东兴证券 DONGXING SECURITIES

建筑防水材料：行业集中度加速提升

——建筑防水材料产业报告

2020 年 04 月 09 日

看好/维持

建材 | 行业报告

分析师	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
研究助理	韩宇	电话：010-66554041	邮箱：hanyu_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070045

投资摘要：

建筑防水材料施工后形成防水层，保护建筑物免受水的渗透和湿气的侵蚀。建筑防水材料包括防水卷材和防水涂料等，下游需求主要集中在地产和基建，上游原材料主要是沥青等石化产品。

中国防水材料产业从 80 年代后进入快速发展期，目前产业内形成了以东方雨虹为龙头的一强多优的产业格局。中国防水材料产业规模在 1600 多亿，集中度水平仍低，CR10 不到 23%。

随着行业监管趋严和环保标准提升，以及下游地产集中度提升，防水材料产业集中度提升成为趋势，2017 年是加速的拐点，在新的产业竞争格局下，优秀公司快速发展，东方雨虹为占绝对优势的龙头。

欧美发达国家的防水材料产业已经进入到集中度较高的成熟阶段，由于欧美建筑业已经进入了发展后期，防水材料需求以存量建筑防水为主，对防水材料的需求更多来自于房屋修缮。同时，国外的优秀公司，全球布局发展，企业的市场占有率水平都发展到了很高的水平。比中国的防水材料产业集中度高出很多。但国外防水材料厂商在中国市场水土不服较为严重，目前国外品牌在国内市场占有率总和不超 1%。

展望未来，从需求侧来看，新房建设和基建将支撑初次建设对防水材料的需求，所以阶段性看 2B 模式将主导企业的阶段性发展壮大。而随着存量房时代到来和新建建筑进入发展后期，修缮和二次装修需求将成为主要需求方向，2C 模式将成为产业中企业稳健和长期发展的方向。从供给侧来看，推动行业集中度提升的三重因素仍在，随着消费水平提升和国内防水标准的提升，集中度将继续提升，且与国外发达国家防水材料公司相比国内产业龙头市场占有率提升的天花板仍高。中国的防水材料产业集中度正在进入加速提升阶段。

行业重点公司

代码	公司名称	细分产业	产业位置	市值（亿人民币）	PE（动态）	评级
002271.SZ	东方雨虹	建筑防水材料	中游制造	489	19	强烈推荐
300737.SZ	科顺股份	建筑防水材料	中游制造	107	23	未评级
000786.SZ	北新建材	石膏板和建筑防水材料	中游制造	422	14	强烈推荐
300715.SZ	凯伦股份	建筑防水材料	中游制造	52	28	未评级

资料来源：wind、东兴证券研究所

目录

1. 中国防水材料产业在 80 年代进入快速发展期 4
2. 千亿大产业集中度仍低，产业链话语权在提升 5
2.1 产业规模大集中度低，一强多优格局 5
2.2 中国防水材料产业链话语权逐步提升 6
3. 产业集中度提升成为趋势，进入加速阶段 7
3.1 行业监管和环保趋严，淘汰非标产品和落后产能 7
3.2 下游集中度提升推动产业集中度提升 8
3.3 优秀公司快速崛起带动集中度提升 10
4. 国外防水材料修缮为主，龙头公司市占率水平很高 11
4.1 欧美防水需求以修缮类为主，高分子卷材发展快 11
4.2 国外品牌在国内市场水土不服，市场占有率总和不超 1% 12
5. 需求结构改变带来模式新变化，供给端集中度提升加速 13
5.1 新建需求保证阶段 2B 模式发展，存量房时代 2C 模式是长远方向 13
5.1.1 国内新房建设和基建仍有较大空间，阶段保证 B 模式优势 13
5.1.2 存量房时代来临改变需求结构，2C 新模式或是长期稳健发展趋势 14
5.2 国内产业集中度提升空间大且加速中 15
6. 风险提示 16

表格目录

表 1：建筑防水材料的主要产品类型 4
表 2：2016 年以来国家层面针对建筑防水材料行业展开的质量监督抽查行动 8
表 3：2010 年以来国家层面针对淘汰建筑防水材料行业落后产能的文件政策 8
表 4：中国房地产 500 强企业首选防水材料供应商五大品牌 9
表 5：2016-2019 年前三季度东方雨虹直销与渠道销售情况 10
表 6：欧美主要防水材料生产商集中度和竞争优势比较 12
表 7：国外防水公司在中国市场明显水土不服 13

插图目录

图 1：建筑防水材料下游应用情况 5
图 2：建筑防水材料应用部位情况 5
图 3：建筑防水材料规模以上企业营收及同比增速 5
图 4：建筑防水材料历年产量及同比增速 5
图 5：建筑防水材料生产企业市场占有率排名 6

图 6：建筑防水材料所在产业链位置.....6
图 7：国际原油与国内沥青价格走势.....7
图 8：三家上市公司占规模以上防水企业营收总额之比.....7
图 9：三家上市公司占规模以上防水企业利润总额之比.....7
图 10：头部房地产企业销售面积占比迅速提升.....9
图 11：头部房地产企业销售金额占比迅速提升.....9
图 12：防水材料企业把握当前产业趋势的四大竞争要素.....10
图 13：东方雨虹防水材料产销率和产能利用率保持高位.....11
图 14：东方雨虹研发支出占营收比例保持行业最高.....11
图 15：防水材料上市企业四维度竞争雷达图.....11
图 16：2015 年美国防水材料产量结构.....12
图 17：我国城镇化率不断提高.....13
图 18：我国城镇化率相较发达国家仍有较大提升空间.....13
图 19：1999 年以来我国商品房年度销售面积.....14
图 20：住宅二次装修产值及同比增速变化情况.....14
图 21：我国建筑屋面和地下建筑的渗漏比例较高.....15
图 22：防水工程成本在我国建筑工程总成本中仅为 3%.....15
图 23：东方雨虹与国外产业龙头在本国市场市占率对比.....16

