

2018年07月25日

证券研究报告·公司研究报告

科顺股份(300737) 建筑材料

增持(首次)

当前价: 12.38 元

目标价: 13.80 元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

两极化趋势渐显，龙头企业一马当先

投资要点

- **推荐逻辑:** (1) 行业集中度提升凸显马太效应，多部门新政引导行业洗牌，行业竞争环境改善。(2) 地产下行趋势下需求端仍有足够动力保障：重装市场潜力巨大，交通运输业发展稳定，潜在市场可期。(3) 公司对标行业龙头，产品结构布局全面，顺应行业发展趋势；成本控制卓有成效，企业盈利能力稳定；销售模式多样，市占率进一步提升；研发投入行业领先，提前布局“地产后市场”。
- **洗牌重整优化竞争格局，行业马太效应突显。**防水行业“大行业、小企业”格局造成“劣币驱逐良币”的无序竞争环境，国务院、财政部等部门出台政策，重整优化行业竞争格局。龙头企业通过规模优势、技术优势等在洗牌重整中受益。东方雨虹+科顺股份 2015-2017 两年内市占率实现翻番，达到 11.6%，但相较于国外成熟市场仍然有不小差距，还有巨大提升空间。
- **地产下行趋势下需求端仍有足够动力保障，直销经销双轮驱动，市占率有望进一步提升。**房地产下行导致地产需求拉动显著减弱，但需求端仍然有足够的市场：重装市场每年可以提供 420 亿元的市场空间；交通运输业发展平稳，需求稳定可持续；城市地下综合管廊预计可带来 240 亿元市场。公司采用直销+经销模式，营销网络建设初具成效；全国布局生产基地，可以实现 500 公里供货半径；客户首选率稳步上升，2017 年已达到 20%，居行业第二位。
- **成本控制卓有成效，公司盈利能力稳定，研发投入占比相对较高，提前布局“地产后市场”。**公司成本控制成果显著，非直接材料成本逐年降低，2013-2017 年 ROE 和净利率水平行业领先、毛利率较高。公司研发投入处于行业领先水平，占比与东方雨虹相当；拥有和正在申请的专利共 90 余项，核心技术产品对营收贡献超过 80%；公司提前布局了民用建筑品牌，提前研发了装配式建筑适用的密封类防水材料，主动应变觅得行业前沿契机。
- **盈利预测:** 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46、0.61 和 0.80 元，未来三年归母净利润将保持 30% 的复合增长率。考虑到公司 IPO 后进入到产能快速扩张期，给予公司 2018 年 30 倍 PE (PEG=1)，目标价 13.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** (1) 原材料价格大幅上涨的风险；(2) 房地产、基建投资大幅下滑的风险；(3) 公司产能拓展不及预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2038.79	2627.19	3387.13	4368.79
增长率	38.37%	28.86%	28.93%	28.98%
归属母公司净利润(百万元)	217.68	280.71	370.77	488.73
增长率	-17.68%	28.96%	32.08%	31.82%
每股收益 EPS(元)	0.36	0.46	0.61	0.80
净资产收益率 ROE	15.07%	9.00%	10.80%	12.70%
PE	35	27	20	15
PB	5.24	2.42	2.20	1.97

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

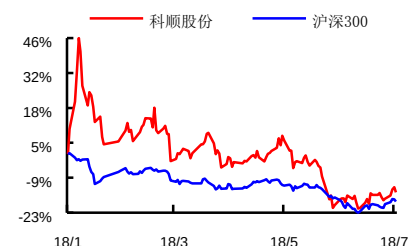
分析师: 余尊宝

执业证号: S1250518070002

电话: 023-63786519

邮箱: yzbao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.11
流通 A 股(亿股)	1.53
52 周内股价区间(元)	11.17-20.98
总市值(亿元)	75.64
总资产(亿元)	39.46
每股净资产(元)	4.69

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：业绩支撑、上市保驾，战略眼光瞄向全国	1
2 行业分析：洗牌突显马太效应，市场转变保障需求稳定	2
2.1 分散格局拖累行业发展，多部门新政引导洗牌	2
2.2 弱势议价能力督促规模扩张，行业集中助力竞争环境改善	3
2.3 地产下行趋势下需求端仍有足够动力保障	6
3 公司分析：快速崛起的防水材料新星	7
3.1 产品结构布局顺应行业发展趋势	7
3.2 成本控制卓有成效，公司盈利能力稳定	8
3.3 直销经销双轮驱动，市占率有望进一步扩大	9
3.4 研发投入占比相对较高，提前布局“地产后市场”	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司产品结构体系完整、应用范围广泛	1
图 2: 2013-2017 年公司营业收入与增速	1
图 3: 2013-2017 年公司归母净利润与增速	1
图 4: 2018 年公司股权结构	2
图 5: 防水行业原材料来源于石油化工行业	4
图 6: 沥青价格与原油价格走势比较	4
图 7: 防水行业下游以房地产业为主	5
图 8: 2013-2017 年东方雨虹+科顺股份市占率加速上升	5
图 9: 防水行业壁垒逐渐升高	5
图 10: 防水产品构成长期以防水卷材和防水涂料为主	5
图 11: 2018 年房地产实际到位资金累计增速同比大幅下降	6
图 12: 全国房屋竣工面积高速增长期已过	6
图 13: 重装市场拥有广阔的成长空间	7
图 14: 交通基础设施距“十三五”规划目标尚有较长距离	7
图 15: 三大品牌分别对应不同细分市场	8
图 16: 公司主营业务构成与东方雨虹相似	8
图 17: 2016-2017 年公司营业成本构成	8
图 18: 2013-2017 年可比企业毛利率比较	8
图 19: 2013-2017 年可比企业 ROE 比较	9
图 20: 2013-2017 年可比企业净利率比较	9
图 21: 2018 年可比企业生产基地全国布局对比	10
图 22: 中国房地产开发企业 500 强首选品牌变化趋势	10
图 23: 2014-2017 年可比企业研发投入对比	11
图 24: 公司核心技术产品占比非常高	11
图 25: 装配式建筑防水示意图	12

表 目 录

表 1: 部分产业政策及其影响	2
表 2: 业内优势企业的生产基地遍布全国各个区域	4
表 3: 2017 年可比企业前五大供应商占年度采购份额对比	9
表 4: 2017 年可比企业前五大客户和供应商份额对比	10
表 5: 分业务收入及毛利率	12
表 6: 防水行业可比公司估值表	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：业绩支撑、上市保驾，战略眼光瞄向全国

科顺防水科技股份有限公司，成立于 1996 年，是一家集建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工于一体的高新技术企业。公司产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类 100 多个品种，应用领域包括房屋建筑、高速铁路、高速公路、地铁及城市轨道交通、地下管廊及水利设施等。

