太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2019-02-25

公司深度报告

买入/首次

东方雨虹(002271)

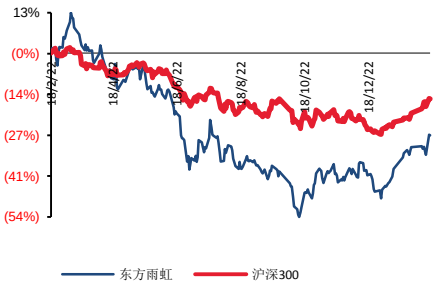
目标价：26.17

昨收盘：18.95

材料 材料II

东方雨虹：重大战略调整完成，量质双升的新成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,492/993
总市值/流通(百万元)	28,275/18,826
12 个月最高/最低(元)	46.16/10.97

相关研究报告：

证券分析师：闫广

电话：0755-83688850

E-MAIL：yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090001

报告摘要

组织架构及战略调整超预期，开启新一轮成长。公司 18Q4 将原“1+6”事业群调整为工程建材集团、民建集团等公司，此举将打破内部渠道壁垒并减员增效；战略上强调稳增长提质量，意味着 15 年开启的以市占率为先的“PS”战略出现转向。通过绩效考核改革及合伙人制度升级将应收账的管控提升到与收入增速同等重要位置，内部管理及战略调整速度及力度超预期。我们认为公司此轮调整与 2011 年底面对铁路投资“刹车”时的大转型有异曲同工之妙，公司稳速提质的拐点已经显现，类似 2012 年的新一轮量质腾飞可期；

2019 年毛利率压力预计较小，预期改善。防水卷材等主营产品的成本与石油及其相关化工产品显著正相关且通常滞后油价 1-2 个季度。考虑到 18Q4 石油价格大幅下跌且判断公司沥青冬储充足，预计 1H19 公司单位成本将有所下降，毛利率环比改善。由于油价反弹后与 3Q18 高点仍有较大距离，即使全年油价和沥青回升，2019 年公司成本高点仍很难高于 2018，且雨虹的转移成本能力已在 2018 年各季度体现，预期环节也将改善；

品类拓展带来新增长点。公司近年来大力发展建筑涂料及保温板等新业务，考虑到新产品广阔的市场空间、适合拓展的建安流程及公司渠道优势，未来“1+N”的模式有望放量，新产品将成为公司新增长点；

估值仍有上升空间。公司股价近期反弹较大，我们认为公司此轮估值修复主要因为流动性宽松背景下投资者对于股东股权质押、房地产需求大幅下滑等担忧的缓解，市场并未充分认知公司战略架构调整及品类拓展带来的竞争力提升。对标国际龙头企业，未来逐渐向 2C 端靠拢的雨虹，估值仍有较大的上升空间；

投资建议：预计 19/20 年公司归母净利分别为 19.6/24.1 亿元，EPS 1.31/1.61 元，同比增长 29.2%和 22.8%。给予公司基于 2019 年盈利预测 20 倍 PE 的估值，对应目标价 26.17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,293	14,203	17,556	21,402
(+/-%)	47.0%	38.0%	23.6%	21.9%
净利润(百万元)	1,239	1,518	1,961	2,409
(+/-%)	20.4%	22.5%	29.2%	22.8%
摊薄每股收益(元)	1.40	1.01	1.31	1.61
市盈率(PE)	9.25	17.17	13.29	10.82

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

投资故事 4

盈利预测与投资建议 5

防水材料：行业进入良币驱逐劣币时代，品牌渠道重要性突显 6

行业有效空间 1470 亿元，行业将在整合中发展 6
目前行业集中度低，但良币驱逐劣币时代已经逐渐开启 6
品牌及渠道优势日益重要 9
下游房地产最坏的阶段或已过去，投资者无需过度悲观 9

东方雨虹：架构及战略调整带来拐点，风雨后腾飞可期 10

从 PS 战略到量质齐升，应收账款问题预计大幅好转 11
组织架构及合伙人制度升级，渠道护城河进一步拓宽 12
2019 成本压力预计缓解，品牌和规模优势减小毛利率波动 16
推动品类拓展，实现向综合防水装涂服务商"1+N"模式转型 17

对标国际龙头企业，估值中枢仍有上行空间 19

风险提示 22

图表目录

图表 1：公司盈利预测 5
图表 2：东方雨虹收入及地理布局覆盖面远远甩开其余防水企业 5
图表 3：防水材料有效市场空间测算 6
图表 4：防水企业格局 7
图表 5：房地产企业集中度提升 7
图表 6：2014-2017 年各品牌防水涂料首选率 7
图表 7：十大上市企业收入占行业收入比重稳步提升 8
图表 8：房地产企业集中度提升 8
图表 9：上市防水企业近五年 ROE 对比 8
图表 10：上市企业权益乘数对比 9
图表 11：上市企业资产周转率对比 9
图表 12：房地产库存仍处于低位 10
图表 13：2018 年土地购置仍较为强劲 10
图表 14：新开工与竣工的背离有望在 2019 年修复 10
图表 15：新增居民中长期贷款累计同比增速 10
图表 16：公司发展至今主要战略变更梳理 11
图表 17：四季度是公司经营现金流回收高峰 11
图表 18：公司生产基地及销售渠道遍布全国 12
图表 19：主要防水企业市场覆盖情况 13
图表 20：合伙人制度及公司销售渠道 13
图表 21：工程建材集团成立后公司组织架构 14
图表 22：工程建材集团内部组织架构 15
图表 23：2011 及 2018 两次转型对比 15
图表 24：公司 2017 年防水材料成本来源 16
图表 25：公司单位成本与石油价格呈显著正相关 16

图表 26：布伦特原油价格 16
图表 27：各公司防水涂料板块各年度毛利率 17
图表 28：公司布局新业务主要事件 17
图表 29：美国建筑涂料市场下游划分 18
图表 30：地产竣工近年来维持高位 18
图表 31：外墙保温板市场空间测算 18
图表 32：公司泛防水装涂市场实现全覆盖 19
图表 33：西卡与东方雨虹发展历程对比 20
图表 34：宣伟与东方雨虹发展历程对比 20
图表 35：与公司类似，宣伟北美门店数远高于竞争对手 20
图表 36：西卡收入及同比增速 21
图表 37：西卡净利润及净利率 21
图表 38：宣伟收入及同比增速 21
图表 39：宣伟净利润及净利率 21
图表 40：东方雨虹 PE-BAND 22
图表 41：宣伟 PE-BAND 22

投资故事

1、组织架构及战略调整超预期，拐点渐现新一轮腾飞可期。2018 年四季度公司将原"1+6"事业群调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股及投资控股公司，深度融合直销及工程渠道，使得直销能够更好的辐射 2,3,4 线城市，同时使得有资源的代理商能够增强公司在以往市占率较低的 1,2 线城市的拿单能力。此外，公司结束资金换市场 PS 战略，通过考核机制及合伙人制度的改革创新，将应收账款、项目质量管控提高到了与收入增长同等重要的位置，强调稳增长提质量的新战略，战略及架构力度与执行速度超市场预期。我们认为公司此轮战略及组织架构调整与公司 2011 年的转型至少有三个相似点：1）相似的行业背景（2011 年铁路投资大幅下滑，四万亿刺激效果衰退，2018 年宏观经济下行压力增大，房地产行业承压），2）相似的公司困境（2008-2011 增收不增利，2016-2018 现金流及应收账款恶化），3）相似的调整手段（2011 结盟大地产商，对高铁部门减员增效，2018 年整合渠道精简人员，强调质量管控），因此我们认为公司此轮调整与 2011 年有异曲同工之妙，或是新一轮成长的起点；

2、毛利率 2019 年预计不会承压，预期环节率先改善。公司产品单位成本与油价关联较大，并通常滞后油价 1-2 个季度。由于 18Q4 开始油价出现明显下跌且公司主要成本沥青冬储充足，我们认为 2019 年上半年防水材料单位成本将有所下降，毛利率有所回升。同时，尽管油价 19Q1 出现反弹，但目前油价距离 2018 年高点仍有较大距离，因此我们认为即使 2019 油价出现回升，公司单位成本也不会高于 2018 年，毛利承压的可能性较小；另外 2018 年雨虹毛利率 Q1-Q3 逐季提升，一定程度上证明了雨虹转移成本能力，预期环节改善；

3、品类拓展实现向综合防水装涂服务商转型，提升增长韧性及竞争力。公司近年来通过绿地投资及并购，大力拓展民用建材、砂浆、建筑涂料、无纺布、修缮及保温板等业务，实现从单一防水材料生产企业到综合防水装涂服务商的"1+N"模式转型。由于公司稳固的品牌优势、渠道的升级以及相关产品的建安流程特点，我们对公司品类的拓展持乐观态度，同时我们认为品类拓展对公司的益处有二：其一，新产品销量的扩大将在中期为公司提供充足的增长韧性，其二，随着未来精装房比例的提升，品类拓展以及向综合服务商的转型有利于公司提升议价能力，从而提升中长期竞争力；

4、对标国际龙头，估值仍有上升空间。我们将公司与国际领先防水企业西卡与领先涂料企业宣伟的发展路径做了对比，并认为公司与西卡、宣伟在行业背景、品类拓展、经营策略上均有较为相似之处，因此我们认为公司能够复制西卡与宣伟的成功。尽管公司近期股价反弹较多，但我们认为公司估值的修复主要是源自流动性宽松下投资者对公司股权质押、房地产需求大幅下滑等问题担忧的缓解，而市场并未充分认知公司战略架构调整及品类拓展带来的竞争力提升。对标龙头企业业绩增长及估值，我们认为在市场逐步确认公司组织架构调整及品类拓展对公司中长期竞争能力的提升后，公司的估值仍有上升空间；

