

东方雨虹：防水行业领军者

银河证券研究院 建材团队

王婷、贾亚萌

感谢实习生许舜禹对本报告的支持

2021.07

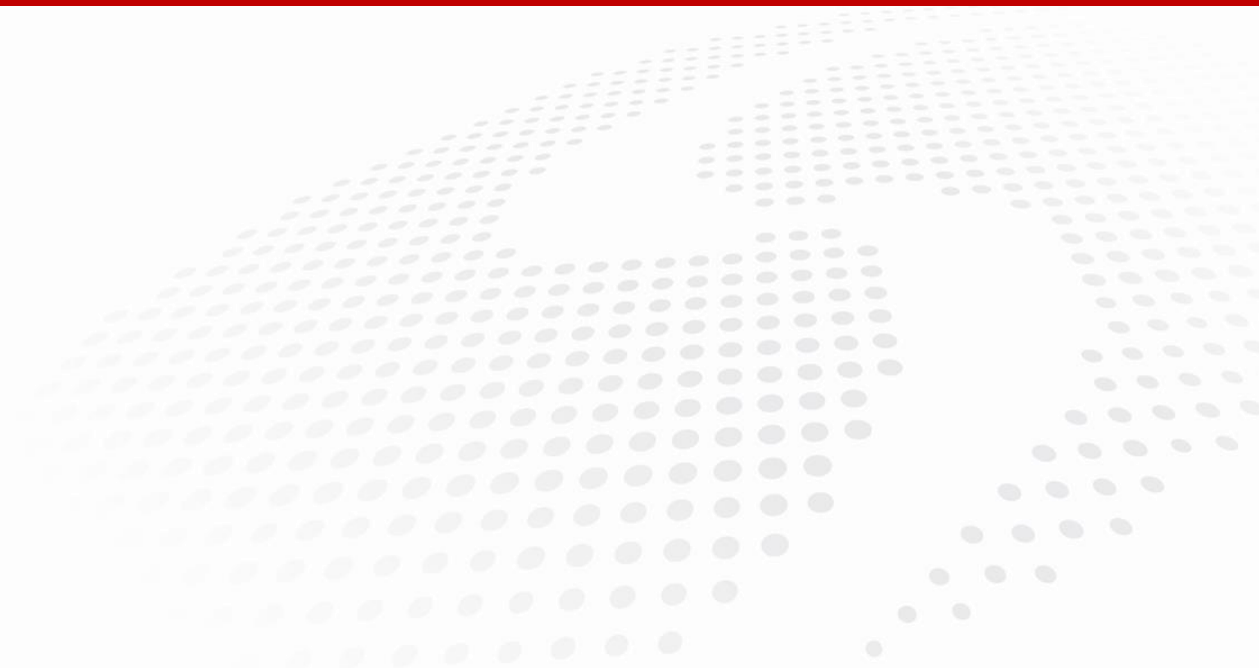
中国银河证券股份有限公司
CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

一 防水材料：建筑质量的核心痛点

二 东方雨虹：防水行业龙头再出发

三 盈利预测及风险提示

一 防水材料：建筑质量核心痛点



城镇化中后期，建筑质量得到广泛关注

- 从目前的城市化进程来看，预计2035年城镇化率将达到75%左右，和发达国家80%的水平基本持平。**未来居民的新增住房需求降低，消费建材将进入存量时代。**叠加“房住不炒”政策，居民**对房屋质量的要求将进一步提升，而防水正是建筑质量的核心痛点。**