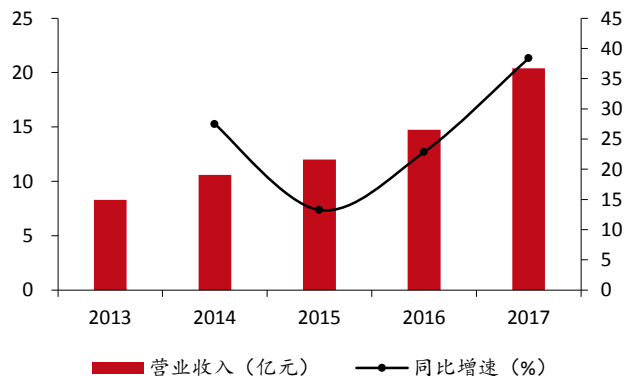
图 1：公司产品结构体系完整、应用范围广泛



数据来源：Wind，西南证券整理

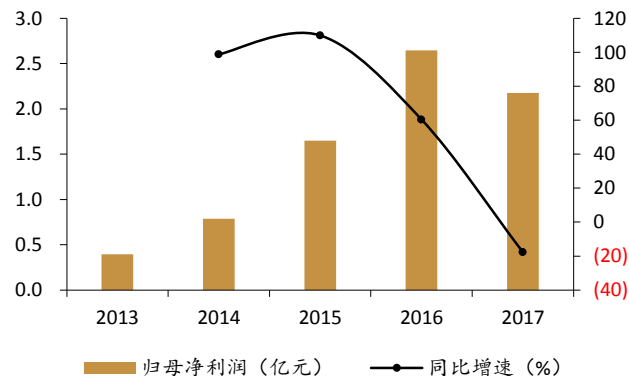
公司是中国建筑防水协会副会长单位，并且是行业协会认定的建筑防水行业领军企业及行业综合实力前三名，连续 7 年当选“房地产 500 强首选防水材料品牌”。公司成立以来积极开拓市场，专注新产品研发和技术成果转化，实现业绩突飞猛进。2013-2017 年营业收入复合增速达 24.4%，归母净利润增速 2017 年转负。受《北京市工业污染企业、生产工艺调整退出及设备淘汰目录（2014 年版）》规定，北京科顺 2016 年 12 月停产，鞍山科顺和德州科顺分别于 2017 年 10 月和 11 月投产，新产能（3400 万平米防水卷材 2.5 万吨防水涂料）正式承接旧产能（1700 万平米防水卷材 9800 吨防水涂料），新旧产能承接期拖累公司 2017 年业绩。根据公司 2018 年中报业绩预告，预计实现净利润约 1.08-1.35 亿元，同比增长 0%-25%。

图 2：2013-2017 年公司营业收入与增速



数据来源：Wind，西南证券整理

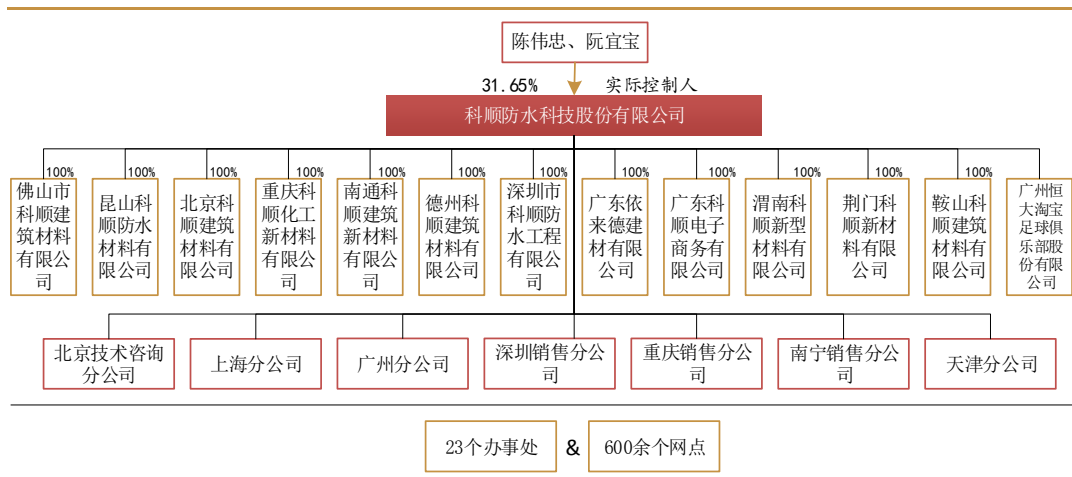
图 3：2013-2017 年公司归母净利润与增速



数据来源：Wind，西南证券整理

公司于 2015 年整体变更设立为股份有限公司，2018 年成功登陆 A 股上市，上市后实际控制人为陈伟忠、阮宜宝夫妇，持股比例合计 31.65%。通过上市，公司解决了融资瓶颈，募集资金投入渭南、荆门生产研发基地及科顺防水研发中心项目。公司已有和在建项目包括 1 个研发中心、7 家分公司、8 座生产基地、12 家子公司、23 个办事处、600 多家网点。规划和在建生产基地全面投产后，公司将基本实现全国布局。

图 4：2018 年公司股权结构



数据来源：公司招股说明书、2018 一季报，西南证券整理

2 行业分析：洗牌突显马太效应，市场转变保障需求稳定

2.1 分散格局拖累行业发展，多部门新政引导洗牌

我国防水行业仍处于落后产能严重过剩、产业集中度低、市场竞争不规范的欠成熟阶段，整体呈现“大行业、小企业”的格局。国内防水龙头企业（东方雨虹+科顺股份）2017 年市占率约 11.6%。而在欧美等成熟市场上龙头企业市占率一般超过 50%。为治理行业乱象，约束企业规范发展，多个部门出台了涉及防水行业的相关政策和规定。

表 1：部分产业政策及其影响

年份	政策名称	发布单位	主要影响
2010 年	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）	国家工信部	年产 500 万平方米以下改性沥青类防水卷材生产线、年产 500 万平方米以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线和年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线纳入淘汰。
2011 年	建筑防水业“十二五”发展规划	中国建筑防水协会	鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。淘汰高能耗、高排放、高污染、低质量的落后产品；淘汰落后工艺装备，开发自动化水平高和节能环保的工艺装备。
2012 年	关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见	国家财政部、国家住建部	切实提高绿色建筑在新建筑种的比重，到 2020 年该比重应达 30% 以上，建筑建造和使用过程的能源消耗水平接近或达到现阶段发达国家水平。
2013 年	关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材产品质量提升的指导意见	国家质检总局、国家工信部	强调了企业产品质量主体责任，要求企业严格按标准组织生产，严格质量控制，严格原材料把关，严格质量检验和计量检测；重视以技术创新促进质量提升；加强全链条质量管理体系。
2014 年	国家新型城镇化规划	国务院	2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重提升至 50%。绿色建筑防水材料必然成为

