

300737.SZ

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 23.29

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	90.9	(8.0)	(7.8)	108.9
相对深证成指	61.6	(7.7)	(11.3)	66.9

发行股数(百万)	611
流通股(%)	49
总市值(人民币 百万)	14,235
3 个月日均交易额(人民币 百万)	265
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
陈伟忠	25

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 11 月 13 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S0930510120013

科顺股份

地位显著的行业龙头, 业绩高速增长通道释放

公司是防水行业龙头, 目前稳居行业第二。随着基建需求爆发, 防水行业加速集中, 公司有大规模募投产能释放, 未来公司业绩有望迎来高速增长。

支撑评级的要点

- **深耕多年的防水行业龙头:** 公司深耕防水材料行业二十余年, 截至 2019 年有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门七大生产基地, 防水卷材产能 1.63 亿平, 涂料产能 15.65 万吨, 排名行业第二, 目前已经与行业第二梯队拉开差距。
- **防水行业加速集中, 公司充分受益:** 目前防水行业仍呈现大行业小公司格局, 在下游集中度提升、国家政策趋严、业内上市公司增加等多重因素催化下, 行业进入集中度加速提升时期。公司作为行业龙头, 充分享受集中度提升红利。
- **渠道与现金管理能力突出, 盈利能力仍将进一步提升:** 公司一直保持较高的经销占比且努力扩大客户覆盖面, 现金管理能力优于同行。未来随着公司更多产能落地同时采取沥青储罐建设、扩充产品品类、加大研发投入、推进股权激励等措施, 公司盈利能力仍将进一步提升。
- **看好公司 2020 年业绩高速增长:** 随着基建需求反弹, 行业加速集中, 沥青成本较低, 公司有较多产能投放, 2020 年业绩大爆发已成定局。

估值

- 考虑下半年施工需求有望反弹, 行业加速集中且公司加大产能投放, 预计 2020-2022 年公司营收分别为 62.3、81.5、127.9 亿元, 归母净利润分别为 7.9、9.4、13.4 亿元, EPS 分别为 1.29、1.54、2.20。首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 基建与地产需求不振, 行业集中度提升不及预期, 公司产能投放不及预期, 原料价格超预期波动。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	3,097	4,652	6,297	8,234	12,887
变动(%)	52	50	35	31	57
净利润(人民币 百万)	185	363	785	937	1,339
全面摊薄每股收益(人民币)	0.304	0.597	1.290	1.539	2.200
变动(%)	(15.7)	96.1	116.1	19.3	42.9
全面摊薄市盈率(倍)	78.0	39.8	18.4	15.4	10.8
价格/每股账面价值(倍)	(16.7)	11.7	33.5	13.3	14.4
每股现金流(人民币)	(1.42)	2.03	0.71	1.78	1.64
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.6	27.9	12.9	10.1	7.1
每股股息(人民币)	0.04	0.05	0.19	0.23	0.33
股息率(%)	0.2	0.2	0.8	1.0	1.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司概况：地位显著的防水行业龙头.....	5
1. 专注多年的防水龙头，行业地位显著	5
2. 防水产品销售是大头，深耕华东和华南地区	6
防水行业：集中度提升趋势不可阻挡.....	8
1. 行业供需：从高速增长转向稳步增长.....	8
2. 行业地位：沥青是主要材料，成本较难顺利转嫁	9
3. 行业变局：集中度快速提升趋势不可逆转	11
公司优势：进击的防水材料龙头.....	14
1. 扩产能+扩品类，抓紧行业整合先机	14
2. 现金流表现优秀，可持续发展能力更强	15
3. 多措施补齐短板，盈利能力提升可期	16
财务分析与预测估值	20
1. 财务分析.....	20
2. 估值分析.....	21
3. 盈利预测.....	21
投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史沿革.....	5
图表 2. 公司持股结构及其旗下子公司.....	5
图表 3. 公司实控人控制能力强.....	6
图表 4. 公司公司重点项目.....	6
图表 5. 公司历史沿革.....	6
图表 6. 防水卷材和涂料是公司主要业务.....	7
图表 7. 华东和华南是公司主要布局区域.....	7
图表 8. 公司业绩近年迎来快速增长.....	7
图表 9. 公司在现金流和负债率控制有较突出特色.....	7
图表 10. 防水行业市场分层情况.....	8
图表 11. 防水材料产量以及规模以上企业收入平稳增长.....	8
图表 12. 住宅和基建是防水材料最主要的需求来源.....	8
图表 13. 防水材料需求测算.....	9
图表 14. 防水材料产量以及规模以上企业收入平稳增长.....	9
图表 15. 住宅和基建是防水材料最主要的需求来源.....	9
图表 16. 沥青价格与原油价格高度相关.....	10
图表 17. 产品价格较难顺利转嫁成本压力.....	10
图表 18. 防水材料成本分析.....	10
图表 19. 防水材料规模效应较小，账期较长.....	10
图表 20. 防水材料资本壁垒偏低，毛利率适中.....	10
图表 21. 防水材料行业地位有若干相似之处.....	11
图表 22. 房地产 500 强企业防水品牌首选率.....	11
图表 23. 房地产行业销售面积集中度快速提升.....	12
图表 24. 建筑行业订单快速向央企集中.....	12
图表 25. 防水上市企业资本开支、固定资产加速增长.....	12
图表 26. 防水上市企业资本开支、固定资产加速增长.....	12
图表 27. 北新建材防水业务布局情况.....	13
图表 28. 2016 年以来防水行业相关重大政策.....	13
图表 29. 未来公司拟投产基地.....	14
图表 30. 公司未来全国布局情况.....	14

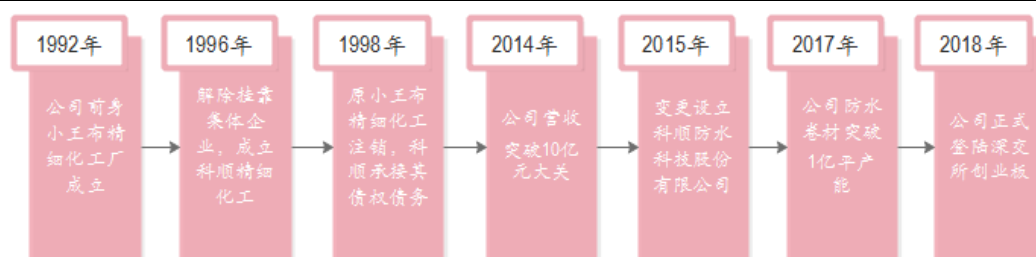
图表 31. 预计未来公司卷材产能可超过 4 亿平.....	14
图表 32. 随着精装房加速渗透，防水集采市场快速扩张.....	15
图表 33. 前十大客户占比下降，经销保持较高占比	15
图表 34. 公司净营运周期明显低于同行	16
图表 35. 公司负债率低于同行.....	16
图表 36. 公司在建工程资产占比明显高于同行	16
图表 37. 资产周转率逐年下降.....	16
图表 38. 三大龙头防水卷材毛利率.....	17
图表 39. 三大龙头防水涂料毛利率.....	17
图表 40. 三大龙头产品单位运输费用	17
图表 41. 科顺股份专利等产出明显增加	17
图表 42. 东方雨虹销售人员工资最高	18
图表 43. 东方雨虹生产人员工资最高	18
图表 44. 东方雨虹人均销量最高	18
图表 45. 东方雨虹人均产量最高	18
图表 46. 东方雨虹单方销售费用较低	18
图表 47. 三大龙头单方人工费用比较	18
图表 48. 公司股权激励概况.....	19
图表 49. 近年公司 ROE 偏低，但有好转迹象	20
图表 50. 公司目前处于快速扩张期.....	20
图表 51. 公司净营运周期明显低于同行	20
图表 52. 公司负债率低于同行.....	20
图表 53. 科顺股份目前估值处于适中水平.....	21
图表 54. 东方雨虹业绩高速增长前估值水平较高.....	21
图表 55. 2020-2022 公司盈利测算.....	22
损益表(人民币 百万)	25
资产负债表(人民币 百万).....	25
现金流量表(人民币 百万).....	25
主要比率 (%).....	25

公司概况：地位显著的防水行业龙头

1. 专注多年的防水龙头，行业地位显著

深耕防水行业二十余年的防水行业龙头：公司前身可追溯到成立于1992年的小王布精细化工厂，科顺精细化工有限公司成立于1996年，1999年公司正式投产第一条防水生产线。十余年来，公司陆续在北京、上海、广州、重庆等城市设立区域分公司进行营销拓展；在昆山、南通、德州、鞍山等地成立生产基地。2018年公司正式在A股创业板上市。目前公司已经成长为营收超过40亿元，利润超过3亿元，卷材产能超过1.6亿平、涂料产能超过15.6万吨的国内防水第二龙头。目前公司仍有较多在建产能，业绩仍处于快速增长期。

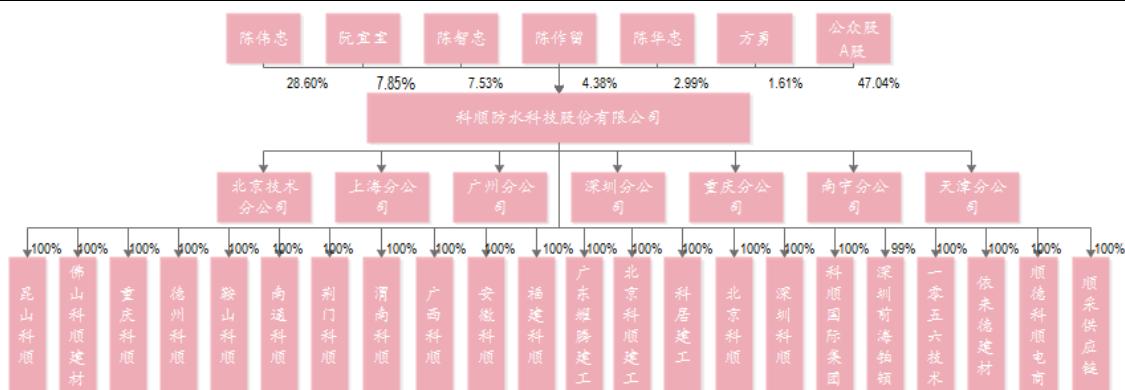
图表 1. 公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书、中银证券

公司持股集中，实控人控制能力较强：公司实际控制人为陈伟忠，持有公司股份1.53亿股，占比28.6%。其一致行动人阮宜宝、陈智忠、陈作留、陈华忠人别为陈伟忠的亲属，合计持有公司股票1.22亿股，占公司总股本20.1%。实际控制人陈伟忠及其一致行动人合计持有公司股份达到2.75亿股，总共占比达到45.3%，股权较为集中，实控人对公司有较强控制能力。

