 30%~55% 的高增长，近两年价格稳定，约 21~22 元/平；2) **防水涂料**：2019 年公司防水涂料产量 105 万吨，近 6 年 CAGR 高达 40%，按全国 400 万吨防水涂料的规模计算，公司市占率约 26%，去年平均售价为 4301 元/吨。
- ❖ **成本与渠道筑起强大护城河。**1) **成本管控护航业绩成长**：公司是国内规模最大的防水材料制造企业，在原材料采购、存储、规模效应等方面均具有一定优势，可通过多种方式平抑成本波动；2) **渠道布局先人一步**：公司早期通过承接国家重点工程扩大知名度，之后又率先进入地产集采名单，B 端市场渠道优势显著。长期看，地产逐步跨入存量时代，旧房修缮同样将是一个潜力巨大的蓝海市场，公司 2013 年就开始率先布局 C 端，目前已与近 2000 家大型家装公司和建材市场建立合作关系。
- ❖ **多品类扩张扩大业务版图。**公司通过内生外延并举方式积极扩张多品类业务。2019 年，公司防水以外业务 (含工程施工) 实现收入 33 亿元，同比增长 20%。2020 年 7 月初至今，公司陆续发布了六次项目投资公告，将在芜湖、海南、江苏等地继续新设生产基地，除传统的卷材、涂料外，还包含了节能保温材料、功能涂层、建筑涂料、减水剂、民用建材等多种产品，合计投资高达 94 亿元。
- ❖ **行业：大浪淘沙，强者愈强。**1) **行业标准提升，劣币驱逐良币现象改善**，非标产品将进一步被淘汰；2) **集采模式推广，下游集中度提升**，防水行业格局优良，显著受益；3) **地产高韧性支撑下游需求**，新建房屋需求料仍将保持增长，叠加集中度提升，龙头需求无忧；4) **修缮市场空间广阔**，我国既有的建筑面积 (含工业建筑) 近 1000 亿平，对应的屋面面积约 150 亿平，按 6~8 年翻新期计算，每年需要进行翻新的建筑面积达 20 亿平。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级**：防水行业分散度较高，供给端仍存在较大改善空间，公司作为行业内的绝对龙头，短中期内预计仍将充分享受行业集中度提升的红利，长期看，多品类布局以及修缮市场空间打开也有望支撑成长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 1.79 元、2.17 元、2.69 元/股，对应 PE 各为 31x、26x、21x，公司长短期成长动力充沛，给予 2021 年 30x 估值，目标价 65.1 元/股，目标市值 1024 亿，上调至“强推”评级。
- ❖ **风险提示**：原材料价格剧烈波动，地产调控超预期收紧，多品类业务发展不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	18,154	22,416	27,483	33,489
同比增速(%)	29.3%	23.5%	22.6%	21.9%
归母净利润(百万)	2,066	2,803	3,413	4,226
同比增速(%)	37.0%	35.7%	21.8%	23.8%
每股盈利(元)	1.32	1.79	2.17	2.69
市盈率(倍)	42	31	26	21
市净率(倍)	9	8	6	5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 09 月 18 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

联系人：王卓星

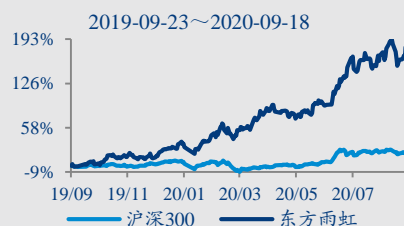
电话：021-20572580

邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	156,978
已上市流通股(万股)	110,168
总市值(亿元)	924.29
流通市值(亿元)	648.67
资产负债率(%)	49.8
每股净资产(元)	7.7
12 个月内最高/最低价	63.32/20.45

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《东方雨虹 (002271) 2018 年三季报点评：收入保持高增长，成本上涨侵蚀利润率》

2018-10-22

《东方雨虹 (002271) 2019 年一季报点评：龙头高增长延续，毛利率环比改善》

2019-04-30

《东方雨虹 (002271) 2019 年中报点评：龙头高速扩张，盈利能力转好》

2019-08-09

投资主题

报告亮点

公司深耕防水领域二十余载，2019 年营业收入突破 180 亿元，市占率近 10%，上市 11 年来业绩增长 46 倍。

我们复盘了公司上市至今的发展历史，认为主要节点有两个，第一次是 2012 年，公司在甬温线事故后迅速调整策略，提高地产客户占比，第二次是 2015-2016 年，地产格局变化致下游加速集中，公司在此背景下推行“合伙人机制”，在原有的渠道基础上继续扩大优势，强化龙头地位。

我们认为，行业集中度提升的逻辑仍在持续演绎，公司的成本与渠道筑起了强大的护城河，据测算，公司 2019 年在百强房企中的市占率约 13.7%，较 2015 年提升近 5 个百分点，预计未来仍将持续提升。

我们梳理了公司 7 月初至今的密集投资计划，时隔两年，公司再次开启扩张之路，与 2018 年相比，今年的大规模投资在产品品类上更加丰富，除卷材、涂料外，还包含了节能保温材料、功能涂层、建筑涂料、减水剂、民用建材等多种产品，且项目定位也由两年前的“区域总部建设”转变为“绿色建材产业园”，体现了公司全产业链扩张的战略方向。

投资逻辑

- 1) 防水行业格局分散，地产集中+集采推广+非标产品淘汰驱动行业进一步集中；
- 2) 公司积极拓张多品类业务，打造长期业绩增长引擎；
- 3) 防水修缮打开后建筑时代需求空间，C 端市场中，公司的品牌优势将进一步被强化；
- 4) 地产与防水行业格局的持续优化将改善行业生态，低价竞争、资金竞争的现象将逐步被打破，品质、服务与营销将成为后建筑时代的核心竞争力。

关键假设、估值与盈利预测

防水行业分散度较高，供给端仍存在较大改善空间，公司作为行业内的绝对龙头，短中期内预计仍将充分享受行业集中度提升的红利，长期看，多品类布局以及修缮市场空间打开也有望支撑成长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 各为 1.79 元、2.17 元、2.69 元/股，对应 PE 各为 31x、26x、21x，公司长短期成长动力充沛，给予 2021 年 30x 估值，目标价 65.1 元/股，目标市值 1024 亿。

目录

一、匠心企业，行稳致远.....	7
（一）东方雨虹：千亿防水赛道的绝对龙头	7
（二）十一年高质量稳健成长，行稳方致远	8
二、防水材料为主要收入来源，产销持续高增.....	10
（一）业务结构稳定，卷材收入占比过半	10
（二）产能布局遍布全国，卷材产销旺盛	11
1、生产基地布局全国，主业产能遥遥领先	11
2、产销高速增长，价格小幅下滑后持稳	12
三、成本与渠道筑起强大护城河，多品类扩张扩大业务版图	14
（一）成本管控护航业绩成长	14
（二）渠道布局先人一步	16
1、紧抓地产变革机遇，扩大 B 端市场份额	16
2、八年 C 端渠道积累，未雨绸缪布局修缮市场	18
3、合伙人模式强化激励	19
（三）多品类扩张抢占市场，天花板远未到来	20
1、收购 DAW 开拓建筑涂料市场	21
2、7 月至今公布近百亿投资计划，多元化发展扩大版图	22
四、行业：大浪淘沙，强者愈强	24
（一）B 端市场持续放量驱动行业集中度提升	24
（二）防水修缮打开后建筑时代需求空间	26
五、财务分析	27
（一）应收账款风险可控、管理趋严，现金流有望改善	27
（二）盈利水平持稳，费率持续好转	28
六、盈利预测和估值	29
七、风险提示	错误!未定义书签。1

图表目录

图表 1	公司发展历史	7
图表 2	公司股权结构	8
图表 3	公司上市至今历史复盘	9
图表 4	2008-2011 年公司承接部分基础设施工程重大项目	9
图表 5	2008-2011 年铁路运输业固定资产投资完成额及同比增速	9
图表 6	2008-2019 年固投、房产开发完成额累计增速	9
图表 7	2011-2012 年公司前五大客户	10
图表 8	2011-2019 年公司各项业务占比	10
图表 9	2019 年建筑防水材料产品结构	10
图表 10	2019 年建筑防水卷材产品结构	11
图表 11	2019 年建筑防水涂料产品结构	11
图表 12	公司主要产品性能特点及应用领域	11
图表 13	公司生产基地布局全国	12
图表 14	防水行业主要公司生产基地布局及产能规模	12
图表 15	2013-2019 年公司防水卷材产量及增速	13
图表 16	2013-2019 年公司防水卷材产销情况及价格	13
图表 17	2013-2019 年公司防水涂料产量及增速	13
图表 18	2013-2019 年公司防水涂料产销情况及价格	13
图表 19	2006-2019 年公司防水卷材及防水涂料毛利率变化	13
图表 20	公司 2019 年卷材销售成本构成	14
图表 21	公司 2019 年涂料销售成本构成	14
图表 22	公司主要原材料和能源占生产成本比例	14
图表 23	沥青期货结算价（连续），单位：元/吨	15
图表 24	2008-2019 年防水企业毛利率和原油价格走势	15
图表 25	公司 2012-2019 年运输费率	16
图表 26	三大防水企业 2016-2019 年运输费率	16
图表 27	建筑防水材料下游应用领域及其占比	16
图表 28	公司不同销售渠道及对应客户	16
图表 29	公司工程业务营销网络	17
图表 30	公司主要战略合作伙伴	17
图表 31	2020 年房地产开发企业 500 强防水品牌首选供应商（前十）	17
图表 32	2013-2020 年公司在地产 500 强防水材料供应商榜单所获首选率	17
图表 33	2013-2020 年地产 500 强防水材料供应商榜单前三名及后三名合计首选率变化	18

图表 34	百强地产销售集中度及公司在百强地产中的市占率测算	18
图表 35	公司 2013 年起布局 C 端市场	18
图表 36	公司民用建材业务营销网络	19
图表 37	2017 年公司与合伙人共同出资设立三家子公司	19
图表 38	公司“事业合伙人机制”	20
图表 39	2015-2019 年公司直销、工程、零售渠道占比	20
图表 40	公司组织架构	20
图表 41	公司投资多项建筑涂料项目	21
图表 42	2018 年全国分品类涂料产量占比	21
图表 43	2019 年 500 强开发商首选涂料供应品牌排行	22
图表 44	2018 年十大涂料企业销售收入（亿元）	22
图表 45	2014-2019 年公司防水卷材产能扩张情况	22
图表 46	2014-2019 年公司防水涂料产能扩张情况	22
图表 47	2008-2019 年公司资本性支出及同比增速	23
图表 48	2012-2019 年公司前五大客户销售额占比	23
图表 49	公司 2020 年 7 月至今新建项目投资公告	23
图表 50	规模以上企业防水卷材及增速	25
图表 51	规模以上防水企业数量及平均产量	25
图表 52	规模以上防水企业营业收入及增速	25
图表 53	规模以上防水企业利润总额及增速	25
图表 54	2012-2019 年地产销售集中度	26
图表 55	新开工同比 11QMA 与竣工同比	26
图表 56	2014-2019 年地产销售、新开工、竣工情况及防水卷材产量同比增速	26
图表 57	2000 年至今地产新开工面积累计同比	27
图表 58	地产新开工面积（万平）	27
图表 59	公司分季度经营性现金流净额（亿元）	27
图表 60	公司经营性现金流净额占营收比例	27
图表 61	公司历年应收账款周转率（次/年）	28
图表 62	公司历年应收款项及实际坏账损失	28
图表 63	2019 年公司应收账款账龄和坏账计提情况	28
图表 64	2005-2019 年公司毛利率及净利率	29
图表 65	2017 年以来公司期间费率持续改善	29
图表 66	2008-2019 年公司资产负债率（%）	29
图表 67	2008-2019 年公司主要债务结构（亿元）	29

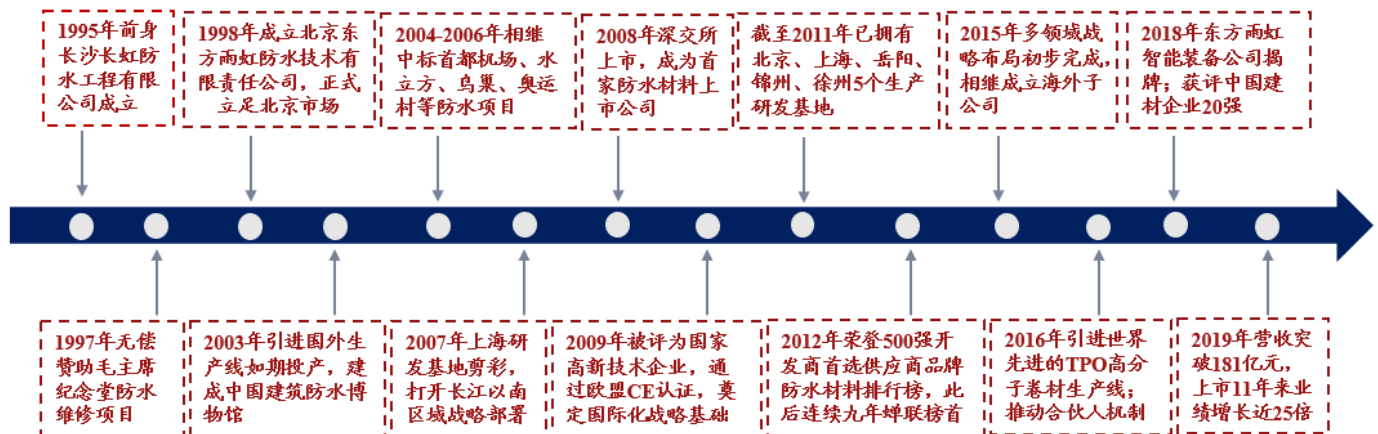
图表 68 2018-2022 年公司收入拆分以及在百强地产中的市占率测算.....	30
--	----

