

东方雨虹

估值反映地产下行，零售发力接棒成长

首次覆盖

投资亮点

我们首次覆盖东方雨虹，给予“推荐”评级，目标价 **22.5 元**，对应 2016 年 20x 市盈率（或 0.8x PEG），潜在上行空间 25%。

防水材料“大行业、小公司”，市场份额提升是长期成长逻辑。防水材料行业规模接近千亿，今年以来受房地产增速下滑影响，行业需求增速亦出现同比下滑（上半年增长 5%，下滑 9 个百分点），预计未来两年增速保持在 3~5%。行业集中度较低，前五十强市占率不足 20%，提升空间大。东方雨虹作为行业龙头以及唯一的上市公司，凭借资金、品牌和渠道的优势在过去十年收入和净利润分别实现了 45% 和 49% 的复合增长，市场份额从 1% 提升到 5.5%。随着募投项目的投产，具备可持续的内生增长能力。

价格下调致短期收入下滑，零售发力有望带动收入触底回升。公司产品价格伴随原材料下调，造成上半年收入下滑 7%。然而零售战略转型初露成效，上半年涂料销量增长 30%，零售渠道收入逆势增长亦超过 30%，预计全年贡献率将从 9% 提升至 14%，未来逐渐接替工程渠道成为新的增长动力。我们预计下半年收入增速恢复至 4%，全年增速 -1%，2016 年恢复至 15% 以上。

原材料沥青价格下跌，毛利率持续提升，保证业绩较快增长。受石油价格下跌推动，原材料沥青价格年初至今累计已下跌 34%，间接推动公司毛利率大幅上行，2015 年二季度达到创历史新高的 43.4%，并推动净利润率达到了 17.4%。往后看，沥青价格仍在下行，高毛利率的水平有望持续到 2016 年。多元化业务空间大。公司积极布局多元化业务，上半年收入逆势增长 21%，占比提高 1.4 个百分点至 6%；特种砂浆（瓷砖胶、硅藻泥）、建筑保温、无纺布有望通过新建和并购方式进一步做大。

股份回购增加估值安全边际（不高于 20 元/股回购不超 4 亿元）。

财务预测

我们给出 2015/16 年盈利预测分别为 **7.5/9.4 亿元**，对应每股收益 **0.90/1.13 元**，同比增长 **30%/25%**。

估值与建议

目前股价对应 15/16 年 P/E 为 20/16x，PEG 0.7/0.6x，估值处于长期区间（市盈率 15~30x）下沿，已反映了地产下行的影响。

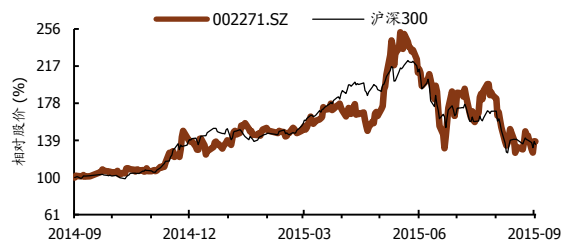
风险

房地产复苏不及预期，零售开拓不及预期，石油价格超预期回升。

首次覆盖推荐

股票代码 002271.SZ
 评级 * 推荐
 最新收盘价 人民币 18.03
 目标价 人民币 22.50

52 周最高价/最低价 人民币 34.38~13.05
 总市值(亿) 人民币 150
 30 日日均成交额(百万) 人民币 238.55
 发行股数(百万) 832
 其中：自由流通股(%) 52
 30 日日均成交量(百万股) 12.92
 主营行业 建材



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3,903	5,006	4,954	5,723
增速	31.0%	28.3%	-1.0%	15.5%
归属母公司净利润	364	577	750	937
增速	92.8%	58.5%	30.1%	25.0%
每股净利润	0.44	0.69	0.90	1.13
每股净资产	2.02	4.13	4.93	5.92
每股股利	0.09	0.10	0.13	0.16
每股经营现金流	0.32	0.42	0.56	0.82
市盈率	41.3	26.0	20.0	16.0
市净率	8.9	4.4	3.7	3.0
EV/EBITDA	27.8	18.2	15.7	12.3
股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
平均总资产收益率	11.5%	13.3%	13.9%	15.2%
平均净资产收益率	24.9%	22.5%	19.9%	20.7%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

柴伟

分析员
 wei.chai@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080513110003
 SFC CE Ref: BDI856

陈彦

分析员
 yan3.chen@cicc.com.cn
 SAC 执证编号：S0080515060002
 SFC CE Ref: ALZ159



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	3,903	5,006	4,954	5,723	营业收入	31.0%	28.3%	-1.0%	15.5%
营业成本	2,584	3,222	2,910	3,310	营业利润	114.9%	50.4%	24.4%	28.7%
营业税金及附加	55	73	72	83	EBITDA	71.1%	42.9%	18.3%	27.9%
营业费用	399	477	594	687	净利润	92.8%	58.5%	30.1%	25.0%
管理费用	355	513	545	589	盈利能力				
财务费用	64	57	32	31	毛利率	33.8%	35.6%	41.3%	42.2%
其他	0	0	0	0	营业利润率	10.6%	12.4%	15.6%	17.3%
营业利润	412	620	771	992	EBITDA 利润率	14.4%	16.0%	19.2%	21.2%
营业外收支	32	32	71	60	净利率	9.3%	11.5%	15.1%	16.4%
利润总额	444	651	842	1,052	偿债能力				
所得税	74	69	84	105	流动比率	1.35	2.27	2.52	2.65
少数股东损益	6	6	8	10	速动比率	1.07	1.87	2.02	2.07
归属母公司净利润	364	577	750	937	现金比率	0.23	0.62	0.50	0.42
EBITDA	561	802	949	1,213	资产负债率	51.7%	32.7%	27.1%	25.0%
资产负债表					净债务资本比率	34.5%	净现金	净现金	净现金
货币资金	414	969	716	658	回报率分析				
应收账款及票据	1,277	1,799	1,954	2,305	总资产收益率	11.5%	13.3%	13.9%	15.2%
预付款项	160	74	120	136	净资产收益率	24.9%	22.5%	19.9%	20.7%
存货	490	626	717	907	每股指标				
其他流动资产	88	102	102	113	每股净利润 (元)	0.44	0.69	0.90	1.13
流动资产合计	2,429	3,571	3,609	4,119	每股净资产 (元)	2.02	4.13	4.93	5.92
固定资产及在建工程	774	1,082	1,503	1,881	每股股利 (元)	0.20	0.20	0.13	0.16
无形资产及其他长期资产	254	412	485	558	每股经营现金流 (元)	0.32	0.42	0.56	0.82
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	3,520	5,141	5,673	6,634	市盈率	41.3	26.0	20.0	16.0
短期借款	993	560	560	560	市净率	8.9	4.4	3.7	3.0
应付账款及票据	599	796	666	756	EV/EBITDA	27.8	18.2	15.7	12.3
其他流动负债	213	216	204	235	股息收益率	0.5%	0.6%	0.7%	0.9%
流动负债合计	1,805	1,572	1,430	1,551					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	14	106	106	106					
负债合计	1,819	1,679	1,536	1,658					
股东权益合计	1,681	3,437	4,103	4,932					
少数股东权益	19	26	33	43					
负债及股东权益合计	3,520	5,141	5,673	6,634					
现金流量表									
净利润	364	577	750	937					
折旧和摊销	52	81	116	160					
营运资本变动	-248	-397	-433	-447					
其他	28	31	0	0					
经营活动现金流	264	351	466	681					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	0	0	0	0					
投资活动现金流	-343	-495	-605	-601					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	66	-464	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	45	667	-115	-139					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	0	0	0	0					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

东方雨虹是集研发、制造、销售及施工服务于一体的防水材料行业龙头企业, 公司于 2008 年在深交所上市, 也是国内防水行业唯一的上市公司。公司主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类, 截至 2014 年底公司拥有各类防水卷材生产能力 9,000 万平米, 各类防水涂料生产能力 18.5 万吨; 其余产品包括特种砂浆、建筑保温和无纺布。2014 年公司销售收入 50.1 亿元, 净利润 5.77 亿元, 继续保持行业第一。



目录

投资提示：具备优秀成长基因的防水材料龙头	5
成功的基因——稳定高效的管理团队和正确的战略打造核心竞争力	6
沥青价格下跌助毛利率提升	8
首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 22.5 元	8
千亿规模大行业，格局分散；龙头市场份额提升空间大	9
行业规模近千亿，进入增速换挡期	9
大行业、小公司，消费升级助行业集中度提升	12
主业增长触底回升，多元化业务空间大	14
定向增发加强资金实力，产能规模快速扩张	14
品牌知名度打造护城河	14
渠道：打造直销、工渠、零售、电商多层次综合营销网络，积极拓展零售渠道	15
成立互联网子公司，打造建材 O2O 平台	16
多元化业务快速发展	17
财务分析：净利率提高，带动 ROE 持续上升	18
原材料价格大幅下跌，毛利率持续创新高	18
规模效应有望带动费用率下降	18
净利率带动 ROE 持续提升	19
现金流分析：零售转型有望进一步提升经营性现金流	20
盈利预测和估值建议	22
盈利预测：零售带动收入增长；毛利率上升	22
估值重现吸引力；首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 22.5 元	23
风险	23

图表

图表 1：东方雨虹近五年销售收入和净利润增长情况	5
图表 2：东方雨虹市场份额波动上升	5
图表 3：东方雨虹主要产品结构和毛利率情况（2015 上半年）	6
图表 4：东方雨虹核心竞争力模型	6
图表 5：核心高管团队持股情况	7
图表 6：东方雨虹若干次重大战略转型和股价走势图	7
图表 7：分季度毛利率走势 vs. 原材料价格走势	8
图表 8：防水卷材和防水涂料样品图片	9
图表 9：防水卷材分类及占比情况	9
图表 10：防水材料行业市场规模和同比增速	10
图表 11：房屋施工面积同比增速 vs. 防水材料行业收入同比增速	10
图表 12：房屋翻修需求占总需求比例逐渐提升（中金测算）	11
图表 13：铁路投资重回高潮，公路投资延续中高速增长	12
图表 14：轨道交通投资进入高速增长期，水利投资仍在高峰	12
图表 15：防水材料行业波特五力分析	13
图表 16：防水材料行业市场集中度提升是发展趋势	13
图表 17：防水材料行业主要政策	13
图表 18：东方雨虹防水卷材和涂料产能继续稳步扩张	14



图表 19: 东方雨虹产能规划项目	14
图表 20: 2014 年防水材料行业品牌首选率排名	15
图表 21: 对万科地产销售额占比成下降趋势	16
图表 22: 直销、经销和零售比例 (2015 年为中金预测)	16
图表 23: 零售收入和贡献比例 (2015 年为中金预测)	16
图表 24: 沥青和丙烯酸价格大幅下跌	18
图表 25: 东方雨虹季度毛利率情况	18
图表 26: 东方雨虹三项费用率	19
图表 27: 东方雨虹净资产收益率和杜邦分析表	19
图表 28: 经营性现金流 vs. 投资性现金流	20
图表 29: 东方雨虹三张财务报表及预测	21
图表 30: 主要盈利预测假设	22
图表 31: 损益表细项及其预测	23
图表 32: 东方雨虹历史的 P/E 和 P/B 走势	23
图表 33: 可比公司估值表	24

