



2019 年 03 月 27 日

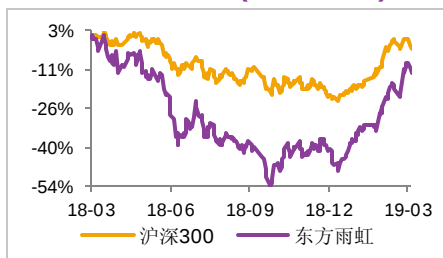
买入(维持)

当前价: 21.09 元
目标价: 27.0-29.7 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001
电话: 0755-83331495
邮箱: liuping_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	10,293	14,203	17,695	21,551
(+/-)	47.0%	38.0%	24.6%	21.8%
归母净利润	1239	1517	2028	2588
(+/-)	20.4%	22.5%	33.7%	27.6%
EPS(元)	0.83	1.01	1.35	1.73
P/E	21.9	17.5	13.7	11.3

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《东方雨虹(002271)》_【联讯建材中报点评】东方雨虹(002271): 收入持续高速增长, 下半年成本端压力有望减小》2018-08-29

《东方雨虹(002271)》_【联讯建材3季报点评】东方雨虹(002271): 收入增长继续提速, 收现比明显好转》2018-10-21

《东方雨虹(002271)》_【联讯建材公司点评】东方雨虹(002271): Q4 收入增长提速, 彰显龙头地位》2019-02-25

东方雨虹(002271.SZ)

【联讯建材公司深度】东方雨虹(002271): 十年高增长铸就民营制造业典范

投资要点

十年高增长铸就防水材料行业龙头

公司是一家集研发、生产、销售、技术咨询和施工服务为一体的专业化建筑防水系统供应商, 主要从事建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务, 是国内建筑防水材料行业生产新型建筑防水材料品种最齐全的企业, 也是国内建筑防水行业首家上市公司, 经过多年发展“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌。公司自 2008 年上市以来, 一直保持高速发展, 营业收入从 2008 年的 7.12 亿快速增长至 2018 年的 142 亿元, 10 复合增速 32.9%; 净利润从 0.44 亿元增长至 15.2 亿元, 每年复合增速 42.5%

防水材料行业市场集中度有望提升

从需求端的结构来看, 由于百强地产的市场份额持续提升, 有望带动产业链上供应商的集中度走向提升, 东方雨虹作为行业龙头企业, 其主要客户集中在百强地产企业中, 市场份额将继续提升。从供给端看, 2018 年 9 月 16 日, 中国建筑防水协会启动了《改性沥青防水卷材大气污染物排放标准》和《建筑防水材料行业绿色工厂评价标准》的制定工作, “环保”作为一条红线, 将倒逼行业淘汰掉所有在红线下的产能, 头部企业由于坚持环保和绿色发展, 有望进一步抢占市场份额。

新产能将于 19-20 年陆续投产, 驱动公司收入增长

公司 2017 年发行 18 亿可转债扩张产能, 待项目投产后, 将新形成年产 10,240 万平方米防水卷材和 60 万吨防水涂料的生产能力, 同时还将增加年产 4 万吨的非织造布产能, 考虑防水材料产能建设周期一般 2-3 年, 公司新建产能将在 19-20 年陆续投产, 大大缓解目前产能不足的困境, 驱动收入和净利润持续增长;

合伙人机制向直销拓展有利于市场端的开拓和应收账款好转

公司自 2016 年开始在经销渠道中大力推行合伙人制度, “合伙人机制”旨在通过制度性安排, 以股权关系为纽带, 以长期激励为导向, 从根本上激发合伙人的能动性, 实现防水行业内的聚合效应, 推动公司规模与效益的提升。2018 年, 公司将合伙人机制扩展到直销业务人员中, 在理顺激励机制后, 市场端的爆发将水到渠成; 而市场担心的应收账款问题也有望在合伙人机制下出现显著改善。

组织架构调整有望提升运营效率, 为新一轮扩张打下基础

公司 18 年进行了大刀阔斧的组织架构调整, 公司将原工程渠道事业部和各分子公司、各产品系的事业部合并组建工程建材集团, 同时设立北方中心、华东中心和华南中心三大中心, 整合了集团采购、直销和工程渠道这三种业务模式, 组织架构调整目的是为了减少管控环节、提升资源利用效率, 保证



公司持续、稳定、健康发展。

✧ 重申“买入”评级

预计公司 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 142.0 亿元、177.0 亿元、215.5 亿元，同比分别增加 38.0%、24.6%、21.8%；归母净利润分别为 15.2 亿元、20.3 亿元、25.9 亿元，同比分别增加 22.6%、33.7%、27.6%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.01 元/股、1.35 元/股和 1.73 元/股，对应的 PE 分别为 21/16/12x，长期来看防水材料行业集中度提升的趋势并未结束，中期来看，19 年房地产投资仍将保持增长，而基建复苏在 2019 年也是确定事件，公司过往历史证明其优秀，给予 2019 年 20-22 倍 PE，公司合理估值区间 27.0—29.7 元，重申“买入”评级。

✧ 风险提示

油价大幅上行，公司毛利率下滑；

新产能建设速度不及预期；

房地产投资大幅下滑；



目 录

投资案件	5
投资评级与估值	5
主要逻辑	5
关键假设点:	6
股价上涨的催化剂	6
核心风险提示:	6
国内规模最大的专业化建筑防水系统供应商	7
主要业绩来源于防水卷材和防水涂料	8
长期保持高速增长	8
防水材料行业将继续向龙头企业集中	9
什么是建筑防水材料	9
防水卷材依然是最广泛使用的防水材料	10
防水产业链处于行业中游受制于上下游	11
房地产和基建投资持续增长, 行业规模仍将继续扩大	11
行业呈现大行业、小企业格局	12
下游房地产行业带动防水行业集中度趋升	12
环保趋严淘汰落后产能 强者恒强	13
环保税法正式实施 持证排污将在全国推进	13
建筑防水协会制定提升防水行业准入和生产的社团标准	13
环保压力下防水代表企业绿色制造模式脱颖而出	13
品牌、科研、渠道等多方位构建竞争优势	13
品牌优势突出、是龙头地产企业首选的防水材料合作商	13
业内首屈一指的研发能力	14
多层次的营销网络优势	15
先进设备、最大生产规模和高产能利用率构建成本优势	16
全国布局的生产基地	17
较快成长有空间	17
可转债募集项目解决产能不足制约公司发展难题	17
市场端: 扩容合伙人制度完善激励机制	18
管理端: 成立工程建材集团减少管控环节	18
盈利预测及投资评级	19
主要假设	19
盈利预测及投资评级	19
风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程	7
图表 2: 东方雨虹参与的重点工程代表作	7
图表 3: 股权结构图	8



图表 4: 东方雨虹收入构成	8
图表 5: 东方雨虹 2008-2018 年营收及净利润(亿元).....	9
图表 6: 东方雨虹 2008-2018 年营收及净利润增速	9
图表 7: 东方雨虹 2008-2018.9 年利润率走势图	9
图表 8: 主要建筑防水材料分类及制作方法介绍.....	10
图表 9: 建筑防水材料结构百分比.....	10
图表 10: 建筑防水材料性能比较	11
图表 11: 基建投资增速 19 年将回升.....	11
图表 12: 房地产投资持续增长.....	11
图表 13: 2014-2018 年上半年我国建筑防水行业规模以上企业主营业务收入.....	12
图表 14: 4 家龙头企业市场占有率.....	12
图表 15: 百强地产企业市场占有率.....	12
图表 16: 2018-2019 年度中国房地产开发企业 500 强首选品牌.....	14
图表 17: 东方雨虹研发费用持续增长	14
图表 18: 研发费用占比超过 4.5%	14
图表 19: 东方雨虹专利数量	15
图表 20: 研发人员数量持续增长	15
图表 21: 东方雨虹销售模式	15
图表 22: 前五大客户销售收入金额(亿元)	16
图表 23: 前五大客户销售收入占总收入比例 (%)	16
图表 24: 东方雨虹具备业内最大规模产能	16
图表 25: 公司产能利用情况	17
图表 26: 东方雨虹生产研发物流布局图.....	17
图表 27: 公司扩大产能项目明细	18
图表 28: 工程建材集团主要架构	19
图表 29: PE/BAND	20
附录: 公司财务预测表 (百万元)	21



