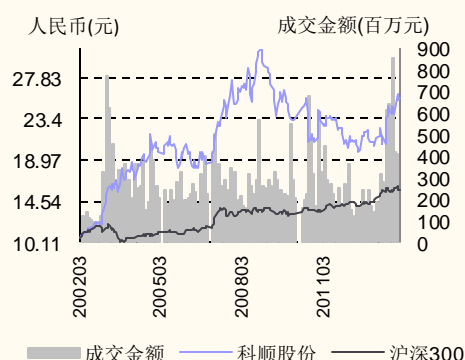


市场价格 (人民币): 25.72 元

目标价格 (人民币): 38.87 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	6.12
已上市流通 A 股(亿股)	4.68
总市值(亿元)	157.35
年内股价最高最低(元)	30.99/10.56
沪深 300 指数	5528
创业板指	3281



产能布局逐渐完善, 成长步伐继续加快

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,097	4,652	6,128	8,303	10,591
营业收入增长率	51.89%	50.22%	31.73%	35.49%	27.56%
归母净利润(百万元)	185	363	850	1,074	1,352
归母净利润增长率	-14.89%	96.13%	134.06%	26.28%	25.91%
摊薄每股收益(元)	0.303	0.598	1.390	1.690	2.128
每股经营性现金流净额	-0.32	0.12	0.98	0.96	1.40
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.37%	11.54%	21.02%	20.48%	20.93%
P/E	28.94	18.93	18.50	15.22	12.08
P/B	1.84	2.18	3.89	3.12	2.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业老牌劲旅, 规模位居全国第二。**公司进入防水行业二十多年, 收入规模位居行业第二, 尤其 2018 年登陆资本市场后, 产能规模与经营业绩快速增长。受益于原材料价格的下跌, 公司预计 2020 年归母净利润将达到 7.99-9.08 亿元, 同比增长 120%-150%。
- **行业需求继续增长, 龙头市占率持续提升。**房地产新开工增速短期不必悲观、竣工修复仍将延续, 房地产对防水材料的需求将继续增长; 旧改提速, 房屋修缮领域需求继续维持; 基建投资增速回升带来防水需求增长。我们预计, 2021 年防水行业需求增速 4.5%。龙头企业市占率持续提升, 三家 A 股上市公司市占率从 2014 年的 6.9% 提高至 2020 年 Q3 的 27.5%。未来防水新规的实施将提升行业长期市场空间 50%, 进一步提升行业集中度。
- **仍处快速成长期, 业绩空间不断打开。**公司目前已建成 8 大生产基地, 随着已建产能的释放以及新增产能建设, 公司全国化布局将逐步完善。2017 年底, 公司防水卷材年产能仅为 6940 万平方米, 若当前已建项目满产后, 产能将达到 2.9 亿平米。公司加大提升经销占比, 销售端潜力值得期待。
- **经营质量开始向好。**2019 年开始, 公司持续优化回款考核机制, 加大贷款催收力度, 收入和利润质量有所提升。公司下游客户较为分散, 达到 3000 余家, 风险相对可控。
- **定增项目完成, 资金压力缓解。**2021 年 1 月, 公司成功面向控股股东陈伟忠先生发行 2360 万股股票, 共募集资金 2.31 亿元, 全部用于补充流动资金。这将在一定程度上缓解公司资金压力, 增强公司在市场上的竞争力, 并进一步优化资本结构, 增强公司的持续经营能力。

投资建议与估值

- 我们选取东方雨虹、凯伦股份、北新建材作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 2021 年行业 PE 中值为 23 倍。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.39 元/1.69 元/2.13 元, 采用相对估值法, 参考行业中值的 23 倍计算, 给予公司未来 6-12 个月 38.87 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 经济下行; 原材料成本上涨; 售价下跌; 房地产融资持续收紧; 疫情风险; 限售股解禁; 质押风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 分析师 SAC 执业编号: S1130521010001
fengmengqian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

- 1) 防水卷材和防水涂料销量和价格：假设 2020-2022 年，防水卷材和防水涂料销量增速均为 30/40/30%。由于 19 年沥青价格变动不大，假设 20 年售价不做调整，而 20 年沥青价格整体处于低位，假设 21 年产品售价下调 2%。预计 2020-2022 年防水卷材每平方米销售均价(不含税) 19.14 /18.76 /18.57 元，防水涂料每吨销售均价(不含税) 6103 /5981 /5921 元。
- 2) 防水卷材和防水涂料毛利率：由于原材料价格下跌，20 年生产成本随之降低，后续随着全球经济的复苏，原油价格的上涨将带动防水原材料价格提升，21 年生产成本则有一定程度的上升。预计 2020-2022 年防水卷材毛利率为 41.09/38.83/38.22%，防水涂料毛利率为 40.11/37.81/37.18%。
- 3) 工程施工业务：我们假设 2020-2022 年工程施工收入增速 20/20/20%。由于工程施工多为“包工包料”，直接材料占比较高，仍然受原材料价格变动影响，我们假设 2020-2022 年毛利率为 27.76/26.92/26.92%。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为防水企业的现金流状况不好，影响行业估值的提升。

我们认为，防水的下游主要是基建和地产，产业链的地位决定了行业现金流情况不可能太好，这种情况在涂料、瓷砖等装饰行业普遍存在。如果防水企业想改变现金流状况，可以通过让利经销商，加强经销渠道建设等防水解决。直销模式下，毛利率高、财务费用率高、现金流不好；经销模式下，毛利率低、财务费用率低、现金流好。两种模式对企业的利润率影响不大，选择直销和经销取决于公司的战略和风险承受能力。2018 年后，各家企业都加强了对于回款的管理和经销渠道建设，收入和利润的质量从 2019 年开始好转。因此，我们认为，现金流不好不应成为制约板块估值的因素。

2020 年行业龙头进一步全国扩张，市场担心公司市场份额会被侵蚀。

我们认为，防水行业市场空间在增长，行业集中度在提升，行业提标在推进中，首先感受到危机的是行业排名 20 外的公司。行业前 10 名的企业会在行业变革中进一步提升市占率。

■ 股价上涨的催化因素

- 1) 防水新规落地，行业规模提升
- 2) 地产调控不再边际收紧

■ 估值和目标价格

我们选取东方雨虹、凯伦股份、北新建材作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2021 年行业 PE 中值为 23 倍。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.39 元 /1.69 元/2.13 元，采用市盈率相对估值法，参考行业中值 23 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 38.87 元 (23X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

公司大 B 端下一年产品定价取决于上一年原材料成本变化。上一年原材料价格下跌将导致下一年产品定价下调，如果恰逢原材料价格持续上涨，短期内存在价格下跌和成本上涨带来的盈利能力下滑风险。

内容目录

投资要件	2
1. 防水市场榜眼，上市后增速加快	5
1.1 防水行业老牌劲旅，规模位居全国第二	5
1.2 营收规模逐年提升，业绩保持高速增长	5
2. 行业需求仍有增长，龙头市占率将持续提升	6
2.1 地产、旧改和基建支撑市场需求保持增长	6
2.2 集中度持续提升，利好头部企业	10
2.3 防水新规实施将提升市场长期空间、提升行业集中度	13
3. 仍处快速成长期，业绩空间不断打开	13
3.1 产能扩张加速，完善全国布局	13
3.2 直销规模仍有提升空间，经销端发展潜力巨大	14
3.3 经营质量开始向好	14
3.4 定增项目完成，资金压力缓解	15
4. 盈利预测与投资建议	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资建议与估值	16
5. 风险提示	17

图表目录

图表 1：公司产品涵盖多个品种	5
图表 2：公司深耕防水市场已二十多年	5
图表 3：防水卷材是公司主要的收入来源	6
图表 4：上市后公司收入增速加快	6
图表 5：公司盈利能力呈现区间波动	6
图表 6：上市后公司利润增速加快	6
图表 7：防水材料下游集中在房建和基建	7
图表 8：防水材料产量持续增长	7
图表 9：防水行业收入持续增长	7
图表 10：防水行业利润持续增长	7
图表 11：防水材料主要应用场景	8
图表 12：新开工面积短期不悲观	8
图表 13：房屋建筑工程投资增速不断提升	8
图表 14：玻璃厂商库存加速下滑	8
图表 15：2020 年基建投资低于预期	9
图表 16：2020 年 4 月起水泥月度需求创近五年新高	9
图表 17：2021 年行业需求增速 4.5%	10
图表 18：三家上市公司收入增速远超行业平均	10

图表 19: 三家上市公司利润增速远超行业平均.....	10
图表 20: 三家防水上市公司收入持续增长.....	11
图表 21: 三家防水上市公司市占率持续提升.....	11
图表 22: 跨界者进入防水行业路径.....	11
图表 23: 按销售金额计算龙头企业市占率提升.....	12
图表 24: 按销售面积计算龙头企业市占率提升.....	12
图表 25: 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌.....	12
图表 26: 防水卷材产能持续扩张.....	13
图表 27: 防水涂料产能持续扩张.....	13
图表 28: 公司销售模式为“直销+经销”.....	14
图表 29: 公司经销比例整体较低.....	14
图表 30: 应收账款占比有所回落.....	15
图表 31: 收入和利润中含现比例增加.....	15
图表 32: 未来三年公司主要假设参数.....	16
图表 33: 可比公司估值情况.....	17

