

# 科顺股份 (300737.SZ)

## 成长与质量兼备的防水头部企业

### 核心观点:

- **稳健前行的防水行业头部企业。**科顺股份成立于 1996 年, 2015 年 10 月挂牌新三板, 2018 年 1 月在深交所创业板上市。公司规模位列防水行业第二, 在竞争激烈的防水行业保持身位领先, 同时适当拓展协同品类。公司自上市以来持续股权激励, 增长动能十足。根据 2020 年报, 公司经营目标为 2021 年、2022 年、2025 年分别计划实现 80 亿元、100 亿元、200 亿元的营收规模, 显示公司中长期发展信心。
- **防水行业千亿市场, 仍有增量, 正在加速集中。**防水行业长期需求稳定, 超 2000 亿元的赛道, 下游住宅、民用、基建、工业需求分别占 50%、20%、20%、10%, 从房地产和基建来看, 未来五年防水行业需求仍有增长, 且修缮市场和行业提标将带来行业增量。目前行业仍处于“大行业小公司”格局, 但近年来在行业提标、房地产和基建集采、下游集中度提升、其他上市企业跨界进入等多重因素促进下, 防水行业集中度正在加速提升, 公司作为防水行业第二梯队头部企业地位稳固。
- **公司核心竞争力分析: 成长与质量兼备的防水行业头部企业:** (1) 初步实现全国产能布局, 未来三年进入产能释放期, 为公司双百亿目标提供充足的产能保障, 费用率仍有下行空间; (2) “直销+经销”双轮驱动, 提升经销占比, 渠道管理能力和现金流突出; (3) 公司管理优化和规模效应显现, 人均效益显著提升; (4) 业务协同和品类拓展, 有望开拓新的业绩增长点; (5) 公司毛利率趋稳, 原材料涨价影响弱化。
- **投资建议。**我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.77/2.38/3.07 元, 按最新收盘价对应 PE 分别为 19.7/14.7/11.4 倍, 参考可比公司估值和公司未来预期增速, 我们给予公司 2021 年合理 PE 25x 的判断, 对应公司合理价值 44.19 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**上游原材料价格持续上涨, 下游需求大幅下滑。

### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	4,652	6,238	8,579	10,909	13,697
增长率 (%)	50.2	34.1	37.5	27.2	25.6
EBITDA (百万元)	602	1,449	1,815	2,391	3,052
归母净利润 (百万元)	363	890	1,123	1,512	1,948
增长率 (%)	96.1	145.0	26.1	34.6	28.9
EPS (元/股)	0.60	1.46	1.77	2.38	3.07
市盈率 (P/E)	18.93	14.75	19.71	14.65	11.37
ROE (%)	11.5	21.4	20.8	22.4	23.0
EV/EBITDA	10.61	8.70	11.64	8.63	6.62

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

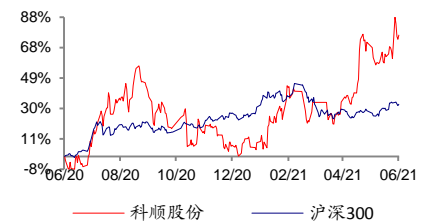
### 公司评级

当前价格	34.84 元
合理价值	44.19 元
报告日期	2021-06-06

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	635.37/468.02
总市值/流通市值 (百万元)	22136/16306
一年内最高/最低 (元)	37.05/18.14
30 日日均成交量/成交额 (百万)	9.06/299.72
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	31.67/66.62

### 相对市场表现



### 分析师:



邹戈

SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

### 分析师:



谢璐

SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

### 联系人:

张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

一、稳健前行的防水行业头部企业 .....	5
（一）专注防水主业，成长与质量兼备 .....	5
（二）股权结构稳定，团队激励充分 .....	6
二、防水行业千亿市场，仍有增量，正在加速集中 .....	9
（一）长期需求稳定，超 2000 亿元的赛道 .....	9
（二）防水行业正在加速向头部集中 .....	12
三、公司核心竞争力分析：成长与质量兼备的防水行业头部企业 .....	19
（一）初步实现全国产能布局，未来三年进入产能释放期，费用率仍有下降空间 ..	19
（二）“直销+经销”双轮驱动，渠道管理能力和现金流突出 .....	22
（三）管理优化，人均效益持续提升 .....	26
（四）业务协同和品类拓展，有望开拓新的业绩增长点 .....	28
（五）公司毛利率趋稳，原材料涨价影响弱化 .....	29
四、关键假设和盈利预测 .....	33
五、风险提示 .....	34

## 图表索引

图 1: 科顺股份营业收入及增速.....	5
图 2: 科顺股份归母净利润及增速.....	5
图 3: 科顺股份营业收入结构.....	6
图 4: 科顺股份各项业务增速.....	6
图 5: 科顺股份各项业务毛利率.....	6
图 6: 科顺股份主要产品分地区收入结构.....	6
图 7: 截至 2021 年 3 月 31 日科顺股份股权结构.....	7
图 8: 防水行业规模以上企业营收.....	9
图 9: 日本防水施工面积在地产大周期下行阶段需求保持稳定.....	9
图 10: 防水材料下游应用占比分布.....	9
图 11: 房地产施工面积和新开工面积增速.....	10
图 12: 狭义和广义基建投资增速.....	10
图 13: 截至 2020 年底中国存量商品住宅年限结构（统计局竣工口径）.....	10
图 14: 东方雨虹和科顺股份营业收入及市占率.....	13
图 15: 防水行业头部企业收入（亿元）.....	13
图 16: 防水行业竞争格局.....	13
图 17: 房地产 TOP500 首选防水材料供应商前十名首选率加总.....	15
图 18: 按销售金额计算的房地产行业集中度.....	16
图 19: 按销售面积计算的房地产行业集中度.....	16
图 20: 中国交建供应商线上中标金额 CR30.....	17
图 21: 八大央企新签订单额及占建筑行业比例.....	17
图 22: 防水材料公司应收账款周转天数（天）显著高于其他消费建材公司.....	18
图 23: 截至 2020 年底公司产能布局.....	19
图 24: 防水企业有息负债率.....	21
图 25: 防水企业财务费用率.....	21
图 26: 公司运输费用率.....	21
图 27: 公司分地区收入占比.....	21
图 28: 公司直销、经销和工程施工收入占比.....	22
图 29: 公司销售分公司分布.....	23
图 30: 公司合作的部分地产商和建筑央企.....	23
图 31: 公司销售模式.....	24
图 32: 公司经销商数量及增速.....	24
图 33: 公司经营性现金流净额/净利润.....	25
图 34: 防水企业经营性现金流净额/净利润.....	25
图 35: 防水企业应收账款周转率.....	25
图 36: 防水企业净营业周期（天）.....	25
图 37: 防水企业人均薪酬（万元）.....	26
图 38: 2013-2020 年科顺股份期间费用率.....	26
图 39: 防水企业人均创收（万元）.....	26

图 40: 防水企业人均创利 (万元)	26
图 41: 公司研发费用及占收入比重	27
图 42: 防水企业研发费用/营业收入	27
图 43: 科顺股份组织架构	27
图 44: 公司业务范围	28
图 45: 丰泽股份历年收入及增速	29
图 46: 丰泽股份历年净利润及增速	29
图 47: 原油价格和沥青价格变动关系	32
图 48: 科顺股份毛利率和华南改性沥青价格	32

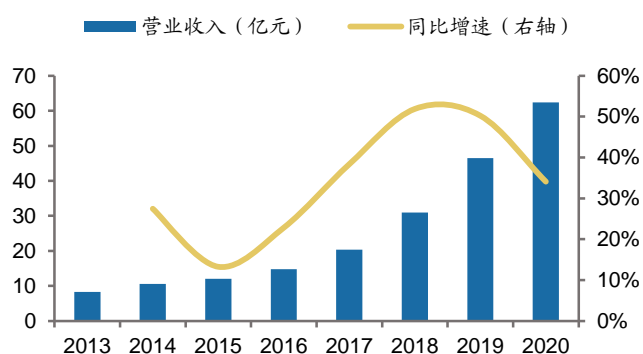
表 1: 公司历次股权激励计划和员工持股计划	7
表 2: 截至 2021 年 2 月 1 日公司高管持股情况	8
表 3: 科顺股份每股股利及分红率	8
表 4: 老旧小区改造防水材料需求一览	11
表 5: 2004 年《屋面工程防水规范》	12
表 6: 2019 年《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿)防水做法	12
表 7: 建筑屋面工程和外墙工程防水等级	12
表 8: 中华人民共和国招投标法修订情况	17
表 9: 科顺股份各生产基地产能	20
表 10: 科顺股份防水卷材生产情况	20
表 11: 科顺股份防水涂料生产情况	20
表 12: 公司前五大客户销售金额及占当期营收比例	23
表 13: 2016-2020 地产商 500 强首选防水类材料品牌	23
表 14: 截至 2020 年 12 月 31 日, 公司为经销商提供的担保明细	24
表 15: 科顺股份新生产基地其他品类产能	29
表 16: 科顺股份防水材料成本构成	30
表 17: 科顺股份防水卷材直接材料成本占比	30
表 18: 科顺股份防水涂料直接材料成本占比	30
表 19: 2017-2019 年原材料采购金额及成本占比	30
表 20: 沥青对公司毛利率影响的敏感性分析	31
表 21: 公司毛利率对产品和成本涨幅的敏感性分析	31
表 22: 业绩预测假设	33
表 23: 可比公司估值表	34

## 一、稳健前行的防水行业头部企业

### （一）专注防水主业，成长与质量兼备

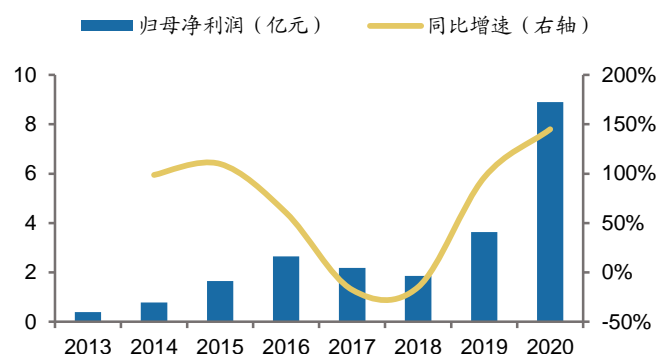
科顺股份成立于1996年，原为顺德市桂洲镇科顺精细化工有限公司，2015年5月公司更名为科顺防水科技有限公司，2015年10月挂牌新三板，2018年1月在深交所创业板上市。公司主营建筑防水业务，规模位列防水行业第二，近几年公司规模快速扩张，2013-2020年收入复合增速达33.4%，归母净利润复合增速56%。2020年公司营业收入62.38亿元，同比+34.09%，归母净利润8.9亿元，同比+145.03%。根据2020年报，公司经营目标为2021年、2022年、2025年分别计划实现80亿元、100亿元、200亿元的营收规模，双百亿战略显示公司中长期发展信心。

图1：科顺股份营业收入及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图2：科顺股份归母净利润及增速

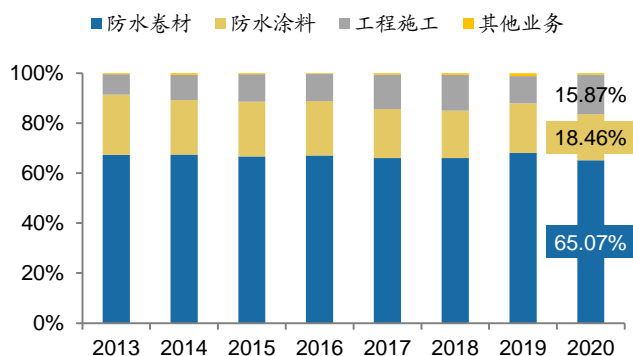


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**专注防水主业，适当拓展协同品类。**公司主营新型建筑防水材料研发、生产、销售并提供防水工程施工服务，现有工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“ELOKT依来德”、堵漏维修品牌“ZT筑通”等核心品牌，分别对应建筑市场、家装市场、维修堵漏市场，产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类100多个品种，可为客户提供“一站式”建筑防水解决方案。2020年科顺股份防水卷材、防水涂料、工程施工收入占比分别为65.07%、18.46%、15.87%，其他业务收入仅占0.6%，显示公司专注防水主业，有利于在竞争越来越激烈的防水行业继续保持身位领先。2021年3月公司收购丰泽股份100%股权，丰泽股份是一家为基建工程提供减隔震和止排水技术方案、支座止水带和伸缩装置产品的新三板公司，公司通过收购丰泽股份一方面可借助其在基建领域的资源，帮助公司拓展防水基建市场，进一步扩大防水领域市场份额，另一方面适当拓展品类，形成新的增长点，提高抗风险能力，公司也可借助自身的渠道和客户协同优势，协助丰泽股份拓展建筑领域客户。

