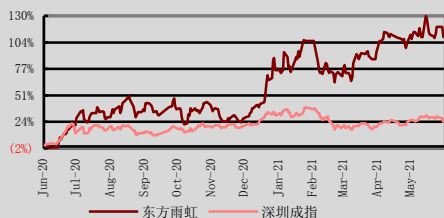


002271.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 57.57

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	46.6	0.0	18.5	110.2
相对深证成指	49.0	(0.1)	13.7	83.5

发行股数(百万)	2,524
流通股(%)	72
总市值(人民币 百万)	145,281
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,315
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
李卫国	23

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 6 月 17 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: 其他建材
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

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

东方雨虹

扩品类+渠道下沉, 防水龙头迈入成长新通道

公司先期通过品牌营销、增值服务和渠道建设, 构建“渠道+品牌+服务”核心竞争力闭环。未来公司有望通过“零售+工程”、“同心圆战略”、新区域开发、渠道拓展等列措施复制优秀的商业模式维持强大的盈利能力。

支撑评级的要点

- **公司通过强大的渠道在防水行业建立良好口碑和稳固的地位:** 公司作为防水行业龙头, 在上市以来的 13 年间依靠其对行业精准判断和超强执行力, 先后通过切入重点工程、大地产集采、把握零售渠道、工渠直销一体化改革等做法建立了强大渠道, 并在野蛮生长的防水行业建立良好口碑和稳固的地位。
- **扩品类+渠道下沉成为未来公司主要战略:** 建筑行业增速放缓, 建材行业出现大单品渗透趋势, 其他细分行业龙头纷纷切入防水。公司启动超大规模投资加速切入涂料行业, 同时成立区域子公司渠道下沉。
- **超大规模定增和员工激励落地, 公司执行力将更上一层楼:** 伴随公司大规模对外投资, 公司 80 亿元超大规模定增以及股权激励/员工持股计划落地。股权激励解禁未来 4 年要求 25% 复合增长率以及要求应收账款考核, 未来公司执行力有望更上一层楼。
- **行业加速集中, 公司优势明显将率先受益:** 防水行业在下游集中、地产集采、政策提标等多因素下加速集中, 公司作为行业龙头, 在成本管控, 经营效率, 执行力上优势明显, 有望率先受益保持高速增长。

估值

- 考虑公司未来大规模投资计划落地。预计 2021-2023 年公司收入为 305.6、387.9、504.3 亿元; 归母净利润分别为 44.1、53.1、72.5 亿元; EPS 分别为 1.75、2.10、2.87 元。维持公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 沥青价格上涨挤压利润、项目投产不及预期、防水行业竞争格局恶化、应收账款回收风险。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	18,154	21,730	30,559	38,789	50,426
变动(%)	29	20	41	27	30
净利润(人民币 百万)	2,066	3,389	4,412	5,310	7,245
全面摊薄每股收益(人民币)	0.819	1.343	1.748	2.104	2.871
变动(%)	37.1	64.0	30.2	20.4	36.4
市场预期每股收益(人民币)			1.710	2.150	2.730
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.745	2.098	
调整幅度(%)			0.2	0.3	
全面摊薄市盈率(倍)	70.3	42.9	32.9	27.4	20.1
价格/每股现金流量(倍)	675.0	54.5	19.8	9.6	13.0
每股现金流量(人民币)	0.09	1.06	2.91	5.99	4.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	26.9	21.2	15.9	11.5
每股股息(人民币)	0.09	0.18	0.56	0.68	0.93
股息率(%)	0.2	0.3	1.0	1.2	1.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司近况：从定增与项目投资说起	5
定增情况：超大规模定增终落地.....	5
项目投资：公司展开新一轮全国布局.....	6
公司发展：长期看公司目前的坐标	9
公司开启扩品类+渠道下沉新阶段.....	9
公司扩品类：首选涂料赛道是合理选择.....	10
渠道变革：区域子公司成立带来渠道下沉更强的投放能力.....	12
催化剂：外因内因共驱动，公司有望持续增长	14
外因：防水政策提标+行业加速整合.....	14
内因：新一轮股权激励+公司执行力与经营效率优异.....	15
盈利预测与估值：财报表现优异，有望持续增长	17
财报分析：2020 与 2021Q1 财报表现优异.....	17
估值分析：机构关注度高，估值再创新高.....	18
公司盈利预测.....	19
投资建议	20
风险提示	21

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司最新一轮定增认购情况.....	5
图表 2. 公司最新一轮定增募投项目情况.....	5
图表 3. 公司四次再融资金额与募投项目金额.....	6
图表 4. 历次募资金额占当年收入和净资产情况.....	6
图表 5. 公司 2020 年以来发布投资项目概况梳理.....	7
图表 6. 2021-2022 年将是公司资本开支高峰期(单位: 亿).....	8
图表 7. 2023 年将是公司项目集中投产高峰期.....	8
图表 8. 公司 2008 年上市以来发展复盘.....	9
图表 9. 公司业绩增速与估值水平.....	9
图表 10. 以美国为例, 发达国家 60 年代后城镇化减速.....	10
图表 11. 海外建材龙头 SIKA 常年维持超高收入增速.....	10
图表 12. SIKA 公司收入结构(单位: 百万瑞郎).....	10
图表 13. 建材细分行业龙头大单品渗透情况.....	10
图表 14. 建筑行业产值中枢逐步下行.....	11
图表 15. 防水、减水剂、管材、涂料行业增速放缓.....	11
图表 16. 化工系建材行业属性比对.....	11
图表 17. 公司 2018 年工渠与直销整合示意图.....	12
图表 18. 公司历次渠道变革梳理.....	12
图表 19. 公司计划设立省份子公司以及区域总部情况(持续更新中).....	13
图表 20. 原先 2004 年《屋面工程技术规范》对于防水的要求.....	14
图表 21. 2016 年以来防水行业相关重大政策.....	14
图表 22. 房企销售面积集中度明显提升.....	15
图表 23. 防水上市公司固定资产与资本开支快速增长.....	15
图表 24. 公司股权激励规模空前.....	15
图表 25. 公司股权激励与未来投产项目基本吻合.....	15
图表 26. 公司单平毛利-单平费用后较为稳定.....	16
图表 27. 以销售为例, 公司人员管控效率更高.....	16
图表 28. 公司 2020 年报与 2021 一季报表现优异.....	17
图表 29. 公司现金流指标显著改善.....	17
图表 30. 公司 2020 年收入结构.....	17

图表 31. 公司分业务增速情况	17
图表 32. 公募基金持有公司股票达到历史高位.....	18
图表 33. 海外建材龙头估值水平比较(单位:百万美元).....	18
图表 34. 东方雨虹公司盈利预测(单位:百万元).....	19

公司近况：从定增与项目投资说起

定增情况：超大规模定增终落地

80 亿定增落地，多家机构认购，资金用于全国多个项目建设：2021 年 4 月，东方雨虹新一轮定增最终落地，公司以 45.5 元的价格向大家资产、睿远基金、UBS、JPMorgan、马英、马云根等投资者发行股票 1.76 亿股，合计募集资金 80 亿元。募投资金用于投资全国多个生产基地和产线改造升级项目。其中 15 万吨非织造布和 13.5 万吨功能薄膜项目是在原有业务基础向上游的延伸，有望为公司打造新的盈利点。其他生产基地则将巩固公司全国化布局的趋势。

图表 1. 公司最新一轮定增认购情况

发行对象	获配数量/万股	获配金额/百万	锁定期/月
大家资产管理有限责任公司	879.1	400.0	6
马英	879.1	400.0	6
马云根	705.5	321.0	6
WT Asset Management Limited	659.3	300.0	6
UBS AG	973.6	443.0	6
睿远基金管理有限公司	659.3	300.0	6
华能贵诚信托有限公司	659.3	300.0	6
JPMorgan Chase Bank, National Association	2,197.8	1,000.0	6
富达基金(香港)有限公司 FIL Investment Management (Hong Kong) Limited	1,259.3	573.0	6
山东驼铃资产管理有限公司	795.6	362.0	6
珠海煦远鼎峰股权投资合伙企业(有限合伙)	1,472.5	670.0	6
天津礼仁投资管理合伙企业(有限合伙)	2,046.2	931.0	6
德弘美元基金管理公司 DCP Management, Ltd.	4,395.6	2,000.0	6
合计	17,582.4	8,000.0	

