

2018-3-13

公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 维持

东方雨虹 (002271)

龙头时代，舍我其谁

报告要点

● 龙头成长将迎来最好的时代

新型防水材料 2000-2014 年经历了销量增速复合 20% 以上的快速增长，一方面源自于房地产投资增速较高，另一方面源自于新型防水材料替代传统的沥青油毡。目前来看，虽然对传统防水材料的替代已基本完成，房地产投资增速也已回归理性。但是近两年环保政策趋严及税收政策的改革使得小企业加速退出，而消费升级（叠加房地产开发商集中度快速提升）的趋势越来越显著，预计防水行业将迎来国标产品替代非国标产品的新机遇，龙头企业面临的有效市场将迎来快速增长。我们采用两种方法，估算得到防水行业市场容量约为 1500 亿元，公司 2017 年市场占有率仅为 7%，发展空间较大。

● 多方位优势筑造成长护城河

历史上看，公司把握住了大工程（奥运会）、大项目（高铁）、房地产大客户发展机遇，在外部环境出现变化时及时调整策略并快速执行，管理与销售管理均体现出其狼性文化基因。另一方面，防水行业资金需求较高，上下游占款较多，经营性现金流不足以维持大规模扩张的固定资产投资。公司作为防水行业最先上市的企业，通过募集资金实现了优势的强化：1）投建新产能满足销售；2）设备投入资金较高保证产品质量的稳定性；3）多地投建生产线已形成了多区域布局，保障供货及时性，节省运输费用；4）股权激励及

当前股价： 44.91 元

分析师 范超

☎ (8621) 61118709

✉ fanchao@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080001

分析师 孙明新

☎ (8610) 57065357

✉ sunmx1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517070001

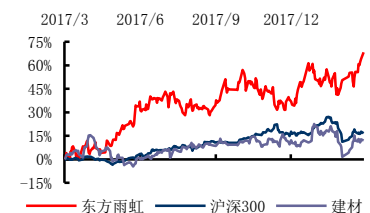
联系人 李浩

☎ (8621) 61118709

✉ lihao4@cjsc.com.cn

公司基本数据	2018.03.12
总股本 (万股)	88185
流通 A 股/B 股 (万股)	57037/0
资产负债率	53.00%
每股净资产 (元)	7.07
市盈率 (当前)	38.50
市净率 (当前)	6.35
12 个月内最高/最低价	45.39/26.41

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《高成长白马，份额提升可期》2016-10-19

《高增长兑现，估值切换可期》2016-8-18

《股权激励给定未来四年业绩，彰显信心》2016-7-1

风险提示： 1. 房地产新开工大幅下滑；
2. 涂料业冬坏账不计预期

目录

前言	5
龙头成长将迎来最好的时代	6
行业发展历程：处于快速发展转向成熟的过渡期.....	6
行业市场空间：千亿市场容量，仍具备提升空间.....	8
行业竞争格局：我国防水市场集中度远低于国外.....	11
多方位优势筑造成长护城河	19
优势归因一：狼性文化与激励制度.....	19
优势归因二：率先上市破资金瓶颈.....	22
多品类发展为龙头必经之路	23
盈利预测及投资建议	25
附录	25

图表目录

图 1：公司上市以来收入及利润大幅增长.....	5
图 2：东方雨虹推荐逻辑.....	6
图 3：公司防水卷材产品.....	7
图 4：公司防水涂料产品.....	7
图 5：众多优秀防水企业均成立于 2000 年前后.....	8
图 6：我国新型防水材料行业生命周期.....	8
图 7：防水行业产业链：下游应用广阔，上游与石化行业相关度高.....	9
图 8：国外防水材料应用范围广于我国.....	9
图 9：2015 年前 10 月防水行业规模以上企业家数 496 家.....	10
图 10：防水材料行业波特五力模型分析.....	11
图 11：防水材料企业梯队分化明显.....	12

图 12：从水建筑物危害看防水材料重要性.....	14
图 13：公司渠道结构拆分看，直销与渠道并重	15
图 14：公司营收增速与房地产市场有较强相关性.....	16
图 15：房地产开发商集中度逐年提升	17
图 16：2017 年 1-10 月中国房地产企业新增土地 TOP30 集中度.....	17
图 17：东方雨虹每年新增战略合作伙伴情况	17
图 18：公司竞争优势体现在企业文化以及资金优势	19
图 19：公司发展经历了 4 个发展阶段.....	20
图 20：公司经营性现金流减去固定资产投资（亿元）	22
图 21：科顺股份经营性现金流减去固定资产投资（亿元）	22
图 22：西卡各品类业务收入占比布局均匀.....	23
图 23：后验产品和最终质量会受到施工、设计等多方面影响.....	28
图 24：2016 年东方雨虹营业成本占比拆分	29
图 25：2016 年科顺股份营业成本占比拆分	29
图 26：公司广告费投入费用自 2014 年其大幅增加	30
图 27：虹哥汇会员中心界面	31
图 28：原材料价格上升使得公司相对竞争优势更加明显.....	34
表 1：我国防水材料供需仍存在缺口（单位：万平方米）	11
表 2：行业内主要公司基本情况	13
表 3：2010 年以来政策对防水材料重视力度增强	14
表 4：公司对第一大客户万科的销售收入规模迅速扩大	17

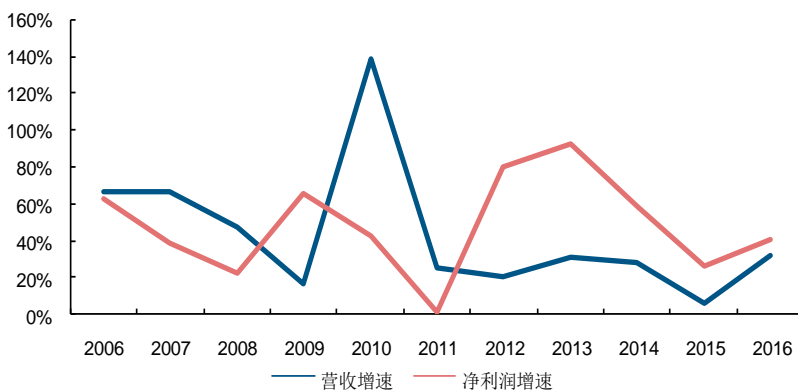
表 5：公司不断开拓新的地产客户	18
表 6：2016 年地产开发商防水材料企业首选率	18
表 7：公司人均产出（万元）明显高于同行业其他企业	19
表 8：公司 2009、2010 年前五大客户销售收入	20
表 9：公司历次的股权激励情况	21
表 10：截止 2017 年三季报，公司高管持股情况	21
表 11：销售人员薪酬 2016 年同比增长 28.3%	21
表 12：成为东方雨虹合伙人的条件	21
表 13：公司上市以来的历次融资及募投项目	22
表 14：近年来的公司品类扩张的节奏	24
表 15：公司所处行业主要政策法规	26
表 16：防水材料与石膏板的对比	28

前言

作为建材行业中的优质白马标的，东方雨虹一直以来受到市场的高度关注。自 2008 年上市，公司借助资本市场的力量实现销售区域（新增锦州、惠州、唐山、咸阳等生产基地）和销售领域（高铁、房地产开发商合作、零售领域等）的不断拓宽。2005-2016 年，公司实现了营业收入 40%、归属净利润 46% 的复合增速，且净利润增速仅在 2011 年低于 20%，收入增速仅 2015 年低于 20%。

目前市场关心的问题主要包括房地产行业增速放缓对公司的影响、公司对于原材料涨价的传导、公司规模扩大后的增长持续性等，对此我们将在本篇报告中给出自己的思考。

图 1：公司上市以来收入及利润大幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

防水材料与建筑领域相关度较高，此前在房地产及基建投资快速增长的大背景下，是一个增长相对粗放的行业，大部分企业的管理、成本控制等都不完善，随着下游需求增长逐渐趋缓，目前防水材料行业在处于一个由成长期向成熟期过渡的阶段，而这一演化过程是行业政策、龙头企业、消费理念共同推动的结果，我们认为当前阶段为三方面影响因素的共振期：环保整改力度加强、营改增规范税收；龙头企业在长期的发展过程中不断规范生产与内部管理，能够更好的把控产品质量；消费升级对于住房品质的提升，促使房地产开发商使用高质量的防水材料产品。目前行业市场规模约 1500 亿元，龙头企

业市占率较低，未来将迎来市场集中度的快速提升，两极分化将更加明显。——**行业生**

命周期看雨虹：1500 亿市场规模，集中度将快速提升，龙头企业将迎来最好的时代。

在这一过程中，东方雨虹或将是最大胜出者。从雨虹的发展历史可以看到，得益于其优

秀的企业文化、强大的执行能力，公司可对市场环境变化及时做出调整，避免了在经营

决策和执行上出现战略层面的误判。上市之后公司提高自身竞争力，强化资金、规模、

渠道、品牌、管理优势，在防水材料领域优势明显，未来成长速度将远高于行业增速。

——**发展历史看雨虹：具备品牌、资金、规模、渠道、管理优势，筑起成长护城河。**

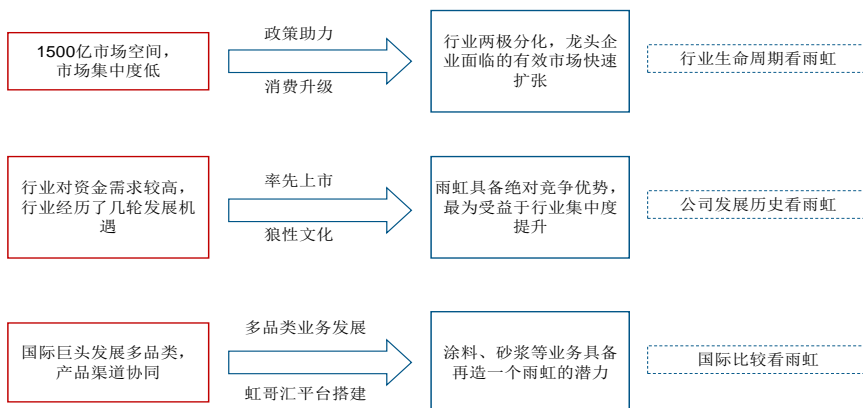
国际比较来看，西卡、圣戈班、欧文斯科宁等国际巨头均发展多品类建材产品，不同产

品之间具备协同作用，公司也可更好的发挥管理、渠道、规模优势，雨虹积极推广保温

材料、非织造布、装饰涂料、砂浆等业务，厚积而薄发，打破成长及估值天花板。——

国际比较看雨虹：多品类发展是建材巨头的必经之路。

图 2：东方雨虹推荐逻辑



资料来源：长江证券研究所

龙头成长将迎来最好的时代

行业发展历程：处于快速发展转向成熟的过渡期

防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用的给排水、腐蚀性液体以及空气中的湿气、蒸气等侵入建筑材料，多使用在屋面、地下建筑、建筑物的地下部分和需防水的内室和储水构筑物等。