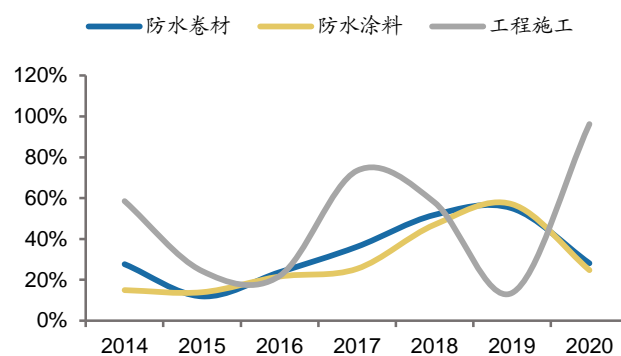
销售网络覆盖全国，华东华南是前两大市场。公司销售网络覆盖全国，分区域来看，2019年各区域收入占比分别为华东44.3%、华南16.5%、西南13.1%、华中9.7%、华北8.8%、西北3.6%、东北3.2%、港澳台及境外0.8%，公司深耕华东华南市场，持续拓展其他区域市场份额。

图3：科顺股份营业收入结构



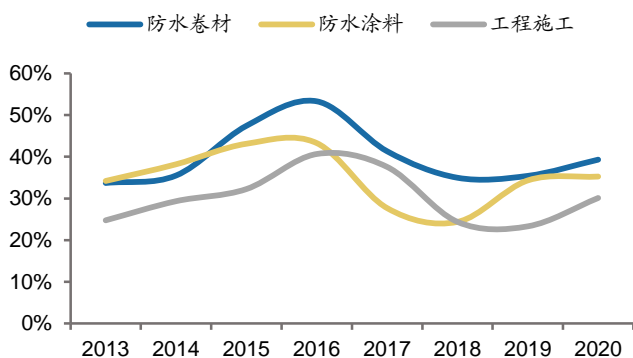
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图4：科顺股份各项业务增速



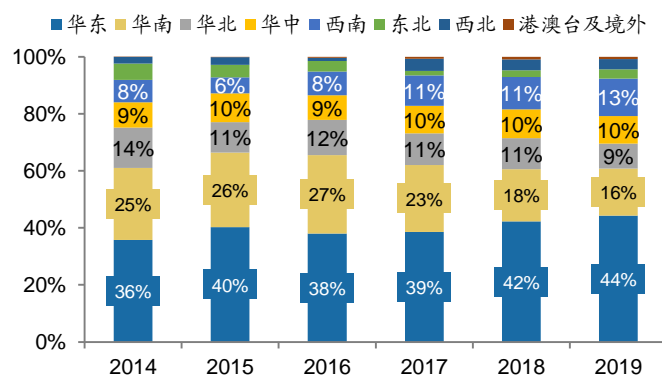
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图5：科顺股份各项业务毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图6：科顺股份主要产品分地区收入结构



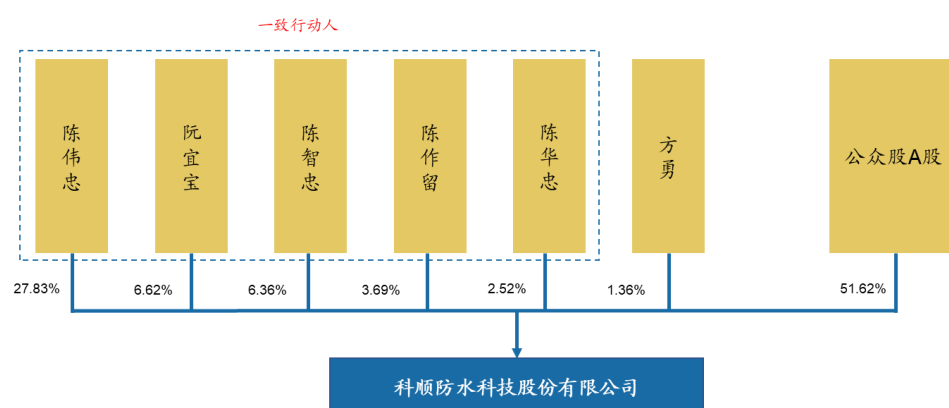
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）股权结构稳定，团队激励充分

大股东持股集中，股权结构稳定。陈伟忠、阮宜宝夫妇为公司控股股东、实际控制人，合计持股34.45%；陈伟忠、阮宜宝、陈智忠、陈作留、陈华忠为一致行动人，合计持股47.02%，大股东持股较集中，股权结构稳定。



图7：截至2021年3月31日科顺股份股权结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**持续股权激励，公司增长动能十足。**公司自上市以来，分别于2018年、2020年向激励对象授予股票期权与限制性股票。2018年公司授予股票期权与限制性股票2400万股（占总股本3.93%），其中首次授予高管1人，中层管理人员及核心技术（业务）人员302人。2020年授予限制性股票540万股（占总股本0.89%），其中首次授予中层管理人员和核心技术（业务）人员共235人。2020年股权激励计划考核条件除业绩增速外，新增“公司经营性现金流量净额大于零”的要求，显示公司要求增长与质量并重。目前公司持股人员达500多人，基本涵盖所有中层以上人员，公司持续进行股权激励，深度绑定公司发展和员工利益，为公司发展提供十足的增长动能。

表 1：公司历次股权激励计划和员工持股计划

	2018 年股票期权与限制性股票激励计划	2020 年限制性股票激励
预案日	2018/6/27	2020/5/12
授予日	首次授予：2018/7/27 预留授予：2019/4/26	首次授予：2020/6/8 预留授予：2021/4/22
人数	首次授予：303 人 预留授予：75 人	首次授予：235 人 预留授予：98 人
授予数量（万股）	2400（占总股本的 3.93%） 首次授予：1939.50（股票期权授予数量为 1293 万股，限制性股票授予数量为 646.5 万股） 预留授予：460.5（股票期权授予数量为 307 万股，限制性股票授予数量为 153.5 万股）	540（占总股本 0.89%） 首次授予：435.8 预留授予：104.2
股票来源	股票期权的股票来源为公司向激励对象定向发行公司 A 股普通股，限制性股票的股票来源为公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股。	公司从二级市场回购的本公司 A 股普通股
授予价格（元/股）	首次授予：股票期权 13.15，限制性股票 6.58 预留授予：股票期权 13.15，限制性股票 6.58	首次授予：10.27 预留授予：14.50
解锁比例	首次授予：3 年各解锁 40%/30%/30%	首次授予：3 年各解锁 40%/30%/30%

	预留授予：2 年各解锁 50%/50%	预留授予：2 年各解锁 50%/50%
解锁条件	首次授予：以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增长率不低于 25%/50%/75%	首次授予：以 2019 年净利润为基数，2020-2022 年净利润增长率不低于 30%/40%/50%，且 2020-2022 年公司经营现金流量净额大于零。
	预留授予：以 2017 年净利润为基数，2019-2020 年净利润增长率不低于 50%/75%	预留授予：2020 年和 2021 年两年净利润平均值比 2019 年净利润增长不低于 40%，2020 年、2021 年和 2022 年三年净利润平均值比 2019 年净利润增长不低于 50%，且 2021 年、2022 年公司经营现金流量净额大于零。

数据来源：公司限制性股票激励计划公告，广发证券发展研究中心

注：“净利润”指指归属上市公司股东且剔除股权激励成本影响后的净利润

表2：截至2021年2月1日公司高管持股情况

姓名	职务	持股数量（万股）	持股比例
陈伟忠	董事长	17681.14	27.83%
方勇	董事,总裁	862.72	1.36%
卢嵩	董事,财务负责人	528.09	0.83%
孙崇实	副总裁	400.99	0.63%
毕双喜	董事,董事会秘书	364.97	0.57%
樊兴宇	董事,副总裁	204.78	0.32%
汪显俊	副总裁	63.62	0.10%
陈冬青	副总裁	52.73	0.08%
黄志东	职工代表监事	43.02	0.07%
涂必灵	监事	25.54	0.04%
金结林	监事会主席	5.66	0.01%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

**分红兼顾公司发展和股东回报。**公司自2018年上市以来开始进行分红，当年总分红（含其他方式）率达68.69%。2020年公司向全体股东每10股派发现金股利人民币1.50元（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增8股。

表3：科顺股份每股股利及分红率

	2018 年	2019 年	2020 年
每股现金分红股利（元/股）	0.05	0	0.15
现金分红率	16.48%	0	10.70%
总分红率（含其他方式）	68.69%	14.02%	10.70%
送红股	/	/	每 10 股转增 8 股

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

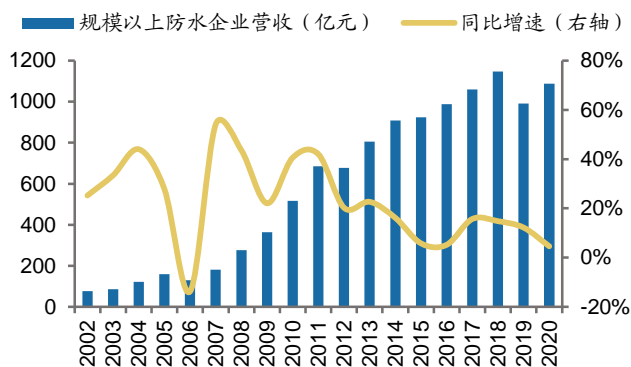


## 二、防水行业千亿市场，仍有增量，正在加速集中

### （一）长期需求稳定、超 2000 亿元的赛道

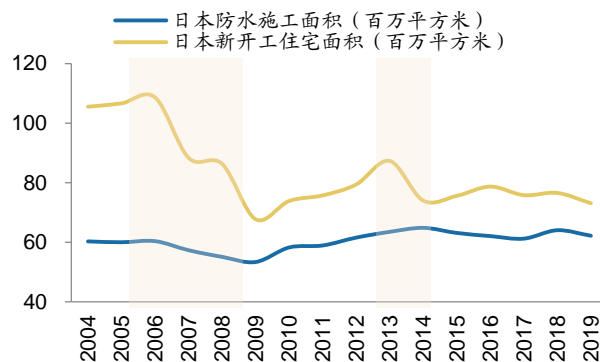
**防水行业长期需求稳定，超2000亿元的赛道。**根据中国建筑防水协会的统计，2020年主营收2000万以上的企业（约723家企业）主营收之和达1087亿元，同比增长4.6%，考虑到还有众多中小企业和非标产品，根据行业经验中性假设（规模以上企业和规模以下企业各占一半），行业空间超2000亿元。从日本的历史数据来看，防水行业长期需求稳定，并未随着地产大周期下行出现需求断崖式下降。

图8：防水行业规模以上企业营收



数据来源：中国建筑防水协会，广发证券发展研究中心

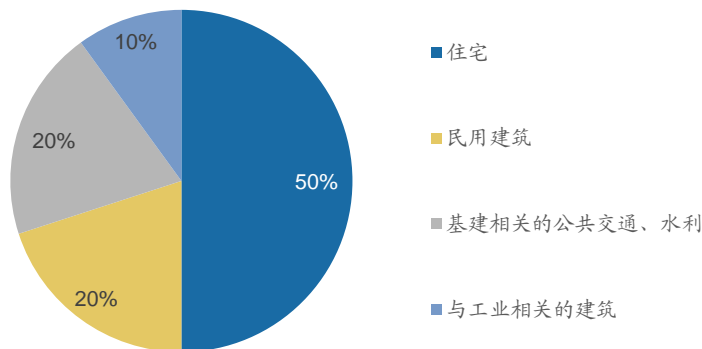
图9：日本防水施工面积在地产大周期下行阶段需求保持稳定



数据来源：JMW日本防水材料协会，Wind，广发证券发展研究中心

**防水行业下游需求以住宅为主，其次是基建。**防水行业下游住宅、民用、基建、工业需求分别占50%、20%、20%、10%，以住宅和民用建筑为主，其次是基建，在房屋建筑中主要用于屋面、地下、厨卫、外墙等部位，其中屋面及地下室占比最高；在基建中主要用于铁路、轨道交通、桥梁、隧道、地下管廊、机场、水库水利等领域。

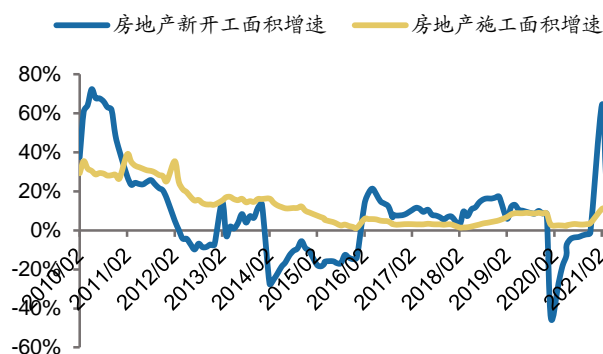
图10：防水材料下游应用占比分布



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

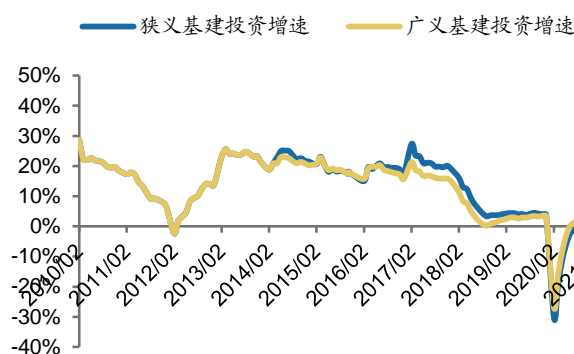
从房地产和基建来看，未来五年防水行业主要需求仍有增长。由于防水材料主要下游是住宅、民用建筑和基建，因此防水行业景气度和房地产基建增速正相关。随着经济增速趋势性放缓、购房群体慢慢减少、住宅结构更趋合理、房地产政策调控保持收紧，预计房地产新增需求增速将逐渐下行，但未来五年绝对量仍将处于平台期，预计十四五时期房地产的防水需求保持稳定。根据第七次全国人口普查结果，我国常住人口城镇化率63.89%，距离发达国家的75%水平线仍有较大空间，未来5年国内城镇化率仍将持续推进，预计十四五时期基建的防水需求保持稳健增速。综合来看，未来五年防水行业主要下游需求（房地产和基建）预计保持低速增长。