盈利预测与投资建议

我们认为在公司进行战略及架构调整后，类似 2012 年的新一轮高质量稳定增长将启动，同时油价下跌后公司 2019 年毛利率预计改善，且品类拓展将成为公司新的增长点。保守预计 2019 及 2020 年公司归母净利分别为 19.6 和 24.1 亿元，EPS 分别为 1.31 和 1.61 元，同比增长 29.2 和 22.8%。给予公司基于 2019 年盈利预测 20 倍 PE 的估值，对应目标价 26.17 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 1：公司盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
防水卷材销量（百万平方米）	149	229	315	350	420
防水卷材售价（元/平方米）	24.7	23.3	23.6	24.3	24.3
防水卷材单位毛利(元/平方米)	11.8	9.4	9.0	9.6	9.6
防水涂料销量（万吨）	38	62	94	120	150
防水涂料售价（元/吨）	5,020	4,788	4,836	5,029	5,029
防水涂料单位毛利（元/吨）	2,303	1,973	1,909	2,093	2,093
收入（人民币百万元）	7,000	10,293	14,203	17,556	21,402
毛利（人民币百万元）	2,903	3,784	4,961	6,335	7,706
毛利率（%）	41.5%	36.8%	34.9%	36.1%	36.0%
净利润（人民币百万元）	1,029	1,239	1,518	1,961	2,409
净利率（%）	14.7%	12.0%	10.7%	11.2%	11.3%
净利润同比增速（%）	41.0%	20.4%	22.5%	29.2%	22.8%

资料来源：Wind，太平洋证券研究所

备注：防水涂料毛利提升的假设基于油价均价同比下滑；

图表 2：东方雨虹收入及地理布局覆盖面远远甩开其余防水企业

（亿元）	2017 年收入	2016 年收入	主要布局
东方雨虹	102.9	70.0	全国
潍坊宏源	预计 22.5	17.5	江苏、四川、吉林、上海、山东
科顺股份	20.4	14.7	广东、北京、江苏
深圳卓宝	预计 14.3	12.5	广东、北京、江苏、四川、湖北
建国伟业	预计 13.7	11.5	北京、安徽、河南、重庆
潍坊宇虹	预计 12.5	11.2	山东
盘锦禹王	预计 10.7	9.0	辽宁
雨中情	预计 8.6	7.5	河南、上海、西安、江苏、山东
广西金雨伞	预计 6.2	5.5	广西
德生防水	5.3	5.1	河北

资料来源：公司资料，涂界，大隐于水，太平洋证券研究院

防水材料：行业进入良币驱逐劣币时代，品牌渠道重要性突显

根据我们测算，十三五期间内防水材料行业有效市场空间 1470 亿元左右，对比 2017 年规模企业收入 1059 亿元仍有上升与整合空间，同时我们认为随着下游房地产行业集中度的提升以及大房地产商对防水材料及隐蔽工程质量要求的提高，防水行业良币驱逐劣币时代已逐渐开启，从集中度、运营效率、资本运作及盈利能力角度而言，头部企业与其余梯队企业的差距正逐渐扩大，品牌及渠道的重要性日益凸显。同时，我们也认为尽管房地产行业仍然承压，但企业及居民对后市的担忧已经逐渐缓解，行业最艰难的时刻或已过去，投资者对此无需过度悲观。

行业有效空间 1470 亿元，行业将在整合中发展

我们剔除了进入门槛低，小散企业充斥的农村市场，并保守假设十三五期间内，房地产新开工/竣工面积小幅下滑至 18/9.5 亿平方米左右，存量房地产每隔 8 年翻新一次，且防水材料相关投资占基建总固定资产投资 1%左右，则测算得防水材料行业有效市场空间在 1470 亿元左右，相比于 2017 年 1059 亿元的规模以上企业收入仍有 40%左右提升空间，未来行业将在发展中倒逼整合。

图表 3：防水材料有效市场空间测算

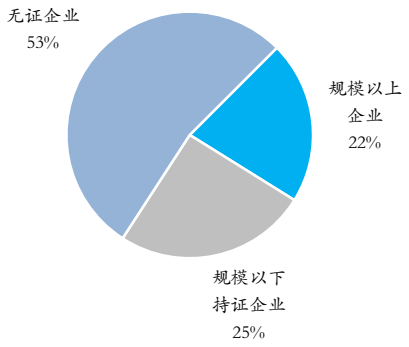
房地产新建带动		房地产翻新带动		基建带动	
城镇房地产竣工面积（亿平方米）	9.5	1999年至今城镇累计地产竣工面积（亿平方米）	128.0	铁路投资（亿元）	8,000
工业厂房及其他建筑竣工面积（亿平方米）	12.0	每年翻新面积（亿平方米）	16.0	公路投资（亿元）	32,000
地产新开工面积（亿平方米）	18.0	外墙/面积比率	0.65	航空空运投资（亿元）	2,500
房地产平均建筑楼层	10.0	总外墙面积（亿平方米）	10.4	地铁投资（亿元）	4,500
工业场场及其他建筑平均建筑楼层	2.0	防水涂料需求（亿平方米）	10.4	垃圾焚烧设施投资（亿元）	300
外墙/面积比率	0.65	防水涂料价格（元/平方米）	14.0	污水处理、排水防洪投资（亿元）	500
总外墙面积（亿平方米）	14.0			其他水利投资（亿元）	8,000
地基及屋顶面积（亿平方米）	14.8			相关基建总投资（亿元）	55,800
防水涂料需求（亿平方米）	14.0	**房地产翻新带动防水材料需求（亿元）**	**145.6**	防水材料占总投资比重	1.0%
防水卷材需求（亿平方米）	28.7			**基建带动防水材料需求(亿元)**	**558.0**
防水涂料价格（元/平方米）	14.0				
防水卷材价格（元/平方米）	20.0				
房地产新建带动材料涂料需求（亿元）	**770**				
防水材料总市场空间	**1,473.8**				

资料来源：Wind，统计局，公司资料，太平洋证券研究院

目前行业集中度低，但良币驱逐劣币时代已经逐渐开启

由于行业进入壁垒较低且防水产品运输半径通常有限，因此防水行业集中度较低，行业内存在大量产品质量不合格的小散企业。根据协会相关数据，目前行业内有 3000 多家企业，其中仅 1400 家左右企业有生产许可证。截止 2018 年上半年，年主营营业收入达 2000 万元以上的规模以上企业仅 641 家，占比小于 25%。

图表 4：中国防水企业格局

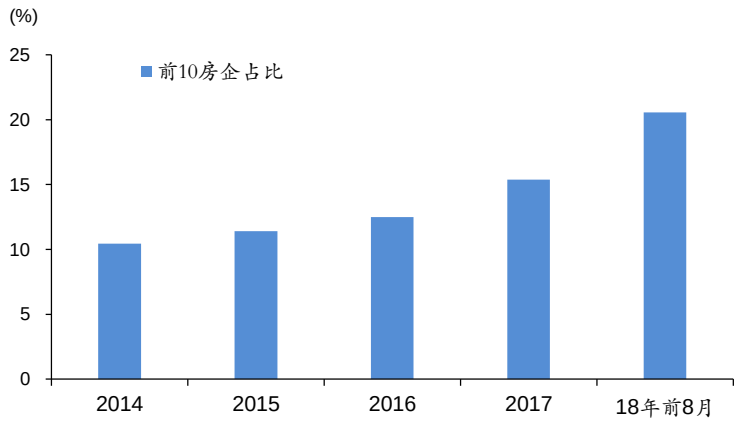


资料来源：公司调研资料，中国建筑防水协会，太平洋证券研究院

尽管行业仍然充斥各种产品质量差、环保不达标的小企业，但是我们注意到行业天平已经逐渐向大企业倾斜。由于防水材料成本在房地产建安成本中占比很小（不足 3%），但一旦渗漏维修成本较高且过程繁琐，大型房地产企业对于防水材料及隐蔽工程的质量要求日渐提高。而伴随着下游房地产行业的集中，防水行业良币驱逐劣币时代开启。

具体表现为：1）行业集中度提升，我们测算十大上市公司收入占规模以上企业总收入比重由 2013 年的 7.3%提升至 13.0%，十大品牌首选率由 2014 年的 77%上升至 2017 年的 96%；2）就行业上市公司近五年 ROE 走势而言，第一梯队企业盈利能力及盈利稳定性远远超过其他梯队企业，利润逐渐向头部公司靠拢；3）头部公司权益乘数明显高于其余梯队公司，表明在需要进行扩张时头部公司更容易获得资金方青睐；4）头部公司总资产周转率明显好于其余梯队公司，表明随着行业发展，头部公司可以利用规模优势提升经营效率，从而拉开与其余公司的差距。

图表 5：房地产企业集中度提升



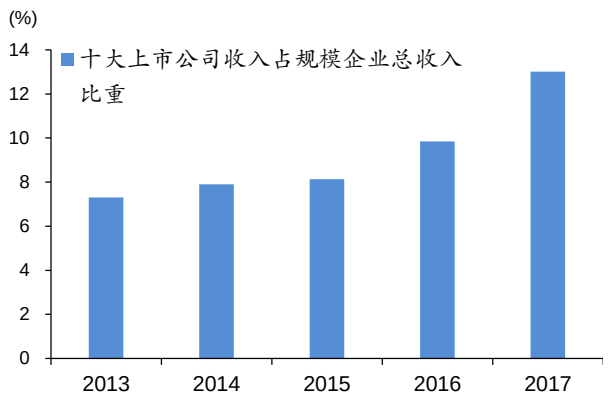
资料来源：克而瑞，Wind，太平洋证券研究院

图表 6：2014-2017 年各品牌防水涂料首选率

(%)	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
排名	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	32
2	科顺	10	科顺	14	科顺	15	科顺	20
3	卓宝	9	宏源	10	宏源	14	宏源	14
4	宏源	7	卓宝	9	卓宝	9	卓宝	11
5	德生	6	德生	6	蓝盾	5	蓝盾	5
6	禹王	5	蓝盾	5	德生	5	大禹	4
7	大明	4	禹王	5	大禹	4	德生	3
8	宇虹	4	宇虹	3	禹王	4	禹王	3
9	金雨伞	3	大明	3	宇虹	3	宇虹	2
10	蓝盾	2	金雨伞	1	大明	2	蜀羊	2
总计		**77**		**85**		**91**		**96**

