

建筑材料

2019 年 04 月 01 日

东方雨虹 (002271)

——防水行业龙头，股价仍被低估

报告原因：调整投资评级

买入 (上调)

市场数据：2019 年 03 月 29 日

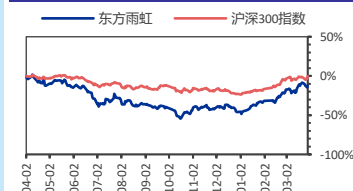
收盘价 (元)	21.07
一年内最高/最低 (元)	42.46/10.37
市净率	4.0
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	20933
上证指数/深证成指	3090.76/9906.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	5.3
资产负债率%	58.84
总股本/流通 A 股 (百万)	1492/993
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

 刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com

研究支持

 戴铭余 A0230118010003
daimy@swsresearch.com

联系人

 戴铭余
(8621)23297818×7718
daimy@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **防水行业第一股，成长不止。**东方雨虹主营防水材料的研发、生产、销售和工程施工，从 2008 年登陆资本市场至今，公司营收年均复合增速 34.74%；归母净利润年均复合增速高达 42.36%，截至 2018 年，收入体量已经超过 140 亿元，约是除自身以外前十大防水企业之和，是我国防水行业的绝对龙头。目前，在进一步夯实防水行业地位的同时，公司亦在建筑涂料等防水外领域初具雏形，我们认为，公司中长期发展路径清晰，有望延续高增。
- **规模护城河已然形成，有望受益中高端空间扩容。**防水材料行业规模约 2000 亿元，但 CR10 仍不足 20%，规模最大的东方雨虹市占率仅约 7%，是典型的“大行业，小公司”格局。在行业标准提升，房地产集中度提升，精装房比例提升三重趋势下，中高端行业空间将加速扩容，潜在空间有望翻番。目前，公司凭借先发优势已在成本、资金和产能端形成规模护城河，大概率成为增量利润的优先流向。
- **调结构、转模式，高质量发展可期。**2018 年在资金约束和成本上行双重挤压下，公司的 PS 战略面临空前压力，管理层适时进行战略调整：一方面，将组织架构从原来的以产品划分转变成以市场划分，传统销售盲区得到覆盖的同时组织人员架构进一步精简，效率显著提升。另一方面，将销售模式由原来的直销为主调整为直销和渠道并重，“合伙人”模式作为东方雨虹赖以成名的杀手锏，再出发下有望显著改善公司现金质量，为长期高质量发展夯实基础。
- **防水外布局蓄势待发，有望再造一个雨虹。**近年来，公司在深耕建筑防水行业的同时还涉及节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域。其中，建筑涂料行业空间不亚于防水材料，随着消费升级下品牌效应的强化以及国产品牌的崛起，行业正进入格局重塑的黄金窗口期。公司进军建筑涂料依托的品牌 DAW 是德国第一大、欧洲第三大企业，有较好的品牌优势以及技术实力，强强联合下，未来发展空间值得期待。
- **盈利预测及估值：**东方雨虹是中国防水材料行业最具竞争力和成长性的龙头企业，综合实力冠绝行业。目前，2018 制约股价的因素已然反转，行业中高端市场扩容的黄金窗口叠加公司自身架构和战略的进一步优化背景下，成长之路有望重回佳境。在原油均价持平的中性假设下，我们上调公司 2019 年归母净利润至 21.50 亿元（原 19.13 亿元），给予 2020-2021 年 26.73 亿元、32.37 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 1.44 元、1.79 元、2.17 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍，相对于公司历史估值中枢 23 倍，可比公司 2019 年估值中枢 21 倍，存在显著低估，我们保守给予 2019 年 20 倍 PE，目标价 28.8 元，对应 37%上行空间，由“增持”上调至“买入”评级。
- **风险提示：**新开工增速大幅下滑、基建增速低于预期、沥青价格大幅上行

财务数据及盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,293	14,046	17,800	22,124	26,888
同比增长率 (%)	47.04	36.46	26.70	24.30	21.50
净利润 (百万元)	1,239	1,508	2,150	2,673	3,237
同比增长率 (%)	20.43	21.74	42.57	24.30	21.10
每股收益 (元/股)	1.40	1.01	1.44	1.79	2.17
毛利率 (%)	37.7	34.6	34.6	35.3	35.2
ROE (%)	18.4	19.1	21.4	21.0	20.3
市盈率	15	21	15	12	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

东方雨虹是中国防水材料行业最具竞争力和成长性的龙头企业，综合实力冠绝行业。目前，2018 制约股价的成本和资金因素已然反转，行业中高端市场扩容的黄金窗口叠加公司自身架构和战略的进一步优化，成长之路有望重回佳境。在原油均价持平的中性假设下，我们上调公司 2019 年归母净利润至 21.50 亿元（原 19.13 亿元），给予 2020-2021 年 26.73 亿元、32.37 亿元，对应 19-21 年 EPS 分别为 1.44 元、1.79 元、2.17 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍，相对于公司历史估值中枢 23 倍，可比公司 2019 年估值中枢 21 倍，存在显著低估，我们保守给予 2019 年 20 倍 PE，目标价 28.8 元，对应 37%上行空间，由“增持”上调至“买入”评级。

关键假设点

1. 2019-2021 年防水卷材营收增速分别为 30.1%、24.1%、22.0%，对应毛利率分别为 37.7%、38.3%、37.5%
2. 2019-2021 年防水涂料营收增速分别为 21.8%、27.8%、25.0%，对应毛利率分别为 35.9%、37.0%、37.5%

有别于大众的认识

市场普遍担心在房地产新开工增速逐季下行预期下 2019 年公司业绩增速将呈现前高后低，但我们并不悲观：一方面，防水材料的使用主要集中在地产施工两端，虽然新开工需求相关占据主导，但 2017 年中至今新开工与竣工面积增速出现的历史最长背离或让竣工端需求密集爆发，此消彼长下总需求增速下行压力有限。另一方面，我们复盘发现，在油价高位阶段，公司对利的变动敏感性将强于量，去年成本的前低后高使下半年单位毛利基数低于上半年，在提价维稳假设下，只要原油价格涨幅弱于去年同期，利润端弹性贡献有望对冲房地产新开工下行引起的的量拖累，公司全年业绩或超市场预期。

股价表现的催化剂

新开工增速维持高位、基建增速超预期、沥青价格回落

核心假设风险

新开工增速大幅下滑、基建增速低于预期、沥青价格大幅上行

目录

1. 防水行业第一股，成长不止	6
1.1 防水行业第一股	6
1.2 在变革中成长	8
2. 规模护城河已然形成，有望受益中高端空间扩容	10
2.1 规模护城河已然形成，有望强者恒强	10
2.2 房地产短期韧性仍存，基建反弹有望托底需求	14
2.3 三重趋势下，中高端空间将加速扩容	17
3. 调结构、转模式，高质量发展可期	21
3.1 调架构，传统业务盲区有望释放	21
3.2 “合伙人”再出发，经营质量改善可期	23
4. 防水外布局蓄势待发，有望再造一个雨虹	25
5. 盈利预测及估值	26

图表目录

图 1：东方雨虹主营业务收入情况	6
图 2：东方雨虹归母净利润情况	6
图 3：东方雨虹主要产品	6
图 4：东方雨虹旗下品牌	7
图 5：东方雨虹主营业务拆分	7
图 6：公司毛利率及细分业务毛利率	7
图 7：公司股权结构	8
图 8：公司发展历史	8
图 9：建筑渗水的危害	11
图 10：防水行业产业链	11
图 11：公司营收规模在行业内一骑绝尘	12
图 12：公司净利率冠绝同业	12
图 13：防水卷材销售成本拆分	12
图 14：防水涂料销售成本拆分	12
图 15：公司防水材料毛利保持高位，受原材料成本变动影响较小与同业	12
图 16：可比公司收现比	13
图 17：东方雨虹已实现全国性产能布局	14
图 18：房屋新开工高增有望支持短期需求	15
图 19：竣工面积修复有望对冲新开工下行压力	15
图 20：5 年以上存量房占比约 55.82%	15
图 21：基建投资增速开始触底反弹	15
图 22：建筑防水材料产量保持较高增速	17
图 23：规模以上防水企业营业收入情况	17
图 24：千亿级防水市场，行业格局较为分散	17
图 25：房地产企业集中度加速提升	20
图 26：公司原“1+6”事业群	22
图 27：变革后组织架构图	22
图 28：传统经销模式	23

图 29: 雨虹“合伙人”制度	23
图 30: “合伙人”制度带来公司营收高速增长	24
图 31: 建筑涂料行业梯队详情	25
图 32: 公司历史估值中枢约 23 倍	27
表 1: 基建投资受影响后, 公司快速转向大地产客户	10
表 2: 基础设施建设补短板指导性意见部分重点任务	16
表 3: 政府发布多项政策法规推进防水材料行业质量环保升级	18
表 4: 2018 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌之防水材料十大品牌	19
表 5: 优秀工程渠道代理商积极参与合伙人模式	24
表 6: 公司业务拓展历程	25
表 7: 关键假设表	26
表 8: 可比公司估值表	27
表 9: 合并损益表	29
表 10: 合并现金流量表	29
表 11: 合并资产负债表	30