图11：房地产施工面积和新开工面积增速



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

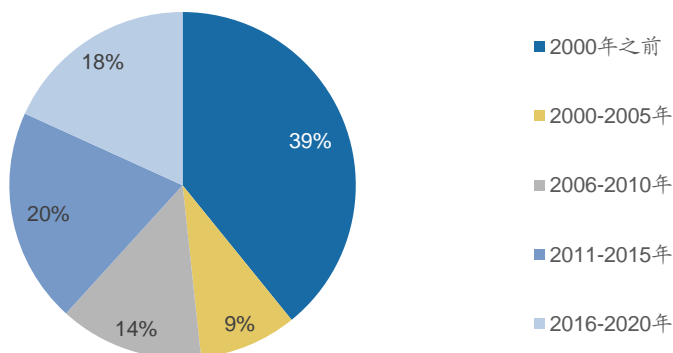
图12：狭义和广义基建投资增速



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

**防水行业两个新变化将带来行业规模增长：一是修缮/二次装修市场扩容，二是行业提标。**（1）由于老旧小区防水设施质量差、安装时间久远，老旧小区改造必然会带来大量的防水产品需求。如2020年7月20日国务院办公厅出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确老旧小区改造时间表，到“十四五”期末力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，将对防水材料需求形成明显拉动。随着国内早期房屋建筑逐渐进入二次装修阶段，旧房屋维修堵漏一般是必选项，未来中国巨大的存量房市场将有效拉动防水材料需求，中国目前防水需求仍以新建房屋为主，存量房将带来明显的需求增量。

图13：截至2020年底中国存量商品住宅年限结构（统计局竣工口径）



数据来源：国家统计局，Wind，广发证券发展研究中心

根据我们在2020年8月4日发布的报告《再看“旧改”：全面推进老旧小区改造，存量房市场建材需求开始放量》，在全国有16万个老旧小区（40亿平建筑面积、4200万户）改造的基础上，老旧小区改造将拉动防水材料230亿元的市场，若2025年之前改造完成，将带来每年约40亿元的增量需求。此次由政府推动的2000年前建成的老旧小区改造虽未涉及室内重装，但仍为部分建材带来增量影响，在外部小区环境的改善和较大的房龄结构双重因素催化下，此次由政府主导的老旧小区改造或将成为存量房启动的突破口，带来室外内同时改造的效应。未来，伴随着我国存量房屋数量不断增长，住宅平均年限逐年增加、二手房销售占比提升将带来存量住宅翻新需求提升，参考美国经验，未来存量翻新将给消费建材长期需求带来保障。防水行业作为功能性材料，早期防水材料质量参差不齐带来较大的隐患，因此存量房修缮需求空间较大。

表4：老旧小区改造防水材料需求一览

分类	改造工程	主要材料	单方消耗量	单价 (元/ m <sup>2</sup> )	总投资额 (亿元)	年投资额 (亿元)
防水工程	屋面防水	SBS 防水卷材	2.715m <sup>2</sup>	25	226	38

数据来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，广发证券发展研究中心

**（2）防水材料质量和设防道数带来的质量差异、使用寿命时间差距较大，行业提标将带来市场规模扩容。**以沥青卷材为例，经验发现双层沥青卷材的性能要远高于单层，因此欧洲多数国家现在都采用双层沥青防水卷材施工；美国改性沥青技术从欧洲引进，开始倾向于单层铺设，但效果不佳，改为双层铺设。我国改性沥青技术从欧洲引进，技术水平和国外相差不大，但施工上以单层铺设较为普遍，据中国建筑防水协会与零点市场调查与分析公司发布的《2013年全国建筑渗漏状况调查项目报告》，抽查建筑屋面样本的总渗漏率达到95.33%，65%防水工程6至8年需要翻修，而据国家防水材料质检中心2014年第三批抽查情况，量大面广的SBS防水卷材合格率为88.1%，保守估计双层SBS防水卷材屋面的寿命超过15年，可见防水卷材双层铺设和单层铺设带来的质量差异、使用寿命时间差距较大，增加设防道数能够直接提升防水使用寿命。原2004年公布的《屋面工程技术规范》对临时永久建筑、一般建筑（包括一般的工业和民用建筑、普通建筑、一般办公楼等）的设防要求为一道防水，合理使用年限为5/10年。2019年8月30日住建部公布《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿)，规定“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/外墙/室内工程防水设计工作年限不应低于20/25/15年”，为了提高防水工程的使用年限，规范从材料、设计和施工三个方面提高了要求，大部分建筑使用场景都要求一级工程防水，以前只需一层防水材料的项目，现在需要两层甚至三层，有些情况下还需要卷材和涂料的结合，若规范落地，将直接提升防水材料需求，带来市场规模扩容。

表5: 2004年《屋面工程防水规范》

设防等级	要求使用年限	建筑物类别	设防要求
Ⅳ级设防	5 年	非永久性的建筑, 如简易宿舍、车间、计划改建的临时防水的建筑	一道防水设防
Ⅲ级设防	10 年	一般的建筑, 包括一般的工业和民用建筑、普通建筑、一般办公楼等	一道防水设防
Ⅱ级设防	15 年	重要的建筑和高层建筑, 如城市中较大型的公共建筑、重要的博物馆、大型厂房等	二道防水设防
Ⅰ级设防	25 年	对防水有特殊要求的工程, 如国家级国际政治活动中心	三道防水设防

数据来源: 2004 年《屋面工程防水规范》, 广发证券发展研究中心

表6: 2019年《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿)防水做法

工程名称	一级工程防水	二级工程防水	三级工程防水
明挖法地下工程	不应少于三道	不应少于二道	二道
暗挖法地下工程	应选二道	应选二道	应选二道
平屋面工程防水做法	不应少于三道	不应少于二道	不应少于一道
坡屋面工程防水做法	不应少于二道	不应少于二道	不应少于一道
建筑外墙工程	不应少于二道	不应少于一道	/
建筑室内工程防水做法	二道	一道	一道

数据来源: 2019 年《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿), 广发证券发展研究中心

表7: 建筑屋面工程和外墙工程防水等级

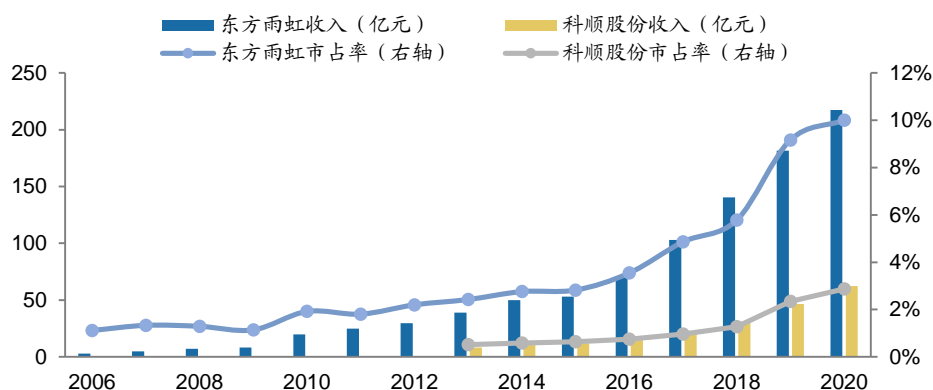
	民用建筑、对渗漏敏感的工业和仓储建筑	其他建筑	对渗漏不敏感的工业和仓储建筑
年降水量 $P > 800 \text{ mm}$	一级工程防水	一级工程防水	二级工程防水
年降水量 $200 \text{ mm} < P < 800 \text{ mm}$	一级工程防水	二级工程防水	三级工程防水
年降水量 $P < 200 \text{ mm}$	二级工程防水	三级工程防水	三级工程防水

数据来源: 2019 年《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿), 广发证券发展研究中心

## (二) 防水行业正在加速向头部集中

防水行业集中度仍不高, 正在加速向头部集中。根据中国建筑防水协会的统计, 2020 年规模以上企业营收之和达1087亿元, 中性假设行业规模以上企业和规模以下企业各占一半, 防水行业规模达2174亿元, 据此测算, 2020年东方雨虹和科顺股份防水业务市占率为10%、3%, CR2仅为13%, 行业仍处于“大行业小公司”格局, 但近年来龙头市占率呈现加速提升态势。

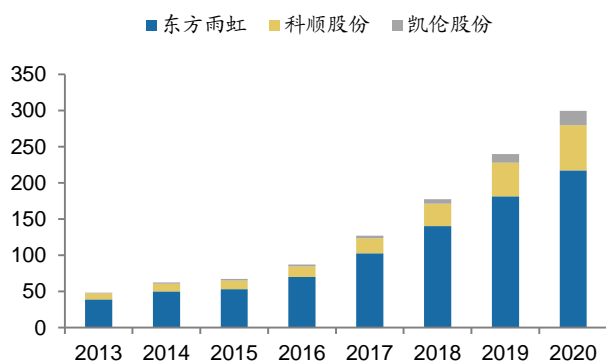
图14：东方雨虹和科顺股份营业收入及市占率



数据来源：公司财报，中国建筑防水协会，国家统计局，广发证券发展研究中心

龙头领跑地位稳固，公司身位领先，上市公司数量快速增加，行业格局仍存变数。根据2020年的营收规模对防水企业进行排序，东方雨虹率先突破200亿元收入，一马当先，稳居行业龙头地位；科顺股份规模突破60亿元排第二，和其他第二梯队企业拉开了一定的距离，占据第二梯队头部企业位置；第三到五名的营业收入规模都在30亿元以上，分别为北新建材、山东宏源和深圳卓宝，除了跨界进入的北新建材，其余两家企业都还未上市，但作为老牌防水企业，其规模和实力不容小觑；潍坊宇虹、北京建国伟业、江苏凯伦、陕西雨中情和辽宁大禹等企业在行业耕耘多年也具备一定的规模。随着凯伦股份上市后高速增长、众多防水企业谋求IPO上市、建材上市公司跨界进入（如北新建材、民族建筑涂料龙头、伟星新材、亚士创能等），行业内的上市公司数量快速增加，一方面会带来头部企业跑马圈地，行业集中度提升，另一方面使得第二梯队的排位之争愈发激烈，目前科顺股份规模位列第二梯队头部位置，虽保持相当优势，仍面临着同行激烈的追赶。

图15：防水行业头部企业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16：防水行业竞争格局



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心



在行业标准持续提升、房地产和基建集采、下游集中度提升、其他上市企业跨界进入等多重因素促进下，防水行业集中度正在加速提升。

### 1. 行业标准持续提升，压缩非标小企业生存空间

防水行业标准出台较晚，直到2013年政府才首次设立防水卷材行业准入条件，近年来行业监管持续升级，行业走向环保化和规范化，无证及生产低质非标产品的企业生存空间越来越小，促进淘汰落后产能和行业走向规范。2013年政府首次设立防水卷材行业准入条件；2018年1月1日起，工信部对包括防水卷材在内的10个建材行业所有企业和生产线统一指导和约束；2019年9月住建部公布《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿)，对工程防水设计工作年限进行了大幅提高，规定屋面/外墙/室内工程防水设计工作年限大幅提升至20/25/15年；2021年5月成都连续发布多项防水新规，对政府投资项目和新建商品住宅中的防水材料和防水质保期进行严格规定：“政府投资项目全面使用高分子防水材料”，“新建商品住宅禁止使用热熔施工的SBS改性沥青类防水卷材、溶剂型建筑防水涂料，防水质保期不低于10年”，行业标准的提升将进一步压缩非标小企业生存空间，积极布局环保材料、产品质量过硬、具备强大研发能力的大企业具备优势。

表 5：防水行业监管趋严，促进落后产能淘汰

时间	政策	主要内容
2021 年 5 月	成都市住建局《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》	2021 年 6 月 1 日起，本市政府投资项目要全部使用水性建筑涂料和高分子防水材料。2021 年 6 月 1 日前已完成施工图审查的项目，通过设计变更方式，将非水性建筑涂料、非高分子防水材料修改为水性建筑涂料和高分子防水材料。
2021 年 5 月	成都市住建局《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定(征求意见稿)》	禁止使用热熔施工的 SBS 改性沥青类防水卷材、溶剂型建筑防水涂料，防水质保期不低于 10 年。
2021 年 5 月	成都市住建局等 7 部门《成都市重点管控区域施工工地大气污染防治技术导则》	在成都重点管控区域施工工地，政府投资项目应当全面使用高分子防水材料，引导涉及 VOCs 排放的企业投资项目优先使用高分子防水材料。
2019 年 11 月	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	淘汰类产能：500 万平方米/年(不含)以下的改性沥青类防水卷材生产线；500 万平方米/年(不含)以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线；100 万卷/年(不含)以下沥青纸胎油毡生产线。
2019 年 9 月	《建筑和市政工程防水通用规范》(征求意见稿)	工程防水设计工作年限应符合下列规定： 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，屋面工程防水设计工作年限不应低于 20 年，外墙工程防水设计工作年限不应低于 25 年，室内工程防水设计工作年限不应低于 15 年，道路桥梁工程路面或桥面防水设计工作年限不应低于路面结构或桥面铺装设计工作年限。
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。
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。
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。
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。