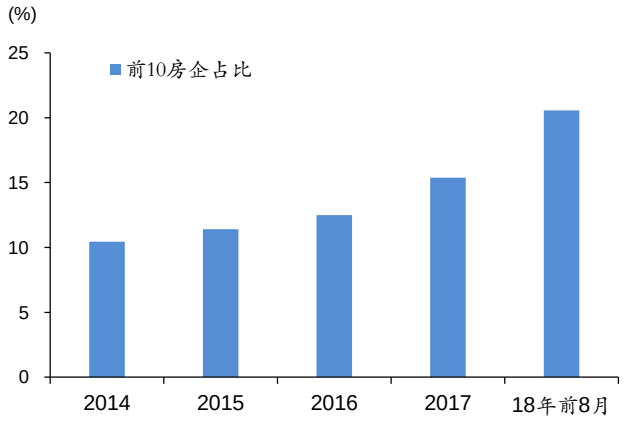
资料来源：品牌榜，产业信息网，太平洋证券研究院

图表 7：十大上市防水企业收入占行业收入比重稳步提升



资料来源：各公司资料，中国建筑防水协会，太平洋证券研究院

图表 8：房地产企业集中度提升



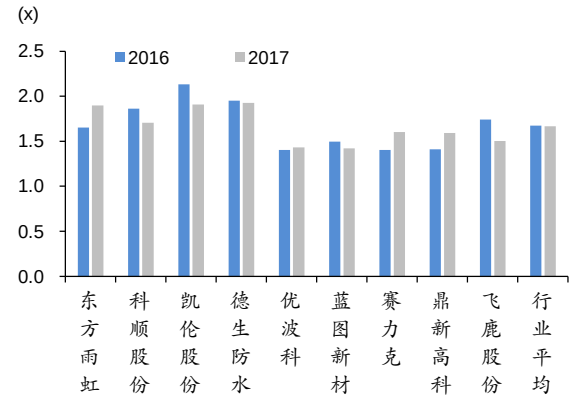
资料来源：各公司资料，克而瑞，Wind，太平洋证券研究院

图表 9：上市防水企业近五年 ROE 对比

	2013	2014	2015	2016	2017	五年平均
东方雨虹	24.9	22.5	19.5	22.8	21.2	**22.2**
科顺股份	22.6	31.6	37.4	29.1	16.1	**27.4**
凯伦股份	22.3	34.5	31.6	30.3	16.7	**27.1**
德生防水	15.3	8.3	11.6	11.7	6.0	**10.6**
仁众实业	4.5	14.7	4.6	2.9		**6.6**
优波科	2.1	6.7	12.3	-3.6	-5.9	**2.3**
蓝图新材	6.7	10.9	8.8	-7.8	-12.7	**1.2**
赛力克	3.3	8.2	11.7	8.1	8.4	**7.9**
鼎新高科	-2.4	19.8	1.2	10.3	19.8	**9.7**
飞鹿股份	22.4	21.0	16.5	15.8	8.9	**16.9**
行业上市公司平均	**12.2**	**17.8**	**15.5**	**12.0**	**8.7**	**13.2**

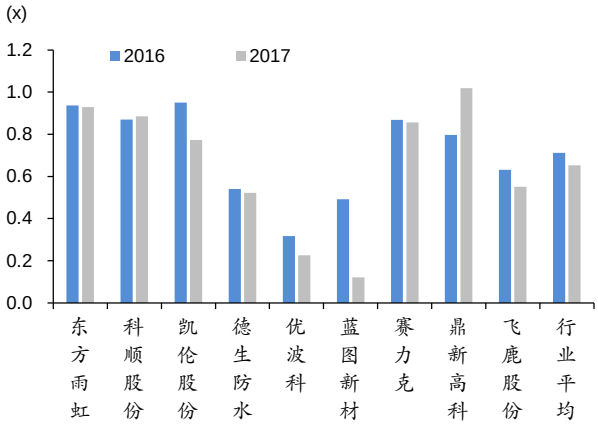
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 10：上市企业权益乘数对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 11：上市企业资产周转率对比



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

品牌及渠道优势日益重要

防水是个隐蔽工程，漏水的痛点十分明显。在行业进入良币驱逐劣币的时代，我们认为虽然防水行业进入壁垒较低，但品牌及渠道将成为行业的核心竞争力，拥有品牌和渠道优势的企业将拥有较宽的护城河，而新品牌及小品牌实现弯道超车的长度较大。

首先，随着房地产存量市场翻新市场日渐壮大，防水材料的消费属性逐渐提升，客户品牌黏性较高，通常选定品牌后较少更换。

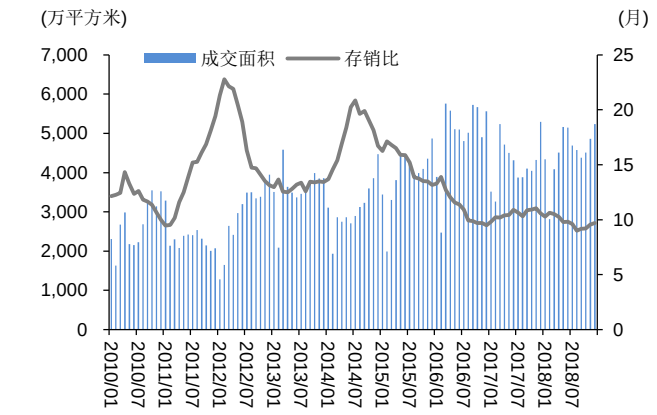
其次，近年来许多大型房地产公司为实现规模扩张，其采购权利逐步上移，很多公司采购品牌范围由总部统一制定，使得新品牌较难打入大型地产公司的市场。

最后，防水材料客户的终端需求并不仅仅是防水材料本身，往往还包括施工，装涂等服务，而拥有品牌及渠道的龙头企业往往能够提供差异化服务从而提升客户黏性，从而使得新品牌与之竞争难度较大。

下游房地产最坏的阶段或已过去，投资者无需过度悲观

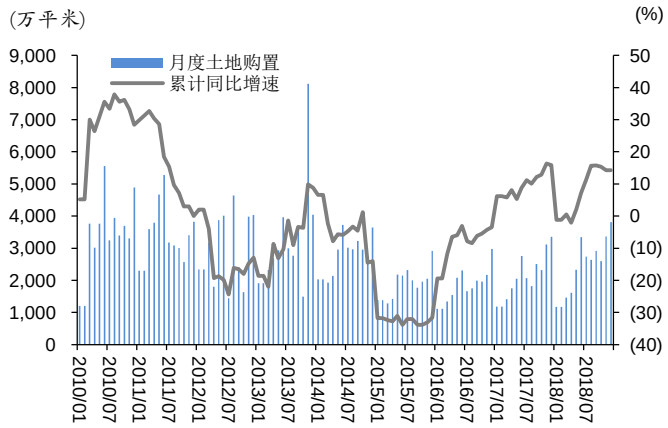
我们认为尽管政策收紧使得房地产行业承压，但房地产最艰难的时刻或已过去，投资者对此无需过度悲观。首先，截止 2018 年底，我国房地产库存仍处于 9.7 个月的低位，且 2018 年我国土地购置面积同比增长 14.2%，同时考虑到信贷宽松下房地产企业资金状况相对于 2018 年下半年有所好转，我们认为 2019 年新开工仍将保持稳定增长；其次，由于 2018 年新开工同比增长较快，我们预计 2019 年房地产将进入竣工周期，竣工面积同比增速将有所好转。最后，2019 年 1 月居民中长期贷款及万科土地购置均同比大幅增长，体现了越来越多居民及龙头企业认为本轮地产政策继续收紧可能性较低，对后市信心有所恢复。

