

建材研究框架系列之三：防水材料

防水提标大势所趋，竞争格局加速优化

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业中期策略报告*建材*基本面筑底改善，消费建材龙头成长无忧》 2022-06-13

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之二：塑料管道：多点开花支撑行业需求，龙头强者恒强》 2022-05-07

《行业深度报告*建材*建材研究框架系列之一：玻璃行业研究方法、历史复盘与未来展望》 2022-03-30

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
BQV514
YANGKAN034@pingan.com.cn

郑南宏 投资咨询资格编号
S1060521120001
ZHENGNAHONG873@pingan.com.cn



平安观点：

- **防水产业链：上游看油价，下游看地产。**防水材料主要包括卷材与涂料，占比约七三开，应用场景存在差异。生产层面，防水生产技术、资金壁垒相对不高，资产属性较轻。使用层面，防水效果与施工质量密切相关，叠加国内长期重视程度不足、非标低端产品多，以致居民建筑容易发生渗漏水。需求层面，防水应用以住宅和民用建筑为主、基础设施为辅，房建中又以地下室使用居多，因此行业需求跟地产新开工关系较密切。上游层面，防水原材料属于石化产业，受原油价格影响大，其中沥青占成本比重最高。
- **行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合。**2000-2015年：地产、基建投资快速增长，催生大量防水需求。因技术、资金门槛不高，行业诞生许多优秀防水企业的同时，亦涌入大量中小企业与小作坊，竞争相对无序。期间东方雨虹紧抓行业发展契机，通过上市融资扩充产能与布局渠道，持续巩固防水龙头地位。2015-2021年：随着地产基建投资放缓，防水需求增长趋稳，但地产集中度加速提升、集采流行、环保趋严等背景下，防水行业加速整合。雨虹等头部企业凭借资金、渠道、品牌、产能优势快速提升市占率，部分中大型防水企业挂牌新三板融资，以扩大产能份额，北新建材等非防水上市公司亦纷纷涉足。同时行业也存在为抢占份额、垫资换业务，应收账款问题较为严重。
- **未来展望：行业加速出清，防水提标、屋面光伏亮点纷呈。**从行业格局看，一方面，2021H2以来成本上涨、疫情反复与地产困局三重冲击下，中小防水企业抗风险能力弱，或将被迫出清。另一方面，地产困局下应收款问题暴露，“垫资换份额”模式难以持续，“弯道超车”难度加大。考虑防水产品整体差异化不大，业务拓展将更加依赖成本管控、渠道获客、品牌与供货能力，防水龙头未来发展更值得看好。从行业趋势看，目前国内防水质保期与建筑使用周期不匹配，屋面、卫生间、外墙防渗漏仅5年，居民建筑渗漏率较高。参考海外情况，欧美国家防水工程质保期多为10-30年，并通过商业保险对冲质量风险。防水提标大趋势下，若后续住建部“防水新规”落地实施，有望带动行业需求提升、低端产能出清。此外，近年屋顶分布式光伏加速推广，有望带来TPO等防水产品超百亿市场空间，雨虹等龙头积极布局，未来发展有望受益。
- **投资建议：**短期来看，下游地产逐步企稳、基建实物需求落地，有望带动防水需求筑底与缓慢修复，同时随着原油沥青价格企稳回落、防水公司积极提价，下半年利润率有望逐步修复。中长期看，尽管地产规模趋于萎缩，但防水提标大势所趋，有望提振行业需求，同时疫情、地产等冲击下中小企业或加速出清，行业发展更加良性，具备规模优势、品牌与渠道资源的防水龙头未来发展更加占优，建议关注东方雨虹、科顺股份。

- **风险提示：**（1）地产销售开工恢复、基建需求落地低于预期：受近期地产事件影响、销售复苏节奏有所放缓，若后续政策支持未能及时出台，地产销售、开工修复存在进一步放缓的可能，进而影响防水需求；基建同理，若后续实物需求落地低于预期，亦将加剧防水需求压力。（2）原材料价格继续上涨，制约行业利润率：若后续油价继续上涨，带动沥青、乳液、聚酯等原材料继续涨价，将加剧防水行业盈利压力。（3）应收账款回收不及时与坏账计提风险：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水行业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累企业业绩表现。（4）新冠肺炎疫情反复的风险：若后续疫情蔓延反复，将影响工程建设与物流运输，造成防水企业经营承压。

股票名称	股票代码	股票价格	EPS					P/E				评级
		2022-8-4	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
科顺股份	300737	10.25	0.57	1.00	1.32	1.56	18.0	10.3	7.8	6.6	推荐	
东方雨虹	002271	37.50	1.67	2.08	2.67	3.36	22.5	18.0	14.1	11.2	暂无评级	
凯伦股份	300715	13.46	0.18	0.73	0.97	1.25	73.0	18.4	13.9	10.8	暂无评级	
北新建材	000786	26.91	2.08	2.40	2.84	3.22	13.0	11.2	9.5	8.3	暂无评级	

注：东方雨虹、凯伦股份、北新建材盈利预测来自 Wind 过去 180 天一致预期；股票价格、EPS 单位为人民币元

正文目录

一、 防水产业链：上游看油价，下游看地产.....6

1.1 防水材料分卷材、涂料，占比约七三开 6

1.2 技术资金壁垒不高，质保期较为宽容 7

1.3 下游以地产为主，开工阶段应用居多 8

1.4 上游属石化产业，成本受原油影响大 9

二、 行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合 11

2.1 2000-2015：地产基建高增长，防水百花齐放，竞争相对无序 11

2.2 2015-2021：地产集中度提升，防水群雄逐鹿，行业整合加速 14

三、 未来展望：行业加速出清，防水提标、屋面光伏亮点纷呈 18

3.1 三重冲击加速行业出清，龙头强者恒强 18

3.2 防水质量参差不齐，行业提标大势所趋 21

3.3 屋面光伏兴起，防水龙头发展有望受益 23

四、 投资建议 26

五、 风险提示 26

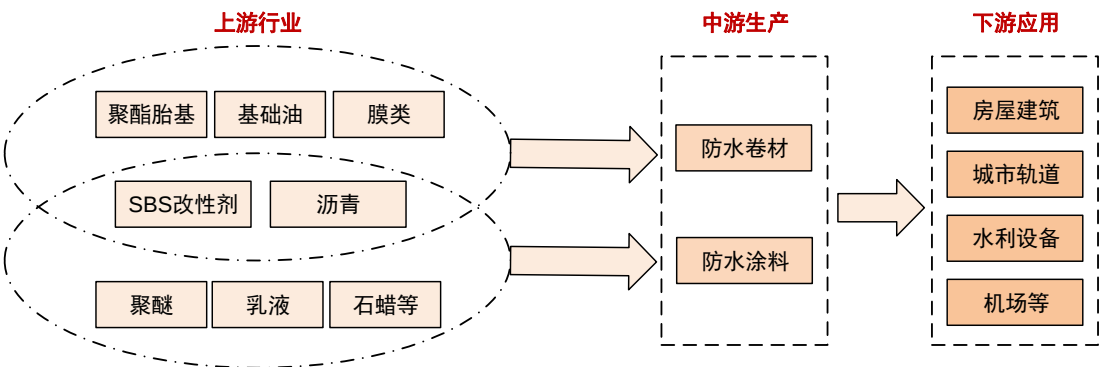
图表目录

图表 1	防水材料产业链	6
图表 2	国内防水材料类型	6
图表 3	国内防水涂料类型	6
图表 4	参考科顺股份产品系列，不同防水材料产品特点与应用范围存在差异	7
图表 5	三家防水公司固定资产占总资产比重均不高	8
图表 6	科顺、雨虹资产周转率较高	8
图表 7	科顺股份沥青防水卷材生产流程	8
图表 8	科顺股份防水工程施工工艺流程（热熔法）	8
图表 9	防水材料下游应用占比分布	9
图表 10	东方雨虹营收增速与地产开工增速	9
图表 11	规模以上防水企业收入增速与地产开工增速	9
图表 12	2021 年三家公司防水材料销售业务营业成本结构	10
图表 13	沥青价格与上市防水公司毛利率具有负相关性	10
图表 14	科顺股份防水卷材主营业务成本构成	10
图表 15	科顺股份防水涂料主营业务成本构成	10
图表 16	2020 年中国沥青下游需求结构	11
图表 17	原油价格与沥青价格具有高度相关性	11
图表 18	全国商品房销售与新开工面积变化	11
图表 19	基建投资增速变化	11
图表 20	沥青油毡类传统防水材料产量占比持续下滑	12
图表 21	全国沥青及改性沥青防水卷材产量快速增长	12
图表 22	1998-2010 年规模以上的防水企业数量明显增加	12
图表 23	2000 年前后诞生许多防水企业	12
图表 24	东方雨虹历史沿革	13
图表 25	2005-2011 年东方雨虹渠道销售占比大幅提升	13
图表 26	东方雨虹分渠道收入占比变化	13
图表 27	2005-2016 年东方雨虹期间费用率显著提高	14
图表 28	东方雨虹上市后固定资产支出资金显著增加	14
图表 29	东方雨虹营收前五客户变化	14
图表 30	房地产与基建投资增长放缓	15
图表 31	规模以上防水企业收入增长放缓	15
图表 32	2014-2020 年百强房企市占率持续提升	15
图表 33	应付款占房地产开发资金来源比重进一步抬升	15

图表 34	2018 年河南多家防水企业被要求整改	16
图表 35	防水龙头营收占规模以上防水企业收入比重变化	16
图表 36	科顺股份 2014-2016 年直销收入占比提升	17
图表 37	凯伦股份 2014-2017 年直销收入占比提升	17
图表 38	主营防水业务公司挂牌上市情况以及业绩对比	17
图表 39	原油与沥青价格显著上涨	18
图表 40	2021 年以来三家防水企业毛利率明显下滑	18
图表 41	防水企业应收账款占营收比重	19
图表 42	防水企业信用减值损失占营收比重	19
图表 43	三家防水公司单季度营收增速变化	19
图表 44	全国新开工 1-6 月同比降 34.4%	19
图表 45	防水企业现金流可维持时长数量分布	20
图表 46	防水企业预计 2022 年经营利润比正常年份变化	20
图表 47	春节过后防水企业产能利用率数量分布	20
图表 48	疫情对防水企业的主要影响	20
图表 49	三家上市防水公司历年收入增速大幅跑赢规模以上企业收入增速	21
图表 50	2013 年抽样调查结果显示全国住宅渗漏率高	21
图表 51	国外防水工程质保情况概览	22
图表 52	各地陆续出台政策文件提高防水行业标准	22
图表 53	建筑工程防水征求意见稿与现行防水技术规范对比	23
图表 54	整县推进申报试点需满足条件	24
图表 55	历年建筑业房屋建筑竣工面积构成（亿平米）	24
图表 56	百城成交土地占地面积构成（亿平米）	24
图表 57	东方雨虹研发出的光伏基座核心组件	25
图表 58	东方雨虹 BIPV 屋面构造层次做法	25
图表 59	主流防水公司屋面光伏防水系统方案	25
图表 60	新建工业厂房安装光伏屋面带来的 TPO 防水需求测算	26

一、 防水产业链：上游看油价，下游看地产

图表1 防水材料产业链

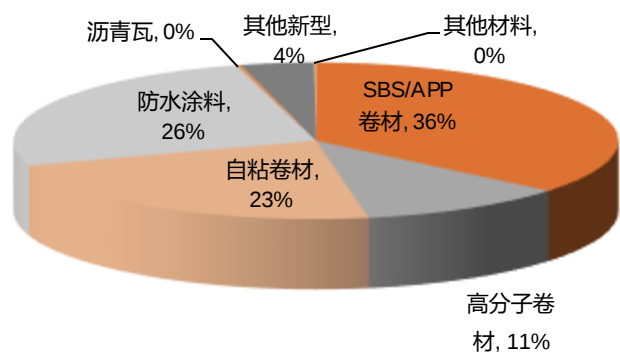


资料来源：中商产业研究院，平安证券研究所

1.1 防水材料分卷材、涂料，占比约七三开

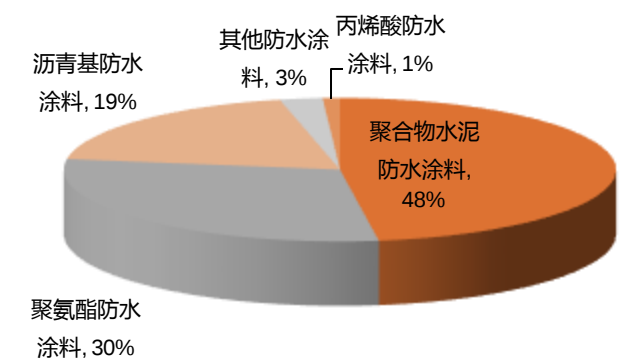
防水材料用于防止雨水等对建筑侵蚀，卷材、涂料占比约七三开。建筑防水材料作为建筑物的维护结构，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料。目前国内建筑防水材料主要包括防水卷材、防水涂料两大类，其中，防水卷材包括聚合物改性沥青卷材和合成高分子卷材两个主要类别；防水涂料依照主要成分的不同，可分为溶剂型涂料和水性涂料两大类。据中国建筑防水协会秘书长朱冬青介绍，国内防水材料以卷材为主，SBS/APP 卷材、高分子卷材、自粘卷材、防水涂料分别占比 36%、11%、23%、26%，其中防水涂料又以聚合物水泥防水涂料为主、占比过半。

