

# 行业中长期向好，龙头企业有望长期向上

增持(首次)

——科顺股份(300737)首次覆盖

2023年05月24日

## 报告关键要素:

我们认为防水行业市场空间广阔,在防水新规持续推进下龙头企业将持续受益,其政策效果也将逐渐显现,近两年行业受下游房地产行业信用风险以及原材料价格上行等因素影响业绩承压,随着房地产行业销售端逐步企稳,开工端有望随之改善,防水行业亦将实现恢复性好转。同时,科顺股份在过去几年也在积极开拓非房业务,经销收入以及直销中的非房业务收入占比均已过半,收购丰泽股份拓宽产品品类,后续随着丰泽股份与公司防水业务的协同发力,非房业务收入有望更进一步,建议积极关注企业下游需求的边际变化,以及原材料价格波动情况。

## 投资要点:

**防水行业具备千亿规模,行业集中度持续提升,公司作为行业头部企业有望持续受益:**防水行业市场广阔,地产基建需求规模庞大,将持续支撑防水材料需求,另外,近年国内存量翻新市场快速增长,为防水材料需求提供了有力补充,综合房地产新增规模仍保持一定量级、基建投资保持相对稳定增长等多重因素,预计年均防水市场规模超1400亿元。同时,防水新规落地叠加监管趋严,行业标准快速提高,推动行业提质扩容,市场集中度将进一步提高,市场规模有望提升75%,作为防水行业龙头,公司有望持续收益。

**公司深耕防水主业数十载,开辟百亿新征程:**公司深耕行业多年,营收增长稳健,在市场占有率、产能产量方面,均稳居行业第二,公司2022年总营收为76.61亿元,营收规模保持稳定。2022年,公司完成对丰泽股份收购,为公司添加新的业绩增长点。

**产能扩充计划短期扰动,不改长期战略:**公司近年产能稳步扩张,保持近50%增速。公司目前拥有佛山科顺、昆山科顺、重庆科顺、德州科顺等九大生产基地,另有安徽滁州科顺、德州科顺三期等多个在建项目,为公司未来产能规模增长,供应区域扩大,区域协同加强奠定坚实基础。

**短期业绩承压,不改公司长期良好发展趋势:**受房地产行业以及宏观经济等因素影响,公司近年业绩承压。面对多重挑战,公司积极优化经营

## 基础数据

总股本(百万股)	1,180.88
流通A股(百万股)	894.84
收盘价(元)	9.81
总市值(亿元)	115.84
流通A股市值(亿元)	87.78

## 个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

## 相关研究

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7660.64	9272.11	11012.23	13106.02
增长比率(%)	-1	21	19	19
净利润(百万元)	178.18	686.82	923.71	1115.91
增长比率(%)	-74	285	34	21
每股收益(元)	0.15	0.58	0.78	0.94
市盈率(倍)	65.08	16.88	12.55	10.39
市净率(倍)	2.06	1.86	1.62	1.40

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

结构，扩大经销占比，持续优化生产工艺，实行降本增效，有效地稳定了营收增长，控制了经营风险。随着需求端地产回暖、基建投资增加，成本端石油沥青价格回落，公司盈利能力有望恢复。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2023 年-2025 年营业收入分别为 92.7 亿元、110.1 亿元、131.1 亿元，同比增速分别为 21%、19%、19%，归母净利润分别为 6.9 亿元、9.2 亿元、11.2 亿元，当前（5 月 22 日）对应 PE 分别为 17、13、10 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险因素：**原材料价格超预期上行、下游需求修复不及预期、客户回款风险等。

## 正文目录

<b>1 深耕行业数十载，开辟百亿新征程</b> .....	<b>6</b>
1.1 防水龙头百亿格局.....	6
1.2 创始人控股，员工充分激励.....	7
1.2.1 股权结构稳定.....	7
1.2.2 公司对董事、高管及其他员工的激励措施.....	8
<b>2 产品丰富，高质发展</b> .....	<b>9</b>
2.1 围绕防水主业布局，技术推动产品创新.....	9
2.2 销售渠道不断完善，驱动业务快速扩张.....	11
2.3 品牌口碑行业前列，非房业务拓展成果显著.....	12
2.4 收购丰泽布局减隔震，拓宽产品范围.....	13
<b>3 防水行业具备千亿规模，行业集中度持续提升</b> .....	<b>14</b>
3.1 防水行业简介.....	15
3.2 短期受房地产影响防水行业承压，中长期防水行业市场空间广阔.....	16
3.3 防水新规出台将助推行业龙头市场份额提升.....	22
3.4 原料价格回落，盈利能力有望提升.....	23
<b>4 产能扩张节奏短期受扰动，长期稳步推进并强化协同</b> .....	<b>25</b>
<b>5 财务分析</b> .....	<b>27</b>
5.1 营收保持稳健，盈利能力承压.....	27
5.2 经营质量改善，减值损失影响减弱.....	30
<b>6 公司估值与盈利预测</b> .....	<b>31</b>
6.1 基础假设与盈利预测.....	31
<b>7 投资建议与风险提示</b> .....	<b>32</b>
图表 1: 公司防水产品图示.....	6
图表 2: 公司产品应用的典型案例: 广州亚运城.....	6
图表 3: 公司产品应用的典型案例: 国家游泳中心.....	6
图表 4: 公司发展历程.....	7
图表 5: 2022 年防水行业头部公司营收情况 (亿元).....	7
图表 6: 2021 年核心防水企业市场份额.....	7
图表 7: 公司股权结构图.....	7
图表 8: 公司历次股权激励计划.....	8
图表 9: 科顺股份产品中心.....	9
图表 10: 公司防水业务范围.....	10
图表 11: 科顺股份研发投入及增速.....	10
图表 12: 行业头部公司研发投入占营收比重.....	10
图表 13: 科顺股份技术研发助力产品创新.....	11
图表 14: 公司营销渠道.....	11
图表 15: 2022 年科顺股份分区域收入结构.....	12
图表 16: 科顺经销营业收入及经销占比.....	12
图表 17: 近几年科顺品牌首选率稳定第二.....	12
图表 18: 科顺股份下游各应用行业营收 (万元).....	13
图表 19: 科顺股份下游各应用行业营收占比.....	13
图表 20: 丰泽股份减隔震及止排水产品图示.....	13

图表 21: 减震行业重点公司一览.....	14
图表 22: 丰泽股份营收 (左轴) 及增速 (右轴) .....	14
图表 23: 丰泽股份归母净利润 (左轴) 及增速 (右轴) .....	14
图表 24: 我国主要防水材料的分类及介绍 .....	15
图表 25: 2022 年我国防水材料产品结构 .....	15
图表 26: 我国防水材料行业产业链图示 .....	16
图表 27: 我国沥青与改性沥青防水卷材产量 .....	16
图表 28: 防水行业规模以上企业营业收入规模 (左轴) 及增速 (右轴) .....	17
图表 29: 防水行业规模以上企业利润总额 (左轴) 及利润率 (% , 右轴) .....	17
图表 30: 防水材料下游应用占比分布 .....	18
图表 31: 2000-2022 年房屋施工面积及同比增速 .....	18
图表 32: 房地产行业销售面积及增速 .....	18
图表 33: 房地产行业新开工面积及增速 .....	18
图表 34: 多层住宅主要防水材料单方消耗量 .....	19
图表 35: 我国家庭住房房龄结构 .....	19
图表 36: 2016-2021 我国交通固定资产投资额 .....	20
图表 37: 工程防水设计年限 .....	20
图表 38: 工程防水设计要求 .....	20
图表 39: 2021 年主要防水企业占规模以上企业营收比重 .....	22
图表 40: TOP3 防水企业占规模以上企业营收比重趋势 .....	22
图表 41: 近几年防水行业部分监管相关文件政策 .....	23
图表 42: 2019-2022 年科顺股份成本构成 (%) .....	24
图表 43: 2022 年主要原材料采购成本占比 .....	24
图表 44: 沥青价格与公司毛利变动情况 .....	24
图表 45: 布伦特原油价格 (美元/桶) 和沥青价格走势 (元/吨) .....	25
图表 46: 科顺防水卷材产能 (左轴) 及增速 (右轴) .....	25
图表 47: 科顺防水涂料产能 (左轴) 及增速 (右轴) .....	25
图表 48: 公司生产基地及产能统计 .....	26
图表 49: 科顺股份及同业公司运输费用情况 (万元) .....	27
图表 50: 科顺股份及同业公司运输费用率比较 .....	27
图表 51: 科顺股份营业收入 (左轴) 及增速 (右轴) .....	27
图表 52: 科顺股份归母净利润 (左轴) 及增速 (右轴) .....	27
图表 53: 近几年石油沥青价格 (元/吨) .....	28
图表 54: 科顺股份及同业可比公司毛利率 .....	28
图表 55: 科顺股份营收结构 .....	28
图表 56: 科顺股份各业务毛利率 (%) .....	28
图表 57: 科顺股份与可比公司剔除运费后销售费率 .....	29
图表 58: 科顺股份与可比公司管理费率比较 .....	29
图表 59: 科顺及同业可比公司有息负债率 .....	29
图表 60: 科顺及同业可比公司财务费率 .....	29
图表 61: 科顺股份与可比公司应收账款周转率 (次) .....	30
图表 62: 防水行业主要上市公司净现比比较 .....	30
图表 63: 科顺股份与可比公司收现比比较 .....	30
图表 64: 防水行业主要上市公司付现比比较 .....	30
图表 65: 减值损失合计 (亿元) 及同比增速 (%) .....	31
图表 66: 减值损失/营业收入 (%) .....	31
图表 67: 各项业务盈利预测结果 (单位: 百万元) .....	32

图表 68: 公司盈利预测结果 (单位: 百万元) .....32

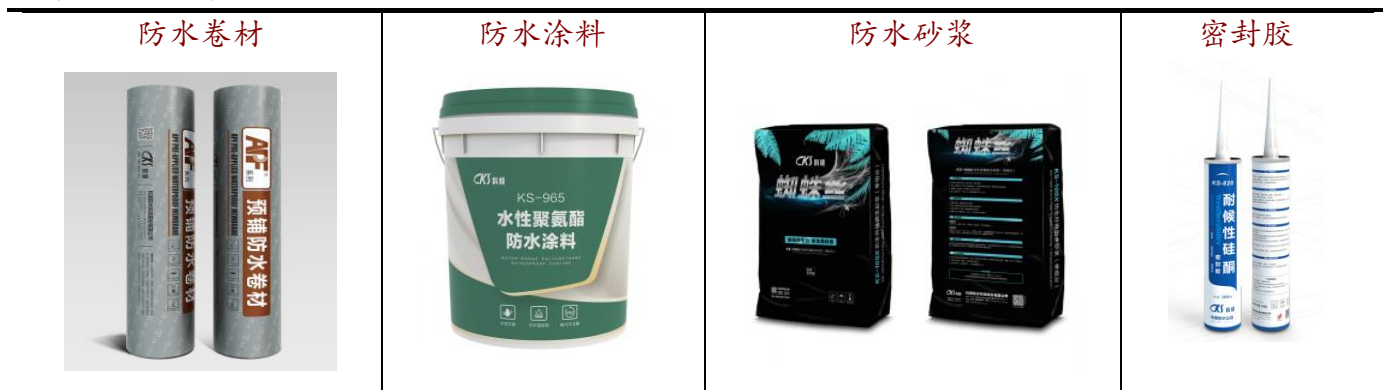


# 1 深耕行业数十载，开辟百亿新征程

## 1.1 防水龙头百亿格局

科顺防水科技股份有限公司（以下简称“科顺股份”或“公司”）成立于1996年10月10日，主要从事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，产品主要涵盖防水卷材、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，公司产品或服务既可以用于工业建筑、民用建筑防水，也可满足地铁、高铁、隧道、人防、地下管廊、机场、核电、水利工程等公共设施和其他基础设施建设工程的防水需求。公司产品及解决方案广泛应用于水立方、港珠澳大桥、广州塔、北京大兴国际机场、文昌航天发射基地等国家和城市标志性建筑、市政工程、交通工程、住宅商业地产及特种工程等领域。2022年3月，公司完成对丰泽股份的收并购，持有丰泽股份99.94%股份，公司主营业务由防水材料及防水施工拓展至建筑结构支座产品领域，实现了产品互补，构建多元化经营的产业结构，完善产品系列。

图表1:公司防水产品图示



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表2:公司产品应用的典型案例：广州亚运城



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表3:公司产品应用的典型案例：国家游泳中心

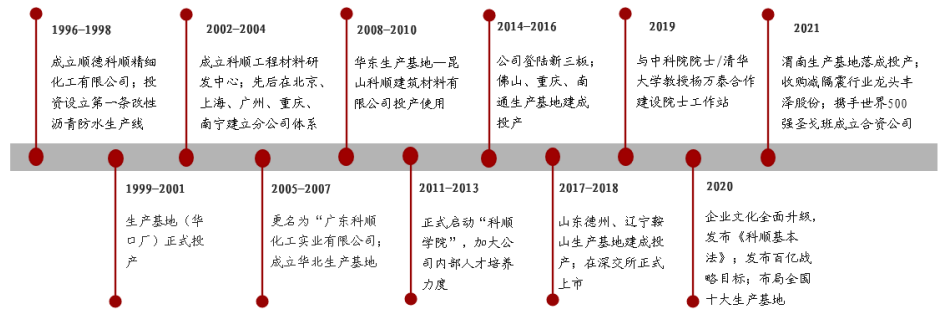


资料来源：公司官网，万联证券研究所

公司秉承“延展建筑生命，守护美好生活”的企业使命，深耕行业数十载，2015年10月公司在全国中小企业股份转让系统挂牌。2018年1月公司正式于深圳证券交易所创业板上市。目前已是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机构和省级研发中心、省级工程中心，是中国

建筑防水协会副会长单位，为行业协会认定的建筑防水行业综合实力前三强企业，同时公司担任TC195/SC1、GD/TC137、GD/TC63和防水团标委员，承担超过100项国家、行业、地方和团体标准的起草、修订和评审。