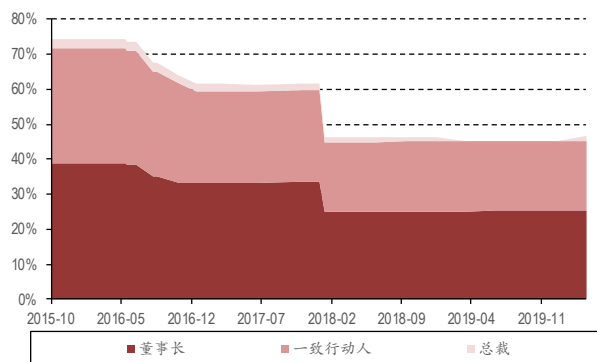
图表 2. 公司持股结构及其旗下子公司



资料来源：公司公告、中银证券

卷材产能超 1.6 亿平，涂料产能超 15.6 万吨，产能与销售渠道辐射全国：截至 2019 年，公司共有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门七大生产基地，合计防水卷材产能超过 1.6 亿平，防水涂料产能超过 15.6 万吨。其中昆山、南通基地辐射华东市场；佛山本部辐射华南市场；德州基地辐射华北市场；重庆基地辐射西南市场。荆门基地、鞍山基地辐射华中、东北和西北市场。目前公司仍有渭南、荆门二期和德州二期在建产能，同时规划新建广西、中原、福建三大生产基地。

图表 3. 公司实控人控制能力强



资料来源：公司公告，中银证券

图表 4. 公司重点工程项目



资料来源：公司官网，中银证券

中标多项国家重点项目，行业地位显著：公司作为防水行业排名第二龙头，2019 年收入达到 46.5 亿元，增速 50.2%；利润 3.6 亿元，增速 45.6%。客户包括碧桂园、融创等头部房企，拥有近千家经销商和服务网点，中标多项国家重点工程，已成为中国建筑防水协会副会长单位。

2. 防水产品销售是大头，深耕华东和华南地区

防水卷材和防水涂料是公司主要业务：和其他防水上市龙头一样，公司主要产品也是防水卷材和防水涂料。2019 年，公司防水卷材和防水涂料营收分别为 31.7 亿元和 9.2 亿元，占营收分别为 68.1%和 19.8%；毛利分别为 11.2 亿元和 3.2 亿元，利润占比分别为 71.2%和 19.9%。相比防水产品，近年来公司施工收入占比持续提升，但相比其他上市公司仍较低。2019 年施工收入 5.0 亿元，收入占比 10.8%。

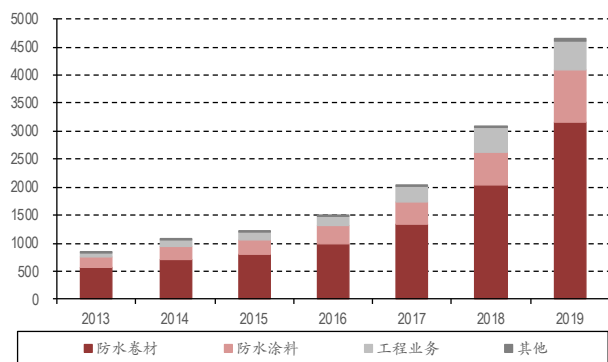
图表 5. 公司历史沿革

APF-3000 自粘卷材		SBS 防水卷材		铁路桥用卷材	
APF-500 自粘卷材		耐根穿刺卷材		APF-C 高分子自粘胶膜卷材	
KS-911 双组份聚氨酯防水涂料		KS-939 铁路桥用聚氨酯防水涂料		KS-560 喷涂橡胶沥青防水涂料	
KS-929 威固单组份聚氨酯防水涂料		KS-906 丙烯酸酯防水涂料		KS-988A 聚合物水泥防水涂料	

资料来源：公司官网、公司招股说明书、中银证券

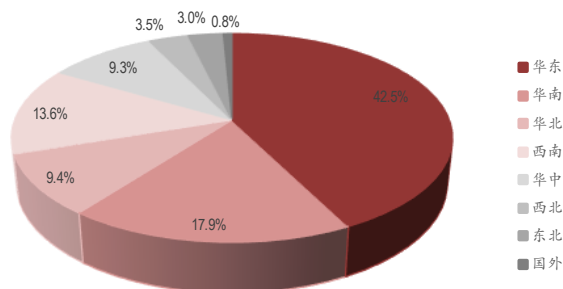
深耕华东和华南两大区域，未来成长潜力更大：从区域上来看，公司最主要深耕华东和华南区域，这两个区域是公司最早布局的区域，其中华东有昆山和南通两大生产基地，是公司产能最集中的地区之一。2019 年，公司华东和华南区域收入分别为 19.8 亿元和 8.3 亿元，收入占比为 42.3%和 17.9%。从需求来看，华东和华南是全国施工需求最大的地区，区域内水泥和混凝土行业景气度一直全国前列。防水同为早期品，施工中不可或缺，公司深耕华东和华南地区，未来成长潜力将高于其他同行。

图表 6. 防水卷材和涂料是公司主要业务



资料来源：万得，中银证券

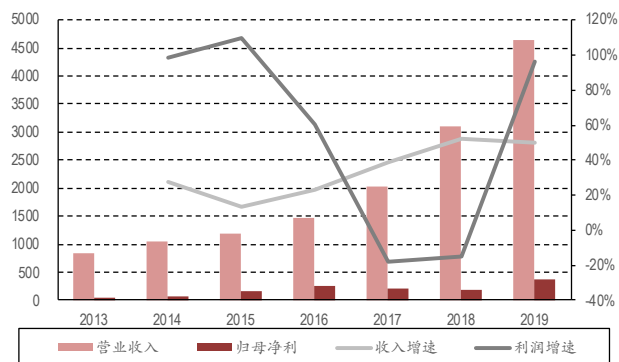
图表 7. 华东和华南是公司主要布局区域



资料来源：万得，中银证券

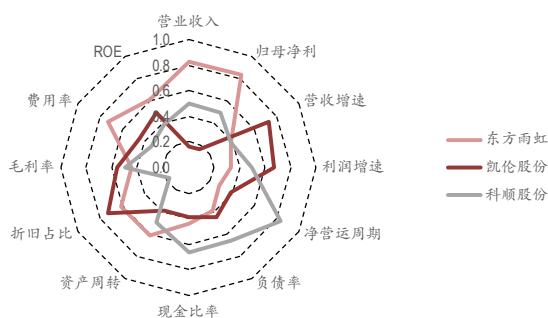
上市后公司业绩加速增长，市占率显著提升：2013 年以来，公司营业收入从 8.3 亿元提升到 46.5 亿元，CAGR 达到 33.3%。2018 年上市后，更呈现出加速成长的态势，每年收入增速都在 50% 以上，其中 2019 年利润增速达 96.1%。公司占行业规模以上企业收入比重从 2013 年的 1.0% 提升到 2019 年 4.7%。

图表 8. 公司业绩近年迎来快速增长



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 公司在现金流和负债率控制有较突出特色



资料来源：万得，中银证券

公司规模适中，但从财务指标来看在现金流和负债率管控显示出自身优势：从财务指标来看，公司表现出和其他防水行业上市公司不同的特色。公司没有像东方雨虹那么大的体量，但那时公司在现金流管控，负债率控制，现金存量控制等方面要好于其他同行；而且目前公司在渠道方面也有逐步向经销倾斜的态势。防水行业作为资金占有较大的行业，公司的这种特性有利于未来保持更可持续的发展。

防水行业：集中度提升趋势不可阻挡

1. 行业供需：从高速增长转向稳步增长

典型的大行业小公司，科顺逐步拉开与二线龙头距离：防水行业上游一般为化工企业，主要是石油系化工品，原料价格与原油价格关联度较高。下游一般是建筑施工企业或房企，少部分直接销售给消费者，以直销渠道为主。我国防水行业具有典型的大行业小公司格局，行业第一梯队为东方雨虹，2019 年收入超过 180 亿元，市占率超过 10%，全国化布局，品牌优势明显。第二梯队为科顺、北新、宏源、禹王、卓宝等领先企业，收入规模在 10 亿元以上，市占率超过 1%，在局部市场有较强竞争力。第三梯队为有生产许可证的小企业，工艺相对规范，但产能利用率低，市场影响力小。最后是生产不规范，产品质量低的小作坊、小工厂，数量较多，占行业产值接近一半。事实上，随着科顺股份近年来业绩加速增长，其收入规模已经超过 40 亿元，逐步拉开与其他二线企业差距，自成一档，相当于 1.5 线龙头的地位。

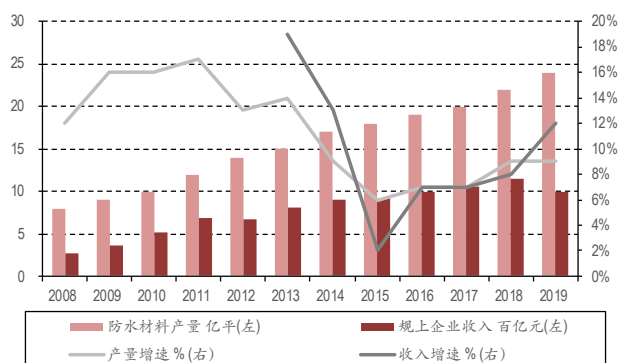
图表 10. 防水行业市场分层情况

	企业定位	代表企业	收入规模	布局情况
第一梯队	行业龙头	东方雨虹	百亿级以上企业，全国布局，市占率超过 10%	最早上市，产品高端，品牌优势明显
第二梯队	科顺、宏源、禹王、卓宝	领先企业	收入规模 10 亿元以上，多个生产基地，市占率 1%-10%	区域布局 3-8 个区域，具备一定品牌吸引力
第三梯队	有生产许可证的小企业		全行业 1500 余家，其中 500 家左右在行业有一定竞争力	产能利用率不超过 60%
第四梯队	小作坊、小工厂		数以千计，行业产值占比接近一半	生产工艺落后、节能环保不达标、产品质量低劣、价格低廉

