

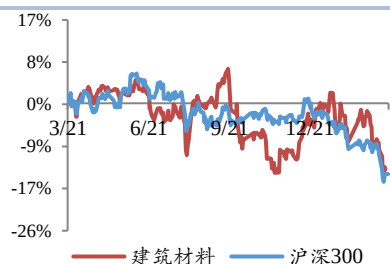
“后建筑”时代是防水行业的黄金时代

——建材行业“稳增长”系列报告（三）

行业评级：增持

报告日期：2022-03-14

行业指数与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

- 1.混凝土外加剂：需求增加、结构升级， α 与 β 机会共存 2022-02-28
- 2.“春季躁动”叠加“稳增长”预期强化，水泥配置价值凸显 2022-02-17
- 3.建材行业基金持仓分析：2021Q4基金配置比例升至超配 2022-02-14

主要观点：

●消费建材优质赛道，新材料注入新成长

防水材料是建筑功能材料的重要组成部分，在建筑施工中，防水材料在建筑物的表面形成整体防水层，以达到防水或增强抗渗漏的能力，因此，其质量和应用效果直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。“双碳”背景下，合成高分子防水卷材等新型防水材料迎来发展机遇。新型改性沥青防水材料、TPO防水卷材等高分子防水材料对传统防水材料的替代已成为行业的发展趋势。防水工艺的进步以及市场对于建筑物绿色环保的需求为防水进入绿色建筑、光伏建筑产业结合提供了有力条件，光伏屋面防水有望成为新一增长极。2021年，防水行业承压前行，实现逆势增长。根据中国建筑防水协会的统计，2021年，全国规模以上（主营业务收入2000万元以上）防水企业实现营收合计为1261.59亿元，同比增长13.20%；实现利润总额75.64亿元，同比增长2.04%。

●增量市场有韧性，建筑修缮空间广阔

2022年房地产基本面有望实现筑底企稳，地产端的防水需求亦将随之筑底企稳。“稳增长”基调持续明确，基建是托底经济的重要抓手。以市政工程为代表的基础设施建设提速，为防水在基建端的需求起到强力支撑。2022年国家重点支持的市政工程项目建设，如海绵城市、城市立体交通网、地下综合管廊等市政工程，其防水单耗均较高，预计2022年地下综合管廊等市政工程基础设施建设的规模增加将显著提振基建端的防水需求。

随着存量建筑进入翻新维护高峰，存量住房翻修有望成为未来防水市场需求的重要驱动力。我们测算“十四五”期间，老旧小区改造可拉动的防水需求将超过3000亿元。并且此需求空间只考虑了基本的旧改防水工程，如果考虑到全部旧改项目，则对防水的需求拉动力度会更大。我们测算2022-2025年防水行业的市场空间约为2003/2053/2094/2136亿元，分别同比增长3.0%/2.5%/2.0%/2.0%，维持高位温和增长。

●整合与出清加速，防水头部企业有望持续受益

根据中国建筑防水协会的统计，2021年规模以上防水企业的数量为839家，相比2020年增加116家。我们认为未来以规模以下企业为代表的行业落后产能会加速出清，规模以上企业将抢占市场份额，其营收占比预计不断提升，呈现强者恒强的发展格局。

以防水行业主要上市公司的营业收入（北新建材、三棵树为防水业务）与规模以上防水企业主营业务收入之比来看，2020年，防水行业CR3（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）为27.58%，同比提高3.37 pct，其中，东方雨虹占20%；加上北新建材与三棵树防水，防水行业CR5为31.45%，同比提高6.63 pct。

当前，防水行业已逐步进入增量转存量时期。在此阶段，企业高质量的增长将更为关键，在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对未来的存量市场博弈。此时在业绩增长

的同时实现报表改善的企业，或说明其战略领先竞争对手，具有显著的护城河。

● 投资建议

防水是消费建材中的优质赛道，市场规模超过千亿。短期内，“稳增长”强化带来的基建端需求增长与老旧小区改造、城市更新带来的防水需求将支撑行业稳健发展；原材料价格上涨、中小企业退出加速，行业集中度提升进程加快。中长期内，建筑质保期提高、BIPV光伏屋面等新型应用场景将拉动行业产品品质升级、高端产品占比提升，由此而带来的市场空间扩容红利更多由头部企业所占据。

当前，防水行业主要上市公司的估值水平经历了前期的深度回调后已经处于较低位置，建议关注防水行业高质量成长的龙头。

重点推荐东方雨虹，公司是防水行业首家 A 股上市公司，相较于主要追赶者，在规模上具备显著优势，是防水行业的绝对龙头。我们认为，公司的亮点主要体现在：

1) 公司在信用环境收紧期借助资本市场力量再融资，抓住了行业变革的机遇，在 B 端大客户和全国布局愈发重要的市场环境中占据了有利地位；

2) 公司自 2020 年起加大了对现金回款的考核力度，债务结构逐步优化；在 2021 年房地产风险暴露的逆境下，公司体现出了显著优于同业的抗风险能力；

3) 新业务具备巨大的成长空间，防水修缮市场每年将达到千亿规模，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场。公司发展历程中表现出的魄力和格局具备伟大企业潜质，成长空间远未见顶。

● 风险提示

基建与房地产投资增速大幅下降风险；沥青等原材料价格持续上涨超出预期；行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期；应收账款坏账风险。

正文目录

1 消费建材优质赛道，新材料注入新成长	6
1.1 防水材料：贯穿建筑工程施工周期的重要功能材料	6
1.2 热熔施工受限制，高分子防水卷材有望成为市场主流	12
1.3 乘 BIPV 发展东风，光伏屋面防水有望成为新一增长极	14
2 增量市场有韧性，建筑修缮空间广阔	15
2.1 增量市场：地产端筑底企稳，基建端需求有望显著增长	15
2.2 存量市场：“后建筑”时代到来，防水大有可为	19
3 整合与出清加速，防水头部企业有望持续受益	25
3.1 集中度提升依然为防水行业发展的主要逻辑	25
3.2 新进入者加速防水行业整合，头部企业或开启竞合新时代	27
3.3 防水材料价格普涨，揭示行业深刻变化	30
4 投资建议	33
5 风险提示	35

图表目录

图表 1 防水行业上下游图示	6
图表 2 建筑防水材料的主要产品类型、特点及应用范围	7
图表 3 防水材料在典型建筑工程中的应用图示	8
图表 4 2008-2021 东方雨虹营业总收入增速与建筑新开工面积增速 (%)	8
图表 5 东方雨虹防水卷材业务收入增速与房屋新开工面积增速 (%)	8
图表 6 东方雨虹防水涂料业务收入增速与房屋竣工面积增速 (%)	8
图表 7 2016-2021 规模以上防水企业主营业务收入及同比增速 (亿元, %)	9
图表 8 2016-2021 规模以上防水企业利润总额及同比增速 (亿元, %)	9
图表 9 2012-2020 全国防水材料产量 (亿平方米)	9
图表 10 2006-2021 沥青和改性沥青防水卷材产量 (亿平方米)	9
图表 11 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司营业总收入 (亿元)	10
图表 12 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司营业总收入同比增速 (%)	10
图表 13 2013-2021 E 防水行业主要上市公司归母净利润 (亿元)	10
图表 14 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司归母净利润同比增速 (%)	10
图表 15 2014-2020 全国各类建筑防水材料产量情况 (亿平方米, %)	10
图表 16 2021 各类建筑防水材料产量占比 (预测) (%)	11
图表 17 2020 各类型的防水卷材占比 (%)	11
图表 18 2021 各类型的防水卷材占比 (预测) (%)	11
图表 19 2021 各类型的防水涂料占比 (预测) (%)	12
图表 20 2022 年 2 月主要防水材料市场价格 (含税) (元/M ²)	12
图表 21 防水行业相关政策梳理	13
图表 22 《房屋建筑和市政基础设施工程危及生产安全施工工艺、设备和材料淘汰目录 (第一批)》相关内容	13
图表 23 《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》部分重点任务内容	14
图表 24 防水材料的市场需求占比 (%)	15
图表 25 房地产开发投资额及同比增速 (亿元, %)	15
图表 26 购置土地面积及同比增速 (亿平方米, %)	15
图表 27 2010-2021 基础设施建设投资额 (万亿元)	16
图表 28 2010-2021 基础设施建设投资同比增速 (%)	16
图表 29 关于推进建设地下综合管廊的相关政策梳理	16
图表 30 2016-2020 全国城市新建地下综合管廊长度 (KM)	17
图表 31 2016-2020 全国地下综合管廊建设投资额 (亿元)	17
图表 32 2012-2020 全国轨道交通投资额及同比增速 (亿元, %)	17
图表 33 2012-2021 全国城市轨道交通运营线路网长度及同比增速 (KM, %)	17
图表 34 《建设工程规范》(征求意见稿) 防水工作年限要求	18
图表 35 防水行业增量市场空间测算	19
图表 36 1999-2021 全国房屋/住宅竣工面积 (亿平方米)	19
图表 37 各省 2020/2021 老旧小区改造开工量 (户)	20
图表 38 各省 2022 年政府工作报告中 2021-2022 年老旧小区改造情况	21
图表 39 部分老旧小区改造工程中的防水工程情况	22
图表 40 老旧小区改造拉动的防水需求测算	22

图表 41 国内建筑室内渗漏问题出现的原因	23
图表 42 房屋翻修的时间间隔	23
图表 43 东方雨虹建筑修缮业务范畴	23
图表 44 部分民用建筑工程造价参考指标	24
图表 45 防水行业市场空间测算	24
图表 46 规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）防水企业数量	25
图表 47 2015-2020 防水行业主要上市公司的市占率情况	25
图表 48 防水行业主要上市公司销售毛利率情况（%）	26
图表 49 防水行业主要上市公司销售净利率情况（%）	26
图表 50 防水行业主要上市公司摊薄 ROE（%）	26
图表 51 防水行业主要上市公司销售期间费用率（%）	26
图表 52 防水行业主要上市公司应收账款周转率情况	26
图表 53 防水行业主要上市公司存货周转率情况	26
图表 54 防水行业主要上市公司收现比情况	27
图表 55 防水行业主要上市公司净现比情况	27
图表 56 防水行业主要上市公司 ROIC（%）	27
图表 57 防水行业主要上市公司 FCFF（亿元）	27
图表 58 北新建材历次收购防水企业的情况梳理	28
图表 59 当前防水行业主要上市公司防水业务省域布局	29
图表 60 关于加快推进实施工程担保制度的政策文件主要内容	29
图表 61 2015-2021 TOP500 房企防水材料首选率	30
图表 62 2019-2022 布伦特原油期货结算价（美元/桶）	30
图表 63 2019-2022 山东/华南/华北地区重交沥青主流市场价（元/吨）	30
图表 64 2021 年 1 月-2022 年 2 月防水行业主要原材料价格上涨情况	31
图表 65 2022 年部分防水企业调价方案	31
图表 66 东方雨虹防水卷材成本构成情况	32
图表 67 东方雨虹防水涂料成本构成情况	32
图表 68 山东/华南/华北地区重交沥青主流市场价与防水行业主要上市公司的销售毛利率情况（元/吨、%）	32
图表 69 东方雨虹/科顺股份/凯伦股份 PE(TTM)及 PE(TTM)近 1/2/3/5/10 年分位点	33
图表 70 东方雨虹业务领域	34
图表 71 东方雨虹 PE-BAND	34
图表 72 东方雨虹 PS-BAND	34
图表 73 科顺股份 PE-BAND	34
图表 74 科顺股份 PS-BAND	34
图表 75 凯伦股份 PE-BAND	35
图表 76 凯伦股份 PS-BAND	35

1 消费建材优质赛道，新材料注入新成长

1.1 防水材料：贯穿建筑工程施工周期的重要功能材料

防水材料是建筑功能材料的重要组成部分，在建筑施工中，防水材料在建筑物的表面形成整体防水层，以达到防水或增强抗渗漏的能力，因此，其质量和应用效果直接关系到建筑工程的结构效果和使用寿命。防水材料的应用领域十分广泛，包括房屋建筑的屋面、地下、外墙和室内；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等。

图表 1 防水行业上下游图示



资料来源：科顺股份招股说明书，华安证券研究所

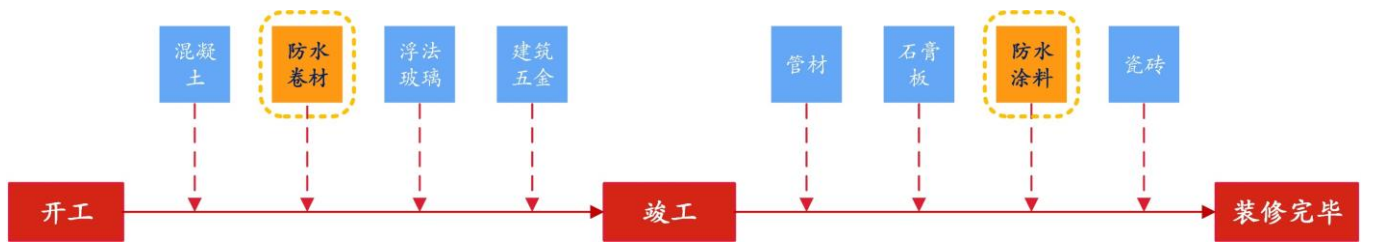
随着对建筑工程质量要求的不断提高，建筑防水日益受到建筑界的高度重视。从世界建筑防水的发展历程来看，在防水历史的早期阶段，人们普遍采用的是刚性防水方式。刚性防水通常需在混凝土中掺入膨胀剂、减水剂、防水剂等混凝土外加剂从而达到防水目的。但由于刚性防水层易受结构层制约，引起防水层开裂而导致渗漏，建筑防水方式逐渐过度到柔性防水和刚柔并用复合防水方式。从建筑形态上看，世界范围内的防水材料发生了根本性的变化和提高，改性沥青防水材料逐步成为主流产品，并且随着化学工业的进步和建筑风格的多样化，新型改性沥青防水材料、TPO 防水卷材等合成高分子防水材料对传统防水材料的替代已成为建筑防水材料的发展趋势。