图表 12：房地产库存仍处于低位



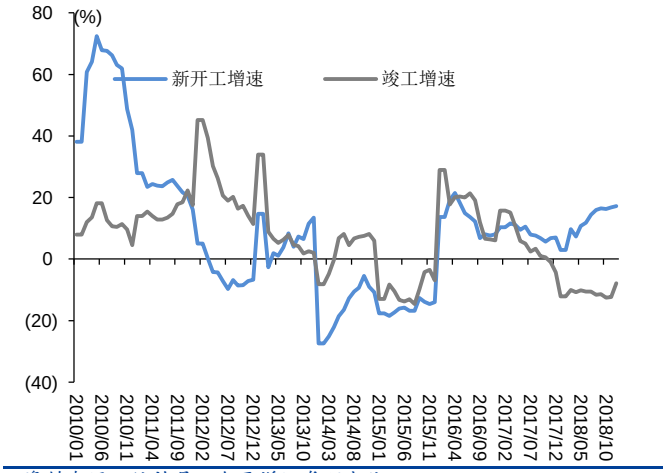
资料来源：易居，太平洋证券研究院

图表 13：2018 年土地购置仍较为强劲



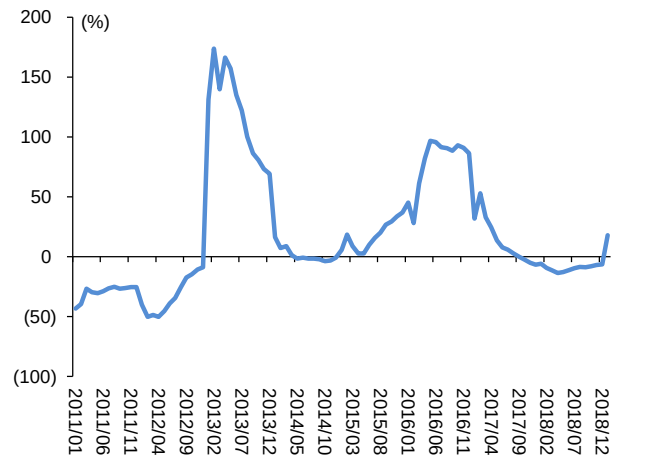
资料来源：统计局，太平洋证券研究院

图表 14：新开工与竣工的背离有望在 2019 年修复



资料来源：统计局，太平洋证券研究院

图表 15：新增居民中长期贷款累计同比增速



资料来源：统计局，太平洋证券研究院

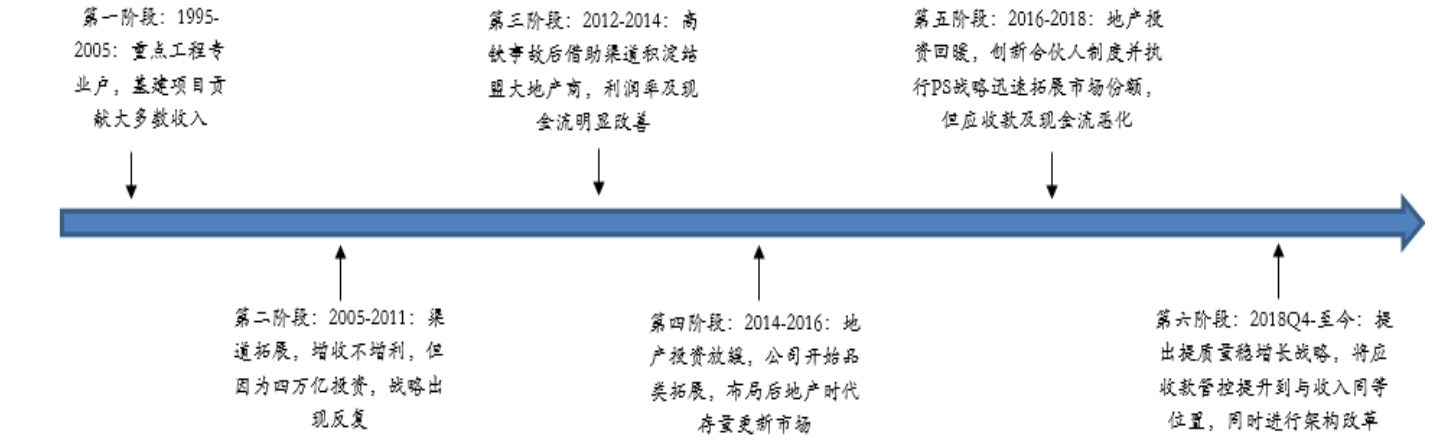
东方雨虹：架构及战略调整带来拐点，风雨后腾飞可期

公司是目前我国唯一的全国性防水材料企业，在历经了重点工程专业户、大地产商结盟以及资金换市场的高速发展阶段后，我们认为公司此次战略及架构变革类似于 2011 年的转型，公司通过组织架构调整以及加强应收账款管理更好的把握行业机遇，并进一步提升增长质量及可持续性。此外，考虑到公司渠道的拓展及新产品本身的特点，我们对公司品类拓展持乐观态度，并认为品类拓展将在中期内成为公司新的增长点，并进一步夯实公司的行业龙头地位。

从 PS 战略到量质齐升，应收账款问题预计大幅好转

公司 1995 年于湖南成立，成立后公司主要针对北方大型基建工程进行直销实现迅速扩张，被誉为"重点工程专业户"，2004 年成为防水行业龙头，此后公司在渗透全国的战略指引下，逐渐走出北京，面向全国拓展销售渠道网络，但由于"四万亿"刺激的东风，高铁工程仍为公司主要收入来源，渠道发力滞后。2011 年高铁事故后，公司迅速调整战略，借助前期渠道铺垫结盟大地产商，经营现金流及利润率明显改善。2014 年起，房地产市场增速放缓，公司进行战略调整，瞄准地产存量更新市场进行品类及零售渠道拓展。2015 年年底开始，地产投资增速回暖，公司再次迅速做出调整，实行合伙人制度及 PS 战略，收入和利润保持高速增长，但由于扩张时并未注意项目质量，公司应收账款及经营现金流出现明显恶化。

图表 16：公司发展至今主要战略变更梳理

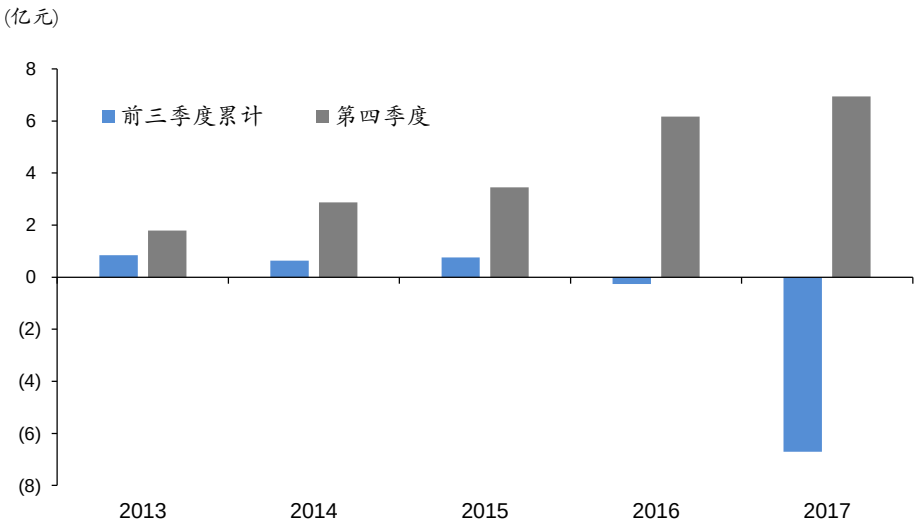


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

2018 年下半年，宏观经济下行压力增大，流动性收紧，公司于 18Q4 迅速做出战略调整，提出稳增长提质量，通过将应收账款占比与应收账款回收率两个维度纳入考核体系（判断具有一票否决权），将项目质量及应收账款的管控提升到与收入增长同等重要地位。我们对公司的战略调整持乐观态度，并认为公司应收账款及现金流状况将于 2018 年四季度开始明显好转，市场的担忧有望逐步减轻。

首先，公司三季度其他应收账款的显著增加是由于履约保证金的支付。而我们判断根据履约保证金的运作模式，公司将于年底收回，因此履约保证金只会增大单季度现金流及其他应收账款的波动，而对全年没有影响。根据我们统计，2017 年公司前三季度现金流同样大幅净流出，而四季度由于保证金回收现金流转正，我们认为相同的逻辑也会在 2018 年发生。其次，公司客户多为头部企业，资金实力较好，且防水成本占房地产建安成本比重很低（不足 3%），因此房地产企业不会因此产生资金压力。

图表 17：四季度是公司经营现金流回收高峰

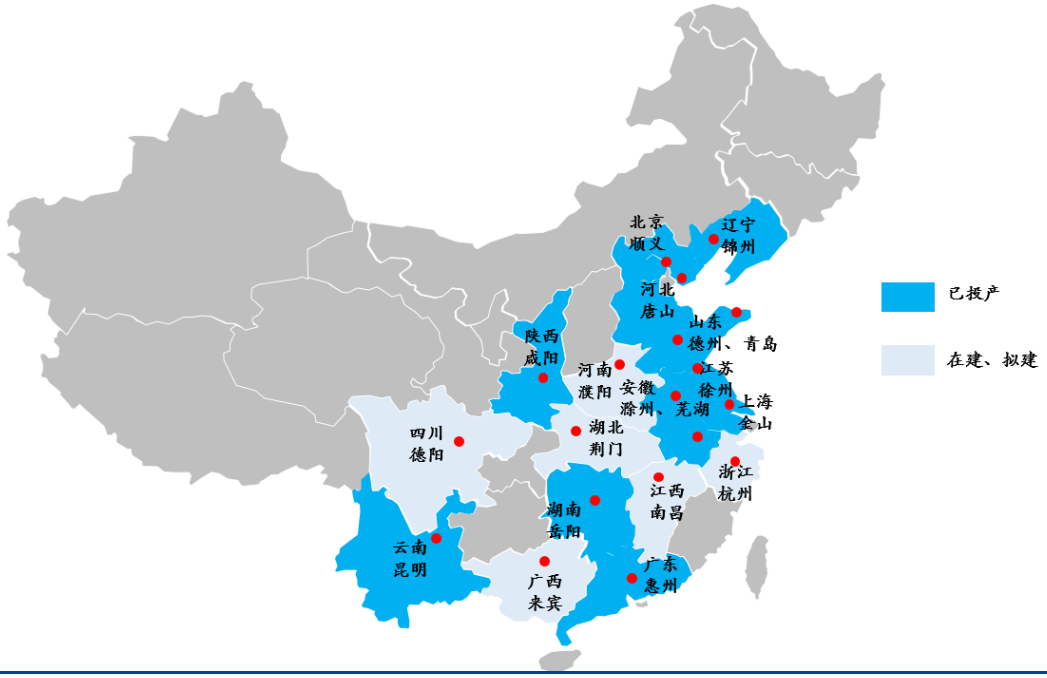


资料来源：公司年报，太平洋证券研究院

组织架构及合伙人制度升级，渠道护城河进一步拓宽

公司董事长李卫国 1995 年于湖南创立湖南长虹防水工程公司，1997 年进京无偿修复毛主席纪念堂，1998 年主动请缨并中标 18 座储备粮库防水工程，自此脱颖而出迅速成长，并于 2004 年成为中国最大的防水公司，在行业内积累了良好的口碑及渠道资源。2008 年，公司成为防水行业最早的上市公司，在质量第一的基础上，利用资金优势实现速度致胜，迅速铺开全国渠道，成为中国唯一的全国性防水材料企业，目前与万科、保利等超半数全国百强地产商有长期稳定供货或集采关系。

图表 18：公司生产基地及销售渠道遍布全国



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

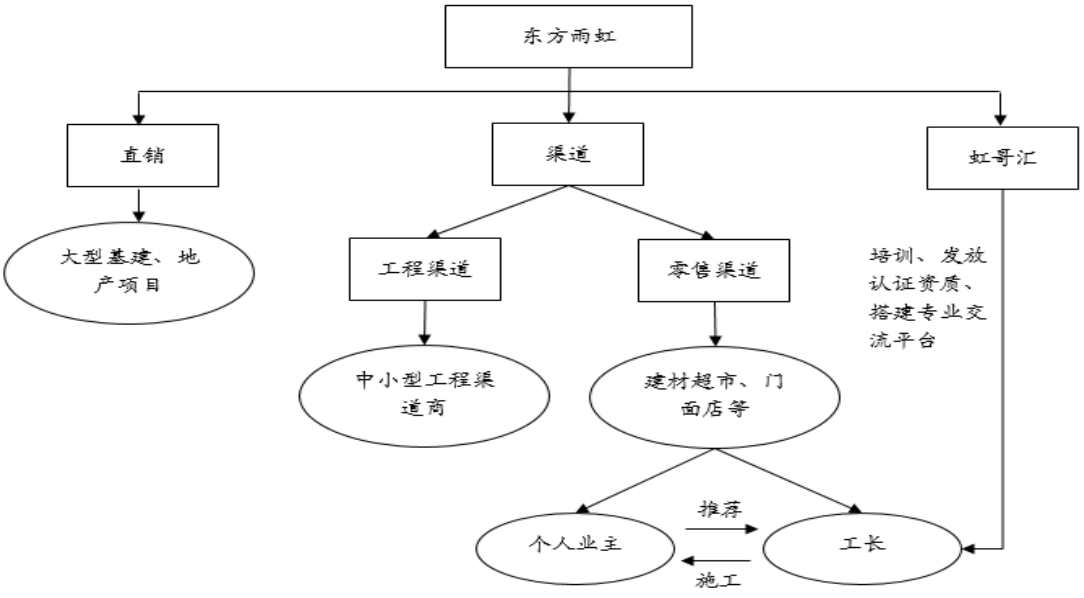
图表 19：主要防水企业市场覆盖情况

	华北	东北	华东	中南	西南	西北
东方雨虹	√	√	√	√	√	√
潍坊宏源		√	√		√	
科顺股份	√		√	√		
深圳卓宝	√		√	√	√	
北京立高	√					√
德生防水	√					
凯伦股份			√			
蓝图新材					√	
赛力克				√		