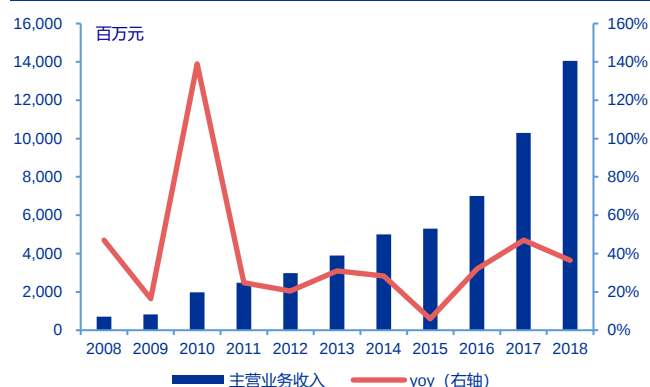
1. 防水行业第一股，成长不止

东方雨虹主营防水材料的研发、生产、销售和工程施工，从 2008 年登陆资本市场至今，公司营收年均复合增速 34.74%；归母净利润年均复合增速高达 42.36%，截至 2018 年，收入体量已经超过 140 亿元，约是除自身以外前十大防水企业之和，是我国防水行业的绝对龙头。目前，在进一步夯实防水行业地位的同时，公司亦在建筑涂料等防水外领域初具雏形，我们认为，公司中长期发展路径清晰，有望延续高增。

1.1 防水行业第一股

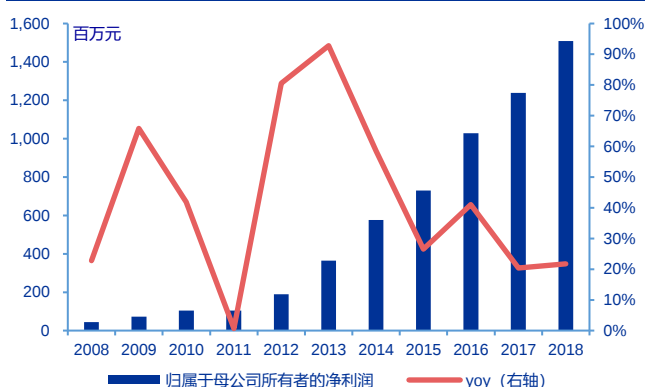
防水行业第一股。公司成立于 1995 年，主业系建筑防水材料的研发、生产、销售和工程施工，2008 年成功在深交所上市，成为我国首家上市的防水企业。2008 年至今，公司营收从 7.12 亿增长到 140.46 亿，年均复合增速 34.74%；归母净利润从 0.44 亿元增长到 15.08 亿元，年均复合增速高达 42.36%，是资本市场当之无愧的明星股。

图 1：东方雨虹主营业务收入情况



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 2：东方雨虹归母净利润情况



资料来源：公司年报、申万宏源研究

公司正由防水系统综合服务商向建筑建材系统服务商转变。目前，公司已经成为我国防水行业的绝对龙头，并从单一的防水系统综合服务商蜕变为以民用建材、节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑涂料、建筑修缮等业务为延伸的建筑建材系统服务商，旗下设有东方雨虹（工程业务）、雨虹（民用建材）、卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、越大（节能保温）、炆和（节能保温）、天鼎丰（非织造布）、风行（防水）、华砂（砂浆）、洛迪（硅藻泥）、德爱威（建筑涂料）、建筑修缮等品牌和业务板块。

图 3：东方雨虹主要产品



资料来源：公司官网、申万宏源研究

图 4：东方雨虹旗下品牌

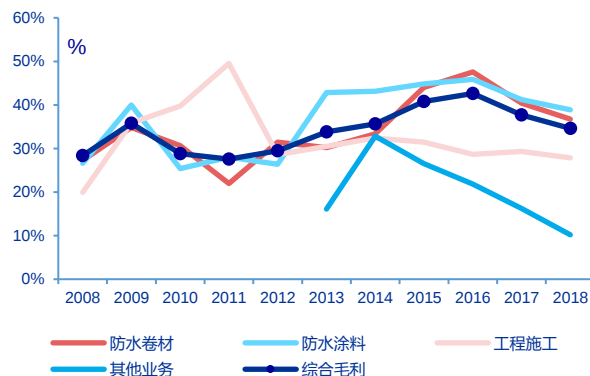
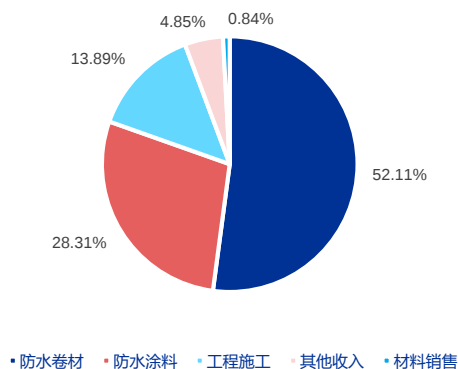


资料来源：公司官网、申万宏源研究

防水材料仍然是公司的第一主业。从收入结构上看，防水材料销售和施工依然是公司的主要收入来源，截至 2018 年年报，公司实现营收 140.46 亿元，其中防水卷材、防水涂料（包括特种砂浆、德爱威）、防水施工分别贡献 52.11%、28.31%、13.89%；其他业务占仅 4.85%，主要系非纺织布和保温材料。

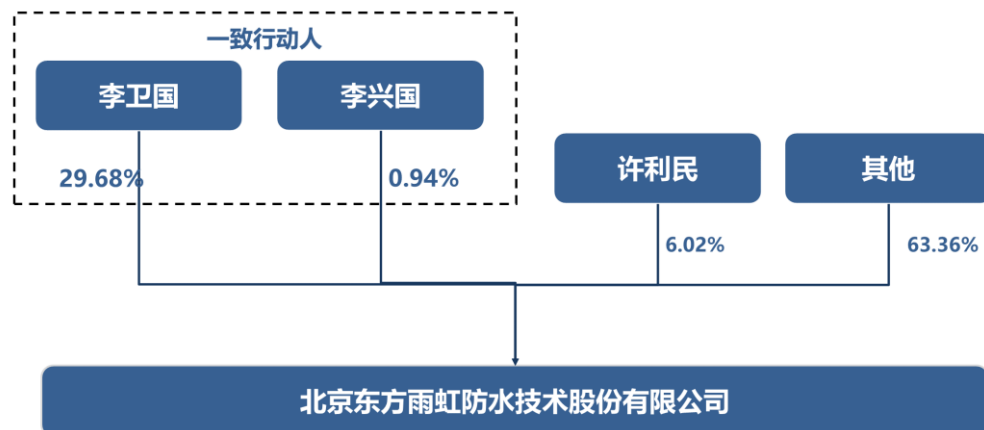
图 5：东方雨虹主营业务拆分

图 6：公司毛利率及细分业务毛利率



公司最终控制人为李卫国。公司第一大股东李卫国先生（上市至今从未减持）除了是公司发展的掌舵者，同时也是现任中国建筑防水协会会长及上市公司高能环境的董事长，同其一致行动人李兴国直接持有本公司 30.62% 的股份。此外，公司连续推出两期股权激励计划，第一期惠及中层管理人员和核心技术人员合计 287 人，第二期惠及中层骨干 1112 人，坚持自上而下绑定员工利益有利于持续激活企业的活力。

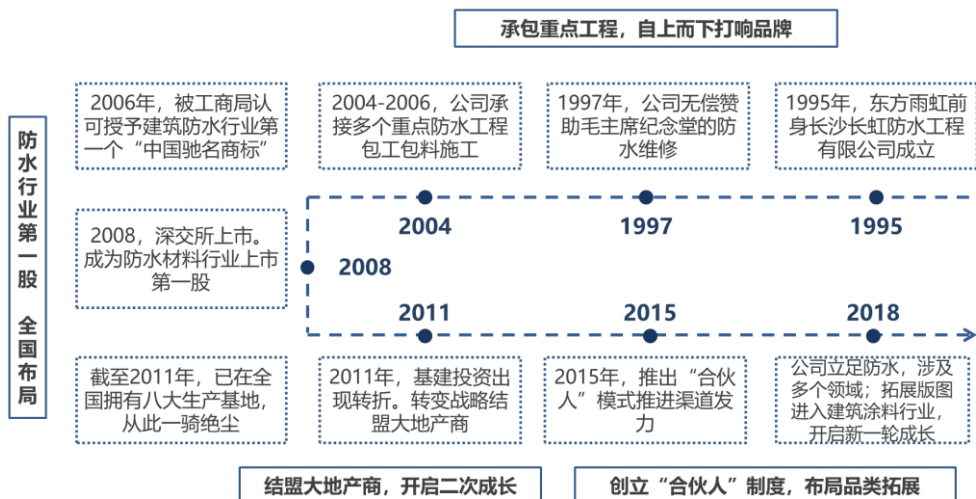
图 7：公司股权结构



1.2 在变革中成长

公司深耕防水行业超过 20 年，从地方性的小企业到如今稳坐行业第一把交椅，成功背后绝非偶然，管理层的胆识和睿智是公司能在历次变革中杀出重围的核心原因：

图 8：公司发展历史



资料来源：公司官网，申万宏源研究

第一阶段：重点工程专业户，自上而下打响品牌(1995-2006)：

公司前身长沙长虹防水工程有限公司成立于1995年，但初创期间防水行业竞争生态不佳，初尝甜头后马上遇上了扩张壁垒。董事长李卫国先生果断把目标市场转向了一线城市，主张以标志性工程自上而下打响品牌战略。1997年无偿赞助毛主席纪念堂防水维修为公司发展打开了局面，1998年公司中标中央18座储备粮库防水工程项目，2004年-2006年，公司又相继中标首都机场、水立方、鸟巢、中央电视台新址、奥运村、顺义水上项目等防水项目的包工包料施工，奠定了东方雨虹“重点工程专业户”的标签。

第二阶段：防水行业第一股，开启全国化布局(2006-2011)：

随着重点工程的放量，品牌战略初获成效，2006年公司被国家工商行政管理总局认可，成为中国建筑防水材料行业第一个“中国驰名商标”。管理层乘胜追击，启动“渗透全国”战略。2008年，公司成功在深交所上市，成为国内防水材料行业上市第一股，凭借资本市场优势公司开始高歌猛进，开启了全国化的渠道网络布局。期间，“4万亿”的巨大刺激下，公司战略方向虽然又阶段性向重大基建工程倾斜，但全国产能布局亦悄然完成，截至2011年底，公司形成了北京顺义、上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、广东惠州、云南昆明、江苏徐州和山东德州八大生产基地，自此在行业里开始一骑绝尘。