我国城镇化率（2011-2035）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

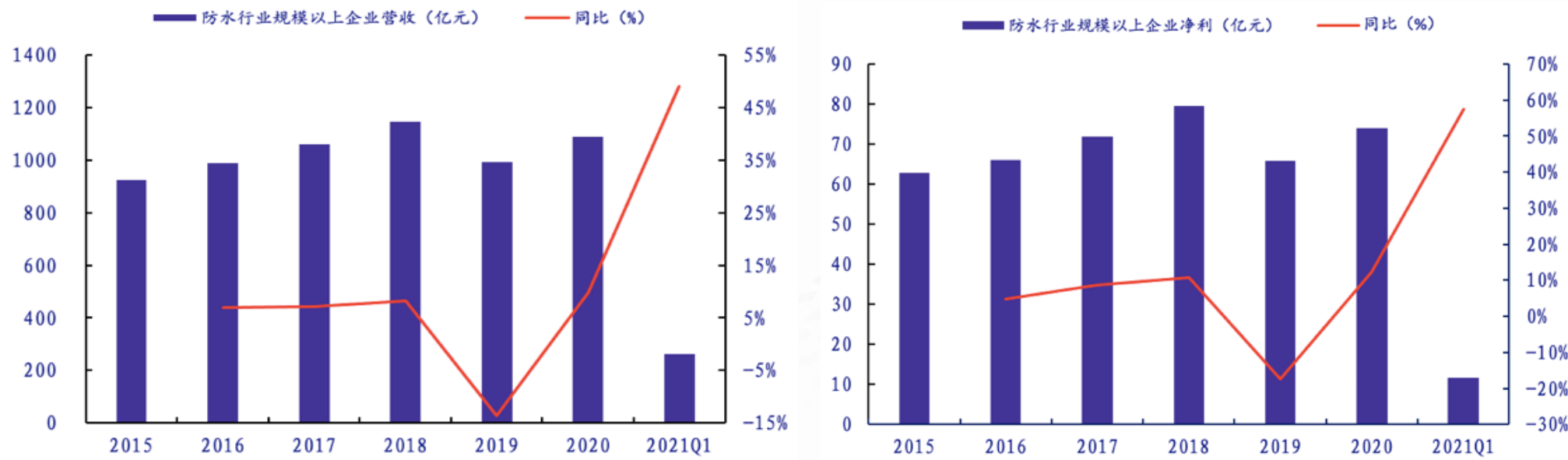
城镇化空间演进趋势



资料来源：《中国城镇化60%后的趋势展望》，中国银河证券研究院

防水行业“大行业、小公司”，行业格局有望优化

- 根据中国建筑防水行业协会统计数据，2020年我国防水行业规模以上（营收2000万元）企业为723家，共实现营业收入1087亿，净利73.97亿。
- 防水行业目前仍呈现“大行业、小公司”的格局，中小企业居多，假设规模以下企业占比50%左右，则防水行业整体规模为2174亿左右。
- 随着非标产能的淘汰和出清，行业将呈现**向头部聚集**的局面，龙头公司市占率有望持续提升。



资料来源：中国建筑防水协会、中国银河证券研究院

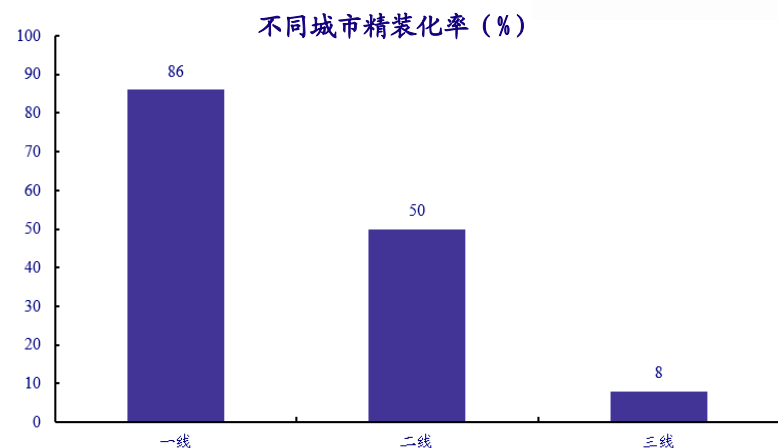
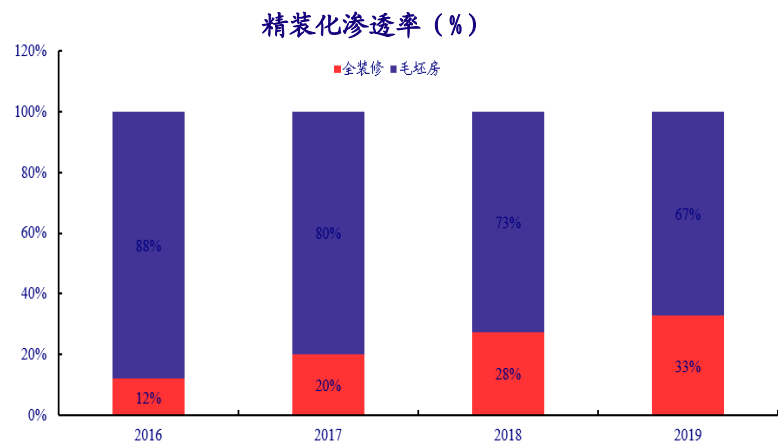
行业标准逐年提升，碳中和利好绿色建材