资料来源：公司公告，中银证券

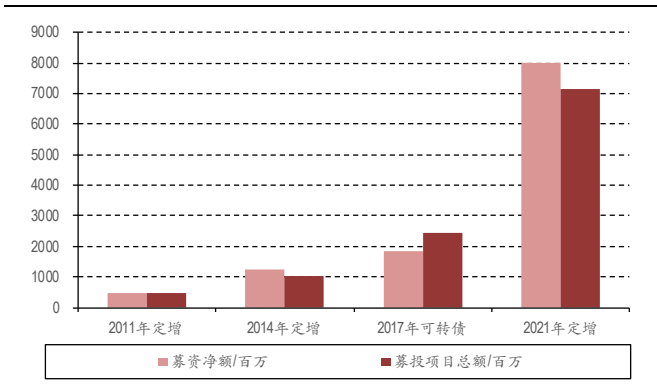
图表 2. 公司最新一轮定增募投项目情况

项目名称	计划投资/百万	募投资金/百万
杭州东方雨虹建筑材料有限公司高分子防水卷材建设项目	107.2	65.7
年产 2,700 万平方米改性沥青防水卷材、2.5 万吨沥青涂料自动化生产线技改升级	124.6	90.3
年产 2 万吨新型节能保温密封材料项目	193.9	163.1
广东东方雨虹建筑材料有限公司花都生产基地项目	1,365.5	1,165.2
保定东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	374.2	308.2
东方雨虹海南洋浦绿色新材料综合产业园项目	393.3	324.5
重庆东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	546.2	456.9
南通东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	324.5	270.7
吉林东方雨虹建筑材料有限公司生产基地项目	178.4	146.2
年产 13.5 万吨功能薄膜项目	1,136.7	1,043.2
东方雨虹新材料装备研发总部基地项目	800.0	283.4
年产 15 万吨非织造布项目	1,600.8	1,282.8
补充公司流动资金	2,400.0	2,400.0
合计	9,545.1	8,000.0

资料来源：公司公告，中银证券

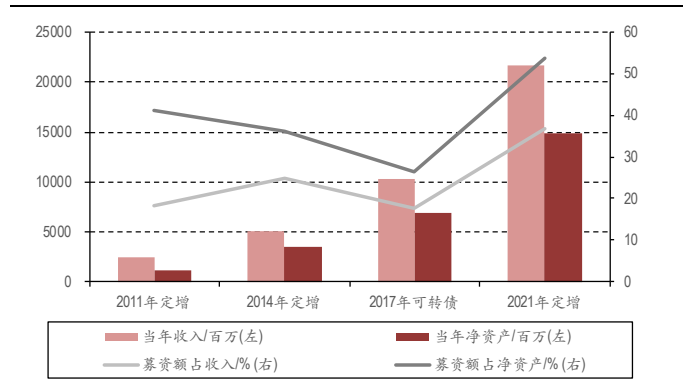
定增融资规模大于以往规模，大于同行上市公司：相比以往融资规模，本次定增规模明显大于之前规模（2011 年定增 4.7 亿，2014 年 12.7 亿，2017 年可转债 18.4 亿），同期同行业上市公司融资金额也明显小于东方雨虹（科顺股份定增 2.3 亿，凯伦股份定增 15 亿）。本次定增融资金额占当年净资产和收入比重也明显大于以往。

图表 3. 公司四次再融资金额与募投项目金额



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 历次募资金额占当年收入和净资产情况



资料来源：公司年报，中银证券

项目投资：公司展开新一轮全国布局

2020 年以来公司累计计划投资额超过 309.5 亿元，有利于提升公司市场占有率和竞争力：2020 年二季度以来，公司陆续发布包含大湾区绿色建筑建材产业园等项目在内的 22 个生产基地项目，并配套建设多个区域总部，预计总计投资额将超过 309.5 亿元。大规模项目投资预示着公司开展新一轮扩张。多产线的升级改造有利于完善公司区域布局，产能扩张增加公司保供能力，提高公司市场占有率和竞争力。

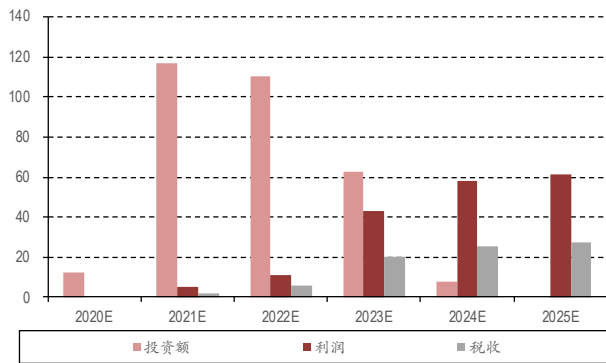
图表 5. 公司 2020 年以来发布投资项目概况梳理

公告日期	项目名称	省份 城市	投资额/亿	工期	用地面积/亩	产值: 亿/年	纳税: 亿/年
2020-08-08	大湾区绿色建筑建材产业园/国际绿色建筑建材中心	广东 广州	30	36 个月	480.1	120	6
2020-08-18	绿色建材(芜湖)产业示范园	安徽 芜湖	10	一期 18 月, 2022 年 7 月前投产, 二期 18 月, 2023 年 7 月前投产, 三期 18 月, 2024 年 5 月前投产	390	38	1.85
2020-08-29	洋浦绿色新材料综合产业园	海南 洋浦	10	一期 12 个月, 二期 2024 年前开工	180	4、5	1.0
2020-08-29	绿色建筑新材料产业园	河北 保定	10	21 个月	260	22	1
2020-08-29	新型建材基地	江苏 南通	20	18 个月	400	30	4
2020-09-15	绿色建材基地及成渝区域总部	重庆 江津	14	30 个月	315+140	20	建成两年后 9,450 万; 总部 4 年内累计 1 亿元
2020-09-23	常德天鼎丰非织布	湖南 常德	16		300	20	0.6
2020-09-24	绿色建材基地及区域总部	吉林 长春	18	一期 2021 年投产, 一期达产后 15 个月内二期投产	400	30	1.2
2020-12-31	绿色建筑新材料基地	河南 郑州	10	两期各 24 个月	240	15	0.6
2021-01-05	山东区域总部项目及绿色建材基地	山东 济南	9	2021 年 11 月投产	208	15	2022 年起 1.2, 总部 0.5
2021-01-05	绿色建筑新材料基地	江西 南昌	20	18 个月	200	15	0.5
2021-01-14	绿色建材基地及辽宁区域总部	辽宁 沈阳	4.5	12 个月	90	5.6	0.23
2021-01-14	新材料生产	湖南 邵阳	7	18 个月	120	10	0.24
2021-02-02	新材料智能制造生产	山西 太原	15	24 个月	275	20	0.8
2021-02-09	绿色建材基地	江苏 宿迁	10	24 个月	260	15	0.3
2021-02-23	郑州东方雨虹楼店研仓一体化基地及河南区域总部	河南 郑州	8	2 年	79		
2021-05-11	通辽绿色新材料基地	内蒙古 通辽	20	1 期 2022 年 8 月投产, 2 期与 3 期 2024 年投产	700	30	1.2
2021-05-21	乌鲁木齐绿色建材基地	新疆 乌鲁木齐	10	18 个月内投产	300	15	0.6
2021-05-27	张家港绿色建材智能基地	江苏 张家港	20	24 个月内投产	361	28	1.81
2021-06-07	绿色建材基地	湖南 郴州	10	24 个月内投产	300	25	0.15
2021-06-09	绿色新型建材研产基地	江苏 镇江	30	10 个月内首条产线, 24 个月全面建成	290	25	
2021-06-11	绿色新材料产业园及黑龙江区域总部	黑龙江 哈尔滨	6	两年内完工	150	9	0.45

资料来源: 公司公告, 中银证券

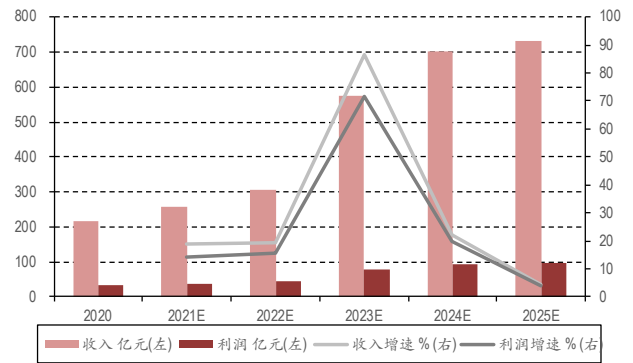
根据公司项目投资计划, 2025 年公司收入有望超过 750 亿元, 利润超过 100 亿元: 根据公司披露的投资项目情况, 我们认为 2021-2022 年将是公司资本开支高峰期, 每年投资额均将超过 100 亿元, 到 2024 年项目投资将逐步进入尾声。收入和利润增长方面, 2021 年开始新投资项目将逐渐为公司贡献业绩, 2023 年是公司项目集中投产高峰期, 2025 年项目有望全部达产。我们保守估计公司现有产能的产值不再增长, 未来 5 年公司增长完全依靠新投资项目, 则预计 2025 年公司营收将达到 730.9 亿元, CAGR 为 27.5%; 归母净利润达到 95.5 亿元, CAGR 为 23.0%。实际上随着公司渠道拓展以及扩品类战略推进已有项目会有内生增长, 我们预计公司 2025 年收入大概率超过 750 亿元, 利润超过 100 亿元。