一、匠心企业，行稳致远

（一）东方雨虹：千亿防水赛道的绝对龙头

东方雨虹成立于1998年，前身为北京东方雨虹防水技术有限责任公司，早期是国内基础设施防水工程的龙头企业，2012年后发力地产。公司深耕防水领域二十余载，目前已经形成了以防水为核心，以节能保温、民用建材、非织造布、建筑涂料、建筑修缮、特种砂浆、建筑粉料等为延伸的建筑建材系统服务体系。2008年9月，公司在深圳证券交易所正式上市，是国内防水行业的首家上市公司；2009年被率先认定为“国家高新技术企业”，通过欧盟CE认证；连续九年荣登“500强开发商首选供应商品牌防水材料排行榜”榜首。公司拥有控股子公司50余家，在全国范围内已布局28个生产研发物流基地，80余条先进生产线。2019年公司营业收入突破180亿元，市占率近10%，上市11年来业绩增长46倍，目前市值已突破800亿，在A股建材企业中位列第二，仅次于海螺水泥。2020年7月，公司首次上榜《财富》中国500强，位列487名。

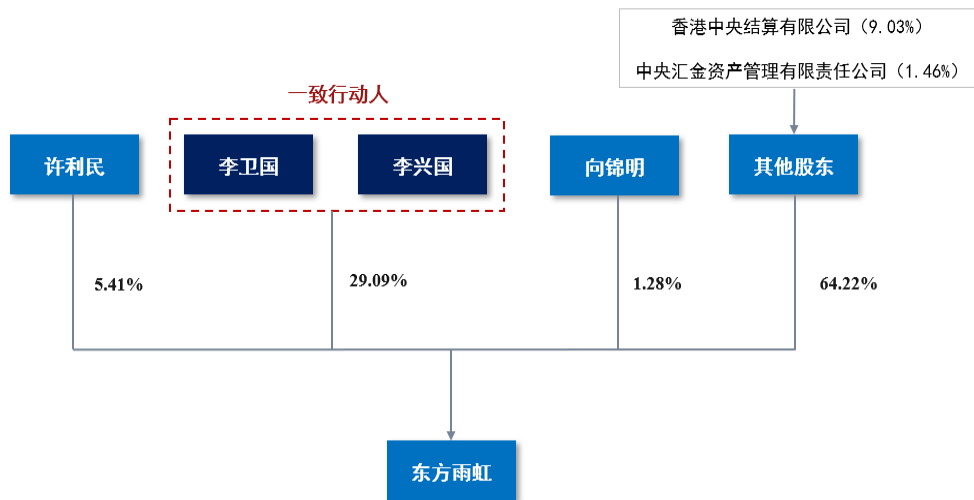
图表1 公司发展历史



资料来源：公司官网、华创证券

公司控股股东、董事长李卫国先生持有公司28.30%的股权，是公司第一大股东和实际控制人，同时担任中国建筑防水协会会长。其弟弟李兴国先生持有公司0.79%的股权，与李卫国先生构成一致行动人。公司另外两位董事许利民、向锦明各持股5.41%、1.28%。

图表 2 公司股权结构



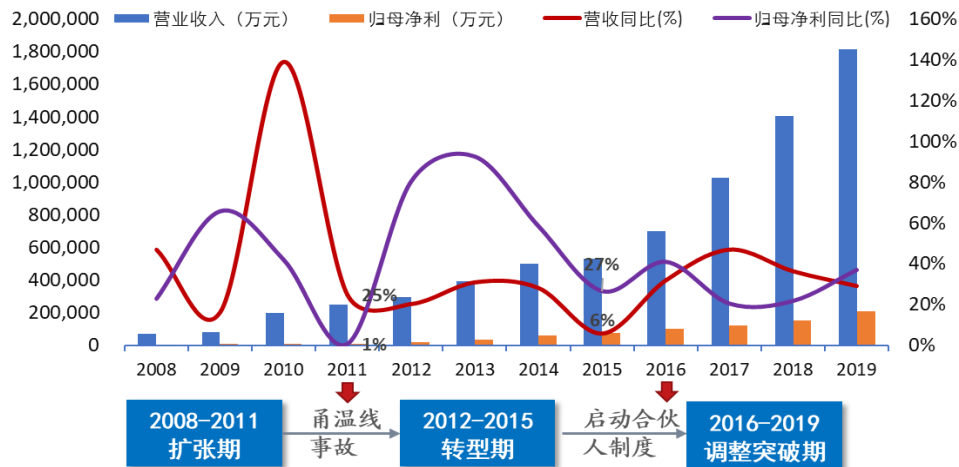
资料来源：公司年报、华创证券（注：截止 2019 年底）

（二）十一年高质量稳健成长，行稳方致远

公司上市至今 11 年业绩复合增速超 40%。2008 年-2019 年，公司营业收入由 7.12 亿元增至 182.54 亿元，归母净利润由 0.44 亿元增至 20.66 亿元，CAGR 各为 34%、42%，远高于业内平均水平，我们认为主要是得益于公司前瞻性的战略眼光以及强大的管理能力。根据行业发展情况及战略调整，我们将公司上市以来的历史划分为三个阶段：

- 1) 2008-2011 年，抢占基础设施领域防水市场，由局部市场走向全国：**1997 年，公司通过免费修缮毛主席纪念堂快速打响知名度，之后又承接了人民大会堂、世博会中国馆、世博轴等大型公共项目以及京沪高铁、武广客运专线、京石客运专线等高铁城轨项目的防水工程，在基础设施领域赢得了较高的市占率以及良好的口碑，并以北京为起点逐步开展全国布局。2011 年，“7·23 甬温线铁路交通事故”受到广泛关注，受此影响，全国铁路固投完成额同比下滑 22%，公司业绩增速也因此下滑至 1%；公司该阶段营收、业绩的复合增速各为 **36.51%**、**24.06%**，净利率基本在 **4%~9%** 的水平；
- 2) 2012-2015 年，转向地产市场，受益原材料价格下降业绩持续高增：**甬温线事故后，公司迅速调整发展战略，在保持原有基建领域优势的基础上，加大与地产商的合作，2012 年，公司前五大客户中地产企业占据四席，而 2011 年仅万科一家。另外，受益于原油价格的持续下降，公司该阶段的盈利水平持续提升，2015 年，公司实现营收 53.04 亿元，归母净利润 7.30 亿元，四年 CAGR 各为 21%、62%；毛利率 40.76%、净利率 13.74%，较 2011 年各提升 13 个百分点、10 个百分点，均达到历史最高水平；
- 3) 2016-2019 年，加快建设营销网络，受益 B 端市场变化公司市占率快速提升，多元化业务布局夯实市场地位：**2015 年地产及基建投资增速均出现断崖式下滑，尽管 2016 年有所回暖，但较之前相比，增长中枢仍明显下移，之后长期位于低位，另外，2017-2018 年原油价格回升也增加了公司成本，供需两端压力下，公司毛利率和净利率在 2016 年达到高峰后逐渐下行。然而，尽管行业发展遭遇变革，公司仍保持了稳健的业绩增长，2019 年，公司实现营收 181.54 亿元，归母净利润 20.66 亿元，四年 CAGR 各为 36%、30%，市占率也由 2015 年的不足 3% 提升至 2019 年的近 10%。我们认为公司这一阶段的增长主要是由于在地产行业发生变化时，积极拥抱 B 端市场，充分享受房企集中度提升以及采购模式变化的红利，另外，公司还积极布局涂料、特种砂浆、非织造布、民用建材等多元化业务，夯实行业龙头地位。

图表 3 公司上市至今历史复盘



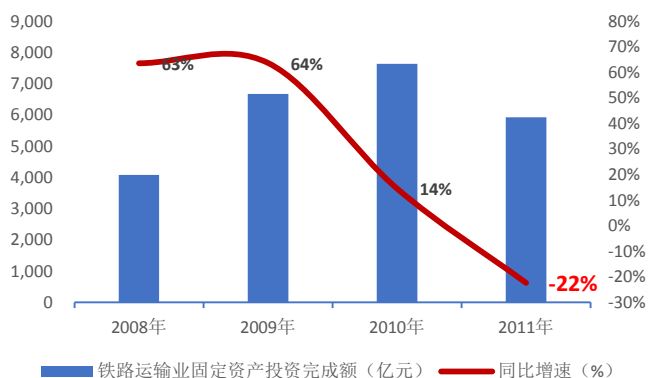
资料来源: wind、华创证券

图表 4 2008-2011 年公司承接部分基础设施工程重大项目

承接时间	分类	项目
2008 年	高铁城轨	京津城际轨道交通、甬台温高速铁路、武广客运专线
	房屋建筑工程	上海华为基地工程、南京华为软件基地防水工程
2009 年	高铁城轨	京沪高速铁路、太中银铁路工程、北京轨道交通亦庄线工程
2010 年	房屋建筑工程	世博会中国馆、主题馆、世博轴、演艺中心、法国馆、泰国馆、瑞典王国馆、世博村、世博洲际酒店、世博花园等场馆的防水工程、周大福金融中心项目
	高铁城轨	京广铁路客运专线、京石铁路客运专线、沪杭铁路客运专线
2011 年	房屋建筑工程	环球贸易中心防水工程(维修)项目、国锐广场室内防水项目、南昌满庭春 MOMA 项目
	高铁城轨	杭甬铁路客运专线

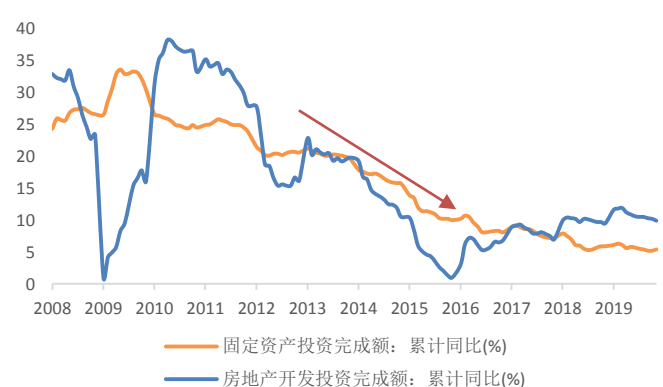
资料来源: 公司官网、公司公告、华创证券

图表 5 2008-2011 年铁路运输业固定资产投资完成额及同比增速



资料来源: wind、华创证券

图表 6 2008-2019 年固投、房产开发完成额累计增速



资料来源: wind、华创证券

图表 7 2011-2012 年公司前五大客户

2011		2012	
客户名称	销售额占比 (%)	客户名称	销售额占比 (%)
万科企业股份有限公司	10.54	万科企业股份有限公司	12.30
杭甬铁路客运专线有限责任公司	2.18	上海龙湖置业发展有限公司	3.60
京石铁路客运专线有限责任公司	1.55	大华(集团)有限公司	2.31
京广铁路客运专线河南有限责任公司	1.29	鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.24
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.14	保利地产集团股份有限公司	1.24

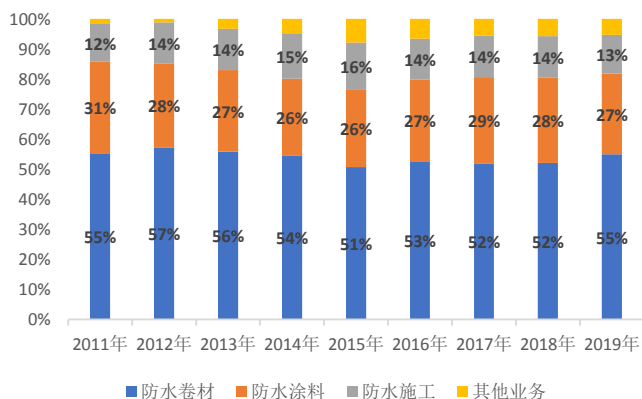
资料来源: 公司年报、华创证券

二、防水材料为主要收入来源, 产销持续高增

(一) 业务结构稳定, 卷材收入占比过半

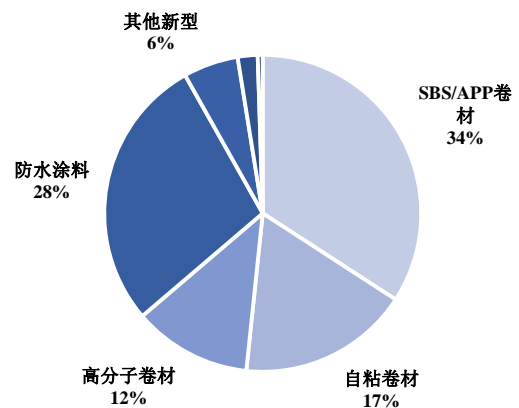
公司业务结构稳定, 主要分为防水材料和防水施工两大业务板块, 其中防水材料包括防水卷材和防水涂料, 是公司最重要的业务, 营收占比长期在 80% 以上。2019 年公司防水卷材、防水涂料、防水施工业务各实现收入 99.80 亿、48.75 亿、23.48 亿, 占总营收比例各为 55%、27%、13%。防水行业的产品结构也与公司类似, 根据前瞻产业研究院, 2019 年建筑防水材料中超六成均为防水卷材, 涂料占比约 28%。