资料来源：公司招股说明书、中银证券

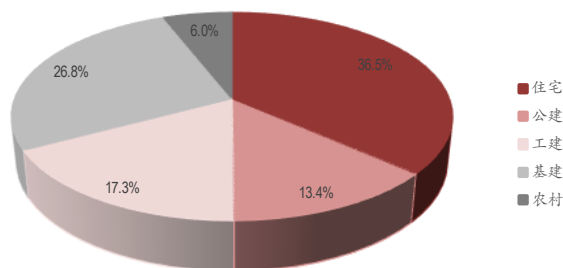
防水行业总产量 24 亿平，同增 9.0%；规模以上企业收入 990 亿元，同增 12.0%：根据中国防水材料协会，2019 年全国防水材料产量达 24 亿平，同比增速达到 9.0%；2019 年规模以上防水企业 653 家，比 2018 年减少 131 家。规模以上企业收入 990 亿元，可比口径同比增长 12.0%。这表明防水行业已经从十多年前的高速增长切换为稳步增长，且规模以上企业数量减少，行业集中度逐步提升。

图表 11. 防水材料产量以及规模以上企业收入平稳增长



资料来源：中国防水协会、中银证券

图表 12. 住宅和基建是防水材料最主要的需求来源



资料来源：万得、中国建材经济网、中国防水协会、中银证券

防水材料需求包括住宅、公共建筑、工业建筑、基建、农村五部分：进一步拆分防水材料需求，我们认为防水材料需求主要来自住宅、公共建筑、工业建筑、基建、农村投资等几个方面。具体使用场景包括 1) 住宅的施工和修缮（地下室和屋顶采用卷材，外墙主要采用涂料）；2) 公共建筑（商用、写字楼、医院、学校等）施工和修缮，使用场景和住宅类似；3) 工业建筑施工，主要使用卷材；4) 基建施工；5) 农村固定资产投资。施工需求可以参考当期新开工面积，修缮需求可以参考过去 5-15 年竣工面积。对于卷材用量测算，我们可以由开工面积、房屋容积率、楼盘密度来估算（容积率取 2.0，楼盘密度取 20%，卷材耗损率 15%），单方卷材价格 20 元/平。涂料用量测算，可以用竣工面积，墙地比来估算，墙地比取 1.3，单方涂料价格取 15 元/平。工业建筑需求一般以卷材为主。农村和基建需求按照固定资产投资额 1%估算。

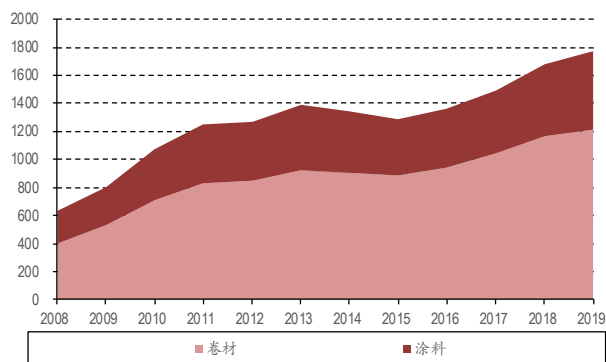
图表 13. 防水材料需求测算

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
住宅	亿元	274.3	317.5	433.3	491.5	459.0	513.0	463.9	420.8	457.9	502.4	591.4	648.5
公建	亿元	80.6	86.6	120.8	157.7	166.8	202.5	202.4	184.6	202.3	199.3	219.8	237.9
工建	亿元	116.1	170.6	254.0	332.6	329.5	313.4	272.6	243.5	230.2	261.3	315.5	308.0
基建	亿元	102.9	152.0	182.9	181.6	212.1	251.2	297.4	334.5	376.6	438.3	454.7	477.2
农村	亿元	59.5	74.3	78.9	90.9	98.4	105.5	107.6	104.1	99.6	95.5	100.4	105.8
合计	亿元	633.4	801.0	1,069.9	1,254.3	1,265.9	1,385.6	1,343.9	1,287.5	1,366.7	1,496.8	1,681.8	1,777.3
增速	%		26.5	33.6	17.2	0.9	9.5	(3.0)	(4.2)	6.1	9.5	12.4	5.7

资料来源：地产公司报价、中国产业信息网、万得、中银证券

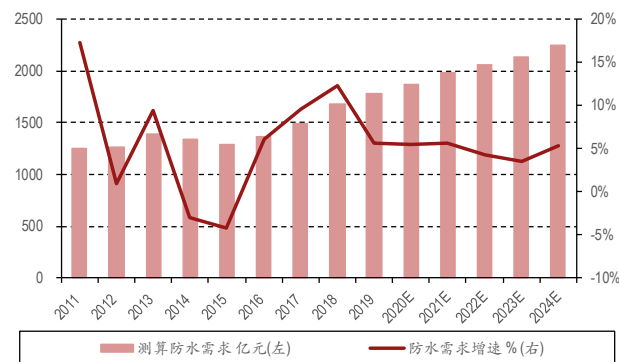
预计 2019 年行业规模 1,777.3 亿元，2024 年将达到 2,251.9 亿元，CAGR4.9%。结构上基建、修缮、涂料需求有所提升：据我们测算，防水行业市场规模从 2008 年 633.4 亿元增长至 2019 年 1,777.3 亿元，CAGR 为 5.0%。从结构来看，住宅、公用建筑、工业建筑、基建、农村需求占比分别为 36.5%、13.4%、17.3%、26.8%、6.0%。卷材和涂料市场规模分别为 1,215.6 亿元和 561.7 亿元；占比分别为 68.4%和 31.6%。新建和修缮需求分别为 1,555.2 和 222.2 亿元；占比分别为 87.5%和 12.5%。根据我们对未来新开工、竣工以及基建投资增速的判断，预计 2024 年行业规模将达到 2,251.9 亿元，CAGR 为 4.9%，行业仍能保持稳步增长。结构上随着基建投资刺激政策出台以及累计竣工房屋增加，未来基建需求和房屋修缮需求占比将有所提升，对应涂料需求占比也将提升。

图表 14. 防水材料产量以及规模以上企业收入平稳增长



资料来源：万得、中国建材经济网、中国防水协会、中银证券

图表 15. 住宅和基建是防水材料最主要的需求来源



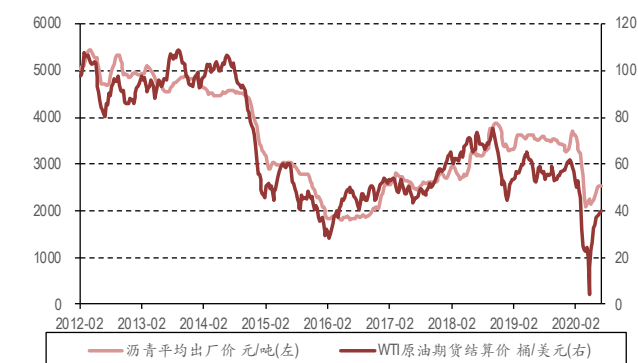
资料来源：万得、中国建材经济网、中国防水协会、中银证券

2. 行业地位：沥青是主要材料，成本较难顺利转嫁

沥青价格与原油价格基本保持同步：沥青是防水材料最重要的材料之一，其价格与原油价格高度相关。且不同与国内其他石油化工产品存在 40 美元/桶保护价的问题，沥青价格与原油价格基本保持同步的关系，沥青价格相对原油价格的偏离非常小。

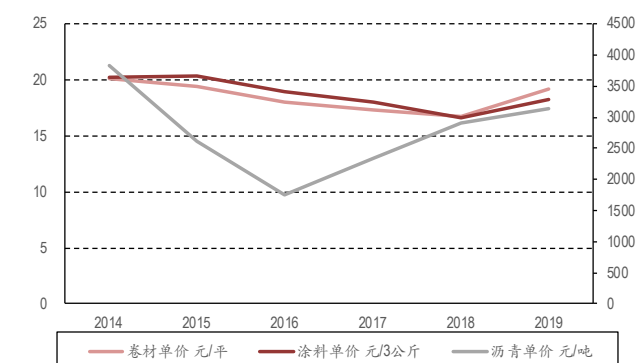
防水材料其他原料大多数价格与沥青高度相关：防水材料其他原料多数也是石油化工产品。其中用于防水卷材的膜类、聚酯胎基；用于防水涂料的聚醚、乳液、石蜡价格都与沥青价格有较高的相关性，通过回归分析，可以直接从沥青采购价格估算其他原材料的采购价格。再通过各类材料的单位消耗量，估算防水卷材和防水涂料的单位材料成本。

图表 16. 沥青价格与原油价格高度相关



资料来源：万得、中银证券

图表 17. 产品价格较难顺利转嫁成本压力



资料来源：科顺股份招股说明书、债券募集说明书、万得、中银证券

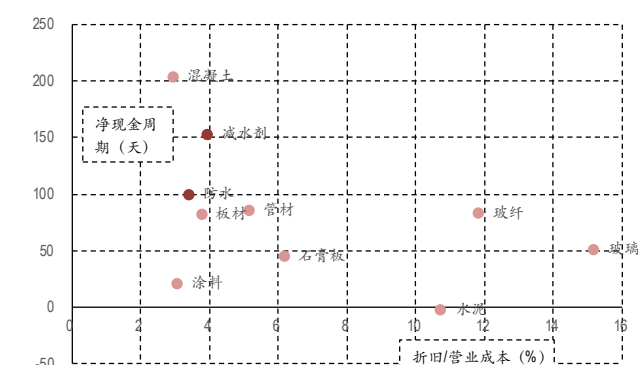
图表 18. 防水材料成本分析

	应用	价格单位	采购均价	价格相关系数	斜率	截距	单位消耗量	单位消耗额/元
沥青	卷材	元/吨	2,764.95	1.00			1.32	3.64
膜类	卷材	元/平	0.63	0.57	0.00011	0.32	1.94	1.23
聚酯胎基	卷材	元/平	2.65	0.84	0.00025	1.96	0.41	1.09
SBS 改性剂	卷材	元/吨	12,333.46	0.06	0.08356	12,102.42	0.06	0.79
基础油	卷材	元/吨	10,477.80	0.84	1.54027	6,219.04	0.15	1.62
聚醚	涂料	元/吨	6,416.90	0.68	0.61217	4,724.28	0.08	0.51
乳液	涂料	元/吨	3,860.05	0.94	1.06988	901.89	0.11	0.41
石蜡	涂料	元/吨	4,808.71	0.53	0.49422	3,442.22	0.08	0.38
异氰酸酯	涂料	元/吨	19,104.98	-0.15	(1.33951)	22,808.67	0.02	0.32