1. 中国防水材料产业在 80 年代进入快速发展期

建筑防水材料属于建筑功能材料的一种，其在经过施工后可以在建筑物表面形成防水层，从而保护建筑物免受雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽的侵蚀，并阻止它们进一步向下渗漏。

表 1：建筑防水材料的主要产品类型

产品类型	产品名称	主要种类	耐候性	耐腐蚀性	延伸率	使用情况	应用部位
防水卷材	传统沥青基防水卷材	沥青油纸和沥青油毡	较差	较差	较低	淘汰品种	多用于屋面及地下室工程
	改性沥青防水卷材	SBS/APP 改性沥青防水卷材	较好	较好	较高	推广使用	
	高分子防水卷材	橡胶高分子防水卷材、塑料高分子防水卷材	较好	较好	较高	推广使用	
防水涂料	高分子防水涂料	聚氨酯防水涂料为主	较好	较好	较高	推广使用	多用于建筑卫生间和浴室地面及外墙的防水、防渗和防潮的工程

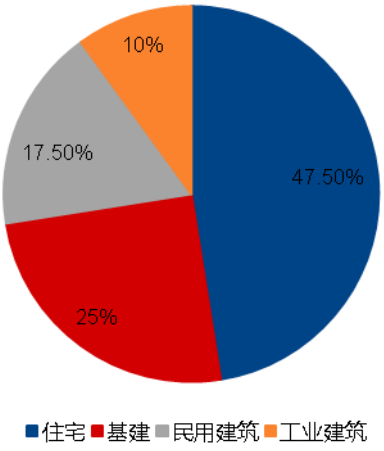
资料来源：中国建筑防水协会、百度百科、科顺股份招股说明书、东兴证券研究所

最初的建筑防水材料为起源于欧洲的沥青油毡，这种材料 20 世纪 40 年代开始在我国应用，1947 年第一家防水材料厂上海万利油毛毡厂成立，产品是防水浆。解放后主要使用“石油沥青纸胎油毡”作为主要的防水材料，直到 20 世纪 80 年代改革开放后改性沥青防水卷材、高分子防水卷材以及防水涂料等新型建筑防水材料被引进国内，中国的防水材料产业才开始得到快速的发展。

目前我国建筑防水材料的产品结构以 SBS/APP 改性沥青防水卷材、合成高分子防水卷材、防水涂料以及自黏聚合物改性沥青防水卷材 4 种新型建筑防水材料为主。2019 年普通改性沥青卷材占比 34.16%，高分子卷材占比 12.10%，防水涂料占比 28.09%，自黏聚合物改性沥青防水卷材占比 17.50%，合计占比达到 91.85%。其中，防水卷材仍是防水材料主要类型，占比在 63.76%。而从所用原材料的种类来看，沥青类防水材料是使用的主流，占比 51.66%。

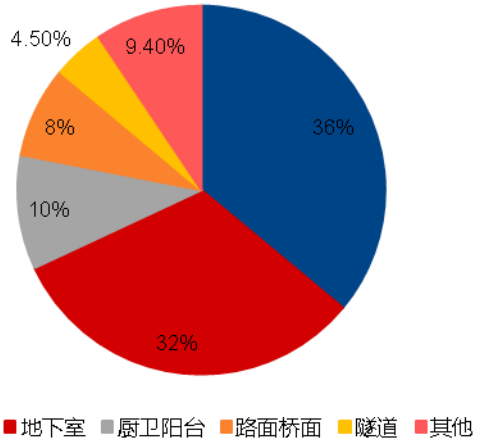
建筑防水材料下游应用在地产和基建。住宅等地产需求约占 75%，水利、桥梁等基建需求约 25%。使用区域上，屋面和地下室占 68%，厨卫阳台占 10%，此外还用于路面桥面等。

图 1：建筑防水材料下游应用情况



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 2：建筑防水材料应用部位情况



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

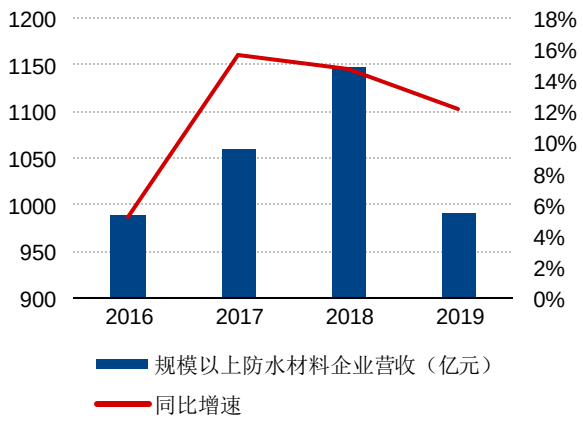
2. 千亿大产业集中度仍低，产业链话语权在提升

2.1 产业规模大集中度低，一强多优格局

防水材料产业国内市场规模巨大。2019 年规模以上防水企业（主营业务收入在 2000 万元以上）主营业务收入规模为 990.43 亿元，假设规模以上企业收入占到全行业总收入的 60%-65%左右，建筑防水材料的市场规模为 1524-1651 亿元。

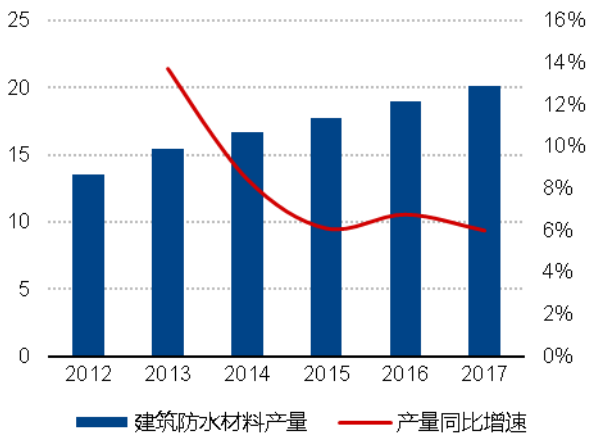
中国防水材料产业已形成“一强多优”的产业格局。“一强”为行业龙头：东方雨虹，“多优”为行业领跑企业：科顺股份、凯伦股份、北新建材（收购 3 家区域龙头防水企业）、宏源防水、潍坊宇虹、深圳卓宝等。