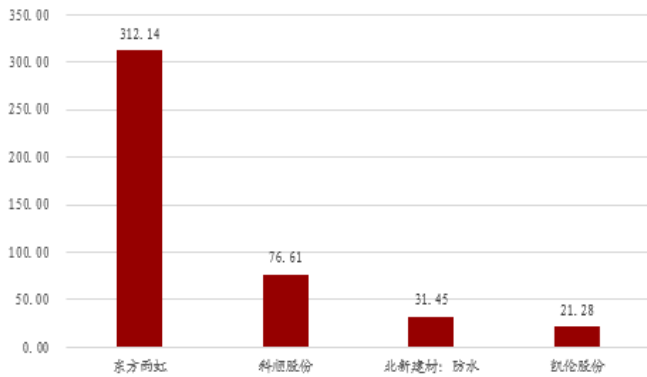
图表4:公司发展历程



资料来源: 公司官网, 万联证券研究所

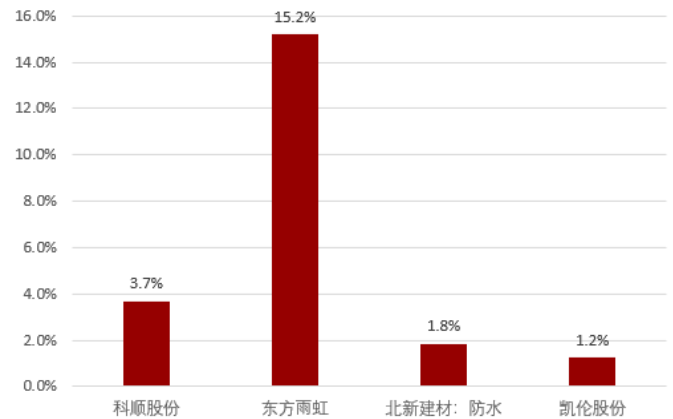
专注防水主业，规模稳居行业前二。科顺专注防水业务，凭借专业的技术水准和优质的客户口碑，收入规模不断扩大，2022年公司实现营业收入76.61亿元，2015-2022年营收CAGR为30.3%。同业营收规模方面，2022年科顺股份营收仅次于东方雨虹，在防水行业稳居第二位，2021年科顺股份市场份额约为3.7%，远低于东方雨虹所占市场份额。

图表5:2022年防水行业头部公司营收情况(亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6:2021年核心防水企业市场份额



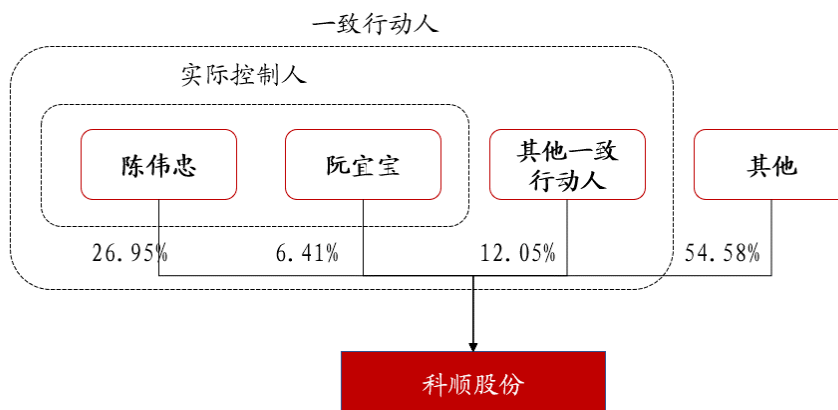
资料来源: wind, 万联证券研究所, 假设防水行业规模以上企业营收占比为60%进行估算

## 1.2 创始人控股，员工充分激励

### 1.2.1 股权结构稳定

截至2022年末，公司总股本118,087.86万股，公司实际控制人为陈伟忠、阮宜宝夫妇，合计持有33.36%股份，且公司前十股东中，陈智忠、陈作留、陈华忠均为实控人亲属与一致行动人，公司总裁方勇亦为实控人一致行动人，即实控人及其一致行动人合计持股45.42%。整体而言公司股权相对集中且稳定，实控人对公司有较强控制能力。

图表7:公司股权结构图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 1.2.2 公司对董事、高管及其他员工的激励措施

**持续股权激励，深度捆绑员工与公司利益。**公司股权激励机制完善，目前，公司共计实行三次股权激励计划，前两次分别授予中高层管理人员及核心技术人员303人和235人，分别占当时总股本比例的3.93%（2.62%股票期权、1.31%限制性股票）和0.89%。第三期股权激励占股本总额1.74%，涉及人数达到391人，高于前两次人数，均为中层管理人员和核心技术（业务）人员，有利于公司进一步提升业务骨干的工作积极性，健全长效激励机制，充分调动中层管理人员、核心技术（业务）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。2022年股权激励的归属条件继续以净利润增长作为重要考核目标，以2021年为基数，2022/2023/2024年的净利润增长率不低于25%/56%/95%，体现公司对于经营业绩持续稳健向好的信心，同时继续将年度经营性现金流量净额为正纳入考核，体现公司提升经营质量，改善现金流情况的决心。

图表8:公司历次股权激励计划

实施公告日	激励方式	激励对象	激励总数 (万股)	占公司 股本总 额 (%)	首次授予 价格 (元/ 股)	业绩考核目标
2022. 2. 16	第一期员工持股计划	参加本员工持股计划的员工总人数不超过 1,300 人，其中公司董事、监事、高级管理人员 12 人，其他公司及子公司部分中层管理人员、核心骨干不超过 1,288 人。截至 2022 年 2 月 16 日，公司完成第一期员工持股计划的股票购买，公司通过二级市场集中竞价及大宗交易方式累计买入公司股票 4,265.5315 万股，占公司当时总股本的 3.72%，成交金额合计 67,130.24 万元，锁定期自 2022 年 2 月 17 日至 2023 年 2 月 16 日。				
2022. 1. 17	限制性股票	中层管理人员、核心技术（业务）人员共 359 人	2,000	1.74%	8.5	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长不低于 25%；且 2022 年公司经营性现金流量净额大于零； 以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长不低于 56%；且 2023 年公司经营性现金流量净额大于零； 以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长不低于 95%；且 2024 年公司经营性现金流量净额大于零。



2020.06.08	限制性股票	中层管理人员、核心技术(业务)人员共 235 人	540.0052	0.89%	10.27	2020 年净利润比 2019 年净利润增长不低于 30%; 且 2020 年公司经营性现金流量净额大于零;
						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%; 且 2021 年公司经营性现金流量净额大于零;
						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 2022 年公司经营性现金流量净额大于零。
2018.8.20	股票期权和限制性股票	中高层管理人员、核心技术(业务)人员共 303 人	股票期权: 1600 万股; 限制性股票: 800 万股	3.93%	股票期权: 13.15; 限制性股票: 6.58	以 2017 年净利润为基数, 2018 年净利润增长率不低于 25%;
						以 2017 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 50%;
						以 2017 年净利润为基数, 2020 年净利润增长率不低于 75%。

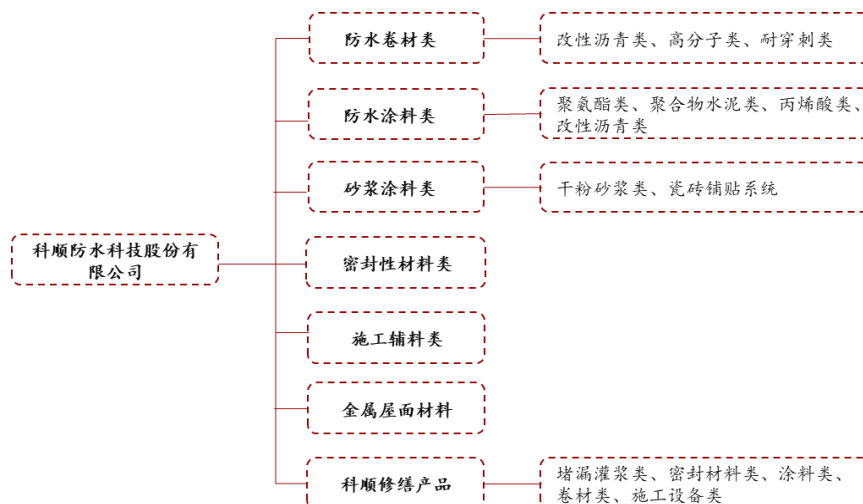
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

## 2 产品丰富, 高质发展

### 2.1 围绕防水主业布局, 技术推动产品创新

产品品类丰富, 应用广泛。公司的产品主要为防水卷材、防水涂料两大类, 防水卷材包含改性沥青类、高分子类、耐穿刺类, 防水涂料包含聚氨酯类、聚合物水泥类、丙烯酸类、改性沥青类, 涵盖100多个品种, 形成了较为完整的产品体系, 满足不同客户、不同场景的多样需求, 为客户提供“一站式”防水解决方案。

图表9:科顺股份产品中心

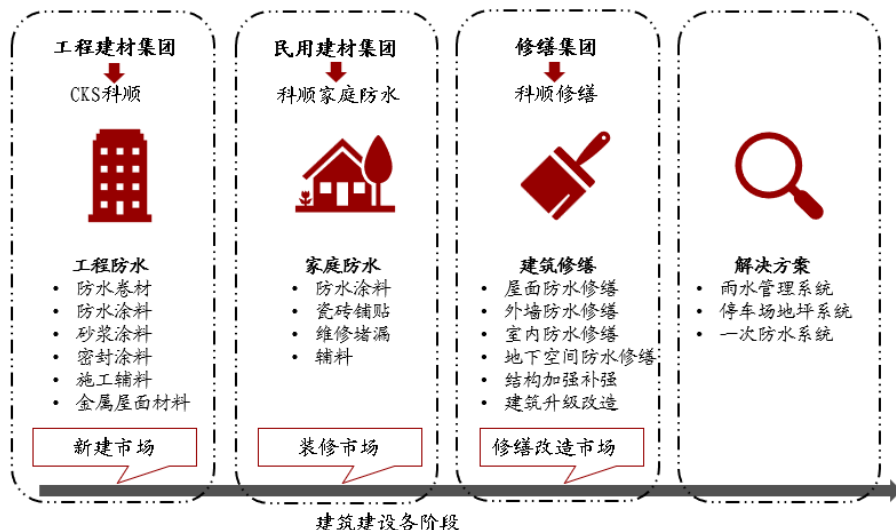


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

按照下游需求细化品类, 打造不同领域产品品牌。公司根据防水材料在建筑中的应用阶段不同, 将业务体系及品牌分为工程防水品牌“CKS 科顺”、民用建材品牌“科顺

家庭防水”及堵漏维修品牌“科顺修缮”，工程防水主要聚焦于新建市场。民用建材品牌主要聚焦于家庭装修市场，产品主要包括防水涂料、特种砂浆、瓷砖胶、填缝剂、密封胶等。“科顺修缮”主要聚焦后建筑时代的修缮改造市场，不仅契合国家关于“旧改”的相关政策，同时能有效解决建筑渗漏的痛点。

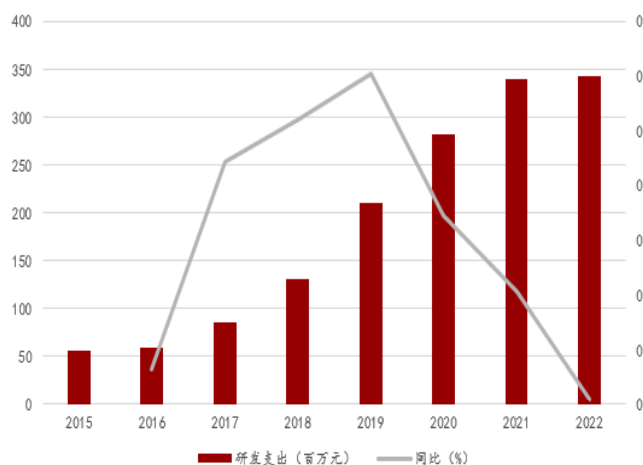
图表10:公司防水业务范围



资料来源：公司官网，万联证券研究所

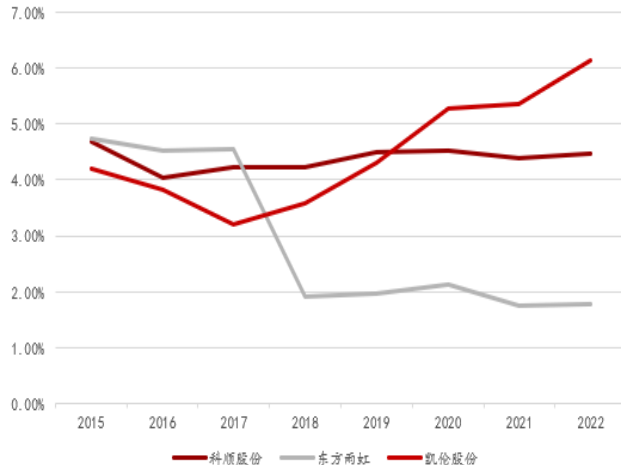
**加大研发投入，助力产品创新。**公司具有较强的自主研发能力，拥有超500人的研发团队，近几年研发支出稳定增长，研发投入占营业收入比例均超过4%，研发投入占营收比重超东方雨虹。截至2022年末，公司拥有自主研发的行业内首台、国际领先的沥青卷材生产线，获得55项专利，拥有和正在申请的专利达726项，公司“CKS科顺”“依来德”“APF”商标被认定为广东省著名商标，高分子防水涂料产品被认定为广东省名牌产品，136款产品入选“标志产品政府采购清单”。同时公司产品还通过了中国铁路认证、中交认证、中核认证、中国建材认证、中国环境标志产品认证以及欧盟CE认证等多项认证。

图表11:科顺股份研发投入及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12:行业头部公司研发投入占营收比重



资料来源：wind，万联证券研究所

**产品研发符合政策导向。**2016年工信部发文提出水性涂料替代溶剂型涂料；2019年工信部将改性沥青防水卷材、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列入鼓励类；2021年成都住建局发文禁止使用热熔SBS改性沥青类防水卷材、溶剂型建筑防水涂料。一系列政策趋于严格，规范限制、淘汰了一批不合格、高污染、落后的防水企业，科顺股份顺应行业发展趋势，坚持自主研发，保持以较高标准的产品满足下游行业需求。

图表13:科顺股份技术研发助力产品创新

创新品类	性能提升
防水卷材	使用年限从国标规定的5年延长至30年以上，紫外线照射下加速老化时间延长达2万小时。
APF-D 丁基系列防水卷材等	高分子卷材，改良原料实现“去沥青化”，节能环保且耐久性提升。
无溶剂环保型单组分聚氨酯防水涂料	针对溶剂型防水涂料存在VOCs等环境污染风险，研发推出“去溶剂化”防水涂料，满足严苛的DB11/3055-2017要求，突破性的解决施工工艺与VOC降低之间的平衡。获得2019年度建筑防水行业科学技术奖—技术进步奖一等奖
水性非固化橡胶沥青防水涂料	克服了常规非固化涂料高温施工、VOC释放等缺点，成功为这些技术难题提供了解决方案。