第三阶段：结盟大地产商，开启二次成长(2011-2015)：

2011年，以“7·23甬温线”高铁事故为催化点，公司的营业收入增速出现显著下滑，传统增长模式面临挑战。公司管理层审时度势，再次做出战略调整，营业重心逐步回归到布局已久的渠道网络，并将目标瞄向了头部房地产企业，2012年起，公司前五大客户占比房地产企业订单跳增，赖以成名的“结盟大地产商”战略在这一阶段逐步迎来了利润收获期。

表 1: 基建投资受影响后, 公司快速转向大地产客户

2009		2010		2011		2012	
客户	占比	客户	占比	客户	占比	客户	占比
太中银铁路工程	3.45%	京沪高速铁路客运专线	8.30%	万科企业股份有限公司	10.54%	万科企业股份有限公司	12.30%
万科企业股份有限公司	2.92%	万科企业股份有限公司	5.47%	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%
北京轨道交通亦庄线工程	2.41%	京石铁路客运专线	3.96%	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%
雨虹天津代理商	1.84%	沪杭铁路客运专线	2.33%	京广铁路客运专线河南有限公司	1.29%	鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.24%
武广客运专线	1.82%	京广铁路客运专线	2.31%	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	1.23%

资料来源: 公司年报、申万宏源研究

第四阶段: 布局品类拓展, 开启二次成长 (2015 至今) :

随着公司在防水行业地位的不断夯实, 管理层立足长远, 再次做出战略升级。一方面, 全行业独家推出“合伙人”模式, 在增强传统经销商粘性的同时进一步挖掘潜在渗透率(将经销商打造成独家), 巩固防水市场的龙头地位; 另一方面, 公司开始将版图拓展到了防水外市场, 向具备渠道协同的建筑涂料等市场进军。目前, 公司已经涉足节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域, 未来随着其他品类的发展趋于成熟, 有望复制防水行业的成功, 开启二次成长。

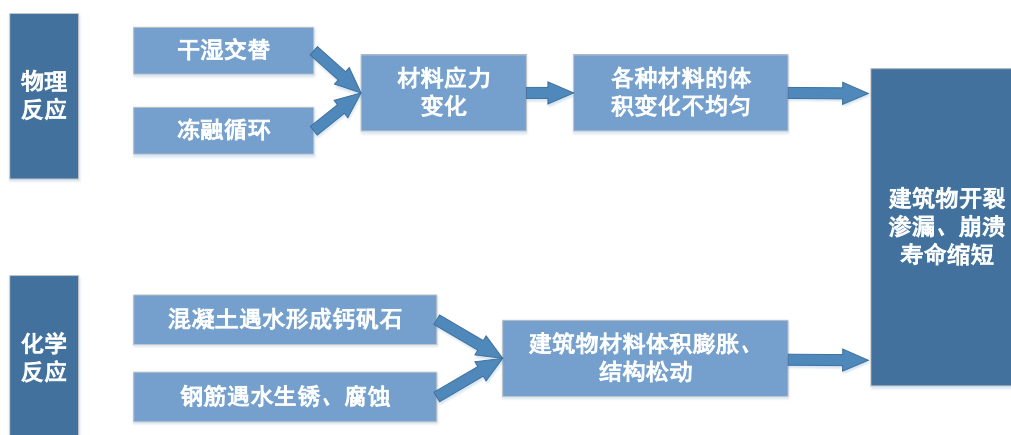
2. 规模护城河已然形成, 有望受益中高端空间扩容

防水材料行业规模约 2000 亿元, 但 CR10 仍不足 20%, 规模最大的东方雨虹市占率仅约 7%, 是典型的“大行业, 小公司”格局。在行业标准提升, 房地产集中度提升, 精装房比例提升三重趋势下, 中高端行业空间将加速扩容, 潜在空间有望翻番。目前, 公司凭借先发优势已在成本、资金和产能端形成规模护城河, 大概率成为增量利润的优先流向。

2.1 规模护城河已然形成, 有望强者恒强

防水材料是现代建筑必不可少的功能性建筑材料。建筑防水材料是一种使建筑物具有防渗透、渗漏和侵蚀的建筑功能材料, 在房屋建造成本中占比不到 3%, 但建筑漏水和受潮不仅会给人们生活带来不便, 甚至会缩短建筑物的寿命, 造成大量的财产损失和危及生命, 重要性不言而喻。

图 9：建筑渗水的危害



资料来源：公司公告、申万宏源研究

行业对上游议价能力较弱，下游则依赖宏观景气度。防水材料上游主要以石油化工品为主，包括沥青、膜类、聚酯胎基、改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡等，因此成本受国际原油市场影响较大，基本属于价格接收者。下游则以房地产与基建为主，广泛应用于房屋建筑、高速铁路、高速公路、城市道桥、轨道地铁、机场、地下设施以及水利设施等房地产和基础建设领域，一方面，与宏观景气度与政策导向休憩相关；另一方面，相对下游的央企和大型房地产商难以做到强势，属于高垫资行业，对资金环境较为敏感。

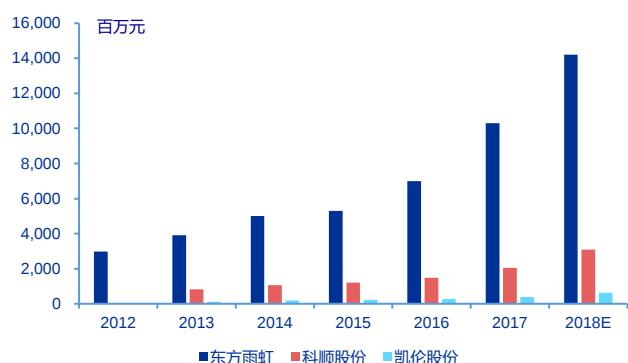
图 10：防水行业产业链



资料来源：申万宏源研究

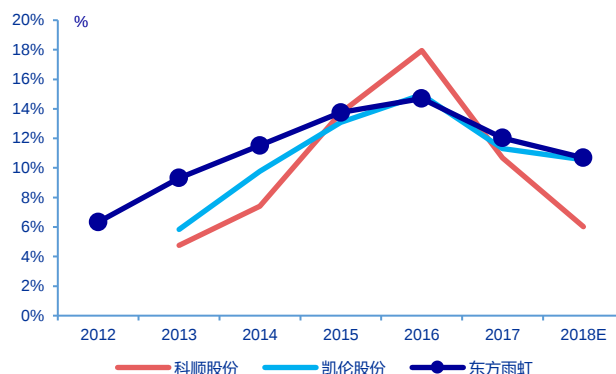
先发优势铸就规模护城河。截至 2018 年，公司收入体量已经超过 140 亿元，约是除自身以外前十大防水企业之和，而同期增速依然维持在 36.46%，仅收入增量就达到 37 亿元，相当于再造一个科顺股份。我们认为，公司凭借先发优势已在成本、资金和产能端形成规模护城河，有望强者恒强。

图 11：公司营收规模在行业内一骑绝尘



资料来源：公司年报、申万宏源研究

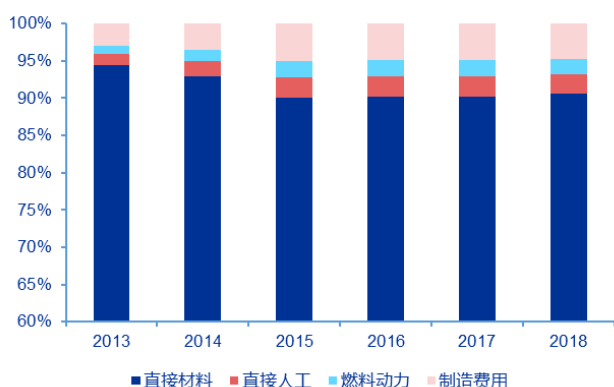
图 12：公司净利率冠绝同业



资料来源：公司年报、申万宏源研究

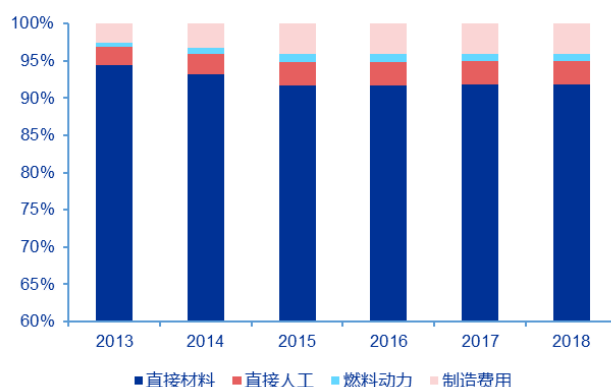
成本优势：防水材料的成本结构由直接材料、直接人工、燃料动力和制造费用构成，但其中的原材料成本占比超过 90%，因此能够在原材料端占据优势的企业将占据成本曲线低点。公司一方面凭借领先于行业的规模优势，与上游原材料供应商建立良好的战略合作关系，采购成本行业内最低；另一方面，公司拥有全行业最大的原材料仓储（约一个季度库存），凭借在销售淡季合理安排采购计划，进一步平滑和降低了采购成本。除原材料外，公司凭借领先的生产设备和工艺以及全国性的产能布局在生产成本和运输成本上亦占据显著优势。