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2018 年-2020 年,公司营业收入分别为 142.0 亿元、177.0 亿元、215.5 亿元,同比分别增加 38.0%、24.6%、21.8%;归母净利润分别为 15.2 亿元、20.3 亿元、25.9 亿元,同比分别增加 22.6%、33.7%、27.6%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.01 元/股、1.35 元/股和 1.73 元/股,对应的 PE 分别为 21/16/12x,长期来看防水材料行业集中度提升的趋势并未结束,中期来看,19 年房地产投资仍将保持增长,而基建复苏在 2019 年也是确定事件,公司过往历史证明其优秀,给予 2019 年 20-22 倍 PE,公司合理估值区间 27.0—29.7 元,重申“买入”评级。

主要逻辑

需求端方面:

我们在年度策略中详细论证过,2019 年全年狭义基建大致复苏到 10%左右的水平,而广义基建大致在 7-8%的水平,而房地产投资有望维持在 5%左右,考虑 19 年房地产投资中建安工程投资占比将提升,预计防水卷材的需求端已让有望保持正增长。

从需求端的结构来看,由于百强地产的市场份额持续提升,有望带动产业链上供应商的集中度走向提升,东方雨虹作为行业龙头企业,其主要客户集中在百强地产企业中,市场份额将继续提升。

供给端方面:

2018 年 9 月 16 日,中国建筑防水协会启动了《改性沥青防水卷材大气污染物排放标准》和《建筑防水材料行业绿色工厂评价标准》的制定工作,“环保”作为一条红线,将倒逼行业淘汰掉所有在红线下的产能。

从成本端来看:

始于 16 年 1 月的这一轮油价大反弹可能已经接近尾声,后续再大幅上涨的可能性不大,油价的稳定有利于公司成本的稳定,毛利率有望在 19 年出现改善。

从公司层面看:

产能方面,公司 2017 年发行 18 亿可转债扩张产能,待项目投产后,将新形成年产 10,240 万平方米防水卷材和 60 万吨防水涂料的生产能力,同时还将增加年产 4 万吨的非织造布产能,将大大缓解目前产能不足的困境,收入和净利润有望持续增长;

市场方面,公司自 2016 年开始在经销渠道中大力推行合伙人制度,“合伙人机制”旨在通过制度性安排,以股权关系为纽带,以长期激励为导向,从根本上激发合伙人的能动性,实现防水行业内的聚合效应,推动公司规模与效益的提升。2018 年,公司将合伙人机制扩展到直销业务人员中,在理顺激励机制后,市场端的爆发将水到渠成;

组织架构方面,公司 18 年进行了大刀阔斧的组织架构调整,公司将原工程渠道事业部和各分子公司、各产品系的事业部合并组建工程建材集团,同时设立北方中心、华东中心和华南中心三大中心,整合了集团采购、直销和工程渠道这三种业务模式,组织架构调整目的是为了减少管控环节、提升资源利用效率,保证公司持续、稳定、健康发展。



关键假设点:

假设一: 2019 年公司产能有所增长

假设二: 2019、2020 油价不会大幅上涨, 公司毛利率保持稳定;

假设三: 公司市场开拓继续扩张, 产能利用率依然保持在较高状态。

股价上涨的催化剂

- 1.业绩增长超预期;
- 2.油价大幅下跌;
- 3.应收账款改善明显;

核心风险提示:

油价大幅上行, 公司毛利率下滑;

新产能建设速度不及预期;

房地产投资大幅下滑;

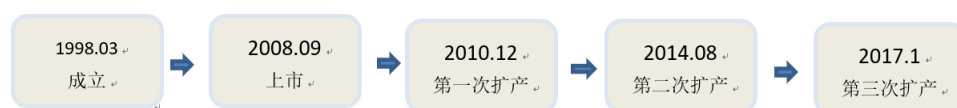


国内规模最大的专业化建筑防水系统供应商

公司成立于 1998 年，是一家集研发、生产、销售、技术咨询和施工服务为一体的专业化建筑防水系统供应商，主要从事建筑防水材料的研究、生产、销售和防水工程施工业务，是国内建筑防水材料行业生产新型建筑防水材料品种最齐全的企业，也是国内建筑防水行业首家上市公司，主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类，广泛应用于房屋建筑、高速铁路、地铁及城市轨道交通、高速公路和城市道桥、机场和水利设施、综合管廊等领域。

经过 20 多年的发展，目前公司在研发实力、产品质量、企业品牌、管理水平和市场网络建设等方面均居于国内同行业前列，已经发展成为国内建筑防水材料行业中最具竞争力和成长性的龙头企业，“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌。

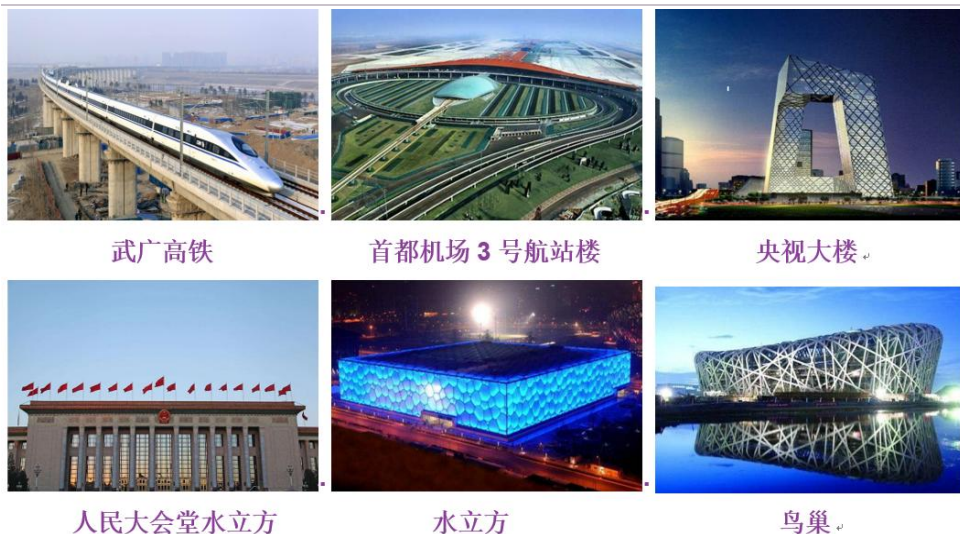
图表1： 公司发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券

公司参与诸多国家重大工程项目建设，如人民大会堂、水立方、鸟巢、央视大楼、首都机场 3 号航站楼、京沪高铁、武广高铁等。

图表2： 东方雨虹参与的重点工程代表作

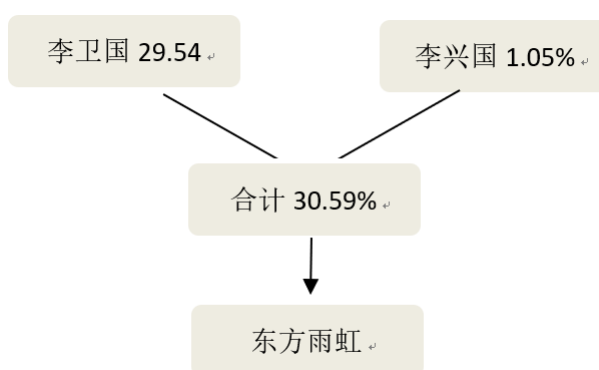


资料来源：百度图片、联讯证券整理

公司创始人、实际控制人李卫国于 1995 年创办长沙长虹建筑防水工程有限公司，1998 年创建北京东方雨虹防水技术股份有限公司，现为中国建筑防水协会会长。李卫国持股 29.54%，加一致行动人李兴国合计持股 30.59%。



