

## 行业研究/首次覆盖

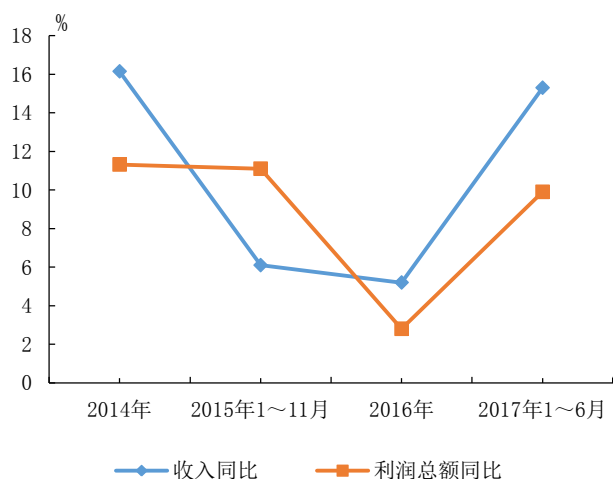
2017年11月14日

### 行业信用风险展望：

防水材料 稳定

大公国际工商一部 韩光明 栗婧岩

### 行业营业收入及利润总额增速走势图：



### ◎行业优势

- 下游需求持续增长，发展空间较大
- 行业政策的出台有利于改善外部环境
- 供小于求，整体盈利能力较强

### ◎行业风险

- 行业易受经济周期性影响
- 集中度很低，竞争较为激烈
- 对上下游议价能力不强

### ◎核心竞争力

- 产业布局及市场占有率
- 产品质量及品牌溢价

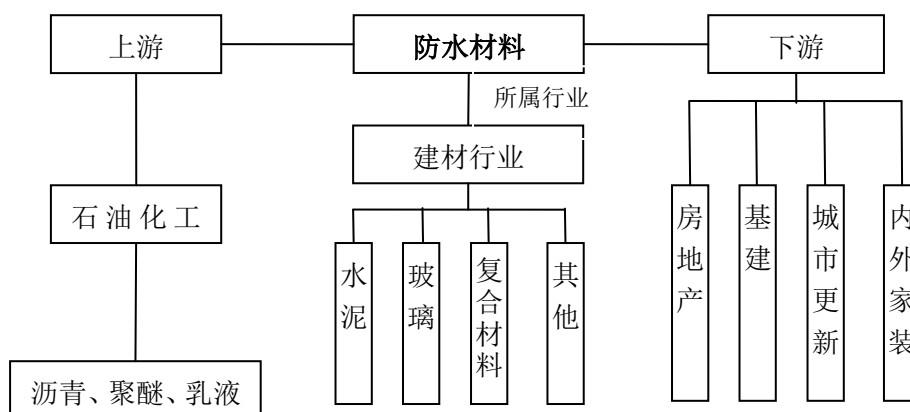
### ◎展望

防水材料行业应用领域的扩大以及城镇化和基建项目的持续推进可为料行业的发展提供巨大的市场空间；同时，在政策调控及行业自律性的持续推动下，防水材料行业集中度将进一步提高，行业将保持稳定的信用风险水平。

## 一、行业发展

### (一) 行业分类及应用

防水材料归属于建材行业，是重要的建筑工程材料，应用范围较广



防水材料行业归属于建材行业，与传统建材行业水泥相比，防水材料的易于存储，库存时间相对较长；同时附加值较高，运输半径较水泥有所延长，能够达到 500 公里。防水材料是重要的建筑工程材料，经过施工，在建筑物表面形成整体防水层，以达到防水的目的或增强抗渗漏的能力，所以其质量和施工效果对增强建筑工程的结构安全和延长建筑工程的使用寿命起着十分重要的作用。

**表 1 新型防水材料主要产品及应用领域**

产品名称	应用领域
SBS 改性沥青防水卷材	适用于寒冷地区和结构变形频繁的建筑防水工程
APP 改性沥青防水卷材	适用于较炎热地区的建筑防水工程
TPO 防水卷材	适用于大型钢结构屋面如大型工业厂房、大型公共建筑物等钢结构的屋顶防水
HDPE 防水卷材	用于地铁、隧道、水利、渠道等市政工程及建筑物的地面防水材料
聚氨酯防水涂料	适用于室内防水和地铁、建筑物地下、游泳池等建筑物防水
聚脲类防水涂料	用于高速铁路防水工程

