



建材

2018.05.31

评级： **增持**
 上次评级： 增持

细分行业评级

防水材料 不起眼的“好行业”

——聚焦“十三五”新材料系列报告之三

	鲍彦鑫 / 分析师	戚舒扬 / 研究员
	0755-23976830	0755-23976213
	baoyanxin@gtjas.com	qishuyang@gtjas.com
证书编号	S0880513070005	S0880116040064

本文系统分析行业发展，企业间横向及纵向两方面展开，从投资的角度出

摘要：

- 从投资的角度而言，我们认为防水材料行业是不起眼的“好行业”，并且我们认为对行业和企业的视角不可局限于过往的从产业链景周期波动的逻辑，产业链各环节生态的布局、盈利模式的变迁和品类扩张的企业家精神是企业脱颖而出的核心，我们长期看好明显具备领先优势并有望进一步扩大优势的东方雨虹（002271）；
- 防水在建安成本中造价一般在 1.0-1.5%，2017 年纳入统计口径行业营收约 1060 亿出头，五年间复合增长率近 20%，目前行业市场容量约为 2000 亿元/年。其中民营占 90% 以上，截止 17 年 12 月纳入统计口径企业数为 598 家，有生产许可证的 1500 家，保守估计防水企业合计三千余家。传统的纸胎油毡类防水材料占总产量比例从 2000 年的 65.1%，一路下降至 7%，目前用量最大的产品为 SBS/APP 改性沥青防水卷材、及防水涂料，产量占比均在 27% 左右。目前未达工信部准入门槛（单线规模在 1000 万平米/年）的产能占比约 50%。
- 防水材料是值得投资的“好行业”：防水行业属于典型的轻资产化学建材，资产周转率平均在 0.6 左右，财务杠杆则处于各子行业较低水平（2017 年平均负债率约 40%），竞争替代不在生产端，且兼具渠道

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1. 报告要点：防水材料，不起眼的“好行业”	3
2. 防水行业：两位数增长，结构升级	4
2.1.1. 行业分散，民营主导、整体产能利用率低	4
2.1.2. 防水行业固定资产投资呈现大幅波动的特征	5
2.1.3. 结构升级，防水涂料和改性沥青卷材已占据半壁江山	6
2.1.4. 长期看进入壁垒不断提高，小企业或进一步退出	8
3. 防水材料企业：利润向龙头企业集中	10
3.1. 雨虹一家独大，其他民营企业成长迅速	10
3.2. 防水行业代表企业 ROE 高于其他建材子行业，利润向龙头企业集中	12
4. 盈利模式变革——以东方雨虹和国外巨头西卡为例	15
4.1. 东方雨虹发展过程的四个阶段：	15
4.2. 盈利能力稳步提升	20
5. 估值：横向比较	22
6. 附录：建筑防水行业变迁历史与展望	24
6.1. 国外防水行业发展历史	24
6.2. 国内防水行业发展进程	26
6.2.1. 卷材发展历程	26
6.2.2. 涂料发展历程	28

1. 报告要点：防水材料，不起眼的“好行业”

- **行业分散，产品重要但货值低：**防水在建安成本中造价一般在 1.0-1.5%，2017 年纳入统计口径行业营收约 1060 亿，五年间复合增长率约 20%，目前行业市场容量约为 2000 亿元/年。其中民营占 90%以上，截止 17 年 12 月纳入统计口径企业数为 598 家，有生产许可证的 1500 家，保守估计防水企业合计三千余家，集中度 CR50 仅 23%(CR5 仅 12%)，龙头东方雨虹市占率小于 10%，行业产能利用率仅 60%。
- **产品快速升级，法规缺乏执行：**传统的纸胎油毡类防水材料占总产量比例从 2000 年的 65.1%，一路下降至 7%，目前用量最大的产品为 SBS/APP 改性沥青防水卷材、及防水涂料，产量占比均在 27%左右。工信部、发改委等主管部门先后颁布了一系列政策法规，法规标准混乱的格局改观，但缺乏执行，目前未达准入门槛（单线规模在 1000 万平米/年）的产能占比约 50%。
- **近两年登陆资本市场企业增加：**上市企业 A 股有东方雨虹、科顺股份、凯伦股份，新三板挂牌 4 家（蓝图新材、赛力克、仁众实业、优波科），未上市企业，大型民企有潍坊宏源、深圳卓宝等；老牌国企上海建筑防水材料、盘锦禹王等；外资品牌主要有瑞士西卡、法国德高、德国威达。
- **防水材料是值得投资的“好行业”：**防水行业属于典型的轻资产化学建材，资产周转率平均在 0.6 左右，财务杠杆则处于各子行业较低水平（2017 年平均负债率约 40%），其竞争优势不在生产端，主要是渠道控制力、品牌溢价，使得盈利能力分化显著，代表企业近两年 ROE 平均 10%，在建筑材料子版块中最高。且利润向龙头企业集中，龙头 ROE 几乎是中小企

业的 2 倍。

- **东方雨虹所代表的行业盈利模式变迁：**回顾东方雨虹发展历程，经历四个阶段：重点工程专业户——拓展全国网络增收不增利——结盟大地产商收获利润期——地产后市场，零售放量，拓展品类；对比瑞士西卡、PPG、SHW 等龙头企业，我们认为“地产后市场”的逻辑将主导建材行业未来建材企业的市值变迁趋势：具备轻资产、品牌消费及品类延伸的子公司龙头企业或将胜出。
- **估值方面，东方雨虹或进入估值提升阶段：**东方雨虹 2008 年上市后 PE 属于典型的高成长高估值。同时，随着体量增大，估值中枢逐渐下移，目前在 20~30 倍区间。新三板挂牌 7 家企业静态 PE 在 20-40 倍之间波动，但新三板公司由于挂牌交易时间较短，估值代表性还不够。瑞士西卡估值中枢在 15-20 倍，西卡 08 年后 PE 估值基本在 15-20 倍波动，美股三家涂料龙头（PPG、SHW、VAL）估值稳定在 20-30 倍。

2. 防水行业：两位数增长，结构升级

2.1.1. 行业分散，民营主导、整体产能利用率低

防水材料在建安成本中的造价一般在 1-1.5% ,2017 年纳入统计局统计口径（主营业务收入 2000 万元及以上）的营收约 1060 亿，五年间行业营收复合年均增长率近 20%（有纳入规模以上样本数扩大的因素），存在大量中小企业在统计之外，根据协会给予的估计，目前行业市场容量约

为 2000 亿元/年（市场容量不含施工）。

集中度低，缺乏全国主导性品牌：截止 2017 年 12 月纳入统计局口径的企业数量为 598 家，民企占 90% 以上，保守估计大小防水企业有三千余家，其中生产许可证的有 1500 家，更多的是小作坊工厂。集中度低，行业 CR 50 仅 23%（CR5 仅 12%），行业最大的企业东方雨虹市占率小于 10%。大量小企业和落后产能导致行业产能利用率仅 60%。

图 1：统计口径以上（2000 万）的企业主营收入

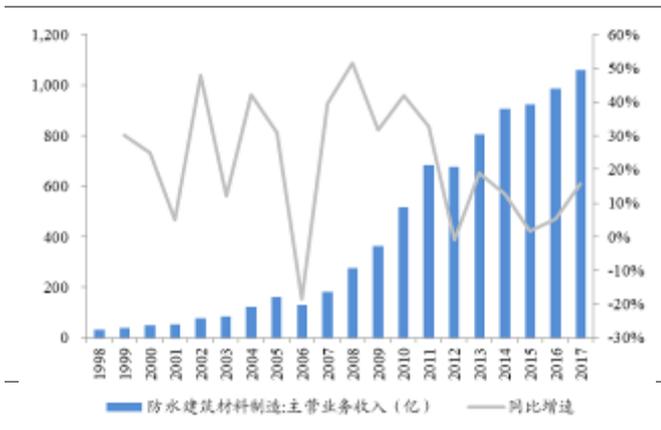
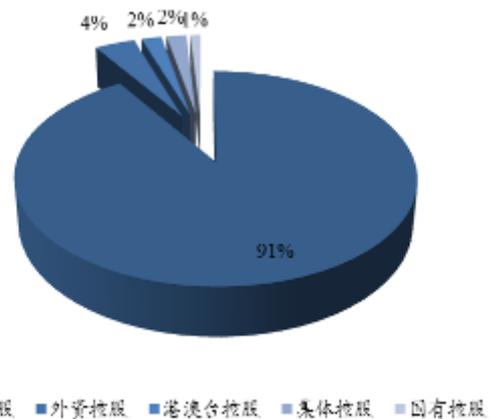