图表 6. 2021-2022 年将是公司资本开支高峰期(单位: 亿)



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2023 年将是公司项目集中投产高峰期



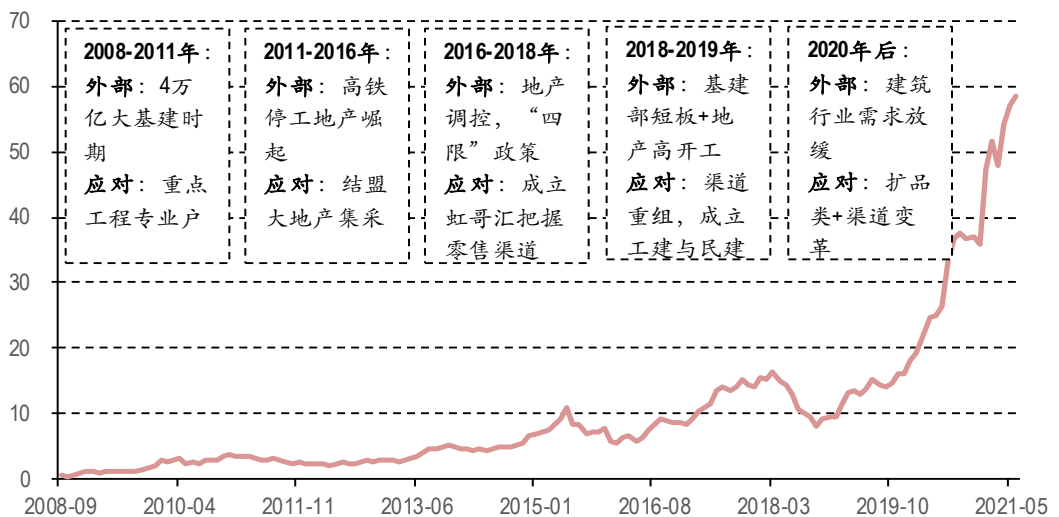
资料来源: 公司公告, 中银证券

公司发展：长期看公司目前的坐标

公司开启扩品类+渠道下沉新阶段

精准判断力和高效执行力是雨虹业绩长青的关键：东方雨虹自 2008 年上市以来，业绩屡创新高，我们认为雨虹保持业绩长青的关键在于对市场敏锐的判断和高效的执行力。公司上市 13 年来可以分为 5 个阶段：2008-2011 年是经济危机后“四万亿”建设时期，基建投资需求旺盛，公司集中发展重点基建工程业务。2011 年温州高铁事件后全国高铁建设遇冷，公司快速调整战略与大地产合作发展集采业务。2016 年起房地产迎来新一轮调控，公司开始发力零售渠道，维持稳定业绩增长。2018 年基建补短板推出以及地产持续高速增长后，公司进一步加强对工程渠道管控，成立工建集团进行集中化管理。2020 年以来，随着建筑行业增速下滑，公司逐步进入扩品类+渠道变革的新阶段。

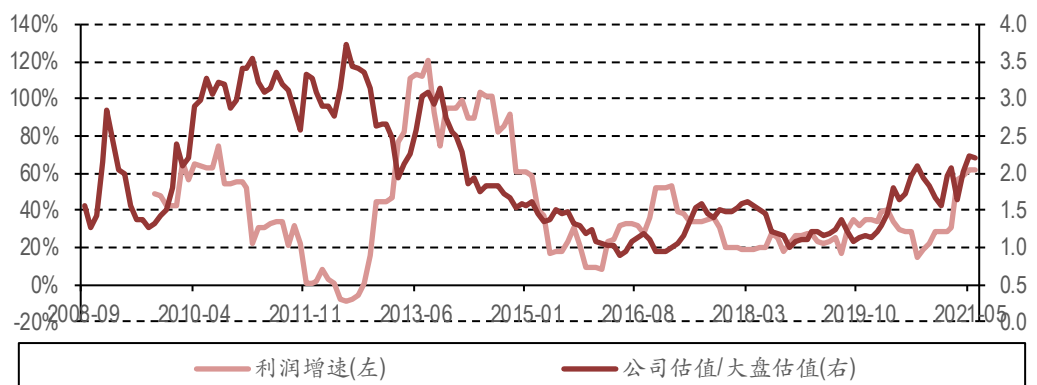
图表 8. 公司 2008 年上市以来发展复盘



资料来源：万得，中银证券

公司估值保持合理水平，股价以利润驱动为主：近年来，东方雨虹的估值一直维持在较为合理的水平，股价以业绩驱动为主。公司利润增速保持 20%-40% 的水平，市盈率维持大盘 1-1.5 倍的水平。2020 年以来在行业集中度提升以及沥青价格下降作用下公司业绩再度加速增长，估值水平有所提升。

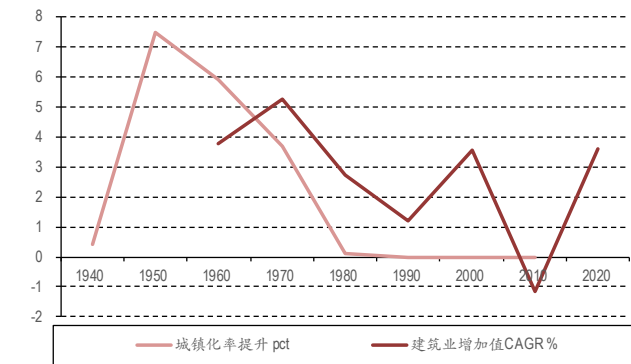
图表 9. 公司业绩增速与估值水平



资料来源：万得，中银证券

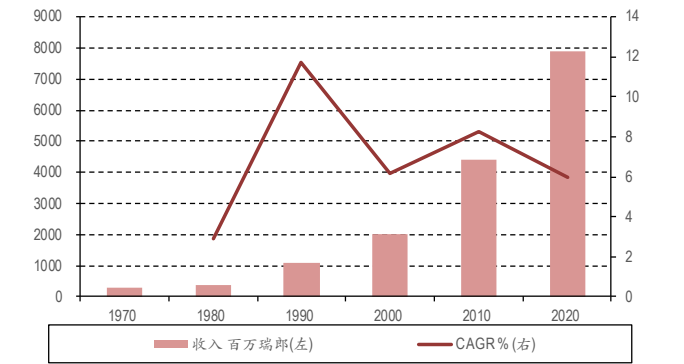
海外伴随着建筑业产值下滑，海外建材龙头 SIKA 完成扩品类、海外战略、收购兼并实现持续增长：参照国外发达国家，以美国为代表的发达国家在 20 世纪 60 年代城镇化速度放缓，建筑业产值增速下滑。海外建材龙头 SIKA 在 20 世纪 70 年代后仍保持超高的收入复合增速。我们认为突破自身区域和赛道，是 SIKA 业绩长青的关键。70 年代后，SIKA 自身增长可以分为 1980 年代扩品类切入企业用胶市场，1990 年代全球扩张，2000 年以后兼并收购创造协同价值三个阶段。

图表 10. 以美国为例，发达国家 60 年代后城镇化减速



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 海外建材龙头 SIKA 常年维持超高收入增速



资料来源：Bloomberg，中银证券

图表 12. SIKA 公司收入结构(单位：百万瑞郎)

		2001	2005	2010	2015	2020
分产品	建筑领域	1,550	2,177	3,551	4,359	6,440
	工业领域	553	740	865	1,130	1,438
分区域	America	535	847	1,064	1,439	1,996
	Asia Pacific	222	354	661	1,017	1,696
	EMEA	1,346	1,716	2,691	2,600	3,410

资料来源：Bloomberg，中银证券

面临国内建筑行业增速下滑，公司正开始扩品类和加强渠道建设：我们认为当前伴随着建筑行业产值增速下滑，防水行业规模趋于稳定，就算防水行业自身加速整合，也难以在未来持续支撑东方雨虹的高速增长。东方雨虹作为国内建材行业龙头，随着各个建材细分品类行业增速放缓，率先在相近产品开始进行扩品类和加强渠道建设的探索。

公司扩品类：首选涂料赛道是合理选择

建筑行业产值增速下滑，行业增长放缓是建材龙头扩品类的大背景：在建筑行业产值增速下滑的背景下，各个建材细分品类增速开始放缓。同时随着下游行业集中以及环保监管等政策趋严，行业集中度走向提升。目前，各个化学建材细分龙头都开始走上了扩品类的道路。