图表3： 股权结构图

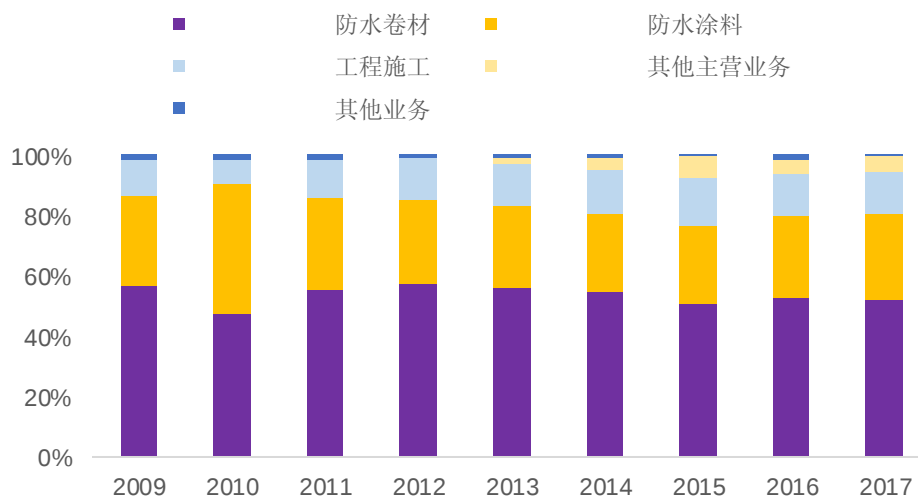


资料来源：公司公告，联讯证券

主要业绩来源于防水卷材和防水涂料

公司的营业收入主要来源于防水卷材销售和防水涂料，其中防水卷材占公司营业收入的比重一直维持在 50%以上，其次是防水涂料，在公司收入中的占比持续提升，1H18 公司防水涂料占收入的比重已经提升至 30%，除此之外，工程业务在收入中占比大约为 12%-15%。

图表4： 东方雨虹收入构成



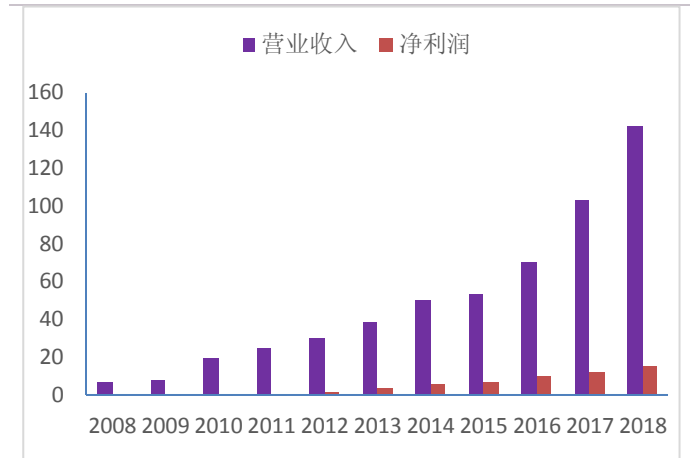
资料来源:wind，联讯证券

长期保持高速增长

公司自 2008 年上市以来，一直保持高速发展,营业收入从 2008 年的 7.12 亿快速增长至 2018 年的 142 亿元，10 复合增速 32.9%;净利润从 0.44 亿元增长至 15.2 亿元，每年复合增速 42.5%。

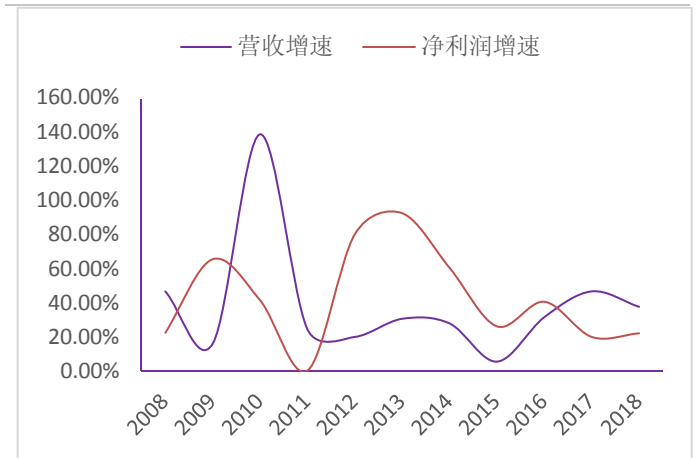


图表5: 东方雨虹 2008-2018 年营收及净利润(亿元)