图 13：防水卷材销售成本拆分



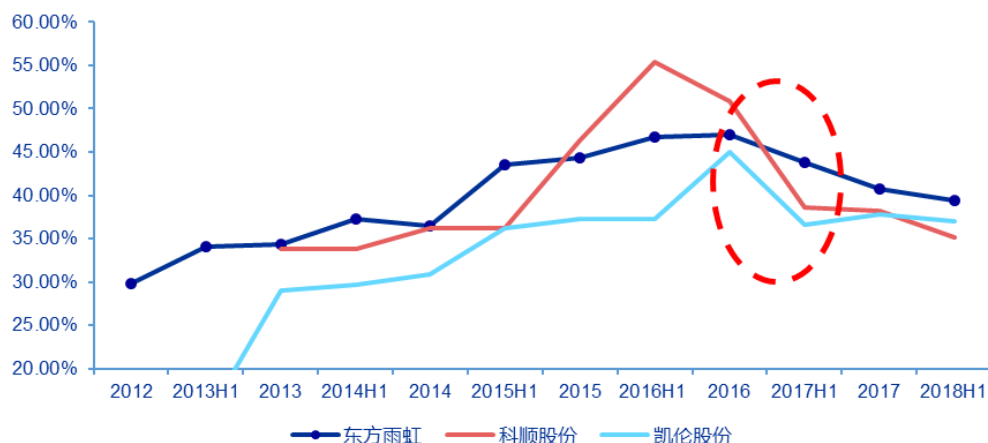
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 14：防水涂料销售成本拆分



资料来源：公司年报、申万宏源研究

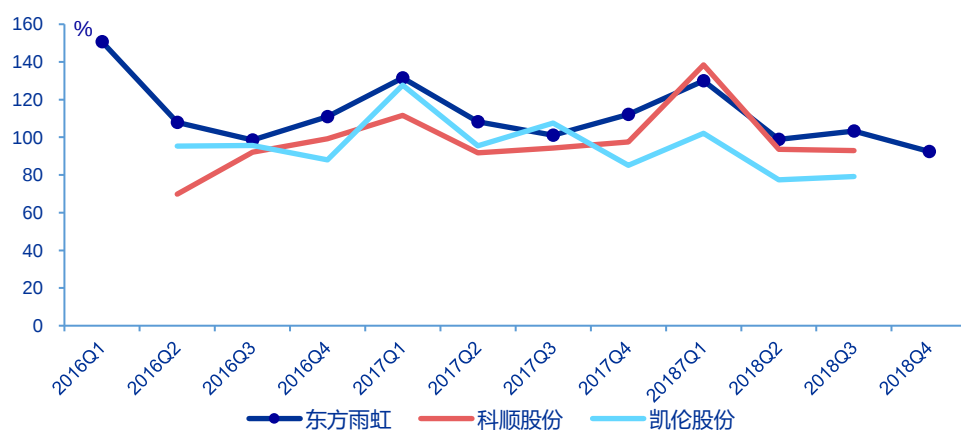
图 15：公司防水材料毛利保持高位，受原材料成本变动影响较小与同业



资料来源：Wind、申万宏源研究

资金优势：防水材料行业的资金链控制是企业得以剩者为王的钥匙。近年来，随着去杠杆政策的深化和房地产融资的收紧，下游企业对防水企业的资金挤占进一步加大，小型防水企业话语权弱且融资能力有限，生存空间不断压缩，为维持资金平衡增长幅度必然受到压制。行业竞争要素中资金实力的权重大幅增加使市场的天平向头部企业倾斜，东方雨虹作为防水材料行业的绝对龙头，具有同行业难以比拟的资金实力和融资优势。一方面，雨虹对上游拥有一定赊销能力，相对优势显著；另一方面，公司具有较竞争对手更优厚的融资成本和渠道选择。我们认为，资金约束对行业内不同企业的影响是不均衡的，公司在2018年逆势对地产商和合伙人提供资金支持就是底气所在，有望在这一轮资金洗牌中进一步拉开与竞争对手的距离。

图 16：可比公司收现比



资料来源：公司年报、申万宏源研究

产能优势：建筑防水材料的经济运输半径约为 500 公里，因此销售具有一定的区域性，但下游大型房地产商基本属于全国布局，故更倾向于同具备产能全覆盖的企业建立战略合作。截至 2018 年，公司已在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立

生产物流研发基地，拥有防水卷材投产产能约 29800 万平米，防水涂料投产产能约 117 万吨，在业内遥遥领先地位，确保了公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，在满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求方面具备了其他竞争对手不可比拟的竞争优势。我们认为，在资金约束和环保趋严背景下，竞争对手无论从融资还是拿地新建的难度和成本上与雨虹都不可同日而语，高重置成本是难以逾越的竞争劣势。

图 17：东方雨虹已实现全国性产能布局



资料来源：公司官网、申万宏源研究

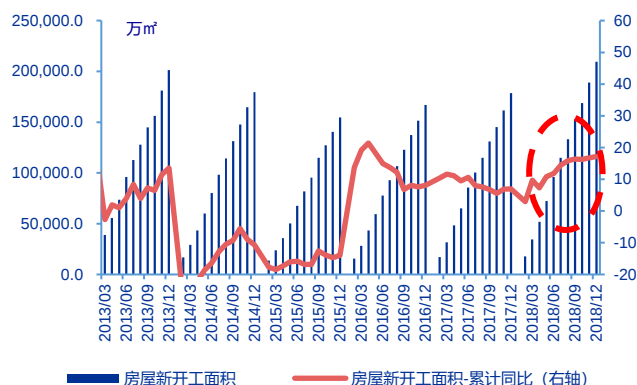
2.2 房地产短期韧性仍存，基建反弹有望托底需求

2018 年，受益于全国固定资产投资增速稳中有升，以及房地产新开工面积的高速增长，下游对防水行业的拉动作用明显，根据中国建筑防水协会预测，2018 年建筑防水材料总产量预计达到 22.12 亿平米，同比增长率为 9.0%，增速呈现回升。我们预计，2019 年行业增速将面临房地产新开工的下行和基建需求的反弹，全年增速前高后地，总体维持韧性：

房地产新增市场需求短期维持韧性。房地产是防水材料的主要下游，而新建房所带动新增市场更是防水行业的主要战场。从应用时间点上，防水材料主要用于房屋的地下空间和屋面（封顶时），故需求主要集中在地产施工的两头，分别与新开工和竣工相关，但由于地下阶段是用量的重头，短期的防水需求基本是以新开工趋势为领先指标波动。2018

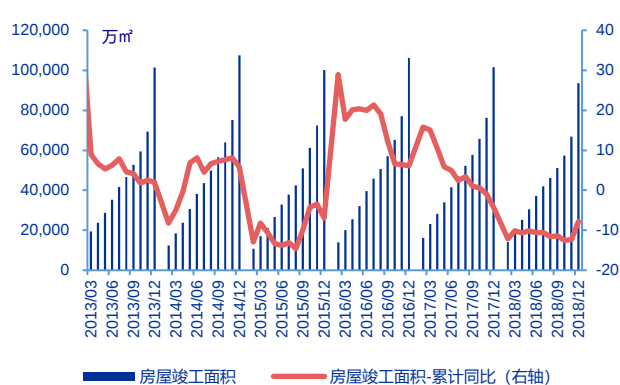
年，在市场下行背景下，房企为规避风险加快资金回笼，抢推盘促销售现象普遍，预售证制度套利下新开工增速自 5 月起连续 7 个月实现同比两位数以上的增速，考虑到防水材料施工需求的略微滞后性以及 2018 年同期的较低基数，我们预计，2019 年上半年房地产新增需求将维持高增，而下半年竣工面积修复预期下屋面需求的回升或部分对冲新开工的下行压力，回落幅度不悲观。

图 18：房屋新开工高增有望支持短期需求



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 19：竣工面积修复有望对冲新开工下行压力



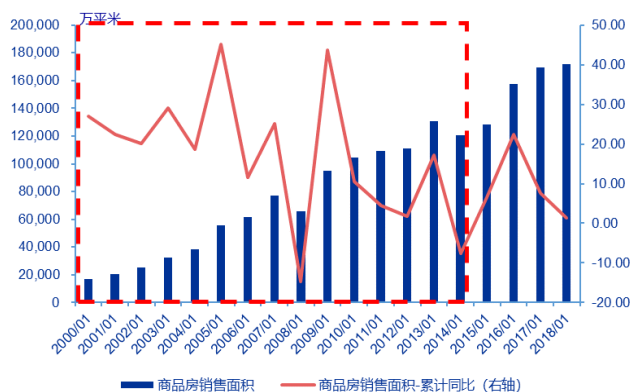
资料来源：国家统计局、申万宏源研究

房地产新增市场中长期存在下行压力，但幅度有限。长期看，地产新增需求依然与住宅的长期需求绑定，由自然人口增加、城镇人口增加、人均居住面积提升和旧房拆迁更新四方面共同决定。根据卫计委预测 2030 年我国总人口 14.5 亿人，世界银行预测 2030 年我国城镇化率 70%、住建部预测 2030 年人均住房面积 35 平米以及 2016-2030 年城镇存量住房更新率为 1.5% 的假设，可以估算 2016-2030 年的住房增量需求合计为 194.0 亿平米，对应年均住房需求为 12.9 亿平米，略高于 2015 年的全国住宅销售面积 11.2 亿平米，但低于 2018 年的 14.8 亿平米，因此，长期看新增面临下行压力，但幅度有限。

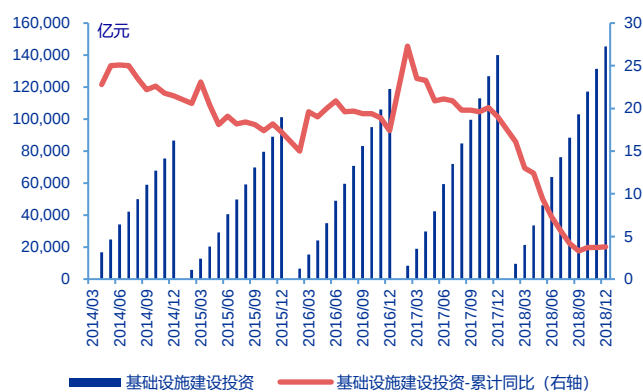
房地产存量市场逐步放量有望对冲新增市场下行。防水需求不仅在于新建住房，存量房翻新需求也不可小觑，中国有规模巨大的存量房市场。2000-2018 年我国累计商品房销售面积约 170 亿平米，其中 5 年以上商品房约 94.46 亿平米，占比达 55.82%。考虑早期建设对防水的重视程度不够，质量问题频发，我们预计存量空间将逐步放大。2018 年 10 月，住建部下发《关于进一步做好城市既有建筑保留利用和更新改造工作的通知》，明确提出要高度重视城市既有建筑保留利用和更新改造，并就建立健全城市既有建筑保留利用和更新改造工作机制提出具体意见，或为存量空间释放锦上添花。