1. 防水市场榜眼，上市后增速加快

1.1 防水行业老牌劲旅，规模位居全国第二

公司前身为 1992 年成立的顺德市桂洲镇小王布精细化工厂，1996 正式从集体所有制企业变更为顺德科顺精细化工有限公司，并于 2018 年成功登陆深交所。历经二十多年的经营和发展，公司产品已涵盖防水卷材、防水涂料两大类 100 多个品种，收入规模位居行业第二，可为客户提供一站式建筑防水解决方案，旗下拥有工程防水品牌“CKS 科顺”、民用建材品牌“ELOKT 依来德”、堵漏维修品牌“ZT 筑通”等核心品牌。

图表 1：公司产品涵盖多个品种



来源：公司网站，国金证券研究所

截至 2020 年 12 月 31 日，公司总股本 6.12 亿股，其中流通 A 股 3.02 亿股，占比 49.35%。陈伟忠先生持有公司股份 25.17%，是公司第一大股东，与妻子阮宜宝（持股 6.88%）为公司实际控制人。2021 年 1 月，公司向董事长陈伟忠先生非公开发行 2360 万股，公司总股本增至 6.35 亿股，陈伟忠持股比例增至 27.83%。陈伟忠夫妇与陈智忠、陈作留、陈华忠、方勇等人互为一致行动人，合计持有公司 48.35% 的股份，对公司具有较强的控制能力。

图表 2：公司深耕防水市场已二十多年



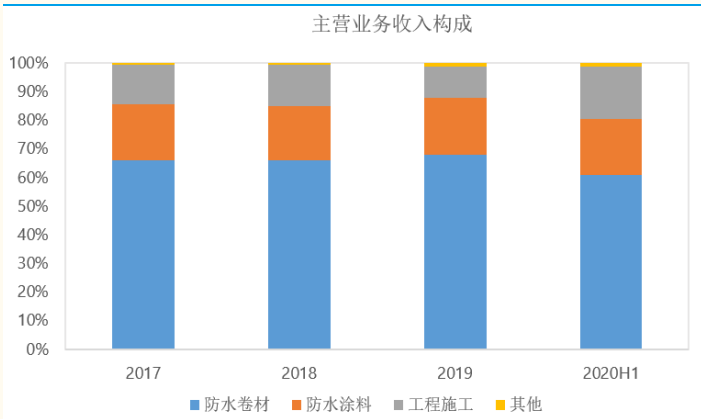
来源：公司官网，国金证券研究所

1.2 营收规模逐年提升，业绩保持高速增长

公司业务主要分为防水卷材、防水涂料和工程施工三大业务板块。2019 年公司实现营业收入 46.52 亿元，其中：防水卷材占比 68.12%，防水涂料占比 19.84%，工程施工占比 10.83%。

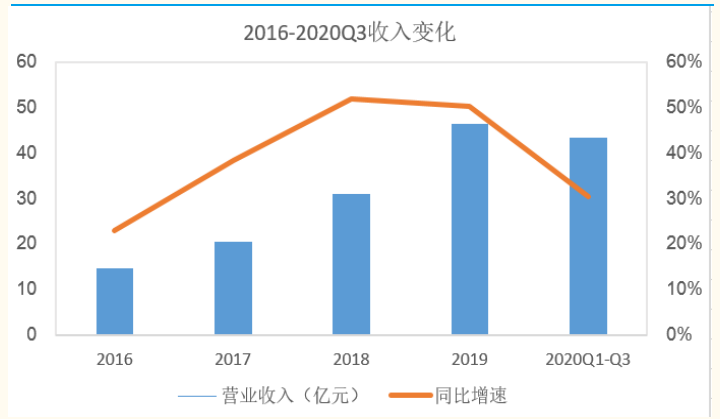
伴随市场的逐步开拓和产能的同步扩张，公司业务规模不断扩大。尤其在 2018 年登陆资本市场后，公司收入增速明显加快。2018 年公司实现营业收入 30.97 亿元，同比增长 52%；2019 年公司实现营业收入 46.52 亿元，同比增长 50%。2020 年前三季度公司实现营业收入 43.36 亿元，同比增长 30%。由于四季度仍是传统旺季，我们预计 2020 年公司收入增速不低于 30%。

图表 3：防水卷材是公司主要的收入来源



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：上市后公司收入增速加快

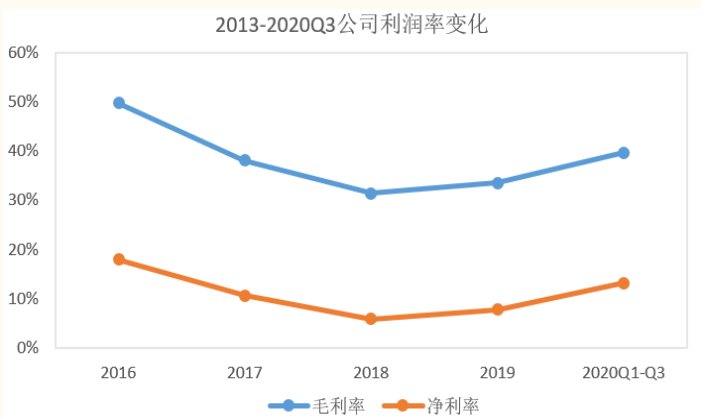


来源：Wind，国金证券研究所

公司客户分为 B 端和 C 端客户，小 B 和 C 端的价格随时调整，大 B 客户的产品价格在上一年末确定，因此大 B 客户的收入占比、大 B 客户的年末定价、下一年原材料价格的变动是影响公司毛利率的主要因素。我们以 2020 年为例，2020 年大 B 客户的售价参考 2019 年沥青价格，由于 2019 年沥青价格上涨，公司大 B 客户的售价在 2020 年进行上调。2020 年又恰逢沥青价格大幅下跌，因此 2020 年前三季度公司毛利率较 2019 年提高 6.1 个百分点。目前，公司大 B 客户收入占比约 60%，我们预计 2021 年公司综合售价将出现 2% 左右下调。

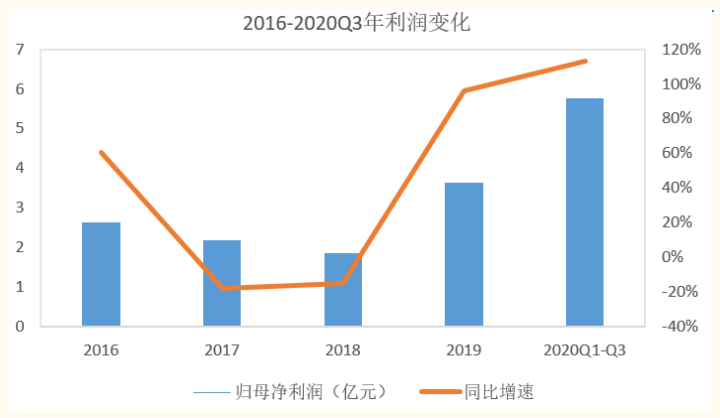
近两年受益于营收规模持续扩张和盈利能力的提升，公司业绩快速增长。2019 年，公司实现归母净利润 3.63 亿元，同比增长 96.13%；2020 年前三季度实现归母净利润 5.75 亿元，同比增长 113.22%。根据公司业绩快报，2020 年归母净利润 7.99-9.08 亿元，同比增长 120%-150%。

图表 5：公司盈利能力呈现区间波动



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：上市后公司利润增速加快



来源：Wind，国金证券研究所

2. 行业需求仍有增长，龙头市占率将持续提升

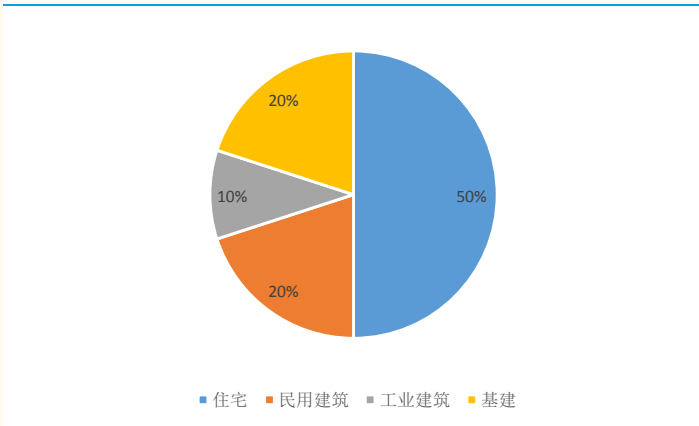
2.1 地产、旧改和基建支撑市场需求保持增长

■ 下游集中在房地产和基建，需求延续增长态势

防水材料下游需求主要集中在房地产和基建领域。根据中国产业信息网数据，房建领域占比达到 80%（其中住宅占比 50% 左右），公共交通、水利等基建领域占比为 20% 左右。

