

科顺股份 (300737.SZ)

产能+渠道扩张提升份额，优化管理开启优质成长

科顺股份：防水材料行业规模第二企业，份额提升快速成长。科顺股份成立于1996年，是行业规模第二的防水企业。2013-2019年营业收入及归母净利复合增速分别为33%和45%；2019年公司实现营业收入46.52亿元，同比增长50.22%。截至2019年末，公司共计拥有防水卷材产能1.63亿平，防水涂料产能15.65万吨，预计公司在建生产基地及产能投产后公司防水材料产能有望翻倍。

防水行业规模超千亿，头部企业加速集中。2019年，我国防水材料规模以上企业收入约990亿元，按规模以上企业产值占整个行业的一半计算，防水行业整体规模大概为2000亿元。防水行业需求稳定，份额持续向头部企业集中，中小企业逐步退出市场。随着住宅质保期延长，防水质量要求提升，非标产品逐步被取代，防水材料单耗有望提升支撑市场需求。同时我们看到建材子行业跨界涌入防水，北新、三棵树、亚士等企业纷纷进军防水，龙头企业扩产收购动作频出，加速行业份额向头部企业集中。

产能布局+渠道扩张+管理改善，成长优质优速。
1) 产能：加快全国布局，产能陆续释放。截至2019年末，公司有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南共计八个生产基地，共计拥有防水卷材产能1.63亿平，防水涂料产能15.65万吨。目前公司有荆门科顺尚未完全投产，渭南科顺、德州科顺二期、三明科顺等项目在建，在建项目投产后21年产能预计将达到：防水卷材3.3亿平，防水涂料33万吨。随着产能陆续落地，公司运输费用率等有望进一步摊薄，收入及盈利高速增长确定性较强。
2) 渠道：“直销+经销”双轮驱动，经销布局加快。直销业务方面，公司聚焦与大型房企的战略合作，持续扩增合作房企数量及扩大份额。同时公司为抢占市场及降低大客户应收账款风险，加快经销渠道布局，从2018年600家左右经销商发展到目前近1200家经销商，公司加快经销商拓展填补空白市场，同时加大对经销商扶持力度，完善销售网络。
3) 公司治理：提质增效成果显著，激励计划激发团队动力。公司优化经营质量成果显著，现金流持续向好，同时人效不断提升，管理费用率从2016年的7.71%下降到2019年的4.42%。此外公司推行多次激励计划授予中层管理人员及技术骨干股权，深度绑定核心员工，强化激励。

投资建议：防水行业需求稳定增长，公司作为行业规模第二的龙头企业受益于行业和客户集中度提升；公司加快全国生产基地和经销网络布局，随着新增产能陆续投产，公司有望不断提升市场份额，规模和业绩有望持续快速增长。同时，公司上市以来加快产能和渠道布局，激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。我们预计公司2020-2022年实现营业收入60.52亿元、80.40亿元和104.72亿元，归母净利润8.17亿元、10.71亿元和13.53亿元，对应EPS分别为1.34、1.75、2.21元，对应PE分别为16、12、10倍；相较于同业目前公司估值水平较为低估，考虑到公司较好的成长性与经营质量，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,097	4,652	6,052	8,040	10,472
增长率 yoy (%)	51.9	50.2	30.1	32.8	30.2
归母净利润(百万元)	185	363	817	1,071	1,353
增长率 yoy (%)	-14.9	96.1	124.9	31.1	26.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.30	0.59	1.34	1.75	2.21
净资产收益率(%)	6.4	11.5	20.6	21.3	21.2
P/E(倍)	71.1	36.2	16.1	12.3	9.7
P/B(倍)	4.5	4.2	3.3	2.6	2.1

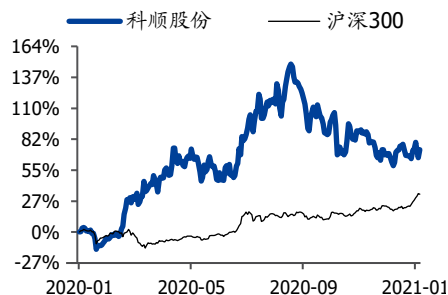
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (首次)

股票信息

行业	其他建材
最新收盘价	21.55
总市值(百万元)	13,171.81
总股本(百万股)	611.22
其中自由流通股(%)	49.38
30日日均成交量(百万股)	6.35

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com



内容目录

1、科顺股份：防水头部企业，份额提升快速成长.....	5
1.1、科顺股份：防水行业第二规模企业，份额提升快速成长.....	5
1.2、业绩快速增长，盈利情况持续好转.....	5
1.3、股权结构.....	7
2、防水行业：市场规模超千亿，行业集中加快.....	8
2.1、行业规模超千亿，下游需求稳定.....	8
2.2、防水行业标准提高，质保期延长，经营规范化.....	9
2.2.1、住宅质保期延长，防水质量要求提升.....	9
2.2.2、防水修缮市场空间较大，有望带动防水材料需求.....	10
2.3、头部企业扩产及收购，驱动集中度提升.....	11
3、科顺股份：产能布局+渠道扩张+管理改善，成长优质优速.....	14
3.1、加快生产基地建设，产能扩张成长可期.....	15
3.2、“直销+经销”双轮驱动，加快经销渠道拓展.....	18
3.3、经营效率不断提升，提质增效成果显著.....	19
3.4、借助资本优势加速扩张，激励计划激发团队动力.....	21
4、盈利预测和投资建议.....	22
4.1、盈利预测假设.....	22
4.2、投资建议.....	24
风险提示.....	25

图表目录

图表 1: 科顺股份历史沿革.....	5
图表 2: 科顺股份营业收入及增速.....	6
图表 3: 科顺股份归母净利润及增速.....	6
图表 4: 科顺股份产品结构变动情况（亿元）.....	6
图表 5: 科顺股份分区域收入结构情况.....	6
图表 6: 科顺股份分产品毛利率情况.....	7
图表 7: 科顺股份期间费用率情况.....	7
图表 8: 科顺股份防水卷材销量和均价变动情况.....	7
图表 9: 科顺股份防水涂料销量和均价变动情况.....	7
图表 10: 科顺股份股权结构（截至 2020 年 H1）.....	7
图表 11: 水对建筑物的危害.....	8
图表 12: 主要防水材料分类及特征.....	8
图表 13: 规模以上防水业务企业主营业务收入（亿元）.....	9
图表 14: 规模以上防水企业数量.....	9
图表 15: 住宅质保期延长，屋面和卫生间防水设计工作年限不低于 20 年.....	10
图表 16: 平屋面工程防水做法.....	10
图表 17: 我国建筑屋面渗漏率、地下建筑渗漏率等居高不下.....	10
图表 18: 老旧小区改造防水需求.....	11
图表 19: 全国精装修商品房渗透率提升.....	11
图表 20: 地产行业集中度不断提升.....	11
图表 21: 主要防水企业市场占有率变动情况.....	12

图表 22: 主要防水材料企业防水业务营收及市占率情况 (2019 年)	12
图表 23: 主要防水和涂料企业相互渗透	12
图表 24: 北新建材收购前防水行业竞争格局	13
图表 25: 北新建材收购完成后进入防水行业的第二梯队	13
图表 26: 三棵树防水业务全渠道策略打造防水渠道体系 (收入)	13
图表 27: 亚士创能拟建设的防水业务产能	13
图表 28: 2018-2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料供应商品牌	14
图表 29: 科顺股份采用多品牌战略	15
图表 30: 科顺股份防水材料生产基地布局情况	15
图表 31: 防水行业主要公司单位生产员工人均产值指标 (万元)	16
图表 32: 防水行业主要公司运输费用率对比	16
图表 33: 科顺股份已有生产基地产能情况 (截至 2019 年年末)	16
图表 34: 科顺股份在建及拟建设的生产基地产能情况	17
图表 35: 科顺股份防水卷材历年产能及产能利用率	17
图表 36: 科顺股份防水涂料历年产能及产能利用率	17
图表 37: 科顺股份多品类产品布局情况	18
图表 38: 科顺股份直销和经销占比变动情况 (其中 2017 以前的数据是计入包工包料业务的直销和分销占比)	19
图表 39: 科顺股份经销商数量变动情况 (个)	19
图表 40: 科顺股份销售人员数量及人均薪酬 (人, 万元/人)	19
图表 41: 科顺股份人均创收及增速	19
图表 42: 科顺股份管理费用率持续下降	20
图表 43: 科顺股份逐步缩减管理人员数量提升效率 (人)	20
图表 44: 科顺股份研发投入及增速	20
图表 45: 防水行业主要公司研发费用率对比	20
图表 46: 科顺股份经营性现金流量净额变化	21
图表 47: 科顺股份季度收现比、付现比变化	21
图表 48: 公司上市以来融资情况汇总	21
图表 49: 科顺股份三次激励计划情况	21
图表 50: 第三次限制性股票激励计划首次授予部分的各年度业绩考核目标	22
图表 51: 2020H1 科顺股份高管持股情况	22
图表 52: 公司分业务盈利预测 (百万元)	24
图表 53: 可比公司估值表	25