图 20：5 年以上存量房占比约 55.82%

图 21：基建投资增速开始触底反弹



资料来源：国家统计局、申万宏源研究



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

基建发力有望支撑需求增长。2019 年，我国经济增速下行压力进一步加大，在传统推手房地产受到约束，新动能仍在培育的背景下，基建成为托底经济的主要抓手。自 2018 年 7 月 23 日，国常会释放稳基建投资信号后，基建发力信号持续释放。10 月 31 日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101 号）。明确指明补短板的重点任务要放在铁路、公路、水运、机场、水利、社会民生等领域，要求进一步完善基础设施和公共服务；依托国家重大建设项目库，分近期、中期、长期三类储备一批基础设施等重点领域补短板重大项目；避免形成“半拉子”工程，对确有必要、关系国计民生的在建项目，有效保障合理融资需求，避免资金断供、工程烂尾；撬动社会资本特别是民间投资，投入补短板重大项目。我们认为，政策支持下，2019 年基建将迎来增速和铁公基占比的双升，有望显著提振防水材料需求。

表 2：基础设施建设补短板指导性意见部分重点任务

领域	详细内容
铁路领域	以中西部为重点，加快推进高速铁路“八纵八横”主通道项目，拓展区域铁路连接线，进一步完善铁路骨干网络。加快推动一批战略性、标志性重大铁路项目开工建设。推进京津冀、长三角、粤港澳大湾区等地区城际铁路规划建设。加快国土开发性铁路建设。实施一批集疏港铁路、铁路专用线建设和枢纽改造工程。
公路、水运领域	加快启动一批国家高速公路网待贯通路段项目和对“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等重大战略有重要支撑作用的地方高速公路项目，加快推进重点省区沿边公路建设。加快推进三峡枢纽水运新通道和葛洲坝航运扩能工程前期工作，加快启动长江干线、京杭运河等一批干线航道整治工程，同步推动实施一批支线航道整治工程。
机场领域	加快北京大兴国际机场建设，重点推进一批国际枢纽机场和中西部支线机场新建、迁建、改扩建项目前期工作，力争尽早启动建设，提升国际枢纽机场竞争力，扩大中西部地区航空运输覆盖范围。
水利领域	加快建设一批引调水、重点水源、江河湖泊治理、大型灌区等重大水利工程，推进引江济淮、滇中引水、珠江三角洲水资源配置、碾盘山水利水电枢纽、向家坝灌区一期等重大水利工程建设，进一步完善水利基础设施网络。加快推进中小河流治理等灾后水利薄弱环节建设。
农业农村领域	大力实施乡村振兴战略，统筹加大高标准农田、特色农产品优势区、畜禽粪污资源化利用等农业基础设施建设力度，促进提升农业综合生产能力。持续推进农村产业融合发展。扎实推进农村人居环境整治三年行动，支持农村改厕工作，促进农村生活垃圾和污水处理设施建设，推进村庄综

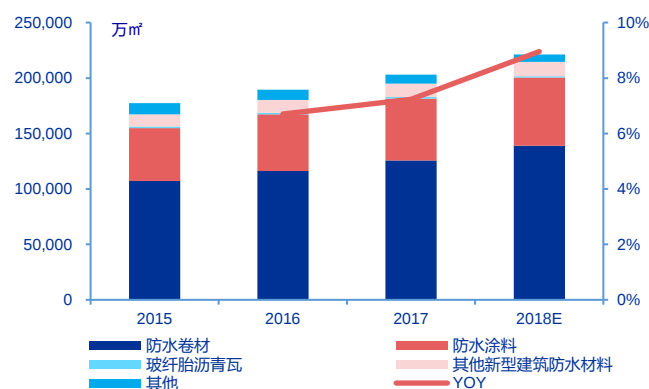
领域	详细内容
社会民生领域	合建设。 支持教育、医疗卫生、文化、体育、养老、婴幼儿托育等设施建设，进一步推进基本公共服务均等化。推进保障性安居工程和城镇公共设资料来源：施、城市排水防涝设施建设。加快推进“最后一公里”水电路气邮建设。

资料来源：国务院办公厅、申万宏源研究

2.3 三重趋势下，中高端空间将加速扩容

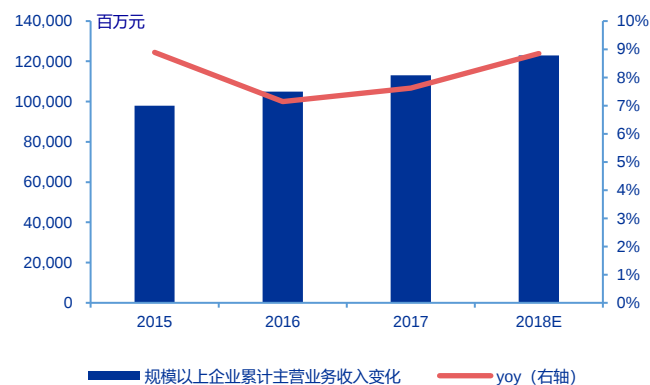
典型的“大行业，小公司”格局。目前，国内建筑防水行业集中度较低，市场竞争不够规范，“大行业、小企业”依旧是行业发展标签。据建筑防水行业协会预测，2018 年行业规模以上防水企业主营业务收入将超过 1200 亿元；考虑行业为数众多的小型企业未统计在内，我们预计，行业整体规模保守在 2000 亿以上。但与千亿级行业也空间相对的是行业的低集中度水平，目前行业 CR10 仍然不足 20%，从已经上市的三家头部企业东方雨虹、科顺股份、凯伦股份看，2018 年分别实现营收 140 亿、31 亿、6 亿，规模最大的东方雨虹市占率仅约 7%。

图 22：建筑防水材料产量保持较高增速



资料来源：建筑防水协会、申万宏源研究

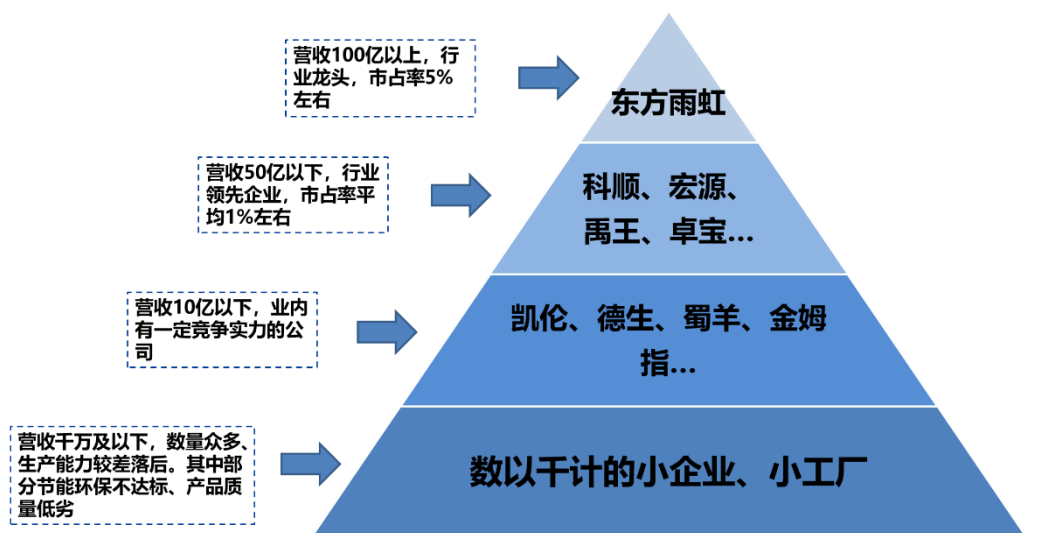
图 23：规模以上防水企业营业收入情况



资料来源：建筑防水协会、申万宏源研究

防水行业中与集中度问题相伴随的是质量的参差不齐以及非标品的盛行。近年来，虽然行业的关注度显著提升，但中小非标企业盛行的问题仍未得到根本性改善。目前行业两极分化：高端市场由头部企业霸占，但中低端市场则仍是非标企业横行，除少部分企业整体水平较高外，大多数企业规模小、技术水平及生产工艺落后，市场充斥假冒伪劣、非标产品，落后产能过剩，行业竞争不规范，行业环保问题突出。但我们认为，受益于行业标准提升，房地产集中度提升，精装房比例提升，低端市场和高端市场将迎来此消彼长，中高端行业空间将加速扩容。

图 24：千亿级防水市场，行业格局较为分散



资料来源：中国建筑防水协会、申万宏源研究

行业提标有望落地将大幅利好龙头企业。我国房屋渗漏情况严峻，根据 2013 年《全国建筑渗漏现状调查研究报告》对全国 28 个城市、850 个社区进行抽样研究，结果显示建筑屋面渗漏率达到 95.33%，地下建筑渗漏率达到 57.51%，住户住宅渗漏率达到 37.48%。我们认为，造成防水质量不达标的主要原因仍是对建筑防水工程质量的不重视，造成政策规范推进缓慢。根据现行的“建设工程质量管理条例”、“房屋建筑工程质量保修办法”的要求，对于“屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏”的最低质保要求仅为 5 年，低标准使行业催生出大量生产能力较差且产品质量低劣的小工厂。2018 年，住建部发布《质量安全监管司 2018 年工作要点》，明确将开展工程质量提升行动，推动建筑业质量变革，并提出强化建设单位首要责任，全面落实质量终身责任制；《标准定额司 2018 年工作要点》中将防水列为六大工作要点之一。新组建的国家市场监督管理总局成立之后将防水卷材、防水涂料列入《全国重点工业产品质量监督目录(2018 年版)》，作为“质检利剑”行动重点打假产品及 2018 产品质量国抽计划产品。我们认为，随着相关政策的推进力度加大，期待已久的行业提标有望落地，行业或将同时出现空间放大（提标后防水材料用量增大）和集中度提升（非标企业加速淘汰），头部企业将大幅受益。

