

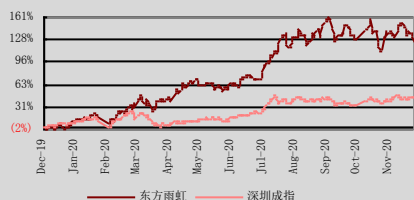
002271.SZ

买入

市场价格：人民币 35.19

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	100.0	5.6	(7.9)	109.7
相对上证指数	71.7	1.6	(7.8)	67.9

发行股数(百万)	2,355
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	82,861
3 个月日均交易额(人民币 百万)	901
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
李卫国	26

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 27 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

证券分析师：陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S0930510120013

东方雨虹

防水行业绝对龙头，多品类扩张构筑综合平台

公司是防水行业绝对龙头，各项指标领先同行其他公司。随着行业集中度加速提升，格局加速整合，公司作为行业龙头充分受益。近期公司拟定增募投产新项目，公司正通过扩品类扩区域方式逐步成长为综合建材平台公司。

支撑评级的要点

- **防水行业绝对龙头，疫情背景下逆势增长：**公司是防水行业绝对龙头，2019 年营业收入 181.5 亿，同增 29.3%，市占率超过 10%，大幅领先同行排名第二公司；归母净利 20.7 亿，同增 36.7%。2020 年疫情背景下，公司利润逆势增长，Q1-3 营业收入 149.8 亿，同增 16.2%；归母净利 21.3 亿，同增 36.0%。
- **专注于国内防水业务：**公司目前专注于防水业务，防水相关收入占比合计 94.8%。2019 年，公司防水卷材、防水涂料、防水施工营业收入分别为 99.8、48.8、23.5 亿元；占比分别为 55.0%、26.9%、12.9%。公司国内业务收入达到 178.9 亿元，收入占比为 98.6%。
- **多因素驱动下行业集中度加速提升：**随着 1.地产基建下游集中度提升；2.精装房渗透率提升带动行业集采；3.上市公司增加龙头扩产；4.其他行业介入；5.行业政策提升改善行业竞争格局；等多重因素驱动下，防水行业加速集中。公司作为行业龙头深度受益。
- **员工激励、供应商管理、产能布局等优势明显，未来有望进一步成长：**公司持续在行业保持领先地位，在员工激励、供应商管理、产能布局等方面有明显优势，经营效率优于同行。随着公司市占率不断提升，公司各方面议价能力提升，现金流相关指标持续改善。随着近期公司募投产产能，公司将逐步扩扩品类，有望成长为综合建材龙头企业。

估值

- 公司未来仍有大规模产能释放，品类再扩张，预计 2020-2022 年，公司营收分别为 220.0、271.1、334.1 亿元；净利润 30.8、36.1、43.3 亿元；EPS1.31、1.53、1.84 元。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 需求不及预期，原材料价格大幅上涨，应收账款回收风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	14,046	18,154	21,999	27,105	33,413
变动(%)	36	29	21	23	23
净利润(人民币 百万)	1,508	2,066	3,083	3,610	4,333
全面摊薄每股收益(人民币)	0.641	0.877	1.309	1.533	1.840
变动(%)	22.2	37.0	49.2	17.1	20.0
全面摊薄市盈率(倍)	53.5	39.0	26.2	22.3	18.6
价格/每股现金流量(倍)	(239.0)	48.2	19.0	16.6	14.4
每股现金流量(人民币)	(0.14)	0.71	1.80	2.06	2.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	15.1	11.3	9.7	8.3
每股股息(人民币)	0.06	0.19	0.62	0.73	0.87
股息率(%)	0.2	0.6	1.8	2.1	2.5

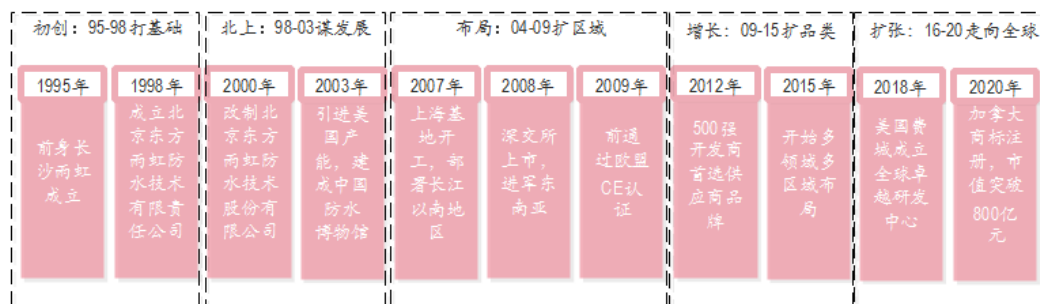
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、行业绝对龙头，产能扩张加速，强者恒强