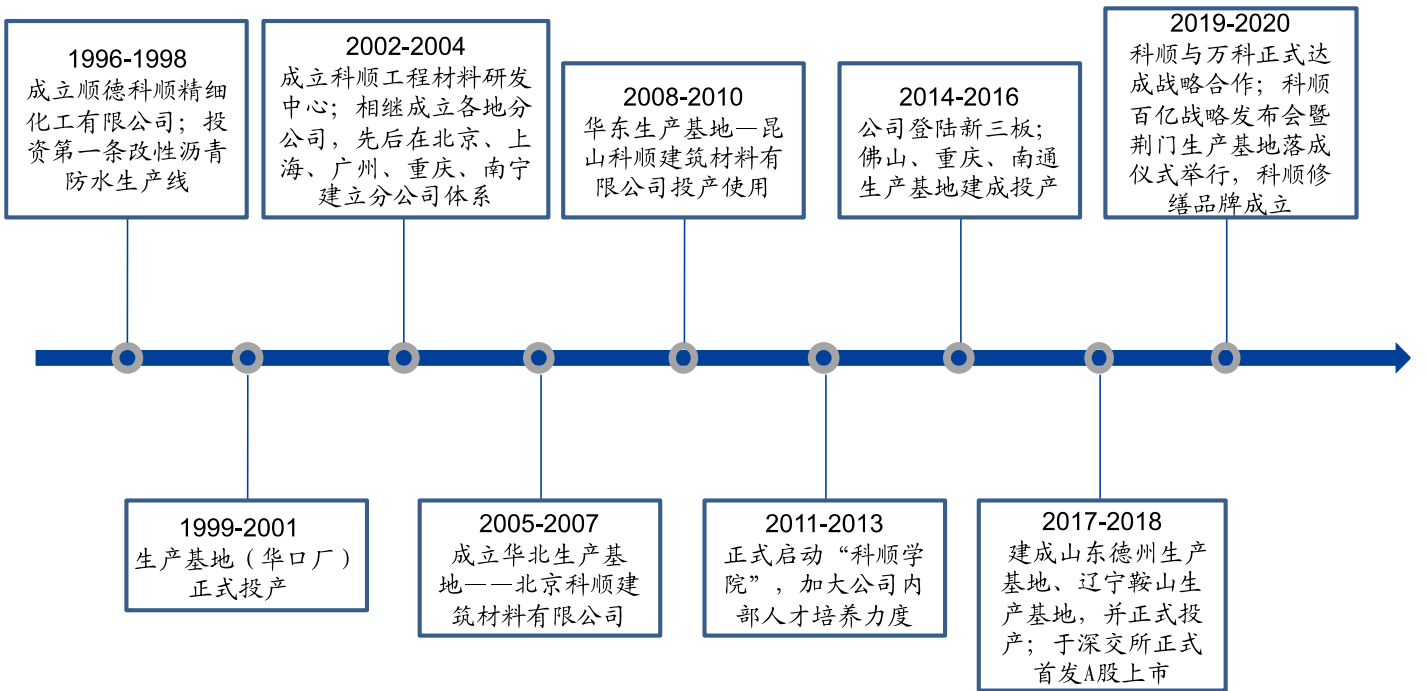
1、科顺股份：防水头部企业，份额提升快速成长

1.1、科顺股份：防水行业第二规模企业，份额提升快速成长

科顺股份成立于1996年，前身是成立于1992年的小王布精细化工厂，历经20余年的稳健经营和高效发展，现已成长为以提供防水综合解决方案为主业，集工程建材、民用建材等多个业务板块为一体，业务范围涵盖海内外的综合建材公司。

20世纪90年代末开始，公司逐步引进防水卷材生产线开始研发并生产防水卷材；2010年，公司推出了满足家庭装修防水需求的“依来德”品牌及其系列产品；2015年，公司推出了满足维修堵漏市场需求的“筑通”品牌及其系列产品。截至2019年末，公司有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南等共计八个生产基地，共计拥有防水卷材产能1.63亿平，防水涂料产能15.65万吨，预计公司在建生产基地及产能投产后公司防水材料产能有望翻倍。

图表1：科顺股份历史沿革

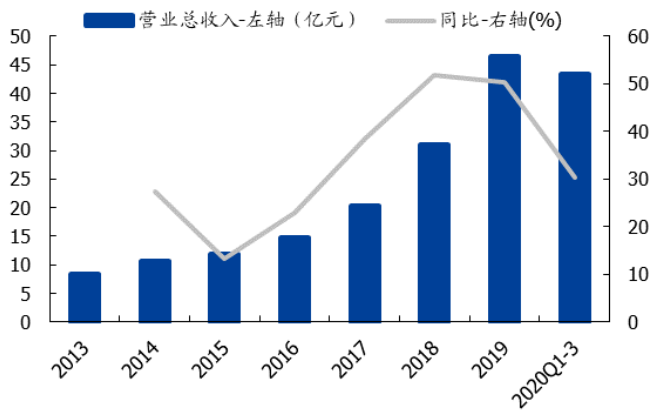


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

1.2、业绩快速增长，盈利情况持续好转

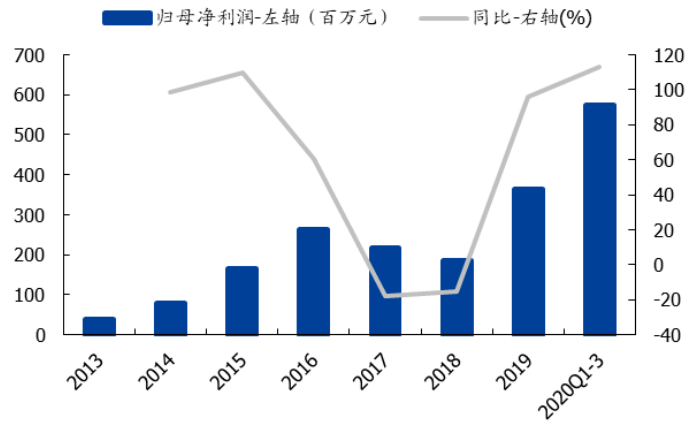
营收及净利保持高速增长。公司2013-2019年营业收入及归母净利润复合增速分别为33%和45%。2019年公司实现营业收入46.52亿元，同比增长50.22%；实现归母净利润3.63亿元，同比增长96.13%。2020Q1-3公司实现营业收入43.36亿元，同比增长30.34%，实现归母净利润5.75亿元，同比增长113.22%。

图表 2: 科顺股份营业收入及增速



资料来源: WIND、国盛证券研究所

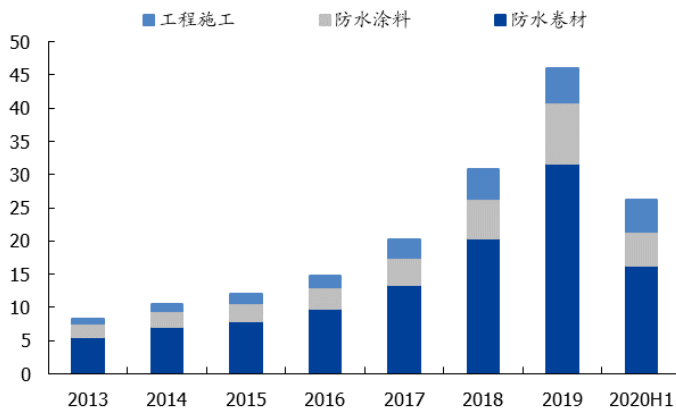
图表 3: 科顺股份归母净利润及增速



资料来源: WIND、国盛证券研究所

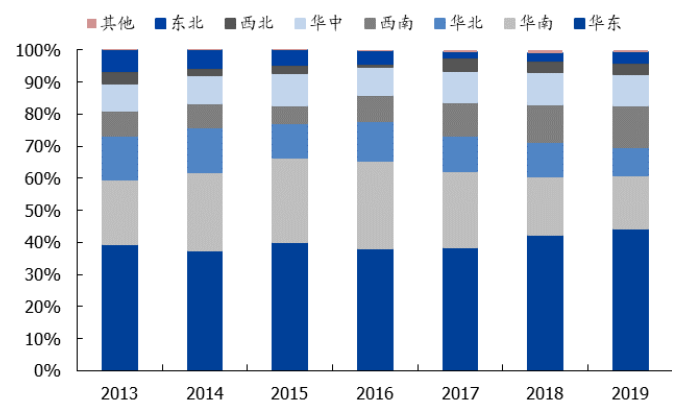
深耕华东及华南重点区域，防水材料业务快速增长。2019年公司防水卷材、防水涂料、防水施工业务各实现收入31.69亿、9.23亿、5.04亿，占总营收比例各为68%、20%、11%，分别同比增长55%、57%和14%，由于公司有意降低包工包料项目占比，2019年防水施工业务显著增速低于防水材料。2013-2019年防水卷材、防水涂料、防水施工三项业务的复合增速分别为33.5%、29.0%和39.8%。从分区域的收入结构看，公司在华东、华南、西南区域收入占比最高，分别为44.32%、16.48%和13.09%，公司在华东及华南地区布局较早，产能较为集中，华东拥有昆山、南通、德州生产基地，在华南拥有佛山生产基地，西南拥有重庆生产基地。公司加快生产基地布局建设，未来有望在巩固现有区域竞争优势的同时开拓其他区域，业绩弹性较大。

图表 4: 科顺股份产品结构变动情况 (亿元)



资料来源: WIND、国盛证券研究所

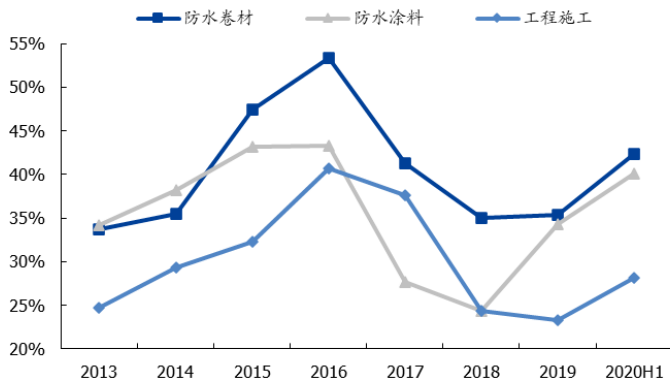
图表 5: 科顺股份分区域收入结构情况



资料来源: WIND、国盛证券研究所

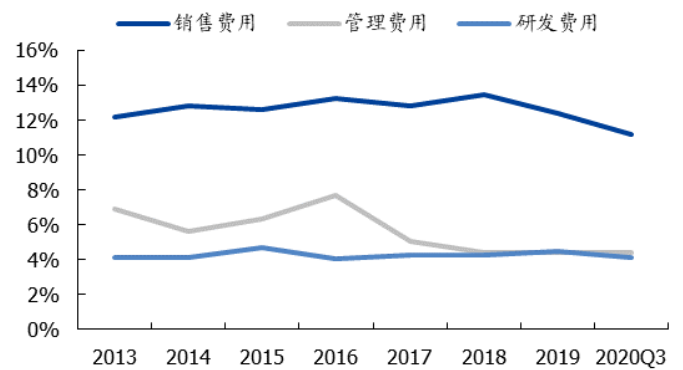
毛利率进一步提升，期间费用率管控较好。分产品的毛利率情况看，2019年防水卷材、防水涂料、工程施工业务的毛利率分别为35.42%、34.33%和23.31%，同比分别变动+0.45/+9.96/-1.07pct，其中防水卷材主要受产品单位售价提升影响对冲了原材料价格的上涨；防水涂料主要受原材料价格下降以及产品结构调整全线产品价格提高影响。2020年以来受益于沥青、溶剂、乳液等相关石化链条原材料价格的下降，防水材料的毛利率进一步提升。从费用率情况看，受公司提升经营质量目标的影响，公司2017年以来管理费用率下降到较低水平，同时随着公司在建生产基地的陆续投产以及销售人员效率提升，运输费用等项目有望摊薄，销售费用率仍有进一步改善空间。