图表 8 2011-2019 年公司各项业务占比



资料来源: wind、华创证券

图表 9 2019 年建筑防水材料产品结构

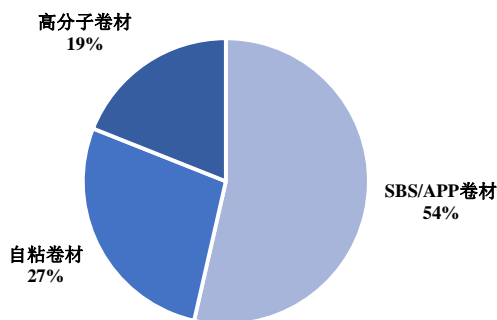


资料来源: 前瞻产业研究院、华创证券

防水卷材可分为 SBS/APP 卷材、自粘卷材、高分子卷材三大类, 其中前两者对沥青的依赖更大, 也是目前市场上最主要的卷材产品。高分子卷材的技术要求及防水性能相对更高, 其盈利性也更好, 综合毛利率较沥青卷材可高出 10 个百分点以上, 主要用于地基、屋面、隧道、桥梁等对防水质量要求较高的领域。

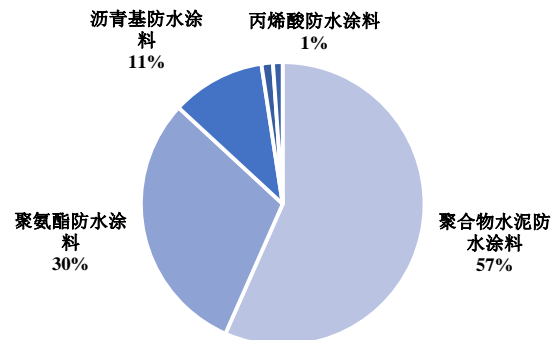
防水涂料以聚合物水泥防水涂料、聚氨酯防水涂料、沥青基防水涂料三种产品为主, 由于其抗撕裂性、耐老化性较差, 施工要求更高, 主要用于厨房、卫生间等立体墙面, 或是作为防水卷材的辅助使用。随着未来住宅翻修市场空间逐步打开, 防水涂料的占比有望进一步提升。

图表 10 2019 年建筑防水卷材产品结构



资料来源：前瞻产业研究院、华创证券

图表 11 2019 年建筑防水涂料产品结构



资料来源：前瞻产业研究院、华创证券

图表 12 公司主要产品性能特点及应用领域

产品系列	产品名称	性能特点	应用领域
防水卷材	SBS 改性沥青防水卷材	弹性大，低温柔性优异，在-50℃下仍具有防水功能	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	耐热性能良好	高温、高湿地区
	自粘改性沥青防水卷材	不透水性、低温柔度、抗变形性、自愈性好、易于施工	工业与民用建筑的屋面及地下室防水、防渗、防潮，也可用于冶金、化工、水利等防水防渗工程
	TPO 防水卷材	低温柔性好，在-40℃下仍具有防水功能，耐腐蚀性优异	钢结构及钢筋混凝土结构的屋面防水
	特种工程专用卷材	耐盐碱、阻燃性好	道路桥梁、铁路桥梁、种植屋面等特殊功能的专项防水工程
	高密度聚乙烯（HDPE）粘胶膜防水卷材	与后浇混凝土结构结合牢固	各种地下建筑、洞库、隧道、地铁、市政建设等防排水工程
防水涂料	聚脲防水涂料	耐腐蚀性、耐磨性好	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
	聚氨酯防水涂料	耐腐蚀性好、耐水性优异	卫浴间、厨房间、楼地面、阳台等室内防水；地铁、建筑地下、水池、游泳池等长期受水工程防水，也可用于非暴露的屋面防水
	丙烯酸酯防水涂料	耐候性好，在-30℃至 80℃范围内性能基本无变化	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，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	低温柔性好，在-30℃下仍具有防水功能	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。
	非固化/溶剂型/水乳型沥青涂料	自愈合性好、耐腐蚀性好	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

资料来源：东方雨虹《可转换公司债券上市公告书》、公司官网、李媛《论防水材料性能与施工工艺》、华创证券

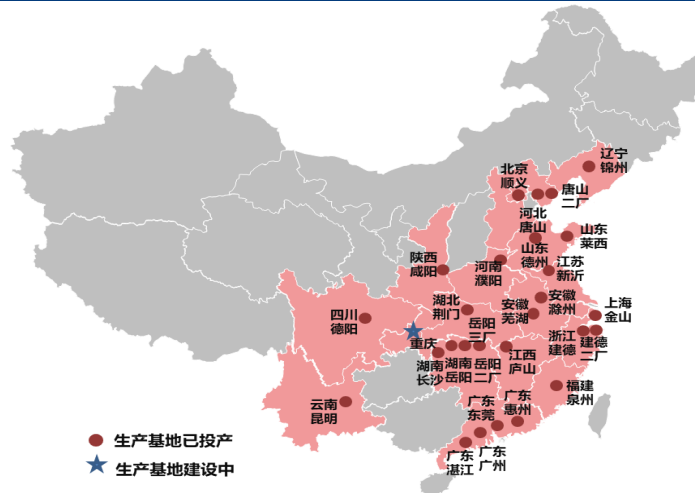
（二）产能布局遍布全国，卷材产销旺盛

1、生产基地布局全国，主业产能遥遥领先

公司 28 家生产研发基地遍布全国七大分区，合计拥有 80 余条国际先进生产线，各类产品产能分别为：防水卷材 5

亿平、防水涂料 140 万吨，砂浆类产品 200 万吨，保温材料 420 万立方米，非织造布 15 万吨。不仅主业产能遥遥领先于同业，产品品类也更加丰富。

图表 13 公司生产基地布局全国



资料来源：公司官网、华创证券

图表 14 防水行业主要公司生产基地布局及产能规模

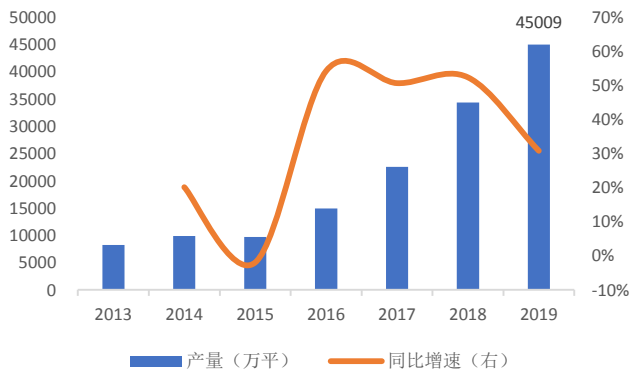
公司	生产基地	卷材产能（亿平）	涂料产能（万吨）
东方雨虹	北京顺义、上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、江苏徐州、广东惠州、昆明、河北唐山、陕西咸阳、安徽芜湖、浙江杭州、山东德州等 28 家生产基地	5	140
北新建材	辽宁盘锦、河南许昌、广东清远、安徽滁州、湖北仙桃、江西九江、四川崇州、四川眉山（2 个）、陕西咸阳 10 家生产基地		
科顺股份	在广东高明、江苏昆山、江苏南通、辽宁鞍山、山东德州、重庆长寿、陕西渭南、湖北荆门、福建三明布局 9 家生产基地	3.2	30
宏源防水	在山东、四川、江苏、吉林、广东布局 5 家生产基地	2.9	29
凯伦股份	在江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充、广西贵港、陕西咸阳、江苏泗阳等地布局 7 家生产基地	1.51（其中 0.93 亿平在建）	1.2

资料来源：各公司官网、公司公告、全景网、华创证券（注：东方雨虹、科顺股份均包含已设计未投产产能）

2、产销高速增长，价格小幅下滑后持稳

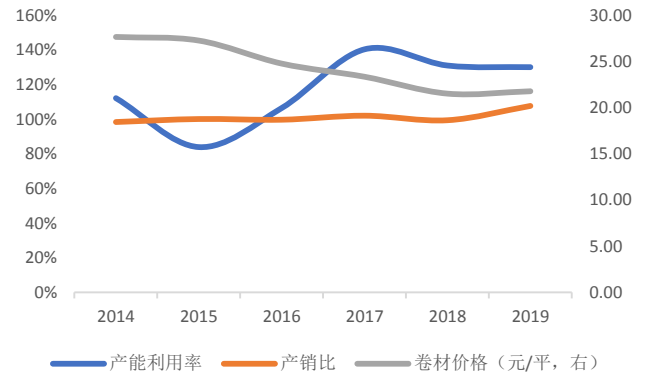
- **防水卷材：**2019 年公司防水卷材产量为 4.5 亿平，约占全国规模以上企业产量的 24%，2016-2019 年均实现了 30%~55% 的高增长，产能利用率已连续三年维持在 130% 及以上。价格方面，2015 年后公司防水卷材均价出现下滑，近两年已基本稳定，约 21~22 元/平。受益于原油价格大幅下降，公司卷材业务毛利率在 2015-2016 年达到峰值 45%-48%，之后下滑，2019 年回升至 37.76%。
- **防水涂料：**2019 年公司防水涂料产量 105 万吨，近 6 年的 CAGR 高达 40%，去年增速略有下滑。按全国 400 万吨防水涂料的行业规模计算，公司市占率约 26%。产能利用率低于卷材，2019 年不到 70%，我们认为可能系近两年产能扩张较快。涂料价格也在 2015 年后逐年下滑，主要系特种砂浆等低附加值产品占比提升，2019 年公司涂料平均售价约 4301 元/吨。去年毛利率为 41.19%，略高于卷材。

图表 15 2013-2019 年公司防水卷材产量及增速



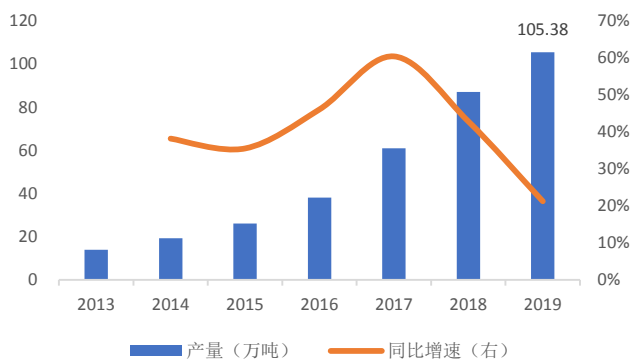
资料来源: 大公国际《公司 2017-2020 年跟踪评级报告》、华创证券

图表 16 2013-2019 年公司防水卷材产销情况及价格



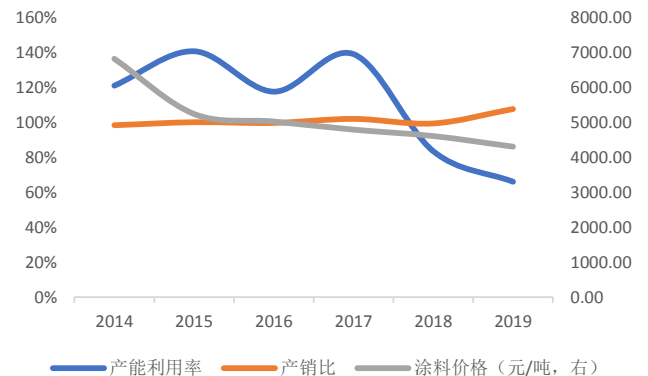
资料来源: 大公国际《公司 2017-2020 年跟踪评级报告》、华创证券

图表 17 2013-2019 年公司防水涂料产量及增速



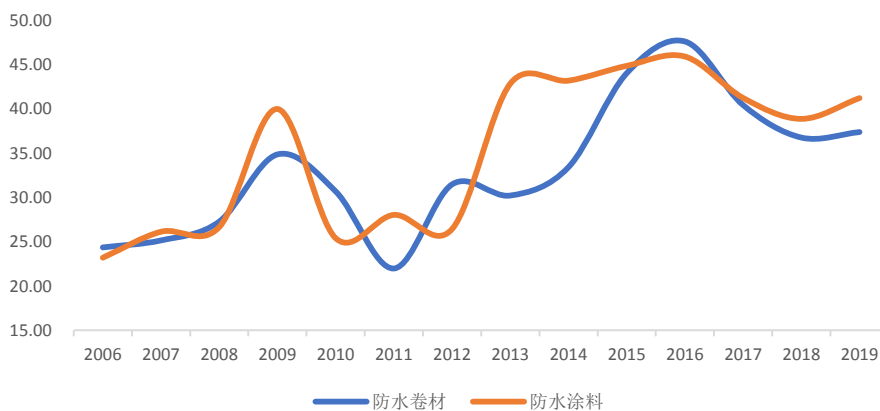
资料来源: 大公国际《公司 2017-2020 年跟踪评级报告》、华创证券

图表 18 2013-2019 年公司防水涂料产销情况及价格



资料来源: 大公国际《公司 2017-2020 年跟踪评级报告》、华创证券

图表 19 2006-2019 年公司防水卷材及防水涂料毛利率变化



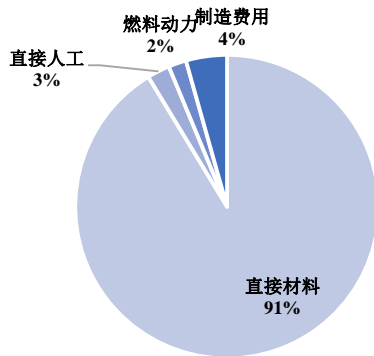
资料来源: wind、华创证券

三、成本与渠道筑起强大护城河，多品类扩张扩大业务版图

（一）成本管控护航业绩成长

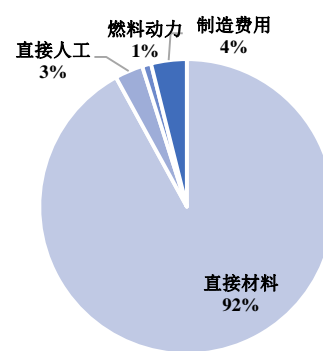
公司主营防水卷材与防水涂料，二者的成本构成中，直接原材料占比均在 90%以上。根据年报，公司主要原材料包括沥青、聚酯、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中，沥青在成本中占比约 25%~30%，聚酯胎基、乳液、改性剂各占 18%、15%、5%左右。