表 3：政府发布多项政策法规推进防水材料行业质量环保升级

发文字号	政策法规	政策要点
建质综函[2018]15 号	住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2018 年工作要点	开展工程质量提升行动，推动建筑业质量变革...健全质量保障体系...严格落实各方主体责任，强化建设单位首要责任，全面落实质量终身责任制。
建标综函[2018]11 号	住房和城乡建设部标准定额司关于印发 2018 年工作要点的通知	完善适应新时代要求的工程建设标准...提高建筑标准，推进绿色发展...围绕提高建筑品质和绿色发展水平，针对门窗、防水、装饰装修等重点标准，研究相关措施，精准发力
中发[2018]17 号	关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见	到 2020 年，生态环境质量总体改善，主要污染物排放总量大幅减少，环境风险得到有效管控...确保到 2035 年节约资源和保护生态环境的空间格局、产业结构、生产方式、生活方式总

发文字号	政策法规	政策要点
建质[2018]95 号	住房城乡建设部关于印发工程质量安全手册（试行）的通知	体形成，生态环境质量实现根本好转，美丽中国目标基本实现。对建设、勘察、设计、施工、监理、检测等单位的行为准则，以及工程实体质量控制、安全生产现场控制、质量及安全管理资料的要求作出明确规定。其中，防水工程和装饰装修工程的具体质量安全要求等在列。
国市监质监函[2018]3 号	全国重点工业产品质量监督目录（2018 年版）	国家市场监督管理总局成立之后，将负责组织实施质量强国战略，防水材料继续列为“质检利剑”行动重点打假产品，将防水卷材、建筑用密封胶纳入 2018 产品质量国抽计划。
2018 年第 2 号	关于发布绿色产品评价标准清单及认证目录（第一批）的公告	贯彻落实《国务院办公厅关于建立统一的绿色产品标准、认证、标识体系的意见》中关于统一发布绿色产品标识、标准清单和认证目录，依据标准清单中的标准组织开展绿色产品认证的要求，将防水与密封材料等 12 类产品列入其中。
原材料工业司	建材工业鼓励推广应用的目录（2018-2019 年本）	共纳入了 48 项建材工业技术和产品，增强型热塑性聚烯烃（TPO）/预铺反粘法施工的高分子防水卷材成为防水行业唯一入选目录的防水产品。河北省、上海市等地的住建部分纷纷发布了推限禁目录，非绿色、环保、高性能防水材料将被逐渐淘汰。

资料来源：住建部、国家发改委、市监局、申万宏源研究

精装房比例提升将加速高端品扩容。目前，我国商品房仍以毛坯房为主流，部分中小地产商仍然沿用建筑工程公司包工包料模式，故成本是其主要考虑因素，约束了头部企业的产品销售。从 2016 年开始，全国各地开始陆续出台精装修的相关政策条例，精装修进入落地阶段；2017 年住房城乡建设部发布的《建筑业发展“十三五”规划》更是提出目标要求，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。精装修住房由于开发商承担额外质保期，而房屋漏水问题一度是投诉热点，后期一旦发生漏水，维修施工成本远远高出防水材料本身，因此精装修比例提升使得开发商对防水这类隐蔽工程质量控制得愈发严格。根据产业信息网数据，2017 年有超 60% 的开发商的住宅精装修率低于 40%，精装修率高于 70% 的仅占比 18.49%，相较欧美平均超 80% 的精装修效率，仍有很大提升空间。从 500 强房企的首选供应商看，头部企业潜在需求相较东方雨虹市占率至少有 3 倍以上提升空间，预计随着精装房比例提升下地产商对优质品牌需求的提高，公司将重回成长快车道。

表 4：2018 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌之防水材料十大品牌

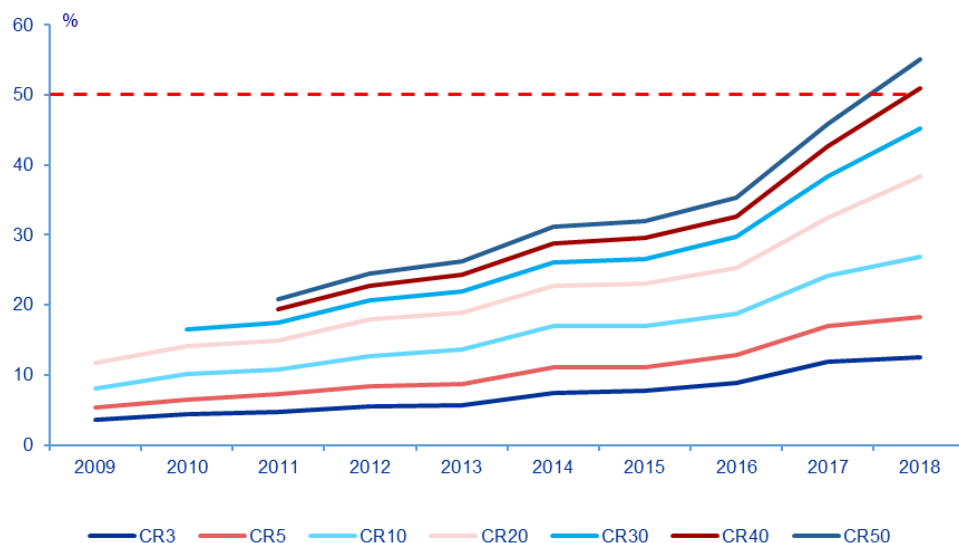
排名	名称	品牌	品牌首选率	品牌介绍
1	东方雨虹		25%	上市公司，始于 1998 年，防水行业知名品牌，专业提供基础设施建设、工业建筑、民用/商用建筑防水系统解决方案的高新技术企业。
2	科顺		19%	上市公司，成立于 1996 年，集建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工于一体的高新技术企业。

排名	名称	品牌	品牌首选率	品牌介绍
3	宏源		19%	防水涂料十大品牌，始创于 1996 年，山东省著名商标，集料研开发、生产销售和施工服务于一体的专业化防水系统供应商。
4	蓝盾		9%	一站式防水解决方案提供商，集防水材料研发、生产、销售、施工及提供防水系统服务于一体的企业。
4	卓宝		9%	以湿铺/预铺反粘自粘卷材闻名业内，以生产功能性建筑材料/承接装饰保温和防水工程为主的高新技术企业。
6	大禹		7%	防水材料十大品牌，始创于 1998 年，辽宁省著名商标，集研发/生产/施工于一体，专业生产防水材料的大型现代化企业。
7	德生		4%	防水材料十大品牌，河北省著名商标，防水卷材行业标准修订单位，集防水材料研发、生产、销售、施工为一体的高新技术企业。
8	凯伦		2%	上市公司，江苏省著名商标，国内知名的建筑防水材料生产商和服务商，其融合防水技术较为有名。
8	蜀羊		2%	创建于 1997 年，防水材料知名品牌，四川省著名商标，集防水卷材生产、销售施工、技术服务于一体的系统化防水服务商。
9	禹王		1%	始建于 1985 年，辽宁省著名商标，行业标准制定者，开创了改性沥青防水卷材的先河，“薄层叠防”应用技术著名，防水材料的专业生产厂家。
10	金姆指		1%	始创于 1983 年，河南省著名商标，集防水材料研发、生产、销售、施工及技术服务于一体的防水系统综合服务商

资料来源：房地产业协会、申万宏源研究

房地产集中度提升将使龙头份额上行。如果说精装房比例的提升使中高端市场扩容加速，房地产集中度的提升则使龙头市占率进一步扩大。近年来，以拿地门槛提升和融资环境趋严为弦的政策引导下，龙头房地产商优势放大，2011 年至 2018 年，地产行业市场集中度不断提高，CR10 从 11%提升至 27%，CR50 从 20%提升至 55%）。我们认为，“十三五”阶段是大地产商时代，后续市占率提升逻辑仍将延续，一线房地产商在考虑供应商选择时会综合考虑品牌价值、产品质量、服务能力、供应能力和区域布局等，已然“绑定大地产商”的企业有望坐上地产企业做大做强的顺风车。

图 25：房地产企业集中度加速提升



资料来源：Wind、申万宏源研究

3. 调结构、转模式，高质量发展可期

2018年在资金约束和成本上行双重挤压下，公司的PS战略面临空前压力，管理层适时进行战略调整：一方面，将组织架构从原来的以产品划分转变成以市场划分，传统销售盲区得到覆盖的同时组织人员架构进一步精简，效率显著提升。另一方面，将销售模式由原来的直销为主调整为直销和渠道并重，“合伙人”模式作为东方雨虹赖以成名的杀手锏，再出发下有望显著改善公司现金质量，为长期高质量发展夯实基础。