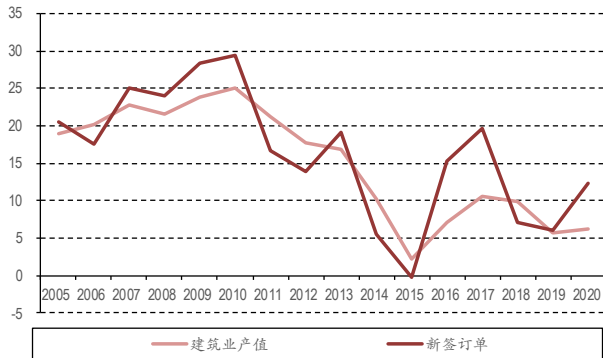
图表 13. 建材细分行业龙头大单品渗透情况

上市公司	原有主业	进军领域	开始时间
东方雨虹	防水	涂料	2016 年
凯伦股份	防水	涂料	2021-05
伟星新材	管材	防水	2019 年
三棵树	涂料	防水	2019 年
亚士创能	涂料	防水	2019-08
北新建材	石膏板	防水	2019-08

资料来源：公司公告，中银证券

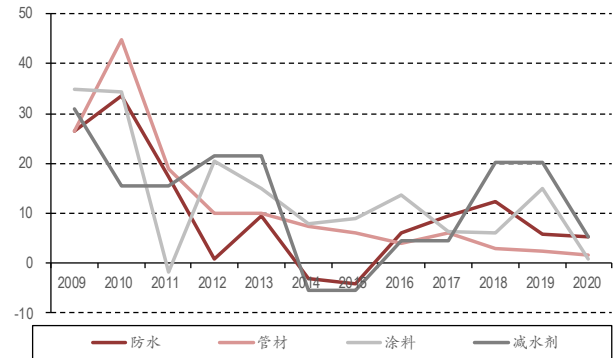
其他细分龙头全部选择开展防水业务，未来将有更多竞争对手出现：防水、管材、涂料、减水剂是四类较为接近的建筑材料，上游均为石油化工相关产品，行业属性类同。目前建材龙头中，除了东方雨虹和凯伦股份两个建材龙头开始进军涂料业务，伟星新材、三棵树、亚士创能、北新建材等其他细分赛道龙头全部开始进军防水行业。我们认为随着化学建材增速放缓，行业界限逐渐模糊，行业集中或难以支持细分龙头持续高速增长，扩品类成为许多企业共同的选择，未来行业龙头更有可能在某一赛道产生竞争。对于东方雨虹来说，直接对手不仅仅是科顺股份和凯伦股份，北新建材、三棵树等其他细分龙头也会成为竞争对手。

图表 14. 建筑行业产值中枢逐步下行



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 15. 防水、减水剂、管材、涂料行业增速放缓



资料来源：中国建筑防水协会、中国塑协，涂界、《中国混凝土外加剂协会最新发展动态》，中银证券

图表 16. 化工系建材行业属性比对

		减水剂	管材	防水	建筑涂料
行业概况	市场规模	约 450 亿	约 3200 亿	约 2000 亿	约 1650 亿
	龙头市占率	CR2 约 13%	CR5 约 25%	CR4 约 17%	CR3 约 11%
	主要企业	垒知集团、苏博特	联塑、永高、伟星	雨虹、科顺、北新、凯伦	立邦漆、多乐士、三棵树
	主要原料	环氧乙烷-石油系	PE、PVC、PP 石油系	沥青-石油系	钛白粉、树脂等
行业属性	需求场景	土建施工	市政、地产集采、装修	基建、地产集采、装修	地产集采+装修
	宏观数据	基建、地产开工	基建、地产竣工	基建、地产开工、竣工	地产竣工
	渠道属性	工程	工程+零售	工程+零售	零售+工程
	竞争格局	双雄并立	一超多强	一超多强	海外占优，本土追赶
	单位 CAPX	230 万元/(万吨/年)	6150 万元/(万吨/年)	11.5 万元/(万平/年)	2250 万元/(万吨/年)
	单线规模	10-30 万吨	5-8 万吨	3000 万平	5-10 万吨
	资金门槛	0.5-0.8 亿元	3.0-5.0 亿元	0.3-0.5 亿元	2.0-2.5 亿元
产品属性	产品属性	个性化复配	细分品类繁杂	相对标准化	相对标准化
	安装流程	土建-搅拌混凝土	装修-水电工程	装修-泥瓦找平	装修-涂装
	安装工艺	母液集中生产，施工现场个性化复配	水电施工热熔连接	防水卷材自粘，防水涂料涂三遍后闭水试验	基层处理-批荡-涂料施工
财务特征	经营利润率	12.8	15.8	15.3	9.3
	周转率	0.7	1.0	0.7	0.9
	负债率	35.0	30.0	50.0	55.0
	ROE	10.0	17.0	16.0	14.0
	FA 周转率	6.1	4.0	5.4	5.0
	净营运周期	32.8	7.4	44.7	(48.7)

资料来源：万得、公司公告、中国混凝土网、中国建筑防水协会、涂界、中国塑协，中银证券

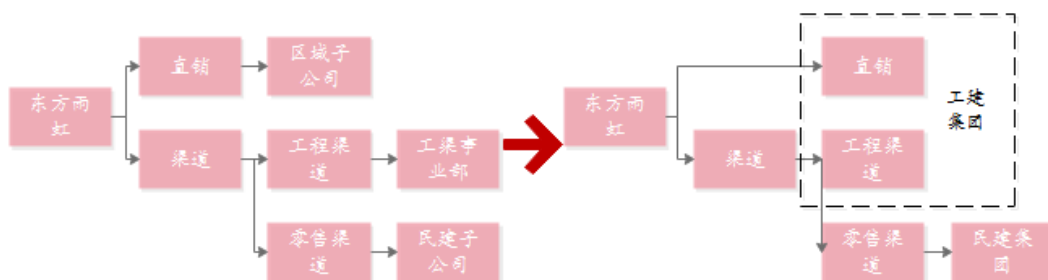
防水行业具备龙头盈利可观、资本壁垒低、产品标准化程度高、渠道协同性强等特点，成为其他领域龙头布局的热点：从行业横向比较来看，防水、涂料、减水剂、管材四个行业属性类似，但也有区别。我们认为公司进行品类扩张的关键应该满足行业壁垒低、产品可复制、渠道可协同同时行业规模可观几大条件。防水行业目前开始进入加速整合阶段，龙头盈利能力可观（略低于管材但高于减水剂和涂料），同时规模将近 2,000 亿元，明显高于涂料和减水剂。同时防水行业资本壁垒低(单线资本开支约 5,000 万左右)，产品标准化程度高，工程渠道产品投放能力强。因此在行业增速整体放缓的大背景下，防水成为其他细分赛道龙头争相布局的领域。

涂料与防水渠道有一定类似，产品标准化程度高，资本壁垒中等，有利于切入：站在东方雨虹的角度，从防水行业向外走的细分行业也应满足上述讲的特点。减水剂行业资本壁垒低但是产品终端需要个性化复配，必须配套大量服务人员降低了产品利润率，也难以大规模复制。管材行业资本壁垒相对较高，且产品高度细分，也不利于规模化生产和销售。相比之下，涂料消费属性稍强于防水，但渠道结构与防水有较多类似地方，同时资本壁垒中等，产品标准化程度高，对于东方雨虹来说较好切入。公司 2016 年开始切入涂料赛道，目前公司涂料产能约为 20 万吨，未来涂料将成为公司重点发展领域，5 年内将达到 100 亿的营收规模。

渠道变革：区域子公司成立带来渠道下沉更强的投放能力

公司深耕行业多年，经历多轮行业周期，渠道积累深厚：公司深耕行业多年，在渠道方面的建设非常出色。经历了“四万亿”大基建、房地产高速发展、地产调控、精装房集采、基建补短板等行业波动，建筑行业不同领域需求均有出现过高速增长。公司应对行业变动，自身经历多次渠道变革，目前在零售、直销、工渠等多方面渠道已经有了较深厚积累。

图表 17. 公司 2018 年工渠与直销整合示意图



资料来源：公司公告，中银证券

图表 18. 公司历次渠道变革梳理

2008-2012年	2013-2014年	2015-2016年	2018-2019年	2020年
1.完成全国八大基地布局	1.部分地区建立区域子公司 2.推出“虹哥汇”绑定设计师与工长	1.甄选工程渠道代理商合资成立公司 2.增资民建集团 3.开始与DAW合作	1.成立工建集团整合工渠与直销 2.以大区形式整合优化资源	1.大区渠道下沉到区域子公司，增加渠道密度

资料来源：公司公告，中银证券

2018 年公司上收权限变为大区治理并设立工建集团：2018 年以前，公司渠道表现为子公司和渠道各有分工。直销关注一线城市大客户，工渠针对非核心区深挖工程客户。2018 年公司现金流面临困境，这种模式问题也体现出渠道的属地化限制不利于资源整合的问题，消耗相对更大，公司开始上收区域权限变为大区治理，同时将直销和工渠整合变成大区治理。