2013年2月	《建筑防水卷材行业准入条件》	新建改性沥青类（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）项目单线产能规模不低于300万平方米/米
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。
2011年1月	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	提高了行业进入门槛，利好行业优胜劣汰
2010年12月	《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010年本）》	将防水行业的焦油型聚氨酯防水涂料、水性聚氯乙烯焦油防水涂料等均被列入了淘汰范围。同时，年产500万平方米以下改性沥青类防水和沥青复合胎柔性防水卷材生产线、年产100万卷以下沥青纸胎油毡生和沥青复合胎柔性防水卷材生产线、年产100万卷以下沥青纸胎油毡生产线也在淘汰之列。
2009年5月	《预铺/湿铺防水卷材》等六项防水材料国家标准发布	对防水材料的检验和试验起到进一步规范和指导作用

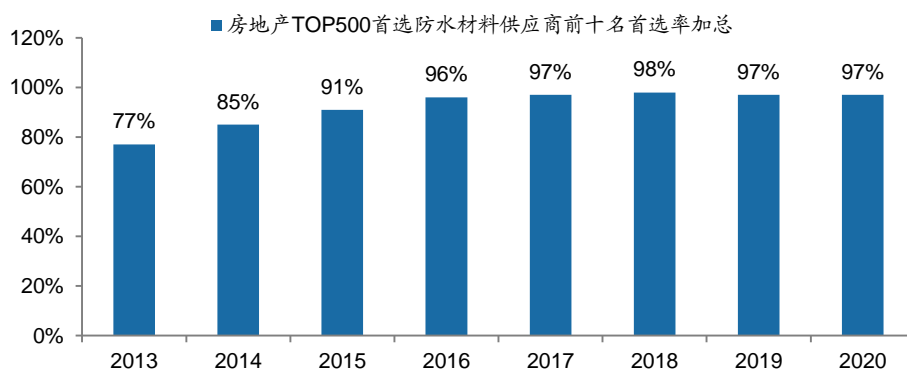
数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

## 2. 房地产集采已成趋势，房企头部化带来需求集中

房开商较早对防水材料采用集采模式，精装房加速集采发展，房开商倾向于选择头部供应商。防水材料广泛使用于建筑施工过程中，其中屋面和地下室占比最高，均属于土建工程，竣工端的厨卫防水占比较低，因此相较于其他建材品类（如涂料、瓷砖、管材）等，防水材料在土建施工阶段占比更高，更适合集采，房开商较早对防水材料采用集采模式，与传统的采购模式相比，集采成本更低、采购效率更高、品质保障更强、保供能力更强。近年来精装房渗透率提升，加速了房开商集采趋势，集采越来越成为主流采购方式，大企业在集采中具备规模优势，中小企业虽然规模受限但仍可选择大地产商集采平台或其他联合集采平台进行采购。房开商采购合同的持续年限和招标体量一般都较大，地产商集采同一品类供应商往往不超过5家，且更倾向于选择保供能力强、资金实力雄厚、有一定品牌力、能够提供快速响应服务的供应商，地产集采趋势使得订单进一步向防水行业头部供应商集中。

从TOP500地产商首选品牌也能看出，2016年以来防水公司前十首选率稳居高位。房地产TOP500首选供应商品牌测评报告中防水材料类公司TOP10的汇总首选率从2013年的77%迅速提升至2016的96%，近几年一直保持在97%-98%，防水材料供应商集中趋势明显。

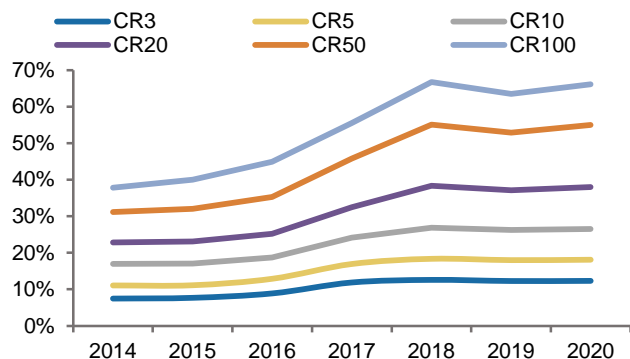
图17：房地产TOP500首选防水材料供应商前十名首选率加总



数据来源：优采平台，广发证券发展研究中心

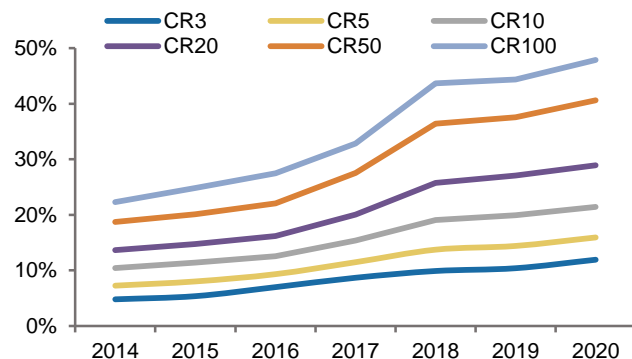
房开商集中度持续提升，有利于集采快速推广，进而提升上游防水行业集中度。按销售面积计算的中国房地产企业CR50从2014年的19%提升至2020年的41%，CR100从2014年的22%提升至2020年的48%，按销售金额计算的集中度提升更高，房地产市场也呈现向头部房企集中的趋势，带来上游材料采购主体的集中，叠加大地产商集采趋势，头部房企更倾向于资金实力雄厚、保供能力强的品牌供应商，有利于上游防水行业向头部集中。

图18: 按销售金额计算的房地产行业集中度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 按销售面积计算的房地产行业集中度



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### 3. 基建市场逐渐取消最低价中标、集采逐渐发力，行业或将迎来变革

政府采购取消最低价中标，“以质取胜”取代“以价取胜”。现行《招标投标法》中，中标条件有两个，一是最大限度的满足招标文件中规定的各项综合评价标准，二是经评审的投标价格最低，二者符合其一即可。在实际操作中，由于“最大限度满足”的标准难以界定，往往是选择最低价中标，对质量、安全和项目全生命周期的成本等因素的重视不够。最低价中标使得基建防水市场非标产品盛行，长期低价竞争压缩行业利润，大企业在成本竞争上不如生产非标假货的小企业，因此在基建市场防水小企业众多。基建防水市场以次充好、劣币驱逐良币，防水事故频出，“最低价中标”改革大势所趋。2019年全国两会期间，财政部对人大代表提出的《关于在政府采购中建立最优品质中标制度的建议》给予了明确答复：“将调整最低价优先的交易规则，研究取消最低价中标的规定，取消综合评分法中价格权重的规定，按照高质量发展的工作要求着力推进优质优价采购”。随后在《中华人民共和国招标投标法（修订草案送审稿）》明确：“投标人不得以低于成本的报价可能影响合同履行的异常低价竞标”，若新招标法落地推行，政府招标采购有望取消“最低价中标”，基建招标投标市场将从价格竞争转向产品质量、安全和项目全生命周期的成本竞争，小企业失去依靠生产非标假货带来的成本优势，将逐渐被优质优价的大企业淘汰，且若新版《建筑和市政工程防水通用规范》落地，随着对防水工作年限要求的提升，基建招标更利好具有品牌实力的防水企业。

表8: 中华人民共和国招标投标法修订情况

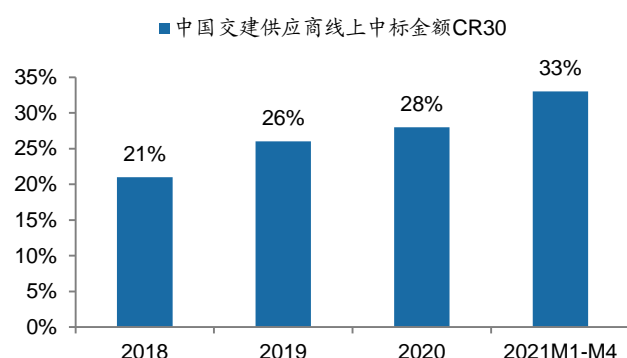
时间	文件名称	具体内容
2019年3月	《关于在政府采购中建立最优品质中标制度的建议》	将调整最低价优先的交易规则，研究取消最低价中标的规定，取消综合评分法中价格权重的规定，按照高质量发展的工作要求着力推进优质优价采购。
2019年12月	《中华人民共和国招标投标法（修订草案公开征求意见稿）》	明确提出要解决低质低价中标问题。严格限定经评审的最低投标价法的适用范围。在评标环节引入异常低价投标处理程序，有效管控合同履行风险。鼓励在价格评审因素中引入全生命周期成本理念。
2020年8月	《中华人民共和国招标投标法（修订草案送审稿）》	第三十七条：投标人不得以可能影响履约的异常低价竞标，也不得以他人名义投标，允许他人以本人名义投标或者以其他方式弄虚作假投标。

数据来源：政府官网，广发证券发展研究中心

**基建行业集采逐渐发力，参考地产集采，有利于防水行业集中度提升。**以中国交建为例，中国交建一直加强与集团层级供应商的合作，2020年中国交建供应商线上中标金额为2171亿元，集采目录内物资采购金额1175亿元，占总采购金额的54.11%；供应商CR30从2018年的21%提升至2020年的28%，2021年1-4月进一步提升至33%，集中度提升明显。防水材料是基建工程必不可少的材料，参考房地产市场集采的发展，基建集采同样会带来上游防水行业集中度提升，尤其在头部防水企业布局不多的基建市场，头部防水企业市场份额将有明显提升。

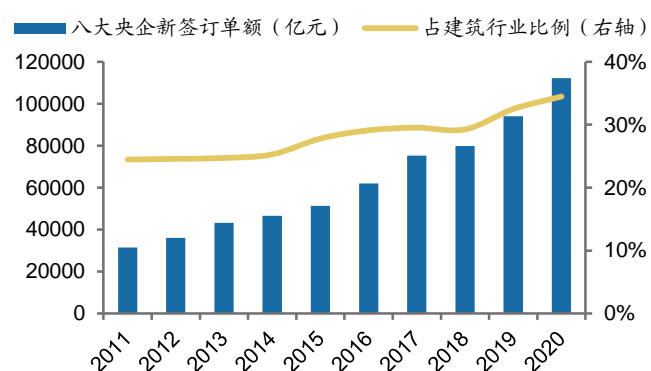
**基建订单向央企集中，有利于上游供应商集中。**2011-2020年八大央企订单占全建筑行业的比例从24.5%提升至34.5%，下游需求向头部企业集中，同样有利于上游防水供应商集中度提升。

图20: 中国交建供应商线上中标金额CR30



数据来源：中交集团供应链管理信息系统官网，广发证券发展研究中心

图21: 八大央企新签订单额及占建筑行业比例



数据来源：国家统计局，公司经营情况公告，公司财报，广发证券发展研究中心

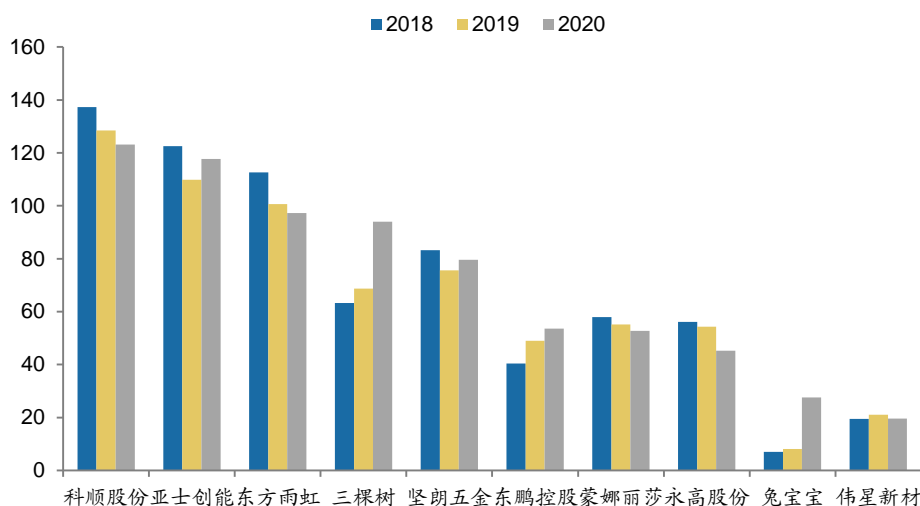
#### 4. 其他上市企业跨界进入，加速行业头部化

近年来其他建材上市企业纷纷跨界进入防水行业，充分利用资金优势带来份额快速提升，加速行业头部化。2019年北新建材先后通过收购四川蜀羊、河南金拇指、北新禹王各70%股权进入防水行业，北新建材现有+在建共12个防水生产基地，并计划拓展至30个；2020年北新建材并表防水业务营收32.87亿元，扣非归母净利润5.06亿

