

科顺股份 (300737)

公司研究/深度报告

集中度提升及品类扩张，看好公司持续成长

—科顺股份深度报告

深度研究报告/建材

2021年08月24日

报告摘要：

● 本文主要目的在于梳理科顺股份的成长逻辑

我们认为，作为防水行业的领军企业之一，科顺股份未来的成长逻辑为：(1) 行业层面，防水行业为建材各子行业中成长性及盈利能力领先的子行业；供给端，行业集中度提升，龙头深度受益；需求端，基建回暖及旧改推进支撑防水需求的增长。(2) 公司层面，公司向内布局新产能及发力“直销+经销”双渠道，持续提升行业竞争力；向外收购丰泽股份，进军减隔震行业，扩展品类增加盈利增长点。

● 公司概况：防水领先企业，完善多品牌、多产品布局

防水领先企业，完善多品牌、多产品布局。作为防水行业领军企业，公司已形成以防水材料及防水施工为主体，集工程建材、民用建材、建筑修缮业务板块为一体的综合建材公司。2020年，防水卷材、防水涂料和防水工程施工业务营收占比分别为65.1%、18.5%和15.9%，毛利率占比分别为69.2%、17.6%和12.9%。此外，公司注重防水品牌的梳理和防水产品的多样化布局：**品牌方面**，公司已形成工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“科顺家庭防水”和建筑修缮品牌“科顺修缮”“三位一体”的布局；**产品方面**，公司防水产品近100种，可覆盖全市场，并可提供一站式的解决方案。

● 行业逻辑：供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑

供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑。从财务数据看，防水行业具有高ROE、高营收及净利增速的特点，赛道好：相较于其他建材子行业，防水行业ROE高（高周转率）、盈利能力强；同时，防水行业营收及归母净利润增速位居前列，成长性十足。从供给端看，行业集中度提升，龙头深度受益：在消费升级、政策推动和房地产集中度提升这三因素的驱动下，防水行业集中度逐年提升，龙头企业凭借资金、渠道和产能布局等优势持续扩大市场份额。从需求端来看，在房地产需求受到“三条红线”及“房住不炒”政策制约的情况下，财政政策发力带动的基建端需求回暖及老旧小区改造带动的修缮需求（据测算，旧改防水市场规模超1000亿元）将支撑防水需求继续增长。

● 公司逻辑：向内布局产能及发力双渠道，向外收购扩展品类

加大防水基地布局及完善“直销+经销”双渠道布局，巩固防水基本盘：一方面，公司目前已形成9大防水基地，并仍在布局新基地，扩张新产能，进而降低运输费用及提升快速响应及配套能力。另一方面，公司持续完善“双渠道”布局；直销渠道方面，公司加强与头部、国企和央企类房地产商合作，提升业绩的同时保障回款质量；经销渠道方面，公司继续扩张销售门店，布局下沉市场，加大重点区域的覆盖密度，提升客户触达率。**收购丰泽股份，布局减隔震行业，扩展品类，增加业绩增长点：**公司收购丰泽股份，进军减隔震行业；而随着《建设工程抗震管理条例》的发行，减隔震行业迎来市场扩容良机，公司收购的丰泽股份为行业领先企业之一，有望在政策催化下快速成长。

● 投资建议

预计公司2021-2023年营业收入为81.5/105.9/137.9亿元，归母净利润为11.6/15.7/21.6亿元，EPS为1.01/1.37/1.88元，对应PE为18.5/13.6/9.9倍。考虑到可比公司东方雨虹、凯伦股份和北新建材2021年的平均PE为23.0倍，维持“推荐”评级。

● 风险提示

房地产开工数据下降，防水行业集中度提升速度大幅放缓，沥青等原材料价格上涨。

推荐

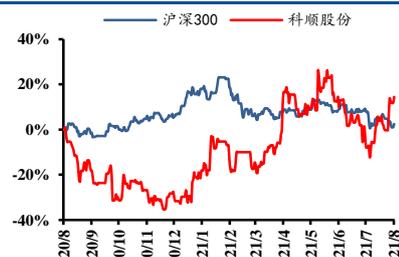
维持评级

当前价格：18.66元

交易数据 2021-8-23

近12个月最高/最低(元)	37.05/14.31
总股本(百万股)	1,146
流通股本(百万股)	843
流通股比例(%)	73.59
总市值(亿元)	214
流通市值(亿元)	157

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨侃

执业证号：S0100516120001

电话：0755-22662010

邮箱：yangkan@mszq.com

研究助理：曾杰煌

执业证号：S0100121070026

电话：0755-22662096

邮箱：zengjiehuang@mszq.com

相关研究

1. 科顺股份(300737) 2020年三季报点评报告：毛利率大幅提升，净利同比增113%

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	6,238	8,151	10,590	13,789
增长率 (%)	34.1%	30.7%	29.9%	30.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	890	1,159	1,571	2,159
增长率 (%)	145.0%	30.1%	35.6%	37.5%
每股收益 (元)	1.48	1.01	1.37	1.88
PE (现价)	12.6	18.5	13.6	9.9
PB	2.7	3.7	3.0	2.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

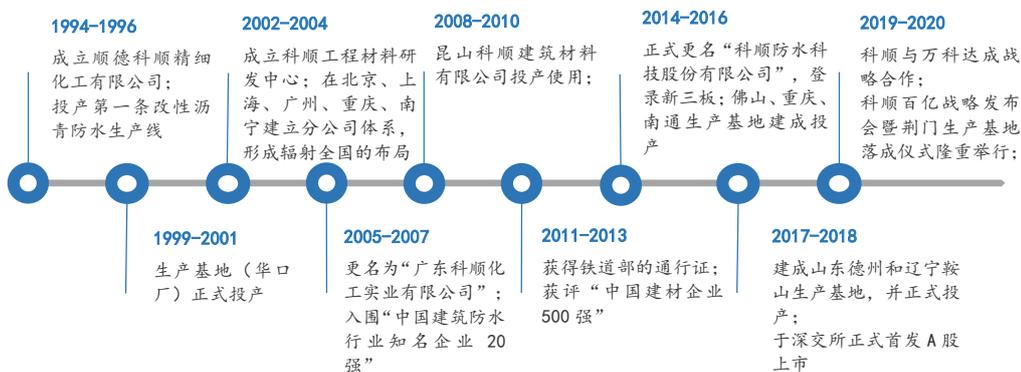
1 公司概况：防水领先企业，完善多品牌、多产品布局	4
1.1 历史沿革：防水领军者，布局多品牌防水产品，绑定下游优质客户	4
1.2 业务构成：聚焦建筑防水领域	5
1.3 业绩分析：上市以来，公司营收及净利快速增长	6
1.4 股权情况：股权结构集中，股权激励体系不断完善	7
2 行业逻辑：供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑	9
2.1 防水“赛道”优质，兼具质量与速度	9
2.2 消费升级+政策推动+房地产集中度提升，防水行业集中度提升	12
2.3 短期看，基建端防水需求有望回暖，长期看，旧改驱动防水行业扩容	16
2.3.1 短期来看，基建端防水材料需求有望回暖	16
2.3.2 长期来看，旧改持续推进，防水材料规模增量超千亿	17
2.3.1 地产端防水需求承压	20
3 公司逻辑：向内布局产能及发力双渠道，向外收购扩展品类	23
3.1 加快产能扩张，完善全国性生产布局	23
3.2 直销经销“双轮”驱动	24
3.3 收购丰泽股份，布局减隔震业务，扩宽成长边界	25
4 盈利预测与估值分析	30
4.1 盈利预测	30
4.2 估值分析与投资建议	31
4.2.1 相对估值（PE）法	31
4.2.2 PEG 估值法	32
插图目录	34
表格目录	35

1 公司概况：防水领先企业，完善多品牌、多产品布局

1.1 历史沿革：防水领军者，布局多品牌防水产品，绑定下游优质客户

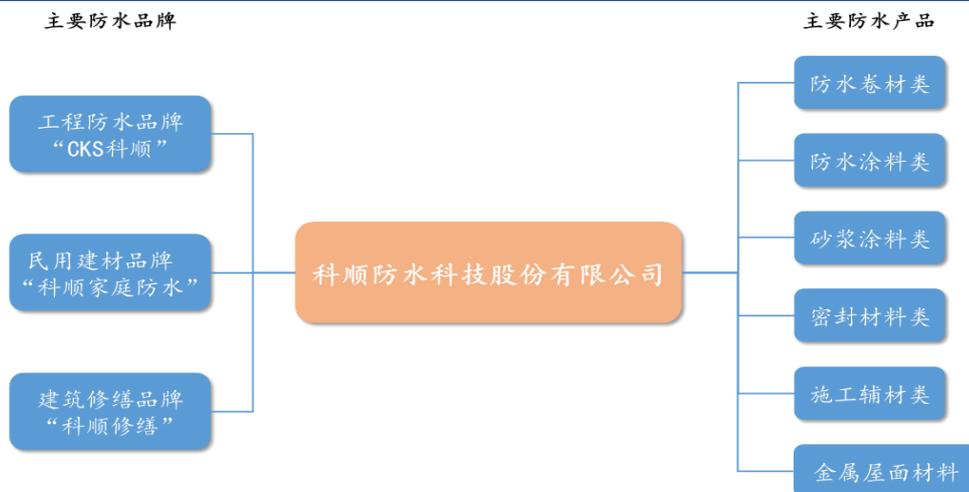
作为防水行业领军企业，公司已完成多样化防水品牌与产品矩阵布局。公司成立于1996年，于2018年于深交所正式上市。历经二十余载，公司已成为以提供防水综合解决方案为主业、集工程建材、民用建材、建筑修缮业务板块等多个业务板块为一体、业务范围涵盖海内外的综合建材公司。公司注重防水品牌的梳理和防水产品的多样化布局：**品牌方面**，公司形成了工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“科顺家庭防水”和建筑修缮品牌“科顺修缮”“三位一体”的品牌布局；**产品矩阵方面**，公司不断拓展和完善防水产品矩阵，已完成覆盖多种市场的近100种的防水产品布局，且能够提供一站式的防水解决方案，防水领军者的地位稳固。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图2：公司产品 and 品牌矩阵



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司下游客户优质。经过二十余年的发展，公司积累了丰富的客户资源和工程示范项目；客

户方面，公司与碧桂园、万科、融创、中海和招商蛇口等知名房企确定了战略合作关系；在示范工程方面，科顺参与了水立方、港珠澳大桥、广州塔、深圳平安大厦等国家和城市标志性建筑的建设工作。成果方面，公司年服务项目超过 1000 个，并已连续 9 年荣获中国房地产 500 强首选供应商品牌。

图3: 公司参与工程: 水立方


施工部位: 地下室

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

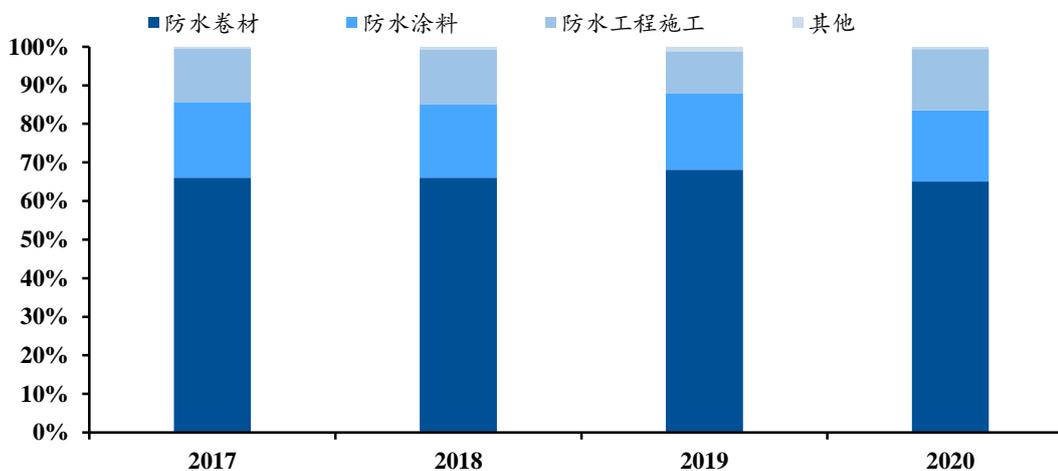
图4: 公司参与工程: 深圳平安大厦


施工部位: 顶板、裙楼楼顶、机房、卫生间等

资料来源: 公司官网, 民生证券研究院

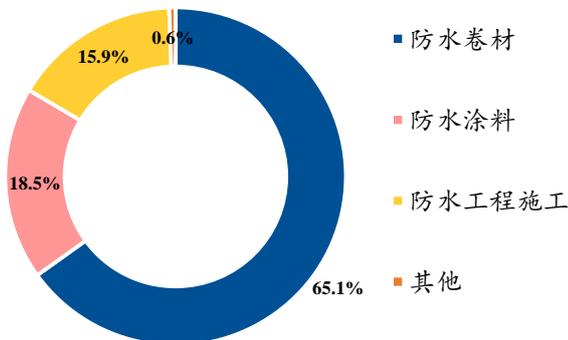
1.2 业务构成: 聚焦建筑防水领域

防水卷材为公司最大收入来源。营收方面，2020 年，防水卷材业务收入为 40.6 亿元，占总营收的 65.1%，较 2019 年下降近 3 个百分点，主要系防水工程施工业务快速增长影响；防水涂料、防水工程施工营收占比分别为 18.5% 和 15.9%，其中，防水工程施工营收占比较 2019 年提升近 5 个百分点。毛利方面，2020 年，防水卷材和防水涂料的毛利占比分别为 69.2% 和 17.6%，二者合计贡献 86.9% 的毛利润，为公司主要利润来源。