图表 20 公司 2019 年卷材销售成本构成



资料来源：公司公告、华创证券

图表 21 公司 2019 年涂料销售成本构成



资料来源：公司公告、华创证券

图表 22 公司主要原材料和能源占生产成本比例

	2008 年 1-6 月	2007 年	2006 年	2005 年
沥青	26.52%	25.45%	30.86%	28.86%
聚酯胎基	17.70%	18.35%	22.69%	21.38%
SBS 改性剂	4.43%	6.04%	8.22%	10.23%
乳液	14.04%	15.58%	10.87%	8.12%
电力	0.60%	0.99%	0.85%	1.03%

资料来源：公司招股书、华创证券

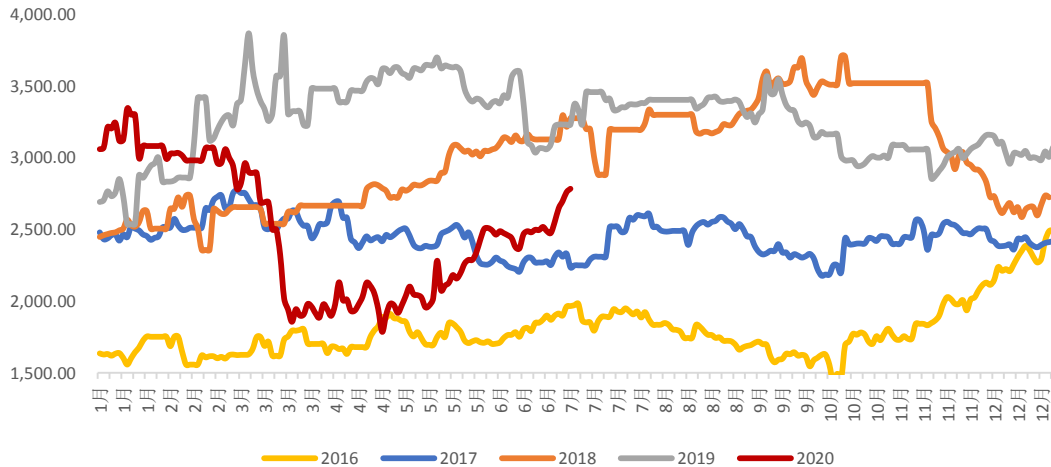
防水行业主要原材料属于石油化工产品，且由于对上游供应商议价能力不强，原油价格变动将直接导致防水企业盈利水平波动。公司是国内规模最大的防水材料制造企业，在原材料采购、存储、规模效应等方面均具有一定优势，可通过多种方式平抑成本波动：

- 1) 在沥青销售淡季进行原材料储备：**沥青的下游需求主要来自道路建设，占比在 80%左右，由于冬季不适合施工，故沥青需求存在明显的季节性，一般 12 月至次年 2 月为销售淡季。公司在多个基地拥有沥青储罐，可在沥青销售淡季时进行合理储备；我们假设沥青成本占总成本的 28%，公司在 Q2 价格低位时储备一个季度的用量，单季度沥青成本降低 20%~40%，则全年可节省 1.4%~2.8%的成本，可贡献毛利率约 1.1pct~2.2pct。从经验数据来看，防水企业毛利率与原油价格走势呈明显负相关，但对比同业，公司凭借规模优势实现了最小的成本波动；
- 2) 原材料的集采优势：**公司是原材料企业的大型行业客户，年采购沥青 100 万吨，乳液 12 万吨左右。2019 年公司前五名供应商的采购金额 42.86 亿元，占年度采购总额 39.92%，其中第一大采购商占 24.22%，集采模式有助于提高公司议价能力，降低采购成本；
- 3) 规模化生产：**公司在全国范围内拥有 28 个生产基地，可实现 300 公里的辐射半径，2019 年公司运输费率为 3.37%，与 2018 年基本持平，横向比较，低于科顺股份与凯伦股份。公司起步时间较早，近些年运输费率逐步持稳，基

本控制在 3.5% 以下，对比同业已率先建立了运输成本优势；

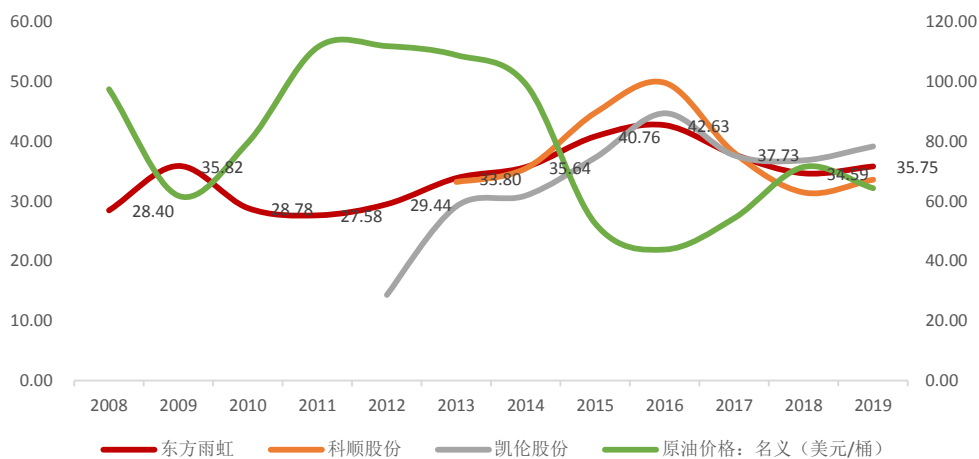
- 4) **自建非织造布生产基地：**聚酯胎基约占公司生产成本的 18% 左右，2011 年公司于安徽滁州设立非织造布生产企业天鼎丰，经过近十年的发展，天鼎丰已成长为国内非织造布行业 10 强企业之一，年产能 15 万吨。2019 年，天鼎丰实现营收 20.97 亿元，净利润 1.77 亿元。

图表 23 沥青期货结算价（连续），单位：元/吨



资料来源：wind、华创证券

图表 24 2008-2019 年防水企业毛利率和原油价格走势



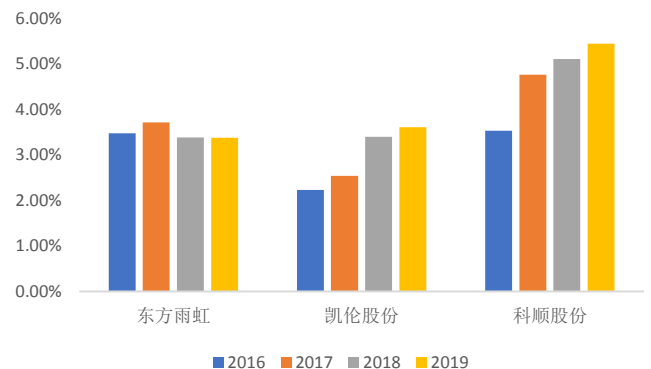
资料来源：wind、华创证券

图表 25 公司 2012-2019 年运输费率



资料来源：公司公告、华创证券

图表 26 三大防水企业 2016-2019 年运输费率

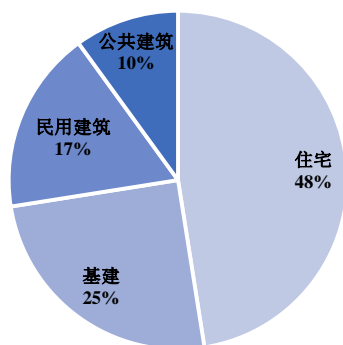


资料来源：公司公告、华创证券

(二) 渠道布局先人一步

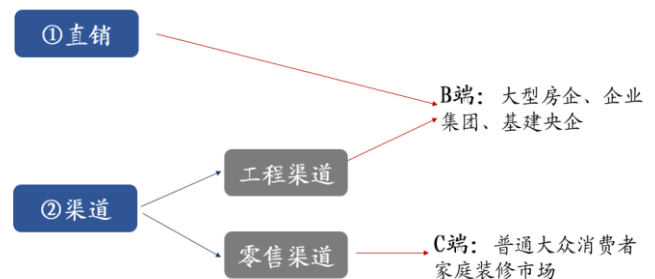
防水材料的下游应用领域主要为基建和地产，其中地产占比约 75%。公司拥有完善的营销网络，早期通过承接国家重点工程逐渐扩大知名度，之后又率先进入地产集采名单，B 端市场渠道优势显著，短中期内将明显受益于地产集中度提升以及精装修比例提升。长期来看，地产将逐步跨入存量时代，且由于早期行业发展不规范，市场上存在着大量的非标产品，房屋渗透、漏水等问题频发，旧房修缮同样将是一个潜力巨大的蓝海市场，公司较早布局 C 端，品牌影响力日益扩大。

图表 27 建筑防水材料下游应用领域及其占比



资料来源：中国产业信息网《2019 年中国建筑防水材料行业市场格局及下游驱动力分析》、华创证券

图表 28 公司不同销售渠道及对应客户



资料来源：公司公告、华创证券

1、紧抓地产变革机遇，扩大 B 端市场份额

针对 B 端客户，公司主要采取直销与工程渠道相结合的销售方式，由旗下的工程建材集团统一管理，以北方区、华东区、华南区三大片区为载体，同时覆盖铁路、轨交、地产、水利工程、城市道桥等多个领域。根据行业 500 公里的运输半径来看，公司工程业务的营销网络可直达全国绝大多数区域。根据官网，公司已与 300 余家大型企业集团形成稳定的战略合作关系，包括万科、恒大、碧桂园、融创、保利等大型房企，中国铁建、中国中铁等基建央企以及格力、华为、宝马等知名企业。

图表 29 公司工程业务营销网络



资料来源：公司官网、华创证券

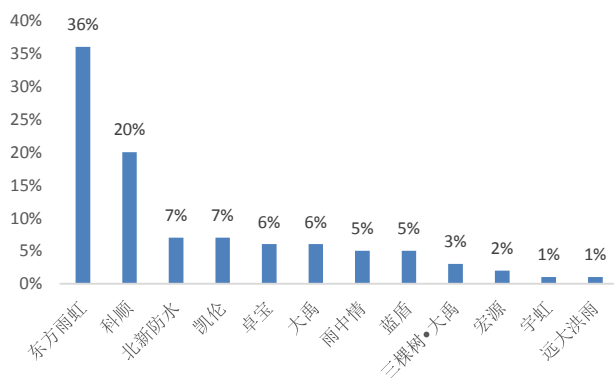
图表 30 公司主要战略合作伙伴



资料来源：公司官网、华创证券

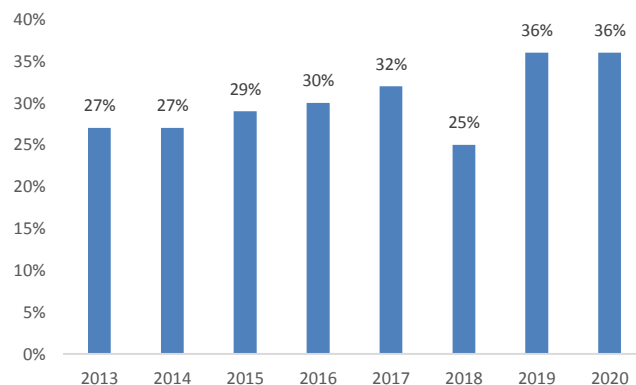
公司在百强房企中所占的市场份额不断提升，我们测算 2019 年达到 13.7%。根据中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单，东方雨虹以 36% 的首选率荣获第一，连续九年蝉联该榜单榜首，较第二名的科顺领先 16 个百分点，较第三名的北新建材和凯伦股份领先 29 个百分点。我们将榜单上前三名及后三名的首选率相加，可以发现 2015-2016¹ 年是防水行业的重要节点，公司在 B 端的市场份额也是在此时快速扩张。根据地产销售 CR100，我们估算了百强地产的开发投资额，按 1% 的防水投资占比计算，2019 年百强房企的防水材料采购额约 813 亿，假设公司防水材料收入的 75% 来自地产客户，则在百强房企中的市占率约 13.7%，较 2015 年提升近 5 个百分点。由于地产调控收紧上游集中度提升、防水行业自身落后产能淘汰、以及环保力度加大等因素，行业马太效应愈发强化，我们预计该趋势仍将持续，头部企业的行业地位将会进一步提高。

图表 31 2020 年房地产开发企业 500 强防水品牌首选供应商（前十）



资料来源：中房网、华创证券

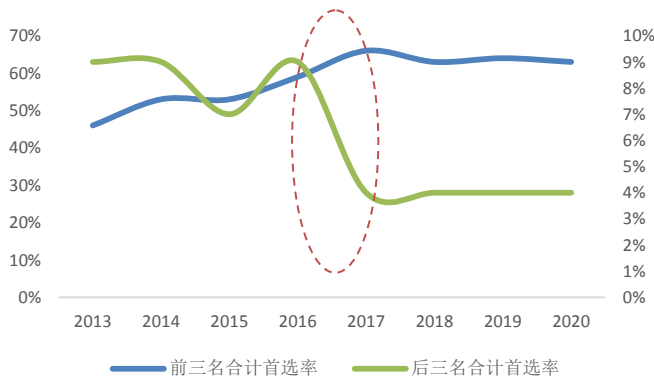
图表 32 2013-2020 年公司在地产 500 强防水材料供应商榜单所获首选率



资料来源：中房网、华创证券

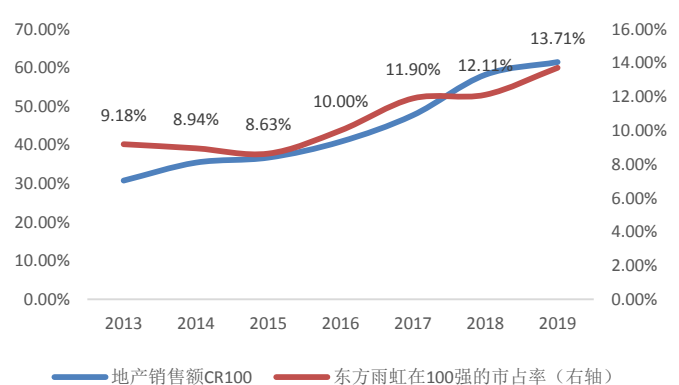
¹ 房地产开发企业 500 强首选品牌榜单于每年年初发布，故实际反映的应是上一年的值。