资料来源：各公司资料，太平洋证券研究院

公司管理层稳定，激励机制优厚，内部形成了积极进取的狼性文化，这是雨虹核心竞争力之一。2016 年效仿格力于行业内率先推出合伙人制度，与核心渠道代理商共同投资东方雨虹产业投资第一股份有限公司，其中公司出资 1.385 亿元，持股 51.11%，工程渠道代理商合计出资 1.325 亿元，持股 48.89%。合伙人制度使得公司获得了更多独家代理商，同时也使得代理商借助雨虹品牌进一步提升议价及拿单能力并获得雨虹专业的施工培训，并获得双倍出资额无息授信、优惠的价格体系、弹性的分红计划等等好处，与公司一起做大市场，实现公司与代理商的双赢。公司合伙人计划迅速取得成功，我们测算因此近三年测算原工渠收入复合增长率 40%以上。

图表 20：合伙人制度及公司销售渠道



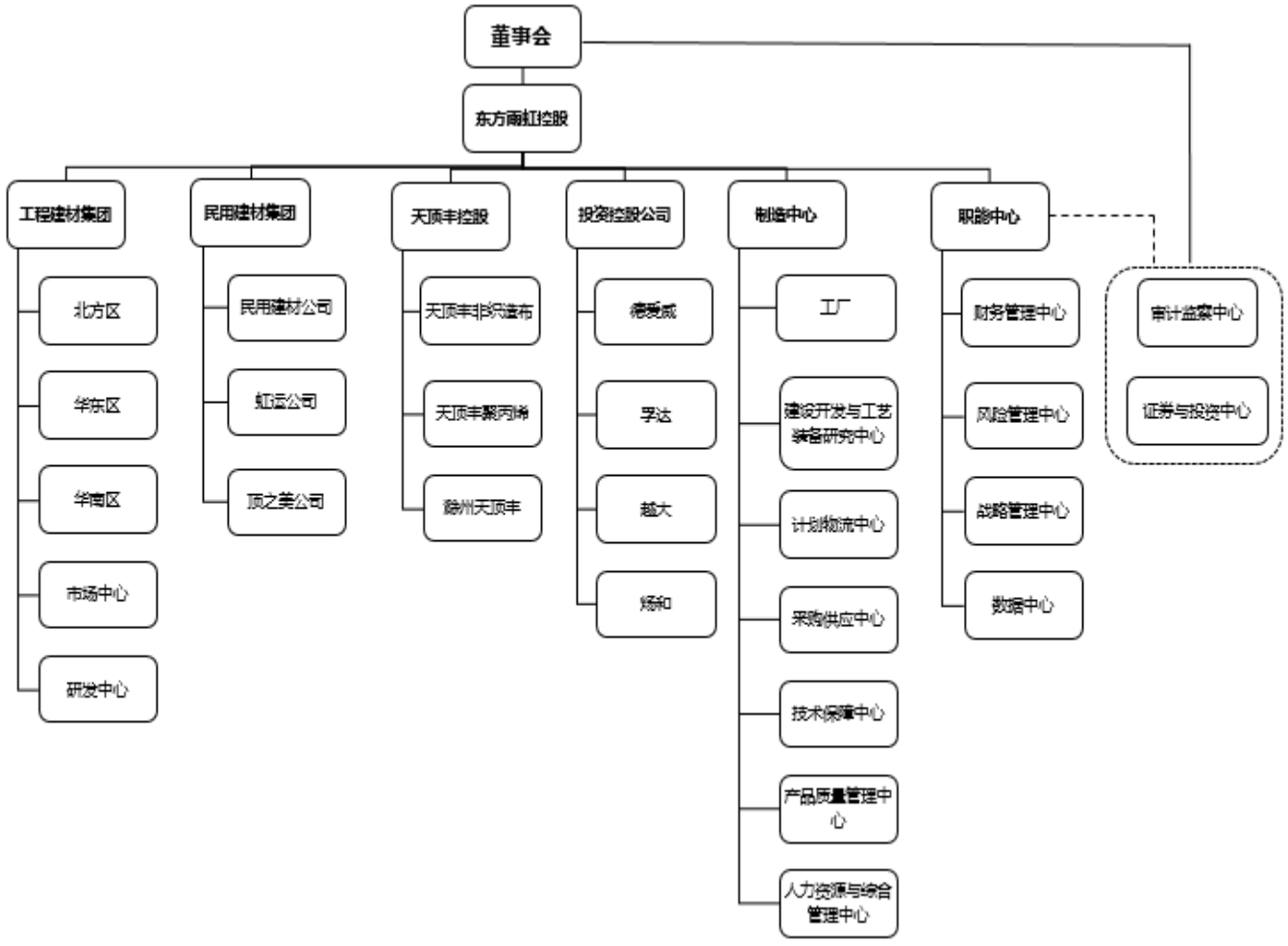
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

为适应发展需要，公司于 2018 年四季度开始深化改革：

1、组织架构方面，公司将原有"1+6"调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股及投资控股公司。此举有助于打破渠道壁垒，使得直销能够更好的辐射 2,3,4 线城市且有渠道资源的代理商能够在公司市占率较低的 1,2 线城市增强公司拿单实力，实现工程渠道及直销的融合及互补。在工程建材集团内，公司设有华北、华东、华南三个大区，并根据当地特色进行分工，例如华北设有高铁事业部，华南设有外加剂事业部等。根据我们了解，公司区域分工效果显著，以华北为例，2018 年雄安重点建设项目（如市民服务中心、腾讯办公大楼等）中标情况良好，进一步打开未来想象空间。

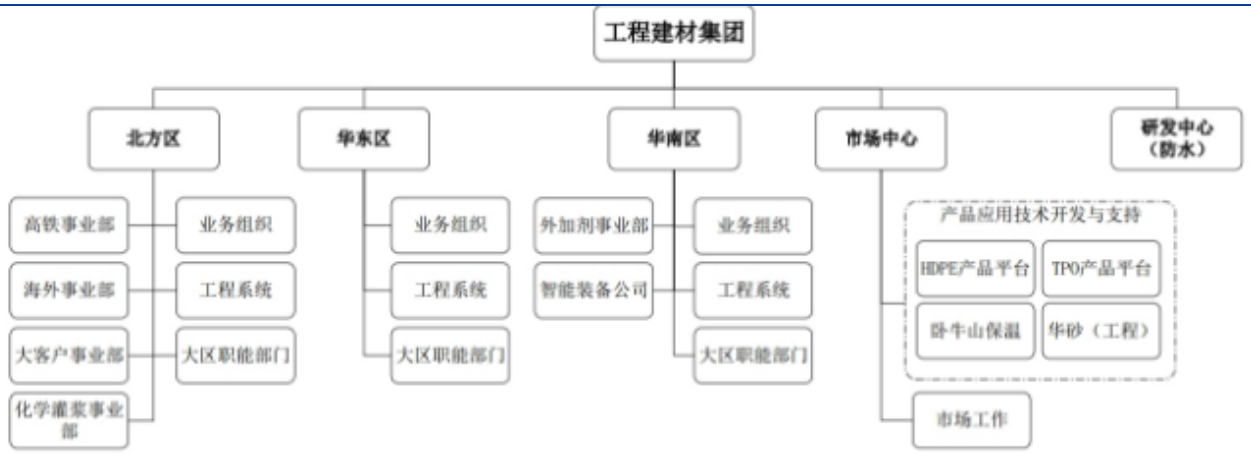
2、推出内部合伙人，鼓励员工转化为公司合伙人并参与竞标，把带有合适资源的人放在更为合适的位置。未来雨虹有希望成为一个直销比例逐渐降低的销货型公司而不是工程承包/分包的 2B 型公司，消费属性和商业模式有望朝着 2C 端转型。此外，随着内部整合的深化，我们认为公司内部人力资源的浪费也将减少，从而降低管理成本。

图表 21：工程建材集团成立后公司组织架构



资料来源：涂界，公司资料，太平洋证券研究院

图表 22：工程建材集团内部组织架构



资料来源：涂界，公司资料，太平洋证券研究院

公司此次架构与战略的变革与 2011 年的转型有着异曲同工之妙。2011 年前公司主要下游为重点工程（特别是高铁，测算仅高铁收入占比超过 30%），销售渠道以直销为主，而为了拓展全国销售渠道公司采取“增收不增利”的策略，发展逐渐遇到瓶颈。随着 2011 年高铁事故的发生，铁路投资迅速下降，公司风险逐渐暴露。彼时，公司仅用一个季度迅速转型结盟大地产商并拓展零售渠道（并于 2012Q1 录得公司上市后唯一一次单季度亏损），并对高铁条线冗员进行减员增效，盈利能力当年 Q2 便大幅提升，经营现金流相较重点工程专业户时代明显好转。

未来赚的是产业格局提升的钱，而不是承担风险的钱。我们认为此次公司战略及架构的改革与当时有着相似的背景，因此也将像 2011 年一样，给公司带来新的拐点，从产业经济学的角度，未来更多的利润增长来自于产业集中度提升、良币驱逐劣币的钱，而不是通过资金优势赚取承担风险的钱，这使得我们看好公司在经历了盈利质量下降的种种风雨后，开启新一轮的腾飞。