图表2 国内防水材料类型



资料来源：中国建筑防水协会，平安证券研究所

图表3 国内防水涂料类型



资料来源：中国建筑防水协会，平安证券研究所

图表4 参考科顺股份产品系列，不同防水材料产品特点与应用范围存在差异

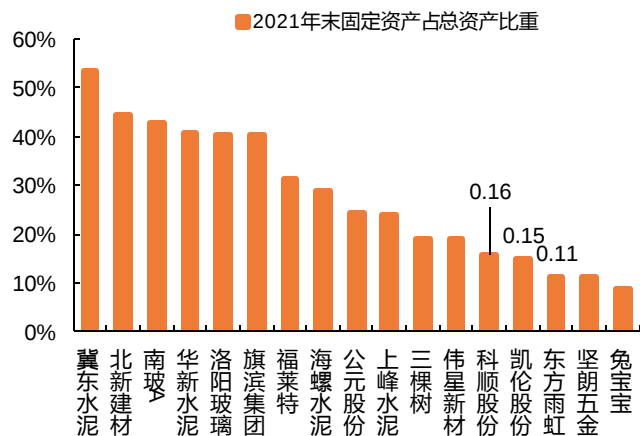
产品系列	产品名称	产品特点	应用范围
防水卷材	APF-3000 自粘卷材	自粘胶层与高分子强力交叉膜复合，抗老化性和抗撕裂性优异，可采用湿铺或者干铺施工工艺，防水性能优异	地下工程、屋面工程防水
	APF-500 自粘卷材	自粘胶层与聚酯胎基复合，抗拉能力强，适应结构变形，自粘法施工	地下工程、屋面工程防水
	SBS 防水卷材	采用热熔法施工有利于北方低温条件下使用，与基层粘结力强，搭接处理密封可靠	地下工程、屋面工程防水
	耐根穿刺卷材	既可有效防止种植植物根系对防水层和结构层的破坏，又是一道良好的防水层	有种植的地下工程顶板、种植屋面
	铁路桥用卷材	双面砂层的设计提高卷材与基层的粘结力；加强型胎基提供更好的抗拉能力	铁路桥面防水
	APF-C 高分子自粘胶膜卷材	环保、耐盐碱、防腐蚀，使用寿命长	地下工程底板、没有施工空间的侧墙、地铁站、隧道、洞库等工程防水
防水涂料	KS-911 双组份聚氨酯防水涂料	固体含量高，涂膜弹性好，防水性能可靠	地下工程、屋面工程、室内工程防水
	KS-929 威固单组分聚氨酯防水涂料	开桶即用，环保性能好，耐高低温性能稳定	地下工程、屋面工程、室内工程防水
	KS-939 铁路桥用聚氨酯防水涂料	涂膜强度大，粘结力强，基层封闭性好，性能稳定	铁路桥面工程防水
	KS-906 丙烯酸酯防水涂料	粘结力强、耐候性能好，可外露使用	新建屋面工程、维修工程防水
	KS-520 非固化橡胶沥青防水涂料	粘结力强，蠕变性能好，基层密封性好，与多种基材及沥青基卷材复合相容性好	地下工程、屋面工程防水
	KS-560 喷涂橡胶沥青防水涂料	环保，防水层连续完整，机械施工速度快，施工质量好	地下工程、屋面工程防水
	KS-988A 聚合物水泥防水涂料	环保，粘结力强，可在潮湿基层施工	地下工程、屋面工程、室内工程防水
	KS-901E 聚合物防水灰浆	优异的抗渗性，与基层及装饰层有良好粘结力	建筑物外墙、内墙、地下工程迎水面、背水面防水

资料来源：科顺股份招股书，平安证券研究所

1.2 技术资金壁垒不高，质保期较为宽容

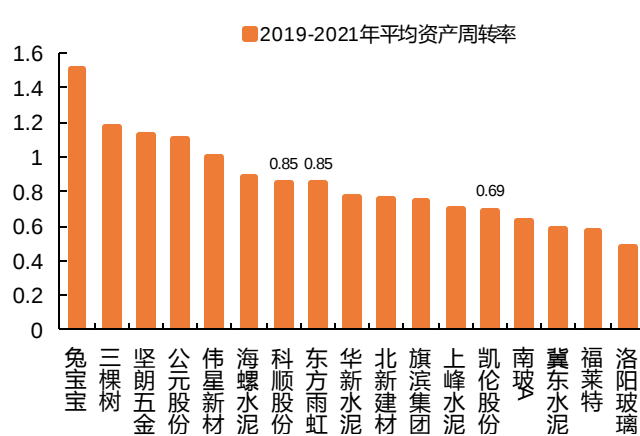
从生产特点看，防水材料生产技术、资金壁垒相对不高。20 世纪 80 年代，我国通过引进学习国外生产线，先后研制出橡胶改性沥青防水涂料、聚氨酯防水涂料、三元乙丙橡胶防水卷材、聚氯乙烯防水卷材、橡胶改性沥青防水卷材等。经过多年发展、防水生产技术日益成熟，技术壁垒显著降低。同时防水属于资产较轻的建材行业，从雨虹等三家上市防水公司看，其固定资产占比处于建材行业较低水平、资产周转率则处于较高水平。

图表5 三家防水公司固定资产占总资产比重均不高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

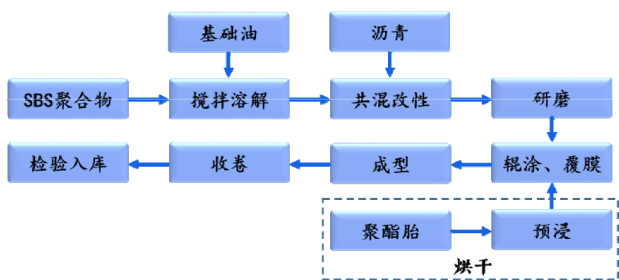
图表6 科顺、雨虹资产周转率较高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

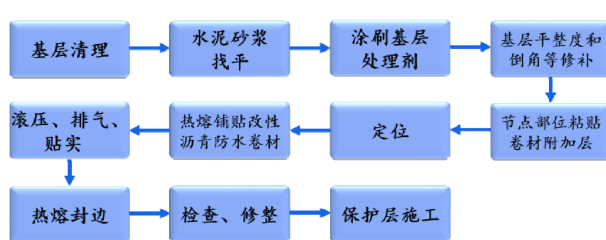
从应用特点看,防水效果与施工质量密切相关,质保期较为宽容。防水工程素有“三分料七分工”的说法,防水效果除了受产品质量影响,还与施工质量高度相关,因此发生房屋漏水、渗水时,往往存在责任不清、多方推诿的问题。同时国内对于漏水问题长期重视程度不足、对防水工程质保期限较为宽容,根据 2000 年开始实施的《建设工程质量管理条例》,屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏要求仅为 5 年,远低于建筑使用期限。**防水重视程度不足,发生漏水问题容易推诿,叠加生产技术壁垒、资金壁垒均不高,导致行业容易涌入中小企业与小作坊、通过生成低端甚至伪劣产品进行低价竞争,进而导致防水行业竞争格局高度分散。**

图表7 科顺股份沥青防水卷材生产流程



资料来源: 科顺股份招股书, 平安证券研究所

图表8 科顺股份防水工程施工工艺流程(热熔法)

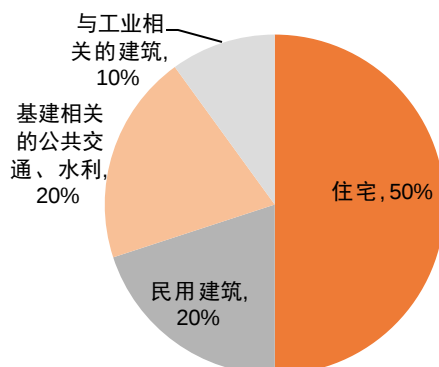


资料来源: 科顺股份招股书, 平安证券研究所

1.3 下游以地产为主, 开工阶段应用居多

防水材料下游应用以住宅和民用建筑为主, 其次是基础设施。防水材料在房屋建筑中主要用于地下室、屋面、厨卫、外墙等, 其中地下室占比最高; 在基础设施建设中用于高速公路和高速铁路的桥梁、隧道, 城市道路桥梁、地下管廊和地下空间等市政工程, 地下铁道等交通工程, 引水渠、水库、坝体、水利发电站及水处理等水利工程。据相关统计, 住宅、民用建筑、基建、工业建筑占防水需求比重分别为 50%、20%、20%、10%。其中, 住宅领域防水应用以地下室、厨房与卫生间、屋面为主。另外, 因室内厨房、卫生间因防水面积小且细节多, 使用卷材不便于细节处理, 因此基本采用防水涂料。

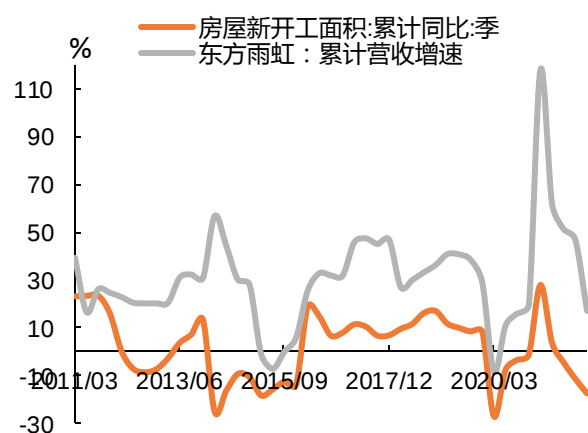
图表9 防水材料下游应用占比分布



资料来源：东方雨虹债券评级报告，平安证券研究所

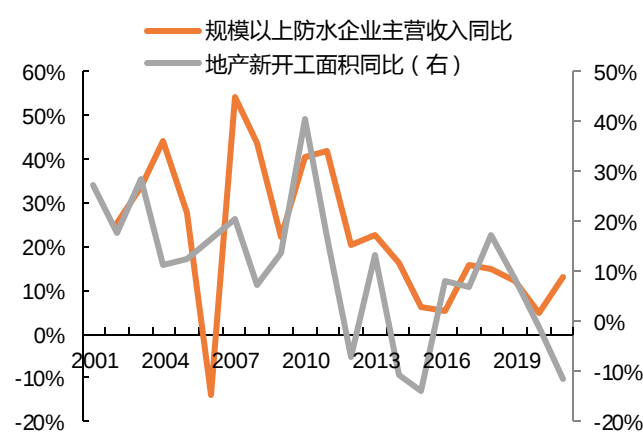
因以地产需求为主、且地下室使用居多，行业需求跟地产新开工关系密切。从数据拟合看，规模以上防水企业总营收增速、行业龙头东方雨虹营收增速均与房屋新开工面积增速具有较高的相关性。