- 防水行业标准呈现逐年提升态势，目前防水行业大量非标产品仅能达到最低**5年**保修年限，无法满足国家对于建筑质量的更高要求。
- 2019年住建部在《城乡给水工程项目规范（征求意见稿）》中将屋面防水年限提高至**20年**，卫生间防水提升至**15年**，地下工程防水提升至**50年**，高标准将进一步压缩小企业生存空间。
- 2021年成都住建局明确要求政府投资项目必须使用**高分子防水材料**，利好有相关产能布局的行业龙头。

时间	政策名称	发布单位	主要内容
2000	建设工程质量管理条例的规定	国务院	屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏最低保修年限为 5年
2008	地下工程防水技术规范	住房和城乡建设部	地下工程防水等级为一至四级，对应保修年限为 25年/15年/10年/5年
2019	城乡给水工程项目规范	住房和城乡建设部	屋面防水设计工作年限不低于 20年 ，卫生间防水不低于 15年 ，地下工程防水不低于 50年
2021	关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知	成都市住房和城乡建设局	本市行政区域范围内建设工地涉及室外喷涂、粉刷，防水、标线和标识作业等VOCs排放工序作业的政府投资项目要全部使用水性建筑涂料、 高分子防水材料 。

资料来源：国务院、住房和城乡建设部、成都市住房和城乡建设局、中国银河证券研究院

精装率提升行业集中度

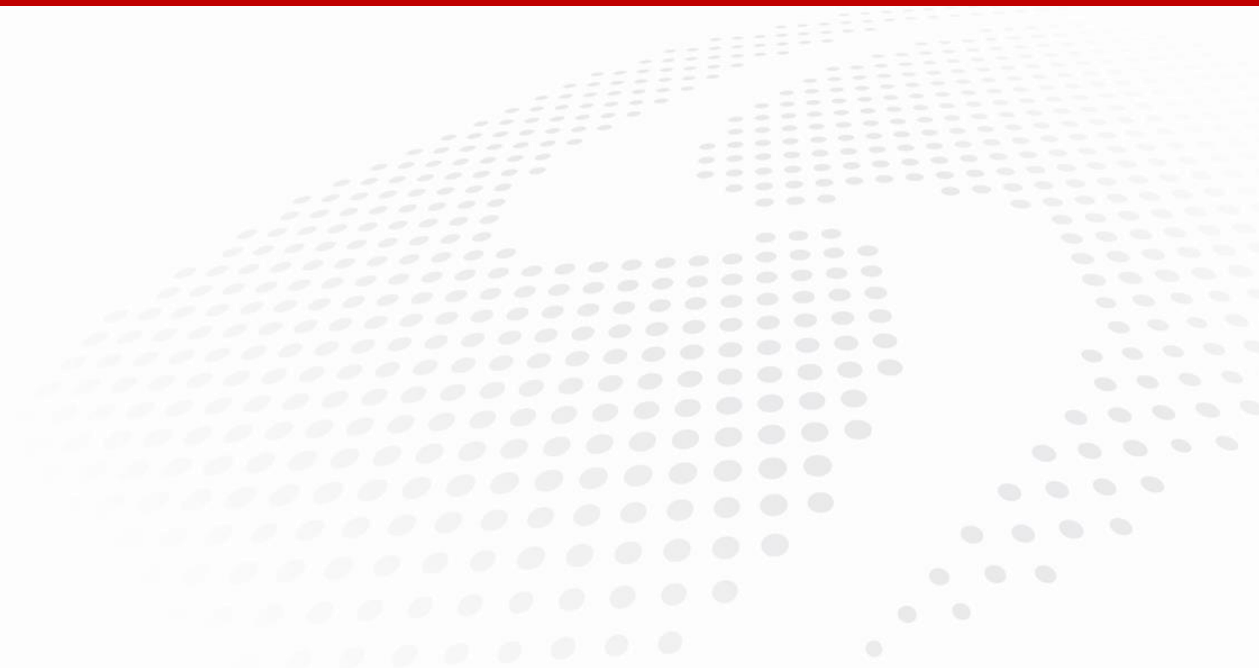


- 在政策指引下，16-19年精装化率逐年提升，2019年精装化率已达到32.8%。
- 虽然2020年因疫情影响，精装率有所下降，但住宅精装化已是不可阻挡的发展趋势。
- 展望2021年，**精装提升趋势不变，非标落后产能淘汰**进行中，龙头企业话语权以及行业集中度仍将提升。