图表 2 建筑防水材料的主要产品类型、特点及应用范围

产品	特点	应用范围
防水卷材		
弹性体 SBS/塑性体 APP 改性沥青防水卷材	添加有效改性成分降低熔点，低加热温度；使用区域广，通用性强，抵抗压力水能力强；抗拉强度高，对基层混凝土层的收缩变形和开裂的适应能力强；SBS 改性剂高耐老化、抗氧化，高耐久、热稳定性强、耐穿刺、耐硌破、耐撕裂；APP 改性剂耐高温	广泛用于各种工业与民用建筑屋面与地下防水工程、各种混凝土构筑水箱、水池、游泳馆、地铁桥隧设施等防水工程
高聚物耐根穿刺沥青防水卷材	良好的耐植物根穿透功能，不影响植物正常生长，长久保防水、耐腐蚀耐霉菌	广泛用于种植屋面、建筑地下顶板的防水工程
热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材	可反射大部分阳光辐射，降低能源消耗；致密分子结构及超强接缝强度；能满足酸碱盐等环境下的使用要求；-40℃下仍保持柔韧性，可满足极寒地区的使用要求；不含增塑剂，具耐老化性；搭接缝采用热风焊接，接缝剥离强度高	适用于非外露使用的工业与民用建筑屋面、各种地下建筑、隧道、市政管廊等基础设施建设防水工程
非沥青基高分子（HDPE）自粘胶膜防水卷材	冷施工无加热危害，不需要粘结剂，对水质无污染；防腐耐蚀；对于轻微施工损伤有着独特的自我愈合能力，无需格外保护，可直接实施钢筋混凝土浇筑；持久有效的避免窜水及渗漏；反粘接效果好，卷材与后浇筑混凝土结构层形成永久性粘结，基层沉降、变形不影响其防水性能	适用于各种地下建筑、洞库、隧道、地铁、市政建设等防水抗渗工程，如工民建地下室结构底板，矿山法开挖的公路隧道、铁路隧道以及地铁区间等隧道工程或洞库工程；综合市政管廊等构筑物；核岛及非核岛区域的地下防水
聚氯乙烯（PVC）防水卷材	耐候性强、延伸率高、热处理尺寸变化小；低温柔性好、适应环境温差变化性好；施工简单、搭接边可焊接、焊接强度高，无污染；耐化学腐蚀性能、适用于特种场合；具有良好的可塑性，细部处理方便	各种工业与民用建筑的屋面、地下室、水利工程、轨道交通工程以及粮库、游泳池、水池等防水、防潮工程
无胎自粘聚合物改性沥青防水卷材	使用温度范围广；抗拉强度高，延伸率大，对基层收缩变形和开裂的适应能力强；持久的粘结性，与基层粘结不脱落、不窜水，搭接缝处自身粘结与卷材同寿命；卷材与基层粘结牢固，施工环保便捷	适用于地下和室内防水工程，明挖地铁、桥隧、水池等防水工程；尤其适用于不准动用明火的防水工程
防水涂料		
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
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
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
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
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	地下工程、屋面工程防水
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
刚性防水		
水泥基渗透结晶型防水涂料	渗透能力好，能渗入混凝土表面 5 cm 以上；抗渗性能强，能长久抵抗 120 米以上水头的高水压；绿色环保，无毒、自动修复功能，能迅速封堵 0.4 mm 以下的裂缝	地下室混凝土结构、隧道、污水处理池、自来水池、下水道、电梯井、游泳池、化工厂等水泥混凝土的永久性抗渗防水工程
聚合物改性水泥基防水灰浆	绿色安全，环境友好；刷涂施工；粘接牢固；干燥速度快	建筑室内卫浴间、厨房、阳台、楼地面及地暖等部位以及建筑外墙的防水防渗工程，也可用于地下基础和背水面的防水层维修防水

资料来源：东方雨虹官网，三棵树官网，科顺股份官网，凯伦股份官网，华安证券研究所

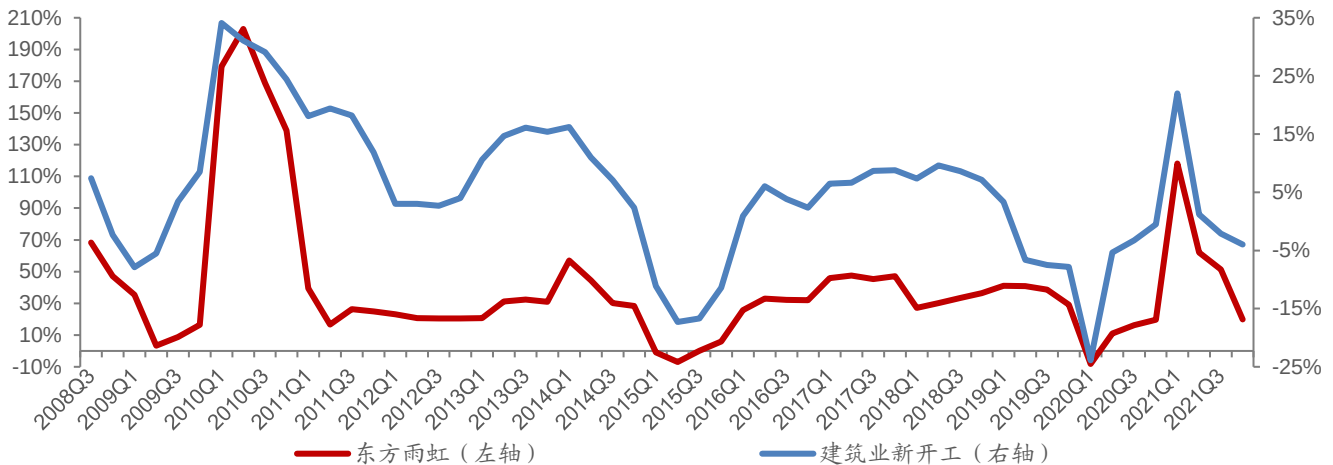
图表 3 防水材料在典型建筑工程中的应用图示



资料来源：华安证券研究所整理

防水材料在建筑工程的开工和竣工端均有所应用，防水卷材应用于建筑施工周期前端，防水涂料于工程即将竣工验收使用。从整体上来看，其需求增速与建筑新开工面积增速具备较高的相关性。以东方雨虹为例，公司营业总收入增速与新开工面积增速的变动情况具备较高的一致性；而分业务类型来看，公司防水卷材业务与新开工增速具备较强的相关性；防水涂料需求增速则与竣工面积增速的相关性更强。

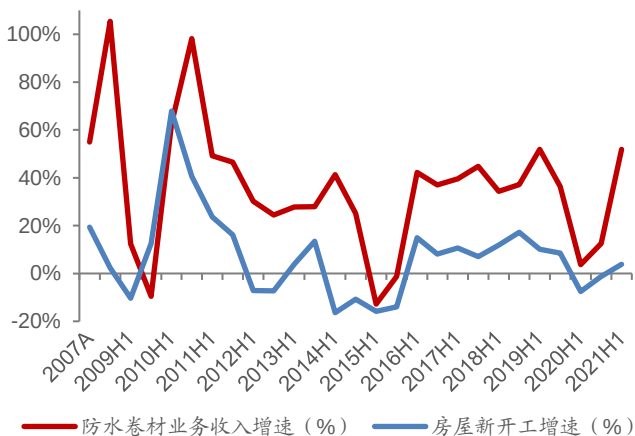
图表 4 2008-2021 东方雨虹营业总收入增速与建筑新开工面积增速 (%)



注：东方雨虹 2021 年营业总收入同比增速为业绩快报披露数据

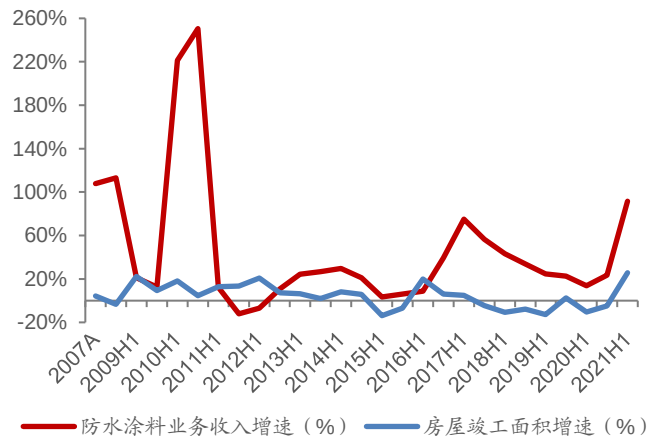
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 东方雨虹防水卷材业务收入增速与房屋新开工面积增速 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

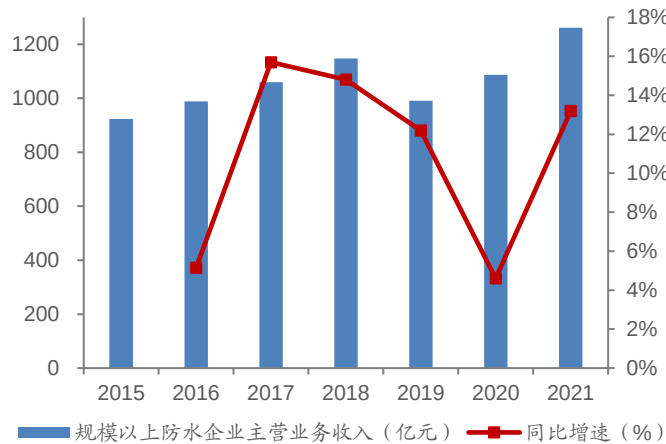
图表 6 东方雨虹防水涂料业务收入增速与房屋竣工面积增速 (%)



资料来源：wind，华安证券研究所

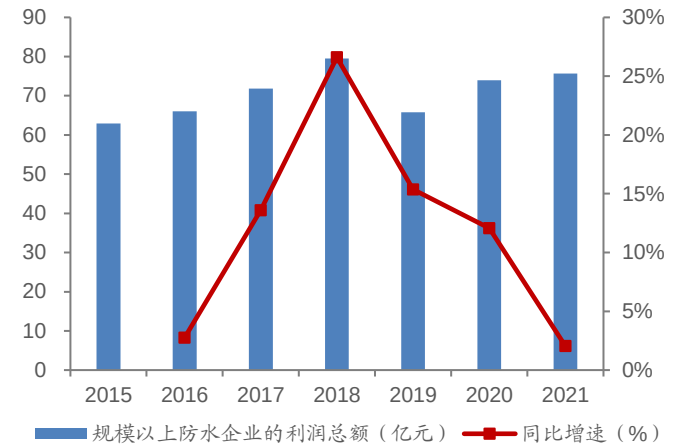
2021 年，防水行业承压前行，实现逆势增长。根据中国建筑防水协会的统计，2021 年，全国规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）防水企业实现营收合计为 1261.59 亿元，同比增长 13.20%；实现利润总额 75.64 亿元，同比增长 2.04%。在 2021 年，部分房企风险暴露、资金紧张、房地产基本面持续下行的情况之下，防水行业仍实现了营收和利润总额的正增长，彰显了防水行业的韧性。

图表 7 2016-2021 规模以上防水企业主营业务收入及同比增速（亿元，%）



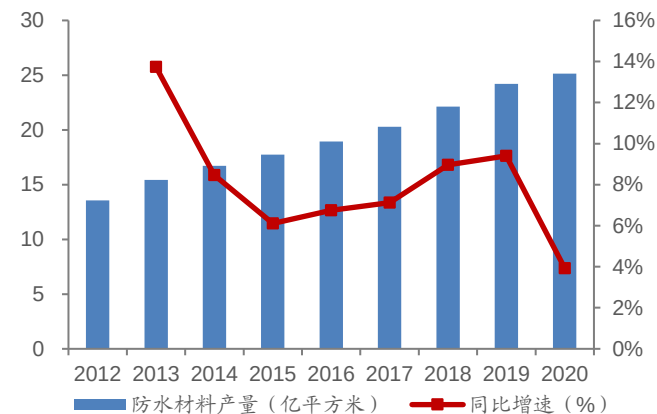
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 8 2016-2021 规模以上防水企业利润总额及同比增速（亿元，%）



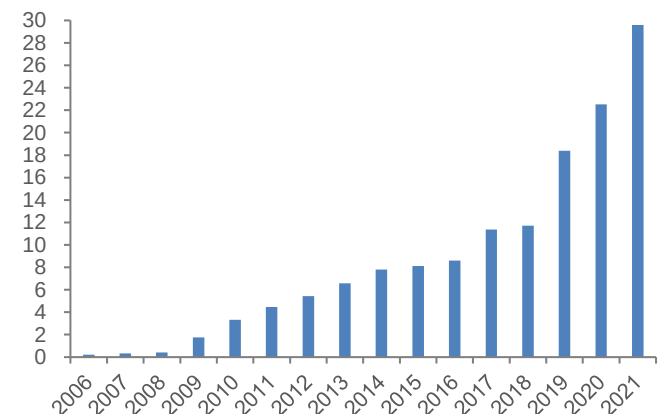
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 9 2012-2020 全国防水材料产量（亿平方米）



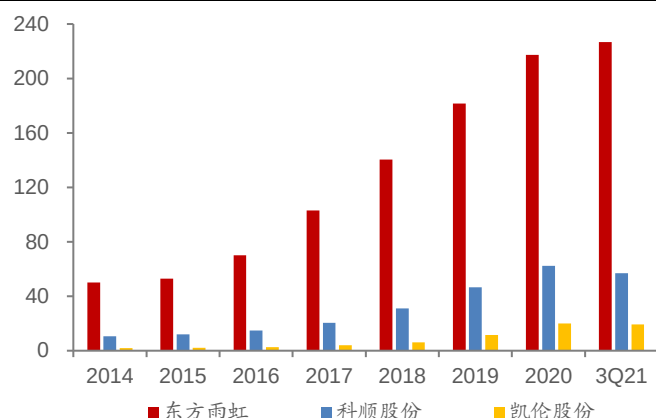
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 10 2006-2021 沥青和改性沥青防水卷材产量（亿平方米）



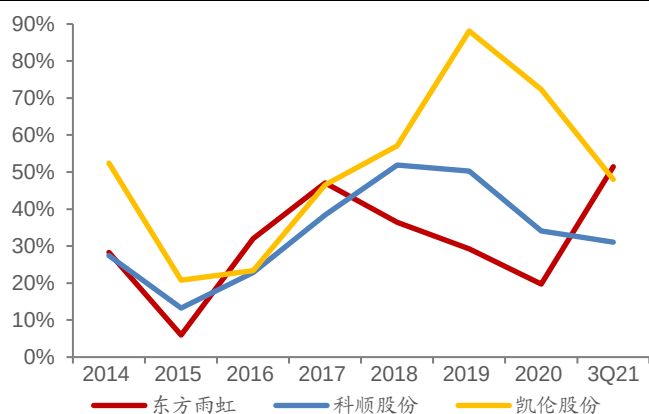
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 11 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司营业总收入（亿元）



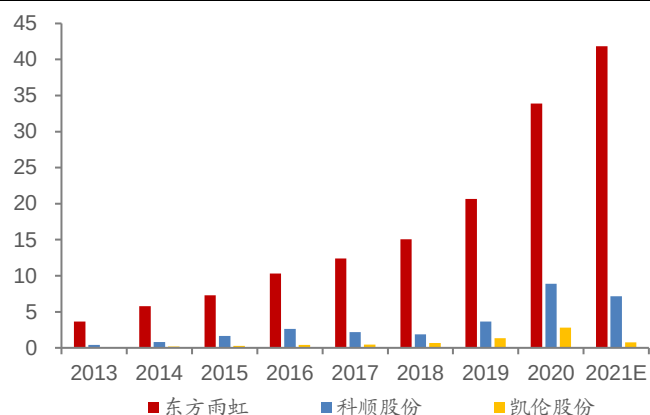
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 12 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司营业总收入同比增速（%）



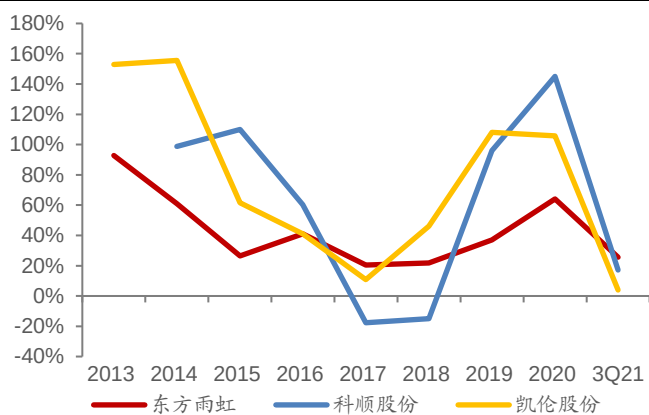
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 2013-2021 E 防水行业主要上市公司归母净利润（亿元）



注：2021E 数据由业绩快报和业绩预告得，东方雨虹为业绩快报数据，科顺股份和凯伦股份为业绩预告归母净利润区间中值
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 14 2014-2021 Q3 防水行业主要上市公司归母净利润同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