图 3：公司防水卷材产品



资料来源：东方雨虹官网，长江证券研究所

图 4：公司防水涂料产品



资料来源：东方雨虹官网，长江证券研究所

历史上我国主要以排水为主，防水采用刚性防水材料，直至 20 世纪 40 年代才开始采用柔性防水材料和刚柔结合的防水材料，主要分为四个发展阶段：

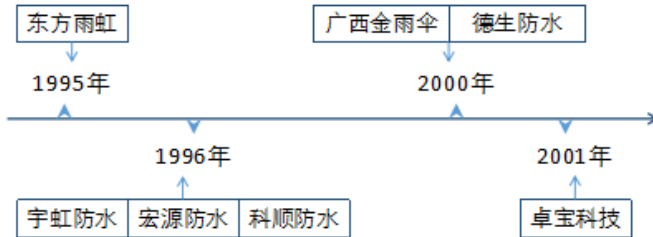
20 世纪 40 年代至 80 年代：以纸胎石油沥青油毡为主体的“三毡四油”或“两毡三油”一统天下，1952 年全国油毡产量达到 1500 万平方米，油毛毡在相当长的一段时期内是我国最主要的防水材料。

20 世纪 80 年代至 2000 年前后：随着建筑业的迅速崛起，对防水材料的要求也进一步提升，是我国新型防水材料的导入期。1987-1993 年的 6 年间，我国先后引进各类改性沥青防水卷材成套装备 11 条，加速了我国建筑防水卷材产品的结构调整和产业升级。

2000 年至 2014 年：新型建筑防水材料的快速发展期，占比从 2000 年的占比 34.88% 提升至 2014 年的 93.38%。很多具有竞争力的防水企业也诞生于此阶段，如雨虹、卓

宝、科顺、宇虹、宏源等，均是成立于 2000 年前后，目前部分骨干企业的产品质量已接近或达到国际同类产品先进水平。

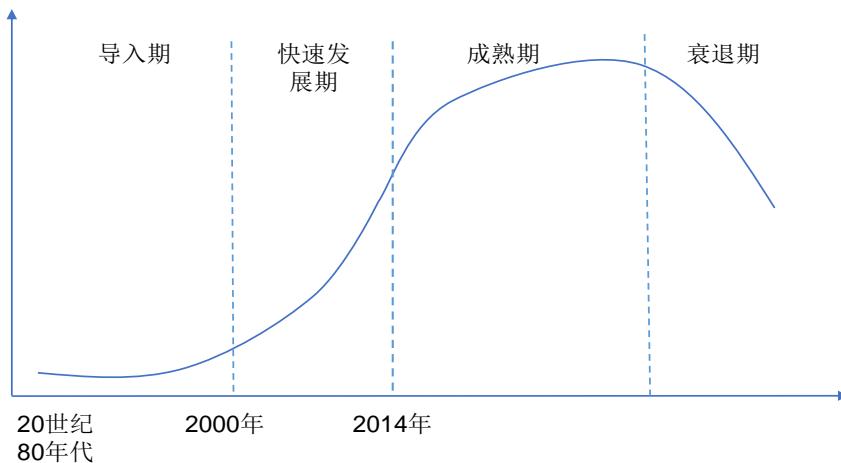
图 5：众多优秀防水企业均成立于 2000 年前后



资料来源：Wind，长江证券研究所

2014 年之后：防水材料行业销售增速结束了两位数的高增长，考虑到未来下游投资增速放缓，且目前新型建筑防水材料占比已经达到 90%以上，占比继续提升的空间有限。我们认为现阶段为防水材料行业从快速成长到逐渐成熟的过渡时期，按照生命周期理论，这一时期市场集中度将快速提高，“大行业、小公司”的竞争格局有望得到改善。

图 6：我国新型防水材料行业生命周期



资料来源：长江证券研究所

行业市场空间：千亿市场容量，仍具备提升空间

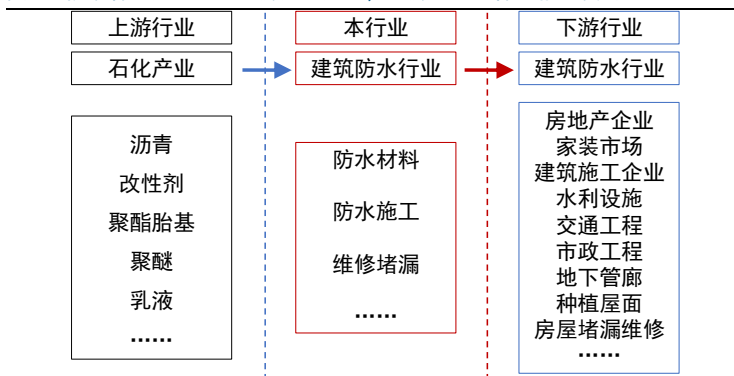
我们用两种方法对防水材料行业的市场容量进行估算。

方法一：

防水材料行业的下游需求广泛，除了房屋建设需要防水材料之外，基础设施建设中的高铁、机场、桥梁、隧道、管道、轨道交通、水利、市政工程等均要用到防水材料。高铁投资中防水材料占比约 0.5-1%，而桥梁、隧道等对防水材料的用量相对更多。对于房屋建设部分，不考虑存量市场，我们假设新房建设的建安成本 2500 元/平米，防水材料占到建安成本的 1.2%。

按照 2016 年末建筑业房屋建筑竣工面积 42.2 亿平米计算，预计新建房屋拉动防水材料需求 1266 亿元；对于基础设施建设部分，仅考虑水利、交通运输业、仓储业对防水材料的需求，假设防水材料占水利、交通运输及仓储业固定资产投资的 0.5%，预计基础设施建设拉动防水材料需求约为 262 亿元。由此可得防水材料市场空间约 1500 亿元。

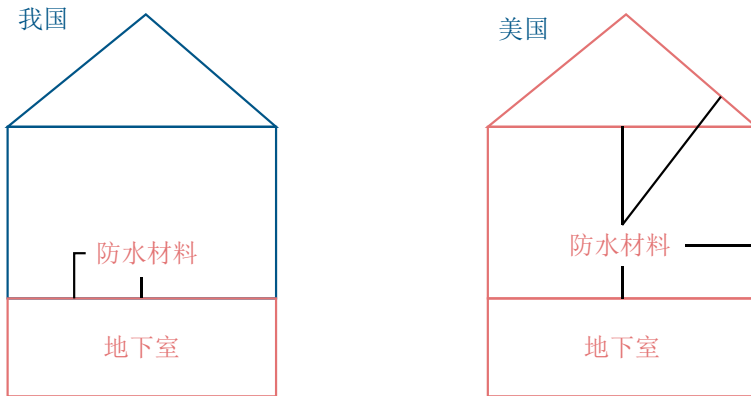
图 7：防水行业产业链：下游应用广阔，上游与石化行业相关度高



资料来源：中国建筑防水行业协会，长江证券研究所

此外，从国外经验看，防水材料的重装修市场占比达 70%以上。自商品房改革以来，我国积累了大量的存量房屋，随着翻新周期的到来，未来 10 年将迎来重装修市场的大规模增长。我们测算每年约有 10 亿平米左右的房屋翻新需求，若假设每平米卷材价格 20 元，则维修市场容量约 200 亿元，将成为较为可观的市场空间增量。

图 8：国外防水材料应用范围广于我国

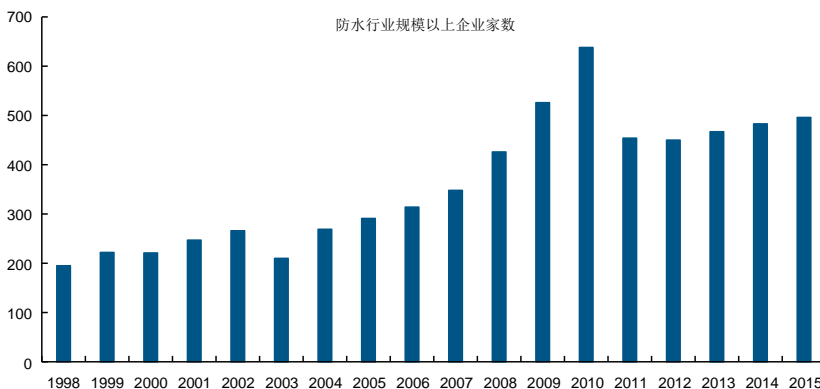


资料来源：《国内外防水材料现状和发展建议》，长江证券研究所

方法二：

截止至 2015 年底，持有生产许可证的防水卷材生产企业共计 975 家，另有大量防水涂料等非卷材类企业，合计约 2000 多家具有资质的建筑防水材料生产企业。除此之外，还有大量的无证企业组织生产。根据建筑防水行业协会数据，2016 年规模以上企业（收入在 2000 万元以上）营业收入合计约 988 亿元，企业数 560 多家。考虑到大量中小企业存在，预计行业总体规模在 1500 亿元左右。