图5: 2017-2020 年, 公司收入结构的变化趋势 (%)


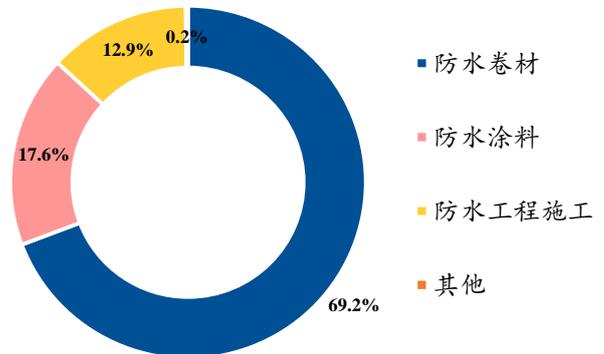
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 公司 2020 年的营收结构 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图7: 公司 2020 年的毛利结构 (%)

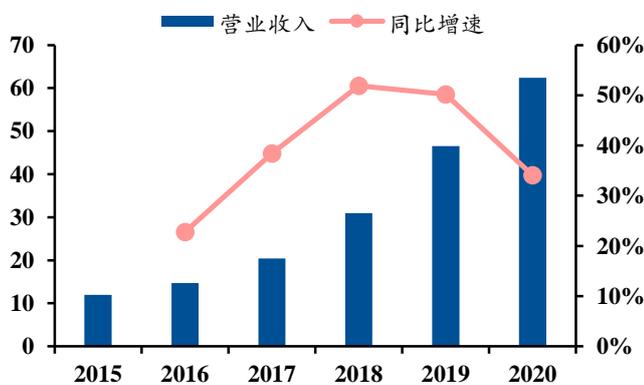


资料来源: Wind, 民生证券研究院

1.3 业绩分析: 上市以来, 公司营收及净利快速增长

2017 年以来, 公司营收及归母净利快速增长。营收方面, 2017-2020 年, 公司营收从 20.4 亿元增长到 62.4 亿元, 年均复合增长率为 45.2%, 保持高速增长态势; 其中, 2020 年, 虽然有新冠疫情影响, 但公司营收仍实现了 34.1% 的增长。归母净利方面, 2017-2020 年, 公司归母净利从 2.2 亿元增长到 8.9 亿元, 三年年复合增长率为 59.9%, 高速增长势头不减。

图8: 2015-2020 公司营收及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

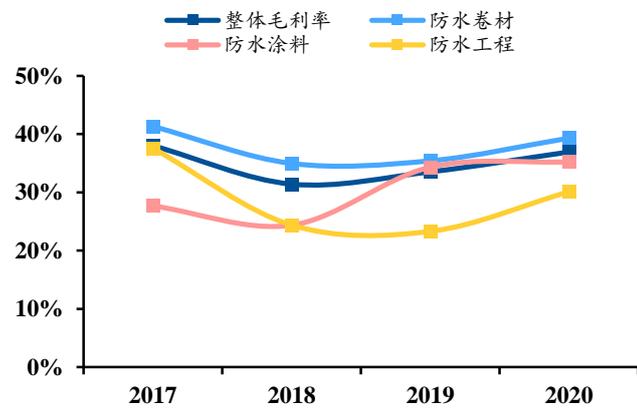
图9: 2015-2020 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

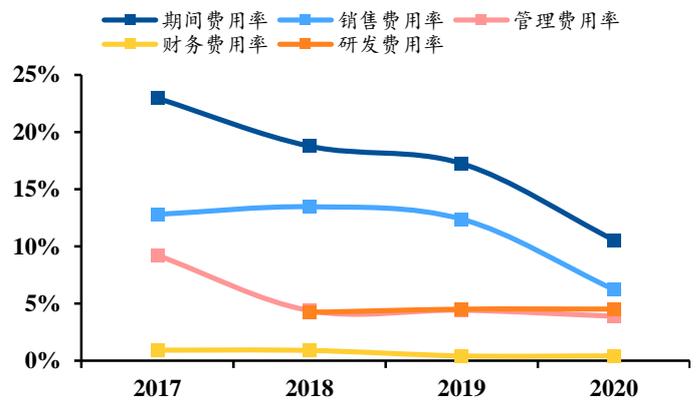
毛利率逐年提升, 期间费用率日趋改善。毛利率方面, 2020 年, 公司综合毛利率为 36.9%, 较 2019 年提升 3 个百分点。其中, 防水卷材业务毛利率为 39.3%, 较 2019 年提升 4 个百分点, 排在各业务之首。**横向对比看**, 2020 年, 公司综合毛利率显著低于凯伦股份, 但与东方雨虹、北新建材和三棵树基本相当。**期间费用率方面**, 2017-2020 年, 受益于营收规模扩大、企业精细化管理和整体经营效率的提升, 公司期间费用率从 23.0% 下降到 10.6%, 降幅近 12 个百分点, 费用率改善明显。其中, 2020 年公司销售费用下降的原因有: (1) 根据最新的企业会计准则, 公司将原列示在销售费用中的运输装卸费用列至到营业成本中; (2) 公司近几年大力实施降本增效策略, 通过提高人员素质、完善系统工具、提升设备智能化水平等多方面提高生产经营效率, 降低费用率。

图10: 公司主要业务毛利率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: 公司期间费用率变化情况 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究

表1: 公司综合毛利率与国内防水业务竞争对手相当

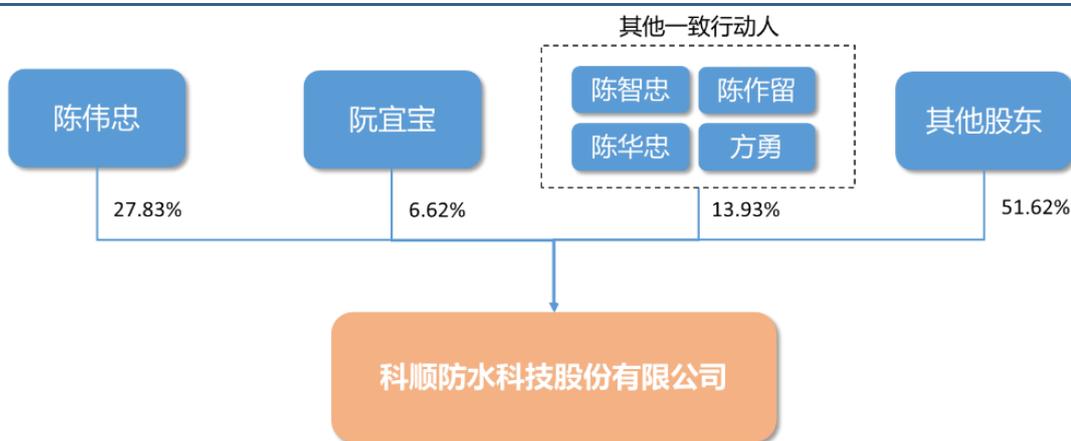
公司	2016	2017	2018	2019	2020
东方雨虹	42.63%	37.73%	34.59%	35.75%	37.04%
科顺股份	32.73%	38.03%	31.40%	33.53%	36.94%
北新建材	-	-	-	-	34.13%
凯伦股份	44.87%	37.95%	37.04%	39.64%	43.67%
三棵树	-	-	-	34.74%	34.83%

资料来源: 公司公告, Wind, 民生证券研究院

1.4 股权情况: 股权结构集中, 股权激励体系不断完善

公司股权结构集中, 实际控制人为陈伟忠。截至 2021 年 3 月 31 日, 董事长陈伟忠持股比例 27.83%, 为公司第一大股东。阮宜宝、陈智忠、陈作留、陈华忠和方勇分别持股 6.62%、6.36%、3.62%、2.52% 和 1.36%, 其中陈伟忠、陈智忠、阮宜宝、陈作留、陈华忠、方勇为一致行动人, 合计持股 48.38%。

图12: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

完善股权激励系统, 绑定员工利益。截至 2020 年 7 月底, 公司共实行两次股权激励计划,

分别授予中高层管理人员及核心技术人员股票 800 万股和 540 万股，占当时总股本比例的 1.31% 和 0.89%。公司不断健全长效激励机制，充分调动中层管理人员、核心技术（业务）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起。

表2: 公司股权激励计划情况

时间	激励总数 (万股)	占当时总股 份比例 (%)	激励对象	期权行权特别条件
2018.08.21	800	1.31%	高级管理人员汪显俊 10 万股，中层管理人员、核心技术(业务)人员(302 人)636.5 万股	第一个解除限售期:以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润增长率不低于 25%;第二个解除限售期:以 2017 年净利润为基数,2019 年净利润增长率不低于 50%;第三个解除限售期:以 2017 年净利润为基数,2020 年净利润增长率不低于 75%。预留第一个解除限售期:以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 50%;预留第二个解除限售期:以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润增长率不低于 75%。
2020.06.09	540.0052	0.8886%	中层管理人员、核心技术(业务)人员(235 人)，435.8 万股	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 年经营性现金流量净额大于零。预留授予部分的限制性股票各年度业绩考核目标如下表所示:预留第一个解除限售期 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 年经营性现金流量净额大于零。预留第二个解除限售期 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 年经营性现金流量净额大于零。

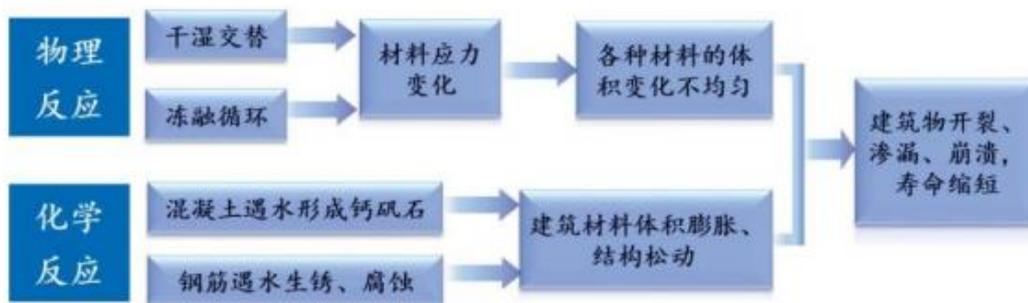
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 行业逻辑：供给端看行业集中度提升，需求端看多样化需求支撑

2.1 防水“赛道”优质，兼具质量与速度

水对建筑物危害性高，防水材料重要性凸显。防水材料是防止雨水、地下水、工业和民用给排水、腐蚀性液体以及空气中的湿气、蒸气等侵入的建筑材料，多用于屋面、地下建筑、建筑物的地下部分和需防水的内室和储水构筑物。水对建筑物的危害可分为物理和化学反应，最终都将缩短建筑物寿命，造成安全隐患。

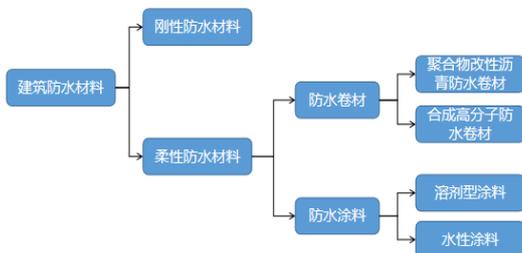
图13: 水对建筑物的危害



资料来源：凯伦股份招股说明书，民生证券研究院

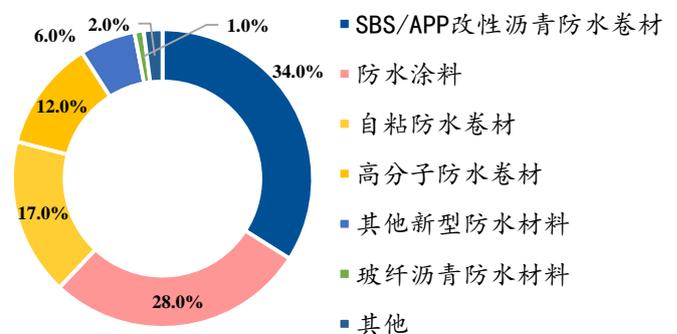
防水卷材和防水涂料为主流防水材料，二者占比超9成。根据材料特性，建筑防水材料可分为柔性防水材料及刚性防水材料；其中，根据物理形态的不同其可分为防水卷材和防水涂料。防水卷材和防水涂料为主流防水材料，2019年，防水卷材（改性沥青、高分子和自粘卷材）、防水涂料分别占防水材料产量的63%和28%，二者合计达91%。