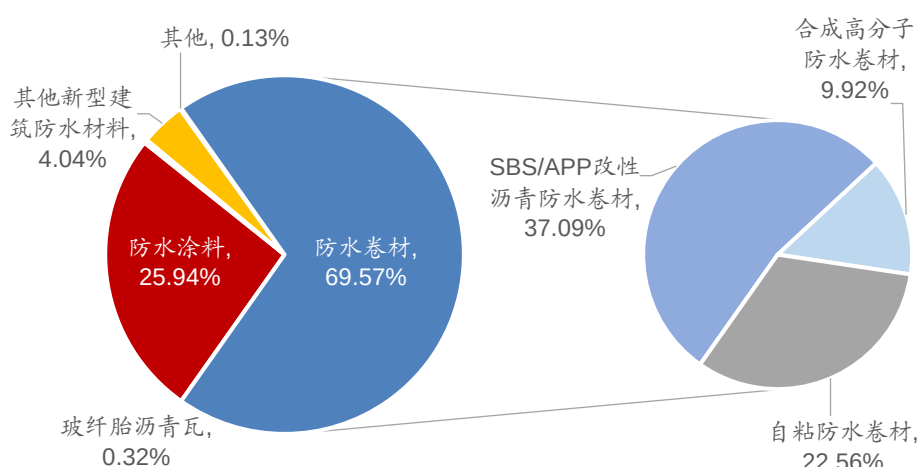
图表 15 2014-2020 全国各类建筑防水材料产量情况（亿平方米，%）

建筑防水材料	2020		2019		2018		2017	2016	2015	2014
	产量	占比	产量	占比	产量	占比	产量	产量	产量	产量
防水卷材	15.66	62.26%	15.39	63.36%	13.92	62.90%	12.58	11.61	10.73	9.92
SBS/APP 改性沥青防水卷材	7.58	30.14%	7.27	29.92%	6.84	30.93%	5.55	5.12	4.77	4.44
合成高分子防水卷材	3.49	13.88%	3.12	12.86%	2.86	12.94%	2.83	2.63	2.47	2.29
自粘防水卷材	4.59	18.24%	5.00	20.58%	4.21	19.03%	4.19	3.87	3.50	3.18
防水涂料	7.65	30.40%	6.95	28.63%	6.17	27.87%	5.56	5.11	4.75	4.41
玻纤胎沥青瓦	0.11	0.45%	0.13	0.53%	0.14	0.62%	0.15	0.14	0.15	0.25
其他新型建筑防水材料	1.36	5.41%	1.33	5.49%	1.29	5.85%	1.22	1.16	1.09	1.04
其他	0.37	1.48%	0.48	1.99%	0.61	2.77%	0.80	0.91	1.02	1.11
建筑防水材料合计	25.16	100%	24.29	100%	22.13	100%	20.30	18.94	17.75	16.73

资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

根据中国建筑防水协会于 2021 年 12 月举办的 2021 建筑防水行业年会上发布的数据，预计 2021 年全国防水材料产量合计约为 40.92 亿平方米（因统计口径调整，2021 年数据与上表数据存在差异；根据新的统计口径，2020 年建筑防水材料产量为 37.75 亿平方米），同比增长 8.41%。分产品类型来看，防水卷材占比约为 69.57%（SBS/APP 改性沥青防水卷材占比为 37.09%、合成高分子防水卷材为 9.92%、自粘防水卷材为 22.56%），防水涂料占比约为 25%，其他新型防水材料占比约为 4.04%，玻纤胎沥青瓦等其他防水材料占比合计约为 0.45%。

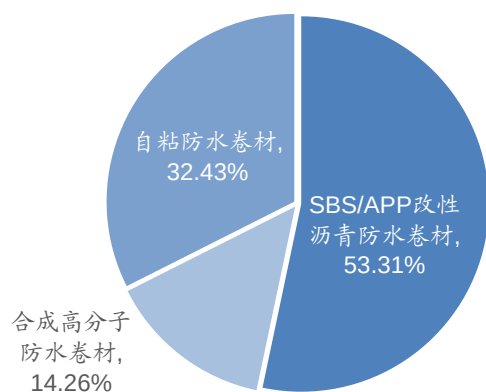
图表 16 2021 各类建筑防水材料产量占比（预测）（%）



资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

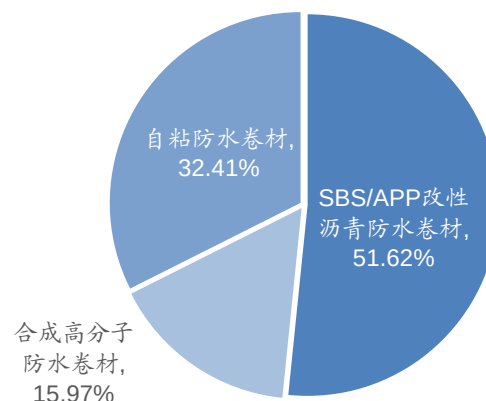
具体来看，防水卷材主要可以分为改性沥青、合成高分子和自粘三种类型。观察 2021 年数据，其中，SBS/APP 改性沥青防水卷材占比较高，为 51.6%；自粘防水卷材占比为 32.4%，合成高分子防水卷材占比为 16.0%。从趋势上来看，合成高分子防水卷材作为新型的防水材料因环保、性能更佳，适用范围较广等优势，其占比逐渐提高。防水涂料以聚合物水泥、聚氨酯和沥青基为主要类型，其中，聚合物水泥防水涂料占比为 47.8%，聚氨酯防水涂料占比为 29.6%，沥青基占比为 19.1%。

图表 17 2020 各类型的防水卷材占比 (%)



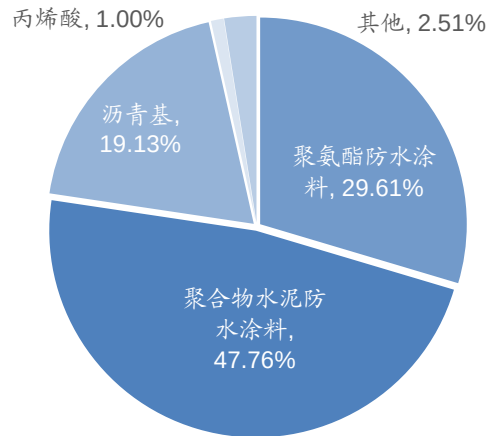
资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 18 2021 各类型的防水卷材占比（预测）（%）



资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 19 2021 各类型的防水涂料占比（预测）（%）



资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

价格方面，根据北京市住建委公布的 2022 年 2 月主要防水材料市场价格，我们可以发现，不同类型的防水材料价格差异较大，高分子防水卷材价格明显高于改性沥青防水卷材，其中，TPO 防水卷材（属于合成高分子防水卷材）的均价最高，约为改性沥青防水卷材价格的 2 倍。随着合成高分子卷材的应用增加，防水行业的市场空间将有望扩容。

图表 20 2022 年 2 月主要防水材料市场价格（含税）（元/m²）

防水产品	单位	价格范围	平均价格
热塑性聚烯烃（TPO）防水卷材	元/m ²	51.89-89.1	70.91
种植屋面用耐根穿刺防水卷材	元/m ²	25.4-110.8	66.94
高分子自粘胶膜防水卷材	元/m ²	52.5-57.6	55.05
聚氯乙烯（PVC）防水卷材	元/m ²	38.5-56	46.39
SBS 改性沥青防水卷材	元/m ²	33.2-43.8	38.70
自粘聚合物改性沥青防水卷材	元/m ²	26.55-50.2	36.45
聚乙烯丙纶复合防水卷材	元/m ²	17.92-37.5	25.65
喷涂聚脲防水涂料	元/kg	55.3-68	61.65
单组份聚氨酯防水涂料	元/kg	21-25.27	23.14
非固化橡胶沥青防水涂料	元/kg	21.00	21.00
聚合物水泥防水涂料	元/kg	10.37-13.5	11.75
聚合物水泥防水砂浆	元/t	8800-10100	9450

资料来源：北京市住建委，华安证券研究所

1.2 热熔施工受限制，高分子防水卷材有望成为市场主流

“双碳”背景下，合成高分子防水卷材等新型防水材料迎来发展机遇。新型改性沥青防水材料、TPO 防水卷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。EPDM、PVC、TPO 等防水材料，耐久性高、安全环保无污染，是未来防水材料发展的主流。在工信部发布的《建材工业鼓励推广应用的技術和产品目录》中，高分子防水卷材列为鼓励推广的建材产品。

图表 21 防水行业相关政策梳理

时间	政策	内容
2011 年 4 月	《产业结构调整指导目录》	淘汰 500 万平方米/年以下的改性沥青类防水卷材生产线；500 万平方米/年以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线；100 万卷/年以下沥青纸胎油毡生产线。
2013 年 2 月	《建筑防水卷材行业准入条件》	新建改性沥青（含自粘）防水卷材项目单线产能规模不低于 1000 万平方米/米，新建高分子防水卷材（PVC/TPO）单线产能规模不低于 300 万平方米/米
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建材产品质量提升的指导意见》	全面加强建筑防水行业质量建设，提升防水卷材产品质量，促进行业持续健康发展提出了一系列指导意见。
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》	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。
2016 年 10 月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	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。
2017 年 11 月	《建材行业规范公告管理办法》	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。
2018 年 1 月	《中华人民共和国环境保护税法》	从行政收费到依法征税，我国依然遵循着“谁排污谁付费”的机制，不过执行机构、执行力度和执行效果等方面都大有不同。
2018 年 9 月	《工程质量安全手册（试行）》	将工程质量安全要求落实到工程建设全过程，包括防水工程的质量安全要求。
2019 年 11 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	桥梁隧道、地下管廊、岛礁设施、海工设施等领域用长寿命防水防腐阻燃复合材料，改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、水性或高固含量防水涂料等新型建筑防水材料；
2019 年 11 月	《建材行业淘汰落后产能指导目录（2019 版）》	采用二次加热复合成型工艺生产的聚乙烯丙纶类复合防水卷材、聚乙烯丙纶复合防水卷材；棉涤玻纤（高碱）网格复合胎基材料、聚氯乙烯防水卷材（S 型）；单位产品综合能耗超过 200 kg ce/km ² （有胎）或超过 100 kg ce/km ² （无胎）的沥青基防水卷材等被淘汰。
2020 年 7 月	《绿色建筑创建行动方案》	推动绿色建材应用、加强技术研发推广和建立绿色住宅使用者监督机制。
2020 年 10 月	《绿色建筑和绿色建材政府采购基本要求（试行）》	防水卷材和防水涂料的性能应分别符合团体标准 T/CECS 10038-2019《绿色建材评价防水卷材》和 T/CECS 10040-2019《绿色建材评价 防水涂料》的规定。优异的耐久性和环保性是产品入选的必备条件。

资料来源：工信部，住建部，中国建材报，华安证券研究所

沥青类防水卷材热熔工艺限制不得用于地下密闭空间、通风不畅空间、易燃材料附近的防水工程。2021 年 12 月 30 日，住建部发布了《房屋建筑和市政基础设施工程淘汰危及安全生产施工工艺、设备和材料目录（第一批）》，将沥青类防水卷材热熔工艺列为限制类施工工艺。**可替代的材料有高分子增强复合防水卷材、自粘类改性沥青防水卷材、高密度聚乙烯自粘胶膜防水卷材等。**

图表 22 《房屋建筑和市政基础设施工程危及生产安全施工工艺、设备和材料淘汰目录（第一批）》相关内容

施工工艺名称	描述	淘汰类型	限制条件和范围	可替代的施工工艺
沥青类防水卷材热熔工艺（明火施工）	使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材。	限制	不得用于地下密闭空间、通风不畅空间、易燃材料附近的防水工程。	粘接剂施工工艺（冷粘、热粘、自粘）等。
备注	1) 发布之日起 9 个月后，全面停止在新开工项目中使用本《目录》所列禁止类施工工艺、设备和材料。 2) 发布之日起 6 个月后，新开工项目不得在限制条件和范围内使用本《目录》所列限制类施工工艺、设备和材料。 3) 可替代的工艺、设备、材料包括但不限于《目录》中所列名称。 4) 《目录》中列出的工艺、设备、材料淘汰范围，适用于新建、改建、扩建的房屋建筑和市政工程，不适用于限额以下工程、临时工程、日常维修养护工程。			

资料来源：住建部，华安证券研究所

《目录》鼓励新建、改建、扩建的房屋建筑和市政工程使用高分子卷材，将有望使高分子卷材市场明显扩容，防水材料产品结构整体高端化。而有较多高分子卷材产能布局的龙头企业（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）将率先受益。

1.3 乘 BIPV 发展东风，光伏屋面防水有望成为新一增长极

随着防水新材料、新工艺的不断增多，以及建筑防水材料应用技术的不断提高，建筑防水材料应用领域已由房屋建筑领域为主逐步扩大到轨道交通、水利设施等基础设施工程；建筑防水部位也从传统的屋面和地下为主逐步延伸到室内、外墙等部位。应用领域的扩大进一步增强了新型建筑防水材料的市场需求，促进了行业近年来的稳定和快速发展。同时，防水材料工艺的进步以及市场对于建筑物绿色环保的需求为防水材料进入绿色建筑、光伏建筑产业结合提供了有力的条件。

2022 年 1 月初，工信部、住建部等五部门联合印发《智能光伏产业创新发展行动计划（2021-2025 年）》，提出“在有条件的城镇和农村地区，统筹推进居民屋面智能光伏系统，鼓励新建政府投资公益性建筑推广太阳能屋顶系统”。《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》中指出，到 2025 年，全国新增建筑太阳能光伏装机容量 5000 kW 以上。

图表 23 《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》部分重点任务内容

重点任务	具体内容
推动太阳能建筑应用	推进新建建筑太阳能光伏一体化设计、施工、安装，鼓励政府投资公益性建筑加强太阳能光伏应用。加装建筑光伏的，应保证建筑或设施结构安全、防火安全，并应事先评估建筑屋顶、墙体、附属设施及市政公用设施上安装太阳能光伏系统的潜力。 建筑太阳能光伏系统应具备即时断电并进入无危险状态的能力，且应与建筑本体牢固连接，保证不漏水不渗水。 开展以智能光伏系统为核心，以储能、建筑电力需求响应等新技术为载体的区域级光伏分布式应用示范。在城市酒店、学校和医院等有稳定热水需求的公共建筑中积极推广太阳能光热技术。在农村地区积极推广被动式太阳能房等适宜技术。
建筑光伏行动	积极推广太阳能光伏在城乡建筑及市政公用设施中分布式、一体化应用，鼓励太阳能光伏系统与建筑同步设计、施工；鼓励光伏制造企业、投资运营企业、发电企业、建筑产权人加强合作，探索屋顶租赁、分布式发电市场化交易等光伏应用商业模式。

资料来源：住建部，华安证券研究所

在政策暖风频吹之下，BIPV（光伏建筑一体化）的建设正步入快速发展期。对于防水行业而言，虽然建筑光伏屋面中防水的建设成本占比较小，但屋面的防水工程质量关乎整个光伏系统的使用寿命。就我国而言，经济相对发达的中东部地区是分布式光伏发电以及 BIPV 产品的主要市场，而这些地区也正是我国气候环境较为复杂的地区，由于降水量高、强降雨天气多发等原因，其对屋面防水性能要求较高。

《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》中要求“建筑太阳能光伏系统应与建筑本体牢固连接，保证不漏水不渗水”。根据深圳防水协会的相关内容显示，目前市售 BIPV 产品很多都采取拼接或者简单的搭接加自攻螺钉点式固定的方式安装，节点多、可靠性差，没有专门的锁边结构，防水性能无法保证，漏水风险高。因此，**专业、高质量的防水系统应用于光伏屋面至关重要。**