1. 深耕防水行业的绝对龙头，产能扩张助推市占率进一步提升

行业绝对龙头，深耕防水行业二十余年：国内建筑防水行业市场较为分散、呈现“大行业、小企业”特点。公司深耕防水行业二十余年，2019 年营收达 181 亿元，而行业排名第二的公司，2019 年营收约为东方雨虹 1/3。公司在规模上具备显著领先优势，是国内防水行业的绝对龙头。

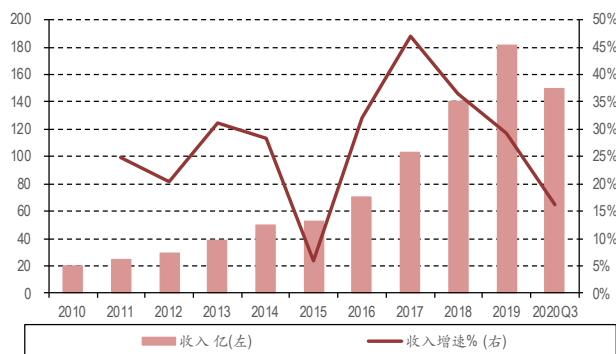
图表 79. 公司历史沿革



资料来源：公司公告，中银证券

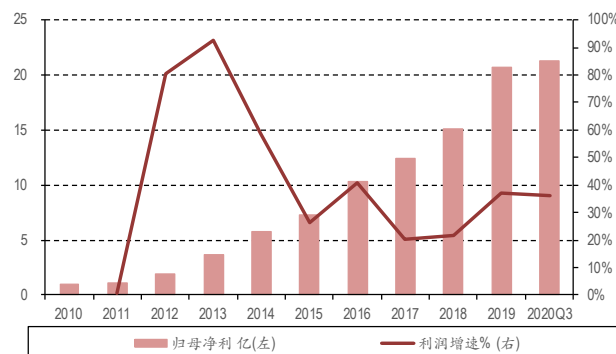
上市以来高速发展，疫情下仍逆势上涨：2019 年公司实现营收 181.4 亿元，同增 29.1%；归母净利润 20.9 亿元，同增 38.3%。2008 年上市以来，公司营收 CAGR34.2%，归母净利润 CAGR42.0%，营收增长 24 倍，净利润增长 46 倍。2020 年，在新冠疫情背景下，前三季度的净利润逆势上涨，增速超过 43%。

图表 80. 公司收入稳步增长



资料来源：万得，中银证券

图表 81. 公司盈利水平节节高升



资料来源：万得，中银证券

2. 加速产能扩张，市占率提升空间大

大幅增加产能，有望进一步推进市占率提升：公司布局渗透全国，目前市占率已达 18.3%。公司拥有 50 余家分、子公司，业务范围覆盖全国大部分地区，并计划在全国范围内设立千家房屋修缮网点，发展房屋修缮业务。2017 年-2018 年，公司先后在湖南、四川等地投资建设多个生产研发基地。2020 年下半年公司拟定增募资 80 亿元在安徽、广东、河北等地新增 8 个生产研发基地。

图表 82. 新一轮募投项目资金使用计划

项目名称	总投资/亿	拟使用募资/亿	项目名称	总投资/亿	拟使用募资/亿
杭州东方雨虹高分子防水卷材建设	1.07	0.66	重庆东方雨虹生产基地项目	5.46	4.57
0.27 亿平卷材、2.5 万吨涂料技改	1.25	0.90	南通东方雨虹生产基地项目	3.50	2.71
年产 2 万吨新型节能保温密封材料	1.94	1.63	吉林东方雨虹生产基地项目	1.78	1.46
广东东方雨虹花都生产基地项目	13.65	11.65	年产 13.5 万吨功能薄膜项目	11.37	10.43
保定东方雨虹生产基地	3.74	3.08	东方雨虹新材料装备研发总部基地	8.00	2.83
东方雨虹海南洋浦绿色材料产业园	3.93	3.24	年产 15 万吨非织造布项目	16.01	12.83

