

东方雨虹 (002271.SZ)

大跨越，从防水龙头到功能性建材巨头

隐蔽工程的“隐形冠军”是如何炼成的。防水材料在建筑工程中的重要地位以及广泛的应用使得行业空间巨大，根据测算，防水行业市场空间约为 2000 亿元量级。过去，由于防水行业进入门槛低，同时防水产品属于隐蔽工程，业主不容易发现或要鉴别品质需要较长时间，同时不规范产品的成本明显低于正规产品，劣币驱逐良币，从而造成小企业众多、市场格局分散；近年来，随着消费升级，下游从关注成本（价格）转为关注性价比，同时监管升级使得防水行业走向规范，大企业的优势持续显现，行业集中度持续提升。东方雨虹构建的“产品（服务）、品牌、渠道”综合体系，使其全面领先于竞争对手；成功背后的基石是优秀企业家+优良机制，前瞻的战略眼光、敏锐的资本运作、合伙人文化和合伙人机制，不仅吸引了大批优秀人才加盟，而且人尽其才，高效运营。

功能性建材巨头雏形已现，未来依旧灿烂。对比国外同行，巨头西卡是以防水起家的百年跨国建材和化工巨头（收入接近 400 亿人民币，市值 1300 多亿人民币），其成长三个纬度来自产品多样性布局、全球化的扩张、持续的兼并收购。而对比西卡的发展历程，东方雨虹的产品品类的拓展、异地扩展（不同于瑞士的小市场，中国的市场规模大，东方雨虹更多是异地扩张）、收购兼并（西卡基于快速进入不同国家更多采取并购，东方雨虹并购和新设企业并存）等战略都与西卡的发展战略有异曲同工之妙。公司目前正努力从防水产品到多品类协同扩张、从 2B 往 2C 两个纬度打造新的增长极，中长期成长空间依然很大；展望未来 2-3 年，地产集中度加速提升将助力公司防水业务继续快速增长，新产品新产能加速投放，助推非防水品类加速放量。

投资建议：公司从产品（服务）、品牌、渠道等多个纬度在防水行业已构筑起较宽的护城河，背后支撑来自其优秀的企业家和优良的企业机制（文化）；防水行业集中度提升和非防水功能性建材品类扩张的中线成长逻辑清晰，对标国际巨头，成长天花板依然很高；同时公司在努力打造从 2B 到 2C 的业务模式，让增长更加稳定。我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.92、2.69、3.67 元/股，按最新股价对应 PE 估值分别为 19 倍、14 倍、10 倍，看好公司快速成长的持续性，维持“买入”评级。

风险提示：需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、新产品进展低预期。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7,000.23	10,292.97	14,591.16	19,668.04	25,573.89
增长率(%)	31.98%	47.04%	41.76%	34.79%	30.03%
EBITDA(百万元)	1,386.90	1,743.23	2,387.66	3,163.03	4,248.63
净利润(百万元)	1,028.71	1,238.84	1,693.07	2,373.48	3,239.31
增长率(%)	40.97%	20.43%	36.67%	40.19%	36.48%
EPS (元/股)	1.165	1.405	1.920	2.691	3.673
市盈率 (P/E)	18.61	31.24	19.22	13.71	10.05
市净率 (P/B)	3.47	5.17	3.82	2.99	2.30
EV/EBITDA	13.41	20.41	13.09	9.74	7.28

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 36.90 元

上次评级 买入

报告日期 2018-05-06

相对市场表现



分析师：邹戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师：谢璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

分析师：徐笔龙 S0260517080013

021-60750611

xubilong@gf.com.cn

相关研究：

东方雨虹 (002271.SZ)：2018-03-01

成长“含金量”十足

东方雨虹 (002271.SZ)：2017-10-20

收入增速是亮点

东方雨虹 (002271.SZ)：2017-08-30

稳步进军建筑涂料行业

联系人：赵勇臻 021-60750614

zhaoyongzhen@gf.com.cn

目录索引

隐蔽工程的“隐形冠军”是如何炼成的	5
防水大行业造就长赛道	5
防水行业正从“劣币驱逐良币”往“良币驱逐劣币”转变	7
公司构建出“产品（服务）、品牌、渠道”综合体系，全面领先竞争对手	10
背后的基石：优秀的企业家和优良的机制	18
功能性建材巨头雏形已现，未来依旧灿烂	22
国际同行西卡公司的启示	22
雨虹路径，两个维度夯实未来发展基石	26
未来 2-3 年仍将处于高速增长态势	37
盈利预测与投资建议：优质龙头，看好成长持续性	39
风险提示	41

图表索引

图 1: 防水行业规模以上企业营收	7
图 2: 我国防水材料历年产量	7
图 3: 规模以上企业数量	8
图 4: 龙头企业营收在规模以上企业营收占比	8
图 5: 防水公司研发费用对比 (万元)	12
图 6: 防水公司研发费用占营收比重对比	12
图 7: 东方雨虹生产研发物流布局图	13
图 8: 东方雨虹新标准化施工体系	16
图 9: 东方雨虹微信公众号“虹哥汇”	16
图 10: 东方雨虹部分工程案例	17
图 11: 东方雨虹销售模式	18
图 12: 公司历年股权激励摊销费用	21
图 13: 高学历员工数量不断增加	22
图 14: 东方雨虹人均产值高于同行 (万元)	22
图 15: 2016 年营收 57.48 亿瑞士法郎	22
图 16: 2016 年净利润 5.67 亿瑞士法郎	22
图 17: 西卡丰富的产品条线	23
图 18: 两大领域营收构成	23
图 19: 西卡发展历程	24
图 20: 2016 年底西卡的全球布局	24
图 21: 西卡营收地区占比	25
图 22: 西卡的成长模型	25
图 23: 公司历年的收购情况 (次)	26
图 24: 其他业务收入及其营收占比	28
图 25: 中国预拌砂浆产量	29
图 26: 中国特种砂浆产量	29
图 27: 华砂公司现有物流网络分布	30
图 28: 竣工外墙面积测算	31
图 29: 建筑节能与绿色建筑发展 5 年规划 (亿平方米)	31
图 30: 江苏卧牛山主要产品	32
图 31: 广州孚达主要产品	32
图 32: 江苏卧牛山部分客户	32
图 33: 广州孚达部分客户	32
图 34: 涂料饰面外保温外墙防水防护构造图	33
图 35: 江苏卧牛山工程案例	33
图 36: 中国建筑涂料市场容量	34
图 37: DAW 集团建筑涂料产品所获认证及奖项	34
图 38: 历年的商品房销售	35
图 39: 零售渠道收入占比持续提高	36

图 40: 销售费用率上升	37
图 41: 销售商品提供服务收到的现金/营收 (%)	37
图 42: 经营性净现金流/净利润 (%)	37
图 43: CR5、10、20 龙头房企销售金额市占率	38
图 44: CR5、10、20 龙头房企销售面积市占率	38
图 45: 2017 年 500 强地产防水材料品牌首选率	38
表 1: 主要防水材料分类及介绍	5
表 2: 防水材料产品主要应用领域	6
表 3: 不同建筑漏水的危害	6
表 4: 2017 年防水工程及材料市场空间测算 (单位: 亿元)	7
表 5: SBS 改性沥青防水卷材成本对比	8
表 6: SBS 改性沥青防水卷材性能对比	9
表 7: 2014 年至 2017 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单	9
表 8: 防水行业政策梳理	10
表 9: 东方雨虹主要产品介绍	11
表 10: 东方雨虹防水材料技术优势	12
表 11: 东方雨虹防水材料区域产能布局 (防水卷材/万平米, 防水涂料/万吨)	14
表 12: 2016 年防水行业部分企业产能及区域分布	15
表 13: 东方雨虹融资历程及产能扩张	19
表 14: 两期限限制性股票激励对象名单及实际认购情况 (万股)	20
表 15: 两期限限制性股票激励计划摊销情况	20
表 16: 东方雨虹与西卡对比	26
表 17: 公司拟建的其他功能性建材产能和项目	27
表 18: 预拌砂浆相比现场搅拌砂浆的优势	28
表 19: 推进预拌砂浆发展的相关政策	29
表 20: 预拌砂浆和特种砂浆产值测算	30
表 21: 建筑节能材料行业空间测算	31
表 22: 2016、2017 年 500 强地产商保温材料品牌首选率榜单	33
表 23: DAW 未上榜 2017 年 500 强地产商涂料类品牌首选率榜单	35
表 24: 2017 年东方雨虹与伟星新材财务对比	36
表 25: 2017 年公司前五大客户	38
表 26: 东方雨虹细项业务的关键指标预测表	40
表 27: 东方雨虹可比公司估值 (统计截至 2018 年 5 月 4 日收盘)	40

隐蔽工程的“隐形冠军”是如何炼成的

防水大行业造就长赛道

建筑防水材料是一种使建筑物具有防渗透、渗漏和侵蚀的材料，是建筑功能材料的组成部分；具体而言，建筑物的围护结构要防止雨水、雪水和地下水的渗透，要防止空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体的侵蚀，以及建筑物的分隔结构要防止生活用水的渗透。

防水材料主要分为柔性材料和刚性材料，柔性材料防水原理是通过卷材、涂料、密封材料、堵漏灌浆等材料来阻断水路，刚性材料防水原理是所采用的砂浆或混凝土本身具有很好的水密性；其中，柔性防水材料是建筑防水材料的主要产品，在建筑防水工程应用中占主导地位。

表 1：主要防水材料分类及介绍

性质	分类	简介	主要产品
刚性材料	混凝土自防水结构	因混凝土自身密实而具有一定防水能力	普通防水混凝土（调整混凝土配合比）
			外加剂防水混凝土
			新型防水混凝土
	水泥砂浆抹面	依靠砂浆本身的憎水性能和砂浆的密实性来达到防水目的	掺防水剂型 掺塑化膨胀剂型 聚合物型
柔性材料	防水卷材	以沥青或合成高分子材料为基料，通过挤出或压延制成的卷状材料	沥青卷材类
			合成高分子卷材类
			高聚物改性防水卷材
	防水涂料	涂刷在防水基层，溶剂挥发后固结成一定厚度的防水涂层	合成高分子涂料
			聚合物改性沥青涂料
			沥青基涂料
	建筑密封材料	嵌入建筑物缝隙以及由于开裂产生的裂缝，能承受位移且能达到气密、水密的目的的材料	溶剂型
			乳液型
			反应型
	堵漏灌浆材料	利用机械的高压动力将灌浆材料注入混凝土裂缝中，当浆液遇到混凝土裂缝中的水分会迅速分散、固结，填充混凝土所有裂缝，达到止水堵漏的目的	水溶性聚氨酯灌浆液
			改性环氧灌浆液
			油溶性聚氨酯灌浆液

数据来源：熊卫锋《我国建筑防水材料的发展现状》.新材料产业,2013(12):24-28.，周双喜等《刚性防水材料分类及作用机理》桂林理工大学学报,2002, 22(4):493-498.，广发证券发展研究中心

防水材料的重要性不言而喻——建筑漏水和受潮不仅会给人们生活带来不便，更重要的是会缩短建筑物的寿命，一些建筑的漏水和受潮会造成大量的财产损失甚至危及生命；防水材料的作用不仅在于防止建筑受潮和漏水，更在于避免建筑物受潮侵蚀对建筑使用期限的影响。由于其功能的重要，防水材料广泛应用于工业/民用建筑

和公共设施与基础设施建设工程。

表 2: 防水材料产品主要应用领域

品类	应用领域
防水卷材	工业与民用建筑的屋面防水, 工业与民用建筑的地下防水、防潮, 游泳池消防水池的防水, 地铁、隧道、混凝土铺装路面的桥面、污水处理墙、垃圾掩埋场等市政工程的防水, 水渠、水池等水利设施的防水等
防水涂料	屋面防水、外墙防火、卫浴间防水、地下防水等
建筑密封材料	建筑工程的施工缝、变形缝, 包括结构构件与拼装件间的密封、混凝土建筑接缝、门窗玻璃密封、幕墙装配结构密封、加气混凝土大板接缝、金属板缝, 石材、陶瓷、铝材、塑料、木材等接缝, 建筑边缘、管道等部位
建筑堵漏止水材料	大坝、水库、涵闸等防渗和加固, 大堤、渠道、渡槽等防渗堵漏及加固, 核电站等防渗及加固, 地上混凝土建筑加固, 地下建筑物防渗堵漏及加固, 矿山、工厂有毒废渣、废水和城市垃圾场防渗, 矿井堵漏, 石油钻井堵漏, 桥基加固, 机场跑道和停机坪、公路和铁路特殊路段加固及防渗, 江河海港港工建筑物防渗及加固

数据来源: 中国建筑防水杂志社《2007 年度全国防水材料工程应用调查报告》.中国建筑防水, 2008(10):5-17., 蒋硕忠《我国化学灌浆的发展与近期展望》.中国建筑防水, 2005(3):10-12., 广发证券发展研究中心

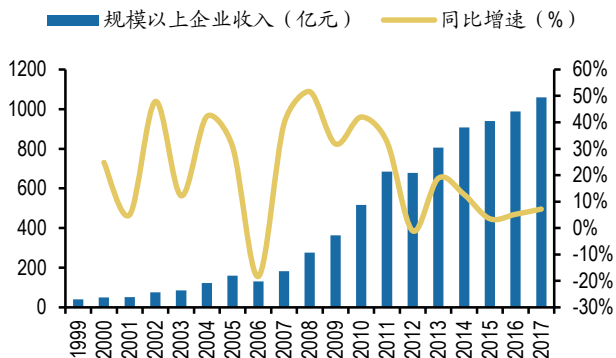
表 3: 不同建筑漏水的危害

场景	危害
住宅	家具、装饰受到破坏, 影响居住质量
化学库	毒气外泄, 爆炸起火
粮库	大量粮食霉变, 造成大量财产损失
厂房	降低产品质量, 提高废品率, 影响公司效益
实验室	昂贵的仪器损坏, 造成大量财产损失
变电间	短路、起火
...	...
博物馆	收藏品损坏, 造成大量财产损失