3.1 调架构，传统业务盲区有望释放

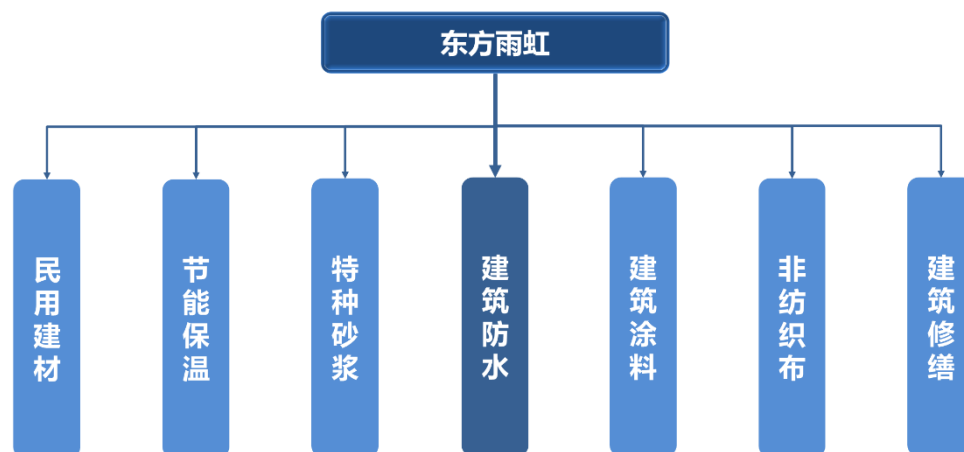
公司原有模式沉淀了不少历史遗留问题。公司是以防水材料行业起家，随着做大做强开始涉足其他相关领域，开辟出了以建筑防水为基础，以民用建材、节能保温、特种砂浆、建筑涂料、非织造布、建筑修缮为延伸的综合系统服务体系，故逐步形成了原先“1+6”的事业群划分，按照产品分类划分虽然一目了然，但在实际发展过程中却积淀了不少潜在问题：

- (1) 原有架构因为按产品分类，不同品类产品开拓工装和零售客户均相互独立，但事实上，下游工程和零售客户属性存在显著差异，独立开拓两类客户，既是对管理层和业务人员优势能力的分流亦造成同类客户跨品类需求的浪费。
- (2) 原先雨虹的销售体系明确划分为直销和渠道，直销体系主要针对北京、上海、广州、深圳、天津、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大型房地产公司、企业集团；工程渠道主要针对全国核

心城市市场以外的工程市场建立经销商网络。两者之间界限清晰，互不侵犯。显而易见，因为区域划分的刚性约束，存在大量的资源。

- (3) 由于公司事业群及子公司众多，管控环节链条繁琐，多年发展下来，每个分子公司都聘用了大量的中后台工作人员，人力资源利用效率显著降低。

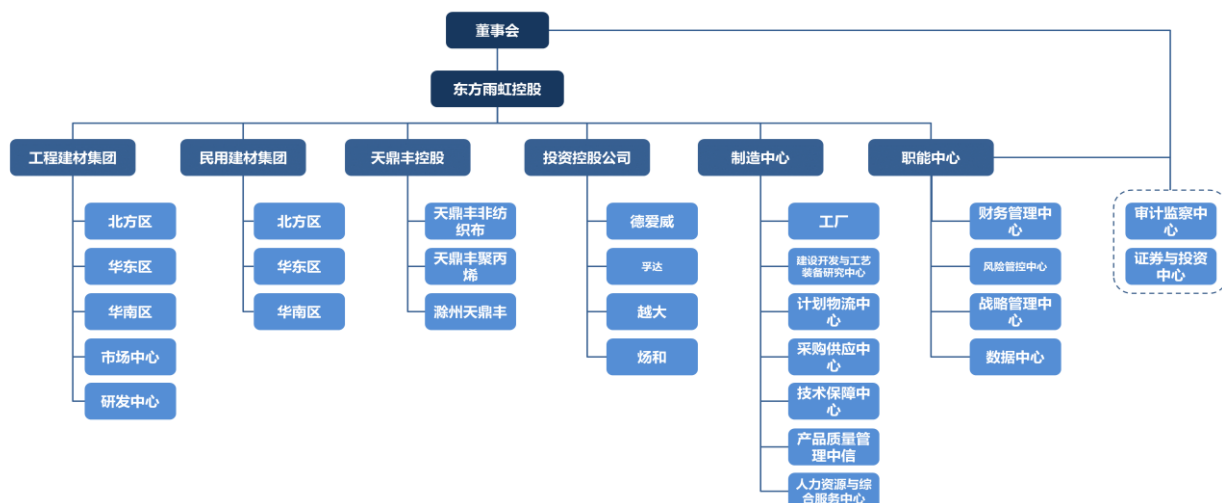
图 26：公司原“1+6”事业群



资料来源：公司公告、申万宏源研究

组织变革有利于释放传统业务盲区。为厘清以上历史遗留问题，公司以下游市场属性为核心出发，将组织架构重新调整为工程建材集团、民用建材集团、天鼎丰控股、投资控股公司（新市场培育）、制造中心和智能管控中心六大板块。其中（1）工程建材集团，专注于 2B 市场，将原来的直销，工程渠道以及其他产品在工程领域的业务整合，打破了前述直销和工程渠道营销模式的属地界限，将工程建材集团按区域划分为北方区、华东区、华南区三大片区，以大区形式整合及优化原有的直销模式与工程渠道模式相结合的工程市场营销网络；（2）民用建材集团，专精于 2C 市场，将过去零售渠道经销商与新兴板块的零售业务整合，主要服务于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；（3）制造中心，统一全国生产制造功能，有利于提高生产管控及成本压缩；（4）天鼎丰控股，保持不变，除了自供外扩大基建领域和海外销售；（5）投资控股公司，专攻收购和合作投资，为公司拓展战略版图；（6）智能管控中心，为其他部门提供统一的后台支持，有利于大幅优化中后台人力资源效率和成本。我们认为，随着公司历史遗留问题的解决，短期传统销售盲区的开拓有望为公司带来新的增长空间，长期下游精细化的分类有望多点开花。

图 27：变革后组织架构图

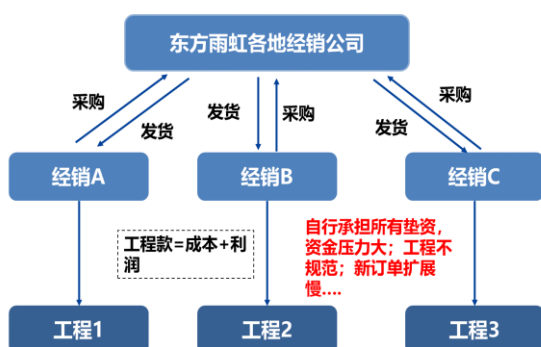


资料来源：中国涂界网、申万宏源研究

3.2 “合伙人”再出发，经营质量改善可期

合伙人制度发力渠道环节，通过让利换取更大市场份额。“合伙人”机制是雨虹的独家首创，传统代理商出于利益考虑，基本属于多家品牌同时代理，对企业的粘性弱，造成潜在订单的流失以及收入的不可持续性。2015年起，雨虹独家提出“合伙人”模式，双赢的结构在业内掀起了经销商革命。

图 28：传统经销模式



资料来源：申万宏源研究

图 29：雨虹“合伙人”制度



资料来源：申万宏源研究

“合伙人”模式：一方面，公司对合伙人提出 3 点要求：（1）必须承认是独家；（2）每年实现销售额完成承诺；（3）预留一定的保证金。另一方面，公司为合伙人提供 3 点支持：（1）根据销售额完成情况的比例实施分红；（2）基于保证金给予 1：2 的商业授信；（3）提供专业化的技术、培训服务输出。

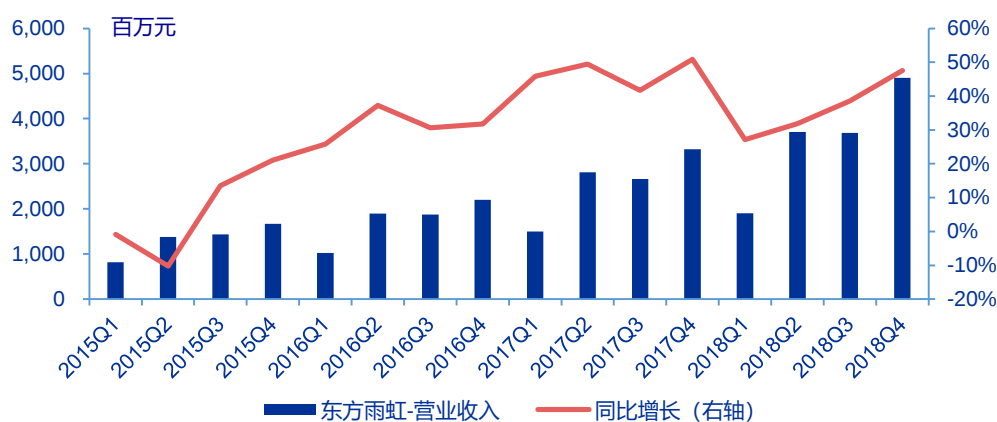
表 5：优秀工程渠道代理商积极参与合伙人模式

时间	公司	代理商	注册资本（万元）	公司持股比例
2016.4	浙江东方雨虹科技开发股份有限公司	代永亮、贺来运等 199 名代理商	27,100	51%
2017.9	浙江虹致科技开发股份有限公司	党民忠、叶子珍等 198 位代理商	14,940	51%
2017.9	浙江虹毅科技开发股份有限公司	刘凯、高秀瑞等 198 位代理商	17,021	51%

资料来源：公司公告、申万宏源研究

互惠双赢，利好公司长期发展。我们认为，合伙人制度是公司和经销商的双赢，对于经销商而言，合伙人制度不仅增厚了经销商的单位销售利润，还通过资金支持和标准化的防水服务体系培训进一步增强了其的拿单能力和溢价能力。对公司而言，经销商的粘性和拿单能力增强不仅大幅加快了公司的业绩增长、扩大了东方雨虹的品牌影响力，也显著改善了公司的现金流环境，形成“win-win”局面。