图 3：建筑防水材料规模以上企业营收及同比增速



资料来源：中国建筑防水协会，东兴证券研究所

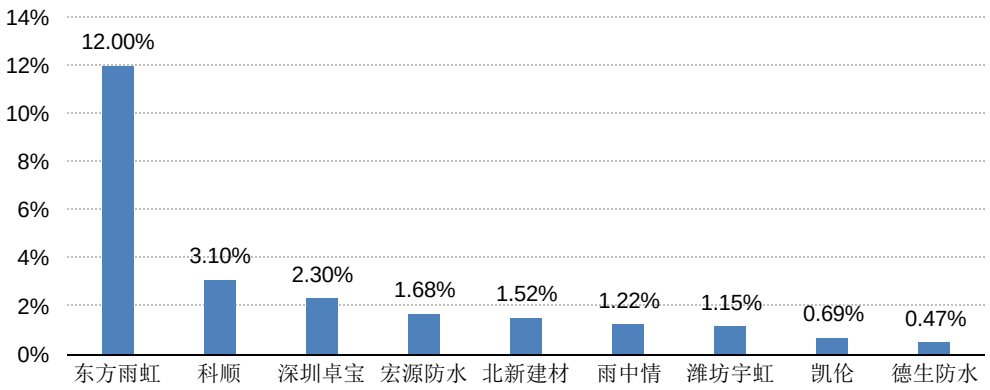
图 4：建筑防水材料历年产量及同比增速



资料来源：前瞻产业研究，东兴证券研究所

防水材料行业的集中度仍较低。CR10 不到 23%。行业内目前有 3000 余家生产企业，非标产品占到行业总产量的 80%左右。其中，2019 年规模以上防水材料生产企业仅有 653 家。在 2019 年 9 月防水卷材生产许可证没有取消前，有证的占比不到一半，而更小的工厂和作坊数量占比达到一半以上。

图 5：建筑防水材料生产企业市场占有率排名

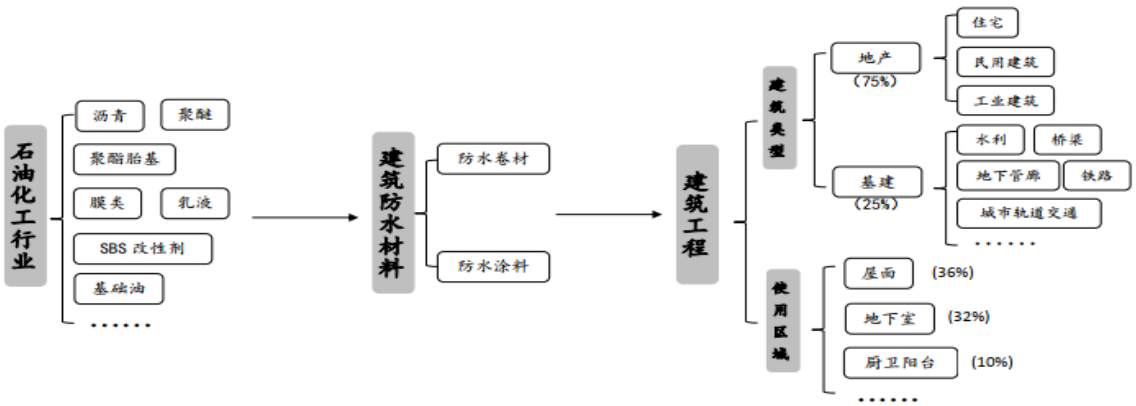


资料来源：中国建筑防水协会，各公司官网或财报，东兴证券研究所

2.2 中国防水材料产业链话语权逐步提升

防水材料产业上游是石油化工，下游是建筑工程。从发展历程看，防水材料产业面对下游地产和建筑商规模和体量大，而行业以民营小企业为主，在产业链上地位相对较弱，但是随着行业中优秀企业的不断发展壮大，在产业链中的地位得到逐步地改善。

图 6：建筑防水材料所在产业链位置

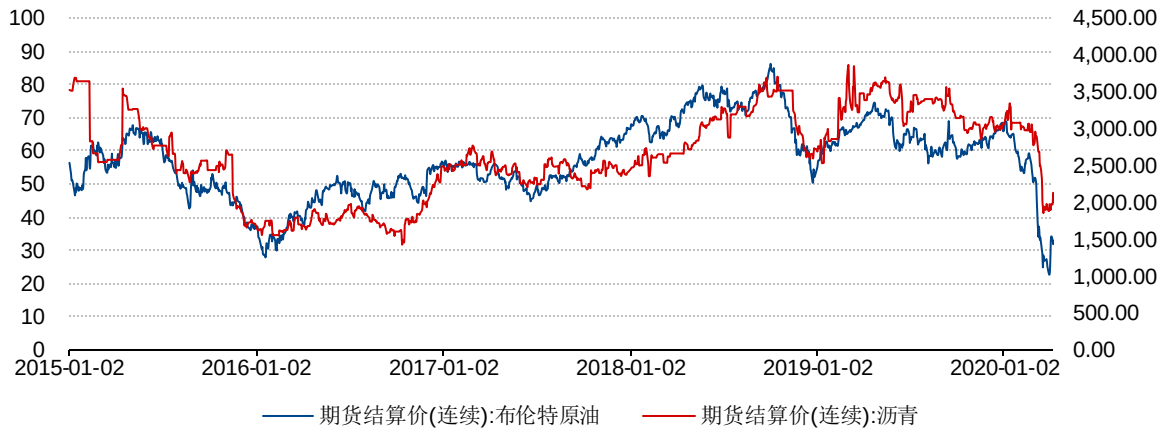


资料来源：东兴证券研究所

防水材料的原材料为沥青等石油化工产品，上游的化工原材料在防水材料成本中占比超 80%，其价格波动基本与石油价格同步，其中沥青价格与国际原油价格相关度很高

防水材料下游客户比较容易追踪到其成本端的变化，因而其毛利水平较容易受到上游原材料价格变化的影响。近年来伴随着行业集中度的提升，优秀防水材料企业在产业链中的话语权在进一步提升，体现在面对下游地产商和基建项目商的议价能力越来越强，能够将原材料价格的变动进行向下传导。