图表 33 2013-2020 年地产 500 强防水材料供应商榜单前三名及后三名合计首选率变化



资料来源：中房网、华创证券

图表 34 百强地产销售集中度及公司在百强地产中的市占率测算



资料来源：房天下、华创证券测算²

2、八年 C 端渠道积累，未雨绸缪布局修缮市场

公司 2012 年进行战略调整，将目标客户瞄准至房地产开发企业，次年便开始了 C 端业务的探索之路。2013 年，公司发力品牌推广，一方面针对终端业主客户继续开展公益科普活动，另一方面通过“虹哥汇”微信平台加强与工长的联系，同时启动“千城万店”终端建设计划、在央视、新媒体等平台投放广告；2014 年，公司在此基础上布局电商平台，先后入驻天猫、京东、亚马逊，同时与齐家网形成战略合作伙伴关系；2015 年底，公司设立东方雨虹民用建材有限责任公司，负责针对普通大众消费者家庭装修市场的零售渠道运营管理，2017 年启动“百城千店”计划。民用建材公司于 2018 年实现营收 17.47 亿元，净利润 1.34 亿元，占公司合计净利润的 8.87%。

公司已与业之峰、阔达、元洲、今朝等近 2000 家大型家装公司和建材市场建立了合作关系，除西藏、内蒙古外，全国各省均有布局，在 C 端市场拥有坚实的客户基础。我们认为，由于近几年地产新开工情况韧性较强，精装修比例不断提升，且公司深耕 B 端，主要的业务扩张均得益于地产的变化，故 C 端的市场开拓效果并不明显。未来随着修缮市场空间打开，公司在 C 端的品牌优势料将逐步体现。

图表 35 公司 2013 年起布局 C 端市场

公司 2013 年起布局 C 端市场

2013	针对终端业主用户，持续第五年开展“服务百姓·拒绝渗漏”公益科普活动，提升终端对房屋渗漏危害的认识；通过“虹哥汇”微信平台新媒体，加强和工长的沟通联系，快速、精准的推送产品信息和施工标准化知识； <u>启动“千城万店”终端建设计划，承载产品销售网点的需求</u> ；通过央视广告、核心城市电台广告等媒体，扩大品牌知名度和美誉度，拉动市场需求。
2014	报告期，公司依托会员制管理的“虹哥汇”微信平台，加强和装修设计、工长等专业人员的联系，快速、精准的推送产品信息和施工标准化知识，开展技术培训和联谊活动相结合的线下推广；加大品牌广告投放力度，通过央视广告、核心城市电台广告等媒体，增加品牌知名度和终端消费拉力；开展“服务百姓·拒绝渗漏”公益活动，携手地方性电视台及各大官方网络平台，走进小区，向广大消费者普及防水知识与施工演示，提升品牌影响力； <u>完成天猫、京东、亚马逊的电商平台布局建设，与齐家网形成战略合作伙伴关系，开展线上市场营销、推广活动</u> ，有效的体现了线上品牌宣传阵地的承载作用。
2015	<u>出资设立东方雨虹民用建材有限责任公司，持股比例 100%</u> ，以其作为民用建材领域的经营平台，整合现有资源，提升公司现有民用建材业务的经营资质与经营实力。
2016	零售渠道经销商，由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要针对普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商的复合营销网络， <u>完成对东方雨虹民用建材有限责任公司的增资</u> 。

² 公司地产部分收入均按防水材料的 75%估算，由于前期基建占比可能高于 25%，故测算市占率预计较实际值偏高

公司 2013 年起布局 C 端市场

2017 零售渠道经销商，由公司全资子公司东方雨虹民用建材有限责任公司负责管理，主要针对普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商及电商多位一体的复合营销网络。报告期内，公司成立新零售事业部，推动民用建材板块由零售商向系统方案服务商转型。

资料来源：公司年报、华创证券

图表 36 公司民用建材业务营销网络



资料来源：公司官网、华创证券

3、合伙人模式强化激励

2016 年，公司开始推行“合伙人机制”，通过股权纽带关系，绑定合伙人利益与公司利益。2017 年，公司合计出资 3.02 亿元，接连设立三家子公司浙江科技、浙江虹毅、浙江虹致，持股比例均为 51%，合伙人持股 49%。根据渠道，公司事业合伙人可划分为工程渠道合伙人、零售渠道合伙人两类，其中，工程渠道合伙人可在公司直销模式不能覆盖的区域开展专营雨虹防水及相关业务，并与公司共同发起设立股份有限公司，零售渠道事业合伙人可在公司限定的区域开展专营雨虹防水及相关业务，接受公司的统一管理，二者均需接受公司年底的业绩考核。另外，合伙人机制下，公司销售模式由原来单纯的现金发货模式调整为现金发货与授信发货结合，现金流压力略有增加，但由于工程渠道占比仅 23% 左右，故整体影响较小。

2016 年地产进入去库存阶段，投资增速和新开工面积均有回暖，但年底调控政策又再次收紧，在金融去杠杆的宏观背景下，房企融资愈发艰难，为了实现降本增效，越来越多的房企开始采用战略集采模式，行业 B 端市场规模快速扩张。公司在此背景下提出“合伙人”计划，大力拓展营销渠道，紧抓机遇扩大市场。防水材料是房屋建设的重要一环，其本身的价值并不高，但却严重影响着房屋质量以及房企声誉，且修缮成本远高于初次修建。我们认为，与过去的低价竞争、资金竞争不同，随着消费升级以及地产集中度提升，防水企业的品质、服务与营销将成为后建筑时代的核心竞争力。

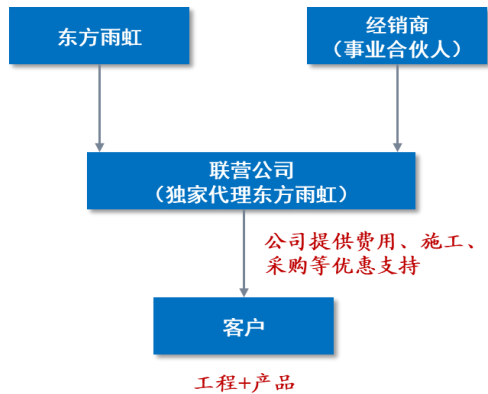
图表 37 2017 年公司与合伙人共同出资设立三家子公司

单位：万元	成立时间	持股比例	公司出资（自有资金）	2017 年销售收入	2017 年净利润	2018 年 1-6 月销售收入	2018 年 1-6 月净利润
浙江科技	2017/3/1	51.39%	13850	16570.42	3485.06	-	-55.65
浙江虹毅	2017/9/15	51.00%	8681	-	-0.06	1,213.83	272.57

单位：万元	成立时间	持股比例	公司出资（自有资金）	2017 年销售收入	2017 年净利润	2018 年 1-6 月销售收入	2018 年 1-6 月净利润
浙江虹致	2017/9/20	51.00%	7620	-	-0.11	1,350.02	342.52

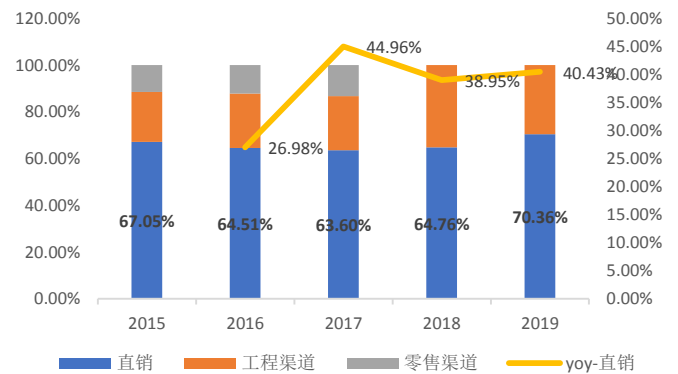
资料来源：wind、华创证券

图表 38 公司“事业合伙人机制”



资料来源：公司公告、华创证券

图表 39 2015-2019 年公司直销、工程、零售渠道占比³



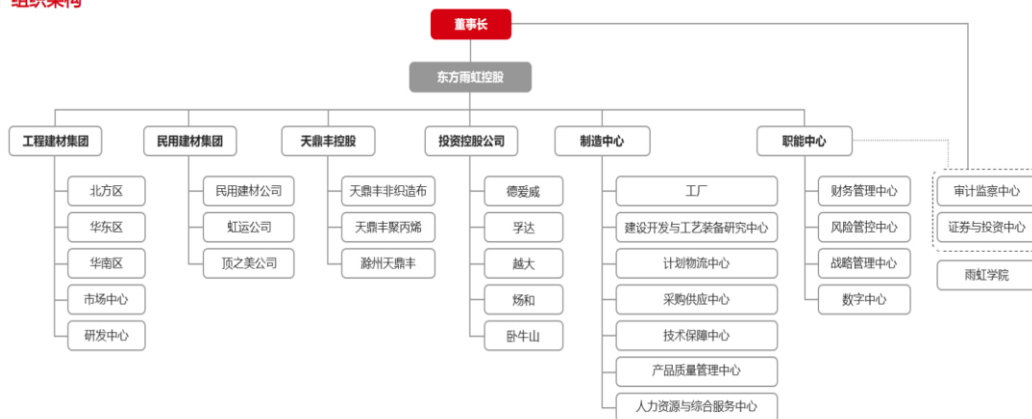
资料来源：公司公告、华创证券

（三）多品类扩张抢占市场，天花板远未到来

公司定位“建筑建材系统服务商”，致力于“打造全产业链产品的生态系统”，受益于供给侧变化，防水主业市占率不断提升，且仍保持中高速增长。与此同时，公司还通过内生外延并举方式积极扩张多品类业务，包括节能保温（卧牛山、孚达、越大、炆和）、非织造布（天鼎丰）、砂浆（华砂）、硅藻泥（洛迪）、建筑涂料（德爱威）、腻子粉（壁安）等。2019 年，公司防水以外业务（含工程施工）实现收入 33 亿元，同比增长 20%。通过延伸业务链条，公司不断扩大版图，开拓成长空间，我们认为，尽管地产增量放缓，但公司天花板远未到来，多品类布局为长远发展提供了充足动力。

图表 40 公司组织架构

组织架构



资料来源：公司官网、华创证券

³ 2018-2019 年工程渠道包括零售部分

1、收购 DAW 开拓建筑涂料市场

联手德国建筑涂料 DAW 开拓新市场。2016 年 12 月，公司全资子公司香港雨虹与 DAW ASIA 进行资产重组，香港雨虹以自有资金出资人民币 18000 万元认购 DAW ASIA 的新增股本，持股比例 90%，公司凭借此次交易正式进军建筑涂料市场。DAW ASIA 是 DAW SE 在香港设立的控股股东，其母公司德堡龙是欧洲领先的颜料、涂料、建筑保护和建筑保温系统、混凝土创新产品、地板及屋顶油漆及相关产品的供应商之一。根据 2019 的中国 500 强开发商首选涂料品牌排行，DAW 位列第六，首选率为 5%。

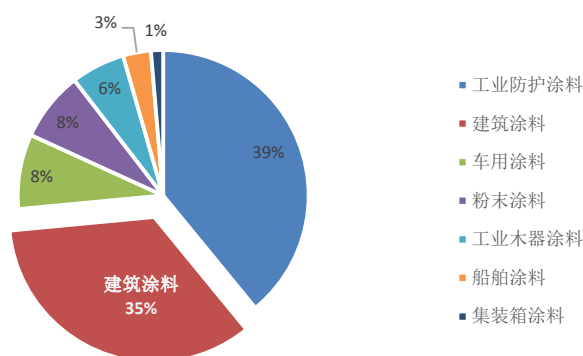
根据涂界，2018 年全国涂料产量 2515 万吨，合计收入 4085 亿元（含规模以下企业），其中建筑涂料占比约三分之一，市场规模超千亿。东方雨虹以 46 亿的涂料销售收入位居市场第四名，国内企业第一名，但其中大部分为防水涂料，预计建筑涂料实现收入 6 亿左右，占比较少。目前建筑涂料市场前三强均为外资企业，其中立邦市占率最高，约 12%，行业品牌效应强于防水，公司联手 DAW，既可以加快国际化战略布局，又可以将自身的渠道优势和 DAW 的品牌优势进行强强联合，丰富产品结构，提升综合竞争力。

图表 41 公司投资多项建筑涂料项目

公告日期	地点	拟建生产线/项目	投资金额
2016/11/03	浙江杭州建德	特种涂料生产基地项目	15 亿
2017/8/29	安徽滁州	特种涂料生产基地项目	15.8 亿
2017/9/23	江苏新沂	DAW 特种涂料生产基地	18 亿元
2017/12/15	湖北荆门	二期为 DAW 特种涂料生产项目	基地总投资 15 亿元，包括：一期环保防水材料项目，二期无纺布生产、DAW 涂料生产项目，特种砂浆项目和南方总部经济基地项目。
2018/2/7	湖南岳阳	DAW 特种涂料生产基地	10 亿