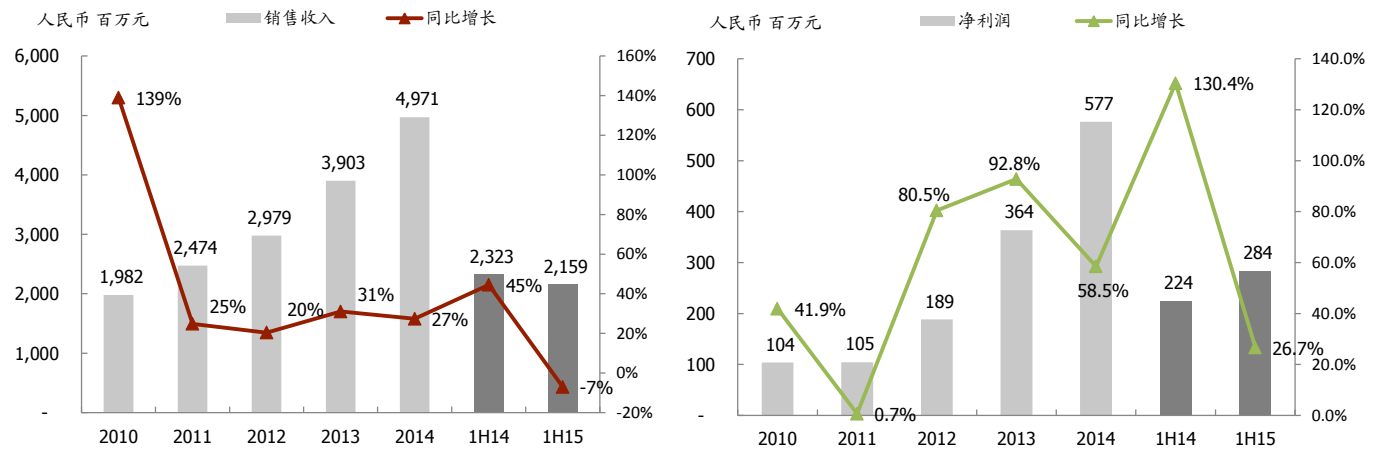


投资提示：具备优秀成长基因的防水材料龙头

东方雨虹是集研发、制造、销售及施工服务于一体的防水材料行业龙头企业，公司于2008年在深交所上市，也是国内防水行业唯一的上市公司。公司主要产品包括防水卷材和防水涂料两大类，截至2014年底公司拥有各类防水卷材生产能力9,000万平米，各类防水涂料生产能力18.5万吨；其余产品包括特种砂浆、建筑保温和无纺布。2014年公司销售收入50.1亿元，净利润5.77亿元，继续保持行业第一。

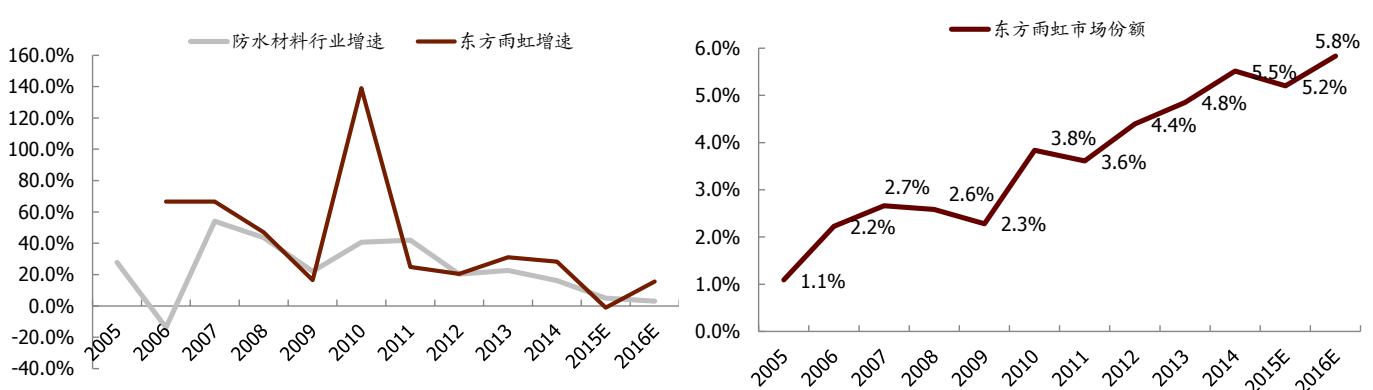
防水材料行业是一个千亿级别市场，行业极度分散，作为行业龙头东方雨虹2014年的市场份额约5.5%，提升空间巨大。过去十年，东方雨虹实现销售收入复合增长45%，净利润复合增长49%。2015年上半年，受到房地产市场下滑的影响，公司实现销售收入22亿元，同比下滑7%，市场份额同比下滑0.4个百分点至5.4%；上半年受到原材料成本下降的帮助，毛利率同比提升4个百分点至40.7%，实现净利润2.84亿元，同比增长26.7%，净利润率12.9%，创历史新高。

图表1：东方雨虹近五年销售收入和净利润增长情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

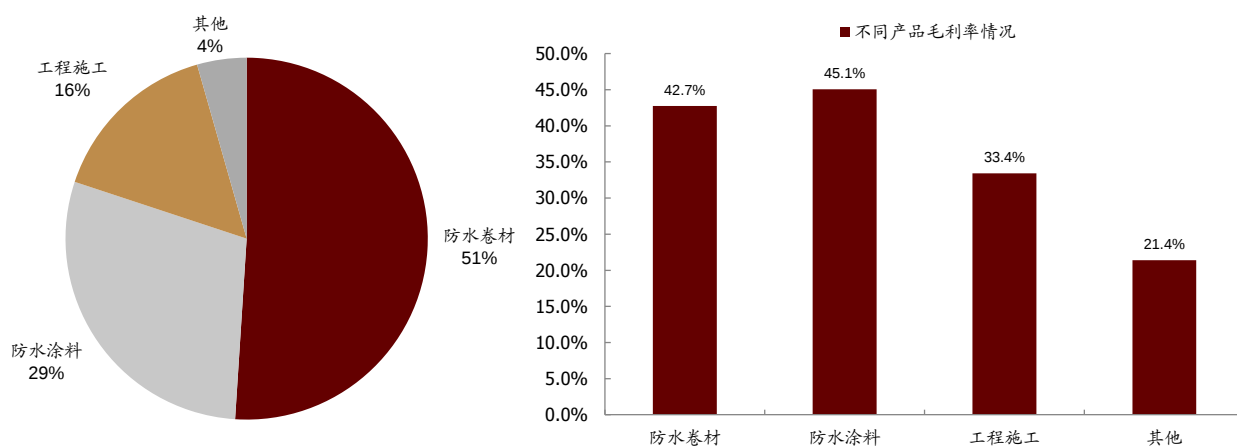
图表2：东方雨虹市场份额波动上升



资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 3：东方雨虹主要产品结构和毛利率情况（2015 上半年）

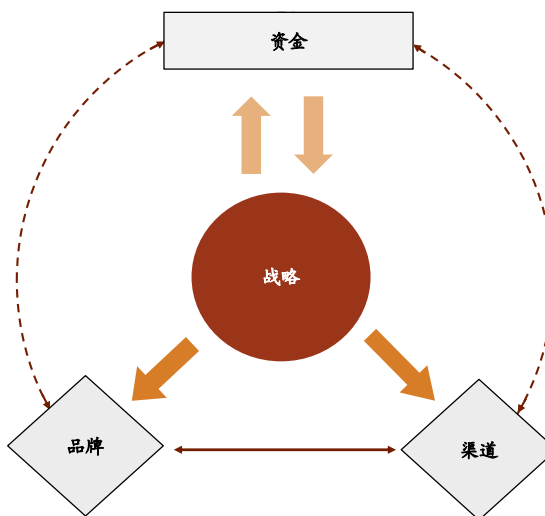


资料来源：公司资料，中金公司研究部

成功的基因——稳定高效的管理团队和正确的战略打造核心竞争力

防水材料行业进入门槛低、竞争激烈，市场参与者以中小民营企业为主，企业之间的竞争实力相差较大。我们研究认为，东方雨虹能在十年内持续快速地为行业龙头，并形成了资金、品牌、渠道为基础的核心竞争力，与其正确的战略制定和执行力密不可分，而战略和执行的成功背后则是稳定高效的管理团队和完善的激励体系。

图表 4：东方雨虹核心竞争力模型



资料来源：公司资料，中金公司研究部

稳定高效的管理团队是成功的基石

管理团队股权激励到位，拥有丰富行业经验。从股权结构来看，公司创始人和大股东李卫国持股比例为 31.22%，基本保持稳定；除大股东外，管理团队（董监高）合计持股比例约为 9.4%（含限制性股票），创始人和管理层对公司具有较高的掌控能力。此外，公司核心管理团队年龄在 40~50 岁之间，毕业于国内一流高校，在技术、市场和资本方面具有丰富的行业经验；稳定高效团队和股权激励是公司长期保持高速发展的核心驱动力。

限制性股票激励计划覆盖中层和技术人员。除了高管团队的股权激励，公司已完成对中层和核心技术人员的限制性股票激励计划，涉及股份 1,800 万股，占总股本比例 5.24%，



惠及中层管理人员和核心技术人员合计 19 人。根据限制性股票激励方案，业绩考核指标为以 2012 年净利润为基数，2013~2016 年净利润复合增长不低于 25% 左右，该目标已经提前完成。

图表 5：核心高管团队持股情况

姓名	职位	持有公司股份数量	持股比例	限制性股票数量	限制性股票持股比例
李卫国	董事长	259,983,704	31.22%		
许利民	副董事长	53,457,768	6.42%		
向锦明	董事	11,617,718	1.40%	776,000	0.09%
何绍军	董事	4,582,992	0.55%	375,000	0.05%
刘斌	董事、总经理	1,516,792	0.18%	450,000	0.05%
张颖	董事、常务副总	450,000	0.05%	450,000	0.05%
游金华	监事会主席	100,202	0.01%		
陈桂福	监事	2,000	0.00%		
文敬芳	副总、离任	750,508	0.09%		
张洪涛	副总、董秘	400,000	0.05%	300,000	0.04%
王新	总工程师	1,256,792	0.15%	300,000	0.04%
王文萍	副总经理	340,000	0.04%	300,000	0.04%
蒋凌宏	市场总监	366,800	0.04%	300,000	0.04%
合计		334,825,276	40.21%	3,251,000	0.39%
总股份		832,653,272			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