图 7：国际原油与国内沥青价格走势

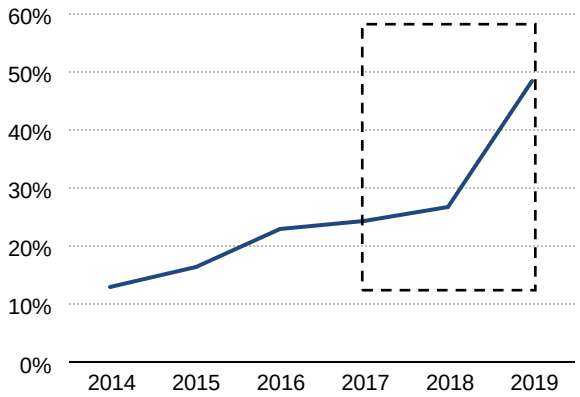


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 产业集中度提升成为趋势，进入加速阶段

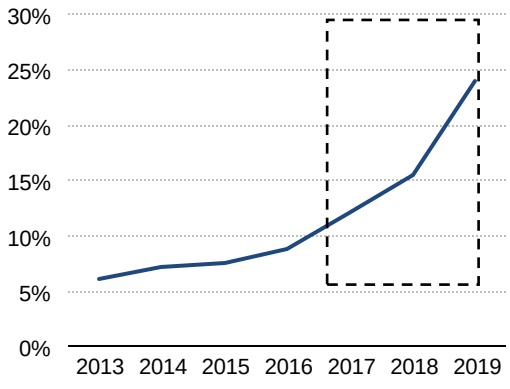
2014 年以来，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份这三家公司营收总额占行业规模以上防水企业营收总额的比例逐步的提升，并且在 2018 年和 2019 年前三季度呈现继续加快之势。2019 年三家营业收入总额占行业规模以上企业营收总额达 24.06%。利润总额占比达 48.64%。行业集中度加速提升的背后是三大驱动力：行业监管趋严、环保标准提升和下游房地产行业集中度的快速提升。

图 8：三家上市公司占规模以上防水企业营收总额之比



资料来源：wind，中国建筑防水协会，东兴证券研究所

图 9：三家上市公司占规模以上防水企业利润总额之比



资料来源：wind，中国建筑防水协会，东兴证券研究所

3.1 行业监管和环保趋严，淘汰非标产品和落后产能

质量监督加强打击非标产品，政策推动淘汰行业落后产能，环保成本上升中小企业承压。国家层面不断开展质量监督抽查打击非标产品；持续出台文件明确淘汰低端落后产能。防水材料行业属于重污染行业，近年来国家对大气污染的整理力度非常大，环保督察和“回头看”力度不减，对行业小企业形成了持续的淘汰压力。

表 2：2016 年以来国家层面针对建筑防水材料行业展开的质量监督抽查行动

时间	抽查行动名称	抽查内容详情	产品合格率
2016 年 4 月-6 月	2016 年第 2 批防水涂料产品质量国家监督抽查	9 省、39 家企业的 39 批次产品。抽查企业比例 4%	74.40%
2016 年 12 月	2016 年第 4 批建筑防水卷材产品质量国家监督抽查	17 个省、180 家企业、180 批次产品	93.33%
2017 年 8 月	2017 年第 2 批防水涂料产品质量国家监督抽查	12 个省、40 家企业、40 批次产品	95.00%
2017 年 12 月	2017 年第 3 批建筑防水卷材产品质量国家监督抽查	19 个省 126 家企业、126 批次产品	89.68%
2017 年	2017 年建筑防水产品质量提升专项行动方案	10 个省，102 家企业	90.90%
2018 年	建筑防水卷材产品质量国家监督抽查	26 个省、124 家企业、124 批次产品	89.52%
2019 年	2019 年童鞋等 51 产品质量国家监督抽查	22 省、178 家企业、180 批次产品	86.10%

资料来源：国家市场管理监督总局、东兴证券研究所

表 3：2010 年以来国家层面针对淘汰建筑防水材料行业落后产能的文件政策

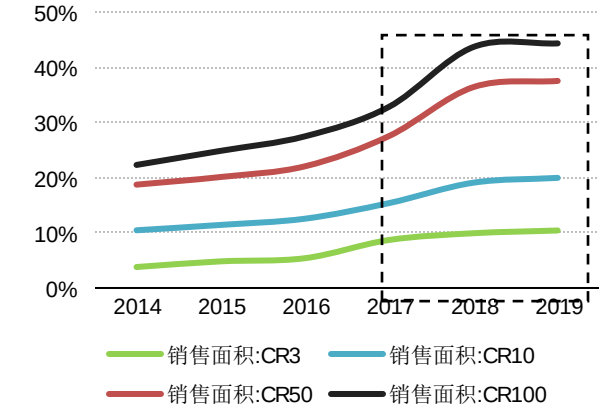
发布时间	文件或政策名称	内容要求
2013.1.15	《建筑防水卷材行业准入条件》	明确了建筑防水卷材新建生产规模、工艺与装备要求，同时对生产线能源消耗、环境保护、产品质量等都提出明确要求。
2013.12.31	《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》	将有胎沥青基防水卷材能耗限定值提高到 220kgce/km²、有胎沥青及防水卷材能耗先进值提高到 180kgce/km²。
2016.9.28	《建材工业发展规划（2016—2020 年）》	推广使用长寿命、低渗漏、免维护的高分子防水卷材、防水密封胶。
2016.9.30	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	规定发证产品及标准、企业申请生产许可证的基本条件、生产设备及工艺要求等，提高行业发展规范化程度。
2019.10.30	产业结构调整指导目录（2019 年本）	淘汰落后生产工艺装备