图表 6: 科顺股份分产品毛利率情况



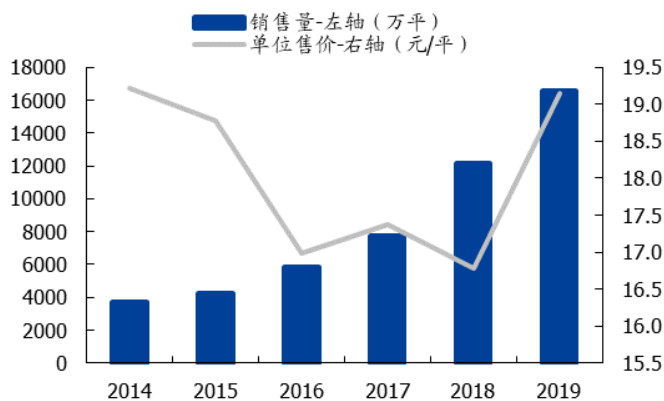
资料来源: WIND、国盛证券研究所

图表 7: 科顺股份期间费用率情况



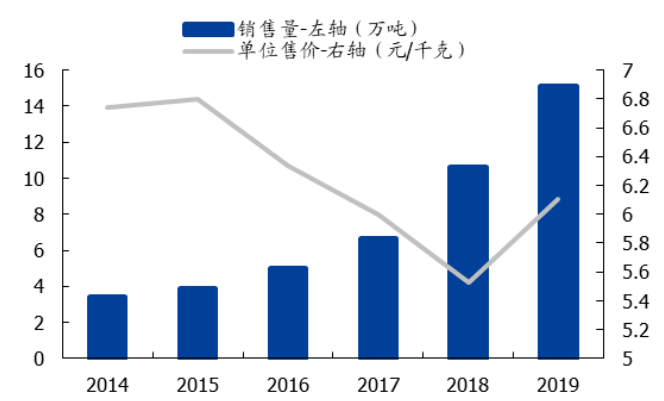
资料来源: WIND、国盛证券研究所

图表 8: 科顺股份防水卷材销量和均价变动情况



资料来源: WIND、国盛证券研究所

图表 9: 科顺股份防水涂料销量和均价变动情况

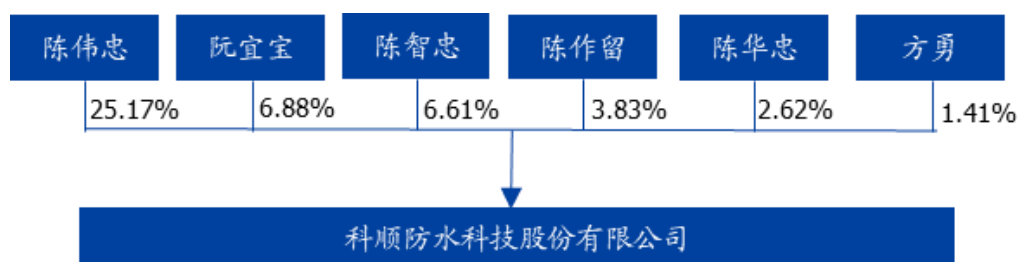


资料来源: WIND、国盛证券研究所

1.3、股权结构

公司的控股股东、实际控制人为陈伟忠和阮宜宝夫妇，合计持有公司 32.05%的股份，陈伟忠、阮宜宝夫妇及兄弟陈智忠、陈华忠以及父亲陈作留以及连襟方勇互为一致行动人，合计持有公司 46.52%的股份，股权结构稳定集中。

图表 10: 科顺股份股权结构 (截至 2020 年 H1)



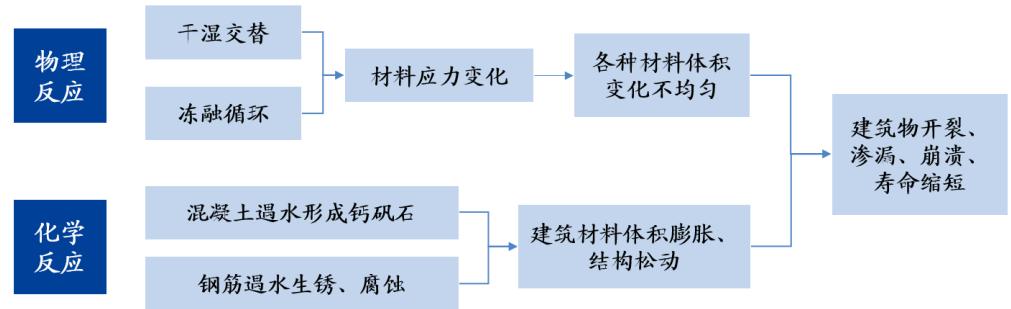
资料来源: WIND、国盛证券研究所

2、防水行业：市场规模超千亿，行业集中加快

2.1、行业规模超千亿，下游需求稳定

防水材料是建筑物中必不可少的功能材料。防水材料经过施工，在建筑表面覆盖形成防水层，以防止雨水侵入、地下水等水分渗透，不仅为建筑内的正常生产、工作、生活提供了保障，还在建筑工程的结构安全和寿命方面起到举足轻重的作用，提高了建筑物的使用价值。随着人们对建筑质量要求的提高，建筑防水受到高度重视。

图表 11: 水对建筑物的危害



资料来源：科顺股份招股书，国盛证券研究所

建筑防水材料包括防水卷材和防水涂料。其中防水卷材主要适用于连续的大平面区域，常见应用场景为建筑物屋顶、地下室、高铁、高速、隧道、桥梁等大型工程，而防水涂料则主要适用于任意形状以及薄涂层区域，主要应用场景为小型民用建筑及厨房、卫生间、阳台等家装施工。

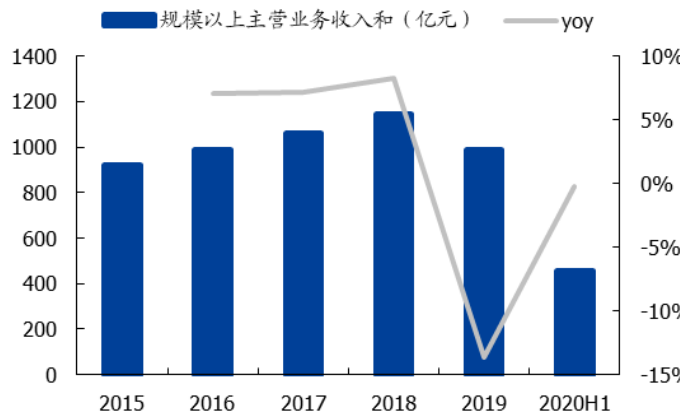
图表 12: 主要防水材料分类及特征

	防水卷材	防水涂料
适用区域	适用于大平面或加厚的区域	适用任意形状以及薄涂层区域
性能及强度	不透水、拉伸强度高但损坏后不易修补	透气性强、抗裂性能较弱、损坏后易修补
施工强度及造价	施工强度大、造价高	施工强度低、造价低
应用场景	建筑屋顶、地下室、高铁、高速、隧道、桥梁等大型工程	小型民用建筑及厨房、卫生间、阳台等家装施工
主要产品种类	高聚物改性沥青防水卷材、合成高分子卷材等	有机防水涂料、无机防水涂料、浸渍防水涂料等

资料来源：中国建筑防水协会，国盛证券研究所

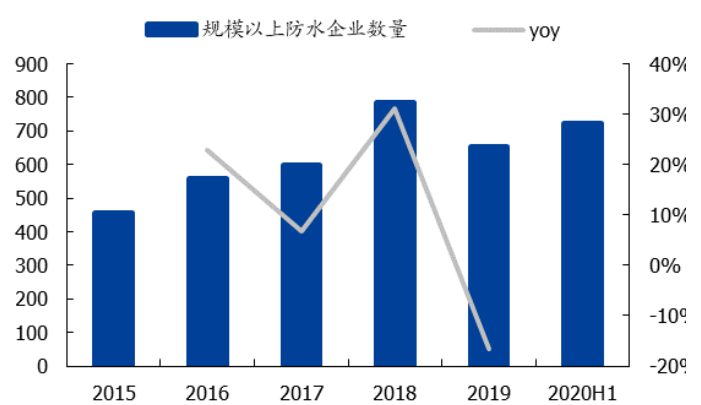
防水材料主要用于工业民用建筑和公共设施与基础设施建设工程，需求来源主要包括新建和既有建筑的翻修改造、大型市政工程、道路桥梁、地下管廊、地铁、水利工程等。根据中国建筑防水协会的统计，2016年建筑防水材料产量大约为19亿平方米，较上一年增长约6.9%。根据《建筑防水行业“十三五”发展规划》，“十三五”期间，主要防水材料产量的年均增长率保持在6%以上，到2020年总产量达到23亿平方米。截至2019年，我国防水材料规模以上（年收入在2000万元以上的）企业收入约990亿元，同比下滑13.7%，而规模以上收入企业的产值大约占整个行业的一半，由此可以推算出行业规模大约在2000亿元左右。

图表 13: 规模以上防水业务企业主营业务收入 (亿元)



资料来源: 中国建筑防水协会、国盛证券研究所

图表 14: 规模以上防水企业数量



资料来源: 中国建筑防水协会、国盛证券研究所

市政建设快速发展, 保障防水材料需求。市政基建项目在基建投资中的比重持续提升, 从 2002 年的 7.5% 大幅提升至 2018 年超 50%。基建项目增速较快, 项目单耗较大, 市政基建的快速发展为防水市场注入新的活力:

- **海绵城市:** 根据国务院办公厅发布的《关于推进海绵城市建设的指导意见》, 总体目标是通过海绵城市的建设, 将 70% 的降雨就地消纳和利用。明确到 2020 年, 城市建成区 20% 以上的面积达到目标要求; 到 2030 年, 城市建成区 80% 以上的面积达到目标要求。海绵城市建设过程中会使用大量防水材料, 其快速发展给建筑防水行业提供了新的增长动力。
- **地铁和轨道交通:** 2019 年全国铁路投产新线 8489 公里, 其中高速铁路 5474 公里。截至 2019 年末, 全国铁路营业里程 13.9 万公里, 其中高铁营业里程达到 3.5 万公里, 地铁和轨交基数较高, 发展较快。地铁工程涉及地下工程, 防水单耗较高, 对防水行业需求形成支撑。
- **地下管廊:** 2013 年以来先后印发了《国务院关于加强城市基础设施建设的意见》、《国务院办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》, 部署开展城市地下综合管廊建设试点工作, 每年对防水材料的需求达百亿规模以上。