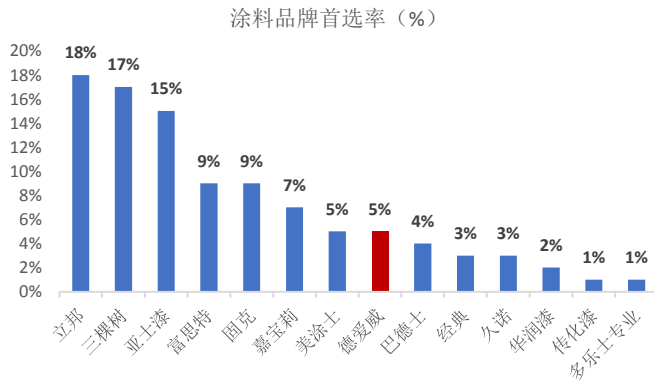
资料来源：公司公告、华创证券

图表 42 2018 年全国分品类涂料产量占比



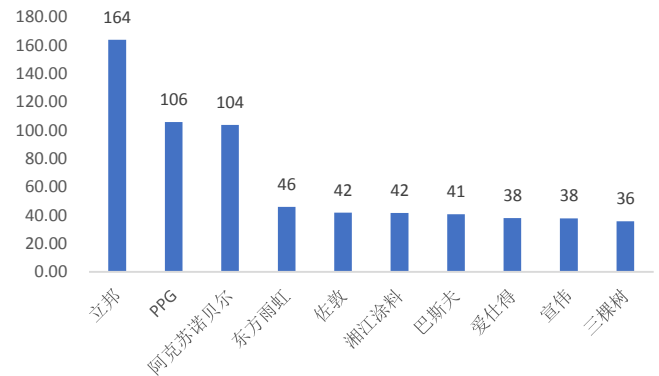
资料来源：中国产业信息网《2019 年中国涂料产量、销售量、建筑涂料市场、涂料市场格局及精装与旧房改造助力涂料行业发展前景》、华创证券

图表 43 2019 年 500 强开发商首选涂料供应品牌排行



资料来源：中国房地产协会、华创证券

图表 44 2018 年十大涂料企业销售收入（亿元）



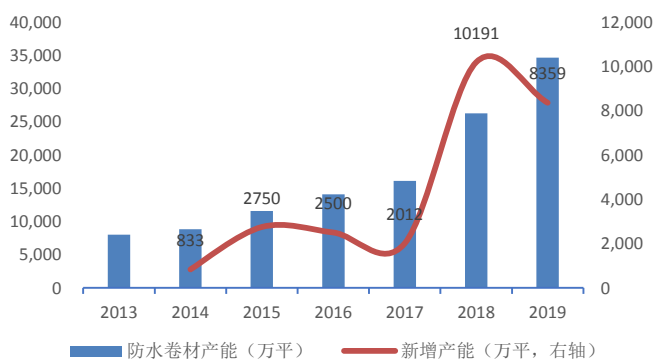
资料来源：涂界、华创证券

2、7 月至今公布近百亿投资计划，多元化发展扩大版图

公司防水业务在 2017 年后进入了高速扩张阶段，前五大客户销售额占比也由 2016 年的不足 15% 增至 2019 年的 22%，地产大客户战略效果显著，且扩张脚步仍在继续。2020 年 7 月初至今，公司陆续发布了六次项目投资公告，将在芜湖、海南、江苏等地继续新设生产基地，合计投资高达 94 亿元，最早动工时间为 2020 年底，预计大多数项目将于 2021-2024 年陆续投产。完全投产后，六大项目合计产值将在 200 亿以上，年纳税额在 13 亿以上。

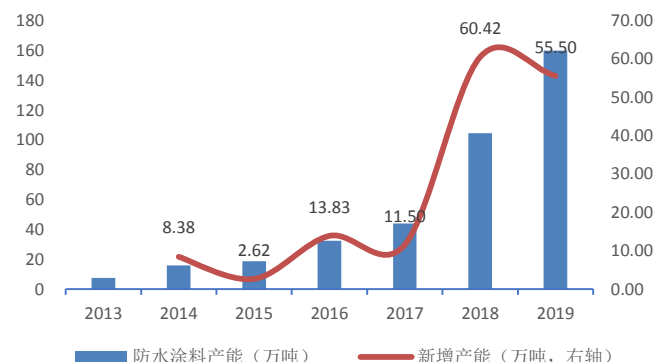
此次密集投资规模上与 2018 年相当，但品类更为丰富，定位也有差异。2018 年 2 月-5 月，公司曾陆续发布 7 次对外投资公告，合计投资超百亿，主要用于中南、华南、西南等区域总部建设以及卷材、涂料产线建设，而到 2019 年，对外投资公告频次则直接降至 0，资本性开支同比首次负增长。时隔两年，公司再次开启扩张之路，与 2018 年相比，今年的大规模投资在产品品类上更加丰富，除卷材、涂料外，还包含了节能保温材料、功能涂层、建筑涂料、减水剂、民用建材等多种产品，且项目定位也由两年前的“区域总部建设”转变为“绿色建材产业园”，体现了公司全产业链扩张以及全国化布局的战略方向，未来有望实现多点开花，支撑业绩持续增长。

图表 45 2014-2019 年公司防水卷材产能扩张情况



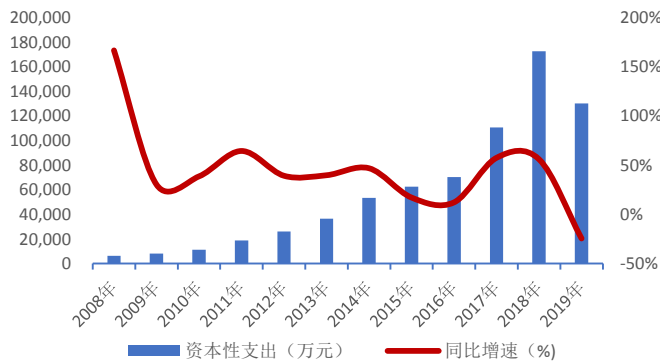
资料来源：公司公告、华创证券

图表 46 2014-2019 年公司防水涂料产能扩张情况



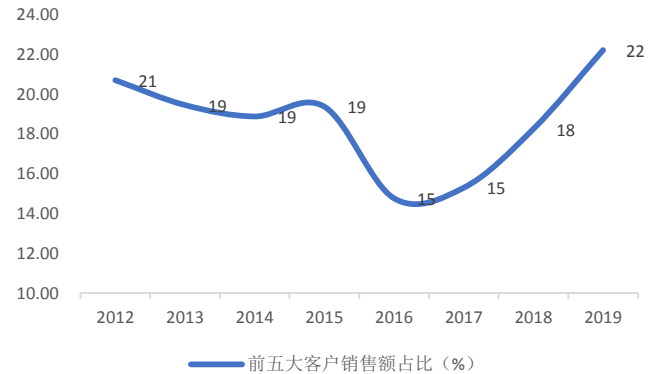
资料来源：公司公告、华创证券

图表 47 2008-2019 年公司资本性支出及同比增速



资料来源：公司公告、华创证券

图表 48 2012-2019 年公司前五大客户销售额占比



资料来源：公司年报、华创证券

图表 49 公司 2020 年 7 月至今新建项目投资公告

公告日期	项目名称	总投资	预计投产时间	产品及产能	预计销售收入或纳税
2020/07/02	绿色建材（芜湖）产业示范园项目	10 亿元人民币（一期投资约 4 亿元，二期投资约 4 亿元，三期投资约 2 亿元）	项目一期计划于 2022 年 6 月底前建成投产；项目三期计划于 2024 年 4 月底前建成投产	新型节能保温密封材料制造（项目一期），新型建筑防水材料、新型功能涂层材料制造（项目二期），绿色民用建材、功能性填料制造（项目三期）。	项目建成投产后自第一张增值税专用发票开具后的连续 5 年内，预计可实现销售收入分别为 2 亿元、4 亿元、7 亿元、10 亿元、15 亿元；入库税收预计可实现 1000 万元、2000 万元、3500 万元、5000 万元、7500 万元。
2020/07/15	大湾区绿色建筑建材产业园及国际绿色建筑建材中心项目	30 亿元人民币	开工后 36 个月	绿色环保的建筑建材产品标杆园区及建材展示中心；预计年产值为 120 亿元。	预计年纳税额为 6 亿元
2020/08/08	保定徐水绿色建筑新材料产业园	10 亿元人民币	开工之日起 18 个月内陆续投产	包括德爱威水性涂料、节能保温材料、高分子卷材、特种砂浆等的产品研发生产项目；全部建成达产后预计平均每年产值不低于 22 亿元	年纳税额预计 1 亿元
2020/08/13	海南洋浦绿色新材料综合产业园	10 亿元人民币（其中一期绿色新材料生产制造基地项目计划投资 3.5 亿元；二期绿色新材料研发中心、新材料进出口集散中心项目计划投资 6.5 亿元）	一期项目于 2021 年 3 月 31 日起 12 个月内；二期项目在 2024 年前实施	一期建设年产 2040 万平方米改性沥青防水卷材生产线、年产 2 万吨防水涂料生产线、年产 10 万吨聚羧酸高性能减水剂产品生产线，建成达产后预计可年产值 4 亿元；二期扩大改性沥青防水卷材、防水涂料产能规模、新增聚氨酯或其他建材类产品（具体以政策允许及最终规划为准），以及配套的生产办	一期项目建成达产后预计税收贡献 4000 万元；二期项目建成达产后可实现增加税收贡献 6000 万元/年

公告日期	项目名称	总投资	预计投产时间	产品及产能	预计销售收入或纳税
				公设施等,建成达产后可增加产值5亿元。	
2020/08/21	江苏启东新型建材生产基地	20 亿元人民币	开工后 18 个月	改性沥青防水卷材、防水涂料(水性)、特种砂浆、民用绿色建材、虹运物流仓储;项目整体建成达产后可实现年产值不低于 30 亿元。	年利税额预计超 4 亿元
2020/09/03	重庆江津绿色建材生产基地及成渝区域总部	总投资 14 亿元人民币(其中生产基地项目预计投资总额 12 亿元,成渝区域总部项目预计投资总额 2 亿元)	生产基地项目在开工之日起 24 个月左右陆续投产; 成渝区域总部项目计划在开工之日起 36 个月内建成运营。	生产基地项目主要为新型建筑防水材料、节能保温密封材料、新型功能涂层材料、特种砂浆及绿色民用建材等产品的研发、生产,项目建成达产后 3 年内预计平均每年产值不低于 20 亿元;成渝区域总部项目建设内容包括公司及旗下各公司、各品牌的办公、会议、培训、研发、展示、接待、结算及居住等功能的实现。	生产基地项目建成两年后预计实现年纳税 30 万元/亩;成渝区域总部项目建成后预计 4 年内累计税收实现 1 亿元以上。
小结	6 个地区	94 亿投资	最早 2020 年底开工,多数项目在 2021-2024 年陆续投产	年产值 200 亿以上(全部投产后)	可贡献税收 13 亿以上(全部投产后)

资料来源:公司公告、华创证券

四、行业：大浪淘沙，强者愈强

（一）B 端市场持续放量驱动行业集中度提升

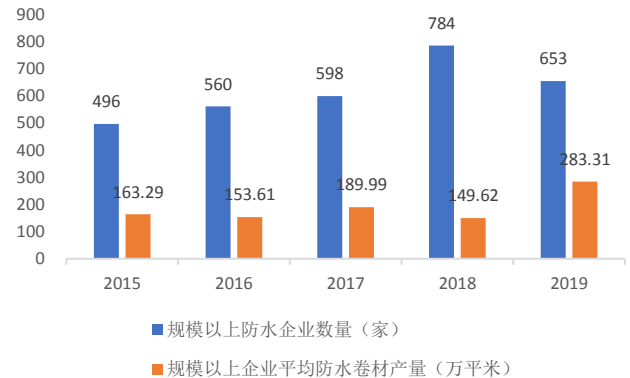
规上企业利润稳步增长，地产集采+供给端改革利好龙头。根据中国建筑防水协会，2019 年全国规模以上防水企业合计营收 990.43 亿元，同比增长 12.2%，利润总额 65.79 亿元，同比+15.38%，行业规模以上企业利润已连续三年保持两位数增长。从产量来看，2019 年规上企业合计生产防水卷材 18.50 亿平，同比+22.60%，平均产量跃升至 283 万平，几乎是 2018 年的两倍，规模以上防水企业数量同比-131 家至 653 家，我们认为可能系 2019 年地产政策收紧，小房企大批倒闭，推动下游行业格局进一步洗牌。

图表 50 规模以上企业防水卷材及增速



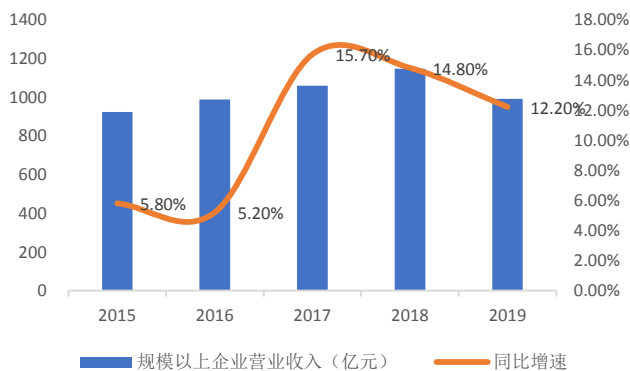
资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

图表 51 规模以上防水企业数量及平均产量



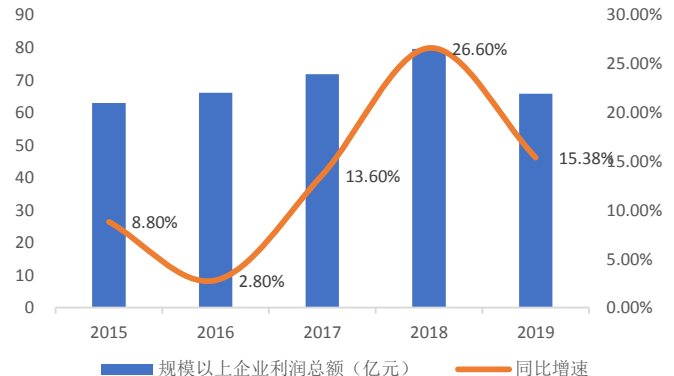
资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