图 9：2015 年前 10 月防水行业规模以上企业家数 496 家



资料来源：Wind，长江证券研究所（注：规模以上口径在 2011 年有调整）

此外，目前许多工程、民用项目在防水施工时材料用量并不达标。按照防水协会的市场调查，在建项目的防水施工面积占建筑面积的比例平均为 32.15%，竣工项目该指标的比例为 32.83%。据此测算，2014-2016 年实际上我国防水材料的生产与实际需求仍存在较大缺口。因此，若按标准用量生产，我国防水材料行业的市场空间将更大。

表 1：我国防水材料供需仍存在缺口（单位：万平方米）

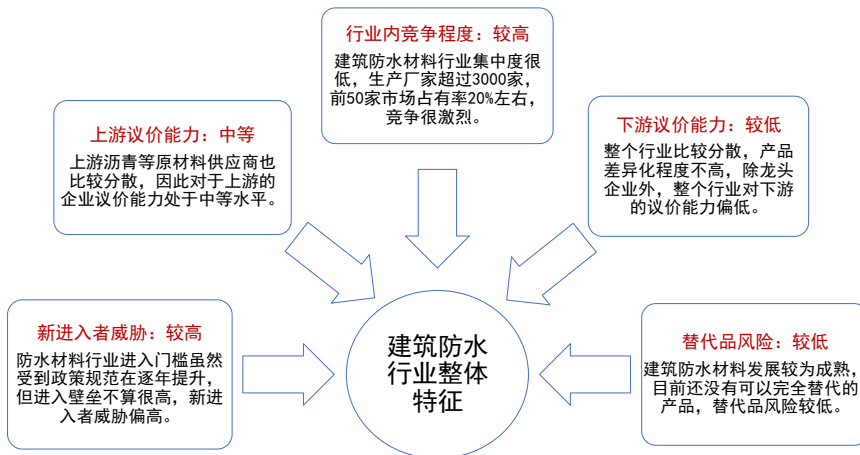
年份	全国建筑业房屋 施工面积	全国防水施工防水材料 需求面积	产量	缺口
2014	1,249,826.35	374,948.00	167,255.00	207,693.00
2015	1,239,717.64	371,915.00	177,468.00	194,447.00
2016	1,264,219.92	379,265.98	189,780.00	189,485.98

资料来源：科顺防水招股书、长江证券研究所

行业竞争格局：我国防水市场集中度远低于国外

防水材料行业属于轻资产行业，竞争激烈，前 50 家市场占有率仅 20%左右，对上下游的议价能力都较弱，且新进入者威胁较高，替代品风险较低。

图 10：防水材料行业波特五力模型分析



资料来源：Wind，长江证券研究所

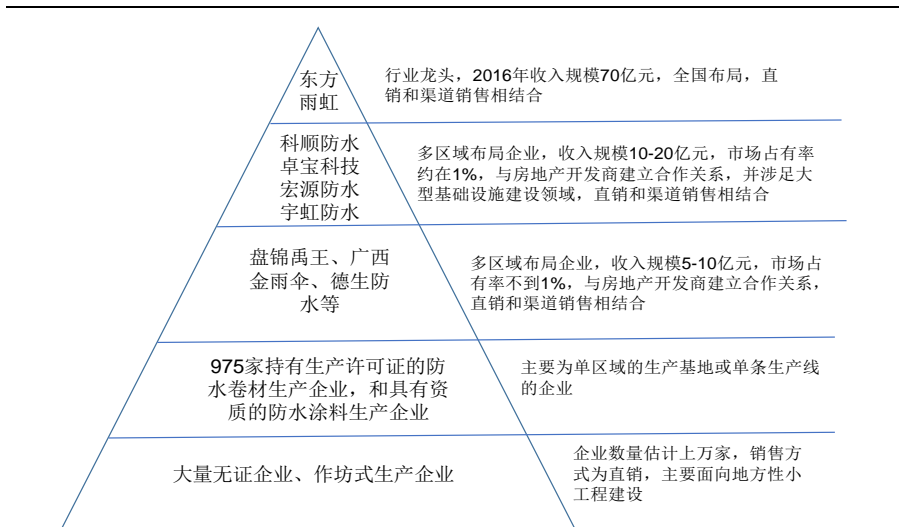
国际比较来看，国外防水材料行业集中度较高：早在 2002 年之前，美国防水材料总量已经接近 15 亿平米左右，但仅有 40 家公司，一百余个生产工厂。年产量在 1 亿平米左右的三元乙丙防水卷材市场基本上被两大公司垄断：汛世通公司 5000 多万平米及卡莱

尔公司 4000 多万平米。法国防水材料行业类似，索波玛公司是法国最大改性沥青防水卷材生产企业，占法国平面屋市场的 35% 市场份额。

我国防水材料企业分散，存在大量作坊式小企业，主要分布在山东、河北、湖南、广东等地，以产业集群的形式存在。按照规模以上企业的统计口径，除东方雨虹市占率 7% 之外，其余公司市占率均不高。除了少量在我国设厂的外资生产企业之外，我国的防水材料企业大概可分为五个竞争梯队。

第一梯队为东方雨虹，规模远超其他竞争者；第二梯队为科顺、卓宝、宏源、宇虹，收入规模在 10-20 亿元，多区域布局，具备一定的生产规模，产品质量较为稳定；第三梯队为德生、金雨伞、禹王等收入规模在 5-10 亿的企业，处于单区域向多区域布局过渡期；第四梯队为持有生产许可证的企业；第五梯队为大量的中小企业，甚至作坊式生产企业。

图 11：防水材料企业梯队分化明显



资料来源：公司公告，长江证券研究所

目前防水材料行业仍然存在大量的无证生产企业。理论上没有资质的企业，在供应工程市场时，会因备案问题而无法顺利供应，因此大部分供应民用建材市场，但由于行业竞

争较为混乱，部分产品被掺入工程端，扰乱行业竞争环境。而在生产相对规范的规模化

企业中，雨虹的规模、区域布局、承接的示范性项目等远远优于竞争对手。

表 2：行业内主要公司基本情况

公司名称	基本情况	产能布局	2016 年营业收入 (万元)
东方雨虹	成立于 1998 年，以承建毛主席纪念馆防水项目为契机，进入北京市场，2002 年后开拓全国布局。2008 年成功上市，是我国防水材料行业龙头企业	布局东北、华北、西北、华东、华中、华南、西南地区，拥有卷材产能 1.8 亿平米，涂料产能 36.5 万吨	700023
科顺防水	成立于 1996 年，总部设在广东顺德，是一家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	于广东高明、江苏昆山、江苏南通、辽宁鞍山、山东德州、重庆长寿、陕西渭南、湖北荆门共布局八座生产及研发基地，若全部投产成功，将达到产能防水卷材 1.48 亿平方米，防水涂料 16 万吨，高分子材料 2100 万平方米，干粉砂浆 20 万吨	147341
卓宝科技	成立于 1999 年，是中国自粘防水卷材的代表品牌	拥有深圳、北京、湖北、武汉、苏州、成都、天津、佛山八大生产基地及多家分公司	125000
宏源防水	成立于 1996 年，现已发展成为集科研开发、生产销售和施工服务于一体的专业化防水系统供应商、国家住宅产业化基地防水企业、中国防水行业内领军企业	集团下辖潍坊市宏源防水材料有限公司、四川省宏源防水工程有限公司、江苏宏源中孚防水材料有限公司、吉林省宏源防水材料有限公司、翁源宏源防水科技发展有限公司五大生产基地	175000
德生防水	成立于 2000 年，已迅速发展成为一家集防水材料研发、生产、销售、施工为一体的规模化、集团化公司	包括唐山德生、天津禹红、新疆德生建科、深圳德生等全资子公司，拥有卷材产能 1 亿平米，涂料产能 5 万吨，沥青瓦 600 万平	50562
广西金雨伞	成立于 2004 年，专业从事混凝土建筑密封防水技术产品研发和生产	拥有 5 条国内先进的现代化防水卷材生产线和 2 条涂料防水生产线	55000
盘锦禹王	成立于 1999 年，老牌国企，1985 年建厂，1989 年投产	在盘锦、安徽、湖北、四川设立了生产基地	90000
凯伦建材	成立于 2009 年，是中国建筑防水行业转型升级的标杆企业，中国融合防水的创立者和领导品牌	在吴江设立生产基地，沥青防水卷材产能 2000 万平米，高分子卷材产能 500 万平米，防水涂料产能 1.2 万吨，此外还有在建防水卷材产能 3300 万平	26896
赛力克	成立于 2007 年，总部广东韶关，主要从事新型建筑防水材料的研发、生产及销售业务	在唐山、天津、新疆设立了生产基地	5517
鼎新高科	成立于 2011 年，主要从事防水材料研发、生产、销售及施工	在惠州设立了生产基地	6007
豫王建能	成立于 2005 年，主要从事建筑防水材料的研发、生产和销售及防水保温工程施工	生产基地位于公主岭市	13336