图表 23：2011 及 2018 两次转型对比

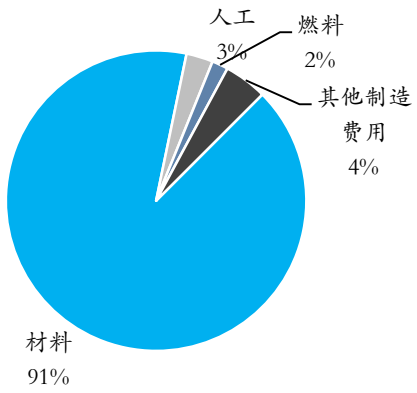
	2018	2011
行业背景	PS 战略下营收利润质量下滑，应收账款现金流恶化，经济下行期及流动性收缩环境下风险逐渐暴露	工程专业户战略下增收不增利，高铁投资刹车风险急剧上升
调整策略	通过变革考核制度及合伙人制度强调稳增长提质量，架构调整打破渠道壁垒，精简人员	迅速借助前期渠道铺垫结盟大地产商，大幅减少铁路事业部冗余人员
取得成效	现金情况预计明显好转，从重点订单来看目前接单能力未受影响	开启新一轮增长，2012Q2 开始大幅增长，Q3\Q4 单季度利润翻倍，且利润率现金流大幅好转

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

2019 成本压力预计缓解，品牌和规模优势减小毛利率波动

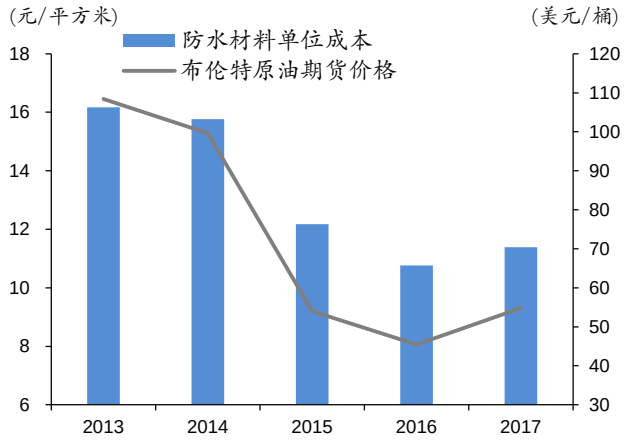
防水卷材与防水涂料的主要成本均来自原材料（占比 90%）以上，其中防水卷材的原材料主要包括沥青、SBS 改性剂，防水涂料的原料主要包括聚醚和乳液，均为石油及石油化工行业相关产品，因而油价和石油化工产品价格对防水材料的成本影响较为明显，大多数防水企业的单位成本与油价呈显著正相关关系。

图表 24：公司 2017 年防水材料成本来源



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

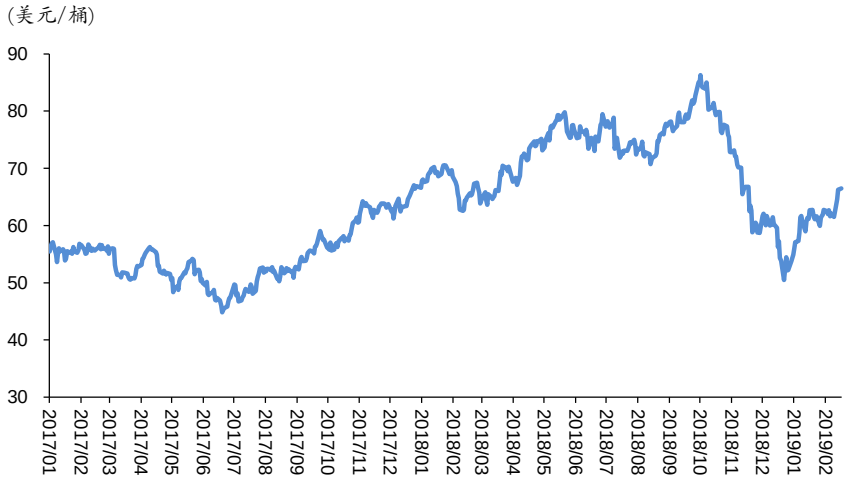
图表 25：公司单位成本与石油价格呈显著正相关



资料来源：公司资料，Wind，太平洋证券研究院

根据我们测算，公司 SBS 改性沥青成本滞后布伦特原油价格 1 个季度左右。由于布伦特原油在 2018 年四季度价格下跌幅度较大，公司 2019 年 1 季度公司毛利率预计将得到改善，同时由于冬储，我们认为毛利率的改善在 2 季度仍将持续。尽管 2019 年以来原油价格出现反弹，但目前原油价格相对于 2018 年的高点仍有较大距离，因此我们认为 2019 年 3,4 季度公司成本高于 2018 年的概率较低，而公司防水产品毛利率在 2019 年大概率承压。另外 2018 年雨虹毛利率 Q1-Q3 逐季提升，一定程度上证明了雨虹转移成本能力，预期环节改善或是更明显的变化；

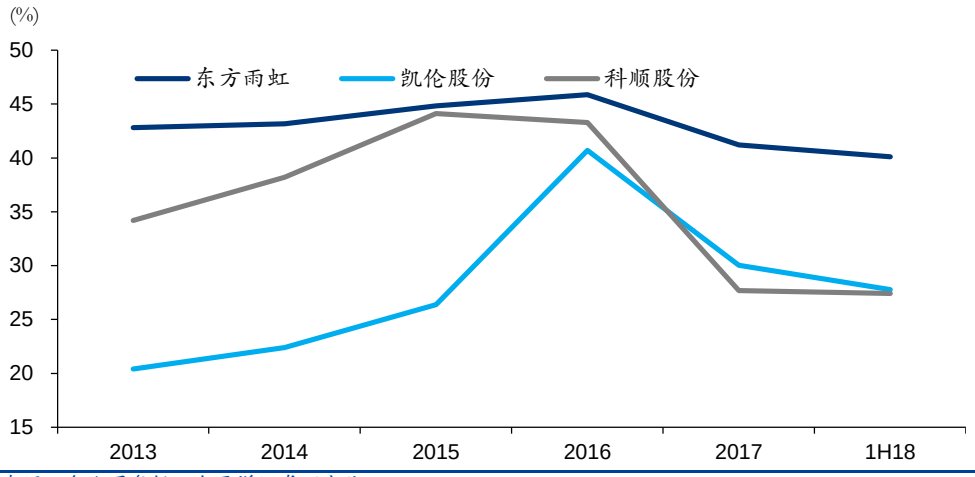
图表 26：布伦特原油价格



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

公司毛利率随油价的波动比其余品牌防水企业更小，品牌优势和规模优势体现得淋漓尽致。2018 年上半年，布伦特原油价格环比 2017 年下半年上涨 14.4 美元/桶（25.4%），但公司防水卷材毛利率环比仅下降 0.2%，防水材料板块整体毛利率更是小幅回升。我们认为公司的品牌及规模优势能够使得这一趋势持续：1）随着品牌黏性的提升，公司万科、保利、融创等大客户中有相对同行更大的话语权，公司提价会相对较为顺利，2）由于规模优势，公司是防水企业中唯一能够进行 SBS 沥青集采的公司，同时也拥有专门的沥青采购团队，采购成本较其余防水企业有稳定优势。

图表 27：各公司防水涂料板块各年度毛利率



资料来源：各公司年报，太平洋证券研究院

推动品类拓展，实现向综合防水装涂服务商“1+N”模式转型

近年来，在进一步巩固防水卷材及涂料龙头地位的同时，积极布局民用建材、建筑涂料、无纺布、特种砂浆、修缮及保温材料六大产业，基本实现了泛防水与装涂市场的全覆盖。我们认为建筑涂料、砂浆及保温材料的发展空间较为广阔，而公司渠道优势也将助力公司品类拓展，利用原有渠道实现 1+N 的迭代，从而进一步增强公司的增长韧性及中期竞争力。

图表 28：公司布局新业务主要事件

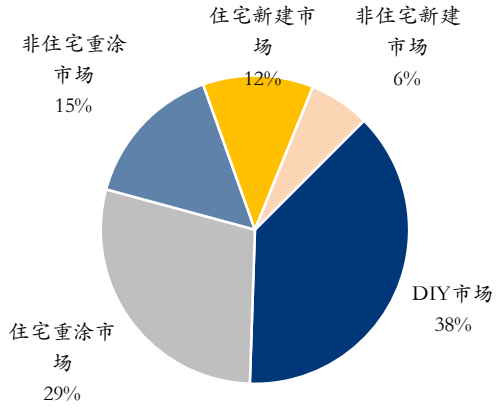
	事件	意义
2011 年 7 月	投资 7.96 亿元，成立山东天鼎峰	进军非织造布领域
2015 年 2 月	投资 5000 万元，成立华砂砂浆	进军砂浆领域
2015 年 5 月	收购并增资长沙迪洛	补充硅藻泥业务，丰富砂浆系列产品
2015 年 11 月	收购全资孙公司江苏卧牛山	进军建筑节能保温市场
2016 年 12 月	收购 DAW Asia 90%股权	进军建筑涂料领域
2017 年 4 月	收购广州孚达 65%股权	进一步拓展建筑保温领域

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

首先，我们认为公司新产品的发展空间仍较为广阔。就装饰涂料而言，随着我国房地产存量面积的不断增大以及居民对生活质量要求提高带来的翻新频率提升，我们认为重涂

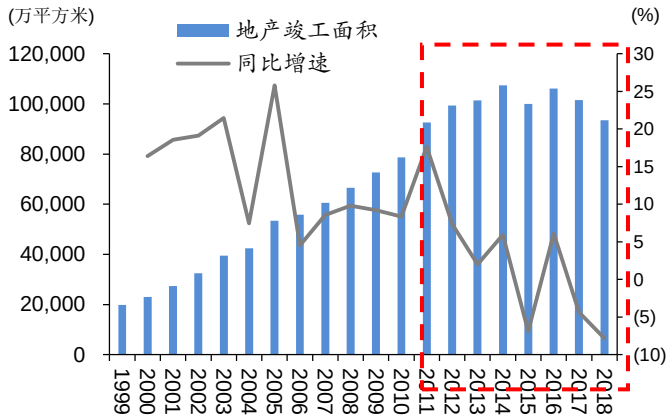
翻新市场将为装饰涂料带来增量。就砂浆而言，由于施工技术落后及产品品种单一，我国砂浆渗透率仅 11.5%（欧洲：80%），特种砂浆占比仅 25%，同样远低于发达国家，未来提升空间较大。而就保温板而言，我们认为受益于建筑节能产品前景向好。根据我们参考住建部发布的《建筑节能与绿色建筑发展十三五规划》进行的测算，我们保守估计十三五期间年外墙保温板空间 387 亿，发展空间较为广阔。