图 30：“合伙人”制度带来公司营收高速增长



资料来源：公司公告、申万宏源研究

“合伙人”再出发，公司走向高质量发展。此次经营模式适当调整，公司计划从以往的直销为主转化为直销与渠道并重，拟集三大工程中心大力发展合伙人，把合伙人的选择对象由原先的经销商扩展到部分拥有销售资源和项目资源的直销业务员工，并选择优质的原直属项目作为合伙人的业务增量。这种模式一方面有利于从本质上解决业务人员的激励问题，并最大化员工拿单能力；另一方面，有助于改善公司应收账款占比高企的问题，是对传统经销商“合伙人”的升级，有望显著改善公司经营质量。

4. 防水外布局蓄势待发，有望再造一个雨虹

防水外业务初具雏形，建筑涂料有望优先发力。近年来，公司在深耕建筑防水行业的同时，还涉及节能保温、非织造布、特种砂浆、建筑装饰涂料等多领域，旗下除东方雨虹（工程业务）、雨虹（民用建材）、天鼎丰（非织造布）等传统强势品牌外，德爱威（建筑涂料）、卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、越大（节能保温）、炆和（节能保温）等品牌亦开始发力。我们认为，其中建筑涂料的布局有望先行展露峥嵘。

表 6：公司业务拓展历程

披露日期	公司	方式	主营业务
2010/8/27	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	设立	非纺织布
2015/2/12	华砂砂浆有限公司	设立	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	上海炆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

资料来源：公司公告、申万宏源研究

行业空间不亚于防水，潜在市场蛋糕有望翻番。涂料按下游可以分为建筑涂料和工业涂料。根据中国涂料工业协会数据，2016 年我国涂料行业规模以上企业主营业务收入 4354.49 亿，其中建筑涂料占比约 30%，我们保守估算，目前建筑涂料规模以上企业对应行业空间约 1400 亿元，不亚于防水材料。公司切入建筑涂料行业，市场蛋糕有望翻番。

行业层级分化，品牌效应明显。我国建筑涂料行业，参与市场竞争的企业众多，但近年来行业市场份额逐步向品牌企业集中，并呈现出较为明显的梯队层次。处在行业第一梯队的，是诸如立邦（Nippon Paint）、多乐士（Dulux）等跨国涂料集团。这些企业一般都有着较长的发展历史、深厚的技术储备和资金实力，其产品往往能够实现对涂料行业产品的全线覆盖，并且在特种涂料和功能涂料领域具有较为强势的领先地位。处于行业第二梯队的，则以专注于国内市场并逐步做大做强的部分国内品牌企业为主，如三棵树、美涂士等。这些企业通过在涂料行业某些细分领域的专业化经营、品牌化运作及销售渠道建设，成功突破了国际涂料集团的产业封锁，在部分细分行业具备了较强的竞争优势。行业的第三梯队则由大量的小型涂料生产企业构成。这些企业往往投资较少，设备简陋，通过生产低质低价产品获利，一般在生产规模、技术实力方面均处于劣势地位，竞争力较弱。

图 31：建筑涂料行业梯队详情



资料来源： 公司年报、申万宏源研究

强强联合，有望再造一个雨虹。我们认为，随着消费升级下品牌效应的强化以及国产品牌的崛起，涂料行业将进入格局重塑的黄金窗口期。公司 2016 年通过香港雨虹收购了 DAW ASIA LIMITED（德爱威）90% 的股权，进军建筑涂料市场。德爱威集团是德国第一大、欧洲第三大的建筑涂料生产企业，其业务遍及 40 多个国家，在全球拥有 29 个生产基地，有较好的品牌优势以及技术实力；而东方雨虹作为国内防水龙头，在本土拥有充足的客户、品牌和渠道优势，强强联合下，未来发展空间值得期待，有望再造一个雨虹。

5. 盈利预测及估值

东方雨虹是中国防水材料行业最具竞争力和成长性的龙头企业，综合实力冠绝行业。目前，2018 制约股价的三大因素“油价上行、现金流恶化、股票质押”均已反转，行业中高端市场扩容的黄金窗口叠加公司自身架构和战略的进一步优化，成长之路有望重回佳境。在油价持平的中性假设下，我们对公司的关键假设如下：

表 7：关键假设表

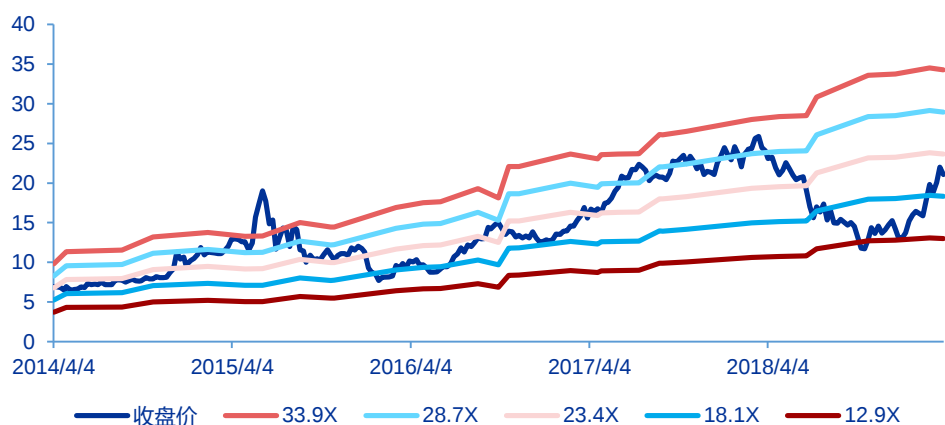
	2018	2019E	2020E	2021E
防水卷材				
收入 (百万元)	7319	9518	11808	14406
成本 (百万元)	4630	5929	7286	9004
毛利 (百万元)	2689	3589	4522	5402
毛利率	37%	38%	38%	38%
防水涂料				
收入 (百万元)	3976	4844	6189	7737
成本 (百万元)	2431	3106	3902	4835

毛利 (百万元)	1545	1737	2287	2901
毛利率(%)	39%	36%	37%	38%
防水施工				
收入	1951	2439	2927	3365
成本	1407	1707	2049	2356
毛利	544	732	878	1010
毛利率(%)	33%	30%	30%	30%
其他收入				
收入	681	852	1022	1176
成本	612	767	920	1058
毛利	69	85	102	118
毛利率(%)	10%	10%	10%	10%

资料来源: Wind、申万宏源研究

我们上调公司 2019 年归母净利润至 21.50 亿元 (原 19.13 亿元), 给予 2020-2021 年 26.73 亿元、32.37 亿元, 对应 19-21 年 EPS 分别为 1.44 元、1.79 元、2.17 元, 对应 2019-2021 年 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍, 相对于公司历史估值中枢 23 倍, 可比公司 2019 年估值中枢 21 倍, 存在显著低估, 我们保守给予 2019 年 20 倍 PE, 目标价 28.8 元, 对应 37%上行空间, 由“增持”上调至“买入”评级。

图 32: 公司历史估值中枢约 23 倍



资料来源: Wind、申万宏源研究

表 8: 可比公司估值表

代码	公司	股价 (元/股)	EPS (元/股)				PE	
		2019/3/29	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300737.SZ	科顺股份	10.51	0.39	0.52	0.69	27.0	20.3	15.2
002798.SZ	帝欧家居	23.9	0.95	1.27	1.66	25.1	18.9	14.4
603737.SH	三棵树	58.7	1.87	2.59	3.55	31.4	22.7	16.5

板块平均

27.9

20.6

15.4

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：盈利预测均参照 Wind 一致性预期

表 9：合并损益表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10293	14046	17800	22124	26888
营业总成本	8972	12448	15387	18947	23042
营业成本	6409	9187	11642	14316	17437
营业税金及附加	99	122	154	192	233
销售费用	1180	1699	2314	2898	3549
管理费用	844	917	1139	1394	1667
财务费用	103	193	138	148	157
资产减值损失	132	62	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	0	0	0
营业利润	1432	1818	2413	3176	3845
营业外收支	5	4	0	0	0
利润总额	1437	1822	2554	3176	3845
所得税	195	311	401	498	603
净利润	1242	1511	2154	2678	3242
少数股东损益	3	3	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	1239	1508	2150	2673	3237

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 10：合并现金流量表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1242	1511	2154	2678	3242
加：折旧摊销减值	319	338	322	406	465
财务费用	103	193	138	148	157
非经营损失	5	-57	0	0	0
营运资本变动	-1836	-965	-609	-739	-772
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	68	1014	2004	2493	3092
资本开支	1106	1724	1150	805	564
其它投资现金流	-193	144	0	0	0
投资活动现金流	-1251	-1585	-1150	-805	-564
吸收投资	200	1	0	0	0
负债净变化	250	2387	0	0	0
支付股利、利息	221	271	138	148	157
其它融资现金流	-6	794	0	0	0
融资活动现金流	2050	2912	-138	-148	-157
净现金流	859	2338	716	1540	2372

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 11：合并资产负债表

百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	9331	13952	16455	20016	24655
现金及等价物	2423	4855	5571	7111	9483
应收款项	5240	6882	8088	9476	11006
存货净额	1509	2172	2753	3385	4123
其他流动资产	303	266	266	266	266
长期投资	240	250	250	250	250
固定资产	2722	3571	4399	4798	4897
无形资产及其他资产	1025	1878	1878	1878	1878
资产总计	13317	19652	22982	26942	31680
流动负债	4893	9910	11087	12369	13865
短期借款	1327	3713	3713	3713	3713
应付款项	2061	4404	5581	6863	8359
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	1529	1653	1653	1653	1653
负债合计	6422	11563	12740	14022	15518
股本	882	1492	1492	1492	1492
资本公积	1448	661	661	661	661
盈余公积	111	155	219	298	394
未分配利润	3861	5193	7280	9874	13015
少数股东权益	180	188	191	196	201
股东权益	6895	8088	10242	12920	16162
负债和股东权益合计	13317	19652	22982	26942	31680

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhy.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhy.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhy.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。