资料来源：科顺股份招股说明书、债券募集说明书、中银证券

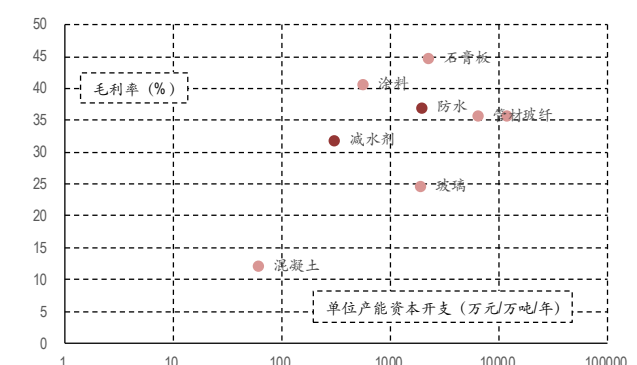
下游对价格不敏感，但产业定价权较弱，企业转嫁成本压力难度较大：从价格端来看，防水材料下游是房屋建筑与基建施工，防水材料占下游建安工程成本占比仅为 1% 左右，相当长一段时间防水施工并不是一个被重视的领域，而且防水材料为标准品，同质化竞争严重，因此企业相对下游定价权较弱，企业转嫁成本压力难度较大。如果沥青等原材料价格下跌，相关企业毛利率则将明显提升。

图表 19. 防水材料规模效应较小，账期较长



资料来源：万得、中银证券

图表 20. 防水材料资本壁垒偏低，毛利率适中



资料来源：万得、中银证券

防水行业总体壁垒较低，上下游议价能力较弱，与减水剂类似，公司内生成长能力更重要：从行业地位来看，防水行业与同属早周期品的减水剂行业有若干相似之处，资本壁垒偏低，规模效应不明显，小企业进入容易，行业格局分散。行业集中有赖于政策法规以及下游格局的驱动。又由于下游以地产基建施工为主，对下游议价能力较低，账期较长；而上游为石油化工行业，成本端是价格的被动接受者。总体来看，防水是一个行业规模温和增长，行业壁垒较低，上下游议价能力偏弱的行业。公司投资价值更多体现在公司内生成长能力。

图表 21.防水材料行业地位有若干相似之处

		减水剂	防水卷材
行业市场结构	生产工艺	简单	简单
	行业门槛	低	低
	行业集中度	低	低
	竞争格局	龙头注重技术服务，市场分散两超多强	龙头产品质量更加，市场分散一超多强
	非标产品	复配企业无法技术服务	原料以次充好
销售渠道	购买途径	混凝土搅拌站或项目土建总包集采	地产或基建项目集采为主
行业地位	成本端	环氧乙烷，原油价格影响明显	沥青，原油价格影响明显
	价格端	下游成本占比小，价格敏感度低	下游成本占比小，价格敏感度低
	需求端	受建筑施工需求影响明显	受新开工数据影响明显
	应收账款	议价能力弱，行业账期长	议价能力弱，行业账期长
	集中度提升逻辑	下游集中、机制砂普及、化工行业监管	下游集中，环保监管

资料来源：公司公告、中银证券整理

3. 行业变局：集中度快速提升趋势不可逆转

防水材料行业呈现快速集中的态势：由于防水材料资本壁垒比较低，中小企业进入较容易，以往防水行业呈现出高度分散的现状，全行业只有东方雨虹一家规模较大的企业。但近年来，行业开始呈现加速集中的态势。最明显的表现就是 500 强企业对于防水材料的首选率越来越明显的集中于少数企业。2017 年，东方雨虹、科顺、宏源、卓宝、德生五家行业龙头已经占 500 强地产防水材料品牌首选率 82%，比 2016 年高 9 个百分点。

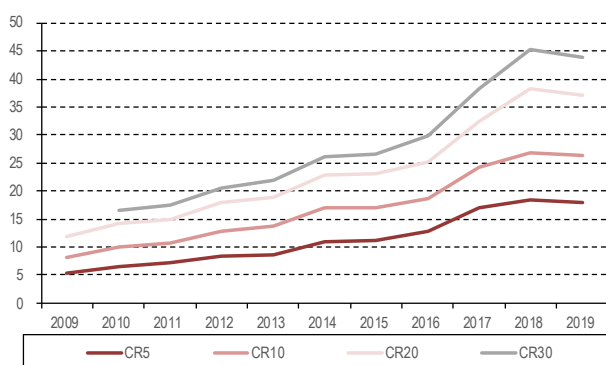
图表 22.房地产 500 强企业防水品牌首选率

防水材料品牌首选率(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	平均
东方雨虹	26	27	29	30	32	36	36	31
科顺	11	10	14	15	20	20	20	16
卓宝	10	9	9	9	11	8	6	9
宏源	6	7	10	14	14	8	2	9
北新(蜀羊+禹王+金拇指)							7	7
凯伦						6	7	7
德生	8	6	6	5	3			6
卧牛山	5							5
蓝盾		2	5	5	5	8	5	5
大禹				4	4	6		5
禹王	8	5	5	4	2	1		4
雨中情						2	5	4
宇虹	5	4	3	3	2		1	3
大明	3	4	3	2	1			3
金雨伞		3	1					2
金拇指						2		2
三棵树-大禹九鼎						1	3	2
蜀羊					1	2		2
远大洪雨							1	1
CR5	63	59	68	73	82	80	76	
CR10	82	77	85	91	95	100	93	

资料来源：中国产业信息网、中银证券

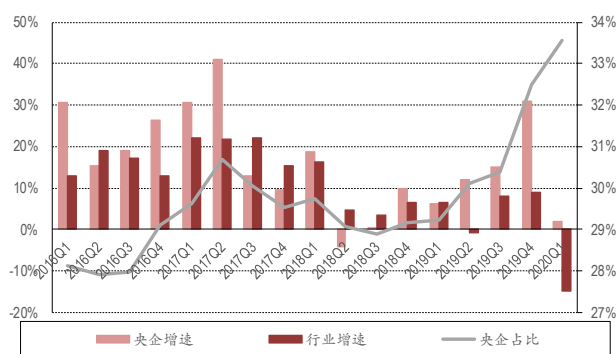
需求端下游集中度提升促使防水行业加速头部集中：下游集中度提升是导致防水行业加速集中的重要原因。近年来，随着地产持续调控，房地产企业融资环境恶化，房地产行业进入剩者为王的格局，头部企业资金实力雄厚，加速周转蚕食中小房企退出后的市场空间。房地产前20企业的市场份额从2010年的15%左右快速提升到2019年的36%。而基建领域则由于经济下滑压力加大，基建投资成为刺激经济的重要手段，基建央企成为推动基建投资的重要抓手。从2016到2020年，八大央企的订单占全建筑行业从28%到34%。随着下游集中，处于成本和质控考虑，头部企业采购权利逐步上移，建材集采逐步在地产和施工总包中推广，防水头部企业质量和品牌优势凸显，进一步催化了防水行业的头部集中。

图表 23. 房地产行业销售面积集中度快速提升



资料来源：万得、中银证券

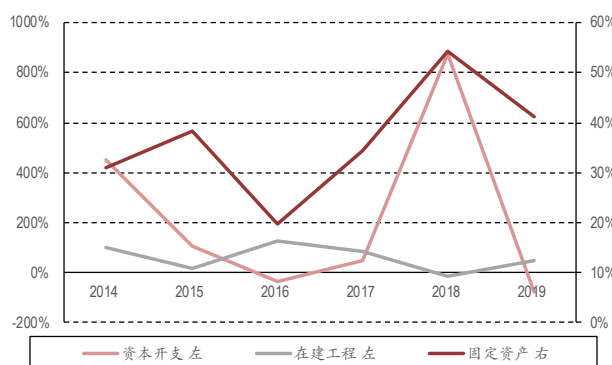
图表 24. 建筑行业订单快速向央企集中



资料来源：万得、中银证券

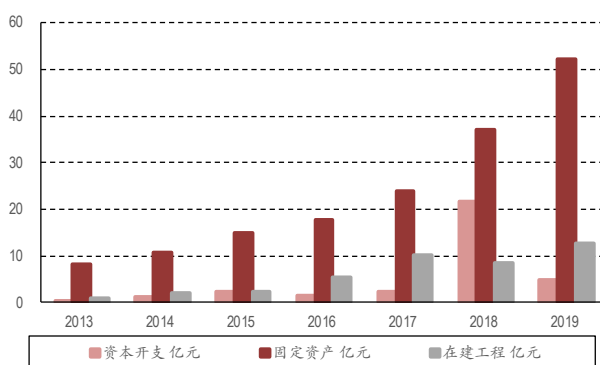
供给侧上市企业增加，有条件的公司开始跑马圈地：防水行业普遍账期较长，对资金需求量较大。上市平台相比其他企业有得天独厚的融资优势，应付日常经营的现金之外，尚有余力进行投资扩产增加市场份额。过往市场上只有东方雨虹一家上市公司，因此东方雨虹实现了快速扩张。随着近年来上市公司增加，部分优质二线龙头同样登陆资本市场并拥有融资平台优势，头部企业开始跑马圈地竞争市场份额。从财务数据来看，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家防水上市公司近年来资本开支、在建工程、固定资产均有加速增长的态势。

图表 25. 防水上市企业资本开支、固定资产加速增长



资料来源：万得、中银证券

图表 26. 防水上市企业资本开支、固定资产加速增长



资料来源：万得、中银证券

其他建材企业进入，行业开始加速整合：除了上市公司增加，其他建材细分行业的龙头也开始涉足防水行业。由于其他建材细分行业并不一定具备头部集中的趋势，防水行业集中态势明显，且进入壁垒相对较低，其他头部企业开始介入防水行业。2019年，北新建材收购蜀羊、金拇指、禹王三家三线防水企业，2018年合计营收19.48亿元成为行业第三龙头。除了北新建材，还有涂料行业的三棵树、管材行业的伟星新材等细分行业龙头纷纷涉足防水行业。更多上市公司的介入进一步推动了行业的整合。

图表 27.北新建材防水业务布局情况

防水品牌首选率	布局区域	2018 年收入-百万元	2018 年净利润-百万元
蜀羊	四川、江西、陕西、上海	611.42	69.11
金拇指	河南、湖南、湖北	577.34	59.57
禹王	辽宁、四川、安徽、湖北、广东	760.00	90.40
合计		1,948.75	219.08

资料来源：北新建材公司公告、各公司官网、中银证券

政策出台，行业门槛提升是行业加速集中的关键变量：2016 年以来，各部委陆续出台政策，对防水行业造成了重大影响。包括防水材料打假，将防水材料列入环保税重点监管对象，强化企业主体责任，提升企业标准，提高防水年限等等，提高了防水行业产品的质量标准 and 环保成本。中小企业成本被抬高，产品质量无法保证，生存空间被挤压，加速退出市场。根据住建部《2020 年工程建设规范和标准编制及相关工作计划（征求意见稿）》，未来住建部还将在地下结构、屋面工程、石油化工、城市桥梁等工程领域提升防水设计标准，产品要求进一步提升，中小企业生存空间进一步被压缩，行业集中度提升的态势将再加速。