数据来源: 陈丽呈等《建筑物漏水的危害及预防措施探讨》.江西建材,14(2016):94-94., 广发证券发展研究中心

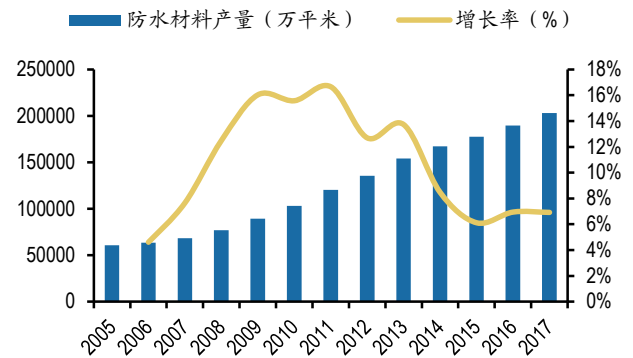
防水材料在建筑工程中的重要地位以及广泛的应用场景使得行业空间大。根据中国建筑防水协会的统计, 2017年主营收2000万以上的企业(约598家企业)主营收之和达1059亿元, 考虑到还有众多中小企业, 中性假设下(规模以上企业和规模以下企业各占一半), 行业空间超过**2000亿元**。

图1: 防水行业规模以上企业营收



数据来源: 中国建筑防水协会, 广发证券发展研究中心

图2: 我国防水材料历年产量



数据来源: 中国建筑防水协会, 广发证券发展研究中心

我们也可以根据经验数据来大致测算防水行业空间, 一般而言防水工程(及材料)占工程总额的1%-2%, 根据2017年基建投资+房地产投资建安部分测算出防水工程及材料市场空间约**1800-3600亿元**。

表 4: 2017 年防水工程及材料市场空间测算 (单位: 亿元)

基建投资完成额	房地产开发投资完成额	房地产投资建安部分	工程总额	防水工程(及材料)占工程总额比例	市场空间
140005	109799	43920	183925	1%-2%	1800-3600

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

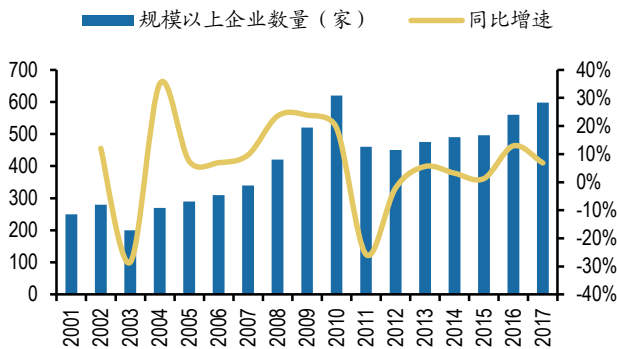
注: 1. 基建投资完成额不含电力、热力、燃气及水生产和供应;

2. 假设房地产投资建安部分=房地产开发投资完成额*40%

防水行业正从“劣币驱逐良币”往“良币驱逐劣币”转变

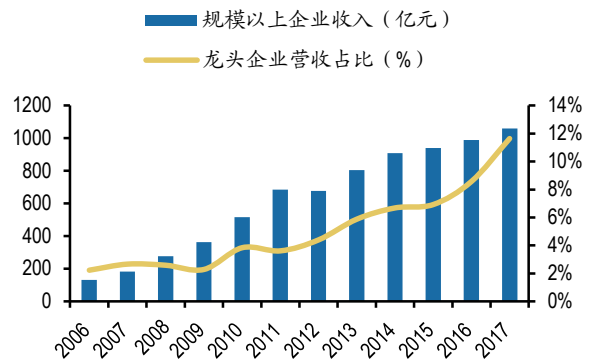
我国防水行业属于典型的“大行业、小企业”的格局。根据中国建筑防水协会统计, 我国现有2000多家防水材料生产企业, 有生产许可证的防水企业约1500家, 规模以上(主营收2000万元)企业约有600家; 无证企业销售收入仍占到整个行业收入的30%以上(2012年的统计数据)。龙头防水企业(东方雨虹+科顺股份)营收在防水行业规模以上企业营收占比仍然很低, 2017年仅为11.6%。

图3: 规模以上企业数量



数据来源: 中国建筑防水协会, 广发证券发展研究中心

图4: 龙头企业营收在规模以上企业营收占比



数据来源: 中国建筑防水协会, wind, 广发证券发展研究中心

注: 图4中2006年至2012年龙头防水企业只包含东方雨虹, 2013年加入科顺股份

造成防水行业市场格局分散的原因有以下几点:

一是行业生产进入门槛低, 固定资产投资额较小, 以东方雨虹为例, 2017年收入达到103亿元, 而固定资产(包含在建工程)只有19亿元。

二是防水产品属于隐蔽工程, 业主不容易发现或要鉴别品质需要较长时间, 同时不规范产品的成本明显低于正规产品, 建筑商或开发商或装修公司基于成本考量, 使得低端和不规范产品盛行, 劣币驱逐良币。以国内常见的SBS改性沥青防水卷材为例, 该产品的制假一般体现在原材料配比方面, 减少高价原材料的比例(如沥青、SBS改性剂), 添加低价原材料(如胶粉、机油), 或者使用低质量原材料(如使用短丝聚酯胎体替代长丝聚酯胎体); 在成本方面, 正规产品与造假产品每平方米成本可以相差30%以上。防水行业不规范产品盛行的具体体现是我国建筑渗漏率居高不下(不规范产品虽然价格低, 但是质量差, 容易渗漏)。

三是市场准入和监管不严, 后文会提及。

表 5: SBS 改性沥青防水卷材成本对比

原材料	单价	正规 SBS 添加比例	材料成本	非正规 SBS 添加比例	材料成本
	(元/千克)	(%)	(元/千克)	(%)	(元/千克)
沥青	4	65%	2.6	50%	2
胶粉	1.5	0	0	15%	0.23
机油	5	0	0	8%	0.4
SBS	15	10%	1.5	3%	0.45
石粉	0.3	25%	0.08	25%	0.08
成本合计	-	-	4.18	-	3.16

数据来源: 俞捷等《剖析 SBS 改性沥青防水卷材中的制假现象》.化学建材, 2009, 25(4):23-24., 广发证券发展研究中心

注: 3mm 卷材每平方米用料 3.5 千克, 长丝聚酯胎 6 元/平方米, 短丝聚酯胎 3.5 元/平方米; 正规 SBS 20.63 元/平方米, 非正规 SBS 14.56 元/平方米, 价差 6.07 元/平方米。

近几年随着消费升级、监管升级，防水行业这种“劣币驱逐良币”现象正在改变，行业走向规范，大企业的优势持续显现，行业集中度将不断提升。

一方面消费升级使得下游从关注成本（价格）转为关注性价比。随着消费升级时代的到来，消费者更看重产品质量和性价比，不规范产品虽然生产成本低，但是质量差，性价比低，以上文分析的SBS造假和正规产品为例，造假产品的老化性能和回弹性能均远低于正规产品对应性能。大企业在品质管控、成本控制方面明显优于小企业，以开发商为例，大开发商对防水这类隐蔽工程质量控制愈发严格，由于无法分辨质量、试错成本过高，具备可靠品质的良好口碑成为大开发商选择的主要考虑因素，大开发商这几年已持续明显倾向于品牌类大防水企业。

表 6: SBS 改性沥青防水卷材性能对比

性能		正规 SBS 改性沥青防水卷材	非正规 SBS 改性沥青防水卷材	执行标准
人工加速老化	拉力保持率（纵向）%	≥80	≤60	GB 18242-2000
	低温柔度/℃	≤-10	≥-3	
改性沥青涂盖料弹性恢复率/%		≥85	≤33	JC/T 90-2002

数据来源：俞捷等《剖析 SBS 改性沥青防水卷材中的制假现象》.化学建材, 2009, 25(4):23-24., 广发证券发展研究中心

表 7: 2014 年至 2017 年中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单

排名	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	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%

数据来源：中国房地产协会，广发证券发展研究中心

另一方面，防水行业监管不断升级。防水行业标准出台较晚，但是近几年不断出台新政，促进淘汰落后产能和行业走向规范。2013年，政府首次设立防水卷材行业准入条件，规定新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于1000万平方米/年，新建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于300万平方米/年；2018年1月1日起，工信部对包括防水卷材在内的10个建材行业所有企业和生产线统一指导和约束。

表 8: 防水行业政策梳理

时间	政策	主要内容
2017 年 11 月	《建材行业规范公告管理办法》	彻底改变原有“单一领域单一公告”的模式，对建材全行业 10 个领域的所有企业和生产线具有统一指导和约束作用。
2016 年 10 月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	规范了用于建设工程的可卷曲成卷状的柔性防水材料的生产许可证实施细则；对重要原材料和关键工序、关键控制点要求更明确。
2014 年 5 月	《住房城乡建设部关于印发 2014 年国家建筑标准编制工作计划的通知》	将《建筑外墙防水构造》标准设计图集列入该编制计划之中；外墙防水工程是一个大系统的防水工程。
2013 年 12 月	《关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材建材产品质量提升的指导意见》	全面加强建筑防水行业质量建设，提升防水卷材产品质量，促进行业持续健康发展提出了一系列指导意见。
2013 年 2 月	《建筑防水卷材行业准入条件》	新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/米，新建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于 300 万平方米/米
2011 年 4 月	《产业结构调整指导目录》	淘汰 500 万平方米/年以下的改性沥青类防水卷材生产线；500 万平方米/年以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线；100 万卷/年以下沥青纸胎油毡生产线。
2011 年 1 月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	提高了行业进入门槛，利好行业优胜劣汰
2010 年 12 月	《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》	将防水行业的焦油型聚氨酯防水涂料、水性聚氨酯焦油防水涂料等均被列入了淘汰范围。同时，年产 500 万平方米以下改性沥青类防水和沥青复合胎柔性防水卷材生产线、年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生和沥青复合胎柔性防水卷材生产线、年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线也在淘汰之列。
2009 年 5 月	《预铺/湿铺防水卷材》等六项防水材料国家标准发布	对防水材料的检验和试验起到进一步规范和指导作用

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

公司构建出“产品（服务）、品牌、渠道”综合体系，全面领先竞争对手

● 产品品类最齐全、研发实力突出，唯一全国布局、供应能力强

公司防水产品体系包含防水卷材、防水涂料、刚性防水材料和密封材料四大类别，共有 150 余细分品种，800 多种规格、型号的产品，基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种，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。同时，除了防水产品以外，逐步布局非织造布、节能保温、砂浆、建筑涂料、硅藻泥等多领域产品，公司正在构筑一站式功能性建材产品体系。

表 9：东方雨虹主要产品介绍

产品	分类	功能特点	适用地
防水卷材	SBS 改性沥青防水卷材	低温性能好，适宜于寒冷地区	屋面和地下工程的防水
	APP 改性沥青防水卷材	高位性能好，适宜于炎热地区	屋面和地下工程的防水
	自粘改性沥青防水卷材	不透水性、低温柔度等特点	建筑的屋面、地下室、隧道、人防等防水工程
	TPO 防水卷材	防水等级高，外观平滑	大型钢结构及钢筋混凝土结构的屋面防水
	特种工程专用卷材	可用于特殊环境	道路桥梁、铁路桥梁、耐盐碱等专项防水工程
	HDPE 自粘胶膜防水卷材	抗拉强度较强，质地柔软	地铁、隧道、水利、池渠等地下防水工程
防水涂料	聚脲防水涂料	优异的防水、防腐、耐磨性	高速铁路、工业与民用建筑，港口等
	聚氨酯防水涂料	综合性能优异	室内防水；地铁、水池、游泳池等工程防水
	丙烯酸酯防水涂料	反光隔热、阻燃性能优异	金属屋面、形状复杂的屋面防水和建筑外墙面
	聚合物水泥防水涂料	涂膜强度高，透气不透水	室内防水；外墙面的防水、防渗和防潮工程
	非固化橡胶沥青防水涂料	喷涂、刮涂施工，一次性成型	基层起伏较大、应力较大的基层等
刚性防水	水泥基渗透结晶型防水涂料	使混凝土基层抗渗性能优	地下室混凝土结构、隧道、污水处理池等
	水泥渗透结晶型防水剂	提高水泥混凝土本身致密性	浇筑与防水一次完成
	双组分聚合物水泥防水砂浆	与基层粘结牢固、抗开裂	刚柔复合防水中的刚性防水层
密封材料	石材用改性硅酮密封胶	优异的耐候性、耐热性和耐寒性	石材幕墙或石材与混凝土、金属等材料间接缝
	建筑窗用改性硅酮密封胶	优异的耐候性、耐热性和耐寒性	门窗与墙体间接缝的非结构性防水密封
	建筑用改性硅酮防霉胶	防霉效果持久、粘接性良好	门窗周边、卫生洁具等有防霉需求的防水密封
非防水产品	砂浆	瓷砖胶和胶粘剂粘接力强；装饰砂浆具备优异的抗开裂性和耐候性；防水砂浆抗渗性良好	瓷砖胶用于水泥砂浆、混凝土、砖墙等基层；装饰砂浆用于建筑外墙；胶粘剂用于 EPS 板、岩棉板等与基层墙体的粘结；防水砂浆用于建筑外墙和地下防水工程
	建筑节能材料	降低建筑能耗，如建筑保温、冷库保温等	建筑外墙、地面及地下室侧墙
	建筑涂料	具有保护、装饰及其他特殊功能（如防腐等）	建筑外墙、内墙和地坪等