区域	精装修政策要求
全国	到2020年，新开工全装修成品住宅面积达到30%
湖北	2019年起，全省各城市新建商品住宅全面推行一体化装修
河南	2020年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房
山东	2017年起，城市新建高层住宅实行全装修
浙江	2016年起，全省各市县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅，全部实行全装修和成品交付
上海	2017年起，凡出让的本市新建商品房建设用地，外环线以内的城区全装修达到100%
四川	到2020年，新建住宅全装修达到50%
江苏	2020年，新建商品房全装修比例达50%以上

资料来源：产业信息网、中国银河证券研究院

二 东方雨虹：防水行业龙头再出发



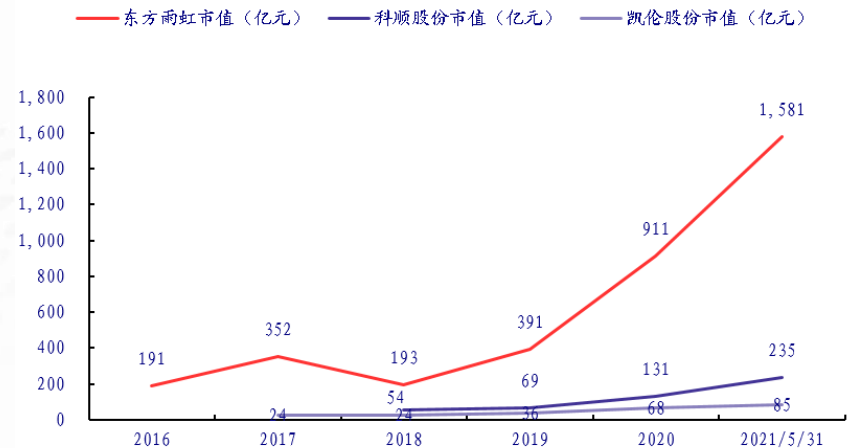
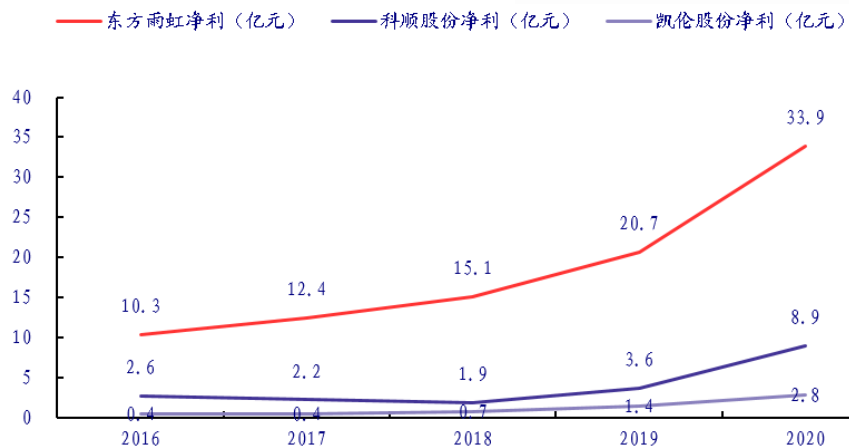
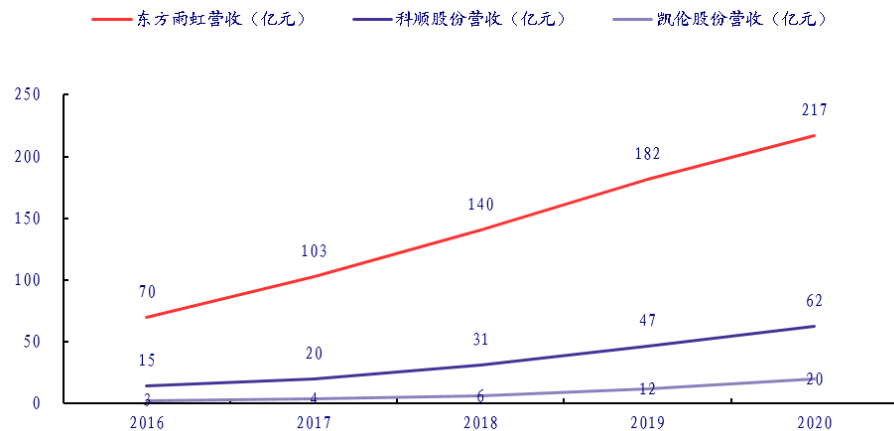
东方雨虹：防水行业龙头地位稳固