图表 19. 公司计划设立省份子公司以及区域总部情况(持续更新中)

大区	省份	城市	子公司名称	注册资本/万	是否设立区域总部
华北	河北	保定	保定东方雨虹建筑材料	5,000.0	
	山西	太原	太原东方雨虹建筑材料	5,000.0	
东北	辽宁	沈阳	沈阳东方雨虹建筑材料	5,000.0	区域总部
			辽宁东方雨虹建筑科技	5,000.0	
	吉林	吉林	吉林东方雨虹建筑材料	5,000.0	区域总部
华东	江苏	南通	南通东方雨虹建筑材料	10,000.0	
		镇江	镇江东方雨虹建筑材料	10,000.0	
		宿迁	宿迁东方雨虹建筑材料	10,000.0	
	安徽	芜湖	安徽东方雨虹建筑材料	5,000.0	
	江西	南昌	江西东方雨虹建筑材料	5,000.0	
	山东	济南	山东东方雨虹建筑科技	10,000.0	区域总部
华中	河南	郑州	河南东方雨虹实业发展	5,000.0	区域总部
			河南东方雨虹建材科技	5,000.0	
			郑州东方雨虹建筑材料	5,000.0	
	湖南	邵阳	邵阳东方雨虹建筑材料	1,000.0	
	华南	广东	广州	广东东方雨虹建筑材料	10,000.0
			广东东方雨虹建筑科技	10,000.0	
		孚达节能科技	10,000.0		
海南		洋浦	洋浦东方雨虹建筑材料	5,000.0	
西南	重庆	江津	重庆东方雨虹建筑材料	5,000.0	区域总部
西北	新疆	乌鲁木齐	乌鲁木齐东方雨虹建筑材料	5,000.0	

资料来源：公司公告，中银证券

区域子公司成为扩品类和渠道下沉的载体，可以在当地形成更高水平的合作：2020 年下半年以来，伴随着各地的投资项目，公司开始在各省份设立区域子公司。与以往不同，这次设立区域子公司，子公司层面掌握产能：包括防水、砂浆、保温、涂料多品类；同时可以快速对接渠道，对当地需求形成快速响应。子公司权限更大，成为扩品类和渠道下沉的载体，手上资源更多，可以以集团的名义直接和当地企业形成更高层面的合作。

催化剂：外因内因共驱动，公司有望持续增长

外因：防水政策提标+行业加速整合

原先政策要求较低导致行业秩序混乱，野蛮生长：防水工程在原先建筑中重要性相对较低，导致行业秩序混乱，以次充好、劣币驱逐良币。2004年《屋面工程技术规范》中，对普通房屋防水工程合理使用年限为10年，相比普通建筑50年的设计年限，意味着原先房屋需要较多的防水工程修缮工作，因此对于防水企业，销量是比质量更为重要的指标。

图表 20. 原先 2004 年《屋面工程技术规范》对于防水的要求

设防等级	要求合理使用年限	建筑物类别	设防要求	防水层材料选择
I 级设防	25 年	对防水有特殊要求的工程，如国家级国际政治活动中心	三道防水设防	宜选用合成高分子防水卷材、高聚物改性沥青防水卷材、金属板材、合成高分子防水涂料等、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等
II 级设防	15 年	重要的建筑和高层建筑，如城市中较大型的公共建筑	二道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料、细石防水混凝土、平瓦、油毡瓦等材料
III 级设防	10 年	一般建筑，包括一般的工民建、普通住宅、一般办公楼等	一道防水设防	宜选用高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子防水卷材、三毡四油沥青防水卷材、金属板材、高聚物改性沥青防水涂料、合成高分子防水涂料等材料
IV 级设防	5 年	临时建筑、如简易宿舍、车间	一道防水设防	可选用二毡三油沥青防水卷材、高聚物改性沥青防水涂料等材料

资料来源：《屋面工程技术规范》GB50345-2004，中银证券

2016 年以来各部委陆续出台政策，防水行业提标出现加速迹象：2016 年以来，各部委陆续出台政策，对防水行业造成重大影响。包括打假、将防水材料列入环保税监管对象，强化企业责任、提升企业标准等。近年来，政策提标有加速的迹象。2019 年住建部《建筑和市政工程防水通用规范(征求意见稿)》对屋面、外墙、室内防水设计年限要求大幅提升；而《住宅项目规划(征求意见稿)》中提及的屋面、卫生间、地下防水的具体设计年限也明显高于 2004 年《屋面工程技术规范》的水平(2004 年规范要求屋面标准 10 年，2019 年新征求意见稿要求屋面标准 20 年)。2020 年住建部《工程建设规范和指标编制及相关工作计划(征求意见稿)》要求提升石油化工、屋面、地下工程、市政桥梁等项目防水标准。

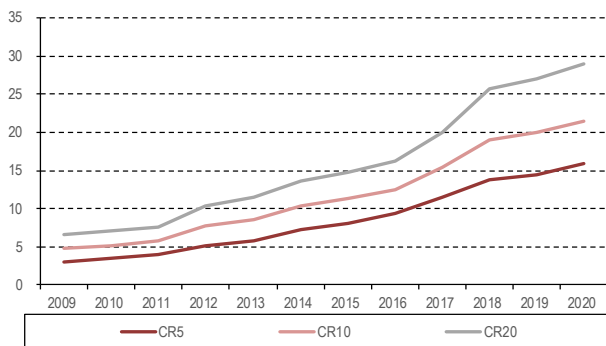
图表 21. 2016 年以来防水行业相关重大政策

时间	部委	文件	内容
2016-01	质检总局	《建筑防水建材生产许可实施细则》	缩短发证时间，限制许可机关公权力，强化企业主体责任
2018-01	国税局	《中华人民共和国环境保护税法》	环保税正式开征化工等 14 个高污染行业列入重点监控对象
2018-03	质检总局	《2018 年“质检利剑”行动方案》	深入开展以涂料、防水材料为重点的建材产品打假行动
2019-05	质检总局	《企业标准“领跑者”重点领域》	防水材料被列为企业标准“领跑者”重点领域
2019-09	国务院	《关于调整工业产品生产许可证管理目录决定》	取消建筑防水卷材在内的 13 类工业产品生产许可证管理
2019-09	住建部	《建筑和市政工程防水通用规范(征求意见稿)》	屋面、外墙、室内防水设计年限大幅提升
2019 年	住建部	《住宅项目规划(征求意见稿)》	屋面、卫生间、地下防水年限不低于 20/15/结构设计年限
2020 年	住建部	《工程建设规范和指标编制及相关工作计划(征求意见稿)》	提升石油化工、屋面工程、地下工程、市政桥梁防水工程标准

资料来源：国务院、住建部、国税局、质检总局，中银证券

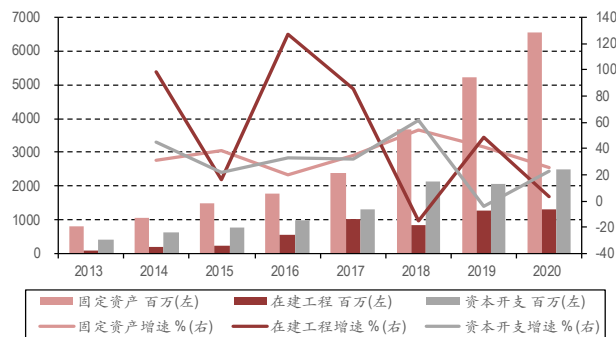
成都打响地方防水提标第一枪，有利于行业规模和集中度提升：2021年5月下旬，成都市住建局发文，提出未来要禁用热熔型SBS防水卷材且防水质保期不低于10年，在政府投资项目中要全部使用高分子卷材。成为率先提升防水行业要求的地方政府。我们认为防水行业的标准提升对行业带来两大影响：1.防水要求设计年限提升，单位面积对防水材料厚度和使用量增加，有利于提升市场规模；2.防水行业淘汰低端产品提升质量要求，提高了中小企业的生存成本，有利于行业集中度提升。