数据来源：公司公告，公司官网，广发证券发展研究中心

公司的产品能力不仅仅体现在产品品类多，而且还体现在技术领先：比如，公司在 2009 年自主研发铁路桥涵专用改性沥青防水卷材，填补我国相关技术的空白；公司研制的刮涂聚脲弹性涂料相比传统的喷涂型聚脲施工成本低，遥遥领先竞争对手，广泛用于高铁项目；公司开发的 PMT-TPO 卷材具有可焊接、超长耐候性及优异的低温性能等优势，并通过了多项国际认证，在众多高端领域广泛运用。

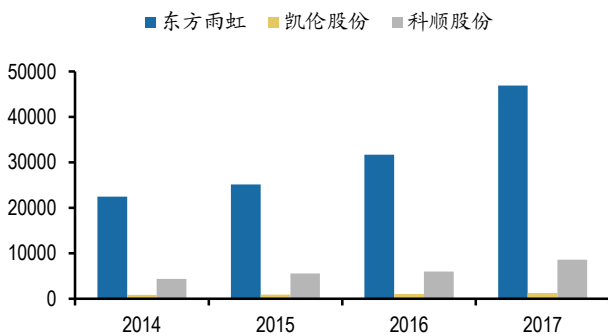
表 10: 东方雨虹防水材料技术优势

产品	技术优势	应用场景
PUA-355 刮涂聚脲弹性涂料	聚脲弹性体技术应用较多的是喷涂型聚脲, 性能优异, 但是施工成本高	主要应用于铁路混凝土桥梁的防护 (如京沪高铁聚脲层的修补、京津高铁聚脲层的修补)
	刮涂聚脲弹性涂料继承了聚脲涂料的优点	
	以传统涂膜方式施工, 降低了原材料成本和施工成本	
铁路桥涵专用 RWB—801 改性沥青防水卷材	与普通的改性沥青防水卷材相比, 具有优异的抗剪切性能和抗疲劳性能	铁路混凝土、桥梁的桥面、涵洞、隧洞以及公路混凝土桥梁
	并且填补了我国高铁采用改性沥青卷材防水层技术的空白	
PMT 热塑性聚烯烃 (TPO) 卷材	相比普通 TPO 防水卷材, PMT-TPO 采用先进的聚合技术	各种工业与民用建筑, 公用建筑等各类屋面防水工程
	卷材可焊接、并具有超长的耐候性及优异的低温性能	
	通过美国 FM 认证、欧盟 CE 认证和俄罗斯 Gost-R 认证	

数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

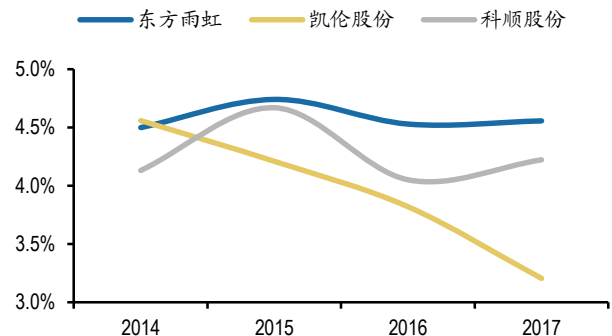
产品实力突出的背后是持续的研发投入。公司产品被消费者认可及引领市场的背后是公司产品研发的高投入, 2017年公司研发投入达4.69亿元, 同比+48%, 占收入比重为4.56%, 研发投入金额远高于同行, 占收入比重在同行中也处于领先水平。同时, 公司设立防水技术研究所、特种功能防水材料国家重点实验室, 并与国外高校合作组建水性涂料海外研发中心。

图5: 防水公司研发费用对比 (万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图6: 防水公司研发费用占营收比重对比



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从产能来看, 东方雨虹是防水行业唯一一家产能布局全国的公司。目前公司已在北京、上海等城市建了19家生产研发物流基地, 覆盖华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南七大区域。截止2017年上半年, 公司防水卷材和防水涂料产能分别达到1.65亿平方米和48万吨。防水企业在全国布局产能优势十分明显, 由于下游大的地产商在全国各地均有开工, 地区性企业无法满足大地产商对防水材料供应链快速响应的要求。

图7：东方雨虹生产研发物流布局图



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 11: 东方雨虹防水材料区域产能布局 (防水卷材/万平米, 防水涂料/万吨)

地点	产品/股权	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上海金山	股权	93.97%	93.97%	93.97%	93.97%	93.97%	93.97%	93.97%	99.69%	99.69%	99.69%
	防水卷材		1000	1000	1000	1000	1000	1000	1000	1600	1600
	防水涂料		1	1	1	1	1	1	5	8	8
北京顺义	股权	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500	1500
	防水涂料	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
湖南岳阳	股权		75.00%	75.00%	100.00%	100.00%	86.36%	86.36%	86.36%	86.36%	86.36%
	防水卷材			500	500	500	1500	1500	1500	1500	5000
	防水涂料			1	1	1	1	1	1	3	5
辽宁锦州	股权			100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材						1000	1000	1000	1000	2000
	防水涂料				4	4	4	4	4	4	4
广东惠州	股权			100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材						1000	1000	1000	1000	2200
	防水涂料						2	2	2	2	4
江苏徐州	股权				100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材				2000	2000	2000	3000	3000	3000	3060
	防水涂料				1	1	1	9	9	9	10
云南昆明	股权				100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材								1000	1000	2000
	防水涂料									2	2
河北唐山	股权						100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材								650	4000	4000
	防水涂料									4	6
陕西咸阳	股权						100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材									2000	2000
	防水涂料										4
安徽芜湖	股权							100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	防水卷材										4800
	防水涂料										4
合计	防水卷材	1500	2500	3000	5000	5000	8000	9000	10650	16600	23360
	防水涂料	1.5	2.5	3.5	8.5	8.5	10.5	18.5	22.5	33.5	48.5

数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

注: 1.2017 年产能数据来自公司官网, 之前的数据均根据公司公告披露信息所整理;

表 12: 2016 年防水行业部分企业产能及区域分布

公司	成立时间	营业收入	区域布局	防水材料产能
东方雨虹	1998	主营业务收入 70 亿元， 净利润 10.26 亿元	北京、上海、湖南、广东、四川、辽宁、云南、江苏、山东等 19 个生产物流基地	防水卷材 1.65 亿平米，防水涂料 48 万吨
潍坊宏源	1996	销售收入 17.5 亿元	全国拥有 5 个生产基地。主要区域山东、吉林、四川、江苏	防水卷材 1.5 亿平米，防水涂料 8 万吨
科顺防水	1996	主营业务收入 14.73 亿元， 净利润 2.64 亿元	广东、北京、江苏、重庆、山东	防水卷材 1 亿平米，防水涂料 8 万吨
深圳卓宝	1999	销售收入约 12.5 亿元	全有 8 个生产基地和分公司。深圳、北京、苏州、湖北、四川	防水卷材 1.23 亿平米，防水涂料 3.8 万吨
建国伟业	1989	销售收入约 11.5 亿元	河南新乡、安徽庐江和北京房山等三个基地，重庆基地在建，湖北基地筹建中。	防水卷材（片材）年产能 1.2 亿平方米，防水涂料产能 6 万吨。
盘锦禹王	1985	销售收入约 9 亿元	辽宁、湖北、安徽、四川、广东、西北六个防水材料生产基地及禹王化纤原材料生产基地	防水卷材 1.2 亿平米
德生防水	2000	主营业务收入 5.06 亿元， 净利润 5607 万元	唐山、天津、石家庄、新疆	防水卷材 1 亿平米，防水涂料 5 万吨
凯伦建材	2011	主营业务 2.69 亿元， 净利润 4023 万元	江苏、浙江、唐山	防水卷材 0.4 亿平米，防水涂料 6.3 万吨

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

● 施工服务是“独门杀手锏”

施工是防水工程中的关键环节。建筑的防水性能主要取决于防水材料质量和施工质量。因防水材料不过关导致的建筑渗漏占比较高，可以说建筑防水工程的质量“三分看材料，七分看施工”。

公司以承接防水工程施工起家，成立以来承担了大量的国家重点建设项目，具有施工服务的基因。在规模变大后，公司努力构建“标准化”施工（标准化意味着可复制性强），包括管理/流程/工艺标准化、施工机械自动化/便捷化/现代化、培训专业化；公司目前具备一级施工资质，40 多名高级技术职称施工设计人员，300 多名经验丰富施工管理人员，3000 多人的专业施工队伍；公司自主研发了 200 米超长卷材施工车、60 米以内卷材施工车；电动高压无气涂料喷涂机、涂料喷枪；自动爬行焊机、无穿孔焊接机、手持式焊接机等一系列机械化施工设备，设备多为行业首创；公司在多地建立生产工人培训学校，包括北京、上海、岳阳、徐州新沂、惠州、广东、锦州、昆明等分校，以及江苏卧牛山公司施工技能培训学校、华东技工培训学校，同时还建立了网络平台，提供更加及时有效服务。

除了通过线下的培训学校来服务施工工人，公司通过线上微信公众号“虹哥汇”建立施工工长沟通互动平台，及时收取问题反馈，推送产品信息和施工标准化知识，传授正确的施工技术方法等服务措施，推行“雨虹标准”，增加工长对公司的黏性。

公司通过标准化、高效化施工服务构成起高性价比、差异化的产品“护城河”（施工服务是产品的一部分）。

图8: 东方雨虹新标准化施工体系



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图9: 东方雨虹微信公众号“虹哥汇”



数据来源: 虹哥汇微信公众号, 广发证券发展研究中心

● “不做非标”的品牌美誉度深入人心

在不规范盛行的防水材料市场，东方雨虹从诞生之初便坚守产品质量关，坚守不做非标产品作为底线，通过实施可追溯质量体系对严控生产的每一道环节。同时公司承担了大量国家重点建设项目和标志性工程，为其产品质量和公司品牌背书。公司曾说过：“从来没有将来也绝不生产一平米非标产品，我们做到了，并且坚守了20年。”中国社科院发布的《中国上市公司蓝皮书: 中国上市公司发展报(2014~2015)》中，东方雨虹是唯一一家综合评价分超过80分的企业；东方雨虹凭借质量水平和卓越绩效管理获得十七届“全国质量奖”；东方雨虹连续六年在中国500强房地产开发商首选防水材料品牌榜单中名列榜首，且品牌首选率逐年增加。

不做非标的“清白”历史和重点项目标志性工程背书为公司赢得了品牌美誉度，在行业逐渐规范、消费更加理性的背景下，使得公司具备很强的品牌优势。

图10: 东方雨虹部分工程案例



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

● 直销、工程渠道、零售渠道三位一体，重点服务、全面覆盖

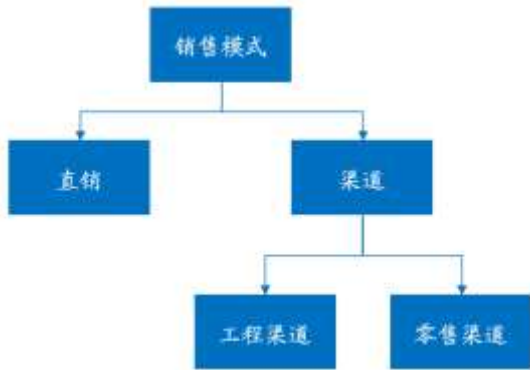
公司针对防水市场特点，根据采购群体的不同特点，建立直销和渠道（工程渠道和零售渠道）相结合的多层次营销网络。

直销模式（B2B）是公司通过职能部门和子公司直接面向终端大客户，主要针对重点区域、重点客户、重点项目、重点战略；一方面在北京、上海、广州、深圳、天津、成都、昆明等重点区域市场设立直销子公司，另一方面在高铁、城市轨道交通剂等重点项目以及大型房地产公司、企业集团等重点客户成立专门的事业部；集中公司优势、重点服务（提供产品+施工服务），直销营收在几种销售方式中占比最高（约60%）。

渠道模式是公司通过经销商或代理商等渠道进行销售；针对全国核心城市市场以外的工程市场，建立工程代理商网络，由总部的工程渠道事业部负责管理；针对大众消费者家庭装修市场，建立家装公司、建材超市、经销商的复合营销网络，由民用建材子公司负责管理，同时通过“虹哥汇”构筑的优势由DAW逐步建立公司-工长-消费者的B2C直销模式。公司从2006年开始加大渠道网络建设力度，截至2017年9月，工程渠道经销商及零售渠道经销商合计已有2000多家，其中民用建材渠道全国网点超过20000家，虹哥汇汇聚了150多万工长，服务网络遍布全国。

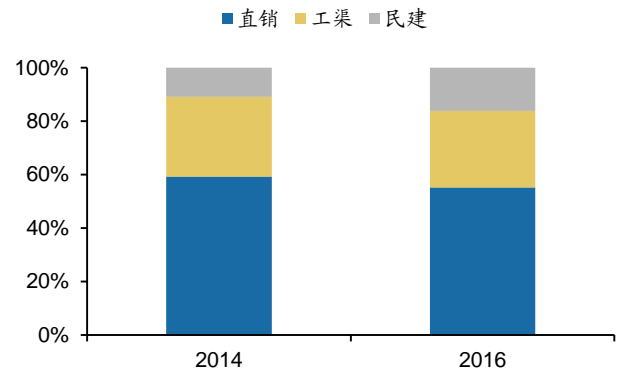
公司通过直销和渠道相结合的模式，做到重点服务、全面覆盖。

图11: 东方雨虹销售模式



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图12: 东方雨虹直销、工渠、民建(零售)比例



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

背后的基石: 优秀的企业家和优良的机制

● 优秀的企业家

优秀的企业背后必然要有优秀的企业家, 对于东方雨虹的缔造者, 李卫国先生无疑对公司起着决定性的作用, 从大的层面来看, 其优秀之处主要体现在三个方面: 前瞻的战略眼光、敏锐的资本运作以及构筑了优秀的企业文化。