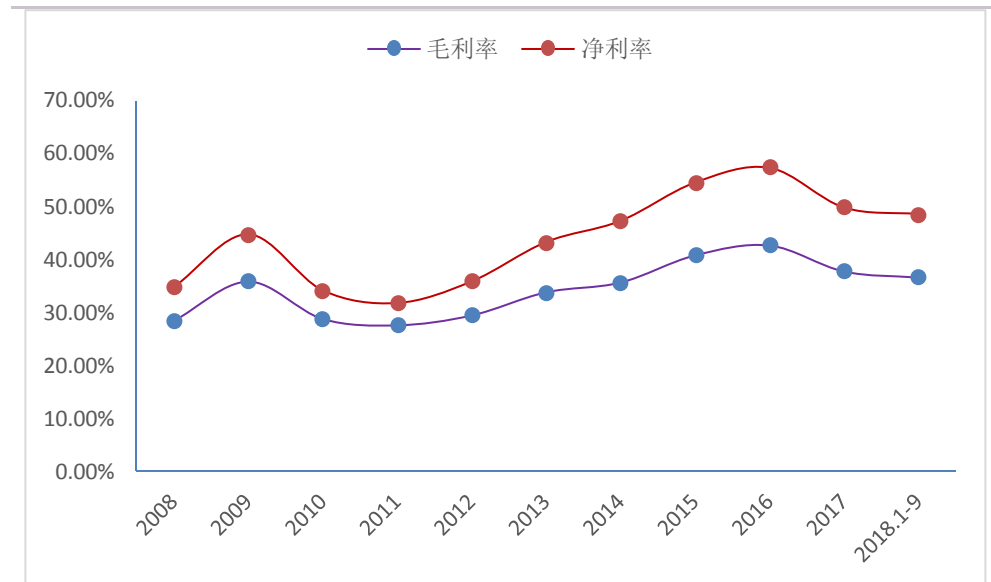
资料来源: wind、联讯研究院整理

图表6: 东方雨虹 2008-2018 年营收及净利润增速



资料来源: wind、联讯研究院整理

图表7: 东方雨虹 2008-2018.9 年利润率走势图



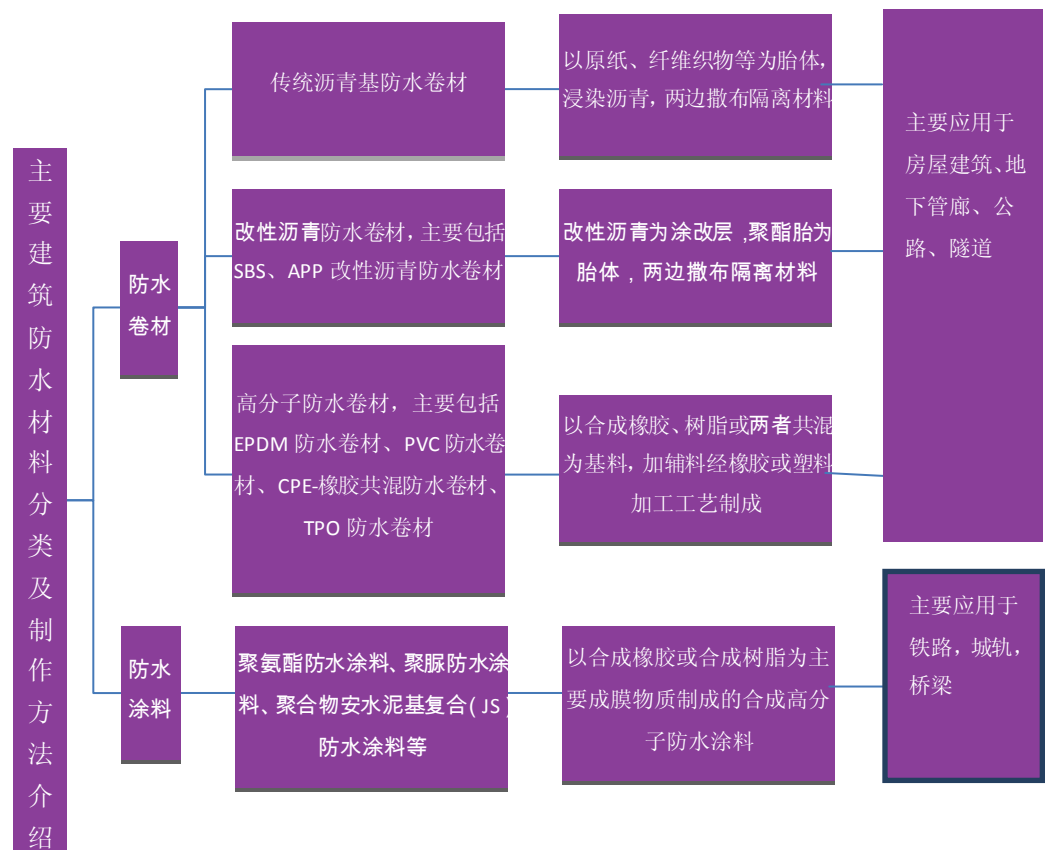
防水材料行业将继续向龙头企业集中

什么是建筑防水材料

建筑防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用的给排水以及空气中的湿气、蒸汽等侵入建筑物的功能性材料。目前防水卷材和防水涂料使用最为广泛,在市场占主导地位。近年来虽有部分新型建筑防水材料出现,但以改性沥青防水卷材、高分子防水卷材和防水涂料为主的整体防水格局仍未改变。



图表8： 主要建筑防水材料分类及制作方法介绍

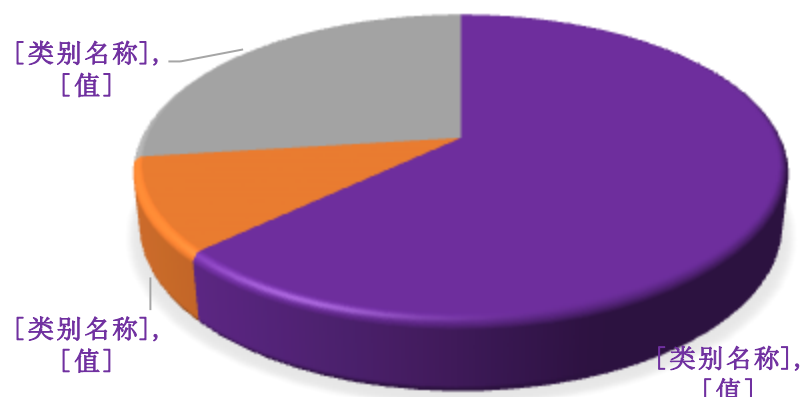


资料来源：方正数据库，联讯证券

防水卷材依然是最广泛使用的防水材料

建筑防水材料主要分为防水卷材和防水涂料两大类，其中防水卷材可划分为传统的沥青基防水卷材、新型的改性沥青防水卷材和高分子防水卷材，后两者属于新型的建筑防水材料，性能有所改善。当前防水涂料多为合成高分子防水涂料，性能也比较优异。由于沥青类防水产品具有较高的市场效益，低价环保，在我国房屋建筑防水中使用率最高。当前建筑防水材料结构占比最大的仍是沥青和改性沥青防水卷材，市场占有率为 63%，防水涂料及其他防水材料占市场份额的 27%，而高分子防水卷材市场份额较小，占 10%。

图表9： 建筑防水材料结构百分比





资料来源：：万方数据库、中国建筑防水协会、联讯证券

图表10： 建筑防水材料性能比较

材料大类	防水卷材			防水涂料
材料细分	传统沥青基防水卷材	改性沥青防水卷材	高分子防水卷材	合成高分子防水涂料
耐高低温	差	良好	良好	良好
延伸性	低	高	高	高
耐化学腐蚀	差	良好	良好	良好
耐久性	差	良好	良好	优异
环保性	差	良好	良好	优异

资料来源：万方数据库、中国建筑防水协会、联讯证券

防水产业链处于行业中游受制于上下游

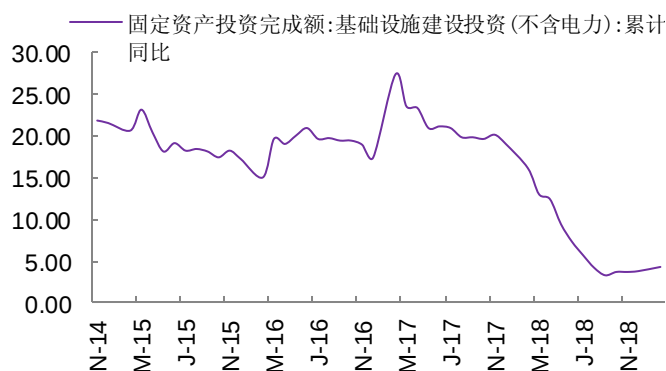
建筑防水材料行业上游行业为石油化工行业，建筑防水材料的主要原材料沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂、乳液等，上述原材料均来自于石油化工行业，受国际原油市场的影响较大，全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。

建筑防水材料主要用于房屋建筑、高速公路和城市道桥、地铁以及城市轨道交通、高速铁路、机场和水利设施等领域。因此，建筑防水材料行业的下游为建筑业，建筑业的发展状况会对行业产生一定影响。

房地产和基建投资持续增长，行业规模仍将继续扩大

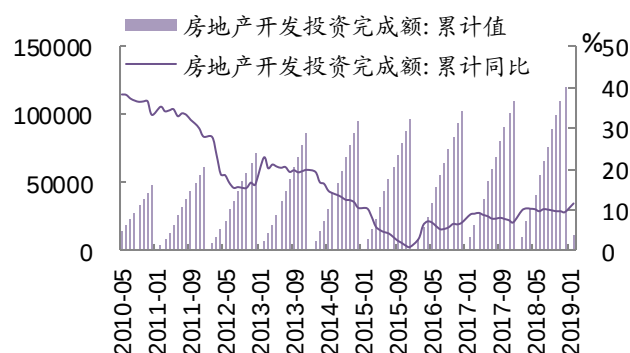
虽然中国经济发展步入中高速发展新常态，但中国经济总量仍将持续增长，尤其以高铁、机场、公路、城市轨道交通、地下管廊为代表的基础设施建设投资空间仍然巨大，而房地产投资仍在持续增长，不断开发海绵城市、海洋工程、地下综合管廊、装配式建筑、绿色建筑和既有屋面翻新等领域的增量市场，“一带一路”战略的实施也将为行业带来新的市场空间，建筑防水行业的规模还将进一步扩大，根据行业协会的估计，“十三五”期间，主要防水材料产量的年均增长率将保持在 6% 以上，到 2020 年，主要防水材料总产量将达到 23 亿平方米。

图表11： 基建投资增速 19 年将回升



资料来源：wind、联讯研究院整理

图表12： 房地产投资持续增长



资料来源：wind、联讯研究院整理

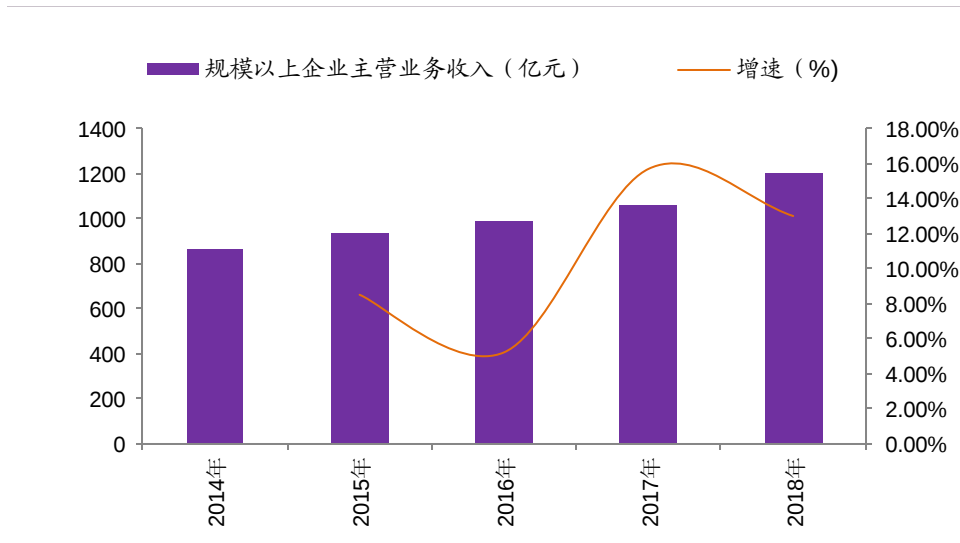


行业呈现大行业、小企业格局

目前我国防水行业落后产能严重过剩、产业集中度低，呈现“大行业、小企业”的格局。根据中国建筑防水行业协会数据统计，2018年上半年，641家规模以上（主营业务收入在2000万元以上）企业，较2017年年末增加43家。