年份	政策名称	发布单位	主要影响
	(2014-2020)		朝阳产品。
2015 年	促进绿色建材生产和应用行动方案	工信部、住建部	推广环境友好型涂料、防水和密封材料。支持发展低挥发性有机化合物 (VOCs) 的水性建筑涂料、建筑胶黏剂, 推广应用耐腐蚀、耐老化、使用寿命长、施工方便快捷的高分子防水材料、密封材料和热反射膜
2016 年	关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见	国务院	加快推广应用水性涂料、胶黏剂及高分子防水材料、密封材料、热反射膜、管材等产品; 发挥有关协会熟悉行业、贴近企业的优势, 支持企业推进兼并重组, 促进企业主动去产能, 总结推广先进经验, 帮组企业加强和改进管理
2016 年	建筑防水行业“十三五”发展规划	中国建筑防水协会	提出转型升级、创新驱动和绿色发展等六大战略; 确定了“十三五”期间主要防水材料产量年均增长率保持在 6% 以上, 到 2020 年主要防水材料总产量达到 23 亿平方米; 确定了“十三五”期末, 培育 20 家大型防水企业集团, 培育 100 家大型制造企业; 行业中涌现出若干家年销售收入超过 100 亿元的企业, 年销售收入超过 20 亿元的企业达 20 家以上; 行业前 50 的企业市场占有率达到 50%; 提出优化产业结构、开展科技研发和管理手段创新等。
2018 年	海南省建筑工程防水技术标准	海南省住建厅	将建筑防水工程的质保年限从国家标准要求的“不少于 5 年”提高到“不少于 10 年”。此外, 浙江已实施 8 年的质量保修期, 深圳拟实施 10 年保质期的规定也即将出台, 比国标更严格的地标成为趋势。
2018 年	科技部、财政部关于加强国家重点实验室建设发展的若干意见	科技部、财政部	大力推动企业国家重点实验室建设发展, 引导地方部门加大对实验室建设发展的支持, 落实研究开发费用税前加计扣除、高新技术企业所得税优惠等政策。
2018 年	关于发布绿色产品评价标准清单及认证目录 (第一批) 的公告	国家市场监管总局	统一发布绿色产品标识、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。

数据来源: 公司招股说明书, 国家市场监管总局, 西南证券整理

各部门出台的行业政策及法律法规对于淘汰落后产能、推广绿色产品和鼓励应用新技术基本达成共识, 此举提高了行业的准入门槛, 并规范了已有生产企业, 有利于行业健康、有序发展。政策层面对行业的规范要求可以淘汰掉大量规模小、技术落后的企业, 这部分企业的市场会被优势企业瓜分, 处于行业领先地位的企业通常能够迅速提升市占率。

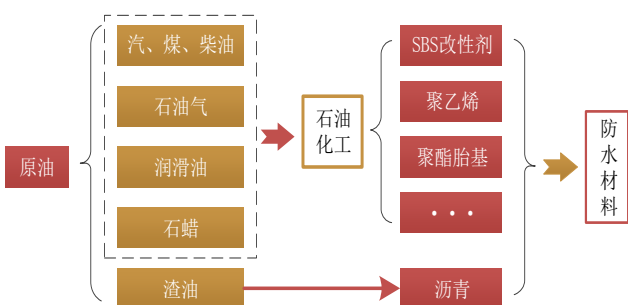
同时, 如《建筑防水行业“十三五”发展规划》一类的文件释放了积极信号, 行业将出现一个稳定的增长期。相关政策明确提出培育发展大型集团、给予高新技术企业政策优惠等, 这说明拥有规模优势、技术优势的企业将更大可能享受政策红利。

2.2 弱势议价能力督促规模扩张, 行业集中助力竞争环境改善

(1) 上游议价能力偏弱, 规模优势重要性突显

防水材料生产原材料如沥青、膜类、聚酯胎基、SBS 改性剂、石蜡、基础油等属于石油化工产品, 原材料价格受国际原油市场的影响较大。尽管上游供应商数量多、且分布广泛, 但最终材料源头为原油, 防水材料生产企业上游议价能力偏弱。

图 5：防水行业原材料来源于石油化工行业



数据来源：西南证券

图 6：沥青价格与原油价格走势比较



数据来源：Wind，西南证券整理

企业往往通过战略合作、战略采购等方式，尽可能获得供应商的优惠。这需要企业具备相当的规模，以获取供应商青睐。企业也可以选在原材料价格较低时大量采购，囤积一定数量原材料，这需要企业具备大量的资金。企业还可以通过规模经济和减少运输成本从自身来控制成本。规模经济促使企业积极扩充产能，需要扩建生产基地。运输成本和客户对防水产品的供应效率需求又使得行业具备区域特性，需要企业在合理供货半径内拥有生产基地。因此，无论采用何种方式，大型企业都更有优势。如表 2 所示，科顺股份、东方雨虹等企业生产基地遍布全国。

表 2：业内优势企业的生产基地遍布全国各个区域

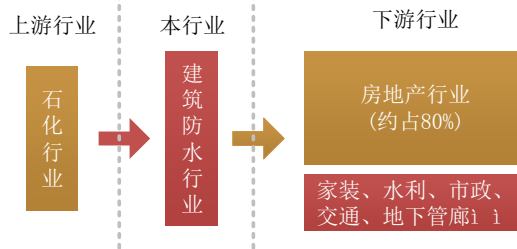
企业名称	生产基地个数	生产基地分布 (2018 年初数据)
东方雨虹	24	北京、辽宁、河北、山东、河南、江苏、上海、安徽、浙江、江西、湖南、湖北、陕西、四川、云南、广东、广西
科顺股份	8	广东、江苏、辽宁、山东、重庆、陕西、湖北
宏源防水	5	山东、江苏、吉林、广东、四川
盘锦禹王	6	辽宁、湖北、安徽、四川、广东、西北
卓宝科技	7	天津、广东、湖北、江苏、四川
凯伦股份	2	江苏、河北

数据来源：公司官网，西南证券整理

(2) 下游议价能力不强，大厂商相对占优

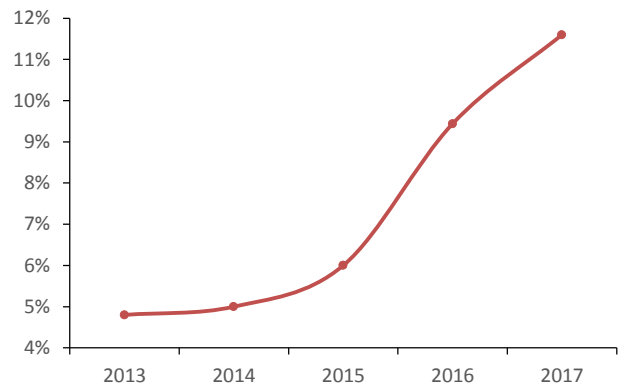
防水行业产品主要应用于工业建筑、民用建筑、公共设施和其他基础设施建设工程，客户主要集中在 B 端，约 80% 的需求来自房地产行业。大型房地产商由于其具备规模、信誉等优势，属于防水材料生产商最为优质客户。随着房地产行业集中度提升，来自大型房地产商的产品需求比例将进一步提升。大型企业更倾向于集中采购或战略采购，供应商企业的议价能力减弱。此外，由于行业集中度不高、产品差异化程度不高、产品实际体验需要长时间才能得到印证，企业自主定价的权利相对较小。因此，整个行业的下游议价能力相对较低。大型生产商更容易满足客户的多样化需求、更容易与客户建立稳定合作关系，在行业普遍议价能力不高的背景下，可以取得相对竞争优势。