- 东方雨虹连续多年位居地产商防水品牌首选率**第一**，首选率**36%**。

排名	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年	
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率
1	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%
3	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水 (禹王、蜀羊、金拇指)、凯伦	7%	北新防水 (禹王、蜀羊、金拇指、上海台安)、凯伦	7%
4	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾、卓宝	8%	卓宝、大禹	6%	卓宝、雨中情	6%
5	蓝盾	5%	卓宝	9%	凯伦、大禹	6%	雨中情	5%	三棵树、大禹九鼎	5%
6	大禹	4%	大禹	7%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹防水	5%
7	德生	3%	德生	4%	金拇指	2%	三棵树、大禹九鼎	3%	蓝盾	2%
8	禹王	3%	凯伦、蜀羊	2%	蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%
9	宇虹	2%	禹王	1%	禹王	1%	宇虹	1%	宏源	1%
10	蜀羊	2%	金拇指	1%	大禹九鼎	1%	远大洪雨	1%	宇虹	1%

资料来源：产业信息网、中国房地产协会、中国银河证券研究院

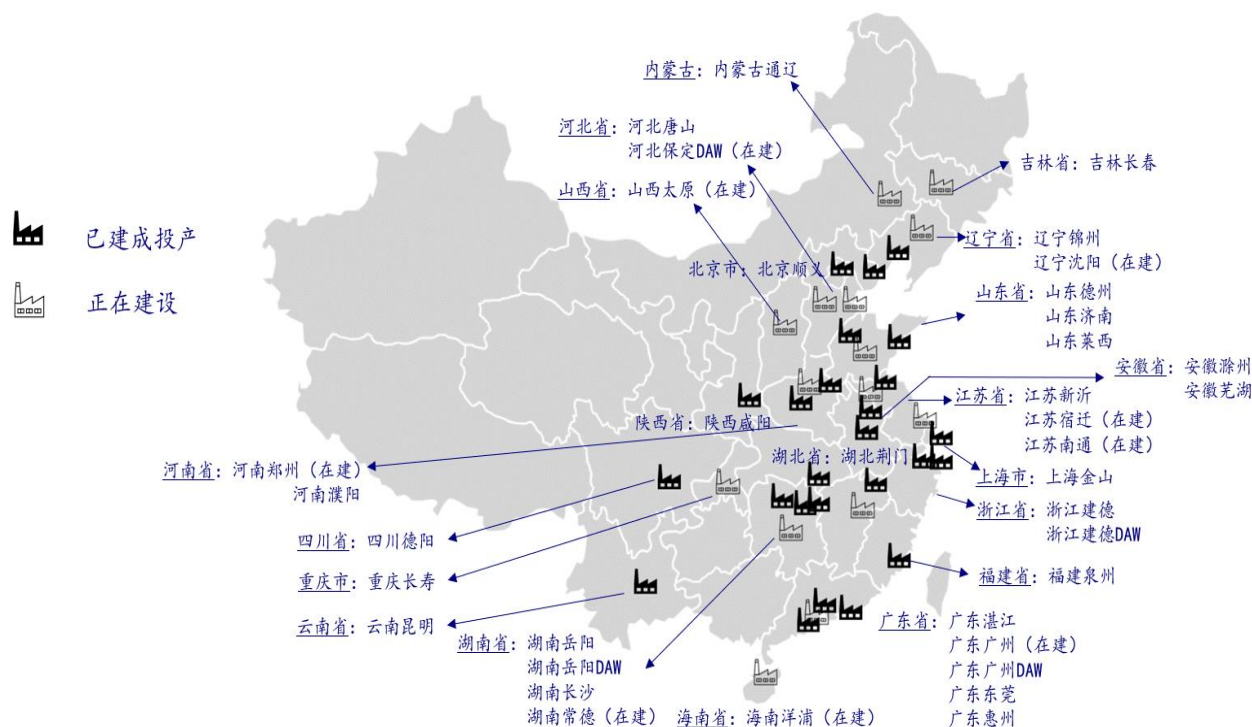
东方雨虹：营收、净利、市值位居行业首位



- 东方雨虹营收、净利、市值均位居**行业首位**。
- 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份2020年营收占行业规模以上企业营收**20%/6%/2%**。
- 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份2020年净利占行业规模以上企业净利**45%/12%/4%**。