资料来源：各公司招股书、各公司网站、大隐于水公众号、长江证券研究所

我国正迎来集中度快速提升机遇：政策趋严及消费升级

政策自 2010 年起逐步趋严，2016 年执行力度增强

在 2010 年之前，新型建筑防水材料处于占比不断提升的阶段，政策的重点在于淘汰油

毡及塑料类防水制品。随着新型建筑防水材料占比提升较高水平以及主要防水材料企业

的竞争实力不断增强，防水材料的国家标准也在不断完善。自 2010 年起，对新型防水材料行业的监管力度不断加大，包括淘汰落后产能、执行生产许可证政策等。

除生产许可证制度外，防水材料生产企业还需要环评资质、安评资质等，而自 2016 年起，环保力度加强，尤其是处于“2+26”城范围内的山东、河北等地，部分小企业处于关停状态，须经过整改并验收合格后才能重新生产。除此之外，营改增、资金收紧、煤改气等一系列措施的推进，也加速了小企业的退出。

表 3：2010 年以来政策对防水材料重视力度增强

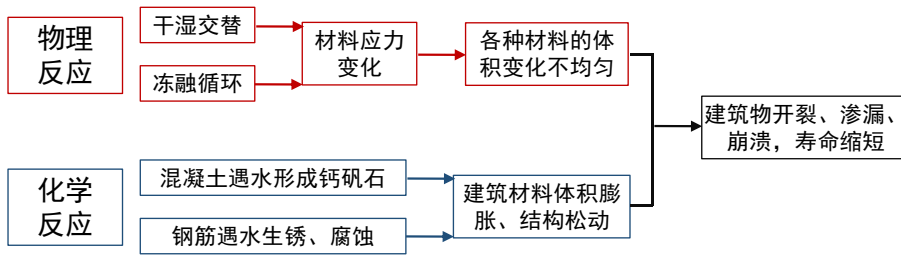
时间	政策法规名称	主要内容
2011年12月	建筑防水行业“十二五”发展规划	淘汰年产500万平方米以下的改性沥青类（含沥青基自粘）防水卷材生产线。新建改性沥青类（含沥青基自粘）防水卷材生产线规模达到1000万平方米/年以上；淘汰年产100万平方米以下的高分子防水卷材（TPO、PVC）生产线；新建高分子防水卷材（TPO、PVC）生产线规模达300万平方米/年以上
2013年2月	建筑防水卷材行业准入条件	新建改性沥青类（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于1000万平方米/年（以产品标准中厚度最小的产品、250天/年、16小时/天运行计）；新建高分子防水卷材（PVC、TPO）项目单线产能规模不低于300万平方米/年
2016年9月	绿色建材评价技术要求防水与密封材料	宜采用国家鼓励的先进技术工艺，不应使用国家或有关部门发布的淘汰或禁止的技术、工艺、装备及材料，不得超越范围选用限制使用的材料；大气污染物、污水、厂区生活废水、噪声的排放应满足国家或地方政府的相关规定，并取得地方政府的排污许可证，且近 3 年无重大环境污染事件

资料来源：各部门官网，长江证券研究所

消费升级提升龙头企业相对优势

建筑防水材料质量和应用效果直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。因此，防水材料受到房地产开发商和建筑商的高度重视。防水是除了主要建筑架构之外，影响房屋质量的最为重要的部分，也是众多消费者的“痛点”所在。

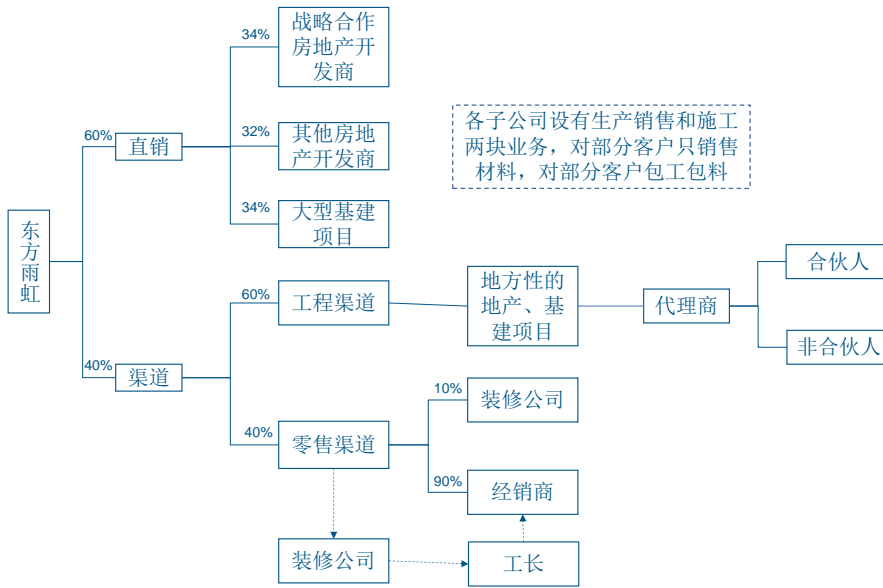
图 12：从水建筑物危害看防水材料重要性



资料来源：公司公告，长江证券研究所

防水材料业主要包括房地产开发商、建筑商、工程项目承建单位、地方工程项目的施工单位以及零售客户。龙头企业主要面向大工程、大项目、大房地产开发商及通过代理商推进的地方性项目，主要分为直销和渠道销售；小公司以面向地方性的房地产开发商、小型工程项目为主，销售模式主要为直销。

图 13：公司渠道结构拆分看，直销与渠道并重

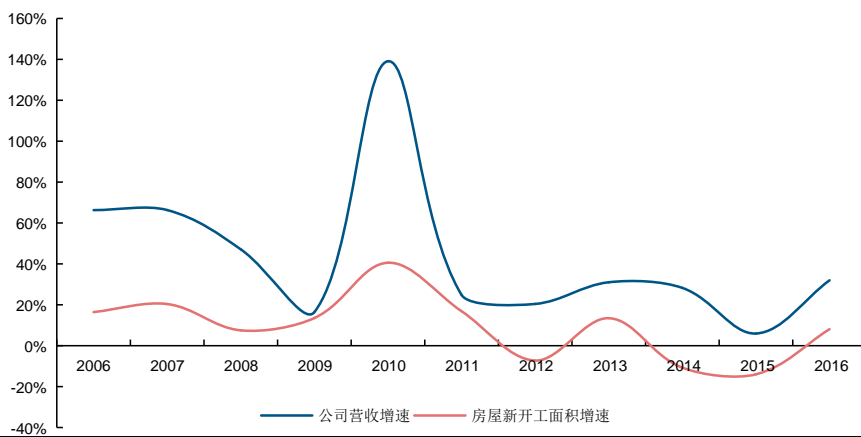


资料来源：公司官网，Wind，长江证券研究所

注：直销渠道收入分拆比例为长江证券建材团队估算

房地产市场在公司下游需求中占比较大，历史经验来看，公司收入增速跟房地产市场有较大的相关性（2010年由于高铁集中建设，公司高铁订单增长较快，有一定特殊性）。

图 14：公司营收增速与房地产市场有较强相关性

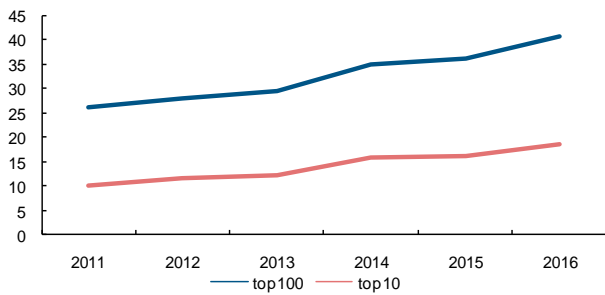


资料来源：Wind，长江证券研究所

近年来房地产开发商的集中度提升明显，2016 年百亿房企达到 131 家，较 2015 年增加 27 家，销售额总计 5.7 万亿元，市场份额接近 50%，行业集中度加速提升。并且从拿地市场来看，前十大地产商集中度更高。

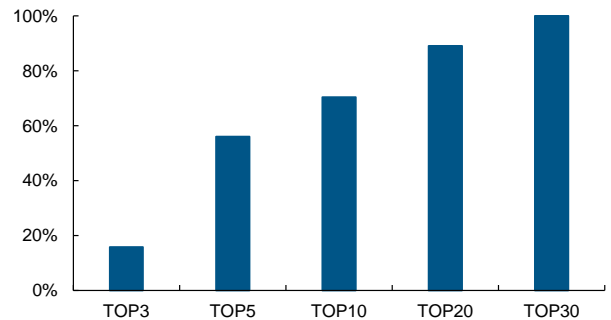
同时，随着购房者对房屋品质要求越来越高，房地产开发商竞争更加激烈。由于防水材料在建安成本中占比较低（主要应用在屋面、外墙、地下室等领域），而防水材料的价格差异大概在 10-20% 之间，随着房地产开发商更注重房屋质量，其对防水材料价格的敏感性并不高。

图 15：房地产开发商集中度逐年提升



资料来源：中指院，长江证券研究所

图 16：2017 年 1-10 月中国房地产企业新增土地 TOP30 集中度



资料来源：克而瑞研究，长江证券研究所

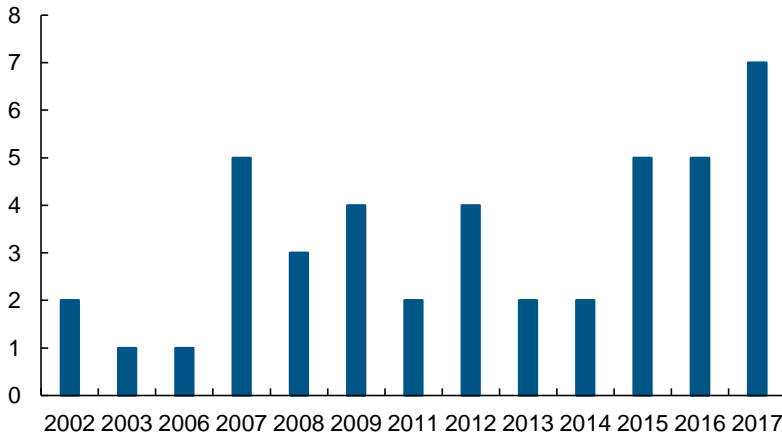
自 2009 年 8 月下旬公司与万科签订战略排他性合作起，雨虹陆续与大的房地产开发商建立长期战略合作，除了对万科、保利、荣盛、融创等防水材料销售占比较高之外，还有很多地产开发商具备渗透率提升空间。