图表 29：美国建筑涂料市场下游划分



资料来源：宣伟业绩 PPT，太平洋证券研究院

图表 30：地产竣工近年来维持高位



资料来源：统计局，Wind，太平洋证券研究院

图表 31：外墙保温板市场空间测算

外墙面积/建筑面积	0.65
房屋竣工面积（亿平方米）	9.5
新建建筑中绿色建筑面积占比（%）	50%
每年新建绿色外墙面积（亿平方米）	**3.1**
十三五每年计划改造面积（亿平方米）	1.2
每年改造外墙保温板需求面积（亿平方米）	**0.8**
外墙保温板总需求（亿平方米）	**3.9**
保温板价格（元/平方米）	100
市场空间（亿元）	**387**

资料来源：相关政府文件，太平洋证券研究院

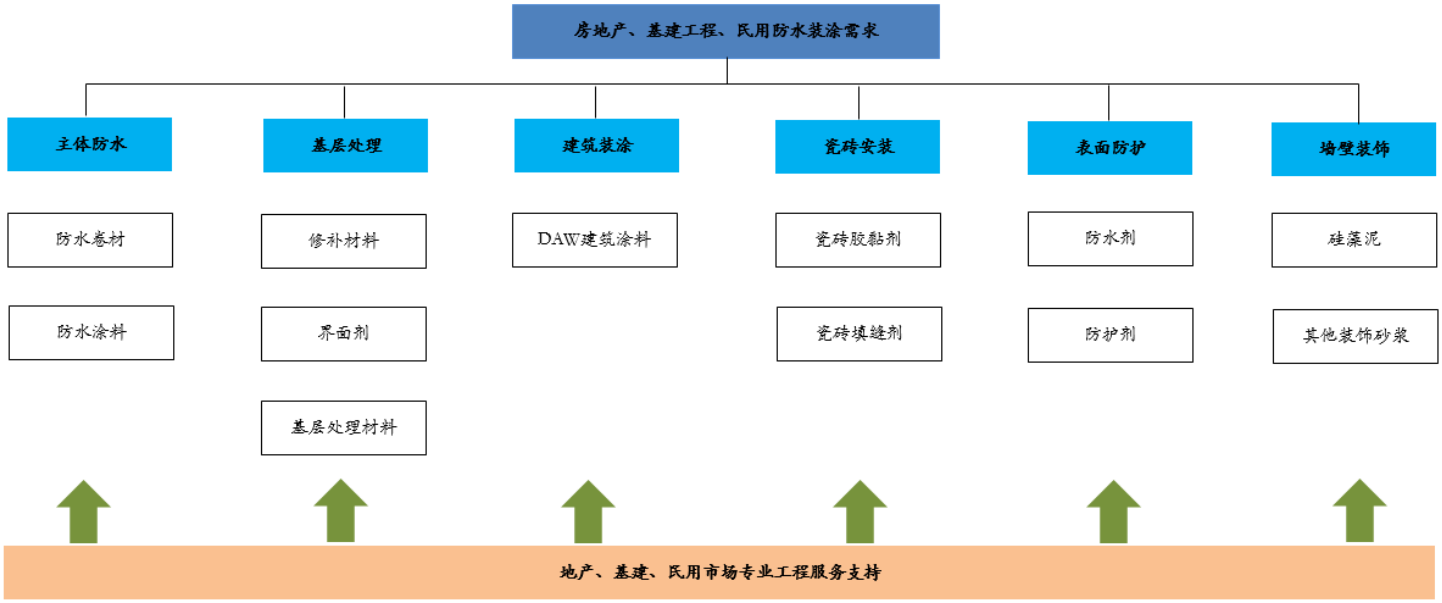
其次，建筑材料的特性及安装流程决定其相对容易进行品类拓展。例如在建安工程中，建设企业往往需要同时采购防水材料以及砂浆进行砌筑；在家装翻新时，往往会同时购买防水涂料、装饰涂料以及装饰砂浆进行翻新；在建设过程中如果防水材料和保温材料由一家公司负责，则标准更容易统一等。消费建材品类拓展本身并不复杂，关键点在于渠道的把控。

最后，我们看好公司渠道变革对于品类拓展的帮助。在公司成立工程建材集团后，集团不仅负责原有防水材料业务，还将同时覆盖保温、砂浆、功能性涂料业务，搭建完善的营销平台统筹市场工作，实现原有各渠道的深度融合从而促进业务拓展，因此我们认为公司渠道的整合将有助于公司实现品类拓展。

在公司完成品类拓展后，公司将实现在地产、基建工程及民用市场地基墙体屋顶防水、

墙体基层处理，内墙防水装涂、瓷砖安装、表面防护及墙壁装饰的泛防水装涂需求全覆盖，并逐步向综合防水服务商转型。我们认为公司向综合防水服务商的转型的益处有二。其一，新品类的拓展能够为公司在中期内提供充足的增长韧性。其二，随着未来精装房比例的提升，综合服务商的议价能力将有所提升，因此想综合服务商的转型有望提升公司中长期的竞争能力。

图表 32：公司泛防水装涂市场实现全覆盖



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

对标国际龙头企业，估值中枢仍有上行空间

我们对比了东方雨虹与国际领先防水企业西卡与领先涂料企业的宣伟，并认为公司于西卡、宣伟在品类拓展、行业背景以及发展路径及策略上有诸多相似之处。并且我们认为，雨虹逐渐的向 C 端靠拢或是大趋势，估值将有很大提升空间；

国际巨头西卡公司成立于 1910 年，公司以防水业务起家，目前已经成为综合建材及化工供应商。我们认为公司发展路径与东方雨虹有两个相似之处。首先，就品类拓展而言，西卡从防水材料起家，之后向防水相关领域比如胶黏剂、混凝土外加剂、涂料及砂浆等布局，同时也逐步将下游客户从建筑领域客户拓展至工业领域客户；而东方雨虹同样以防水卷材及涂料业务为起点，逐步推进品类拓展。其次，西卡近年来加大了并购力度，通过并购迅速进入目标市场及国家，实现扩张，而东方雨虹同样通过并购及绿地投资，进军建筑涂料、砂浆、保温建材等行业，实现品类拓展，同时以北京为发源地，向全国六大地区进行扩张。

图表 33：西卡与东方雨虹发展历程对比

	西卡	东方雨虹
品类拓展	以防水材料起家，逐步向胶黏剂、混凝土外加剂、涂料及砂浆布局，下游客户由建筑拓展至工业	同样以防水材料起家，逐步布局民用建材、砂浆、保温板等业务，客户范围先只局限于工程，随后进入地产及民用市场
行业及地域拓展模式	近年来加大并购力度，通过并购直接进入细分市场	同样加大并购力度，例如收购卧牛山进军保温行业，收购 DAW Asia 进军建筑涂料行业，收购迪洛进军硅藻泥行业，收购广州孚达拓展建筑保温市场

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

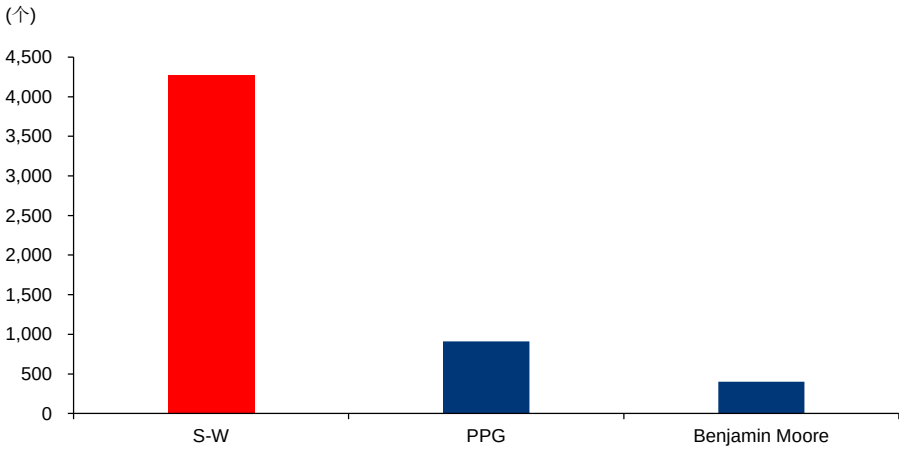
宣伟（Sherwin Williams）是北美涂料龙头企业，而我们认为宣伟与东方雨虹的成长也有相似之处。首先，宣伟业务主要集中于北美，而北美房地产市场已经进入成熟时期，重涂市场远大于新建市场，而未来中国建筑涂料市场也可能向这种趋势发展。其次，宣伟通过建设大量门面店拓展渠道，在北美地区形成了良好的品牌效应和渠道优势，而东方雨虹是目前我国防水行业仅有的实现全国渠道覆盖的公司，同时也通过地产和工程积累大量客户。最后，宣伟同样通过品类拓展，将下游客户从建筑工程扩展到包括汽车、石油等行业的工业客户，而东方雨虹同样通过品类拓展，实现在民用建材行业的发展，实现泛防水装涂领域的全覆盖。

图表 34：宣伟与东方雨虹发展历程对比

	西卡	东方雨虹
行业背景	美国房地产进入成熟期，重涂市场远大于新装市场	房地产政策收紧，新开工及竣工可能出现下滑，但建筑存量面积大，渗漏情况严重，维修堵漏及重涂需求大；
渠道拓展	于北美及拉美地区建设大量门面店及专营店，并通过建材超市等渠道进一步拓展	国内仅有的全国覆盖公司，直销、经销商渠道及零售渠道同时发力，同时通过合伙人制度等创新手段进一步拓展市场；
品类拓展	从建筑逐渐拓展到包括汽车、石油、海阳等工业所用涂料	以防水材料起家，逐步布局民用建材、砂浆、保温板等业务，客户范围先只局限于工程，随后进入地产及民用市场