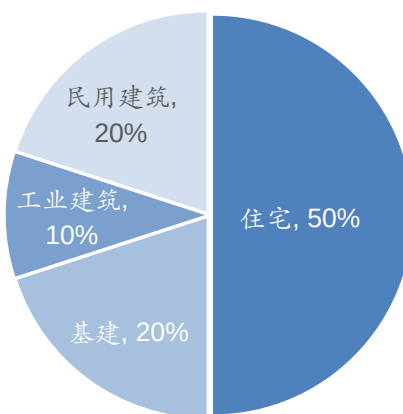
目前，东方雨虹、凯伦股份、北新防水等防水头部企业已推出整套光伏屋面搭配防水卷材的防水解决方案并得以应用。例如，东方雨虹 2021 年与多家光伏企业签署战略合作协议，推动实现 TPO 光伏一体化、既有建筑光伏防水改造、修缮领

域的市场拓展等。

2 增量市场有韧性，建筑修缮空间广阔

2.1 增量市场：地产端筑底企稳，基建端需求有望显著增长

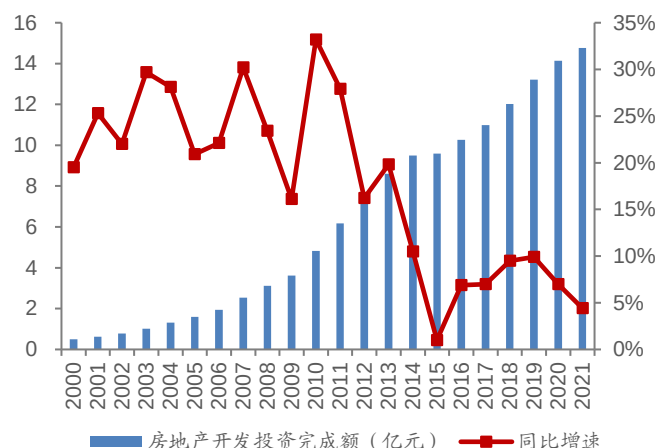
图表 24 防水材料的市场需求占比 (%)



资料来源：雨中情招股说明书（申报稿），华安证券研究所

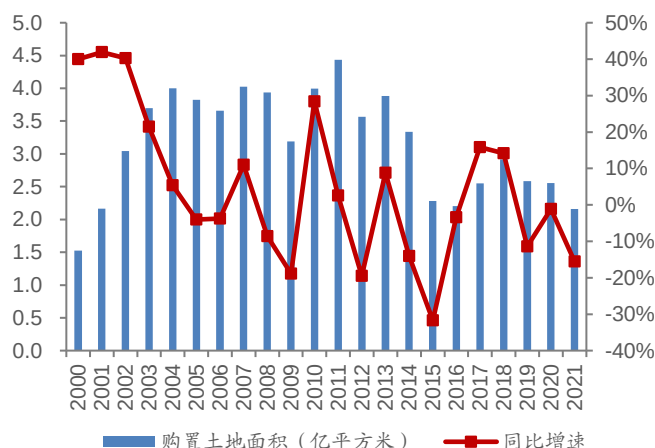
2022 年 2 月，在国新办召开的新闻发布会中住建部表示，2022 年将筹集保障性住房 240 万套，相比 2021 年 40 个主要城市筹建的保障性住房 94.2 万套的规模显著增加。我们认为，保障性住房建设将成为“稳地产”的重要方式，2022 年房地产基本面有望实现筑底企稳，地产端的防水需求亦将随之筑底企稳。

图表 25 房地产开发投资额及同比增速 (亿元, %)



资料来源：wind，华安证券研究所

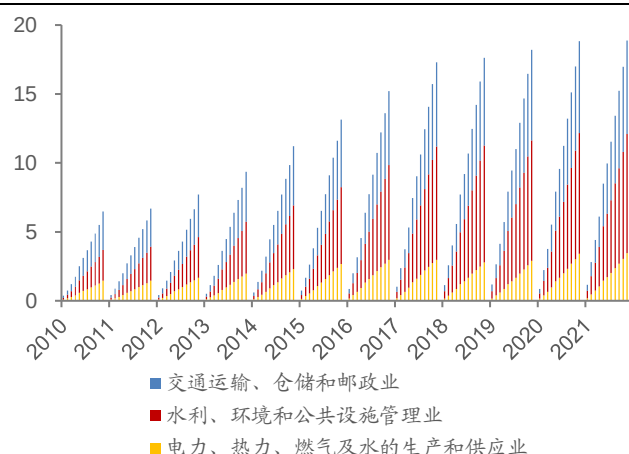
图表 26 购置土地面积及同比增速 (亿平方米, %)



资料来源：wind，华安证券研究所

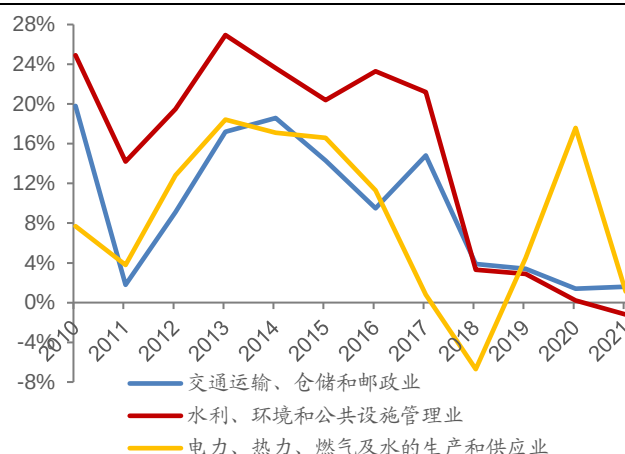
“稳增长”基调持续明确，基建是托底经济的重要抓手。以市政工程为代表的基础设施建设提速，为防水在基建端的需求起到强力支撑。自 2021 年 12 月政治局会议提出“适度超前开展基础设施投资”，各地纷纷积极响应，当前资金和重大项目储备充裕，叠加开工旺季到来，短期内基础设施建设有望再提速。2022 年国家重点支持的市政工程项目建设，如海绵城市、城市立体交通网、地下综合管廊等市政工程，其防水单耗均较高，预计 2022 年地下综合管廊等市政工程基础设施建设的规模增加将显著提振基建端的防水需求。

图表 27 2010-2021 基础设施建设投资额（万亿元）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 28 2010-2021 基础设施建设投资同比增速（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

随着城镇化的推进，我国城市规划对于地下管廊的建设越来越重视。地下综合管廊系统不仅解决城市交通拥堵问题，还极大方便了电力、通信、燃气、供排水等市政设施的维护和检修。此外，该系统还具有一定的防震减灾作用。根据《城市建设统计年鉴》，2020年全国城市地下综合管廊投资约为453.37亿元，已建成的底下综合管廊长度为6151 km。

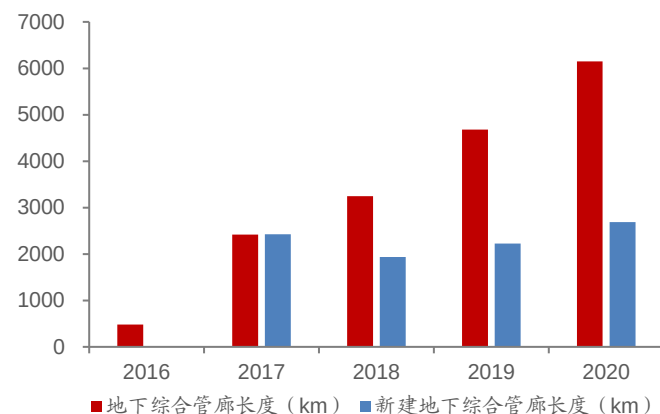
图表 29 关于推进建设地下综合管廊的相关政策梳理

发布时间	机构	文件名称	相关内容
2013 年 9 月	国务院	《关于加强城市基础设施建设的意见》	3 年时间在全国 36 个大中城市开启地下综合管廊试点工程
2014 年 6 月	国务院	《关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》	提高综合管廊建设管理水平，探索投融资、建设维护、定价收费、运营管理等模式
2015 年 8 月	国务院	《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》	提出编制综合管廊专项规划，完善标准规范，是首部国家综合性指导意见
2016 年 4 月	住建部	《关于建立全国城市地下综合管廊建设信息周报制度的通知》	进一步对综合管廊施工管理作出要求
2017 年 5 月	住建部	《关于印发全国城市市政基础设施建设“十三五”规划的通知》	2020 年城市地下综合管廊建成规模达到 8000 公里
2018 年 1 月	国务院	《关于推进城市安全发展的意见》	提出有序推进城市地下管网依据规划采取地下综合管廊模式进行建设
2019 年 3 月	第十三届全国人大第二次会议		继续推进综合管廊建设，更新水、电、路、气等配套设施，打造宜居城市
2019 年 6 月	住建部	《城市地下综合管廊建设规划技术导则》	为贯彻落实党的十九大提出的高质量发展要求，指导各地进一步提高城市地下综合管廊建设规划编制水平，因地制宜推进城市地下综合管廊建设，组织编制了《城市地下综合管廊建设规划技术导则》
2019 年 11 月	住建部、工信部等	《关于进一步加强城市地下管线建设管理有关工作的通知》	健全城市地下管线综合管理协调机制；推进城市地下管线普查；规范城市地下管线建设和维护

资料来源：住建部，中国政府网，华安证券研究所

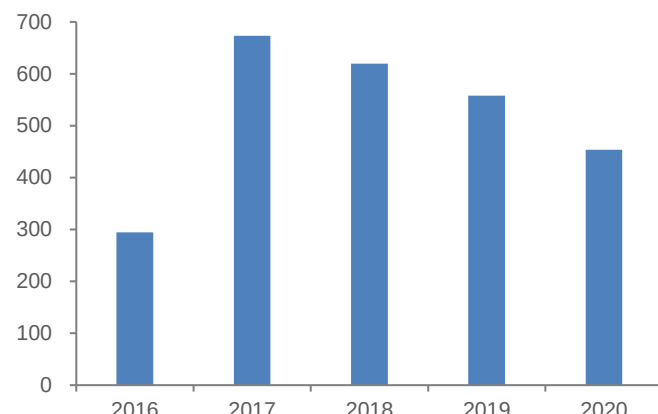
2022 年，在“稳增长”不断强化下，地下综合管廊建设有望迎来快速增长。而根据《湖北省城市地下综合管廊工程消耗量定额及全费用基价表（2018）》中对城市地下综合管廊防水工程的计价标准来看，防水工程的单方造价约为 50-100 元/平方米，高于一般建筑工程中的防水造价。

图表 30 2016-2020 全国城市新建地下综合管廊长度 (km)



资料来源：2016-2020 年城市建设统计年鉴，华安证券研究所

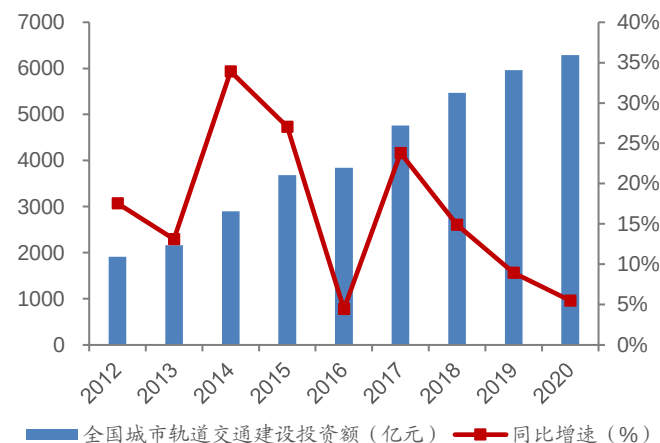
图表 31 2016-2020 全国地下综合管廊建设投资额 (亿元)



资料来源：2016-2020 年城市建设统计年鉴，华安证券研究所

城市轨道交通建设提速，增加防水的市场需求。截至 2021 年末，全国城市轨道交通运营总里程为 9192.62 公里，同比增长 15.34%，2012-2021 年末，年均复合增长率为 18.05%。在新型城镇化的背景之下，城市轨道交通建设驶入快车道，城轨交通运营线路总长度持续快速增长。

图表 32 2012-2020 全国轨道交通投资额及同比增速 (亿元，%)



资料来源：中国城市轨道交通协会，华安证券研究所

图表 33 2012-2021 全国城市轨道交通运营线路网长度及同比增速 (km，%)



资料来源：中国城市轨道交通协会，华安证券研究所

《工程规范》预期落地，防水行业市场空间扩容。2019 年 8 月，住建部发布 40 项建设工程规范的征求意见稿，其中，对建筑和市政工程以及住宅防水工程的设计年限做出了明确的提升规定。并且《规范》要求防水材料应满足设计工作年限的要求，对于地下有结构自防水体系的，结构自防水应满足相应的防水设计工作年限，与其配套的外设防水层应选用耐久性适宜的材料。对于屋面、外墙、室内等部位的防水材料耐久性单层使用的不应低于防水设计工作年限，通过多道使用的防水层应

选用耐久性适宜的材料。

《规范》落地对防水行业的影响一方面在于设计年限的提高将直接增加防水材料用量（增加防水卷材的层数才能达到工作年限要求）；另一方面，《规范》中对防水材料的性能做了一系列的要求，非标的防水产品或逐步遭到淘汰。因此，我们认为《规范》预期落地带来的防水增量市场，将会由防水产品品质领先的头部企业所占据，以往靠“偷工减料”获取利润的中小防水企业将更难以生存。

图表 34 《建设工程规范》（征求意见稿）防水工作年限要求

时间	文件	防水部位	工作年限
2019/2/15	《建筑 and 市政工程防水通用规范（征求意见稿）》	地下工程防水	不应低于工程结构设计工作年限
		屋面工程防水	不应低于 20 年
		外墙工程	不应低于 25 年
		室内工程防水	不应低于 15 年
		道路桥梁工程路面（桥面）防水	不应低于路面结构（桥面铺装）设计工作年限
		非侵蚀性介质蓄水类工程防水系统	不应低于工程结构设计工作年限
2019/8/30	《住宅项目规范（征求意见稿）》	结构	不应低于 50 年
		屋面防水	不应低于 20 年
		卫生间防水	不应低于 15 年
		地下工程防水	不应低于建筑结构设计工作年限（即 50 年）

资料来源：住建部，华安证券研究所

防水行业的增量市场空间测算

根据《北京市建设工程计价依据——预算消耗量标准（费用项目市场化计价案例指引）》（2022 年 2 月版），《指引》中以总建筑面积为 21.49 万平方米的某建筑住宅工程为例，其防水工程消耗量合计为 22 万平方米，与住宅的建筑面积接近。此外，根据卓宝科技防水网站公布的公司获“鲁班”奖、“金禹”奖的多个包括科研、文体中心、商业中心、工厂厂房、办公楼、医院、机场航站楼等多种类型建筑的防水工程案例显示，主要类型的民用和公共建筑的防水面积占总建筑面积的比重在 40%-80%之间，考虑到上述工程建设中防水施工的工程消耗量以及部分建筑的防水质量要求高于一般住宅的情况，我们认为以建筑面积作为防水工程的消耗量具备合理性。

假设：

1) 2022-2025 年防水工程单价每年提升 1 元/m²；

2) 2022-2025 年，住宅、商业及服务用房竣工面积增速为 0.5%；文化体育娱乐用房竣工面积增速为 2%；厂房仓库竣工面积增速分别为 5%、4%、3%、2%；