前瞻的战略眼光主要体现在三个方面:

一是从企业成立开始就坚持“不做非标”, 在行业内树立了很好的品牌美誉度, 李卫国先生说“决不生产一平米非标产品”。

二是很早就确立“产品加服务”体系, 目前已成为公司领先于竞争对手的核心竞争力, 李卫国先生说“产品加服务才有东方雨虹的放水, 要将放水当做一个系统工程来做。对于整个放水工程而言, 防水材料只是一个半成品, 还要通过缜密的设计与专业的施工配合才能成为一个产品”。

三是审时度势, 精准把握行业大趋势, 建立“大基建+大地产商+零售体系”, 2004-2010年, 公司凭借过硬的产品加施工能力, 不断斩获重点工程项目, 树立公司在业内领先地位, 其间2008年IPO上市和“四万亿”给公司发展提供了加速度; 2008-现在, 2008年开始重点开拓地产客户(集采), 2009年与万科签订全国合作协议, 后面迅速往其他大开发商复制, 驱动公司业绩持续增长同时也确定了公司在行业内的绝对龙头地位; 2014年-现在, 2014年设立民用建材分公司(2015年成立为子公司), 大力拓展零售网络, 布局未来地产后市场(二次装修、翻新维修)。

敏锐的资本运作主要体现在, 公司2008年率先IPO上市, 成为A股上市第一家防水企业, 并且在2008年至2016年间是唯一一家A股上市防水企业, 上市带来的品牌效应和资金支持助力公司发展; IPO之后, 公司保持合理的再融资节奏, 分别于2011、2014、2017年进行再融资, 有效保障了公司成长。

表 13: 东方雨虹融资历程及产能扩张

时间	融资概况	产能扩张
2008/9/10	首次公开发行 1320 万股普通股，募集资金净额 2.10 亿元	上海东方雨虹年产 1000 万平方米防水卷材及 1 万吨防水涂料项目
		徐州年产 1,000 万平方米防水卷材项目
		年产 500 万平方米高分子防水卷材及年产 1 万吨防水涂料项目
2011/1/24	非公开发行 1348 万股，募集资金净额 4.51 亿元	锦州经济技术开发区年产 1,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目
		惠州市大亚湾工业开发区年产 1,000 万平方米防水卷材及 2 万吨防水涂料项目
		昆明一条年产 1,000 万平方米防水卷材生产线 岳阳一条年产 1,000 万平方米改性沥青卷材生产线
2014/8/18	非公开发行 5627 万股，募集资金净额 12.51 亿元	唐山年产 4,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目
		咸阳年产 2,000 万平方米防水卷材及 4 万吨防水涂料项目
		徐州年产 9 万吨防水涂料项目
		锦州年产 2,000 万平方米防水卷材项目 德州年产 1 万吨非织造布项目
2017/9/21	公开发行可转债，募集资金净额 18.25 亿元	徐州卧牛山年产 2,040 万平方米防水卷材项目
		唐山年产 10 万吨聚氨酯防水涂料项目
		芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期）
		杭州东方雨虹生产研发基地建设项目（一期）
		青岛东方雨虹生产研发基地建设项目（一期） 滁州年产十万吨非织造布项目（一期）

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

构筑优秀的企业文化，体现为员工乃和合作伙伴对公司高度认可；企业做大靠资本，做强靠品牌，做久靠文化；李卫国先生构筑打造共创共赢的“合伙人文化”，扩大相关方形成利益共同体，大力推行“平台+创客”的经营模式，给与员工和代理商以展示自己的平台，并提供一切资源助力创客的发展；李卫国先生说“对员工，我就一个原则，我把你们当成手心里的宝，你们帮我把企业照顾好”。为了明确公司的价值体系和文化体系，公司出台《东方雨虹基本法》，这不仅是员工所认可的基本原则，也是公司对社会、顾客、员工、股东、供方和合作伙伴等相关方的基本承诺。

● 优良的机制

“合伙人文化”背后有“合伙人机制”的支撑。

一方面通过股权激励机制激发内部员工。东方雨虹在2013年和2016年分别推出两次股权激励计划，共计1500余名公司员工（包括大部分的中高层管理人员、技术人员）得到广谱式激励。2013年至2017年，公司股权激励实际摊销费用累计4.08亿元。

表 14: 两期限制性股票激励对象名单及实际认购情况 (万股)

一期限制性股票激励 (首次授予+预留部分)				二期限制性股票激励 (首次授予+预留部分)			
序号	姓名	职务	实际认购股份数	序号	姓名	职务	实际认购股票数量
1	向锦明	董事	48.8	1	刘斌	董事、总裁	80
2	何绍军	董事	25	2	张颖	董事、常务副总裁	70
3	刘斌	董事、总经理	30	3	张洪涛	董事、副总裁	60
4	张颖	董事、财务总监、副总经理	30	4	杨浩成	董事	60
5	文敬芳	副总经理	25	5	张志萍	董事、副总裁	70
6	张洪涛	副总经理、兼董事会秘书	20	6	王文萍	副总裁	50
7	王新	总工程师	20	7	王新	总工程师	30
8	王文萍	副总经理	20	8	徐玮	财务总监	30
9	蒋凌宏	市场总监	20	9	张蓓	董事会秘书	20
中层管理人员、核心业务 (技术) 人员			1462.6	10	雷莉	副总裁	15
合计			1701.4	中层管理人员、核心业务 (技术) 人员			5913
合计			1701.4	合计			6398

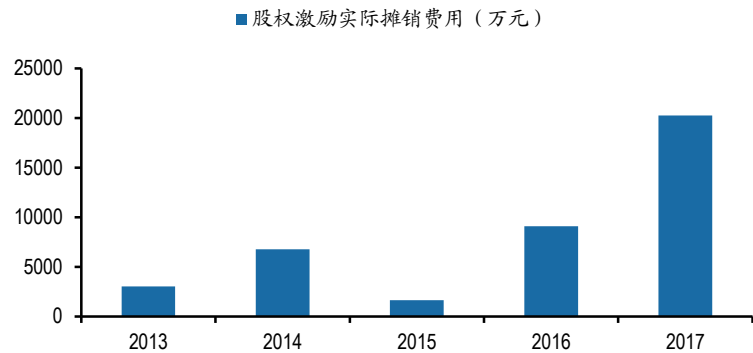
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 15: 两期限制性股票激励计划摊销情况

		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
一期	首次 (万元)	2,836	6,445	1,729	450	169				
	预留 (万元)		127	178	34	2				
	合计 (万元)	2,836	6,573	1,906	484	171				
二期	首次 (万元)				8,532	20,090	7,094	2,287	402	
	预留 (万元)					232	359	134	46	10
	合计 (万元)				8,532	20,322	7,453	2,421	449	10
总计	股权激励费用 (万元)	2,836	6,573	1,906	9,016	20,493	7,453	2,421	449	10
	营收 (亿元)	39	50	53	70	102	-	-	-	-
	股权激励费用占比 (%)	0.73%	1.31%	0.36%	1.29%	2.01%	-	-	-	-

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

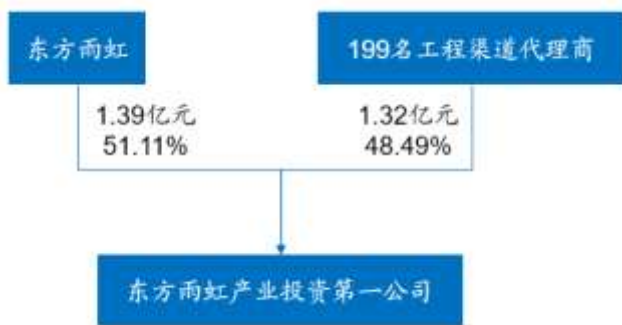
图12: 公司历年股权激励摊销费用



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

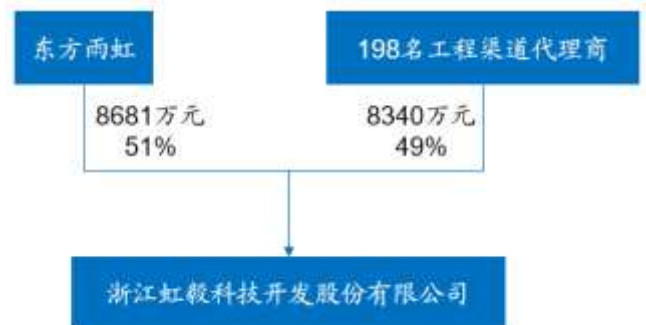
另一方面通过合伙人制度激发代理商或经销商等合作伙伴。公司在2016年和2017年分别与199名、198名工程渠道代理商合伙成立东方雨虹产业投资第一股份有限公司和虹毅科技公司, 通过股权纽带关系将代理商的利益与自己绑定, 形成共享利益的“合伙人机制”, 既提升代理商对公司的黏性与归属感, 控制、降低代理商的流失风险, 又从根本上激发代理商的能动性, 推动公司规模与效益的提升, 实现公司与代理商的双赢。

图13: 2016年公司与工程渠道代理商成立子公司



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

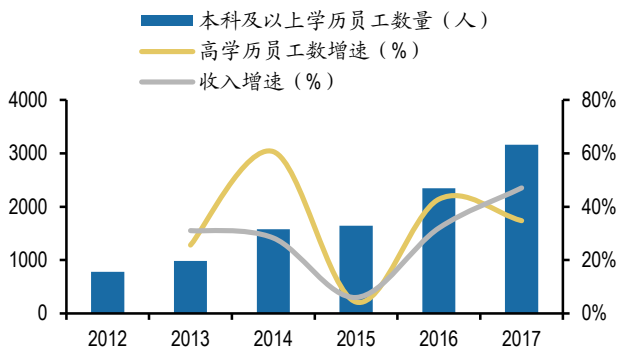
图14: 2017年公司与工程渠道代理商设立虹毅科技



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

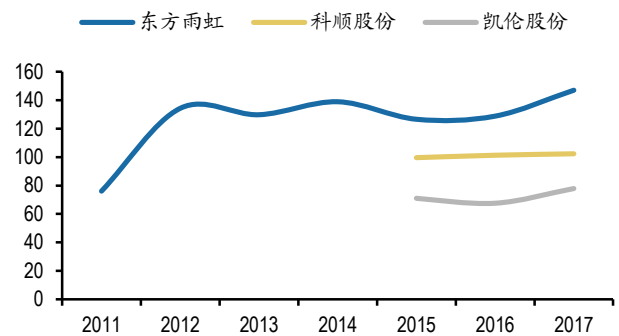
在优秀的企业家、优良企业文化和内部机制共同作用下, 公司不仅吸引了大批优秀人才加盟, 而且人尽其才, 高效运营。2012年公司本硕学历的员工只有781人, 截至2017年, 本硕员工人数已经达到3161人。与同行对比, 2017年东方雨虹本科学历及以上员工比例(45%)远高于科顺股份(30%)和凯伦股份(28%)。从人均产值来看, 东方雨虹2017年人均产值高达147万元, 远高于同行业其他企业的人均产值。

图13: 高学历员工数量不断增加



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图14: 东方雨虹人均产值高于同行 (万元)



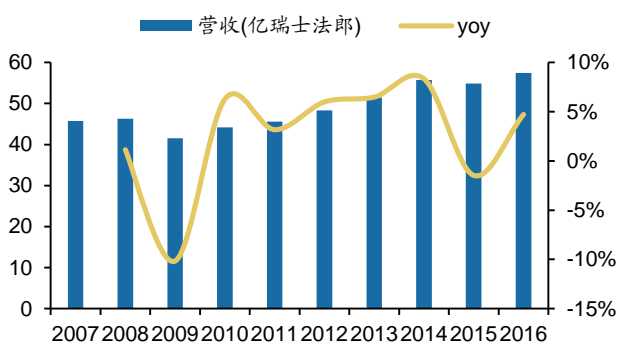
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

功能性建材巨头雏形已现, 未来依旧灿烂

国际同行西卡公司的启示

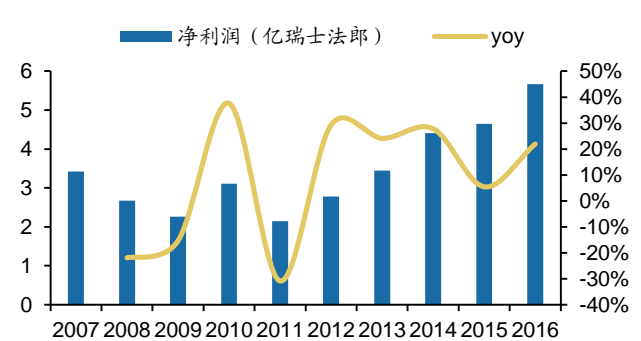
巨头西卡公司于1910年创立于瑞士, 是以防水起家的百年跨国巨头, 公司以防水业务为基础不断地进行产品品类扩张和业务领域拓展, 目前已经发展成为聚焦建材、化工两大领域的世界领先化工建材供应商。公司的营业收入和净利润长期保持增长, 2016年营业收入57.48亿瑞士法郎 (约合人民币389亿), 1988年到2016年 (最近30年) CAGR为7.4%; 净利润5.7亿瑞士法郎 (约合38亿), 1988年到2016年 (最近30年) CAGR为10.7%。出色的业绩带来了公司资本市场优异的表现, 公司目前市值约为200亿瑞士法郎 (约合人民币1340亿元)。

图15: 2016年营收57.48亿瑞士法郎



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图16: 2016净利润5.67亿瑞士法郎



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从西卡公司发展历程我们可以隐约看到东方雨虹的影子。回看历史, 我们认为西卡的成长之道可以从三个维度进行考量: 1) 产品多样性布局; 2) 全球化的扩张; 3) 持续的兼并收购。