图表10 东方雨虹营收增速与地产开工增速



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表11 规模以上防水企业收入增速与地产开工增速

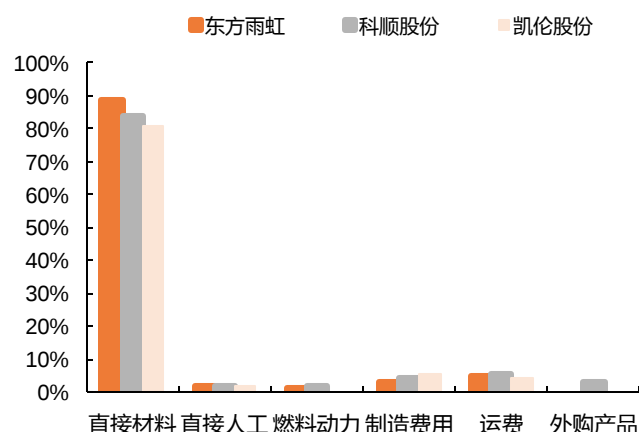


资料来源：Wind，平安证券研究所

1.4 上游属石化产业，成本受原油影响大

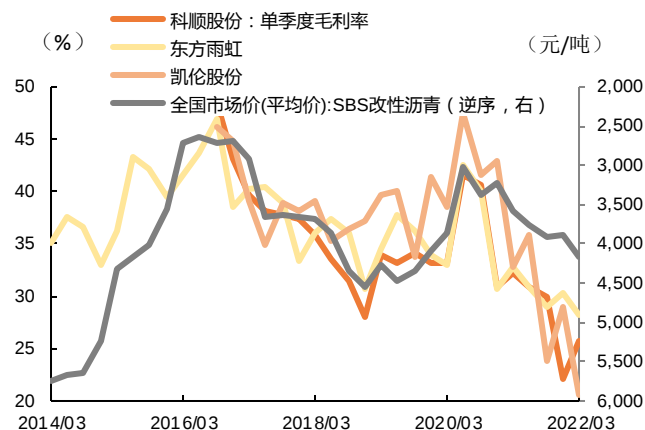
防水原材料属于石化产业，其中沥青占比最高。从东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家主流公司看，直接材料成本占防水总成本比重超过八成，人工、燃料、制造与运输费用占比不高。防水原材料属于石油化工产业，包括沥青、聚酯胎基、SBS改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯等，其中沥青占比最高。以科顺股份为例，2015年防水卷材成本中，沥青、膜类（含隔离膜）、聚酯胎基、SBS改性剂、基础油分别占比35%、12%、11%、6%、9%。

图表12 2021年三家公司防水材料销售业务营业成本结构



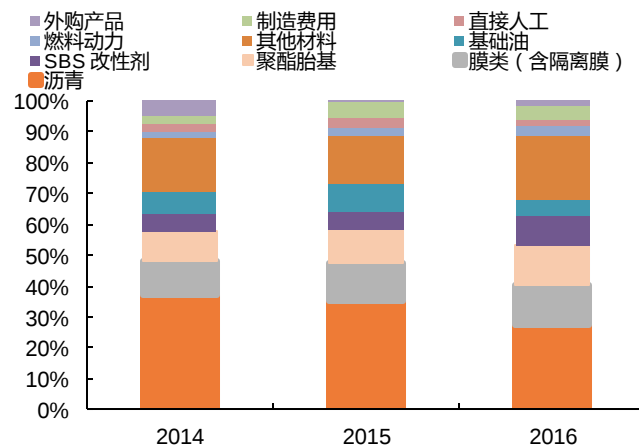
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表13 沥青价格与上市防水公司毛利率具有负相关性



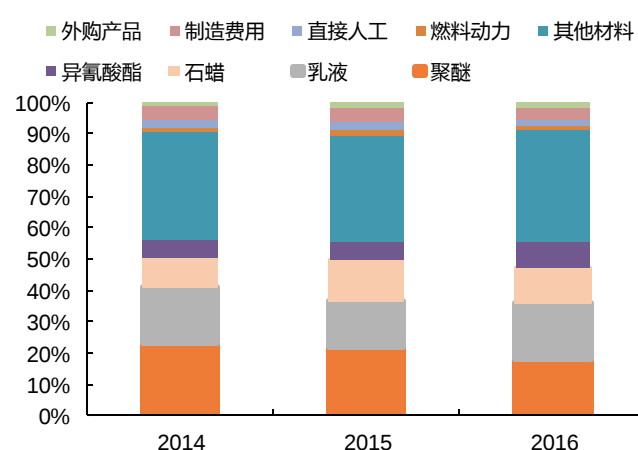
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 科顺股份防水卷材主营业务成本构成



资料来源: 科顺股份招股书, 平安证券研究所

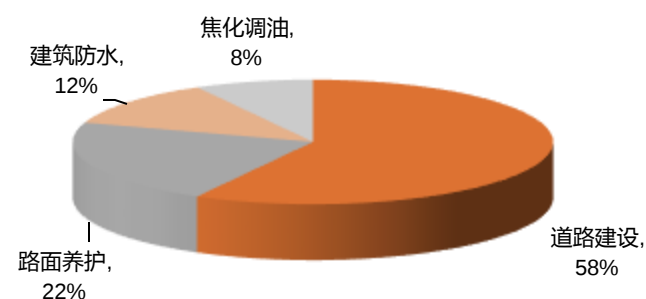
图表15 科顺股份防水涂料主营业务成本构成



资料来源: 科顺股份招股书, 平安证券研究所

沥青价格不仅取决于原油, 还与道路基建相关。因沥青由石油炼制而得, 原油成本为沥青炼厂最主要成本, 沥青价格与原油价格走势呈现出较高的相关性。与此同时, 沥青作为防水卷材主要原材料之一, 下游需求实际上更多用于道路建设养护。据前瞻产业研究院统计, 道路建设及养护占国内沥青需求比重约 80%, 建筑防水占比约 12%, 焦化调油占比约 8%。因此, 在道路建设需求旺盛时, 沥青价格相较原油价格表现也更加强势。

图表16 2020年中国沥青下游需求结构



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

图表17 原油价格与沥青价格具有高度相关性



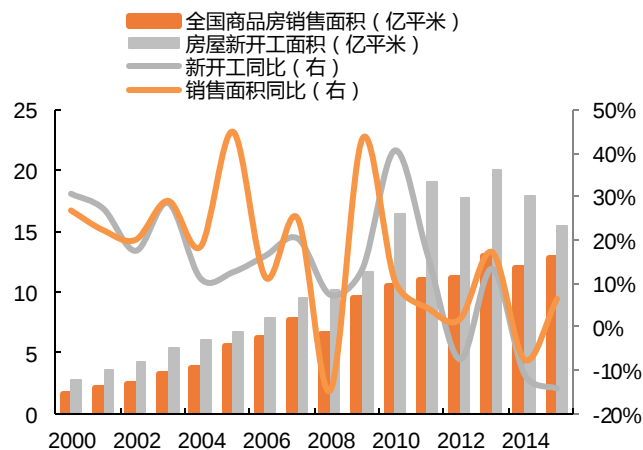
资料来源：Wind，平安证券研究所

二、行业回顾：需求由高增到放缓，竞争由无序到整合

2.1 2000-2015：地产基建高增长，防水百花齐放，竞争相对无序

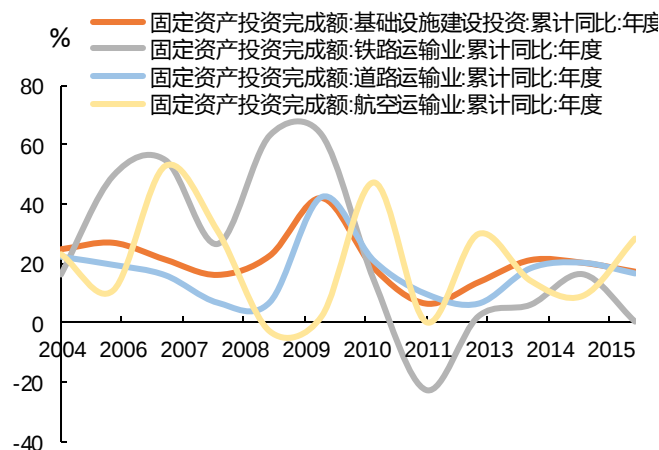
步入 21 世纪，地产、基建投资快速增长，催生大量防水需求。受益于城镇化、工业化快速发展，2000-2015 年全国商品房销售面积从 1.7 亿平米升至 12.8 亿平米，CAGR 达 14.4%；房屋新开工面积从 2.8 亿平米升至 15.4 亿平米，CAGR 达 12.0%。与此同时，全国基础设施建设如火如荼，基建投资常年呈现 20% 以上高增长，公路、铁路、轨道交通、桥梁、机场等建设亦带来大量防水需求。

图表18 全国商品房销售与新开工面积变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

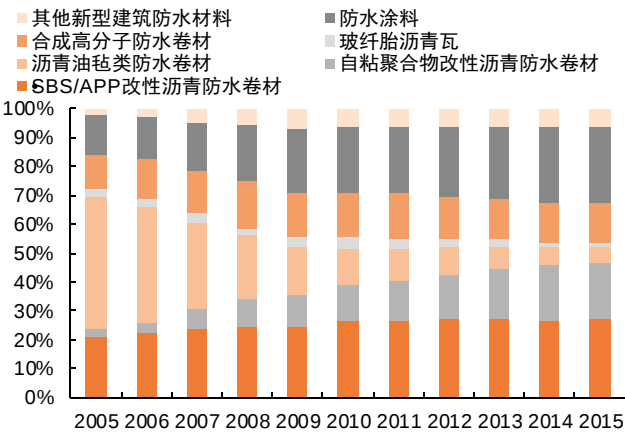
图表19 基建投资增速变化



资料来源：Wind，平安证券研究所

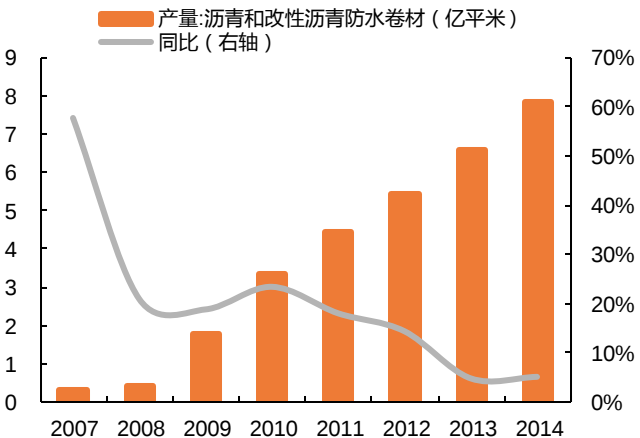
传统落后防水材料被逐步替代，涂料等新型材料占比提升。国内最初的现代建筑防水材料是起源于欧洲的沥青油毡，典型如沥青油毡类防水卷材。直到 20 世纪 80 年代开始引进国外先进设备与技术，开发出改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料等多种新型建筑防水材料。在政策的积极引导下，2005-2015 年沥青油毡类传统防水材料产量占比从 46% 降至 6%，新型防水材料占比从 54% 升至 94%，其中自粘聚合物改性沥青防水卷材、防水涂料占比显著提升。

图表20 沥青油毡类传统防水材料产量占比持续下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

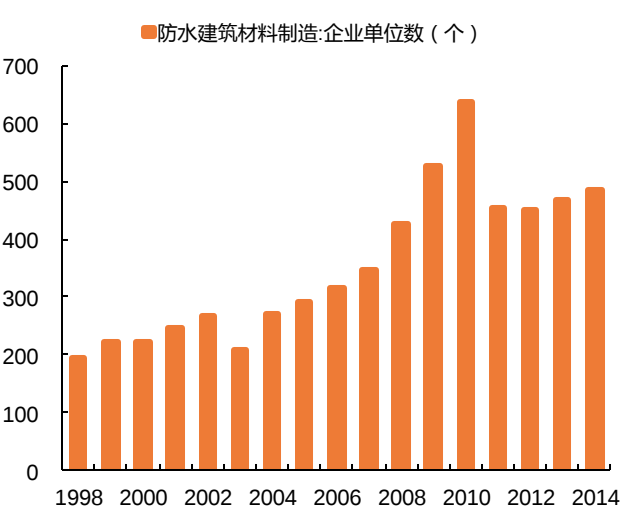
图表21 全国沥青及改性沥青防水卷材产量快速增长



资料来源: Wind, 平安证券研究所

竞争格局方面，行业集中度低、竞争相对无序，大量中小企业涌入。在国内防水需求尤其是新型防水材料快速释放背景下，2000 年前后国内诞生许多优秀的防水企业，但因技术、资金门槛不高，行业亦涌入大量中小企业与小作坊。中国建筑防水材料工业协会估算，我国建筑防水材料行业 2007 年营业收入约 300 亿元，前 10 企业收入占比不足 10%。东方雨虹 2008 年招股书披露，当时行业生产企业 3000 余家，截至 2007 年 11 月取得生产许可证的防水卷材生产企业仅 644 家。因行业集中度低，对产品质量重视不足，许多中小企业与小作坊通过生产低端甚至假冒伪劣产品进行低价竞争，导致行业呈现过度竞争局面，尤其是低端、民用市场价格竞争尤为激烈。