表 4：公司对第一大客户万科的销售收入规模迅速扩大

类别	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
销售收入/万元	2362	2424	10832	26071	36628	38503	45951	44391	42256
同比增长	29.35%	2.62%	346.86%	140.69%	40.49%	5.12%	19.34%	-3.39%	-4.81%

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：东方雨虹每年新增战略合作伙伴情况



资料来源：东方雨虹官网，新浪新闻，长江证券研究所

表 5：公司不断开拓新的地产客户

时间	新增战略合作房地产开发商
2008年及以前	万科地产、远洋地产、华润置地、金地集团、中国铁建、中国中铁等
2012年	龙湖集团、保利地产、大龙地产、恒大地产、中航集团、建业集团、美的地产、俊发地产等
2013年	华夏幸福、龙光地产、绿城中国、富力地产、越秀地产、雅居乐、华远集团等
2014年	融创中国、旭辉集团、绿地集团等
2015年	中南置地、融侨集团、正商地产等
2016年	时代地产等

资料来源：公司年报，公司官网，长江证券研究所

战略合作可省去中间经销商环节并保证供货质量的稳定性，因此可实现防水材料企业与

房地产开发商的双赢，我们预计这一趋势仍将持续。而公司在房地产开发商中的首选率

远远高于其他防水企业，将最为受益于房地产开发商的集中度提升。

表 6：2016 年地产开发商防水材料企业首选率

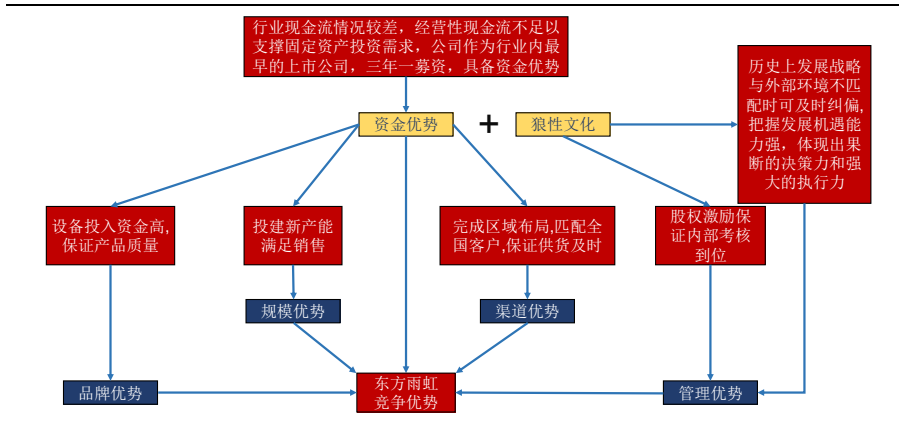
排名	公司名称	首选率
1	东方雨虹	30%
2	科顺	15%
3	宏源	14%
4	卓宝	9%
5	蓝盾	5%
6	德生	5%
7	大禹	4%
8	禹王	4%
9	宇虹	3%
10	大明	2%

资料来源：房地产业协会，长江证券研究所

多方位优势筑造成长护城河

我们认为公司的核心竞争力主要来自于两个方面，一是公司的狼性文化，二是上市的先发优势：防水行业对资金的需求较高，公司 2008 年率先上市，上市后不断投放新产能，实现多区域布局，目前竞争实力已远超竞争对手。

图 18：公司竞争优势体现在企业文化以及资金优势



资料来源：公司公告、公司官网，长江证券研究所

优势归因一：狼性文化与激励制度

作为防水行业里具备绝对竞争优势的龙头，我们认为公司的狼性文化主要体现在两个方面，一是管理层的决策能力和团队的执行力，二是股权激励和奖金激励到位。公司的人均产出也明显高于竞争对手。

表 7：公司人均产出（万元）明显高于同行业其他企业

年份	东方雨虹	凯伦股份	科顺股份
2014	138.98	94.02	88.56
2015	126.65	71.03	99.63
2016	128.85	67.58	101.34

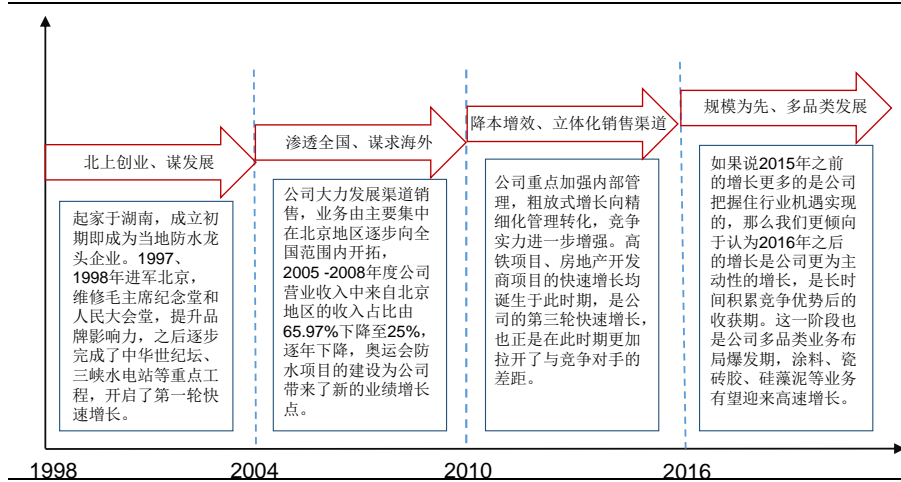
资料来源：Wind，长江证券研究所

果断决策与迅速执行

公司拥有优秀的高管团队和立体化的管理架构。组织架构方面，管理更为扁平化，对于重点销售领域和重点区域，公司高层直接管控，如北京分公司、民用建材公司等，有利于发挥公司强大的战略执行力。

从公司的发展历程我们可以看到，公司在发展策略不合时宜时能够及时纠偏，在行业格局发生变化时能够把握机遇，成功的把握住了大项目建设、高铁建设、地产开发商合作等方面的机遇，实现高速增长，验证了随机应变的决策能力和强大的执行力。

图 19：公司发展经历了 4 个发展阶段



资料来源：公司公告，长江证券研究所

公司在历史上有三个阶段市场占有率发生了明显的提升。一是 2006、2007 年承建奥运项目；二是 2010 年高铁项目大量开工（从前五大客户的销售收入来看，平均销售规模远高于 2009 年）；三是 2016 年公司实施 PS 战略不断扩大收入规模。

表 8：公司 2009、2010 年前五大客户销售收入

2010年		2009年	
客户名称	销售额(万元)	客户名称	销售额(万元)
京沪高速铁路客运专线	16438.93	太中银铁路工程	2864.36
万科企业股份有限公司	10832.47	万科企业股份有限公司	2423.75
京石铁路客运专线	7845.67	北京轨道交通亦庄工程	2000.1
沪杭铁路客运专线	4618.77	天津东方雨虹防水技术工程有限公司(代理商)	1528.68
京广铁路客运专线	4570.48	武广客运专线	1505.4

资料来源：公司年报、长江证券研究所

2007、2010 年的增长很大程度上得益于奥运会建设、高铁建设的机遇，而 2008、2011 年，在市场环境发生改变时（2008 年奥运项目实施完毕，2011 年高铁订单执行延缓），

公司可及时调整竞争策略，仍能实现市占率水平的不断提升，实属难得，也反映出了公司的综合竞争优势。

股权激励绑定高级人才

公司于 2012 年、2016 年分别对高管及主要技术人员实行股权激励。两次股权激励的行权条件均是连续四年复合增速超过 25%，尤其是 2016 年推出的涉及 1112 人的大范围中高层管理技术人员的激励。

表 9：公司历次的股权激励情况

历次股权激励	主要内容
第一期限限制性股票激励计划	该计划拟授予 1800 万股限制性股票，占股本总额 34352 万股的 5.24%
第二期限限制性股票激励计划	该计划拟授予 6,504.40 万股限制性股票，占股本总额 83,069.34 万股的 7.83%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：截止 2017 年三季报，公司高管持股情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
李卫国	260,514,304	29.51	限售流通 A 股,A 股流通股
许利民	53,457,768	6.06	限售流通 A 股,A 股流通股
向锦明	11,573,718	1.31	限售流通 A 股,A 股流通股

资料来源：Wind，长江证券研究所（注：截止 2018 年 1 月 9 号，许利民持股 5283 万股，占比 5.99%）

除了股权激励之外，公司的奖金激励也较为到位，2016 年公司销售收入增速达到 32%，而从销售费用中拆分到销售人员的平均薪酬相较 2015 年提升 30%。

表 11：销售人员薪酬 2016 年同比增长 28.3%

	销售人员总薪酬(亿元)	销售人员数	人均薪酬(万元)	同比增长
2015	2.23	1281	17.44	
2016	3.33	1488	22.36	28.25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