图 7：防水行业下游以房地产业为主



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 8：2013-2017 年东方雨虹+科顺股份市占率加速上升



数据来源：中国建筑防水协会，西南证券整理

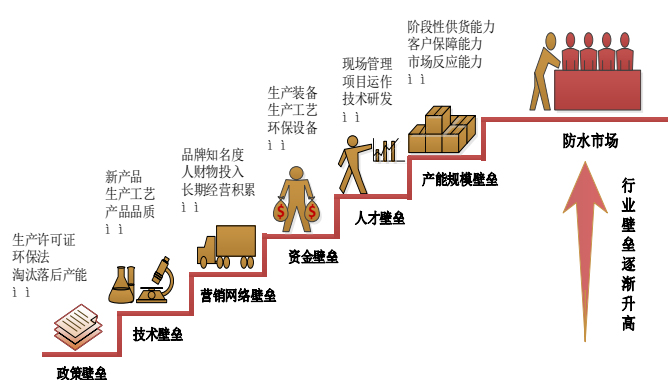
(3) 行业集中度呈上升趋势，龙头企业空间广阔

当前行业比较分散，竞争程度非常激烈。随着环保政策趋严、去产能政策持续推进，中小低质及无证生产厂商陆续被淘汰，行业集中度呈现上升趋势，竞争环境逐渐改善。行业内年销售收入 2000 万元以上规模企业 2015 年为 456 家，2017 年增长到 598 家；如图 8 所示，防水龙头企业（东方雨虹+科顺股份）2015 年至 2017 年两年内市占率翻倍。但相较于国外成熟市场仍然有不小差距，龙头企业市占率还有巨大提升空间。

(4) 行业壁垒逐渐升高，新进入者愈发艰难

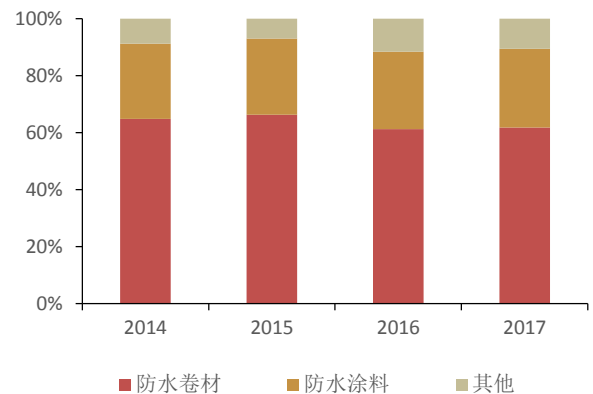
此前，防水行业进入门槛较低，导致了大量中小型企业和小作坊进入市场，造成了无序竞争的现状。随着政策规范提升，形成政策壁垒、资金壁垒、营销网络壁垒等，新进入市场的竞争者只有具备强大实力，才能站稳脚跟。业内无序竞争乱象有望得到改善。

图 9：防水行业壁垒逐渐升高



数据来源：西南证券

图 10：防水产品构成长期以防水卷材和防水涂料为主



数据来源：中国建筑防水协会，西南证券整理

(5) 防水产品成熟且稳定，替代品风险较小

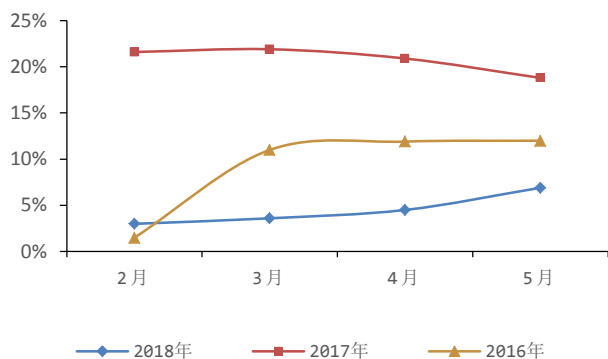
从建筑防水材料行业发展历史来看，虽然不断有新材料推出，但其根本格局尚未改变。如图 10 所示，2014 年至 2017 年，防水产品依然以防水卷材和防水涂料两大形式为主，且占比基本保持稳定，没有被迅速推广使用的新型产品出现。这在一定程度上说明防水产品技术成熟，暂时没有可替代产品，替代品的威胁较小。

2.3 地产下行趋势下需求端仍有足够动力保障

(1) 来自地产的需求拉动显著减弱

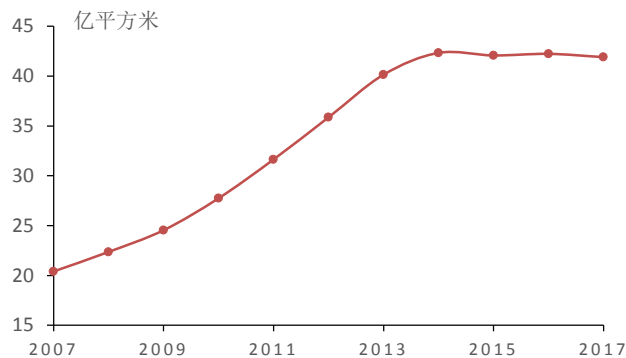
2018 年房地产到位资金呈现下行趋势。2018 年前五个月，房地产业实际到位资金共计 11.4 万亿元，累计增速 6.9%，远低于 2017 年同期增速 18.8% 和 2016 年同期增速 12.0%。而且金融监管趋严会使实际到位资金进一步承压。2017 年房地产广义非标融资金额为 2.6 万亿元，占房地产实际到位资金来源的 16.8%，占比较高，一旦金融监管严格执行，房地产到位资金将被大幅压缩。此外，自 2014 年开始，全国房屋竣工面积不再高速增长，反而呈现缓慢下滑趋势。综上，可以预计下半年房地产业将进入下行周期。目前，我国防水市场 80% 的需求来自房地产企业，其中绝大部分又来自新建市场。因此，未来一段时间防水行业来自新建市场的需求将会缩减。