图表22 1998-2010 年规模以上的防水企业数量明显增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 2011 年纳入规模以上工业企业统计范围的工业企业起点标准从年主营业务收入 500 万元提高到 1999 万元，导致纳入统计范围的企业数量变少

图表23 2000 年前后诞生许多防水企业

公司名称	成立时间
东方雨虹	1995
宇虹防水	1996
宏源防水	1996
科顺股份	1996
广西金雨伞	2000
德生防水	2000
金拇指	2000
卓宝科技	2001
豫王建能	2005
赛力克	2007
凯伦股份	2011

资料来源: Wind, 平安证券研究所

东方雨虹紧抓行业发展契机，通过上市融资扩充产能、快速扩张渠道，把握基建与地产发展机遇，防水龙头地位持续巩固。

图表24 东方雨虹历史沿革



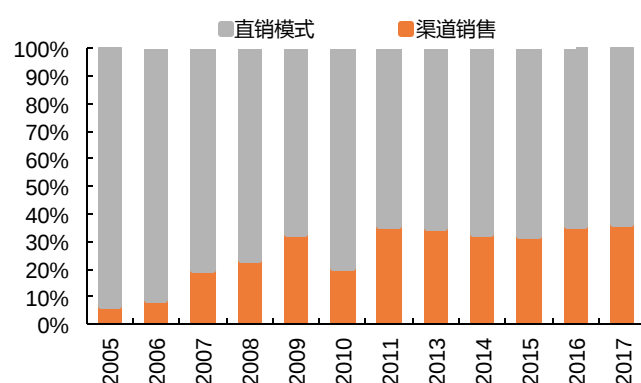
资料来源：公司公告，平安证券研究所

第一阶段（1998-2005）专注国家重点工程，打响公司知名度。东方雨虹成立于1995年，2000年北上进京创业。公司坚持“开发高品质产品、面向中高端市场”的发展战略，避开过度竞争的低端市场，从承揽国家重点项目的防水工程入手，抢占高端目标市场，于2005年首次拿下国内防水材料销售额第一的桂冠，确立行业领先地位。

第二阶段（2006-2011）产能渠道快速扩张，把握高铁市场机遇。在“渗透全国”战略指引下，公司积极推动产能、渠道扩张。2005-2011年东方雨虹渠道销售占比从6%提升至35%，直销占比从94%降至67%，2005-2007年北京地区营收占比分别为66%、54%和44%，全国化布局与经销商网络建设成效显著。2008年9月IPO上市募集资金2.5亿元，登陆主板为公司渠道、产能扩张提供充足资金支持。客户方面，公司凭借在公共工程领域积累下来的良好口碑，迅速把握住高铁市场放量机遇，带动业绩大幅增长。从前五大客户可看到，2008-2011年公司前五大客户以高铁建设项目为主。

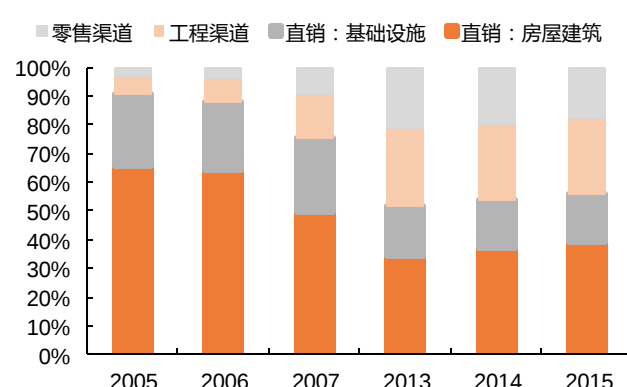
第三阶段（2012-2015）大力拓展房地产业务，提升综合服务能力。2011年下半年开始，受铁总负债压力提升以及“甬温线事故”等多重因素影响，2012年国内铁路投资出现断崖式下滑。公司迅速调整业务重心，从服务基建项目转向房地产业务，凭借强劲的品牌产品实力以及全国化的产能布局带来供货、售后服务保障，公司与万科、碧桂园、保利等建立战略合作关系，2012年以后前五大客户主要为房地产企业。

图表25 2005-2011年东方雨虹渠道销售占比大幅提升



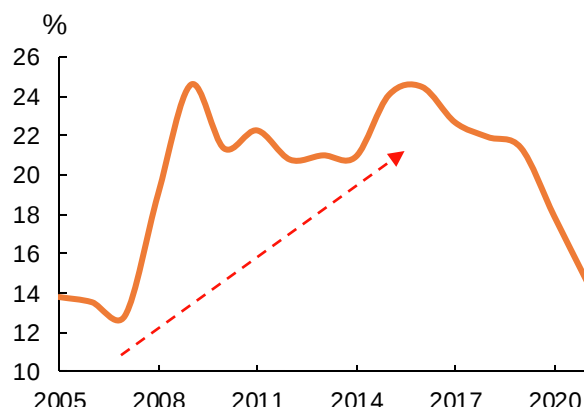
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表26 东方雨虹分渠道收入占比变化



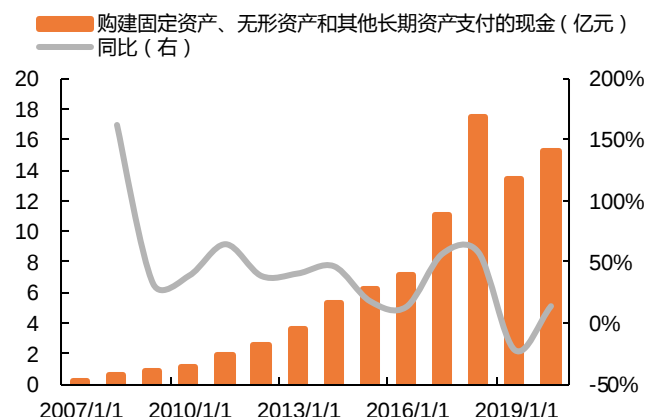
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表27 2005-2016 年东方雨虹期间费用率显著提高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表28 东方雨虹上市后固定资产支出资金显著增加



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 东方雨虹营收前五客户变化

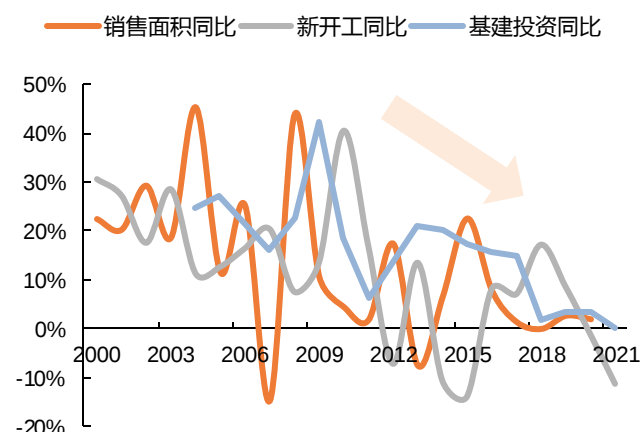
2007 年 TOP5 客户	收入占比	2008 年 TOP5 客户	收入占比	2009 年 TOP5 客户	收入占比	2010 年 TOP5 客户	收入占比
万科	3.77%	武广铁路客运专线	14.43%	太中银铁路工程	3.45%	京沪高速铁路客运专线	8.30%
北京市轨道交通建设管理有限公司	2.79%	郑西铁路客运专线	8.04%	万科	2.92%	万科	5.47%
上海大华企业发展有限公司	2.53%	万科	3.32%	北京轨道交通亦庄线工程	2.41%	京石铁路客运专线	3.96%
北京建工集团有限责任公司	2.28%	京津城际轨道	2.02%	天津东方雨虹防水技术工程有限公司(代理商)	1.84%	沪杭铁路客运专线	2.33%
天津科恒化学建材有限公司	2.23%	天津科恒化学建材有限公司	1.07%	武广客运专线	1.82%	京广铁路客运专线	2.31%
小计	13.59%	小计	28.88%	小计	12.45%	小计	22.37%
2011 年 TOP5 客户	收入占比	2012 年 TOP5 客户	收入占比	2013 年 TOP5 客户	收入占比	2014 年 TOP5 客户	收入占比
万科	10.54%	万科	12.30%	万科	9.87%	万科	9.18%
杭甬铁路客运专线有限责任公司	2.18%	上海龙湖	3.60%	保利	3.10%	保利	4.77%
京石铁路客运专线有限责任公司	1.55%	大华(集团)有限公司	2.31%	中建八局	2.76%	中建八局	2.25%
京广铁路客运专线河南有限责任公司	1.29%	鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.24%	上海龙湖置业发展有限公司	2.43%	广州天力建筑(富力)	1.57%
鄂尔多斯市东胜区华一商贸有限公司	1.14%	保利	1.23%	大华(集团)房地产开发有限公司	1.29%	大华(集团)	1.10%
小计	16.70%	小计	20.69%	小计	19.45%	小计	18.87%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 2015-2021: 地产集中度提升, 防水群雄逐鹿, 行业整合加速

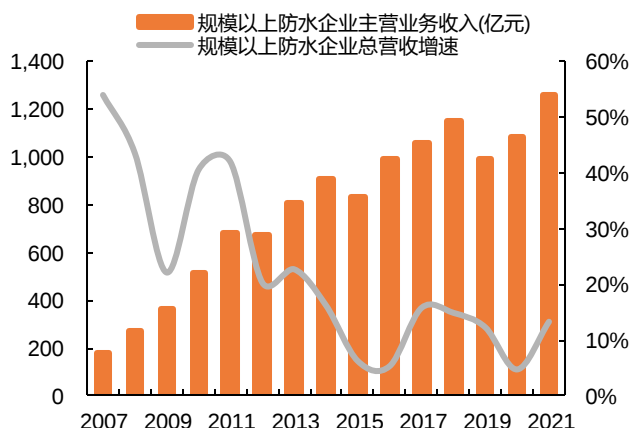
地产基建投资放缓, 防水需求增长趋稳。随着城镇化进程放缓, 房地产逐步进入存量房时代, 叠加地方隐性债务控制制约基建投资, 2015 年以来房地产、基建投资增长整体放缓, 需求增长趋稳背景下, 规模以上防水企业收入增速相应走低。

图表30 房地产与基建投资增长放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

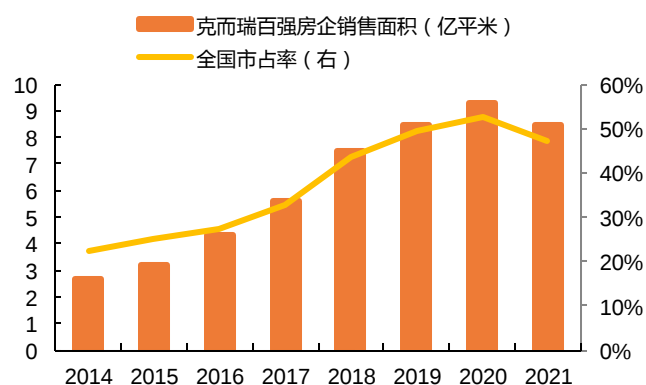
图表31 规模以上防水企业收入增长放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所 注: 2011 年纳入规模以上工业统计范围的企业起点标准从年主营业务收入 500 万元提至 1999 万元

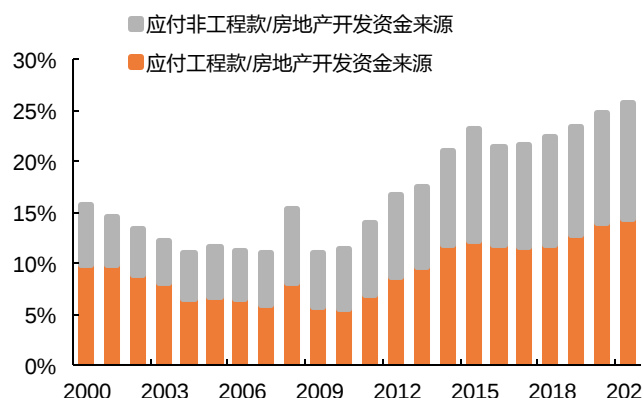
下游地产集中度加速提升, 防水需求向大型房企集中。因大中型房企规模增长诉求强烈且更受信贷资源青睐, 销售表现显著优于行业, 带动地产集中度加速提升。2014-2020 年克而瑞百强房企销售面积市占率从 22% 提升至 53%。规模体量日趋增大背景下, 房企集采模式愈发普及, 通过汇总各地项目材料需求集中采购, 以压缩成本、保障产品质量统一。防水材料属于标准化程度高的建材产品, 更方便房企集中采购, 导致防水需求向大型房企愈发集中。由万科、晋承鼎盛等联合创始发起的第三方 B2B 建材采购交易平台——采筑 2019 年交易额刚突破 1000 亿, 2020 年就突破 2000 亿。因房企集采普遍有一定账期且订单金额大, 对供应商资金、供货等方面要求更高, 大型防水企业在资金、渠道、品牌、供货保障方面更加占优。同时部分防水企业为抢占市场份额、选择垫资换取业务, 导致行业回款问题愈发严重。