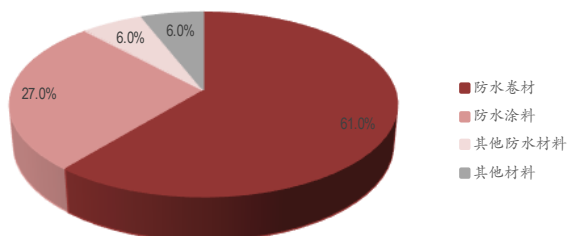
资料来源：公司公告，中银证券

二、防水行业：市场空间大，集中度趋于提升

1. 产品多样化，下游刚需应用场景多

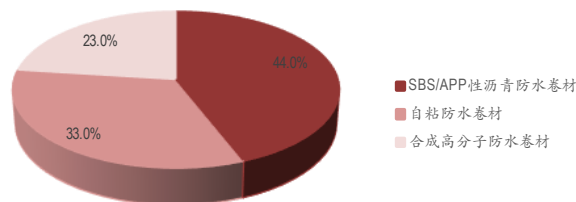
建筑物维护结构，应用场景广阔：建筑防水材料是建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料，防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主，其次是基础设施，防水材料在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位，其中屋面及地下室占比最高；在基础设施中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。

图表 83. 建筑防水产品结构



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 84. 防水卷材产品结构



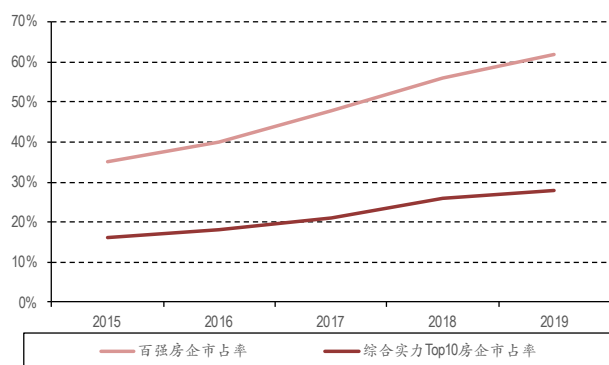
资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

2. 行业发展空间大，集中度提升与行业整合是必然趋势

我国防水行业发展迅速，千亿级市场规模：据中国建筑防水协会数据，2020 年上半年 721 家规模以上(主营业务年收入在 0.2 亿元以上)防水企业的收入累计为 456.2 亿，规模以上企业的利润总额达 33.1 亿，同比增长 19.1%。若规模企业营收占比为全行业的 40%-60%，则市场规模已达 1500-2200 亿。

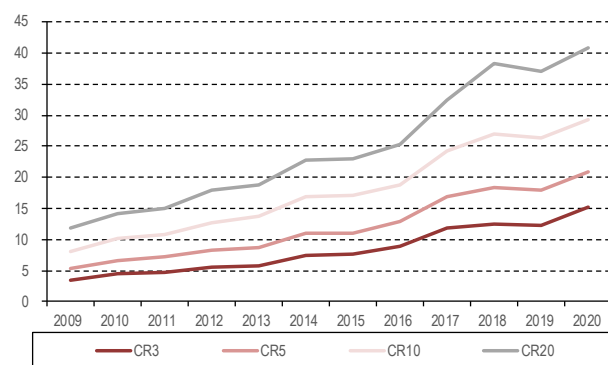
大行业小企业，行业集中度加速提升进行时：建筑防水行业集中度较低，市场竞争不够规范。产品质量参差不齐，行业生态有待改善。近年来，多个文件规范行业发展颁布，不断淘汰低质量非标品与落后产能。2014 年东方雨虹市占率不足 5%，CR5 不足 20%；2019 年，东方雨虹市占率超过 18%，CR3 接近 30%。其主要原因为，2017 年供给侧改革促使环保不达标的小企业被淘汰出局；地产商集中度提升以及地产集采管控成本后，头部房企选择集中采购以降低成本，龙头企业市占率持续提升。

图表 85. 地产商集中度提升-龙头市占率



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 86. 地产商集中度提升-销售额



资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

其他行业龙头涉足，行业整合进行时：防水行业规模大集中度提升空间广，近年非防水领域企业纷纷进入，小企业加速退出。北新建材 2019 年收购四川蜀羊、河南金拇指、禹王防水后，一举成为行业前三。2020 年 Q1-3，防水业务利润 4 亿元，占公司净利 20%。伟星新材于 2017 年设立防水材料子公司；三棵树自 2017 年至今，相继在福建等 6 地投资建设防水材料项目并于 2019 年收购大禹防水 70% 的股权，总设计年产防水卷材 2.26 亿平米，年产防水涂料 10.5 万吨。