元。2020年三棵树防水卷材收入9.31亿元。亚士创能于2019年投资12亿元新建河北生产基地和区域总部，预计年产防水卷材3000万平方米，2020年亚士创能防水材料营收3772万元，目前，亚士创能在重庆、河北、广州、滁州均布局了防水材料产能。

**凭借资金优势，其他建材上市企业防水份额有望快速提升。**防水材料使用基本贯穿整个土建阶段，使用周期较长，而且防水的采购模式常用“包工包料”，这两个因素叠加致使垫资周期相对较长，对流动资金需求较高，体现在财务数据上为防水材料公司应收款项周转天数显著高于其他消费建材公司，此特性使得资金实力强的企业收入规模扩张更快，这些跨界进入防水行业的建材上市企业都有一定的资金优势，且建材公司还有品类和渠道协同优势，跨界进入有望快速抢占小企业市场份额，加速行业头部化。

图22：防水材料公司应收账款周转天数（天）显著高于其他消费建材公司



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

### 三、公司核心竞争力分析：成长与质量兼备的防水行业头部企业

#### （一）初步实现全国产能布局，未来三年进入产能释放期，费用率仍有下降空间

初步实现全国产能布局，成为业内第二家完成全国布局的公司。截至2020年底，公司拥有佛山科顺、昆山科顺、重庆科顺、德州科顺（一期和二期）、鞍山科顺、南通科顺、荆门科顺、渭南科顺八大生产基地，全面覆盖华南、华北、华东、华中、西南、东北地区，初步实现全国化布局。根据公司官网，目前公司产能达到沥青卷材3.5亿平方米，高分子材料3600万平方米，防水涂料68万吨（含非固化11万吨、聚氨酯17万吨、水性干粉40万吨）。

公司未来三年进入产能释放期，为双百亿目标提供充足的产能保障。公司近几年产能持续攀升，且2020-2023年持续有新基地投产，其中2020年投产的荆门科顺、渭南科顺、德州科顺二期生产基地由于投产时间较晚、产能处于爬升时期，在2020年贡献不大，将在2021年贡献全年产能，2021年产能利用率将大幅提升。同时在建的福建科顺、德州科顺三期项目生产基地，有望在2022年投产，在重庆科顺、南通科顺、佛山科顺等原有生产基地继续扩充产线，此外，广西生产基地正在积极规划，也有望在2023年贡献产能。目前公司产能利用率超过100%，仍需通过外购才能满足客户需求，新产能投放将有效补足长期制约公司发展的产能不足的短板，公司产能优势及供应辐射区域优势将更加明显。公司根据百亿战略的具体发展路径，制定了未来三年（2021-2023）公司产能发展计划，明确提出公司产能在未来三年将保持40%的复合增长，为公司第一个百亿和第二个百亿目标提供充足的产能保障。

图23：截至2020年底公司产能布局



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



表9：科顺股份各生产基地产能

生产基地	投产时间	防水卷材 (万㎡)	防水涂料 (万吨)
昆山科顺	2009 年	2750	
佛山科顺	2015 年 4 月	3840	5.3
重庆科顺	2017 年 3 月	2500	3.25
德州科顺	2017 年 8 月	3600	3.35
鞍山科顺	2017 年 9 月	1700	
南通科顺	2017 年 10 月	2100	3.25
荆门科顺	2020 年	4500 (4000 万平沥青防水卷材, 500 万平高分子防水卷材)	4
渭南科顺	2020 年	4500 (4000 万平沥青防水卷材, 500 万平高分子防水卷材)	2
德州科顺二期	2020 年	3000 (2000 万平米沥青防水卷材、1000 万平米高分子复合自粘防水卷材)	
德州科顺三期	在建	/	
福建科顺	在建	5000	4
广西生产基地	拟建	4000	5

数据来源：公司主体信用评级报告及跟踪评级安排，招股说明书，广发证券发展研究中心

表10：科顺股份防水卷材生产情况

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产能 (万㎡)	3900	5250	6000	6940	11310	17090
产量 (万㎡)	3596	4243	5819	7610	12795	18077
外购数量 (万㎡)	158	3	48	1155	504	1158
产量 (万㎡) 合计	3754	4245	5867	8765	13299	19235
产能利用率 (%)	92.21%	80.81%	96.98%	109.66%	113.13%	105.78%
销量 (万㎡)	3718	4257	5825	7751	12179	16554
产销率 (%)	99.05%	100.29%	99.28%	88.43%	91.58%	86.06%

数据来源：公司主体信用评级报告及跟踪评级安排，招股说明书，广发证券发展研究中心

表11：科顺股份防水涂料生产情况

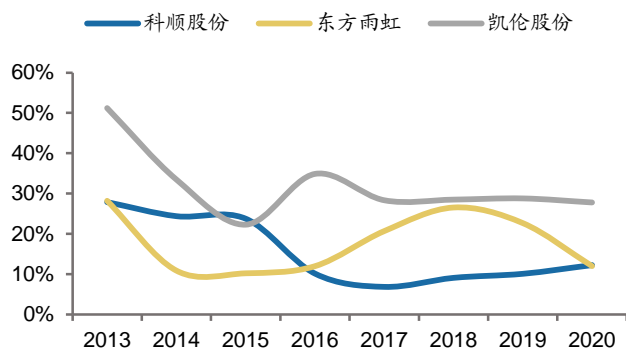
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
产能 (万吨)	1.70	2.00	2.50	5.47	8.98	15.65
产量 (万吨)	1.51	1.77	2.23	6.23	10.70	17.40
外购数量 (万吨)	0.01	0.01	0.01	0.50	1.66	0.73
产量 (万吨) 合计	1.52	1.78	2.24	6.73	12.36	18.13
产能利用率 (%)	88.75%	88.53%	89.20%	113.89%	119.15%	111.18%
销量 (万吨)	1.53	1.76	2.20	6.67	10.64	15.13
产销率 (%)	100.28%	99.02%	98.06%	99.11%	86.08%	83.45%

数据来源：公司主体信用评级报告及跟踪评级安排，招股说明书，广发证券发展研究中心



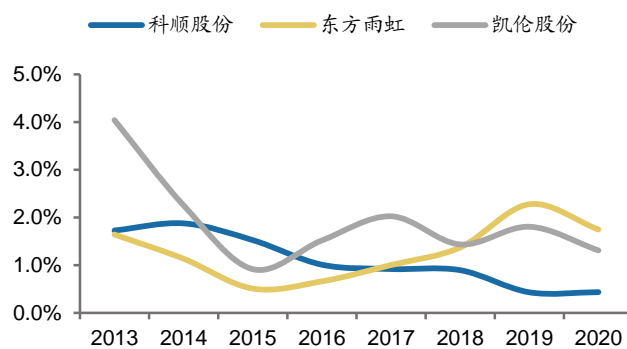
公司负债率处于较低水平，扩张空间较大。相较于东方雨虹上市以来持续再融资，公司上市以来再融资次数和金额较少，稳健扩张下保持较低的负债率，资产负债率和有息负债率长期低于同行。2020年公司资产负债率为49%，有息负债率12.3%，均处于较低水平，财务费用率明显优于同行，公司扩张空间较大。

图24：防水企业有息负债率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

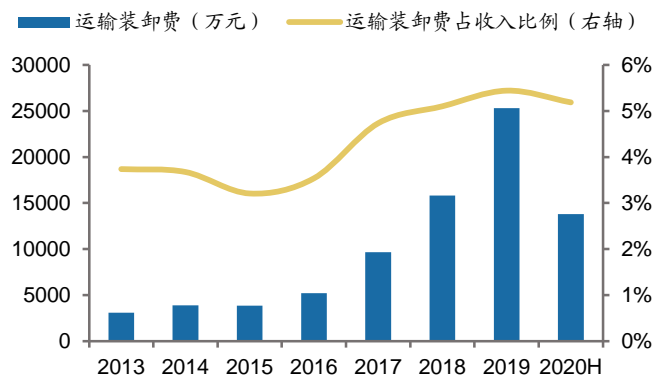
图25：防水企业财务费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

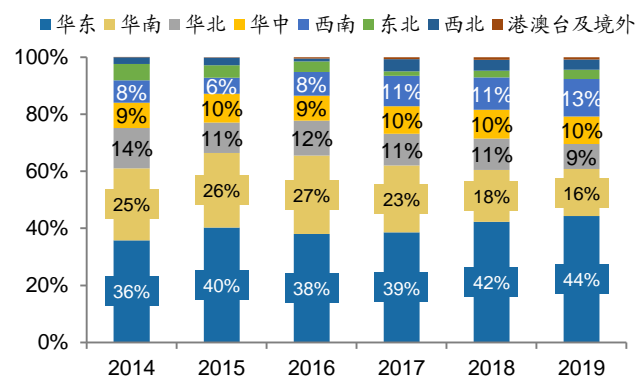
公司产能布局逐渐完善，上线物流管理系统，运输费用率仍有下行空间。2020年之前，公司自有产能集中在华东、华南和西南，在华中和西北区域无生产基地，一方面使得公司服务能力不足，影响销售带来规模效应的不足，另一方面，较长的运距也会带来较高的运输费用，从而带来较高的运输费用率。2020年公司投产三个基地，其中，德州科顺二期投产进一步提升华北地区供应能力，荆门和渭南基地分别弥补了公司在华中和西北地区的产能布局空白，运输半径明显优化，叠加仓储物流管理系统投入使用，优化供应链管理，有效降低公司运输费用率。2019年公司运输费用率达5.44%，为近年来最高水平，受益于新基地投产带来的规模效应和运输半径缩短，公司运输费用率从2019年的5.44%下降至2020年H1的5.19%，由于新基地很多产能主要在下半年投放，叠加物流管理系统的使用，预计2020年全年运输费用率较2019年下降超过1pct。受产品性质制约，防水材料服务半径最佳为500公里，公司目前在产的八大生产基地已实现运输半径小于500公里，产能布局大幅优化。未来福建、广西、德州三期生产基地建成投产后将进一步扩大辐射范围，公司运输费用率仍有下行空间。

图26：公司运输费用率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图27：公司分地区收入占比

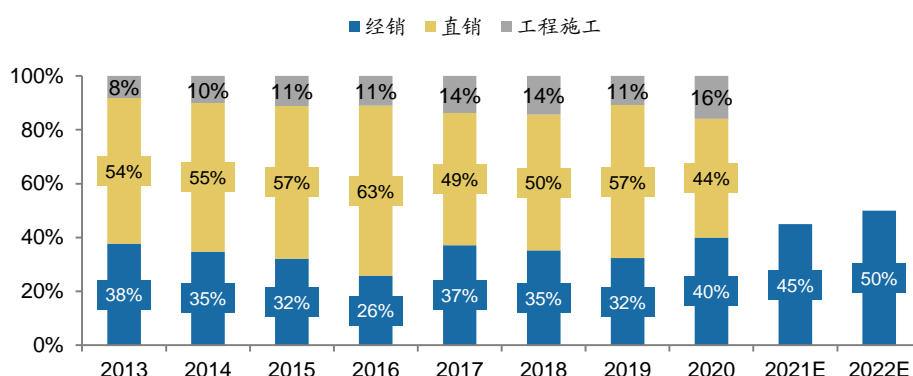


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）“直销+经销”双轮驱动，渠道管理能力和现金流突出

公司产品销售采用“直销+经销”模式双轮驱动，渠道管理能力强。直销模式即公司在重点城市设立销售分公司，负责与大型房企的战略合作、当地防水建材市场开拓及重点项目支持，同时承接大型防水工程施工、堵漏维修业务。经销模式即公司积极与各地建筑防水材料商和建筑防水工程公司建立合作关系，充分发挥经销商本地化、专业化的分销优势，以实现产品的市场覆盖和快速推广。2019年公司经销、直销、工程施工收入占比分别为32%、57%、11%，预计2020年经销收入占比提升至40%，公司大力发展经销商客户，计划2021年经销收入占比达45%、2022年达到50%。

图28：公司直销、经销和工程施工收入占比



数据来源：招股说明书，公司财报，广发证券发展研究中心

**深度拓展直销客户，市场份额有望持续提升。**公司目前已在北京、上海、广州、深圳等地成立了14家销售分公司，配套公司在全国的产能基地布局，销售网络覆盖全国；与碧桂园、万科、融创、中海、招商蛇口等知名房企确定了战略合作关系，年服务项目超过2000个；与中国建筑、中国中铁、中国铁建等大型建筑企业建立了长期合作关系，在高铁、地下管廊、机场、地铁等领域也拥有较多客户。公司持续深度拓展直销客户，一方面拓展直销客户的数量，公司目前百强地产客户超60家，计划提升至75-80家；另一方面提升公司在直销客户的份额，随着公司产能布局逐渐完善，公司保供能力更强，有能力承接更多订单。从中国房地产500强首选供应商榜单中可以看出，科顺股份一直稳居第二，首选率约20%，和第三名之间保持较大的优势，在房地产供应商中地位稳固。此外，公司收购丰泽股份，有利于公司拓展基建领域的防水业务，公司直销市场份额有望进一步提升。