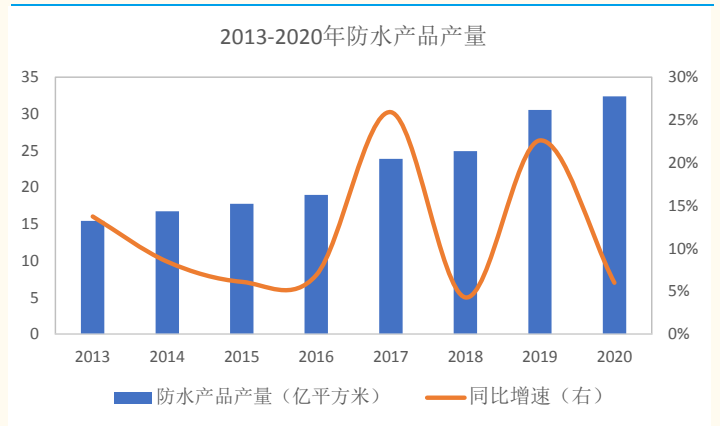
下游房地产行业整体运行平稳、基建投资力度不减，对防水材料需求带来支撑。中国建筑防水协会数据显示，2020 年 1-11 月，722 家规模以上防水企业沥青和改性沥青防水卷材产量增速为 6%，实现主营业务收入 961.72 亿元、同比增长 4.7%，实现利润总额 68.78 亿元、同比增长 19.24%。

图表 7：防水材料下游集中在房建和基建



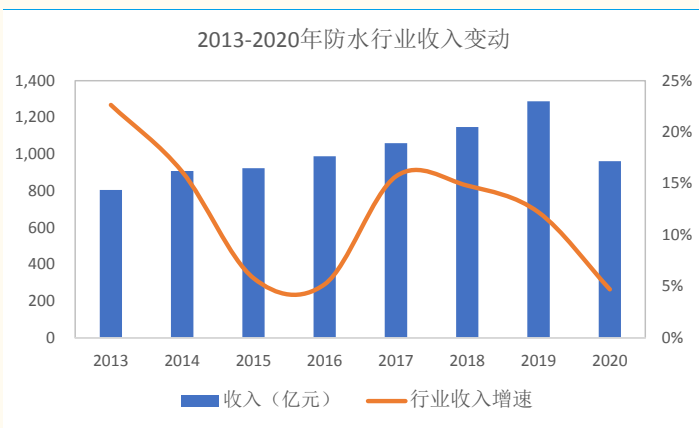
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 8：防水材料产量继续增长



来源：中国建筑防水协会，国金证券研究所

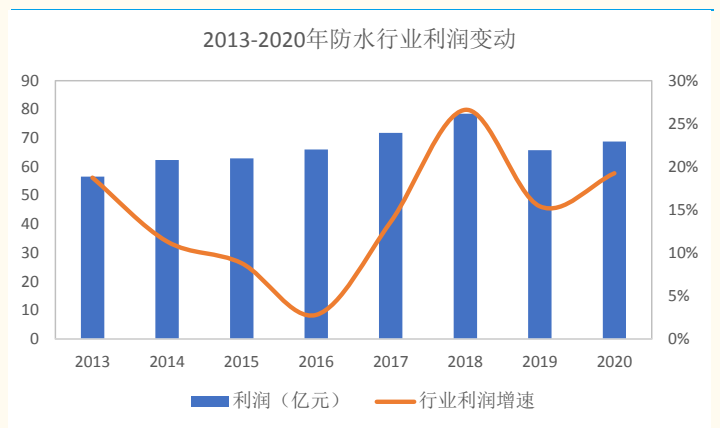
图表 9：防水行业收入持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

注：2020 年为 1-11 月数据

图表 10：防水行业利润持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

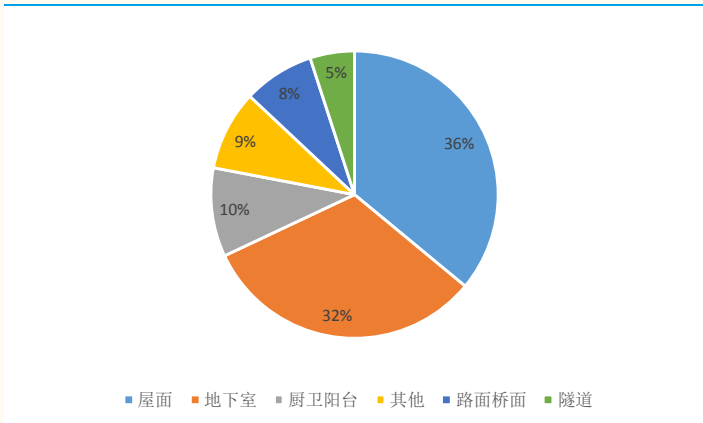
注：2020 年为 1-11 月数据

■ 房地产新开工不必悲观，竣工修复仍将延续

防水材料需求贯穿整个房屋施工链条，主要应用部位是地下室、室内厨卫和阳台以及屋面，占比分别为 40%、13%和 47%。我们认为地下室需求与房地产开工情况相关性高，其余部位需求主要对应房屋竣工端。

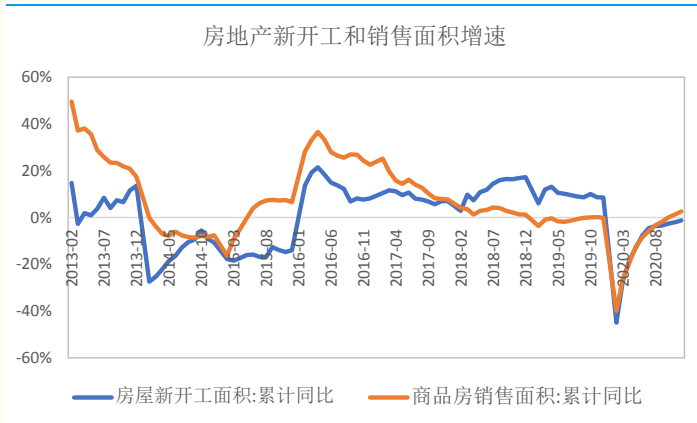
当前房地产政策主基调以稳为主，房地产投资韧性十足，短期新开工不必悲观。2020 年，房地产开发投资额达到 14.14 万亿元、同比增长 7%，房屋销售面积为 17.61 亿平方米、同比增长 2.6%，总体呈现较强的韧性。2020 年 8 月“三道红线”政策的出台以及 12 月设立房地产贷款余额占比上限，显示房地产领域融资监管不断加强。房企未来将降低前端融资需求，进而减少拿地数量、缩减买地开支，开发规模会得到进一步控制，中长期来看，新开工面积增速将出现下滑。不过，从短期来看，为了快速回笼资金，达到改善短期偿债和整体偿债水平的目的，房企仍有盘活存量土地并加快开盘和销售回款的动力，因此对新开工面积增速不必过于悲观。

图表 11: 防水材料主要应用场景



来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

图表 12: 新开工面积短期不悲观



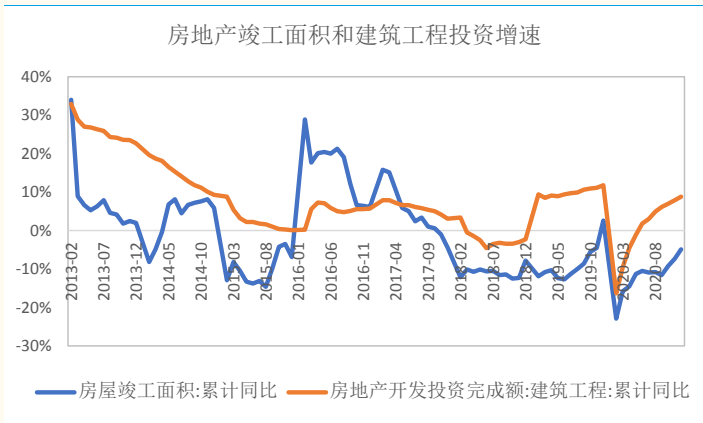
来源: Wind, 国金证券研究所

在此前“高周转”模式下, 房企积极开工推盘而放慢施工节奏, 导致新开工和竣工存在较大的剪刀差。2017年下半年-2019年下半年, 房屋新开工面积增速领先于竣工面积和施工面积增速, 相关建材需求难以沿产业链有效传导, 竣工部分的防水材料需求也受到影 响。在期房交付的刚性约束下(一般为两年), 2019年房企开始加快施工, 当年8月份之后, 房企建安成本增加明显, 房屋竣工面积增速开始转正, 表明产业链已加速向竣工传递。

2020年建筑工程投资增速攀升以及玻璃库存的不断下滑, 预示房地产竣工传导仍然在推进当中, 这一趋势有望延续至2021年。进入2020年, 新冠疫情的爆发暂时中止了“剪刀差”修复的竣工传导进程, 但自二季度开始房企建安投资不断回升, 同时房屋竣工面积降幅不断收窄。从微观层面看, 玻璃消费是房屋竣工领先指标, 2020年下半年玻璃库存加速下滑, 验证房企施工节奏加快。

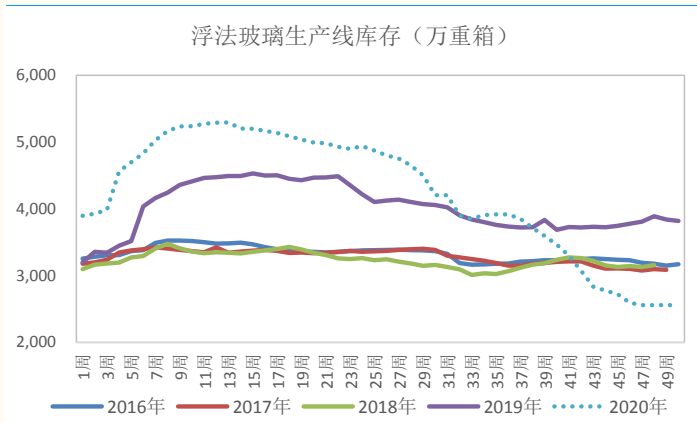
我们认为, 未来房地产开工端对防水材料消费拉动力度将减弱, 但短期难以明显下滑, 而位于房屋建设中后期的屋面及室内防水尚有需求释放。整体而言, 房地产领域对防水材料的需求依然会维持增长。

图表 13: 房屋建筑工程投资增速不断提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 玻璃厂商库存加速下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 旧改提速, 房屋修缮领域需求继续维持

全国老旧小区改造工作逐步进入加速期, “十四五”期间力争完成改造任务。2015年12月中央城市工作会议首次提出“加快老旧小区改造”。2019年6月, 国务院常务会议部署推进老旧小区改造, 标志着改造工作已上升到国家高度。2020年7月, 国务院办公厅出台《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》, 明确工作目标: 2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个, 涉及居民近700万户; 到2022年, 基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制; 到“十四五”期末, 结合各地实际, 力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

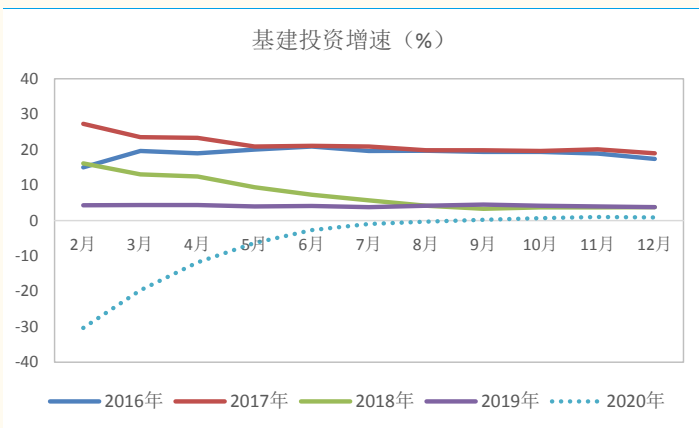
根据住建部统计，全国老旧小区近 17 万个，建筑面积约为 40 亿平方米。假设 2020 年计划改造的 3.9 万个老旧小区已全部完成，则“十四五”期间，还需改造 13.1 万个，平均每年 2.6 万个。我们认为，一般政策执行前期推进速度较快，2021 年改造小区数目应不低于 2020 年。

■ 基建投资不及预期，未来增速有望加快

2020 年，我国基础设施建设投资（不含电力）增速仅为 0.9%，较上年同期降低 2.9 个百分点，基建投资不及预期。原因可归结于三个方面：在一般公共预算收入减少的情况下，财政预算更多投向社会保障和就业、卫生健康等消费性支出，而节能环保、交通运输以及城乡社区事务等投资性支出同比减少；优质投资项目储备不足，导致专项债资金下发后，并未直接应用于项目建设中；5 月棚改专项债恢复发行之后，投入棚改的资金大幅增长，对投向基建领域的资金造成一定的分流。

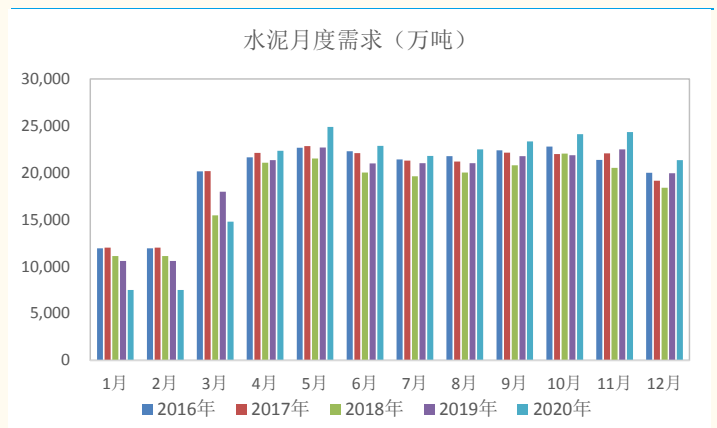
随着疫情影响逐渐消散、国民经济平稳复苏，未来投向社会保障、卫生健康等领域的公共财政支出需求将减少，投向基建等投资性支出有望增加。“棚改攻坚十三五”明确提出，到 2020 年，基本完成现有城镇棚户区、城中村和危房改造，2021 年棚改领域将无专项债资金投入。此外，2020 年 11 月，财政部出台《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，对前期暴露的扎堆申报、期限错配等问题进行调整，以提升专项债的利用效率。水泥作为基建投资的领先指标，自 2020 年 4 月起，月度需求持续创近五年新高，这也意味着后期基建投资增速有望回升，进而拉动防水材料需求。

图表 15：2020 年基建投资低于预期



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：2020 年 4 月起水泥月度需求创近五年新高



来源：Wind，国金证券研究所

■ 2021 年防水行业需求增速 4.5%

根据工信部数据，2020 年 1-11 月，规模以上建筑防水材料企业合计营业收入达到 961.72 亿元，同比增长 4.7%。我们将该数据年化，预计 2020 年规模以上建筑防水企业营业收入 1050 亿元。如果以规模以下企业市场份额占比 50%推算，防水行业市场容量约 2100 亿元。

我们在《旧改按下加速键，期待相关建材需求释放》报告中测算，旧改带来的防水材料需求空间为 236 亿元，分解至 2020 年约 60 亿元，旧改领域占防水材料总需求 3%。2019 年全国二手房成交 426 万套，假设平均单套面积 100 平方米，则总交易面积 4.26 亿平方米，约为同期新建商品房面积的 25%。二手房主要进行厨卫及阳台（前文已述占比 13%）翻修，则二手房翻新需求占比约为 3%（并非所有房屋均重装）。我们认为房屋修缮需求目前占比约为 6%，房屋新开工需求占比为 40%，房屋竣工需求占比 34%，基建领域需求占比 20%。

我们对 2021 年防水行业市场空间测算如下：新建房屋开工端占总需求的 40%，国金地产组预计 2021 年地产新开工增速 6%，新开工对防水需求增长 50 亿元；竣工端占总需求的 34%，国金地产组预计 2021 年地产竣工增速 3%，竣工对防水需求增长 21 亿元；房屋修缮占总需求的 6%，我们假设需求增速 1%，新增需求 1 亿元；基建领域占总需求的 20%，国金宏观组预计 2021 年基建投资增速 5%，新增需求 21 亿元。综合测算，2021 年防水材料总需求将增

长 94 亿元，需求增速 4.5%。

图表 17：2021 年行业需求增速 4.5%

下游领域	占比	2020年市场空间（亿元）	2021年增速	2021年新增（亿元）
房建领域	80%	1680	4.3%	72
开工	40%	840	6%	50
竣工	34%	714	3%	21
修缮	6%	126	1%	1
基建领域	20%	420	5%	21
合计	100%	2100	4.5%	94

来源：国金证券研究所

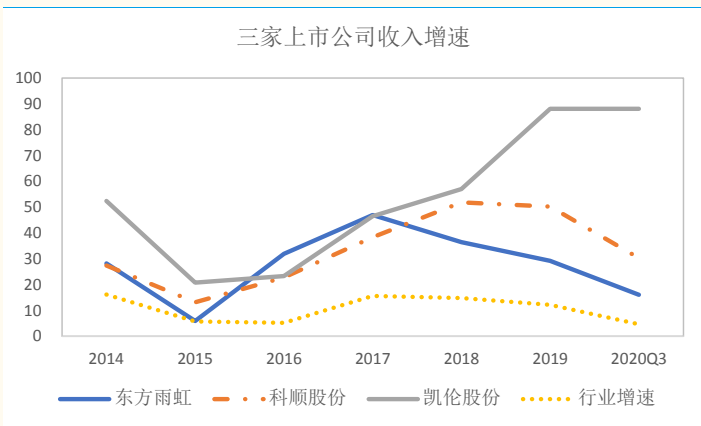
2.2 集中度持续提升，利好头部企业

■ 借助资本市场优势，上市公司份额快速提升

企业要扩大市场份额，需要较大的资本开支去增加产能，而且 B 端直销需要给予客户一定期限的账期，充足的营运资金是拓展和维护客户的基础，方可支撑产能得到充分释放。行业上市企业的综合实力更强、融资渠道更畅通，相对来说具有更充足的资金，推进业务加速拓展。

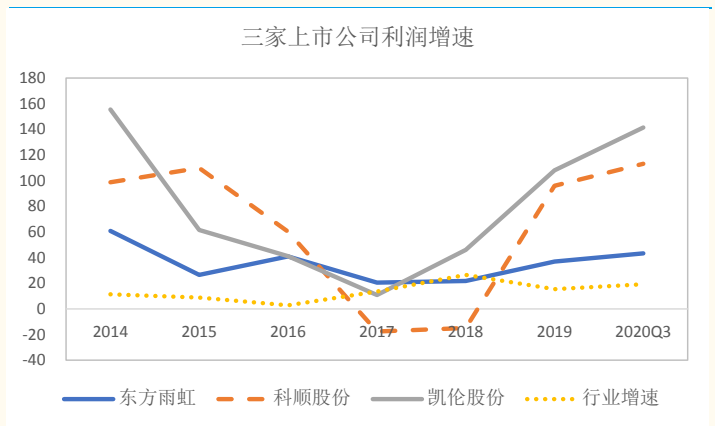
2020 年 1-11 月，714 家规模以上防水企业累计营收 962 亿元，同比增长 4.7%；2020 年前三季度，业内三家 A 股上市公司东方雨虹、科顺股份和凯伦股份累计营收 206.12 亿元，同比增长 21.88%，增速远超行业平均水平。2020 年 1-11 月，714 家规模以上防水企业累计利润 69 亿元，同比增长 19.24%；2020 年前三季度，业内三家 A 股上市公司东方雨虹、科顺股份和凯伦股份累计利润 28.77 亿元，同比增长 50.94%，增速远超行业平均水平。

图表 18：三家上市公司收入增速远超行业平均



来源：Wind，国金证券研究所

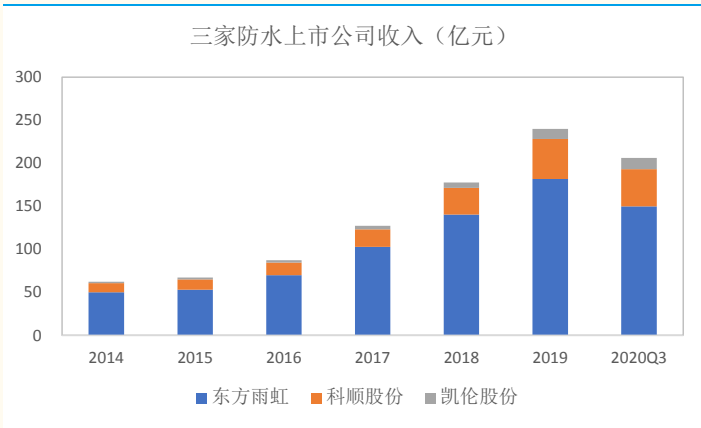
图表 19：三家上市公司利润增速远超行业平均



来源：Wind，国金证券研究所

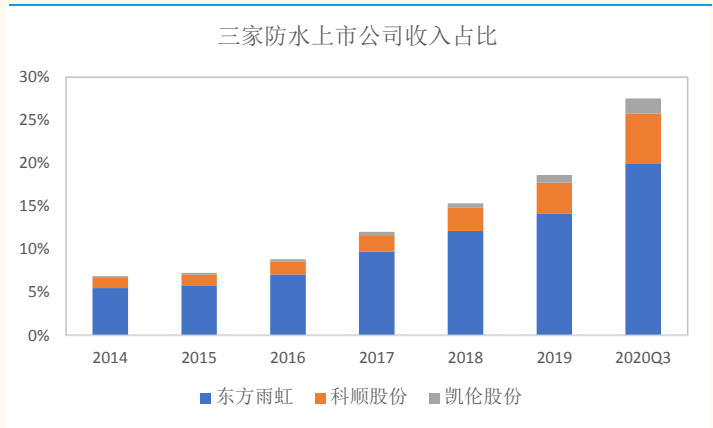
收入和利润的快速提升导致龙头企业的市占率持续提升。2014 年，三家上市公司在规模以上企业收入占比为 6.9%，2020 年三季度，这一数字达到 27.5%。尤其科顺股份和凯伦股份在 2017 年底-2018 年初上市后，市占率出现加速提升。

图表 20：三家防水上市公司收入持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：三家防水上市公司市占率持续提升



来源：Wind，国金证券研究所

■ 跨界企业强势进入，加速行业整合

防水市场的快速发展吸引着众多实力企业跨界进入，这将加速行业集中度的提升。最为典型的是 2019 年央企北新建材大举收购四川蜀羊、河南金拇指、禹王防水等多家防水企业，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局，跻身全国前三，并且未来计划将防水基地拓展至 30 个。除此之外，三棵树、亚士创能、伟星新材等上市公司也通过兼并重组或者新建生产基地等方式切入防水领域。

分析防水行业上市公司近三年的发展轨迹，我们认为当前防水市场足够大且相对分散，有资金实力的企业仍将处于快速发展时期。新进者的强势出现，首先感受到压力的应是资金实力薄弱的中小企业。通过资金实力强的龙头企业对行业格局重塑，促使龙头企业集中度提升。

图表 22：跨界者进入防水行业路径

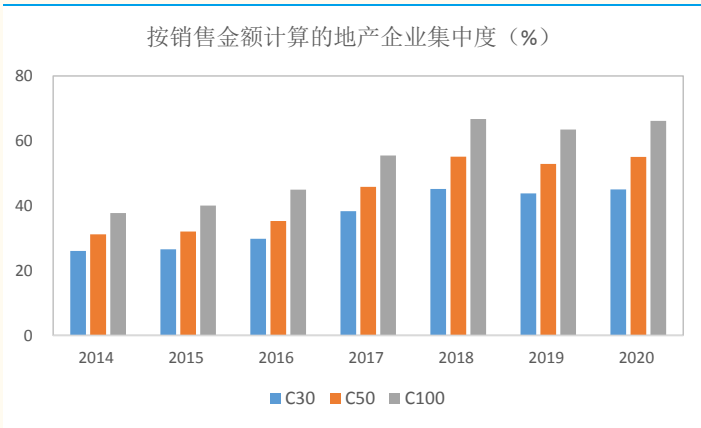
公司	进入方式
北新建材	2019年11月，通过联合重组四川蜀羊防水材料有限公司、禹王防水建材集团有限等 8 家企业以及河南金拇指防水科技股份有限公司，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局。
三棵树	2018年进行安徽明光、四川邛崃、河北保定、福建莆田防水材料生产基地布局，2019年1月收购广州大禹防漏技术开发有限公司，防水领域布局迈出坚实一步。
亚士创能	2019年8月宣布在河北石家庄建设建筑节能保温与装饰材料综合性生产基地，并植入防水材料生产线；2020年4月宣布计划在安徽省滁州市全椒县投资建设亚士创能科技（滁州）防水材料制造基地。
伟星新材	2017年，设立防水材料公司，主要定位高端家装防水涂料，力争将防水业务培育为公司“第二主业”。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 下游房地产集中度的提升，利好头部防水企业

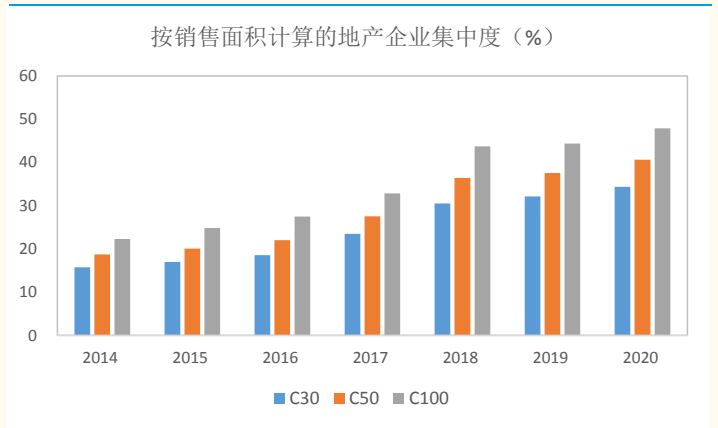
当前国家对房地产调控力度不减，中小房企所受冲击尤为明显，而大型房企市场份额在逐渐扩大。2020 年，以碧桂园、恒大、万科等为首 TOP30 房企销售面积达到 6.05 亿平方米，市占率达到 34.37%，较上年同期提升 2.22 个百分点；TOP100 房企销售面积达到 8.43 亿平方米，市占率达到 47.87%，较上年同期提升 3.51 个百分点。

图表 23: 按销售金额计算龙头企业市占率提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 按销售面积计算龙头企业市占率提升



来源: Wind, 国金证券研究所

下游房地产企业集中度的不断提升, 持续拉动防水头部企业市场份额增长。我们认为主要体现在三个方面:

1、防水工程属于典型的隐蔽性工程, 随着“房住不炒”理念的树立, 消费者在购房时更加注重房屋的品质。建筑漏水的发生将严重影响房企形象, 同时防水材料在地产企业成本占比不高, 因此大型房企对防水产品价格的敏感度相对较低, 但对质量和品牌更加重视。

2、大型房企逐渐推行战略集采模式, 即综合汇总旗下多个项目的实际需求, 对同一类的产品进行集中采购; 小的房企为了降低采购成本, 会将原材料采购外包给大型房企。大型地产商一般业务布局全国, 会着重考量供应商的供货能力、专业服务以及响应速度, 因此资源会更多倾向于头部企业。

3、大型房企一般订单金额都较大, 并且采购防水材料一般采用先货后款方式, 且附带一定账期, 因此资金实力较差的中小型企业难以获取订单。

总而言之, 具备品牌、质量、资金、服务优势于一体的防水头部企业将逐渐成为大型房企的主要供应商。根据中国品牌榜数据, 2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌中, 前 10 名首选率合计达到 97%, 均为业内知名企业。因此, 大型房企市占率的提升也是防水行业集中度提升的重要催化因素。

图表 25: 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌

品牌名称及首选率	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	东方雨虹 (29%)	东方雨虹 (30%)	东方雨虹 (32%)	东方雨虹 (25%)	东方雨虹 (36%)	东方雨虹 (36%)
2	科顺 (14%)	科顺 (15%)	科顺 (20%)	科顺 (19%)	科顺 (20%)	科顺 (20%)
3	宏源 (10%)	宏源 (14%)	宏源 (14%)	宏源 (19%)	宏源 (8%)	北新防水【禹王、蜀羊、金拇指】 (7%)
4	卓宝 (9%)	卓宝 (9%)	卓宝 (11%)	蓝盾 (9%)	蓝盾 (8%)	凯伦 (7%)
5	德生 (6%)	蓝盾 (5%)	蓝盾 (5%)	卓宝 (9%)	卓宝 (8%)	卓宝 (6%)
6	蓝盾 (5%)	德生 (5%)	大禹 (4%)	大禹 (7%)	凯伦 (6%)	大禹 (6%)
7	禹王 (5%)	大禹 (4%)	德生 (3%)	德生 (4%)	大禹 (6%)	雨中情 (5%)
8	宇虹 (3%)	禹王 (4%)	禹王 (3%)	凯伦 (2%)	雨中情 (2%)	蓝盾 (5%)
9	大明 (3%)	宇虹 (3%)	宇虹 (2%)	蜀羊 (2%)	金拇指 (2%)	三棵树【大禹九鼎】 (3%)
10	金雨伞 (1%)	大明 (2%)	蜀羊 (2%)	禹王 (1%)	蜀羊 (2%)	宏源 (2%)
合计	85%	91%	96%	97%	98%	97%

来源: 中国建筑防水协会, 国金证券研究所

2.3 防水新规实施将提升市场长期空间、提升行业集中度

2019 年国家住建部开展推动《建筑与市政工程防水通用规范》的意见征集，目前已处于正式审查阶段，落地可期。该规范以“防水设计工作年限”为核心概念，对不同使用环境下的防水工程提出了基本设防措施、防水层最小厚度及材料基本性能等要求。具体如下：屋面、外墙、室内工程防水设计工作年限分别不低于 20 年、25 年和 15 年，地下工程防水设计工作年限不应低于工程结构设计工作年限。而此前国内并未有防水设计年限的明确规定，开发商签订的住宅质量保证书一般期限为 5 年。

《建筑与市政工程防水通用规范》实施后，将对防水市场的规范发展带来积极的推动作用。一方面可以带来产品需求扩容，另一方面可以提升行业集中度。根据新规要求，防水设计年限提高最简单的办法是增加单位面积防水材料用量，进而扩大整个市场的容量。按照设计工作年限增加比例线性外推，我们预计需求提升幅度在 50% 以上。新规实施后对防水材料的性能要求会更高，部分中小防水厂商生产的产品难以达标，生存空间将被进一步压缩。此外，房企的质保时间可能会大幅延长，行业内很多中小企业的生存年限很难超过 15 年，因此开发商会更多的倾向大品牌、抗风险能力强和持续盈利的头部企业合作。

我们参考中国建材对水泥行业的整合经验。随着龙头企业话语权的提升，通过行业标准的变化将 PC 32.5R 等级水泥的取消，进而达到提高水泥熟料用量，提高行业产能利用率的目的。

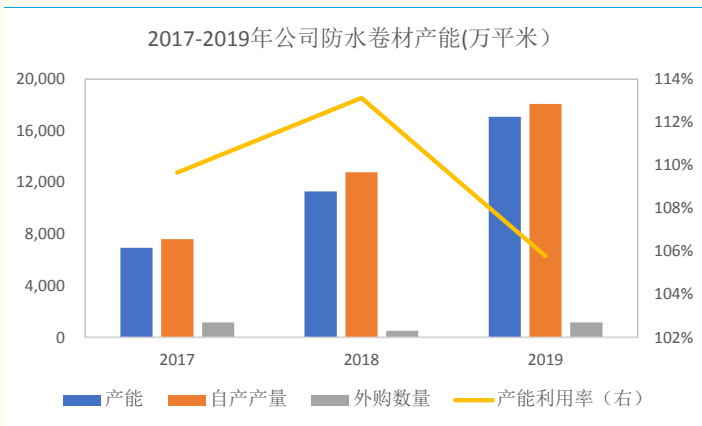
3. 仍处快速成长期，业绩空间不断打开

3.1 产能扩张加速，完善全国布局

公司作为中国建筑防水行业的“榜眼”，产能规模不断扩大。2018 年公司成功 IPO，共募集资金 15 亿元，用于陕西渭南、湖北荆门生产基地和防水研发中心建设。2017 年底，公司防水卷材年产能仅为 6940 万平方米、防水涂料年产能仅为 5.47 万吨，2019 年底，产能分别增至 1.71 亿平方米和 15.65 万吨。2020 年陕西渭南、湖北荆门基地以及河北德州二期项目均已建成投产，若项目满产，公司防水卷材和防水涂料产能将达到 2.9 亿平米、21.65 万吨。

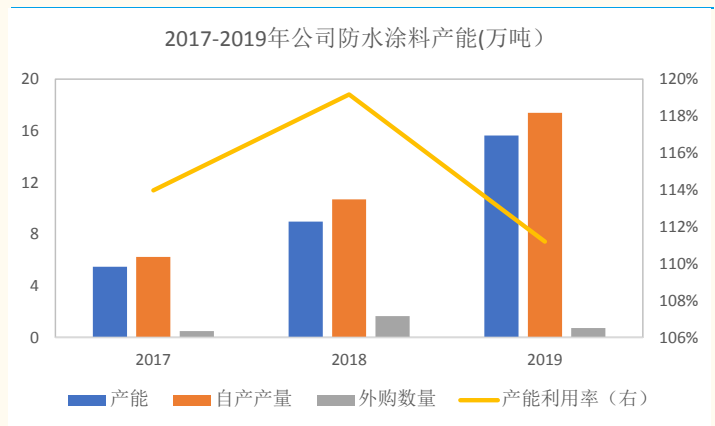
公司产能利用率长期维持高位，并且部分产品还需代工外购，整体呈现产销两旺的态势。自产防水卷材和防水涂料在 2017-2019 年的产能利用率分别为 109.66%/113.98%、113.13%/119.17%、105.78%/111.20%。我们认为，下游需求的增长可以与公司产能扩张匹配。

图表 26：防水卷材产能持续扩张



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：防水涂料产能持续扩张



来源：Wind，国金证券研究所

公司计划在全国布局 10 个生产基地，目前已建成 8 个，分别位于：广东佛山、江苏昆山、江苏南通、重庆、山东德州、辽宁鞍山、湖北荆门和陕西渭南（包括二期和三期）。此外，福建三明基地正在建设中，广西基地也在筹建中。

防水材料由于售价较低、质量较重，存在一定销售半径（500公里）。公司生产基地选址靠近下游市场，同时可满足原材料充分供应，实现上下游物流费用及响应及时度的综合最优化，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场，以满足客户多元化产品的需求和全国性的供货要求。根据公司在2021年1月7日投资者纪要中披露，预计未来三年（2021-2023年）公司整体产能将保持40%左右的复合增速。

公司目前市场主要集中在华东和华南，2019年业务占比分别为44.32%和16.48%，合计超过60%。近年来，公司也在大力拓展其他区域市场，如2019年西南和华中地区业务规模分别达到5.43亿元和4.01亿元，同比增长79.21%和50.19%。随着湖北荆门和陕西渭南生产基地产能释放后，区域潜力将被充分挖掘，华中、西北地区收入有望继续保持高速增长，为公司贡献业绩弹性。

3.2 直销规模仍有提升空间，经销端发展潜力巨大

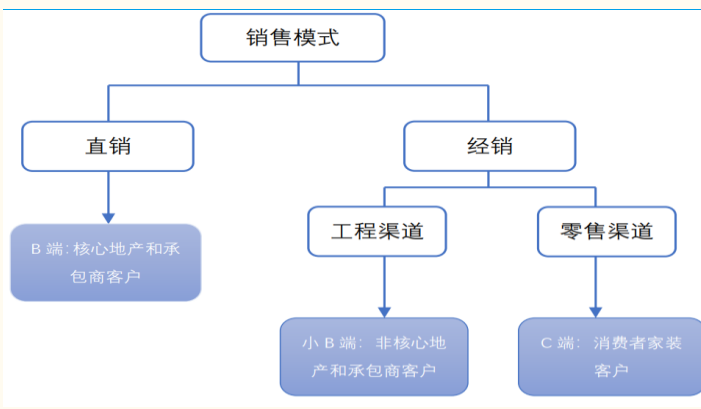
公司产品销售采取“直销+经销”模式，2019年直销业务占比为63.68%，经销业务占比为36.32%。

直销模式：公司已有多座一、二线城市直接设立销售分公司，负责与大型房企的战略合作、当地防水建材市场开拓及重大工程项目招投标。目前公司仍以直销模式为主，合作的百强地产企业60余家，不过仍有多家优质房企尚待开发，同时单家客户供应份额也有较大提升空间。随着公司全国布局完善、产能规模扩大、品牌知名度提升，公司将继续加大优质地产客户的开拓。公司长期在房企的防水材料供应商首选率中排名第二，仅次于东方雨虹。同时公司也在大力开发基建项目客户，以期提高基建领域的收入占比。总体而言，未来公司直销业务规模仍有望稳步增长。

经销模式：公司目前在各地拥有约1500家经销商，包含约1000家工建经销商（工程渠道）和500家民用经销商（零售渠道）。经销模式能够充分利用经销商在本地的社会资源，推动渠道下沉，实现产品的市场覆盖和快速推广，进而扩大区域市场份额。

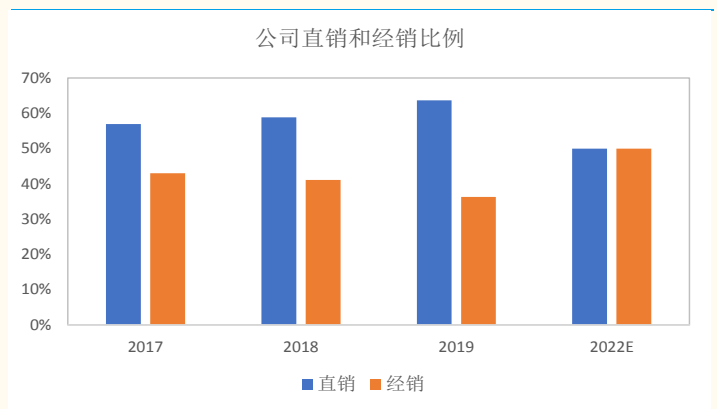
公司目前经销比例占比并不高，未来推动经销业务发展将是公司发力的重点，并计划在2022年将经销业务占比提升至50%。具体措施包括：增加经销商数量，填补空白区域市场、强化优势市场；扶持重点经销商做大做强，提升竞争力；加大民建市场的投入等。提升经销比例，一方面可以不断加速市场渗透、扩大品牌知名度，提高市场占有率；另一方面经销模式回款情况更优，可有效改善经营稳定性和优化经营性现金流。公司2019年经销商数量约为1000家，2020年已增至1500余家，新加盟经销商业绩释放潜力大。

图表 28：公司销售模式为“直销+经销”



来源：国金证券研究所

图表 29：公司经销比例整体较低



来源：公司公告，国金证券研究所

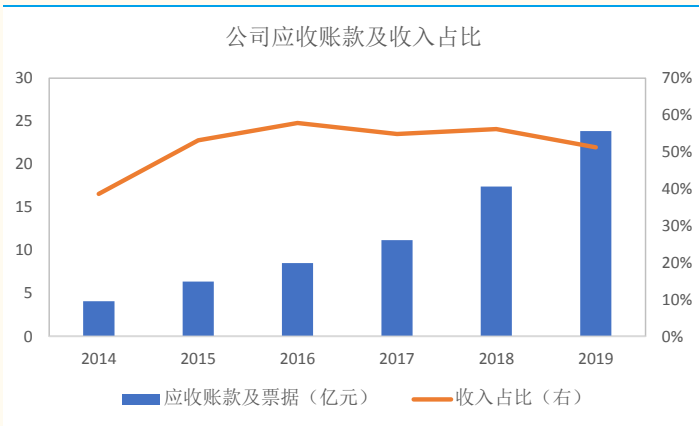
3.3 经营质量开始向好

由于防水企业直销客户多为房地产企业，自身话语权较弱，导致应收账款较高是行业普遍存在的问题。尤其2018年整个防水行业业务模式更为激进，垫资欠款力度加大，致使行业现金流进一步恶化。在此之后，高质量发展逐渐成为行业的发展共识，业内企业对营收质量重视程度提升，行业生态明显好转。

2019 年开始，公司优化回款考核机制，加大了贷款催收力度，应收账款占营收比例已降至 40.41%，收入与现金比（营业收入与销售商品和劳务收到的现金比例）回升至 0.95，现金（经营活动产生的净现金流）与利润匹配度回升至 0.48，显示出公司收入和利润质量在向好的方向变化。

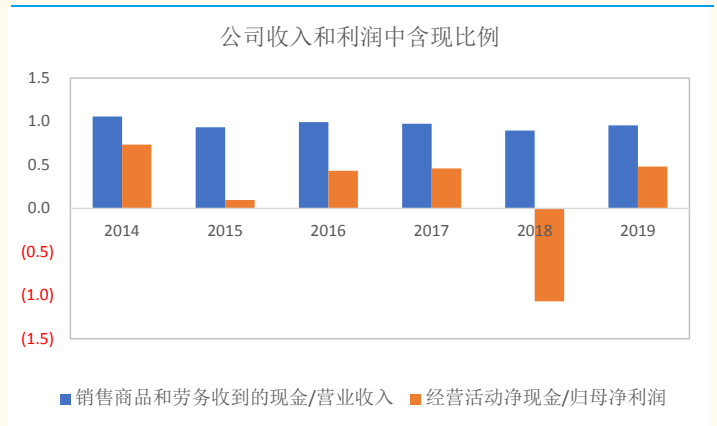
根据公司公告，公司直销房地产客户账期均值约为 150-180 天，以超短期应收款为主，大部分为 1 年以内的应收合同尾款。2017-2019 年，公司前五大客户集中度分别为 14.40%、13.69%和 11.62%，客户总数量分别为 1915 家、2523 家和 2880 家，下游房地产客户相对分散，并不存在客户集中导致账款大面积难以回收风险。

图表 30：应收账款占比有所回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31：收入和利润中含现比例增加



来源：Wind，国金证券研究所

3.4 定增项目完成，资金压力缓解

2021 年 1 月，公司面向控股股东陈伟忠先生成功发行 2,360 万股股票，价格为 9.77 元/股，共募集资金 2.31 亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金。本次定增使得陈伟忠先生持股比例从 25.04%增至 27.83%。

防水行业企业在经营过程中呈现资金投入量大，回收期相对较长的特点，因此公司在业务规模迅速扩大的同时也面临着持续性的营运资金压力。公司通过本次发行募集资金用于补充流动资金，将在一定程度上缓解资金压力，并为进一步扩大业务规模奠定资金基础，增强公司在市场上的竞争力。此外，定增的完成也有助于缓解公司债务增长的压力、优化资本结构、低财务风险，增强公司的持续经营能力。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) 防水卷材和防水涂料销量和价格：我们假设 2020-2022 年，防水卷材销量增速为 30%/40%/30%，防水涂料销量增速为 30%/40%/30%。由于 19 年沥青价格变动不大，假设 20 年售价不做调整，而 20 年沥青价格整体处于低位，假设 21 年产品售价下调 2%，预计 2020-2022 年防水卷材每平方米销售均价(不含税) 19.14 元 /18.76 元/18.57 元，防水涂料每吨销售均价(不含税) 6103 元/5981 元/5921 元。
- 2) 防水卷材和防水涂料毛利率：由于沥青等石化原材料价格下跌，20 年生产成本随之降低，后续随着全球经济的复苏，原油价格的上涨将带动防水原材料价格提升，21 年生产成本则有一定程度的上升。预计 2020-2022 年防水卷材毛利率为 41.09%/38.83%/38.22%，防水涂料毛利率为 40.11%/37.81%/37.18%。
- 3) 工程施工业务：我们假设 2020-2022 年工程施工收入增速 20%/20%/20%。

由于工程施工多为“包工包料”，直接材料占比较高，仍然受原材料价格变动影响，我们假设未来三年毛利率为 27.76%/26.92%/26.92%。

图表 32：未来三年公司主要假设参数

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
防水卷材						
销量 (万平方米)	7,751.02	12,179.32	16,554.08	22,016.93	30,823.70	40,070.81
增速				33%	40%	30%
平均售价 (元/平方米)	17.38	16.78	19.14	19.14	18.76	18.57
营业收入 (万元)	134,677.01	204,417.63	316,885.84	421,403.97	578,166.25	744,099.96
营业成本 (万元)	79,035.16	132,936.89	204,658.01	248,228.37	353,639.54	459,731.40
毛利率	41.32%	34.97%	35.42%	41.09%	38.83%	38.22%
防水涂料						
销量 (万吨)	6.67	10.64	15.13	20.12	28.17	36.62
增速				33%	40%	30%
平均售价 (元/吨)	5997.81	5526.33	6103.11	6103.11	5981.04	5921.23
营业收入 (万元)	40,005.41	58,800.18	92,340.00	122,812.20	168,498.34	216,857.36
营业成本 (万元)	28,930.87	44,473.50	60,640.68	73,550.69	104,784.28	136,219.56
毛利率	27.68%	24.37%	34.33%	40.11%	37.81%	37.18%
工程施工						
营业收入 (万元)	28,122.68	44,416.42	50,437.24	60,524.69	72,629.63	87,155.55
增速			13.56%	20%	20%	20%
营业成本 (万元)	17,556.31	33,589.00	38,681.99	43,724.57	53,078.48	63,694.18
毛利率	37.57%	24.38%	23.31%	27.76%	26.92%	26.92%
其他						
营业收入 (万元)	246.25	1,015.30	661.11	661.11	1,000.00	1,000.00
营业成本 (万元)	152.85	663.48	526.75	526.77	796.80	796.80
毛利率	37.93%	34.65%	20.32%	20.32%	20.32%	20.32%
其他业务						
营业收入 (万元)	827.47	1,025.40	4,871.50	7,400.00	10,000.00	10,000.00
营业成本 (万元)	677.15	786.03	4,707.55	6,290.00	8,500.00	8,500.00
毛利率	18.17%	23.34%	3.37%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 61 亿元/83 亿元/106 亿元，同比增长 31.7%/35.5%/27.6%。
- 2) 预计公司 2020-2022 年毛利率 39.2%/37.3%/36.8%，毛利率变动主要受原材料价格变化影响较大。
- 3) 预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.5 亿元/10.7 亿元/13.5 亿元，同比增长 134.06%/26.28%/25.91%；对应 EPS 分别为 1.39 元/1.69 元/2.13 元。