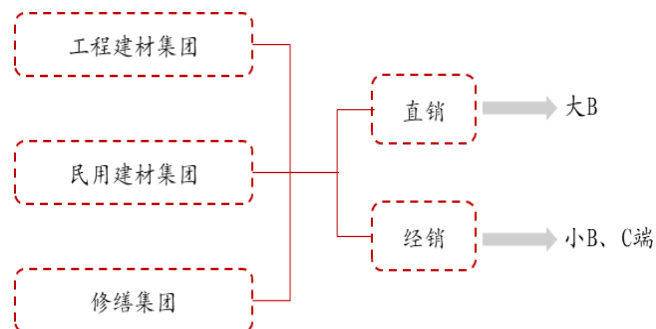
资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 2.2 销售渠道不断完善，驱动业务快速扩张

**“直销+经销”均衡发展，渠道布局覆盖全国。**公司工程防水业务主要通过直销和经销的方式开展业务，“民用建材”主要是经销模式。目前科顺股份在全国分设华南、华东、华西、华北四个销售大区，已在全国成立了16家销售分公司及多个专项事业部。“经销”即公司通过在全国各地设立办事处的模式积极与各地建筑防水材料贸易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。

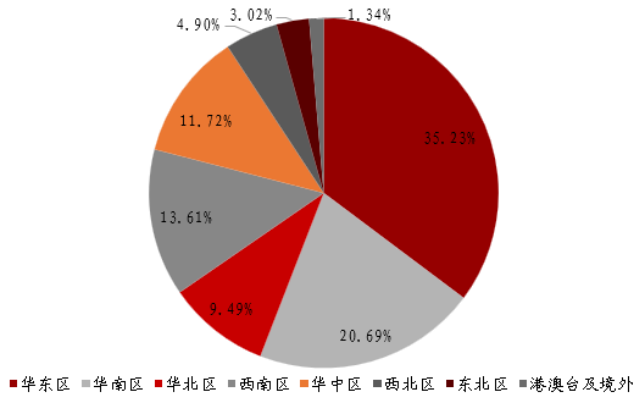
对比东方雨虹及凯伦股份，凯伦股份近几年仍处于起步扩张阶段，直销端收入增加迅猛，经销占比逐年减少，而东方雨虹及科顺股份经营模式已比较成熟，经销占比趋于平稳。2015年及2016年公司的经销收入占比稍小于东方雨虹，但近几年公司大力支持经销商发展，经销商数量和质量均得到快速提升，经销商收入占比逐年上升。截至2022年末，公司已与全国30个省市的2500多家经销商建立了长期稳固的合作关系。2022年，公司经销收入占比达到50%，实现公司规划中的直销和经销1:1的收入结构。

图表14:公司营销渠道



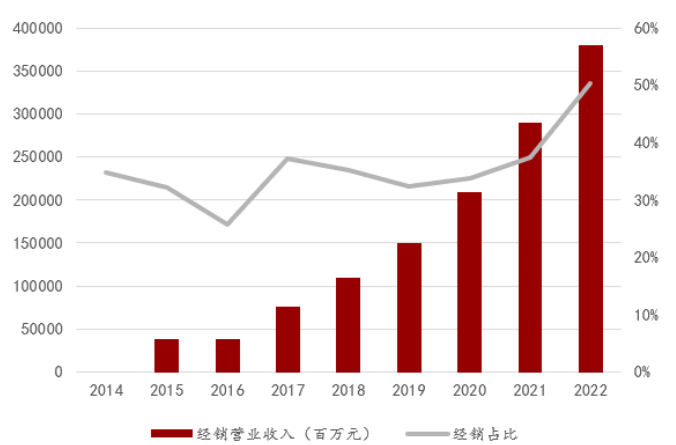
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表15:2022年科顺股份分区域收入结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表16:科顺经销营业收入及经销占比



资料来源：公司主体信用评级报告，万联证券研究所

### 2.3 品牌口碑行业前列，非房业务拓展成果显著

过去房地产行业经历了快速发展期，公司以优质的产品和良好的口碑赢得了下游客户的青睐，连续多年蝉联“中国房地产开发企业500强首选品牌防水材料类榜单”第二名，2021年科顺首选率为16.25%，仅次于东方雨虹20.58%。但在近两年伴随房地产行业下行，公司对下游客户做出积极结构调整，更多向优质建筑央企国企倾斜，拓展基建以及C端相关业务，提升非房收入占比。目前，公司与中建三局、中国铁建、中铁物贸等大型建筑公司达成合作，产品广泛应用于国家和城市标志性建筑、市政工程，知名项目包括广州亚运城、国家游泳中心、港珠澳大桥等。

图表17:近几年科顺品牌首选率稳定第二

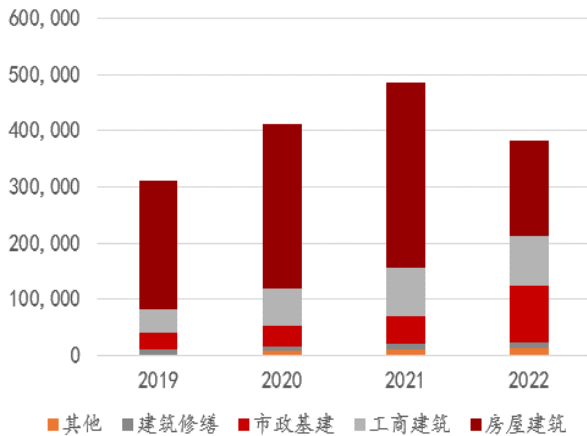
排序	2019		2020		2021		2022
	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称	品牌首选率	品牌名称
1	东方雨虹	25.76%	东方雨虹	21.25%	东方雨虹	20.58%	东方雨虹
2	科顺	18.78%	科顺	16.67%	科顺	16.25%	科顺
3	宏源	10.48%	北新防水	9.51%	北新防水/宏源	8.97%	北新防水
4	蓝盾	9.17%	宏源	8.76%	卓宝科技	7.85%	卓宝科技/宏源
5	卓宝	8.73%	蓝盾/卓宝	8.65%	蓝盾	5.60%	三棵树
6	北新蜀羊	3.71%	凯伦	4.70%	大禹	5.44%	大禹
7	北新禹王	3.28%	大禹	3.85%	三棵树	4.96%	蓝盾
8	大禹	3.06%	三棵树	3.42%	凯伦	4.64%	凯伦
9	凯伦	2.40%	雨中情	3.21%	雨中情	3.36%	雨中情
10	雨中情	2.18%	宇虹	2.99%	亚士/远大洪雨	1.76%	亚士

资料来源：全联房地产商会，万联证券研究所（注：2022年末公布品牌首选率）

随着房地产行业增量空间见顶，公司持续加大非房业务拓展，积极优化营收结构。房屋建筑领域为公司防水材料主要应用，2019-2022年，公司直销渠道的主营业务收入

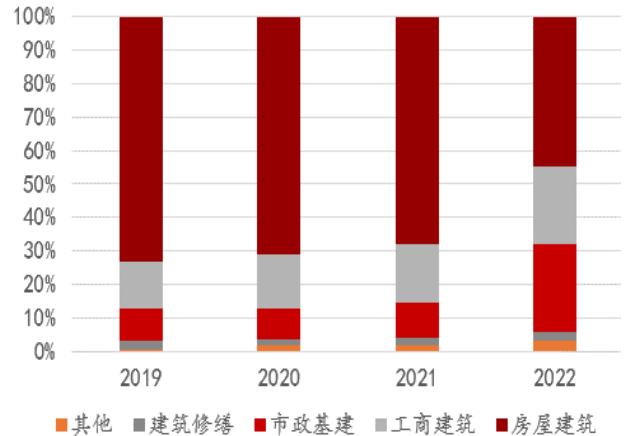
来自房屋建筑领域占比分别为73.27%、71.03%、68.11%和44.71%，来自工商建筑领域的营收占比分别为14.01%、16.34%、17.46%、23.11%。公司来自房屋建筑领域的收入占比不断下降，工商建筑领域的营收不断上升，营收结构逐步优化，有利于公司平衡地产端需求下滑的影响。同时，2022年，受益于丰泽股份并表，公司直销渠道中来自市政基建营收为10.14亿元，占总收入的26.45%，仅次于房屋建筑领域的营收，公司收购丰泽股份后，加强与丰泽股份业务协同，有望进一步提升市政基建领域的营收规模。

图表18:科顺股份下游各应用行业营收(万元)



资料来源:公司公告,万联证券研究所

图表19:科顺股份下游各应用行业营收占比

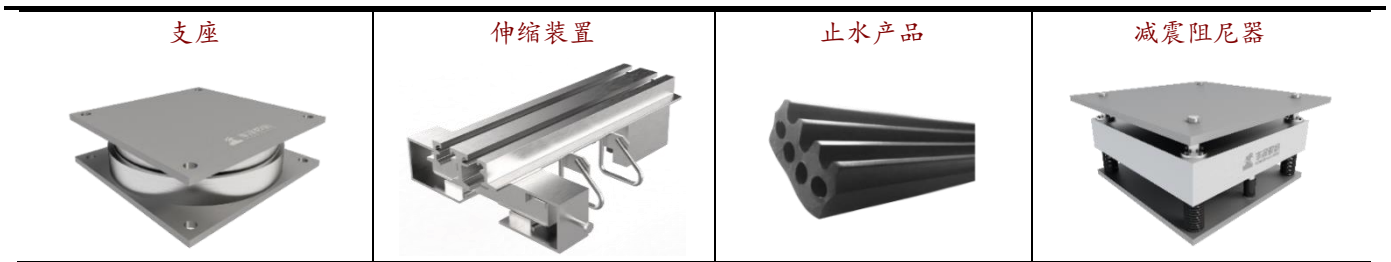


资料来源:公司公告,万联证券研究所

## 2.4 收购丰泽布局减隔震, 拓宽产品范围

**收购减震领先企业, 步入蓝海市场。**2021年公司公告拟增发股份并现金收购丰泽股份93.54%的股权, 标的公司丰泽股份主要产品包含支座、止水带、伸缩装置和防落梁装置等, 为国内铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨道交通等重大工程提供减隔震、止排水技术方案, 其中铁路市场份额占比最大, 由2019年的53.5%增至2020年的78.64%。丰泽股份是目前国内同时通过支座、止水带、伸缩装置三类产品CRCC认证的5家企业之一。

图表20:丰泽股份减隔震及止排水产品图示



资料来源:公司官网,万联证券研究所

**目前减震市场仍是蓝海市场。**2021年8月国务院发布《建设工程抗震管理条例》, 明确新建、扩建、改建建设工程抗震设防达标要求及措施, 在高烈度设防地区和地震重点监视防御区的学校、医院等公共建筑采用减隔震等技术, 同时鼓励在规定以外的区域采用减隔震等技术。据前瞻产业研究数据显示, 我国地震设防区面积约占国土面积的60%, 2022年全国房屋新开工面积约12亿平方米, 则粗略估计地震防区内新开工面积约为7.2亿平方米, 参照市场隔震橡胶支座和构造造价约为80-120元/m<sup>2</sup>, 若减隔



震渗透率约为10%，则建筑减隔震市场规模可达70多亿元。此外，据公司公告用于交通领域的桥梁功能部件预计市场规模超200亿元。市场空间大，但目前行业内部竞争者不多，国内具备自主研发生产能力、在减隔震领域已有建树的公司主要有天铁股份、震安科技、时代新材、海德科技等。

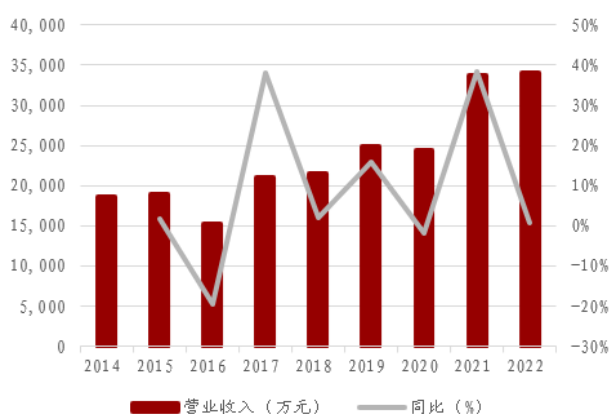
图表21:减震行业重点公司一览

公司简称	2022年营业收入(亿元)	2022年净利润(亿元)	主营产品
天铁股份	17.20 (轨道工程橡胶制品 7.98 亿元)	4.10	隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴、锂化物系列产品，主要应用于轨道交通领域
震安科技	8.97	1.00	建筑隔震橡胶支座、弹性滑板支座、消能阻尼器、公路桥梁支座
时代新材	150.35 (轨道交通事业部 18.54 亿元)	3.57	轨道交通、风力发电、汽车、高分子新材料、特种装备，其中风电及汽车业务营收占比超 80%
丰泽股份	2.91	0.24	橡胶止水带类、支座类、桥梁伸缩装置类、技术服务
海德科技	1.39	-0.30	桥梁支座及其组件、建筑隔震支座以及伸缩缝三大类

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

2022年3月，公司完成了对丰泽股份的并购，并全面介入丰泽股份的生产经营管理，导入公司管理经验和企业文化。同时，公司发挥业务体系及客户资源的协同效应，组建覆盖全国的业务部门，大力开拓建筑减隔震、桥隧及公路减隔震市场，增强丰泽综合竞争力。公司与丰泽股份原股东签订业绩承诺补偿协议，承诺2022-2024年净利润分别不低于5,040万元、6,048万元、6,497.49万元。2022年，丰泽股份营收为3.4亿元，同比上涨0.80%；净利润为0.36亿元，同比下降13.47%。受疫情等因素影响公司项目落地进程受阻，2022年未能完成业绩承诺，并作出相应的补偿，2023年预计会有恢复性增长。

图表22:丰泽股份营收(左轴)及增速(右轴)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表23:丰泽股份归母净利润(左轴)及增速(右轴)



资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 3 防水行业具备千亿规模，行业集中度持续提升

### 3.1 防水行业简介

**防水材料是建筑的重要功能材料。**建筑防水材料作为建筑物的维护结构，是用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物的材料。以前我国主要使用沥青油毡类防水，随着防水愈发受到重视，高能耗、高污染的沥青油毡类产品逐渐被新型防水材料替代。目前国内建筑防水材料主要分为防水卷材、防水涂料两大类，其中，防水卷材包括聚合物改性沥青卷材和合成高分子卷材两个主要类别，防水涂料依照主要成分的不同，可分为溶剂型涂料和水性涂料两大类。