图29: 公司销售分公司分布



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 30: 公司合作的部分地产商和建筑央企



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

表12: 公司前五大客户销售金额及占当期营收比例

序号	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	收入 (亿元)	收入占比	收入 (亿元)	收入占比	收入 (亿元)	收入占比	收入 (亿元)	收入占比
客户一	1.18	5.78%	1.31	4.23%	1.73	3.71%	2.49	3.99%
客户二	0.72	3.52%	1.00	3.23%	1.24	2.66%	2.47	3.96%
客户三	0.52	2.57%	0.91	2.94%	0.92	1.98%	1.78	2.85%
客户四	0.46	2.26%	0.57	1.83%	0.80	1.72%	1.12	1.79%
客户五	0.45	2.21%	0.46	1.47%	0.72	1.56%	0.89	1.43%
合计	3.33	16.34%	4.24	13.69%	5.41	11.62%	8.74	14.02%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

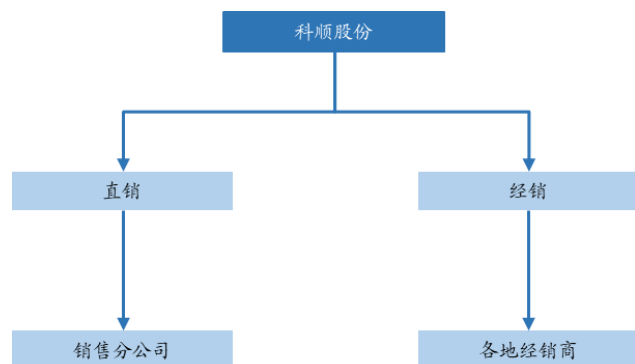
表13: 2016-2020地产商500强首选防水类材料品牌

防水材料	2016		2017		2018		2019		2020	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%
3	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%
4	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%
5	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%
6	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%	雨中情	6%
7	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树	5%
8	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹防水	5%
9	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%
10	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%
汇总		96%		97%		98%		97%		97%

数据来源: 优采平台, 广发证券发展研究中心

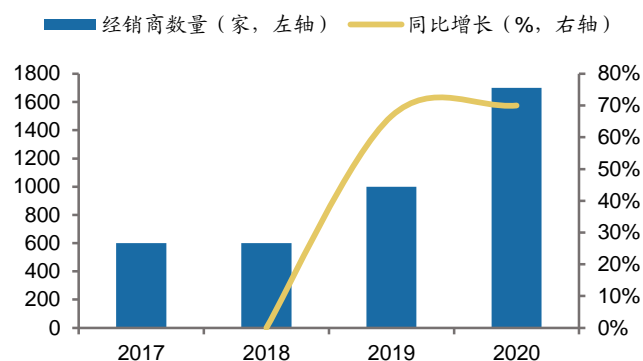
经销商数量快速增长，市场覆盖和推广迅速。近年来公司积极拓展经销商资源，截至2020年底，公司已在全国30个省份与超1700家经销商建立长期稳固的合作关系，其中工建经销商约1200家、民用经销商约500家，并拥有多家年销售收入在数千万元以上、合作时间长达10年以上的经销商。2018、2019、2020年经销商数量分别为600、1000、1700家，经销商数量和质量均显著提升。公司计划2021年经销收入占比达到45%，重点经销商客户达到2000家，经销商网络遍布全国主要市县，将进一步加大空白市场覆盖。

图31：公司销售模式



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图32：公司经销商数量及增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司为经销商提供多方位支持，建立有吸引力的经销商体系。除更优惠的采购价格和付款方式、完备的供货支持外，公司充分借助供应链融资工具，使用融资担保政策，支持经销商做大做强。如公司分别于2019年12月、2020年4月、2020年11月通过了《关于公司为经销商担保的议案》、《关于延长公司为经销商担保期限的议案》、《关于公司增加为经销商担保额度的议案》，公司对符合资质条件的下游经销商向公司指定的银行等金融机构贷款提供连带责任担保，担保总额不超过6亿元；其中，对单个经销商提供担保最高额度不超过5000万元。此外，公司拥有强大的品牌背书和完善的经销商培训机制，为提高核心经销商的经营管理能力及业务水平，还设有“未来领袖计划”主题培训，多方位建立有吸引力的供应商体系。

表14：截至2020年12月31日，公司为经销商提供的担保明细

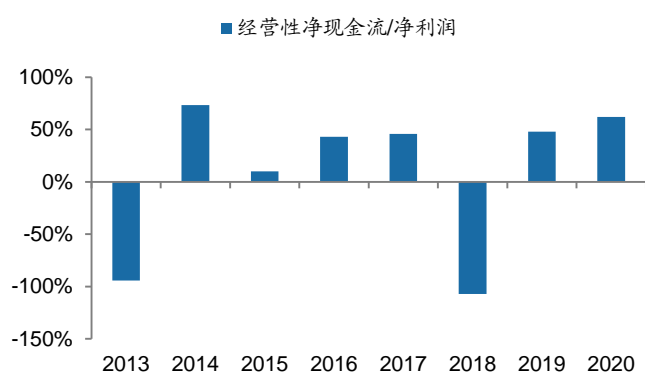
被担保单位	担保借款金额（万元）	借款到期日
浙江雨晴防水技术有限公司	3296	2021/6/24
浙江固象建筑材料有限公司	2982	2021/6/24
南通永拓建筑材料有限公司	2659	2021/6/29
武汉龙腾楚湘投资有限公司	2649	2021/6/11
合肥喜力建筑防水工程有限公司	2533	2021/6/30
湖南科之顺防水有限公司	2360	2021/5/21
南宁市国宇防水防腐工程有限公司	1580	2021/4/12
深圳市科顺名品防水工程有限公司	1500	2021/6/23
四川中天石防水工程有限公司	1205	2021/6/22
云南华广商贸有限公司	994	2021/5/5
临沂冠宇防水装饰工程有限公司	917	2021/6/23

四川碧泰建筑工程有限公司	825	2021/6/25
成都梧阳商贸有限责任公司	790	2021/6/17
天津习泰商贸有限公司	754	2021/6/18
徐州市豪隰建设工程有限公司	696	2021/6/30
河南省润锋基实业（集团）有限公司	569	2021/6/16
深圳市虹埏建筑防水工程有限公司	504	2021/5/21
青岛温纳瑞商贸有限公司	494	2021/6/24
江西建佳建材有限公司	455	2021/6/21
深圳市恒升防水工程有限公司	424	2021/5/24
其他 191 家经销商	18903	2021/6/28
合计	47087	

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

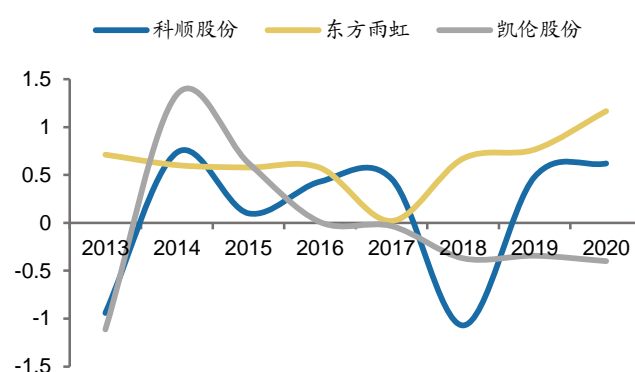
**提升经销占比，现金流稳步改善。**预计公司2020年经销收入占比40%，2021年计划提升至45%，未来经销收入占比稳步提升，计划经销直销的比例各为50%。经销商占比提升将带来公司现金流稳步改善，2019年、2020年公司经营性现金流和应收账款周转率均有明显改善，预计在经销商占比提升的背景下，现金流将持续优化。

图33：公司经营性现金流净额/净利润



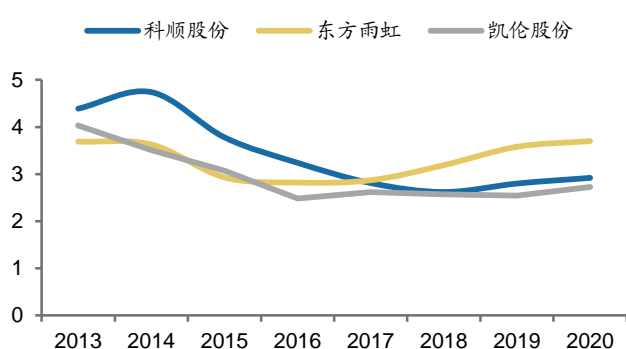
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图34：防水企业经营性现金流净额/净利润



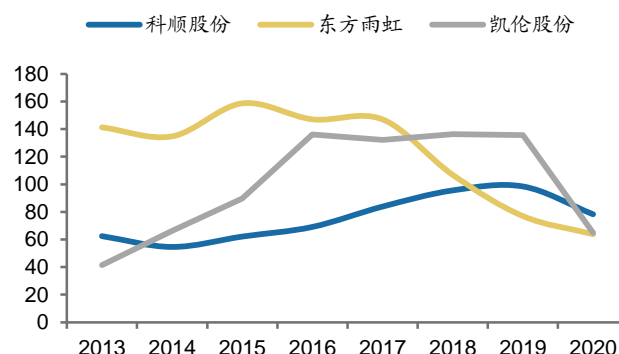
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图35：防水企业应收账款周转率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图36：防水企业净营业周期（天）



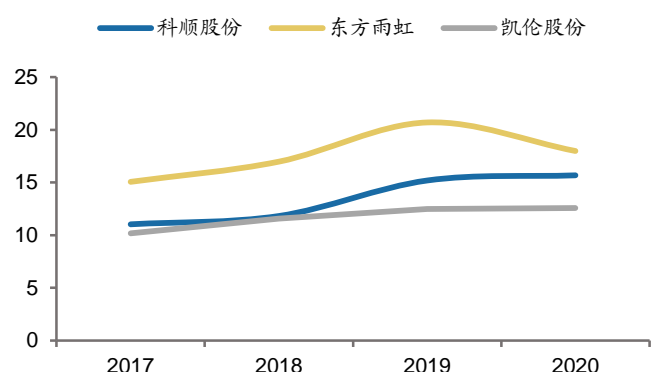
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



### （三）管理优化，人均效益持续提升

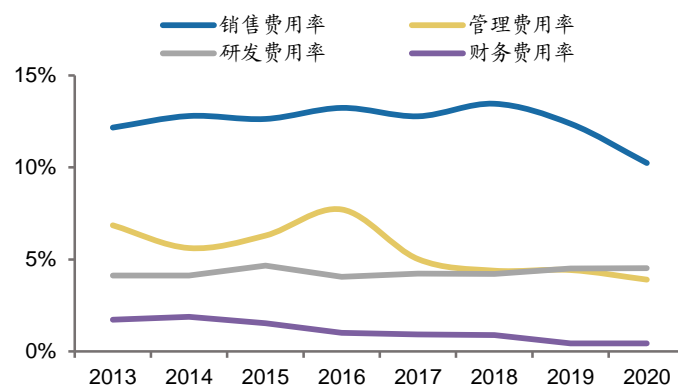
公司管理优化和规模效应显现，人均效益持续提升。2020年公司新投产德州二期、荆门和渭南基地，初步完成全国产能布局，规模效应显现；上线仓储物流管理系统，优化供应链管理，有效降低公司费用率。公司于2020年全面推行卓越绩效管理模式，系统梳理公司企业文化、经营理念，形成《科顺基本法》，为公司未来发展指明方向、铺好路线；同时启动组织与人力发展提升项目，优化公司战略组织、人岗匹配、薪酬福利体系，2020年公司人均薪酬提升至15.68万元，进一步缩小和东方雨虹的差距。公司管理优化和规模效应显现，带来人均创收快速增长和费用率下行：（1）公司人均创收从2018年的113万元上升至2020年的185万元，公司人均创利从2018年的6.74万元上升至2020年的26.36万元，增速高于同行，公司人均效益持续提升。（2）2020年公司期间费用率明显下降，主要是销售费用率和管理费用率，2020年销售费用率6.2%，同比下降6.1pct，剔除运输装卸费用调整至营业成本的因素，预计销售费用率同比下降约2pct；2020年管理费用率3.9%，同比下降0.5pct。

图37：防水企业人均薪酬（万元）



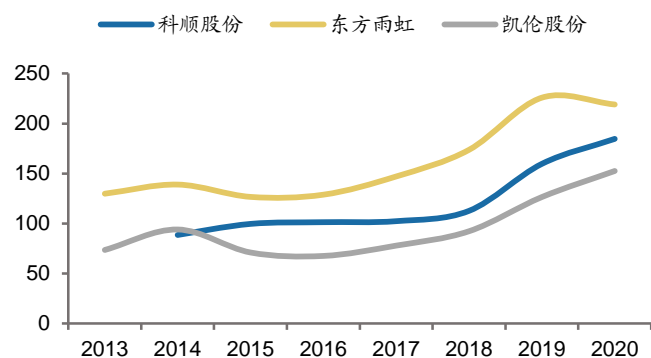
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图38：2013-2020年科顺股份期间费用率



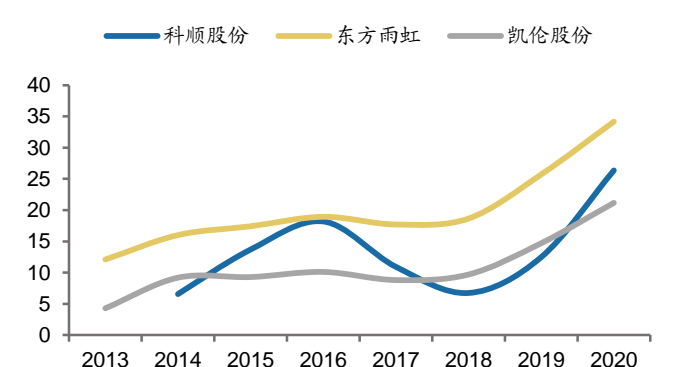
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39：防水企业人均创收（万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图40：防水企业人均创利（万元）