按下图营业收入/行业规模以上企业的营业收入的比重计算，加入非规模以上企业占据市场分一半，龙头企业东方雨虹的市场份额大概在5%，虽然远超科顺、凯伦、赛力克等其他公司，但由于集中度比较低，在该行业内超过3000家的生产厂家中，前50家的市场占有率小于百分之二十。

图表13： 2014-2018年上半年我国建筑防水行业规模以上企业主营业务收入



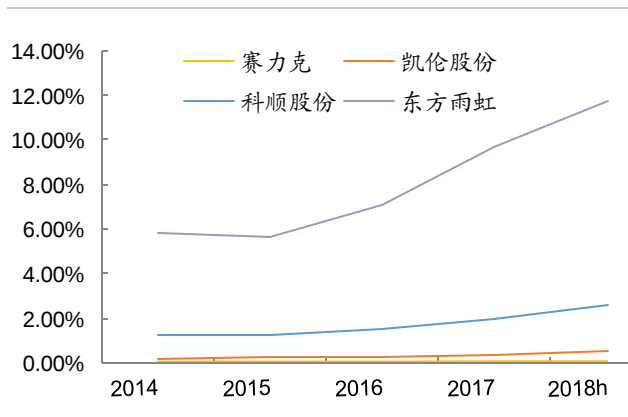
资料来源：万方数据、联讯证券

下游房地产行业带动防水行业集中度趋升

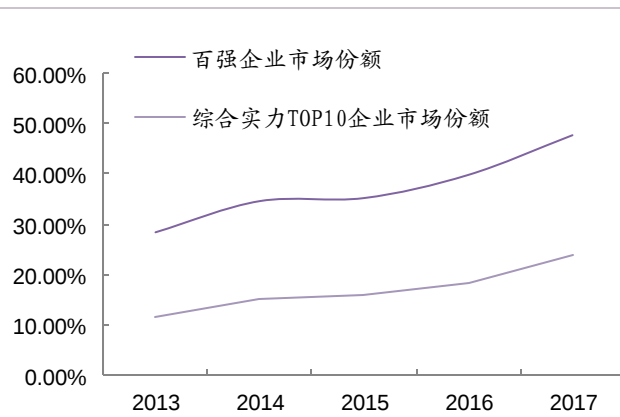
截至2017年下游地产行业百强企业市场份额快速上升至47.7%，其中综合实力TOP10的企业市场份额为24%，占百强企业销售总额的50.2%，强者恒强的趋势明显。

房地产集中度飞速提升，会对上游防水企业的供货能力和供货规模提出更高要求，因此也会带动上游防水企业集中度提高。

图表14： 4家龙头企业市场占有率



图表15： 百强地产企业市场占有率





资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

环保趋严淘汰落后产能 强者恒强

环保税法正式实施 持证排污将在全国推进

当前,“绿色”已经成为指导我国未来发展的重要理念之一。近年来,国家出台了一系列的政策法规,加大了环保监督检查力度,防水行业也不例外。

2018年1月1日,《环保税法》正式实施,环保税是根据企业污染物排放量进行收取的,排污浓度低于规定标准30%的,更有25%的减免。在2019年年底,防水行业将要发放“防水行业排污许可证”,要求持证排污、按证排污、不得无证排污,实现对污染源的全过程管控。根据违法情节轻重,严厉处罚无证和不按证排污行为,对构成犯罪的,要依法追究刑事责任。国家将在2020年年底全面实现“国家版”排污许可证,分行业进行。

建筑防水协会制定提升防水行业准入和生产的社团标准

2018年9月16日,中国建筑防水协会启动了《改性沥青防水卷材大气污染物排放标准》和《建筑防水材料行业绿色工厂评价标准》的制定工作,“环保”作为一条红线,倒逼行业淘汰掉所有在红线下的产能。

目前行业内正规企业数量有限,而大量的无证企业常在SBS改性沥青卷材生产过程中,不顾产能质量,用废胶粉代替SBS改性材料,大量沥青烟气和污水排放加大了处理难度。环保政策的制定必将迫使企业向绿色产业转型,淘汰质量低劣、技术落后、污染环境的产品,缩小与发达国家防水材料技术的差距。

环保压力下防水代表企业绿色制造模式脱颖而出

环保趋严,行业低端产能淘汰从而被迫升级,此时龙头企业的标杆作用尤为明显,其绿色制造模式更是全行业看齐标准。

以东方雨虹为代表的行业头部企业在生产过程是以保护环境和合理高效利用资源为目的的绿色制造模式,贯穿于产品的整个开发阶段并涉及到产品的整个生命周期,对产品的设计、材料的选择、生产工艺、生产设备、能源利用、废物产生、售后回收和处理等都有环境意识,在环保趋严的背景下,有望持续提升市场占有率。

品牌、科研、渠道等多方位构建竞争优势

公司围绕“防水系统服务提供商”的定位,持续为重大基础设施建设、工业建筑和民用、商用建筑提供高品质、完备的防水系统解决方案,进一步巩固了公司在业内的领先地位,形成了明显的竞争优势。

品牌优势突出、是龙头地产企业首选的防水材料合作商

公司自设立以来,先后承担了人民大会堂、中央电视台新址、鸟巢、水立方等多项国家和北京市重点建设项目的防水工程,形成了强大的品牌优势。作为国内建筑防水行



业第一家上市公司,“雨虹”品牌已经成为中国建筑防水材料行业公认的第一品牌,并为广大消费者所熟悉和认可。2006年6月,“雨虹”牌商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”,是我国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。

公司是大中型地产企业首选的防水材料供应商,根据中国房地产业协会、易居中国房地产测评中心推出中国房地产开发企业500强首选品牌测评研究报告,东方雨虹在2018年度的防水材料品牌评选中稳居第一位,品牌首选率高出第二名科顺12个百分点。

图表16: 2018-2019年度中国房地产开发企业500强首选品牌

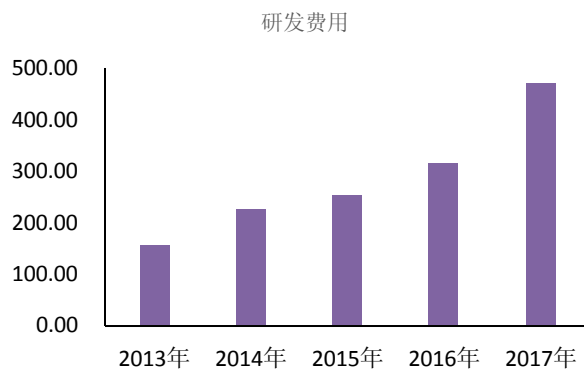
排序	品牌名称	品牌首选率
1	东方雨虹	36%
2	科顺	20%
3	宏源	8%
4	蓝盾	8%
4	卓宝	8%
5	凯伦	6%
5	大禹	6%
6	雨中情	2%
7	金拇指	2%
8	蜀羊	2%
9	禹王	1%
10	大禹九鼎	1%
子分类——50强开发商评优企业		
排序	品牌名称	获评优家数
1	东方雨虹	18
2	科顺	13
3	凯伦	6