● 产品多元化、多赛道共成长

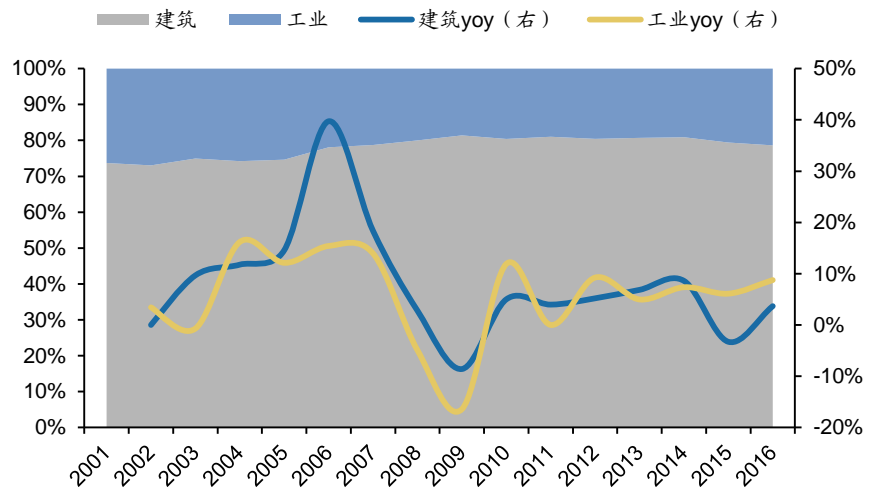
公司成长之路，从产品端来看，其产品多元化、品类多样性的发展体现为两个方面：一方面以防水业务为主业，向防水相关领域比如胶粘剂、混凝土外加剂等布局，接着再沿整个建材产业链进行延伸，布局涂料、砂浆等业务领域。另一方面在开拓新产品的同时不断拓展产品的应用领域，以粘接剂为例，起初主要运用于建筑领域，瓷砖粘接、玻璃粘接等，而后将粘接剂向工业领域拓展，比如用于汽车玻璃。2016年，公司业务收入中建筑领域占比78.62%，工业领域占比21.38%。多领域拓展使得使得公司的增长空间被打开，同时受周期性波动的影响更小。

图17: 西卡丰富的产品条线



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图18: 两大领域营收构成



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

● 从欧洲到全球，不断掘金市场蓝海

公司起源于瑞士，然后向整个欧洲拓展，随着欧洲市场渗透率的不断上升，公司开始布局北美、日本等发达国家市场，随着发达国家市场逐渐成熟，业务增速趋缓，公司看准了市场需求不断上升的新兴市场，积极布局亚太、非洲、南美、拉美等地区，公司的全球化布局持续进行，目前已经在世界100个国家建立了200个工厂。进入新

千年,随着新兴国家的快速发展,公司的在新兴国家的收入也快速增长;2004至2015的11年间,公司在新兴地区代表的亚太地区收入年均复合增长率达12.3%,总量已经超越北美地区;在以欧洲为主的欧洲、中东及非洲地区的收入占比由于欧洲市场的成熟及公司战略中心的转移占比由69.57%降到49.23%。

图19: 西卡发展历程



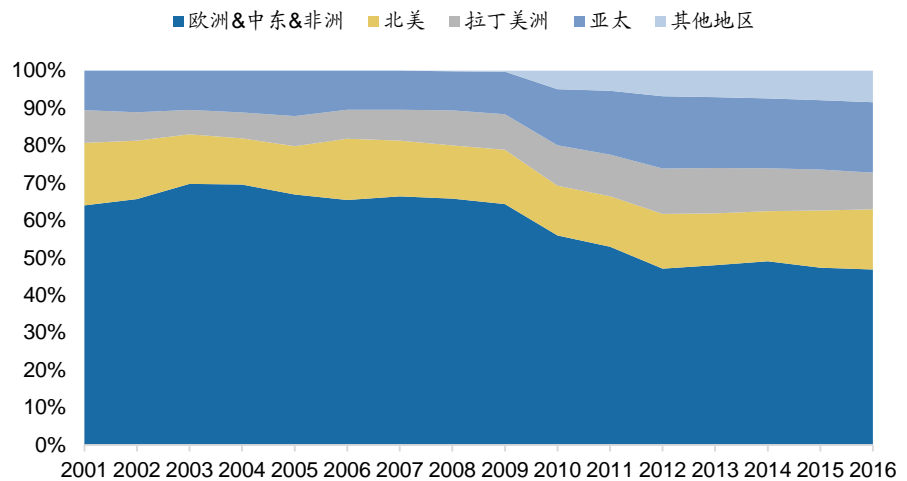
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图20: 2016年底西卡的全球布局



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图21: 西卡营收地区占比

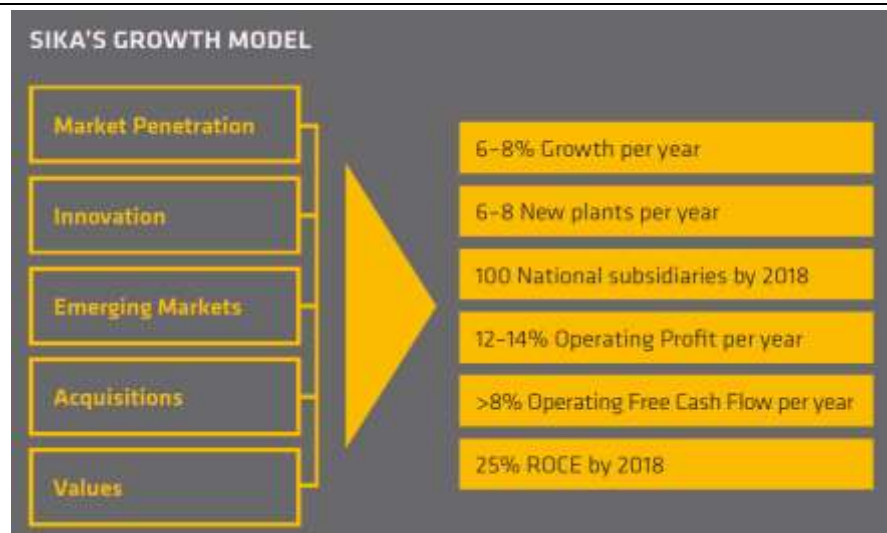


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

● 全球化之路也是兼并收购之路

公司的营收不断增长的另一个原因是持续性的兼并收购, 公司的兼并收购既有横向也有纵向, 兼顾产品的多元化以及全球化的扩张。外延式的并购对于公司有两大作用: 一方面收购可以有助于公司快速进入目标区域市场, 另一方面是丰富了公司的产品体系, 利用收购企业的相关技术, 能够很快将产品市场化全球化, 充分挖掘产品的市场潜力。

图22: 西卡的成长模型

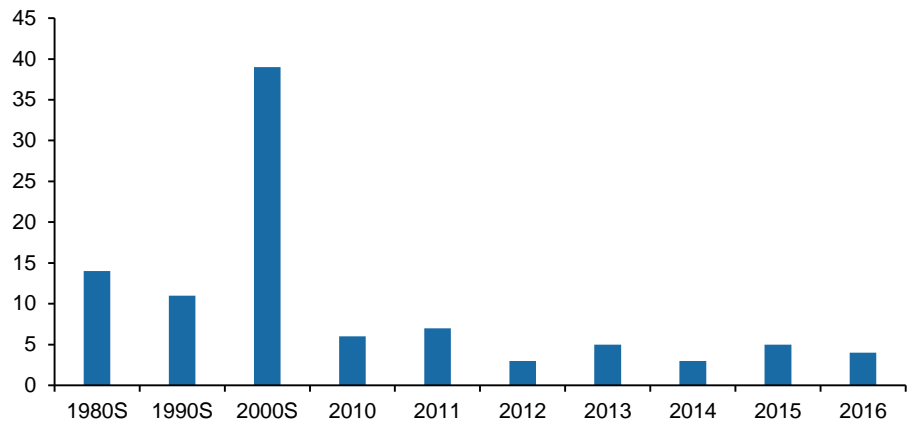


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

按照西卡的成长模型, 公司目标是1/3的成长来自于外延式的并购, 2/3的成长来自于公司内生性的成长。截至2016年底, 公司一共进行了97次兼并收购, 2000年之后的收购步伐明显加快, 其中的72次收购发生在2000年之后。全球范围内的大举收购使得公司能够快速进入目标市场, 促进营收的快速增长, 全球化与收购兼并相辅相成,

共同构成公司成功的关键驱动力。

图23: 公司历年的收购情况 (次)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

雨虹路径, 两个维度夯实未来发展基石

对比西卡公司的发展历程, 我们发现东方雨虹的发展壮大与西卡颇有几分相似之处。东方雨虹的产品品类的拓展、异地扩展(不同于瑞士的小市场, 中国的市场规模大, 东方雨虹更多是异地扩张)、收购兼并(西卡基于快速进入不同国家更多采取并购, 东方雨虹并购和新设企业并存)等战略都与西卡的发展战略有异曲同工之妙。

表 16: 东方雨虹与西卡对比

	西卡	东方雨虹
品类拓展	由最初的防水材料新增了混凝土外加剂、弹性聚氨酯粘胶剂等多类领域产品, 至今发展成为业务涵盖混凝土、防水材料、屋面材料、地坪材料、密封连接、修补、工业等 7 大领域	主业为防水材料(建筑防水材料共有 150 余细分品种, 800 多种规格、型号的产品), 已向保温材料、砂浆、硅藻泥、界面剂、填缝剂、瓷砖胶等多个新品类进行开拓
并购	2000 年以来并购 72 家, 获得并购公司的渠道与产线	2010 年收购昆明风行(进入西南防水市场)、2011 年收购江苏卧牛山(进入保温市场)、2015 年并购长沙洛迪环保科技有限公司(进入硅藻泥市场)、2016 年收购 DAW ASIA 公司 90% 股权(进入建筑涂料市场)、2017 年收购广州孚达(进入内保温市场)
全球化(异地扩展)	起源于瑞士, 前在全世界 100 个国家设立分支机构, 全球有两百个工厂	以北京为根据地, 向全国进行扩张, 并进行全球布局, 全国有 19 个生产物流基地

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

站在目前时点往后看，除了继续做大防水，提升市场占有率以外，公司从两个纬度打造新的增长极：

● **从防水到多品类协同扩张，打造多增长极**

公司近年来一系列收购、设立公司以及产能布局表明公司正在加速扩张其他品类，主要是建筑功能砂浆、功能建筑涂料以及建筑节能材料三大类功能性建材。公司成立华砂公司开始进入砂浆市场，而在2017年底确定投资或签订投资意向的特种砂浆产能远超过去所有的砂浆产能；公司收购DAW ASIA公司90%股权切入建筑涂料市场，并在岳阳、新沂等地大力投资建厂；2017年收购广州孚达，同时在濮阳和荆门投资建厂，加码建筑节能材料业务。

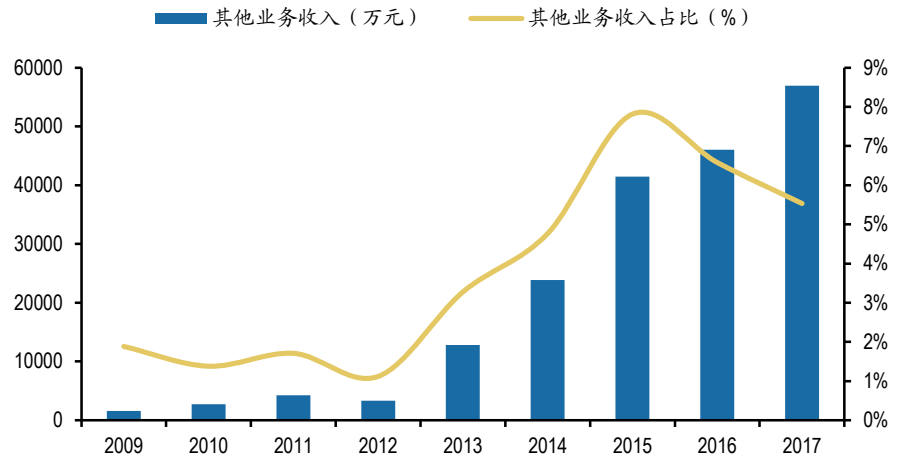
表 17: 公司拟建的其他功能性建材产能和项目

	名称	投资额	产能	对应产品
砂浆	江西庐山华砂砂浆有限责任公司	12 亿	年产 100 万吨特种砂浆	特种砂浆
	庐山“砂文化主题产业园区”	50 亿	年产 500 万吨特种砂浆	特种砂浆
	湖北东方雨虹	12 亿	20 万吨砂浆	防水、砂浆、保温等
	岳阳云溪基地扩建项目	6 亿		装饰砂浆
	华砂特种砂浆生产项目	4 亿	年产 60 万吨特种砂浆	特种砂浆
	广西来宾生产基地	15 亿元		特种砂浆
	海安项目	17 亿		节能保温材料，特种砂浆
功能建筑涂料	湖南岳阳基地	20 亿		DAW 特种涂料
	新沂 DAW 特种涂料生产基地	18 亿		DAW 特种涂料
	特种涂料生产项目	15 亿		特种涂料
	德爱威云（中国）建材管理有限公司	0.8 亿		水性涂料
建筑节能材料	濮阳项目	15 亿		防水、保温材料
	南昌东方雨虹	0.5 亿		防水、保温材料、成套设备
	荆门东方雨虹	0.5 亿		防水、保温材料
	湖北东方雨虹	12 亿	5 万方保温材料	防水、砂浆、保温等
	上海焯和新材料科技有限公司	0.65 亿		节能保温材料
	海安项目	17 亿		节能保温材料，特种砂浆