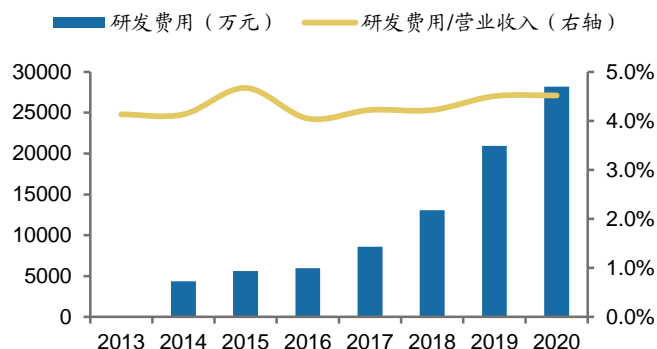


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



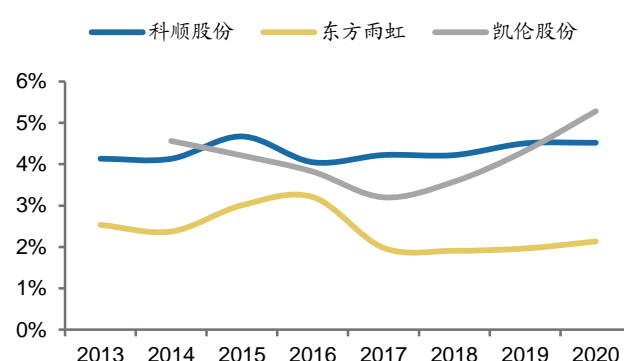
**立足长远，持续高投入研发，保持产品领先优势。**公司为国家火炬计划重点高新技术企业，拥有国家级博士后科研工作站、中国建筑防水行业标准化实验室等研发资质和省级研发中心、省级工程中心，拥有和正在申请的专利达280多项。公司研发费用率一直保持在4%以上，显著高于同行，稳定高投入保证公司持续保持研发创新优势，公司通过在防水系统可靠性、环保升级产品、新型防水材料开发等方面研发创新，保持产品领先优势。

图41：公司研发费用及占收入比重



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

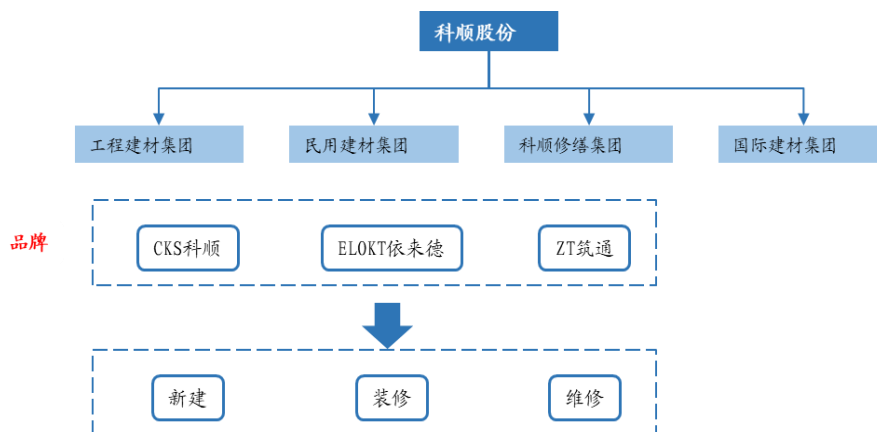
图42：防水企业研发费用/营业收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

**重视布局修缮市场，专门成立修缮集团。**公司于2020年进一步优化组织架构，专门成立“科顺修缮集团”，形成“工程建材集团”、“民用建材集团”、“科顺修缮集团”、“国际建材集团”四大板块并驾齐驱的组织架构，现有工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“ELOKT依来德”、堵漏维修品牌“ZT筑通”等核心品牌，多品牌运营，分别对应建筑市场、家装市场、维修堵漏市场，对团队进行重新优化组合。2020年公司专门成立修缮集团，和共建、民用区分开来，专业化分工，提前布局存量市场，有利于公司积极把握“旧改”、“棚改”、“新农村建设”等政策变化带来的市场机遇。

图43：科顺股份组织架构



数据来源：公司2020年报，广发证券发展研究中心

#### (四) 业务协同和品类拓展, 有望开拓新的业绩增长点

公司现有防水产品类目齐全, 可为客户提供“一站式”建筑防水解决方案。公司的产品或服务包括防水卷材、防水涂料等新型建筑防水材料及防水工程施工, 可为客户提供“一站式”建筑防水解决方案。现有工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“ELOKT依来德”、堵漏维修品牌“ZT筑通”等核心品牌, 分别对应建筑市场、家装市场、维修堵漏市场。

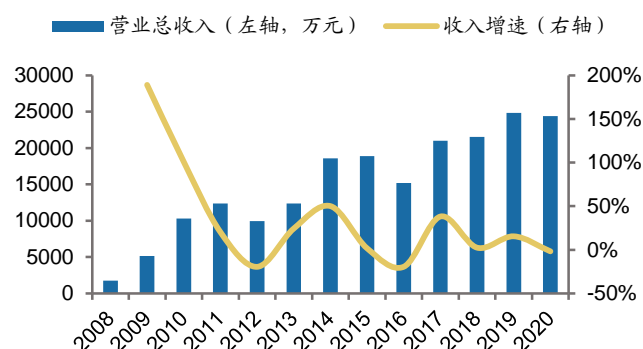
图44: 公司业务范围



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

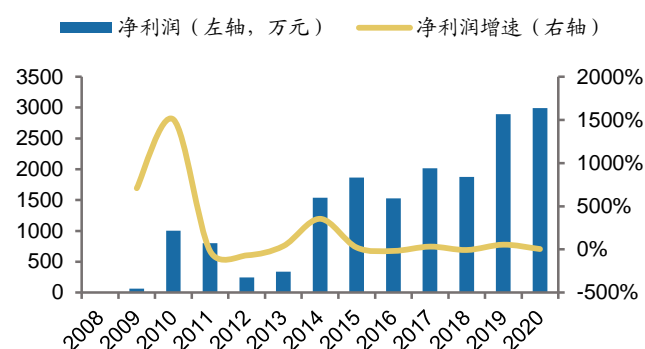
**收购丰泽股份, 业务协同+品类拓展, 开拓新的业绩增长点。**2021年3月公司发布公告, 拟以发行股份及支付现金购买资产方式购买丰泽股份股东所持丰泽股份100%的股权, 估值49560万元。根据公司与业绩承诺方签订的《业绩承诺补偿协议》, 承诺方承诺丰泽股份2021年、2022年、2023年的累计实际净利润分别不少于4200万元、9240万元和15288万元。丰泽股份的主要业务是为铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨道交通等重点、重要、重大工程提供减隔震、止排水技术方案, 提供支座、止水带和伸缩装置产品, 这三类产品全部通过中铁铁路产品认证中心CRCC认证, 其前五大客户为中国铁路兰州局集团有限公司、中国铁路设计集团有限公司、怀邵衡铁路有限责任公司、广东广珠城际轨道交通有限责任公司、中交第四航务工程局有限公司, 前五大客户收入占比合计44.6%。2020年丰泽股份实现收入2.44亿元, 净利润2992万元。公司收购丰泽股份, 一方面借助其在基建领域的资源, 能够帮助公司拓展防水基建市场, 进一步扩大防水领域市场份额, 另一方面适当拓展品类, 形成新的增长点, 提高抗风险能力; 此外, 公司也可借助自身的渠道和客户优势, 协助丰泽股份拓展建筑领域客户。

图45: 丰泽股份历年收入及增速



数据来源: 丰泽股份公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 丰泽股份历年净利润及增速



数据来源: 丰泽股份公司财报, 广发证券发展研究中心

**新生产基地多元化布局: 延伸产业链上游、拓展其他品类。**公司在2020年投产的渭南包含10万吨/年的特种砂浆产能、荆门基地包括10万吨/年的特种砂浆产能, 德州二期包含1万吨聚酯胎无纺布、20万立方米石墨聚苯乙烯保温板和600万平米沥青瓦; 在建的福建基地包括特种砂浆10万吨/年、化学灌浆料和混凝土添加剂2万吨/年, 非织造布5万吨/年; 拟建的广西基地包含10万吨/年的特种砂浆产能。公司有望通过延伸产业链上游(聚酯胎无纺布和非织造布)和拓展其他品类(保温板、砂浆、化学灌浆料和混凝土添加剂等), 抵御单一防水品类带来的风险, 有望贡献新的业绩增长点。

表15: 科顺股份新生产基地其他品类产能

生产基地	投产时间	其他品类产能
荆门科顺	2020 年	10 万吨/年特种砂浆
渭南科顺	2020 年	10 万吨/年特种砂浆
德州科顺二期	2020 年	1 万吨聚酯胎无纺布、20 万立方米石墨聚苯乙烯保温板和 600 万平米沥青瓦
福建科顺	在建	特种砂浆 10 万吨/年、化学灌浆料和混凝土添加剂 2 万吨/年, 非织造布 5 万吨/年
广西生产基地	拟建	10 万吨/年特种砂浆

数据来源: 公司主体信用评级报告及跟踪评级安排, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

### (五) 公司毛利率趋稳, 原材料涨价影响弱化

**沥青是公司占比最大的原材料, 跟随原油价格波动。**科顺股份的成本构成中, 直接材料占比接近90%, 而直接材料包含沥青、聚醚、SBS改性剂、聚酯胎基、乳液、基础油等, 基本都是石化产品, 价格随石油波动, 占比最大的原材料是沥青, 正常年份沥青成本约占总成本的30%, 以2020年毛利率为基准, 假设产品价格和其他成本不变, 若沥青价格上涨10%, 则毛利率下滑1.9pct, 若沥青价格上涨30%, 则毛利率下滑5.7pct。年初以来原油价格大幅上涨, 根据Wind数据, 截至2021年6月4日, 布伦特石油价格70.72美元/桶, 同比上涨86.25%, 沥青价格也随着大涨, 华南改性沥青同比上涨18.67%, 原材料价格上涨使得防水产品毛利率有所承压。

表16: 科顺股份防水材料成本构成

	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
直接材料	87.47%	87.68%	86.96%	75.70%	84.47%
燃料动力	2.41%	1.95%	1.97%	1.67%	2.12%
直接人工	1.98%	1.45%	1.53%	5.45%	6.33%
制造费用	4.75%	3.29%	3.63%	4.07%	5.38%
外购产品	3.39%	5.64%	5.91%	13.10%	1.47%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表17: 科顺股份防水卷材直接材料成本占比

防水卷材直接材料	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年	2014 年
沥青	31.83%	27.67%	35.26%	39.20%
膜类 (含隔离膜)	13.85%	13.48%	12.46%	11.18%
聚酯胎基	10.17%	12.69%	10.87%	10.29%
SBS 改性剂	11.00%	9.96%	5.94%	5.77%
基础油	2.74%	5.06%	8.56%	7.53%
其他材料	22.26%	21.34%	15.96%	18.26%
直接材料合计	91.84%	90.20%	89.04%	92.23%

数据来源: 科顺股份招股说明书, 广发证券发展研究中心 注: 只统计自产品, 不包括外购产品

表18: 科顺股份防水涂料直接材料成本占比

防水涂料直接材料	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年	2014 年
聚醚	18.41%	18.71%	22.05%	23.31%
乳液	20.99%	17.77%	14.95%	18.37%
石蜡	6.53%	11.71%	13.65%	9.40%
异氰酸酯	10.33%	8.21%	5.98%	5.86%
其他材料	38.67%	36.79%	34.51%	34.72%
直接材料合计	94.93%	93.21%	91.14%	91.67%

数据来源: 科顺股份招股说明书, 广发证券发展研究中心 注: 只统计自产品, 不包括外购产品

表19: 2017-2019年原材料采购金额及成本占比

	2017 年		2018 年		2019 年	
项目	采购金额 (万元)	占营业成本比	采购金额 (万元)	占营业成本比	采购金额 (万元)	占营业成本比
沥青	27,816	22.01%	60,937	28.68%	107,477	34.76%
膜类 (含隔离膜)	10,467	8.28%	17,400	8.19%	19,428	6.28%
聚酯胎基	8,643	6.84%	16,984	7.99%	28,084	9.08%
SBS 改性剂	9,889	7.83%	11,848	5.58%	21,357	6.91%
聚醚	5,786	4.58%	8,880	4.18%	11,600	3.75%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

乳液	6,552	5.19%	10,935	5.15%	16,124	5.21%
基础油	2,901	2.30%	6,923	3.26%	11,094	3.59%
石蜡	1,688	1.34%	3,234	1.52%	4,332	1.40%
异氰酸酯	3,454	2.73%	4,012	1.89%	2,642	0.85%