3) 防水的增量市场中基建占比约为 20%，房地产端约为 80%；则将房地产端的防水增量市场空间乘以 1.25 估算可得防水行业的增量市场空间总和。

据此我们估算防水行业 2022-2025 年的增量市场空间约为 1415 /1475 /1534 /1592 亿元。

图表 35 防水行业增量市场空间测算

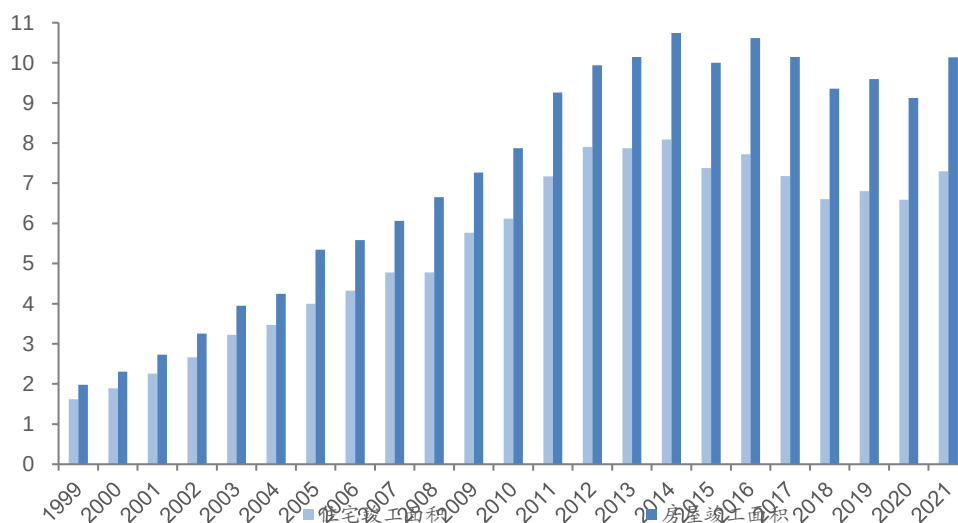
单位: 亿 m ² 、元/m ²	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
住宅	28.40	28.04	27.84	27.11	25.91	27.06	27.19	27.33	27.47	27.60
同比增速 (%)	0.00%	-1.29%	-0.70%	-2.64%	-4.42%	4.44%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
厂房仓库	3.61	3.48	3.53	3.41	3.41	4.06	4.26	4.43	4.56	4.65
同比增速 (%)	-3.77%	-3.58%	1.29%	-3.25%	0.02%	18.82%	5.00%	4.00%	3.00%	2.00%
商业及服务用房	3.03	2.96	2.82	2.86	2.57	2.53	2.54	2.55	2.57	2.58
同比增速 (%)	5.56%	-2.37%	-4.77%	1.48%	-10.15%	-1.64%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
科研教育医疗用房	1.77	1.88	1.82	1.81	1.82	2.09	2.11	2.13	2.15	2.18
同比增速 (%)	6.61%	6.02%	-2.73%	-1.05%	0.71%	14.97%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
文化体育娱乐用房	0.42	0.44	0.40	0.40	0.37	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45
同比增速 (%)	-4.05%	3.87%	-8.64%	0.00%	-8.33%	11.61%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
竣工面积合计	37.24	36.80	36.41	35.59	34.08	36.15	36.53	36.87	37.19	37.46
同比增速 (%)	0.30%	-1.19%	-1.04%	-2.27%	-4.24%	6.06%	1.05%	0.95%	0.85%	0.73%
防水工程单价	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
地产端增量市场空间 (亿元)	931	957	983	996	988	1084	1132	1180	1227	1274
防水增量市场空间合计 (亿元)	1164	1196	1229	1246	1235	1355	1415	1475	1534	1592

资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 存量市场: “后建筑”时代到来, 防水大有可为

随着存量建筑进入翻新维护高峰, 存量住房翻修有望成为未来防水市场需求的重要驱动力。根据发达国家经验, 存量建筑的修缮、翻新已成为防水行业的主要需求来源。以美国为例, 2017 年美国公用建筑的防水需求中应用于建筑修缮、翻新的比例约为 75%; 房屋住宅建筑中翻新用防水占住宅防水总需求的 82%。

图表 36 1999-2021 全国房屋/住宅竣工面积 (亿平方米)

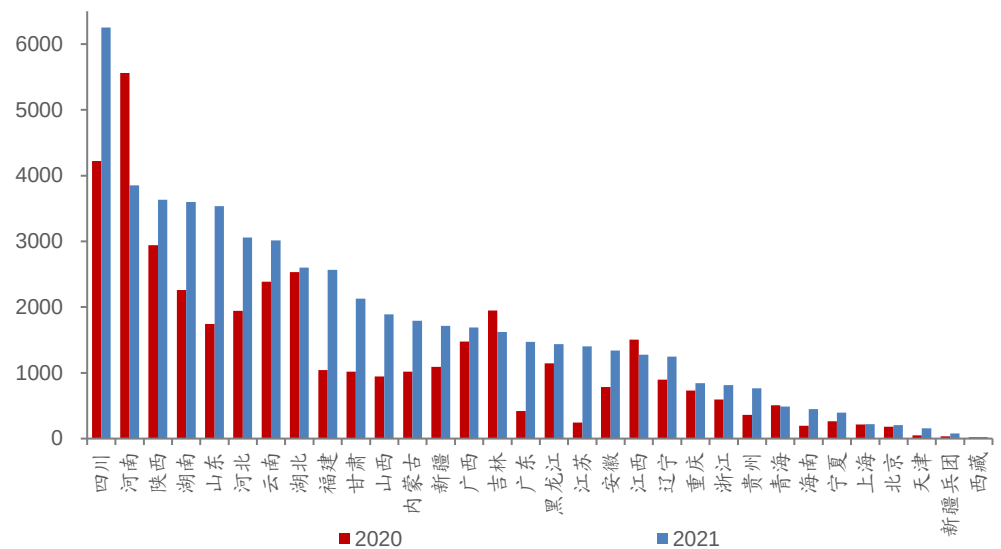


资料来源: wind, 华安证券研究所

从城市发展的角度而言，我国正逐步进入城市更新的重要时期，大规模的增量建设转为存量提质改造和增量结构调整并重。自国家部署实施城市更新行动决策以来，各地陆续出台了城市更新相关的政策法规，完善制度机制，加速推进老厂区、街区、老旧小区改造、居住社区建设、既有建筑改造、城市基础设施和公共服务设施更新改造等城市更新项目的落地。据住建部的不完全统计，截至 2021 年底，全国 411 个城市共实施 2.3 万个城市更新项目，总投资达 5.3 万亿元。

城镇老旧小区改造是重大民生工程和发展工程。根据国家定调，2020 年起，“旧改”接棒“棚改”，在资金上也得到支持。国务院办公厅于 2020 年 7 月印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求将符合条件的城镇老旧小区改造项目纳入地方政府专项债券支持范围。

图表 37 各省 2020/2021 老旧小区改造开工量（户）



资料来源：住建部，华安证券研究所

图表 38 各省 2022 年政府工作报告中 2021-2022 年老旧小区改造情况

地区	2021	2022
安徽	改造棚户区 15.6 万套、老旧小区 1341 个	改造提升老旧小区 1000 个
北京	完成老旧小区改造 177 个	-
福建	新开工老旧小区改造 39 万户	基本完成 2000 年底前建成的老旧小区改造任务
甘肃	改造老旧小区 2126 个	改造老旧小区 1599 个
广东	开工改造城镇老旧小区超过 1500 个	开工改造城镇老旧小区 1000 个以上
广西	改造棚户区、城镇老旧小区 22.53 万套	改造棚户区、城镇老旧小区 12 万套
贵州	新开工老旧小区改造 17 万户	新开工老旧小区改造 21.32 万户
海南	老旧小区改造项目开工 450 个	-
河北	完成老旧小区改造 3057 个	改造城镇老旧小区 3698 个
河南	改造城镇老旧小区 71.5 万户	-
黑龙江	城镇老旧小区改造开工 46.9 万户	城镇老旧小区改造开工 35 万户以上。
湖北	老旧小区改造 71.3 万户	改造老旧小区 3053 个
湖南	2020 年计划改造的 2135 个老旧小区全部完工，2021 年计划改造的 3529 个老旧小区全部开工	-
吉林	开工改造城镇老旧小区 1100 个	1623 个城镇老旧小区改造全部开工
江苏	改造城镇老旧小区 1402 个	-
江西	2020 年计划改造的城镇老旧小区全部完工，2021 年计划改造的全部开工	完成 2021 年纳入计划的城镇老旧小区改造任务，开工改造城镇老旧小区 1062 个
辽宁	改造城镇老旧小区 1246 个	改造城镇老旧小区 1000 个
内蒙古	实施老旧小区改造 23.8 万户	实施城镇老旧小区改造 21.37 万户
宁夏	改造老旧小区 4.75 万户	改造老旧小区 5 万户
青海	5.15 万套城镇老旧小区	加快城镇老旧小区、老化管网和排水防涝设施更新改造
山东	老旧小区改造分别新开工 65.56 万户	开工改造老旧小区 67.1 万户
山西	老旧小区改造新开工 1891 个	棚户区住房改造开工 9500 套
陕西	改造城镇老旧小区 3634 个	改造城镇老旧小区 2192 个
上海	系统化改造老旧小区 24 个、122 万平方米	改造老旧小区 7 个
四川	城镇老旧小区改造新开工 6245 个	新开工改造城镇老旧小区 5300 个
天津	超 700 万平方米老旧小区改造全面开工	-
西藏	-	改造城镇老旧小区 31 个
新疆	实施城镇老旧小区改造，惠及城镇居民 23.15 万户	完成 1273 个老旧小区、20.39 万户改造任务
云南	开工改造老旧小区 3014 个、棚户区 6.14 万套	新开工改造老旧小区 1500 个
浙江	改造老旧小区 814 个	开工改造城镇老旧小区不少于 600 个、7500 栋
重庆	累计完成老旧小区和棚户区改造 3568 万平方米	新开工改造 1277 个城镇老旧小区

资料来源：各省政府工作报告，华安证券研究所

根据国家规划，到“十四五”末，力争基本完成 2000 年底前建成的城镇老旧小区的改造任务。根据住建部的初步统计，此轮旧改范围涉及 21.9 万个老旧小区老旧小区，改造总面积约 40 亿平米。2021 年开工 5.56 万个，2019-2021 年底，老旧小区改造已累计开工 11.2 万个。

假设老旧小区改造的防水工程只涉及多层住宅屋面板更换工程，且老旧小区住

宅均为6层住宅，则粗略测算需要进行屋面板更换的面积约为6.67亿平方米。我们以北京市住建委发布的《北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》为标准，并根据定期发布的《北京市老旧小区综合改造工程计价指数》对老旧小区改造中的防水工程单方造价进行了调整，据此我们测算“十四五”期间，老旧小区改造可拉动的防水需求将超过3000亿元。并且此需求空间只考虑了基本的旧改防水工程，如果考虑到全部旧改项目，则对防水的需求拉动力度会更大。

图表 39 部分老旧小区改造工程中的防水工程情况

老旧小区改造工程	主要材料	单位	单方消耗量	单方造价 (元/m ²)
多层住宅平改坡工程	SBS 防水卷材	m ²	1.691	195
多层住宅屋面板更换工程	SBS 防水卷材	m ²	3.788	457
多层住宅加装电梯工程	SBS 防水卷材	m ²	1.331	135
	防水涂料	kg	0.487	9.7
高层住宅节能改造工程	SBS 防水卷材	m ²	0.061	7.4
	防水涂料	kg	0.718	14.4
多层住宅节能改造工程	防水涂料	kg	0.757	15.1
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	防水涂料	kg	0.613	12.3
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	防水涂料	kg	1.688	33.8
高层塔式住宅节能改造工程	防水涂料	kg	0.731	14.6
锅炉房煤改气工程	聚氨酯防水涂料	kg	2.219	44.4

注：表中各工程的防水单方造价为经过2021年下半年的工程造价指数调整后的价格

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》，《第九期北京市老旧小区综合改造工程计价指数》，华安证券研究所

考虑到部分当年开工的老旧小区改造工程要到第二年才会进入防水工程的改造。据此，我们估算2022-2025年老旧小区的改造数量分别为4/3/2.5/2.5万个，所涉及的屋面板改造面积分别为1.22/0.91/0.75/0.75亿平方米。另外，由于原材料价格的趋势性上涨以及人工成本的提高，2022-2025年屋面板更换工程中的防水单方造价随之上涨，假设分别为465/470/475/480元/平方米；由此，我们可以测算得到2022-2025年老旧小区改造拉动的防水需求分别为566/429/359/362亿元。

图表 40 老旧小区改造拉动的防水需求测算

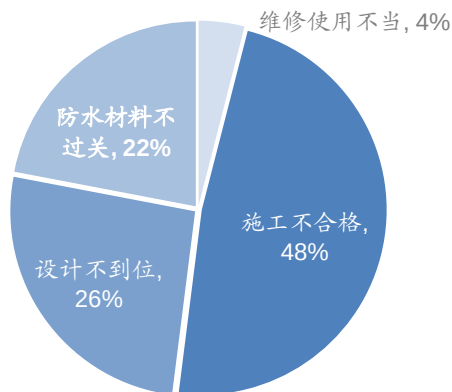
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
老旧小区数量（个）	2.0	3.9	4.0	4.0	3.0	2.5	2.5
老旧小区面积（亿 m ² ）	3.73	7.12	7.31	7.31	5.48	4.53	4.53
屋面板面积（亿 m ² ）	0.62	1.19	1.22	1.22	0.91	0.75	0.75
防水工程造价（元/m ² ）	406	440	457	465	470	475	480
防水需求（亿元）	252	523	556	566	429	359	362

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标（2017）》，《北京市老旧小区综合改造工程计价指数》，华安证券研究所

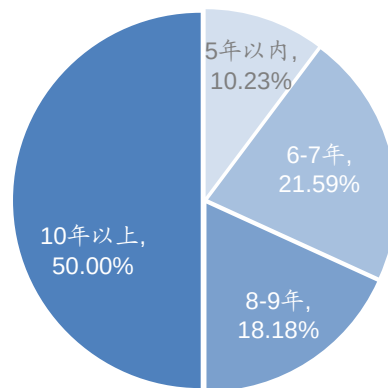
实际上，老旧小区改造所涉及的防水需求，只是防水存量市场中的一小部分。

广泛的民用建筑、公共建筑以及工业厂房、仓储等建筑亟待更新改造。并且，随着防水改造、建筑修缮技术的逐渐优化，防水改造的范围也趋于多元化，屋顶、外墙、地面、电梯井、地下室等均是防水改造的主要作业面。若以房屋竣工面积作为防水存量市场的主要衡量指标，以约 10 年的防水更新周期来看，2012 年及以前的竣工房屋已经进入翻新周期，累计的存量市场约 80 亿平方米，且每年将新增近 10 亿平方米的防水修缮需求。