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司产品多元化的战略由来已久，相关产品的营收占比近年来逐渐增加，其他业务收入占比（公司将除防水材料、工程业务收入以外的收入计入其他业务收入）由2012年的1.12%攀升至2017年的5.53%，增长显著。公司加速布局其他功能性建材主要是因为防水材料品牌外溢效应开始显现，借助防水主业构筑的生产网络、渠道资源和品牌优势，公司对建材产业链进行延伸布局。未来随着多元产品产能逐渐落地，渠道和品牌的内部协同效应发力，其他功能性建材收入将步入更快增长态势。

图24：其他业务收入及其营收占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司加速扩张的建筑功能砂浆、建筑节能材料以及功能建筑涂料三大类功能性建材均具有广阔的市场空间，接下来我们将逐一分析。

砂浆是由胶凝材料、细集料和水配制而成的材料，在建筑工程中以薄层状态起粘结、防护、衬垫和装饰等作用，用途广泛。目前我国大部分砂浆通过现场搅拌制备，这种方法存在材料强度低、污染严重等问题。相比于现场搅拌砂浆，预拌砂浆由于其工业化生产及较为封闭的生产条件等特点而具有施工效率高、材料性能优异、环保等优势。

表 18：预拌砂浆相比现场搅拌砂浆的优势

	现场搅拌砂浆	预拌砂浆
物理性能	操作工人用人力筛分，铁铲或小车计量，原材料配合比不精确，物理性能差	由专业的生产厂商按照科学合理的原材料配合比，采用自动化生产线生产，砂浆原材料配合比准确，物理性能优异
施工工效	施工强度大，效率低，生产条件恶劣，对劳动者的健康造成极大危害	施工现场劳动强度低，效率高
环保	现场的水泥、黄砂等粉粒状物料在运输及施工现场会产生粉尘污染，在雨季还可能有水泥、黄砂等材料变成泥砂土，流入城市管道而造成堵塞	生产过程在接近封闭的条件下进行生产，用专用运输车辆运至现场，在施工现场没有搅拌机的噪音、不会被雨水冲入下水道造成堵塞，对环境没有污染

数据来源：沙克《浅谈预拌砂浆的发展》.散装水泥, 2011(1):49-50., 广发证券发展研究中心

欧洲国家早在上世纪五十年代便已经开始大量使用预拌砂浆，而我国发展较晚。为了推进预拌砂浆的发展，国家建材局于1999年发布《新型建材制品导向目录》，将预拌砂浆作为重点发展和鼓励项目之一；2007年6月6日，国家商务部、公安部、建设部、交通部、质检总局和环保总局联合发布《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》，此后政府不断发布相关政策以推进预拌砂浆的发展。

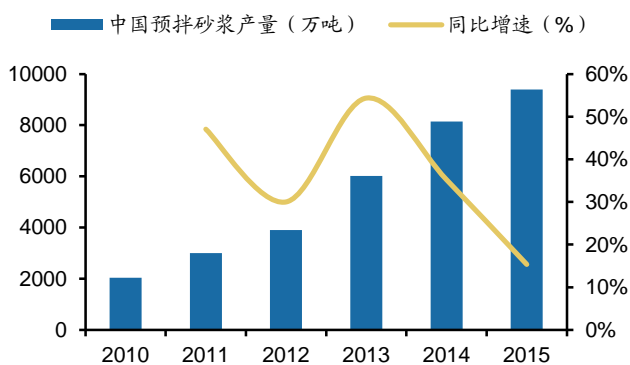
表 19: 推进预拌砂浆发展的相关政策

时间	地区	政策	内容
2007年6月	商务部、建设部、公安部等六部委	《关于在部分城市禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	要求全国127个城市从2007年9月1日至2009年7月1日分三批启动禁止现场搅拌砂浆工作
2009年11月	商务部、住房和城乡建设部	《关于进一步做好城市禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	各级散装水泥和住房城乡建设主管部门、各级散装水泥办公室要加强与工业、交通、环保、质检等有关部门的沟通协调,充分发挥各有关部门的职能优势,形成合力,共同推进“禁现”工作
2010年5月	环保部等	《推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量指导意见的通知》	强化施工工地环境管理,禁止使用袋装水泥和现场搅拌混凝土、砂浆
2011年9月	商务部	《关于“十二五”期间加快散装水泥发展的指导意见》	到“十二五”结束的2015年预拌砂浆使用量达到7091万吨
2011年11月	国务院	《“十二五”控制温室气体排放工作方案的通知》	鼓励使用散装水泥、预拌混凝土和预拌砂浆
2012年6月	国务院	《“十二五”节能环保产业发展的规划的通知》	明确要求重点发展预拌混凝土和预拌砂浆
2013年1月	住房和城乡建设部	《绿色建筑行动方案的通知》	大力发展预拌混凝土、预拌砂浆
2016年9月	商务部	《关于“十三五”期间加快散装水泥绿色产业发展的指导意见》	到2020年预拌砂浆使用量达到1亿吨,加快建成以散装水泥应用为核心的预拌混凝土、预拌砂浆、水泥预制构件一体化的绿色产业体系

数据来源: 政府官网, 广发证券发展研究中心

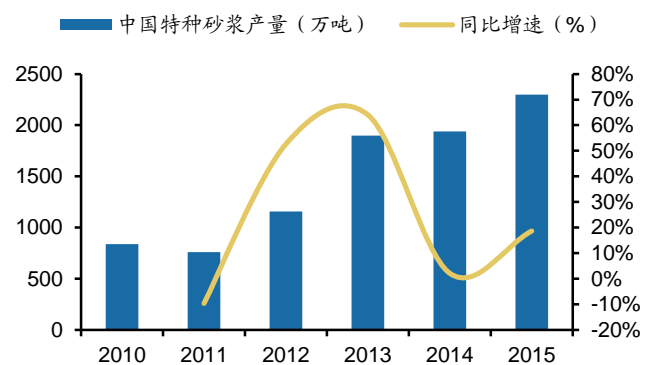
预拌砂浆主要分为普通砂浆(砌筑砂浆、抹面砂浆等)和特种砂浆(保温、装饰、防水等)。根据中国建筑材料联合会预拌砂浆分会的数据,2015年我国预拌砂浆产量(规模以上)为9390万吨,以平均价格846元/吨估算(测算过程见下表),对应年产值约800亿元,考虑到替代性需求和众多小企业的存在,预拌砂浆至少是千亿级市场。

图25: 中国预拌砂浆产量



数据来源: 中国建筑材料联合会, 广发证券发展研究中心

图26: 中国特种砂浆产量



数据来源: 中国建筑材料联合会, 广发证券发展研究中心

表20: 预拌砂浆和特种砂浆产值测算

	砌筑砂浆	抹面砂浆	普通砂浆	防水砂浆	耐热砂浆	保温砂浆	特种砂浆	预拌砂浆
价格(元/吨)	550	750	650	1,500	1,350	1,500	1,450	846
2015年产量(万吨)	-	-	7,091	-	-	-	2,299	9,390
2015年产值(亿元)	-	-	461	-	-	-	333	794

数据来源: 阿里巴巴采购批发平台, 中国建筑材料联合会预拌砂浆分会, 广发证券发展研究中心

注: 1. 普通砂浆价格取砌筑砂浆和抹面砂浆价格平均值; 特种砂浆价格取防水砂浆、耐热砂浆和保温砂浆价格平均值;
2. 预拌砂浆价格根据2015年普通砂浆和特种砂浆产量占比计算加权平均价格(普通砂浆产量=预拌砂浆产量-特种砂浆产量)

东方雨虹在民建分公司阶段就在逐步建立砂浆产品和销售体系, 2015年成立从事砂浆生产的全资子公司华砂公司, 主要工程产品为铺贴系统(瓷砖胶)、彩色装饰砂浆、外保温系统用胶粘剂和抹面胶浆以及防水砂浆。东方雨虹进军砂浆业务主要有两方面优势: 一是东方雨虹主营业务防水产品的品牌溢出效应和销售渠道系统; 二是东方雨虹覆盖全国的生产物流系统可以实现砂浆产品在有效运输半径内的全国范围覆盖(砂浆属于“短腿”产品), 真正发挥预拌砂浆的高效施工的高性价比优势; 目前华砂公司已在北京、徐州、岳阳、惠州设立了生产及物流基地, 未来进一步布局上海、锦州、唐山、昆明、咸阳等基地。

图27: 华砂公司现有物流网络分布

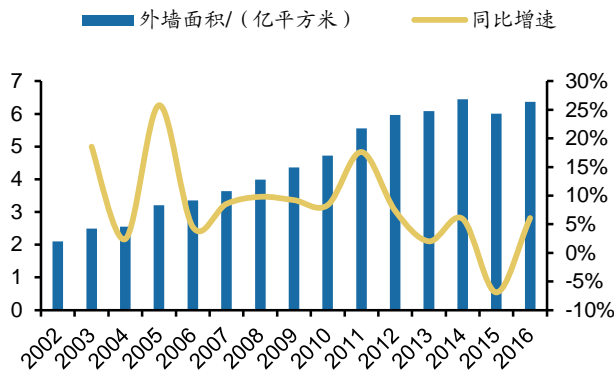


数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

建筑节能保温材料是指维持建筑日常使用中低能耗的材料, 主要应用于新增建筑的外墙保温和既有建筑的节能改造, 我们根据竣工房屋面积测算行业市场空间。我国建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划提出, 到2020年, 城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过50%, 完成既有居住建筑节能改造面积5亿平方米以上, 公共建筑节能

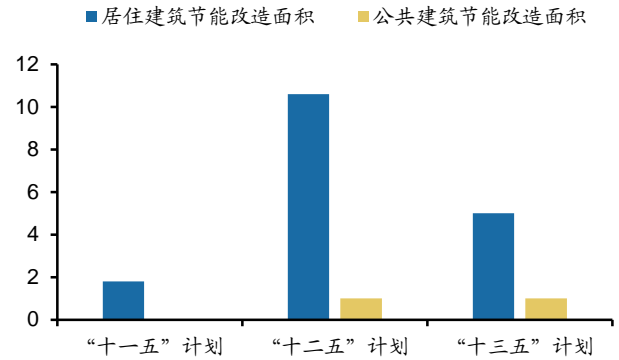
能改造1亿平方米以上。按一般估算，外墙面积占竣工房屋面积60%-70%，建筑保温材料单价取XPS板、EPS板平均值，根据“十三五”规划和2017年房屋竣工面积测算，对应的建筑节能保温材料市场空间约为420-520亿元，考虑到节能保温施工服务占据较大的比重，保守按照1: 1的比例，对应建筑节能保温市场超过1000亿元。

图28: 竣工外墙面积测算



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图29: 建筑节能与绿色建筑发展5年规划 (亿平方米)



数据来源: 政府官网, 广发证券发展研究中心

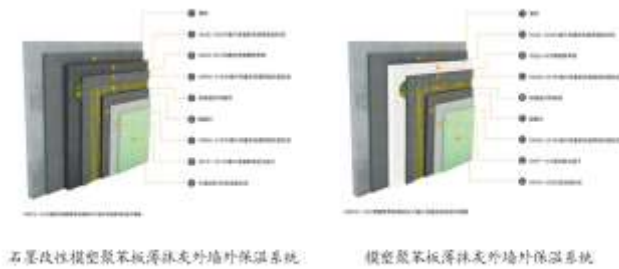
表21: 建筑节能材料行业空间测算

	乐观	中性	悲观
竣工房屋面积 (亿平方米)	10	10	10
新建建筑中绿色建筑面积比重 (%)	90%	70%	50%
对应外墙面积 (亿平方米)	5.4	4.2	3.0
十三五计划改造面积 (亿平方米/年)	1.2	1.2	1.2
对应外墙面积 (亿平方米)	0.7	0.7	0.7
外墙保温板需求面积 (亿平方米)	6.1	4.9	3.7
保温板单价 (元/平方米)	85	85	85
市场空间 (亿元)	519	417	315

数据来源: 国家统计局, 政府官网, 广发证券发展研究中心

东方雨虹于2016年4月收购江苏卧牛山100%股权，开始切入建筑节能材料领域；江苏卧牛山于2017年4月收购广州孚达65%股权，对公司现有建筑节能业务形成了良好的互补与提升。卧牛山主要从事薄抹灰外墙外保温系统（石墨改性模塑聚苯板、模塑聚苯板、热固改性聚苯板、岩棉板）和保温装饰一体化板系统等，广州孚达主要从事外墙内保温系统（复合保温板）和干法地暖模块等。卧牛山和孚达均长于节能保温施工，目前均与万科、万达等大地产商建立良好合作关系。