图表32 2014-2020 年百强房企市占率持续提升



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

图表33 应付款占房地产开发资金来源比重进一步抬升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

环保趋严叠加政策规范, 低端落后防水产能被迫出清。因沥青基防水卷材等生产过程使用大量沥青、滑石粉等, 容易产生沥青烟、工业粉尘与挥发性有机物污染, 但大量中小防水企业环保投入有限, 导致行业污染问题较为严重。随着 2015 年以来环保政策趋严, 包括新版《环境保护法》《大气污染防治法》陆续出台, 多轮环保督察实施, 以及环保税开征, 许多小型防水企业被通报处罚甚至关停取缔。此外, 政策亦禁止部分高污染防水材料生产使用, 如焦油聚氨酯防水涂料、焦油型冷底子油等八种防水材料被列入《北京市禁止使用建筑材料目录 (2018 年版)》。

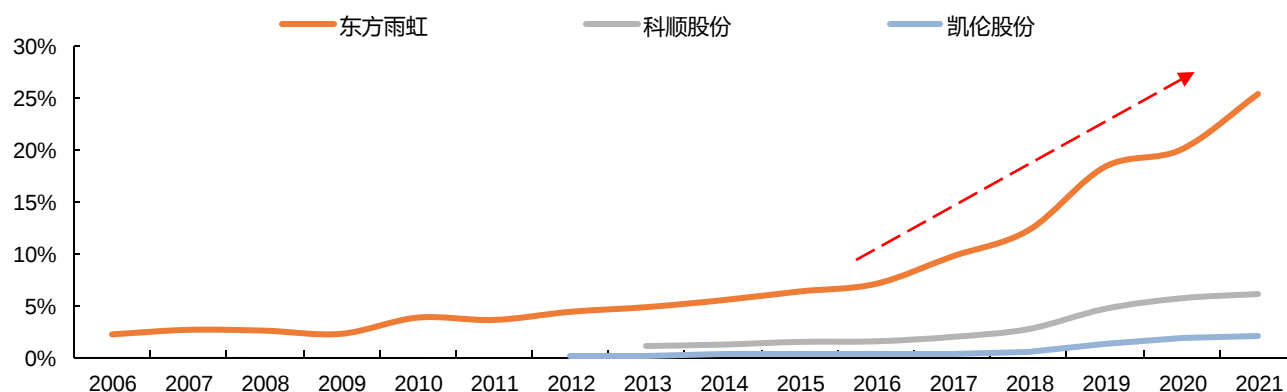
图表34 2018年河南多家防水企业被要求整改

地址	企业	群众反映情况	处理整改情况
商水县	河南喜德龙防水材料有限公司	商水县洹商路西段河南喜德龙防水材料有限公司现在晚上生产,生产时排出的气味两公里之内就可以闻到异味,非常难闻	加强对该公司的日常监管,要求该公司进一步深度治理,封闭厂房、封闭生产、确保污染治理设施正常运行、污染物稳定达标排放
沈丘县	沈丘县金刚防水防腐材料有限公司	李老庄乡曹洼村南边林场里面有个防水卷材厂,厂内有锅炉,气味难闻,离居民区比较近,熏得睡不着觉	责令该公司整改完成前不得恢复生产,待整改完成后,必须在群众的监督下,委托第三方监测公司对外排废气进行监测达标后方可再生产
项城市	项城市付集镇顺源卷材厂	位置在曹营村东南角大概300米处,加热沥青过程中产生的气味非常难闻,大人小孩子都受不了,严重影响村民生活	因该厂未能按期完成整改任务,项城市环保局已对其下达了关于责令项城市付集镇顺源卷材厂停产整改的监察通知。要求企业按照环评批复逐项整改;在停产整改期间不得擅自投入生产,如再有环境违法行为,将严肃追究,立案查处。
项城市	项城市禹帆建材有限公司	项城市高寺镇姜堤大闸西,七八里处路南有一个防水卷材厂,早上、晚上两个厂生产过程中产生难闻的气味,好像沥青的味道,空气污染比较严重	责令项城市禹帆建材有限公司严格落实停产整改措施,待整改完成经环保部门核查同意后方可恢复生产。对盛隆建材(河南)有限公司下达立即停止环境违法行为的通知,责令立即停产,否则将立案处罚

资料来源: e 族防水网, 平安证券研究所

防水龙头紧抓行业机遇,市占率显著提升。2006-2015年,东方雨虹营收占规模以上防水企业总营收的比重从2.2%升至6.3%,9年间提升4.1pct,但2015-2021年从6.3%大幅升至25.3%,5年提升19.0pct。科顺股份、凯伦股份市占率亦显著提升。

图表35 防水龙头营收占规模以上防水企业收入比重变化



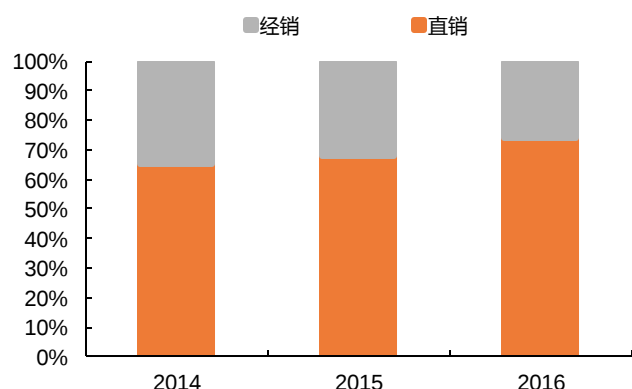
资料来源: 建筑防水协会, Wind, 平安证券研究所

- **东方雨虹: 积极变革渠道、推行合伙人、定增扩充产能、股权激励到位。**1) 战略层面, 公司2015年推出以规模为导向的PS战略, 强调做大公司规模; 2016年推出工程渠道合伙人制度, 绑定工程渠道经销商利益; 2018年将经营策略调整为“稳健经营、稳步推进”, 组建民用建材集团(原民用建材)和工程建材集团(原直营与工程渠道合并), 打破原直销和工程渠道营销模式属地界限, 以更高质量发展直营业务, 更大范围推行事业合伙人机制。2) 资金产能方面, 2021年定增募集80亿元用于生产线建设、产品产能扩充、新材料装备研发总部基地和补充流动资金。3) 团队激励方面, 为提升管理团队积极性, 继2012年首期股权激励计划后, 公司于2016、2019、2021年推出第二、三、四期股权激励计划, 其中第四期行权条件为: 以2020年净利润为基数, 2021-2024年净利润增长率不低于25%、56%、95%、144%, 且2021-2024年应收账款增长率不高于营业收入增长率。
- **科顺股份: 18年IPO上市, 制定“双百亿”目标, 两次推行股权激励。**1) 战略层面, 2018将业务分为工程建材、民用建材、国际建材、工业涂料四大集团模块, 明确分工与职能, 并通过设立分公司、事业部及发展重点经销商等方式加大市场开拓力度。2020年年报首提“双百亿”目标, 确保2022年销售过百亿, 力争在2025年达200亿营收。2) 资金产能方面, 2015年公司登陆新三板, 2018年1月登陆深交所、募集资金15.2亿元, 用于生产基地建设与补充流

动资金，2020-2021年两次增发募集6.3亿元。**3) 团队激励方面**，公司2018、2020年两次推出股权激励计划，其中2020年激励计划解锁条件包括2020-2022年净利润平均值比2019年增长不低于50%，经营性现金流量净额大于零。

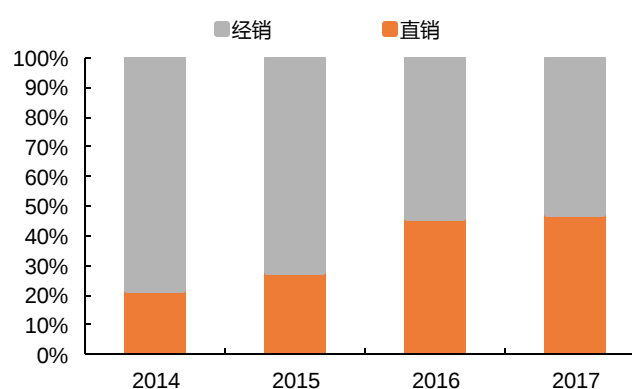
- **凯伦股份：17年IPO上市，主打高分子产品，发力地产直销业务。****1) 战略层面**，2011年公司成立后，率先在国内突破高分子自粘胶膜生产及其应用技术难题，高分子产品成为公司优势领域；同时加快百强地产战略集采业务的开拓，2014-2017年直销占比从21.7%升至47%。**2) 资金产能方面**，2014年登陆新三板，2017年10月创业板上市募资2.3亿元，2019年配股募资4.9亿元，2021年定增募资15.0亿元，用于扩充产能与补充流动资金。**3) 团队激励方面**，2021年推出限制性股票激励计划，目前已终止实施。

图表36 科顺股份2014-2016年直销收入占比提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表37 凯伦股份2014-2017年直销收入占比提升



资料来源：Wind，平安证券研究所

- **非防水龙头：部分防水企业挂牌新三板，非防水上市公司纷纷涉足防水领域。**
- **赛力克、德生防水、鼎新高科、豫王建能、金拇指**陆续于2014-2017年挂牌新三板，通过上市融资扩大产能份额。
 - **北新建材**为国内石膏板龙头，2019年确定“一体两翼、全球布局”战略目标，巩固石膏板业务优势的同时拓展防水材料业务，通过收购四川蜀羊、河南金拇指、禹王防水一举成为防水行业前三。2019-2021年北新建材的防水建材业务收入从2.1亿元升至38.7亿元，占营收比重从1.5%升到18.4%，防水体量仅次于东方雨虹与科顺股份。
 - **三棵树**是国产建筑涂料龙头，2017年末首次提出进军防水领域以来，公司相继在福建、广州、安徽、武汉、四川、河北保定投资建设防水材料项目，2019年年初收购广州大禹防水70%的股权。2019-2021年三棵树防水卷材业务收入从4.2亿元升至12.7亿元，占营收比重从7.0%升到11.1%。
 - **伟星新材**为国内PPR管龙头，2016年年报首次提及“同心多元化”战略、切入防水与净水市场，推出伟星咖乐防水、伟星净水品牌，2017年年报明确为“同心圆多元化”战略。2017-2021年防水、净水等其他产品营收从0.6亿元增至4.1亿元，占营收比重从1.5%升到6.4%。
 - **亚士创能**主营业务为功能型建筑涂料、建筑保温材料等，2019年公司首次涉足防水领域，投资12亿元新建河北防水材料生产基地。2020-2021年防水材料业务收入从0.4亿元升至2.1亿元，占营收比重从1.1%升到4.5%。

图表38 主营防水业务公司挂牌上市情况以及业绩对比

证券简称	上市日/挂牌公告日	上市板	营业收入（亿元）							归母净利润（亿元）				
			2016	2017	2018	2019	2020	2021	2016	2017	2018	2019	2020	2021
东方雨虹	2008-09-10	主板	70.00	102.93	140.46	181.54	217.30	319.3	10.29	12.39	15.1	20.7	33.89	42.05
赛力克	2014-12-30	三板	0.55	0.71	0.92	1.55	1.34	1.11	0.04	0.04	0.05	0.15	0.19	-0.01
德生防水 (退市)	2015-08-19	三板	5.06	5.27					0.56	0.32				

鼎新高科	2016-04-29	三板	0.60	1.01	1.23	1.01	0.21		0.06	0.12	0.13	0.06	-0.27	
豫王建能	2016-08-05	三板	1.33	1.82	1.38	2.32	2.28	2.66	0.13	0.20	0.09	0.39	0.33	0.42
金拇指 (退市)	2017-02-23	三板	2.59		5.77				0.20		0.60			
凯伦股份	2017-10-26	创业板	2.69	3.94	6.19	11.65	20.08	25.86	0.40	0.45	0.65	1.35	2.79	0.72
科顺股份	2018-01-25	创业板	14.73	20.39	30.97	46.52	62.38	77.71	2.64	2.18	1.85	3.63	8.90	6.73