雨虹发展的战略路径：基建大客户→地产大客户→零售

公司保持十年快速发展的原因，除了稳定而优秀的管理团队，还有成功的战略，在多次遇到市场冲击时逆势发展。从公司历史来看，有三次关键的战略转型尤为重要。

图表 6：东方雨虹若干次重大战略转型和股价走势图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

第一次战略选择，基建大客户战略。2008~2010 年，公司选择基建大客户战略，业务主要面向高铁轨交领域，包括京津铁路、京广高铁、南广高铁等大项目带动了公司的第一轮快速成长，也因此成为了行业的领头羊。

第二次战略选择，地产大客户战略。2011 年动车事故发生，全国高铁投资出现了大幅萎缩，公司产品订单下降，最差的时候在 2012 年一季度出现了首次亏损。在业务不利局面下，公司迅速切入了房地产领域，与大地产商万科、保利等企业进行长期合作，通过房地产大客户战略重新开拓了市场，延续了高成长。

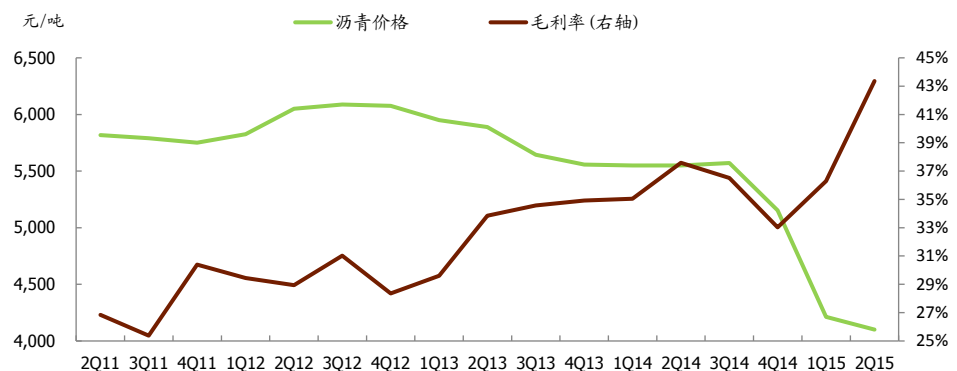


第三次战略选择，零售渠道。2014~2015年，房地产市场进入下行周期，防水材料需求增速下降，公司再次面临新的挑战。这次，公司看到了居民消费升级和房屋翻修需求的巨大潜力，选择将销售渠道转入零售，并打造“虹哥汇”体系，战略重心朝着民建市场转移。2015年上半年，公司零售渠道销售收入逆势增长超过30%，预计占整体收入的比例将从9%提升至14%，并在未来持续提高，成为公司新的增长极。

沥青价格下跌助毛利率提升

2014年以来，国际原油价格大幅下跌，布伦特原油价格从115美元/吨下跌至40美元/吨，跌幅达到65%；防水卷材的主要原材料改性沥青价格累计下跌1,900元/吨，跌幅34%，防水涂料的主要原材料丙烯酸价格在2014年单边下跌56%后，2015年底底部震荡。原材料成本占防水卷材总成本比例在90%以上，因此毛利率大幅提升，2015年上半年毛利率同比提高了4个百分点到40.7%，其中二季度创下了43.4%的历史新高；而改性沥青价格还在继续下跌，毛利率仍有望高位提升。

图表7：分季度毛利率走势 vs. 原材料价格走势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 22.5 元

从中长期来看，防水材料行业依然是“大行业、小公司”格局，龙头公司凭借资金、品牌和渠道优势持续提升市场份额的格局不变。短期内，受到地产下行影响公司上半年收入下滑7%，但我们预计在零售渠道发力的带动下，下半年需求有望回归4%的增长，全年增速为-1.0%，2016年收入恢复至15%以上的增长。此外，原材料价格下跌将帮助毛利率提升，从而带动业绩增速加快，我们预计公司2015/16年净利润实现30%和25%的增长。当前股价下，公司对应2015/16年的P/E分别为20x/16x，PEG分别为0.7x/0.6x。我们给予公司2016年20倍目标市盈率，对应0.8x PEG，未来12个月目标价22.5元，首次覆盖给予“推荐”评级。



千亿规模大行业，格局分散；龙头市场份额提升空间大

建筑防水材料主要应用于房屋建筑的屋面、地下室、外墙和室内，城市道路桥梁和地下空间，高速公路和铁路桥梁、隧道，水利工程坝体、水库、水电站等。根据测算，防水材料下游需求中，房地产、交通基建、工业建筑、民用建筑的占比约为 6:2:1:1。

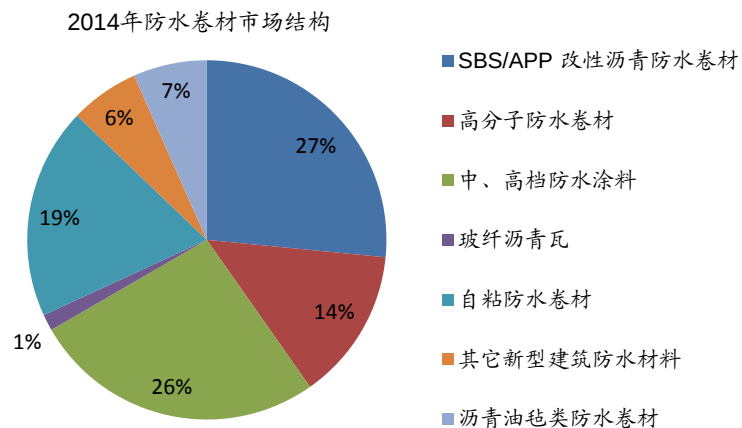
在产品结构上，建筑防水材料主要有防水卷材和防水涂料，前者包括新型建筑防水卷材和沥青油毡类防水卷材。随着产品升级和落后产能淘汰，近十年来新型建筑防水材料的占比逐渐提升至 90%以上，主要产品类别有 SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、中高档防水卷材、玻纤沥青瓦、自粘防水卷材等。

图表 8：防水卷材和防水涂料样品图片



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 9：防水卷材分类及占比情况



资料来源：公司资料，中金公司研究部

行业规模近千亿，进入增速换挡期

行业需求巨大，增速进入换挡期。过去十年，伴随我国城镇化和工业化的发展，建筑防水材料行业实现了年均 22% 的复合增长，2014 年市场规模达到 900 亿元，2015 年有望接近 1,000 亿元。根据建筑防水材料行业“十二五规划”，2015 年防水卷材的产量目标超过 16 亿平米，“十二五”期间年均复合增速 9%；而截至 2014 年数据显示，当年实际产量已经达到 16.7 亿平米，提前完成“十二五”规划目标，预计 2015 年产量有望超过



17 亿平米。往后看, 随着我国房地产行业进入需求拐点期, 建筑防水材料的新增需求增速也将逐渐放缓, 但在存量房屋翻修以及基建领域对防水材料需求的继续增长推动下, 行业需求仍有增长空间。

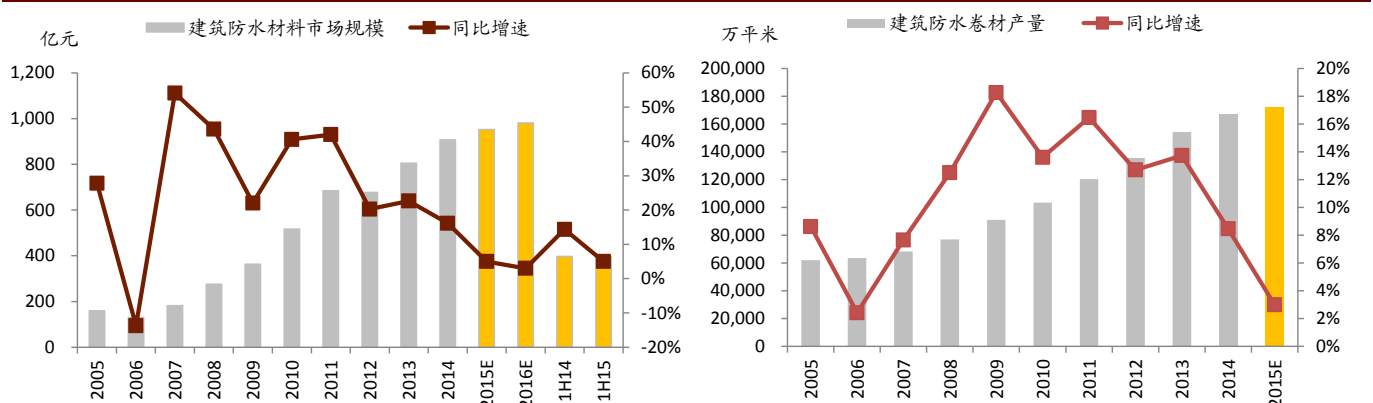
房地产新增需求进入拐点期, 进入增速换挡期

在房地产领域, 防水材料主要应用于屋面、外墙、地下室和厨卫阳台, 房地产行业占防水材料下游需求的比例接近 60%。其中, 防水卷材一般用于屋面、外墙、地下室等部位, 防水涂料多用于厨卫阳台。

房地产新增需求进入拐点期, 未来存量住房翻修需求有望提升。从中长期来看, 房地产需求已经进入拐点期, 随着房屋销售和新开工面积的下降, 施工面积的增速也进入下降阶段; 防水材料的需求增长与房屋施工面积相关性较高, 中长期来看将步入增速换挡期, **短期来看, 受到施工面积增速的不断下滑, 我们预计防水材料行业 2015~2016 年行业规模分别同比增长 5% 和 3%。**但另一方面, 伴随存量房屋的增加, 房屋翻修带来的需求将持续提升, 有助于减缓增速的下行; 我们假设存量房屋每十年翻修一次, 则大致测算截至 2014 年房屋翻修对防水材料的需求仅占到总需求的 5.8%, 2015 年起占比快速提升, 预计提高 2015~2016 年施工面积增速 1.3 和 0.2 个百分点, 十年内存量翻修需求的占比有望提升到 15% 以上。

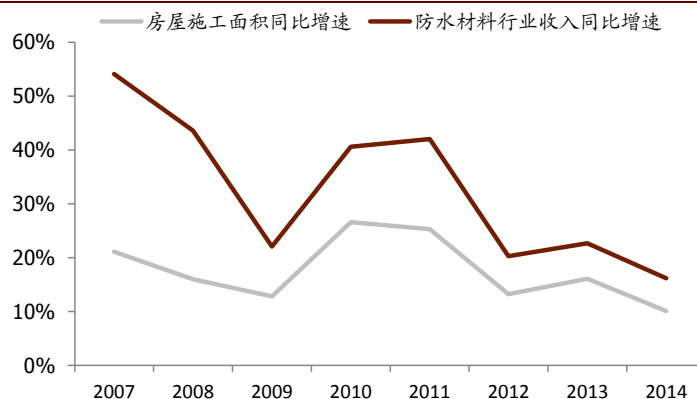
房屋渗漏率高, 民众防水意识提升。根据中国建筑防水协会和北京零点市场调查与分析公司共同发布的《全国建筑渗漏现状调查研究报告》显示, 全国 28 个城市、850 个社区、2,849 栋楼房、3,674 名住户中, 建筑屋面渗漏率达到 95.33%, 地下建筑渗漏率达到 57.51%, 住户住宅渗漏率达到 37.48%。随着各地针对房屋渗漏的报道越来越多, 民众的防水意识也在不断提高。