图 2：统计口径以上（2000 万）的企业数量



图 3：纳入统计口径的防水建筑材料行业企业所有制结构



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

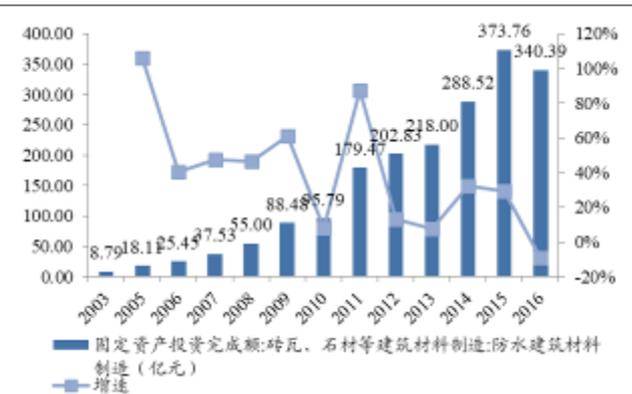
2.1.2. 防水行业固定资产投资呈现大幅波动的特征

2016 年防水行业新增固定资产投资 340.4 亿，增速-9%，其中购置设备投入 123.1 亿占 36.1%。过去 10 年防水行业固定资产投资年复合年均增速 30%，由于防水材料生产属于化学类建材轻资产的特征，当建安工程投资小幅增长时，防水材料固投额会出现较大增长，大幅波动。

图 4：防水建筑材料制造固投完成额



图 5：防水建筑材料设备工器购置固投完成额



数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.1.3. 结构升级，防水涂料和改性沥青卷材已占据半壁江山

2000 年，我国新型建筑防水材料产量仅为 14,300 万平方米，占建筑防水材料总量比例 34.9%，至 2014 年这一比例达到了 93.38%左右，近四年复合年均增速为 15%；相对应的，传统纸胎油毡类材料占总产量比例从 2000 年的 65.1%，一路下降至 7%。

十年间增速最快的产品依次为自粘防水卷材、防水涂料、SBS/APP 改性沥青卷材以及高分子涂料，复合年均增速分别达 39.4%、20.4%、14.6%、13.2%。目前用量最大的产品为防水涂料及 SBS/APP 改性沥青防水卷材产量占比均在 27%左右。

表1：主要防水材料历年产量完成情况

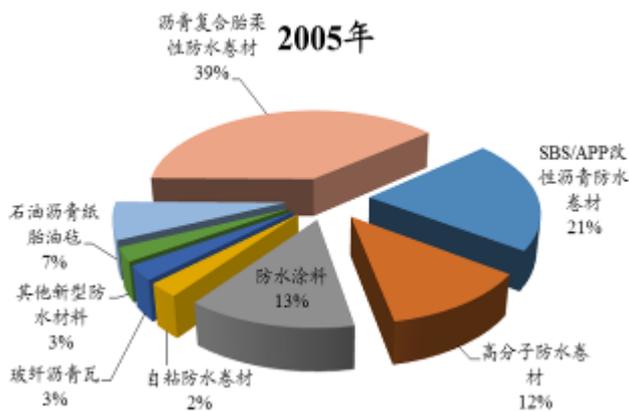
	单位	2005年	2010年	2011年		2012年		2013年		2014年		2015年	
产品名称		产量	产量	产量	增 速								
建筑防水材料合计	万 m ²	62,000	103,130	120,315	17%	135,590	13%	154,205	14%	167,255	8%	183,147	10%
一、新型建筑防水材料小计	万 m ²	33,700	89,710	106,812	19%	122,678	15%	142,302	16%	156,179	10%	172,633	11%
SBS/APP改性沥青防水卷材	万 m ²	13,000	27,100	31,731	17%	37,252	17%	42,244	13%	44,398	5%	47,062	6%
高分子防水卷材	万 m ²	7,500	15,600	18,742	20%	19,698	5%	21,490	9%	22,930	7%	24,535	7%
防水涂料	万 m ²	8,300	23,840	27,392	15%	32,432	18%	38,659	19%	44,149	14%	50,330	14%
自粘防水卷材	万 m ²	1,600	12,820	16,871	32%	20,330	21%	26,571	31%	31,832	20%	37,562	18%
玻纤沥青瓦	万 m ²	1,700	3,750	3,975	6%	4,055	2%	3,446	-15%	2,464	-28%	2,218	-10%
其他新型防水材料	万 m ²	1,600	6,600	8,101	23%	8,911	10%	9,891	11%	10,406	5%	10,926	5%
二、沥青油毡类防水卷材小计	万 m ²	28,300	13,420	13,502	1%	12,912	-4%	11,903	-8%	11,077	-7%	10,514	-5%

石油沥青 纸胎油毡	万 m ²	4,300	1,800	1,701	-6%	1,701	0%	1,701	0%	1,701	0%	1,701	0%
沥青复合 胎柔性防 水卷材	万 m ²	24,000	11,620	11,801	2%	11,211	-5%	10,202	-9%	9,376	-8%	8,813	-6%

数据来源：中国建筑防水协会，国泰君安证券研究

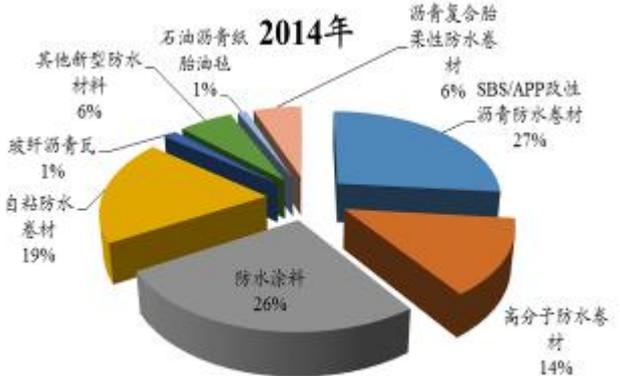
2014 年根据 1-11 月产量预计全年；2015 年为协会预测值。

图 6：2005 年沥青油毡类防水卷材占主导（46%）



数据来源：中国建筑防水协会，国泰君安证券研究

图 7：2014 年 SBS/APP 改性沥青卷材等主导



数据来源：中国建筑防水协会，国泰君安证券研究

2.1.4. 长期看进入壁垒不断提高，小企业或进一步退出

工信部、发改委等主管部门先后颁布了一系列政策法规，法规标准混乱的格局逐渐改观。

工信部于 2013 年 3 月规定新建改性沥青（含自粘）类防水卷材单线产能规模不低于 1000 万平方米/年（投资规模在 7000-8000 万/条）；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。已经投产的建筑防水卷材项目，未达到准入条件要求的，应在 2015 年底前通过整改达到（否则不颁发生产许可证）。