图表 41 国内建筑室内渗漏问题出现的原因



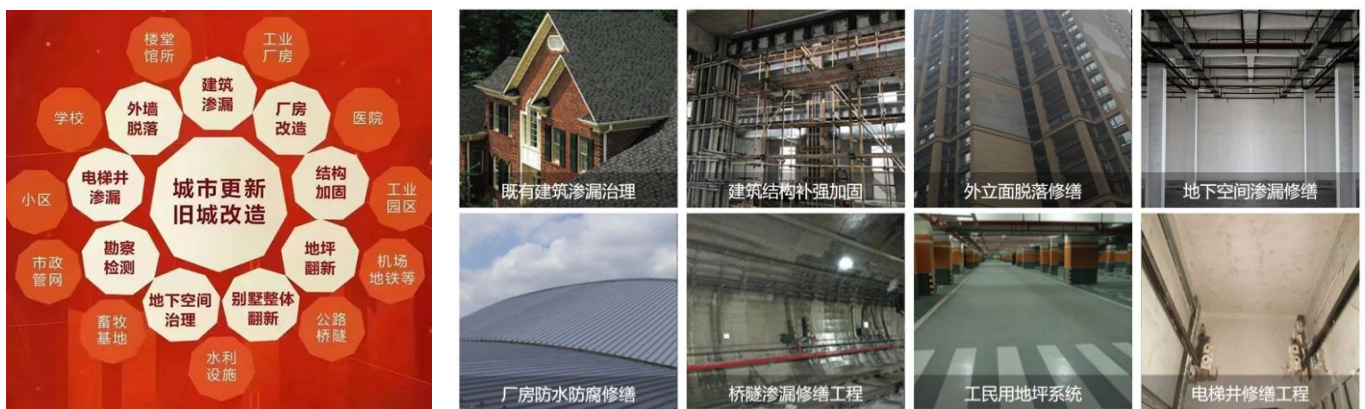
图表 42 房屋翻修的时间间隔



资料来源：中国建筑室内防水发展白皮书，华安证券研究所

资料来源：中国建筑室内防水发展白皮书，华安证券研究所

图表 43 东方雨虹建筑修缮业务范畴



资料来源：东方雨虹建筑修缮官网及微信公众号，华安证券研究所

根据中国建筑防水协会的统计，防水工程占建安工程总造价的比例约为 2%-3%，若以 2%来估算，则新做防水的客单价约为 40-70 元/平方米。而根据市场数据，目前防水维修的客单价约为 100 元/平方米，普遍高于新做防水。我们认为主要原因是防水工程改造中的施工难度加大（需要进行去除原有防水层等工序），且更新改造多涉及到防水产品的升级，并且包含配套的施工服务，因此也会有明显溢价。对防水企业来讲，修缮业务拥有更高的毛利率。若按照新做防水客单价平均 50 元/平方米计算，防水维修客单价平均 70 元/平方米计算，当未来增量市场全部转化为存量市场时，仅从单价来看市场空间也将提升 40%左右。防水维修、更新的量价齐升将为防水行业带来巨大的市场空间。

图表 44 部分民用建筑工程造价参考指标

		多层	小高层	高层
住宅建安工程造价 (元/m ²)	平均价格	1908	2164	2451
	范围	1337-3044	1562-3836	1739-3796
防水客单价估算 (元/m ²)	平均价格	38	43	49
	范围	27-61	31-77	35-76

注：住宅建安工程造价范围为 2021 年下半年省会城市住宅建安工程造价

资料来源：建设工程造价信息网，华安证券研究所

防水行业的市场空间测算

假设：

1) 根据工程造价相关知识与中国建筑防水行业协会的统计数据，我们以房地产投资总额中建筑安装工程费用占比为 40%，其中，防水工程造价占比以 2.4%计；基础设施建设投资总额中建筑安装工程费用占比为 50%，其中，防水工程造价占比以 0.5%计来估算防水行业的市场空间；

2) “房住不炒”基调延续，预计房地产行业增速将维持较低水平，2022-2025 年的房地产投资增速保持为 2%不变；“稳增长”背景下，基建投资增速有望获得明显增长，我们假设 2022-2025 年的基建投资增速分别为 6% /4% /2% /2%；

根据以上假设，我们测算得出 2022-2025 年的防水行业市场空间分别为 2003 /2053 /2094 /2136 亿元，分别同比增长 3.0% /2.5% /2.0% /2.0%，保持温和增长。

图表 45 防水行业市场空间测算

年度	房地产开发投资额 (万亿元)	同比 增速 (%)	基础设施 建设投资额 (万亿元)	同比 增速 (%)	房地产建筑 安装工程费 (万亿元)	地产端 市场空间 (亿元)	基础设施建 设建筑安装 工程费 (万亿元)	基建端 市场空间 (亿元)	市场空间 合计 (亿元)
2015	10.26	6.9%	13.13	17.3%	4.10	985	6.56	328	1313
2016	10.98	7.0%	15.20	15.7%	4.39	1054	7.60	380	1434
2017	12.03	9.5%	17.31	14.9%	4.81	1155	8.65	433	1587
2018	13.22	9.9%	17.62	1.8%	5.29	1269	8.81	440	1710
2019	14.14	7.0%	18.21	3.3%	5.66	1358	9.10	455	1813
2020	14.76	4.4%	18.83	3.4%	5.90	1417	9.41	471	1888
2021	15.35	4.0%	18.87	0.2%	6.14	1474	9.43	472	1945
2022E	15.66	2.0%	20.00	6.0%	6.26	1503	10.00	500	2003
2023E	15.97	2.0%	20.80	4.0%	6.39	1533	10.40	520	2053
2024E	16.29	2.0%	21.21	2.0%	6.52	1564	10.61	530	2094
2025E	16.62	2.0%	21.64	2.0%	6.65	1595	10.82	541	2136

注：2018 年及以后的基础设施建设投资额由国家统计局公布的基础设施建设投资同比增速反推得出

资料来源：wind，华安证券研究所

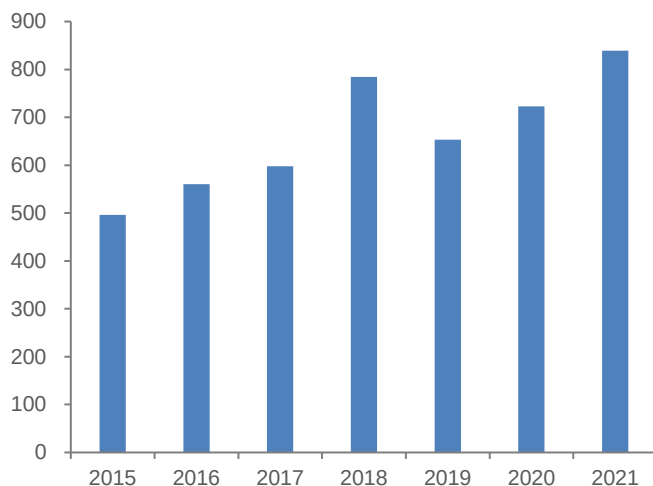
3 整合与出清加速，防水头部企业有望持续受益

3.1 集中度提升依然为防水行业发展的主要逻辑

长期以来，国内防水行业集中度较低、市场较为分散，“大行业、小企业”是行业的标签。我们认为造成防水行业市场格局分散的原因主要基于以下几点：一是行业生产进入门槛低，固定资产投资额较小。二是防水产品属于隐蔽工程，业主不容易发现或要鉴别品质需要较长时间，同时，不规范产品的成本明显低于正规产品，开发商或装修公司基于成本考量，使得低端和不规范产品盛行。三是市场准入和监管不严。而随着建筑工程质量标准和工程招投标监管的趋严，防水产品提标、非标产品逐渐退出市场将是顺势所趋。

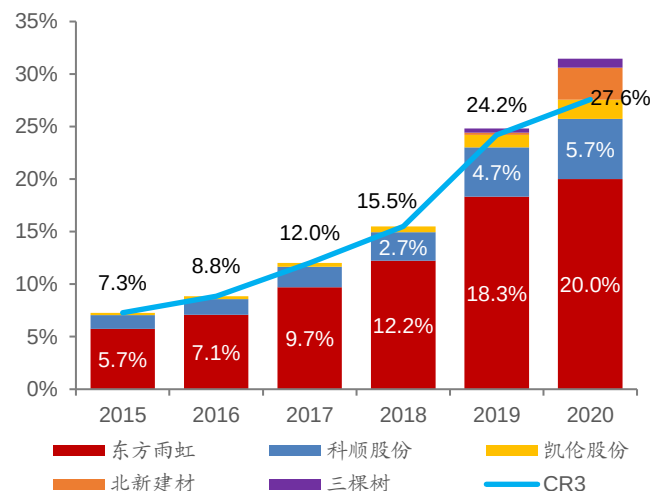
2020 年，防水行业 CR5 约为 30%，其中，东方雨虹占 20%。根据中国建筑防水协会的统计，2021 年规模以上防水企业的数量为 839 家，相比 2020 年增加 116 家。我们认为未来以规模以下企业为代表的行业落后产能会加速出清，规模以上企业将抢占市场份额，其营收占比预计不断提升，呈现强者恒强的发展格局。以防水行业主要上市公司的营业收入（北新建材、三棵树为防水业务）与规模以上防水企业主营业务收入之比来看，2020 年，防水行业 CR3（东方雨虹、科顺股份、凯伦股份）为 27.58%，同比提高 3.37 pct；加上北新建材与三棵树防水，防水行业 CR5 为 31.45%，同比提高 6.63 pct。

图表 46 规模以上（主营业务收入 2000 万元以上）防水企业数量



资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

图表 47 2015-2020 防水行业主要上市公司的市占率情况

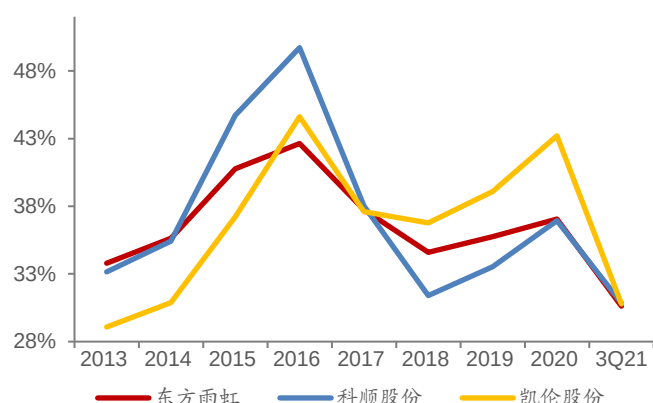


资料来源：中国建筑防水协会，wind，华安证券研究所

当前，防水行业已逐步进入增量转存量时期。在此阶段，企业高质量的增长将更为关键，在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对未来的存量市场博弈。此时在业绩增长的同时实现报表改善的企业，或说明其战略领先竞争对手，具有显著的护城河。

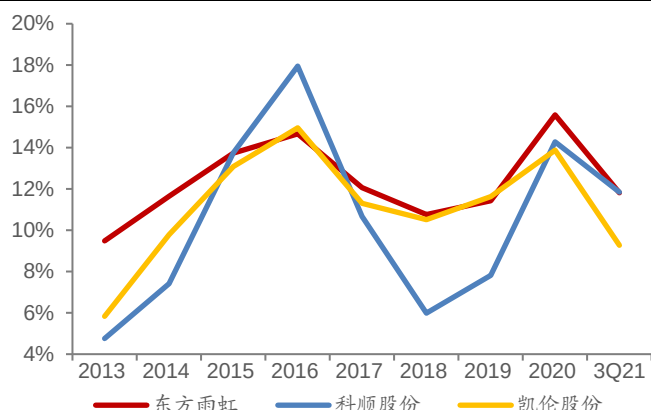
另一方面，2021 年部分房企风险暴露，资金链紧张，地产端的需求疲软，叠加原材料价格的高位运行，防水行业利润持续承压，中小防水企业退出进程有望加速。并且部分地产企业的出清可能对其绑定的建材供应商造成严重打击。重视客户质量、重视回款、重视渠道广度的消费建材企业方能在新阶段保持稳健增长。

图表 48 防水行业主要上市公司销售毛利率情况 (%)



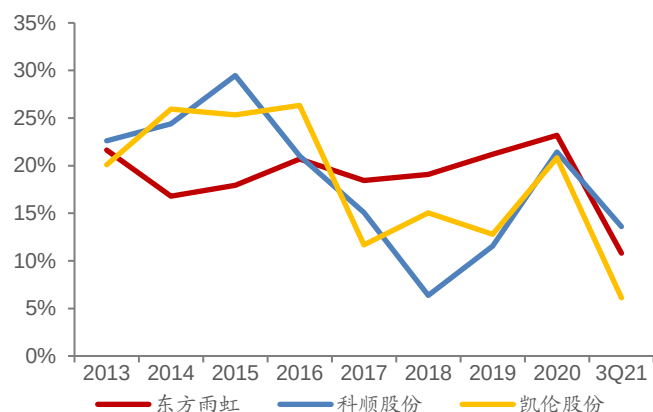
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 49 防水行业主要上市公司销售净利率情况 (%)



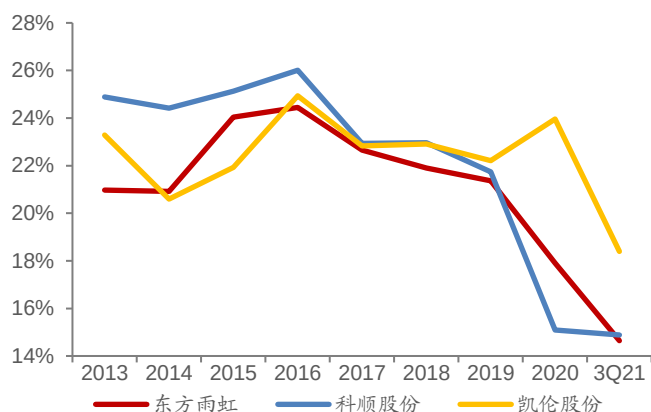
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 50 防水行业主要上市公司摊薄 ROE (%)



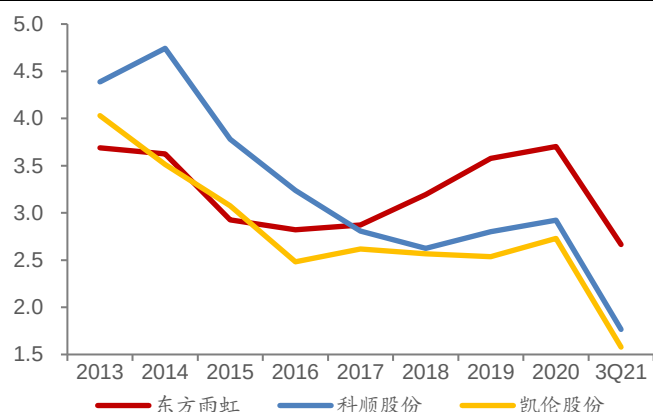
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 51 防水行业主要上市公司销售期间费用率 (%)



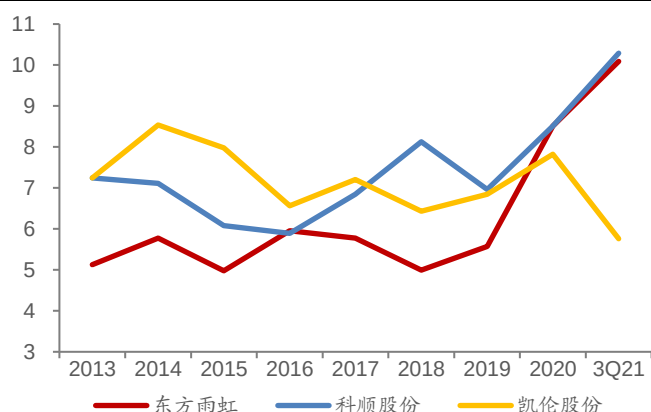
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 52 防水行业主要上市公司应收账款周转率情况



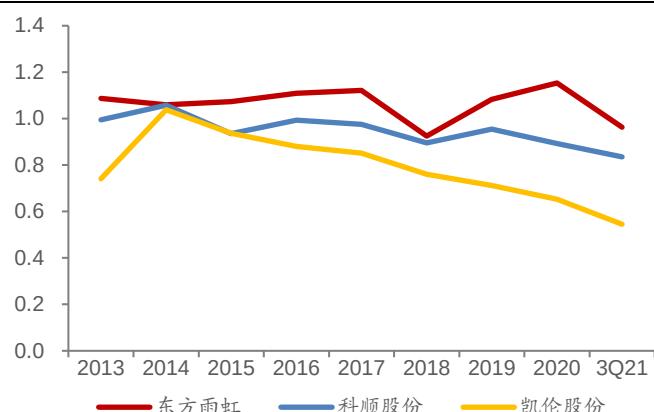
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 53 防水行业主要上市公司存货周转率情况