资料来源：根据公开资料整理

建筑防水材料的应用领域十分广泛，目前主要应用领域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；城市道路桥梁和地下空间等市政工程；地下铁道等交

## 防水材料行业信用风险报告

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。随着社会的进步和建筑技术的发展，建筑防水材料的应用还会向更多领域延伸。

### 防水材料分为沥青油毡类防水材料和新型防水材料，新型防水材料需求的逐步提高会成为市场趋势

建筑防水材料分为沥青油毡类防水材料和新型防水材料，在防水材料行业持续快速增长的同时，以高分子防水卷材、中高档防水涂料为代表的新型防水材料，凭借其高性能、低耗材、保温隔热、绿色环保及可再生循环利用等多种优点，逐步成为发展的主流。

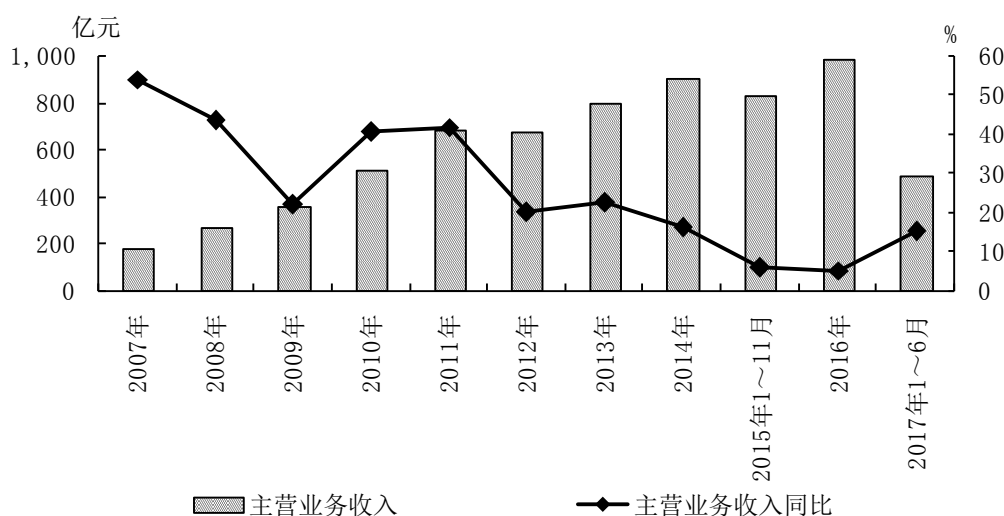
我国的新型防水材料主要有 SBS/APP 改性沥青防水卷材、高分子防水卷材、中高档防水涂料等，其中 SBS/APP 改性沥青防水卷材于上世纪 80 年代初期开始在国内市场推出，生产技术已相对成熟，是目前应用最广泛的防水材料；高分子防水卷材是从上世纪 80 年代初开始发展的，已形成三元乙丙防水卷材、TPO 防水卷材和 HDPE 防水卷材等多品种的高分子防水卷材；随着我国建筑业的发展，中高档防水涂料的市场需求逐年上升。随着防水材料应用领域由传统的房屋建筑向市政、交通等基础设施领域延伸，新型防水材料需求的逐步提高会成为市场趋势，新型防水材料将保持较快增长。

## （二）发展现状及需求分析

防水材料行业具有一定周期性，近年来行业收入水平持续提高，增速有所波动

防水材料作为工业民用建筑与基础设施建设工程的重要施工材料，广泛应用于高铁、地铁、地下管廊及机场等的建设。由于下游需求端受国内经济增速影响较为明显，因此防水材料行业亦为周期性行业。但和水泥行业相比，除房屋建筑及基建的以外，防水材料仍可用于城市更新，并且在未来房屋建筑及基建市场逐