图 11：2018 年房地产实际到位资金累计增速同比大幅下降



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 12：全国房屋竣工面积高速增长长期已过



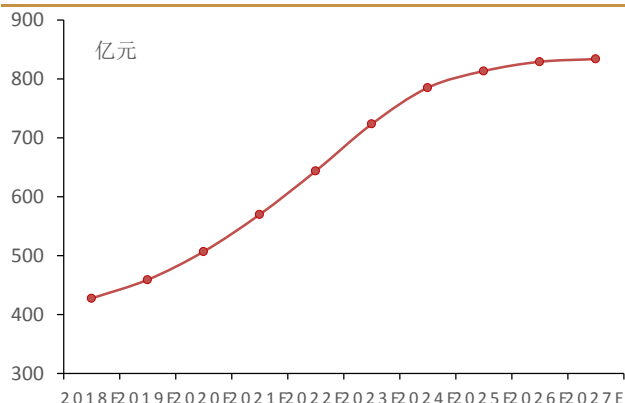
数据来源：国家统计局，西南证券整理

(2) 重装市场潜力巨大

比照欧美日等防水市场成熟的国家，在房屋新开工面积趋于下行的情况下，来自翻修的需求可以成为防水市场的另一主力。美国在房地产数据持续下滑的背景下，防水市场材料需求总量长期保持在每年 15 亿平方米左右，其主要需求来自翻修，具体而言，公用建筑中翻修市场约占 75%，住宅建筑中翻修市场约占 82%。欧洲和日本呈现与美国相似的特征，表现为防水市场总量稳定，但结构已经发生变化。我国《屋面工程技术规范 GB50345-2004》规定一般建筑防水材料合理使用年限为 10 年。根据调研，房屋二次装修的周期也约等于 10 年。目前，我国存量房屋面积超过 500 亿平方米。

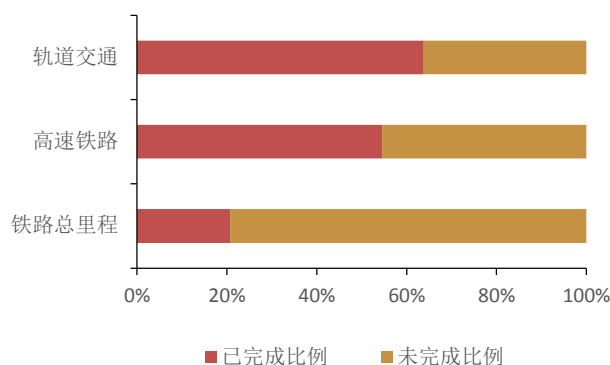
根据中国建筑防水协会调查，我国目前建筑仅作屋顶、地下室、厨卫的防水，在建项目防水施工面积占建筑面积的比例平均为 32.15%。而美国对建筑的外墙、阳台、层与层之间都会做防水，而且是双层防水。考虑到消费升级、防水理念和防水标准提高等因素，二次装修时防水施工的面积比例相比新建时只会增加，不会减少。保守估计二次装修防水施工面积平均占建筑面积的 40%。假设竣工满十年的房屋只有 50% 会在当年选择重新装修或者维修，预计 2018 年进入重装市场的面积为 21 亿平方米。根据中国建筑防水协会公布的规模以上企业产值和产量计算，防水材料单价约 50 元/平方米。由此估算，重装市场规模可以达到 420 亿元，约占 2017 年规模以上企业产值（1059 亿元）的 40%，并且这一市场还在逐年增加。

图 13: 重装市场拥有广阔的成长空间



数据来源: 西南证券

图 14: 交通基础设施距“十三五”规划目标尚有较长距离



数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

(3) 交通运输业需求保持稳定

根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年，全国铁路总里程预计达到 15 万公里（其中高速铁路 3 万公里），城市轨道交通预计达到 6000 公里。截至 2017 年末，已建成铁路 12.7 万公里、高速铁路 2.5 万公里、城市轨道交通 5022 公里。如图 14 所示，距“十三五”结束还有 2~3 年时间，“十三五”规划任务尚有近半数未完成。项目推进速度符合规划预期，预计今后也能持续平稳推进。

(4) 潜在市场可期：城市地下综合管廊

根据《2015-2020 年中国城市地下管线探测行业发展前景与投资战略规划分析报告》，我国城市供水、排水、燃气、供热四类市政地下管线长度已超过 148 万公里。如果按照综合管廊的设计模式，可将其缩减为 37 万公里左右，可以极大的节约地下空间和成本。

《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》要求，2020 年全国城市道路综合管廊综合配建率达到 2% 左右，建成综合管廊 8000 公里以上。参照包头等 10 个试点城市的经验，地下综合管廊项目每公里投资约 1 亿元，其中防水材料占 3% 左右。按此估算地下综合管廊“十三五”时期可以提供 240 亿元的市场空间。

3 公司分析：快速崛起的防水材料新星

3.1 产品结构布局顺应行业发展趋势

从品牌来看，公司拥有工程防水品牌“CKS 科顺”、民用建材品牌“ELOKT 依来德”、堵漏维修品牌“ZT 筑通”三大品牌系列，分别对应建筑市场、家装市场、维修堵漏市场。产品结构体系完整，在各细分市场上均有具有一定知名度的产品，建立了一定的品牌优势。

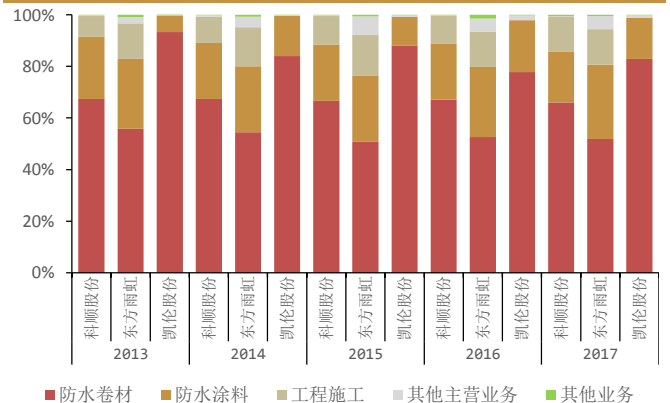
从产品来看，公司主要生产防水卷材、防水涂料两大类防水产品。世界范围内建筑防水材料在不断更新换代，新型改性沥青防水材料、TPO 等高分子防水材料正在逐渐替代传统防水材料。公司防水卷材和防水涂料均包含改性沥青类和合成高分子类，能够适应建筑防水材料发展趋势。