2.2、防水行业标准提高, 质保期延长, 经营规范化

2.2.1、住宅质保期延长, 防水质量要求提升

住宅设计工作年限预计延长, 地产商对防水质量要求提升。精装修将部分消费建材的决策权从业主转移到了地产商手中, 而全/精装修的房屋通常有交房后的最低保修期限, 例如屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏的保修期限通常为 5 年; 电气管线、给排水管道、设备安装和装修工程保修期限为 2 年。根据 2019 年 2 月住建部发布的《住宅项目规范 (征求意见稿)》, 对住宅建筑的设计工作年限进行了规定, 其中对屋面与卫生间防水、地下室防水以及管线工程进行了明确的要求, 对房屋的防水以及给排水工程提出了更高的要求, 现行的防水及管线的质保期有望延长, 根据征求意见稿, 防水设计工作年限有望延长到 20 年以上。考虑到装修质量责任, 地产商更有动力选择品牌影响力更大、质量更好、服务更优的防水厂商。

图表 15: 住宅质保期延长, 屋面和卫生间防水设计工作年限不低于 20 年

类别	设计工作年限
结构	不低于 50 年
屋面与卫生间防水	不低于 20 年
地下室防水	不低于设计结构工作年限
管线工程	不低于 15 年
公用设备	不低于 15 年
户门及外窗	不低于 20 年
外保温系统	不低于 25 年

资料来源:《住宅项目规范(征求意见稿)》, 国盛证券研究所

此外, 由于提高了住宅质保期的标准, 直接会带来防水施工的造价提升, 防水材料的使用范围、用量单耗都会增加, 防水工程的造价有望提升 50% 以上。根据《建筑与市政工程防水通用规范》, 平屋面防水工程等级达到一级应使用不少于三层的防水。

图表 16: 平屋面工程防水做法

防水等级	防水做法	防水措施
一级	不应少于三道	三道卷材, 二道卷材+涂料, 卷材+二道涂料
二级	不应少于二道	卷材+卷材, 卷材+涂料
三级	不应少于一道	卷材或涂料

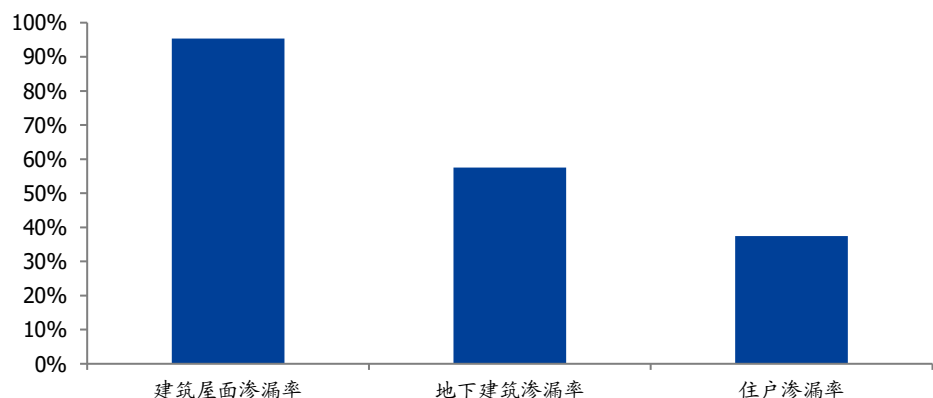
资料来源:《建筑与市政工程防水通用规范》, 国盛证券研究所

2.2.2、防水修缮市场空间较大, 有望带动防水材料需求

我国建筑后期防水修缮的比例很高, 国际上, 建筑防水工程平均造价约占建筑工程总造价的 8% (其中日本、德国为 10%), 而我国的防水造价占建筑总造价一般不足 3%, 部分工程防水造价甚至低于 1%。我国建筑对防水的重视程度不足, 是导致渗透现象频发的重要原因。根据中国建筑防水协会的《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》显示, 我国有 65% 的新建建筑出现不同程度的渗漏, 80% 的地下空间漏水, 而每年有 80% 的物业费用于渗漏维修, 渗漏情况相当严重。目前欧美、日本等发达国家 80% 左右产品都用在既有建筑的翻新和维护上, 未来我国既有建筑屋面翻新也有望成为行业发展的动力。

根据中国建筑防水协会 2016 年发布的《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》, 我国既有建筑面积 (城镇和农村民用建筑) 约 700 亿平, 含工业建筑面积近 1000 亿平, 对应屋面面积约 150 亿平, **按照 6-8 年的翻新周期计算, 每年约有 20 亿平既有建筑屋面面积需要翻新。**

图表 17: 我国建筑屋面渗漏率, 地下建筑渗漏率等居高不下



资料来源: 零点调查, 国盛证券研究所

旧改防水市场空间广，修缮小 B 市场大有可为。许多旧房在建造初期因为施工不当导致残留隐患，或是房龄过长、年久失修等导致面防水卷材老化，旧房渗漏现象时有发生，因此屋面防水也是旧改项目的重要一环。根据住建部等三部委印发的《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，全国基础设施老化、环境较差的老旧小区数量占比 60%以上，我国城镇约有 4200 万户家庭居住在约 16 万个老旧小区待改造，建筑面积约 40 亿平方米。我们以此为基础对全国老旧小区改造涉及的建筑材料需求进行测算。根据中国建筑防水协会的市场调查，在建项目的防水施工面积占建筑面积的平均比例为 32.15%。参考《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》，我们假设每平防水施工面积使用卷材 2 平方米，参考东方雨虹防水卷材单价，假设 SBS 防水卷材的市场价格 15-20 元/平，**则旧改防水卷材的需求量为 25.72 亿平，市场空间约为 385-515 亿元。**

图表 18: 老旧小区改造防水需求

项目	材料	单方用量
多层住宅平改坡工程	SBS 防水卷材	1.013m ²
多层住宅屋面板更换工程	SBS 防水卷材	2.715m ²

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

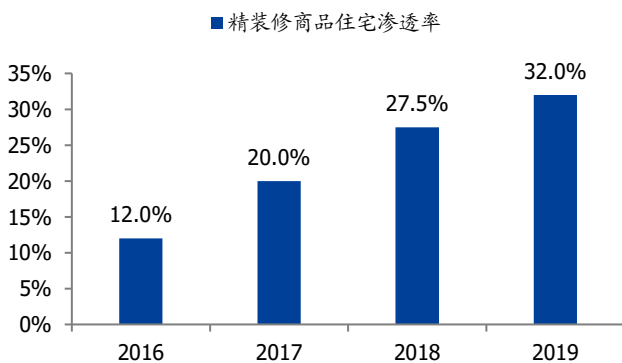
2.3、头部企业扩产及收购，驱动集中度提升

防水行业呈现“大行业、小公司”的竞争格局。目前，行业内最大的企业东方雨虹 2019 年的营业收入约 181 亿，市场占有率 10%左右，行业内收入规模 20 亿以上的企业仅科顺股份、卓宝科技、北新建材等，行业集中度低，是典型的“大行业、小企业”行业。

中小企业资源匮乏、资金掣肘、非标产品占主导。防水行业市场竞争不够规范，多数厂商规模小、装备简陋、技术水平低，行业无序竞争的现象较为突出。另外，由于建筑防水的质量问题往往需要 3~5 年后才能表现出来，行业内无证生产“小作坊”式企业众多，假冒伪劣、低标和非标产品盛行，落后产能过剩，这也导致了防水行业存在严重的“劣币驱逐良币”现象。

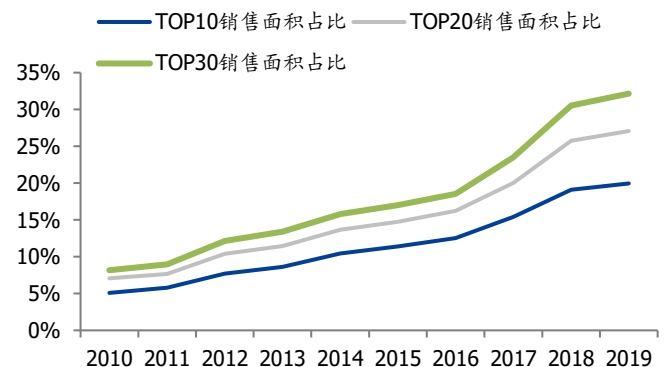
受益下游地产集中度提升，行业集中度有望进一步提升。近年来全装修政策陆续出台，全国多省份陆续提出了对住宅全装修的要求，部分地区已经要求全装修比例达到 100%。全/精装修商品住宅的渗透率从 2016 年的 12%提升到 2019 年的 32%，全装修趋势显著。除了精装修渗透率提升外，地产行业的集中度也不断提升。大型地产商通常采取集采的模式购买建材产品，以恒大、万科为代表的房地产商采取的“战略集采”模式对建材企业的品牌、产品、供应、资金、服务等方面要求较高，下游的采购模式的变化使得防水行业的资源不断向龙头企业集中。

图表 19: 全国精装修商品房渗透率提升



资料来源:奥维云网、国盛证券研究所

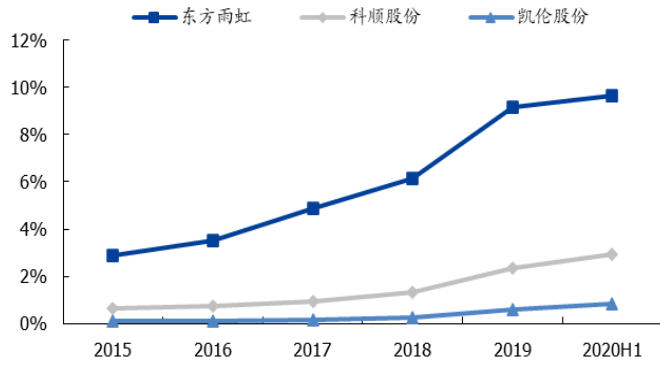
图表 20: 地产行业集中度不断提升



资料来源:WIND、国盛证券研究所

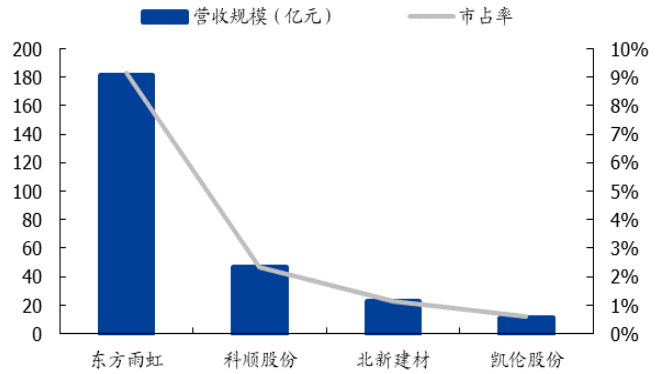
中小企业加快退出，龙头集中度不断提升。截至 2019 年末，规模以上防水企业数量为 653 家，较 2018 年末减少 131 家。同时从 2018 年到 2019 年行业内大型防水龙头企业市场占有率大幅跳升。以行业规模等于规模以上企业营收的两倍为基准，以各防水企业的营收为基础，我们测算出主要防水企业的市场占有率变动情况如下，东方雨虹的市场占有率从 2015 年 3% 的市占率迅速提升至 2020 年中期 10% 的市场占有率，科顺股份的市场占有率从 2015 年的 0.65% 提升到 2020 年中期的 3%。行业内三家防水上市公司雨虹、科顺、凯伦市占率合计约 13%。2019 年三家上市防水企业雨虹、科顺、凯伦营业收入分别为 181.54、46.52 和 11.65 亿元。