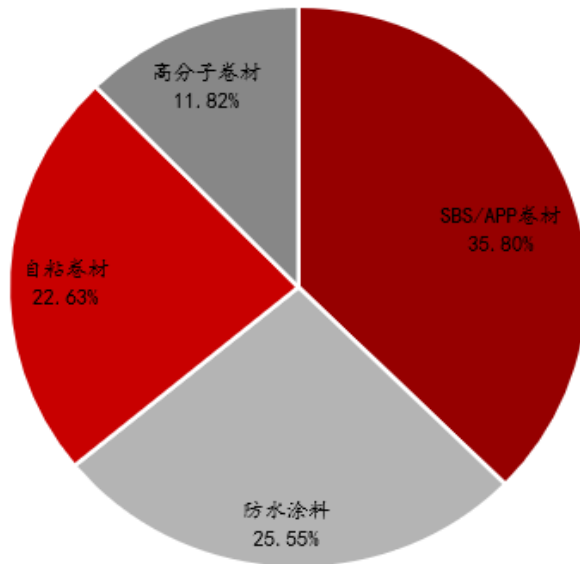
图表24:我国主要防水材料的分类及介绍

	主要分类	简介
防水卷材	高聚物改性沥青防水卷材（SBS卷材、APP卷材、自粘改性沥青卷材等）	在沥青中添加一定量的高聚物改性剂，使沥青自身固有的低温易脆裂，高温易流淌的劣性得以改善，改性后的沥青不但具有良好的高低温性能，而且还具有良好的弹塑性，憎水性和粘结性等
	合成高分子防水卷材（树脂类PVC等、橡胶类EPDM等、橡塑类TPO等）	以合成橡胶、合成树脂或此两者的共混体为基料，加入适量的化学助剂和填充料等。优异弹性及抗拉强度、结构稳定、耐老化、防水强、可二次利用
防水涂料	聚氨酯类防水涂料（又名水性涂料）	综合性能好，无焦油和沥青等添加剂，无毒无味、强度高、延伸率大、很好的耐水、耐碱、耐久性
	聚合物水泥基防水涂料（又名溶剂型涂料）	不仅有很好的延伸性和防水性，还具有较好的粘结性、施工便捷性，能灵活的调节聚合物乳液和水泥之间的比例，以满足各种工程对建筑材料在韧性和强度方面的实际需求
	无机防水涂料	新型绿色建筑材料发展的一大方向和趋势，价格低廉、绿色环保。
刚性防水材料	防水混凝土材料	混凝土自防水结构，因混凝土自身密实而具有一定防水能力
	防水砂浆	防水效果一般、价格低廉、容易补修，韧性和强度不及其他材料，容易开裂
	建筑密封材料	能使建筑上的各种接缝或裂缝、变形缝（沉降缝、伸缩缝、抗震缝）保持水密、气密性能，并且具有一定强度，能连接结构件的填充材料
	堵漏止水材料	采用灌入或在表面封堵的方法，能使建筑物漏水快速止住的无机、有机或复合材料。包括防水剂、化学灌浆材料等

资料来源：张庆民《防水材料的分类及其发展现状》，万联证券研究所

**防水材料结构：**根据中国建筑防水协会数据，2022年我国防水建筑材料的产品以卷材为主，SBS/APP卷材、高分子卷材、自粘卷材、防水涂料分别占比35.80%、11.82%、22.63%、25.55%，其中防水涂料又以聚合物水泥防水涂料为主、占比过半。

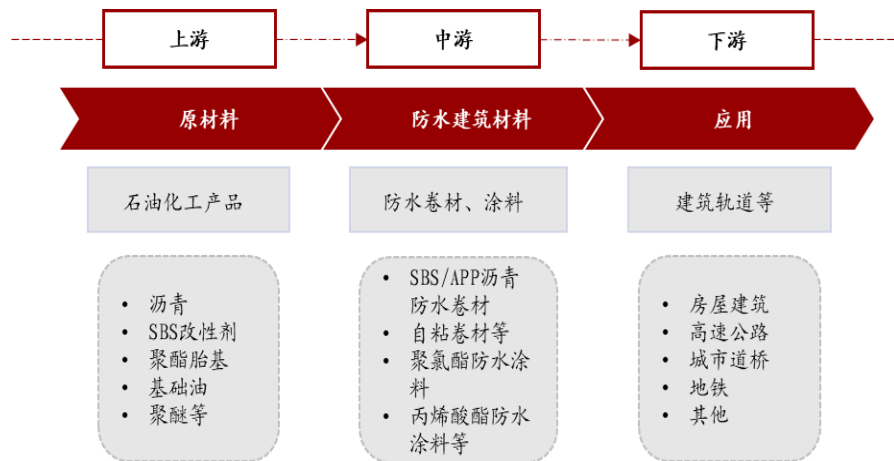
图表25:2022年我国防水材料产品结构



资料来源：中国建筑防水协会，公司公告，万联证券研究所

**防水行业产业链简介：**防水建筑材料产业链包括上游石油化工原材料、中游防水建筑材料制造以及下游应用。上游石油化工原材料包括沥青、SBS改性剂、聚酯胎基、基础油、聚醚等；中游包括防水建筑材料制造包括防水卷材和防水涂料的生产制造；下游应用包括房屋建筑、高速公路、城市道桥、地铁等。上游原材料价格波动直接影响防水建筑材料行业的采购成本；下游行业对防水建筑材料行业的发展具有较大的牵引和驱动作用，它们的需求变化直接决定了行业未来的发展状况。

图表26:我国防水材料行业产业链图示

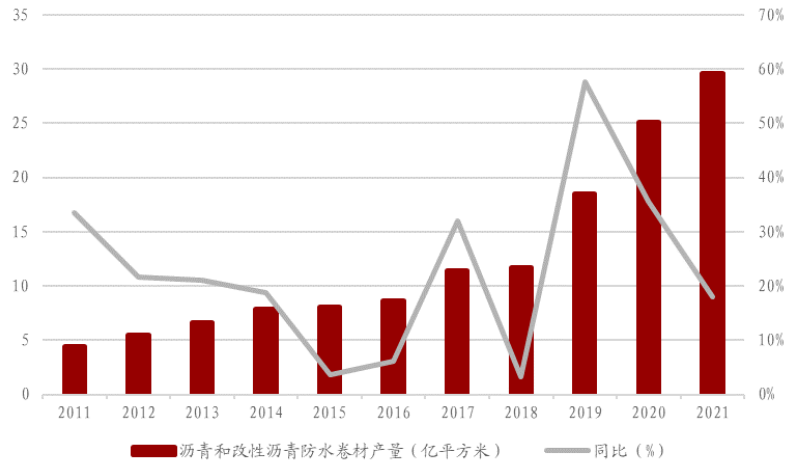


资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 3.2 短期受房地产影响防水行业承压，中长期防水行业市场空间广阔

过去多年受益于基建和地产快速发展，防水行业规模快速提升。受房地产、基建等领域发展推动，国内建筑防水材料产量持续增长，据中国建筑防水协会公布的数据，我国沥青基防水卷材从2011年4.46亿平方米增长至2021年29.6亿平方米。

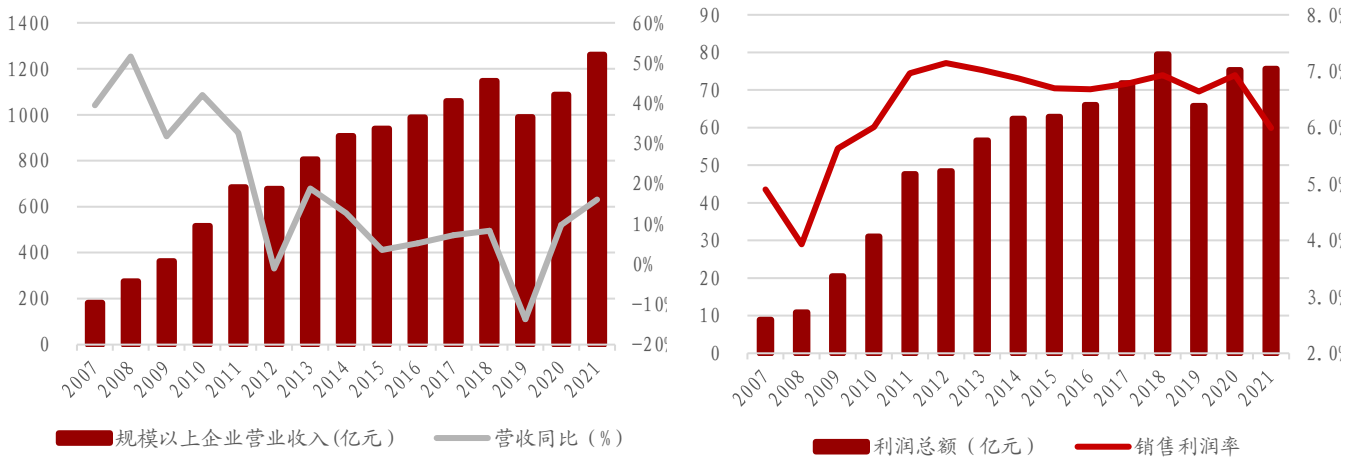
图表27:我国沥青与改性沥青防水卷材产量



资料来源：中国建筑防水协会，万联证券研究所

企业产量增长，营收规模也大幅提升。2021年839家规模以上（主营业务收入2000万元以上）防水企业主营业务收入合计1261.59亿元，利润总额达75.64亿元。2022年8月，中国建筑防水协会发布《建筑防水行业“十四五”发展规划和2035年远景目标》，提出“十四五”期间我国主要防水材料产量的年均增长率保持在6%以上，到2025年，主要防水材料总产量达到50亿平方米以上，规模以上企业营业收入超过1800亿元，规模以上企业利润总额超过120亿元。

图表28:防水行业规模以上企业营业收入规模(左轴)及增速(右轴) | 图表29:防水行业规模以上企业利润总额(左轴)及利润率(%,右轴)



资料来源：Wind, 中国建筑防水协会，万联证券研究所，2019年官方调整口径，计量方式有变动 | 资料来源：Wind, 中国建筑防水协会，万联证券研究所

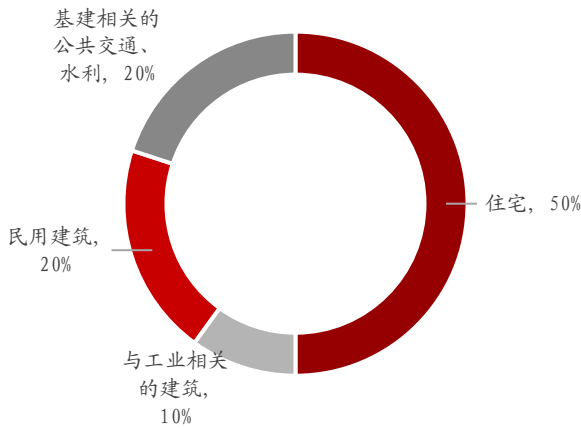
目前防水材料的主要需求来自于房地产新建、存量翻新和基建，预计年均市场规模超1400亿元。

(1) 房地产新建市场及基建市场

房地产行业虽然增量空间面临收缩，但整体规模仍然较大，预计仍可带动防水行业持续发展。房地产行业仍是防水材料的主要市场。据东方雨虹信用评级报告，防水行业下游需求结构中，住宅占比50%，基建相关的公共交通、水利等占20%，房屋住宅是防水材料的主要市场。2022年我国房屋施工面积156.45亿平方米，同比下降0.7%，根据科顺招股说明书，在建项目防水施工面积占建筑面积的32.15%，竣工项目该指标的比例为32.83%，据此粗略估计，2022年我国防水施工需求面积约为50亿平方米，以

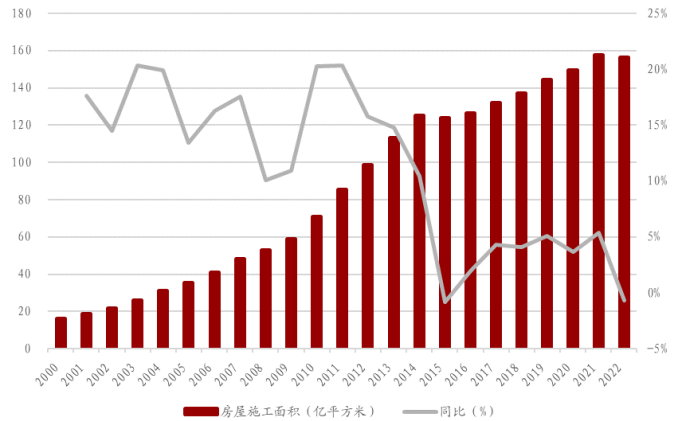
均价每平方米20元的SBS卷材为例，则2022年地产新建端防水材料市场规模可达1000亿元。

图表30:防水材料下游应用占比分布



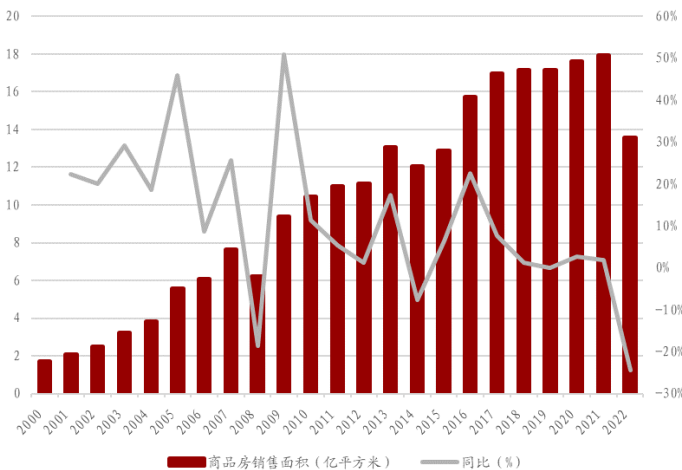
资料来源: 东方雨虹主体信用评级报告, 万联证券研究所

图表31:2000-2022年房屋施工面积及同比增速



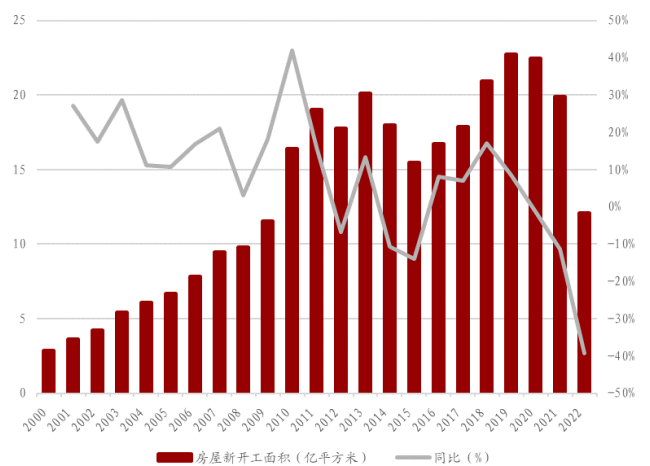
资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表32:房地产行业销售面积及增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