数据来源：公司主体信用评级报告及跟踪评级安排，广发证券发展研究中心

表20：沥青对公司毛利率影响的敏感性分析

		沥青价格涨幅					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
沥青成本占比	25%	-0.79%	-1.58%	-2.36%	-3.15%	-3.94%	-4.73%
	27%	-0.85%	-1.70%	-2.55%	-3.41%	-4.26%	-5.11%
	29%	-0.91%	-1.83%	-2.74%	-3.66%	-4.57%	-5.49%
	31%	-0.98%	-1.95%	-2.93%	-3.91%	-4.89%	-5.86%
	33%	-1.04%	-2.08%	-3.12%	-4.16%	-5.20%	-6.24%
	35%	-1.10%	-2.21%	-3.31%	-4.41%	-5.52%	-6.62%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：上表以 2020 年公司毛利率为基准，假设价格和其他成本不变，表格数值为变动毛利率与 2020 年毛利率之差

表21：公司毛利率对产品和成本涨幅的敏感性分析

		原材料价格涨幅					
		5%	10%	15%	20%	25%	30%
产品价格涨幅	5%	0.00%	-3.00%	-6.01%	-9.01%	-12.01%	-15.01%
	10%	2.87%	0.00%	-2.87%	-5.73%	-8.60%	-11.47%
	15%	5.48%	2.74%	0.00%	-2.74%	-5.48%	-8.23%
	20%	7.88%	5.26%	2.63%	0.00%	-2.63%	-5.26%
	25%	10.09%	7.57%	5.04%	2.52%	0.00%	-2.52%
	30%	12.13%	9.70%	7.28%	4.85%	2.43%	0.00%

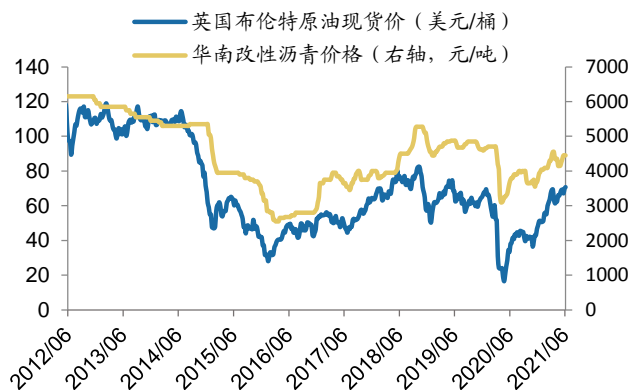
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

以 2020 年公司毛利率为基准，假设所有原材料涨幅一致，表格数值为变动毛利率与 2020 年毛利率之差

**公司沥青仓储能力提升、战略采购、涨价，使得毛利率趋稳，原材料涨价影响弱化。**公司对沥青等大宗商品议价能力相对较弱，原材料涨价短期内会增加公司的生产成本，但公司通过多种方式应对原材料成本上涨：一是提升沥青仓储能力，2020年荆门科顺、渭南科顺、德州科顺二期投产，均建有沥青仓储库，公司仓储能力大大提升，改变了之前现采现用的被动局面，且预计在建基地也将配备沥青仓储库，有利于平滑沥青价格波动；二是公司通过远期现货合约锁价，通过大规模战略采购获得更低的价格；三是通过涨价将原材料成本传导给下游，3月份以来公司接连发布涨价函，落实情况良好。2021年一季度在沥青价格持续上涨情况下，公司可比口径毛利率同比约上升3pct，行业格局转好、公司规模效应（规模采购、淡季屯库、对下游调

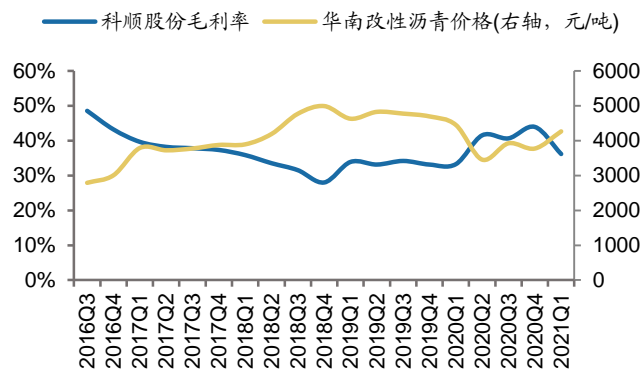
价)使得原材料涨价对公司影响弱化。未来高分子防水卷材和其他品类占比提升也将进一步降低公司对沥青成本的敏感性,提升盈利稳定性。

图47: 原油价格和沥青价格变动关系



数据来源: Wind, 百川资讯, 广发证券发展研究中心

图48: 科顺股份毛利率和华南改性沥青价格



数据来源: 公司财报, 百川资讯, 广发证券发展研究中心



## 四、关键假设和盈利预测

防水行业千亿市场，目前仍有增量，长期需求稳定，正在加速向头部企业集中。公司是防水行业第二家实现全国产能布局的企业，计划2021-2023年公司产能保持40%的复合增长，配合股权激励计划，增长动能强劲。公司管理优化和规模效应显现，人均效益显著提升，费用率仍有下行空间。近年来通过提升经销占比，持续强化渠道管理能力和改善现金流。通过收购丰泽股份拓展隔震和止排水产品，拓展砂浆和保温板等品类有望开拓新的业绩增长点。根据2020年报，公司经营目标为2021年、2022年、2025年分别计划实现80亿元、100亿元、200亿元的营收规模，显示公司中长期发展信心。

具体到未来三年的业绩，盈利预测关键假设：

**(1) 防水卷材和防水涂料：**受益于下游防水需求高景气，销量保持快速增长；原材料价格上涨带来毛利率小幅下降。我们预计2021-2023年防水卷材收入增速为32.03%、26.32%、25.00%，毛利率分别为37.50%、38.00%、38.00%；2021-2023年34.30%、25.33%、25.00%，毛利率分别为33.33%、34.04%、34.04%。

**(2) 工程施工：**受益于下游防水需求高景气，公司工程施工收入体量仍然较低，预计未来几年继续保持高速增长。我们预计2021-2023年工程施工收入增速分别为40%、35%、30%，毛利率分别为30%、30%、30%。

**(3) 销售费用率：**规模效应下销售费用率被摊薄，我们预计公司2021-2023年销售费用率分别为5.9%、5.6%、5.3%。

**(4) 管理+研发费用率：**一方面，规模效应下管理费用率被摊薄，另一方面，限制性股票激励计划产生的激励成本将增加一些管理费用，我们预计公司2021-2023年管理费用率分别为3.9%、3.8%、3.7%。公司研发费用率居行业较高水平，在规模效应下有较大摊薄空间，考虑到公司持续加强研发投入，我们预计公司2021-2023年研发费用率分别为4.5%、4.4%、4.3%。

表22：业绩预测假设

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
防水卷材	收入（万元）	316886	405900	535902	676929	846161
	YOY	55.02%	28.09%	32.03%	26.32%	25.00%
	成本（万元）	204658	246348	334939	419696	524620
	YOY	53.95%	20.37%	35.96%	25.31%	25.00%
	毛利率	35.42%	39.31%	37.50%	38.00%	38.00%
防水涂料	收入（万元）	92340	115170	154674	193858	242322
	YOY	57.04%	24.72%	34.30%	25.33%	25.00%
	成本（万元）	60641	74573	103116	127864	159830
	YOY	36.35%	22.98%	38.28%	24.00%	25.00%
	毛利率	34.33%	35.25%	33.33%	34.04%	34.04%

工程施工	收入（万元）	50437	98977	138568	187067	243187
	YOY	13.56%	96.24%	40.00%	35.00%	30.00%
	成本（万元）	38682	69176	96998	130947	170231
	YOY	15.16%	78.83%	40.22%	35.00%	30.00%
	毛利率	23.31%	30.11%	30.00%	30.00%	30.00%
公司合计	收入（万元）	465196	623788	857885	1090906	1369680
	YOY	50.22%	34.09%	37.53%	27.16%	25.55%
	成本（万元）	309215	393365	559769	706931	887369
	YOY	45.55%	27.21%	42.30%	26.29%	25.52%
	毛利率	33.53%	36.94%	34.75%	35.20%	35.21%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.77/2.38/3.07元，按最新收盘价对应PE分别为19.7/14.7/11.4倍，参考可比公司估值和公司未来预期增速，我们给予公司2021年合理PE 25x的判断，对应公司合理价值44.19元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表23：可比公司估值表

公司代码	证券简称	收盘价（元/股）	EPS 增速（2021E）	EPS 增速（2022E）	PE(x, 2021E)	PE(x, 2022E)
		2021/6/4				
002271.SZ	东方雨虹	57.50	18.56%	25.87%	33.62	26.71
300715.SZ	凯伦股份	26.00	-14.75%	45.30%	18.71	12.88

数据来源：Wind 一致预期，广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

**上游原材料价格持续上涨：**公司产品主要原材料是沥青等石油化工产品，若未来原油价格大幅上升，可能会带来原材料成本上涨的风险；

**下游需求大幅下滑：**防水材料下游重要需求来自房地产和基建，若下游景气度大幅下滑，可能存在影响公司的风险。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	4,499	6,090	7,378	8,992	11,094	
货币资金	1,101	1,420	1,510	1,842	2,317	
应收及预付	2,472	3,148	4,035	5,105	6,386	
存货	585	340	460	484	608	
其他流动资产	341	1,183	1,372	1,560	1,784	
非流动资产	1,494	2,058	2,625	3,094	3,566	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	724	1,310	1,767	2,128	2,492	
在建工程	504	369	469	569	669	
无形资产	139	147	157	166	174	
其他长期资产	127	231	231	231	231	
资产总计	5,993	8,148	10,002	12,086	14,660	
流动负债	2,742	3,741	4,298	4,980	5,788	
短期借款	511	659	206	0	0	
应付及预收	1,815	2,011	2,752	3,388	3,890	
其他流动负债	417	1,071	1,340	1,593	1,898	
非流动负债	102	255	305	355	405	
长期借款	74	211	261	311	361	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	29	43	43	43	43	
负债合计	2,845	3,996	4,603	5,335	6,193	
股本	608	612	635	635	635	
资本公积	1,831	1,909	2,116	2,116	2,116	
留存收益	873	1,745	2,761	4,113	5,829	
归属母公司股东权益	3,149	4,152	5,399	6,751	8,467	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
负债和股东权益	5,993	8,148	10,002	12,086	14,660	

利润表	单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,652	6,238	8,579	10,909	13,697
营业成本	3,092	3,934	5,598	7,069	8,874
营业税金及附加	33	42	58	74	93
销售费用	576	389	506	611	726
管理费用	206	243	335	415	507
研发费用	210	282	386	480	589
财务费用	20	27	30	34	47
资产减值损失	-15	-35	-43	-55	-68
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	21	-28	0	0	0
营业利润	427	1,033	1,306	1,761	2,271
营业外收支	4	6	7	7	7
利润总额	432	1,039	1,313	1,768	2,278
所得税	68	149	190	256	330
净利润	363	890	1,123	1,512	1,948
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	363	890	1,123	1,512	1,948
EBITDA	602	1,449	1,815	2,391	3,052
EPS（元）	0.60	1.46	1.77	2.38	3.07

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	175	552	1,131	1,328	1,367	
净利润	363	890	1,123	1,512	1,948	
折旧摊销	66	101	119	131	144	
营运资金变动	-333	-732	-187	-394	-820	
其它	79	292	76	80	95	
投资活动现金流	106	-882	-617	-519	-522	
资本支出	-502	-595	-617	-519	-522	
投资变动	576	-275	0	0	0	
其他	32	-12	0	0	0	
筹资活动现金流	-50	648	-424	-477	-370	
银行借款	880	1,267	-403	-156	50	
股权融资	0	59	24	0	0	
其他	-930	-678	-45	-321	-420	
现金净增加额	230	318	90	332	475	
期初现金余额	709	938	1,420	1,510	1,842	
期末现金余额	938	1,256	1,510	1,842	2,317	

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	50.2%	34.1%	37.5%	27.2%	25.6%
营业利润增长	92.9%	141.8%	26.5%	34.8%	29.0%
归母净利润增长	96.1%	145.0%	26.1%	34.6%	28.9%
获利能力					
毛利率	33.5%	36.9%	34.8%	35.2%	35.2%
净利率	7.8%	14.3%	13.1%	13.9%	14.2%
ROE	11.5%	21.4%	20.8%	22.4%	23.0%
ROIC	12.0%	22.9%	24.6%	27.3%	28.1%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	49.0%	46.0%	44.1%	42.2%
净负债比率	90.4%	96.2%	85.3%	79.0%	73.1%
流动比率	1.64	1.63	1.72	1.81	1.92
速动比率	1.40	1.40	1.45	1.53	1.62
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.77	0.86	0.90	0.93
应收账款周转率	2.47	2.61	2.81	2.81	2.81
存货周转率	7.96	18.36	18.65	22.53	22.54
每股指标（元）					
每股收益	0.60	1.46	1.77	2.38	3.07
每股经营现金流	0.29	0.90	1.78	2.09	2.15
每股净资产	5.18	6.79	8.50	10.62	13.33
估值比率					
P/E	18.93	14.75	19.71	14.65	11.37
P/B	2.18	3.16	4.10	3.28	2.61
EV/EBITDA	10.61	8.70	11.64	8.63	6.62

## 广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。