图表 21: 主要防水企业市场占有率变动情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 22: 主要防水材料企业防水业务营收及市占率情况 (2019 年)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

建材子行业之间边界模糊，多品类布局成为龙头扩张的主要方式。工程消费建材板块多个龙头上市公司，依靠自身的成本优势以及全国化的产能和渠道布局，不断打造核心竞争优势。我们看到北新建材、东方雨虹、三棵树等工程基因属性深厚的企业在单一品类方面成为行业龙头之后，开启了多元化的扩张之路。

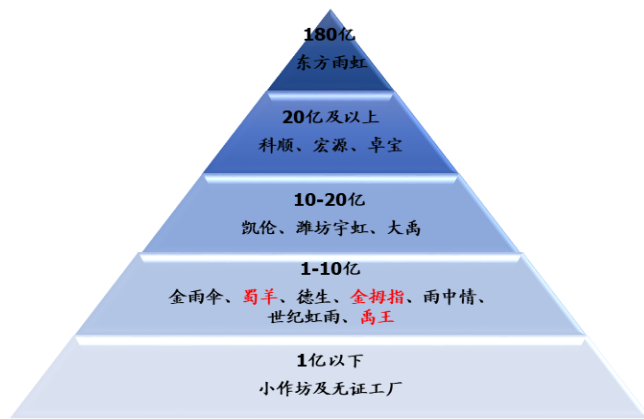
图表 23: 主要防水和涂料企业相互渗透

公司	主业产品	业务扩充
东方雨虹	防水材料: 防水卷材、防水涂料	建筑涂料、保温材料、砂浆等
北新建材	石膏板	防水材料、轻钢龙骨、涂料
三棵树	建筑涂料	防水材料
亚士创能	建筑涂料、保温材料	防水材料

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

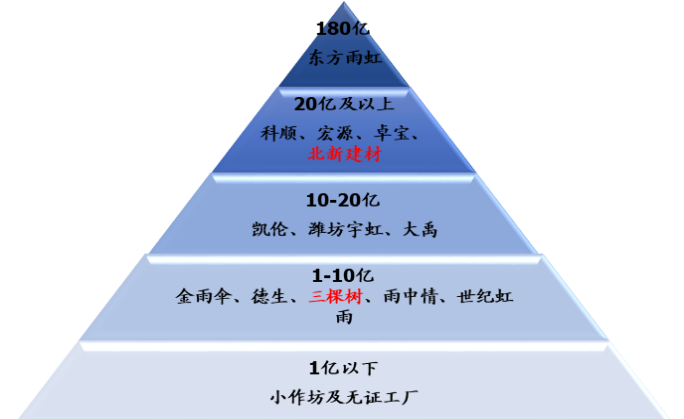
北新收购防水企业迅速进入行业第二梯队。2019 年 8 月，公司提出“一体两翼”的战略方向，构建“60%石膏板、20%防水、20%涂料”的战略格局，提出三年内做到防水行业前三的战略目标。公司从 2019 年下半年开始密集收购四川蜀羊、禹王防水和河南金姆指三家防水企业，三家防水企业营收规模合计可以跨入行业前三序列。

图表 24: 北新建材收购前防水行业竞争格局



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 25: 北新建材收购完成后进入防水行业的第二梯队



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

2019 年开始三棵树进军防水材料，开启防水业务全渠道策略。外购方面，2019 年三棵树收购大禹防漏 70% 股权，于 2019 年 2 月起并表；自建方面，安徽子公司在建防水卷材 2,700 万平米、防水涂料 0.75 万吨产能。公司布局防水材料主要针对现有地产类客户，有望形成产品协同，在销售墙面涂料的同时打包销售防水涂料、防水卷材，满足客户提升建材采购效率的需求，提升公司的市场综合竞争力。

图表 26: 三棵树防水业务全渠道策略打造防水渠道体系 (收入)

品类	事业部	2019E (亿元)	合计 (亿元)
防水涂料	防水涂料事业部	1.5	2.2
	装修漆事业部	0.7	
防水工程	防水工程事业部	3	10
	工程漆事业部	1	
	大禹	6	

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

亚士创能分别于 2019 年 8 月 6 日和 2020 年 4 月 3 日签订投资协议在华北生产基地石家庄以及华东生产基地安徽全椒布局防水业务。亚士利用现有资源进军防水行业领域，将在工程端为房企提供涂料+保温+地坪+防水的多重服务，提高公司的综合竞争力。

图表 27: 亚士创能拟建设的防水业务产能

生产基地	产能规划
河北石家庄	建设防水卷材 3,000 万平方米
安徽全椒	项目总投资 4 亿元，主要建设：(1) 沥青基防水卷材 5,000 万平方米；(2) 高分子防水卷材 1,000 万平方米；(3) 沥青类防水涂料 2 万吨。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

行业集中进一步加快，工程市场格局重新洗牌。从中国房地产协会披露的中国房地产开发企业 500 强首选防水供应商品牌首选率情况来看，我们看到东方雨虹、科顺股份两家行业规模前两名的上市防水企业保持相对稳定的市场地位，但是我们也看到当行业向头部企业集中的同时，借助资本力量进军防水的北新建材、三棵树凭借自身的客户、渠道等资源，迅速在工程防水领域获得了首选率的提升，北新防水 2020 首选率 7% (2019 年金姆指、蜀羊、禹王合计 5%)，三棵树 2020 首选率 3% (2019 年大禹九鼎首选率 1%)。

图表 28: 2018-2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料供应商品牌

2020		2019		2018	
公司	首选率	公司	首选率	公司	首选率
东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	25%
科顺	20%	科顺	20%	科顺	19%
北新防水	7%	宏源	8%	宏源	19%
凯伦	7%	蓝盾、卓宝	8%	蓝盾	9%
卓宝	6%	凯伦、大禹	6%	卓宝	9%
大禹	6%	雨中情	2%	大禹	7%
雨中情	5%	金拇指	2%	德生	4%
蓝盾	5%	蜀羊	2%	凯伦、蜀羊	2%
三棵树	3%	禹王	1%	禹王	1%
宏源	2%	大禹九鼎	1%	金拇指	1%

资料来源: 中国房地产业协会, 国盛证券研究所

我们认为, 头部企业的扩产及收购动作使得行业加快集中, 雨虹、科顺等公司凭借大 B 端的放量占据市场份额, 成为行业内第一梯队的企业, 而其他建材企业的跨界涌入进一步加快了防水行业大 B 业务的集中进程。而更广阔的小 B 市场格局十分分散, 中长期看更大的市场机会还在于小 B 市场。头部企业持续加大在经销渠道的布局力度, 可以利用广泛的经销商的触角将公司业务发展得更加深入下沉。

3、科顺股份: 产能布局+渠道扩张+管理改善, 成长优质优速

公司采用多品牌分销策略, 旗下有工程防水品牌“CKS 科顺”、民用建材品牌“科顺家庭防水”、堵漏维修品牌“ZT 筑通”以及金属屋面品牌“铂顿”, 产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类 100 多个品种, 是产品最齐全的防水企业之一。

公司产品及服务主要应用于房屋建筑、高速铁路、高速公路、城市道桥、地铁及城市轨道交通、机场、地下管廊、地下空间和水利设施等领域, 并主导“CKS 科顺”品牌, 营业收入占比达到 90% 以上。除此之外, 公司还在近年大力推广家装防水品牌“科顺家庭防水”, 铺设经销商渠道、零售渠道。

图表 29: 科顺股份采用多品牌战略

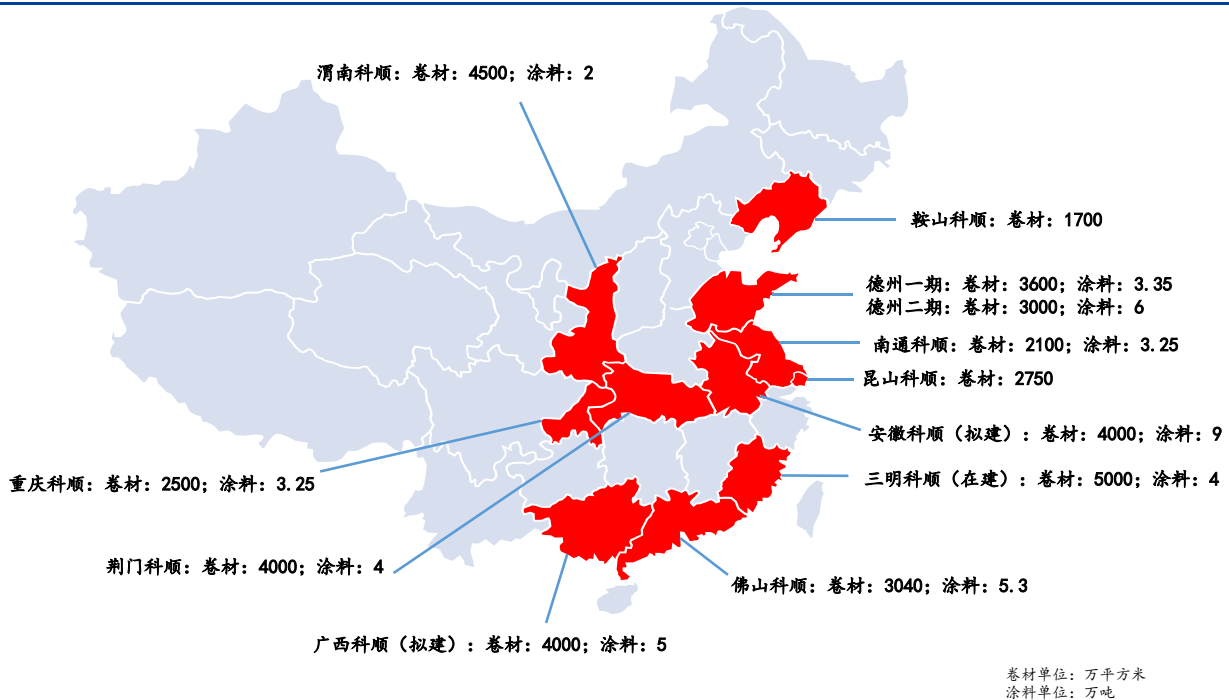


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1、加快生产基地建设, 产能扩张成长可期

加快生产基地投建, 进一步完善全国产业布局。公司加快生产基地建设, 可以有效缩短运输半径, 提高产品供应效率, 打造基本覆盖全国主要经济带 500 公里半径的产能布局。目前行业可比公司东方雨虹生产基地数量 28 个, 运输费用率显著低于科顺、凯伦, 规模效应显著。预计随着公司生产基地的陆续建成, 运输费用率也有望进一步降低。