图表 52 规模以上防水企业营业收入及增速



资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

图表 53 规模以上防水企业利润总额及增速



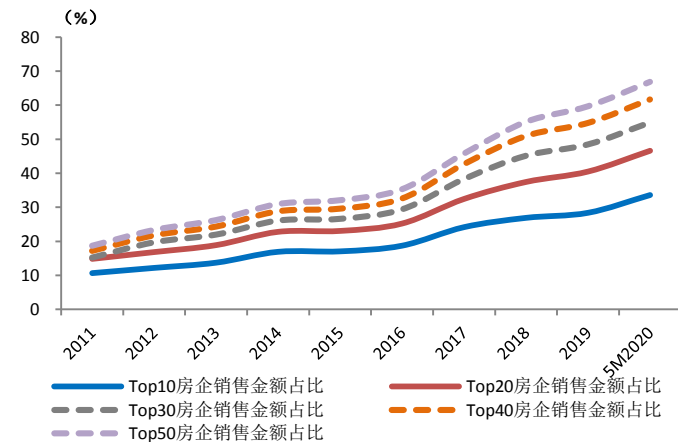
资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

B 端市场放量继续, 行业集中度仍有提升空间。2017 年后, 防水行业逐步复苏, 规模以上企业的收入、利润增速均在建材行业中位居前列, 我们认为主要是由于非标产品淘汰、地产格局变化等因素, 短期来看, 趋势仍将维持, 拥抱 B 端市场是目前企业扩大规模的最直接的途径之一。

- 1) 行业标准提升, 劣币驱逐良币现象改善:** 2017 年 6 月质检总局办公厅关于印发《2017 年建筑防水产品质量提升专项行动方案》, 引导行业产品质量提升, 加之供给侧改革以及环保监管等宏观因素, 小企业生存空间受到压缩。考虑到目前市场上仍存在大量的非标产品, 我们认为尽管劣币驱逐良币现象边际改善, 但未来行业格局仍存在较大优化空间;
- 2) 地产集采模式推广, 下游行业集中度提升, 防水显著受益:** 2015 年后, 地产集中度明显提升, 加之集采模式逐步推广, 部分下游行业也随之受益, 其中, 由其以防水行业表现较为明显, 2019 年, 头部防水企业的业绩增速普遍在 30% 以上。从市场参与者来看, 防水行业外资品牌较少, 国内头部企业和小企业分化明显, 随着地产集中度提升, 防水行业品牌效应日益显著; 公司作为行业龙头, 目前市占率尚不足 10%, 成长空间广阔;
- 3) 地产高韧性支撑下游需求:** 2019 年, 全国房地产投资开发额 13.22 万亿, 同比+9.9%, 尽管增速较上年回落, 但行业韧性较强, 我们认为, 疫情影响下, 国内经济增长对于内需的依赖性增强, 房地产市场预计以稳为主。主流房企的销售数据则更为乐观, 2020 年 6 月, 全国地产销售额单月同比+9%, 而 10 家、20 家、50 家主流房企的合计销售金额均在 10% 以上。竣工方面, 根据华创地产, 地产竣工的趋势性修复可推动下游行业 2-3 年的需求释

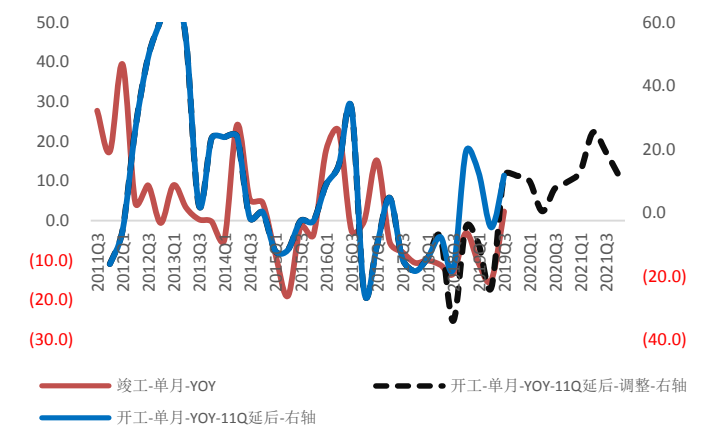
放，叠加集中度因素，头部防水企业需求无忧。

图表 54 2012-2019 年地产销售集中度



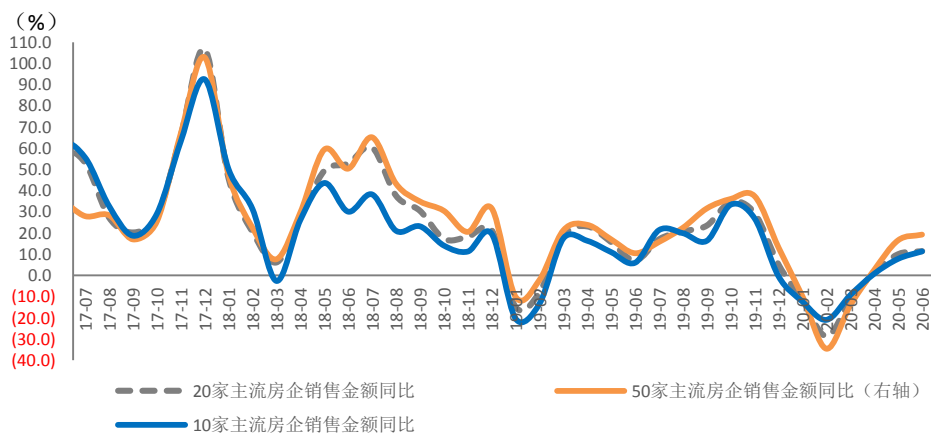
资料来源: wind, 华创证券 (转自华创地产)

图表 55 新开工同比 11QMA 与竣工同比



资料来源: wind, 华创证券 (转自华创地产)

图表 56 10 家、20 家、50 家主流房企销售金额同比



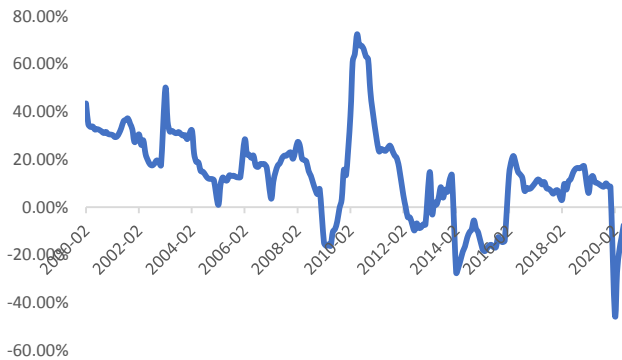
资料来源: wind, 克而瑞, 华创证券 (转自华创地产)

(二) 防水修缮打开后建筑时代需求空间

地产迈入存量时代，房屋修缮市场空间广阔。据中国建筑防水协会 2016 年发布的《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》，我国既有的建筑面积（含工业建筑）近 1000 亿平，对应的屋面面积约 150 亿平，按 6~8 年翻新期计算，每年需要进行翻新的建筑面积达 20 亿平。由于翻修费用远高于新建费用，预计后建筑时代，存量房屋的防水修缮市场规模将逐步超过新建市场。

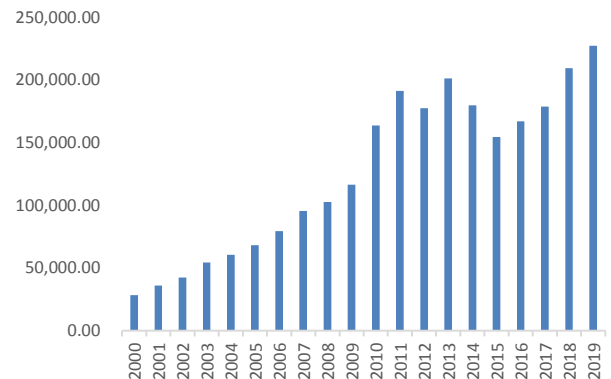
修缮市场面向 C 端，料品牌溢价效应将改善企业现金流及周转情况。目前国内主流的防水企业仍以 B 端客户为主，C 端的修缮市场充斥着大量非标产品，施工水平也参差不齐，导致房屋渗透问题频发。随着新建市场的增速逐步放缓，料主要防水企业发力 C 端将改善竞争格局，淘汰非标产品。而从企业角度来看，C 端市场更加重视品牌效应，尽管前期需要较长时间进行市场开拓，但一旦开拓成功，较 B 端市场相比，品牌溢价效应将更加显著，企业的现金流和周转都将随之好转。

图表 57 2000 年至今地产新开工面积累计同比



资料来源: wind、华创证券

图表 58 地产新开工面积 (万平)



资料来源: wind、华创证券

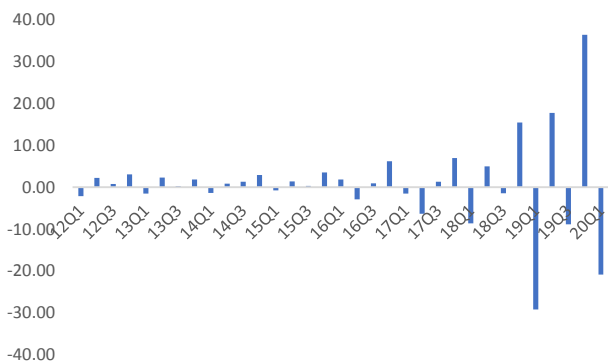
五、财务分析

(一) 应收账款风险可控、管理趋严, 现金流有望改善

现金流存在明显季节性, 应收账款周转改善。公司 2019 年前三季度经营性现金流净流出 20.48 亿元, 同比多流出 15.17 亿元; 而 2019 年全年经营性净现金流回正至 15.89 亿元, 同比多流入 5.75 亿元, 经营性现金流净额占营收比例基本恢复至 2016 年的水平。由于防水行业普遍存在的垫资情况, 公司现金流具有明显的季节性特征, 一般二、四季度现金流会出现明显好转。公司 2019 年应收账款及应收票据合计 70.17 亿元, 占营收比例为 38.65%, 应收账款周转率为 3.58 次, 同比+0.39 次, 已连续三年改善, 我们认为主要是得益于公司加强应收管控, 以及地产集采模式下账期缩短, 未来仍有改善空间。

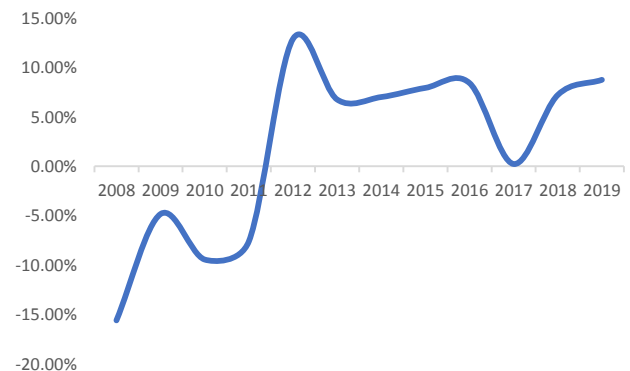
大客户为主, 实际发生坏账比例较低。2019 年底公司计提坏账准备 5.99 亿元, 计提比例为 9.60%。从账龄看, 1 年以内应收账款占比高达 81.91%, 1-2 年占 10.75%。欠款金额前五名的单位应收账款合计 18.74 亿元, 占 30.03%。从实际发生坏账金额看, 公司近 5 年实际发生坏账金额占应收款项的比例为 1%-3%, 实际核销坏账较低。整体看, 公司应收账款规模虽大, 但综合账龄较短, 实际发生坏账比例极低, 应收账款风险较可控。

图表 59 公司分季度经营性现金流净额 (亿元)



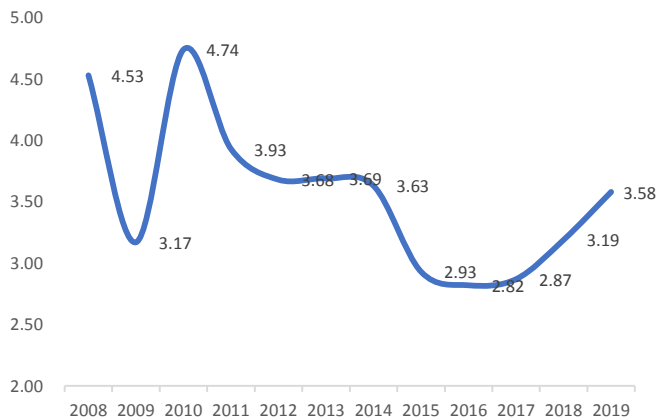
资料来源: wind、华创证券

图表 60 公司经营性现金流净额占营收比例



资料来源: wind、华创证券

图表 61 公司历年应收账款周转率 (次/年)



资料来源: wind、华创证券

图表 62 公司历年应收款项及实际坏账损失



资料来源: wind、华创证券

图表 63 2019 年公司应收账款账龄和坏账计提情况

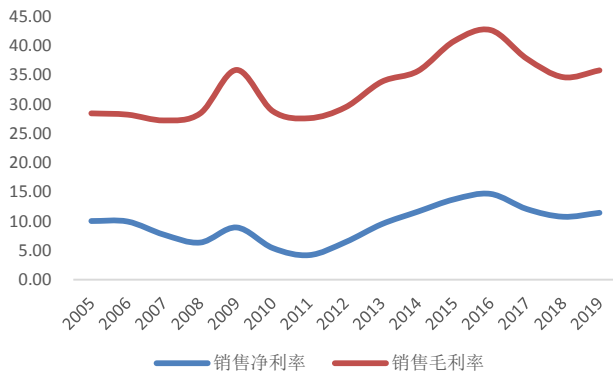
账龄	应收账款期末余额(亿元)	坏账准备(亿元)	计提比例
1 年以内 (含 1 年)	51.11	2.47	4.83%
1 至 2 年	6.71	0.75	11.23%
2 至 3 年	1.69	0.52	30.56%
3 至 4 年	1.03	0.53	51.94%
4 至 5 年	0.64	0.51	80.68%
5 年以上	1.22	1.20	98.22%
合计	62.40	5.99	9.60%