图表 28.2016 年以来防水行业相关重大政策

日期	部委	文件	内容
2016-01	质检总局	《建筑防水建材生产许可实施细则》	缩短发证时间，限制许可机关公权力，强化企业主体责任
2018-01	国税局	《中华人民共和国环境保护税法》	环保税正式开征化工等 14 个高污染行业列入重点监控对象
2018-03	质检总局	《2018 年“质检利剑”行动方案》	深入开展以涂料、防水材料为重点的建材产品打假行动
2019-02	住建部	《建筑和市政工程防水通用规范》	大幅提高防水设计年限
2019-05	质检总局	《企业标准“领跑者”重点领域》	防水材料被列为企业标准“领跑者”重点领域
2019-09	国务院	《关于调整工业产品生产许可证管理目录的决定》	取消建筑防水卷材在内的 13 类工业产品生产许可证管理

资料来源：国务院、住建部、国税局、质检总局、中银证券

公司优势：进击的防水材料龙头

1. 扩产能+扩品类，抓紧行业整合先机

目前公司拥有7个生产基地、7个销售分公司、4大品牌：公司目前在产能上有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门7个生产基地，合计卷材产能1.63亿平，涂料产能15.7万吨。销售方面直销渠道有上海、深圳、广州、北京、天津、重庆、南宁7个分公司；经销渠道有接近1000个服务网点。品牌上，公司拥有科顺、依来德、筑通、铂顿四大品牌，分别服务工程施工、室内装修、修缮、金属屋面防水四种应用场景。

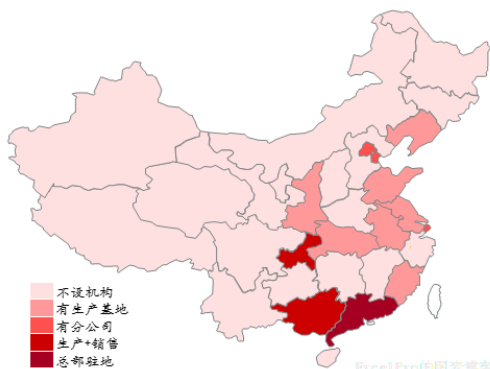
图表 29. 未来公司拟投产基地

	投资额 百万元	沥青卷材 万平	高分卷材 万平	防水涂料 万吨	特种砂浆 万吨	无纺布 万吨	保温板 万立	沥青瓦 万平	沥青涂料 万吨	特种涂料 万吨	非织造布 万平	外加剂 万吨
德州二期	430.0	2,000.0	1,000.0			1.0	20.0	600.0				
渭南基地	530.4	4,000.0	500.0	2.0	10.0							
荆门二期	765.3	4,000.0	500.0	4.0	10.0							
广西基地	500.0	4,000.0		5.0	10.0							
中原基地	500.0	4,000.0		9.0	10.0							
福建基地	700.0	5,000.0		4.0	10.0		4.0		2.0	4.0	5.0	2.0
合计	3,425.7	23,000.0	2,000.0	24.0	50.0	1.0	24.0	600.0	2.0	4.0	5.0	2.0

资料来源：科顺股份公司招股说明书、公司债券募集说明书、中银证券

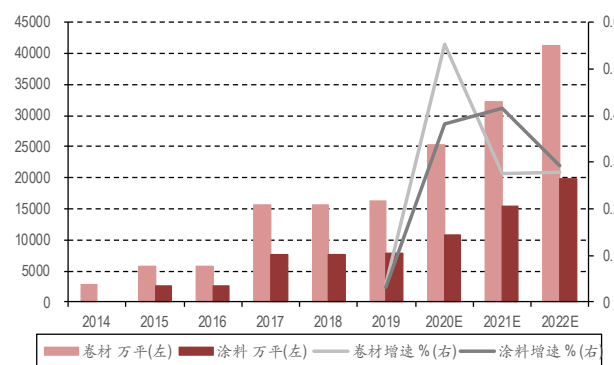
公司加速产能建设，未来2-3年内卷材产能超4亿平，涂料接近40万吨，产值超120亿元：随着行业加速整合，公司上市打开融资渠道，公司开始大举扩张产能规模。IPO募投项目德州二期、荆门二期和渭南基地将在今年陆续投产，合计新增沥青卷材产能1亿平，高分子卷材产能2,000万平；防水涂料产能6万吨。目前公司尚规划广西基地、中原基地、福建基地建设。预计将在2022年前陆续投产，合计新增沥青卷材产能1.3亿平，防水涂料卷材18万平。上述产能投产后，公司将合计拥有卷材产能4.13亿平，涂料产能39.7万吨。按照2公斤涂料等于1平米卷材来换算，全部产能投产后，公司产值可达到120亿元，有望成为行业第二家超百亿龙头。

图表 30. 公司未来全国布局情况



资料来源：科顺股份公司招股说明书、公司债券募集说明书、中银证券

图表 31. 预计未来公司卷材产能可超过4亿平



资料来源：科顺股份公司招股说明书、公司债券募集说明书、中银证券

新增品类覆盖，提升一站式服务能力：从新增产能品类来看，公司不仅新增沥青和涂料产能，在德州二期和福建基地还有新增特种砂浆、特种涂料、保温板、非织造布等相关产能，提升公司一站式服务能力，增加公司应对大客户集采的品种需求。

图表 32. 随着精装房加速渗透，防水集采市场快速扩张

年份		2016	2017	2018	2019
地产投资	万亿	10.3	11.0	12.0	13.2
精装房渗透率	%	12.0	20.0	27.5	32.8
防水市场	亿元	123.1	219.6	330.7	433.6
防水集采增速	%		78.4	50.6	31.1

资料来源：万得、中国产业信息网、中银证券

2. 现金流表现优秀，可持续发展能力更强

“直销+经销”双轮驱动，未来经销占比有望提升：公司采取“直销+经销”双轮驱动的模式，在公司上市以前，直销一直占有比较高的比重，其中 2016 年占比达到 74.6%。但是相比东方雨虹和凯伦股份，这个占比也不算高。公司上市以后，一直着力降低直销渠道的占比，力求做到“直销+经销”双轮驱动，做好市场份额增长和现金流管控的平衡。当前 2020 年公司经销渠道占比仍有 35%左右，预计未来 2-3 年，公司经销占比有望提升到 50%。

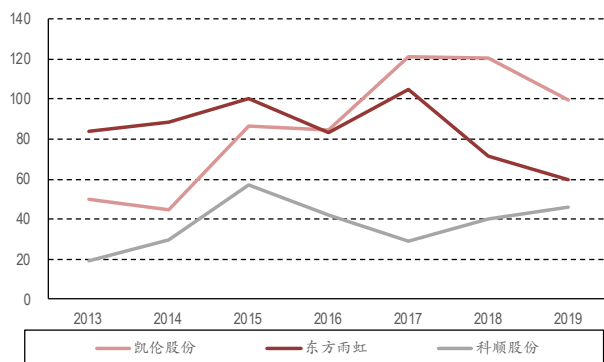
图表 33. 前十大客户占比下降，经销保持较高占比

直销主要客户	所属行业	2014	2015	2016	2017H1
恒大地产	房地产	186.6	196.3	197.3	
万达地产	房地产	62.7	87.0	87.0	19.2
华夏幸福	房地产	62.0	54.0	63.4	27.5
中国建筑	土建施工	25.2	45.1	79.5	54.3
中国交建	土建施工				16.2
首创置业	房地产			19.6	24.0
金牛衣防水	防水施工			26.2	
宝龙地产	房地产	12.7	19.2	28.7	19.8
中天建设	土建施工				11.1
富力地产	房地产	17.5		23.2	
成渝铁路	轨道交通	19.8			
荣盛地产	房地产			13.3	14.5
中信地产	房地产		18.1		
中国中铁	土建施工	9.3	14.6	22.4	15.5
曼宁家屋面	屋面防水	13.5			
中国铁建	土建施工	9.6	9.8		10.6
当代置业	房地产		11.8		
金地股份	房地产		8.6		
直销前十大收入	百万	418.9	464.6	560.7	212.8
直销营收	百万	691.3	814.7	1,093.8	536.3
直销 CR10	%	60.6	57.0	51.3	39.7
经销前十大收入	百万	113.0	114.5	140.5	98.6
经销营收	百万	367.9	384.8	379.6	326.9
经销 CR10	%	30.7	29.8	37.0	30.2
经销收入占比	%	34.7	32.1	25.8	37.9

资料来源：公司招股说明书、中银证券

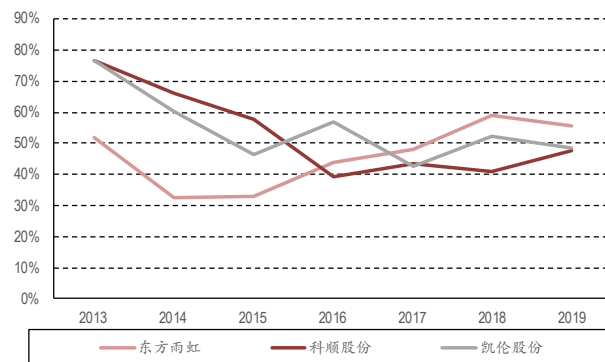
客户数量逐步增加，降低大客户依赖度：除了增加经销渠道占比，公司另一方面逐步增加客户覆盖面，降低重点客户依赖程度，减少现金回款风险。2014 年，公司直销渠道前十大客户营收为 4.19 亿元，占直销渠道营收 60.6%；到 2017 年，前十大客户占比下降为 39.7%。经销渠道前十大客户占比从 2014 年 30.7%下降到 2017 年 30.2%，变化相对较小。