图表33:房地产行业新开工面积及增速



资料来源: 同花顺, 万联证券研究所

(2) 存量住房市场将成为防水行业需求的有力补充

**老旧小区改造是存量翻新的主要市场。**住建部、发改委、财政部在《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》中，将老旧小区定义为建成于2000年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区。2019年7月，住建部副部长黄艳表示，经过摸底排查，各地上报需要改造的城镇老旧小区有17万个，涉及居民上亿人，约4200万户，建筑面积约40亿平方米。

2023年4月28日，中共中央政治局召开会议首次提及“在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设”。根据第七次人口普查数据，我国目前有21个超大特大城市，这些城市的城中村改造需求大，且较为迫切，后续有望在政策的推动下加快推进。

参照《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》(2017)中需防水卷材的相关工程，



屋面板更换工程对应SBS防水卷材的单方用量为2.715m<sup>2</sup>，平改坡工程中SBS防水卷材的单方用量为1.013m<sup>2</sup>，此外加装电梯工程中SBS防水卷材的单方用量为0.766m<sup>2</sup>，其中屋面板更换及平改坡工程对应的材料单方消耗量计算面积为改造前原屋面面积。假设5年内全国2000年前建造的40亿平方米建筑面积均参与老旧小区改造，平均每栋楼为6层，则屋面面积约为6.67亿m<sup>2</sup>，若需屋面板更换及平改坡工程的均占50%，则需约12.43亿m<sup>2</sup>卷材；假设平均每层3户，则单栋楼18户，每栋楼加装一部电梯，大约需加装233万部电梯，假设每部电梯所占空间为187.5m<sup>3</sup>（2.5\*2.5\*30），大约需要3.346亿m<sup>3</sup>卷材。按照防水卷材20元/m<sup>2</sup>计算，2000年前的老旧小区改造所带来的新增防水卷材市场约为315亿元，若5年内改造完成，则平均每年超60亿元。

除卷材外，老旧小区改造中还需丙烯酸类涂料，一般外墙面积为竣工建筑面积的70%，即40亿平方米的老旧小区约28亿平方米的外墙，若有50%的外墙改造（全为现浇式）及20%的节能改造，则涂料规模约37亿元。此外，若考虑室内防水改造，则对应防水市场将更大。

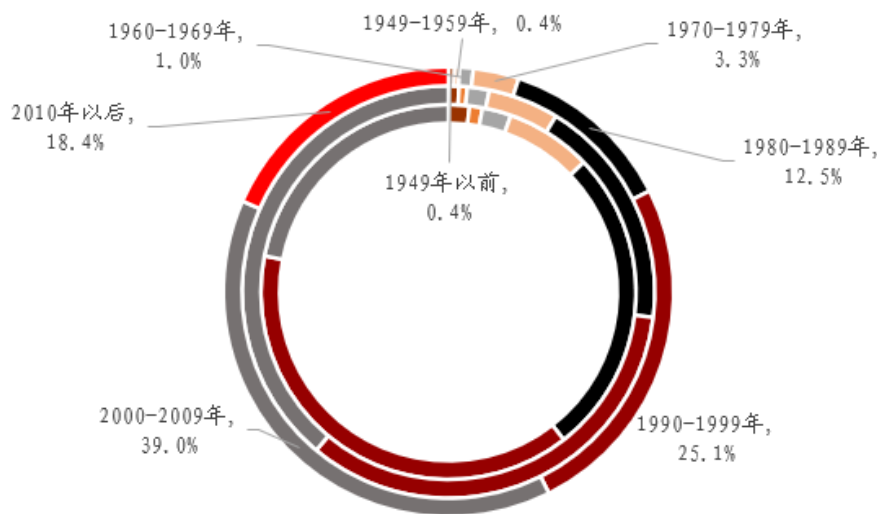
图表34:多层住宅主要防水材料单方消耗量

涉及防水材料的工程名称	所需防水类材料	数量
多层住宅预制外挂板抗震加固改造工程	丙烯酸弹性高级涂料	0.613kg
多层住宅现浇外板墙抗震加固工程	丙烯酸弹性涂料	0.877kg
多层住宅节能改造工程	丙烯酸弹性高级涂料	0.657kg
多层住宅平改坡工程	SBS 防水卷材	1.013 m <sup>2</sup>
多层住宅屋面板更换工程	SBS 防水卷材	2.715 m <sup>2</sup>
多层住宅加装电梯工程	SBS 防水卷材	0.766 m <sup>2</sup>

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》（2017），万联证券研究所

除老旧小区外，居民有自主翻新需求。《房屋建筑工程质量保修办法》规定渗漏期为5年，而根据国家统计局数据，我国存量商品住宅中，2000年之前的住宅约占43%，2000-2009年的住宅约占39%，若简单考虑2000-2009年的住宅中居民自主翻新的需求仅为2000年前老旧小区改造的30%，市场规模仍有望超百亿。

图表35:我国家庭住房房龄结构

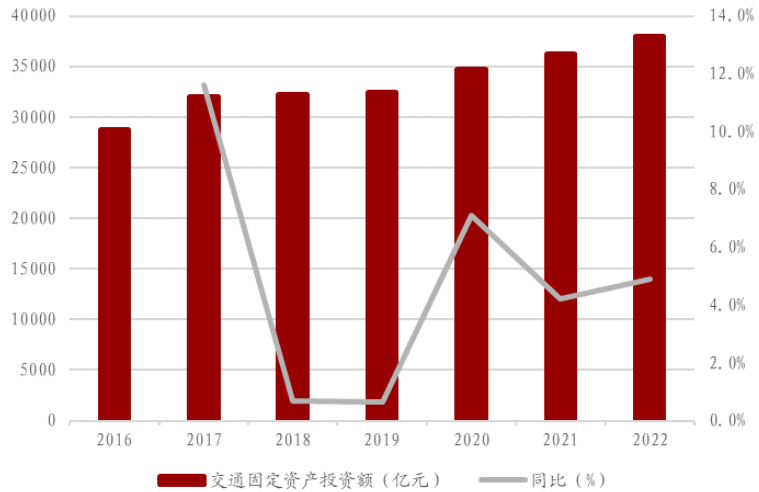


资料来源：统计局，同花顺，万联证券研究所，注：以上饼图由内至外依次是2005年、2010、2015年统计数据

### (3) 基建市场

基建有关的防水场景主要是铁路、公路、水运、航空、管道运输等，根据京沪高铁招标文件，总投资额2200多亿元，其中防水工程总额为20亿元，防水占比约为工程总投资额的1%。2020年交通运输行业发展统计公报显示2022年全年完成交通固定资产投资3.8万亿元，同比增长4.91%，以此估算交通运输业对应的防水市场规模约超350亿元。

图表36:2016-2021 我国交通固定资产投资额



资料来源: 交通运输部, 万联证券研究所

(4) 防水新规对行业标准提高进一步提升行业市场空间

**防水新规4月落地, 行业标准提高。**2022年10月, 住建部正式出台《建筑与市政工程防水通用规范》, 于2023年4月1日起实施。防水新规是国内首部防水强制规范, 对防水材料用量, 防水工程年限等方面作出了更严格的要求: (1) **提高卷材的厚度, 增加用量**, 外露型高分子防水卷材的一级防水厚度从1.5mm提到了1.8mm, 二级防水厚度提高到1.5mm; (2) 防水新规首次提出“设计工作年限”概念, 对不同部位防水工程设计工作年限作出具体要求, **屋面、外墙、室内防水工程设计工作年限要求不低于15到25年**, 部分部位要求防水工程与建筑物同寿命, 而原先防水标准仅要求保修期5年, 防水设计年限大幅提高; (3) **增加了防水层次道数**。平屋面和瓦屋面的一级防水等级防水层增加一道防水到不少于3道; 金属屋面二级防水等级以上的防水层由原来的无防水卷材明确增设1道防水卷材; 外墙墙体防水原规定无强制防水要求, 按照新规要求必须做一道或二道外墙防水; (4) 一级和二级防水定义方式发生变化, **扩大了一级防水的适用范围, 且没有了弹性**; 所有民用建筑全都为一级防水, 不可以选择其他级别。

图表37:工程防水设计年限

地下防水工程	屋面工程	室内工程	桥梁工程	非侵蚀性介质蓄水类工程	地下防水工程
不低于工程结构设计工作年限	不应低于 20 年	不应低于 25 年	不应低于桥面铺装设计工作年限	不应低于 10 年	不低于工程结构设计工作年限

资料来源: 《建筑与市政工程防水通用规范》, 万联证券研究所

图表38:工程防水设计要求

工程类别	防水等级	防水做法	基础防水层	基础防水层做法	外设防水层	外设防水层做法	增量	增量幅度
明挖法地下工程	一级	≥3道	防水混凝土	1道	防水卷材、防水涂料、水泥基防水材料	≥2道, 防水卷材或防水涂料不应少于1道	1道	33%
	二级	≥2道	防水混凝土	1道		≥1道, 任选	-	-
	三级	≥1道	防水混凝土	1道		-	-	-
平屋面工程	一级	≥3道	-	-	防水卷材、防水涂料	≥3道, 卷材防水层不应少于1道	1道	33%
	二级	≥2道	-	-		≥2道, 卷材防水层不应少于1道	1道	50%
	三级	≥1道	-	-		≥1道, 任选	-	-
金属屋面工程	一级	≥3道	金属板	1道	防水卷材	≥1道, 厚度不应小于1.5mm	1道	33%
	二级	≥2道	金属板	1道		≥1道	1道	50%
	三级	≥1道	金属板	1道		-	-	-
瓦屋面工程	一级	≥3道	屋面瓦	1道	防水卷材、防水涂料	≥2道, 卷材防水层不应少于1道	1道	33%
	二级	≥2道	屋面瓦	1道		≥1道, 任选	1道	50%
	三级	≥1道	屋面瓦	1道		-	-	-
室内楼地面防水	一级	≥2道	-	-	防水卷材、防水涂料、水泥基防水材料	≥2道, 防水卷材或防水涂料不应少于1道	-	-
	二级	≥1道	-	-		≥1道, 任选	-	-
工程类别	防水等级	外墙类型		防水做法	外设防水层	增量	增量幅度	
建筑外墙工程	一级	框架填充或砌体结构外墙		≥2道	当采用2道防水时, 应设置道防水砂浆, 及1道防水涂料或其他防水材料。	1-2道	100%	
	二级	框架填充或砌体结构外墙		≥1道		1道	100%	
	一级	现浇混凝土外墙、装配式混凝土外墙		≥1道	-	1道	100%	

资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》, 万联证券研究所

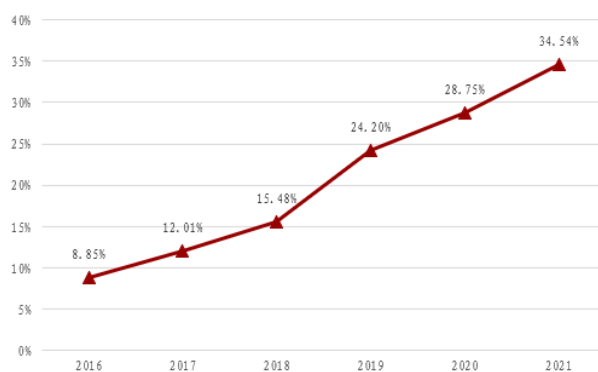
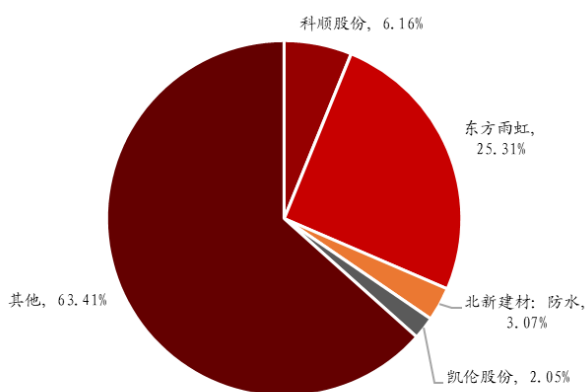
**防水新规的实施, 将有利于行业提质扩容。**一方面, 防水工程设计年限的设定, 对防水材料产品质量提出了更加严格的要求, 行业内的非标准产品将加速淘汰, 作坊式、小型企业出清也会进一步加快, 市场格局集中程度有望提高; 另一方面, 卷材用量、防水道数的提高以及一级建筑范围的扩大, 将大幅增加防水材料的需求, 防水行业市场份额有望迎来快速增长。据建筑防水协会秘书长朱冬青估计, 新规执行后, 中国大概80%-85%以上的建筑都可能会被列为建筑防水的一级防水要求。

假设新规出台前，一级、二级、三级防水工程占比为30%、50%、20%，新规出台后，占比转变为60%、30%、10%。根据新规各个工程防水道数的增长幅度，预计地下室、屋面防水材料需求的增长幅度约为39%，92%。同时，以地下室、屋面、其他占比为35%，45%，20%测算，假设因为新增建筑外墙防水工程，其他部分的营收规模增长100%，新规落地将带来防水材料约75%的市场增量。

### 3.3 防水新规出台将助推行业龙头市场份额提升

行业集中度较低，龙头市占率稳步提升。目前防水行业仍呈“大行业，小公司”态势，营收规模方面，2021年科顺股份、东方雨虹、北新建材（防水）、凯伦四家公司的营业收入分别占规模以上企业6.16%、25.31%、3.07%、2.05%，其余839家规模以上企业占比63.41%，行业集中度偏低，但TOP3防水企业的市占率稳步提升，从2016年8.85%上升至2021年34.54%，市场有集中趋势。假设规模以上防水企业营业收入占整个防水行业营业收入比重为60%，2021年科顺股份、东方雨虹、北新建材（防水）、凯伦四家公司市场份额合计仅为21.95%，行业集中度仍低，仍有较大提升空间。

图表39:2021年主要防水企业占规模以上企业营收比重 图表40:TOP3防水企业占规模以上企业营收比重趋势



资料来源：中国建筑防水协会，公司公告，万联证券研究所

资料来源：中国建筑防水协会，各公司公告，万联证券研究所

**监管趋严有望促使行业集中度进一步提升。**随着行业规范提升及“碳中和”、“碳达峰”目标的持续推进与落实，防水行业成为重要监管领域。目前防水材料的环保问题主要集中在废气和废水等污染物排放，以生产沥青类防水卷材为例，生产过程中需要大量使用沥青和滑石粉等原材料，容易产生沥青烟、工业粉尘和挥发性有机物污染，如果直接排放会严重影响环境。2019年工信部将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列入淘汰类；2021年12月住建部发文，沥青类防水卷材热熔工艺被限制使用。随着政策端不断出台新规以规范行业发展、淘汰落后生产力、促进行业结构调整和产业升级，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。2022年10月《建筑与市政工程防水通用规范》首次提出“设计工作年限”概念，对不同部位防水工程设计工作年限作出具体要求，屋面、外墙、室内防水工程设计工作年限要求不低于15到25年，部分部位要求防水工程与建筑物同寿命，而原先防水标准仅要求保修期5年，防水设计年限大幅提高。