图14: 柔性防水材料为主流防水材料



资料来源：凯伦股份招股说明书，民生证券研究院

图15: 防水卷材和防水涂料产量占比达91%

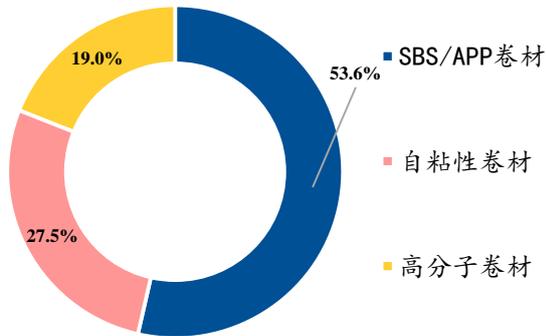


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

- **防水卷材：SBS/APP 改性沥青卷材占比达 53.6%。**根据其基础材料的不同，防水卷材可分为 SBS/APP 改性沥青、合成高分子和自粘防水卷材；

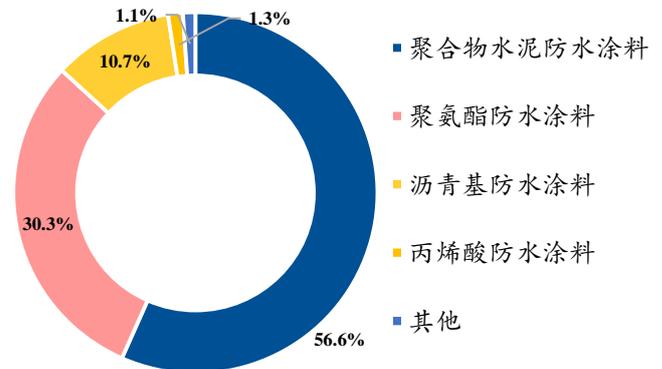
- **防水涂料：聚合物水泥防水涂料占比达 56.6%**。依照主要成分的不同，防水涂料可分为聚合物水泥、聚氨酯和沥青基防水涂料等；其中，聚合物水泥和聚氨酯防水涂料占比较高，2019 年分别占比 56.62%和 30.26%。

图16: 各防水卷材占比



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

图17: 各防水涂料占比

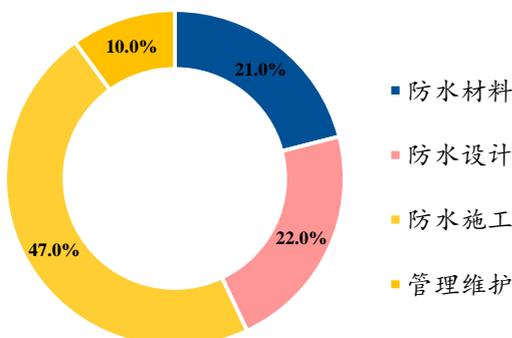


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

防水材料具备隐蔽性高、单价低、危害性大、重要性高特点，更容易受消费升级影响。

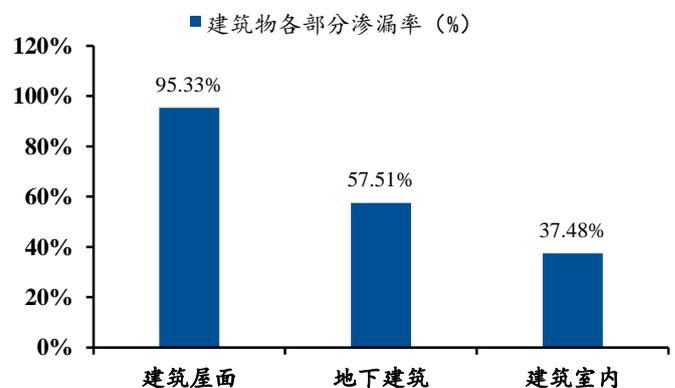
- **隐蔽性高**：一是防水材料为后验产品，其产品质量好坏需较长时间后才能得到验证，中小企业及下游客户均有较大的动机通过以次充好来降低成本，提升盈利能力。二是防水效果与设计、制造和施工均相关，责任方不好确定。
- **防水材料在建筑物成本中占比在 1%-3%之间，占比小**：防水材料产品价值量低，占建筑总成本的比例极低，且与建筑的体型系数有关，一般民用建筑防水材料占比约为 1.2~2%，公用建筑防水材料占比约为 0.6~1%，高层住宅建筑中，防水材料占总建安费用的 2~3%。
- **建筑渗漏率及经济损失高，优质防水材料重要性凸显**：据《2013 年全国建筑渗漏状况调查项目报告》，建筑屋面、地下建筑和住户样本的渗漏率分别为 95.33%、57.51%和 37.48%，渗透率高。并且，住户平均渗透维修费用为 1525 元/户，其它经济损失 1367 元/户。

图18: 房屋渗漏水原因占比 (%)



资料来源：中国建筑报，民生证券研究院

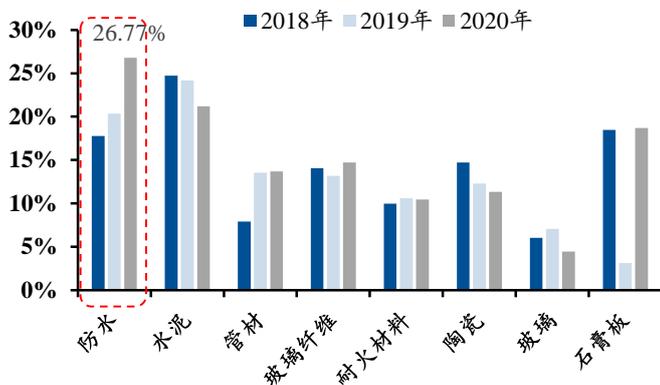
图19: 建筑物各部分渗漏率



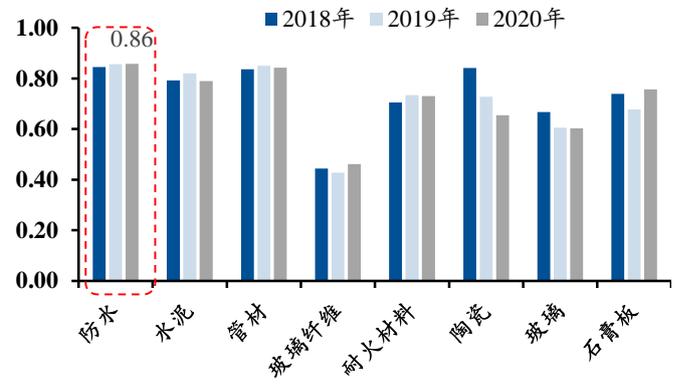
资料来源：中国建筑报，民生证券研究院

防水子行业 ROE 高，其主要来源于行业高资产周转率。通过将防水与其他建材子行业对比，

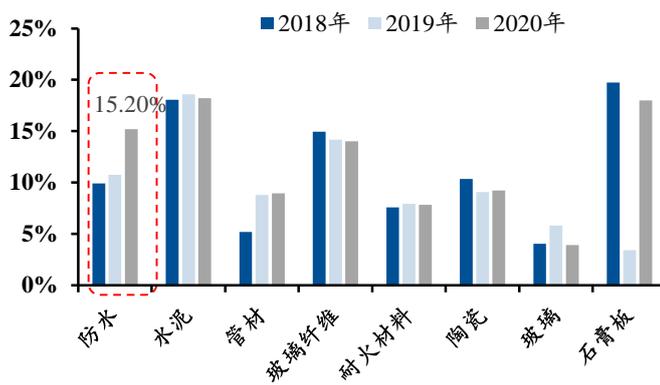
我们发现，防水子行业 2018-2020 年 ROE 均高于 17%，高于其他子行业（2018-2019 年只有水泥行业与之相当）；通过杜邦分析拆解，我们发现防水行业的高 ROE 主要来源于行业高总资产周转率（2018-2020 年均高于 0.8）。

图20: 防水子行业 ROE 稳定,且高于其他子行业(%)


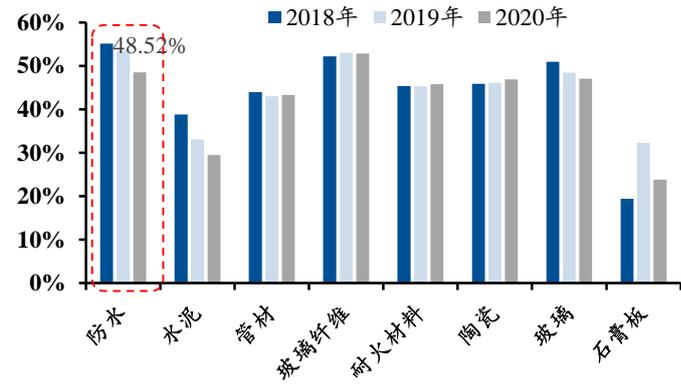
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图21: 防水子行业资产周转率高于其他子行业(%)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

图22: 建材子行业销售净利率对比(%)


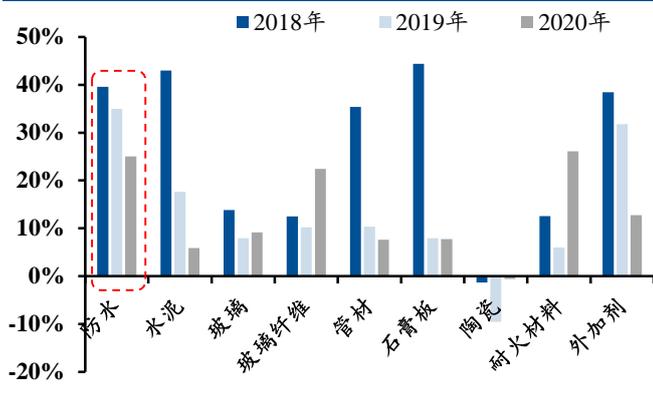
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图23: 建材子行业资产负债率对比(%)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

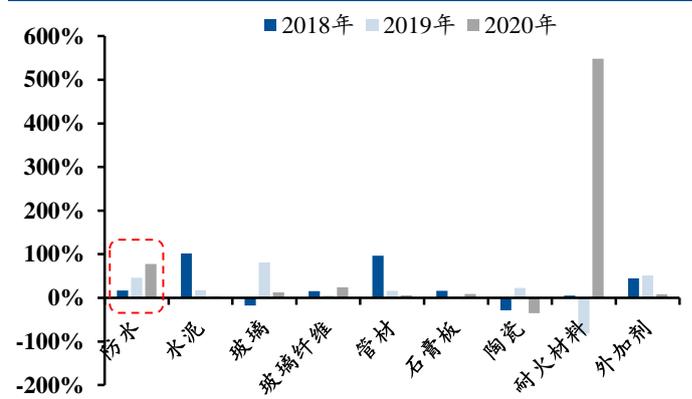
2018-2020 年，防水行业营收及归母净利增速分别超 25%和 17%，成长性十足。2018-2020 年，防水行业营收增速分别为 39.6%、35.0%和 25.0%；归母净利润同比增速分别为 17.2%、45.8%和 77.7%。从营收及归母净利看，防水行业成长性十足。

图24: 防水行业营收增速稳定且高于其他子行业(%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图25: 防水行业归母净利润增速逐年提升(%)



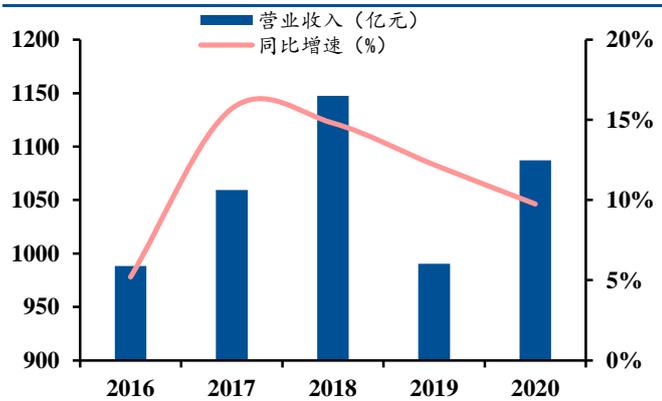
资料来源: Wind, 民生证券研究院

相较其他建材子行业，防水“赛道”最优质。一是防水行业兼具“质量”与“速度”：速度方面，2017-2019年，防水行业营收及归母净利润增速维持稳定的高水平；质量方面，防水行业ROE高于其他建材子行业。二是防水行业具有“品牌效应”，强者恒强：由于隐蔽性高、价值量低和重要性高特点，防水行业易受消费升级驱动，行业龙头品牌效应逐步增强，强者恒强，行业整体盈利能力有望进一步提升。

2.2 消费升级+政策推动+房地产集中度提升，防水行业集中度提升

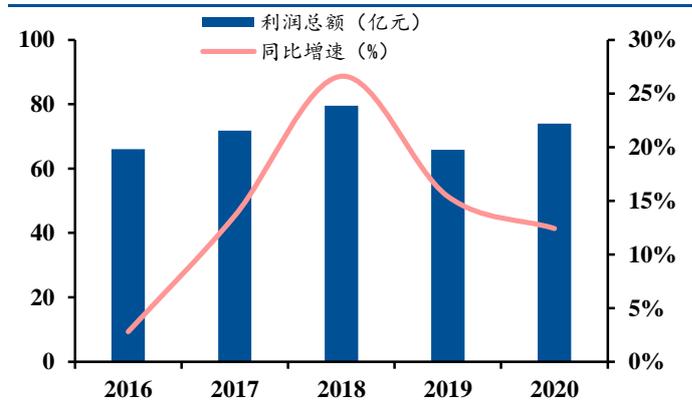
保守估计，2020年防水行业市场空间近1087亿元，空间广阔。根据中国建筑防水协会的统计，2020年我国723家规模以上防水企业的主营业务收入累计为1087亿元；此外，由于防水行业集中度低，行业内仍存在大量小企业，行业规模远大于已统计的规模以上企业营收。保守估计，若只计算规模以上防水企业营收，2020年我国防水行业市场空间近1087亿元。