经调研得知，目前行业约 50%产能单线规模在 1000 万平米/年以下，政策若严格执行，将大幅度提高行业集中度。从执行情况看，执行效果还有待进一步增强。

图 8：政策引导落后产能退出、鼓励企业做大做强

发布时间	名称	发布单位	相关政策内容
2017年11月	《建材行业规范公告管理办法》	工业和信息化部	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》	国家质量监督检验检疫总局	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》	中华人民共和国住房和城乡建设部	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产品质量提升的指导意见	国家质量监督检验检疫总局 工业和信息化部	强化政策约束和引导扶持，严格贯彻产业政策，严格落实行业准入条件，遏制低水平重复建设，淘汰落后产能，推行产业退出机制，加强规划指导、政策激励和标准约束，优化产业结构，推进企业联合重组，逐步提高行业生产集中度。引导企业重视并实施品牌战略，加强品牌建设，鼓励企业通过技术进步提升产品质量，增加产品技术含量，加快新产品开发。强化标准支撑，完善建筑防水卷材技术标准体系建设。推进完善应用领域的招投标机制，通过信息公开共享有效遏制无序竞争。
2013年4月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	国家质量监督检验检疫总局	在中华人民共和国境内生产本实施细则规定的建筑防水卷材产品的，应当依法取得生产许可证。任何企业未取得生产许可证不得生产本实施细则规定的建筑防水卷材产品。
2013年3月	建筑防水卷材行业准入条件	工信和信息化部	“十二五”期间，立足国内需求，严格控制增量，重在优化存量，着力调整结构，推进兼并重组，提高产业集中度和规模效益。严禁在风景名胜区、生态保护区、自然和文化遗产保护区、饮用水源保护区、城市建成区和非工业规划区等区域新建和扩建建筑防水卷材项目。上述区域已经投产的（含沥青基自粘）防水卷材项目，未达到本准入条件要求的，应在2015年底前通过整改达到。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。
2013年2月	《产业结构调整指导目录（2011年本）》	发改委	“新型墙体和屋面材料、绝热隔音材料、建筑防水和密封等材料的开发与生产”为鼓励类产业目录
2011年12月	《建筑防水行业“十二五”发展规划》	中国建筑防水协会	“十二五”末期，行业中涌现出年销售收入超过50亿元的企业，年销售收入超过10亿元的企业达到10家以上；行业前50位的企业，主要产品的市场占有率达到50%；组建4-5个大型企业集团；建立2-3个建筑防水材料产业基地，发挥产业集群优势。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。
2010年10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）》	工业和信息化部	将焦油型聚氨酯防水涂料、水性聚氯乙烯焦油防水涂料、聚氯乙烯建筑防水接缝材料（焦油型）列入化工行业淘汰目录，将聚乙烯丙纶类复合防水卷材二次加热复合成型生产工艺、年产500万平方米以下改性沥青类防水卷材生产线、年产500万平方米以下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、聚乙烯芯材厚度在0.5mm以下的聚乙烯丙纶复合防水卷材、聚氯乙烯防水卷材（S型）、棉涤玻纤（高碱）网格复合胎基材料列入建材行业淘汰目录。
2010年10月	《建筑业10项新技术（2010）》	住房和城乡建设部	要求各地继续加大以建筑业10项新技术为主要内容的新技术推广力度，充分发挥“建筑业新技术应用示范工程”的示范作用。《建筑业10项新技术（2010）》在“防水技术”中对防水卷材机械固定施工技术/预备注浆系统施工技术、遇水膨胀止水胶施工技术、聚氨酯防水涂料施工技术给予了肯定。
2009年	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	全国工业产品生产许可证办公室	应淘汰200万平方米/年以下改性沥青防水卷材生产线。
2008年6月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	国家质监总局	防水行业市场准入制度。
2007年8月	《我国建筑防水行业“十一五”发展规划纲要》	中国建筑防水协会	推广改性沥青防水卷材和合成高分子防水卷材等新型防水材料，使新型防水材料的市场占有率达到75%；使前20名企业产品的市场占有率达到50%以上。
2005年12月	《产业结构调整指导目录（2005年本）》	发改委	新型节能环保墙体材料、绝热隔音材料、防水材料和建筑密封材料、建筑涂料开发生产”列为鼓励类产业目录。
2004年5月	《当前部分行业制止低水平重复建设目录》	发改委	“年生产能力在500万平方米以下的改性沥青防水卷材生产线、列入限制建设目录。”
2004年3月	《建设部推广应用和限制禁止使用技术公告》	建设部	“推广SBS或APP改性沥青防水卷材，限制石油沥青纸胎油毡、沥青复合胎柔性防水卷材
2003年11月	《关于加强建筑防水材料生产与应用管理的意见》	建设部	“大力发展改性沥青防水卷材，积极推广高分子防水卷材，增强中高档防水材料的市场占有率”
2000年10月	《国家化学建材工业“十五”计划和2010年发展规划纲要》	建设部	“在2005年前“新型防水材料在全国防水工程市场的占有率达到50%以上”

数据来源：国泰君安证券研究

3. 防水材料企业：利润向龙头企业集中

3.1. 雨虹一家独大，其他民营企业成长迅速

A 股主营防水材料仅东方雨虹一家，收入规模 2016 年有望超 60 亿元，行业内目前没有和雨虹同体量的竞争对手。新三板涉主营防水卷材、涂料的企业 7 家（科顺防水、德生防水、凯伦建材、蓝图新材、赛力克、仁众实业、优波科）。在未上市企业中，大型防水材料民企有潍坊宏源、深圳卓宝等；老牌国企上海建筑防水材料、盘锦禹王等；跨国外资品牌国内市场主要有瑞士渗耐（西卡）、法国德高、德国威达等。

表2：建筑防水行业部分龙头企业横向比较

序号	公司	2017 年收入 (亿元)	2016 年收入 (亿元)	区域布局	产品	防水材料产能
1	东方雨虹	102.93	70	北京、上海、广东、 湖南、江苏、山东、 辽宁、四川、云南	SBS/APP 防水卷材、 防水涂料、TPO 卷材	2.2 亿平米防水卷材、70 万吨 涂料、3 万吨非织造布
2	潍坊宏源	18.17	15.78	江苏、四川、吉林、 上海、山东	SBS 防水卷材，玻纤 沥青瓦，防水涂料	生产线 41 条，防水卷材年生 产能力达 1.5 亿 m ² ，涂料年生 产能力达 8 万吨
3	科顺防水	20.39	14.73	广东、北京、江苏	湿铺法自粘复合防 水卷材	防水卷材 1 亿平方米，防水 涂料 10 万吨，高分子材料 1000 万平方米，干粉砂浆 20

						万吨
4	深圳卓宝	12.01	10.52	广东、北京、江苏、 四川、湖北	装饰、保温、防水一 体，主打自粘式卷材	7000 平改性沥青卷材、高分 子材料 TPO 和 PVC 的生产 线，年产 500 万平米。3 万吨 聚氨酯涂料、1.3 万吨水性涂 料
5	北京立高			河北、天津、新疆	防水卷材及涂料	
6	德生防水	5.27	5.06	河北	防水卷材及涂料	卷材 1 亿平、涂料 5 万吨、 沥青瓦 600 万平
7	凯伦建材	3.94	2.69	江苏	SBS/APP 防水卷材、 防水涂料、	4400 万平米卷材，27200 吨 涂料
8	蓝图新材	0.12	0.56	贵州	主打高分子防水卷 材、高分子土工合成 材料	
9	赛力克	0.71	0.55	广东	防水卷材及涂料	具有防水卷材 2000 万平米和 涂料 2 万吨的年生产能力
10	仁众实业		0.35	上海、天津、四川	膨润土防水毯	
11	优波科	0.1	0.13	河南	陶瓷隔热、高分子防 水涂料	现有年产能 2 万吨

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

未上市的潍坊宏源、深圳卓宝收入为我们估算值，可能和实际存在偏差。

表 1：外资防水材料企业情况汇总

	2015 年收入 (亿元)	简介
德高中国	10.00	98 年进入中国，法国派丽集团旗下零售品牌，德高公司作为国内最早生产水泥基防水材料的企业，代表产品通 K、柔 K、瓷砖填缝料、TTB 瓷砖胶；8 个自有工厂、3 个 OEM 工厂
瑞士渗耐	351.00	98 年进入中国，渗耐”是西卡 (Silka) 渗耐防水系统 (上海) 有限公司生产的 PVC 防水卷材的高端品牌，旗下 PVC 防水卷材共两个品牌，即“渗耐”--“Sarnafil”，和“西卡”--“Sikaplan”。
德国威达		ICOPAL 集团旗下防水品牌，07 年进入中国，设立德尉达 (上海) 贸易