资料来源: 优采平台、联讯证券

业内首屈一指的研发能力

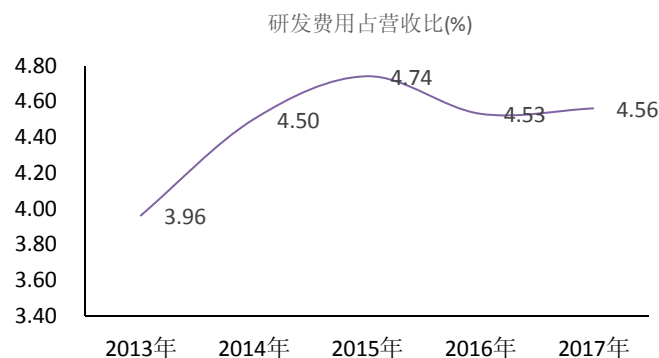
公司是国家火炬计划重点高新技术企业和北京市高新技术企业,拥有国内防水行业第一家国家级企业技术中心,形成了产品、应用、施工装备和生产工艺四大研发中心。

图表17: 东方雨虹研发费用持续增长



资料来源: Wind、联讯证券研究院整理

图表18: 研发费用占比超过4.5%

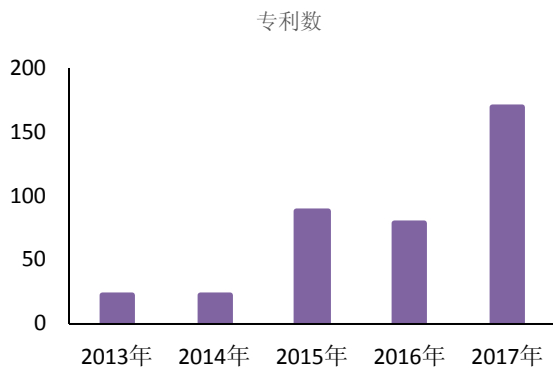


资料来源: Wind、联讯证券研究院整理



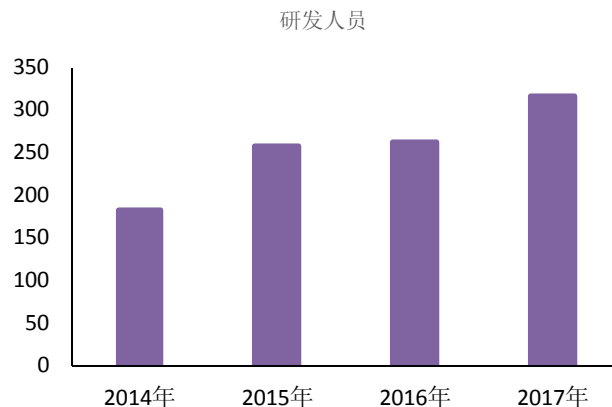
公司拥有实力雄厚的科研团队，现有技术、研发人员千余人，包括 5 位外聘工程院院士、6 位国际知名科学家、2 位国务院津贴专家和 25 位技术带头人。

图表19： 东方雨虹专利数量



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

图表20： 研发人员数量持续增长



资料来源：Wind、联讯证券研究院整理

多层次的营销网络优势

公司根据产品的用途和使用群体的不同，采取直销与渠道销售相结合的方式进行产品销售。

直销模式针对重点区域、重点客户、重点项目、重点战略，抓住国内知名品牌房地产开发商；工程渠道专供工程市场，零售渠道抓住普通大众消费者家庭装修市场。三种渠道形成复合营销网络，保障公司业绩稳步增长。

图表21： 东方雨虹销售模式

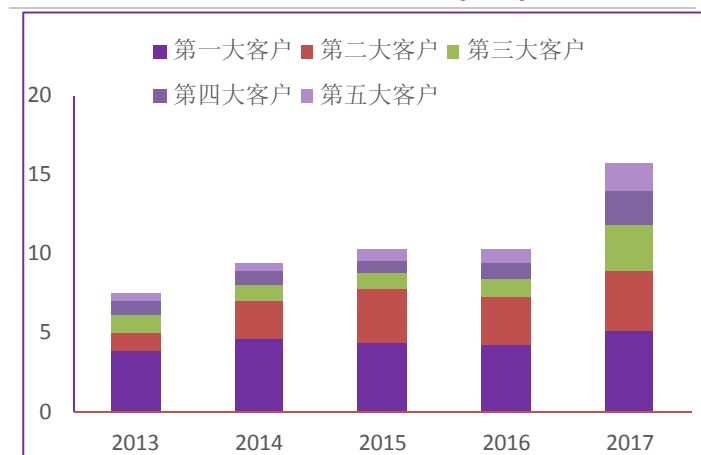
方式	内容
直销	在北京、上海、广州、深圳、成都、昆明等核心城市市场，铁路、城市轨道交通、外加剂等专业细分市场以及对大型房地产公司、企业集团采用直销的模式
渠道销售	工程渠道经销商网络 全国除北京、上海、广州、深圳、成都、昆明等核心城市市场以外的工程市场建立经销商网络，在全国有 1,000 余家工程渠道经销商，覆盖除北京、上海、天津以外的国内所有的省市自治区
	零售渠道经销商 主要针对普通大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、建材市场经销商的复合营销网络，在全国有 1,000 余家一级经销商，20,000 余家销售网点，基本覆盖全国。

资料来源：公司公告，联讯证券

对于大型房地产公司、大型基建项目等大客户，公司采用直销模式，由公司专门部门进行对接。

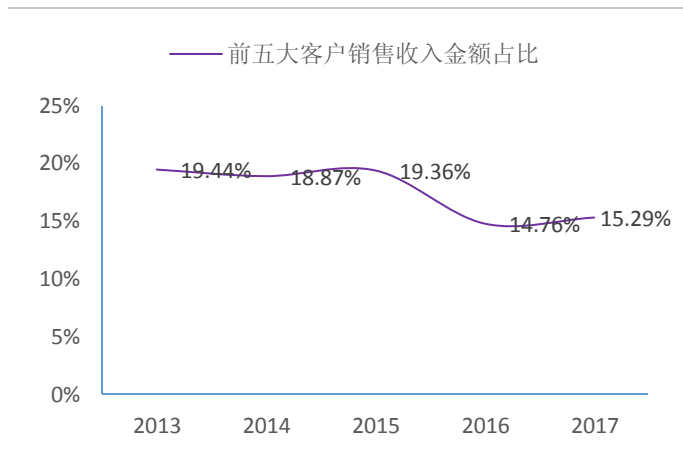


图表22: 前五大客户销售收入金额(亿元)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表23: 前五大客户销售收入占总收入比例 (%)



资料来源: 公司公告, 联讯证券

与此同时, 公司大力在全国建立工程渠道经销商网络和布局零售渠道, 目前渠道已基本覆盖全国。工程渠道和零售渠道的全面布局, 为公司的收入持续增长打下了坚实的基础, 随着工程渠道和零售渠道的发力, 公司来源于前五大客户的收入占比逐年下降。

先进设备、最大生产规模和高产能利用率构建成本优势

公司的成本竞争力主要源于在三方面: 一是先进的设备, 公司主要生产线系从国外引进与设计, 性能稳定、效率高、能耗低、生产的产品成品率高, 在亚太地区属于领先水平, 从而最大限度地降低了公司产品的生产成本;

二是最大的产能, 截止 2017 年, 公司拥有卷材产能 1.65 亿平米, 涂料产能 48 万吨, 业内最大;

三是极高的产能利用率, 根据我们测算, 公司近三年产能利用率始终维持在 100% 以上。

图表24: 东方雨虹具备业内最大规模产能

公司	区域布局	防水卷材产能	防水涂料产能
东方雨虹	北上广、四川、湖南、江苏、辽宁、云南、山东等 19 个生产物流基地	1.65 亿平米	48 万吨
潍坊宏源	5 个生产基地, 主要区域在山东、吉林、四川、江苏	1.5 亿平米	8 万吨
科顺股份	广东、北京、江苏、重庆、山东	1 亿平米	8 万吨
深圳卓宝	8 个生产基地和分公司。主要区域在深圳、北京、苏州、湖北、四川	0.75 亿平米	3.8 万吨
建国伟业	河南、安徽、北京 3 个生产基地, 另有 2 个重亲、湖北基地在建	1.2 亿平米	6 万吨
凯伦建材	江苏、浙江、唐山	0.4 亿平米	6.3 万吨