图26: 2020年规模以上防水企业营收为1087亿元



资料来源: 中国建筑防水协会, 民生证券研究院

图27: 2020年规模以上防水企业利润总额为74.0亿元



资料来源: 中国建筑防水协会, 民生证券研究院

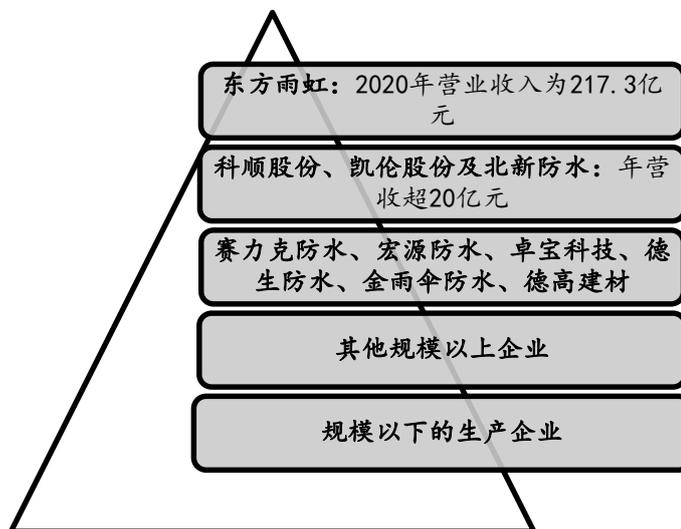
图28: 规模以上防水厂商数量



资料来源: 中国建筑防水协会, 民生证券研究院

防水行业呈“一超多强”格局，集中度较低，CR4 仅有 30.6%。按照营收规模，防水行业大致可分为五个梯队，其中第一梯队为行业“霸主”东方雨虹，2020 年营收达 217.3 亿元；第二梯队有科顺股份、凯伦股份和北新建材，2020 年营收分别为 62.4/20.1/168.03 亿元（北新建材的防水建材业务 32.87 亿元）。防水行业呈“一超多强”格局，但是，行业集中度仍较低，2020 年行业 CR4 仅 30.6%。

图29: 防水行业呈一超多强格局



资料来源: 民生证券研究院整理

表3: 国内主要防水企业情况介绍

公司	简介	2020 年营收 (亿元)	市占率
东方雨虹	成立于 1998 年，并于 2008 年在深交所中小板上市。截止 2019 年末，公司在全国建有 15 家生产研发物流基地。	217.3	19.99%
科顺股份	成立于 1996 年，2018 年在深圳证券交易所上市，多年当选“房地产 500 强首选防水材料品牌”。	62.4	5.74%
凯伦股份	成立于 2011 年，新三板挂牌企业，并于 2017 年 10 月在深圳证券交易所上市，其在全国建有多条防水材料生产线。	20.1	1.85%
北新建材	2019 年进军防水行业，联合重组四川蜀羊、北新禹王（原名：禹王防水）以及河南金拇指等多家防水企业，形成覆盖全国的十大防水产业基地布局。	32.87	3.02%

赛力克防水	成立于 2007 年，新三板挂牌企业（2015 年挂牌），建有多功能卷材生产线和环保涂料生产线。	1.34	0.12%
宏源防水	成立于 1996 年，在全国建有 5 个生产基地，拥有多条防水材料生产线。	—	—
卓宝科技	成立于 2001 年，在全国建有 8 个生产基地和分公司，除生产建筑防水材料外，同时生产装饰保温板等其他建筑材料。	—	—
德生防水	成立于 2000 年，新三板挂牌企业（2015 年挂牌已摘牌）。公司拥有唐山德生、天津禹红、新疆德生建科多家全资子公司，拥有多条防水材料生产线。	—	—
金雨伞防水	成立于 2000 年，拥有多条卷材生产线和密封胶生产线。	—	—
德高建材	成立于 2006 年，是法国 PAREX 集团在中国设立的全资企业。主打产品为 K11 防水浆料、瓷砖填缝料、TTB 瓷砖胶等产品；并在上海、北京、成都、武汉设立了子公司、分公司和生产基地。	—	—

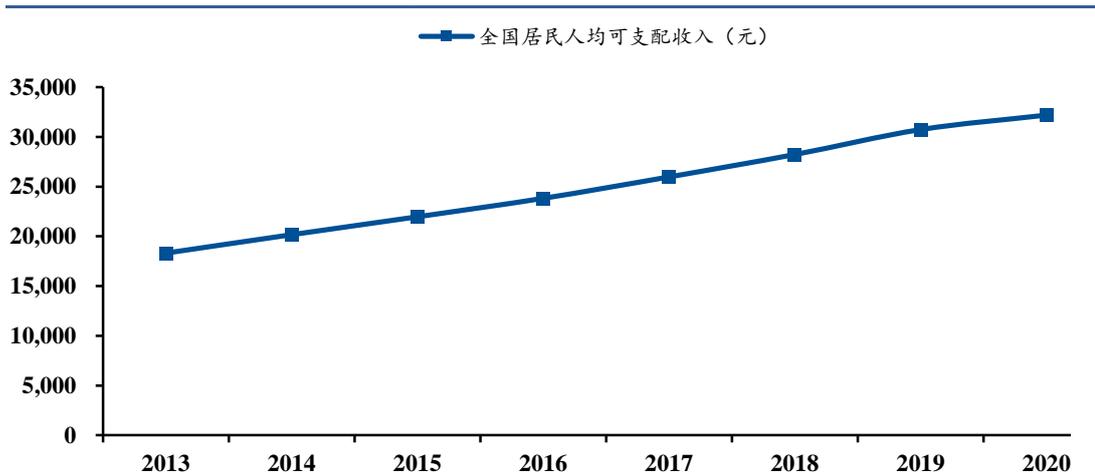
资料来源：Wind，各公司公告，民生证券研究院整理

注：市占率测算中的行业规模假设为 1087 亿元

消费升级+政策推动+房企集采及集中度提升，防水行业集中度有望进一步快速提升，龙头迎来行业高速增长与市占率提升双重增长驱动。

驱动因素一：消费升级，龙头品牌效应显著，促进市占率提升。据前面的分析，由于隐蔽性高、价值量低和重要性高特点，防水行业易受消费升级的影响；因此，随着居民收入水平提升及中国人对“家”极为重视的传统观念下影响下，龙头品牌效应凸显，其有望得到更多“品牌溢价”，进而促进市占率提升。

图30: 全国居民人均可支配收入逐步提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

驱动因素二：政策推动下，劣质非标品将被标准品替代，市场份额将逐步向拥有高品质、高端品牌的龙头企业集中。普通防水材料的生产技术透明、科技含量低、价格便宜，且其运输半径在 500km 之内，这导致防水行业形成区域化竞争格局，行业内中小企业众多。为了防水行业的健康发展，政府出台政策，推动落后产能淘汰，这使得行业内的劣质非标品逐步被标准品替代，市场份额将逐步向拥有高品质、高端品牌的龙头企业集中。

表4: 防水行业法律法规

时间	法律法规名称	主要内容
2010 年	《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》	将年产 500 万平方米以下改性沥青类防水卷材生产线（2010 年）、年产 500 万平方米以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线和年产 100 万卷以下沥青纸胎油毡生产线纳入淘汰目录中
2011 年	《建筑防水行业“十二五”发展规划》	鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。淘汰高耗能、高排放、高污染、低质量的落后产品，大力推广性能优良、耐久性好、系统配套的产品；淘汰落后工艺装备，开发自动化水平高和节能环保的工艺装备
2013 年	《建筑防水卷材行业准入条件》	针对改性沥青类（含自粘）防水卷材和聚氯乙烯（PVC）、热塑性聚烯烃（TPO）类

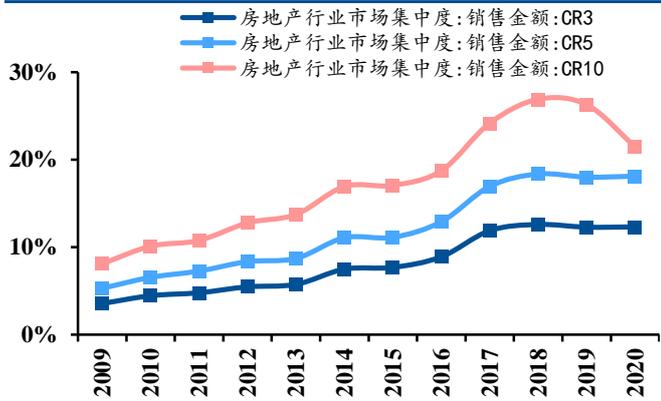
高分子防水卷材设定准入条件

2013年	《关于加强建筑防水行业质量建设促进建筑防水卷材产品质量提升的指导意见》	为全面加强建筑防水行业质量建设,提升防水卷材产品质量,促进行业持续健康发展提出了一系列指导意见
2014年	《国家新型城镇化规划(2014-2020)》	2020年,城镇绿色建筑占新建建筑比重将从2012年的2%提升到2020年的50%。绿色建筑防水材料属新型建筑材料,绿色建筑防水卷材作为建筑防水材料的主导产品是基本建设及相关行业不可缺少的重要功能材料,是朝阳产品
2014年	《沥青基防水卷材单位产品能源消耗限额》	采取措施降低生产能耗,淘汰落后产能,对推动建筑防水行业结构调整、优化资源配置、实现节能减排具有积极作用。促进建筑防水行业能源审核,规范行业的环境状况,促使建筑防水行业健康发展
2015年	《北京市推广、限制和禁止使用建筑材料目录(2014年版)》	限制使用明火热熔法施工的沥青类防水卷材,禁止使用双组份聚氨酯防水涂料和溶剂型冷底子油。
2016年	新版《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》	审查组现场对企业申请书及证照等申请材料进行核实;产品检验时,玻纤胎沥青瓦样品最少抽样基数不低于100包,其他防水卷材产品抽样基数不得少于1000平方米,且不得少于10卷
2016年	《建材工业发展规划(2016-2020年)》	提出加快结构优化、强化协同创新、推动绿色发展、促进融合发展、推进国际合作等五项主要任务,在加快结构优化主要任务中提出加快传统建材升级换代,推广使用长寿命、低渗漏、免维护的高分子材料和复合材料管材、管件及高分子防水卷材、防水密封胶、热反射涂料和热反射膜。
2016年	《建筑防水行业“十三五”发展规划纲要》	制定了六大发展战略和九大发展目标。
2017年	《2017年建筑防水产品质量提升专项行动方案》	质检总局决定开展2017年建筑防水产品质量提升专项行动,将提升建筑防水产品质量与提高住房建设工程质量安全统筹起来。
2018年	《全国重点工业产品质量监督目录(2019年版)》	发布新版《建筑防水卷材产品生产许可证实施细则》
2018年	2018年《战略性新兴产业分类(2018)》	首次将“新型建筑防水材料制造”列入战略性新兴产业。
2019年	《全国重点工业产品质量监督目录(2019年版)》	防水材料继续列为重点质量监督产品,建筑防水卷材及建筑用密封胶均列入2019年产品质量国家监督抽查计划。

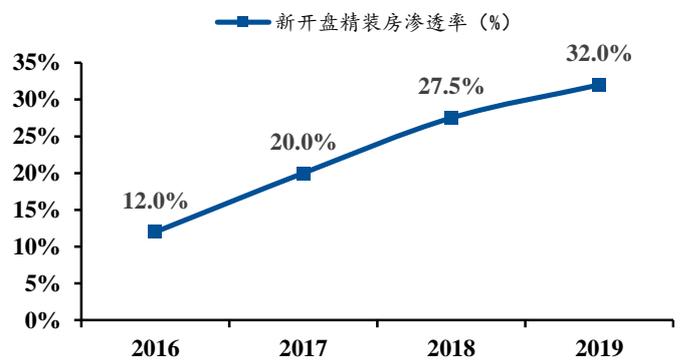
资料来源:工信部、国务院官网,中国建筑防水协会,民生证券研究院

驱动因素三:精装房渗透率提升+下游房企集采政策+房企集中度提升,优质防水龙头市占率进一步提升。由于消费者对于防水工程的重视程度加深+自身品牌打造,房企偏好拥有高品质、品牌效应明显的防水龙头。

- **精装修渗透率提升,室内防水需求部分从C端向B端转移。**由于精装修房的出现,室内防水需求部分从毛坯房时的C端向房地产商B端转移;并且,随着精装修渗透率的提升,室内B端防水需求快速扩增。
- **出于降低成本+打造品牌考虑,房企采用防水集采政策、选用防水龙头,驱动防水行业集中度提升。**一方面,出于降低成本考虑,房企选择集采政策;另一方面,由于龙头防水企业具有质量、资金、品牌和渠道优势,房企集采对象偏好龙头企业,进而提升防水行业集中度。
- **房企集中度的提升扩大了防水龙头的市占率。**随着房地产CR3从2010年的4.4%提升至2020年的12.3%,与龙头房企有战略合作的龙头防水企业市占率得以提升。