另外，公司自 2016 年起开始实施工程渠道合伙人制度，成立合伙人公司，有利于调动经销商的积极性。

表 12：成为东方雨虹合伙人的条件

A 计划	B 计划	C 计划
经销商承诺独家经营东方雨虹；愿意按照标准化施工；		

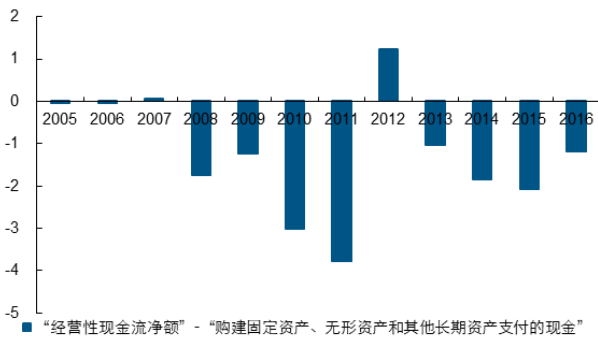
有预期年销售 500 万的能力,5 年累计可销售 2500 万。 有预期年销售 200 万的能力,5 年累计可销售 1000 万。 有预期年销售 100 万的能力,5 年累计可销售 500 万。

资料来源：公司官网，长江证券研究所

优势归因二：率先上市破资金瓶颈

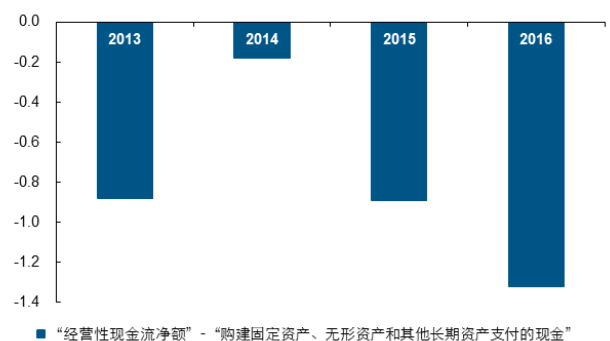
由于防水企业对上下游的议价能力不高，上下游占款较多，且虽然为轻资产行业，但为提高自动化程度和产品质量的稳定性，购买国外设备的资金需求相对较高，从公司和科顺股份的经营性净现金流减去固定资产投资的绝对值可以看出，防水企业的规模扩张会受制于资金，上市融资有助于打破资金瓶颈。

图 20：公司经营性现金流减去固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：科顺股份经营性现金流减去固定资产投资（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司自上市以来，基本上保持了每三年进行一次融资的节奏，用于新的生产线投建，目前已经形成了上海、湖南岳阳、广东惠州、辽宁锦州、江苏徐州、陕西咸阳等 18 个生产基地，一方面缓解了公司扩张所面临的产能瓶颈，另一方面多区域布局有助于公司节省运输费用并满足下游客户供货的及时性。

表 13：公司上市以来的历次融资及募投项目

公告日期	募集资金总额 (亿元)	募资方式	募投新增产能
------	----------------	------	--------

2008年8月	2.29	首发	上海年产1000万平方米防水卷材及1万吨防水涂料项目,徐州年产1000万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年1月	4.72	定向增发	锦州经济技术开发区年产1000万平方米防水卷材及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,收购昆明风行防水材料有限公司,昆明一条年产1000万平方米防水卷材生产线,岳阳一条年产1000万平方米改性沥青卷材生产线
2014年8月	12.73	定向增发	唐山年产4000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目,咸阳年产2000万平方米防水卷材及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2000万平方米防水卷材项目,德州年产1万吨非织造布项目,年产2.4万吨聚酯纺粘针刺油毡基布建设项目
2017年10月	18.4	可转债	徐州卧牛山年产2040万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、防腐和保温材料项目,杭州东方雨虹,莱西年产2400万平方米防水卷材、4万吨防水涂料、20万吨砂浆及1000万平方米TPO项目,滁州年产十万吨非织造布项目

资料来源：公司公告、长江证券研究所

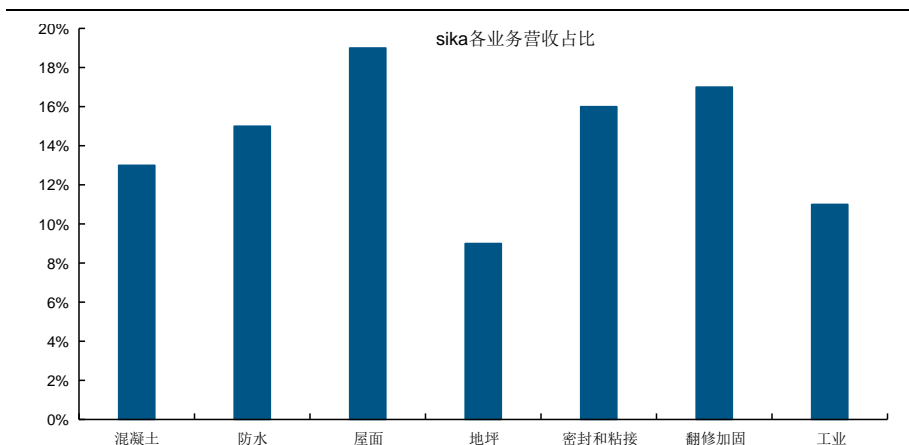
多品类发展为龙头必经之路

瑞士西卡于 1910 年依托防水砂浆业务而成立；20 世纪 70 年代经济萧条，公司发展遭遇困境倒逼其多元化转型加速，并于 1980 年借助建筑胶粘剂成功切入工业胶粘剂，进而开辟了新的业务领域；90 年代由于竞争激烈和原材料价格上涨，西卡整合核心业务，并开始大范围的收购，产品线不断丰富；2005 年提出整体系统解决方案（屋面到地面，关键客户管理，重点工程管理），由项目驱动销量的提升，协同使得其产品在本能和服

务优化中获得较大优势。

近年来，西卡通过研发和收购不断丰富升级产品线，将目标集中于建筑及工业两大领域的 7 大业务：混凝土、防水、屋面、地坪、密封和粘接、翻修加固、工业（主要是汽车领域），各业务 2016 年的收入比重均不超过 20%，布局均匀。

图 22：西卡各品类业务收入占比布局均匀



资料来源：Bloomberg, 长江证券研究所

公司自 2011 年起也开始储备多元化业务，为长远发展打下基础。

2011 年 8 月公司于徐州卧牛山生产基地建设 40 万吨砂浆生产线，进行瓷砖胶、填缝剂、硅藻泥等特种砂浆的生产、销售及服务，2013 年全部投产；

2014 年 7 月公司于安徽芜湖生产基地建设 80 万立方米保温材料石墨聚苯板生产线，进行保温材料的生产、销售及服务，目前已部分投产；

2015 年 4 月公司正式成立华砂子公司，主营特种砂浆系列产品销售，其中瓷砖胶是重点发展的核心产品；

2015 年 5 月华砂子公司收购长沙洛迪，开拓硅藻泥市场，销售网络辐射广东、福建、山西、陕西等九个省份；

2016 年 12 月公司收购 DAWASIA，开展装饰涂料业务，公司将建立生产基地，扩建营销网络，进一步丰富公司经营结构，增加公司利润来源。

表 14：近年来的公司品类扩张的节奏

新增产品类型	产品用途及性能	产能状况
瓷砖胶	由水泥、级配砂、聚合物添加剂混合而成，替代传统水泥砂浆粘结方式，粘贴瓷砖及石材，省工省料省空间、安全可靠不易脱落、单位面积成本低	2013年起公司经营瓷砖胶及装饰砂浆的生产、销售业务 现有产能40万吨，

装饰砂浆 (硅藻泥)	以硅藻土为主原料的硅藻泥具有良好的装饰性和功能性,是替代墙纸和乳胶漆的室内装饰材料。具有消除甲醛、净化空气、调节湿度释放负氧离子、阻火阻燃、墙面自洁、杀菌除臭等功能。	在建及将建产能40万吨
保温材料	石墨聚苯板主要用于外墙保温,具有良好的防火性能和较低的导热系数,透气性好,同等保温效果下成本低、生产过程环保性能好的特点	2015年起公司开始建设保温材料生产线,在建产能80万立方米(部分投产)
装饰涂料	公司收购DAW,开展装饰涂料业务,定位中高端市场。	公司2016年收购DAW ASIA

资料来源:公司公告,长江证券研究所

盈利预测及投资建议

2016年起防水行业进入集中度加速提升阶段(下游集中度提升+环保淘汰小企业),公司收入增长提速,表明行业竞争格局在加速优化。2017年公司实现营业收入101.94亿元,同比增长46.2%;归属净利润12.44亿元,同比增长20.95%,预计2018年仍将呈现行业的两级分化,公司收入高增速有望延续;2017年净利率有所下降,主要是原材料涨价和股权激励费用所致,2018年考虑公司提价、股权激励费用下降以及规模扩大后的费用摊薄,预计业绩增速或将有所回升。

预计公司2018/2019年实现归属净利润17.2、23.7亿,对应PE24、18倍。下游地产商集中度提升加速,公司或将最为受益,且其他业务具备发展空间,给予买入评级。

附录

防水行业集中度低的原因:政策限大不限小、隐蔽工程、轻资产

防水材料行业集中度低,我们认为主要原因有三:1.对防水材料行业的政策重视力度有限,执行较为宽松,例行检查也主要是针对有生产许可证的大企业,很多无证生产企业长期游离在政策监管之外;2.防水材料为隐蔽性工程,同时最终结果也会受到施工、设

计等多个环节的影响，给了防水材料生产企业生产非标产品的动力；3.防水材料行业为

典型的轻资产行业，进入门槛不高（近年来在政策的支持下，进入门槛逐步提高）。

我国政策环境使得非标产品长期游离在监管之外

由于受传统建筑观念的影响，我国在相当长的一段时间内不重视建筑防水工程质量，并因此导致我国的建筑防水材料和防水技术发展缓慢，反映在行业竞争上则表现为低水平的无序竞争。