图表 10: 防水材料行业市场规模和同比增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

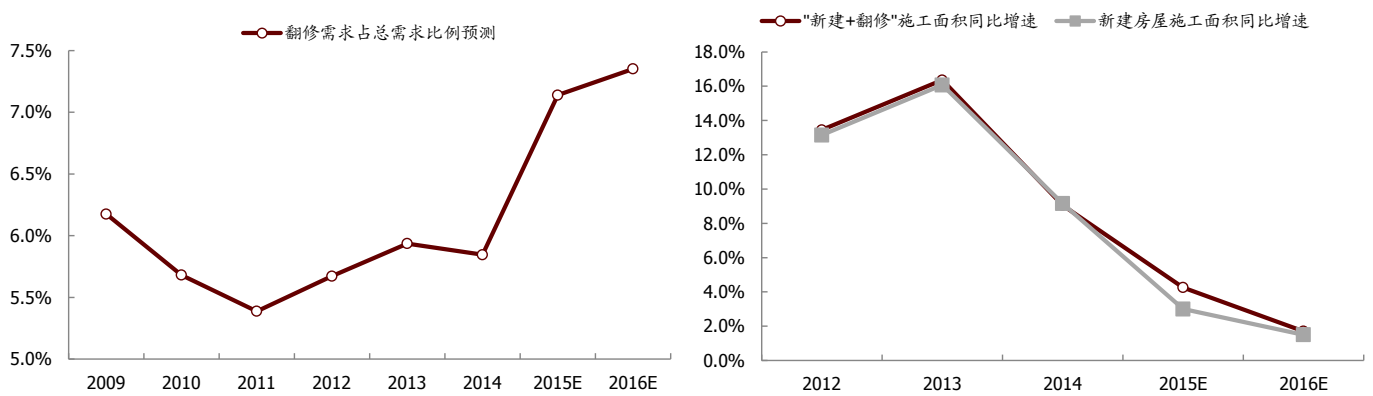
图表 11: 房屋施工面积同比增速 vs. 防水材料行业收入同比增速



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部



图表 12：房屋翻修需求占总需求比例逐渐提升（中金测算）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

基建投资维持对防水材料的旺盛需求

在基建领域，防水材料主要用于铁路、公路的桥梁隧道、水利设施和市政工程，占需求的比例约为 20%。在经济下行压力突出背景下，基建投资作为稳增长的重要手段将在短期内维持高位，从而对冲房地产投资下滑对需求的负面影响。

高铁建设重回高峰，带动防水材料需求。短期来看，根据铁路总公司规划，2015 年铁路固定资产投资维持 8,000 亿元，与去年持平；全年计划投产新线 8,000 公里。此外，2014 年 9 月至今发改委累计批复核准的铁路项目总投资已超过 1 万亿元，这为 2015 年铁路投资持续保持增长奠定了基础。长期来看，“十三五”期间预计区域城际铁路规划达到 1.1 万公里，加上未完工的高铁，“十三五”高铁新增总里程将达到 1.7 万公里，超过“十二五”期间的 1.6 万公里。我们预计，2014~2020 年，高铁防水材料市场年均规模可达 60~100 亿元，相比目前规模有望翻番。

公路基建领域防水材料需求持续高增长。高铁网络的形成推动周边路网体系的建立，进一步形成以高铁站点为核心的小商圈甚至 TOD 建设，由此带动的一系列建设工程包括公路、航空、商业地产、房建等将进一步带动防水材料需求。预计到 2020 年，全国公路总里程将达到 250 多万公里，其中高速公路将达到 7 万公里以上，高速公路的发展加大了道桥专用卷材、纤维增强改性沥青涂料、高性能聚脲等新型路桥建筑防水材料的市场需求。2014 年，全国完成公路建设投资 1.55 万亿元，同比增长 12.9%，增速较前一年提高 5.2 个百分点；2015 年上半年公路投资完成 6,469 亿元，同比增长 10.2%，延续了两位数的快速增长趋势。

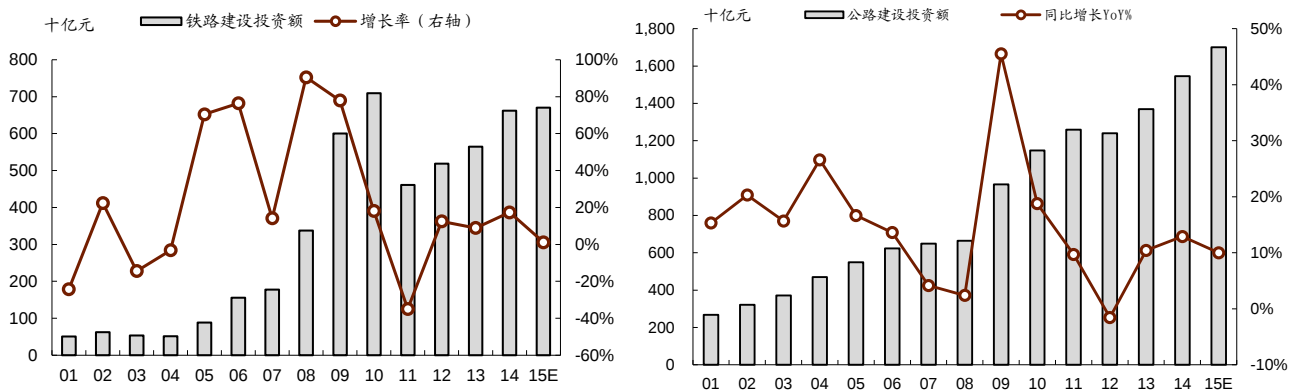
轨道交通建设进入高速发展期。近年来，我国城市轨道交通发展迅速，一些大城市、特大城市在交通日益拥挤的情况下正大力发展城市轨道交通。根据发改委披露的数据，截至目前已有 22 个城市开通了城市轨道交通，运营总里程 2,764 公里，39 个城市公布了城市轨道交通发展规划，规划总里程 7,300 公里，预计到 2020 年将达到 50 个城市，总里程将达到 6,000 公里，总投资有望超过 4 万亿元。城市轨道交通作为地下工程，将带来巨大的防水材料需求。

地下管网建设迎来高峰。根据国务院办公厅发布的《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，力争 5 年内完成城市地下老旧管网建设，将管网漏失率控制在国家标准以内，显著降低管网事故率，用 10 年时间建成完善的地下管网系统。地下管网建设预计将带来 4,000~5,000 亿元的投资，为防水材料需求带来新的增量。

水利投资仍在高峰期。水利部开启了全国水利发展“十三五”规划编制工作，2014~2015 年和十三五期间将分步建设纳入规划的 172 项重大水利工程，其中 2015 年规划水利投资 8,000 亿元，同比增长 27%，延续高速增长的趋势。

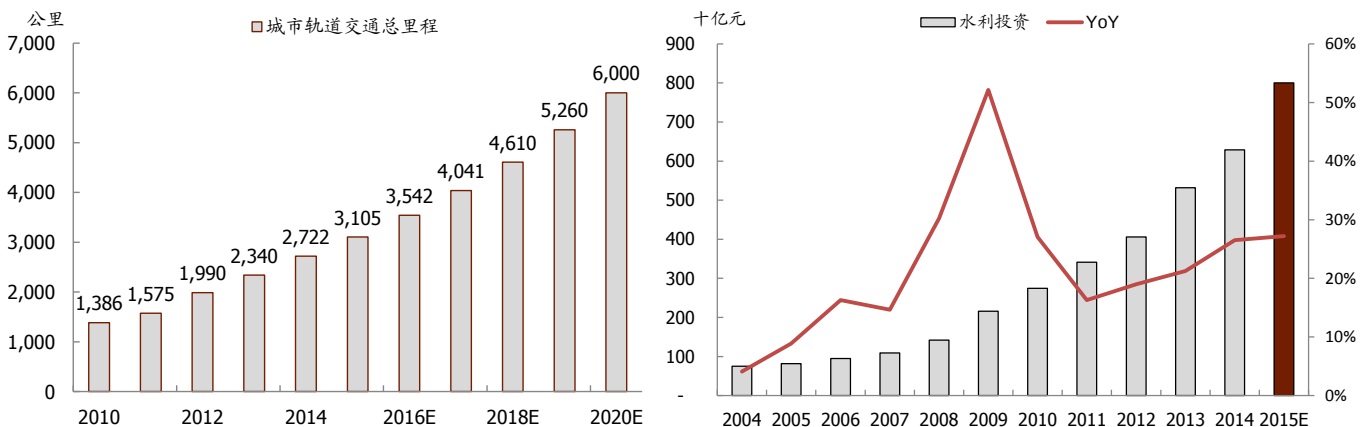


图表 13：铁路投资重回高潮，公路投资延续中高速增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 14：轨道交通投资进入高速增长期，水利投资仍在高峰



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

大行业、小公司，消费升级助行业集中度提升

市场分散，竞争激烈。防水材料行业本身并无技术壁垒，进入门槛不高，产品质量参差不齐，竞争激烈，且大多数企业规模较小，行业集中度较低。根据防水材料行业协会统计，全行业有 2,000 多家企业，其中 483 家重点企业平均销售规模只有 1.5 亿元，前五十强企业市场占有率不足 20%，龙头企业市占率仅有 5%。分散的市场造成了激烈的竞争和较低的利润率水平，2014 年全行业整体毛利率约为 14.4%，同比下滑 0.7 个百分点，净利率不足 5%。