图31: 2010-2020年,房企CR3从4.4%提升至12.3%


资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

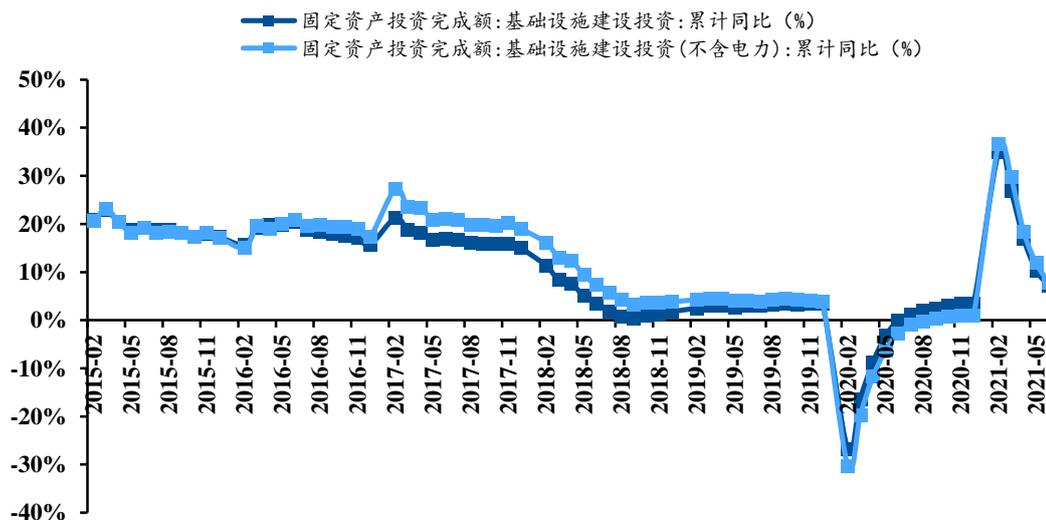
图32: 2016-2019年,精装房渗透率从12%提升至32%


资料来源: 奥维云网, 民生证券研究院

2.3 短期看, 基建端防水需求有望回暖, 长期看, 旧改驱动防水行业扩容

2.3.1 短期来看, 基建端防水材料需求有望回暖

总量来看, 2021年6月基建建设投资同比增速为7.2%。从2021年初至今的走势看, 由于去年疫情影响下的低基数, 2021年初基建投资完成额累计同比增速较高, 但走势呈下降态势, 2021年6月基建投资增长为7.2%。对比过去几年, 2021年初至今的基建增速随低于2017之前的水平, 但高于2018-2019年的平均增速。

图33: 基础设施建设累计同比 (%)


资料来源: Wind, 民生证券研究院

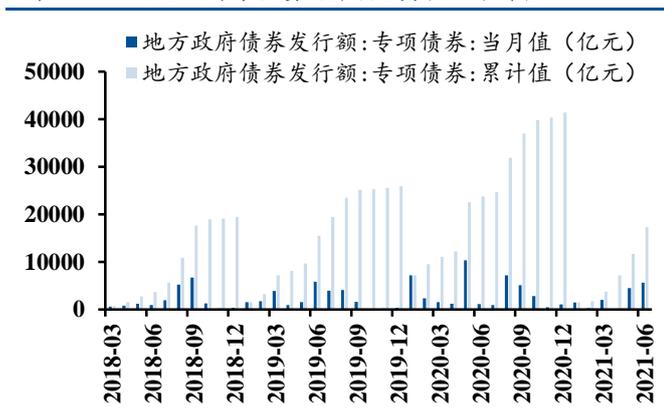
表5: 各省重大项目计划投资额

省份	2020年计划投资完成额(亿元)	2019年计划投资完成额(亿元)	增幅(%)
北京	2523	2354	7.2%
天津	2105	1545	36.2%
重庆	3445	3459	-0.4%
广西	1674	2422	-30.9%
宁夏	510	512	-0.4%
福建	5005	4538	10.3%
甘肃	1779	1340	32.8%
广东	7000	6500	7.7%
贵州	7262	7204	0.8%
河南	8372	7939	5.5%
河北	2402	2109	13.9%
黑龙江	2000	1326	50.8%
江苏	5410	5330	1.5%
山东	4000	3360	19.0%
陕西	5014	5000	0.3%
云南	4400	5126	-14.2%
合计	62901	60064	4.7%

资料来源: 民生证券研究院整理

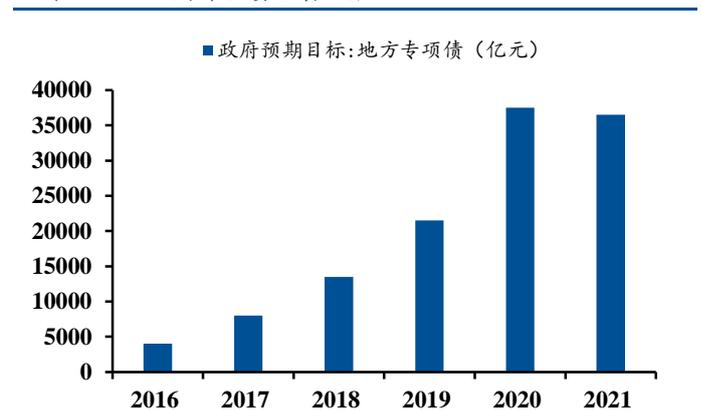
资金端: 2021年1-6月地方专项债完成额为47.4%，下半年发债节奏有望提速。根据规划，2021年地方政府专项债预期目标将为3.65万亿，而1-6月专项债累计发行额为1.73万亿元，完成比例为47.4%。考虑到财政部适度均衡的专项债发行节奏以及今年以来专项债的发行进度，我们预计，Q3专项债的发行有望加速，由此带动的项目开工，将对防水材料需求增速形成有力支撑。

图34: 地方政府专项债发行额当月值及累计值



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图35: 政府专项债预期目标



资料来源: Wind, 民生证券研究院

2.3.2 长期来看，旧改持续推进，防水材料规模增量超千亿

定义:依据住建部等三部委2020年3月印发的《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》，老旧住宅小区的定义范围是：城市、县城（城关镇）建成于2000年以前、公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区，而已经纳入城镇棚户区改造计划、拟通过拆除新建（改建、扩建、翻建）实施改造的棚户区（居民住房），以及以居民自建住房为主的区域和城中

村等，不属于老旧小区范畴。

表6: 旧改主要内容

项目	内容	性质
基本配套设施完善	水电气基础设施修缮，垃圾分类设施配备以及北方地区供暖设施维修完善	通常必选
提升类设施配套	对于有条件的小区，进行电梯、公共活动场地、停车场的建设安装	可选
公共服务类设施完善	建设配套便利店、养老、医疗、餐饮等设施	可选

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

2020年7月起来，中央全面推行旧改。2020年7月20日，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，对未来几年的旧改任务做了明确的规；其中，2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及近700万户居民；到“十四五”末，力争基本完成2000年底前建成需改造的城镇老旧小区改造任务。

表7: 旧改目标

年份	任务木區
2020年	新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及近700万户居民
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
“十四五”末	力争基本完成2000年底前建成需改造的城镇老旧小区改造任务。

资料来源：中国政府网，民生证券研究院

政策端：旧改政策持续加码。城镇老旧小区改造可追溯至2017年，住建部提出将在在15个城市开展老旧小区改造试点工作；此后，中央在多个会议中提及城镇老旧小区改造工作。进入2020年后，中央开始全面推动老旧小区改造，我们任务主要原因为疫情后稳增长的需要及逐步替代“棚改”项目。

表8: 旧改政策

时间	会议/部门/文件	内容
2017.7.1	住建部	将在15个城市（广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波）开展老旧小区改造试点
2018.3.5	政府工作报告	有序推进“城中村”、老旧小区改造，完善配套设施，鼓励有条件的加装电梯。
2019.6.19	国常会	1. 加快改造城镇老旧小区，目前全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人，量大面广，情况各异，任务繁重。2. 抓紧明确改造标准和对象范围，今年开展试点探索，为进一步全面推进积累经验。3. 加强政府引导，压实地方责任，加强统筹协调，发挥社区主体作用，尊重居民意愿，动员群众参与。重点改造建设小区水电气路及光纤等配套设施，有条件的可加装电梯，配建停车设施。4. 创新投融资机制。今年将对城镇老旧小区改造安排中央补助资金。鼓励金融机构和地方积极探索，以可持续方式加大金融对老旧小区改造的支持。运用市场化方式吸引社会力量参与。5. 在小区改造基础上，引导发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。推动建立小区后续长效管理机制
2019.7.1	国务院政策例行吹风会	1. 抓紧摸清当地城镇老旧小区的类型、居民改造愿望等需求，在此基础上明确城镇老旧小区改造的标准和对象范围。2. 按照“业主主体、社区主导、政府引领、各方支持”的原则，加强政府引导和统筹协调，动员群众广泛参与。3. 积极创新城镇老旧小区改造投融资机制，包括探索金融以可持续方式加大支持力度，运用市场化方式吸引社会力量参与等。4. 在城镇老旧小区改造基础上，顺应群众意愿，积极发展社区养老、托幼、医疗、助餐、保洁等服务。5. 推动建立小区后续长效管理机制。
2019.7.30	政治局会议	稳定制造业投资，实施城镇老旧小区改造、城市停车场、城乡冷链物流设施建设等补短板工程，加快推进信息网络等新型基础设施建设
2020.4.14	国常会	1. 今年各地计划改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户，比去年增加一倍，重点是2000年底前建成的住宅区。2. 各地要统筹负责，按照居民意愿，重点改造完善小区配套和市政基础设施，提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平。3. 建立政府与居民、社会力量合理共担改造资金的机制，中央

财政给予补助, 地方政府专项债给予倾斜, 鼓励社会资本参与改造运营

2020.4.16	国务院政策例行吹风会	1. 重点改造 2000 年底前建成的住宅区, 完善小区配套和市政基础设施、环境, 提升社区养老、托育、医疗等公共服务水平。2. 指导各地统筹负责, 按照居民意愿, 推进改造项目有序实施, 完善小区长效管理机制。3. 建立改造资金政府与居民、社会力量合理共担机制。中央给予补助, 落实地方财政支出责任。地方政府专项债给予倾斜, 鼓励社会资本和社会力量参与改造运营。4. 推动 2020 年城镇老旧小区改造工作。5. 总结推广试点成果。
2020.4.17	政治局会议	要积极扩大有效投资, 实施老旧小区改造, 加强传统基础设施和新型基础设施投资
2020.7.20	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	对未来几年的旧改任务做了明确的规划; 其中, 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个, 涉及近 700 万户居民; 到“十四五”末, 力争基本完成 2000 年底前建成需改造的城镇老旧小区改造任务。
2021.5.28	《城镇老旧小区改造可复制政策机制清单(第三批)》	总结了各地在动员居民参与、改造项目生成、金融支持、市场力量参与等 7 个方面的可复制政策机制

资料来源: 中国政府网, 民生证券研究院

资金端: 加大财政资金、专项债、政策性金融等支持, 并鼓励居民出资、PPP 等形式吸引社会资金。2020 年 7 月 17 日, 在住建部推动下, 国开行和建设银行与 5 省 9 市签署战略合作协议, 支持市场力量参与城镇老旧小区改造, 未来五年内, 合计提供 4360 亿元贷款。7 月底, 中央财政向各省追加下达城镇保障性安居工程补助资金, 用于城镇老旧小区改造; 河南、四川等日改大省, 均获得超 2500 万元的追加补助。

表9: 政策多措并举扩大旧改资金来源

资金来源	具体举措
居民出资	积极推动居民出资参与改造, 可通过直接出资、使用(补建、续筹)住宅专项维修资金、让渡小区公共收益等方式落实。研究住宅专项维修资金用于城镇老旧小区改造的办法。支持小区居民提取住房公积金, 用于加装电梯等自住住房改造
政府支持	将城镇老旧小区改造纳入保障性安居工程, 中央给予资金补助, 按照“保基本”的原则, 重点支持基础类改造内容。
金融服务	支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式, 运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。国家开发银行、农业发展银行结合各自职能定位和业务范围, 按照市场化、法治化原则, 依法依规加大对城镇老旧小区改造的信贷支持力度。
社会力量	通过政府采购、新增设施有偿使用、落实资产权益等方式, 吸引各类专业机构等社会力量投资参与各类需改造设施的设计、改造、运营。支持规范各类企业以政府和社会资本合作模式参与改造。
税费减免	在城镇老旧小区改造中, 为社区提供养老、托育、家政等服务的机构, 提供养老、托育、家政服务取得的收入免征增值税, 并减按 90% 计入所得税应纳税所得额; 用于提供社区养老、托育、家政服务的房产、土地, 可按现行规定免征契税、房产税、城镇土地使用税和城市基础设施配套费、不动产登记费等。

资料来源: 中国政府网, 民生证券研究院

全口径看, 旧改市场规模近 2 万亿。据各地提供的数据不完全统计, 目前全国有改造需求的小区 32.7 万个, 总建筑面积 65 亿平方米, 从建筑面积看, 约占现有城镇住房总量 324 亿平方米的 20.06%; 假设每平方莫建筑面积所需改造金额为 300 元, 则可以简单测算得到整个旧改市场规模为 1.95 万亿元。