资料来源：政府网站、东兴证券研究所

3.2 下游集中度提升推动产业集中度提升

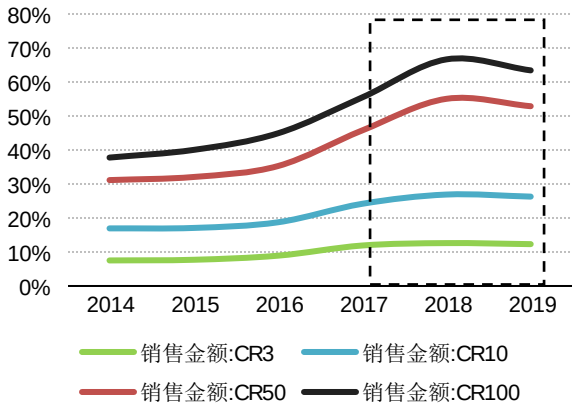
地产行业集中度不断提升。2017-2019 的 3 年间，前 100 大房地产企业销售面积和销售金额占比分别大幅提高了 11.49 和 7.96 个百分点。下游地产集中度提升对防水材料的品牌、产品品质以及综合生产服务能力提出更高的要求，压缩了小企业的生存空间。

图 10：头部房地产企业销售面积占比迅速提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 11：头部房地产企业销售金额占比迅速提升



资料来源：wind，东兴证券研究所

地产 500 强企业对于产品品牌的选择也越来越集中。从中国房地产开发企业 500 强首选防水材料 5 强榜单历年的变化情况来看，东方雨虹等优秀企业 2012-2019 年间始终稳定在榜首。受益于公司 2018 年设立工程建材集团整合工程直销和工程经销渠道，2019 年直销比例在公司销售中所占比例大幅提高，受益地产集中度提升趋势较大。

表 4：中国房地产 500 强企业首选防水材料供应商五大品牌

2012		2013		2014		2015		2016		2017		2018		2019	
品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率	品牌名称	首选率
东方雨虹	**25%**	**东方雨虹**	**26%**	**东方雨虹**	**27%**	**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%**
卓宝	20%	科顺	11%	科顺	10%	科顺	14%	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%
科顺	7%	卓宝	10%	卓宝	9%	宏源	10%	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%
宏源	7%	禹王	8%	宏源	7%	卓宝	9%	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%
宇虹	4%	德生	8%	德生	6%	德生	6%	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%

资料来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，东兴证券研究所

优秀企业在渠道、全国布局、品牌和服务四个方面存在对接地产需求的较大优势。地产集中度提升使得直销渠道成为获取订单的关键。布局全国的公司对全国房地产企业项目可以享受规模和运费减少带来的成本优势。大地产商的试错成本较高，会选择具备更强品牌力的公司。施工和服务对防水工程质量影响大，施工和售后服务更好的企业易受青睐。

图 12：防水材料企业把握当前产业趋势的四大竞争要素



资料来源：东兴证券研究所

3.3 优秀公司快速崛起带动集中度提升

行业龙头公司东方雨虹的综合优势明显。按照四大竞争要素框架进行分析，产业龙头公司东方雨虹的总体优势明显。从渠道上来看，东方雨虹直销占比达到 70%，为上市公司中最高，对地产直销渠道的重视助力公司把握下游地产 B 端集采放量的市场机会。

表 5：2016-2019 年前三季度东方雨虹直销与渠道销售情况

	2016	2017	2018	2019 年前三季度
直销比例	64.56%	63.63%	64.76%	70%
渠道销售比例	35.44%	36.37%	35.24%	30%

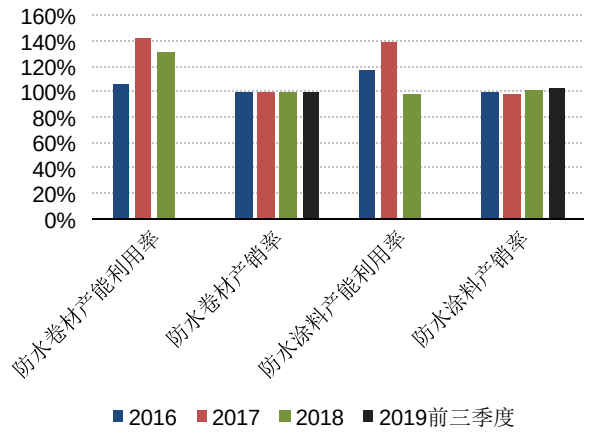
资料来源：东方雨虹债券跟踪评级报告、东兴证券研究所

从产品上来看，公司拥有最为丰富的产品类别，并且长期坚持高研发投入，研发投入在营收占的占比长期保持在 4%以上，为上市公司中最高。

从产能上看，目前公司是行业中唯一完成全国化布局的防水企业，有 28 个生产基地，产能布局合理，辐射全国各地，能够以更低的物流和仓储成本，更快的响应速度为全国各地的客户提供服务。公司产能利用率历年来行业领先，产销率保持在高位，在产品生产上更具备规模成本优势。

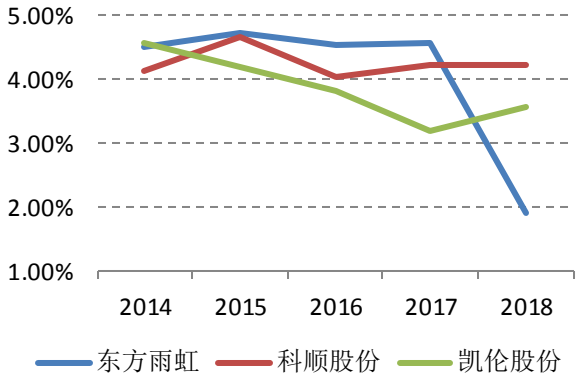
从服务上看，公司拥有专业的建筑防水施工团队，并且设有建筑修缮子公司，工程施工收入占到了收入的 13%，为行业最高，可以更好服务地产客户。