图表 34. 公司净营运周期明显低于同行



资料来源：万得，中银证券

图表 35. 公司负债率低于同行



资料来源：万得，中银证券

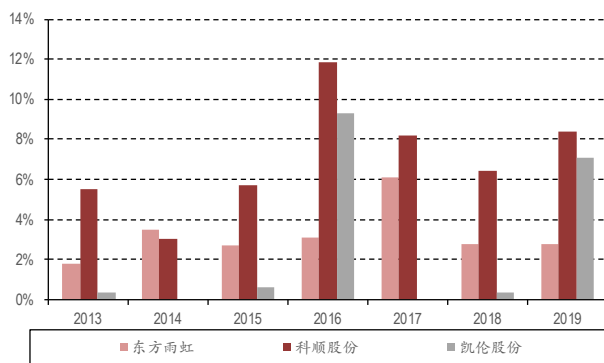
公司现金流相关指标表现优异：由于公司重视经销渠道的发展以及扩大客户覆盖面，公司相比其他防水行业龙头较为突出的是现金流的管控。在现金流占用较多的防水行业，公司净营运周期平均为 40 天，同样条件下凯伦股份约为 100 天，东风雨虹为 60 天；同时公司负债率也明显低于东方雨虹和凯伦股份。表明公司相对其他行业龙头，具有更加可持续发展的能力。

3. 多措施补齐短板，盈利能力提升可期

1. 资产周转率未来有望明显提升

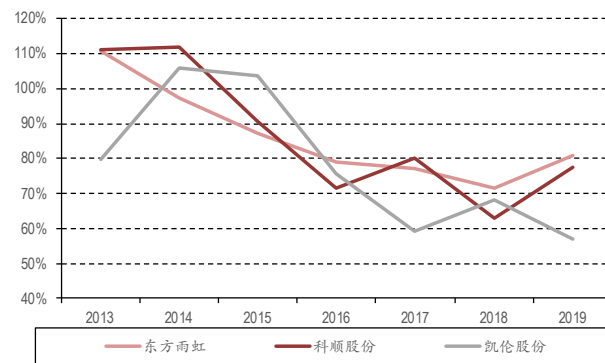
在建工程占比过高，随着产能逐步落地资产周转率有较大提升空间：公司近年来行业第二的地位逐步确立，但从盈利能力来看，可以发现公司资产周转率偏低，利润率偏低稳定性也较差。从资产结构的角度来看，目前公司处于产能快速扩张期，在建工程占资产结构比重不断提升，高于东方雨虹和凯伦股份的水平。在建工程占用了资产份额但不能提供对应的出货量，因此拉低了资产周转率水平。我们认为随着后续公司产能逐步落地出货，未来资产周转率有望回升到上市前水平。

图表 36. 公司在建工程资产占比明显高于同行



资料来源：万得，中银证券

图表 37. 资产周转率逐年下降

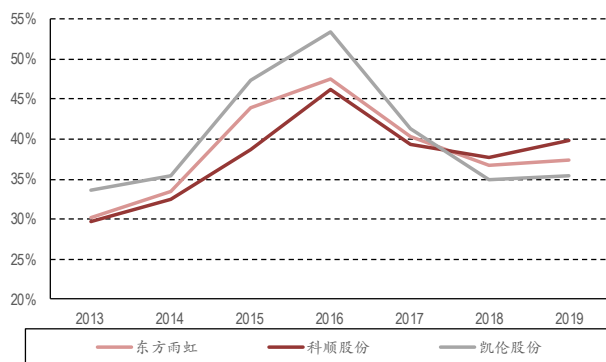


资料来源：万得，中银证券

2. 丰富产品线与建设储罐稳定利润率

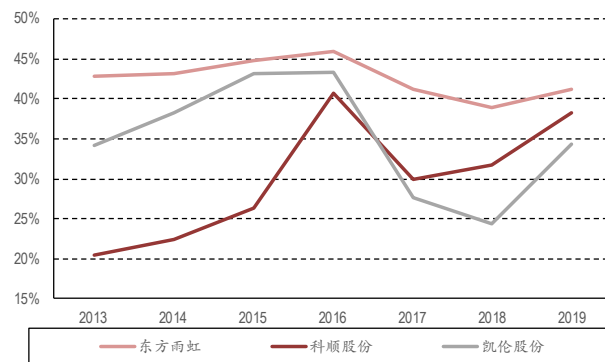
丰富产品线与建设沥青储罐，毛利率稳定性有望提升：横向比较科顺股份和同行业上市公司毛利率，可以发现公司毛利率较低，稳定性较差，表现不如东方雨虹。我们认为主要的原因是公司产品结构较为单一，基本都是防水卷材和防水涂料，原材料绝大多数都是石油化工品，价格和石油沥青有非常高的相关性，毛利率受到影响较大。相比之下，东方雨虹毛利率较高，表现较为稳定，主要是其产品结构较为丰富，同时建设了足够多的沥青储罐用于对冲沥青价格波动带来的风险。目前公司新建生产基地包括荆门二期、渭南基地、德州二期基地也有规划沥青储罐。随着公司后续逐步丰富产品线以及建设沥青储罐，未来公司毛利率稳定性有望提升。

图表 38.三大龙头防水卷材毛利率



资料来源：万得，中银证券

图表 39.三大龙头防水涂料毛利率

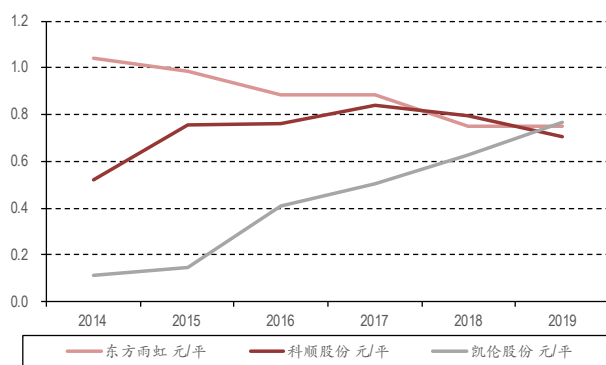


资料来源：万得，中银证券

3. 布局落地与加快研发提升利润率

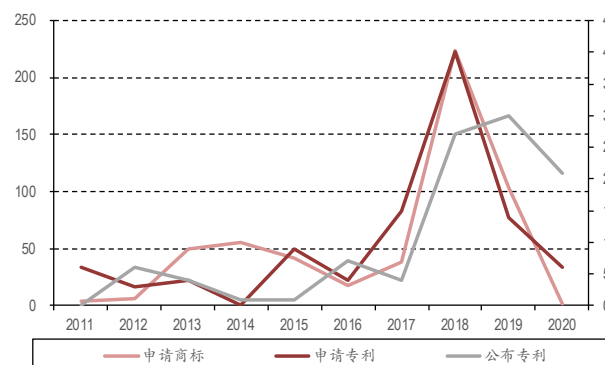
产能逐步落地，单位运费有较大下降预期：目前公司单位产品运费与东方雨虹和凯伦股份类似，都是 0.7 元/平左右。但是从历史趋势来比较，可以发现东方雨虹一直处于下降的态势，而凯伦股份近年来一直在提升。科顺呈现先升后降的态势。我们认为凯伦股份目前仍处于客户扩展期，因此单位运费处于上升通道。东方雨虹各区域产能逐渐布局完善，因此运费逐步下降。当前科顺股份正处于产能快速扩张期，随着产能进一步完善，未来公司单位运费有望下降，公司经营利润率有提升空间。

图表 40.三大龙头产品单位运输费用



资料来源：万得，中银证券

图表 41.科顺股份专利等产出明显增加



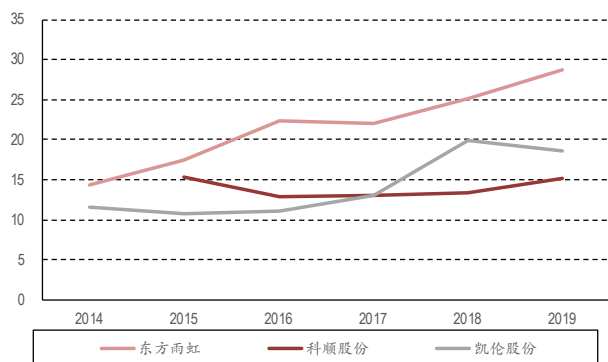
资料来源：万得，中银证券

加大研发投入，产品附加值有望提升：近年来，公司不断加大研发投入，2019 年研发支出占营业收入为 4.5%，高于凯伦股份和东方雨虹。随着研发持续投入，近年来专利、技术、商标等知识产权数量有了明显提升。我们认为随着公司相关技术专利数量提升，公司产品附加值有望得以改善，进一步打造公司业内龙头品牌，提升公司产品利润率。

4. 加大员工激励力度改善公司经营效率

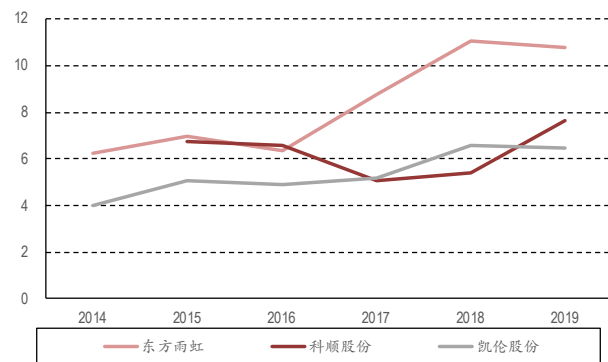
东方雨虹经营效率高，实现精简人数、提升效率、优化产值：横向比较，东方雨虹公司经营效率有明显优势。从员工角度来看，东方雨虹做好员工激励，绑定员工和经销商等各方利益。实现了精简人数，提升效率，优化产值的目标。员工工资高于同行，人均产值高于同行，但单位人工成本又低于同行。