资料来源: 中国产业信息网, 联讯证券



图表25: 公司产能利用情况

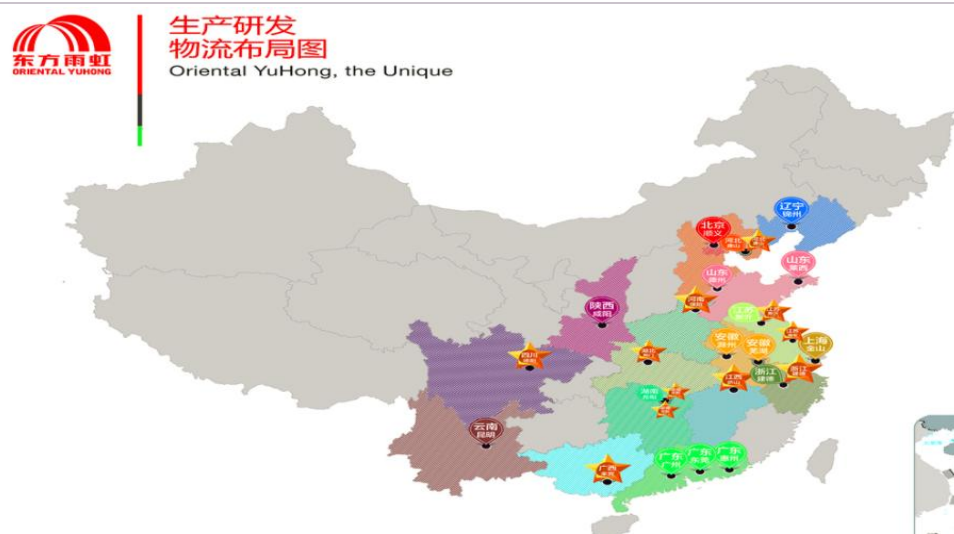
		2017年	2016年	2015年	2014年
防水卷材	期末产能(万平方米)	16,520.00	14,500.00	13,500.00	9,000.00
	加权产能(万平方米)	15,510.00	14,083.00	11,583.00	8,833.00
	产量(万平方米)	22,570.00	14,976.09	9,707.28	9,897.75
	产能利用率	145.52%	106.34%	83.81%	112.05%
防水涂料	期末产能(吨)	480,000.00	350,000.00	185,000.00	185,000.00
	加权产能(吨)	198,333.33	323,333.00	185,000.00	158,750.00
	产量(吨)	608,972.00	379,824.00	260,762.17	192,007.32
	产能利用率	138.93%	117.47%	140.95%	120.95%

资料来源:公司公告, 联讯证券

全国布局的生产基地

公司在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产基地, 产能分布广泛合理, 能满足客户多元化的产品需求和全国性的供货要求, 具有同行公司不可超越的产能布局优势。

图表26: 东方雨虹生产研发物流布局图



资料来源:公司官网, 联讯证券

较快成长有空间

可转债募集项目解决产能不足制约公司发展难题

公司完成 18.4 亿元可转债发行。待项目投产后, 公司防水卷材和防水涂料的产能将有较大幅度的增加, 将新形成年产 10,240 万平方米防水卷材和 60 万吨防水涂料的生产能力, 同时还将增加年产 4 万吨的非织造布产能, 将大大缓解目前产能不足的困境, 收入和净利润将持续增长。



图表27： 公司扩大产能项目明细

序号	时间	金额	项目
1	2008 IPO	2.29 亿	上海：卷材 1000 万平方米，涂料 1 万吨； 徐州：卷材 1000 万平方米
2	2010 非公开发行	4.72 亿	锦州：卷材 1000 万平方米，涂料 4 万吨； 岳阳：卷材 1000 万平方米； 惠州：卷材 1000 万平方米，涂料 2 万吨； 昆明：卷材 1000 万平方米；
3	2014 非公开	12.73 亿	锦州：卷材 2000 万平方米； 唐山：卷材 4000 平方米、涂料 4 万吨；徐州：涂料 9 万吨； 德州：非织造布 1 万平方米； 咸阳：卷材 2000 平方米、涂料 4 万吨
4	2017 可转债	18.4 亿	徐州：2040 万平方卷材； 唐山：10 万吨涂料； 芜湖：3,600 万平方米卷材、4 万吨涂料、20 万吨砂浆； 杭州 2,400 万平方米卷材、2 万吨涂料； 资料来源：联讯证券青岛：2,400 万平方米卷材、4 万吨涂料、 20 万吨砂浆、1,000 万平方米 TPO 生产线； 滁州：4 万吨非织造布

资料来源：公司公告，联讯证券

市场端：扩容合伙人制度完善激励机制

东方雨虹从 2016 年开始大力推行合伙人制度，“合伙人机制”旨在通过制度性安排，以股权关系为纽带，以长期激励为导向，从根本上激发合伙人的能动性，实现防水行业内的聚合效应，推动公司规模与效益的提升。

公司的合伙人制度开始是针对代理商，公司与工程渠道代理商共同组建公司，东方雨虹持股 51%，代理商合计持股 49%，通过这种“合伙人制度”将代理商的利益与公司绑定，将进一步提升代理商对公司的黏性与归属感，控制、降低代理商的流失风险；同时，从根本上激发代理商的能动性，推动公司规模与效益的提升，实现公司与代理商的双赢，预计这一块将成为公司业绩的增长亮点。

2018 年，为进一步完善业务人员激励机制，并辅助解决公司较高的应收账款问题，公司开始将合伙人制度向业务人员扩大，业务人员转合伙人制度以自愿为原则，通过合伙形式开展业务，公司加大合伙人现金销售业务的优惠程度和力度，鼓励合伙人出资开展相关业务。公司制定了相应的配套政策和制度来鼓励业务人员转合伙人，包括：享受与原工程渠道合伙人同等的优惠待遇、支持和服务；对目前没有经济实力承担项目的合伙人，公司将根据承揽项目情况给予适度借支或信用以帮助其顺利完成项目。

合伙人制度的推广有利于最大限度激励市场人员，同时利于解决资金占用问题，

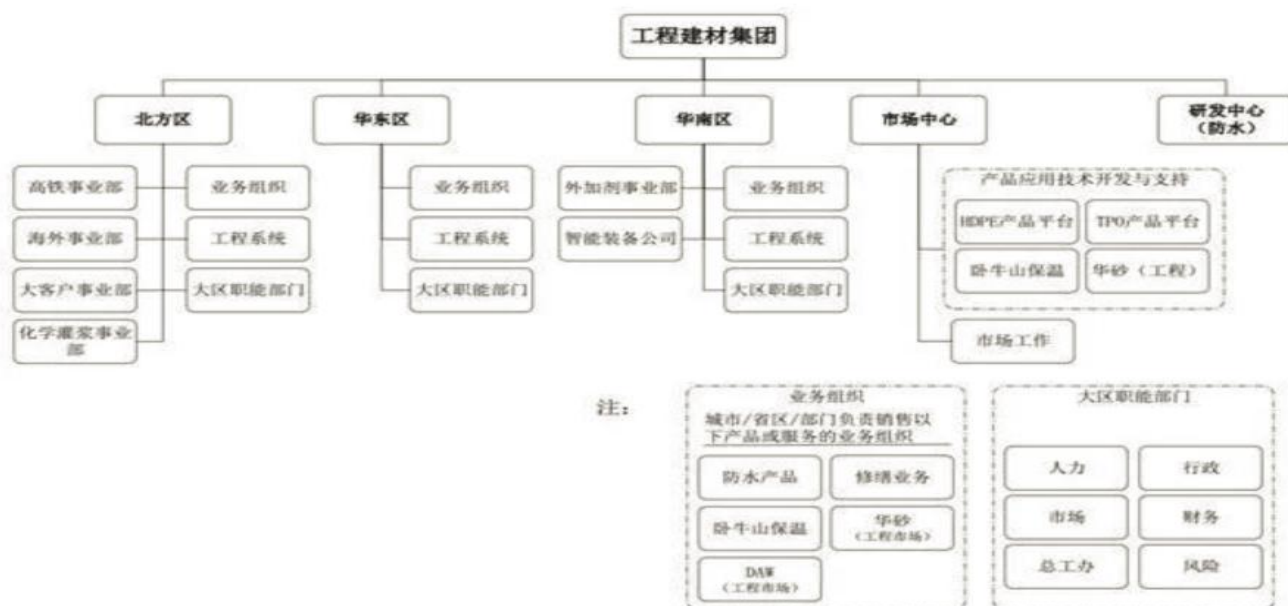
管理端：成立工程建材集团减少管控环节

2018 年公司进行了大刀阔斧的组织架构调整组织架构调整方面，公司将原工程渠道事业部和各分子公司、各产品系的事业部合并组建工程建材集团，同时设立北方中心、华东中心和华南中心三大中心，整合了集团采购、直销和工程渠道这三种业务模式，组