步饱和的情况下，城市更新任何对防水材料需求形成稳定支撑，因此防水材料行业周期性程度要弱于水泥行业。



**图1 2007年以来我国规模以上建筑防水材料制造企业主营业务收入情况**

数据来源：中国防水网

2016年，我国建筑防水材料产量为18.97亿平方米，同比增长6.9%。2016年，规模以上防水材料制造企业主营业务收入988.2亿元，同比增长5.2%，较2015年前11个月6.1%的增速有所下降；利润总额66亿元，同比增长2.8%；销售利润率为6.7%，同比下降0.2个百分点。2017年以来，随着环保政策执行力度的加大，规模以上防水企业盈利能力有所回升。2017年1~6月，规模以上防水材料制造企业的沥青类防水卷材产量为44,278万平方米，比去年同期增长11.4%；主营业务收入494.7亿元，同比增长15.3%，较去年同期增加7.2个百分点；利润总额30.9亿元，同比增长9.9%，较去年同期增加7.8个百分点。

**2017年以来，防水材料行业在房屋建筑市场持续发展以及基础设施大规模建设的带动下，需求增长较快；预计2018年，行业需求仍将保持一定的增长**

房屋建筑及基础设施建设作为防水材料主要的应用市场，随着我国房屋建筑施工面积和竣工面积及基建项目投资的持续增长，有效拉动了对于防水材料的消费需求。2017年1~9月，全

## 防水材料行业信用风险报告

国房地产开发完成投资 80,644 亿元，同比名义增长 8.1%，其中住宅投资 55,109 亿元，同比增长 10.4%，增速提高 0.3 个百分点；同期，房屋施工面积为 738,065 万平方米，同比增长 3.1%，房屋新开工面积为 131,033 万平方米，同比增长 6.8%。随着地面交通、综合地下管廊、海绵城市建设等基础设施建设投资规划密集出台，2017 年以来，基建项目投资增长较；2017 年 1~9 月，基础设施建设投资完成额为 12.44 万亿元，同比增长 15.88%。

截至 2017 年初，我国城镇化率为 57.35%。十九大报告指出，过去 5 年我国城镇化率平均每年提高 1.2%，预计 2020 年我国常住人口城镇化率将达到 60%以上，到 2030 年达到 70%。随着城镇化进程不断加快，城市住房需求将继续保持增长，并且工业扩大再生产和各地大型工业企业“退城进园”等规划的实施也将带来大量厂房和办公用房的建设，防水材料和防水工程等相关产业面临良好机遇。另一方面，随着海绵城市、城市地下综合管廊等的建设，为防水材料行业带来新的机遇，我国各类房屋建筑保有量超过 400 亿平方米，现有房屋建筑物的翻修对建筑防水材料的需求也将呈现稳步增长态势；同时雄安新区基建项目的持续推进，将带动区域建筑防水产品及服务的需求，可为区域周边优质建筑防水企业业务发展提供增长空间。此外，建筑防水部位从传统的屋面和地下为主逐步延伸到室内、外墙等部位，应用领域的扩大也为防水材料行业的增长提供了巨大的市场空间。因此，预计 2018 年，防水材料行业需求仍将保持一定的增长。

### （三）上游成本及议价能力分析

防水材料的主要原材料包括沥青、聚醚等石油化工产品，受国际原油价格影响波动较大

防水材料主要分为防水卷材和防水涂料，在防水材料行业持续快速增长的同时，以高分子防水卷材、中高档防水涂料为代表的新型防水材料，凭借其高性能、低耗材、保温隔热、绿色环保



及可再生循环利用等多种优点，逐步成为发展的主流。防水卷材的原材料包括沥青、SBS 改性剂、基础油等，防水涂料的主要原材料包括聚醚、乳液、石蜡等，生产所需的原材料均属于石油化工产品，受国际原油价格影响，原材料价格的波动较大，给防水材料企业的成本控制造成一定的压力。



**图 2 2013 年 10 月以来我国沥青及聚醚价格走势**

数据来源：Wind 资讯

**防水材料企业采购多采用先款后货进行结算，存在一定的现金支出需求；防水企业整体议价能力较弱**

防水材料企业的上游供应商包括大型化工企业如中国石油天然气集团有限公司、巴斯夫中国有限公司等，虽然原材料采购规模较大，但结算以先款后货为主，因此企业存在一定的现金支出需求。2017 年以来，随着沥青、SBS 等原材料价格的上涨，防水材料企业盈利空间受到一定挤压。

在议价能力方面，上游采购方面，与水泥行业相比，由于不似水泥行业主要原材料均可自给，防水企业在主要原材料采购方面议价能力较弱，向上游供应商采购多为预付款项；下游销售方面，与水泥行业相比，防水材料行业较为分散，集中度较低，无法形成有效区域协同，因此不管是产品销售价格还是款项回收周期，防水企业均不具有太强的话语权，一般会根据合作情况提供