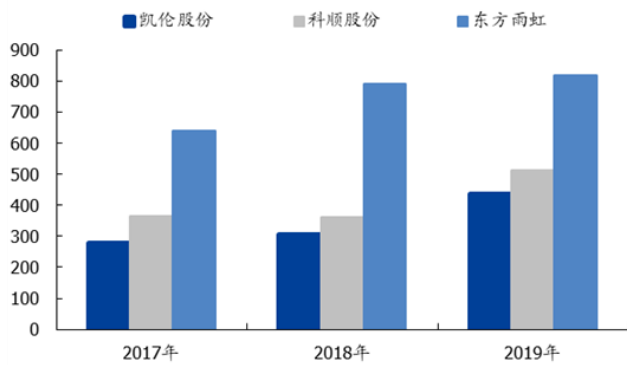
图表 30: 科顺股份防水材料生产基地布局情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

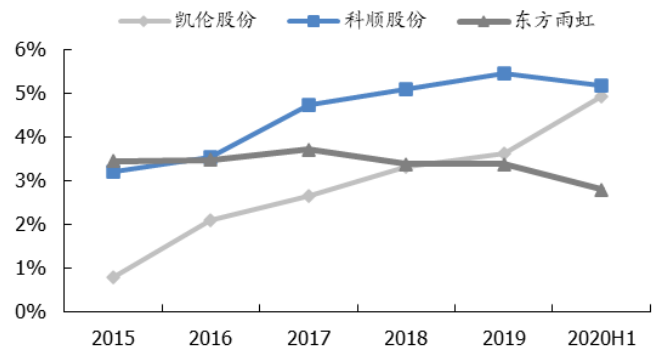
从运输费用率的情况来看, 2020H1 科顺股份的运输费用率为 5.19%, 较上年同期下降 0.06pct, 而同业可比公司东方雨虹运输费用率从 2015 年的 3.45% 一路下降至 2020H1 的 2.79%, 显著低于科顺和凯伦股份, 预计随着科顺在建生产基地的陆续投产, 运输费用能够进一步下降; 从人员效率看, 2019 年科顺股份人均产值 512 万元/人, 低于东方雨虹的 817 万元/人, 人员效率仍有较大提升空间。

图表 31: 防水行业主要公司单位生产员工人均产值指标 (万元)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 32: 防水行业主要公司运输费用率对比



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

规划产能陆续投产, 成长弹性足。截至 2019 年末, 公司有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南共计八个生产基地, 共计拥有防水卷材产能 1.63 亿平, 防水涂料产能 15.65 万吨。公司 2020 年实现了荆门科顺、渭南科顺、德州二期等项目的投产, 目前仍有三明科顺在建, 德州三期和广西科顺筹建, 预计目前在建的各生产基地完全建成后公司共拥有 9 座生产基地, 全面投产后 2021 年产能将达到: 防水卷材 3.3 亿平, 防水涂料 33 万吨。预计未来三年公司整体产能保持 40% 左右的复合增速, 业绩弹性十足。

图表 33: 科顺股份已有生产基地产能情况 (截至 2019 年年末)

生产基地	投产时间	防水卷材产能	防水涂料产能
昆山科顺	2009 年	2750 万平方米	
佛山科顺	2015 年 4 月	3040 万平方米	5.3 万吨
重庆科顺	2017 年 3 月	2500 万平方米	3.25 万吨
德州一期	2017 年 8 月	3600 万平方米	3.35 万吨
鞍山科顺	2017 年 9 月	1700 万平方米	
南通科顺	2017 年 10 月	2100 万平方米	3.25 万吨
荆门科顺 (部分投产)	2019 年 9 月	600 万平方米	0.50 万吨
合计		16290 万平方米	15.65 万吨

资料来源: 科顺防水超短融募集说明书, 国盛证券研究所

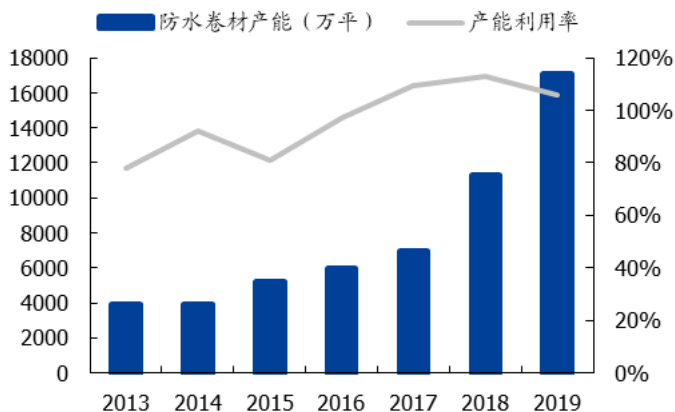
图表 34: 科顺股份在建及拟建设的生产基地产能情况

生产基地	投产时间	防水卷材产能	防水涂料产能
荆门科顺	2020年	4000 万平方米	4 万吨
渭南科顺	2020年	4500 万平方米	2 万吨
德州二期	2020年	3000 万平方米	6 万吨
三明科顺	在建	5000 万平方米	4 万吨
安徽科顺	拟建	4000 万平方米	9 万吨
广西科顺	筹建	4000 万平方米	5 万吨
德州三期	筹建	—	—

资料来源: 科顺防水超短融募集说明书, 公司公告, 国盛证券研究所

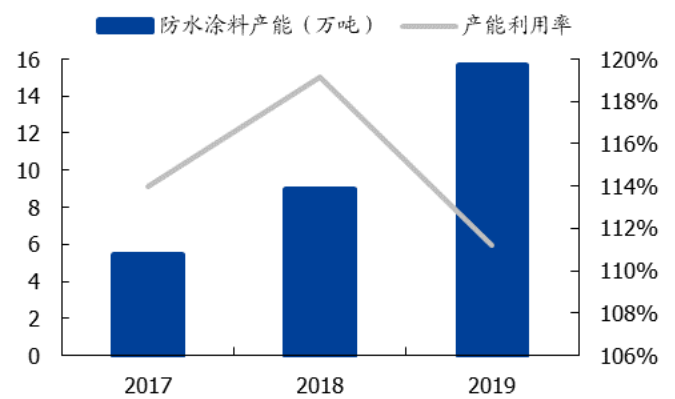
公司目前产能利用率较高, 新增产能可解决产能瓶颈问题。随着公司业务的持续拓展, 公司防水材料销售快速增长, 同时生产端出现了阶段性的产能瓶颈问题。2017-2019年防水卷材的产能利用率分别为 109.66%、113.13%和 105.78%; 防水涂料的产能利用率分别为 113.98%、119.17%和 111.20%。预计随着新建生产基地的全面投产, 公司生产能力进一步提升, 目前超负荷生产的情况有望缓解。

图表 35: 科顺股份防水卷材历年产能及产能利用率



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 36: 科顺股份防水涂料历年产能及产能利用率



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

配套布局砂浆、保温板、非织造布等品类, 满足客户一站式采购需求。公司在建及拟建生产基地布局砂浆、保温板、非织造布、混凝土添加剂等多种品类, 可以提升公司产业链上下游的协同能力以及增强公司的一站式服务能力, 满足客户的相关产品需求。

图表 37: 科顺股份多品类产品布局情况

在建及拟建生产基地	多品类布局情况
德州科顺（二期）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 20 万立方米石墨聚苯乙烯保温板 ■ 1 万吨聚酯胎无纺布 ■ 600 万平沥青瓦
渭南科顺	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特种砂浆 10 万吨/年
荆门科顺	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特种砂浆 10 万吨/年
广西科顺	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特种砂浆 10 万吨/年
中原科顺	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特种砂浆 10 万吨/年
福建科顺	<ul style="list-style-type: none"> ■ 特种砂浆 10 万吨/年 ■ 非固化沥青与沥青涂料 2 万吨/年 ■ 保温板 20 万平方米/年 ■ 非织造布 5 万吨/年 ■ 化学灌浆料和混凝土添加剂 2 万吨/年

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2、“直销+经销”双轮驱动，加快经销渠道拓展

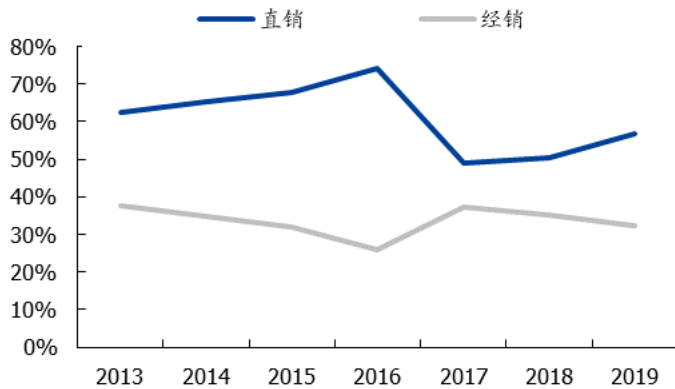
公司采用“直销+经销”的销售模式，公司通过直销与大型房企、重大项目开展战略合作，同时通过各地经销商提升“工业、民用建筑”市场占有率，为公司保持和拓展防水产品市场份额奠定坚实基础。公司近年来持续快速拓展客户，2017-2019 年公司防水材料客户数量分别为 1915 家、2523 家和 2880 家。