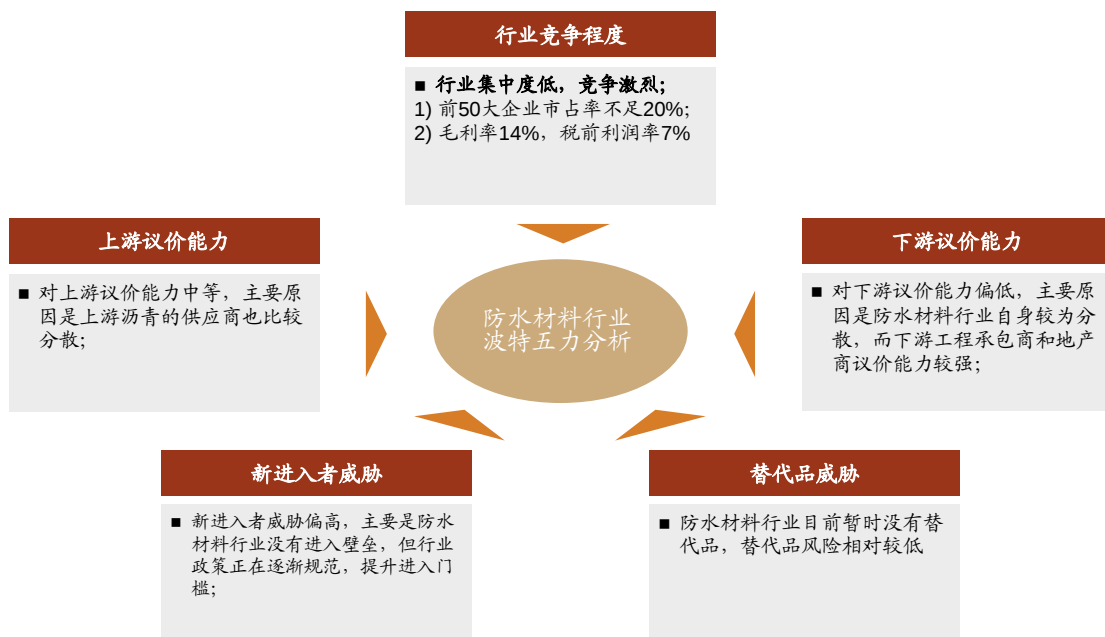
政策提高准入门槛，有利于集中度提升。根据《建筑防水材料十二五规划纲要》和《建筑防水卷材行业准入标准》，行业新建产能的准入门槛大大提高，其中规定新建改性沥青防水卷材单线产能不低于 1,000 万平米，高分子防水卷材单线产能不低于 300 万平米，这样单线投资规模上升到 1 亿元，提高了准入门槛。政策的出台意在规范市场秩序，也为行业集中度的提升奠定了基础。

产品结构升级，新型防水卷材比例提升。随着“十二五”规划淘汰了小型改性沥青和高分子防水卷材以及沥青复合胎柔性防水卷材，过去 15 年，新型防水卷材的比例从 35% 提升到了 94%，产品结构得到了升级。

东方雨虹是中国建筑防水材料行业最具竞争力和成长性的龙头企业，公司在研发、品牌、管理、资金、渠道等多方面具有优势，又是唯一的上市公司，在行业需求增长和集中度提升的大背景下，市场占有率有望持续提升，从而实现长期快速成长。

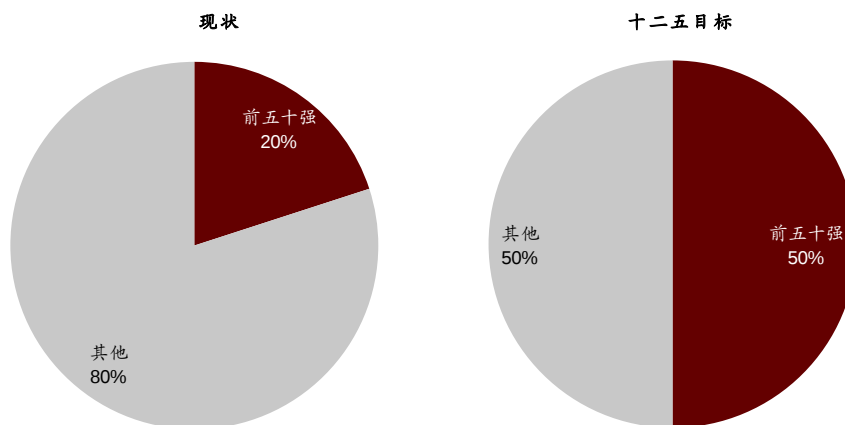


图表 15：防水材料行业波特五力分析



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 16：防水材料行业市场集中度提升是发展趋势



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 17：防水材料行业主要政策

时间	政策法规	主要内容
2006年	建筑防水行业“十一五”发展规划纲要	到2010年，新型防水材料在全国防水工程中的应用占有率达到75%，应用量达到64000亿平方米；提高行业集中度，前20名企业产品市场占有率达到50%以上；培育出约5%的行业知名品牌产品，力争3~5个品牌进入“中国名牌产品”或“中国驰名商标”产品行列，建立1~2个防水材料住宅产业化基地；淘汰落后生产能力1亿平方米。
2011年	建筑防水行业“十二五”发展规划纲要	淘汰年产500万平方米以下的改性沥青类（含沥青基自粘）防水卷材生产线。新建改性沥青类（含沥青基自粘）防水卷材生产线规模达到1000万平方米/年以上；淘汰年产100万平方米以下的高分子防水卷材（TPO、PVC）生产线。新建高分子防水卷材（TPO、PVC）生产线规模达到300万平方米/年以上。
2013年	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/年（以产品标准中厚度最小的产品、250天/年、16小时/天运行计）；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。

资料来源：公司资料，中金公司研究部



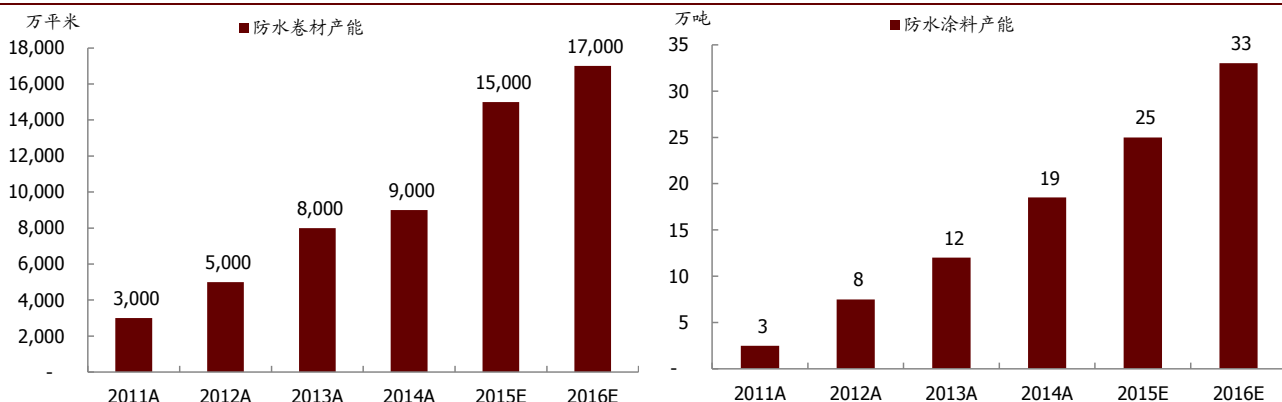
主业增长触底回升，多元化业务空间大

东方雨虹作为防水材料行业龙头，也是唯一一家上市公司，过去十年市场占有率从 1% 提升到 5.5%，未来仍有广阔的提升空间。公司凭借资金、品牌和渠道上的优势，通过区域扩张，有望继续提升市场份额。2015 年上半年受到地产下滑影响，收入同比下滑 7%，市场份额同比下降 0.4 个百分点至 5.4%，主要是防水卷材下滑所致；然而零售端的发力初露头角（上半年收入增长超过 30%），防水涂料收入增长 3.5%，销量规模增长超过 30%，下半年收入增速有望触底回升，并持续改善。

定向增发加强资金实力，产能规模快速扩张

2014 年，公司完成定向增发募集 12.6 亿元资本金，净负债率降至 -7%，未来 2~3 年仍是公司产能的快速扩张期。截至 2014 年底，公司拥有 9,000 万平米防水卷材和 18.5 万吨防水涂料的产能；募投项目投产后预计产能可达 1.7 亿平米防水卷材和 29 万吨防水涂料；此外，远期还有安徽芜湖基地 4,000 万平米防水卷材、28 万吨防水涂料+砂浆的以及 80 万方石墨聚苯板的建设规划，预计在 2016 年开始逐步投产。

图表 18: 东方雨虹防水卷材和涂料产能继续稳步扩张



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 19: 东方雨虹产能规划项目

	地点	项目	投资额（万元）	区域	建设时间表	项目预计收益
定增项目	唐山	4000万平方米防水卷材和4万吨防水涂料	36,152	华北	建设期2年，一期2000万平+4万吨，二期2000万平	年收入13亿元，IRR30%
	咸阳	2000万平方米防水卷材和4万吨防水涂料	25,430	西北	建设期1年，2000万平+4万吨	年收入8亿，IRR28.8%
	徐州	年产9万吨防水涂料	15,700	华东	建设期1年，9万吨	年收入9.4亿，IRR41%
	锦州	年产2000万平方米防水卷材	14,586	东北	建设期1年，2000万平	收入5亿，IRR23.9%
	德州	年产1万吨非织造布	10,470	华东	建设期2年	年收入1.5亿元，IRR9%
		偿还贷款	25,000			
未来计划	安徽芜湖	防水卷材4000万方，防水涂料与砂浆产品28万吨，石墨聚苯板80万方	157,800	华东	计划中，已完成工商注册	年收入32亿，利润2.6亿

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

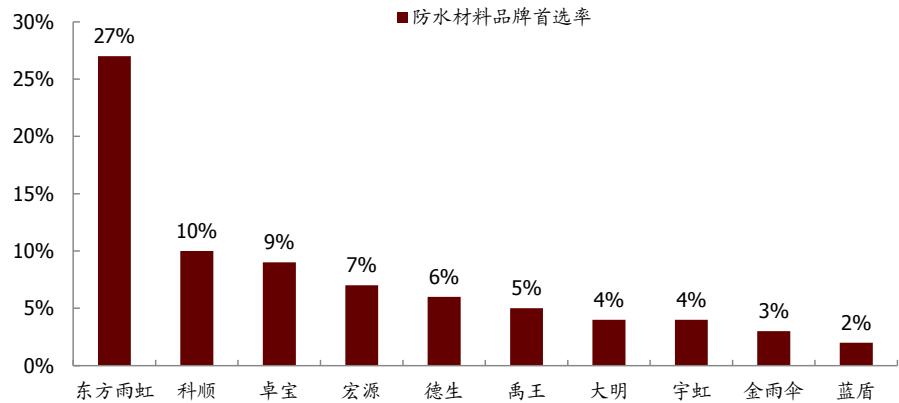
品牌知名度打造护城河

消费者意识提高，品牌溢价提升。防水材料行业过于分散，产品质量参差不齐，假冒伪劣产品众多，造成房屋渗漏屡见不鲜。调查资料显示，建筑屋面渗漏率超过 95%，地下建筑渗漏率超过 50%，而住户住宅渗漏率平均超过 35%；随着人们消费意识的提高，近年由劣质防水材料造成房屋漏水的投诉案例大幅增加。另一方面，防水材料占建筑安装成本的比例较低（不高于 5%），成本敏感度低，因此无论是开发商还是消费者都开始注重选择更具品牌形象的产品，品牌溢价开始凸显。



“东方雨虹”品牌是防水材料行业第一品牌，公司也是中国房地产开发企业防水材料首选供应商，首选率达到 27%，大大超越第二名的 10%，是名副其实的防水材料行业第一品牌。