资料来源: wind、华创证券

(二) 盈利水平持稳, 费率持续好转

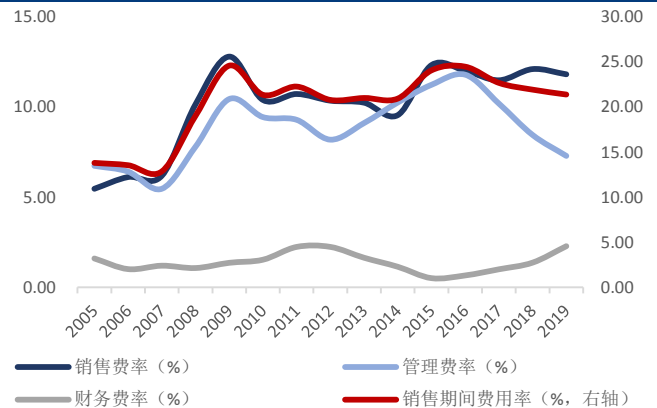
原材料价格影响减弱, 盈利能力持稳。公司过去的毛利率受主要原材料沥青价格波动影响, 近三年盈利水平已逐步持稳, 毛利率约为 35%~38%, 净利率约为 11%~12%。架构改革效果明显, 期间费率持续改善。2017 年以来公司期间费率逐年下降, 2019 年期间费率为 21.36%, 较 2016 年下降 3.09pp, 改善明显。分项看, 得益于公司 2016 年启动的“合伙人制度”和 2018 年开始的组织架构改革, 管理费率自 2017 年大幅下降, 销售费率及财务费率有所上升。债务方面, 公司 2019 年资产负债率为 55.57%, 同比下降 3.3 个 pp, 主要系短期借款减少, 但负债水平仍居近 5 年高位。

图表 64 2005-2019 年公司毛利率及净利率



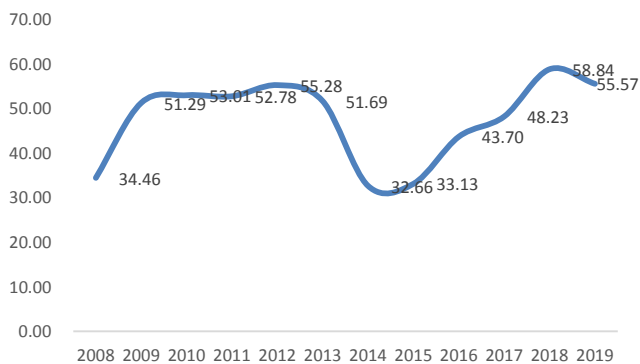
资料来源: wind、华创证券

图表 65 2017 年以来公司期间费率持续改善



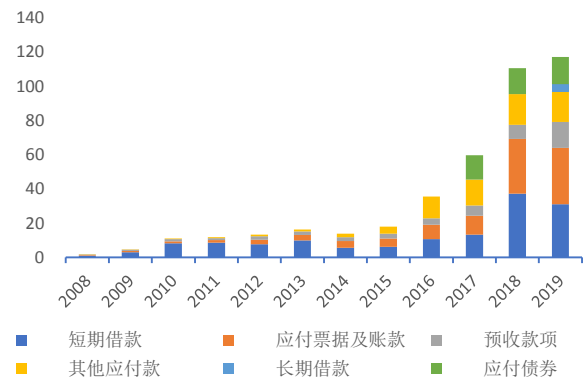
资料来源: wind、华创证券

图表 66 2008-2019 年公司资产负债率 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 67 2008-2019 年公司主要债务结构 (亿元)



资料来源: wind、华创证券

六、盈利预测和估值

我们预计公司未来三年营收的复合增速将在 20% 以上, 主要推动来自于地产集中度提升以及公司在百强房企中的市场份额不断扩大, 推算过程如下:

- 1、根据销售额, 我们计算 2019 年百强房企的市占率约 61.47%, 较 2018 年提升 3.3pct, 假设未来三年仍保持每年 3 个百分点的提升;
- 2、假设全国房地产投资开发额未来 3 年的复合增速为 8%, 其中防水材料占比约 1%, 根据房企 CR100, 计算 2020-2022 年百强房企的防水市场规模各为 920 亿元、1040 亿元、1173 亿元;
- 3、我们将公司收入拆为两大部分, 分别为防水材料和其他, 其中防水材料又进一步划分为地产客户和基建客户, 按照其中 75% 为地产客户估算, 则公司 2019 年在百强房企的市占率约为 15.21%, 假设未来三年该指标每年提升 1.5pct, 则对应地产客户的销售收入各为 140 亿、174 亿、214 亿元;
- 4、基建客户以及其他部分, 我们按照 20% 增速测算, 预计公司 2020-2022 年合计营收规模各为 224 亿、275 亿、335 亿, 增速各为 23.5%、22.6%、21.9%。

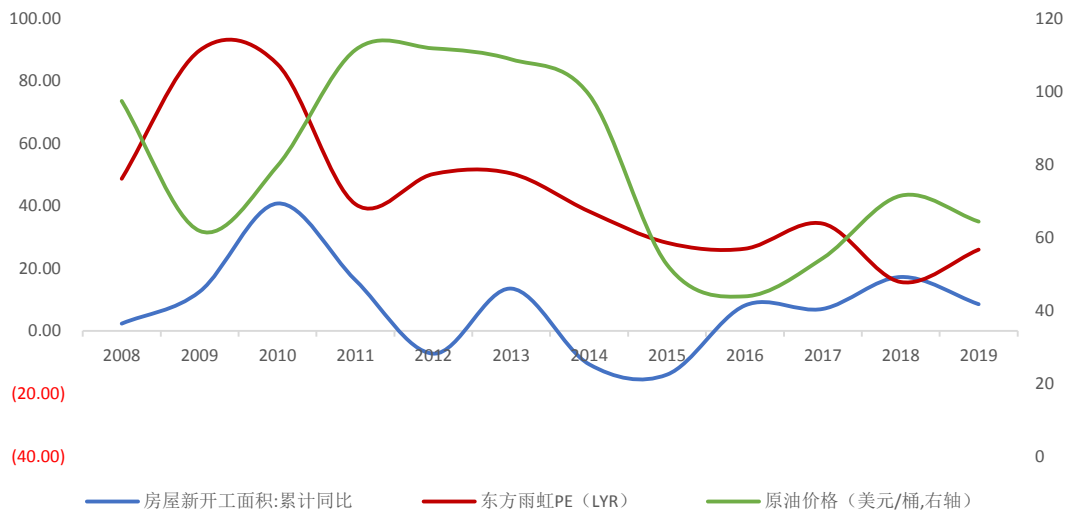
图表 68 2018-2022 年公司收入拆分以及在百强地产中的市占率测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
地产销售额 CR100	58.17%	61.47%	64.47%	67.47%	70.47%
全国房地产投资开发额（亿元）	120263.51	132194.26	142769.801	154191.38	166526.7
yoy	9.53%	9.92%	8.00%	8.00%	8.00%
百强地产对应防水市场（按 1%估算）	699.57	812.57	920.40	1040.29	1173.47
yoy	33.60%	16.15%	13.27%	13.03%	12.80%
东方雨虹在百强地产的市占率	12.11%	13.71%	15.21%	16.71%	18.21%
东方雨虹总营收	140.46	181.54	224.16	274.83	334.88
yoy	36.46%	29.25%	23.48%	22.61%	21.85%
防水材料收入	112.95	148.55	184.57	227.32	277.88
yoy	35.97%	31.52%	24.25%	23.16%	22.24%
防水：地产	84.71	111.41	140.00	173.85	213.70
防水：基建	28.24	37.14	44.57	53.48	64.17
其他（工程、建筑涂料等）	27.51	32.99	39.59	47.51	57.01
yoy	38.52%	19.92%	20%	20%	20%

资料来源：wind、房天下、华创证券

公司上市至今 PE（LYR）仅 2018 年一年低于 20x，主要是受资金因素和股市环境影响，另外两个低值出现在 2016 年和 2019 年，均为 26x 左右。2019Q4 起，公司估值不断修复，且趋势仍在延续。我们认为防水行业分散度较高，供给端仍存在较大改善空间，公司作为行业内的绝对龙头，短中期内预计仍将充分享受行业集中度提升的红利，另外，公司积极进行多品类扩张，砂浆、建涂、保温等业务共享主业的渠道优势，未来有望多点开花。长期看，随着修缮需求增长，防水行业将逐步由 B 端走向 C 端，行业的品牌溢价将进一步增强，公司是业内最早布局 C 端的企业，品牌优势与全产业链的服务优势也有望支撑长期成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润各为 28 亿、34 亿、42 亿，EPS 各为 1.79 元、2.17 元、2.69 元/股，对应 PE 各为 31x、26x、21x，公司长短期成长动力充沛，给予 2021 年 30x 估值，目标价 65.1 元/股，目标市值 1024 亿。

图表 69 2008-2019 年公司 PE (LYR)



资料来源: wind、华创证券

七、风险提示

原材料价格剧烈波动，地产调控超预期收紧，多品类业务发展不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,428	3,789	4,926	6,671
应收票据	1,381	1,705	2,090	2,547
应收账款	5,636	6,959	8,532	10,397
预付账款	541	663	817	1,001
存货	2,016	2,473	3,046	3,730
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,445	1,773	2,165	2,628
流动资产合计	15,447	17,362	21,576	26,974
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,349	5,369	6,100	6,906
在建工程	627	727	1,027	827
无形资产	991	892	802	722
其他非流动资产	1,002	997	994	992
非流动资产合计	6,969	7,985	8,923	9,447
资产合计	22,416	25,347	30,499	36,421
短期借款	3,093	2,593	2,993	3,293
应付票据	650	797	982	1,203
应付账款	2,642	3,239	3,991	4,887
预收款项	1,514	1,869	2,292	2,793
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1,796	1,796	1,796	1,796
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	391	429	466	506
流动负债合计	10,086	10,723	12,520	14,478
长期借款	408	816	1,224	1,632
应付债券	1,585	1,585	1,585	1,585
其他非流动负债	377	377	377	377
非流动负债合计	2,370	2,778	3,186	3,594
负债合计	12,456	13,501	15,706	18,072
归属母公司所有者权益	9,740	11,617	14,554	18,096
少数股东权益	220	229	239	253
所有者权益合计	9,960	11,846	14,793	18,349
负债和股东权益	22,416	25,347	30,499	36,421

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,589	2,252	2,762	3,362
现金收益	2,857	3,711	4,485	5,402
存货影响	156	-456	-573	-684
经营性应收影响	-1,115	-1,750	-2,102	-2,490
经营性应付影响	800	1,100	1,359	1,618
其他影响	-1,110	-353	-406	-484
投资活动现金流	-1,374	-1,500	-1,500	-1,140
资本支出	-1,802	-1,504	-1,503	-1,143
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	428	4	3	3
融资活动现金流	-664	-1,391	-125	-477
借款增加	-132	-92	808	708
股利及利息支付	-737	-849	-1,134	-1,274
股东融资	329	200	200	120
其他影响	-124	-650	1	-31

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,154	22,416	27,483	33,489
营业成本	11,665	14,303	17,620	21,580
税金及附加	139	172	211	257
销售费用	2,142	2,354	2,831	3,349
管理费用	965	1,192	1,429	1,708
研发费用	357	672	825	1,005
财务费用	413	415	500	548
信用减值损失	-133	-80	-100	-70
资产减值损失	-8	-20	-10	-15
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	3	3	3	3
其他收益	287	249	249	249
营业利润	2,622	3,463	4,213	5,213
营业外收入	15	15	16	16
营业外支出	45	28	28	28
利润总额	2,592	3,450	4,201	5,201
所得税	517	638	777	962
净利润	2,075	2,812	3,424	4,239
少数股东损益	9	9	11	13
归属母公司净利润	2,066	2,803	3,413	4,226
NOPLAT	2,406	3,150	3,831	4,685
EPS(摊薄) (元)	1.32	1.79	2.17	2.69

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	29.3%	23.5%	22.6%	21.9%
EBIT 增长率	49.2%	28.6%	21.6%	22.3%
归母净利润增长率	37.0%	35.7%	21.8%	23.8%
获利能力				
毛利率	35.7%	36.2%	35.9%	35.6%
净利率	11.4%	12.5%	12.5%	12.7%
ROE	20.7%	23.7%	23.1%	23.0%
ROIC	18.3%	21.1%	21.2%	21.7%
偿债能力				
资产负债率	55.6%	53.3%	51.5%	49.6%
债务权益比	54.8%	45.3%	41.8%	37.5%
流动比率	153.2%	161.9%	172.3%	186.3%
速动比率	133.2%	138.9%	148.0%	160.5%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	101	101	101	102
应付账款周转天数	88	74	74	74
存货周转天数	65	56	56	57
每股指标(元)				
每股收益	1.32	1.79	2.17	2.69
每股经营现金流	1.01	1.43	1.76	2.14
每股净资产	6.20	7.40	9.27	11.53
估值比率				
P/E	42	31	26	21
P/B	9	8	6	5
EV/EBITDA	30	23	19	16

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019 年加入华创证券。

助理研究员：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020 年加入华创证券。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售交易员		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500