图 15：三大品牌分别对应不同细分市场



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 16：公司主营业务构成与东方雨虹相似



数据来源：Wind，西南证券整理

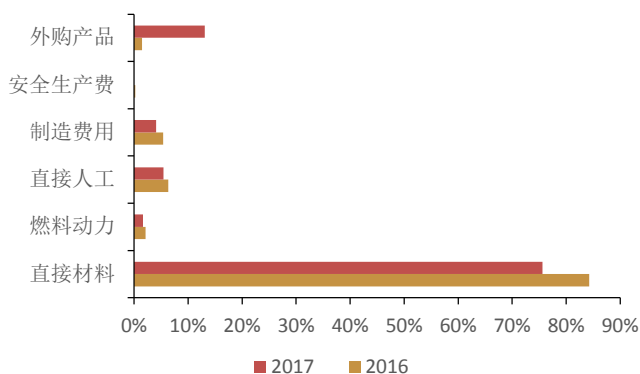
公司主营业务包括防水卷材、防水涂料、工程施工及其他业务，三大主营业务占比与目前行业龙头东方雨虹高度相似，在业务覆盖面方面优于凯伦股份等其他第二梯队公司。从欧美日等国家的经验来看，以翻修为主的防水市场中防水涂料的需求将超过防水卷材。目前，科顺股份近几年均保持有 20% 左右的防水涂料产品，具备应对“房地产后市场”的能力和条件。

3.2 成本控制卓有成效，公司盈利能力稳定

（1）严格控制非直接材料成本

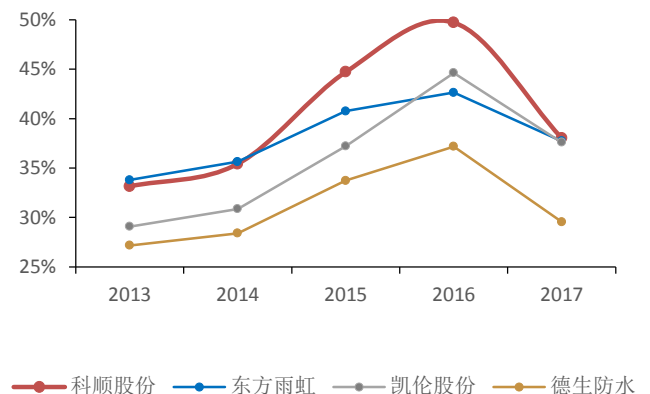
公司主要营业成本为直接材料成本，近两年公司通过生产管理和产能综合运用能力的提高，进一步减少了直接人工、燃料动力、制造费用的占比。由于北京科顺停产，公司 2017 年为保证产能，向 OEM 供应商采购量增加致外购产品大量增加。但这一影响会随着德州科顺和鞍山科顺产能提升而逐渐消除。

图 17：2016-2017 年公司营业成本构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 18：2013-2017 年可比企业毛利率比较



数据来源：Wind，西南证券整理

（2）多种措施应对原材料价格波动

公司主要原材料占总成本的比例约 70%，其中沥青的占比最高，且价格波动性也最大。沥青的采购价格波动将直接影响公司盈亏，公司从多个角度采取了措施进行应对，有效保证

了毛利率的稳定。一方面，公司积极关注国际和国内原油市场情况，把握上游原材料价格波动情况，充分利用规模优势与上游供应商建立紧密的战略合作关系，通过集中采购、战略采购、长期采购等方式获取价格更优惠、稳定的原材料。另一方面，公司在与客户提前沟通之后，通过提价等方式将成本端的压力有效传导至下游。

如表 3 所示，公司前五大供应商分布模式与东方雨虹、凯伦股份类似，采用“1+N”结构。“1”是指一个最大的供应商，“N”是指多个占比相差不大的供应商。该模式下，既可以实现集中采购获取优惠，又能使供应商之间互相竞争而增强自身议价能力和分散缺货风险。

表 3：2017 年可比企业前五大供应商占年度采购份额对比

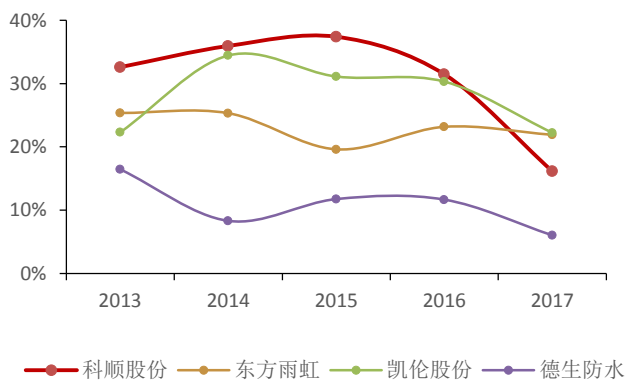
	科顺股份	东方雨虹	凯伦股份
供应商一	13.83%	20.40%	14.10%
供应商二	7.11%	14.59%	8.34%
供应商三	4.84%	6.79%	6.24%
供应商四	4.22%	3.72%	4.05%
供应商五	3.63%	1.84%	3.58%
合计	33.63%	47.34%	36.31%

数据来源：公司年报，西南证券整理

(3) 公司盈利能力与收益质量业内居前

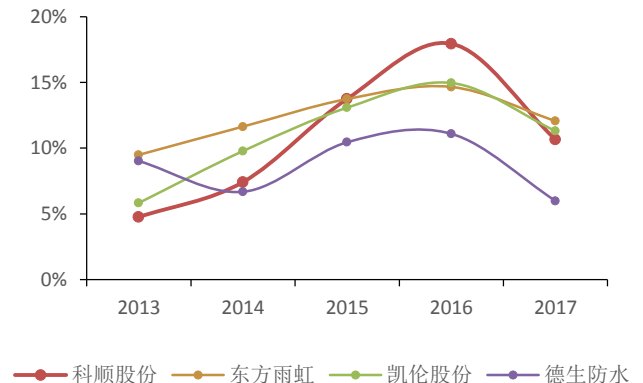
近五年，公司产品毛利率总体稳定，且处于行业领先水平；除 2017 年以外，ROE 在可比公司中位居首位，净利率增速第一。2017 年业绩受北京科顺停工拖累，公司业绩下滑比行业平均下滑幅度要大，但仍保持与东方雨虹、凯伦股份接近的水平。

图 19：2013-2017 年可比企业 ROE 比较



数据来源：Wind，西南证券整理

图 20：2013-2017 年可比企业净利率比较



数据来源：Wind，西南证券整理

3.3 直销经销双轮驱动，市占率有望进一步扩大

(1) 营销网络建设初现成效

公司采用“直销+经销”的产品销售模式，直销即在大型城市设立销售分公司，进行与大型房企的战略合作；经销即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。

公司已设立北京、上海、广州、深圳、南宁、重庆 7 家销售分公司，并且已在 30 个省份与约 600 家经销商建立了长期稳固的合作关系，在直销和经销渠道方面已有坚实基础。

(2) 全国 500 公里供货半径布局完成

在产品销售时，特别是直销模式下，为了与大客户建立稳固的合作关系，供货稳定性和及时性非常重要。当前房地产业集中度不断提升，大型房地产企业投资开发的项目遍布全国，具备全国供货能力的企业更容易成为其优质供货商。