- 2021年北新、科顺、凯伦联合成立供应链公司，预计对行业竞争格局产生较大影响。

东方雨虹：定增80亿跑马圈地，持续领跑

- 2020年东方雨虹定增80亿用于新增产能，分别在**北京、广东、海南、吉林、江苏、河北、湖南、重庆**等地新建或扩建生产基地，总投资金额超**100亿元**。公司将继续领跑行业。



资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

东方雨虹：股权激励激发员工积极性

- 2012年以来东方雨虹进行多次股权激励，覆盖员工范围超50%，股权激励能有效激发员工积极性。

股权激励	第一期	第二期	第三期	2021
公告日	2012/10/11	2016/7/1	2019/9/21	2021/3/27
人数	311	1197	1752	期权：4160； 员工持股：1611
数量（万股）	1701	6398	2736	5200/6800
股票来源	定向发行	定向发行	定向发行	定向发行+二级市场

东方雨虹：业务版图始于防水，不止防水

节能保温 ENERGY SAVING INSULATION



民用建材 CIVIL BUILDING MATERIALS



非织造布 NON-WOVEN



建筑涂料 ARCHITECTURAL COATINGS



建筑修缮 BUILDING REPAIR



特种砂浆 SPECIAL MORTAR



- 东方雨虹业务已实现多元化发展，防水、建筑涂料、保温材料、砂浆、建筑修缮等均快速发展。

- 除防水业务获地产商首选率第一之外，公司**建筑涂料、建筑修缮、砂浆、保温材料**等均获地产商首选率前三，品牌优势明显。

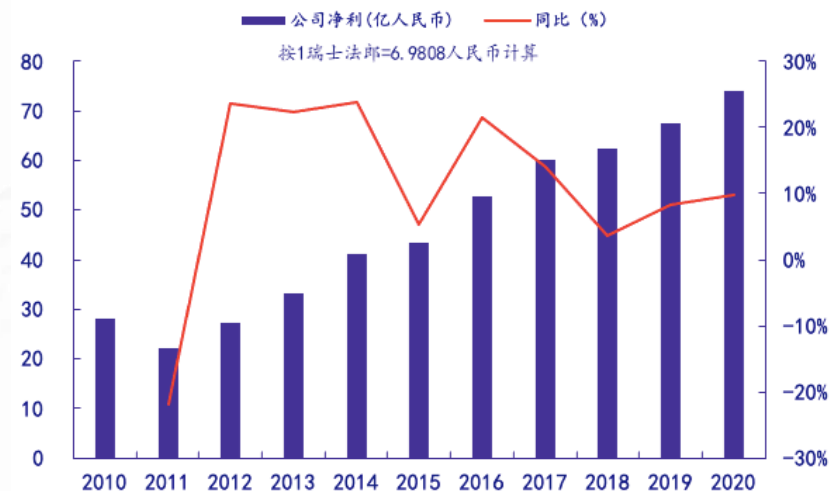
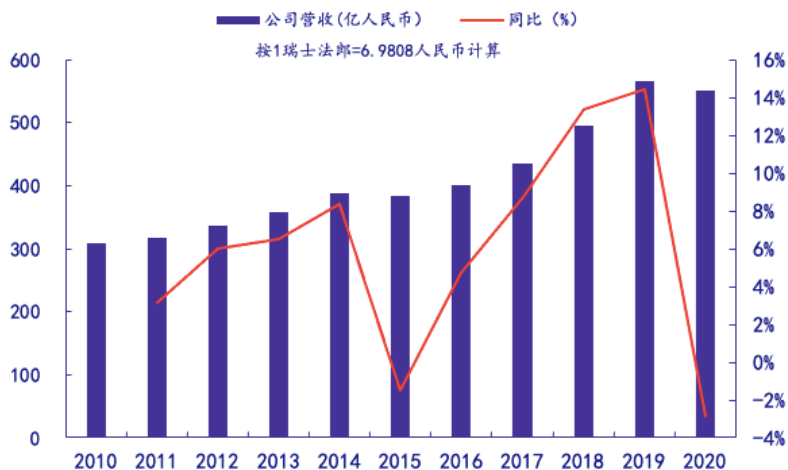
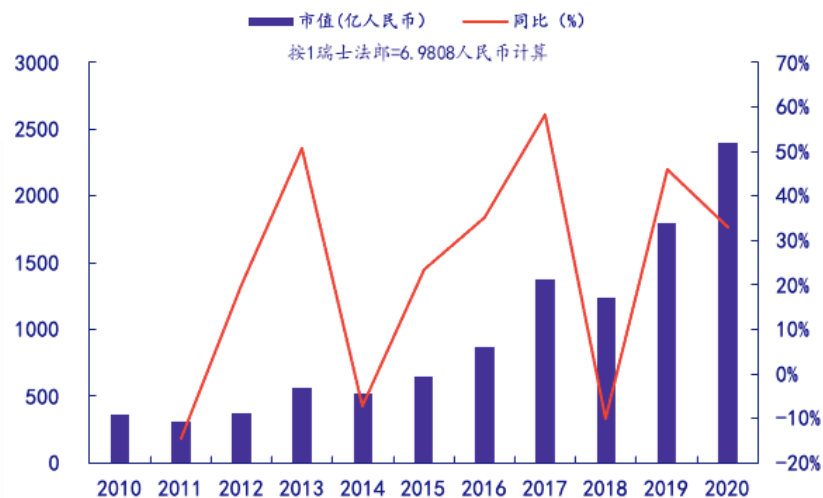
品牌	首选率	排名
雨虹建筑修缮	23%	1900/1/1
德爱威	15%	1
华砂	12%	3
卧牛山节能	11%	3
孚达	6%	3
洛迪	12%	2