图 13：东方雨虹防水材料产销率和产能利用率保持高位



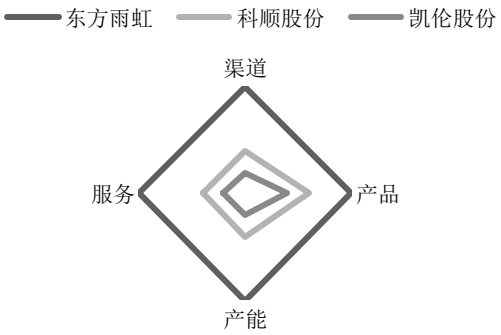
资料来源：东方雨虹跟踪评级报告，东兴证券研究所

图 14：东方雨虹研发支出占营收比例保持行业最高



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15：防水材料上市企业四维度竞争雷达图



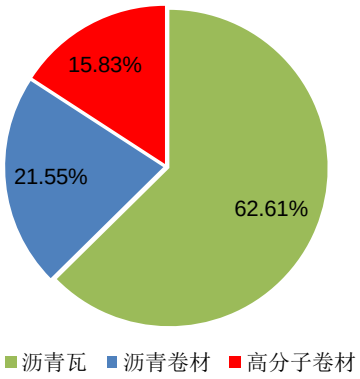
资料来源：东兴证券研究所

4. 国外防水材料修缮为主，龙头公司市占率水平很高

4.1 欧美防水需求以修缮类为主，高分子卷材发展快

欧洲平屋面使用沥青类防水卷材的为 2.5 亿平方米，占比 71.43%，使用高分子类防水卷材的有 0.85 亿平，占比 24.29%。高分子防水卷材在欧洲呈现出较快的发展态势。美国沥青瓦占据 70%左右的坡屋面市场。而平屋面以改性沥青卷材和单层高分子卷材为主，随着橡胶和塑料技术的发展，且高分子卷材相较沥青类卷材更为环保、安全和节能，单层高分子卷材迅速成为美国主要的单层屋面防水材料，2015 年高分子卷材占防水材料总产量之比为 15.83%。

图 16：2015 年美国防水材料产量结构



资料来源：《中国建筑防水》2016 年第 11 期，东兴证券研究所

欧美的防水材料的下游需求基本以修缮为主。因为欧洲的建筑业发展已经达到了后期，防水材料需求更多的是存量建筑的修缮需求。美国新建屋面防水需求约为 25%，而改造比例高达 75%，对防水材料的需求也主要以修缮类为主。同时欧美防水材料发展历史长，产业发展进入成熟后期，集中度水平较高，同时优秀的防水材料公司也在全球布局发展。

全球主要防水材料企业市场占有率水平高。奥地利碧谢霍夫曼在 2002 年占奥地利 85%的市场份额。索普瑞玛占北美改性沥青防水卷材市场达到 40%。美国 GAF 公司美国的市场的占有率达到 25%。这些比中国防水材料产业的龙头公司的市场占有率水平要高出一大截。

表 6：欧美主要防水材料生产商集中度和竞争优势比较

公司名称	营业收入规模及市占率	业务覆盖范围
奥地利碧谢霍夫曼(Btisscher&Hoffmann)公司	8.19 亿欧元（2014）。防水卷材年产量为 5 亿平，占有奥利地 85%的市场份额（2002）。	在世界各地拥有 26 个分支机构(2014)
瑞士西卡(Sika)	销售收入为 81 亿瑞士法郎（包括工业系统在内），西卡在全球建筑化学品领域拥有 9%的市占率。（2019）	在 100 个国家有分支机构，在全球有超过 300 余家工厂
索普瑞玛(Soprema)	30 亿欧元（2019），公司占北美改性沥青防水卷材市场的 40%。	在全球 90 多个国家和地区拥有 50 多个制造工厂
GAF	超过 32 亿美元，美国市场占有率为 25%	美国 23 个工厂，欧洲 36 个工厂，2015 年收购欧洲最大防水公司 Icopal 集团，成为世界最大防水和屋面系统供应商。

资料来源：美永彪-《防水技术考察团访欧成果分享》-《中国建筑防水》2016 年第 5 期、各公司网站，瑞士西卡 2019 年度报告，中国建筑防水协会，东兴证券研究所

4.2 国外品牌在国内市场水土不服，市场占有率总和不超 1%

国内防水材料厂商的先发优势和产品高性价比形成护城河。防水材料技术壁垒较低，容易模仿学习，并且国内企业对下游需求的反应速度更快且提供的施工服务更有针对性，在与国外产品的竞争中获取了先发优势。近年来国内建筑防水标准要求不断提高，但国内优秀防水企业也已经成长起来，国内防水材料的高性价比更

符合国内市场需求。目前国外品牌在国内市场占有率总和不超 1%，一些国外的大牌公司在中国一直难以做大，甚至被迫退出中国市场。

表 7：国外防水公司在中国市场明显水土不服

公司名称	进入时间	进入方式	发展策略	发展现状
卡莱集团公司(CSL)	2000 年 7 月	与北京奥克兰建筑防水材料有限公司（前身是北京油毡厂）合资设立北京卡莱尔防水材料有效公司，由卡莱尔控股	以“卖系统，不只卖材料”为理念，主推三元乙丙防水卷材和环保型聚氨酯涂料	2006 年退出中国市场
瑞士西卡(Sika)	2005 年	合并渗耐公司，组建西卡渗耐防水系统（上海）有限公司	主要推行 PVC 卷材系统	销售收入在 1 亿元以上
基仕伯（GCP APPLIED TECHNOLOGIES）	2014 年	2010 年收购武汉美利信新型建材公司，2014 年鄂州工厂投产	主要推行自黏卷材	2016 年销售收入 2400 万美元