数据来源：wind，公司网站，国泰君安证券研究

瑞士渗耐的收入使用瑞士西卡集团 2015 年合并报表总收入，西卡亚洲区收入占 18.5%。

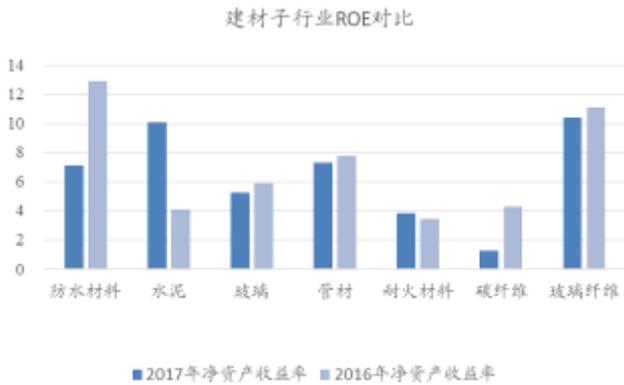
3.2. 防水行业代表企业 ROE 高于其他建材子行业，利润向龙头企业集中

防水材料代表企业 ROE 平均 10% 【17%】，在建筑材料子版块中最高。防水行业平均 ROE 10% 【17%】，显著超过了其他材料子行业投资回报率。从杜邦分析可知，防水行业高 ROE 主要是其轻资产特征 (资产周转率在 0.6 【0.8】左右) 和较高利润率 (净利率近两年平均 10%) 带来，而财务杠杆则处于各子行业较低水平，2017 年平均负债率约 40%。

相较于其他传统行业，防水行业成长性优越且利润率高；相较于其他新材料行业 (如碳材料、超导等)，防水行业盈利模式清晰，而后者仍处于“烧钱”阶段，若大规模商业化经风险调整后的投资回报明显不高。【】

为剔除蓝图新材和优波科

图 9：防水材料 ROE 在材料子行业中最高



数据来源：wind，国泰君安证券研究

防水材料和其他子行业均取自上市或挂牌公司；行业 ROE 使用算术平均计算，下同。

图 10：材料类各子行业权益乘数对比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 11：材料类各子行业总资产周转率对比



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 12：材料类各子行业净利润率对比



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

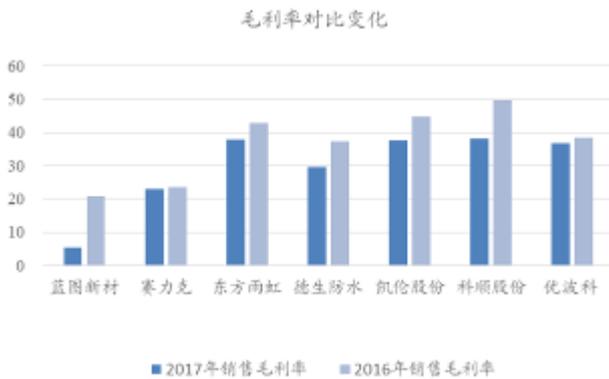
利润向龙头企业集中，龙头 ROE 几乎是中小企业的 2 倍。龙头雨虹、科顺等 ROE 基本超过 20%，其他小型上市企业在 10% 左右。龙头企业净利润率和周转率明显高于行业均值；

我们认为，品牌溢价、渠道控制力是分化形成的原因，生产端体现的是规模效应。其中，科顺和凯伦由于杠杆率较高 ROE 大幅高于均值，但挂牌后负债率下降到合理水平。而德生防水主要由于产能上得较快，导致资产周转率下降拉低了 ROE 水平。

图 13： 防水材料企业 ROE 横向对比



图 14： 防水材料企业毛利率对比



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 15： 防水材料企业净利率对比

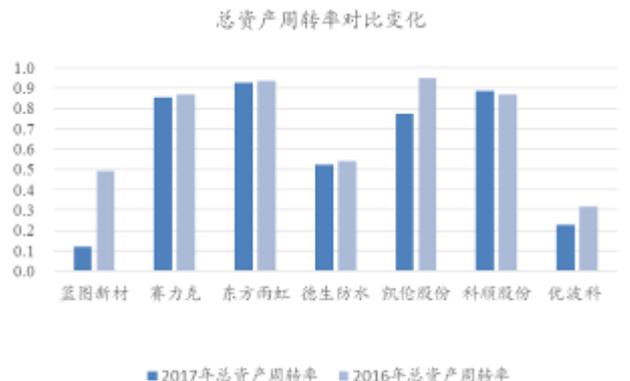


数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 16： 防水材料企业权益乘数对比



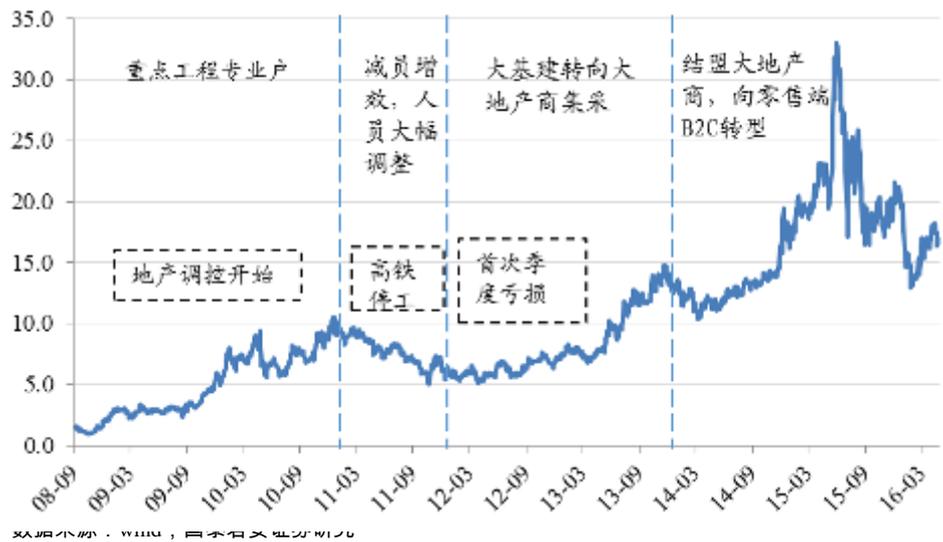
图 17： 防水企业总资产周转率对比



4. 盈利模式变革——以东方雨虹和国外巨头西卡为例

回顾雨虹成长的历程，从长的时间维度之下，愈能见证雨虹经营战略的变迁，结合国外巨头瑞士西卡发展历史，折射出中国防水材料行业发展的商业模式变迁和未来方向：

图 18：雨虹经历三轮重大转变，体现较强执行力



4.1. 东方雨虹发展过程的四个阶段：

□ 第一阶段：1995-2005 年，重点工程驱动的快速成长期

雨虹创始自董事长李卫国先生 1995 年于长沙创立的湖南长虹防水工程公司，1997 年进京无偿维修毛主席纪念堂，1998 年主动请缨并中标中央 18 座储备粮库防水工程建设，自此脱颖而出，2004 年囊括奥运 23 个场馆（共 27 个）及首都机场防水项目的包工包料，2004 年起雨虹超越同侪，成为建筑防水行业首屈一指的企业。

我们注意到，这 10 年的历程，雨虹被誉为“重点工程专业户”，基本全部

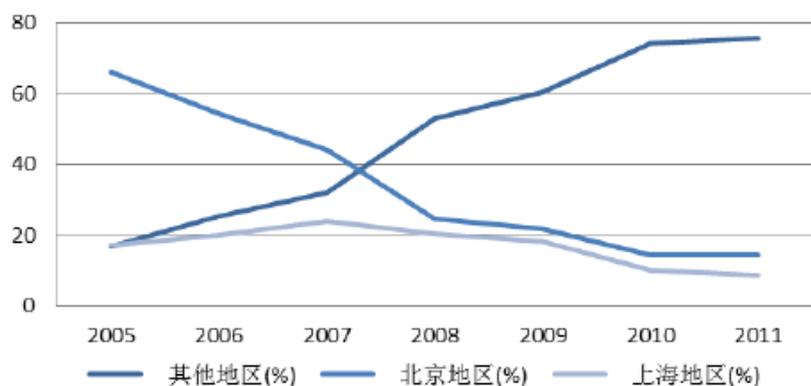
是面向大型基建项目的直销模式，据此实现快速成长。

□ 第二阶段：2005-2011 年，渠道网络拓展期，增收不增利

在“渗透全国”的战略指引下，雨虹走出北京市场，拓展面向全国的渠道网络，并“先市场，再生产”，2007 年 3 月，建于上海金山区的生产研发基地开工，打开在长江以南区域的产能部署；2009 年 3 月，岳阳生产基地奠基建设，同年成立四川及广东东方雨虹子公司；2010 年，锦州及惠州生产基地开工建设；2011 年收购昆明风行防水及徐州卧牛山防水，进一步拓展版图。