图30: 江苏卧牛山主要产品



石墨改性模塑聚苯板薄抹灰外墙外保温系统

模塑聚苯板薄抹灰外墙外保温系统

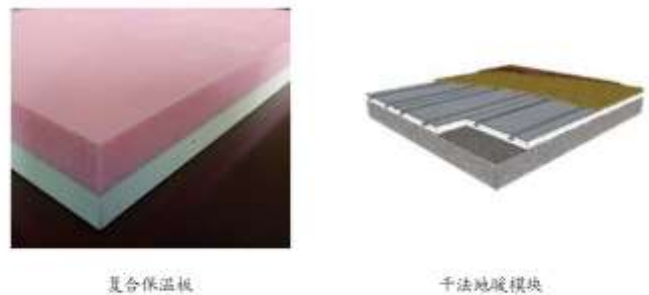
数据来源: 卧牛山官网, 广发证券发展研究中心

图32: 江苏卧牛山部分客户



数据来源: 卧牛山官网, 广发证券发展研究中心

图31: 广州孚达主要产品



复合保温板

干法地暖模块

数据来源: 孚达官网, 广发证券发展研究中心

图33: 广州孚达部分客户



数据来源: 孚达官网, 广发证券发展研究中心

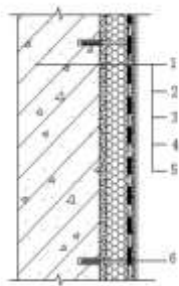
东方雨虹从事建筑节能材料的优势一方面在于品牌溢出效应, 500强地产商保温材料品牌首选率榜单中卧牛山首选率排名由2016年的第五一跃升至2017年的第一; 另一方面在于防水产品与建筑节能材料的协同效应(尤其是施工方面容易带来高性价比体系)会让产品性价比更高, 如涂料饰面外保温外墙防水防护构造图所示, 建筑外墙中保温层与防水层通常存在协同关系(部分结构防水层在保温层内部, 部分结构防水层与保温层之间有其他层)。对地产商而言, 同一家公司提供防水和建筑节能材料的优势一方面更便捷(有利于提高周转率)和性价比更高, 另一方面在于避免了不同供应商的责任推诿(保温层一般不能防水, 防水层的破坏会导致保温层失效)。

表22: 2016、2017年500强地产商保温材料品牌首选率榜单

排序	2016年		2017年	
	品牌	品牌首选率	品牌	品牌首选率
1	金隅	13%	卧牛山	14%
2	Sto	12%	亚士创能	12%
3	亚士创能	10%	金隅	11%
4	欧文斯	9%	申得欧	9%
5	卧牛山	6%	欧文斯	6%
6	伟伯	6%	韦伯	6%
7	青岛科瑞	4%	泰恒	5%
8	万华	3%	万华	4%
9	北京振利	2%	青岛科瑞	2%
10	山东圣泉	2%	洛科威	2%

数据来源: 中国房地产测评中心, 广发证券发展研究中心

图34: 涂料饰面外保温外墙防水防护构造图



1-结构墙体; 2-找平层; 3-保温层;
4-防水层; 5-涂料层; 6-锚栓

数据来源: 《建筑外墙防水工程技术规程》JGJ/T235-2011, 广发证券发展研究中心

图35: 江苏卧牛山工程案例

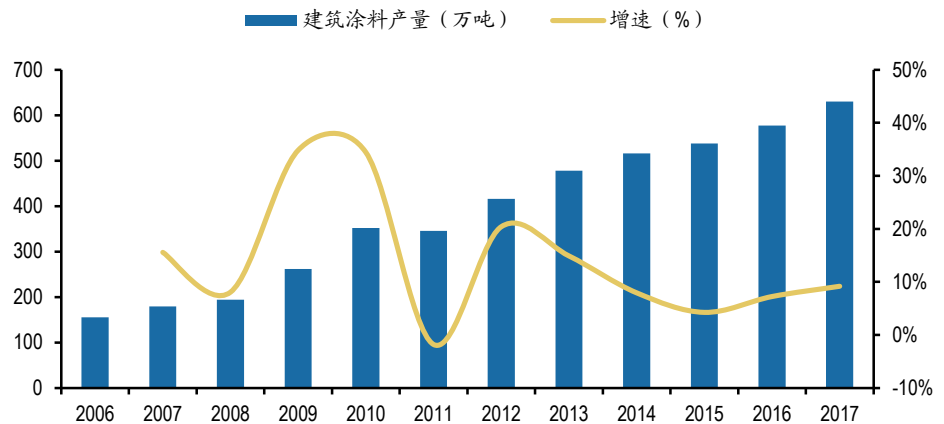


上海大型客机建设项目
屋面保温防水系统
&
TPO+100mm硬质玻璃棉保温系统

数据来源: 卧牛山官网, 广发证券发展研究中心

建筑涂料2017年规模以上企业产量约为630万吨, 按照产品价格, 同时考虑到规模以下众多小企业的存在, 粗略推算出建筑涂料终端市场容量超过**1000亿元**, 作为对比, 建筑涂料在美国、日本、欧洲等发达国家也是产生众多大企业的大行业。

图36: 中国建筑涂料市场容量



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

东方雨虹于2016年12月收购DAW AISA 90%股权, 切入建筑涂料行业。DAW SE集团成立于1895年, 目前处于德国涂料市场第一、欧洲涂料市场第三, 在全球拥有30个生产基地、50个子公司及销售代表处。旗下Caparol在德国是建筑涂料领域主导品牌, 提供高品质涂料、清漆等产品; Alpina是集团知名品牌之一, 专注于零售涂料市场。集团产品因其高品质而获得多项认证及奖项。

图37: DAW集团建筑涂料产品所获认证及奖项



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

东方雨虹从事建筑装饰涂料行业有三方面优势: 1) DAW本身高品质基因, 加上东方雨虹防水产品的品牌溢出效应, 将会提高DAW工程建筑涂料在国内的认知度(对比江苏卧牛山被东方雨虹收购前后保温材料品牌首选率变化); 2) 直销和工程渠道共享效应, 使得销售费用具备协同效应; 3) 虹哥汇建立起工长平台, 利于公司构筑建筑装饰涂料零售端的直销体系。

表23: DAW未上榜2017年500强地产商涂料类品牌首选率榜单

排序	品牌	品牌首选率
1	立邦	21%
2	三棵树	17%
3	亚士漆	17%
4	多乐士专业	17%
5	富思特	11%
6	嘉宝莉	4%
7	美涂士	3%
8	PPG-申纽丽	2%
9	固克	2%
10	巴德士	1%

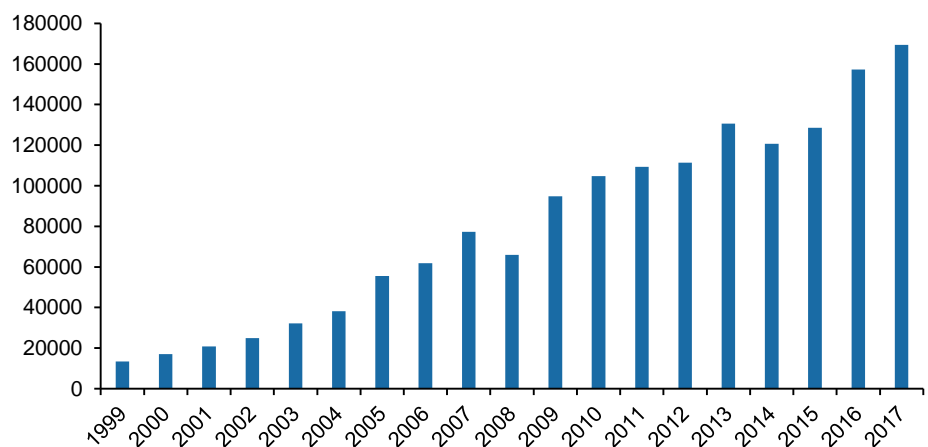
数据来源: 中国房地产测评中心, 广发证券发展研究中心

● 从2B到2C, 掘金零售蓝海

公司以工程业务(2B)“起家”和“立家”, 目前积极开拓零售(民建)市场。结合行业和公司来看, 我们认为拓展零售业务具有几个方面的战略意义。

一是提前布局“地产后市场”。二次防水潜在需求巨大: 我国自1998年放开商品房以来积累了大量的存量房, 2013年全国建筑渗漏调查报告显示, 全国居民住房的渗漏率达到惊人的95.33%。中性偏乐观估计选取十年以上房屋的渗漏率为80%, 以1999-2007年销售的商品房为基数, 以户均3000元(80平)的二次防水消费为基准, 测算所得目前商品房的二次防水的潜在市场规模在1000亿左右。二次防水市场主要由存量市场的更新带来新的需求, 具备“地产后市场”属性, 需求总量周期性不明显, 而二次防水市场需要通过零售渠道来拓展。

图38: 历年的商品房销售



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

二是树立零售品牌。装饰建材行业众多细分领域的零售市场, 格局分散, 小企业众

多，随着消费升级和对品质的关注，品牌市场仍然是蓝海，率先树立零售品牌的企业能占据优势位置。以管材行业的伟星新材为例，在B端联塑很强大的背景下，伟星新材避其锋芒率先切入C端市场，目前已成为品牌知名度很高的细分市场龙头；当下防水行业的C端也没有强大的品牌，大力发展零售业务使得雨虹可以抢占品牌市场，享受品牌溢价。

三是切入“地产后市场”增强财务可持续性。一方面零售业务的高毛利率和高现金流能够弥补工程业务的不足（工程业务账期长、利润率低、现金流差），使得内生增长的持续性更强。对比东方雨虹（工程为主）和伟星新材（零售为主）财务状况，2017年伟星新材应收账款周转率为20.39，而东方雨虹只有2.87；伟星新材经营性现金流量/净利润达到1.15，而东方雨虹只有0.02。另一方面，“地产后市场”需求总量周期性相对不明显，切入“地产后市场”可以缓冲公司业绩受增量市场波动的影响。

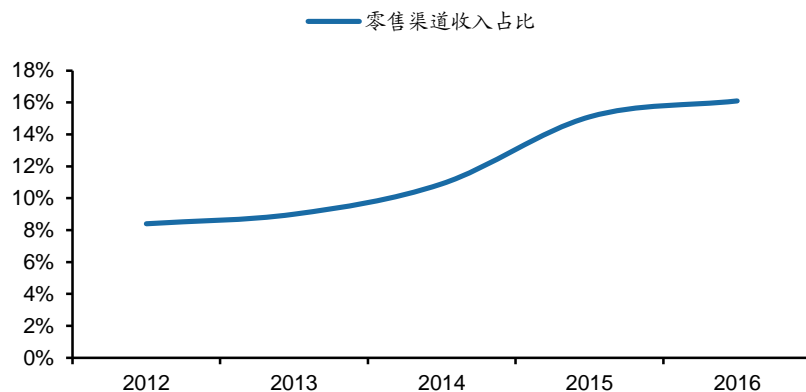
表24：2017年东方雨虹与伟星新材财务对比

公司	应收账款周转率	毛利率	经营性净现金流/净利润	有息负债率
东方雨虹	2.87	40.42%	1.93%	20.70%
伟星新材	20.39	46.72%	114.73%	0

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

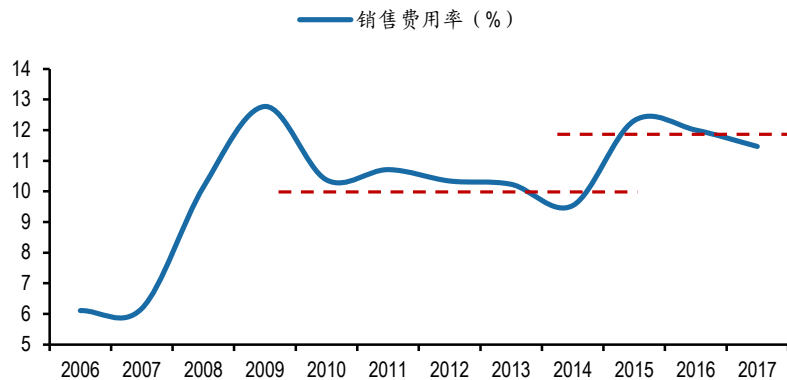
2014年民用建材事业部变成民用建材分公司，2015年设立民用建材子公司，公司管理层高度重视民建的发展并且重点支持民建（2C）板块，作为公司战略之一。经过多年布局，零售业务目前已经步入快速发展通道。截至2017年零售渠道一级经销商超过1000个，全国网点则超过了20000家，2016零售渠道收入占比已经达到16%（比2014年的10.9%提高4.2个pct），增速更是达到48%。当然付出的代价是带来销售费用率中枢上行。零售业务直接面对终端消费者，相较于直销和工渠，公司的议价能力相对更强，产品的毛利率净利率更高，由于公司零售业务占比还不大，且仍在投入期，目前其对毛利率和净利率尚不明显；零售业务以现款销售为主，账期短，资金压力相较于直销和工渠小很多，收入或利润的“含金量”会增强。随着零售业务占比提升，公司“内生造血”能力将加强，盈利质量将提升。

图39：零售渠道收入占比持续提高



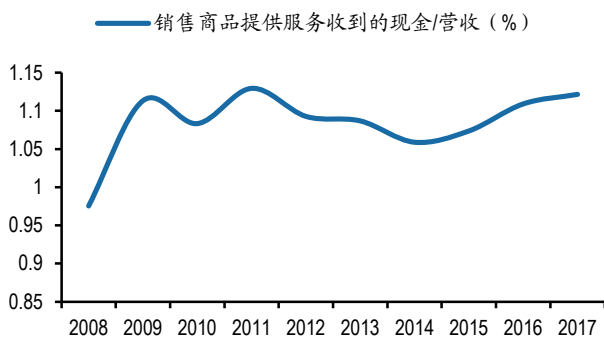
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图40: 销售费用率上升



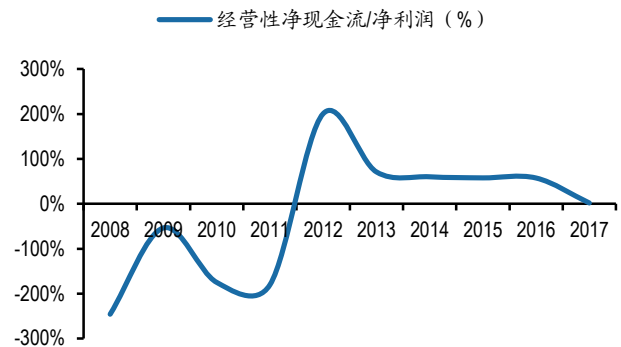
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图41: 销售商品提供服务收到的现金/营收 (%)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图42: 经营性净现金流/净利润 (%)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