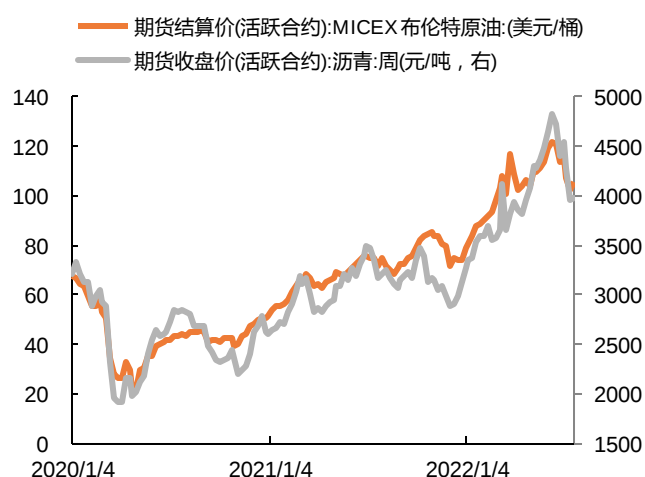
资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、未来展望：行业加速出清，防水提标、屋面光伏亮点纷呈

3.1 三重冲击加速行业出清，龙头强者恒强

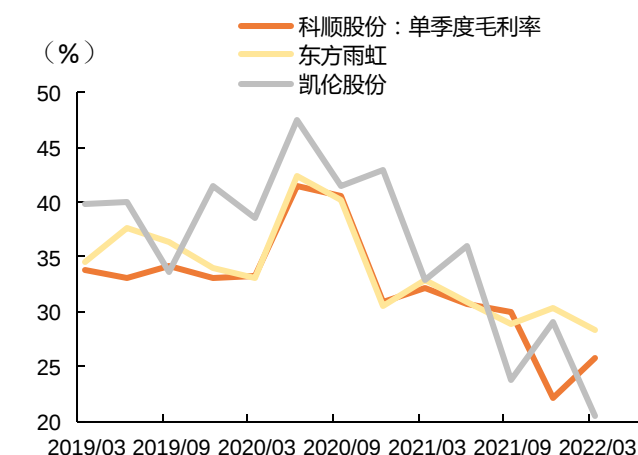
沥青等成本大幅上升，防水行业盈利承压。受原油价格上涨带动，沥青、乳液等防水原材料价格持续大幅上升，同时因销售以地产直销为主、房企资金端承压，成本压力难以及时传导至下游。2022Q1 东方雨虹、科顺股份、凯伦股份毛利率分别为 28.3%、25.7%、20.5%，同比降 4.6pct、6.4pct、12.3pct；净利率分别为 4.9%、5.7%、2.4%，同比降 0.4pct、5.7pct、9.8pct。头部企业尚且如此，大量中小企业盈利压力更大。

图表39 原油与沥青价格显著上涨



资料来源: Wind, 平安证券研究所

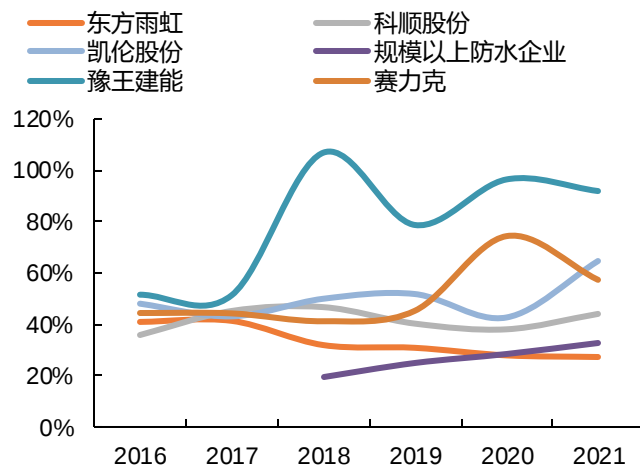
图表40 2021 年以来三家防水企业毛利率明显下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

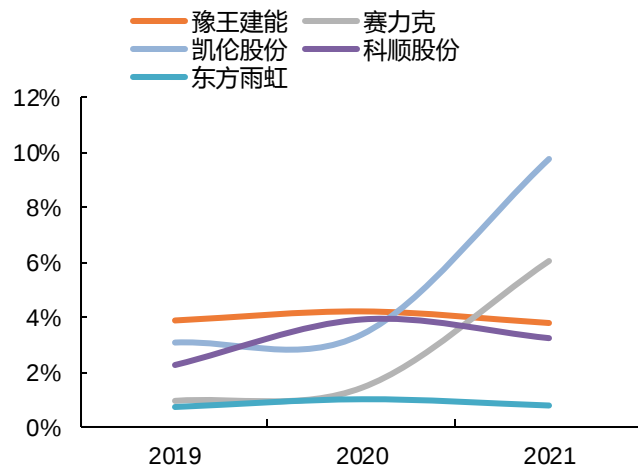
房企频繁违约与地产销售投资承压，许多防水企业面临业务萎缩与减值压力。房企集中度加速提升、集采流行背景下，防水行业竞争日趋激烈，为抢占市场份额，许多企业选择垫资换取业务，导致行业应收账款问题较为严重。随着 2021H2 以来房企频繁爆出示展期违约事件，许多防水企业存在减值压力。与此同时，地产基本面下行导致防水业务需求亦出现萎缩，业务拓展难度加大。2022H1 地产投资、开工、销售分别同比降 5.4%、34.4%、22.2%，房企资金压力犹大背景下，后续地产销售复苏进程或仍存曲折，投资开工实质性复苏亦需等待。

图表41 防水企业应收账款占营收比重



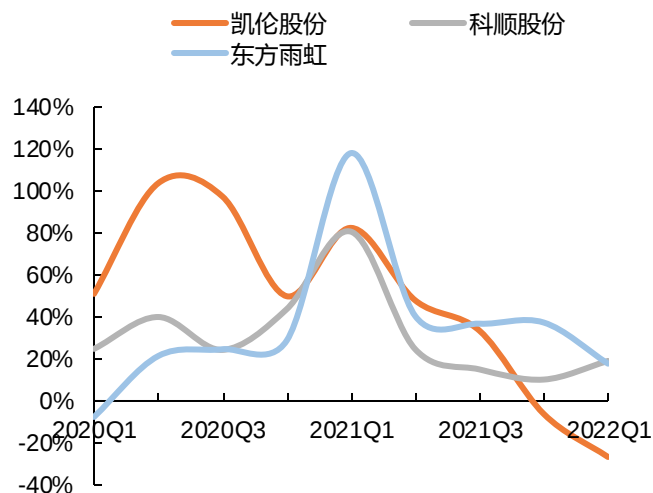
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表42 防水企业信用减值损失占营收比重



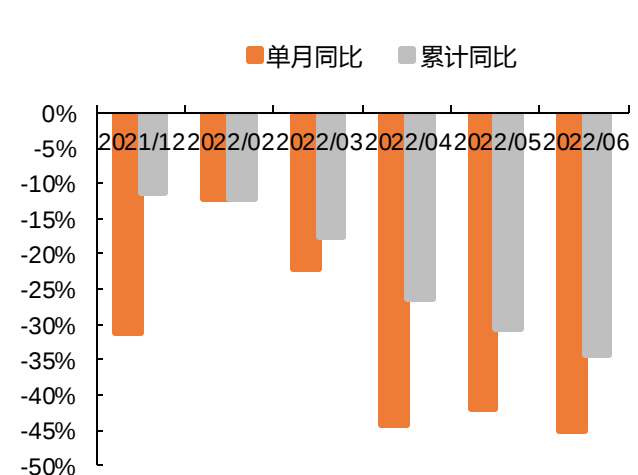
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表43 三家防水公司单季度营收增速变化



资料来源: Wind, 平安证券研究所

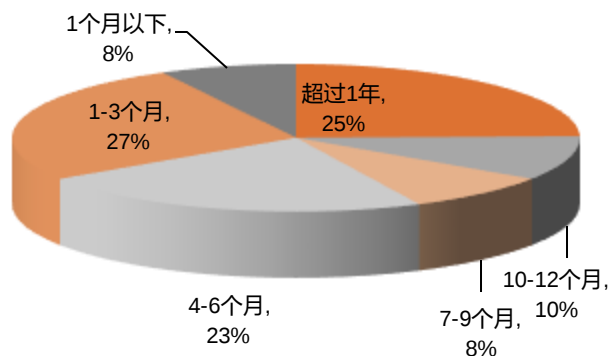
图表44 全国新开工 1-6 月同比降 34.4%



资料来源: Wind, 平安证券研究所

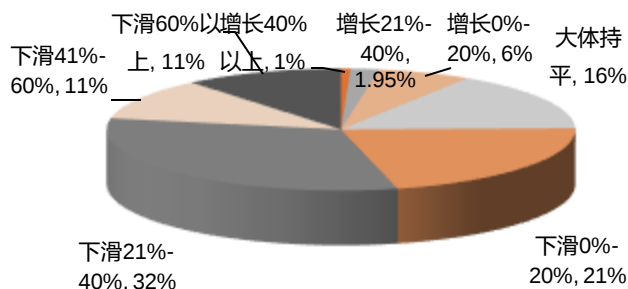
2022 年以来多地疫情反复，中小防水企业进一步承压。2022 年 3 月以来，多地疫情出现反复，防控趋严限制建筑、装修施工以及物流运输，加剧防水企业压力，尤其是中小企业产能、业务布局相对集中，疫情冲击下抗风险能力弱。2022 年 5 月建筑防水协会对 154 家防水企业调研显示，34%的企业现金流仅供生存 3 个月，61%的企业表示资金周转困难主要因产业链上下游拖欠款严重，54%的企业预计全年利润下滑 20%以上。