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

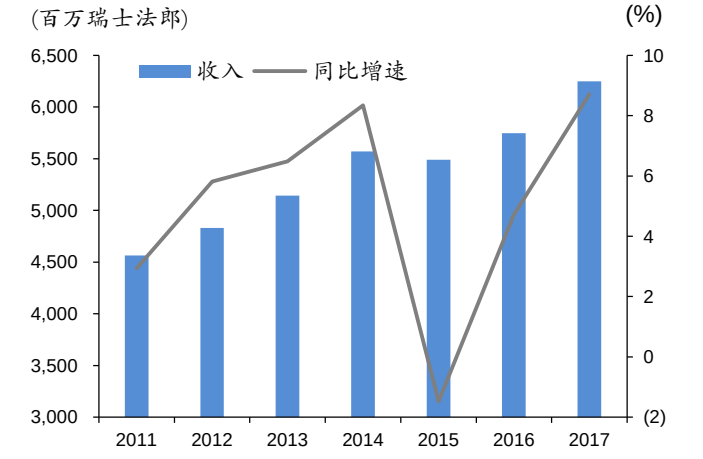
图表 35：与公司类似，宣伟北美门店数远高于竞争对手



资料来源：Sherwin Williams，太平洋证券研究院

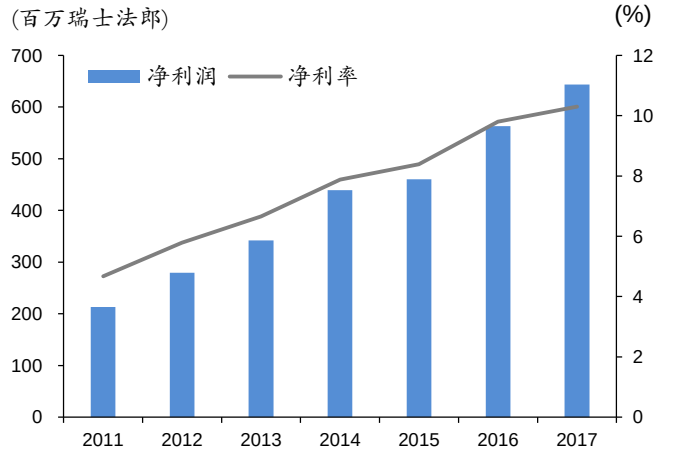
西卡及宣伟展现出了良好的成长韧性，在各自原有市场进入成熟阶段后收入和利润依旧稳定增长，其中西卡 1968-2017 年 30 年内收入年复合增速 12.4%，而宣伟在金融危机后收入及利润稳定增长。我们相信通过类似的经营与布局，公司能够复制西卡与宣伟的成功，成为泛防水装涂龙头。尽管公司近期股价反弹较多，但我们认为公司估值的修复更多是反映市场在流动性宽松环境下对于公司股权质押、房地产需求大幅下滑等疑虑的缓解，随着市场对公司组织架构调整及品类拓展带来的竞争力提升逐渐认可，对标国际龙头的业绩增长及估值，我们认为公司的估值仍有上升空间。

图表 36：西卡收入及同比增速



资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

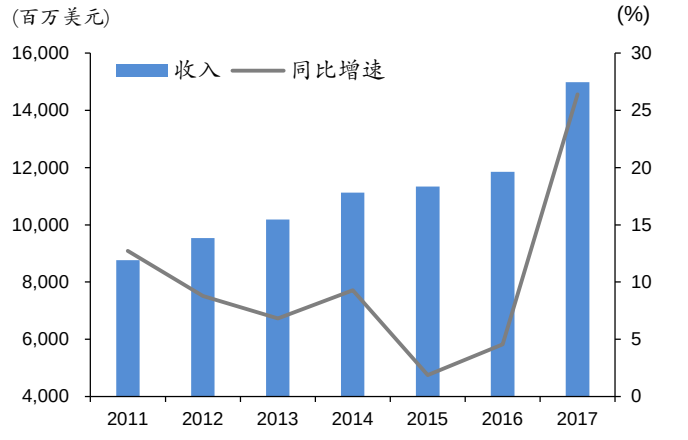
图表 37：西卡净利润及净利率



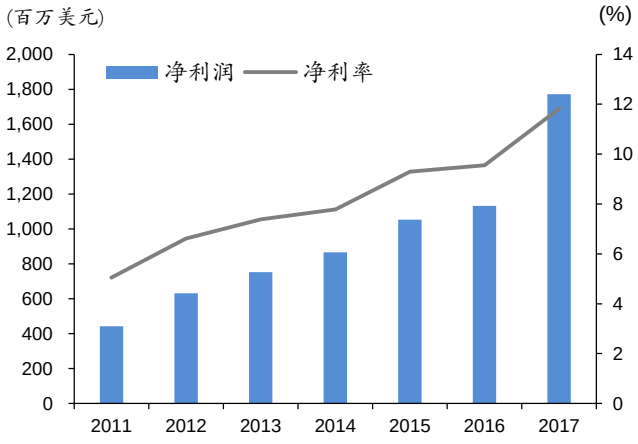
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 38：宣伟收入及同比增速

图表 39：宣伟净利润及净利率

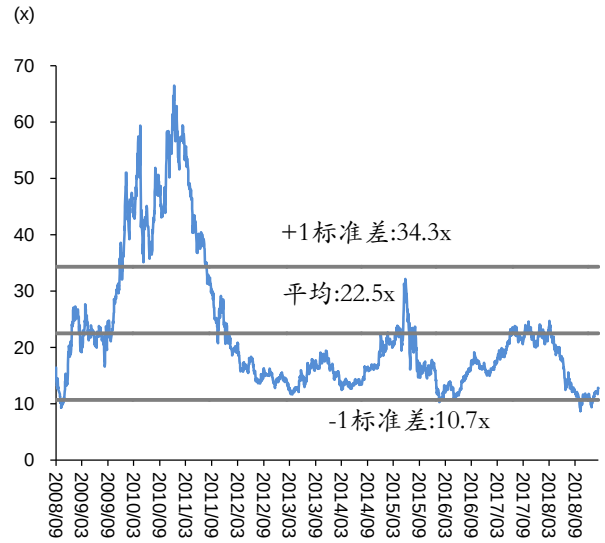


资料来源：公司资料，太平洋证券研究院



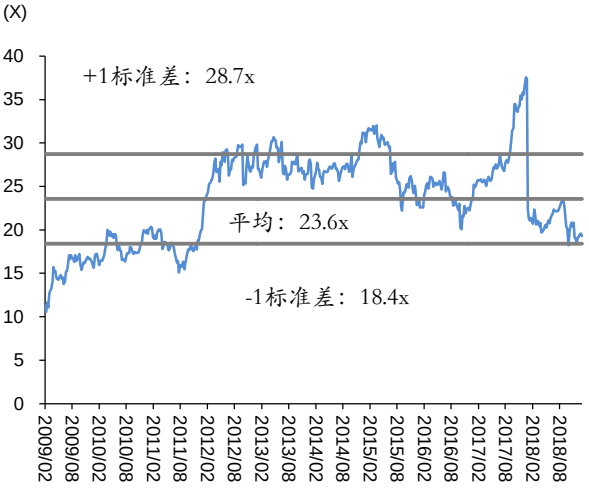
资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

图表 40：东方雨虹 PE-BAND



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 41：宣伟 PE-BAND



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示

- 油价上升快于预期；
- 变革效果低于预期；
- 房地产需求低于预期；

资产负债表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1611	2423	2959	4268	5772
应收和预付款项	3015	4575	4351	4195	4185
存货	712	1509	2601	3158	3854
其他流动资产	716	824	967	1090	1230
流动资产合计	6055	9331	10878	12710	15041
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	1597	1911	2172	2360	2503
在建工程	272	810	705	653	626
无形资产开发支出	572	626	615	603	592
长期待摊费用	0	0			
其他非流动资产	2802	3986	4056	4180	4285
资产总计	8857	13317	14934	16889	19326
短期借款	1063	1327	1327	1327	1327
应付和预收款项	918	1499	1509	1704	1947
长期借款	0	0	0	0	0
其他负债	1889	3596	3974	4073	4191
负债合计	3870	6422	6809	7103	7465
股本	883	882	1499	1499	1499
资本公积	1773	1966	1349	1349	1349
留存收益	2865	3972	5198	6829	8868
归母公司股东权益	4975	6715	7941	9572	11611
少数股东权益	12	180	184	214	251
股东权益合计	4987	6895	8124	9786	11861
负债和股东权益	8857	13317	14934	16889	19326

现金流量表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营性现金流	590	24	891	2070	2303
投资性现金流	-489	-1206	-161	-235	-235
融资性现金流	830	2050	-194	-526	-564
现金增加额	9	-9	0	0	0

利润表(百万)

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7000	10293	14203	17556	21402
营业成本	4016	6409	9104	11052	13490
营业税金及附加	81	99	137	169	206
销售费用	840	1180	1629	2013	2455
管理费用	825	1048	1378	1703	2076
财务费用	46	103	168	194	183
资产减值损失	118	132	150	150	150
投资收益	23	0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	1097	1432	1637	2274	2843
其他非经营损益	60	5	215	215	215
利润总额	1157	1437	1852	2489	3057
所得税	131	195	330	498	611
净利润	1026	1242	1522	1991	2446
少数股东损益	-2	3	4	30	37
归母股东净利润	1029	1239	1518	1961	2409

预测指标

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	42.6%	37.7%	35.9%	37.0%	37.0%
销售净利率	14.7%	12.0%	10.7%	11.2%	11.3%
销售收入增长率	32.0%	47.0%	38.0%	23.6%	21.9%
EBIT 增长率	39.2%	28.0%	31.1%	32.9%	20.8%
净利润增长率	41.0%	20.4%	22.5%	29.2%	22.8%
ROE	20.7%	18.4%	19.1%	20.5%	20.8%
ROA	11.6%	9.3%	10.2%	11.6%	12.5%
ROIC	24.3%	19.1%	21.6%	26.7%	30.1%
EPS(X)	1.22	1.40	1.01	1.31	1.61
PE(X)	32.75	9.25	17.17	13.29	10.82
PB(X)	7.09	1.70	3.28	2.72	2.25
PS(X)	5.04	1.11	1.84	1.48	1.22
EV/EBITDA(X)	25.69	6.81	11.89	8.59	6.71

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。