直销渠道：工程防水业务板块由工程建材集团运营，公司在重点城市设立销售分公司，负责与大型房企的战略合作、当地防水建材市场开拓以及重大工程的招投标工作，目前公司已在全国成立了 17 家销售分公司。目前公司已与百强地产中的 60 多家达成战略合作，未来目标覆盖百强地产中的 80 家以上，未来公司一方面持续加强与百强地产客户的战略合作关系拓展客户数量，另一方面提升现有合作客户的供应份额扩大销售规模。

经销渠道：经销渠道又划分为工程经销和零售经销，工程经销主要面向非核心地产和工程承包商，零售渠道主要面向家装客户。科顺家庭防水由依来德建材公司运营，主要通过终端门店和电商平台进行销售，根据 2020 年 12 月公司发布的定增募集注册稿，目前公司已经与全国 30 个省市的近 1200 家经销商建立了长期稳固的合作关系。

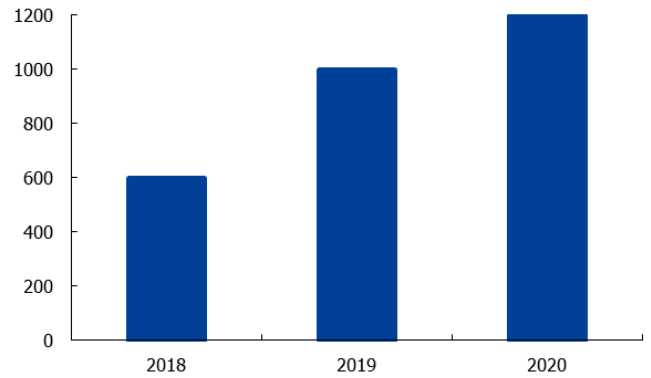
近年来，公司为提升市场份额以及降低大客户的应收账款风险，逐步拓展经销渠道，科顺股份经销商数量从 2018 年的 600 家左右扩增到 2020 年的 1200 家左右，同时公司目标在 2022 年实现经销收入占比 50%。从可比公司东方雨虹来看，2019 年底东方雨虹拥有近 1800 家工程渠道合伙人，零售经销方面有 1000 余家一级经销商，20000 余家销售网点。一方面科顺目前在经销渠道方面仍然存在许多市场空白，未来随着公司持续拓展经销渠道，有望填补当前市场空白，深入发展公司业务。另一方面，公司加大对经销商的扶持力度，加大经销商布局密度，增加经销商数量，发展专项经销商，增加高速公路、高铁、核电等基建领域的销售。

图表 38: 科顺股份直销和经销占比变动情况 (其中 2017 以前的数据是计入包工包料业务的直销和分销占比)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 39: 科顺股份经销商数量变动情况 (个)

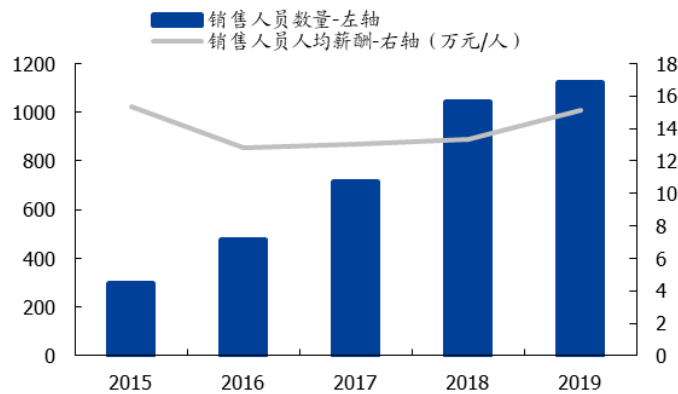


资料来源: WIND, 国盛证券研究所

3.3、经营效率不断提升，提质增效成果显著

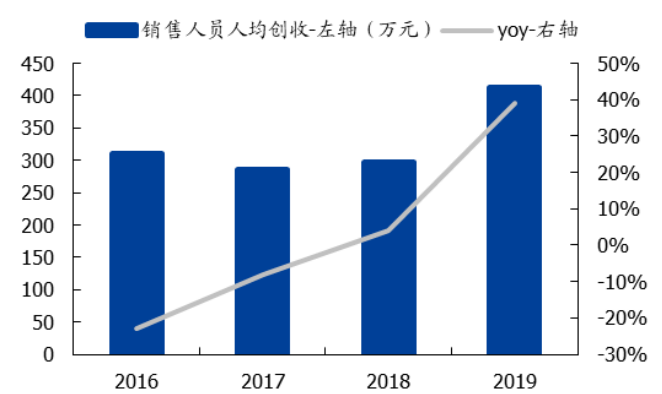
规模效应渐显，销售人员人效大幅提升，提质增效成果显著。2019 年销售人员人均创收 413.5 万元，同比增长 39%，经营效率大幅提升，降本增效工作取得显著成效。从销售人员数量方面，2019 年科顺股份销售人员数量 1125 人，同比增长 8%，销售人员人均薪酬 15.12 万元，同比增长 13%，人员数量及人均薪酬增速显著低于人效增速，提质提效成果显著。

图表 40: 科顺股份销售人员数量及人均薪酬 (人, 万元/人)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

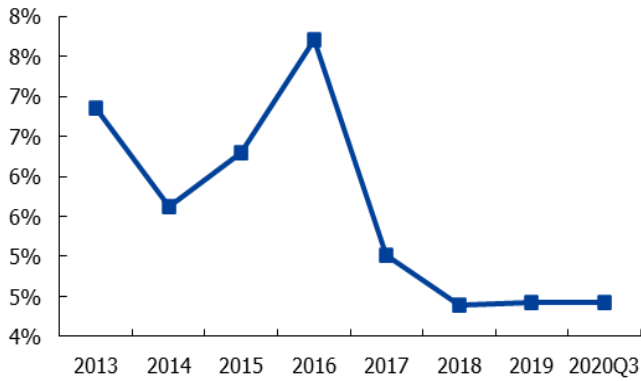
图表 41: 科顺股份人均创收及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

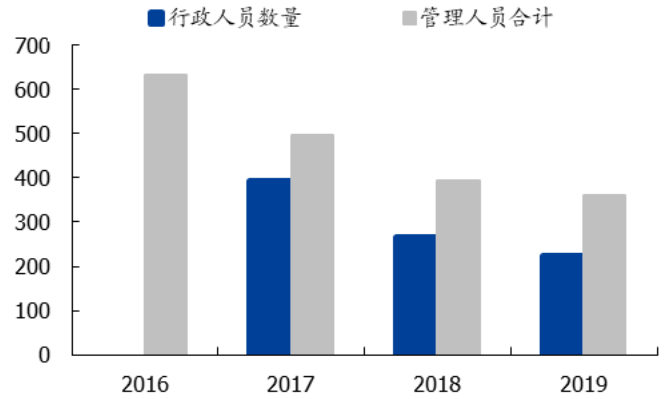
削减行政职能人员数量，管理费用率持续改善。随着公司生产等自动化水平不断提升，工厂管理人员数量下降，公司行政职能人员数量从 2017 年的 392 人逐步缩减到 2019 年的 225 人，管理人员总数从 2016 年的 633 人逐步缩减到 2019 年的 361 人，同时公司管理费用率也从 2016 年的 7.71% 下降到 2019 年的 4.42%，减员增效成果显著。

图表 42: 科顺股份管理费用率持续下降



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

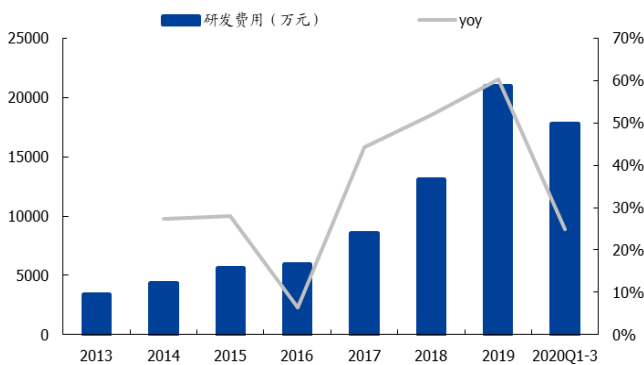
图表 43: 科顺股份逐步缩减管理人员数量提升效率 (人)



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

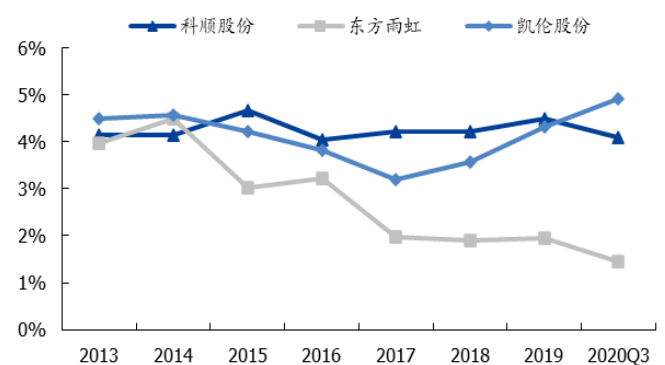
注重研发创新, 研发费用率行业领先。科顺为国家火炬计划重点高新技术企业, 拥有国家级博士后科研工作站、中国建筑防水行业标准化实验室等研发资质和省级研发中心、省级工程中心, 目前公司拥有和正在申请的专利超过 280 多项。从研发投入来看, 公司研发费用率常年维持在 4% 以上水平, 高于同业可比公司。

图表 44: 科顺股份研发投入及增速



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

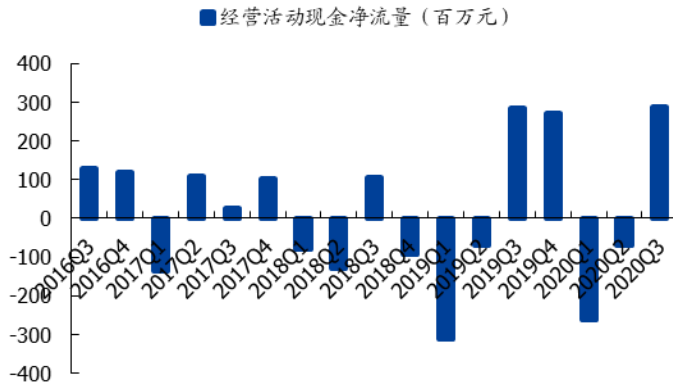
图表 45: 防水行业主要公司研发费用率对比



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

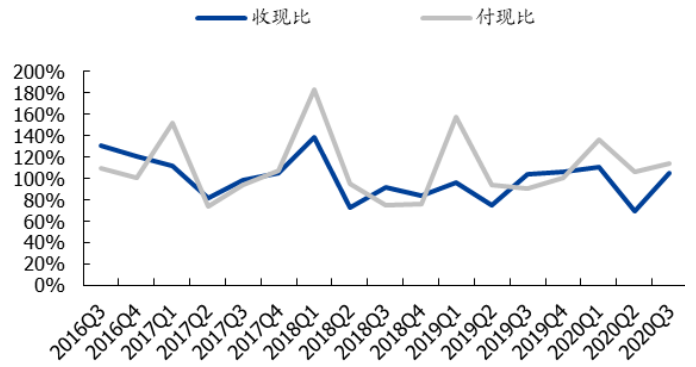
加强回款管理, 现金流持续好转。公司通过优化组织架构, 调整回款考核机制, 加大货款催收力度, 全面清减逾期欠款, 有效抑制应收款项增速, 大幅提升经营性现金流量净额, 公司经营质量得到显著提升。2019 年经营活动现金流量净额为 1.75 亿元, 较上年同期增长 188.03%。2020 年 Q3 公司经营活动现金流量净额为 2.90 亿元, 同比增长 2.1%, 主要系营收及净利润增长、应收款回款增加所致。2020 年 Q3 公司收现比为 105%, 略高于 19 年同期的 104%。

图表 46: 科顺股份经营性现金流量净额变化



资料来源: WIND、国盛证券研究所

图表 47: 科顺股份季度收现比、付现比变化



资料来源: WIND、国盛证券研究所

3.4、借助资本优势加速扩张，激励计划激发团队动力

科顺自 2018 年首发以来先后经历了首发募资、短期融资券募资以及发布的非公开发行预案，公司募集资金规模预计达到 18.5 亿元，募集资金大大增强公司资本实力，优化公司债务结构，加速公司在全国布局生产基地的进程。

图表 48: 公司上市以来融资情况汇总

时间	类型	募集资金规模	募投项目 (总投资资金)
2018 年	首发	15.19 亿元	<ul style="list-style-type: none"> 渭南生产研发基地建设 (5.3 亿元) 荆门生产基地建设 (7.65 亿元) 防水研发中心建设 (1.05 亿元)
2020 年	短期融资券	1 亿元	<ul style="list-style-type: none"> 补充流动资金 (1 亿元)
2020 年	非公开发行 (预案三次修订稿)	2.31 亿元	<ul style="list-style-type: none"> 补充流动资金 (2.31 亿元)

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

多次实施激励计划，激发团队动力。公司上市以来共进行三次激励计划，三次激励计划覆盖主要中层管理人员以及核心技术人员，授出股本占比分别为 2.62%、1.31% 和 0.89%。公司的多次激励计划深度绑定核心员工，提升员工的积极性，优化公司治理和经营管理效率。根据公司解除限售的业绩考核目标，未来几年公司业绩增长确定性较高。

图表 49: 科顺股份三次激励计划情况

	计划推出时间	总受益人数	中层管理人员和技术骨干占比	激励标的物	授出股本规模占总股本比重
股票期权激励计划	2018.08.21	332	88.88%	股票期权	2.62%
限制性股票激励计划	2018.08.21	332	88.88%	股票	1.31%
限制性股票激励计划	2020.06.09	235	89.00%	股票	0.89%

资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 50: 第三次限制性股票激励计划首次授予部分的各年度业绩考核目标

首次授予解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	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。
第二个解除限售期	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。
第三个解除限售期	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。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司董监高中除了董事长陈伟忠先生外其余全部为职业经理人，组织架构清晰，立足长远。公司经营管理团队骨干 70 后为主，团队稳定，加之核心骨干持股比例较高，有助于公司长远发展。

图表 51: 2020H1 科顺股份高管持股情况

高管姓名	职位	持股比例
方勇	董事、总经理	1.41%
卢嵩	董事、财务负责人	0.86%
毕双喜	董事、董事会秘书	0.60%
龚兴宇	董事、副总经理	0.37%
孙崇实	副总经理	0.66%
汪显俊	副总经理	0.11%
陈冬青	副总经理	0.09%
金结林	监事会主席	0.01%
黄志东	职工代表监事	0.08%
涂必灵	监事	0.05%

资料来源：WIND，国盛证券研究所

4、盈利预测和投资建议

4.1、盈利预测假设

营业收入

1) 防水卷材: 防水卷材是公司核心业务，近年来保持快速增长，公司目前加快全国性生产基地布局，在建及拟建生产基地有荆门科顺、渭南科顺、德州二期、三明科顺、广西科顺等，未来 2-3 年规划产能有望翻倍。因此我们预计防水材料业务未来几年在产能释放之下，有望保持快速增长趋势；上半年疫情加之年中水灾等因素之下，销量受到一定影响，预计 2020 年防水卷材业务增速 18%；未来两年在建产能陆续投产，产品销量有望快速增长，预计 2021-2022 年防水卷材业务增速分别为 34%、35%。

2) 防水涂料业务: 20 年防水涂料主要受全线产品价格提高影响，同时产品销量保持高速增长，预计 20 年防水涂料业务增速 44%；未来两年随着生产基地近一倍防水涂料产能陆续投产，防水涂料业务增速有望维持高速增长，预计 2021-2022 年防水涂料业务增速分别为 34%、22%。

3) 工程施工业务: 受防水材料销量增加及客户资源持续拓展影响, 工程施工业务保持快速增长, 预计 2020-2022 年分别增长 75%、25%、20%。

毛利率

1) 防水卷材: 受原油价格大跌影响, 今年 4 月沥青价格跌至 1800 元/吨后触底反弹, 而后涨至 2600 元/吨并保持该水平。20 年卷材毛利率大幅受益于原材料价跌, 2021-2022 年原材料价格预计回升, 产品毛利率预计回落, 同时原材料价格下跌对产品售价的传导具有一定的滞后性, 21 年产品售价预计下降, 预计 2020-2022 年防水卷材毛利率分别为 42%、39%和 38%。

2) 防水涂料业务: 2020 年以来受益于溶剂、乳液等相关石化链条原材料价格的下降, 加之公司产品结构调整产品价格提升。2021-2022 年原材料价格预计回升, 产品毛利率预计回落, 预计 2020-2022 年防水涂料毛利率分别为 41%、38%和 37%。

3) 工程施工业务: 工程施工业务毛利率预计保持平稳, 预计 2020-2022 年工程施工毛利率为 28%。

图表 52: 公司分业务盈利预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
防水卷材					
营业收入	2044	3169	3725	4990	6754
营业成本	1329	2047	2155	3021	4171
营业毛利	715	1122	1570	1969	2583
毛利率	34.97%	35.42%	42.15%	39.47%	38.24%
YOY%	51.78%	55.02%	17.55%	33.95%	35.36%
防水涂料					
营业收入	588	923	1332	1782	2181
营业成本	445	606	791	1102	1376
营业毛利	143	317	541	680	805
毛利率	24.37%	34.33%	40.58%	38.16%	36.91%
YOY%	46.98%	57.04%	44.26%	33.80%	22.35%
工程施工					
营业收入	444	504	883	1103	1324
营业成本	336	387	636	794	953
营业毛利	108	118	247	309	371
毛利率	24.38%	23.31%	28.00%	28.00%	28.00%
YOY%	57.94%	13.56%	75.00%	25.00%	20.00%
其他主营业务					
营业收入	10	7	5	4	4
营业成本	7	5	4	3	3
营业毛利	4	1	1	1	1
毛利率	34.65%	20.32%	25.00%	25.00%	25.00%
YOY%	312.30%	-34.89%	-20.00%	-20.00%	0.00%
其他业务					
营业收入	10	49	107	161	209
营业成本	8	47	91	137	178
营业毛利	2	2	16	24	31
毛利率	23.34%	3.37%	15.00%	15.00%	15.00%
YOY%	23.92%	375.08%	120.00%	50.00%	30.00%
合计					
营业收入	3097	4652	6052	8040	10472
营业成本	2124	3092	3677	5057	6681
营业毛利	972	1560	2375	2983	3791
毛利率	31.40%	33.53%	39.25%	37.11%	36.20%
YOY%	51.89%	50.22%	30.10%	32.85%	30.24%

资料来源: wind、国盛证券研究所

4.2、投资建议

防水行业需求稳定增长,公司作为行业规模第二的龙头企业受益于行业 and 地产客户集中

度提升；公司加快全国生产基地和经销网络布局，随着新增产能陆续投产，公司有望不断提升市场份额，规模和业绩有望持续快速增长。同时，公司上市以来加快产能和渠道布局，激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 60.52 亿元、80.40 亿元和 104.72 亿元，归母净利润 8.17 亿元、10.71 亿元和 13.53 亿元，对应 EPS 分别为 1.34、1.75、2.21 元，对应 PE 分别为 16、12、10 倍；相较于同业目前公司估值水平较为低估，考虑到公司较好的成长性与经营质量，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 53: 可比公司估值表

代码	简称	股价				EPS			PE		
		2021-01-08	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300715.SZ	凯伦股份	37.37	1.53	2.30	3.24	23.66	15.79	11.18			
000786.SZ	北新建材	44.98	1.66	2.05	2.39	27.06	21.95	18.83			
002271.SZ	东方雨虹	45.50	1.26	1.52	1.86	36.20	29.88	24.49			
平均值						28.97	22.54	18.17			

资料来源: wind、国盛证券研究所

风险提示

下游需求波动的风险

房地产行业是公司建筑防水材料销售和防水施工的主要领域之一。近年来，以供给侧结构性改革为主线，房地产行业经历了多轮降杠杆、去库存、资金收紧等政策调控，中央与地方进一步明确住房的居住定位，改革完善住房市场体系和保障体系，使得房地产业正在经历结构性改变。未来，公司下游需求可能因房地产市场宏观调控及行业景气度的变化而波动。

原材料价格波动的风险

公司生产所需的原材料主要包括沥青、聚醚、聚酯胎基、扩链剂、乳液、MDI 和 SBS 改性剂等，其中石油化工产品占较大比重，受国际原油价格变化以及石油化工产品供给和需求的影响也较大。全球原油价格出现波动时，会导致与其相关的石油化工产品价格出现一定的波动。因此，若上述原材料市场价格出现较大幅度波动，将可能对公司的盈利水平产生一定影响。

市场竞争加剧的风险

目前整个行业仍处于“大行业、小企业”的格局，市场集中度较低。随着行业转型升级加速，企业利用社会资本意识增强、固定资产投资增速较快等特点不断显现，竞争对手成长迅速，在部分区域性市场与公司开展竞争。加上部分欧美大型建材企业与国内非防水领域企业纷纷进入防水市场，公司在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上具有一定的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com