一定的信用周期。总的来看，防水企业整体议价能力较弱。

#### （四）行业竞争分析

**我国防水材料行业市场集中度较低，大型跨国企业的进入加剧了国内市场竞争的激烈程度**

随着社会固定资产投资规模的增长、建筑防水卷材需求的快速增长，建筑防水卷材行业内的企业在数量上实现了快速发展。根据中国防水网数据，截至2017年6月末，主营业务收入达2,000万元规模以上的企业共581家。防水材料企业的下游客户包括各类型的房地产开发公司以及各级代理商。

防水材料行业与其他建材行业相比，市场集中度较低，行业进入壁垒较低，因此行业内企业数量众多，且生产工艺落后、制假售假的事项频繁出现；目前我国防水生产企业和作坊超过2,000家，其中1,500多家企业拥有生产许可证，剩余大多数规模较小。2016年防水行业前10位企业的市场占有率不超过10%，行业前50家企业销售收入约占到行业销售收入的30%左右。为了获取更多的市场份额，低价竞争的方式比较普遍，不利于整个行业内企业盈利能力的提升。

此外，我国建筑防水卷材市场的巨大发展空间吸引了众多国际知名企业，纷纷在中国投资建厂。他们凭借着领先的生产技术、研究开发能力、强大的企业规模及综合实力冲击中国市场，加剧了我国市场竞争的激烈程度。

**行业规范度的提高有助于市场资源向大型企业集中，行业集中度有望得到提高**

为减少无序竞争，国家工业和信息化部及国家质检总局等监管部门相继出台多项政策，从发布产品标准、颁布生产许可证、公布行业准入条件等多个角度全方位提高防水行业准入门槛，以优化产业条件，增加行业有效投资，从而促进行业的良性健康发展。从供应端来看，2013年1月15日，工业和信息化部发布了

## 防水材料行业信用风险报告

《建筑防水卷材行业准入条件》(以下简称“准入条件”),准入条件对建筑防水卷材的建设条件、生产规模、工艺与装备、能源消耗、环境保护、产品质量、监督管理等方面做出具体规定,并要求有关部门、相关企业在建筑防水卷材项目投资管理、土地供应、信贷融资和生产运营等工作中要以本准入条件为依据。2016年2月,中国建筑防水协会印发《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》,将通过绿色发展、淘汰落后、稳定价格、拓展市场等措施,集合全行业力量有效解决当前防水行业面临的主要矛盾和问题,共同应对行业经济效益增速下滑的局面。2016年10月,国家质监局发布《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,包括沥青、橡胶和塑料产品等共7个单元的生产许可证实施细则,对防水企业生产标准提出了更高的要求。从需求端,中国建筑防水协会组织行业内企业开展会议,提高消费者防水重要性认识度,通过普及知识、提供免费咨询和解决方案等多种方式引导消费者选择合格产品。

防水行业的不规范行为及假冒伪劣现象引起了社会大众的关注,也引起了新闻媒体和相关质检部门的高度重视,防水材料被国家质检总局列为重点整治产品之一。此外,防水行业本身也加强自律,北京东方雨虹防水技术股份有限公司(以下简称“东方雨虹”)、深圳卓宝科技股份有限公司(以下简称“卓宝科技”)等十几家防水行业骨干企业发起成立了“促进建筑防水行业健康发展产业联盟”,致力于加强联合提高行业集中度、提升行业的综合竞争力。长期来看,防水行业日趋规范化,行业的集中度也将进一步得到提升。

## 二、防水企业分析

防水材料属于轻资产化学建材,防水企业存货及资产周转效率均处于较好的水平,且其杠杆率低于传统建材行业,其竞争力



## 防水材料行业信用风险报告

主要体现在市场占有率、品牌溢价及产品质量等方面。防水行业内知名企业主要包括目前东方雨虹、卓宝科技、盘锦禹王防水建材集团有限公司、潍坊市宇虹防水材料（集团）有限公司等，其中东方雨虹为全国范围内的防水行业龙头，其亦为行业内唯一一家 A 股上市公司。在区域竞争方面，有 30~40 家年销售收入在 1~3 亿元左右的企业组成了强势的第二集团军，它们具有在本区域经营时间长、市场积淀深、人脉关系广、品牌认知度高等优势，如唐山德生防水股份有限公司、杭州金屋防水材料有限公司、陕西雨中情防水材料有限公司、广西金雨伞防水装饰有限公司等。在领域竞争方面，家装防水领域、铁路防水领域、地铁防水领域、水利水电防水领域等具有一定竞争实力的企业。