图表41:近几年防水行业部分监管相关文件政策

日期	部门或地市	文件	主要内容
2016.1	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020年）》	推广使用寿命长、低渗漏、免维护的高分子材料和复合材料管材、管件及高分子防水卷材、防水密封胶、热反射涂料和热反射膜。
2016.1	国家质检总局	《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则（2016版）》	规范了用于建设工程的可卷曲成卷状的柔性防水卷材，包括沥青、橡胶和塑料产品等共7个单元。
2018.4	国家市场监督管理总局	《绿色产品评价标准清单及认证目录（第一批）》	统一发布绿色标识、标准清单和认证目录，依据标准清单中的标准组织开展绿色产品认证，防水与密封材料被纳入清单。
2019.11	发展改革委	《产业结构调整指导目录（2019年）》	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列入鼓励类。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列入淘汰类。
2021.12	住建部	《房屋建筑和市政基础设施工程淘汰危及生产安全施工工艺、设备和材料目录（第一批）》	限制使用沥青类防水卷材热熔工艺。可替代的施工工艺、设备、材料为：自粘类改性沥青防水卷材、高分子增强复合防水卷材等。
2022.3	住建部	住宅项目规范（征求意见稿）	屋面工程防水设计工作年限不低于20年，室内工程防水设计工作年限不低于25年，地下工程防水设计年限不低于结构设计工作年限。
2022.10	住建部	《建筑与市政工程防水通用规范》	自2023年4月1日起实施，要求全部条文必须严格执行。（1）提高卷材的厚度，增加用量，从1.5mm提到了1.8mm；（2）防水新规首次提出“设计工作年限”概念，对不同部位防水工程设计工作年限作出具体要求，屋面、外墙、室内防水工程设计工作年限要求不低于15到25年，部分部位要求防水工程与建筑物同寿命，而原先防水标准仅要求保修期5年，防水设计年限大幅提高；（3）一级和二级防水定义方式发生变化，扩大了一级防水的适用范围，且没有了弹性；（4）增加了防水层次道数。屋内现在三道防水，增设了一道；卫生间两道防水，一道涂料增加一道刚性防水；工业屋面钢板原来二级防水没有防水层，现在必须增加一道；裸露的，增设一道防水卷材。

资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

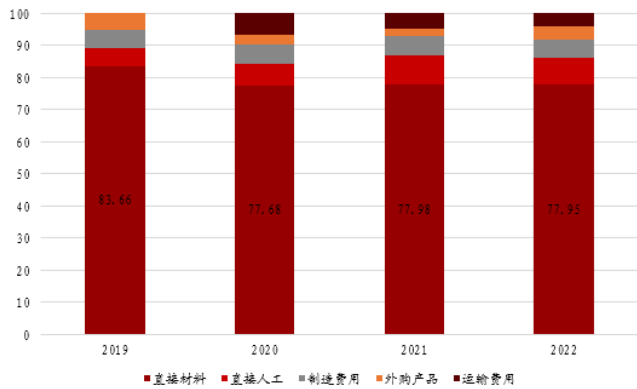
### 3.4 原料价格回落，盈利能力有望提升

防水材料的原材料多属石油化工类产品，受国际原油市场以及国内供给侧改革的影响较大，而防水行业的原材料在生产成本中占比极高，2019-2022年科顺直接材料占总成本比重均超77%。其中，沥青的采购金额占比最高，2022年沥青占营业成本的

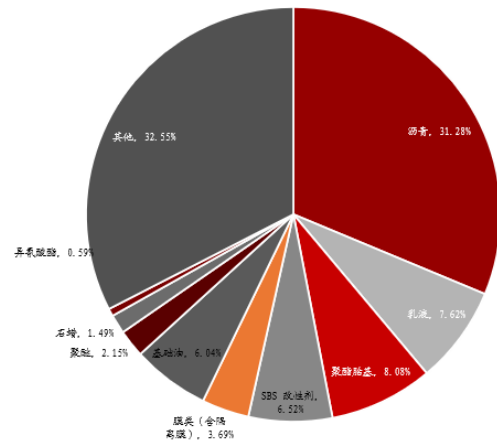


31.28%，因此企业盈利情况对原材料价格较敏感，如果未来原材料采购价格大幅波动，将可能对公司的盈利能力产生影响。

图表42:2019-2022年科顺股份成本构成(%)



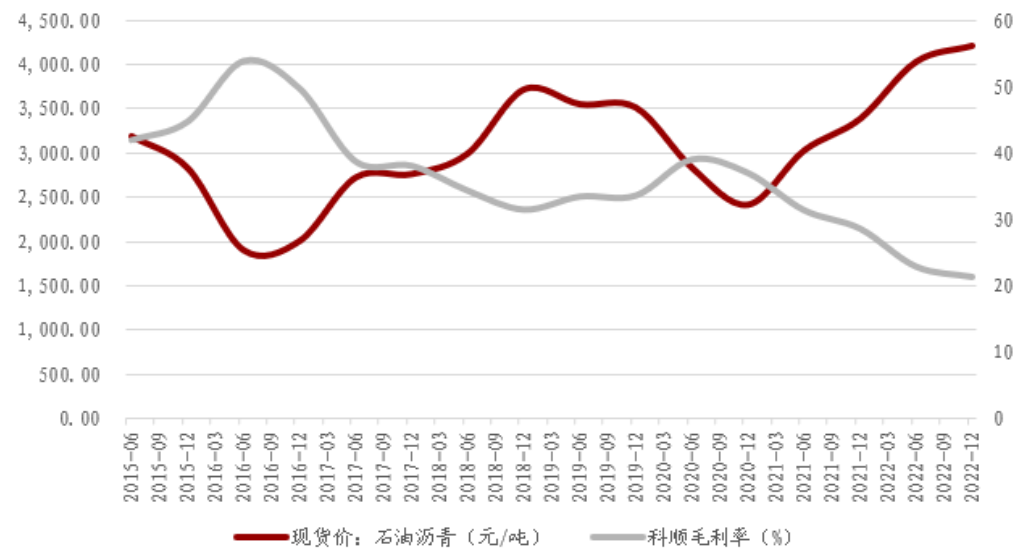
图表43:2022年主要原材料采购成本占比



资料来源：公司可转债说明书，万联证券研究所（注：2020年起，公司增加运输费用项目）

资料来源：公司可转债说明书，万联证券研究所

图表44:沥青价格与公司毛利变动情况



资料来源：同花顺，公司公告，万联证券研究所

**多途径平滑原材料价格不稳定影响。**针对原材料价格的波动，公司采用多种方式应对，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，提高原材料库容，有效降低原材料价格波动的风险；二是通过期货合约锁价；三是通过大规模采购获得更低的价格，2021年7月公司与北新防水、凯伦股份合资成立原材料采购公司与防水原材料聚酯胎基布的研发和生产公司，通过集中采购和协同生产，有效降低采购成本，对冲原材料大幅涨价带来的压力。此外未来高分子防水卷材和其他“去沥青化”品类占比提升也将进一步降低公司对沥青价格的敏感性，提升盈利稳定性。

**沥青价格回落，盈利水平有望提升。**2022年，国际原油价格持续高位，带动石油沥青价格上涨。2022年6月份，沥青价格最高达到4819元/吨。2022年12月后，石油沥青价

格开始回落，最低价格下降到3421元/吨，较2022年最高价格下降29%。2023年以来，石油沥青价格保持在3800元/吨左右震荡，较2022年下半年4400元/吨的高位价格下降约14%。石油沥青价格的回落将有利于公司降低成本，提高毛利率，实现盈利水平回升。

图表45:布伦特原油价格(美元/桶)和沥青价格走势(元/吨)

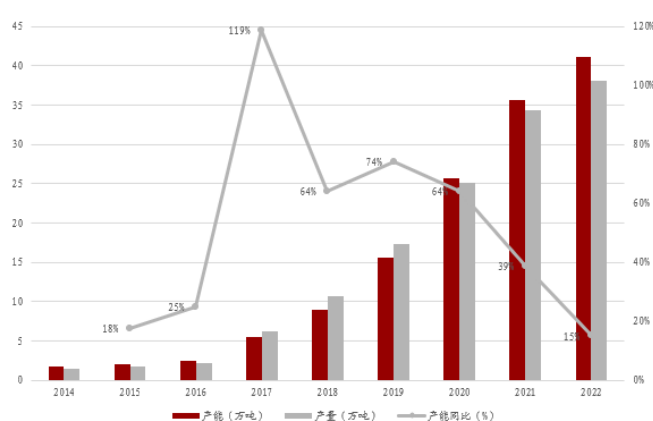
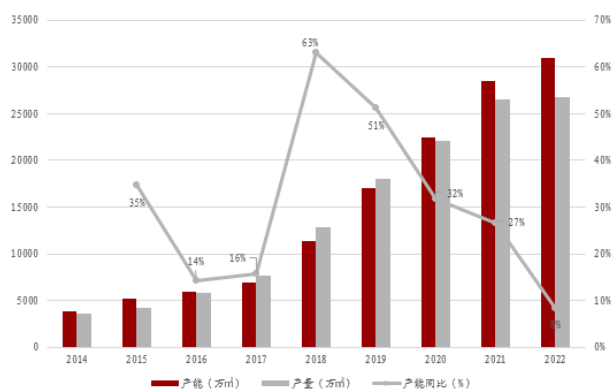


资料来源: 同花顺, 公司公告, 万联证券研究所

#### 4 产能扩张节奏短期受扰动，长期稳步推进并强化协同

**积极扩产助力百亿战略。**2020年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，2014-2022年防水卷材及防水涂料产能的年均复合增速分别达29.53%和48.91%。2022年受疫情以及下游地产超预期信用风险爆发，产能扩张进程有所放缓，预计随着疫情影响减弱以及地产企稳下，公司产能扩张计划将重新推进。目前，公司拟发行不超22亿元的可转债募资已通过深交所审核，募集资金主要用于产能扩建和设备升级，包括安徽滁州扩产项目（9.6亿元）、福建三明扩产项目（3.4亿元）、重庆长寿扩产项目（2.2亿元）和智能化升级改造项目（2.9亿元），计划新建产能合计为防水卷材1.63亿平方米（其中，高分子2600万平方米）、防水涂料15.5万吨。

图表46:科顺防水卷材产能(左轴)及增速(右轴) 图表47:科顺防水涂料产能(左轴)及增速(右轴)



资料来源：公司主体信用评级报告，万联证券研究所

资料来源：公司主体信用评级报告，万联证券研究所

公司现拥有佛山科顺、昆山科顺、重庆科顺、德州科顺、鞍山科顺、南通科顺、荆门科顺、渭南科顺、福建科顺九大生产基地，同时公司正在筹建安徽滁州科顺、德州科顺三期、福建三明科顺（扩产项目）、重庆科顺（扩产项目）等生产基地。若在建的生产基地全面投产，公司产能将大幅增长，产品供应区域将进一步扩大和优化，产能布局优势将更加凸显。

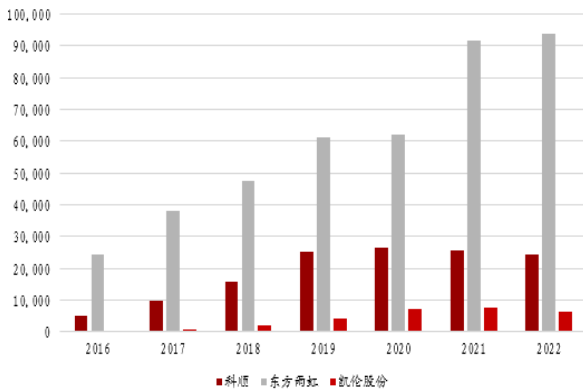
图表48:公司生产基地及产能统计

生产基地	投产时间	防水卷材 (万平方米)	防水涂料 (万吨)	其他
江苏昆山科顺	2009年	2750		
佛山科顺	2015年	3840	5.3	
重庆科顺	2017年	2500	3.25	
山东德州科顺	2017年	3600	3.35	
辽宁鞍山科顺	2017年	1700		
江苏南通科顺	2017年	2100	3.25	
湖北荆门科顺	2020年	4500 (其中 500 高分子)	4	特种砂浆 10 万吨
陕西渭南科顺	2021年	4500 (其中 500 高分子)	2	特种砂浆 10 万吨
德州科顺二期	2021年	3000 (其中 1000 高分子)	4	特种涂料 2 万吨; 聚酯胎无纺布 1 万吨、石墨聚苯板 20 万立方米、沥青瓦 600 万平方米
福建科顺	预计 2023 年投产	5000	4	10 万吨特种砂浆、2 万吨非固化沥青与沥青涂料、2 万吨化学灌浆料和混凝土添加剂、5 万吨非织造布、20 万 m³保温板
德州科顺三期	在建	主要建设 10 万吨无纺布生产线及聚酯熔体原料生产、防水材料、55 蒸吨的兰炭锅炉及生产配套设施等		
安徽滁州科顺 (一期、二期)	筹建	8120 (其中 2000 高分子)	11.5	2 万吨干粉砂浆、8 万吨瓷砖胶
福建科顺 (扩产项目)	筹建	4680 (其中 600 高分子)	2	-
重庆科顺 (扩产项目)	筹建	3500	2	-