表10: 旧改市场规模简单测算

项目	金额
所需改造面积(亿平方米)	65
单位面积所需金额(元/平方米)	300
旧改市场规模(万亿)	1.95

资料来源: 民生证券研究院整理

防水材料在旧改中主要用于平改坡、面板更换及电梯安装等涉及结构改造的过程。参考《2017

年北京市老旧小区改造经济指标》，假设 25% 小区旧改涉及上述工程，平改坡、面板更换、安装电梯过程中单位建筑面积需要防水材料 1.01/2.72/0.77 平方米，则 2020 年旧改拉动防水材料用量 73.1 亿平米，市场空间 1096.9 亿元左右，超过 2020 年规模以上防水企业收入总和。

表11: 旧改防水市场空间测算

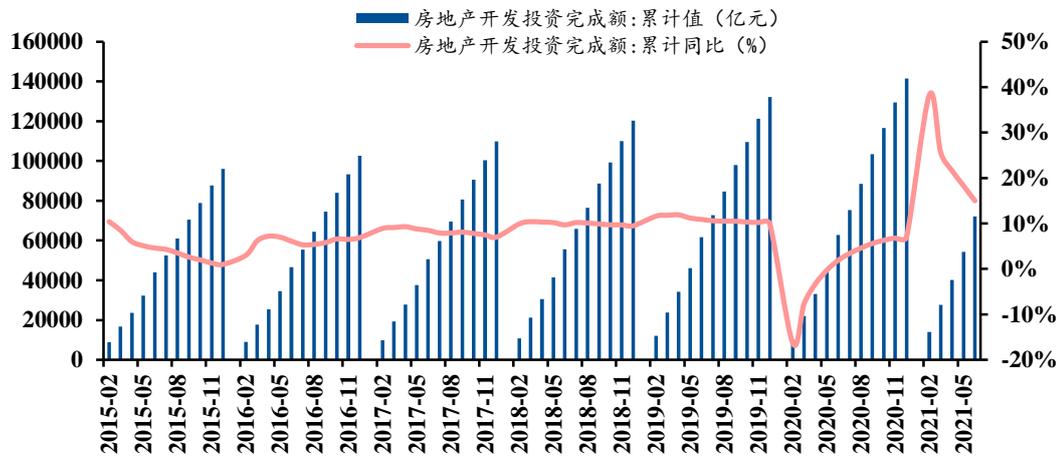
项目	金额
所需改造总面积 (亿平方米)	65.0
多层住宅平改坡工程	
所需改造的小区比例 (%)	25%
需加固小区面积 (亿平方米)	16.3
单位面积所需防水材料 (平方米)	1.0
防水材料用量 (亿平方米)	16.3
多层住宅面板更换工程	
所需改造的小区比例 (%)	25%
需安装小区面积 (亿平方米)	16.3
单位面积所需防水材料 (平方米)	2.7
防水材料用量 (亿平方米)	43.9
多层住宅加装电梯工程	
所需改造的小区比例 (%)	25%
所需更换/安装小区面积 (亿平方米)	16.3
单位面积所需防水材料 (平方米)	0.8
防水材料用量 (亿平方米)	13.0
合计:	
防水材料用量 (亿平方米)	73.1
单价 (元/平方米)	15.0
旧改防水市场空间 (亿元)	1096.9

资料来源: 民生证券研究院整理

2.3.1 地产端防水需求承压

房地产开发投资: 2021 年 6 月房地产开发投资完成额累计同比为 15%，但今年至今增速趋势向下。从 2021 年初至今的走势看，由于去年疫情影响下的低基数，2021 年初房地产开发投资完成额累计同比增速较高，但走势呈下降态势，2021 年 6 月基建投资增长为 15.0%。

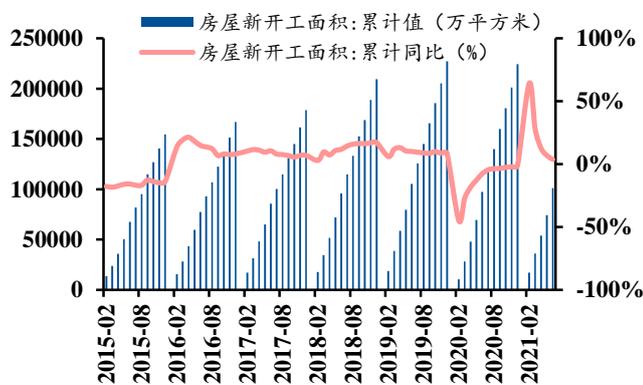
图36: 房地产开发投资完成额累计值及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

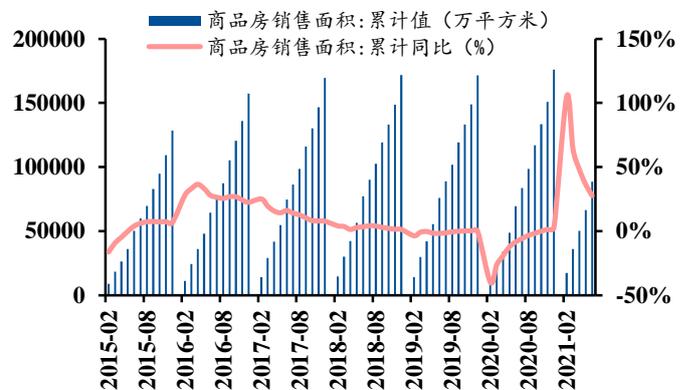
“房住不炒”及“三条红线”影响下，地产端的防水需求承压。在“房住不炒”及“三条红线”的大政策背景下，受去年低基数影响，2021年1-6月虽然增速较快，但趋势向下且下滑速度较快，2021年1-6月房屋新开工面积累计同比为3.8%，我们判断新开工端将承压。整体而言，在“房住不炒”及“三条红线”大背景下，地产端的防水需求将承受较大压力。

图37: 房屋新开工面积累计值及同比



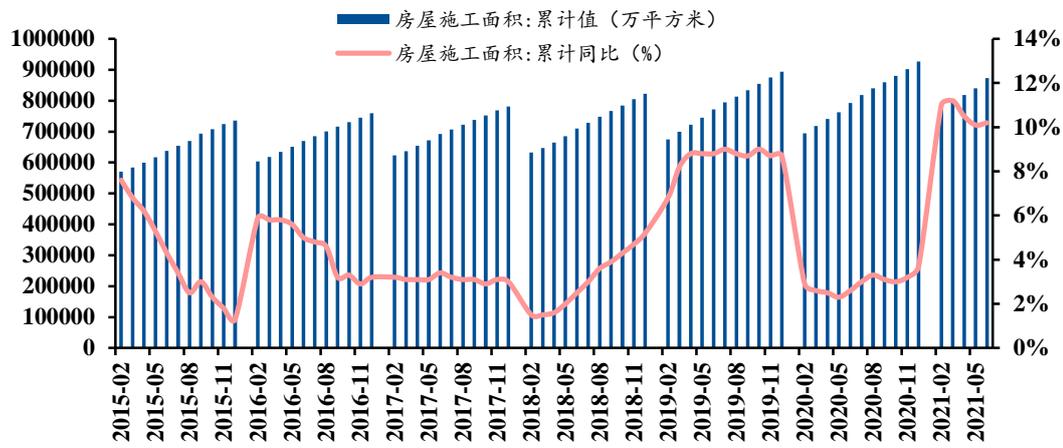
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图38: 商品房销售面积累计值及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图39: 房屋施工面积累计值及同比



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 公司逻辑：向内布局产能及发力双渠道，向外收购扩展品类

3.1 加快产能扩张，完善全国性生产布局

公司已布局八大生产基地，辐射全国六大区。截至 2021 年 7 月底，公司已在广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、江苏南通、湖北荆门、陕西渭南建有生产基地，覆盖华南、华北、华东、华中、西南、东北地区。其中，荆门生产基地是目前公司设计产能最大、辐射范围最广、装备水平最高的工厂，也是目前单体综合产值防水行业第一的工厂，该基地设置了 10 条卷材生产线、9 条高分子生产线，涂料车间设置年产干粉砂浆 20 万吨，水性涂料 4 万吨，聚氨酯涂料 4 万吨，并据公司预计，荆门基地全面投产后可带来 25-30 亿元的年销售收入。

福建基地投产在即，产能扩张节奏不断。除已建成的八大基地之外，公司目前正建设福建科顺基地，预计将于 2021 年内投产，投产后公司全国性防水基地布局将进一步扩展，全国性供应网络不断完善。此外，公司还积极扩产已有基地产能，建设德州三期工程，预计也将于 2021 年内投产。

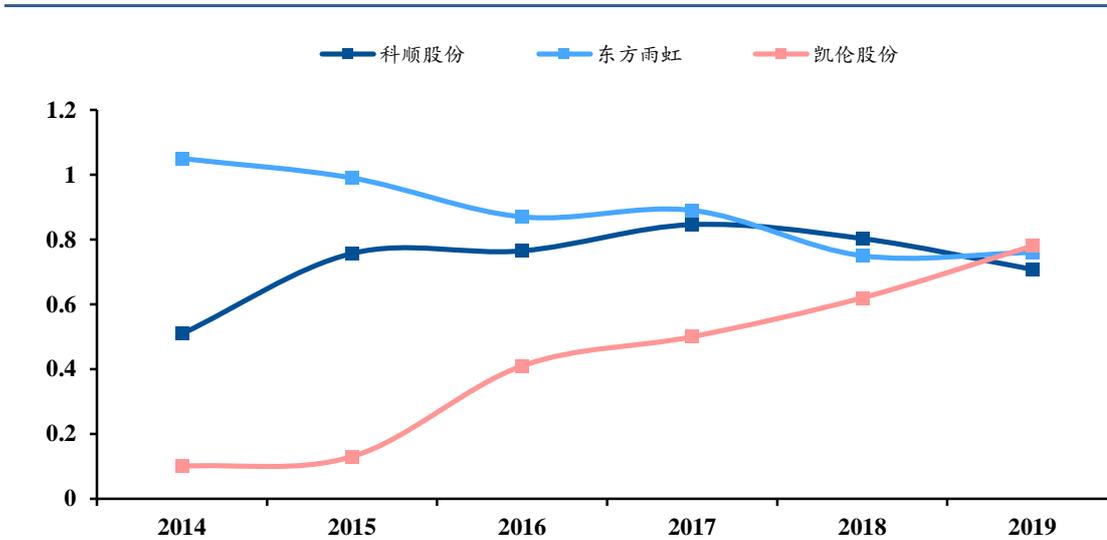
图40： 科顺股份防水材料生产基地全国布局图



资料来源：科顺股份官方公众号，民生证券研究院

全国性生产布局网络的完善，对外可提升服务质量，缩短订单交付时间，对内可降低运输费用，提升盈利能力。从交付时间看，根据公司预计，随着湖北荆门、陕西渭南生产基地全面竣工，公司的订单平均交付时间缩短了 60%，及时交付能力显著提升。从运输费用率的情况来看，近五年公司单位运输成本呈“倒 U”型走势，其中 2019 年为 0.71 元/平方米，较 2017 年 0.85 元/平方米下降了 16%。

图41: 防水行业主要公司单位运输成本对比 (元/平方米)



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

注: 防水涂料按每 2 公斤折算成 1 平方米防水材料。由于 2020 年运输费用转记至成本后不在单独披露, 因此未覆盖

3.2 直销经销“双轮”驱动

直销经销，双轮驱动。公司采用直销+经销的销售模式。**直销方面**，公司在北京、上海、广州、深圳等地开设 14 家销售分公司，负责大型企业的战略合作、本地的市场开拓和重点项目支持，同时承接大型防水工程施工、堵漏维修业务；**经销方面**，公司根据不同防水市场需求在全国各地发展相应的经销商，目前在全国 30 个省份与超过 1700 家经销商建立了长期稳固的合作关系，拥有多家年销售收入在数千万元以上、合作时间长达 10 年以上的经销商。

图42: 直销经销，双轮驱动



资料来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

公司与多家知名地产商及大型建筑企业建立了合作关系。房地产企业方面，公司已与碧桂园、万科地产、融创地产、中梁地产、万达地产等知名房企确定了战略合作关系并成为其重要供应商。

在非房企领域，公司也与中国建筑、中国中铁、中国铁建等大型建筑企业建立了长期合作关系；此外，在高铁、地下管廊、机场、地铁等领域也拥有较多客户。广泛和优质的客户资源保障了公司在工程领域的快速发展。

图43: 公司房地产领域的客户资源优越



资料来源：2019 年社会责任报告，民生证券研究院

扩大经销网点密度及绑定优质工程客户，持续构建渠道护城河。经销方面，公司本着扩大网
 点密度的战略，继续积极与各地建筑防水材料商行和建筑防水工程公司建立合作关系，充分发挥
 经销商本地化、专业化的分销优势，以实现产品的市场覆盖和快速推广。**直销方面**，公司在深度
 绑定现有客户资源的基础上，积极参与重大项目头招标，持续扩张国企、央企及房地产龙头等优
 质客户，兼顾回款质量与数量。

3.3 收购丰泽股份，布局减隔震业务，扩宽成长边界

收购丰泽股份，布局减隔震行业。2021 年 3 月 17 日，公司公告拟以发行股份及支付现金方
 式购买丰泽股份 100% 股权，标的资产预估值 4.96 亿元，对应丰泽股份 2020 年业绩估值约为 16
 倍。根据《业绩承诺补偿协议》，丰泽股份 2021-2023 年度扣非归母净利润不低于 4200 万、5040
 万、6048 万，且分三期解锁其持有的公司股份，解锁比例分别为 30%、30% 和 40%。公司通过外延
 收购方式布局减隔震业务，可快速切入相关行业并通过上市公司赋能被收购企业，实现双赢。