上文提及防水企业议价能力相对较弱，一般会根据合作情况提供一定的信用周期，因此防水材料企业应收账款规模较大，面临一定的回收风险，且向上游供应商采购多为预付款项，因此企业可能面临一定的现金支出压力，较大的现金支出规模同时对防水材料企业的在手资金提出较高要求，规模较小、议价能力较弱的企业始终面临一定经营风险。下文将选取行业内上市公司中收入排名前三位的东方雨虹、科顺防水科技股份有限公司（以下简称“科顺防水”）、唐山德生防水股份有限公司（以下简称“德生防水”）等三家企业为样本，从盈利能力、资产质量、资本结构、现金流及核心竞争力等方面进行分析。

### （一）盈利能力

**防水材料行业毛利率较高，整体盈利能力较强，但其定价能力较弱，盈利能力受原材料价格波动影响较大**

虽然我国防水企业众多，但大部分未形成规模效应，行业的整体供应量低于下游需求量。据统计，在建项目的防水施工面积占建筑面积的比例平均为 32.15%，以全国建筑业房屋施工面积来推算全国防水施工防水材料需求面积，则现有的防水材料产量

无法满足全部需求，以 2016 年为例，约存在 18.95 亿平方米的需求缺口。供小于求使得防水材料行业毛利率水平优于水泥行业，整体处于较高水平，行业盈利能力较强。

**表 2 2015 年及 2016 年样本防水企业盈利能力情况（单位：亿元，%）**

企业	2016 年				2015 年			
	营业收入	毛利率	净利率	总资产净利率	营业收入	毛利率	净利率	总资产净利率
东方雨虹	70.00	42.63	14.66	13.74	53.04	40.76	13.74	12.99
科顺防水	14.73	49.71	17.95	15.62	12.00	44.71	13.75	14.54
德生防水	5.06	37.17	11.09	5.98	4.66	33.73	10.45	5.47

数据来源：根据公开资料整理

但由于防水材料行业集中度较低，对上下游议价能力较弱，防水企业定价能力不强，在成本中占比达到 90% 的直接原材料，其价格的波动对防水企业盈利能力的影响较大，因此防水企业普遍存在成本控制压力。

## （二）资产质量

防水企业整体资产结构较为合理，但在拓展市场过程中给予工程及渠道商信用账期使得防水企业应收账款规模较大

防水企业资产构成以流动资产为主，整体资产结构较为合理，受限比例较低，可变现能力尚可。

**表 3 2015 年及 2016 年末样本防水企业应收账款情况（单位：亿元，%）**

企业	2016 年末		2015 年末	
	应收账款金额	在资产中占比	应收账款金额	在资产中占比
东方雨虹	28.83	32.55	20.82	34.22
科顺防水	5.33	25.33	3.77	28.52
德生防水	3.93	40.50	2.85	31.54

数据来源：根据公开资料整理

但在持续的市场拓展过程中，为了快速的抢占市场及渠道资源，同时由于防水企业对下游的话语权较弱，因此防水企业在扩大业务规模拓展市场的过程中，一般会根据合作情况给工程及渠道商提供一定的信用周期，使得防水企业应收账款规模较大，对

资金形成较大占用的同时会存在一定的回收风险。

### （三）资本结构

**防水企业整体债务规模较小，有息债务以短期借款为主，流动资产对流动负债保障能力较好**

由于防水企业利润空间相对较大，除去应收账款部分的销售回笼资金仍能够对成本形成一定覆盖；并且不同于水泥行业固定资产投资回报周期较长，防水企业从项目开始投产至产生收益，周期约在 1~2 年；此外，一些已经形成规模效应的上市防水企业可通过证券市场直接融资。因此，防水企业整体债务规模较小，从融资成本角度考虑，通常会选择可满足短期资金需求的相对成本较低的短期借款。