图表 22. 房企销售面积集中度明显提升



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 防水上市公司固定资产与资本开支快速增长



资料来源：公司年报，中银证券

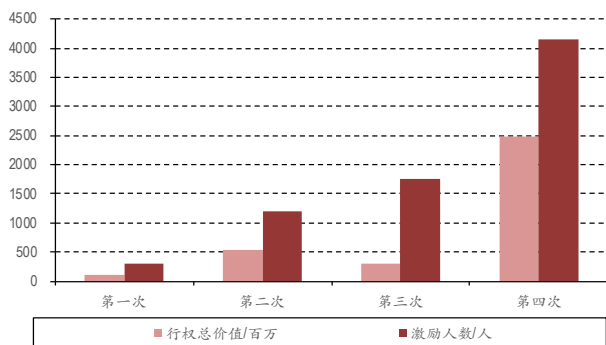
下游集中，精装房渗透，外部竞争者切入等众多原因导致防水行业集中度提升：除去政策催化，目前行业同样走在快速集中的通道上。主要体现为几点：1.防水行业下游集中度快速提升，无论是房企还是建筑施工都向头部企业集中，行业龙头更有望获得下游头部企业订单；2.近年来精装房占比快速提升，头部房企精装房项目集中采购更为普遍，大型企业才能进入头部房企供应名单；3.随着上市公司增多以及外部竞争者切入，外部资本的介入导致防水行业开始加速整合，三家防水上市公司近年来资本开支明显增加。多重因素催化下，防水行业集中度提升趋势非常明显，并且头部企业已经有了可观的盈利能力。东方雨虹作为行业龙头进一步受益于行业集中度提升的趋势。

内因：新一轮股权激励+公司执行力与经营效率优异

1. 超大规模股权激励和员工持股计划落地

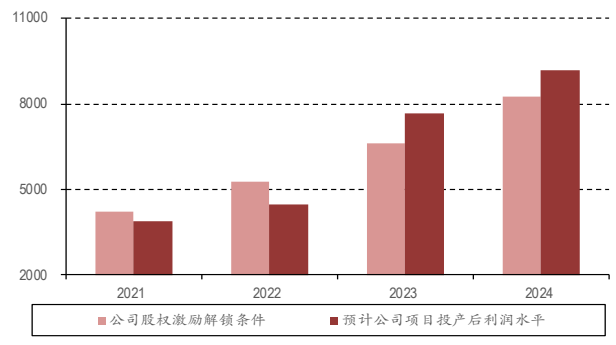
公司推出超大规模股权激励和员工持股计划：2021年3月份，公司推出超大规模股权激励，向总计4,160名员工授予激励股票5,117.6万股，占总股本2.0%，转让价48.7元/股，规模达到空前的2,491.7亿元，超过40%的员工参与股权激励。同时公司对于中高层管理人员公司推出员工持股计划，涉及1,611人计划筹集资金总额17亿元，按照1:1比例进行配资，以50元的价格回购公司股票6,800万股，占总股本2.9%。

图表 24. 公司股权激励规模空前



资料来源：公司公告，中银证券

图表 25. 公司股权激励与未来投产项目基本吻合



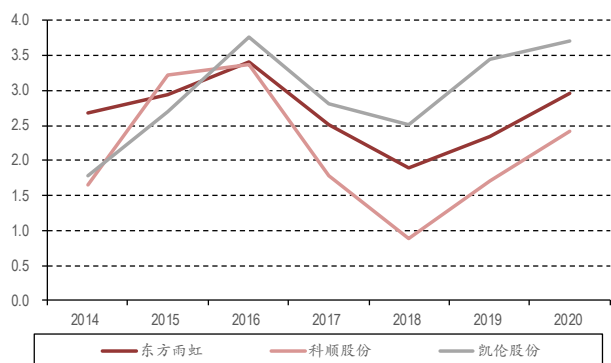
资料来源：公司公告，中银证券

定增公司业绩考核要求 25%复合增长率并要求应收账款考核，彰显公司未来发展极高信心以及未来“提质增效”的发展思路：本次员工持股计划关注点在于未来 4 年的解锁条件。公司业绩考核目标以 2020 年业绩为基数，2021-2024 年扣非净利润增速不低于 25%。2020 年公司收入 217.3 亿元，同增 19.7%；归母净利 33.9 亿元，同增 64.0%，已经是 2013 年以来增速最高的年份。据我们测算，公司业绩考核要求连续 4 年 25%的复合增速，和未来公司大规模项目投产后产值规模基本吻合。我们认为随着 2021 年公司超大规模定增和员工激励落地，公司开始完成扩品类、渠道下沉、设立区域子公司等一系列措施，公司有望步入业绩高速增长的新通道。同时，公司要求将应收账款考核写入业绩目标，每年应收账款增长率要低于营收增长率，意味着每年应收账款周转率要逐年下降，彰显公司对未来发展极强的信心以及未来“提质增效”的发展思路。

2. 成本管控能力强，经营效率高，执行能力强

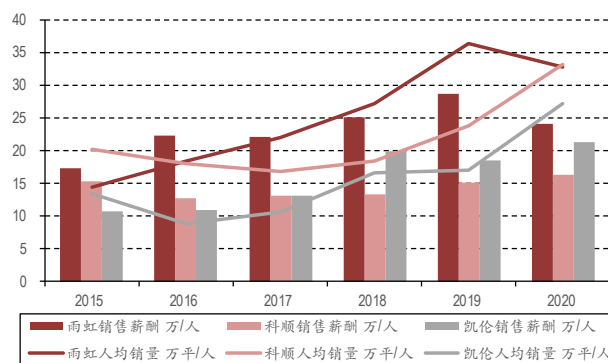
公司规模优势充分体现，可以较好平抑原材料成本波动：横向比较东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家防水上市公司，凯伦股份因为高分子卷材占比较高，平均毛利率相对较高，因此最后单平经营利润也相对较高(凯伦、雨虹、科顺分别为 3.7、3.0、2.4 元/平)。但是我们可以看到东方雨虹单平防水材料经营利润相对较为稳定。我们认为东方雨虹通过三个措施实现了良好的成本管控，较好的实现了对沥青成本波动的转嫁：1.公司具有一定规模优势和技术优势，可以减少一定均摊成本；2.大规模的沥青储罐可以平抑沥青成本的波动；3.公司大规模原材料集中采购可以一定程度上减少沥青的成本压力。相比其他防水公司，公司的规模在成本管控上的优势得到充分体现。

图表 26. 公司单平毛利-单平费用后较为稳定



资料来源：公司年报，中银证券

图表 27. 以销售为例，公司人员管控效率更高



资料来源：公司年报，中银证券

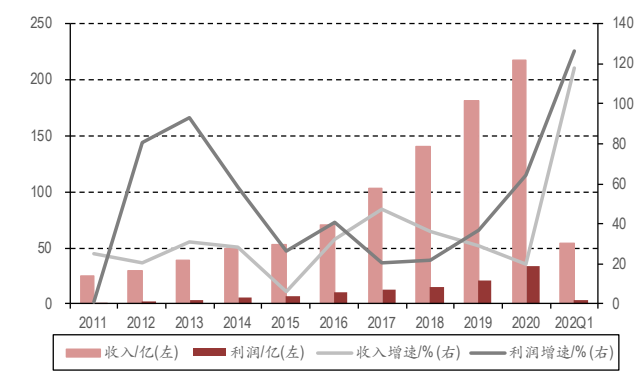
东方雨虹经营效率高，实现精简人数、提升效率、优化产值：横向比较，东方雨虹公司经营效率有明显优势。以销售为例，2017-2020 年公司销售人员人均销量 29.6 万平，高于科顺和凯伦的 23.0 和 17.9 万平；人均薪酬为 25.0 万元，高于科顺和凯伦的 14.5 和 18.2 万元，2020 年销售量 10.1 亿平，远高于科顺和凯伦的 4.4 亿平和 1.0 亿平。从员工角度来看，东方雨虹做好员工激励，绑定员工和经销商等各方利益。实现了精简人数，提升效率，优化产值的目标。员工工资高于同行，人均产值高于同行，但单位人工成本又低于同行。

盈利预测与估值：财报表现优异，有望持续增长

财报分析：2020 与 2021Q1 财报表现优异

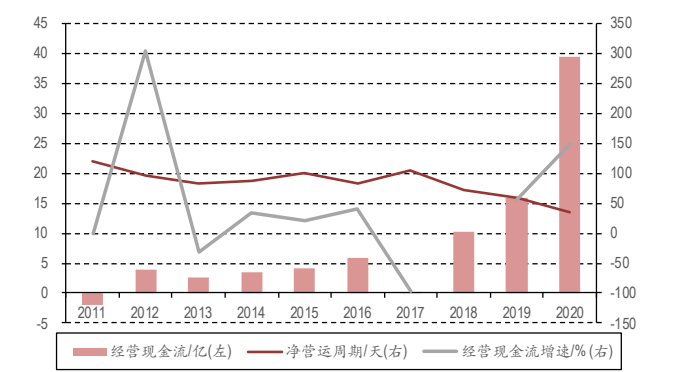
业绩迎来高速增长，经营质量不断提升：公司 2020 年和 2021 年一季度迎来业绩高速增长。其中 2020 年收入 217.3 亿元，同增 19.7%；归母净利 33.9 亿元，同增 64.0%，达到 2013 年以来最高全年利润增速。2021 年一季度公司营收 53.8 亿元，同增 118.1%；归母净利 3.0 亿元，同增 126.1%，业绩增速再创新高。值得关注的是，公司现金流表现相关指标持续好转，2020 年公司经营性现金流达到 39.5 亿元，同增 148.7%；2021 年一季度经营性现金流达到 3.4 亿元，同增 92.0%。同时公司净营运周期持续下降，从最高 2017 年的 104.7 天下降到 2020 年 35.8 天，在同行中处于中等偏上水平，表明公司经营质量不断提升。