组织架构调整目的是为了减少管控环节、提升资源利用效率，保证公司持续、稳定、健康发展。

图表28： 工程建材集团主要架构



资料来源:涂料采购网，联讯证券

盈利预测及投资评级

主要假设

- 假设一：2019 年公司产能有所增长
- 假设二：2019、2020 油价不会大幅上涨，公司毛利率保持稳定；
- 假设三：公司市场开拓继续扩张，产能利用率依然保持在较高状态。

盈利预测及投资评级

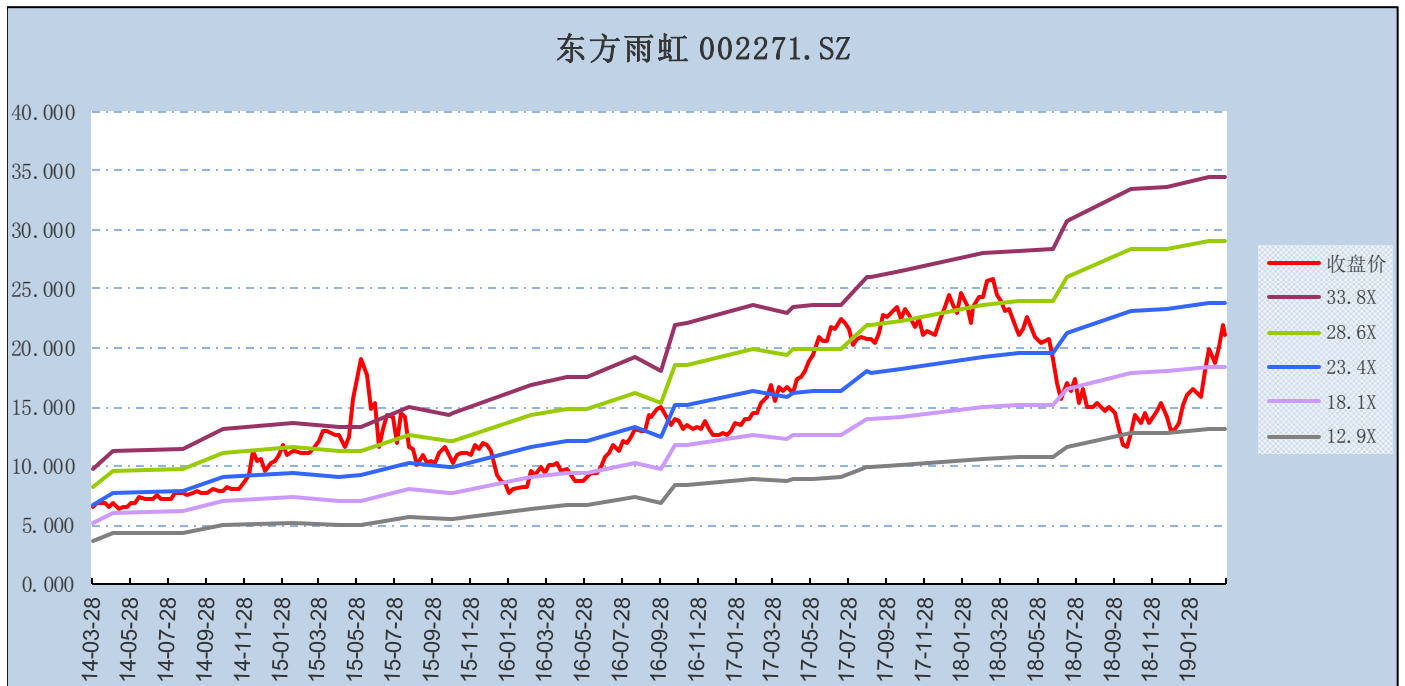
预计公司 2018 年-2020 年，公司营业收入分别为 142.0 亿元、177.0 亿元、215.5 亿元，同比分别增加 38.0%、24.6%、21.8%；归母净利润分别为 15.2 亿元、20.3 亿元、25.9 亿元，同比分别增加 22.6%、33.7%、27.6%。预计 2018 年-2020 年 EPS 分别为 1.01 元/股、1.35 元/股和 1.73 元/股，对应的 PE 分别为 21/16/12x，长期来看防水材料行业集中度提升的趋势并未结束，中期来看，19 年房地产投资仍将保持增长，而基建复苏在 2019 年也是确定事件，公司过往历史证明其优秀，给予 2019 年 20-22 倍 PE，公司合理估值区间 27.0—29.7 元，重申“买入”评级。

风险提示

油价大幅上行，公司毛利率下滑；新产能建设速度不及预期；房地产投资大幅下滑；



图表29: PE/BAND



资料来源:wind,联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E	利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2423	5309	5817	6852	营业收入	10293	14203	17695	21551
应收款项	4803	6615	8241	10037	营业成本	6409	9039	11214	13629
存货净额	1509	1578	1952	2373	营业税金及附加	99	142	177	216
其他流动资产	596	355	442	539	销售费用	1180	1591	1946	2327
流动资产合计	9331	13857	16454	19801	管理费用	1048	1399	1702	2025
固定资产	2722	2901	3225	3408	财务费用	103	55	52	44
无形资产及其他	626	605	585	564	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	638	638	638	638	资产减值及公允价值变动	(132)	(192)	(239)	(291)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	111	0	0	0
资产总计	13317	18002	20902	24411	营业利润	1432	1785	2365	3019
短期借款及交易性金融负债	1327	1500	1500	1500	营业外净收支	5	10	10	10
应付款项	1104	1554	1922	2337	利润总额	1437	1795	2375	3029
其他流动负债	2462	3431	4232	5121	所得税费用	195	273	340	433
流动负债合计	4893	6484	7654	8957	少数股东损益	3	6	7	7
长期借款及应付债券	1430	3230	3230	3230	归属于母公司净利润	1239	1517	2028	2588
其他长期负债	99	99	99	99					
长期负债合计	1529	3329	3329	3329	现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
负债合计	6422	9814	10983	12286	净利润	1239	1517	2028	2588
少数股东权益	180	185	190	196	资产减值准备	13	9	10	8
股东权益	6715	8004	9728	11928	折旧摊销	178	341	448	539
负债和股东权益总计	13317	18002	20902	24411	公允价值变动损失	132	192	239	291
					财务费用	103	55	52	44
关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E	营运资本变动	(1869)	(214)	(909)	(1002)
每股收益	0.83	1.01	1.35	1.73	其它	(11)	(5)	(4)	(1)
每股红利	0.15	0.15	0.20	0.26	经营活动现金流	(318)	1840	1812	2423
每股净资产	4.48	5.34	6.49	7.96	资本开支	(898)	(700)	(1000)	(1000)
ROIC	17%	17%	22%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	18%	19%	21%	22%	投资活动现金流	(898)	(700)	(1000)	(1000)
毛利率	38%	36%	37%	37%	权益性融资	200	0	0	0
EBIT Margin	15%	14%	15%	16%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	17%	18%	18%	支付股利、利息	(221)	(228)	(304)	(388)
收入增长	47%	38%	25%	22%	其它融资现金流	2270	173	0	0
净利润增长率	20%	22%	34%	28%	融资活动现金流	2028	1746	(304)	(388)
资产负债率	50%	56%	53%	51%	现金净变动	812	2886	508	1034
息率	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	1611	2423	5309	5817
P/E	25.5	20.8	15.6	12.2	货币资金的期末余额	2423	5309	5817	6852
P/B	4.7	4.0	3.3	2.7	企业自由现金流	(1244)	1151	815	1412
EV/EBITDA	21.9	17.5	13.7	11.3	权益自由现金流	1026	1277	771	1374

资料来源：公司财务报告，联讯证券



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017 年 10 月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com