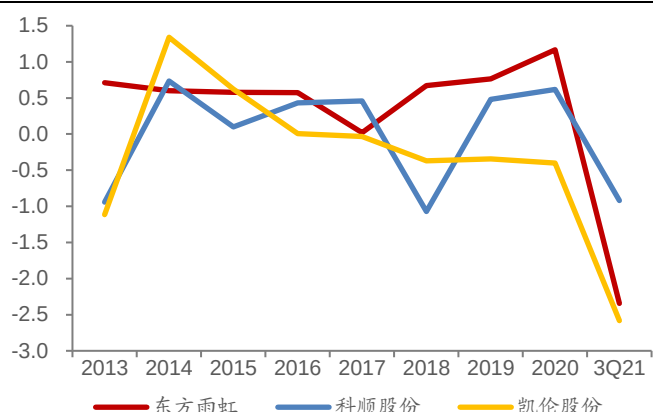
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 54 防水行业主要上市公司收现比情况



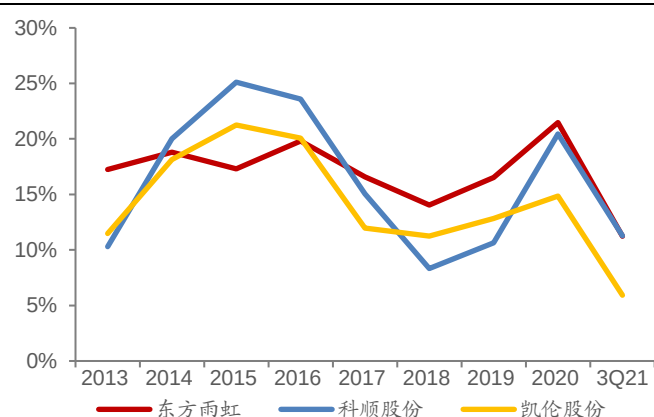
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 55 防水行业主要上市公司净现比情况



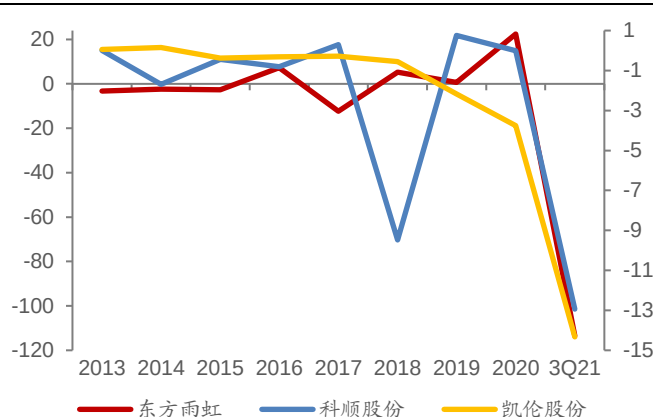
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 56 防水行业主要上市公司 ROIC (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 57 防水行业主要上市公司 FCFF (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2 新进入者加速防水行业整合，头部企业或开启竞合新时代

防水行业的快速发展受到资本关注，行业跨界兼并重组频繁，2019 年，三棵树、北新建材相继大举进入防水市场。北新建材收购了四川蜀羊、盘锦禹王和金拇指各 70% 股权，三棵树收购了广州大禹 70% 股权。2021 年，北新建材进一步对旗下防水企业进行整合，收购了四川蜀羊、盘锦禹王剩余的 30% 股权。北新建材、三棵树等跨界龙头对防水行业的竞争格局产生了不可忽视的影响。我们认为，实力强劲的新进入者将加速防水行业的整合进程，整体来看其影响利大于弊。

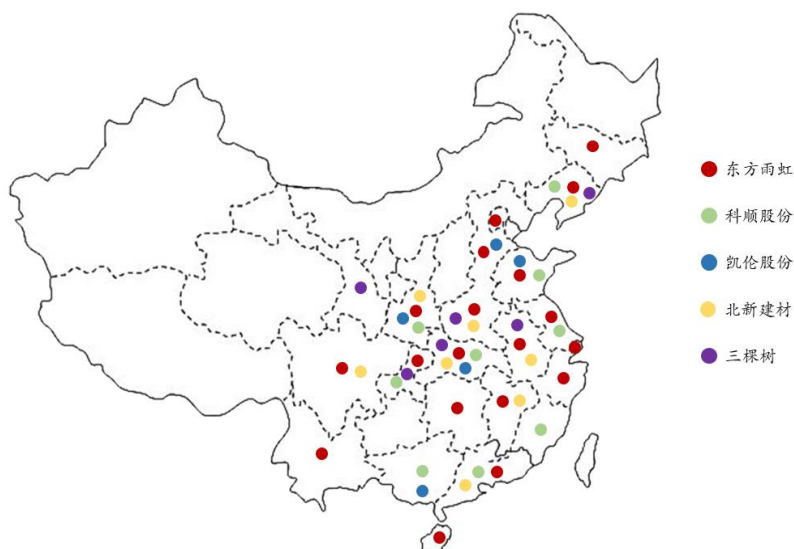
图表 58 北新建材历次收购防水企业的情况梳理

时间	收购公司	收购比例	收购金额 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	经营现金流量净额 (万元)
收购公司 2018 年度主要财务指标						
2019/8/26	四川蜀羊	70%	34650	61142	6911	-
2019/10/31	金拇指	70%	27300	57734	5957	-2421
	禹王防水	70%	14193	88	-262	6048
	四川禹王	70%	9800	13107	1219	1451
	安徽禹王	70%	31500	34434	5630	169
	湖北禹王	70%	5922	12577	1510	239
	广东禹王	70%	4900	1735	-188	2946
	禹王工程	70%	1582	3635	298	-3
	禹王橡胶	70%	7	118	21	3
	禹王化纤	70%	8957	10306	833	1017
收购公司 2019 年度主要财务指标						
2021/2/8	上海台安	70%	22253	22573	4185	-1598
2020/12/30	苏州防水院	100%	6921	4317	130	-141
收购公司 2020 年度主要财务指标						
2021/3/30	禹王防水	30%	11100	96700	7830	46532
	四川禹王	30%	8850	22715	4123	1717
	安徽禹王	30%	26014	66068	13231	1259
	湖北禹王	30%	2400	4709	80	120
	广东禹王	30%	30	18123	2352	2506
	禹王工程	30%	3300	15174	-135	-515
	禹王橡胶	30%	450	922	48	-21
	禹王化纤	30%	58000	7135	1064	838
2021/9/23	四川蜀羊	30%	23085	103798	14041	-5347
	天津澳泰	70%	7744	13336	1082	-76
	成都赛特	70%	3837	6972	383	278

资料来源：公司公告，华安证券研究所

从布局来看，我们认为中短期内防水企业仍在跑马圈地，主要龙头的区域重合度低，直接竞争情况较少。挤占中小企业份额的空间仍然很大，龙头之间的竞争程度并不是行业发展的主要矛盾。

图表 59 当前防水行业主要上市公司防水业务省域布局



资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

与此同时，即使在市场份额提升至一定阶段后，龙头企业之间直接竞争加剧，我们认为发生价格战或资金战的可能性也较小，主要基于防水行业自身的特点：

1) 防水工程（材料+施工）在工程总预算中占比一般不超过 3%，下游客户对防水的质量敏感性大于其价格敏感性。且随着行业质量标准持续提升，对于大型客户来说，价格因素的决定性将越来越弱；

2) 履约保证金模式正在逐步减少，一方面是由于政策规定，另一方面是保证金对头部地产商改善现金流作用较为有限，对施工方来说并不是双赢模式。因此，新进入者也很难单纯凭借资金实力快速开拓 B 端渠道。

图表 60 关于加快推进实施工程担保制度的政策文件主要内容

文件	主要内容
《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见（征求意见稿）》	投标担保： 投标保证金不得超过招标项目估算价的 2%，最高不超过 80 万元。 履约担保： 采用最低价中标的工程应当推行高保额履约保函，且金额应在招标文件中确定。 工程款支付担保： 对建设单位将开展诚信评价，评价结果作为支付担保的重要依据，规范建设单位行为。发现工程款拖欠的工程依法予以停工。 质量保证担保： 保函金额不得超过工程价款结算总额的 3%，建设单位到期未退还保证金的，应作为不良行为记入信用记录。 推行工程保函替代保证金。投标保证金、履约保证金、工程质量保证金、农民工工资保证金，建筑企业可以保函的方式缴纳，对于银行保函，建设单位和有关部门不得拒绝。工程保函的保费应计入工程造价。
《关于进一步加强房屋建筑和市政基础设施工程招标投标监管的指导意见》	推动市场形成价格机制，实施工程造价供给侧结构性改革，招标人不得将未完成审计作为延期工程结算、拖欠工程款的理由。 强化合同履约监管，加强建筑市场和施工现场“两场”联动，将履约行为纳入信用评价。 优化招标投标市场环境，加快推行工程担保制度，推行银行保函制度；加大信息公开力度，公开招标的项目信息，接受社会公众的监督； 完善建筑市场信用评价机制，推动建筑市场信用评价结果在招标投标活动中的规范应用； 加快推行工程担保制度。推行银行保函制度，在有条件的地区推行工程担保公司保函和工程保证保险。 招标人要求中标人提供履约担保的，招标人应当同时向中标人提供工程款支付担保。对采用最低价中标的探索实行高保额履约担保。

资料来源：住建部，华安证券研究所

防水行业“一超”明确、“多强”或仍存变数。对于近年来防水行业新进入者带来的影响，我们认为行业最终形成寡占格局的结果不变，但过程会被加速。与此同时，除东方雨虹已具备显著的竞争优势，坐稳行业绝对龙头地位外，余下的几家寡头是谁，或将存在更多的变数。从TOP 500 房企的防水材料品牌首选率来看，东方雨虹和科顺股份持续保持在行业前两名，北新防水快速挤进前三名，三棵树也已崭露头角。

图表 61 2015-2021 TOP500 房企防水材料首选率

2015		2016		2017		2018		2019		2020		2021	
公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率
东方雨虹	29%	东方雨虹	30%	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%
科顺	14%	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%
宏源	10%	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%
卓宝	9%	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%
德生	6%	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%
蓝盾	5%	德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	雨中情	6%
禹王	5%	大禹	4%	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树	5%
宇虹	3%	禹王	4%	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹	5%
大明	3%	宇虹	3%	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%
金雨伞	1%	大明	2%	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%	宏源	1%

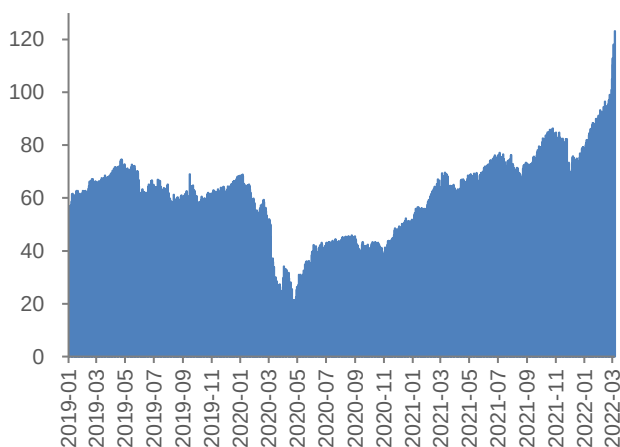
注：北新防水包括禹王、蜀羊、金拇指，三棵树包括大禹九鼎

资料来源：新浪地产，优采大数据，华安证券研究所

头部防水企业开启竞合新时代，上游议价能力提升可期。2021 年 7 月，北新建材、科顺股份与凯伦股份公告共同出资 5000 万元设立合资公司。通过组建合资公司，三方建立战略合作伙伴关系，通过集中采购等供应链业务提高原材料品质；优势互补以提升防水产品的市场竞争力。

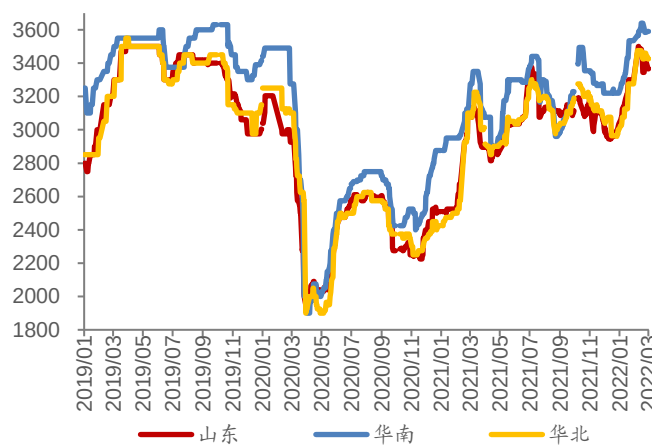
3.3 防水材料价格普涨，揭示行业深刻变化

图表 62 2019-2022 布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 63 2019-2022 山东/华南/华北地区重交沥青主流市场价（元/吨）



资料来源：wind，华安证券研究所

原材料在防水材料的生产成本中占比在 80%以上，而沥青占沥青防水卷材原材料成本 50%-70%，乳液占水性防水涂料原材料成本的 50%-90%；异氰酸酯占聚氨酯

酯防水涂料原材料成本的 30%-50%。因此，原材料的价格变动对防水材料的生产成本产生较大的影响，对于防水企业而言，原材料采购价格直接影响毛利水平。

图表 64 2021 年 1 月-2022 年 2 月防水行业主要原材料价格上涨情况

防水材料产品	主要原材料	2021.01 价格 (元/吨)	2022.02 价格 (元/吨)	年涨幅 (%)
沥青防水卷材	沥青	2800	3800	36%
	SBS	10000	13000	30%
	聚酯胎	4900	7000	43%
水性防水涂料	VAE 乳液	8800	13800	57%
	弹性丙烯酸乳液	11500	16000	39%
	丁苯乳液	6200	8400	35%
聚氨酯防水涂料	异氰酸酯	12500	19200	34%

资料来源：中国建筑防水协会，华安证券研究所

自 2021 年以来，沥青等防水主要原材料呈趋势性上涨。根据中国建筑防水协会的统计，2021 年 1 月-2022 年 2 月，沥青、SBS、聚酯胎、VAE 乳液、弹性丙烯酸乳液、异氰酸酯等防水主要原材料价格涨幅均超过 30%，其中，VAE 乳液的涨幅达到 57%。在原材料持续上涨情形下，2022 年 2 月起，科顺股份、三棵树防水、东方雨虹、新东源防水等防水企业纷纷发布涨价通知。

图表 65 2022 年部分防水企业调价方案

公司	调价方案
东方雨虹	公司工程防水产品调价通知，沥青卷材上调 15%-20%、高分子卷材上调约 10%、聚氨酯涂料上调约 20%、水性涂料上调约 20%、沥青涂料上调约 20%；于 2022 年 3 月 16 日起启用新版《2022 年工程防水产品价格表》
科顺股份	科顺民用建材有限公司发布《关于 2022 年产品调价通知函》，宣布自 2022 年 3 月 1 日起，防水系列上调 5%-30%、瓷砖铺贴系列上调 5%-15%、辅材系列上调 5%-10%
三棵树防水	自 2022 年 3 月 11 日起，沥青类防水卷材上调 10%-15%、高分子类防水卷材上调 5%-10%、防水涂料价格上调 10%-20%
蓝海防水	2022 年 3 月 13 日起，防水卷材在原有价格基础上上调 10%-20%；涂料在原有价格基础上上调 10%-20%
新东源防水	自 2022 年 3 月 8 日起，对全系列产品自即日起实行“一单一价”
天地华宇	自 2022 年 3 月 8 日起，集团公司全线产品上调 10%
开来防水	自 2022 年 3 月 1 日起，沥青瓦系列上调 5-10 元/m ² ；高分子系列上调 8%-10%；沥青类防水卷材系列上调 8%-10%；防水涂料系列上调 8%-12%；堵漏材料系列视情况调整
卓邦明达	自 2022 年 3 月 15 日起，改性沥青防水卷材上调 10%-20%
晨光涂料	内墙涂料/外墙涂料/防水涂料/基辅材/全规格全系列价格上调 3%-10%
湖北华源荆蓝	自 2022 年 3 月 7 日起，公司产品出厂销售价格实行“一单一议”方案
湖南湖湘防水	自 2022 年 3 月 6 日起，SBS 卷材价格上调 5 元/卷，自粘卷材每平方上调 0.5 元
江西恒捷防水	自 2022 年 3 月 8 日起，公司各规格的 SBS 及自粘卷材每卷提价 3 元，已付预付款的客户在预付款项内价格维持不变