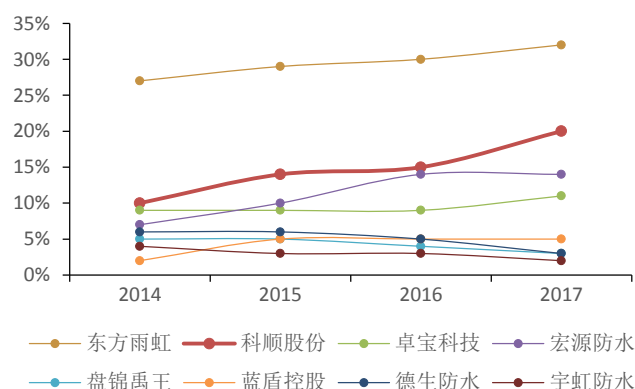
公司 2017 年开始大幅扩张生产基地，由之前的 2 个基地（广东高明、江苏昆山）扩张至 6 个（新增江苏南通、辽宁鞍山、山东德州、重庆长寿）。陕西渭南、湖北荆门生产基地投产后将实现华东、华中、华南、华北、东北、西南、西北 7 大区域全覆盖，基本可实现生产基地 500 公里的运输/供货半径，成为全国仅有的两家全国性布局的企业。

图 21：2018 年可比企业生产基地全国布局对比

	科顺股份	东方雨虹	卓宝科技	宏源防水	盘锦禹王	凯伦股份
华东	★	★	★	★	★	★
华中	★	★	★		★	
华北	★	★	★	★		★
华南	★	★	★	★	★	
东北	★	★		★	★	
西南	★	★	★	★	★	
西北	★	★			★	

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：中国房地产开发企业 500 强首选品牌变化趋势



数据来源：中国房地产协会，西南证券整理

(3) 客户首选率稳步上升

公司已经先后与碧桂园、万达地产、华夏幸福等 100 余家知名房企签订战略合作协议，另有中铁、中建等大型工程客户。如表 4 所示，2017 年度前五大客户年度销售比例与东方雨虹、凯伦股份基本一致。得益于公司完善的生产和服务布局，公司产品的 500 强企业首选率呈现稳定的上升趋势，并且增速较大（图 22）。如继续按照当前趋势稳定发展，未来将成为东方雨虹的有力竞争者。

表 4：2017 年可比企业前五大客户和供应份额对比

	科顺股份	东方雨虹	凯伦股份
客户一	5.78%	4.98%	5.98%
客户二	3.52%	3.67%	3.05%
客户三	2.57%	2.85%	2.87%
客户四	2.26%	2.07%	2.38%
客户五	2.21%	1.72%	2.19%
合计	16.34%	15.29%	16.47%

数据来源：公司年报，西南证券整理

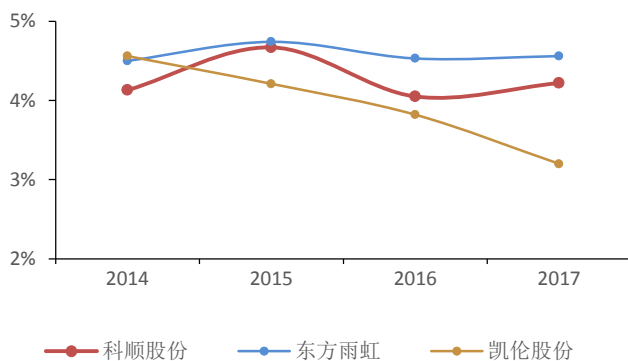
3.4 研发投入占比相对较高，提前布局“地产后市场”

(1) 研发投入占比紧追东方雨虹

从最初的沥青油毡到聚合物高分子，防水材料的在不断进步与革新，与之相应的是生产工艺、施工工艺的同步提升，还伴随着人们对防水机理认识 and 理念的变革。公司以大量自有资金投入研发中心项目，通过购置先进研发设备、引进高素质技术人才、加强院校及研究机构的技术合作等方式，不断开发新产品，努力研究防水性能更好、产品更环保、施工更便捷的新型防水系统解决方案；同时，通过优化配方和工艺，以及提高生产自动化水平，有效降低生产成本。

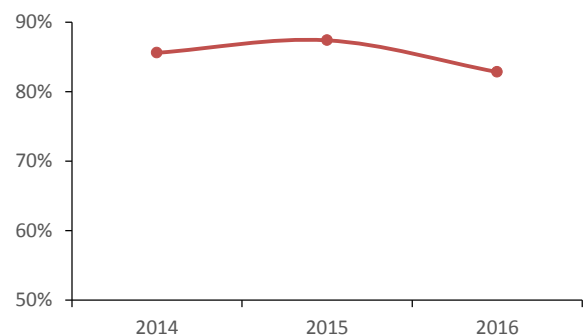
公司研发投入比例较高，处于行业领先水平。公司目前拥有和正在申请的专利共 90 余项，通过省部级鉴定的科研成果超过 40 项，参编国家或行业标准 29 项，参编行业技术规范 14 项。技术转化应用率非常高，核心技术产品对当期营业收入的贡献超过 80%。

图 23：2014-2017 年可比企业研发投入对比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：公司核心技术产品占比非常高

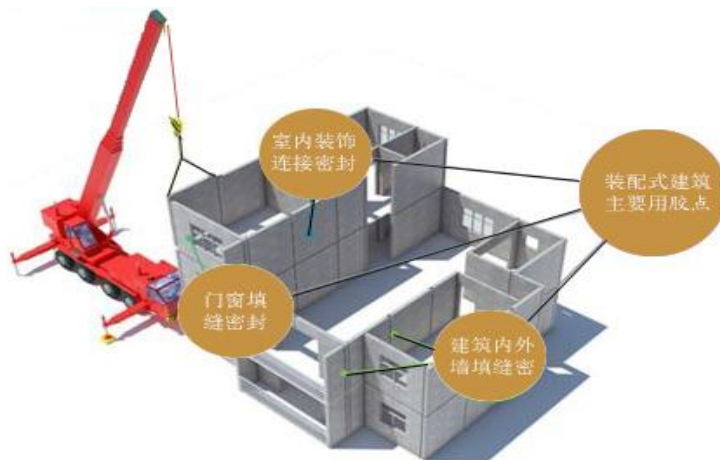


数据来源：Wind，西南证券整理

(2) 主动应变觅得行业前沿契机

装配式建筑是近几年兴起的热点之一，国务院《关于大力发展装配式建筑的指导意见》要求力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。装配式建筑跟传统的建造模式截然不同，对防水材料的需求也会有一些转变，例如对密封类防水材料需求可能会加大，而且技术要求更高。公司针对装配式建筑专门成立了密封类防水材料的研发小组，有了一定的技术储备，会陆续推出相应产品。主动应对、率先研发使得装配式建筑推行不仅不会对公司业务造成不利影响，反而成为公司进一步夺取市场份额的契机。