图表45 防水企业现金流可维持时长数量分布



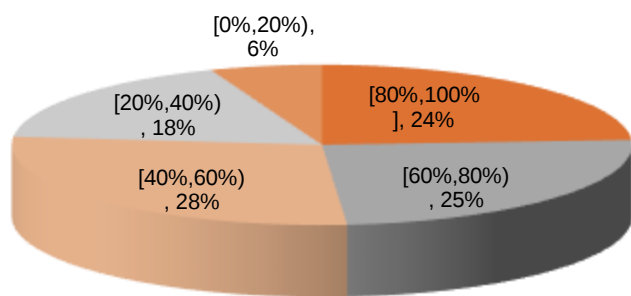
资料来源：建筑防水协会，平安证券研究所

图表46 防水企业预计2022年经营利润比正常年份变化



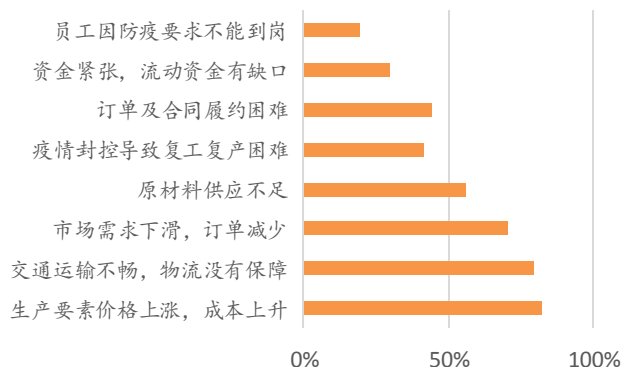
资料来源：建筑防水协会，平安证券研究所

图表47 春节过后防水企业产能利用率数量分布



资料来源：建筑防水协会，平安证券研究所

图表48 疫情对防水企业的主要影响



资料来源：建筑防水协会，平安证券研究所

成本、疫情与地产三重冲击下中小防水企业或加速出清，且未来业务拓展或更注重“基本功”，防水龙头将强者恒强。

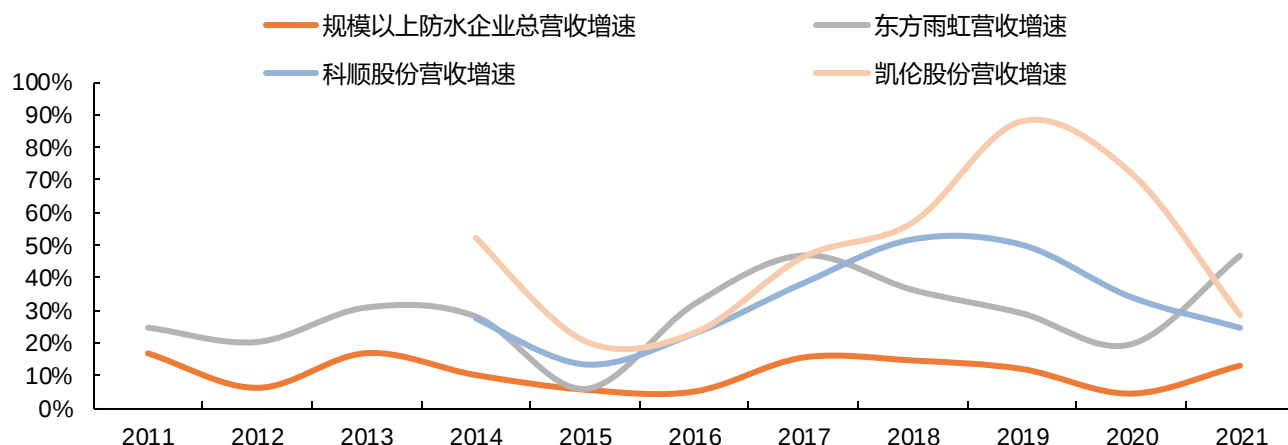
一是中小企业经营或更趋谨慎、渠道资源亦存流失压力。尽管近期国内疫情明显好转，但防疫常态化与地产困局背景下，未来中小企业或将更加注重现金流安全，生产经营与产能扩张更趋谨慎，给予头部企业更大空间；同时中小企业拥有的经销商资源也面临被头部企业挤占的可能。复盘历史，2015年房地产新开工承压，规模以上防水企业总营收增速同比下滑4pct至6%，东方雨虹等防水龙头营收增速亦大幅下滑；随着2016年楼市热度进一步上升，当年新开工大幅回暖，但规模以上防水企业总营收增速进一步下滑1pct至5%，表明中小企业业务扩张仍趋谨慎，相比之下，东方雨虹紧抓行业发展契机，营收增速同比提升26pct至32%，此后业绩表现持续大幅优于行业。

二是“垫资换份额”模式难以持续，更看重企业“基本功”。过去几年因房企集中度提升与集采流行，许多防水公司为抢占市场份额选择垫资，实现规模体量快速增长。但随着本轮地产格局出清，垫资模式将难以持续，业务拓展将更加看重企业基本功。因防水产品差异化不大（除了TPO等高端产品），成本控制成为一大竞争力，同时随着消费者对防水重视程度提高，品牌与口碑价值愈发凸显（大企业生产工艺成熟、成品率高、产品质量稳定），此外防水以工程端为主，销售渠道资源、产能布局带来的供货保障与低运输成本亦是关键，因此具备规模优势、品牌与渠道资源的防水龙头未来发展更值得看好。

三是防水龙头积极拓宽市场、扩充品类，进一步打开市场空间。以东方雨虹为例，公司早在2013年便开始针对2C端市场开展品牌推广活动，同时成立“虹哥汇”以加强与地方工长之间沟通与联系，通过推送产品信息以及施工标准化知识提升客

户黏度；同时凭借充足资金、渠道优势，积极扩张品类以进一步打开成长空间，目前已拥有卧牛山（节能保温）、孚达（节能保温）、华砂（砂浆）、洛迪（硅藻泥）、德爱威（建筑涂料）等品牌。

图表49 三家上市防水公司历年收入增速大幅跑赢规模以上企业收入增速

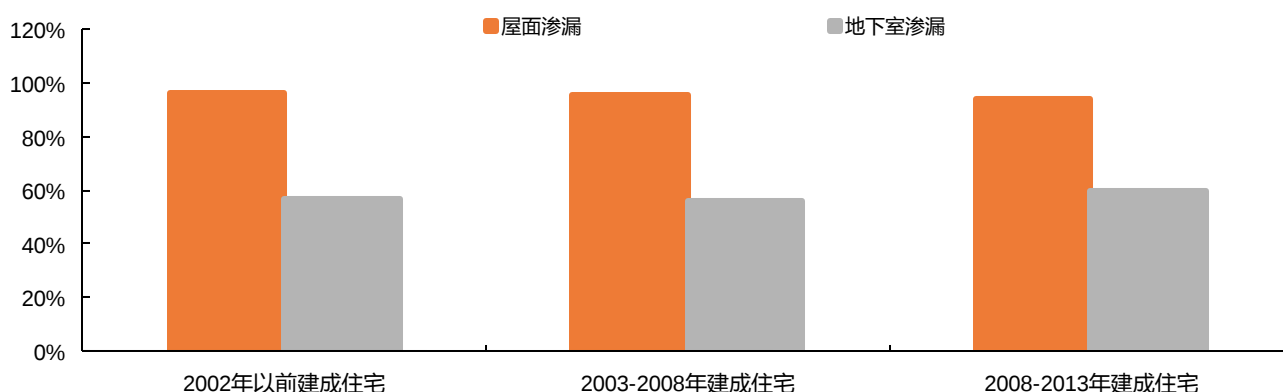


资料来源：Wind，平安证券研究所

3.2 防水质量参差不齐，行业提标大势所趋

国内防水质保期与建筑使用周期不匹配，居民建筑渗漏率较高。目前国内防水工程保修期普遍仅5年左右，与建筑物使用周期严重不匹配；同时行业存在许多非标、伪劣的防水产品，且工程施工不规范，导致防水工程实际效果不佳，居民建筑渗漏率居高不下。

图表50 2013年抽样调查结果显示全国住宅渗漏率高



资料来源：《2013年全国建筑渗漏状况调查项目报告》，平安证券研究所

注：调查样本为28个大中型城市2849栋楼房、对应地下室1777个

从海外情况看，欧美国家防水工程质保期多为10-30年。欧美等国都拥有相关法律法规明确防水（屋面）工程质保期，一般为2-10年。但防水工程承包商与制造商为赢得市场，提供的工程质保期一般高于规定年限、达到10-30年，且屋面和地下工程质量保证年限多为一。同时，商业保险作为对冲质量风险的一种措施，在欧美国家建筑防水市场获得普及，形成质量保证与保险相结合的市场机制。

图表51 国外防水工程质保情况概览

国家	法律规定防水质保期情况	实际防水工程质保期情况
美国	各州法律规定最低提供 2-5 年的工程质量保证年限, 质量保证期内的工程质量保证由材料/系统制造商负责。	通常防水材料/系统制造商提供 10-30 年不等的产品质量保证, 并通过购买产品质量险, 控制质量风险。防水工程承包商也会购买期限 2-5 年的工程质量商业险来规避潜在的风险。
德国	现行法律规定, 屋面工程承包商必须提供至少 5 年工程质量保证年限, 制造商必须提供不少于 2 年的产品质量保证年限。	市场上材料/系统制造商通常提供 10、15、20 及 30 年不等的产品质量保证年限。在承诺的质保年限内, 一旦出现问题, 制造商会免费提供材料, 而承包商会免费予以维修。
日本	《房屋质量保证法》规定房屋质量保证年限不少于 10 年。	防水工程的质量保证包括由材料制造商提供的产品质保和由其“协同组合”中的施工承包商提供的施工质保。质保期内承包商必须承担损害赔偿责任和免费维修。
法国	强制施行“建设工程质量潜在缺陷保险制度”, 要求包括业主、承包商、设计师、工程师、材料制造商和质检机构在内, 对工程质量承担 10 年内质量责任。第 1 年内承保商无条件负责维修并承担相关费用, 后续的第 2-10 年由保险公司承担相关费用。保险公司通过引入第三方风险管理机构, 为住宅建设工程提供各阶段的质量风险管控服务。	

资料来源: 朱冬青 (2019), 平安证券研究所

住建部“防水新规”蓄势待发, 行业提标渐成趋势。在建筑防水材料良莠不齐、国家推行绿色环保发展理念背景下, 2019 年住建部发布《建筑与市政工程防水通用规范》(简称“防水新规”)征求意见稿, 提出不同使用环境下防水设计工作年限, 包括屋面不低于 20 年、外墙不低于 25 年、室内工程不低于 15 年、地下工程不低于工程结构设计工作年限等; 具体防水做法方面, 意见稿不仅普遍提高各级防水做法中防水道数要求, 还将防水等级与建筑物重要性、当地降雨、地下水位高低等挂钩, 而不再由业主的建筑师决定适用的防水等级。据建筑防水协会秘书长朱冬青教授估计, 若按照意见稿, 国内 80%-85% 的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水设防的要求。从政策影响看, 防水年限要求提高, 有望增加单位施工面积防水材料用量, 增加行业整体需求; 同时大量低端、伪劣防水材料产能有望加速退出, 进一步带动集中度提升。

图表52 各地陆续出台政策文件提高防水行业标准

时间	部门/城市	文件	主要内容
2019-2	住建部	《建筑与市政工程防水通用规范》(征求意见稿)	地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限, 屋面工程防水设计年限不低于 25 年、外墙不低于 25 年、室内工程不低于 30 年
2019-6	北京	《北京市禁止使用建筑材料目录 (2018 年版)》	焦油聚氨酯防水涂料、焦油型冷底子油等八种防水材料被禁止使用
2019-9	住建部	《建筑与市政工程防水通用规范》(二次征求意见稿)	地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限, 屋面工程防水设计年限不低于 20 年、外墙不低于 25 年、室内工程不低于 15 年
2021-5	成都	《成都市重点管控区域施工工地大气污染防治技术导则》、《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定 (征求意见稿)》和《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》	防水质保由 5 年提升至 10 年, 禁止使用热熔施工的 SBS 改性沥青类防水卷材及溶剂型建筑防水涂料、湿铺防水卷材的与水泥砂浆剥离强度无处理是必须大于等于 2.0 N/mm 以及政府投资项目要求使用高分子卷材。
2021-6	苏州	《苏州市住宅品质提升设计指引 (试行)》	住宅外墙应采取墙面整体防水措施; 当住宅卫生间采用轻质隔墙 (墙板) 时, 内墙面应采取整体防水措施; 住宅阳台顶棚应设防水层

资料来源: 各地政府官网, 平安证券研究所

图表53 建筑工程防水征求意见稿与现行防水技术规范对比

位置	规定	Ⅰ级防水		Ⅱ级防水		Ⅲ级防水	
		使用环境	做法	使用环境	做法	使用环境	做法
地下工程	防水新规二次征求意见稿	抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 H≥3 m	不应少于三道（包含一道混凝土结构自防水）	抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 0m≤H<3 m	不应少于二道（包含一道混凝土结构自防水）	抗浮设防水位标高与基础底面标高高差 H<0 m	二道（包含一道混凝土结构自防水）
	现行防水技术规范	人员长期停留的场所等	应选两到三种（针对主体结构）	人员经常活动的场所等	应选两种（针对主体结构）	人员临时活动的场所	应选一道两种（针对主体结构）
建筑屋面工程	防水新规二次征求意见稿	年降水量 P≥800 mm	不少于三道（针对平屋面）	年降水量 200 mm≤P<800 mm	不少于二道（针对平屋面）	年降水量 P<200 mm	不少于一道（针对平屋面）
	现行防水技术规范	重要建筑和高层建筑	两道	一般建筑	一道	——	——
外墙工程	防水新规二次征求意见稿	年降水量 P≥800 mm	不应少于二道（防水砂浆+涂料）	年降水量 200 mm≤P<800 mm	不应少于一道（防水砂浆）	年降水量 P<200 mm	——
	现行防水技术规范	——	——	——	——	——	——
建筑室内工程	防水新规二次征求意见稿	长期遇水场合或长期相对湿度 RH≥90%	砂浆、涂料、卷材中应选二道	间歇遇水场合	应选一道	——	应选一道
	现行防水技术规范	——	——	——	——	——	——

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》二次征求意见稿,《屋面工程技术规范 GB 50345-2012》,《地下工程防水技术规范 GB50108 - 2008》,平安证券研究所

备注:防水新规征求意见稿补充:1)当地下工程所在地降水量不大于600mm时,防水使用环境类别按上表选用;当年降水量大于600mm且不大于1600mm时,Ⅱ类与Ⅲ类防水使用环境类别应分别提高一级;当年降水量大于1600mm时,防水使用环境类别应按Ⅰ类选用。2)当屋面工程所在地年降水日数大于100d时,防水使用环境类别应按Ⅰ类选用。3)当外墙工程所在地50年重现期基本风压不大于0.50kN/m2时,防水使用环境类别按上表选用;当外墙工程所在地50年重现期基本风压大于0.50kN/m2时,Ⅱ与Ⅲ类防水使用环境类别应分别提高一级。4)上表地下工程做法指明挖法地下工程中有工作面的混凝土结构地下工程防水做法,当混凝土结构地下工程防水无工作面时,一级防水的混凝土结构迎水面防水层不应少于一道;当防水层仅设一道时,侧墙、底板应采用预铺类防水卷材。5)相比平屋面,一二级的坡屋面工程的防水做法会减少一道防水做法