资料来源：公司公告，万联证券研究所

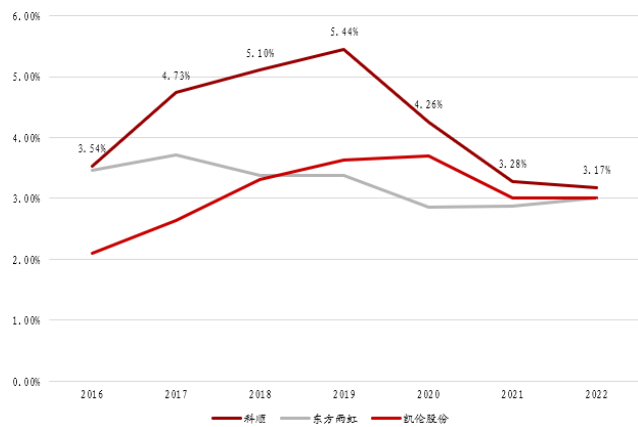
全国性布局有望促使运输费率下降，提升公司盈利能力。近年来公司运输费率占比较大，2022年公司运输费率达3.17%，略高于东方雨虹和凯伦股份的3.01%，公司运输费率有下降空间。从历史趋势来比较，东方雨虹一直处于下降的态势，而凯伦股份近年来一直在提升。科顺则呈现先升后降的态势。这可能是因为凯伦股份目前仍处于客户扩展期，因此运输费率处于上升通道，而东方雨虹逐渐完善全国布局，因此运费呈下降趋势。目前，公司拥有包括德州、荆门、重庆、渭南等遍布全国的九大生产及研发基地，其中山东德州、重庆长寿、湖北荆门、广东佛山等生产基地都已开启技改工程，并在持续建设小型卫星工厂。未来几年，随着公司将大型生产基地与小型卫星工厂结合，优化布局，扩大产品辐射范围，运输费用率有望进一步降低。

图表49:科顺股份及同业公司运输费用情况(万元)



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表50:科顺股份及同业公司运输费用率比较



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

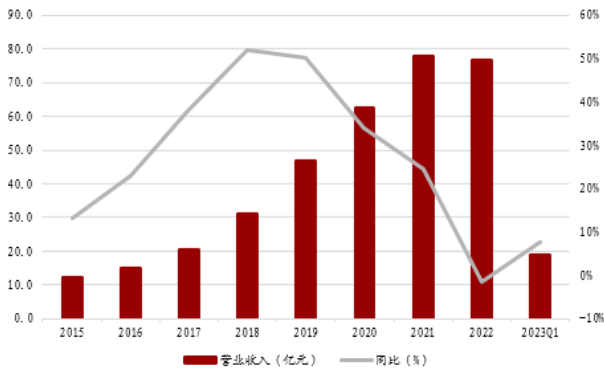
## 5 财务分析

### 5.1 营收保持稳健，盈利能力承压

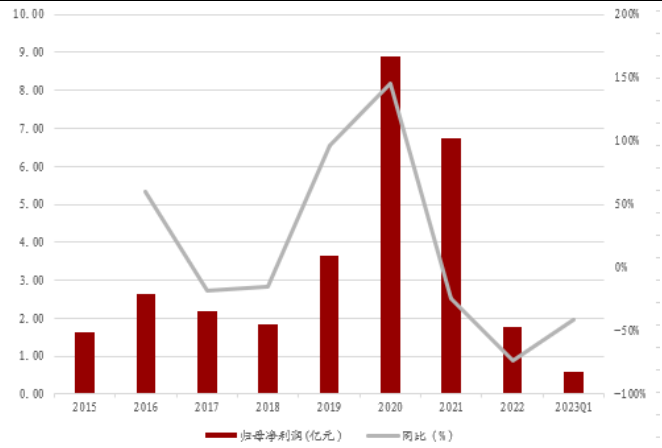
营收方面，公司营收规模从2015年11.99亿元增长至2022年76.61亿元，年均复合增长率达36.2%。2022年，受疫情和宏观政策调控影响，公司业绩承压，营收规模维持与2021年相当水平。利润方面，受原材料价格以及下游需求影响，整体波动较大。毛利率方面，由于沥青等原材料价格波动等多因素导致公司毛利率波动下降，2019年公司通过优化配方工艺，降低生产成本，优化客户结构、产品结构等方式，扭转增速下滑趋势，2019年毛利率回升2.13pct，归母净利润增速达96%，2020年石油沥青均价下降及荆门、渭南生产基地全面投产形成规模效应，毛利率回升至36.9%，逐渐与东方雨虹持平。2022年，需求下降以及原材料价格大幅上涨，行业毛利率下滑，科顺毛利率下降至21.21%。2023年Q1下游行业风险缓释，公司实现营业收入18.7亿元，同比+7.59%，归母净利润实现0.58亿元，同比下滑-41.37%，下滑幅度较2022年明显收敛，毛利率水平在沥青等原材料价格高位回落后有所企稳，达到21.59%，较2022年略有提升。

图表51:科顺股份营业收入(左轴)及增速(右轴)

图表52:科顺股份归母净利润(左轴)及增速(右轴)

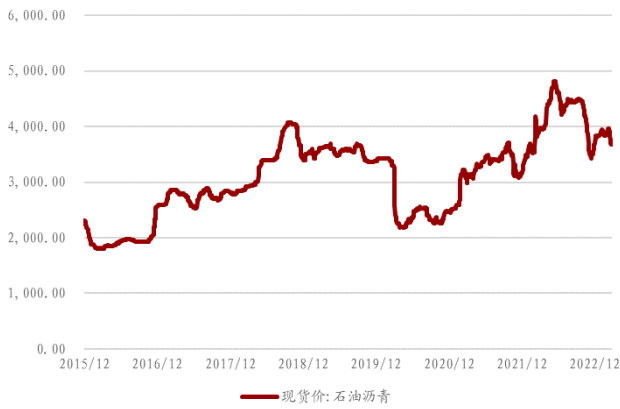


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所,



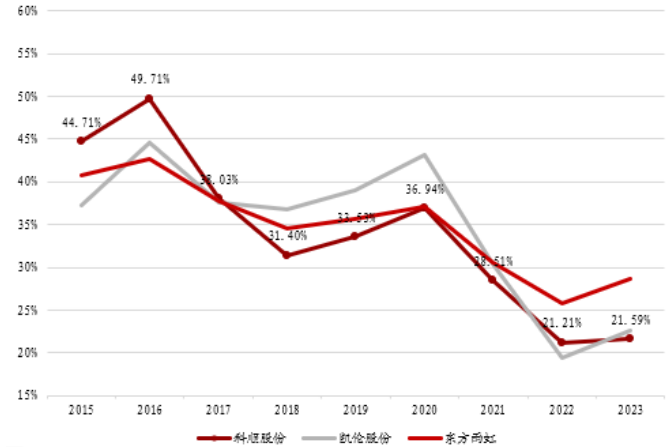
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表53:近几年石油沥青价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表54:科顺股份及同业可比公司毛利率



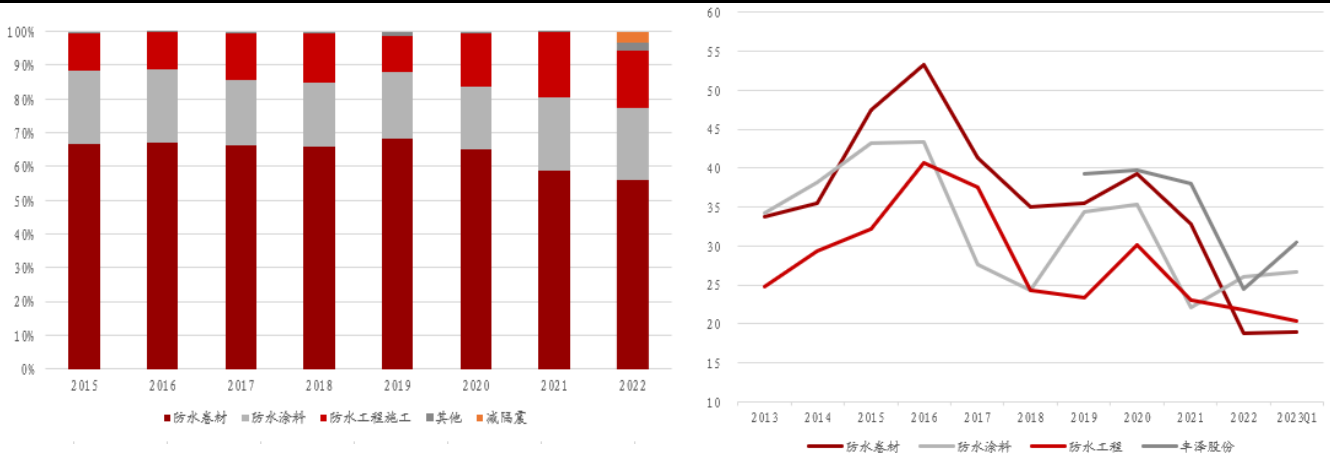
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

深耕防水主业, 切入减隔震领域带来新的增量。2022年公司防水卷材业务收入为43.36亿元, 较2021年下滑4.8%, 占总营收的56.6%, 防水涂料、防水工程施工营收占比分别为21.94%、17.28%, 丰泽股份减隔震业务实现并表, 占公司营业收入比重3.41%。以毛利率而言, 2022年之前, 防水卷材的毛利率是主营业务中最高的, 毛利率稳定在30%以上, 2021年为32.73%。2022年受原材料上涨影响, 2022年防水卷材毛利率为18.79%, 较2021年下降13.94pct, 而防水涂料的毛利率2022年有所回升, 从2021年22.41%上升至2022年的26.01%。根据公司可转债募集说明书, 减隔震产品的2019-2021年毛利率水平维持在37%-40%, 相对较高, 预计随着持续放量, 有望带动公司综合毛利率水平提升。

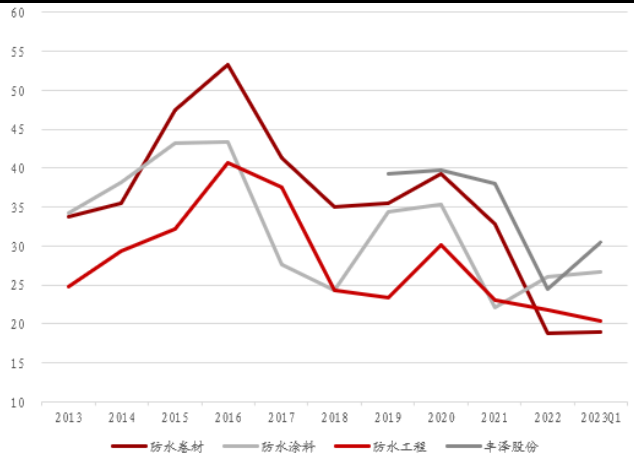
图表55:科顺股份营收结构

图表56:科顺股份各业务毛利率 (%)





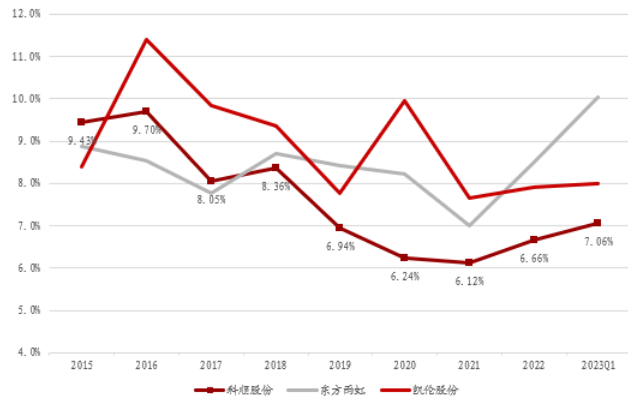
资料来源：公司公告，万联证券研究所



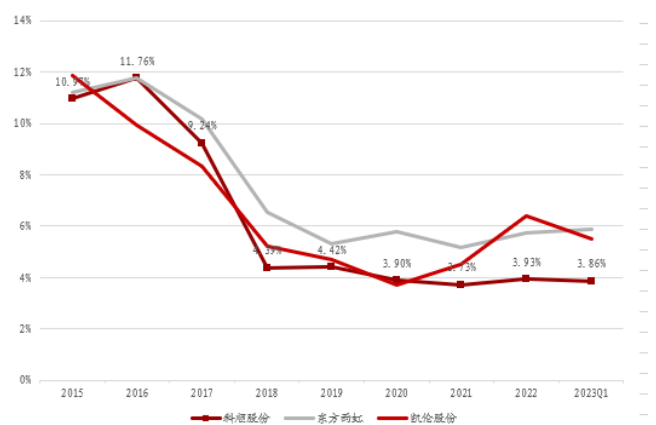
资料来源：公司公告，万联证券研究所

**费用管控成效显著。**随着头部公司产能布局完善，规模效应凸显，科顺股份、东方雨虹、凯伦股份三家代表性公司的销售费率、管理费率都呈下滑趋势。科顺股份2015年至2021年，剔除运费的销售费率从9.43%降至6.12%，2022年起费用率有所抬升，达到6.66%，且2018年后维持优于同业东方雨虹及凯伦股份。管理费率也同样大幅下降，2022年度，科顺股份管理费率为3.93%，低于东方雨虹（5.75%），凯伦股份（6.40%）。此外，科顺股份上市以来股权融资相对较少，但2017-2021年公司有息负债率一直保持较低水平，财务费率也保持较低水平。2021年后公司为收购丰泽及产能扩张，适度提升杠杆比率，2023Q1有息负债率为35.78%，财务费率1.02%。

图表57:科顺股份与可比公司剔除运费后销售费率



图表58:科顺股份与可比公司管理费率比较

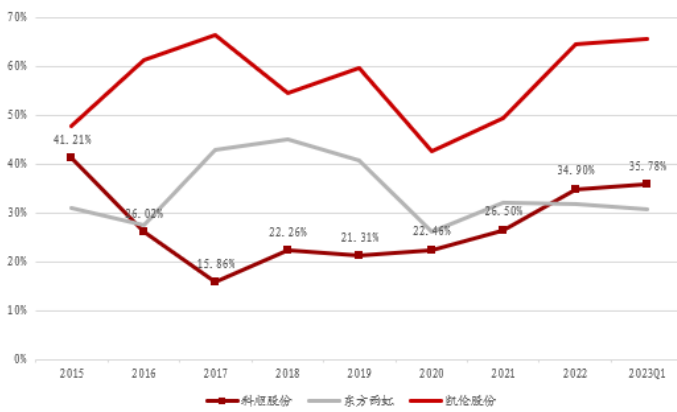


资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表59:科顺及同业可比公司有息负债率

图表60:科顺及同业可比公司财务费率



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所



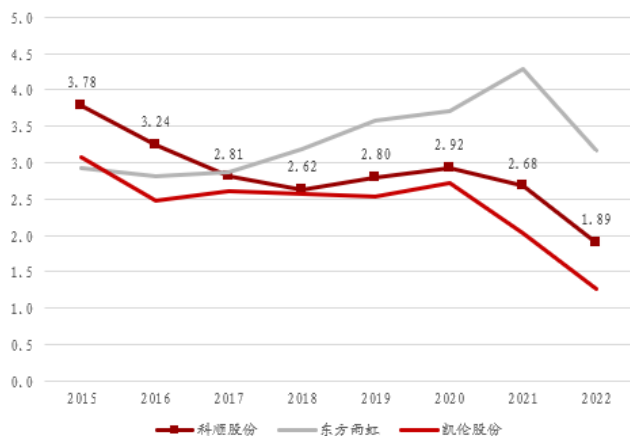
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 5.2 经营质量改善, 减值损失影响减弱