**表 4 2015 年及 2016 年末样本防水企业长短期借款及流动比率情况（单位：亿元，%）**

企业	2016 年末			2015 年末		
	短期借款	长期借款	流动比率	短期借款	长期借款	流动比率
东方雨虹	10.63	0.00	1.59	6.23	0.00	2.02
科顺防水	1.84	0.22	1.96	2.94	0.18	1.37
德生防水	1.85	0.00	1.52	2.00	0.00	1.31

数据来源：根据公开资料整理

同时，由于防水企业资产构成中以流动资产为主，且流动负债规模相对较小，使得防水企业流动资产对流动负债的保障能力较好。

### （四）现金流

**防水企业现金回笼率表现出一定的个体差异，但整体水平尚可；经营性与投资性净现金流之间仍有缺口，存在一定的资本支出压力**

各个防水企业因整体经营模式和理念方面的不同，现金回笼率情况表现出一定的差异。但考虑到防水企业应收账款规模较大，一定程度上影响了产品销售的资金回笼，因此防水企业的资金回笼情况尚可。

表5 2015年及2016年样本现金回笼、经营性及投资性现金流情况（单位：亿元，%）

企业	2016年			2015年		
	现金回笼率	经营性净现金流	投资性净现金流	现金回笼率	经营性净现金流	投资性净现金流
东方雨虹	110.91	5.90	-4.89	107.37	4.21	-5.95
科顺防水	99.29	1.14	-2.46	93.55	0.16	-0.84
德生防水	84.64	0.02	-0.14	111.23	0.27	-0.21

数据来源：根据公开资料整理

现金流方面，防水企业经营性净现金流虽差异较大，但仍均表现为净流入；基于业务规模持续扩大的需要，防水企业投资性现金流持续表现为净流出。防水企业经营性与投资性净现金流之间仍有缺口，存在一定的资本支出压力，需要通过直接及间接融资的方式获取现金支持。

### （五）核心竞争力

核心竞争力方面，以东方雨虹为例进行分析：

东方雨虹是防水材料行业的龙头企业，集研发、生产、销售及施工于一体，产品种类齐全，随着生产基地布局的逐步完善和释放，产能及产量增长很快，业务规模大幅增长。近年来，东方雨虹完成了企业的转型升级，在研发实力、生产工艺、销售模式、标准化施工、品牌影响力等方面均居同行业前列，成为中国最具竞争性和成长性的行业龙头企业，具有显著的行业地位。

与行业内的其他上市公司相比，东方雨虹核心竞争力体现在其市场占有率及产品质量方面。近年来，东方雨虹在保持既有生产经营快速发展的前提下，不断加大战略布局与规划，并择机开展行业收购兼并工作，目前东方雨虹已在华北、华东、东北、华中、华南、西北、西南等地区均已建立生产基地，产能分布广泛且较为合理，并在江苏徐州、青岛莱西、杭州建德、安徽芜湖等地投资建设生产研发基地，促进产能分布的持续优化，在满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求方面具备了其他竞争对手不可比拟的竞争优势。同时，东方雨虹持续不断地开发新产

## 防水材料行业信用风险报告

品、新技术、新工艺，提升现有产品性能质量、完善产品品种规格，满足主要防水领域和多层次市场需求，从技术层面增强竞争力。量和质的同步提升，使得东方雨虹的市场占有率得以稳步提高。2017 年前三季度，东方雨虹收入规模达到 69.71 亿元，按照 2016 年国内规模以上防水企业营业收入总和 1,000 亿元计算，年化后东方雨虹的市场占有率已经达到 9%以上，市场占有率已经超过行业内前五大中其余四家的合计数。

### 三、行业展望

我国防水材料行业市场发展前景广阔。随着建筑防水材料应用领域的不断扩大，同时我国城市化进程及住房保障体系建设的持续推进可对房地产行业稳步发展形成保障，基础设施投资持续增长为建筑防水材料行业的发展提供了巨大的市场空间，预计未来新型防水材料市场需求将稳步增长。此外，受益于国家相关监管部门对行业规范的调整和实施，防水行业加强自律以及社会大众、相关质检部门对行业不规范现象的高度重视，预计市场资源将向大中企业集中，防水材料行业集中度也将进一步提升。综合来看，我国防水材料行业将在未来较长一段时间内处于稳定发展阶段。