三、多品类业务布局扩张，龙头地位稳固

1. “多品类多品牌”战略，不断扩展国内外市场

品牌优势明显，行业认可度高：公司主要产品包括建筑防水材料、非织造布、建筑节能材料、特种砂浆、建筑装饰涂料、建筑粉料等，产品体系日趋完善。“东方雨虹”品牌已经成为中国建筑防水行业公认的优质品牌，公司旗下有各板块的品牌：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、壁安（腻子粉）。公司获得了“雨虹”加拿大商标注册证书，东方雨虹及旗下五大品牌均获评 2020 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品牌。东方雨虹已连续九年荣登“中国房地产开发企业 500 强首选防水材料类品牌”榜首。

图表 87. 房地产 500 强企业防水品牌首选率

防水材料品牌首选率 (%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
东方雨虹	26	27	29	30	32	36	36	31
科顺	11	10	14	15	20	20	20	16
卓宝	10	9	9	9	11	8	6	9
宏源	6	7	10	14	14	8	2	9
北新(蜀羊+禹王+金拇指)							7	7
凯伦						6	7	7
德生	8	6	6	5	3			6
卧牛山	5							5
蓝盾		2	5	5	5	8	5	5
大禹				4	4	6		5
禹王	8	5	5	4	2	1		4
雨中情						2	5	4
宇虹	5	4	3	3	2		1	3
大明	3	4	3	2	1			3
金雨伞		3	1					2
金拇指						2		2
三棵树-大禹九鼎						1	3	2
蜀羊					1	2		2
远大洪雨							1	1
CR5	63	59	68	73	82	80	76	
CR10	82	77	85	91	95	100	93	

资料来源：中国产业信息网、中银证券

2. 全方位产能布局，强者恒强

抢占先机，不断扩产：经过 2014 年、2017 年的两次再融资，公司已经初步完成全国产能布局，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。相比其他新进入者，防水企业只有东方雨虹和科顺股份的产能已经遍布全国，在中东部地区，东方雨虹的供货半径缩短到 300 公里，可以更好地满足区域内旺盛需求，并且可以有效降低运输成本。全方位布局给行业新入者和中小企业带来一定程度的壁垒。

千家网点战略布局、充分利用存量优势：2015 年公司率先在国内成立建筑修缮事业部，2017 年正式成立东方雨虹建筑修缮技术有限公司。目前，公司已形成了建筑外部、内部、连接三大系统产品技术层面的全覆盖布局。截至 2019 年 6 月，全国各地服务中心的网点数量已经超过 160 家，覆盖全国 26 个省份、122 个城市。未来 4 年，公司计划布局千家服务网点，进军大城市，渗透三四线城市。公司作为行业的绝对龙头，亦为最早的进入者，有望实现不低于在增量市场中的竞争地位和市场份额。

3. 修缮业务优势明显，存量市场前景巨大

修缮市场发展前景可观，老旧小区改造助推需求增长：防水行业的存量市场规模巨大。若以 20 年为一个修缮周期，则现在每年待修缮住宅面积将至少约等于 20 年前房屋销售面积。由于修缮为刚需，参考过去房地产行业的的历史增长情况，推测未来修缮行业空间较大。国家高度重视城镇老旧小区改造工作，相关政策将加速修缮市场的需求释放。

4. 建筑涂料业务或成新的业绩增长点

收购涂料企业，积极布局涂料行业：2016 年，公司收购德国建筑涂料企业 DAW（德爱威）旗下控股子公司 DAW ASIA 公司 90% 的股权；2017 年，德爱威（中国）有限公司成立。公司积极发展涂料业务，投资建设了色彩研究院、DAW 特种材料国家级重点实验室，在浙江、湖南投资建设生产研发基地。德爱威公司负责建筑涂料零售业务，主要跟家装公司合作和通过经销商门店销售。