资料来源：大隐于水公众号、东兴证券研究所

国内企业大幅向国外拓展仍需时间。中国的产品由于在国外的品牌度低，品质优势也不明显，加上产品运输的成本等各种制约因素，所以难以形成自己的竞争优势。同时，国内市场空间巨大，向国外市场拓展必要性较小，中国巨大的需求空间还是国内企业主要拓展的方向。

5. 需求结构改变带来模式新变化，供给端集中度提升加速

5.1 新建需求保证阶段 2B 模式发展，存量房时代 2C 模式是长远方向

5.1.1 国内新房建设和基建仍有较大空间，阶段保证 B 模式优势

新房建设需求仍有增长空间。中国城镇化率仍有提升空间，城市圈建设带来增量需求。我国防水材料需求目前主要来自于新房市场，横向对比来看我国城镇化率有较大提升空间，新房市场将仍会保持增长势头，对防水材料的需求在 5-10 年内将会保持稳定。

图 17：我国城镇化率不断提高

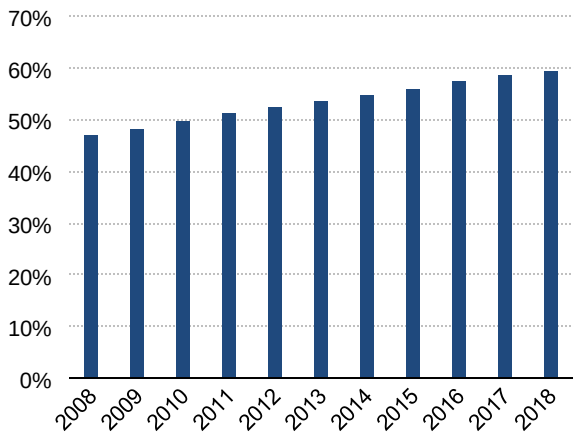
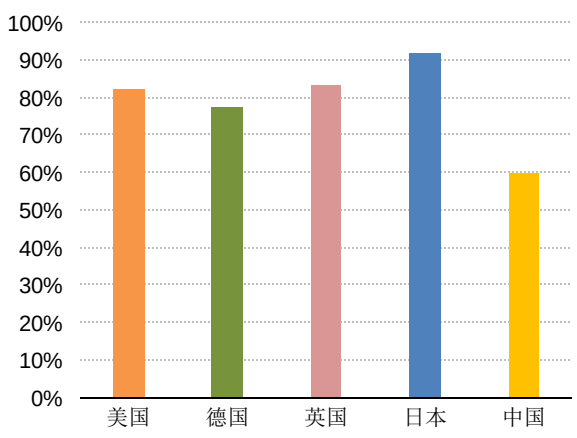


图 18：我国城镇化率相较发达国家仍有较大提升空间



资料来源：Statista、东兴证券研究所

资料来源：Statista，东兴证券研究所

中国基础设施建设空间仍很大。我国目前基础设施建设水平大约相当于发达国家的 30%。美国和中国国土面积相差不多，但是我国的铁路里程、公路里程、机场数量以及城市轨道交通长度分别为美国的 58.22%、72.97%、4.58%以及 27.50%，与美国有较大差距，建设空间仍然很大。与此同时我国国内西部与东部的基础设施建设水平仍有较大差距，补短板需求较大。

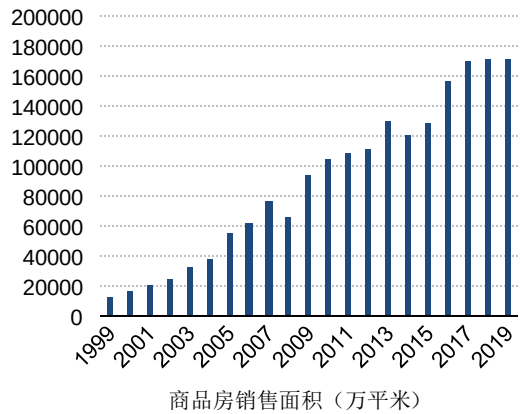
海绵城市和地下管廊建设带来新需求。根据国务院的指导意见，2020 年和 2030 年海绵城市面积在城市建成区要分别达到 20%和 80%以上。地下管廊建设也是国家新的基础设施建设的方向。

中国建筑市场的增量需求保证阶段性 2B 模式的发展。随着地产和建筑等下游集中度提升，2B 模式对于企业来讲是阶段性加快发展的重要发展路径模式，像东方雨虹依赖 2B 模式快速提升规模效应，从 2015 年不到 2 个亿的规模经过 15 年的发展到近 200 亿的规模，较第 2 名科顺股份 40 多亿的营业收入规模遥遥领先，龙头地位稳固，规模优势突出。

5.1.2 存量房时代来临改变需求结构，2C 新模式或是长期稳健发展趋势

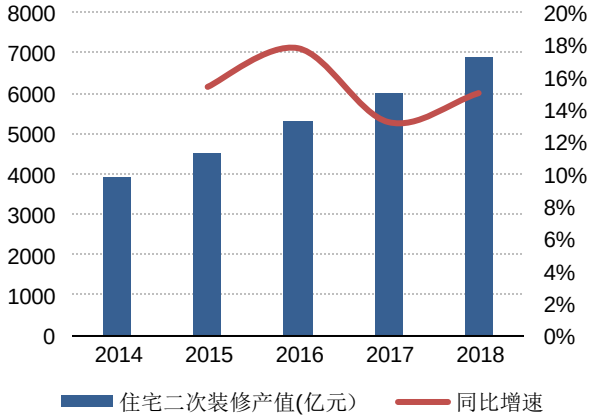
从 1999 年到 2019 年年末，我国已累计销售商品房 187.71 万亿平方米。按照住房翻新周期为 10-15 年计算，2010 年二次装修市场需求开始释放，2014-2018 年我国住宅二级装修产值由 3900 亿元增长到 6900 亿元，CAGR 高达 12.08%，目前二次装修住宅市场在家装市场中的占比已达到 33.8%。随着存量住宅装修耐用年限的逐渐到来和二手房市场的持续发展，大量住房的二次装修需求将会逐步释放，巨大的旧房翻新装修需求将会直接拉动防水材料的需求。