图表 20：2014 年防水材料行业品牌首选率排名



资料来源：中房网，中金公司研究部

广告和线下活动打造品牌形象。公司凭借资金优势，加大品牌广告投放力度，通过央视广告、核心城市电台广告等媒体，增加品牌知名度；开展“服务百姓、拒绝渗漏”等公益活动，携手地方电视台和各大官方网络平台，向消费者普及防水知识和施工演示，提升品牌影响力。

“虹哥汇”打造品牌传播新渠道。公司推出依托会员制管理的“虹哥汇”微信平台，加强和装修设计师、工长等专业人员的联系，快速、精准地推送产品信息和施工标准，开展技术培训和联谊活动相结合的线下推广活动。在家装行业，设计师和工长往往对于用户产品的选择具有重要的决定作用，因此“虹哥汇”作为公司开拓民建市场（零售渠道）具有重要的意义，也为公司品牌的传播建立了最直接的渠道。截至 2014 年，“虹哥汇”会员人数突破 4 万人，计划到 2016 年达到 10 万人；若每个会员能带来 1 万元的销售额，“虹哥汇”还将成为一个 10 亿元级别的重要销售渠道。

渠道：打造直销、工渠、零售、电商多层次综合营销网络，积极拓展零售渠道

公司目前销售渠道主要分为直销、工渠和零售，2014 年比例大致为 65%:26%:9%，从长期规划来看，公司将打造一个直销、渠道、零售、电商多层次综合营销网络。

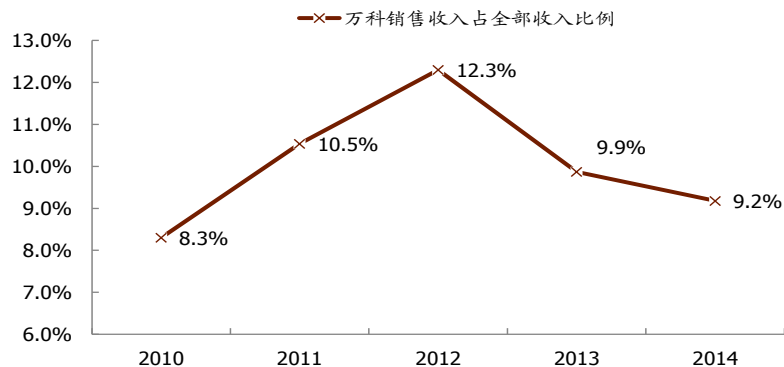
直销渠道上，大客户模式从高铁向房地产的成功应用。公司长期以来坚持直销绑定大客户的销售模式。2010 年以前，公司直销大客户主要是铁路基建业主，在高铁经历撞车事故而投资大幅下降后，公司迅速切入房地产领域，2014 年前五大客户销售占比约为 19%。截至目前，公司已经与万科、保利、金地、龙湖等多个国内大型地产商签订了战略合作协议，成为其长期供货商。随着战略客户的不断增加，销售对单一客户的依赖度逐渐下降，以第一大客户万科为例，2011 年以来其销售占比呈逐渐下降的趋势。

分销渠道上，主要包括工程和零售经销商。公司目前建立了超过 1,000 家工程渠道经销商的网络，针对核心城市工程市场，工程渠道基本铺设完成；由于工程渠道深入三四线城市，因此受到今年房地产市场下滑的影响更大，预计 2015 年上半年工程渠道的销售收入下滑幅度可能在 20~30% 左右，未来工程渠道的贡献仍继续受到房地产市场的重要影响。零售渠道包括 800 家零售渠道经销商和 8,000 家门店，主要针对家装公司、建材市场等，公司计划继续提高零售渠道的覆盖深度，扩大区域和三四线城市渗透。2014 年，零售渠道对销售的贡献逐渐增加，销售收入占比已经提高到 10% 左右，是未来驱动收入增长的又一重要引擎；2015 上半年，尽管工程市场表现疲弱，但零售渠道依然实现了 30% 以上的较快增长，预计全年零售渠道的占比有望提高到 14~15%，提升 5 个百分点。



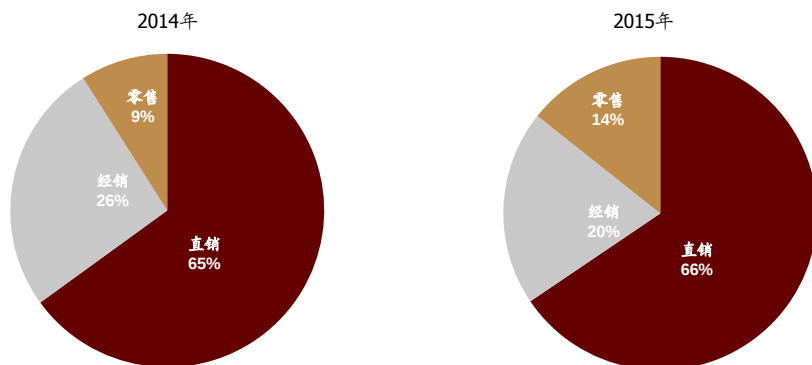
电商渠道上，公司已完成天猫、京东、亚马逊等电商平台的布局，并与齐家网形成了战略合作伙伴关系，开展线上市场营销、推广活动。

图表 21：对万科地产销售额占比成下降趋势



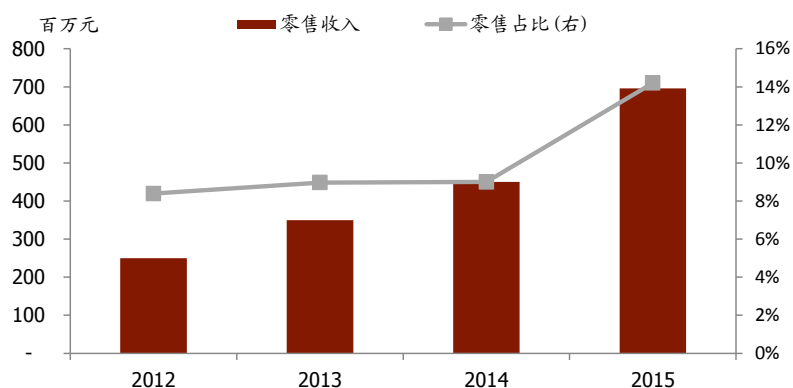
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 22：直销、经销和零售比例（2015 年为中金预测）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 23：零售收入和贡献比例（2015 年为中金预测）



资料来源：公司资料，中金公司研究部

成立互联网子公司，打造建材 O2O 平台

公司出资 5,000 万元成立了子公司“虹网科技”，专营建材 O2O 平台；虹网科技不仅是公司对电子商务的渠道探索，更是对运营管理和商业模式的升级。目前国内大型电子商务平台已经搭建完成（淘宝、京东等），但侧重于垂直服务的线上线下融合的 O2O 平台



尚未真正形成,尤其是防水材料的功能体验不能单纯依赖线上售卖来实现,因此垂直类的建材 O2O 平台仍有用武之地。

多元化业务快速发展

除了防水材料主业的内生增长外,多元化业务也将带来一个更大的市场空间,并且正以更快的速度实现增长。以 2014 年为例,其他业务收入占全部收入的比例约为 4.8%,其中增速为 87%,远远高于防水材料业务的增速;2015 上半年,尽管防水材料受市场影响出现收入同比下滑,但多元化业务依然实现了 21%的同比增长,占比提高到 6%。

建筑保温

基于防水卷材工程施工业务延伸而来的建筑外墙保温业务,是对客户资源的深度利用;目前主要在工程施工领域,暂未涉及保温材料。2015 上半年,建筑保温业务的收入增长亦在 30%以上;未来若芜湖项目 80 万方石墨聚苯板投产,则建筑保温业务将实现施工+材料一体化发展。

特种砂浆

特种砂浆主要包括瓷砖胶、勾缝剂、硅藻泥等产品,该业务 2014 年的收入规模在 5,000 万元左右,预计 2015 年实现翻番增长。

- 1) 瓷砖胶是一种新型的材料,其主要用于替代传统水泥砂浆,用作瓷砖、面砖和地砖的粘结剂,广泛适用于外墙、地面、浴室、厨房等建筑装饰场所,具备粘结强度高、耐水、耐冻融、耐老化性能好及施工方便等特点。瓷砖胶在发达国家已经较为普及,甚至巴西这样的发展中国家普及率都接近 85%。我国瓷砖胶的普及率仍较低,据统计 2013 年国内瓷砖消耗量接近 85 亿平米,理论计算瓷砖胶的需求量为 9,000 万吨,但实际使用量仅有 300 万吨,大部分仍采用传统水泥砂浆,未来瓷砖胶的普及率提升空间非常广阔。根据中国建材网统计,按照市场占有率和业主口碑来排名,目前瓷砖胶的十大品牌包括:德高(DAVCO)、马贝(MAPEI)、万施博(WASPER)、波士胶(Bostik)、巴斯夫(BASF)、澳洲高能、裕川、盾石(DUNSHI)、塞力特(CERESIT)、筑邦,东方雨虹在国内排名靠前,但规模上仍有较大提升空间。
- 2) 勾缝剂是一种以水泥为基材的固体粉末。主要用于瓷砖、面砖、大理石、花岗石等砖材之间填缝用。产品具有防裂、抗水及良好的耐久性,同时可有效阻止水泥砂浆中游离钙的析出,使装饰砖材的美观效果更为显著,是装饰材料的一种。
- 3) 硅藻泥是一种以硅藻土为主要原材料的内墙环保装饰壁材,具有消除甲醛、净化空气、调节湿度等功能,是替代壁纸和乳胶漆的新型绿色室内装饰材料,广泛适用于家庭公寓、养老院、医院、会所、酒店、写字楼等场所。2015 年 5 月,子公司华砂砂浆通过收购和增资获得了长沙洛迪环保科技有限公司 70%股权,后者是国内硅藻泥领域唯一能生产所有品种产品的公司,两者的结合将充分利用洛迪的产品优势以及东方雨虹的渠道优势,加速硅藻泥产品的发展。

无纺布

无纺布又称非织造布,是由定向的或随机的纤维而构成,是新一代环保材料,具有防潮、透气、不助燃、易分解、无毒无刺激性、色彩丰富、价格低廉、可循环再用等特点,可用于农用薄膜、皮革、床垫、装饰、化工、建材家居等领域,产品环保用途广泛。目前,公司无纺布主要用作防水卷材的原材料,随着未来德州基地 1 万吨无纺布生产线的投产,中期计划将无纺布按照自用、出口、内销各占三分之一的结构进行发展。