B 端优势助力涂料业务发展：国内涂料行业集中度较低，行业集中度逐步提升。在工程领域，下游客户集采有利于公司实现突破。公司将凭借在防水领域的 B 端优势，快速发展涂料业务。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	14,046	18,154	21,999	27,105	33,413
销售成本	9,187	11,665	13,620	17,095	21,277
经营费用	2,737	3,246	4,301	5,272	6,499
息税折旧前利润	2,287	3,365	4,519	5,240	6,169
折旧及摊销	275	369	491	564	609
经营利润(息税前利润)	2,012	2,996	4,027	4,676	5,560
净利息收入/(费用)	(193)	(413)	(172)	(162)	(143)
其他收益/(损失)	7	(25)	8	8	8
税前利润	1,819	2,583	3,855	4,514	5,418
所得税	311	517	772	904	1,085
少数股东权益	3	9	7	7	7
净利润	1,508	2,066	3,083	3,610	4,333
核心净利润	1,501	2,091	3,075	3,602	4,325
每股收益(人民币)	0.641	0.877	1.309	1.533	1.840
核心每股收益(人民币)	0.638	0.888	1.306	1.530	1.837
每股股息(人民币)	0.056	0.190	0.620	0.730	0.870
收入增长(%)	36	29	21	23	23
息税前利润增长(%)	31	49	34	16	19
息税折旧前利润增长(%)	32	47	34	16	18
每股收益增长(%)	22	37	49	17	20
核心每股收益增长(%)	32	39	47	17	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,819	2,583	3,855	4,514	5,418
折旧与摊销	275	369	491	564	609
净利息费用	193	413	172	162	143
运营资本变动	(2,827)	914	1,248	1,472	1,783
税金	1,068	1,408	736	900	1,029
其他经营现金流	(5,169)	(2,270)	(1,420)	(1,702)	(2,005)
经营活动产生的现金流	1,014	1,589	2,588	2,966	3,410
购买固定资产净值	1,724	1,301	1,009	506	304
投资减少/增加	(121)	107	(3)	(3)	(3)
其他投资现金流	17	1,488	1,095	605	425
投资活动产生的现金流	(1,585)	80	89	102	123
净增权益	(538)	287	0	0	0
净增债务	2,387	(214)	0	0	0
支付股息	224	446	922	1,086	1,294
其他融资现金流	1,286	(290)	(253)	(256)	(258)
融资活动产生的现金流	2,912	(664)	(1,176)	(1,342)	(1,552)
现金变动	2,338	(419)	492	1,219	1,677
期初现金	2,423	4,855	5,494	5,986	7,206
公司自由现金流	(571)	1,669	2,677	3,068	3,533
权益自由现金流	3,102	1,165	2,423	2,812	3,275

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	4,855	5,494	5,986	7,206	8,883
应收帐款	6,282	7,308	8,848	10,896	13,428
库存	2,172	2,016	2,427	2,973	3,648
其他流动资产	596	643	905	905	905
流动资产总计	13,952	15,724	18,166	21,980	26,863
固定资产	3,032	4,349	5,035	5,202	5,048
无形资产	962	991	958	925	892
其他长期资产	1,706	1,353	1,217	1,026	908
长期资产总计	5,699	6,692	7,210	7,152	6,848
总资产	19,652	22,416	25,375	29,132	33,711
应付帐款	3,200	3,292	3,828	4,780	5,926
短期债务	3,713	3,093	3,093	3,093	3,093
其他流动负债	2,997	3,701	3,868	4,039	4,317
流动负债总计	9,910	10,086	10,788	11,911	13,335
长期借款	0	408	408	408	408
其他长期负债	1,653	1,962	2,052	2,155	2,265
股本	1,492	1,488	1,488	1,488	1,488
储备	6,596	8,472	10,639	13,170	16,215
股东权益	8,088	9,960	12,127	14,658	17,703
少数股东权益	188	220	227	233	240
总负债及权益	19,652	22,416	25,375	29,132	33,711
每股帐面价值(人民币)	3.36	4.14	8.00	9.70	11.74
每股有形资产(人民币)	4.64	8.98	16.18	18.73	21.83
每股净负债/(现金)(人民币)	0.13	(0.01)	(0.29)	(1.04)	(2.10)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	16.3	18.5	20.5	19.3	18.5
息税前利润率(%)	14.3	16.5	18.3	17.3	16.6
税前利润率(%)	13.0	14.2	17.5	16.7	16.2
净利率(%)	10.8	11.4	14.0	13.3	13.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	11.9	8.1	26.2	32.3	43.2
净权益负债率(%)	6.3	(0.3)	(3.6)	(10.6)	(17.6)
速动比率(倍)	1.2	1.4	1.5	1.6	1.7
估值					
市盈率(倍)	53.5	39.0	26.2	22.3	18.6
核心业务市盈率(倍)	53.7	38.6	26.2	22.4	18.7
市净率(倍)	10.2	8.3	4.3	3.5	2.9
价格/现金流(倍)	(239.0)	48.2	19.0	16.6	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	15.1	11.3	9.7	8.3
周转率					
存货周转天数	56.5	40.5	40.3	40.0	39.8
应收帐款周转天数	163.3	146.9	146.8	146.7	146.7
应付帐款周转天数	127.1	103.0	102.6	102.1	101.7
回报率					
股息支付率(%)	8.8	21.7	47.4	47.6	47.3
净资产收益率(%)	18.7	20.8	25.5	24.7	24.5
资产收益率(%)	7.7	9.3	12.2	12.4	12.9
已运用资本收益率(%)	12.4	15.5	18.2	18.4	18.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测