**经营质量逐步改善, 回款能力增强。**2018年以前, 公司主要依靠直销模式, 地产类大客户占比较高, 公司的议价能力相对较弱, 回收账款速度较慢。2018年后, 科顺股份拓宽经销渠道, 经销营收占比快速增加, 叠加公司上市提升议价能力, 公司回款速度回升。另外, 公司采取系列措施控制增强回款能力, 于**2019年成立应收账款管理工作组**, 加大公司高管、销售人员的账款回收考核力度, 并在2020年的股权激励中添加现金流考核指标, 一系列积极举措促使科顺应收账款周转率从2018年2.62次提升至2020年2.92次, 同时净现比明显提升, 经营质量明显改善。

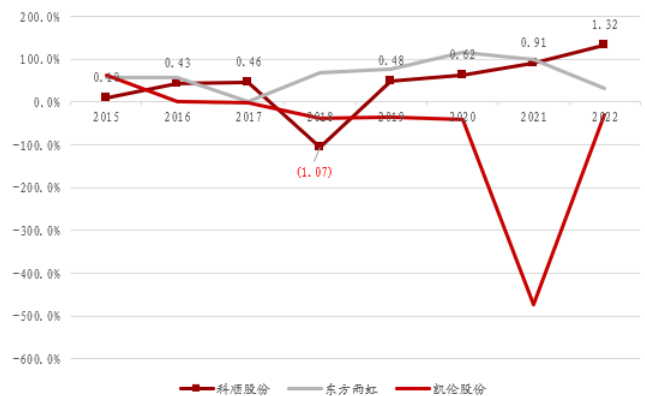
2021年下半年开始房地产行业下行叠加疫情等因素影响, 公司应收账款大幅增加, 应收账款周转率下降。公司成立应收账款催收小组, 加强项目结算和款项催收工作, 控制公司回款及现金流风险, 并完成了以房抵债等系列保障回款举措。公司2022年应收账款周转率为1.89次, 较2021年明显下降, 但仍处于同行业可比公司中等水平。2022年, 公司净现比为1.32, 保持稳重有升的趋势, 保持在同业较优水平。公司收/付现比一直保持相对平稳, 现金流表现整体较为稳健。

图表61:科顺股份与可比公司应收账款周转率(次)



资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

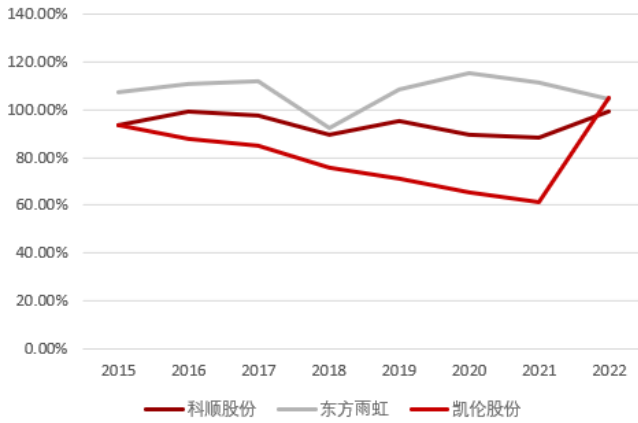
图表62:防水行业主要上市公司净现比比较



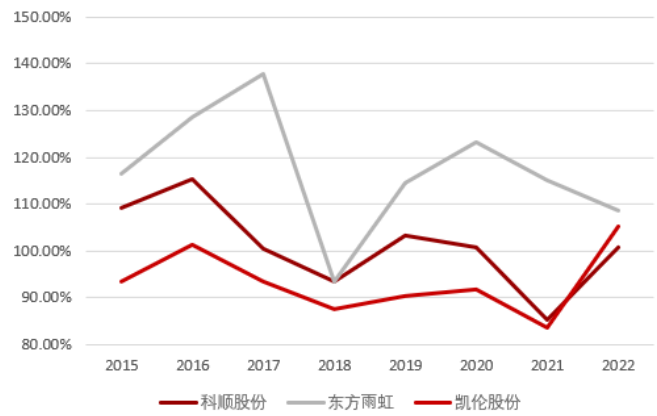
资料来源: 各公司公告, 万联证券研究所

图表63:科顺股份与可比公司收现比比较

图表64:防水行业主要上市公司付现比比较



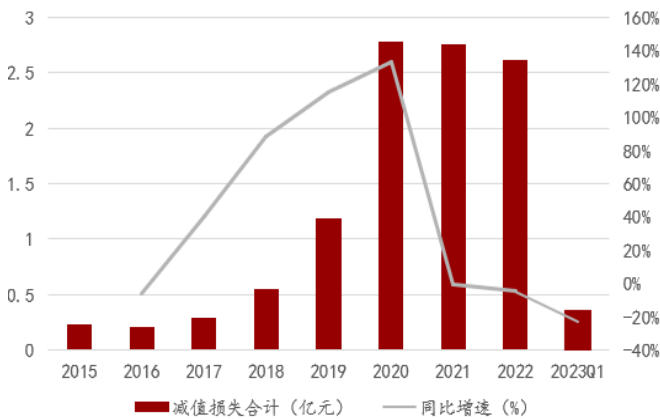
资料来源：各公司公告，万联证券研究所



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

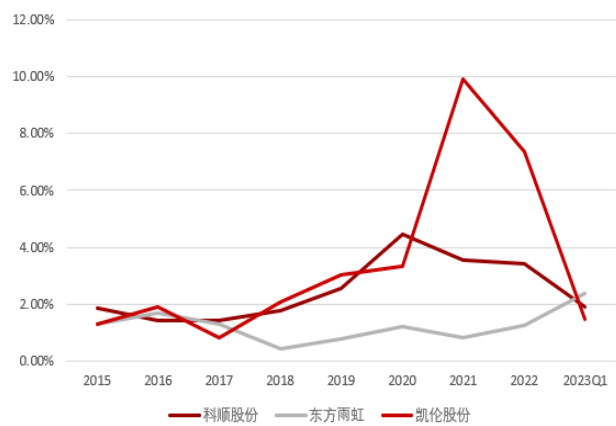
**减值损失情况有所改善。**受地产信用风险持续释放影响，2020-2022年公司减值损失规模维持在高位，占营业收入的比重均超3.4%-4.5%，对业绩造成了较大影响。2020年，公司信用与资产减值损失合计为2.776亿元，较2019年增加1.5867亿元，主要系公司客户华夏幸福因经营不善出现债务危机，公司对其应收款项按照80%的计提比例计提了1.446亿元的坏账准备，2020-2022年度公司累计信用资产与减值损失共计8.15亿元，预计对地产相关客户信用减值计提较为充分，2023年信用减值计提或回归正常水平。

图表65:减值损失合计（亿元）及同比增速（%）



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

图表66:减值损失/营业收入（%）



资料来源：各公司公告，万联证券研究所

## 6 公司估值与盈利预测

### 6.1 基础假设与盈利预测

(1) 防水材料业务：防水新规落地，将推动防水行业提质扩容，提升行业集中度，加之地产边际回暖，防水需求有望持续改善，作为行业头部企业，公司有望持续获益。同时，自2022年12月以来，石油沥青价格回落，公司成本下降，盈利能力有望得到一定程度修复。我们预计2023-2025年公司防水材料相关业务增速分别为19.8%、21.3%、21.3%，营收分别达到72.06、87.41、106.04亿元，同时毛利率水平恢复至25.4%、26.8%、27.1%。

(2)防水工程施工业务: 依托于公司在建筑防水行业积累的丰富经验以及与多家核心建筑央国企的稳定战略合作关系, 公司近年来大力开拓防水工程施工业务, 承接的防水工程项目数量逐年增加, 收入规模逐年提升。随着防水市场回升, 工程施工业务也将收益增长。我们预计2023-2025年公司防水工程施工相关业务增速维持年均10%的增速, 营收分别达到14.56、16.02、17.62亿元, 毛利率达到23%。

(3)减隔震业务: 公司完成丰泽股份收并购, 并全面介入丰泽生产经营管理, 组建全国业务部门, 大力开拓减隔震市场, 增强丰泽综合竞争力。在政策利好及公司业务协同带动下, 丰泽减隔震业务有望实现持续增长。我们预计2023-2025年公司减隔震相关业务增速分别为110.6%、10.9%、11.5%, 务营收分别达到5.5、6.1、6.8亿元。毛利率水平恢复至31%。

图表67:各项业务盈利预测结果(单位: 百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>				
防水销售业务	6017.1	7206.2	8740.8	10604.4
YOY	-3.6%	19.8%	21.3%	21.3%
防水工程施工	1323.5	1455.9	1601.5	1761.6
YOY	-13.4%	10.0%	10.0%	10.0%
减隔震类产品	261.2	550.0	610.0	680.0
YOY		110.6%	10.9%	11.5%
合计	7628.7	9272.1	11012.2	13106.0
<b>毛利率</b>				
防水销售业务	20.8%	25.4%	26.8%	27.1%
防水工程施工	21.8%	23.0%	23.0%	23.0%
减隔震类产品	24.4%	31.0%	31.0%	31.0%
综合毛利率	21.1%	25.3%	26.4%	26.7%

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

我们预计公司2023年-2025年营业收入分别为92.7亿元、110.1亿元、131.1亿元, 同比增速分别为21%、19%、19%, 归母净利润分别为6.9亿元、9.2亿元、11.2亿元, 当前(5月22日)对应PE分别为17、13、10倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表68:公司盈利预测结果(单位: 百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7660.64	9272.11	11012.23	13106.02
增长比率(%)	-1	21	19	19
净利润(百万元)	178.18	686.82	923.71	1115.91
增长比率(%)	-74	285	34	21
每股收益(元)	0.15	0.58	0.78	0.94
市盈率(倍)	65.08	16.88	12.55	10.39
市净率(倍)	2.06	1.86	1.62	1.40

资料来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 7 投资建议与风险提示

我们认为防水行业市场空间广阔，在防水新规持续推进下龙头企业将持续受益，其政策效果也将逐渐显现，近两年行业受下游房地产行业信用风险以及原材料价格上行等因素影响业绩承压，随着房地产行业销售端逐步企稳，开工端有望随之改善，防水行业亦将实现恢复性好转。同时，科顺股份在过去几年也在积极开拓非房业务，经销收入以及直销中的非房业务收入占比均已过半，收购丰泽股份拓宽产品品类，后续随着丰泽股份与公司防水业务的协同发力，非房业务收入有望更进一步，建议积极关注企业下游需求的边际变化，以及原材料价格波动情况。

**风险提示：**原材料价格超预期上行、下游需求修复不及预期、客户回款风险等。



利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7661</b>	<b>9272</b>	<b>11012</b>	<b>13106</b>
%同比增速	-1%	21%	19%	19%
营业成本	6036	6929	8102	9610
毛利	1625	2343	2910	3496
%营业收入	21%	25%	26%	27%
税金及附加	37	53	63	75
%营业收入	0%	1%	1%	1%
销售费用	510	584	694	826
%营业收入	7%	6%	6%	6%
管理费用	301	357	440	524
%营业收入	4%	4%	4%	4%
研发费用	343	417	496	590
%营业收入	4%	5%	5%	5%
财务费用	76	31	13	15
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-38	-33	-50	-50
信用减值损失	-224	-130	-150	-200
其他收益	54	61	73	86
投资收益	4	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	41	0	0	0
资产处置收益	-3	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>191</b>	<b>799</b>	<b>1078</b>	<b>1304</b>
%营业收入	2%	9%	10%	10%
营业外收支	9	9	9	9
<b>利润总额</b>	<b>201</b>	<b>808</b>	<b>1087</b>	<b>1313</b>
%营业收入	3%	9%	10%	10%
所得税费用	23	121	163	197
净利润	178	687	924	1116
%营业收入	2%	7%	8%	9%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>178</b>	<b>687</b>	<b>924</b>	<b>1116</b>
%同比增速	-74%	285%	34%	21%
少数股东损益	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.15	0.58	0.78	0.94

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.15	0.58	0.78	0.94
BVPS	4.76	5.28	6.06	7.01
PE	65.08	16.88	12.55	10.39
PEG	-0.89	0.06	0.36	0.50
PB	2.06	1.86	1.62	1.40
EV/EBITDA	31.87	7.85	6.32	4.72
ROE	3%	11%	13%	13%
ROIC	3%	11%	13%	14%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2334	3265	3169	4202
交易性金融资产	74	74	74	74
应收票据及应收账款	4878	4007	5808	5856
存货	554	375	667	567
预付款项	138	173	203	240
合同资产	410	464	551	655
其他流动资产	1105	1006	1213	1237
流动资产合计	9493	9364	11684	12832
长期股权投资	33	33	33	33
固定资产	1953	2000	2079	2169
在建工程	159	671	820	924
无形资产	288	284	280	276
商誉	101	101	101	101
递延所得税资产	219	219	219	219
其他非流动资产	393	393	393	393
<b>资产总计</b>	<b>12639</b>	<b>13065</b>	<b>15609</b>	<b>16947</b>
短期借款	1162	1162	1162	1162
应付票据及应付账款	3615	3314	4788	4822
预收账款	0	0	0	0
合同负债	390	416	486	577
应付职工薪酬	104	139	162	192
应交税费	49	56	66	79
其他流动负债	1951	1989	2031	2086
流动负债合计	6109	5913	7533	7756
长期借款	708	708	708	708
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	15	15	15	15
其他非流动负债	190	190	190	190
<b>负债合计</b>	<b>7022</b>	<b>6826</b>	<b>8446</b>	<b>8669</b>
归属于母公司的所有者权益	5617	6238	7162	8278
少数股东权益	1	1	1	1
<b>股东权益</b>	<b>5618</b>	<b>6239</b>	<b>7163</b>	<b>8279</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>12639</b>	<b>13065</b>	<b>15609</b>	<b>16947</b>

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>235</b>	<b>1866</b>	<b>472</b>	<b>1602</b>
投资	-41	0	0	0
资本性支出	-319	-791	-491	-491
其他	25	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-334</b>	<b>-791</b>	<b>-491</b>	<b>-491</b>
债权融资	-1494	0	0	0
股权融资	1	-65	0	0
银行贷款增加(减少)	1713	0	0	0
筹资成本	-79	-78	-78	-78
其他	-15	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>125</b>	<b>-144</b>	<b>-78</b>	<b>-78</b>
<b>现金净流量</b>	<b>31</b>	<b>932</b>	<b>-97</b>	<b>1033</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场