截至 2011 年底，雨虹全国生产布局版图已经基本完成，形成北京顺义、上海金山、湖南岳阳、辽宁锦州、广东惠州、云南昆明、江苏徐州和山东德州八大生产基地。

图 19： 公司各区域收入占比 (2005-2011)



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

□ “四万亿”的插曲

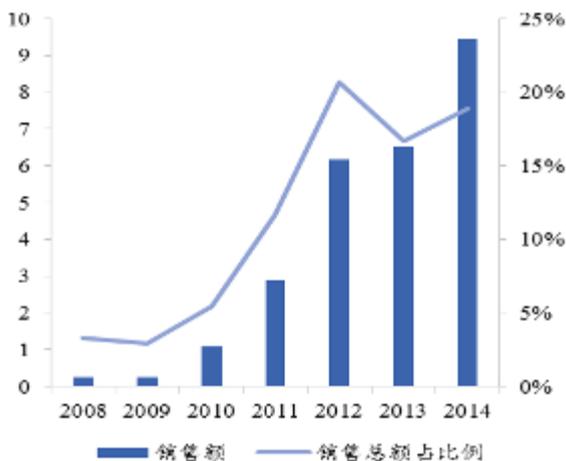
然而，对于这一阶段，我们进一步研究发现，2009-2010 年在“四万亿”投资的驱动下，公司战略重心可能出现了反复：大型基建项目再度成为

雨虹收入增长的主要驱动力，以高铁防水为例，公司 2010 年约 30% 收入来自高铁项目（以防水涂料为主），初步估算 2009-2011 年公司收入中 6 成仍由大型基建项目所贡献，因此我们可以推断，此时公司的战略重心为直销模式下的重点工程（似于上文所述的第一阶段），渠道发力被滞后。

□ 第三阶段：2012 年起，依托渠道，结盟大地产商，收获利润期

我们认为，“四万亿”之后的雨虹，战略重心回到渠道网络，而历经 5-6 年铺垫并已完成八大生产基地版图布局的渠道网络将步入发力之年。而事实证明，2015 年雨虹收入规模几乎是 12 年底的 2 倍。

图 1 大地产商业绩贡献放量（单位：亿元）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注：数据选取公司年报披露前 5 大客户中面向房地产企业

销售数据

图 2 合作地产商



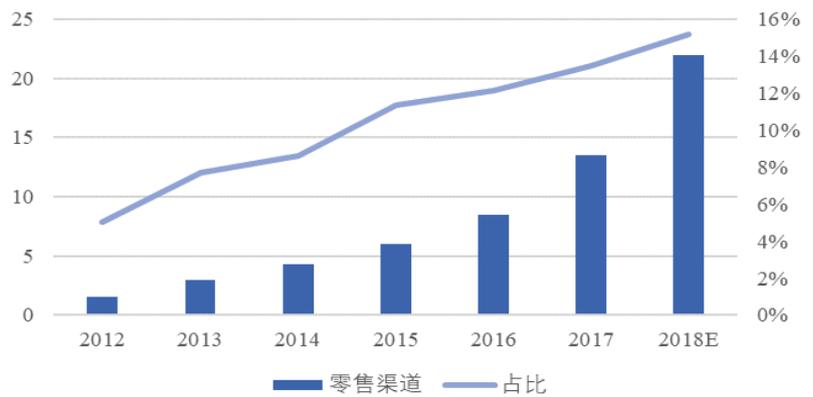
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

□ 第四阶段：2015 年起，逐渐步入地产后市场，存量刷新体量大

基建和地产后，下一个大体量的市场是存量更新市场。国外这一市场孕育出了 PPG、SHW 等千亿市值明星公司。我们测算，地产后市场未来 5

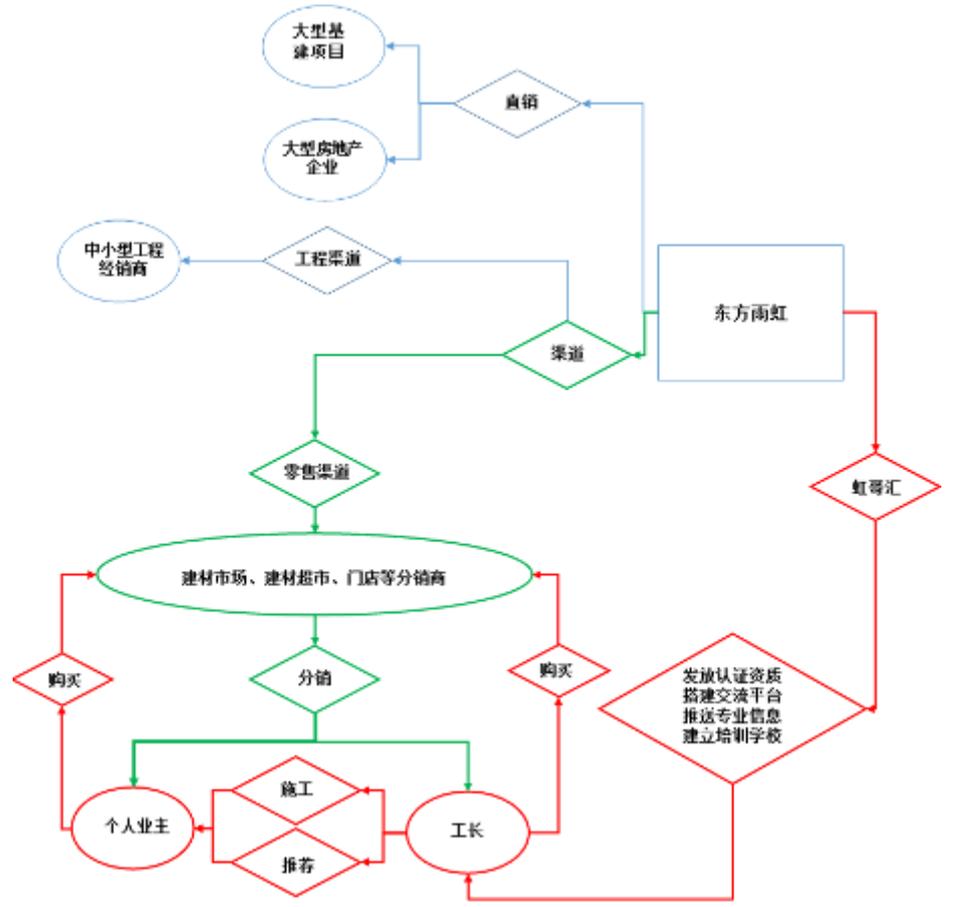
年可与新装市场等量齐观，而不同的是，地产后市场属于可选消费品，重复使用频率高，消费者品牌意识大幅提升，竞争壁垒较传统工业品建材更高。雨虹成立“虹哥汇”，会员已逾 15 万，布局“后地产服务”这一消费属性的建材蓝海市场。

图 3 雨虹零售渠道增长开始加速 (亿元)



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4 东方雨虹的销售模式



数据来源：国泰君安证券研究

地产后市场主要包括墙面重新涂刷、防水渗漏维修、瓷砖脱落、水管爆裂等一系列问题。雨虹依托“虹哥汇”的线下服务能力拓展到泛防水化的产品，市场空间快速扩大。

图 5 泛防水化，品类提升



数据来源：国泰君安证券研究

图 20：雨虹的“虹哥汇”打造产业工人生态圈



数据来源：wind，国泰君安证券研究

4.2. 盈利能力稳步提升

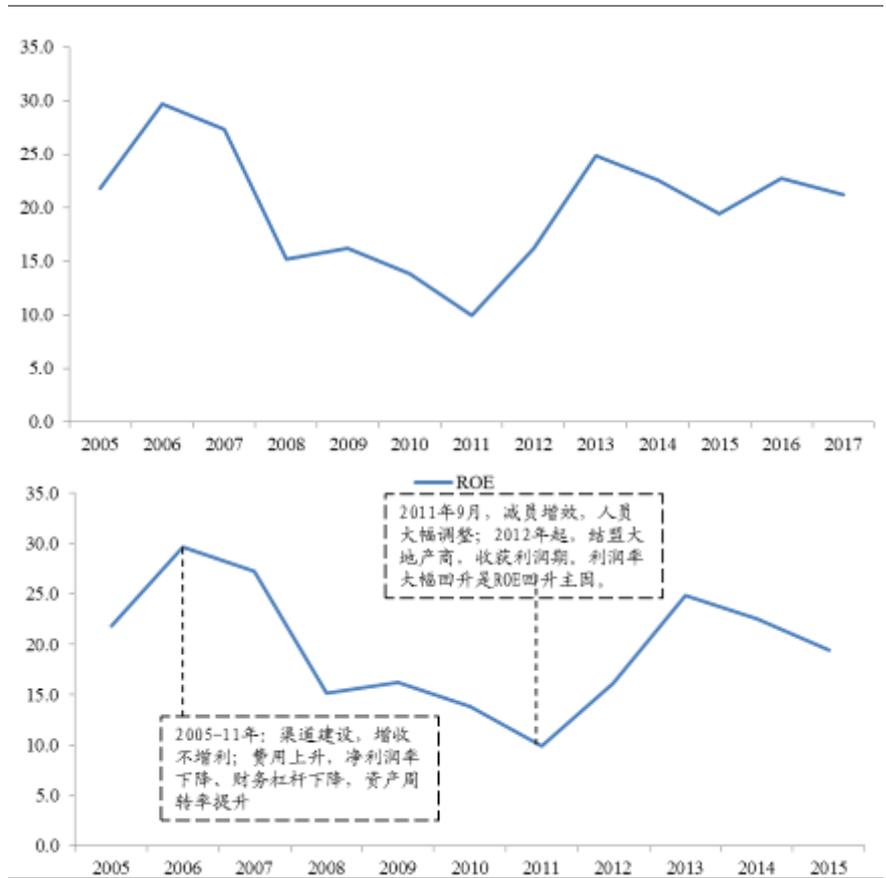
2011 年后驱动雨虹 ROE 主要因素是净利润率提升。2011 年底以来 ROE 从 10% 的底部逐渐反弹至 20% 左右，主要驱动因素是净利润率（ROS）大幅增长，而同期权益乘数和周转率都相对稳定。前期 2005-2011 年雨虹大面积拓展渠道，处于增收不增利，布局完后，2012 年开始结盟大地产商，防水材料对商品房档次和质量有重大影响，地产商纷纷独立招标采购防水材料。公司利润进入收获期，推高 ROE。

雨虹 ROE 的发展态势与瑞士西卡（Sika AG）十分相似。西卡 2000 年逐步提升 ROE 中枢至 15% 左右，驱动因素就是 ROS 的提升（可能原因是规模效应带来人均销售额提升），资产周转率和财务杠杆同期保持稳定。西卡 2012 年后 ROE 一直维持 15% 以上且结构稳定。判断雨虹作为龙头，若成为综合性建材化工集团，ROE 有潜力向西卡一样保持稳健，且三项指标结构稳定，不断更新产品维持毛利和净利率。

我们认为行业整体已经运行至“地产后市场”的逻辑将主导建材行业未来的市值变迁趋势：具备轻资产、品牌消费及品类延伸的子行业龙头企业

或将胜出。

图 21： 东方雨虹发展的主要阶段



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 22： 十年间东方雨虹权益乘数与周转率变化

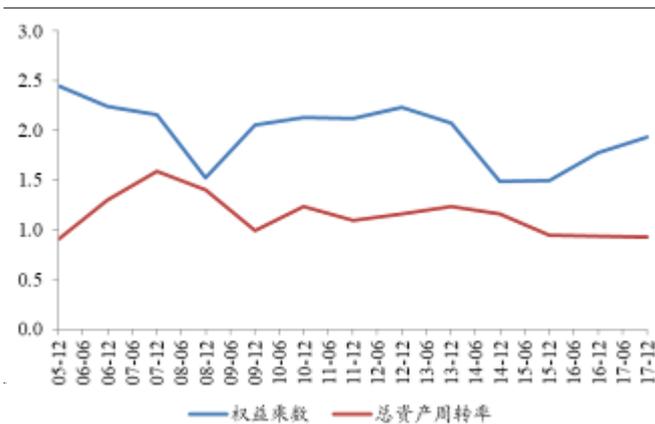


图 23： 十年间东方雨虹毛利率和净利率变化

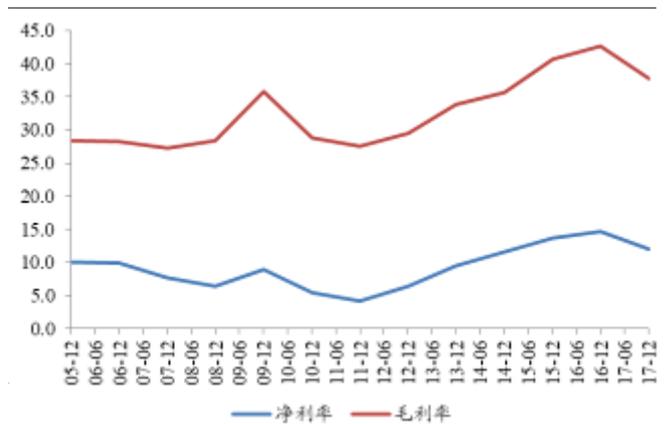
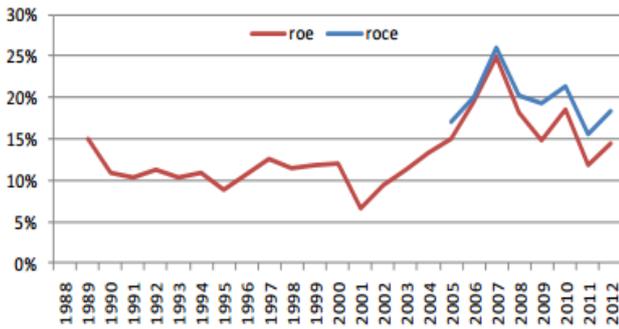
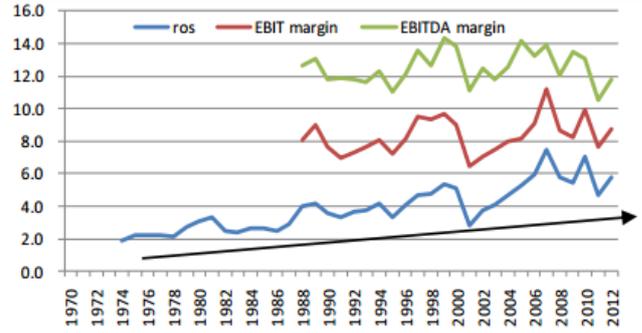


图 24： 西卡 ROE 及 ROCE2010 年后提升明显

图 25： 西卡的 ROS 中枢抬升趋势



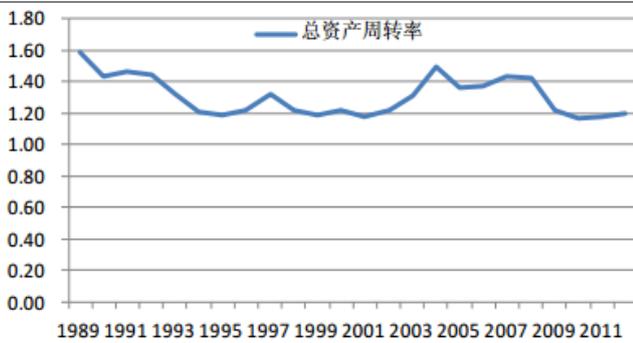
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



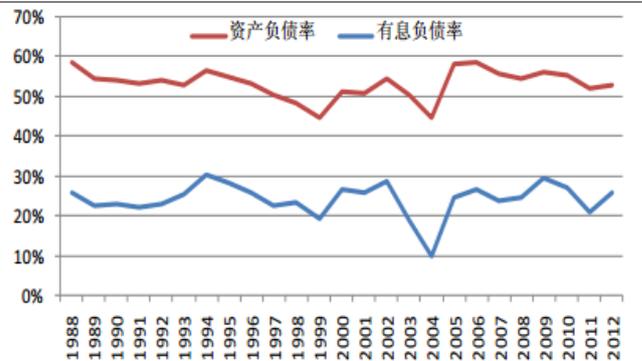
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 26： 西卡总资产周转率总体保持稳定

图 27： 西卡财务杠杆基本保持稳定



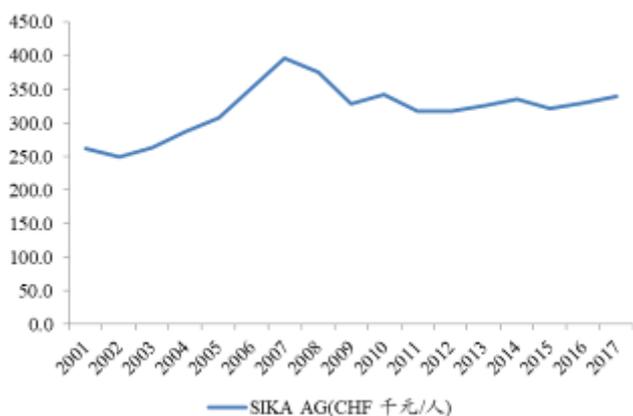
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



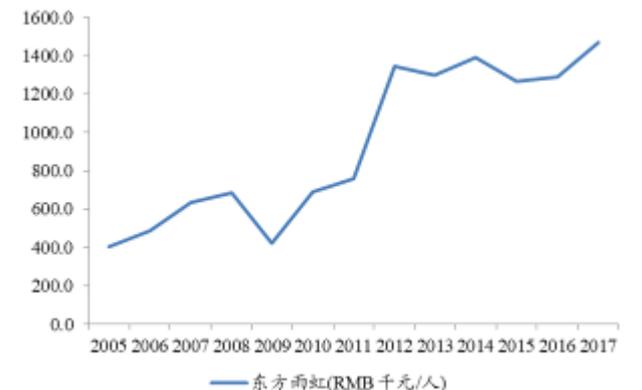
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 28： 西卡人均销售额中枢提升

图 29： 东方雨虹人均销售额迅速增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

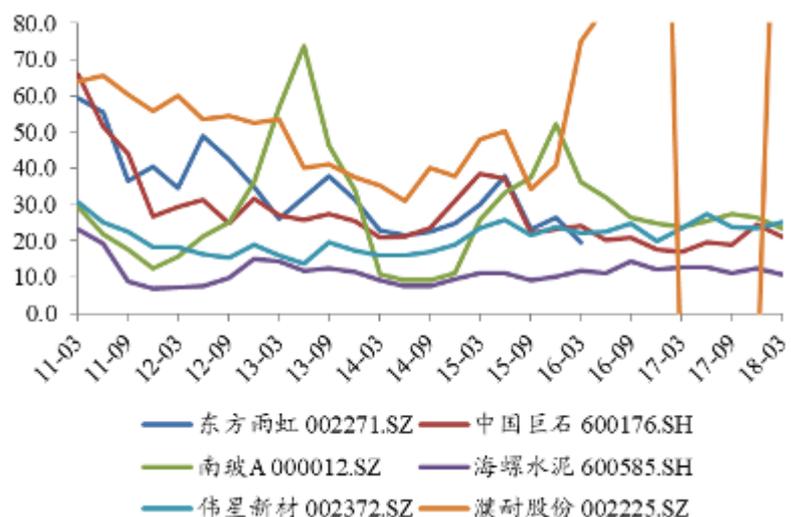
5. 估值：横向比较

防水材料上市公司较少，A 股仅东方雨虹 08 年上市至今，新三板近两

年挂牌 7 家，同时选取国外公司防水综合公司、美股涂料公司估值进行对比：

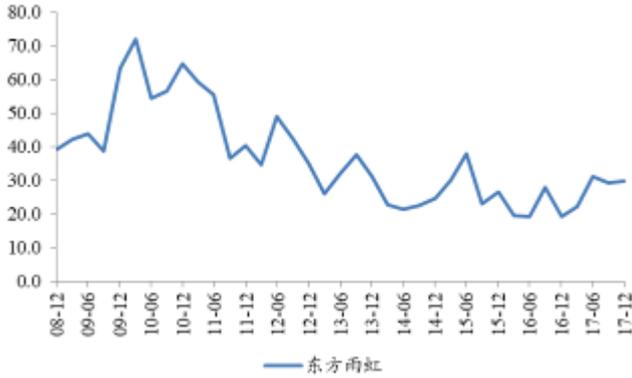
- ◌ **雨虹为代表的 A 股企业经历了估值下移的过程。**在可比的水泥、玻璃、玻纤、管材、防火材料代表企业中，雨虹 2009~2011 年以来 PE 属于典型的高成长高估值。同时，随着体量增大，2012 年后雨虹估值中枢逐渐下移，目前在 13~18 倍区间（动态估值）。
- ◌ **新挂牌防水公司估值分化。**企业之间分化，PE 在 20-40 倍之间波动，由于挂牌交易时间较短，估值代表性还不够。
- ◌ **国际巨头西卡估值中枢在 15-20 倍。**西卡 08 年后 PE 估值基本在 15-20 倍波动，除了防水外，公司还有粘合剂、混凝土、干粉砂浆等业务，盈利和 ROE 稳定，公司业务遍布全球，估值波动不大。
- ◌ **美股三家涂料龙头上市公司估值在 20-30 倍。**龙头 PPG、SHW 二家涂料公司估值相对稳定，体量较小的 VAL 除了 2012 年外，其他年份估值也在保持稳定。平均 PE 水平在 20-30 倍（静态估值）。

图 30：A 股建材子行业龙头估值变化对比



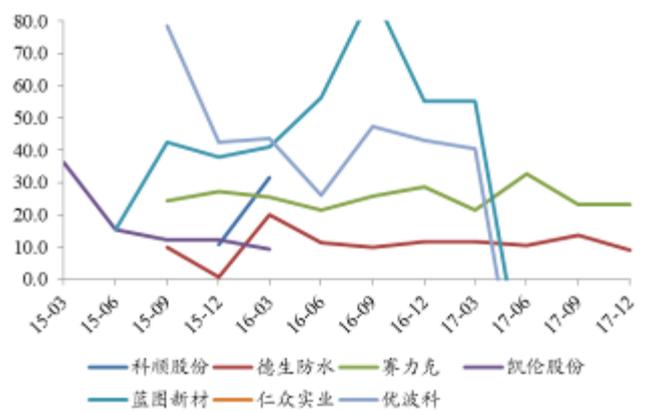
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 31： 东方雨虹上市以来 PE (TTM)



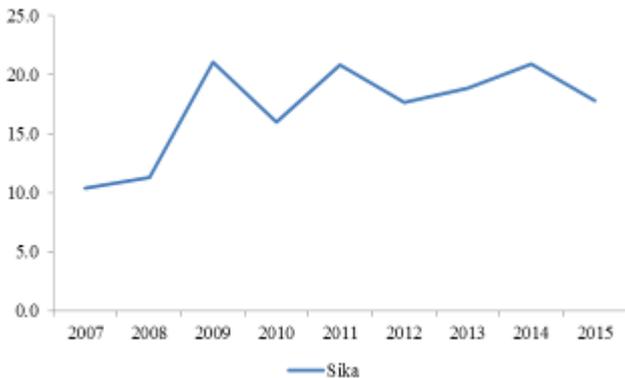
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 32： 其他挂牌防水公司 PE (TTM)



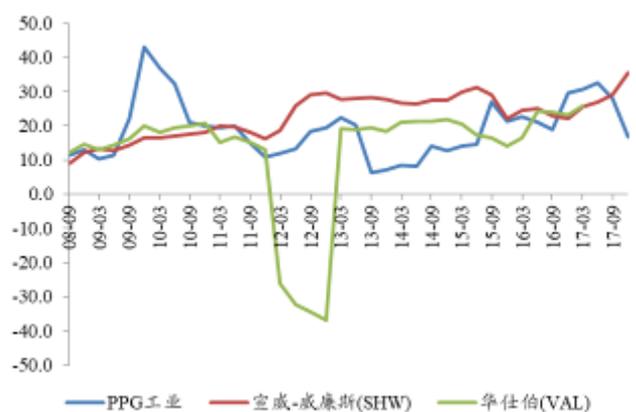
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 33： 西卡 07 年以来 PE 估值变化



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 34： 美股涂料公司 PE (TTM) 估值变化



数据来源：wind，国泰君安证券研究

6. 附录：建筑防水行业变迁历史与展望

6.1. 国外防水行业发展历史

从世界建筑防水的发展历程来看，经历了刚性防水、柔性防水以及刚柔并用的复合式防水的多个发展阶段。

图 35：防水方式



数据来源：卓宝科技招股书，国泰君安证券研究

从建筑形态上看，20 世纪 30 年代以前，主要采用斜屋顶自排水技术以达到建筑物的防水目的，建筑屋面所使用的防水材料也主要是固体材料，如石棉水泥板、水泥瓦、铁板和木板等。

70 年代初以后，世界范围内的防水材料发生了根本性的变化和提 高，改性沥青防水材料逐步成为主流产品，并且随着化学工业的进步和建筑风格的多样化，新型改性沥青防水材料、TPO 防水片材等高分子防水材料对传统防水材料的替代已成为建筑防水材料行业的发展趋势。国外发达国家建筑防水材料市场中，改性沥青防水材料以及高分子防水材料等新型建筑防水材料已占据了市场 90% 以上的市场份额：

1) **规模：**发达国家建筑防水材料的生产已逐渐从简单的工厂发展为大型跨国公司，产业集中度较高。如美国防水材料市场总量接近 15 亿 m²，但仅有 40 余家公司，100 余个生产工厂。

2) **产品结构：**欧美发达国家氧化沥青卷材的使用已经大为萎缩，SBS、APP 改性沥青防水卷材的使用已经居于主导地位；在屋面高分子防水卷材中，主要使用三元乙丙、聚氯乙烯、TPO 三种材料，且 TPO 以其优良的防水性能及抗老化和环保特性，近年来得到迅速增长。

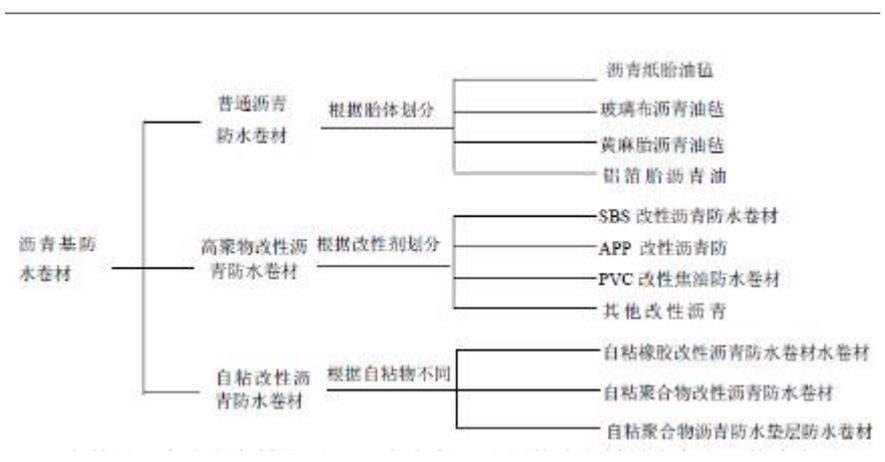
3) **防水性能**：不同国家不同。如美国的防水市场中，沥青瓦占 80% 左右，而在平屋面防水中三元乙丙、TPO、PVC 又是最主要的材料之一；法国平屋面建筑防水材料市场以 SBS 改性沥青防水卷材为主，市场占有率在 80% 左右；意大利建筑防水材料市场以 APP 改性沥青防水卷材为主，市场占有率在 90% 左右。中国目前的防水市场中，SBS 和 APP 仍占有较大的比重，但自粘卷材的使用量正迅速提升

4) **行业集中度**：集中度提高使得整个建筑防水市场开始步入垄断竞争的态势，生产技术成熟，但由于其国内生产成本低，逐渐转移至发展中国家。

6.2. 国内防水行业发展进程

和国外类似，中国目前的建筑防水材料主要有沥青基防水卷材、高分子防水卷材和防水涂料三个大类，这些产品主要用于柔性防水及复合式防水。

图 36： 沥青基防水卷材分类



数据来源：卓宝科技招股书，国泰君安证券研究

6.2.1. 卷材发展历程

1) 80 年代初，氧化沥青技术普遍应用。沥青油毡产品的品种和产量得

到了很大的发展：产品品种由过去的纸胎油毡单一品种发展到玻纤胎、聚酯胎、玻纤布胎、麻布胎、金属箔胎等多种胎基的油毡；**缺点是**：低温柔性差，温度敏感性强，在大气作用下易老化，防水的耐用年限短，且在施工过程中二次耗能、环境污染较为严重等原因，目前全国部分省市已经禁止使用纸胎油毡等低品质的沥青防水产品，

2) 十一五期间，广泛采用 SBS 和 APP 改性沥青防水卷材。高聚物改性沥青防水卷材是以合成高分子聚合物改性沥青为涂盖层，纤维织物或纤维毡为胎体，粉状、粒状、片状或薄膜材料为覆面材料制得的可卷曲片状防水材料，在高聚物改性沥青防水卷材中，目前被广泛使用的是 SBS 和 APP 改性沥青防水卷材。

自粘改性沥青防水卷材是以高强度、高延伸率、耐腐蚀为特性的聚酯毡或玻纤毡为胎体，以自粘聚合物（橡胶）改性沥青为浸渍防水材料，经过特殊配方研制而成。根据不同用途，上表面分别覆盖聚乙烯膜（PE）或铝箔（AL），下表面的隔离层涂有硅油的隔离膜制成的一种新型防水卷材。自粘卷材在国内一经推出，就迅速被市场认可。

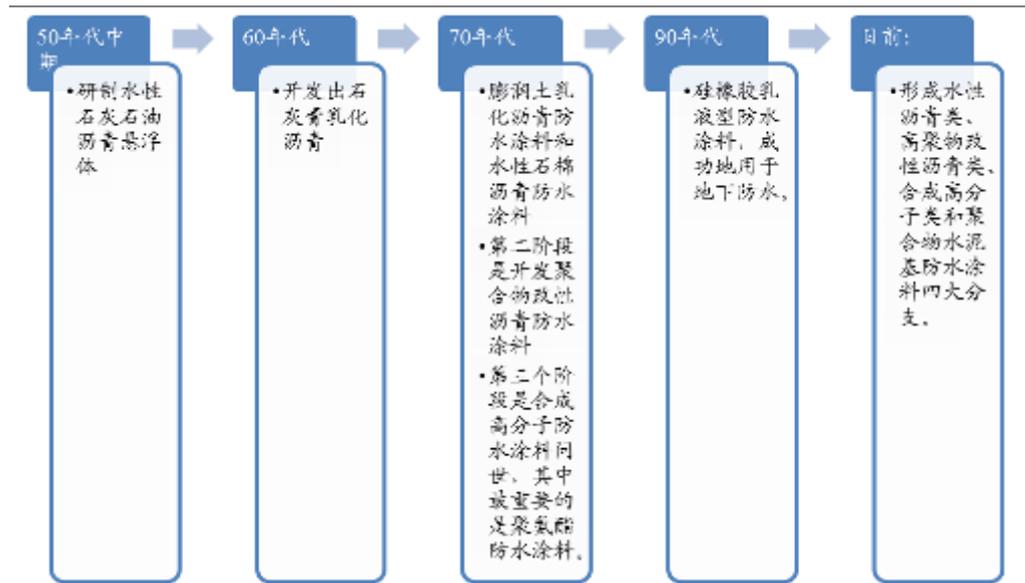
3) 从 80 年代初开始发展高分子防水卷材。合成高分子防水卷材是以合成橡胶、合成树脂或者两者的混合物为基料，加入适量的化学助剂和填充料，经混炼、压延或挤出等工序加工制成的可卷曲的片状防水材料，可分为橡胶系、树脂系及橡塑共混系三个类别。目前已形成三元乙丙、聚氯乙烯、氯化聚乙烯等高分子防水卷材。高分子卷材的使用量逐年上升。在高分子防水卷材中，TPO 的发展最为引人注目。TPO 兼具目前流行的柔性单层防水材料 EPDM 和 PVC 的优点，成为热塑性弹性体中

增长最快的一个品种，被认为是新一代的单层防水卷材。

6.2.2. 涂料发展历程

主要分为三个阶段（50、60、70年代），如下图所示：

图 37： 涂料发展历程



数据来源：卓宝科技招股书，国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