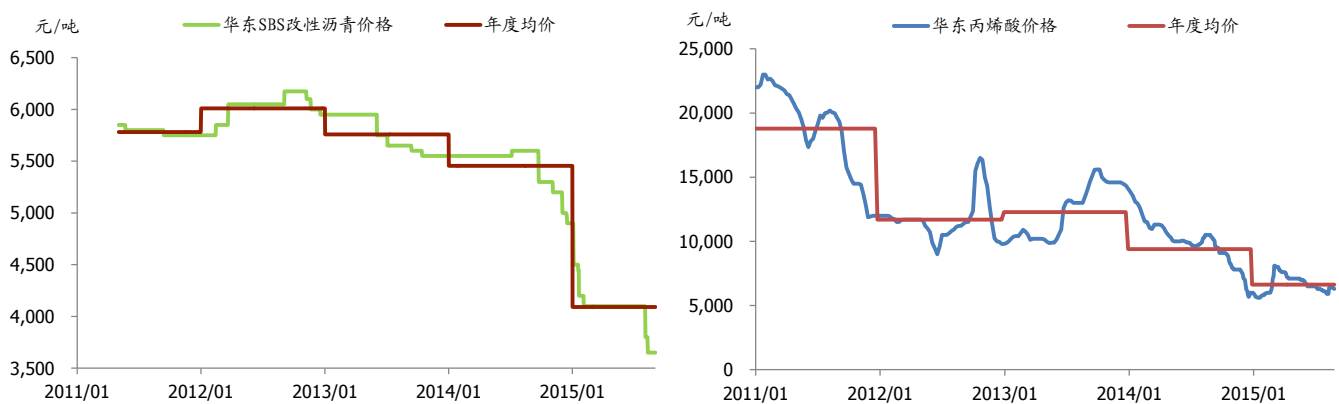
财务分析: 净利润率提高, 带动 ROE 持续上升

原材料价格大幅下跌, 毛利率持续创新高

防水卷材和防水涂料的主要原材料分别是沥青和丙烯酸, 原材料占成本的比例超过 90%。

2014 年以来, 国际原油价格大幅下跌, 布伦特原油价格从 115 美元/吨下跌至 40 美元/吨, 跌幅达到 65%; 防水卷材的主要原材料改性沥青价格累计下跌 1,900 元/吨, 跌幅 34%, 防水涂料的主要原材料丙烯酸价格在 2014 年单边下跌 56% 后, 2015 年底部震荡。原材料成本占防水卷材总成本比例在 50% 以上, 因此毛利率大幅提升, 2015 年上半年毛利率同比提高了 4 个百分点到 40.7%, 其中二季度创下了 43.4% 的历史新高; 而改性沥青价格还在继续下跌, 毛利率持续提升。

图表 24: 沥青和丙烯酸价格大幅下跌



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 25: 东方雨虹季度毛利率情况



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

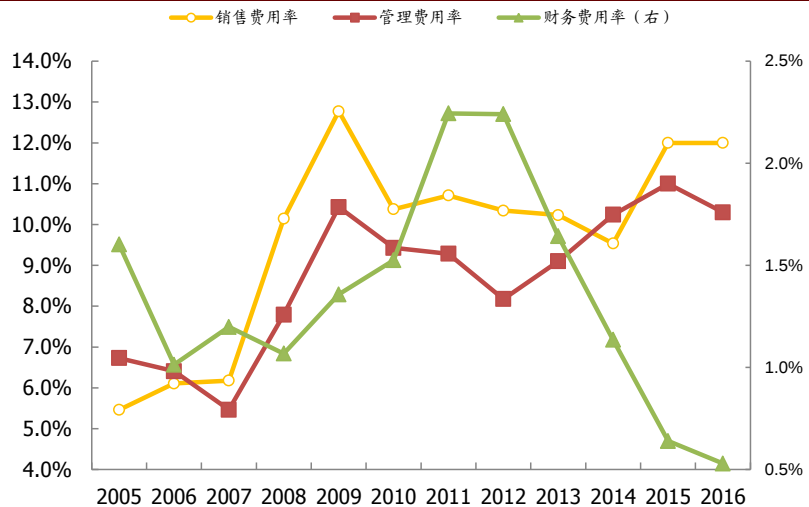
规模效应有望带动费用率下降

销售费用率受到收入增长的影响较大, 2010 年以来费用率持续下降, 但随着公司在零售渠道建设上增加投入, 叠加 2015 上半年收入的下滑, 上半年销售费用率大幅上升, 后期需要收入的持续增长来消化。管理费用方面, 2013~2014 年股权激励费用推高了管理费用, 但该影响将自 2015 年起大幅减弱, 管理费用的增长大幅放缓, 但同样收入下滑影响,



费用率在上半年有所反弹, 预计 2016 年将开始回落。财务费用方面, 随着公司定向增发的完成, 净负债接近于零, 同时央行持续降息政策推动下, 财务费用率大幅下降。

图表 26: 东方雨虹三项费用率



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

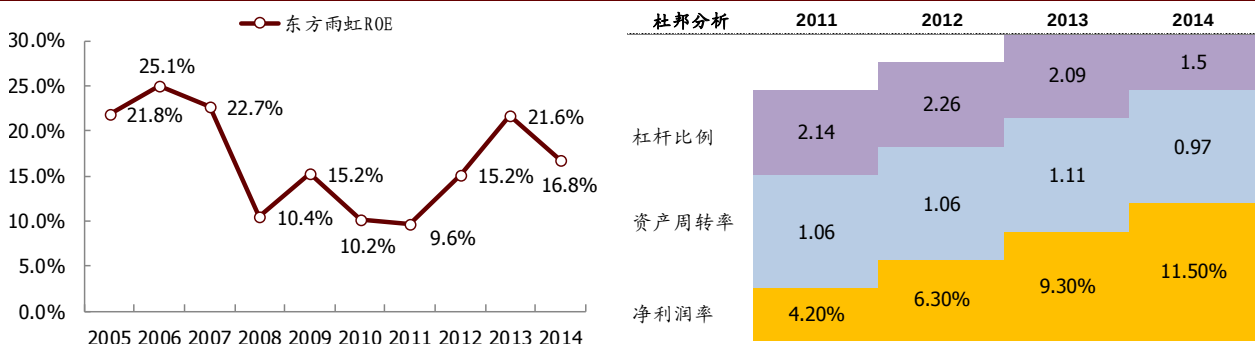
净利润率带动 ROE 持续提升

2011~2013 年, 公司 ROE 从历史底部的 9.6% 上升到 21.6%, 主要由净利润率提升带动。

- ▶ **净利润率从 4.2% 上升到 9.3%**, 上升 5.1 个百分点, 其中毛利率上升贡献 6.2 个百分点, 是主要驱动因子; 往后看, 毛利率的上升仍是净利率持续提升的主要动力。
- ▶ **资产周转率整体平稳**: 从资产周转率来看, 2011~2013 年从 1.06x 小幅提高到 1.1x, 整体平稳; 其中应收账款周转天数维持 120~130 天, 主要是由于直销比例高达 60% 以上, 而直销大客户通常是房地产商和基建施工方, 应收账款账期略长; 存货周转天数从 110 天下降至 70 天左右, 显示存货管理能力的提高; 最近 3 年的净运营资本周转率稳定在 3.1~3.2 之间, 表明公司运营资本周转能力较为平稳。
- ▶ **杠杆比例同样平稳, 负债率健康**: 2011~2013 年, 公司杠杆比例基本稳定, 整体杠杆水平约为 2.2x (总资产/净资产), 净负债率平均为 36%, 处于健康水平。

2014 年, 公司完成定向增发, 净利润率进一步提升了 2.2 个百分点到 11.5%, 但杠杆率水平从 2.1 降低到了 1.5, 同时资产周转率从 1.1 降低到 0.97, 导致 ROE 水平从 21.6% 下降到了 16.8%。尽管 ROE 受到定增摊薄, 但随着负债水平的下降, 财务状况进一步优化, 为持续成长奠定了基础。

图表 27: 东方雨虹净资产收益率和杜邦分析表



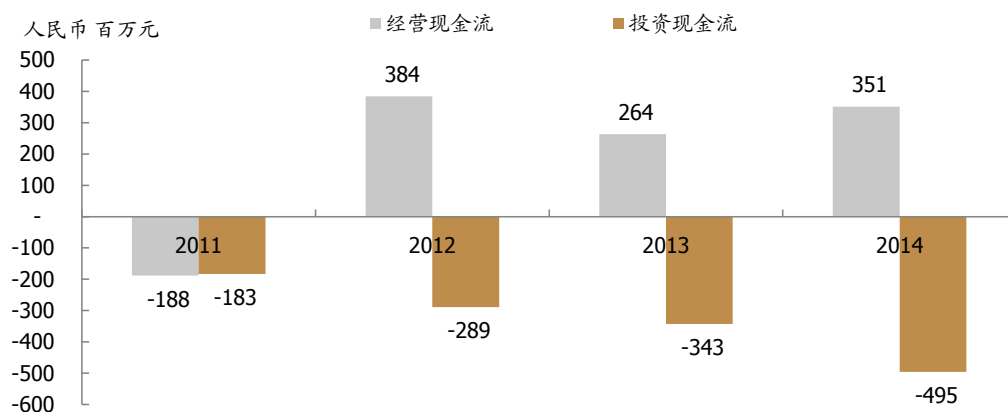
资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



现金流分析：零售转型有望进一步提升经营性现金流

经营现金流稳定增长，但资本开支较大，导致过去融资需求强。2012 年开始，随着大客户逐渐转移到房地产商，公司运营资本的周转率基本稳定，过去三年经营性现金流整体保持了稳定增长的势头；但产能扩张对资本开支的需求较大，因此公司仍实施了定向增发以充实资金规模。

向零售渠道转型，经营性现金流有望进一步改善。近几年公司加大了经销商渠道的建设，经销商渠道销售收入的占比从 2007 年的 17% 上升到 2013 年的 35%。其中，工程渠道经销商数量从 2007 年的 300 家提升至 1,000 家；零售渠道经销商数量提高到 800 家，门店数量提升至 8,000 个，未来工零售渠道销售收入占比有望进一步提升。渠道经销商一般采取现款现货的销售模式，有望提升经营性现金流。以 2015 上半年为例，经营性现金净流入 5,112 万元，同比提高了 1.1 亿元。

图表 28：经营性现金流 vs. 投资性现金流

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 29: 东方雨虹三张财务报表及预测

利润表	损益表(人民币百万)							
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	829	1,982	2,474	2,979	3,903	5,006	4,954	5,723
销售成本	-532	-1,411	-1,791	-2,102	-2,584	-3,222	-2,910	-3,310
营业费用	-106	-206	-265	-308	-399	-477	-594	-687
管理费用	-86	-187	-230	-244	-355	-513	-545	-589
EBIT	98	163	159	289	509	721	833	1,053
EBITDA	110	186	189	328	561	802	949	1,213
财务费用	-11	-30	-56	-67	-64	-57	-32	-31
投资收益	0	0	0	0	3	4	6	10
其他损益项	3	-12	13	0	-4	-17	35	20
利润总额	90	121	117	223	444	651	842	1,052
所得税	-16	-14	-13	-31	-74	-69	-84	-105
少数股东损益	-1	-3	0	-3	-6	-6	-8	-10
归属于股东的净利润	73	104	105	189	364	577	750	937