不符合监管标准的防水材料主要有两种类型：一是无生产许可证的企业组织生产，产品基本为非标产品；二是有生产许可证的企业生产的非标产品。《2016年中国建筑防水行业年度发展报告》预测，2016年我国SBS/APP改性沥青防水卷材预测产量为51451万平方米，高分子防水卷材预测产量为26449万平方米，但截止至2016年12月，经中华人民共和国工业和信息化部公告符合《建筑防水卷材行业准入条件》的沥青基防水卷材产能规模为28800万平方米/年，高分子防水卷材产能规模为5100万平方米/年，由此可见，行业存在大量不符合标准的非标产品。

由于我国质检系统采用随机的方式进行抽查，而非普查，且抽查范围为具有生产许可证企业，大量的小企业游离在监管之外。

表 15：公司所处行业主要政策法规

时间	政策法规名称	发布单位
2010	《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)》	国家工信部
2011	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	国家质检总局
2011	《建筑防水行业“十二五”发展规划》	国家工信部
2013	《建筑防水卷材行业准入条件》	国家工信部
2013	《产业结构调整指导目录(2011年本)修订版》	国家发改委
2013	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则(2013年版)》	国家质检总局

2013	《关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材产品质量提升的指导意见》	国家质检总局，国家工信部
2014	《国家新型城镇化规划(2014-2020)》	中共中央，国务院
2014	《建筑工程五方责任主体项目负责人质量终身责任追究暂行办法》	国家住建部
2014	《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》	国家标准委员会
2014	《住房城乡建设部关于印发<工程质量治理两年行动方案>的通知》	国家住建部
2015	《北京市推广、限制和禁止使用建筑材料目录(2014年版)》	北京市住房和城乡建设委员会，北京市规划委员会，北京市市政市容管理委员会
2015	《国务院关于进一步做好城镇棚户区 and 城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》(国办发[2015]37号)	国务院
2015	《国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》国办发[2015]61号	国务院办公厅
2015	《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》国办发[2015]75号	国务院办公厅
2016	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅
2016	《建材工业鼓励推广应用的技术和产品目录(2016-2017年本)》	国家工信部
2016	新版《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	国家质检总局
2016	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	国务院办公厅
2016	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	工信部
2016	《建筑防水行业“十三五”发展规划纲要》	中国建筑防水协会

资料来源：各政府部门网站，长江证券研究所

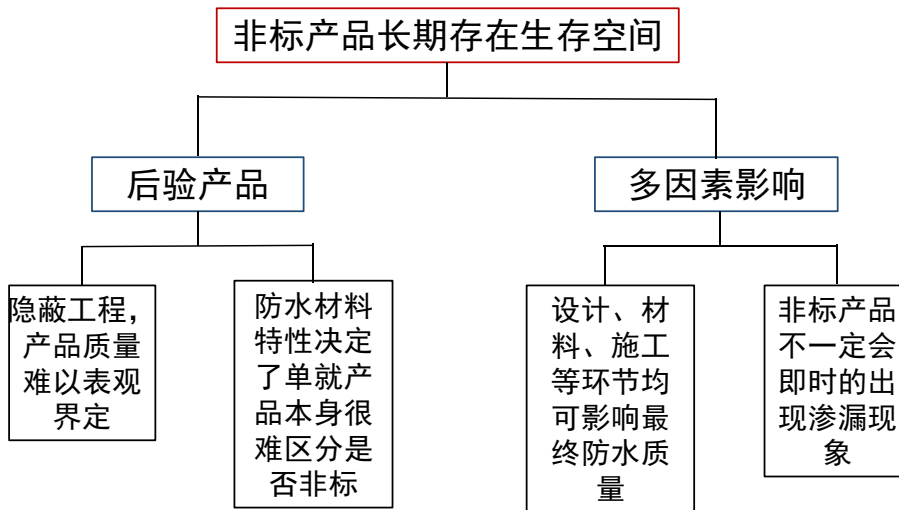
隐蔽工程、责任方难界定使得行业内存在逆向选择及道德风险

除了外界因素之外，防水材料行业自身的特点决定了行业内存在劣币驱逐良币现象，这给了小企业一定的生存空间。

一是防水材料是典型的后验产品，通常需要较长的时间才能验证产品的质量和性能，从而使得防水材料生产商有较高的道德风险，以假乱真以次充好来降低成本，防水材料下游客户也存在逆向选择现象，一些房地产企业或建筑施工企业会主动选择价格低廉的防水产品。

二是防水效果不单受到防水材料的影响，施工（三分材料七分施工）、设计等方面均可影响最终防水效果。因此，材料难以确定真正的质量问题责任方，损失一般由业主承担，使得防水材料企业更有动力提供非标产品来降低成本。

图 23：后验产品和最终质量会受到施工、设计等多方面影响



资料来源：《工程造价》，长江证券研究所

另外，由于我国新型防水材料行业起步较晚（80 年代开始新型防水材料的研制和设备引进），众多具有影响力的企业均成立于 2000 年前后，至今不足 20 年的发展历史，品牌从被认可到被重视再到被依赖需要过程，相关政策的制定和监管力度提高也需要过程（类比石膏板行业，自 70 年代开始导入中国，1983 年北新建材即从德国引进了先进生产线，随即制定了相关标准及技术规范，且石膏板本身具备特殊性，一定程度上杜绝了非标产品的存在）。

表 16：防水材料与石膏板的对比

	标准制定	产品特点	龙头企业市占率
石膏板	70年代开始导入中国，1983 年北新建材即从德国引进了先进生产线，随即制定了相关标准及技术规范	不符合国标的产品难成型，小企业使用的原材料与大企业差异不大，一定程度上杜绝了非标产品	北新建材市占率达 60%，三大外资市占率 15%，集中度较高
防水材料	2010年之前行业标准主要针对沥青油毡的淘汰，近年来对新型防水材料监管的重	外观上较难区分国标和非国标产品，原材料质量、生产设备、技术水平	东方雨虹市占率 7%，前 10 家市占率不到 15%（规模以上企业

视力度加强 等均可影响产品质量 统计口径)

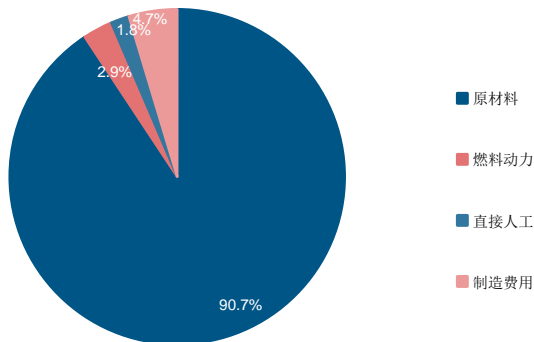
资料来源：公司公告、北新建材公告，长江证券研究所

轻资产行业，进入门槛低

建筑防水材料行业属于典型的轻资产行业，原材料占营业成本的 80%以上，制造费用占比较低。一般来讲，大企业设备生产流水线投入大概 500 万，加上沥青的制备改性、配方设备，投资约为 1000 万元的整套生产设备可达到较为先进的水平。而在准入门槛推出之前（2013 年，工信部提出新建卷材生产线规模不低于 1000 万平米/年，高分子生产线不低于 300 万平米/年），投入更低。这使得行业的 ROIC 较高，防水材料生产线即使保持较低的产能利用率，也可实现盈亏平衡。

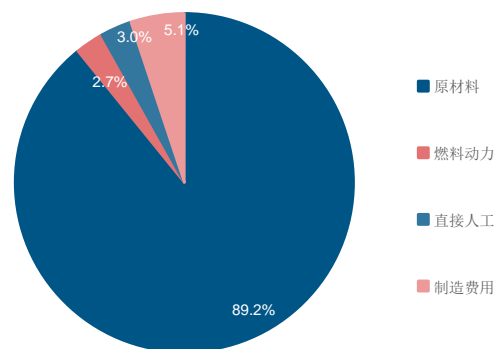
对于小企业的生产线来说，规模较小，一般购置国内生产设备，投入成本更低，产品生产主要以模仿、冒充大企业产品为主，技术研发投入较低，投产时间较短（东方雨虹卷材生产线投产约 8 个月，涂料生产线投产约 6 个月），关停成本较低，因此，对于小企业来讲，只要有合适的销售渠道，即可较快开启生产组织生产。但在产品质量、产品供应的稳定性等方面存在较多问题。

图 24：2016 年东方雨虹营业成本占比拆分



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：2016 年科顺股份营业成本占比拆分



资料来源：Wind，长江证券研究所

公司零售业务发展

2003 年，民建公司的前身分销部成立，标志着民用建材领域业务的正式开启；2012 年，民用建材分公司成立，为集团在民用建材领域的公司化运营奠定了基础；2015 年，民用建材有限责任公司正式成立，公司对零售业务的重视程度进一步加强。

对于 B2C 业务，由于地方性品牌更容易受到当地装修公司、工长和消费者的认可，其推广较工程业务更难。另外，零售市场不同于工程市场，其相关政策限制更少，这使得零售领域的假冒伪劣非标现象更加严重，也更加普遍。