图 19：1999 年以来我国商品房年度销售面积



资料来源：wind、东兴证券研究所

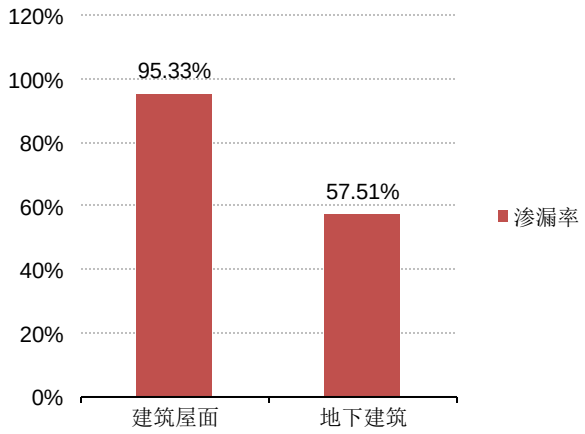
图 20：住宅二次装修产值及同比增速变化情况



资料来源：中国建筑装饰协会，东兴证券研究所

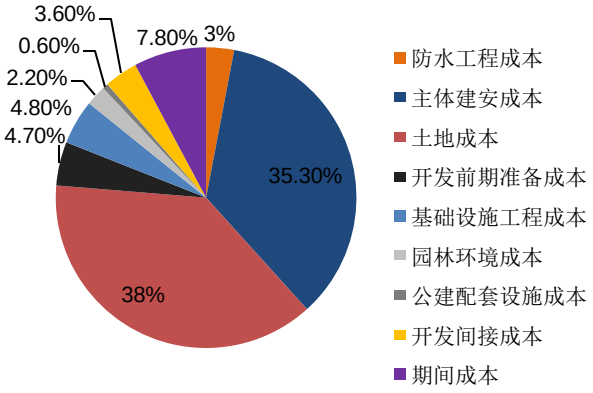
房屋渗漏问题严重，防水修缮市场空间大。我国的建筑渗漏问题较为严重，渗漏比例较高。发达国家建筑防水成本可以占到总成本的 8-10%，而我国仅在 3%左右，防水工程的维修成本为初次施工的 2-8 倍，较为严重的建筑渗漏问题或将导致我国建筑物防水修缮的市场需求大于发达国家。

图 21：我国建筑屋面和地下建筑的渗漏比例较高



资料来源：中国建筑防水协会、零点调查，东兴证券研究所

图 22：防水工程成本在我国建筑工程总成本中仅为 3%



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

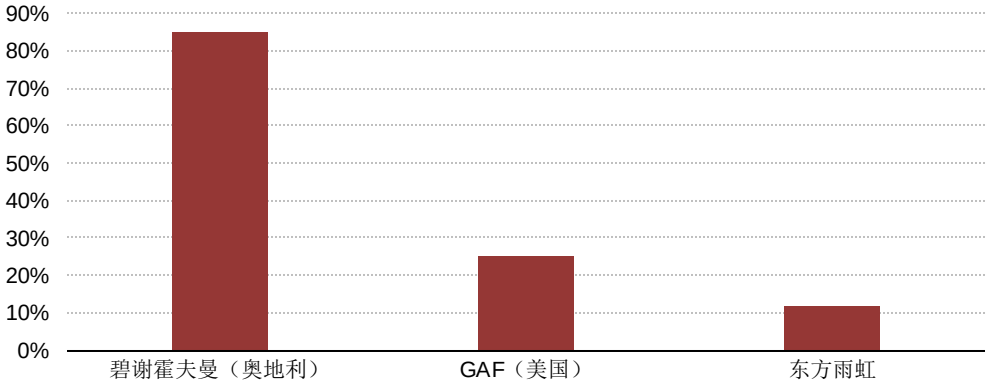
存量房时代 2C 模式将成为未来防水材料行业稳健发展新方向。参考发达国家对防水材料的需求结构，进入存量房时代后，二次装修和修缮需求或将占到我国防水材料需求的 80%左右，在存量房防水材料需求占比提升的过程中，更适用于室内防水处理的防水涂料或将迎来更加快速的发展，而由于高分子卷材具有环保和施工安全等优秀性能，也将受益于居民消费升级而得到更多应用，与此同时，沥青类卷材具有成本低，性价比高等特点，仍将在产品结构中占据稳定比例。存量房的修缮使得行业的发展将从原来的 2B 模式向 2C 模式转换，2C 模式将成为未来产业发展中企业稳健发展的新模式。

5.2 国内产业集中度提升空间大且加速中

展望未来，随着国内人均收入水平的提升，我国居民对建筑物的品质要求也走在“消费升级”的路上，同时随着中国对于防水标准的提升，品牌和优质产品将获得越来越多的青睐。目前推动建筑防水材料产业集中度提升的行业监管趋严、环保标准提升以及下游地产集中度提升这三大因素受益于此也将继续作用于产业供给端，推动企业产品和服务质量提升，进而使得产业集中度提升趋势得到延续。

国际比较来看，碧谢霍夫曼在奥地利的市场占有率为 85%，对本国市场几乎形成垄断，而 GAF 在美国的市场占有率也高达 25%，并在收购欧洲最大防水公司 Icopal 集团后成为世界最大防水和屋面系统供应商。而 2019 年国内建筑防水材料产业龙头公司东方雨虹的市场占有率仅为 12%左右，行业 CR10 也达不到 23%，国内产业集中度天花板仍高，集中度提升仍在路上。

图 23：东方雨虹与国外产业龙头在本国市场市占率对比



资料来源：中国建筑防水协会，各公司官网，东兴证券研究所

6. 风险提示

房地产市场需求和基建投资增速下滑带来行业需求阶段性的波动。

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

研究助理：韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。