图表 28. 公司 2020 年报与 2021 一季报表现优异



资料来源：公司年报，中银证券

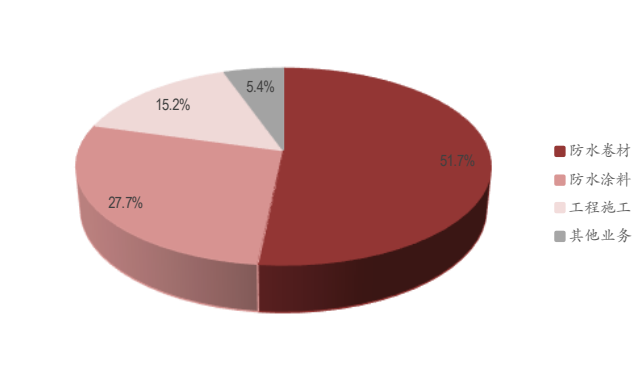
图表 29. 公司现金流指标显著改善



资料来源：公司年报，中银证券

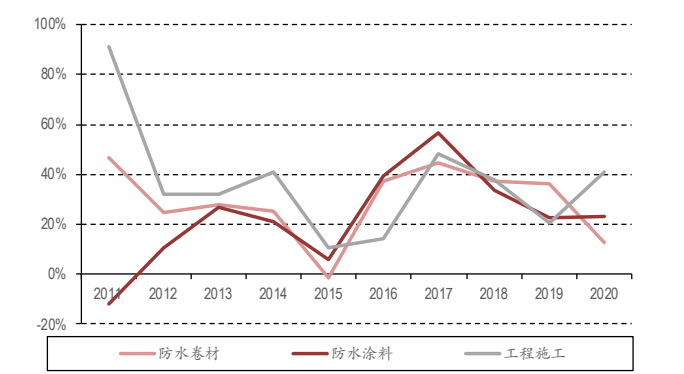
防水相关业务仍然是公司收入主要构成，未来包括涂料在内的新品类将成为公司未来重要业绩增长点：从收入结构来看，防水相关业务依然是公司收入的主要来源。防水卷材、防水涂料、防水工程施工 2020 年收入分别为 112.3、60.1、33.0 亿元，增速分别为 12.6%、23.4%、40.7%，占比分别为 51.7%、27.7%、15.2%。防水业务占比合计为 94.6%。包含涂料、砂浆、保温、减水剂等其他品类在内的收入合计 11.8 亿元，占比 5.4%，增速为 24.0%。目前其他品类占公司营收占比尚比较低，2020 年还未实现高速增长。我们认为 2021 年随着公司加大项目投入以及扩品类、渠道下沉战略的落地，包括涂料在内的新品类未来将成为公司收入的重要增长点。

图表 30. 公司 2020 年收入结构



资料来源：公司年报，中银证券

图表 31. 公司分业务增速情况



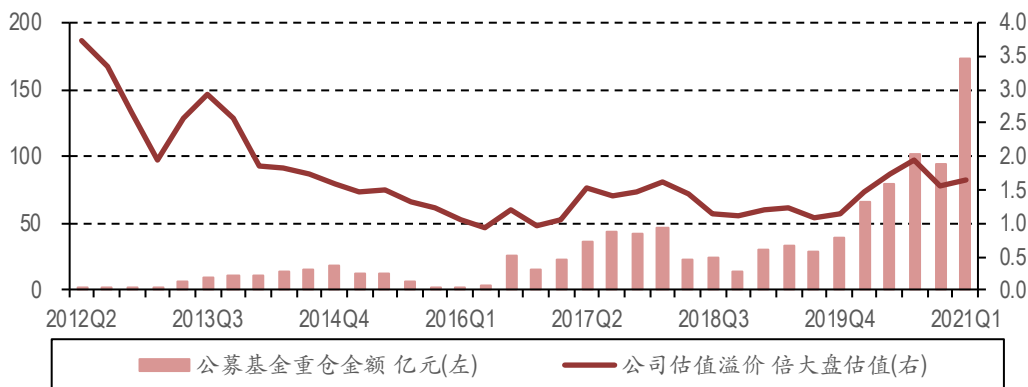
资料来源：公司年报，中银证券

2020 年防水材料销售量增价减，单平防水材料经营利润同比提升：2020 年，公司合并口径(参照公司以往口径，一平米防水卷材等于三公斤防水涂料)销售防水材料 10.1 亿平，同增 23.6%。单平价格为 17.1 元，同减 1.1 元；由于 2020 年沥青价格下降，公司单平成本为 10.3 元，同减 0.9 元；其中单平材料成本 8.9 元，同减 1.3 元。单平毛利 6.8 元，同减 0.2 元，主要是运输费用重分类进入营业成本所致。同口径比较下，公司单平经营利润(毛利润-费用)为 3.0 元，同增 0.6 元。我们认为随着 2021 年沥青价格回升，预计公司单平利润将有小幅下滑，但公司未来产量增长将为公司带来更大规模的收入。

估值分析：机构关注度高，估值再创新高

主动管理公募基金持有公司股票达 173.4 亿元，超过建材板块其他个股总和：2020 年以来，随着公司业绩持续创新高以及扩品类+渠道下沉等等战略落地，公司在资本市场关注度持续提升。2019 年四季度，主动管理型公募基金持有公司股票市值为 39.3 亿元，到 2021 年一季度，持有公司股票总市值达到 173.4 亿元，占主动管理公募基金持有建材板块股票市值的 60%，远超其他个股。

图表 32. 公募基金持有公司股票达到历史高位



资料来源：公司公告，万得，中银证券

目前公司市盈率水平处于中上水平，中长期公司有望维持 30-40 倍的市盈率水平：随着资本市场关注度提升，公司估值水平稳步提升，公司市盈率从 2019 年四季度的 18.4 倍(是大盘市盈率的 1.1 倍)提升到 2021 年一季度的 33.3 倍(大盘市盈率的 1.6 倍)，2021 年 6 月份进一步提升至 41.6 倍(大盘市盈率的 2.2 倍)。我们认为未来公司是有望实现持续实现 25% 以上的利润增速，加上行业龙头效应，参照海外建材龙头，公司享有 30-40 倍市盈率水平是合理的。横向比较，公司当前估值高于科顺股份 20.5 倍和凯伦股份 23.5 倍，纵向比较公司目前市盈率也处于历史较高水平。我们认为短期内公司尚需业绩增长消化估值，中长期看，在业绩持续高速增长的带动下，参考海外建材龙头，公司有望维持 30-40 倍的市盈率水平。

图表 33. 海外建材龙头估值水平比较(单位:百万美元)

	国家	市值	收入	利润	所有者权益	市净率	市盈率	ROE
SIKA.AG	瑞士	42,292.3	8,934.7	935.2	3,729.3	11.3	45.2	25.1
GCP.N	美国	1,671.9	903.2	100.2	654.1	2.6	16.7	15.3
CSL.N	美国	9,567.3	4,245.2	320.1	2,411.8	4.0	29.9	13.3
	平均					6.0	30.6	17.9

资料来源：Bloomberg，中银证券

公司盈利预测

假设 1: 涂料是未来公司重点发展领域, 预计 5 年内公司涂料业务将达到 100 亿元产值, 成为未来重要收入增长点。预计 2021 年涂料业务收入达到 30 亿元的水平, 加上砂浆、保温、减水剂, 新品类 2021 年收入有望达到 55 亿元。

假设 2: 防水行业在地产集采、下游集中度提升、政策加持等因素下集中度快速提升, 公司防水业务在未来几年仍保持 25%-30% 的中高增速, 仍是公司收入的主要来源。

假设 3: 公司有较强的成本管控能力, 通过沥青储罐、大规模集采、规模化生产可以一定程度平抑成本波动带来的压力。预计 2021 年沥青涨价, 公司成本上升, 但仍低于 2019 年水平。

假设 4: 参考公司拟投资项目计划, 可以大致测算出未来公司 4 年内收入增速, 预计 2023-2024 年是公司项目投产高峰期, 2023-2024 年收入增速会相对较高。

假设 5: 结合公司股权激励情况, 2021-2024 年公司利润将维持 25% 的复合增长率, 且应收账款周转率持续下降, 预计到 2024 年公司将达到 750 亿元的收入规模, 100 亿元的利润规模。