资料来源：慧聪防水网，中外涂料网，华安证券研究所

究其原因，此轮防水材料的普涨主要由于沥青等原材料价格上涨，而从中我们

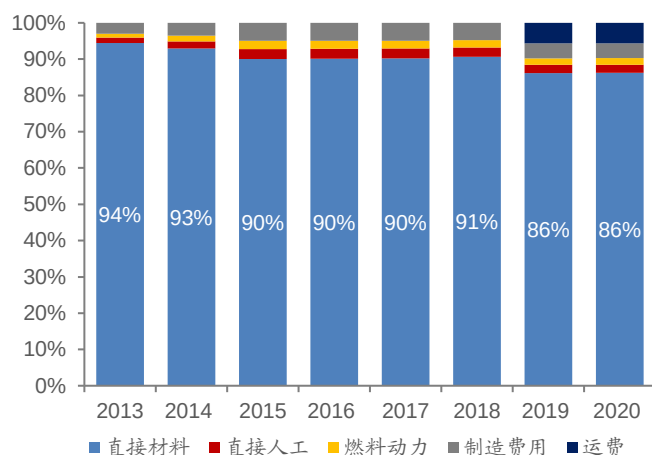
观察到两点值得注意的行业变化:

原材料趋势性上涨或加速防水行业洗牌。2021 年以来,国际油价反弹明显,且全球大宗商品相继迎来涨价潮。在此背景下,防水材料的主要原材料沥青和聚酯也出现明显涨价,成为此轮防水材料涨价的重要催化因素。

我们注意到 2022 年春节后开启的防水材料普涨中,防水头部企业与中小企业均有涉及,且以中小企业涨价作为此轮涨价的主旋律。这反映出不同企业背后的涨价动力可能有所区别。

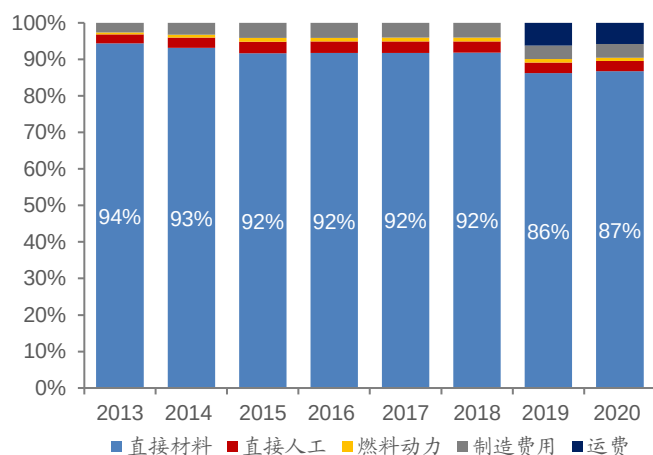
中小企业一般更多追求产品性价比且议价能力相对更弱,却率先提价,说明原材料涨价对利润空间的蚕食已较为明显,产品涨价很大可能出于被动;而龙头企业正好相反,产品涨价更多可能是主动跟随,通过调价提高自身在下游的议价能力。例如,东方雨虹和三棵树防水发布的涨价公告均是对公司工程线防水产品的调价。事实上,以东方雨虹为代表的头部企业在原材料成本的控制上已较为成熟,通过冬储以及采购的规模优势可以最大限度减少原材料价格波动带来的影响。

图表 66 东方雨虹防水卷材成本构成情况



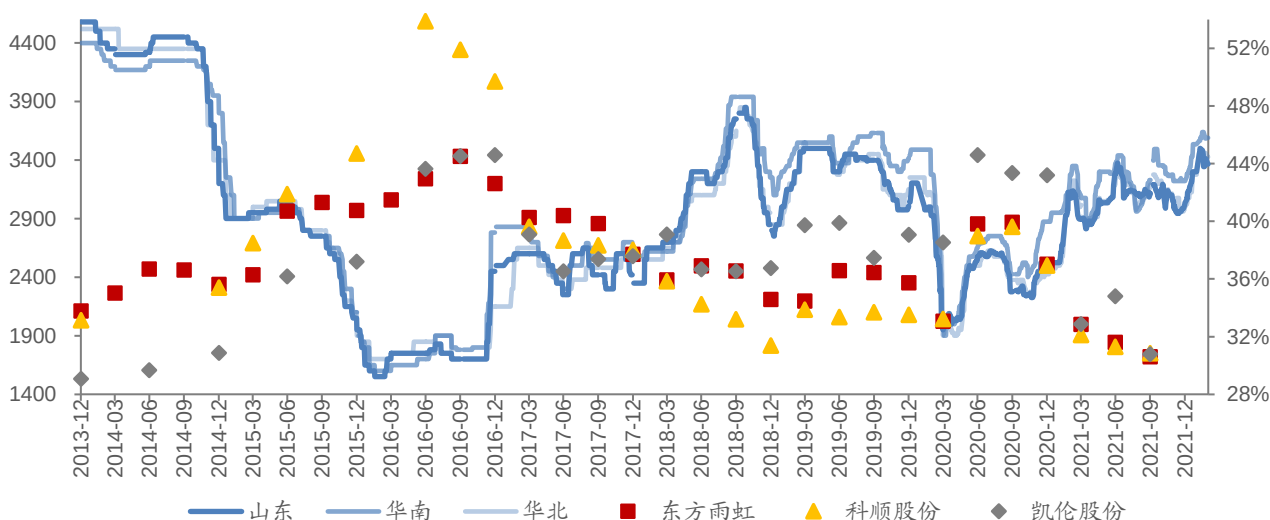
资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 67 东方雨虹防水涂料成本构成情况



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 68 山东/华南/华北地区重交沥青主流市场价与防水行业主要上市公司的销售毛利率情况(元/吨、%)



资料来源:wind,华安证券研究所

我们认为，此轮原材料涨价带给中小企业显著的成本压力，而对头部企业的影响则较小；若原材料涨价持续时间较短或幅度减小，头部企业的产品涨价甚至能够增厚毛利。随之而来的，将是行业出清的进一步加速。事实上此轮大宗商品普涨不只影响防水行业。但在消费建材市场中，防水相对于建筑涂料、管材等细分行业涨价最早、范围最广，或体现出防水行业的发展阶段更领先、竞争格局更优。防水行业已逐渐渡过价格战阶段，当前龙头企业的选择更多是通过综合实力的溢价、成本优势等进行良性竞争；而行业全面涨价说明下游对提价接受度较好，也进一步说明了防水行业的产品力、品牌效应、标准化提升取得了长足进步。

4 投资建议

防水是消费建材中的优质赛道，市场规模超过千亿。短期内，“稳增长”强化带来的基建端需求增长与老旧小区改造、城市更新带来的防水需求将支撑行业稳健发展；原材料价格上涨、中小企业退出加速，行业集中度提升进程加快。中长期内，建筑质保期提高、BIPV 光伏屋面等新型应用场景将拉动行业产品品质升级、高端产品占比提升，由此而带来的市场空间扩容红利更多由头部企业所占据。当前，防水行业主要上市公司的估值水平经历了前期的深度回调后已经处于较低位置，建议关注防水行业高质量成长的龙头。

图表 69 东方雨虹/科顺股份/凯伦股份 PE (TTM) 及 PE (TTM) 近 1/2/3/5/10 年分位点

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (TTM) 分位点				
			1年	2年	3年	5年	10年
002271.SZ	东方雨虹	25.66	3.29%	5.07%	36.77%	41.95%	42.42%
300737.SZ	科顺股份	14.05	16.44%	8.22%	5.47%	3.98%	
300715.SZ	凯伦股份	19.76	1.10%	0.55%	0.36%	0.25%	

注：数据于 2022/3/11 收盘后更新

资料来源：wind，华安证券研究所

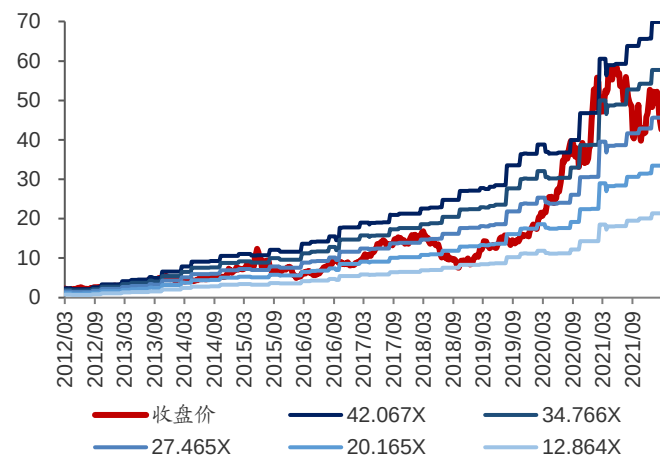
重点推荐**东方雨虹**。公司是防水行业首家 A 股上市公司，相较于主要追赶者，在规模上具备显著优势，是防水行业的绝对龙头。我们认为，公司的亮点主要体现在：1）公司在信用环境收紧期借助资本市场力量再融资，抓住了行业变革的机遇，在 B 端大客户和全国布局愈发重要的市场环境中占据了有利地位；2）公司自 2020 年起加大了对现金回款的考核力度，债务结构逐步优化；在 2021 年房地产风险暴露的逆境下，公司体现出了显著优于同业的抗风险能力；3）新业务具备巨大的成长空间，防水修缮市场每年将达到千亿规模，公司培育的几类重点新产品建筑涂料、保温材料、砂浆各自都拥有百亿乃至千亿级别的大市场。公司发展历程中所表现出的魄力和格局具备伟大企业潜质，成长空间远未见顶。

图表 70 东方雨虹业务领域



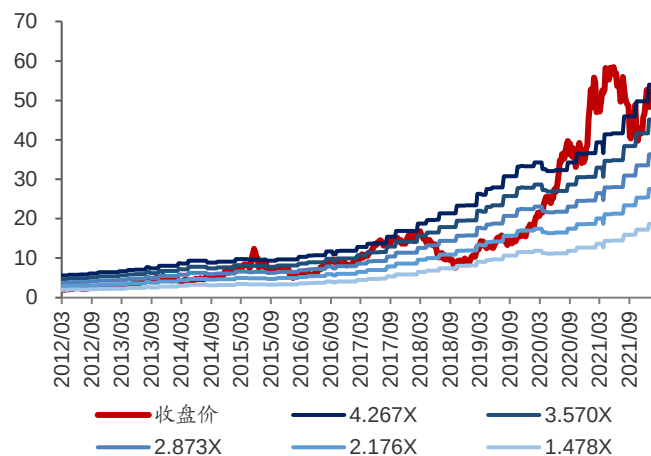
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 71 东方雨虹 PE-Band



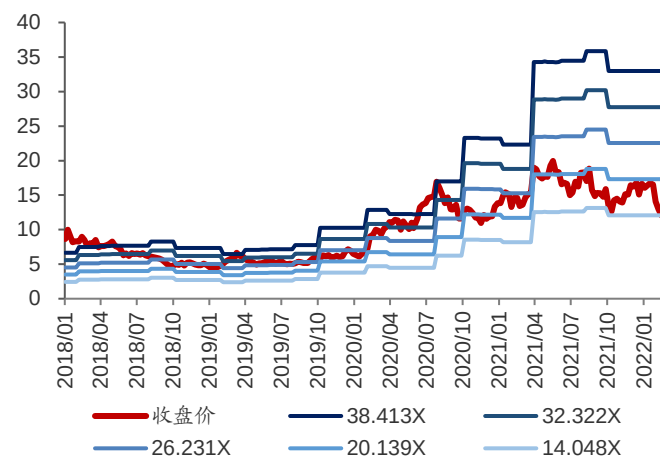
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 72 东方雨虹 PS-Band



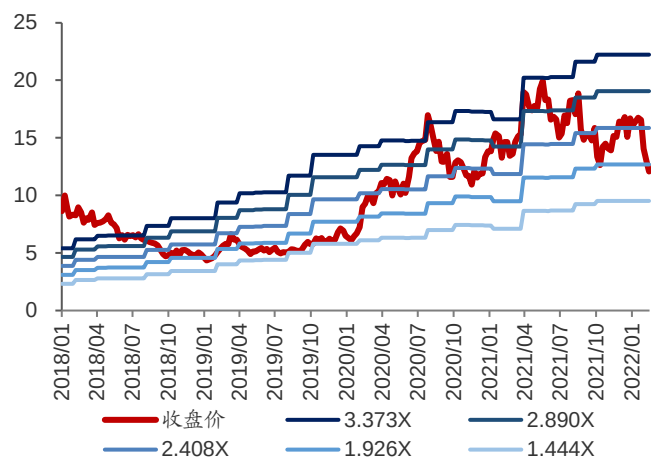
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 73 科顺股份 PE-Band



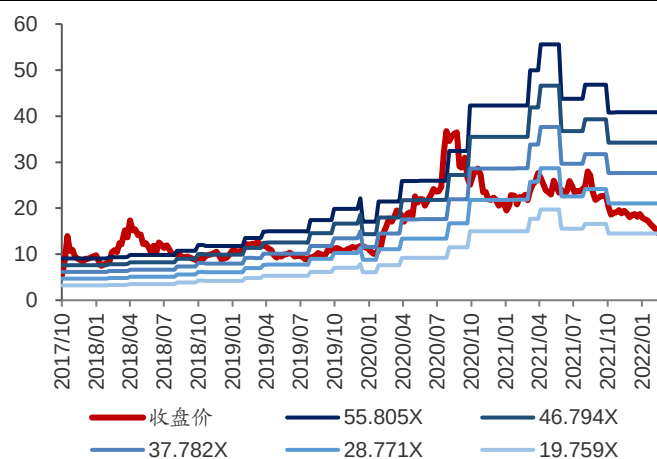
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 74 科顺股份 PS-Band



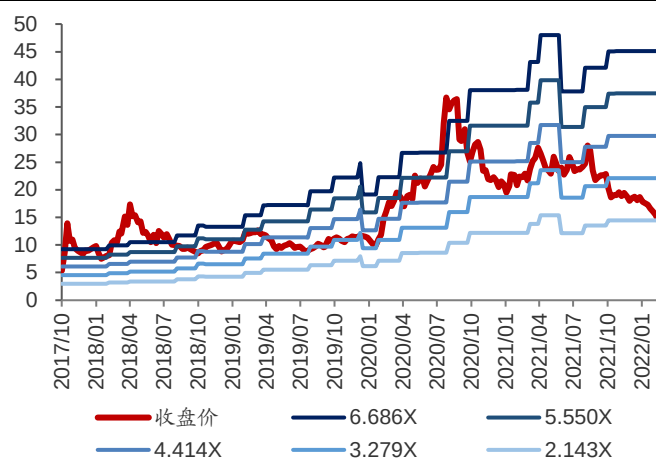
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 75 凯伦股份 PE-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 76 凯伦股份 PS-Band



资料来源：wind，华安证券研究所

5 风险提示

基建与房地产投资增速大幅下降风险；沥青等原材料价格持续上涨超出预期；
 行业竞争加剧、市场集中度提升不及预期；应收账款坏账风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。