表12: 股份锁定的承诺安排

解锁批次	解锁时间	解锁条件	解锁股份比例
第一批	上市之日起满 12 个月	2021 年度的实际净利润不少于 4200 万元	30%
第二批	上市之日起满 24 个月	2021 年、2022 年两年累计实际净利润不少于 9240 万元	30%
第三批	上市之日起满 36 个月	2021 年度、2022 年度、2023 年度三年累计实际净利润不少于 15288 万元或虽未达到 15288 万元但业绩承诺方已进行了相应补偿	40% (尚未解锁的余额)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

减隔震技术抗震效果好且经济效益明显。建筑减隔震产品属于建筑材料的一种，其中，隔震产品安装在建筑物的基础或下部结构和上部结构之间，减震产品需安装在建筑结构某些部位（如支撑、剪力墙、连接缝或预埋件），以达到降低地震危害的目的。**从抗震效果看**，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%。目前国内外已建成的减隔震建筑，很多都通过了大地震的考验，表现出了减隔震技术的有效性。**从经济效益角度分析**，采用减隔震设计，可以提高抗震能力，提高土地利用效率，并且可以减小梁柱截面，增加房屋使用面积，降低工程造价。据统计，公共类建筑物设防烈度每提高 1 度，将增加造价 20% 左右，使用隔震技术可以节约这部分成本，而隔震装置的购置和安装费用只占总成本的 5% 左右。

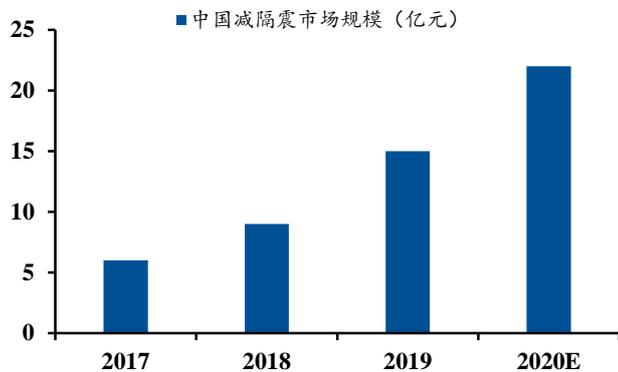
表13: 建筑隔震技术与建筑减震技术的对比

省份	2020 年计划投资完成额 (亿元)	2019 年计划投资完成额 (亿元)
抗震效果	降低地震作用的 50%-80%	降低地震作用的 20%-30%
抗震立足点	立足于“隔”	立足于“抗”
设计难易性	比较简单、易操作	比较复杂、繁琐
经济性	良好的经济性	经济性不明显，有可能增加工程造价
安全储备	"安全储备大，震后建筑物不维修或简单维修即可恢复使用"	"安全储备小，震后仍需修复后才能使"
应用范围	主要用于抗地震	应用范围广，可用于抗地震、抗风震

资料来源：震安科技可转债募集说明书，民生证券研究院

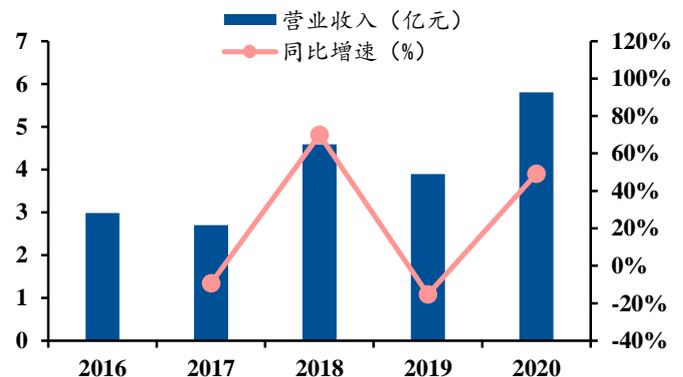
我国减隔震行业处于初级发展阶段，国内市场空间在 22 亿元左右，震安科技一家独秀。我国建筑减隔震行业自汶川地震后开始起步，由于减隔震技术在地震设防过程中具备显著的技术性优势和经济性优势，目前行业正处于快速发展的阶段；根据产业信息网数据，2020 年减隔震行业市场规模在 22 亿元左右。其中，震安科技 2020 年的营业收入为 5.80 亿元，市占率约为 26.4%，排名全国第一。

图44: 2017-2020年中国减隔震市场规模



资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

图45: 震安科技近五年营业收入及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

《建设工程抗震管理条例》发行, 行业迎来发展新契机。2021年5月12日国常会正式通过《建设工程抗震管理条例》草案, 减隔震行业迎来发展新契机。从市场需求方面, 立法将带来五大需求领域的需求扩容, 分别是新建公共建筑、存量公共建筑、装配式建筑、农村住房、老旧房屋改造。从实施的严格程度看, 实行全面追责和违规必究的政策, 若违反《条例》规定, 将针对监管部门、建设单位、设计单位、施工单位、隔震减震生产及使用、鉴定单位等各相关环节的负责部门均履行追责。从行业规范性上看, 《条例》规定从技术标准、产品检测和政府抗震监测等多方面促进行业越来越规范。国家政策扶持力度看, 《条例》明确将从用地、融资、人才、宣传等多方面发力, 大力扶持隔震减震产业发展。

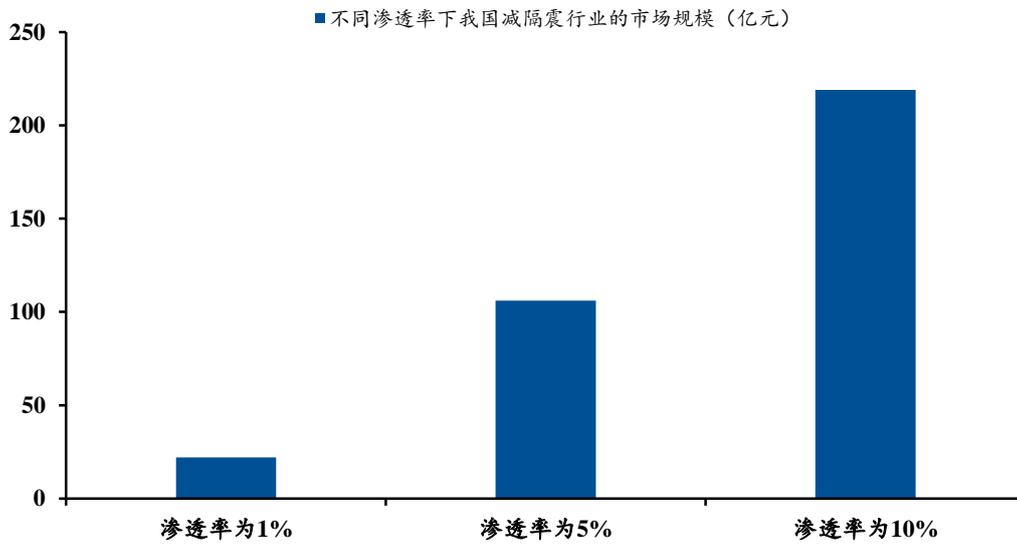
图46: 减隔震行业主要技术规范及政策法规



资料来源: 震安科技可转债募集说明书, 民生证券研究院

随着《建设工程抗震管理条例》的落地实施, 行业市场空间有望快速提升。根据前瞻产业研究院测算, 假设隔震应用单位造价约 100 元/平, 按照 2019 年房屋建筑施工面积假设, 当地震设防区减隔震应用渗透达 1%时, 则减隔震市场规模可达 22 亿元;渗透率达 5%时, 规模可达 106 亿元;渗透率达 10%时, 规模可达 219 亿元, 行业空间巨大。

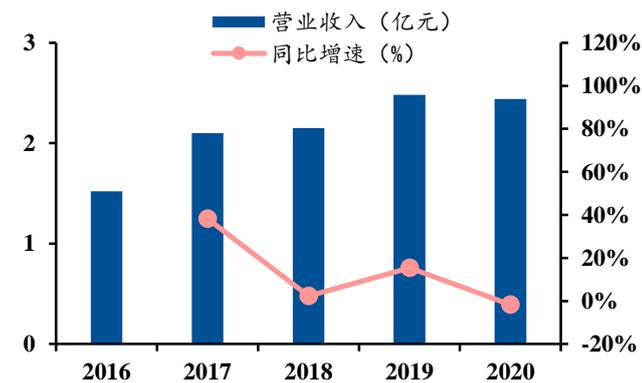
图47: 不同渗透率下我国减隔震行业的市场规模



资料来源: 前瞻产业研究院, 民生证券研究院

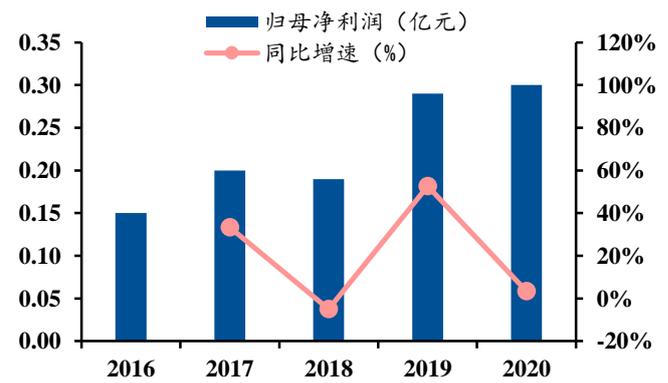
2020年, 丰泽股份营收为2.6亿元, 市场占有率超10%。丰泽股份主营业务为向铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨道交通等重大工程提供减隔震、止排水技术方案, 产品包括支座、止水带和伸缩装置等, 作为国家级高新技术企业, 具备较强的独立的研发能力和生产能力, 在壁垒较高的铁路行业具备较强的竞争力。2020年, 丰泽股份营业收入达2.6亿元, 同比增长5%, 若以22亿元的市场空间计算, 丰泽股份市占率为11.8%, 归母净利润达3129.7万元, 同比增长8%。从业绩承诺看, 若丰泽股份2021年达到承诺业绩, 则2021年的归母净利润增速将为34.2%。

图48: 丰泽股份近五年营业收入及增速



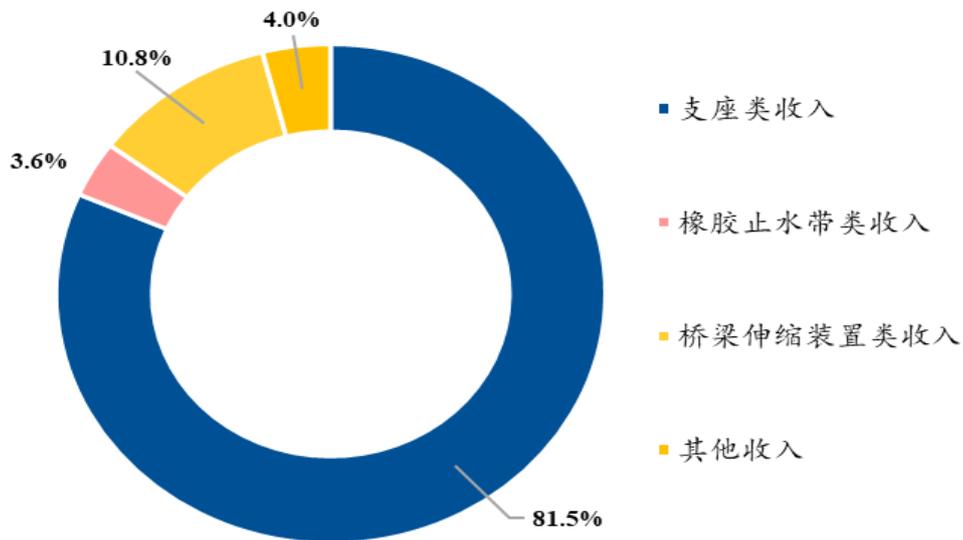
资料来源: 产业信息网, 民生证券研究院

图49: 丰泽股份近五年归母净利润及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图50: 2019年丰泽股份各业务构成情况



资料来源: Wind, 民生证券研究院

公司通过向外收购, 扩大非房渠道, 丰富产品种类, 提供新的业绩增长点。一方面, 丰泽股份能为公司在高壁垒的基建行业中提供相应的技术以及渠道支持, 即公司可以通过丰泽股份已有的业务渠道进入减隔震外的其他领域, 进一步整合资源扩大铁路、公路等基础设施市场的收入, 提高非房业务的占比。另一方面, 公司也可为丰泽股份的发展提供房地产工程渠道方面的支撑, 助力丰泽股份其他渠道的建设和完善。

4 盈利预测与估值分析

4.1 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设：

(一) 防水卷材：

(1) **营业增速：**公司 2019-2020 年防水卷材业务的营收增速分别为 55.0% 和 28.1%，其中 2020 年增速下滑主要系疫情的影响。2021 年初以来，随着国内疫情的有效控制，公司生产经营情况基本恢复正常。此外，公司生产基地数量继续扩增，福建科顺基地及德州基地 3 期项目正处于建设中，产能扩张将支撑公司未来的持续增长。因此，我们假设 2021-2023 年公司防水卷材业务的营收同比增速为 30%/30%/30%。