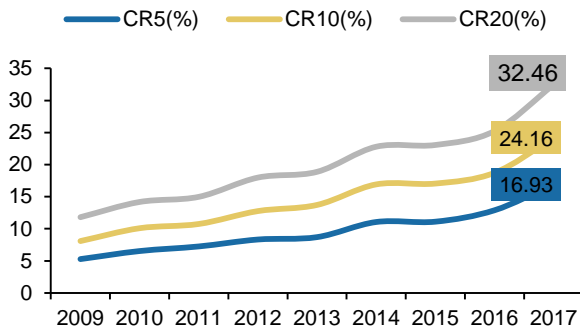
未来 2-3 年仍将处于高速增长态势

● 地产集中度加速提升, 大防水企业占优

随着房地产行业步入下半场, 最近2年一个显著的变化, 地产行业集中度加速提升。从土地获取的角度来看, 2016年以来政策限制房企配资拿地、热点城市设置拿地门槛等加快了龙头房企土地投资的集中度; 自2015年以来, 房地产企业拿地和销售集中度持续提升, 2016年以来提升速度明显加快, 2017年前5大、前10大、前20大龙头房企按销售金额统计的集中度为16.93%、24.16%、32.46%, 较2013年分别提高了8.23、10.44、13.58个百分点, 而2011年到2015年的四年内, 集中度的累计提升幅度分别为2.04、2.53、2.84个百分点。这种集中趋势未来仍将持续。

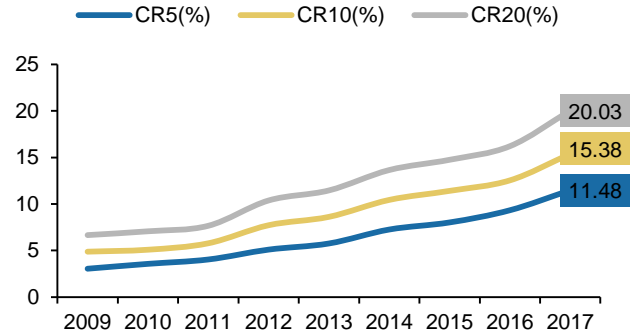
大开发商一方面更加注重产品质量和性价比, 另一方面更倾向于“集采”模式, 从而更加倾向于选择大防水企业作为供应商; 东方雨虹是工程市场遥遥领先的“一哥”, 未来2-3年将充分受益这一趋势。

图43: CR5、10、20龙头房企销售金额市占率



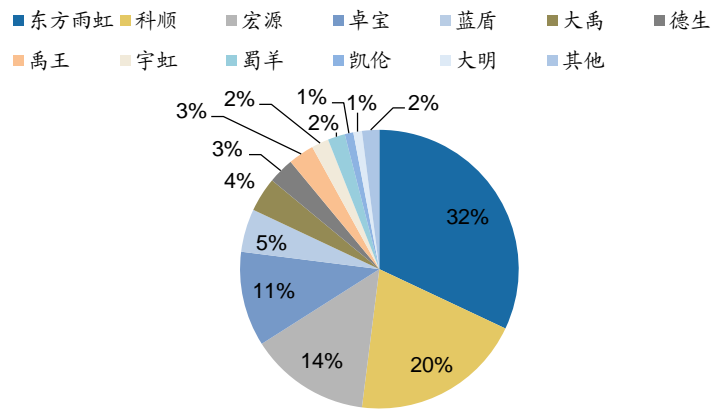
数据来源: 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

图44: CR5、10、20龙头房企销售面积市占率



数据来源: 克而瑞, 统计局, 广发证券发展研究中心

图45: 2017年500强地产防水材料品牌首选率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表25: 2017年公司前五大客户

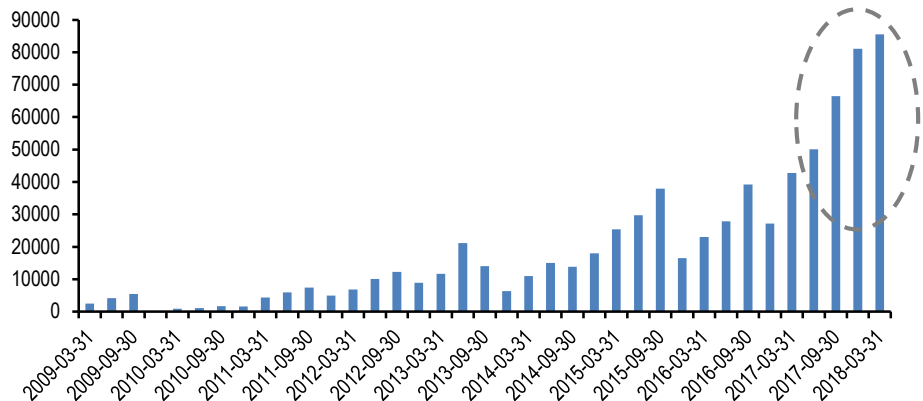
序号	客户名称	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例
1	客户一	5.12	4.98%
2	客户二	3.78	3.67%
3	客户三	2.93	2.85%
4	客户四	2.13	2.07%
5	客户五	1.77	1.72%
合计		15.73	15.29%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

● 在建工程加速增长, 新产品新产能将放量

公司近2年还有一个显著变化就是加速新产品产能扩张和布局, 可以从公司一系列公告和在建工程数据中可见一斑, 随着这些新产能释放, 将助推未来2-3年非防水产品将步入加速增长期。

图49: 东方雨虹在建工程 (万元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议: 优质龙头, 看好成长持续性

市场空间: 防水材料在建筑工程中的重要地位以及广泛的应用场景使得行业空间大。根据中国建筑防水协会的统计, 2017年主营收2000万以上的企业(约598家企业)主营收之和达1059亿元。

公司地位: 从收入来看, 东方雨虹是全国防水行业龙头, 2017年收入103亿元, 约为第二名科顺股份2017年收入的5倍(20亿元); 从产能来看, 东方雨虹是防水行业唯一一家产能布局全国的公司。目前公司已在北京、上海等城市建了19家生产研发物流基地, 覆盖华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南七大区域。

业务趋势: 公司防水产品体系包含防水卷材、防水涂料、刚性防水材料和密封材料四大类别, 共有150余细分品种, 800多种规格、型号的产品, 基本覆盖了国内新型建筑防水材料的多数重要品种, 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。同时, 除了防水产品以外, 逐步布局非织造布、节能保温、砂浆、建筑涂料、硅藻泥等多领域产品, 公司正在构筑一站式功能性建材产品体系。

关键假设细分: 谨慎性起见, 主要对公司目前核心业务防水卷材和防水涂料进行预测。从防水卷材来看, 公司下游主要是房地产和工程企业, 未来随着房地产集中度提升, 公司作为行业龙头对接的房地产商龙头客户需求将进一步提升, 驱动公司防水卷材销量继续提升, 谨慎性假设每平方米收入维持在28元/平米, 每平方米成本提高至18元/平米(原油价格可能上涨导致成本上涨); 从防水涂料来看, 随着公司零售端布局进一步加速, 销量预计呈稳步上升态势, 吨成本和收入也预计与2017年持平。

表26: 东方雨虹细项业务的关键指标预测表

业务	项目	2017A	2018E	2019E	2020E
防水卷材	收入 (万元)	533,463	896,000	1,330,000	1,806,000
	成本 (万元)	317,961	560,000	855,000	1,161,000
	销量 (万平米)	20,097	32,000	47,500	64,500
	每平方米收入 (元/平方米)	27	28	28	28
	每平方米成本 (元/平方米)	16	18	18	18
	每平方米毛利 (元/平方米)	11	11	10	10
防水涂料	收入 (万元)	297,192	350,000	410,000	510,000
	成本 (万元)	174,708	210,000	254,200	316,200
	销量 (万平米)	60	70	82	102
	吨收入 (元/平方米)	4,972	5,000	5,000	5,000
	吨成本 (元/平方米)	2,923	3,000	3,100	3,100
	吨毛利 (元/平方米)	2,049	2,000	1,900	1,900

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表 27: 东方雨虹可比公司估值 (统计截至 2018 年 5 月 4 日收盘)

公司代码	公司名称	主营业务	市值 (亿元)	归属净利润 (百万元)			PE 估值水平 (倍)		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002271.SZ	东方雨虹	防水材料	325	1,239	1,695	2,371	26	19	14
300737.SZ	科顺股份	防水材料	85	218	293	406	39	29	21
300715.SZ	凯伦股份	防水材料	40	45	57	72	90	71	56
603737.SH	三棵树	建筑涂料	70	176	254	365	40	28	19

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 除东方雨虹外, 其余公司的归属净利润预测来源于 Wind 一致盈利预期。

投资建议: 公司从产品(服务)、品牌、渠道等多个纬度在防水行业已构筑起较宽的护城河, 背后支撑来自其优秀的企业家和优良的企业机制(文化); 防水行业集中度提升和非防水功能性建材品类扩张的中线成长逻辑清晰, 对标国际巨头(比如西卡、德高), 成长天花板依然很高; 同时公司在努力打造从2B到2C的业务模式, 让增长更加稳定; 展望未来2-3年, 地产集中度加速提升将助力公司防水业务继续快速增长, 新产品新产能加速投放, 助推非防水品类加速放量。我们预计2018-2020年EPS分别为1.92、2.69、3.67元/股, 按最新股价对应PE估值分别为19倍、14倍、10倍, 看好公司快速成长的持续性, 维持“买入”评级。

风险提示

上游原材料价格持续上涨：公司产品主要原材料是沥青等石油化工产品，若未来原油价格大幅上升，可能存在影响公司的风险；

下游需求大幅下滑：防水材料下游重要需求来自房地产，若房地产景气度大幅下滑，可能存在影响公司的风险；

新业务进展不达预期：砂浆、建筑节能保温材料、功能建筑涂料项目进度不达预期，未来盈利不达预期。

	单位: 百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	6055	9331	13514	17408	23174
货币资金	1611	2423	5300	5800	6700
应收及预付	3687	5096	6586	9402	13606
存货	712	1509	1627	2206	2868
其他流动资产	44	303	0	0	0
非流动资产	2802	3986	4045	4471	4879
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1597	1911	1924	1918	1886
在建工程	272	810	1113	1462	1827
无形资产	604	701	769	852	927
其他长期资产	329	564	240	240	240
资产总计	8857	13317	17559	21879	28053
流动负债	3807	4893	7536	9471	12389
短期借款	1063	1327	2591	2624	3654
应付及预收	2743	3563	4945	6847	8735
其他流动负债	1	3	0	0	0
非流动负债	63	1529	1430	1430	1430
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1430	1430	1430	1430
其他非流动负债	63	99	0	0	0
负债合计	3870	6422	8966	10901	13819
股本	883	882	882	882	882
资本公积	1773	1966	1966	1966	1966
留存收益	2865	3972	5665	8039	11278
归属母公司股东权益	5520	6820	8513	10887	14126
少数股东权益	12	180	185	197	213
负债和股东权益	8857	13317	17559	21879	28053

	单位: 百万元				
至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	7000	10293	14591	19668	25574
营业成本	4016	6409	9242	12696	16440
营业税金及附加	81	99	141	190	246
销售费用	840	1180	1605	2065	2685
管理费用	825	1048	1418	1790	2219
财务费用	46	103	114	86	141
资产减值损失	118	132	120	100	100
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	0	0	0	0
营业利润	1097	1432	1952	2742	3742
营业外收入	67	14	0	0	0
营业外支出	7	9	0	0	0
利润总额	1157	1437	1952	2742	3742
所得税	131	195	254	356	486
净利润	1026	1242	1698	2385	3256
少数股东损益	-2	3	5	12	16
归属母公司净利润	1029	1239	1693	2373	3239
EBITDA	1387	1743	2388	3163	4249
EPS (元)	1.17	1.40	1.92	2.69	3.67

	单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	590	24	2327	1313	785
净利润	1026	1242	1698	2385	3256
折旧摊销	149	187	202	235	266
营运资金变动	-669	-1653	73	-1493	-2977
其它	84	248	354	186	241
投资活动现金流	-489	-1206	-501	-760	-774
资本支出	-702	-1106	-501	-760	-774
投资变动	200	-24	0	0	0
其他	13	-77	0	0	0
筹资活动现金流	839	2041	1052	-53	889
银行借款	1833	2053	1264	33	1030
股权融资	711	200	0	0	0
其他	-1706	-212	-213	-86	-141
现金净增加额	940	859	2877	500	900
期初现金余额	624	1611	2423	5300	5800
期末现金余额	1564	2470	5300	5800	6700

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	32.0	47.0	41.8	34.8	30.0
营业利润增长	50.6	30.6	36.3	40.5	36.5
归属母公司净利润增长	41.0	20.4	36.7	40.2	36.5
获利能力(%)					
毛利率	42.6	37.7	36.7	35.4	35.7
净利率	14.7	12.1	11.6	12.1	12.7
ROE	18.6	18.2	19.9	21.8	22.9
ROIC	22.3	19.0	26.5	28.0	27.8
偿债能力					
资产负债率(%)	43.7	48.2	51.1	49.8	49.3
净负债比率	-0.1	-	-0.1	-0.2	-0.1
流动比率	1.59	1.91	1.79	1.84	1.87
速动比率	1.37	1.54	1.53	1.55	1.59
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.93	0.95	1.00	1.02
应收账款周转率	2.82	2.87	2.81	2.61	2.28
存货周转率	5.96	5.77	5.68	5.75	5.73
每股指标(元)					
每股收益	1.17	1.40	1.92	2.69	3.67
每股经营现金流	0.67	0.03	2.64	1.49	0.89
每股净资产	6.25	7.73	9.65	12.35	16.02
估值比率					
P/E	18.6	28.4	19.2	13.7	10.0
P/B	3.5	5.2	3.8	3.0	2.3
EV/EBITDA	13.4	20.4	13.1	9.7	7.3

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。