图表 42. 东方雨虹销售人员工资最高



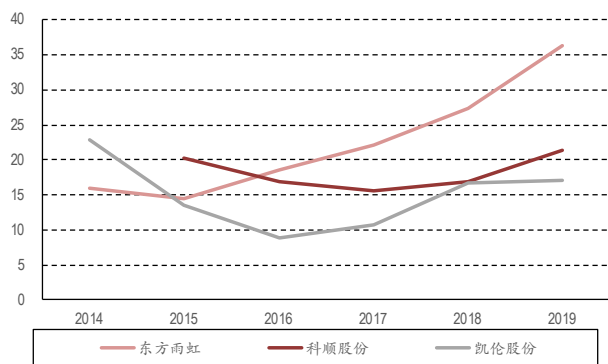
资料来源：万得，中银证券

图表 43. 东方雨虹生产人员工资最高



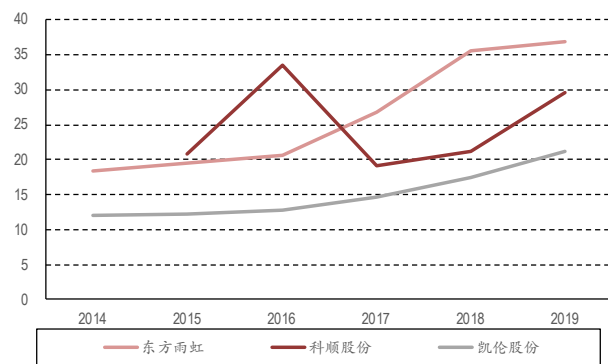
资料来源：万得，中银证券

图表 44. 东方雨虹人均销量最高



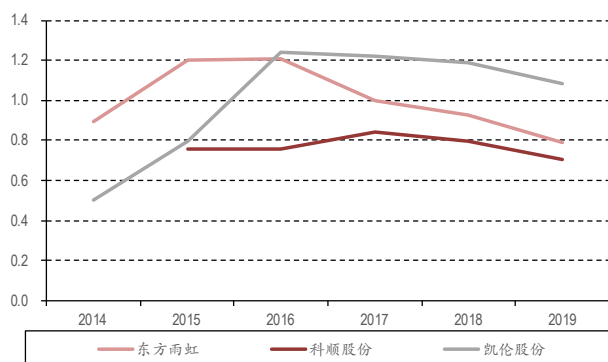
资料来源：万得，中银证券

图表 45. 东方雨虹人均产量最高



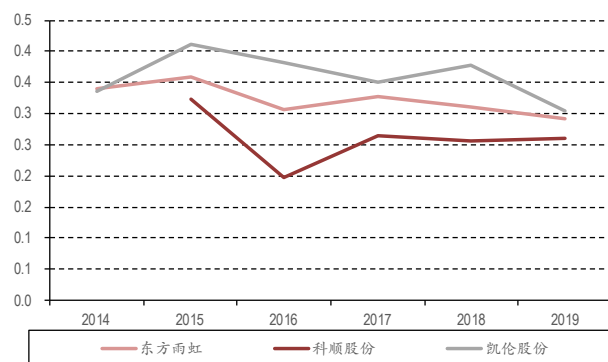
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 东方雨虹单方销售费用较低



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 三大龙头单方人工费用比较



资料来源：万得，中银证券

出台多轮员工股权激励，公司经营效率有望提升：公司上市以来也着手跟进员工激励，2018 年以来执行了两轮员工股权激励，其中 2018 年股票激励总数 800 万股，期权激励总数 1,600 万股，分别占总股本 1.3% 和 2.6%。2020 年第二轮股权激励授予激励性股票 540.01 万股，占总股本 0.89%。公司通过多轮推动员工股权激励计划，进一步绑定员工与公司利益，有助于进一步提升公司经营效率。

图表 48. 公司股权激励概况

股权激励	2020 年 6 月	2018 年 8 月	2018 年 8 月
方案进度	实施	实施	实施
激励标的物	股票	股票	期权
激励方式	上市公司提取激励基金买入流 通 A 股	上市公司提取激励基金买入流 通 A 股	授予期权,行权股票来源为上市 公司定向发行股票
激励总数	540.01	800.00	1,600.00
占总股本	0.89%	1.31%	2.62%
首次授予	480.60	721.00	1442.00
预留部分	59.41	79.00	158.00
行权价格	10.27	6.58	13.15
有效期	4.00	4.00	4.00
预案公告日	2020-05-13	2018-06-28	2018-06-28
股东大会日	2020-05-28	2018-07-17	2018-07-17
实施公告日	2020-06-09	2018-07-28	2018-07-28

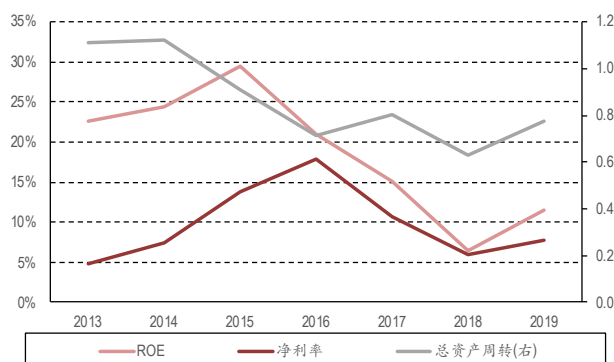
资料来源: 万得、中银证券

财务分析与预测估值

1. 财务分析

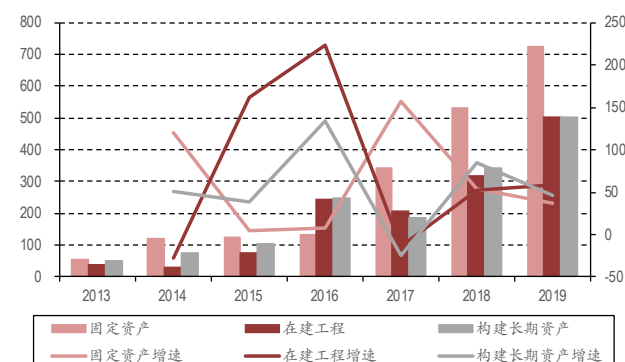
2019 年以来公司迎来业绩爆发期：2019 年公司营收 46.5 亿元，同增 50.2%；归母净利 3.6 亿元，同增 96.1%，全面迎来业绩爆发期。2020 年继续延续 2019 年良好态势，一至三季度收入 43.4 亿元，同增 30.3%；归母净利 5.7 亿元，同增 113.2%。其中三季度营收 16.8 亿元，同增 24.0%；归母净利 2.8 亿元，同增 175.1%。主要原因是上半年沥青价格下降加上公司销量增长导致利润加速提升。

图表 49. 近年公司 ROE 偏低，但有好转迹象



资料来源：万得，中银证券

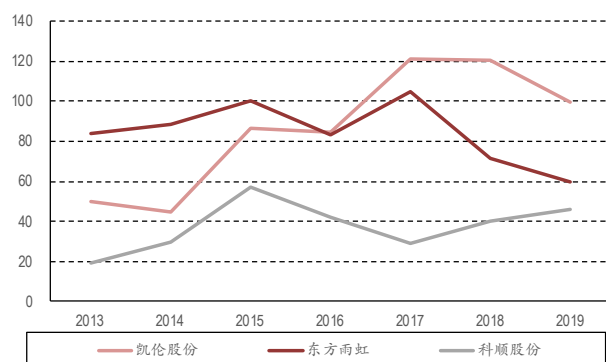
图表 50. 公司目前处于快速扩张期



资料来源：万得，中银证券

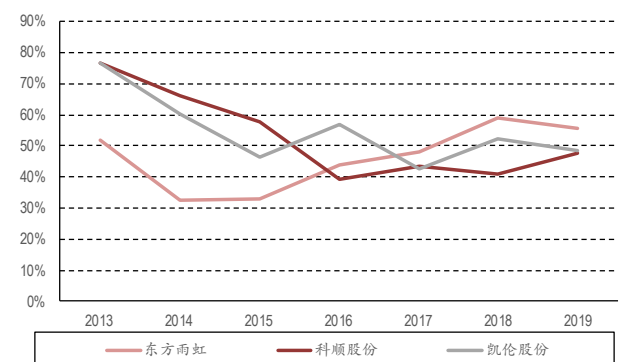
公司未来盈利能力提升空间较大，确定性高：从盈利能力来看，2017-2018 年公司 ROE 偏低，2019 年有好转态势。我们认为主要有两个原因。第一是公司产品价格相对稳定，利润率和原料成本挂钩。2017-2018 年原油价格上涨冲低公司利润水平，未来随着原油价格下滑以及公司逐步建立沥青储备，利润率有提升空间。第二是公司周转率偏低。目前公司处于快速扩张期，固定资产快速增长，但部分产能还没有完全达产。随着公司逐步完成布局，后续业绩加速放量，周转率提升空间较大。随着公司完成布局规模逐步扩大，我们认为后续公司净利率可稳定在 10% 以上，周转率达到 1.0，参照目前的负债率，ROE 可以达到 15% 左右的水平，具有相当好的盈利能力。

图表 51. 公司净营运周期明显低于同行



资料来源：万得，中银证券

图表 52. 公司负债率低于同行



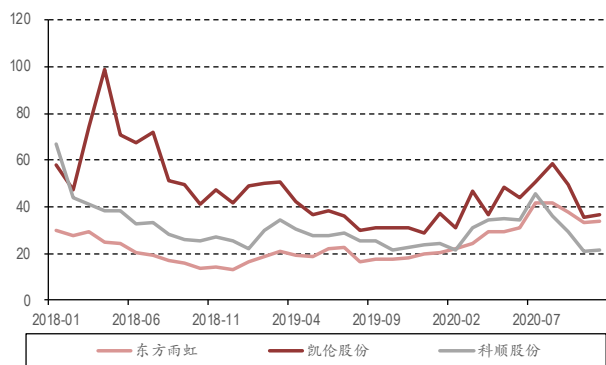
资料来源：万得，中银证券

现金流相关指标表现优异：公司相比其他防水行业龙头较为突出的是现金流的管控。在现金流占用较多的防水行业，公司净营运周期平均为 40 天，同样条件下凯伦股份约为 100 天，东风雨虹为 60 天；同时公司负债率也明显低于东方雨虹和凯伦股份。表明公司相对其他行业龙头，具有更加可持续发展的能力。

2. 估值分析

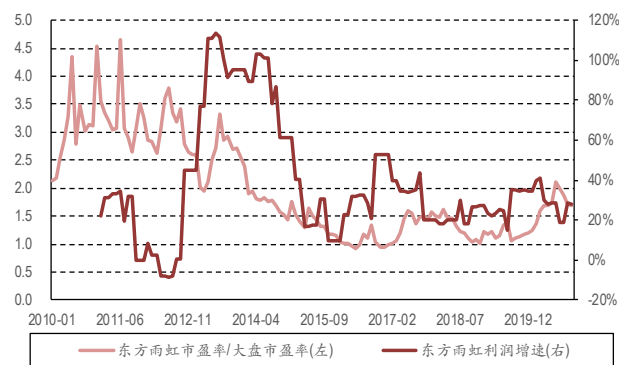
参考历史数据以及横向比较，公司目前估值处于较低：参考历史数据，公司市盈率最高时期超过 60 倍，最低时期市盈率为 21 倍，目前公司市盈率仅为 21 倍，处于历史最低水平。横向比较三家上市防水龙头，东方雨虹规模最大市盈率最低为 34.1 倍，凯伦股份规模最小市盈率最高为 36.6 倍。横向比较，目前公司估值明显低于其他同行。