3.3 屋面光伏兴起，防水龙头发展有望受益

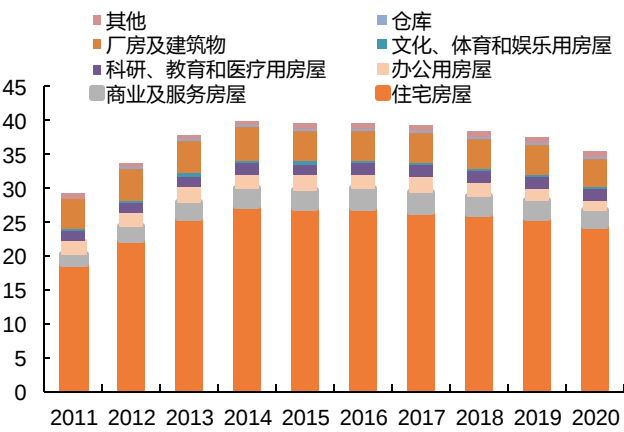
屋顶分布式光伏试点开启，县级单位数量占全国比重达 23.8%。2021 年 6 月，国家能源局发布《关于报送整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，要求申报试点的县（市、区）应满足“党政机关建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%；学校、医院、村委会等公共建筑屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 40%；工商业厂房屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 30%；农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 20%”。同年 9 月，能源局印发《公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知国能综通新能〔2021〕84 号》，各省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团共报送试点县（市、区）676 个，全部列为分布式光伏开发试点。按照 2020 年末全国县级行政区划单位总数 2844 个计算，本次试点占比为 23.8%。此外，2022 年 7 月住建部、发改委印发城乡建设领域碳达峰实施方案提出，到 2025 年新建公共机构建筑、新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%。

图表54 整县推进申报试点需满足条件

屋顶类型	屋顶总面积可安装光伏发电的最低比例要求
党政机关建筑屋顶	50%
学校、医院、村委会等公共建筑屋顶	40%
工商业厂房屋顶	30%
农村居民屋顶	20%

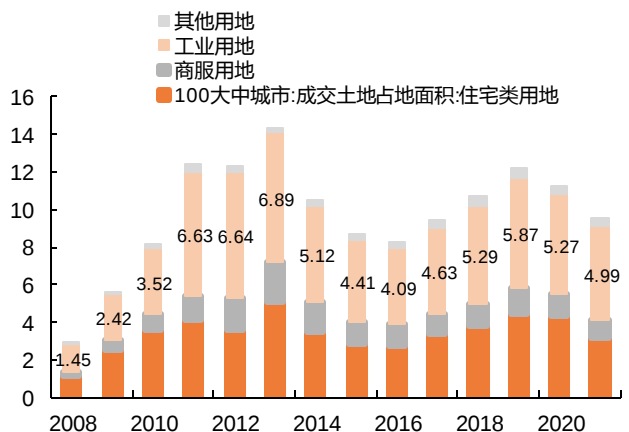
资料来源：《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，平安证券研究所

图表55 历年建筑业房屋建筑竣工面积构成（亿平方米）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表56 百城成交土地占地面积构成（亿平方米）

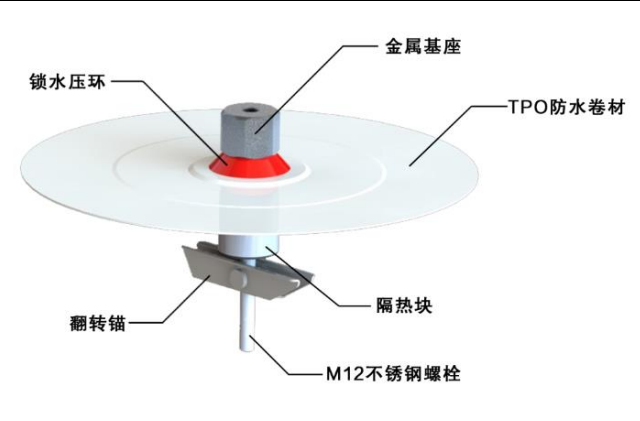


资料来源：Wind，平安证券研究所

厂房等屋面直接加装光伏组件，面临诸多防水痛点。工业厂房屋顶一般以金属屋面居多，公共建筑等屋面基本为水泥混凝土类。若光伏组件直接加装附着在屋顶（即 BAPV 模式，为目前分布式光伏主要安装类型），将面临以下防水问题：1）许多工业金属屋面未做过防水层，防水设计年限与光伏 25 年使用寿命不匹配，水泥屋面防水设计年限亦低于 25 年；2）安装光伏的夹具限制屋面金属板的热胀冷缩，容易造成应力集中导致接缝处破坏、造成漏水；3）光伏支架与屋面金属材料不同，接触处容易老化腐蚀，加大漏水风险；4）穿透式光伏安装方式会直接破坏防水结构层，修缮处理不当亦存在漏水风险。一旦发生漏水渗水，可能造成工厂或事业单位内设备进水，同时重做防水工程期间光伏设备也无法正常使用，造成各方经济损失。另外，加装光伏组件也可能导致屋面抗风揭能力变弱，大风天气下屋顶和光伏设备或面临损失。

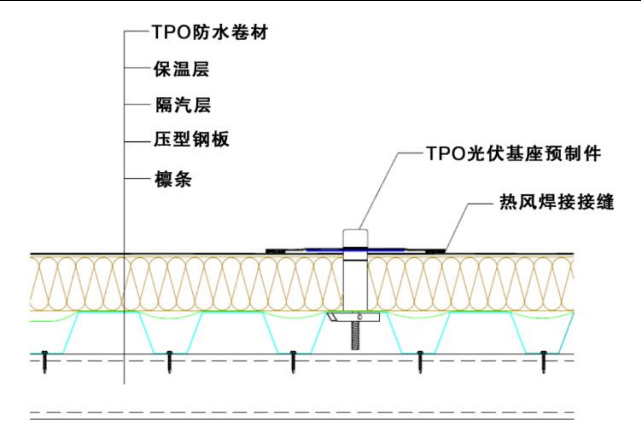
防水龙头积极布局屋面光伏防水，未来发展有望受益。东方雨虹、凯伦股份、北新建材等纷纷推出屋面光伏防水方案，例如东方雨虹于 2011 年开始探索屋面分布式光伏与 TPO 单层屋面系统结合，近年又推出全新 BIPV 屋面系统，以 TPO 单层屋面为基础研发出光伏基座核心组件。值得一提的是，工业屋顶光伏防水一般采用 TPO 高分子卷材，因为相比沥青基产品，TPO 产品重量轻、能外露使用、防水质量优、耐久性强，更契合工业屋面。随着光伏屋面加速推广，庞大存量屋面防水修缮以及新建屋面将带来可观的 TPO 防水产品需求。以新建房屋为例，参考中指院，2011-2021 年全国 300 城工业用地年均成交用地面积为 5.7 亿平方米，假设 2022-2025 年年均工业用地成交保持 5.7 亿平方米，屋顶面积占总占地面积比例为 7 成，2022-2025 年 TPO 防水产品渗透率从 20%线性提升至 35%（碳达峰计划提出 2025 年新建厂房屋顶光伏覆盖率力争达到 50%），TPO 防水产品与施工总价为 80 元/平方米，估算 2025 年光伏屋面防水市场空间将超过百亿。考虑屋面光伏防水领域技术壁垒高，而雨虹、凯伦、北新等防水龙头率先布局，兼具产品、技术、渠道优势，未来发展或更加受益。

图表57 东方雨虹研发出的光伏基座核心组件



资料来源：东方雨虹微信公众号，平安证券研究所

图表58 东方雨虹 BIPV 屋面构造层次做法



资料来源：东方雨虹微信公众号，平安证券研究所

图表59 主流防水公司屋面光伏防水系统方案

公司	屋面光伏防水方案
东方雨虹	公司于 2011 年开始对屋面分布式光伏与 TPO 单层屋面系统的结合方式进行探索，为汽车、航空航天、电子通信、烟草等众多工程领域提供 TPO 屋面系统施工服务和技术支持，积累了丰富的屋面工程实践经验和成功案例。在东方雨虹推出全新的 BIPV 屋面系统中，以 TPO 单层屋面为基础，通过新研发出的光伏基座核心组件。金属基座通过锁水压环和 TPO 卷材在工厂预制成型，确保基座防水效果。预制件底部固定锚，安装时通过 90°翻转，反扣在钢板基层，为屋面分布式光伏提供足够的抗风性能保障。2021 年与安徽信义电源达成战略合作， 2022 年 1 月与晶澳科技达成战略合作协议，在全国范围内共同推动“BAPV”和“BIPV”光伏发电项目。
凯伦股份	推出全新功能性屋顶光伏系统——“CSPV”全生命周期光伏屋顶系统解决方案”，可提供至少 25 年超长使用年限，有效解决传统光伏屋面上防水等构造层使用寿命与光伏组件生命周期不匹配的行业痛点，具有系统优、质保久、低成本、高收益、利社会五大核心优势。公司还与道达尔远景、腾晖光伏、上迈新能源、阳光新能源等十家著名光伏企业签署光伏产业链战略合作协议。
北新建材	北新光伏建筑一体化（BIPV）防水系统是以 TPO 防水卷材或 α 硅烷聚合物防水涂料作为主防水层。1）TPO 防水卷材无穿孔机械固定方或满粘法施工，光伏基座浮贴式焊接在 TPO 防水卷材表面，形成无穿孔防水层，确保防水整体防水效果，并为屋面分布式光伏提供足够的抗风、阻燃性能保障；2）α 硅烷聚合物防水涂料采用轻型化设备机械化喷涂或人工刮涂工艺，冷施工在屋面基层、光伏支座上，形成无搭接缝防水层，整体防水效果优越。北新 BIPV 防水系统将材料优势与工艺优势进行完美融合，是目前国内行业最新防水技术。
科顺股份	2021 年与圣戈班合资成立圣戈班科顺高新材料有限公司，开发外露型 TPO 防水卷材市场。

资料来源：公司公告，中国防水编辑部，平安证券研究所

图表60 新建工业厂房安装光伏屋面带来的 TPO 防水需求测算

	2022E	2023E	2024E	2025E
工业用地成交占地面积（亿平米）	5.7	5.7	5.7	5.7
屋顶面积占工业用地面积比重	70%	70%	70%	70%
TPO 防水产品渗透率	20%	25%	30%	35%
TPO 防水产品+施工价格（元/平米）	80	80	80	80
屋面防水市场空间（亿元）	63.8	79.8	95.8	111.7

资料来源：平安证券研究所

四、投资建议

短期来看，随着地产政策持续发力、下游地产基本面或逐步企稳，叠加基建持续发力、实物需求落地，有望带动防水需求筑底与缓慢修复，同时随着原油沥青价格企稳回落、防水企业积极提价，下半年利润率亦有望逐步修复。中长期看，尽管地产规模趋于萎缩，但防水提标大势所趋，有望提振行业需求；同时疫情、地产等冲击下中小企业或加速出清，且“垫资换份额”模式难以持续，未来防水行业有望回归良性发展、更加注重企业基本功。考虑防水产品整体差异化不大，业务拓展将更加依赖成本管控、渠道获客、品牌与供货能力，因此具备规模化、品牌与渠道优势的防水龙头未来发展更值得看好，建议关注东方雨虹、科顺股份。

五、风险提示

（1）地产销售开工恢复、基建需求落地低于预期：受近期地产事件影响、销售复苏节奏有所放缓，若后续政策支持未能及时出台，地产销售、开工修复存在进一步放缓的可能，进而影响防水需求；基建同理，若后续实物需求落地低于预期，亦将加剧防水需求压力。

（2）原材料价格继续上涨，制约行业利润率：若后续油价继续上涨，带动沥青、乳液、聚醚等原材料继续涨价，将加剧防水行业盈利压力。

（3）应收账款回收不及时与坏账计提风险：若后续地产资金环境与房企违约情况未出现明显好转，将导致防水行业出现应收账款回收不及时、坏账计提压力增大的风险，拖累企业业绩表现。

（4）新冠肺炎疫情反复的风险：若后续疫情蔓延反复，将影响工程建设与物流运输，造成防水企业经营承压。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 0% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。



平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 1 层 邮编：100033