资料来源：公司官网、中国银河证券研究院

三 盈利预测及风险提示

国际对比：雨虹VS西卡 (SIKA)

(单位: 亿元) SIKA	东方雨虹	
主营业务收入	550	217
净利润	74	34
市值	2393	1399



盈利预测及风险提示

- 预计东方雨虹2021-2023净利润分别为43.27亿/54.46亿/69.04亿，对应EPS为1.71元/2.16元/2.73元，PE分别为32/25/20倍，虽然相对于防水行业其他公司不具备估值优势，但和涂料行业龙头相比，估值仍有较大提升空间，维持公司“推荐”评级。

证券代码	证券简称	净利润 (2020A)	净利润 (2021E)	净利润 (2022E)	净利润 (2023E)	PE (2021)	PEG (2021)	PB (MRQ)
002271.SZ	东方雨虹	33.89	43.27	54.46	69.04	32.26	1.17	6.09
000786.SZ	北新建材	28.6	37.79	44.85	50.85	17.55	0.55	3.87
300715.SZ	凯伦股份	2.79	4.27	6.21	8.67	21.53	0.40	6.61
300737.SZ	科顺股份	8.9	11.46	14.98	19.36	17.46	0.61	4.39
603737.SH	三棵树	5.02	8.12	11.83	16.29	81.57	1.32	26.33
603378.SH	亚士创能	3.16	4.76	6.83	9.43	23.81	0.47	5.61

- 风险提示：原材料涨价超预期风险；市场扩张速度低于预期风险。

资料来源：Wind、中国银河证券研究院，截止时间2021/7/1，单位亿元

银河建材团队



王婷，建材行业分析师

武汉大学经济学硕士。2019年开始从事建材行业研究，擅长行业分析以及自下而上优选个股。

☎ : 010-80927672

✉ : wangting@chinastock.com.cn

分析师登记编号: S0130519060002



贾亚萌，建材行业分析师助理

澳大利亚悉尼大学商科硕士，2021年加入中国银河证券研究院，从事建材行业研究分析工作。

☎ : 010-80927680

✉ : jiayameng_yj@chinastock.com.cn

分析师承诺：本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。



谢谢!

中国银河证券研究

扫码关注我们
微信号 | zgyhzqyj



创造财富 担当责任
股票代码: 601881.SH 06881.HK