图表 53. 科顺股份目前估值处于适中水平



资料来源：万得，中银证券

图表 54. 东方雨虹业绩高速增长前估值水平较高



资料来源：万得，中银证券

参考东方雨虹估值变化历程，公司估值进一步提升仍有空间：近期防水行业上市公司估值均在较短时间内快速提升，主要的原因是上半年疫情影响下公司经营情况均好于市场预期，行业集中度提升逻辑进一步被市场所认知。相比东方雨虹，科顺股份业绩释放期才刚刚开始。参考过往 10 年东方雨虹估值变化历程，可以发现在业绩释放期前，东方雨虹市盈率超过 60 倍，是大盘估值的 3 倍以上，从这个角度来说，目前公司相比东方雨虹有更高的成长性溢价，估值进一步提升仍有空间。

3. 盈利预测

根据公司未来产能规划可推算未来产品销量：根据公司目前产能规划，2020-2021 年公司渭南基地、德州二期基地、荆门二期基地将陆续投产。同时广西基地、中原基地、福建基地将陆续展开建设。参考防水生产基地的建设周期，预计上述三个基地将在 2021-2022 年陆续投产。据此预计公司 2020-2022 年防水卷材产能分别为 2.61 亿平、3.31 亿平、4.11 亿平；防水涂料产能分别为 21.65 万吨、27.65 万吨、33.65 万吨。参考往年公司的产能利用率，假设公司未来三年产能利用率都维持在 90%，可大致推算公司主要产品销量。

从沥青价格出发可推算公司主要产品成本水平：参照以往数据，公司主要产品售价一般保持相对稳定水平，决定公司产品毛利的主要是成本端的波动。主要原材料沥青价格与原油价格高度相关，由于 2020 年全年沥青价格较低，且公司采取套期保值交易降低成本，假设 2020 年沥青平均采购价格约为 2650 元/吨，后续年份回升至 2900 元/吨。其他原料价格与沥青有较强相关性，可大致推算。结合各原材料单位消耗量，可计算各产品成本。

综合考虑公司未来产能投放以及原料价格变动情况，预计 2020-2022 年公司营收分别为 62.3、81.5、127.9 亿元，归母净利分别为 7.9、9.4、13.4 亿元，EPS 分别为 1.29、1.54、2.20。

图表 55.2020-2022 公司盈利测算

		2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
防水卷材								
产能	亿平	0.6	0.7	1.1	1.7	2.6	3.3	4.1
销量	亿平	0.5	0.8	1.2	1.7	2.3	3.1	5.0
平均价格	元/平	18.0	17.4	16.8	19.1	19.0	18.8	18.6
平均成本	元/平	8.4	10.2	10.9	12.4	11.6	11.9	12.0
收入	亿元	9.9	13.5	20.4	31.7	44.6	59.1	92.2
成本	亿元	4.6	7.9	13.3	20.5	27.3	37.4	59.7
营收增速	%	23.7	36.2	51.8	55.0	40.8	32.5	55.9
毛利率	%	53.3	41.3	35.0	35.4	38.9	36.8	35.3
防水涂料								
产能	万吨	2.5	5.5	9.0	15.7	21.7	27.7	39.7
销量	万吨	5.0	6.7	10.6	15.1	19.5	26.3	47.6
平均价格	元/公斤	6.3	6.0	5.5	6.1	6.1	6.0	5.9
平均成本	元/公斤	3.6	4.3	4.2	4.0	4.0	3.9	3.9
收入	亿元	3.2	4.0	5.9	9.2	11.9	15.8	28.1
成本	亿元	1.8	2.9	4.4	6.1	7.8	10.3	18.8
营收增速	%	21.6	25.4	47.0	57.0	28.8	32.6	78.1
毛利率	%	43.3	27.7	24.4	34.3	34.1	34.7	33.2
工程业务								
收入	亿元	1.6	2.8	4.4	5.0	5.8	6.7	7.7
成本	亿元	1.0	1.8	3.4	3.9	4.4	5.0	5.8
营收增速	%	21.9	73.4	57.9	13.6	15.0	15.0	15.0
毛利率	%	40.7	37.6	24.4	23.3	25.0	25.0	25.0
合计								
总收入	亿元	14.7	20.3	30.8	46.0	62.3	81.5	127.9
总成本	亿元	7.4	12.6	21.1	30.4	39.5	52.7	84.2
毛利润	亿元	7.3	7.7	9.7	15.6	22.8	28.9	43.7
净利润	亿元	2.6	2.2	1.9	3.6	7.9	9.4	13.4

资料来源：万得、中银证券测算

投资建议

基建需求反弹+行业加速集中+大量产能投放，业绩高增可期：公司深耕防水材料行业二十余年，目前防水卷材产能 1.63 亿平，涂料产能 15.65 万吨，排名行业第二，已经与行业第二梯队拉开差距。目前防水行业在下游集中度提升等多重因素催化下，集中度加速提升。公司作为行业龙头，充分享受集中度提升红利。预计随着基建投资需求反弹，同时行业加速集中，而公司有较多产能投放，后续公司业绩有望持续快速增长。预计 2020-2022 年公司营收分别为 62.3、81.5、127.9 亿元，归母净利润分别为 7.9、9.4、13.4 亿元，EPS 分别为 1.29、1.54、2.20。

风险提示

1. **基建与房建需求不及预期：**防水材料需求和建筑行业施工需求息息相关，下游需求波动对行业乃至公司出货量有较大影响。
2. **行业集中度提升不及预期：**公司作为行业龙头，是集中度提升的受益者。但行业集中度提升有赖于政策强力推进。若集中度提升不及预期则可能面临产能过剩的困境。
3. **产能投放进度不及预期：**公司未来有较多产能投放，也是未来公司业绩高速增长的关键前提。其中任何产能投放不及预期都将影响公司未来的高速增长。
4. **原材料超预期波动：**原材料波动对公司产品单位利润有至关重要的影响。若原油价格超预期上涨，则公司产品将面临 2018-2019 年同样利润率较低的局面。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	3,097	4,652	6,297	8,234	12,887
销售成本	2,124	3,092	3,992	5,321	8,486
经营费用	573	814	1,285	1,680	2,629
息税折旧前利润	293	517	1,122	1,430	2,038
折旧及摊销	42	66	153	263	361
经营利润(息税前利润)	251	452	970	1,167	1,676
净利息收入/(费用)	(28)	(20)	(6)	(17)	(33)
其他收益/(损失)	31	25	1	2	2
税前利润	223	432	963	1,150	1,643
所得税	38	68	178	213	304
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
净利润	185	363	785	937	1,339
核心净利润	154	338	784	935	1,337
每股收益(人民币)	0.304	0.597	1.290	1.539	2.200
核心每股收益(人民币)	0.254	0.556	1.288	1.536	2.197
每股股息(人民币)	0.038	0.050	0.190	0.230	0.330
收入增长(%)	52	50	35	31	57
息税前利润增长(%)	(10)	80	115	20	44
息税折旧前利润增长(%)	(4)	77	117	27	42
每股收益增长(%)	(16)	96	116	19	43
核心每股收益增长(%)	(29)	119	132	19	43

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	223	432	963	1,150	1,643
折旧与摊销	42	66	153	263	361
净利息费用	28	20	6	17	33
运营资本变动	213	(15)	544	181	794
税金	175	333	182	205	316
其他经营现金流	(453)	(690)	(341)	(381)	(570)
经营活动产生的现金流	(198)	175	419	1,073	990
购买固定资产净值	340	502	990	714	856
投资减少/增加	615	(608)	0	0	0
其他投资现金流	0	951	1,003	723	865
投资活动产生的现金流	(955)	1,056	13	9	10
净增权益	1,300	(179)	0	0	0
净增债务	263	153	0	0	0
支付股息	31	30	115	140	201
其他融资现金流	102	6	(18)	(25)	(42)
融资活动产生的现金流	1,635	(50)	(134)	(165)	(242)
现金变动	481	230	(693)	203	(99)
期初现金	346	906	1,181	488	691
公司自由现金流	(1,154)	1,231	431	1,082	999
权益自由现金流	(789)	1,390	413	1,056	958

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	906	1,181	488	691	593
应收帐款	1,888	2,541	3,397	4,400	6,866
库存	303	585	803	1,059	1,683
其他流动资产	98	709	211	211	211
流动资产总计	3,806	4,517	4,900	6,361	9,352
固定资产	530	724	1,622	2,177	2,663
无形资产	121	139	135	130	125
其他长期资产	467	613	558	458	471
长期资产总计	1,118	1,476	2,314	2,765	3,260
总资产	4,924	5,993	7,214	9,126	12,612
应付帐款	1,170	1,584	2,077	2,805	4,540
短期债务	286	511	511	811	1,311
其他流动负债	411	648	685	735	796
流动负债总计	1,867	2,742	3,273	4,351	6,646
长期借款	126	74	74	74	74
其他长期负债	21	29	49	86	138
股本	611	608	608	608	608
储备	2,299	2,541	3,210	4,008	5,146
股东权益	2,910	3,149	3,818	4,615	5,754
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,924	5,993	7,214	9,126	12,612
每股帐面价值(人民币)	4.78	5.17	6.28	7.59	9.47
每股有形资产(人民币)	5.85	9.49	11.47	14.63	20.37
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(0.94)	0.24	0.46	1.53

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.4	11.1	17.8	17.4	15.8
息税前利润率(%)	8.1	9.7	15.4	14.2	13.0
税前利润率(%)	7.2	9.3	15.3	14.0	12.7
净利率(%)	6.0	7.8	12.5	11.4	10.4
流动性					
流动比率(倍)	2.0	1.6	1.5	1.5	1.4
利息覆盖率(倍)	10.5	25.7	181.4	83.6	61.7
净权益负债率(%)	(16.2)	(18.0)	3.8	6.1	16.2
速动比率(倍)	1.9	1.4	1.3	1.2	1.2
估值					
市盈率(倍)	78.0	39.8	18.4	15.4	10.8
核心业务市盈率(倍)	93.6	42.7	18.4	15.5	10.8
市净率(倍)	5.0	4.6	3.8	3.1	2.5
价格/现金流(倍)	(16.7)	11.7	33.5	13.3	14.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	49.6	27.9	12.9	10.1	7.1
周转率					
存货周转天数	35.7	45.9	46.6	46.9	47.7
应收帐款周转天数	222.5	199.3	196.9	195.1	194.4
应付帐款周转天数	201.0	187.0	189.9	192.4	195.3
回报率					
股息支付率(%)	12.4	8.4	14.7	14.9	15.0
净资产收益率(%)	6.4	11.5	20.6	20.3	23.3
资产收益率(%)	3.8	6.1	10.9	10.3	10.6
已运用资本收益率(%)	6.2	10.1	17.8	17.0	18.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371