图 25：装配式建筑防水示意图



数据来源：Wind，西南证券整理

(3) 提前布局从容应对行业周期

来自发达国家的历史经验证明，防水市场进入“地产后市场”是不可避免的趋势。进入地产后市场后，翻修将成为需求主力。对此，公司已经提前布局了民用建材市场，拥有具有一定知名度的品牌“ELOKT 依来德”和“ZT 筑通”。同时，还成立了修缮公司，可以在提供产品的同时提供堵漏维修服务。在行业周期变化时，公司能够迅速适应变化，实现新一轮发展。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2017 年公司 OEM 拖累毛利率，2018 年预计国际石油价格温和上涨，公司自产替代 OEM，预计公司防水卷材、防水涂料 2018-2020 年毛利率保持不变；工程施工业务毛利率也维持不变；

假设 2：公司持续加大市场拓展以弥补地产下行带来的不利影响，预计 2018-2020 年防水卷材、防水涂料订单增速分别为 30%和 25%；公司持续加大工程施工业务投入，2016 基数小，2017 年增速快，考虑地产投资下行，2018-2020 年订单年均增速预计为 30%；

假设 3：2018-2020 年期间费用率保持不变。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
防水卷材	营业收入	1346.8	1750.8	2276.0	2958.9
	YOY	36.2%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	41.3%	41.3%	41.3%	41.3%
防水涂料	营业收入	400.1	500.1	625.1	781.3
	YOY	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
工程施工	毛利率	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
	营业收入	281.2	365.6	475.3	617.9
	YOY	73.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	37.6%	37.6%	37.6%	37.6%
其它业务	营业收入	10.7	10.7	10.7	10.7
	YOY	222.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
	营业收入	2038.8	2627.2	3387.1	4368.8
合计	YOY	38.4%	28.9%	28.9%	29.0%
	毛利率	38.0%	38.1%	38.2%	38.3%

数据来源：西南证券

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.46、0.61 和 0.80 元，未来三年归母净利润将保持 30%的复合增长率。考虑到公司 IPO 后进入到产能快速扩张期，给予公司 2018 年 30 倍 PE (PEG=1)，目标价 13.8 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：防水行业可比公司估值表

证券代码	证券简称	最新收盘价	每股收益 (元)			市盈率		
		(元)	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002271.SZ	东方雨虹	18.02	1.40	1.11	1.49	28	16	12
300715.SZ	凯伦股份	24.96	0.62	0.44	0.56	54	57	45

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

- (1) 原材料价格大幅上涨的风险；
- (2) 房地产、基建投资大幅下滑的风险；
- (3) 公司产能拓展不及预期的风险；
- (4) 公司生产线可能存在环保不符合要求的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2038.79	2627.19	3387.13	4368.79	净利润	217.44	280.71	370.77	488.73
营业成本	1263.52	1625.70	2092.84	2695.61	折旧与摊销	24.23	45.11	78.06	107.91
营业税金及附加	18.56	24.98	31.75	41.14	财务费用	18.76	15.76	18.63	21.84
销售费用	260.56	339.11	437.61	563.25	资产减值损失	29.38	20.00	20.00	20.00
管理费用	188.40	272.41	351.25	453.04	经营营运资本变动	-41.87	-225.28	-242.49	-286.88
财务费用	18.76	15.76	18.63	21.84	其他	-148.02	-19.61	-20.13	-19.96
资产减值损失	29.38	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	99.92	116.69	224.84	331.65
投资收益	-2.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-179.27	-735.00	-665.00	-180.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	6.43	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-172.84	-735.00	-665.00	-180.00
营业利润	259.75	329.23	435.05	573.91	短期借款	-31.06	-3.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.96	1.02	1.15	1.07	长期借款	-3.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	260.72	330.25	436.20	574.98	股权融资	-0.24	1448.47	0.00	0.00
所得税	43.28	49.54	65.43	86.25	支付股利	-32.06	-43.54	-56.14	-74.15
净利润	217.44	280.71	370.77	488.73	其他	15.99	-30.75	-18.63	-21.84
少数股东损益	-0.24	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-51.25	1371.18	-74.77	-96.00
归属母公司股东净利润	217.68	280.71	370.77	488.73	现金流量净额	-124.17	752.87	-514.93	55.65
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	346.00	1098.87	583.94	639.60	成长能力				
应收和预付款项	1177.89	1542.03	2018.61	2592.96	销售收入增长率	38.37%	28.86%	28.93%	28.98%
存货	219.69	295.72	385.16	491.93	营业利润增长率	-17.30%	26.75%	32.14%	31.92%
其他流动资产	68.86	88.73	114.40	147.55	净利润增长率	-17.78%	29.10%	32.08%	31.82%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-12.41%	28.85%	36.31%	32.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	553.80	1247.79	1838.83	1915.02	毛利率	38.03%	38.12%	38.21%	38.30%
无形资产和开发支出	114.30	110.41	106.52	102.63	三费率	22.94%	23.88%	23.84%	23.76%
其他非流动资产	64.95	64.74	64.53	64.32	净利率	10.67%	10.68%	10.95%	11.19%
资产总计	2545.48	4448.29	5112.00	5954.00	ROE	15.07%	9.00%	10.80%	12.70%
短期借款	153.00	150.00	150.00	150.00	ROA	8.54%	6.31%	7.25%	8.21%
应付和预收款项	854.77	1074.07	1400.86	1800.16	ROIC	18.55%	15.43%	13.58%	14.38%
长期借款	17.94	17.94	17.94	17.94	EBITDA/销售收入	14.85%	14.85%	15.70%	16.11%
其他负债	76.66	88.64	110.93	139.05	营运能力				
负债合计	1102.38	1330.65	1679.73	2107.16	总资产周转率	0.88	0.75	0.71	0.79
股本	458.00	610.67	610.67	610.67	固定资产周转率	8.51	4.69	3.31	3.11
资本公积	588.92	1884.72	1884.72	1884.72	应收账款周转率	2.81	2.67	2.78	2.74
留存收益	385.07	622.24	936.87	1351.45	存货周转率	6.68	6.21	6.07	6.09
归属母公司股东权益	1443.10	3117.64	3432.27	3846.84	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.57%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1443.10	3117.64	3432.27	3846.84	资产负债率	43.31%	29.91%	32.86%	35.39%
负债和股东权益合计	2545.48	4448.29	5112.00	5954.00	带息债务/总负债	15.51%	12.62%	10.00%	7.97%
					流动比率	1.69	2.33	1.88	1.87
					速动比率	1.49	2.10	1.65	1.63
					股利支付率	14.73%	15.51%	15.14%	15.17%
					每股指标				
					每股收益	0.36	0.46	0.61	0.80
					每股净资产	2.36	5.11	5.62	6.30
					每股经营现金	0.16	0.19	0.37	0.54
					每股股利	0.05	0.07	0.09	0.12
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	302.74	390.10	531.74	703.67					
PE	34.73	26.93	20.39	15.47					
PB	5.24	2.42	2.20	1.97					
PS	3.71	2.88	2.23	1.73					
EV/EBITDA	17.96	16.83	13.32	9.98					
股息率	0.42%	0.58%	0.74%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn