



买入（首次）

所属行业：建筑材料

当前价格(元)：15.01

合理区间(元)：20.00-23.00

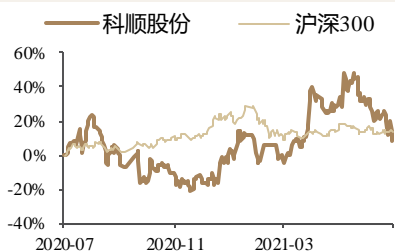
证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.81	-15.57	-20.84
相对涨幅(%)	-14.68	-14.69	-19.94

资料来源：德邦证券研究所，聚源数据

相关研究

科顺股份（300737.SZ）：优质防水龙头，双百亿战略开启新篇章

投资要点

- 防水行业新规颁布在即，开启良币驱逐劣币时代。**近年来随着环保监管以及政策标准趋严引领防水行业规范化发展，高耗能、落后的小企业逐步被淘汰，同时下游房地产集中度及精装修渗透率提升，集采模式下倒逼防水龙头市场份额提升；而下半年《建筑与市政工程防水通用规范》新标准有望实施，届时行业规模扩容及产品质量要求进一步提升，则充分利好头部企业。我们认为，防水行业进入良币驱逐劣币阶段，未来集中度将加速向龙头企业聚拢。
- 产能稳步扩张，提供成长动能。**根据公司 2021-2023 年产能规划，明确提出未来三年产能将保持 40% 的复合增速，为 22 年实现百亿营收，25 年实现两百亿营收的目标提供支撑。目前公司九大产能基地基本覆盖全国大部分区域，福建三明基地、德州基地三期在建中，2021 年公司产能将进一步释放，产能布局趋于合理，完善供应链体系及节约物流成本。我们认为，随着防水行业发展愈发规范，公司作为头部企业，渠道、品牌及规模优势逐步显现，随着新建产能逐步释放，公司有望稳步提升市场份额。
- 优化渠道加强回款，稳步提升经营质量。**上市以来，公司不断加强应收账款的管控与回收力度，将应收款回收与业务员绩效挂钩，同时公司将客户按标准划分，优先选择优质客户合作，经营质量与现金流情况逐步改善；公司不断优化渠道结构，加快经销商拓展，一方面可以提升公司渠道覆盖范围，带来更多业务量；另一方面经销商回款情况更好，有利于公司现金流改善；截止到 2020 年末公司与超过 1700 家经销商建立了长期稳固的合作关系，较 2019 年大幅增长；按照公司规划，2021-2022 年经销渠道占比将分别达到 45、50%。
- 收购丰泽股份，开启品类扩张之路。**2021 年初公司公告拟以 4.956 亿元收购丰泽股份 100% 的股权，并签署业绩承诺 21-23 年扣非归母净利润不低于 4200 万元、5040 万元、6048 万元，若 21 年未能完成收购，业绩承诺将延迟一年计算。丰泽股份主要为铁路、公路、地铁以及轨道交通等重大工程提供止水、排水以及减隔震方面提供技术支持，主营支座、止水带和伸缩装置等产品。丰泽股份聚焦准入门槛较高的重大工程基建领域，若此次收购完成，公司可以依托丰泽股份的渠道优势，扩大基建领域的市占率，提高非房业务占比；同时公司利用自身规模、渠道及品牌优势为丰泽赋能，激发更大的潜能，公司产品也将多元化发展，提升抗风险能力。
- 投资建议：**考虑到防水新规即将颁布利好头部企业以及公司产能快速释放，未来成长可期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.47、15.88 和 21.28 亿元，同比增长 29%、38% 和 34%，EPS 分别为 1.0、1.39 和 1.86 元，对应 PE 估值分别为 15.0、10.8 和 8.1 倍；给予公司基于 21 年业绩盈利预测 20-23 倍 PE 的估值，对应目标价区间为 20-23 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**地产投资大幅下滑，行业新规颁布进度不及预期，原燃料价格大幅上涨超预期，落后产能退出进度低于预期。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,145.87		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	843.27	营业收入(百万元)	4,652	6,238	8,297	10,584	13,331
52 周内股价区间(元):	10.94-20.49	(+/-)YOY(%)	50.2%	34.1%	33.0%	27.6%	26.0%
总市值(百万元):	17,199.47	净利润(百万元)	363	890	1,147	1,588	2,128
总资产(百万元):	8,718.66	(+/-)YOY(%)	96.1%	145.0%	28.8%	38.5%	34.0%
每股净资产(元):	3.98	全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.78	1.00	1.39	1.86
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	33.5%	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
		净资产收益率(%)	11.5%	21.4%	19.0%	20.8%	21.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

投资五要素

驱动因素

第一、防水行业新规《建筑和市政工程防水通用规范》有望年底前正式推行，行业扩容及高质量化发展趋势充分利好头部企业。

第二、公司产能快速扩张，21-23 年产能复合增速达到 40%，提供长期增长动能。随着新基地投入使用，产能布局更加完善，打造完整供应链体系，降低物流成本。

第三、公司通过收购丰泽股份，业务范围从防水产品和服务扩大至减隔震领域，丰富和优化产品结构，开启品类扩张之路；公司可以依托丰泽股份的渠道优势，扩大基建领域的市占率，提高非房业务占比；同时公司利用自身规模、渠道及品牌优势为丰泽赋能，激发更大的潜能，公司产品也将多元化发展，提升抗风险能力。

盈利预测与投资建议

考虑到防水新规即将颁布利好头部企业以及公司产能快速释放，未来成长可期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.47、15.88 和 21.28 亿元，同比增长 29%、38%和 34%，EPS 分别为 1.0、1.39 和 1.86 元，对应 PE 估值分别为 15.0、10.8 和 8.1 倍；给予公司基于 21 年业绩盈利预测 20-23 倍 PE 的估值，对应目标价区间为 20-23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

区别于市场的观点

我们认为，二季度为公司成本压力最大的阶段，一方面上半年提价落实有一定的滞后性，而 Q2 沥青等原材料价格同比上涨较多，因此 Q2 毛利率承压；而随着公司加大原材料库存，锁定未来一定时期的沥青价格，以及三季度提价相继落实到位，Q3 盈利情况有望环比改善。我们认为，此次央行全面降准超预期，下半年流动性收紧的预期已经被证伪，而唯一担心盈利下行的风险也有望随着中报披露而释放，中报前后或是新的配置良机。近日公司公告 8000 万-1.5 亿元的股份回购计划同样向市场传递对未来发展的充分信心。

股价表现的催化因素

行业新规下半年有望实施，届时行业规模及产品质量要求进一步提升，则充分利好头部企业；公司产能快速扩张，提供长期增长动能，向百亿营收目标坚实迈进；公司不断加强应收账款的管控与回收力度，随着规模效应逐步显现，经营质量有望同步提升。

主要风险

地产投资大幅下滑，行业新规颁布实施进度不及预期，原燃料价格大幅上涨超预期，落后产能退出进度低于预期。

内容目录

1. 科顺股份：优质防水企业，营运盈利水平稳步提升	7
2. 防水行业良性发展，头部企业市占率提升.....	10
2.1. 行业进入良币驱逐劣币的时代.....	11
2.1.1. 地产集中度加速提升，防水行业龙头效应增强	11
2.1.2. 环保监管趋严，助推行业规范化发展.....	13
2.2. 品牌优势凸显，防水头部企业客户认可度高.....	15
2.3. 千亿防水市场，集中度加速向头部集中	16
3. 科顺股份：聚焦公司优势，未来成长可期.....	18
3.1. 产能持续扩张，区域布局日趋完善.....	18
3.2. 提升经销占比，工建民建渠道结构优化.....	20
3.3. 保持研发投入，不断提升产品品质.....	21
3.4. 加强成本管控，上下游议价能力提升.....	22
3.5. 收购丰泽股份，开启扩品类之路	23
3.6. 开启行业竞合时代，供应链合作提升规模优势	25
4. 投资建议与盈利预测.....	26
5. 风险提示	27

图表目录

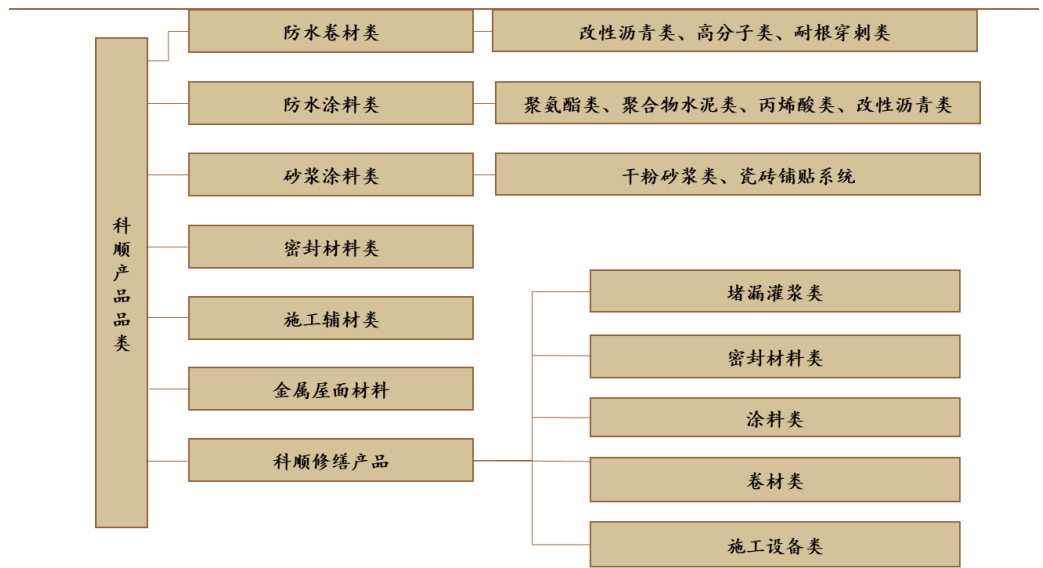
图 1: 公司泛防水产品和服务	7
图 2: 科顺股份发展历程	7
图 3: 公司股权结构	8
图 4: 公司各业务板块营收占比	8
图 5: 公司 2013-2020 年营业收入及增速	9
图 6: 公司 2013-2020 年净利润及增速	9
图 7: 2013-2020 年公司净资产收益率 (摊薄)	9
图 8: 2013-2020 年公司销售毛利率	9
图 9: 2013-2020 年经营性现金净流量	10
图 10: 2013-2020 年应收账款周转率	10
图 11: 国内防水企业分布格局	10
图 12: 2015-2020 年中国建筑防水行业规模以上企业数量	11
图 13: 2016-2020 年百强及十强房企市占率	12
图 14: 2017-2022 年中国房地产住宅精装修市场规模预测	13
图 15: 《建筑和市政工程防水通用规范》制定流程	15
图 16: 2020 年防水企业规模分布	17
图 17: 行业上市企业占规模企业营收比例	17
图 18: 主要防水企业市占率	17
图 19: 2016-2020 年防水行业上市公司权益乘数	18
图 20: 2016-2020 年防水行业上市公司总资产周转率	18
图 21: 科顺生产基地分布 (投产、在建和拟建)	19
图 22: 防水行业企业销售费用率对比	19
图 23: 公司战略合作客户	20
图 24: 广告宣传推广费	21
图 25: 公司研发支出趋势和占比	21
图 26: 公司技术研发对产品性能提升	22
图 27: 2020 年公司防水材料成本构成	23
图 28: 2018-2021 OPEC 一揽子原油价格趋势	23
图 29: 2018-2021 沥青价格趋势	23
图 30: 《建设工程抗震管理条例》制定历程	24

表 1: 2020 年末 40 家房企红线榜	11
表 2: 近五年来环保政策及监管事件	14
表 3: 各城市对热熔法沥青防水卷材限制规定	14
表 4: 近五年中国房地产开发企业 500 强防水材料首选率	16
表 5: 防水市场规模测算	16
表 6: 主营防水上市公司净资产收益率 (摊薄)	18
表 7: 公司在建/拟建生产基地具体规划	19
表 8: 减隔震市场规模测算	24
表 9: 科顺防水品牌	25
表 10: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-瓷砖胶类	25
表 11: 中国房地产开发企业 500 强首选供应商-石膏板类	25
表 12: 2021 年公司对外合作投资项目	26
表 13: 可比公司估值对比	26
表 14: 公司防水业务盈利预测	27

1. 科顺股份：优质防水企业，营运盈利水平稳步提升

科顺防水科技股份有限公司成立于 1996 年，前身是顺德科顺精细化工有限公司，经过二十多年发展，公司已成长为防水领域综合服务解决方案提供商。防水材料是建筑体系中重要的功能性材料，产品的好坏直接影响建筑寿命及用户体验，防水材料主要分为防水卷材和防水涂料两个品类，目前科顺已经实现防水材料研发、生产、销售和防水工程施工全条线自主运营，产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类 100 多个品种。

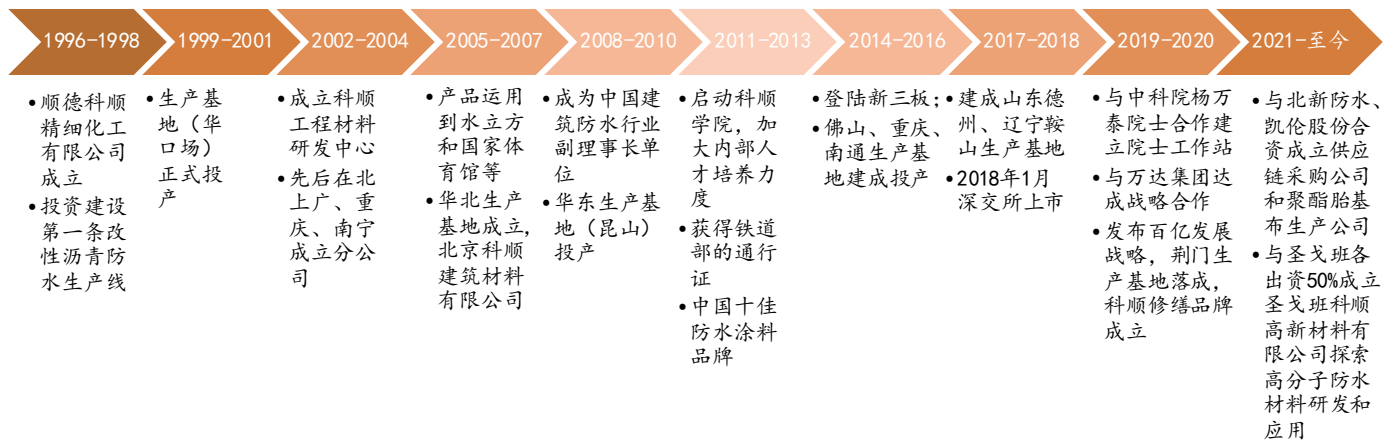
图 1：公司泛防水产品和服务



资料来源：公司官网，德邦证券研究所

公司成立以来，始终秉承“延展建筑生命，守护美好生活”的企业使命，稳健发展，相继建成华南、华北、华东、西南生产基地，产能布局不断延展，2008 年公司成为中国建筑防水协会副会长单位，并于 2018 年初登陆 A 股，公司借助资本的力量快速发展，目前科顺已建成 9 个生产基地，产能布局趋于完善。

图 2：科顺股份发展历程

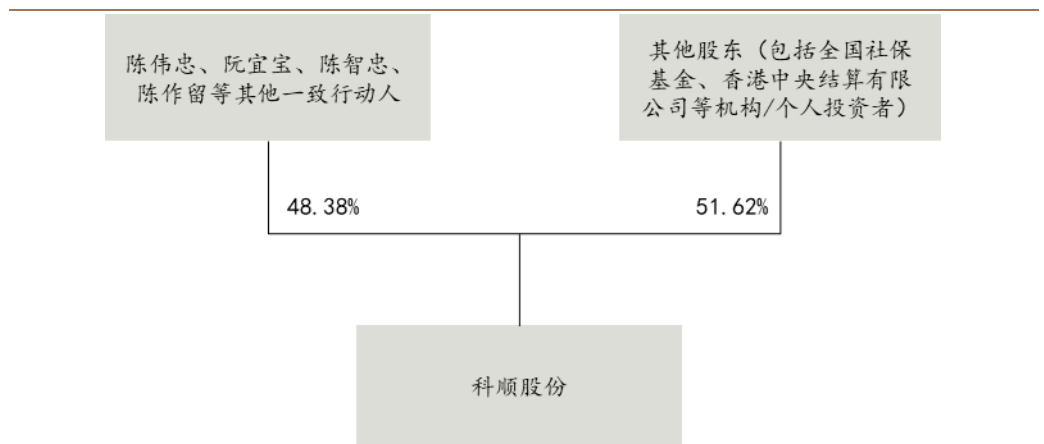


资料来源：公司官网，德邦证券研究所

股权结构稳定，专业人领导做专业事。目前公司实际控制人为陈伟忠与阮宜宝夫妇，其与陈智忠、陈作留、陈华忠、方勇为一致行动合伙人，截至2021年一季度末，合计持股48.38%，为公司第一大股东。虽然一致行动合伙人中多为家族成员持股，但是公司管理早已摆脱家族企业模式，仅陈伟忠先生、方勇先生在上市公司任职，陈伟忠先生作为公司董事长和创始人，具有20多年的建筑防水行业经验，曾参与多个行业标准编制，其专业的技术背景将更好的带领科顺发展，展现专业人做专业事的特色。

大股东全额认购定增，体现对公司未来发展的信心。2020年公司向特定对象定向发行2360万股股票，由实控人和董事长陈伟忠以现金全额认购。此次定增一是在公司快速发展时期，增强资金实力，为日常运营和战略扩张提供资金保障；二是改善公司的资产结构，缓解偿债压力，降低经营和财务风险；三是体现了公司实控人对公司未来发展的坚定信心。

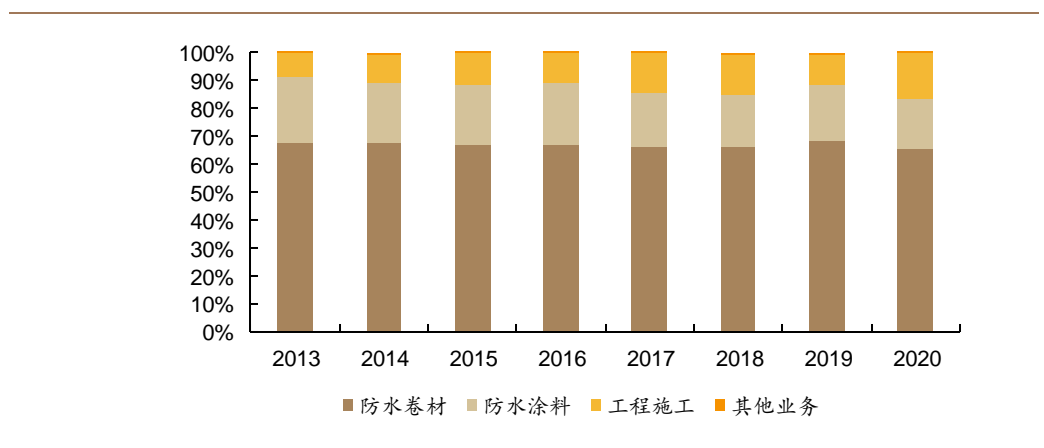
图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，德邦证券研究所

工程施工占比稳步提升，防水卷材占比稳定。2013-2020年，工程施工部分收入比例翻倍，从8%增长至16%，防水卷材收入占比维持在65-68%的水平。我们认为，防水工程不仅要求防水材料质量过关，对工程施工也有较高要求，施工服务不专业是导致房屋渗漏的主要原因之一。公司加强布局防水施工领域，彰显“产品+施工”一体化服务的优势，提高用户粘性及产品附加值。

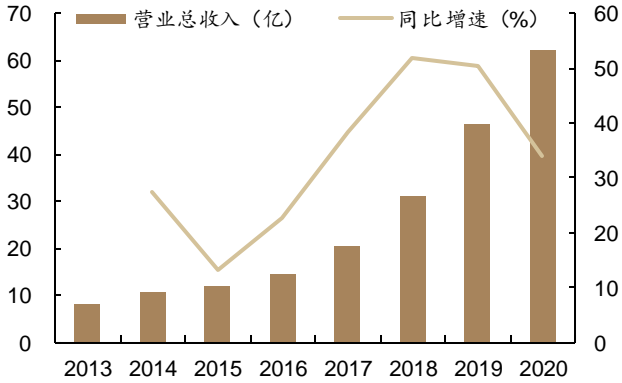
图 4：公司各业务板块营收占比



资料来源：WIND，德邦证券研究所

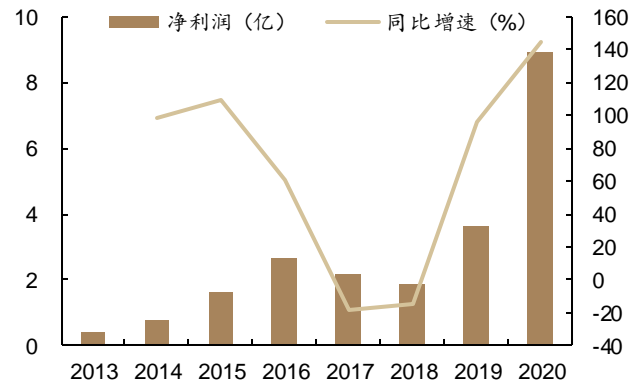
公司营收保持稳健增长，上市后盈利改善明显。2013-2020 年公司营业规模保持快速增长，从 13 年收入不足 10 亿元增长至 20 年的 62.3 亿元，年均复合增长率 30.68%，尤其 18 年公司上市后，近三年营收复合增速达到 41.9%，向百亿营收目标坚定迈进。同时 18 年上市后，盈利能力明显改善，2019、2020 年公司净利润增速达到 96% 和 145%，远高于营收增速，公司上市之后规模及品牌效应逐步体现，盈利水平明显提升。

图 5：公司 2013-2020 年营业收入及增速



资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

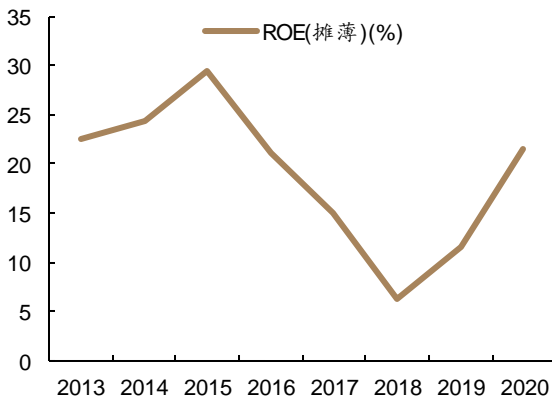
图 6：公司 2013-2020 年净利润及增速



资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

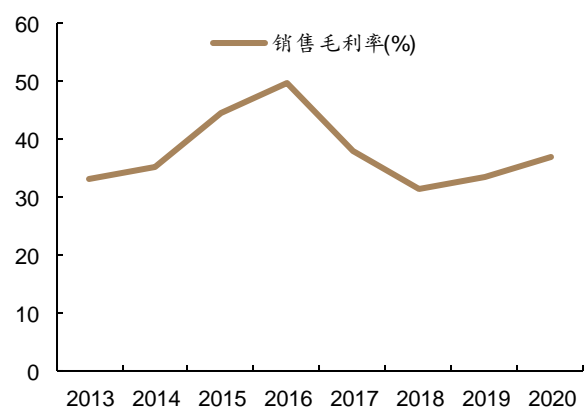
近几年公司毛利率和净资产收益率趋势走势相同，受 18 年金融去杠杆大环境的影响，盈利水平见底，而在上市之后逐年改善，2020 年公司 ROE（摊薄）及毛利率分别达到 21.44% 及 36.94%，创上市以来新高。我们认为，随着公司规模效应逐步显现，未来盈利能力更加突出且稳定。

图 7：2013-2020 年公司净资产收益率（摊薄）



资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

图 8：2013-2020 年公司销售毛利率

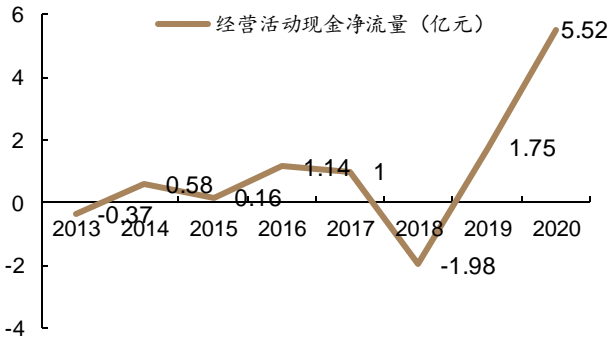


资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

上市后公司经营质量逐步提升。随着地产集中度的提升，房企集采占比逐步增加，B 端销售模式则面临账期及现金回款差的问题，因此随着公司渠道拓展以及营收规模扩大，应收账款规模增长较快，应收账款周转率从 14 年最高的 4.74 次逐步下降，但为了应对应收账款回收的风险，公司从渠道优化，加强信用风险管控（定期对采用信用方式交易的客户进行信用评估，并对应收余额监控），开拓优质客户以及加强催收力度几个方面着手，提高应收账款周转率。18 年上市后，应收账款周转率从 2.62 次提升至 2.92 次，逐步改善。同时，经营活动现金净流量在 2019、2020 年均实现正流入，经营质量明显提升。

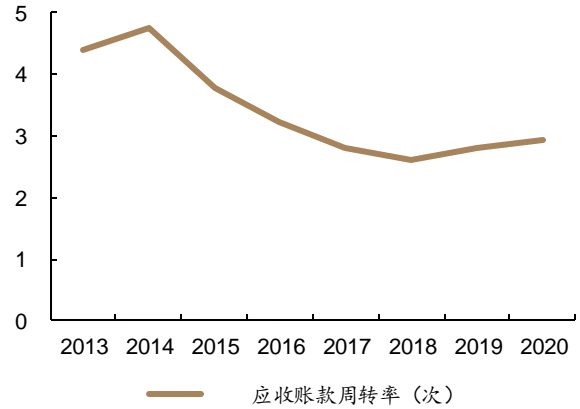
与此同时，2020年8月公司在荆门生产基地落成仪式上发布了2022年营收达到百亿规模、直销经销占比各50%和保证经营性现金流净额为正等提升经营质量的目标。公司管理层致力于提高收入质量和营运效率，优化客户结构，保持可持续性增长。

图 9：2013-2020 年经营性现金净流量



资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

图 10：2013-2020 年应收账款周转率



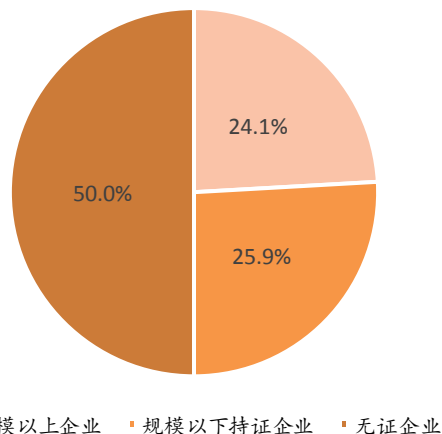
资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

2. 防水行业良性发展，头部企业市占率提升

防水材料及施工工程是建筑环节中的重要一环，然而由于防水工程的隐蔽性，验收方时常忽略或难以甄别其是否达标。房屋建筑不是短期消耗品，建筑防水材料因质量问题和施工不规范问题将很容易导致屋面渗透，墙体开裂，这十分影响房屋寿命及用户体验。

由于行业进入壁垒较低且防水产品运输半径通常有限，因此防水行业集中度较低，行业内存在大量产品质量不合格的小散企业。根据协会相关数据，目前行业内共有 3000 多家企业，其中仅 1500 家左右企业有生产许可证。截止 2020 年末，年主营业务收入达 2000 万元以上的规模以上企业仅 723 家，占比小于 25%。

图 11：国内防水企业分布格局

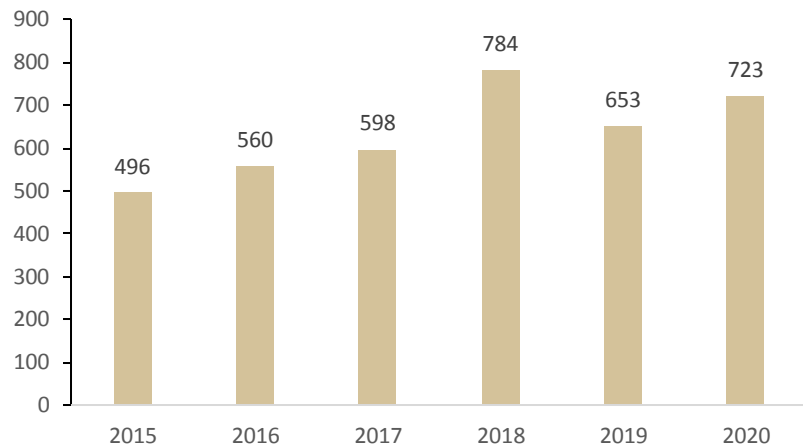


资料来源：中国建筑防水协会，德邦证券研究所

2.1. 行业进入良币驱逐劣币的时代

近几年防水企业市占率提升呈加速态势，我们认为有几方面原因，一是下游房地产集中度提升及精装修渗透率提升，房企优先选择头部防水企业合作，集采模式下倒逼防水龙头市场份额提升；二是随着供给侧改革以及环保监管趋严，高耗能、落后的小企业逐步被淘汰；三是行业高标准政策不断推行，行业加速向规范化发展。我们认为，防水行业进入良币驱逐劣币阶段，未来集中度将加速向龙头企业聚拢。

图 12：2015-2020 年中国建筑防水行业规模以上企业数量



资料来源：中国建筑防水协会，德邦证券研究所

2.1.1. 地产集中度加速提升，防水行业龙头效应增强

近年来政府坚定推行“房住不炒”政策，2020年8月份住建部及央行明确了重点房地产企业资金监测及融资管理规则，提出地产“三道红线”（剔除预收款项后的资产负债率大于70%；净负债率大于100%；现金短债比小于1倍）。房地产企业将不能一味通过大举负债来扩大规模，高杠杆的房地产企业面临更大降负债的压力，同时房地产企业整体融资难度提高，尤其是中小房地产企业资金周转能力较差，通过融资渠道实现扩张难度增大。行业马太效应将进一步凸显，整体资产质量较好的头部房企市占率有望进一步提升。

表 1：2020 年末 40 家房企红线榜

企业名称	触及红线量	剔除预收款后的 资产负债率(%)	净负债率(%)	现金短债比	1年降档变量	性质
恒大	3	83.43	152.89	0.47	0	民企
绿地	3	83.36	140.96	0.79	0	国资背景
富力	3	76.66	130.19	0.4	0	民企
首开股份	3	74.84	178.56	0.89	0	国企
祥生	2	82.37	136.4	1.1	1	民企
华发股份	2	76.5	181.6	1.11	1	国企
首创	2	74.3	123.6	1.14	0	国企
碧桂园	1	80.53	55.59	1.74	1	民企
万科	1	70.44	18.4	2.21	1	国资背景
融创	1	78.69	96.2	1.08	2	民企
旭辉	1	72.55	64.04	2.73	0	民企

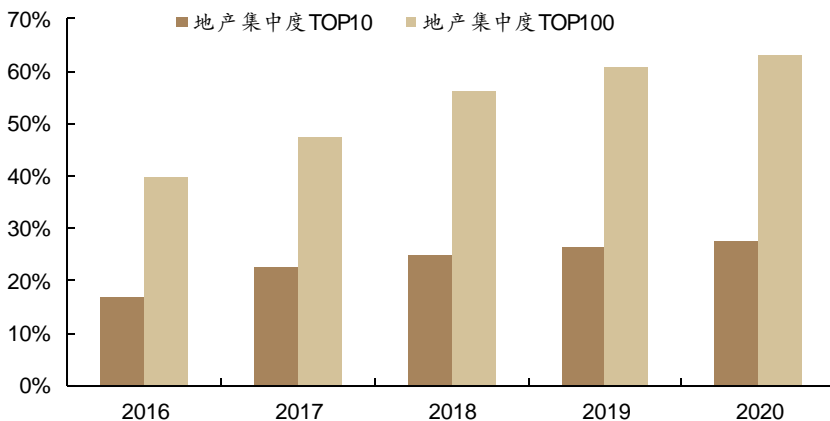
绿城	1	71.94	63.84	1.83	0	国资背景
新城	1	74.12	35.61	1.86	0	民企
中南置地	1	79.76	97.27	1.04	2	民企
阳光城	1	78.64	94.9	1.06	1	民企
中梁	1	79.87	65.8	1.09	1	民企
佳兆业	1	69.75	100.54	1.56	1	民企
正荣	1	76.57	64.7	1.81	0	民企
美的	1	77.62	79.33	1.52	0	民企
雅居乐	1	72.26	61	1.09	1	民企
新力	1	73.17	63.36	1.24	2	民企
保利	0	69.87	56.64	1.82	0	央企
中海	0	53.26	31.22	2.46	0	央企
招商蛇口	0	56.83	29.48	1.48	0	央企
华润置地	0	59.74	29.48	2.46	0	央企
金地	0	68.51	60.8	1.29	0	国企
世茂	0	68.47	50.28	1.67	1	民企
金茂	0	66.2	50.46	1.44	1	央企
龙湖	0	66.93	46.46	4.2	0	民企
金科	0	69.85	75.07	1.34	3	民企
龙光	0	69.82	54.34	1.76	1	民企
滨江	0	69.71	85.44	1.69	0	民企
建发	0	67.8	56.05	3.16	0	国企
融信	0	69.9	83	1.2	1	民企
中骏	0	68.7	59.2	1.69	1	民企
金辉集团	0	69.02	76.49	1.07	3	民企
宝龙地产	0	69.9	73.9	1.2	1	民企
越秀地产	0	69.25	47.5	1.7	1	国企

资料来源：公司年报，地产同学会，德邦证券研究所

根据中指研究院发布的中国房地产百强企业研究报告，以销售额为测算依据，2020年TOP100的房地产企业市占率为63.2%，较2019年增长2.3个百分点，较2016年增长23.5个百分点，并实现连续五年逐年提升。2020年行业TOP10的房地产企业市占率为27.5%，较2019年提高1.1个百分点，较2016年提高约10个百分点，可以看到，地产企业集中度提升趋势非常明显。

而房企集中度提升倒逼上游材料供应商市场份额提升，考虑到防水材料的功能性及施工隐蔽的特性，消费者更倾向于选择有品牌保证的产品，同样房企也会优先选择头部品牌合作集中采购，一方面头部企业产品品质更有保障；另一方面头部企业有更强的资金实力及供应链能力，可以承揽大的工程项目，集采模式使得房企与供应商绑定更深，随着房企集中度提升此类防水制造商有望获得更多的市场份额。

图 13：2016-2020 年百强及十强房企市占率

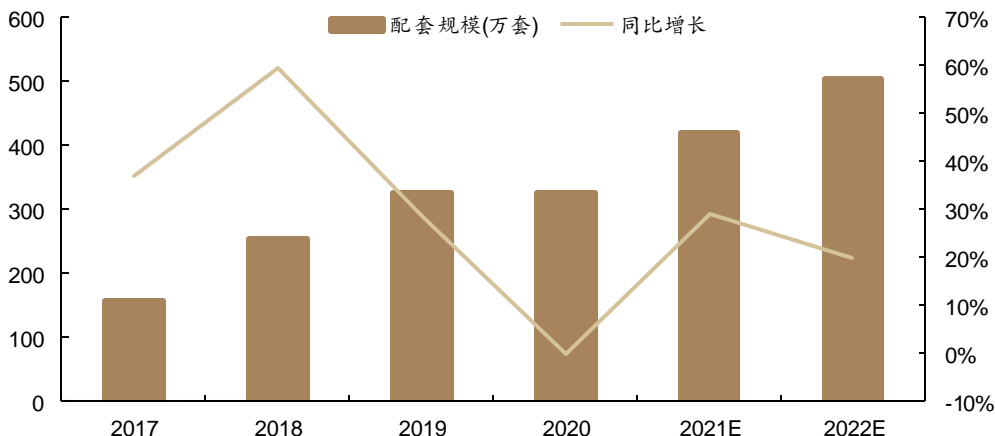


资料来源：中指研究院，德邦证券研究所

精装修渗透率提升带来需求增量。受国务院、住建部等部门出台政策推动，近几年国内精装修渗透率持续提升，推行精装修住宅一方面通过集中装修可以发挥规模优势，避免资源浪费；另一方面精装修住宅可以做个性化装修，成为房企的主要卖点。因此，近年来精装房市场规模不断扩大，根据奥维云网统计，2020年中国精装住宅配套规模约为325万套，预计2021-2022年精装修住宅将同比增长29.3%和20%，2022年，全国精装住宅配套规模将超过500万套。

而对于防水行业而言，精装修带动了屋内硬装需求，精装住宅对建材产品的配套率较高，使得防水头部企业与房企的合作更加深入，更容易做大规模。因此，受益于地产商集中度提升以及精装修渗透率提升，防水龙头有望继续提高工程端市占率。

图 14：2017-2022 中国房地产住宅精装修市场规模预测



资料来源：奥维云网，德邦证券研究所

2.1.2. 环保监管趋严，助推行业规范化发展

近年来，各国政府出台一系列政策及环保措施，约束企业环保化和规范化发展。我国已经提出2030年实现“碳达峰”，2060年实现“碳中和”的目标，预计未来将出台更多绿色环保政策，优化产业结构，淘汰落后产能，走可持续发展道路。防水行业环保问题主要集中在废气和废水等污染物排放，以生产沥青类防水卷材为例，生产过程中需要大量使用沥青和滑石粉等原材料，容易产生沥青烟、工业粉尘和挥发性有机物污染，如果直接排放会严重影响环境，防水企业需要保证车间排放的气体沥青烟、粉尘和VOC等污染物排放量满足国家环保标准。

根据建筑防水行业《关于“十四五”防水行业高质量发展共识(2021-2025)》,“十四五”期间,建筑防水将向着绿色化、智能化、服务化、国际化发展,实现行业高质量发展。针对防水材料制造企业的污染排放问题,中国建筑防水协会编制了《改性沥青防水卷材大气污染排放标准》,《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》等一系列团体或行业标准来规范防水行业以降低污染排放和节约能耗。2021年7月份,住建部发布《房屋建筑和市政基础设施工程淘汰危及生产安全施工工艺、设备和材料目录》的征求意见稿,其中热熔型工艺生产沥青卷材不得在地下密闭空间、通风不畅空间、易燃材料等防水工程使用。

表 2: 近五年来环保政策及监管事件

相关部门	政策/监管内容
中国建筑防水材料工业协会	着手编制防水行业大气污染物排放标准,召开行业节能环保创新技术论坛、组织专家探寻环保出路
全国人大常委会	2016年年末通过环境保护税法,与以往排污法有两点不同,一是规定了大气污染物和水污染物的税额幅度,二是根据减排幅度增加一档税收减免的规定
国务院	出台《“十三五”节能减排综合工作方案》,推进工业污染物减排,出台有机溶剂产品挥发性有机物含量限值强制性环保标准
环保部	2017年第一季度空气质量专项督查的18个督查组进驻京津冀及周边地区18个城市,走访督导检查137个部门和企业
京津冀政府	制定了《建筑类涂料与胶粘剂挥发性有机化合物含量限值标准》,目标锁定建筑类涂料与胶粘剂VOCs(挥发性有机化合物)排放标准。
中央环境保护督察组	2017年第二季度进驻天津市、山西省、辽宁省、安徽省、福建省、湖南省、贵州省等七省市开展环境保护督察
环保部等7个部门	印发《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》,多处涉及防水材料生产企业
中国建筑防水协会	《改性沥青防水卷材大气污染排放标准》编制组成立暨第一次工作会议召开
中国建筑防水协会	主编的国家标准GB30184《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》作为依据对38家防水企业进行节能监察
中国建筑防水协会	《建筑防水行业绿色工厂评价要求》标准征求意见稿已完成,向公众征求意见
国家市场监督管理总局	防水涂料及建筑防水卷材被列入《全国重点工业产品质量安全监管目录(2020年版)》
工信部	《2020年工业节能监察重点工作计划》:将对沥青基防水卷材、岩棉等建材行业等重点用能企业开展强制性单位产品能源消耗限额标准执行情况专项监察
住建部	《屋面工程质量验收规范》、《地下防水工程质量验收规范》两项验收规范被局部修订,前述政策将促使防水企业的产品、施工及服务向更高质量发展
国家认证认可监督管理委员会	《关于发布绿色产品认证实施规则的公告》:绿色产品认证实施规则“防水密封材料”适用于各类防水与密封材料的绿色产品认证,包括沥青基防水卷材、高分子防水卷材、防水涂料、密封胶
生态环境部	《重污染天气重点行业应急减排技术指南(2020年修订版)》:完善相关指标和减排措施,开展重点行业绩效分级,主要适用于以沥青或类似材料为主要原料制造防水材料的工业企业
国家发展改革委等13部门	《关于加快推动制造业高质量发展意见》:制造业绿色化改造行动,推动提高建材、纺织、造纸等行业绿色化水平
工业和信息化部	《建材工业智能制造数字转型行动计划(2021-2023年)》:防水材料行业重点形成自动上料计量、过程质量控制、制造执行管理、封装仓储物流等集成系统解决方案
财政部和住建部	《绿色建筑和绿色建材政府采购基本要求(试行)》规定,防水卷材和防水涂料的性能应分别符合团体标准T/CECS 10038-2019《绿色建材评价防水卷材》和T/CECS 10040-2019《绿色建材评价防水涂料》的规定。优异的耐久性和环保性是产品入选的必备条件
中国建筑防水协会	《关于“十四五”防水行业高质量发展共识(2021-2025)》:“十四五”期间,建筑防水将向着绿色化、智能化、服务化、国际化发展
生态环境部	《关于加强高耗能、高排放建设项目生态环境源头防控的指导意见》:将碳排放影响评价纳入环境影响评价体系,加强生态环境分区管控和规划约束、严格“两高”项目环评审批、推进“两高”行业减排降碳协同控制、依排污许可证强化监管执法、保障政策落地见效
住建部	《房屋建筑和市政基础设施工程淘汰危及生产安全施工工艺、设备和材料目录(第一批)(征求意见稿)》:沥青类防水卷材热熔工艺被限制使用;限制范围为:不得用于地下密闭空间、通风不畅空间、易燃材料附近的防水工程

资料来源:公司年报,中国建筑防水协会,住建部,德邦证券研究所

各地方政府也陆续颁布对热熔型沥青卷材生产工艺的限制或禁止措施推进区域防水行业的绿色化转型。2021年6月7日,成都市住建局发布成都市规划和自然资源局关于印发《成都市新建商品住宅技术管理规定(第一版)》的通知,通知要求政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料,其他工程项目修改为“应满足环保要求,优先采用高分子材料、水性防水涂料”,防水质保期不低于7年。除成都外,青岛和北京已经不同程度上禁止在建筑工程上使用热熔型SBS防水卷材。行业提标已经率先在中大城市展开,未来覆盖范围有望更广阔。

表 3: 各城市对热熔法沥青防水卷材限制规定

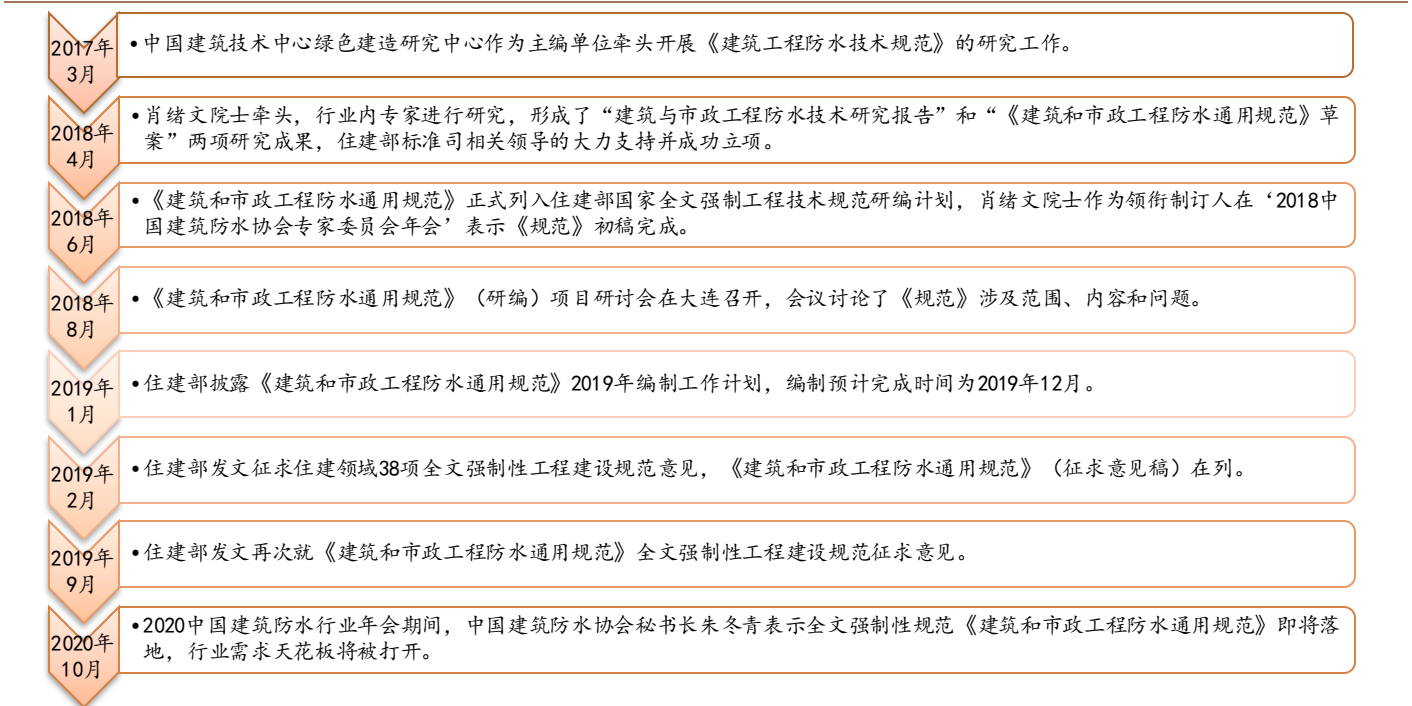
城市	发布单位	条例内容
北京	住建委	在地下密闭空间、通风不畅空间和易燃材料附近的防水工程中，禁止使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材
青岛	城乡建设委员会	新建、改建、扩建、维修工程中禁止使用热熔施工 SBS 改性沥青类防水卷材
上海	住建委	明火热熔法施工的改性沥青类防水卷材禁止在地下密闭空间、通风不畅空间和附近有易燃材料的建筑工程中设计使用
成都	住建局	政府建设项目中使用高分子防水材料，其他工程项目优先采用高分子材料、水性防水涂料

资料来源：住建部，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

我们认为，环保以及行业监管趋严已愈发明朗，对于行业内产能和工艺落后的中小企业，如果不能及时调整生产标准，势必会被市场淘汰出局。而提前布局环保绿色产能、品类齐全、产品使用年限长的防水龙头企业更有可能抢占更多市场份额，最终成为政策趋严的受益者。

防水行业新规颁布在即。在 2019 年 9 月住建部发布《建筑和市政工程防水通用规范》的征求意见稿提出对防水材料、工程设计和施工制定行业标准，其中对防水工程设计年限做出明确要求，屋面工程防水设计年限不低于 20 年；外墙工程防水设计年限不低于 25 年；室内工程防水设计工作年限不应低于 15 年等。《建筑和市政工程防水通用规范》是由中国建筑业协会副会长肖绪文院士牵头，防水行业重要专家进行研究制定的，具有强制性特征的行业标准，2021 年 6 月份，《规范》已经提交住建部审核，下半年有望正式实施。我们认为，新标实施将对产品质量、质保年限提出更高的要求，不满足新标的产品将被淘汰，同时防水材料的用量有望增加，行业需求天花板将被打开，而头部企业对自身产品质量要求较高，又具有规模、品牌、渠道等优势，将充分受益行业新标。

图 15：《建筑和市政工程防水通用规范》制定流程



资料来源：中国建筑防水协会，德邦证券研究所

2.2. 品牌优势凸显，防水头部企业客户认可度高

近年来许多大型房地产公司为实现规模扩张，其采购权利逐步上移，很多公司采购品牌范围由总部统一制定，在下游房企推行精装修住宅和地产行业整体集中度提升的背景下，防水企业的品牌效应逐步凸显，房企更倾向于与有实力的头部企业合作，使得新品牌较难打入大型地产公司的市场；其次，防水材料客户的终端需求并不仅仅是防水材料本身，往往还包括施工、涂装等服务，而拥有品牌及渠道的龙头企业往往能够提供差异化服务从而提升客户黏性，从而使得新品牌与之竞争难度较大。

根据中国房地产协会整理的中国房地产 TOP500 首选供应服务商品品牌名单，在防水材料领域，科顺股份首选率多年稳定行业第二，仅次于东方雨虹，且与第三名差距拉大，2016-2020 年科顺股份防水产品品牌首选率整体呈上升趋势，从 15% 提升至 20%，公司作为头部防水材料供应商地位稳固。

表 4：近五年中国房地产开发企业 500 强防水材料首选率

2016	首选率	2017	首选率	2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
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%
科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新建材	7%
卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%
蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%
德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	8%	大禹	6%
大禹	4%	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%
禹王	4%	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%
宇虹	3%	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	三棵树	3%
大明	2%	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%

资料来源：中房网，德邦证券研究所

2.3. 千亿防水市场，集中度加速向头部集中

目前防水材料的主要应用场景来自于房地产新建、翻新和基建市场。在剔除了进入门槛低，小散企业充斥的农村市场后，我们保守假设十四五期间，房地产新开工/竣工面积保持 2020 年的 22.4/9.1 亿平方米左右；存量房地产每隔 8-10 年翻新一次，则年均翻新面积约 11.7 亿平米，同时根据住建部预测，假设十四五期间年均老旧小区改造面积约 8 亿平米；且防水材料相关投资占基建总固定资产投资 1% 左右，测算得目前防水材料行业有效市场空间在 1730 亿元左右，相比于 2020 年 1087 亿元的规模以上企业收入仍有 60% 左右提升空间，未来行业将在发展中倒逼整合。

表 5：防水市场规模测算

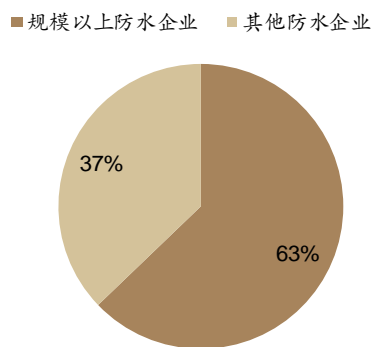
房地产新建市场	房地产翻新市场 (老旧小区改造)		基建市场		
商品住宅竣工面积 (亿平方米)	9.1	十四五期间年均改造老旧小区面积 (亿平方米)	8	铁路运输业固定资产投资 (亿元)	7423.3
商品住宅新开工面积 (亿平方米)	22.4	家庭自主翻新面积 (亿平方米)	11.71	道路运输业固定资产投资 (亿元)	48388.9
办公楼竣工面积 (亿平方米)	0.9	外墙/面积比率	0.7	水上运输业固定资产投资 (亿元)	1447.2
办公楼新开工面积 (亿平方米)	0.7	总外墙面积 (亿平方米)	13.80	航空运输业固定资产投资 (亿元)	1751.6

商业营业用房竣工面积 (亿平方米)	0.3	防水涂料需求 (亿平方米)	13.80	管道运输业固定资产投资 (亿元)	349.6
商业营业用房新开工面积(亿平方米)	1.8	防水涂料价格 (元/平方米)	11.81	装卸搬运和仓储业固定资产投资 (亿元)	6864.0
工厂及其他用房竣工面积(亿平方米)	13.3	房地产翻新市场 (亿元)	162.9	基础建设投资总额 (亿元)	66224.4
商品住宅和办公楼平均建筑层数	10.0			防水材料占投资额总比重	1%
商业营业和工厂用房平均建筑层数	2.0			基建带动防水材料市场 (亿元)	662.2
外墙/面积	0.7				
总外墙面积 (亿平方米)	15				
地下室及屋顶面积 (亿平方米)	17				
防水涂料需求面积 (亿平方米)	15.4				
防水卷材需求面积 (亿平方米)	32.2				
防水涂料均价 (元/平方米)	11.8				
防水卷材均价 (元/平方米)	22.5				
房地产新建市场 (亿元)	905.0			共计 (亿元)	1730

资料来源：国家统计局，WIND，公司年报，德邦证券研究所

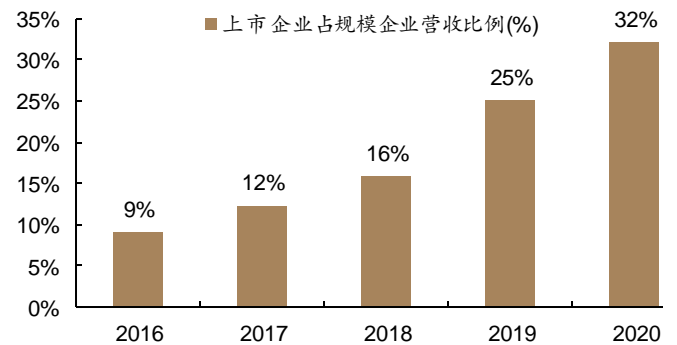
行业集中度稳步提升，但依旧偏低。根据测算得出的防水行业市场规模，规模以上防水企业市占率约为 62.8%。我们选取了主营或含有防水业务的六家上市公司东方雨虹、科顺防水、凯伦股份、飞鹿股份、北新建材（防水业务）和三棵树（防水业务），6 家防水企业总营收占行业规模以上企业营收比例从 2016 年的 9% 增长至 2020 年的 32%，头部企业市占率稳步提升，但行业集中度依旧较低。

图 16：2020 年防水企业规模分布



资料来源：中国建筑防水协会，德邦证券研究所

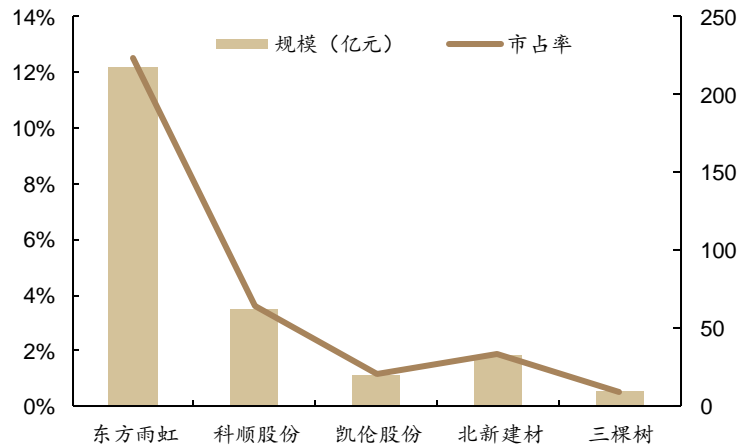
图 17：行业上市企业占规模企业营收比例



资料来源：公司年报，WIND，德邦证券研究所

根据我们测算的市场规模，从几家防水上市企业单一市占率来看，2020 年东方雨虹、科顺股份、北新建材（防水业务）、凯伦股份、三棵树（防水业务）的市占率分别为 12.6%、3.6%、1.9%、1.2%和 0.5%，共计约 20%，头部企业市占率依旧较低，随着行业进入良币驱逐劣币阶段，市场集中度加速提升。

图 18：主要防水企业市占率



资料来源：各公司年报，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

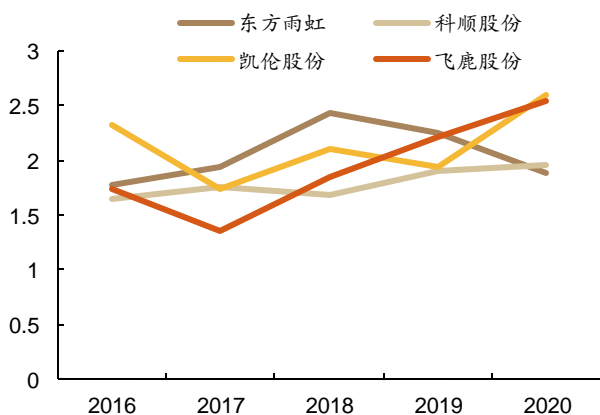
从财务情况来看，我们对比几家防水企业的 ROE、权益乘数以及总资产周转率等指标，东方雨虹与科顺股份作为头部企业在盈利能力、资金实力以及总资产周转率明显领先于行业平均。我们认为，龙头企业集渠道、规模以及品牌优势于一体，随着行业愈发规范化发展，龙头有望抢占更多的市场份额。

表 6：主营防水上市公司净资产收益率（摊薄）

公司	2016	2017	2018	2019	2020
东方雨虹	20.68	18.45	19.09	21.21	23.19
科顺股份	21.02	15.08	6.37	11.54	21.44
凯伦股份	26.33	11.67	15.03	12.79	20.84
飞鹿股份	14.84	7.0	5.52	4.68	4.61

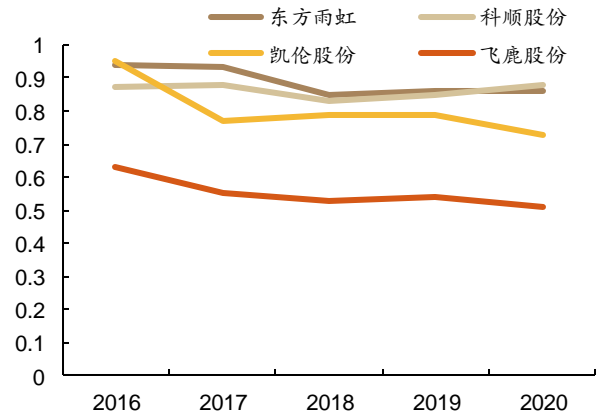
资料来源：WIND, 德邦证券研究所

图 19：2016-2020 年防水行业上市公司权益乘数



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

图 20：2016-2020 年防水行业上市公司总资产周转率



资料来源：WIND, 德邦证券研究所

3. 科顺股份：聚焦公司优势，未来成长可期

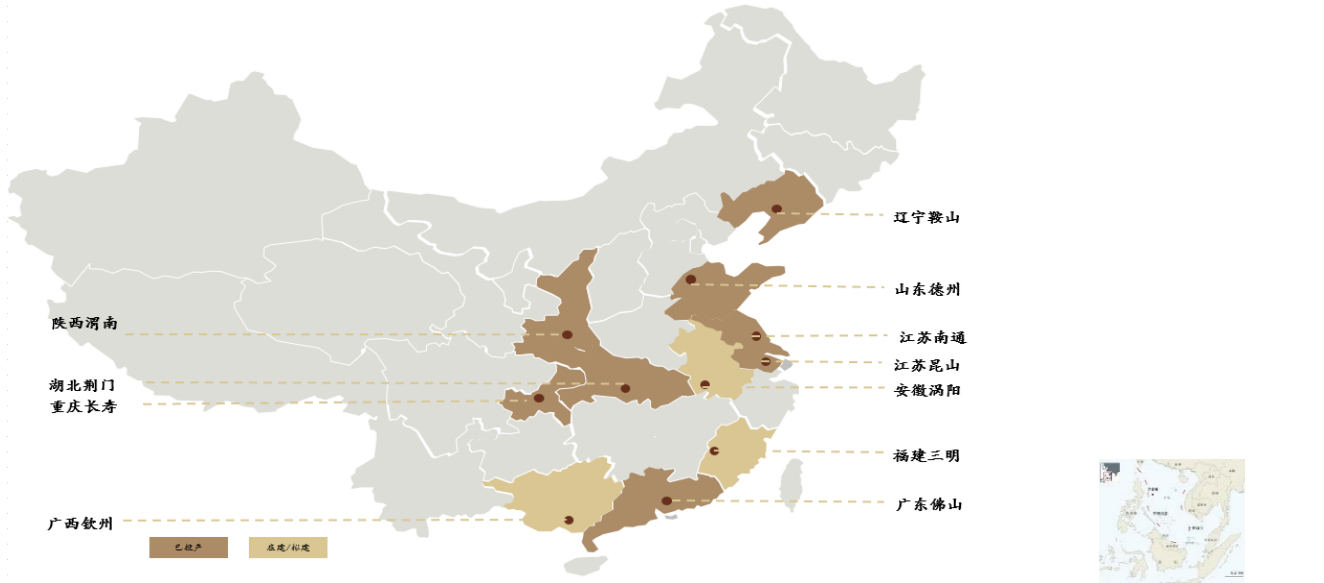
3.1. 产能持续扩张，区域布局日趋完善

公司产能扩张稳步推进，生产基地已经覆盖华南、华北、华东、华中、西南、西北、东北地区。截至 2020 年末，佛山科顺、昆山科顺、重庆科顺、德州科顺、

鞍山科顺、南通科顺、荆门科顺、渭南科顺八大生产基地均已投产，官网数据显示，目前公司沥青卷材产能达到 3.5 亿平方米，高分子材料 3600 万平方米，防水涂料 68 万吨（含非固化 11 万吨，聚氨酯 17 万吨，水性干粉 40 万吨）。

公司正在建设福建科顺、德州科顺三期项目生产基地，并已签订广西钦州和安徽涡阳的建设项目，公司明确提出 2021-2023 年实现产能年均 40% 的复合增长，为公司发展提供长期增长动能，而广西钦州的拟建生产基地可以辐射部分东南亚市场，有望为未来走出国门打下基础。随着新的生产基地投产，公司产能布局将日趋完善。

图 21：科顺生产基地分布（投产、在建和拟建）



资料来源：公司官网，公司年报，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

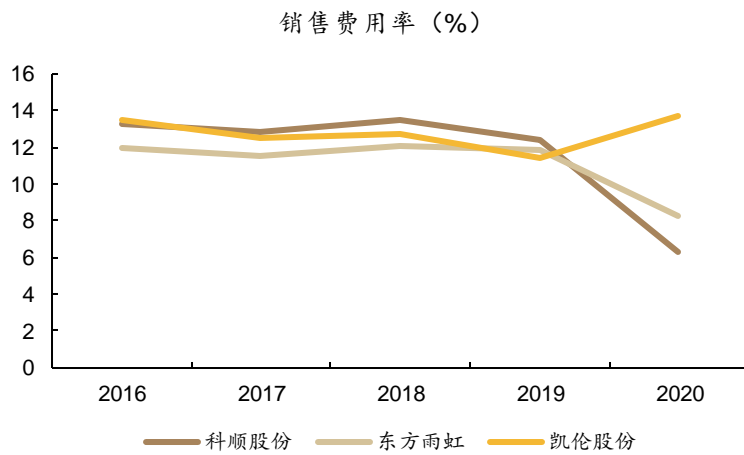
表 7：公司在建/拟建生产基地具体规划

地点	项目拟投资总额（元）	年产能-防水材料	年产能-其他建筑材料
安徽涡阳	5 亿	4000 万 m ² 改性沥青防水卷材、1 万吨沥青涂料、2 万吨水性涂料、2 万吨聚氨酯涂料生产线	4 万吨特种涂料、10 万吨特种砂浆生产线
福建三明	7 亿	5000 万 m ² 防水卷材生产线、4 万吨防水涂料生产线、4 万吨特种涂料生产线、2 万吨非固化沥青与沥青涂料生产线	10 万吨特种砂浆生产线、2 万吨化学灌浆料和混凝土添加剂生产线、5 万吨非织造布生产线、20 万 m ³ 保温板生产线
山东德州	8.6 亿		10 万吨无纺布生产线及聚酯熔体原料生产、55 蒸吨的兰炭锅炉及生产配套设施
广西钦州	10 亿	5000 万 m ² 防水卷材、4 万吨防水涂料、1 万吨非固化沥青与沥青涂料等多条生产线	2 万吨化学灌浆料和混凝土添加剂、10 万吨非织造布、20 万 m ³ 保温板、4 万吨特种涂料、10 万吨特种砂浆等多条生产线

资料来源：公司公告，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

随着产能布局日趋完善，公司产品覆盖面积逐渐增长，但服务半径在缩小，一方面对客户反馈更迅速，打造更强大的供应链体系；另一方面将节约物流成本，降低销售费用。体现在经营层面是公司销售费用率下降明显，18 年上市以来，销售费用率逐年下降，公司经营效率稳步提升。

图 22：防水行业企业销售费用率对比



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

3.2. 提升经销占比, 工建民建渠道结构优化

工建市场领域, 公司对客户采用直销+经销的销售模式。直销方面, 公司在北、上、广、深等地开设 14 家销售分公司, 对接大型地产商和建筑工程商, 并负责当地市场开拓。目前公司与百强地产商碧桂园、万科、融创、招商蛇口、中梁; 总包商中国建筑、中铁和中国铁建等建立长期战略合作。经销方面, 根据各地不同的防水需求, 公司发展相应的经销商, 开拓当地地产商和市政工程项目。截至 2020 年末, 在全国 30 个省份与超过 1,700 家经销商建立了长期稳固的合作关系。

图 23: 公司战略合作客户



资料来源: 公司年报, 德邦证券研究所

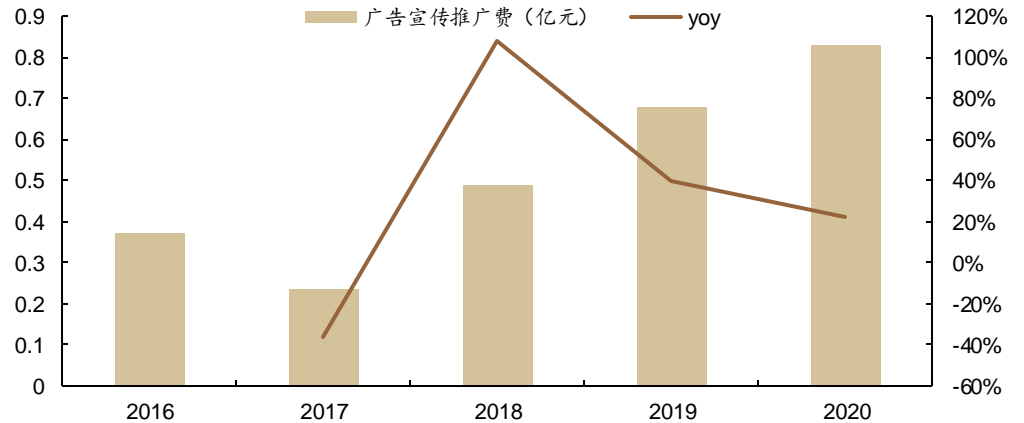
公司在民建市场主要通过经销渠道开拓, 目前民建占公司营收比例较低, 主要是由于较长的渠道布局周期, 前期投入较大。在 2019 年, 公司对民建市场进行品牌、团队和产品策略等升级改造, 并将在经销渠道上加大布局。

公司目标 2021 年公司经销收入占比达到 45%, 2022 年达到 50%, 到 2021 年末, 重点经销商客户达到 2000 家, 经销网络遍布全国的主要市县。提升经销商占比一是考虑到渠道下沉, 经销商能够覆盖到区县级的项目, 尤其是地方性的市政基建项目; 二是经销商往往数量较多, 公司对单个经销商依赖性不强, 有利于公司经营稳定性; 三是公司通过经销商可以扩展民建市场, 公司主要为 C 端客户提供家庭防水和建筑修缮服务, C 端整体毛利率较高, 现金流较好, 提升 C 端占

比可以提升公司收入质量；四是公司对经销商的价格、新产品推广等管理更加高效便捷，有利于公司提升经营质量。

公司品牌知名度和认可度不断提升。公司广告宣传推广费上投入也逐年增长，2017 年广告费用支出约 2300 万元，2020 提高到约 8300 万元。“CKS 科顺”、“依来德”、“APF”商标被认定为广东省著名商标，高分子防水涂料产品被认定为广东省名牌产品，136 款产品入选“标志产品政府采购清单”。

图 24：广告宣传推广费

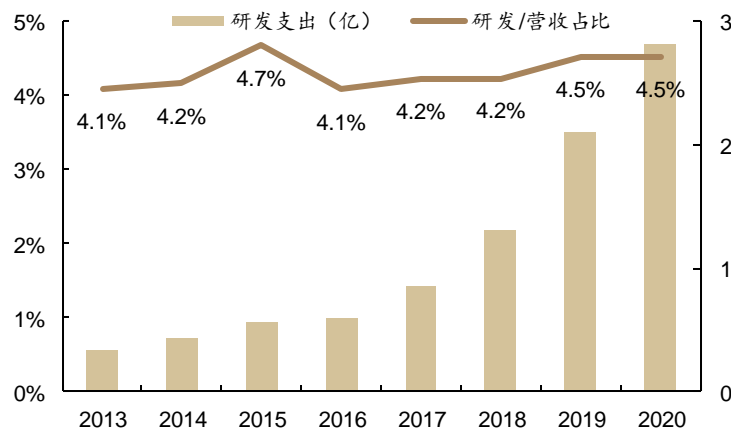


资料来源：WIND，德邦证券研究所

3.3. 保持研发投入，不断提升产品品质

公司 2020 年研发支出达到 2.82 亿元，自 2013 年来保持研发费用/营收比例始终保持在 4% 以上。作为国家火炬计划重点高新技术企业，目前拥有和正在申请的专利达 280 多项。2019 年 3 月，公司与中国科学院院士、清华大学杨万泰教授合作共建院士专家工作站，除此之外还拥有国家级博士后科研工作站、国家认可实验室 (CNAS) 等研发资质，同时与清华大学、华南理工大学等高校建立了产学研合作关系。

图 25：公司研发支出趋势和占比



资料来源：WIND，德邦证券研究所

通过长期技术攻关，公司在防水材料的耐久性和环保性能上都有升级突破。

防水卷材使用年限远超国标，研发人员持续改进，致力于提升至建筑使用寿命。在环保方面，生产高分子卷材和无溶剂防水涂料分别不再添加增塑剂和溶剂，减少了苯系物等污染物对环境危害。通过改善工艺，公司生产单组分低VOC聚氨酯防水涂料和水性非固化橡胶沥青防水涂料过程降低了VOC的排放。

图 26：公司技术研发对产品性能提升

防水卷材

- 使用年限从国标规定的5年，延至30年以上；紫外线照射下加速老化时间不低于2500小时，科顺研发的卷材达到了2万小时

高分子防水卷材

- 改良原料，不需要使用增塑剂，但实现耐久性提升

无溶剂防水涂料

- 很大程度上减少传统涂料中苯系物对环境的污染，获得2019年度建筑防水行业科学技术进步奖一等奖

单组分低VOC聚氨酯防水涂料

- 满足严苛的DB11/3005—2017要求，突破性解决了施工工艺与VOC降低之间的平衡

水性非固化橡胶沥青防水涂料

- 克服了常规非固化涂料高温施工、VOC释放等缺点

蠕变型橡胶沥青防水涂料与卷材复合系统

- 因提升防水系统可靠性，获得中国建筑防水行业技术进步二等奖

丁基防水卷材、石墨烯改性聚氨酯防水涂料、仿生纤维增强防水砂浆

- 作为新型防水材料，已投放市场，并获得用户广泛好评

资料来源：公司年报，德邦证券研究所

在行业绿色化和高质量化的发展趋势下，公司一直致力优化产品结构。一方面降低沥青基产品的占比，减少卷材的沥青单位耗用量；另一方面积极开发新型防水材料，丁基防水卷材、APF5000 卷材、石墨烯改性聚氨酯防水涂料、仿生纤维增强防水砂浆等产品已投放市场，并获得用户广泛好评。

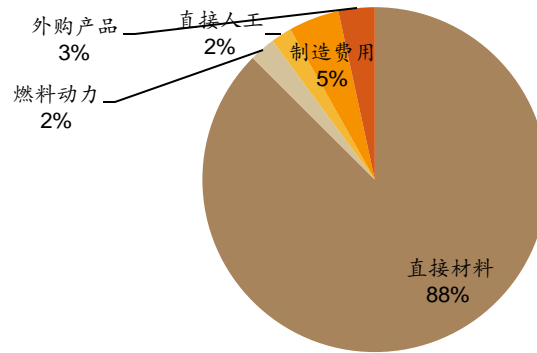
当前各地住建委和住建部对热熔型沥青卷材限制进一步加强，推广绿色化防水产品，未来随着行业新规的推行，对防水材料的耐久性和环保性提出更严苛的监管，而科顺股份多年来的研发投入，产品不断升级，将受益于建材行业整体绿色化发展趋势。

3.4. 加强成本管控，上下游议价能力提升

根据 2020 年年报数据，公司直接材料占营业成本的 80%以上，而防水材料制造的上游原材料多为沥青、聚酯胎基、基础油等石油化工类产品，一般来说，沥青占防水原材料的 30%，为沥青基防水材料的重要原料，2020 年由于全球疫情的原因，原油价格暴跌，沥青价格也随之大幅回落，随着疫情的影响边际减弱，2021 年以来沥青价格呈现逐步上升的态势，防水企业成本端也逐步承压。

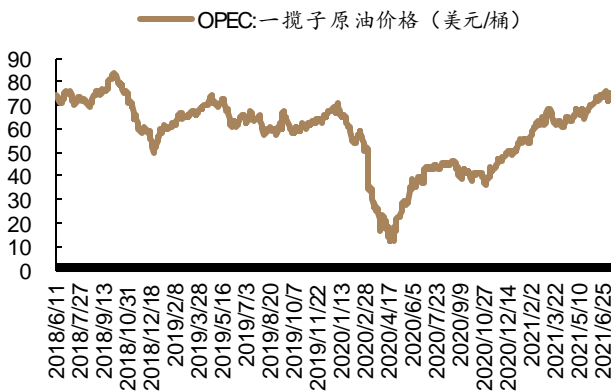
公司是行业内少数具有能力锁定一部分沥青价格的防水企业，尤其随着公司新建基地投产，原材料仓储能力大大增加，通过价格低位时加大库存来平滑原材料价格的波动，达到降低生产成本的目的。同时随着行业集中度的提升，防水头部企业议价能力也在提升，2021 年 3 月 1 日，公司对全线产品进行价格上调，其中沥青类卷材上调 10%到 15%，高分子类卷材上调 10%~20%，防水涂料上调 10%~20%，并于 3 月 15 日采用新价格，公司成功向下游传导成本压力。

图 27：2020 年公司防水材料成本构成



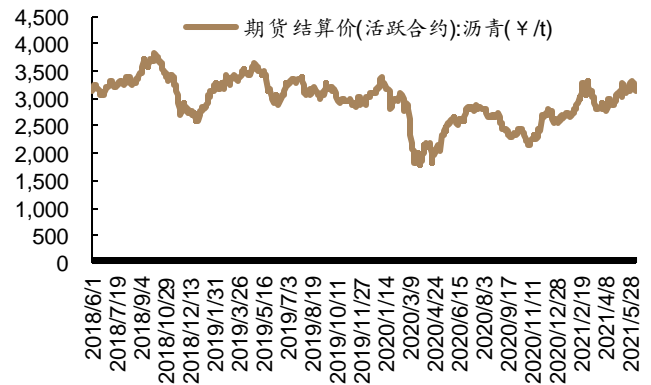
资料来源：公司年报，德邦证券研究所

图 28：2018-2021 OPEC 一揽子原油价格趋势



资料来源：WIND,德邦证券研究所

图 29：2018-2021 沥青价格趋势



资料来源：WIND,德邦证券研究所

3.5. 收购丰泽股份，开启扩品类之路

公司于 2021 年 3 月发布资产收购预案，公司拟作价 4.96 亿元收购丰泽股份 100% 股权，并签署业绩承诺 21-23 年扣非归母净利润不低于 4200 万元、5040 万元、6048 万元，若 21 年未能完成收购，业绩承诺将延迟一年计算。丰泽股份是一家为铁路、道路和轨道交通运输以及水利电力等大型建设工程提供减振和隔震支座、止水和排水产品及解决方案的通用设备制造公司。该公司是国内目前支座、伸缩装置、止水带三类产品全部通过中铁铁路产品认证中心 CRCC 认证的 5 家企业之一，同时已经获得城轨装备认证证书、中国船级社交通产品认证证书，在行业资质优势明显。

自 2008 年“汶川大地震”之后，国内减隔震行业在近十几年间发展迅速，减隔震技术经历了从无到项目总数位列世界第一的过程。住建部在抗震政策上也由鼓励安装抗震设施转变为强制性进行抗震设施配备，并于 2021 年 5 月份立法通过《建设工程抗震管理条例》。

图 30: 《建设工程抗震管理条例》制定历程



资料来源：住建部，国务院，司法部，德邦证券研究所

《建设工程抗震管理条例》中明确新建、扩建、改建建设工程，应当符合抗震设防强制性标准。目前抗震技术分为传统抗震技术和减隔震技术。从抗震效果角度，减隔震技术效果更好，隔震技术能降低地震作用的50%-80%，减震技术能降低地震作用的20%-30%，隔震技术降低地震强度上具有更大优越性。橡胶支座隔震系统装置简单、施工方便，被认为是隔震技术迈向实用化最卓有成效的体系。

据中国地震信息网统计，我国有41%的国土、一半以上的城市位于地震基本烈度7度及7度以上地区，6度及6度以上地区占国土面积的79%。根据《建筑抗震设计规范》，地震烈度6度及6度以上区域的建筑需要进行抗震设防。2020年，我国房屋新开工面积为22.4亿m²，若按照6度及6度以上地区进行减隔震设防测算，则约有17.7亿m²的建筑面积需要进行地震设防。目前市场隔震橡胶支座和构造造价约为80~120元/m²，我们取均值100元/m²进行市场测算。保守估计，当隔震渗透率达到10%时，市场规模可以达到177亿元。

表 8: 减隔震市场规模测算

隔震支座造价（元/平方米）	80-120
房屋新开工面积（亿平方米）	22.4
地震设防区域（亿平方米）	17.7
隔震渗透率1%-市场规模（亿元）	17.7
隔震渗透率5%-市场规模（亿元）	88.7
隔震渗透率10%-市场规模（亿元）	177.3

资料来源：国家统计局，中国地震信息网，德邦证券研究所

我们认为，公司通过收购丰泽股份，业务范围从防水产品和服务扩大至减隔震领域，丰富和优化产品结构，开启品类扩张之路；公司可以依托丰泽股份的渠道优势，扩大基建领域的市占率，提高非房业务占比；同时公司利用自身规模、渠

道及品牌优势为丰泽赋能，激发更大的潜能，公司产品也将多元化发展，提升抗风险能力。

3.6. 开启行业竞合时代，供应链合作提升规模优势

公司防水产品类别齐全，同时致力提供防水工程一站式服务。科顺股份拥有四大防水品牌，分别覆盖工程防水、民用建材、堵漏维修和屋面防护四个重要的防水工程应用场景。在品类上，公司提供防水卷材类、防水涂料类、砂浆涂料类、密封材料类、施工辅材类、金属屋面类以及相对应的修缮产品。公司可以为大型基建和住宅群的新建防水工程、老旧建筑小区防水设施改造以及家庭防水系统维修等不同应用场景提供防水解决方案。

表 9：科顺防水品牌

应用领域	品牌名称
工程防水	CKS 科顺
民用建材	科顺家庭防水
堵漏维修	ZT 筑通
屋面防护	PLADEN 铂盾

资料来源：公司公开资料，德邦证券研究所

近期，公司接连宣布与其他建材品牌合作，探索资源共享优势互补的新发展思路。2021年6月23日，公司与圣戈班宣布合资创立圣戈班科顺高新材料有限公司，研发、制造和销售外露 TPO 高分子防水卷材等低能耗、高分子类产品。圣戈班作为全球建材行业的龙头企业之一，在建筑材料领域具有深厚的研发技术及项目经验，为全球各行业提供高性能的先进材料，例如在国内瓷砖胶、石膏板领域排名位居前列。

双方此次合作并非仅限于短期产品共同研发，而是更深层次战略合作的开始，未来有望共同研发更多新型环保的建筑材料，以满足国内对高性能和低碳环保的建筑材料日益增长的需求。

表 10：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-瓷砖胶类

2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
马贝	13%	德高	15%	伟伯（圣戈班）	15%
伟伯（圣戈班）	12%	马贝	12%	马贝	12%
德高	11%	伟伯（圣戈班）	11%	德高	11%
华砂砂浆	10%	华砂砂浆	10%	亿固	9%
汉高	9%	亿固	9%	汉高	7%

资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

表 11：中国房地产开发企业 500 强首选供应商-石膏板类

2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%
泰山石膏	15%	泰山石膏	16%	Gyproc 杰科（圣戈班）	16%
KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%
兔宝宝 TUBAO	9%	兔宝宝 TUBAO	9%	泰山石膏	10%
Gyproc 杰科（圣戈班）	8%	Gyproc 杰科（圣戈班）	8%	兔宝宝 TUBAO	8%

资料来源：中国房地产协会，德邦证券研究所

除与圣戈班合作外，公司尝试与竞争对手在供应链上深度合作。2021年7月5日，公司宣布与北新防水和凯伦股份共同出资成立北新科顺凯伦供应链管理有限公司，合资公司成立后，将负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购。

在现阶段原材料持续上涨背景下，通过集中采购，合作企业将受益于规模效应，有效降低采购成本，可以有效对冲原材料大幅涨价带来的压力，另外，集中采购更高品质的原材料，提升产品品质，有利于行业规范化发展。

2021年7月8日，公司宣布与北新防水、凯伦股份和天龙新材共同出资设立新公司，后续计划收购盘锦禹王化纤有限公司拥有的4条无纺布生产线及配套设备。合资公司将从事防水卷材原材料胎基布（即防水卷材用非织造布）的研发、生产及销售业务。此次合作是三家防水行业公司在提升供应链效率的进一步尝试，在行业快速变革阶段，合资公司可以整合各自优势，取长补短，形成规模效应，助力公司降低经营风险，提高竞争力。

表 12：2021 年公司对外合作投资项目

公告日期	合作公司	注册资本	合作形式	合作领域
2021.06	圣戈班	1 亿元	各持股 50% 成立合资公司	开发、生产和销售外露 TPO 高分子防水卷材
2021.07	北新防水、凯伦股份	5 千万	北新/科顺/凯伦各出资 51%/29%/20% 成立合资公司	负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购
2021.07	北新防水、凯伦股份、天龙新材	3 亿元	北新/科顺/凯伦/天龙各出资 70%/10%/10%/10% 成立合资公司	涤纶纺粘针刺油毡基布的研发/加工/销售；无纺布/帘子布的研发/生产/销售

资料来源：公司公告，公开信息整理，德邦证券研究所

4. 投资建议与盈利预测

我们选取 5 家消费建材可比公司，当前科顺股份估值低于行业平均水平，作为防水行业的头部企业，上市以来公司成长性突出及经营质量逐步改善，未来随着产能的释放，规模优势将进一步凸显，收购丰泽股份打开品类扩张之路，产品结构多元化，增强抵御风险的能力，未来估值仍有提升空间。

表 13：可比公司估值对比

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
东方雨虹	49.7	1254.2	43.8	56.5	71.7	28.6	22.2	17.5
北新建材	39.5	666.5	38.5	45.7	52.4	17.3	14.6	12.7
三棵树	159.2	599.3	8.3	12.3	16.3	72.6	48.6	36.8
凯伦股份	24.9	97.0	4.2	6.2	8.6	22.8	15.7	11.2
坚朗五金	225.0	723.5	11.9	16.4	21.7	60.7	44.1	33.3
平均						40.4	29.0	22.3
科顺股份	15.0	172.0	11.5	15.9	21.3	15.0	10.8	8.1

资料来源：WIND，德邦证券研究所；备注：收盘价和市值采用 2021 年 7 月 23 日数据，除科顺股份和东方雨虹数据之外，其余皆选用 WIND 一致预测

考虑到防水新规即将颁布利好头部企业以及公司产能快速释放，未来成长可期。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.47、15.88 和 21.28 亿元，同比增长 29%、38% 和 34%，EPS 分别为 1.0、1.39 和 1.86 元，对应 PE 估值

分别为 15.0、10.8 和 8.1 倍；给予公司基于 21 年业绩盈利预测 20-23 倍 PE 的估值，对应目标价区间为 20-23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：公司防水业务盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
防水卷材销量 (百万平方米)	186.0	239.9	299.9	368.9	450.1
防水卷材售价 (元/平方米)	17.0	16.9	17.3	17.3	17.3
防水卷材单位毛利 (元/平方米)	6.0	6.6	6.5	6.6	6.7
防水卷材收入 (百万元)	3,169	4,059	5,201	6,365	7,765
增速	55.0%	28.1%	28.1%	22.4%	22.0%
防水涂料销量 (千吨)	170.5	213.1	266.4	327.7	399.8
防水涂料售价 (元/吨)	5,416	5,404	5,539	5,511	5,511
防水涂料单位毛利 (元/吨)	1,859	1,905	1,847	1,857	1,875
防水涂料收入 (百万元)	923	1,152	1,476	1,806	2,203
增速	57.0%	24.7%	28.1%	22.4%	22.0%
防水工程收入 (百万元)	504	990	1,584	2,375	3,326
防水工程成本 (百万元)	387	692	1107	1660	2324
防水工程毛利 (百万元)	118	298	477	715	1,001

资料来源：WIND, 德邦证券研究所

5. 风险提示

- 地产投资大幅下滑
- 行业新规颁布实施进度不及预期
- 原燃料价格大幅上涨超预期
- 落后产能退出进度低于预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.78	1.00	1.39	1.86
每股净资产	3.62	5.27	6.66	8.51
每股经营现金流	0.48	1.08	1.37	1.78
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	19.32	15.00	10.83	8.08
P/B	4.14	2.85	2.25	1.76
P/S	1.47	2.07	1.63	1.29
EV/EBITDA	5.98	8.64	6.28	4.47
股息率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
净利润率	14.3%	13.8%	15.0%	16.0%
净资产收益率	21.4%	19.0%	20.8%	21.8%
资产回报率	10.9%	11.1%	12.3%	13.1%
投资回报率	22.9%	22.6%	23.5%	23.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	34.1%	33.0%	27.6%	26.0%
EBIT 增长率	151.5%	22.7%	30.3%	27.5%
净利润增长率	145.0%	28.8%	38.5%	34.0%
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	41.7%	41.0%	39.9%
流动比率	1.6	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.7	1.8	1.9
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	139.8	139.8	139.8	139.8
存货周转天数	31.5	31.5	31.5	31.5
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	4.8	6.0	7.1	8.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	890	1,147	1,588	2,128
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	379	167	192	205
非经营收益	14	330	330	330
营运资金变动	-732	-401	-536	-623
经营活动现金流	552	1,242	1,574	2,040
资产	-595	-590	-590	-590
投资	-275	0	0	0
其他	-12	-28	-28	-28
投资活动现金流	-882	-618	-618	-618
债权募资	1,267	-659	0	0
股权募资	59	534	0	0
其他	-678	195	-12	-12
融资活动现金流	648	70	-12	-12
现金净流量	318	694	944	1,410

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 23 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,238	8,297	10,584	13,331
营业成本	3,934	5,372	6,806	8,540
毛利率%	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
营业税金及附加	42	56	72	91
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	389	518	660	832
营业费用率%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	243	324	413	520
管理费用率%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
研发费用	282	375	478	602
研发费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	1,347	1,653	2,154	2,746
财务费用	27	-13	-28	-49
财务费用率%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-35	-45	-55	-50
投资收益	-28	-28	-28	-28
营业利润	1,033	1,332	1,847	2,477
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	1,039	1,338	1,853	2,483
EBITDA	1,449	1,774	2,290	2,901
所得税	149	191	265	355
有效所得税率%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	890	1,147	1,588	2,128

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,420	2,114	3,058	4,468
应收账款及应收票据	2,997	3,986	5,084	6,404
存货	340	464	588	738
其它流动资产	1,334	1,554	1,792	2,079
流动资产合计	6,090	8,118	10,522	13,689
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,310	1,377	1,487	1,607
在建工程	369	485	542	571
无形资产	147	144	140	136
非流动资产合计	2,058	2,237	2,400	2,545
资产总计	8,148	10,355	12,922	16,234
短期借款	659	0	0	0
应付票据及应付账款	2,011	2,746	3,480	4,366
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,071	1,313	1,559	1,857
流动负债合计	3,741	4,060	5,039	6,223
长期借款	211	211	211	211
其它长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	255	255	255	255
负债总计	3,996	4,314	5,294	6,478
实收资本	612	1,146	1,146	1,146
普通股股东权益	4,152	6,040	7,628	9,756
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	8,148	10,355	12,922	16,234

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。