4.2 投资建议与估值

我们选取东方雨虹、凯伦股份、北新建材等国内 A 股上市的防水相关企业作为可比公司，采用市盈率相对估值法对科顺股份进行估值。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年 PE 中值为 23 倍。

公司作为全国第二大防水企业，业务规模仍处于快速扩张当中，随着全国产能布局逐渐完善、经销网络能量逐步释放，营收和业绩将继续保持高增。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.39 元/1.69 元/2.13 元，参考行业 2021 年平均估值 23 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 38.87 元 (23X) 的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 33：可比公司估值情况

证券简称	收盘价	每股收益					市盈率				
		2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
东方雨虹	49.19	1.01	1.39	1.33	1.63	2.00	13	19	37	30	25
凯伦股份	36.02	0.49	0.79	1.53	2.30	3.24	36	26	24	16	11
北新建材	50.08	1.46	0.26	1.69	2.14	2.55	9	97	30	23	20
中值				1.43	1.97	2.62			30	23	18
科顺股份	25.72			1.39	1.69	2.13			19	15	12

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 宏观经济下行风险：防水行业属于典型的周期性行业，下游需求主要是房地产和基建，中国经济增速下滑和固定资产投资增速放缓会对行业产生负面影响。
- 原材料成本上涨风险：公司产品主要原材料均与原油价格相关，如果未来油价持续上涨将对公司生产成本产生不利影响。
- 产品售价下跌超预期风险：沥青等原材料价格的下调，会使得产品定价存在下调压力，若调整幅度超预期，影响公司盈利能力。
- 房地产行业融资环境持续收紧：公司直销客户主要为房地产企业，房地产企业融资环境的变化会对地产企业资金链产生影响，进而影响公司现金流状况。
- 疫情风险：如果疫情进一步扩散，会对基建和地产施工产生影响。
- 限售股解禁风险：2021年1月25日，公司有1.64亿股限售股解禁，占总股本26.80%，为首发原股东限售股份解禁。由于董事长陈伟忠先生参与了定增，因此董事长作出承诺，自股票发行登记完成后的六个月内不减持公司股份。
- 质押风险：陈伟忠先生未解质押股份数量7654万股，陈智忠先生未解质押股份数量1912万股，合计占总股本的15.64%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,039	3,097	4,652	6,128	8,303	10,591	货币资金	346	906	1,101	1,288	1,426	1,827
增长率		51.9%	50.2%	31.7%	35.5%	27.6%	应收账款	1,149	1,888	2,602	2,874	3,894	4,968
主营业务成本	-1,264	-2,124	-3,092	-3,723	-5,208	-6,689	存货	220	303	585	612	856	1,100
%销售收入	62.0%	68.6%	66.5%	60.8%	62.7%	63.2%	其他流动资产	98	709	211	212	256	301
毛利	775	972	1,560	2,405	3,095	3,902	流动资产	1,812	3,806	4,499	4,986	6,433	8,195
%销售收入	38.0%	31.4%	33.5%	39.2%	37.3%	36.8%	%总资产	71.2%	77.3%	75.1%	72.4%	74.3%	77.5%
营业税金及附加	-19	-21	-33	-40	-54	-69	长期投资	30	90	18	38	38	38
%销售收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	554	848	1,228	1,547	1,847	1,979
销售费用	-261	-417	-576	-753	-1,011	-1,279	%总资产	21.8%	17.2%	20.5%	22.5%	21.3%	18.7%
%销售收入	12.8%	13.5%	12.4%	12.3%	12.2%	12.1%	无形资产	116	122	141	140	138	136
管理费用	-188	-136	-206	-270	-365	-466	非流动资产	733	1,118	1,494	1,905	2,223	2,373
%销售收入	9.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	%总资产	28.8%	22.7%	24.9%	27.6%	25.7%	22.5%
研发费用	0	-131	-210	-264	-357	-455	资产总计	2,545	4,924	5,993	6,891	8,655	10,569
%销售收入	0.0%	4.2%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%	短期借款	157	322	532	347	168	70
息税前利润 (EBIT)	308	268	536	1,079	1,307	1,632	应付款项	788	1,297	1,802	1,863	2,489	3,160
%销售收入	15.1%	8.7%	11.5%	17.6%	15.7%	15.4%	其他流动负债	126	247	408	330	439	551
财务费用	-19	-28	-20	-12	-3	12	流动负债	1,071	1,867	2,742	2,540	3,096	3,781
%销售收入	0.9%	0.9%	0.4%	0.2%	0.0%	-0.1%	长期贷款	18	126	74	274	274	274
资产减值损失	-29	-55	-119	-20	-20	-20	其他长期负债	13	21	29	32	42	53
公允价值变动收益	0	10	0	0	0	0	负债	1,102	2,014	2,845	2,845	3,412	4,108
投资收益	-2	19	21	-15	15	15	普通股股东权益	1,443	2,910	3,149	4,046	5,243	6,460
%税前利润	n.a	8.6%	4.8%	n.a	1.1%	0.9%	其中：股本	458	611	608	612	635	635
营业利润	260	222	427	1,036	1,309	1,648	未分配利润	322	462	762	1,527	2,494	3,711
营业利润率	12.7%	7.2%	9.2%	16.9%	15.8%	15.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	4	1	1	1	负债股东权益合计	2,545	4,924	5,993	6,891	8,655	10,569
税前利润	261	223	432	1,037	1,310	1,649	比率分析						
利润率	12.8%	7.2%	9.3%	16.9%	15.8%	15.6%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-43	-38	-68	-187	-236	-297	每股指标						
所得税率	16.6%	17.0%	15.8%	18.0%	18.0%	18.0%	每股收益	0.475	0.303	0.598	1.390	1.690	2.128
净利润	217	185	363	850	1,074	1,352	每股净资产	3.151	4.765	5.181	6.614	8.252	10.168
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.218	-0.325	0.117	0.982	0.956	1.400
归属于母公司的净利润	218	185	363	850	1,074	1,352	每股股利	0.000	0.050	0.050	0.139	0.169	0.213
净利率	10.7%	6.0%	7.8%	13.9%	12.9%	12.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	15.08%	6.37%	11.54%	21.02%	20.48%	20.93%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	8.55%	3.76%	6.06%	12.34%	12.41%	12.80%
净利润	217	185	363	850	1,074	1,352	投入资本收益率	15.86%	6.62%	12.01%	18.97%	18.86%	19.67%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	54	97	81	83	103	120	主营业务收入增长率	38.37%	51.89%	50.22%	31.73%	35.49%	27.56%
非经营收益	2	-30	-40	-19	-6	-15	EBIT增长率	-11.81%	-12.87%	99.85%	101.43%	21.12%	24.84%
营运资金变动	-173	-451	-333	-314	-563	-567	净利润增长率	-17.68%	-14.89%	96.13%	134.06%	26.28%	25.91%
经营活动现金净流	100	-198	71	601	608	889	总资产增长率	23.33%	93.43%	21.73%	14.98%	25.60%	22.11%
资本开支	-186	-340	-502	-404	-399	-249	资产管理能力						
投资	30	-635	576	0	0	0	应收账款周转天数	130.0	139.2	130.3	130.0	130.0	130.0
其他	-17	19	32	-15	15	15	存货周转天数	53.3	44.9	52.4	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-173	-955	106	-419	-384	-234	应付账款周转天数	98.3	87.2	82.9	90.0	82.0	80.0
股权募资	0	1,432	0	112	231	0	固定资产周转天数	61.7	62.5	56.8	50.2	41.4	33.6
债权募资	86	263	153	14	-179	-98	偿债能力						
其他	-137	-60	-204	-122	-138	-157	净负债/股东权益	-11.86%	-30.32%	-15.72%	-16.50%	-18.77%	-22.96%
筹资活动现金净流	-51	1,635	-51	5	-86	-254	EBIT利息保障倍数	16.4	9.7	26.6	89.0	521.2	-134.3
现金净流量	-124	481	126	187	138	401	资产负债率	43.31%	40.90%	47.47%	41.29%	39.42%	38.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	13	17	28	42
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.07	1.06	1.07	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402