图表 34. 东方雨虹公司盈利预测(单位: 百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
防水卷材						
收入	7,318.6	9,979.9	11,233.2	13,479.8	16,849.7	21,904.6
成本	4,629.9	6,250.9	6,835.3	8,424.0	10,530.0	13,689.0
毛利	2,688.7	3,729.0	4,397.9	5,055.8	6,319.7	8,215.6
防水涂料						
收入	3,976.3	4,875.5	6,013.8	7,216.6	9,020.7	11,726.9
成本	2,431.4	2,867.5	3,536.7	4,402.9	5,503.6	7,154.7
毛利	1,544.9	2,008.0	2,477.1	2,813.7	3,517.1	4,572.3
工程施工						
收入	1,951.0	2,348.0	3,303.7	3,964.5	4,955.6	6,442.3
成本	1,406.8	1,696.2	2,362.8	2,854.4	3,568.0	4,638.4
毛利	544.2	651.8	940.9	1,110.1	1,387.6	1,803.8
其他						
收入	799.8	951.0	1,179.7	5,898.4	7,962.9	10,351.7
成本	719.0	850.4	946.1	4,423.8	5,574.0	6,728.6
毛利	80.8	100.6	233.6	1,474.6	2,388.9	3,623.1
汇总						
收入	14,045.7	18,154.3	21,730.4	30,559.2	38,788.9	50,425.6
成本	9,187.1	11,665.0	13,680.8	20,105.1	25,175.6	32,210.7
毛利	4,858.6	6,489.3	8,049.5	10,454.1	13,613.3	18,214.9
费用	2,808.4	3,520.4	3,428.1	5,136.4	6,728.8	8,839.9
净利	1,508.2	2,065.9	3,388.9	4,411.9	5,310.0	7,245.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

投资建议

公司开启扩品类+渠道下沉之路，随着定增与股权激励落地战略有望稳步推进：公司先期通过切入重点工程、大地产集采、与经销商合资成立公司等做法建立了强大的工程渠道和零售渠道。随着建筑行业增速放缓，建材行业出现大单品渗透趋势。公司开始大规模的投资计划，成立区域子公司推进扩品类和渠道下沉战略。随着超大规模的定增以及员工激励落地，公司未来执行力有望更上一层楼。在未来几年涂料业务将成为公司重要的业绩增长点，防水业务随着行业集中度提升保持中高速增长，公司强大的盈利能力有望持续。**预计 2021-2023 年公司营收分别为 305.6、387.9、504.3 亿元；归母净利润分别为 44.1、53.1、72.5 亿元；EPS 分别为 1.75、2.10、2.87 元。**

风险提示

1. **沥青价格上涨挤压利润：**沥青是公司防水卷材的重要生产原料，其价格与原油价格高度相关。公司可以通过集采、沥青储罐等一系列手段控制成本，但如果沥青价格大幅上涨则对公司产品毛利仍有一定影响。
2. **项目投产不及预期：**目前公司公布的投资项目合计对外投资额超过 300 亿元，据我们测算 2021-2022 年是资本开支高峰期，预计年支出超过 100 亿元。公司 80 亿元定增相比资本开支规模仍不足，公司仍有较大资金需求，项目存在一定投产不及预期的风险。
3. **防水行业竞争格局恶化：**目前建材行业有大单品渗透的趋势，其他细分行业龙头纷纷切入防水行业，随着更多资本进入防水行业，行业整体竞争或将趋于白热化。
4. **应收账款回收风险：**未来公司仍主打工程渠道，随着新品类在工程渠道的投放，公司营收账款未来仍将增加。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	18,154	21,730	30,559	38,789	50,426
销售成本	11,665	13,681	19,725	25,176	32,211
经营费用	3,246	3,234	5,287	6,710	8,724
息税折旧前利润	3,365	5,023	6,365	8,481	11,783
折旧及摊销	369	486	855	1,634	2,371
经营利润(息税前利润)	2,996	4,537	5,510	6,847	9,412
净利息收入/(费用)	(413)	(380)	(94)	(329)	(520)
其他收益/(损失)	(25)	160	28	28	28
税前利润	2,583	4,157	5,416	6,518	8,893
所得税	517	769	1,004	1,208	1,648
少数股东权益	9	(2)	11	11	13
净利润	2,066	3,389	4,412	5,310	7,245
核心净利润	2,091	3,228	4,384	5,282	7,217
每股收益(人民币)	0.819	1.343	1.748	2.104	2.871
核心每股收益(人民币)	0.828	1.279	1.737	2.093	2.860
每股股息(人民币)	0.089	0.177	0.560	0.680	0.930
收入增长(%)	29	20	41	27	30
息税前利润增长(%)	49	51	21	24	37
息税折旧前利润增长(%)	47	49	27	33	39
每股收益增长(%)	37	64	30	20	36
核心每股收益增长(%)	58	54	36	20	37

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,583	4,157	5,416	6,518	8,893
折旧与摊销	369	486	855	1,634	2,371
净利息费用	413	380	94	329	520
运营资本变动	914	(298)	(1,251)	(6,492)	171
税金	1,408	1,653	892	914	1,018
其他经营现金流	(2,270)	(3,022)	(1,757)	(1,845)	(2,258)
经营活动产生的现金流	1,589	3,952	6,750	14,041	10,372
购买固定资产净值	1,301	1,520	12,036	11,568	6,564
投资减少/增加	107	263	(18)	(18)	(18)
其他投资现金流	34	2,038	12,101	11,586	6,595
投资活动产生的现金流	(1,374)	255	82	36	49
净增权益	287	(19)	0	0	0
净增债务	(214)	(97)	0	0	0
支付股息	223	705	1,316	1,597	2,185
其他融资现金流	(513)	2	(155)	(340)	(540)
融资活动产生的现金流	(664)	(818)	(1,471)	(1,938)	(2,725)
现金变动	(419)	1,360	(6,675)	572	1,133
期初现金	4,855	5,494	7,623	948	1,520
公司自由现金流	215	4,206	6,832	14,078	10,421
权益自由现金流	(513)	4,112	6,677	13,737	9,881

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	5,494	7,623	948	1,520	2,653
应收帐款	7,308	7,979	11,196	14,177	18,399
库存	2,016	1,199	1,676	2,117	2,743
其他流动资产	643	905	979	979	979
流动资产总计	15,724	17,780	14,799	18,793	24,774
固定资产	4,349	4,755	12,874	22,063	27,569
无形资产	991	1,491	1,442	1,392	1,342
其他长期资产	1,353	1,742	4,856	5,649	4,386
长期资产总计	6,692	7,989	19,171	29,104	33,298
总资产	22,416	25,769	33,970	47,898	58,072
应付帐款	3,292	3,643	5,299	6,793	8,720
短期债务	3,093	2,525	5,525	13,525	15,525
其他流动负债	3,701	3,887	4,176	4,596	5,345
流动负债总计	10,086	10,055	15,000	24,913	29,590
长期借款	408	422	422	422	422
其他长期负债	1,962	461	611	901	1,325
股本	1,488	2,349	2,349	2,349	2,349
储备	8,472	12,482	15,589	19,313	24,386
股东权益	9,960	14,831	17,938	21,662	26,736
少数股东权益	220	217	227	239	252
总负债及权益	22,416	25,769	33,970	47,898	58,072
每股帐面价值(人民币)	3.86	5.79	7.54	9.12	11.27
每股有形资产(人民币)	8.38	5.97	13.65	19.60	23.95
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(1.06)	2.39	5.67	6.22

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.5	23.1	20.8	21.9	23.4
息税前利润率(%)	16.5	20.9	18.0	17.7	18.7
税前利润率(%)	14.2	19.1	17.7	16.8	17.6
净利率(%)	11.4	15.6	14.5	13.7	14.4
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.8	1.0	0.8	0.8
利息覆盖率(倍)	8.1	13.2	67.6	25.8	22.7
净权益负债率(%)	(0.3)	(28.4)	31.3	61.5	54.7
速动比率(倍)	1.4	1.6	0.9	0.7	0.7
估值					
市盈率(倍)	70.3	42.9	32.9	27.4	20.1
核心业务市盈率(倍)	69.5	45.0	33.1	27.5	20.1
市净率(倍)	14.9	9.9	7.6	6.3	5.1
价格/现金流(倍)	675.0	54.5	19.8	9.6	13.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.5	26.9	21.2	15.9	11.5
周转率					
存货周转天数	40.5	20.1	20.0	19.9	19.9
应收帐款周转天数	146.9	134.0	133.7	133.4	133.2
应付帐款周转天数	103.0	97.2	98.1	98.5	98.8
回报率					
股息支付率(%)	10.8	13.2	32.0	32.3	32.4
净资产收益率(%)	20.8	22.8	24.7	24.6	27.1
资产收益率(%)	9.3	13.1	13.0	11.1	12.5
已运用资本收益率(%)	15.5	20.3	18.3	15.3	17.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371