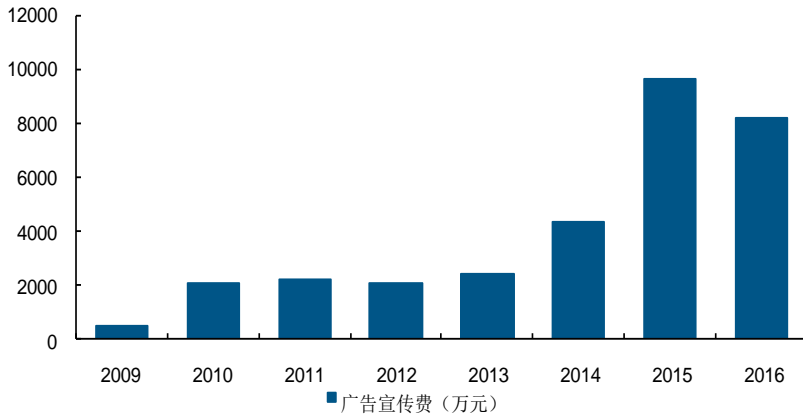
但是我们认为消费者是可以被教育的，其过程需龙头公司的推动和相关政策支持，公司打入零售市场正是在完成这一过程。对于 60 后、70 后房屋购买者，多为改善型需求，属于成熟消费者，对防水材料重要性的认识程度更高，更容易接受高品质的防水材料。

对于 80 后、90 后首套房消费者，更注重品牌价值，同样更易接受高品质的防水材料。

公司自 2013 年起开始拓展零售业务，连续三年实现高增长。

由于零售业务起步较晚，目前体量较小，但是却是一个快速增长的业务领域。自 2013 年以来，零售业务每年以超过 50% 的速度增长，2016 年末规模已达 9 亿元。我们认为 2013 年以来为公司零售业务的布局期、投入期（广告投入、平台投入等），一旦形成口碑效应，成果将以几何级的形式显现。我们认为公司零售业务有望进入收获期。

图 26：公司广告费投入费用自 2014 年其大幅增加



资料来源：Wind，长江证券研究所

一方面，公司于 2013 年推出虹哥汇，作为施工工长沟通互动的线上平台，可实现公司与工长的利益绑定。目前全国工长约为 500 万人，公司自设立虹哥汇以来，2013 年底发展为 2 万多认证会员，2015 年底发展为 10 万认证会员，2016 年底 54 万认证会员，认证会员采用积分制，通过积分兑换商品，实现利益绑定。对于工长来说，考虑到自身利益分成以及自身行业口碑积累，更有动力使用优质产品。

另一方面，公司与装修公司合作，业之峰、实创装饰、阔达装饰、元洲装饰、龙发装饰、今朝装修、博洛尼、北京瑞博文装饰、上海波涛装饰、统帅装饰、星杰装饰、知贤装饰、华浔品味、深圳浩天、深圳世纪名典等家装公司指定使用雨虹防水产品。

图 27：虹哥汇会员中心界面



资料来源：公司官方微信公众号，长江证券研究所

多品类业务

瓷砖胶零售业务：我们认为瓷砖胶零售业务具备放量做大的基础，一是产品市场空间广阔，根据中国建筑协会统计 2013 年建筑粘合剂及特种砂浆等辅料行业产值已经达到 1050 亿元；二是行业发展迅速，相比传统的水泥砂浆，瓷砖胶具有节能环保、施工简便、粘接力强等优势，瓷砖胶对传统水泥砂浆的替代正在加速；三是公司具备得天独厚的优势，由于瓷砖胶等砂浆产品量重价低，运输、装卸、仓储成本高，而公司产能全国布局，配送优势明显，可直接配送至终端客户，较大的降低销售及运输费用。

墙面装饰业务：2015 年 5 月华砂子公司收购长沙洛迪，主营装饰砂浆业务；2016 年末，公司收购 DAW，开展装饰涂料业务，全面进军墙面装饰市场。我们认为公司墙面装饰业务有望取得突破：其一，国内墙面装饰市场空间广阔且增长稳定，2016 年全国墙面涂料需求量 283 万吨，2007~2016 年十年涂料行业复合增长率超过 10%；其二，公司直接收购 DAW ASIA，其原属集团是欧洲第三大建筑涂料生产商，在德国本土市场

位列第一，其业务布局全球，拥有多个生产基地；其三，公司目前已具备较为成熟的装饰砂浆销售网络，可实现渠道资源的直接变现；其四，相比于其他装饰涂料企业，公司经营的面装饰业务更加丰富，装饰砂浆与装饰涂料齐头并进，产生协同效应，进一步提升公司在装饰行业的整体竞争实力。

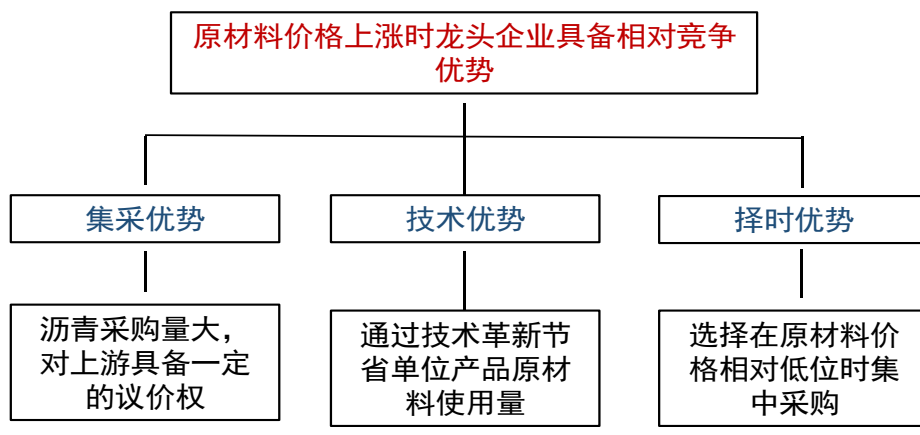
保温材料业务：2016 年建筑保温材料产值约为 1200 亿元。其中，石墨聚苯板因其良好的耐候性和在温度变化时的尺寸稳定性，是目前应用最广泛的建筑外墙保温隔热材料。2015 年 5 月起《建筑设计防火规范》已强制执行，预计聚苯板市场将在未来一段时间内保持稳定的发展。公司依托已有的销售渠道开展保温材料业务，将进一步丰富公司经营结构，增加公司收入来源。

原材料涨价对公司的影响

原材料价格提升及产品降价会在理论上降低公司的毛利率水平，但是我们其对公司的影响并不明显，反而能够提升公司的相对竞争优势：

一方面，公司具备集中采购优势，原材料采购价格低于同行业竞争者，对上游具备一定的议价能力。因此，在原材料价格上升时，公司成本优势更加明显。另一方面，公司具备技术优势，每年通过技术革新降低生产成本，单位产品所需要的原材料及能源消耗量相对更少，在原材料及能源价格上涨时成本提升幅度低于同行业其他公司；此外，大企业在原材料采购时更加具备择时优势。由此公司相对于行业竞争对手具备更高的增长速度和更低的风险，也理应享受更高的 PE 水平。

图 28：原材料价格上涨使得公司相对竞争优势更加明显



资料来源：长江证券研究所

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7000	10194	14280	20349
增长率(%)	32%	46%	40%	43%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	1028.7	1244.8	1723.6	2366.7
增长率(%)	41%	21%	38%	37%
每股收益(元)	1.165	1.410	1.850	2.540
净资产收益率(%)	20.7%	20.6%	18.5%	20.9%

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7000	10194	14280	20349	货币资金	1611	1927	1428	2035
营业成本	4016	6187	8813	12676	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	2984	4007	5468	7673	应收账款	3187	4640	6500	9263
%营业收入	42.6%	39.3%	38.3%	37.7%	存货	712	1108	1578	2271
营业税金及附加	81	67	94	134	预付账款	132	205	293	421
%营业收入	1.2%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	44	62	86	122
销售费用	840	1121	1642	2340	流动资产合计	6055	8479	10636	15182
%营业收入	12.0%	11.0%	11.5%	11.5%	可供出售金融资产	48	48	48	48
管理费用	825	1223	1571	2238	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	11.8%	12.0%	11.0%	11.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	46	51	27	44	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	0.7%	0.5%	0.2%	0.2%	固定资产合计	1870	2774	3987	5615
资产减值损失	118	110	140	170	无形资产	572	640	706	768
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	23	23	23	23
投资收益	23	20	20	20	递延所得税资产	125	15	18	22
营业利润	1097	1453	2014	2766	其他非流动资产	164	164	164	164
%营业收入	15.7%	14.3%	14.1%	13.6%	资产总计	8857	12144	15582	21823
营业外收支	60	3	3	3	短期贷款	1063	0	183	1800
利润总额	1157	1456	2017	2769	应付款项	845	1315	1873	2695
%营业收入	16.5%	14.3%	14.1%	13.6%	预收账款	370	539	755	1076
所得税费用	131	192	266	366	应付职工薪酬	34	52	74	107
净利润	1026	1264	1750	2403	应交税费	218	268	372	516
归属于母公司所有者的净利润	1028.7	1244.8	1723.6	2366.7	其他流动负债	1277	1930	2721	3904
少数股东损益	-2	19	27	37	流动负债合计	3807	4104	5978	10097
EPS (元/股)	1.17	1.41	1.85	2.54	长期借款	0	10	20	30
					应付债券	0	1840	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	63	126	189	251
					负债合计	3870	6080	6186	10378
					归属于母公司	4975	6033	9338	11349
					少数股东权益	12	31	58	95
					股东权益	4987	6064	9396	11444
					负债及股东权益	8857	12144	15582	21823
					基本指标				
						2016A	2017E	2018E	2019E
					EPS	1.165	1.410	1.850	2.540
					BVPS	5.64	6.83	6.60	8.03
					PE	38.54	31.85	24.28	17.68
					PEG	1.20	0.99	0.76	0.55
					PB	7.97	6.57	6.80	5.60
					EV/EBITDA	30.38	22.96	16.24	12.12
					ROE	20.7%	20.6%	18.5%	20.9%

投资评级说明

行业评级

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

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级

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

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间

中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)
减 持： 相对大盘涨幅小于-5%

武汉

武汉市新华路 119 号长江证券大厦 11 层 (430015)
我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)
我们无法给出明确的投资评级。

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼 (518000)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。