资产负债表	资产负债表(人民币百万)							
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
现金	159	779	359	417	414	969	716	658
应收帐款	298	537	722	897	1,219	1,542	1,682	1,992
预付帐款	80	136	167	88	160	74	120	136
存货	234	412	549	517	490	626	717	907
其他流动资产	-	-	-	21	32	30	30	30
流动资产	816	1,922	1,858	2,014	2,429	3,571	3,609	4,119
固定资产	168	223	364	540	774	1,082	1,503	1,881
长期投资	-	-	-	33	33	33	33	33
其他长期资产	28	52	104	225	283	455	528	601
非流动资产	196	276	468	798	1,091	1,570	2,065	2,515
资产总额	1,011	2,198	2,326	2,811	3,520	5,141	5,673	6,634
短期借款	293	815	860	758	993	560	560	560
各项应付款	137	216	323	442	583	729	770	768
应交税费	38	53	40	83	171	164	120	136
应付职工薪酬	3	6	6	7	8	23	21	24
其他流动负债	45	74	-1	265	50	96	-41	64
流动负债	516	1,164	1,228	1,554	1,805	1,572	1,430	1,551
长期借款	-	-	-	-	-	-	-	-
其他长期负债	3	1	-	-	14	106	106	106
非流动负债	3	1	-	-	14	106	106	106
负债总额	519	1,165	1,228	1,554	1,819	1,678	1,536	1,658
少数股东权益	11	14	10	13	19	26	33	43
股本	79	172	344	344	360	416	833	833
公积金及未分配利润	402	846	745	901	1,321	3,020	3,271	4,099
归属于母公司股东权益	482	1,018	1,088	1,245	1,681	3,437	4,103	4,932
负债及股东权益	1,011	2,198	2,326	2,811	3,520	5,141	5,673	6,634

现金流量表	现金流量表(人民币百万)							
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
净利润	73	104	105	189	364	577	750	937
折旧/摊销	12	23	30	39	52	81	116	160
运营资本变化	-138	-360	-339	178	-248	-397	-433	-447
其他项	13	46	16	-22	96	90	34	31
经营活动现金流量	-40	-187	-188	384	264	351	466	681
固定资产投资	-83	-115	-189	-261	-366	-535	-529	-529
其他投资活动	-2	-20	5	-28	23	40	-76	-72
投资活动现金流量	-85	-136	-183	-289	-343	-495	-605	-601
股权融资	-	456	-	-	111	1,260	-	-
借款变动	173	517	43	34	66	-464	-	-
其他融资活动	-30	-54	-98	-101	-133	-129	-115	-139
融资活动现金流量	143	918	-56	-67	45	667	-115	-139
现金及现金等价物变动	19	596	-427	28	-35	523	-253	-58

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



盈利预测和估值建议

盈利预测：零售带动收入增长；毛利率上升

短期收入下滑，下半年零售发力触底回升

从产能规模来看，截至 2014 年底公司拥有 9,000 万平米防水卷材和 18.5 万吨防水涂料生产能力；随着定增募投项目投产，预计 2016 年底进一步新增 6,000 万平米防水卷材和 11 万吨防水涂料产能。尽管行业增速受到房地产下滑影响，公司短期销售收入增速有所放缓，但通过中西部地区的扩张和三四线城市的渗透，以及零售渠道的发力，销售规模仍有望恢复增长。我们预计 2015~2016 年公司收入增速为-1.0%/15.5%。

原材料价格下跌助成本下降，毛利率大幅提升

2014 年以来，国际原油价格大幅下跌，布伦特原油价格从 115 美元/吨下跌至 40 美元/吨，跌幅达到 65%；防水卷材的主要原材料改性沥青价格累计下跌 1,900 元/吨，跌幅 34%，防水涂料的主要原材料丙烯酸价格在 2014 年单边下跌 56%后，2015 年底部震荡。原材料成本占防水卷材总成本比例在 50%以上，因此毛利率大幅提升，2015 年上半年毛利率同比提高了 4 个百分点到 40.7%，其中二季度创下了 43.4%的历史新高；而改性沥青价格还在继续下跌，毛利率的提升仍将持续。我们预计 2015 年公司毛利率同比提高 5.6 个百分点到 41.3%，2016 年继续提高 0.9 个百分点至 42.2%。

收入恢复增长可带动费用率逐渐企稳

若公司销售规模持续增长，规模效应将得到显现；随着股权激励费用计提的结束，管理费用率也将开始回落；而财务费用率将伴随定向增发的完成，公司现金充沛而进一步下降。综合来看，未来三项费用率的下降有望进一步带动净利润率提升。

2015~16 年净利润率实现 30%和 25%的快速增长

综上所述，毛利率的上升将推动净利润实现快速增长。我们预计 2015/2016 年公司净利润有望实现 30%和 25%的增长，达到 7.5 亿元和 9.4 亿元，对应每股收益 0.90 元和 1.13 元。

图表 30：主要盈利预测假设

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销量						
防水卷材(万平米)	5,120	6,700	8,035	9,800	9,800	11,270
	36%	31%	20%	22%	0%	15%
防水涂料(吨)	73,500	88,200	110,000	192,000	249,600	324,480
	12%	20%	25%	75%	30%	30%
单价						
防水卷材(元/平米)	26.7	25.4	27.1	27.8	26.0	24.5
防水涂料(元/千克)	10.3	9.5	9.6	6.7	5.5	5.6
销售收入(百万元)						
防水卷材	1,367	1,702	2,177	2,724	2,548	2,761
防水涂料	756	836	1,061	1,286	1,373	1,817
毛利率						
防水卷材	22.0%	31.5%	30.2%	33.4%	44.0%	45.0%
防水涂料	28.0%	26.4%	42.8%	43.2%	45.0%	45.0%
合计	27.6%	29.4%	33.8%	35.6%	41.3%	42.2%

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 31: 损益表细项及其预测

利润表	损益表(人民币百万)							
	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
销售收入	829	1,982	2,474	2,979	3,903	5,006	4,954	5,723
销售成本	-532	-1,411	-1,791	-2,102	-2,584	-3,222	-2,910	-3,310
营业费用	-106	-206	-265	-308	-399	-477	-594	-687
管理费用	-86	-187	-230	-244	-355	-513	-545	-589
EBIT	98	163	159	289	509	721	833	1,053
EBITDA	110	186	189	328	561	802	949	1,213
财务费用	-11	-30	-56	-67	-64	-57	-32	-31
投资收益	0	0	0	0	3	4	6	10
其他损益项	3	-12	13	0	-4	-17	35	20
利润总额	90	121	117	223	444	651	842	1,052
所得税	-16	-14	-13	-31	-74	-69	-84	-105
少数股东损益	-1	-3	0	-3	-6	-6	-8	-10
归属于股东的净利润	73	104	105	189	364	577	750	937

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

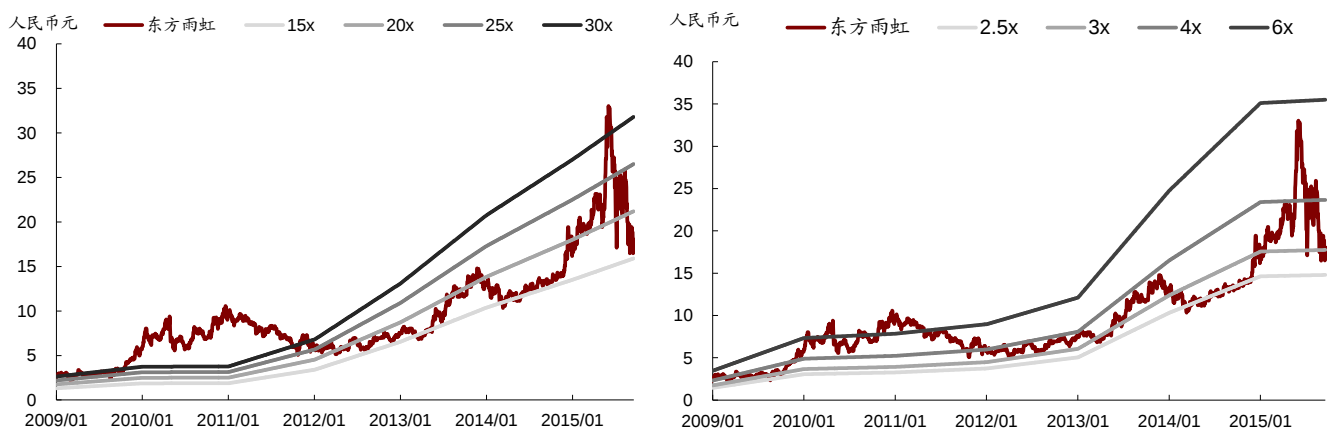
估值重现吸引力; 首次覆盖给予“推荐”评级, 目标价 22.5 元

当前股价下, 公司对应 15/16 年的 P/E 分别为 20x/16x, 对应未来 12 个月 P/E 约为 18x, 接近历史估值中枢下沿 (市盈率 15~30x)。我们长期看好公司内生+外延扩张带来的可持续增长, 短期内地产新开工和投资下滑拖累收入增速, 但毛利率的提升仍推动业绩保持较快增长; 中长期零售渠道的发力有望重新带来一轮快速成长。我们首次覆盖东方雨虹, 给予目标价 22.5 元, 对应 2016 年 20x P/E (0.8x PEG), 给予“推荐”评级。

风险

房地产行业复苏不及预期, 零售渠道开拓不及预期, 原材料价格超预期回升。

图表 32: 东方雨虹历史的 P/E 和 P/B 走势



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 33：可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	股价	市盈率			市净率			PEG		
			2015-9-17	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
002271.SZ	东方雨虹	RMB	18.03	26.1	20.0	16.7	4.4	3.6	3.0	0.4	0.7	0.8
002372.SZ	伟星新材	RMB	14.10	16.0	16.6	13.4	2.9	3.1	2.7	0.7	0.6	0.6
002641.SZ	永高股份	RMB	7.53	14.5	18.8	14.8	1.5	2.4	2.1	-2.0	0.3	0.6
300234.SZ	开尔新材	RMB	11.88	29.7	27.0	18.6	5.9	4.4	3.6	0.3	1.7	0.4
000786.SZ	北新建材	RMB	18.58	11.9	21.4	17.9	1.6	3.1	2.7	0.5	1.9	0.9
300196.SZ	长海股份	RMB	19.92	25.9	17.9	13.5	3.5	3.0	2.4	0.6	0.4	0.4
600176.SH	中国巨石	RMB	19.91	36.9	18.8	15.4	4.3	3.6	3.0	0.8	0.2	0.7
002718.SZ	友邦吊顶	RMB	33.89	16.7	21.3	15.9	3.3	4.3	3.5	0.8	0.8	0.5
平均值				22.2	20.2	15.8	3.4	3.4	2.9	0.3	0.8	0.6
中位数				21.3	19.4	15.7	3.4	3.4	2.9	0.6	0.6	0.6

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