(2) **毛利率：**公司 2019-2020 年的防水卷材毛利率分别为 35.4% 和 39.3%，逐年提升。2021 年至今，受石油价格回升影响，沥青等石化原材料价格上涨，公司毛利率将短期承压；但是，到目前为止原油价格已基本到达短期高点，沥青等原材料价格上涨的支撑动力不足，同时公司积极调整产品生产及价格，从容应对原材料价格上涨所带来的影响。因此，我们假设，2021-2023 年公司防水卷材业务的毛利率分别为 39%/40%/40%。

(二) 防水涂料：

(1) **营收增速：**公司 2019-2020 年防水涂料业务的营收增速分别为 57.0% 和 24.7%，其中 2020 年增速下滑主要系疫情的影响。2021 年起，随着国内疫情的有效控制，公司生产经营情况基本恢复正常。此外，公司生产基地数量持续扩增，福建科顺基地及德州基地 3 期项目正处于建设中，产能扩张将支撑公司各业务的持续增长。因此，我们假设 2021-2023 年公司防水涂料业务的营收增速分别为 25%/20%/20%。

(2) **毛利率：**公司 2019-2020 年的防水涂料毛利率分别为 34.3% 和 35.3%，逐年提升。2021 年至今，受石油价格回升影响，沥青等石化原材料价格上涨，公司毛利率将短期承压；但是，到目前为止原油价格已基本到达短期高点，沥青等原材料价格上涨的支撑动力不足，同时公司积极调整产品生产及价格，从容应对原材料价格上涨所带来的影响。因此，我们假设，2021-2023 年公司防水涂料业务的毛利率分别为 35%/36%/37%。

(三) 防水施工：

(1) **营收增速：**公司 2019-2020 年防水工程施工业务的营收增速分别为 13.6% 和 96.32%，2020 年增速提升幅度大。展望 2021-2023 年，我们认为公司防水施工业务有望快速增长，支撑原因有：1) 根据前文测算，我国旧改市场的防水材料市场超 1000 亿元，而防水施工业务与防水材料销售业务相互匹配，因此防水施工工程市场空间广阔。2) 公司成立防水修缮品牌，专注于防水施工业务的运营，其业务的扩张可依托公司在防水材料业务的渠道优势快速扩张。因此，我们假设 2021-2023 年的公司防水工程施工业务的营收增速为 40%/40%/40%。

(2) **毛利率：**公司 2019-2020 年的防水施工毛利率分别为 23.3% 和 30.1%。因此，我们假设，2021-2023 年公司防水施工业务的毛利率为 29%/30%/31%。

(四) 其他业务：

(1) 营收增速：公司 2019-2020 年其他业务的营收增速分别为 171.2%和-32.4%，其中 2020 年其他业务同比下降主要系疫情的影响。考虑到，在我国疫情已基本被控制，对于其他业务的消极影响已基本消除；因此，我们认为，从 2021 年起公司其他业务的收入有望至少恢复至 2019 年的水平。同时，公司正在收购丰泽股份，拟进军减隔震行业，扩展品类，增长未来盈利增长点，这将支撑公司其他业务板块收入的快速增长。因此，我们假设，2021-2023 年公司其他业务的营收增速分别为 30%/30%/30%。

(2) 毛利率：2019-2020 年，公司其他业务毛利率分别为 5.4%和 12.7%。因此，我们假设，2021-2023 年公司其他业务的毛利率分别为 12%/12%/12%。

表14: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)

业务	汇总表	2020A	2021E	2022E	2023E
防水卷材	收入	4059.0	5276.7	6859.7	8917.6
	增速	28.1%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	39.3%	39.0%	40.0%	40.0%
防水涂料	收入	1151.7	1439.6	1727.6	2073.1
	增速	24.7%	25.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	35.3%	35.0%	36.0%	37.0%
防水施工	收入	989.8	1385.7	1939.9	2715.9
	增速	96.2%	40.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	30.1%	29.0%	30.0%	31.0%
其他业务	收入	37.4	48.6	63.2	82.2
	增速	-32.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	12.7%	12.0%	12.0%	12.0%
合计	收入	6237.9	8150.6	10590.4	13788.8
	增速	34.1%	30.7%	29.9%	30.2%
	毛利率	36.9%	36.4%	37.3%	37.6%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2 估值分析与投资建议

估值方法选择：根据我们的预测，公司未来几年的盈利将均为正值，所以我们选择相对估值法中的 PE 法为公司估值；此外，考虑到公司在未来 2-3 年中，在市占率提升、新增产能投放和收购丰泽股份扩展新品类这三个成长逻辑驱动下，公司业绩有望快速增长，且根据我们预测 2021-2023 年公司归母净利润的增长率均在 30%左右，说明公司未来盈利将处于快速增长中，因此适合使用 PEG 法对公司进行估值。**综上所述，我们选择 PE 法和 PEG 法对公司进行估值分析。**

4.2.1 相对估值 (PE) 法

预计公司 2021-2023 年营业收入为 81.5/105.9/137.9 亿元，归母净利润为 11.6/15.7/21.5 亿元，EPS 为 1.01/1.37/1.88 元，对应 PE 为 18.5/13.6/9.9 倍。考虑到可比公司东方雨虹、凯伦股份和北新建材 2021 年的平均 PE 23.0 倍，维持“推荐”评级。

表15: 科顺股份及其可比公司的估值情况

代码	简称	EPS			PE			PB (MRQ)	PS (TTM)
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
	均值	1.61	1.71	2.17	27.47	23.03	17.67	5.40	4.12
	行业中值	1.64	1.72	2.18	31.71	22.86	15.73	5.57	4.40
300737	科顺股份	1.48	1.01	1.37	20.79	18.46	13.61	4.69	3.10
002271	东方雨虹	1.51	1.72	2.18	34.07	30.05	23.69	5.57	4.80
300715	凯伦股份	1.64	1.09	1.58	31.71	22.86	15.73	6.98	4.40
000786	北新建材	1.69	2.31	2.75	16.63	16.19	13.59	3.65	3.16

资料来源: Wind, 民生证券研究院

4.2.2 PEG 估值法

公司 2021-2023 年预计实现归母净利归母净利润为 11.6/15.7/21.5 亿元, 2021-2023 年归母净利润的年均复合增长率为 34.2%, 而科顺股份 2021 年的 PE 为 18.5 倍, PEG 为 0.54, 远小于 1, 因此, 维持“推荐”评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,238	8,151	10,590	13,789
营业成本	3,934	5,181	6,635	8,603
营业税金及附加	42	56	73	95
销售费用	389	773	941	1,192
管理费用	243	339	436	565
研发费用	282	364	475	618
EBIT	1,347	1,437	2,030	2,716
财务费用	27	161	172	153
资产减值损失	(35)	(76)	22	33
投资收益	(28)	(4)	(8)	(10)
营业利润	1,033	1,362	1,844	2,535
营业外收支	6	4	5	5
利润总额	1,039	1,367	1,849	2,540
所得税	149	209	278	380
净利润	890	1,159	1,571	2,159
归属于母公司净利润	890	1,159	1,571	2,159
EBITDA	1,449	1,583	2,214	2,940
资产负债表 (百万元)				
货币资金	1420	2293	3136	3967
应收账款及票据	2997	3916	5088	6624
预付款项	151	174	228	299
存货	340	879	681	1341
其他流动资产	239	239	239	239
流动资产合计	6090	8392	10549	13639
长期股权投资	0	(4)	(12)	(22)
固定资产	1310	1699	2121	2559
无形资产	147	154	161	168
非流动资产合计	2058	2312	2490	2654
资产合计	8148	10705	13039	16293
短期借款	659	659	659	659
应付账款及票据	2011	2649	3392	4398
其他流动负债	370	370	370	370
流动负债合计	3741	4744	5680	6946
长期借款	211	211	211	211
其他长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	255	255	255	255
负债合计	3996	4999	5935	7201
股本	612	1146	1146	1146
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)
股东权益合计	4152	5705	7104	9092
负债和股东权益合计	8148	10705	13039	16293

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	34.1%	30.7%	29.9%	30.2%
EBIT 增长率	151.5%	6.7%	41.2%	33.8%
净利润增长率	145.0%	30.1%	35.6%	37.5%
盈利能力				
毛利率	36.9%	36.4%	37.3%	37.6%
净利润率	14.3%	14.2%	14.8%	15.7%
总资产收益率 ROA	10.9%	10.8%	12.0%	13.3%
净资产收益率 ROE	21.4%	20.3%	22.1%	23.8%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.8	1.9	2.0
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.8
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.6
资产负债率	0.5	0.5	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	123.2	123.2	123.2	123.2
存货周转天数	42.3	42.3	42.3	42.3
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.5	1.0	1.4	1.9
每股净资产	6.8	5.0	6.2	7.9
每股经营现金流	0.5	0.8	1.3	1.3
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	12.6	18.5	13.6	9.9
PB	2.7	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	12.1	10.3	7.1	5.1
股息收益率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
现金流量表 (百万元)				
净利润	890	1,159	1,571	2,159
折旧和摊销	136	69	206	257
营运资金变动	(758)	(350)	(399)	(1,026)
经营活动现金流	283	933	1,436	1,450
资本开支	595	367	365	393
投资	(275)	0	0	0
投资活动现金流	(882)	(367)	(365)	(393)
股权募资	59	534	0	0
债务募资	238	0	0	0
筹资活动现金流	648	307	(227)	(227)
现金净流量	49	873	843	831

插图目录

图 1: 公司历史沿革	4
图 2: 公司产品和品牌矩阵	4
图 3: 公司参与工程: 水立方	5
图 4: 公司参与工程: 深圳平安大厦	5
图 5: 2017-2020 年, 公司收入结构的变化趋势 (%)	5
图 6: 公司 2020 年的营收结构 (%)	6
图 7: 公司 2020 年的毛利结构 (%)	6
图 8: 2015-2020 公司营收及同比增速 (亿元, %)	6
图 9: 2015-2020 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %)	6
图 10: 公司主要业务毛利率变化情况 (%)	7
图 11: 公司期间费用率变化情况 (%)	7
图 12: 公司股权结构	7
图 13: 水对建筑物的危害	9
图 14: 柔性防水材料为主流防水材料	9
图 15: 防水卷材和防水涂料产量占比达 91%	9
图 16: 各防水卷材占比	10
图 17: 各防水涂料占比	10
图 18: 房屋渗漏水原因占比 (%)	10
图 19: 建筑物各部分渗漏率	10
图 20: 防水子行业 ROE 稳定, 且高于其他子行业 (%)	11
图 21: 防水子行业资产周转率高于其他子行业 (%)	11
图 22: 建材子行业销售净利率对比 (%)	11
图 23: 建材子行业资产负债率对比 (%)	11
图 24: 防水行业营收增速稳定且高于其他子行业 (%)	12
图 25: 防水行业归母净利增速逐年提升 (%)	12
图 26: 2020 年规模以上防水企业营收为 1087 亿元	12
图 27: 2020 年规模以上防水企业利润总额为 74.0 亿元	12
图 28: 规模以上防水厂商数量	13
图 29: 防水行业呈一超多强格局	13
图 30: 全国居民人均可支配收入逐步提升	14
图 31: 2010-2020 年, 房企 CR3 从 4.4% 提升至 12.3%	16
图 32: 2016-2019 年, 精装房渗透率从 12% 提升至 32%	16
图 33: 基础设施建设累计同比 (%)	16
图 34: 地方政府专项债发行额当月值及累计值	17
图 35: 政府专项债预期目标	17
图 36: 房地产开发投资完成额累计值及同比	21
图 37: 房屋新开工面积累计值及同比	21
图 38: 商品房销售面积累计值及同比	21
图 39: 房屋施工面积累计值及同比	22
图 40: 科顺股份防水材料生产基地全国布局图	23
图 41: 防水行业主要公司单位运输成本对比 (元/平方米)	24
图 42: 直销经销, 双轮驱动	24
图 43: 公司房地产领域的客户资源优越	25
图 44: 2017-2020 年中国减隔震市场规模	27
图 45: 震安科技近五年营业收入及增速	27
图 46: 减隔震行业主要技术规范及政策法规	27
图 47: 不同渗透率下我国减隔震行业的市场规模	28
图 48: 丰泽股份近五年营业收入及增速	28
图 49: 丰泽股份近五年归母净利润及增速	28
图 50: 2019 年丰泽股份各业务构成情况	29

表格目录

表 1: 公司综合毛利率与国内防水业务竞争对手相当	7
表 2: 公司股权激励计划情况	8
表 3: 国内主要防水企业情况介绍	13
表 4: 防水行业法律法规	14
表 5: 各省重大项目计划投资额	17
表 6: 旧改主要内容	18
表 7: 旧改目标	18
表 8: 旧改政策	18
表 9: 政策多措并举扩大旧改资金来源	19
表 10: 旧改市场规模简单测算	19
表 11: 旧改防水市场空间测算	20
表 12: 股份锁定的承诺安排	26
表 13: 建筑隔震技术与建筑减震技术的对比	26
表 14: 公司收入及毛利率拆分 (单位: 百万元/%)	31
表 15: 科顺股份及其可比公司的估值情况	32
公司财务报表数据预测汇总	33

分析师与研究助理简介

杨侃，南京大学地科院与Rutgers化工系联合培养博士，拥有资深地质学及化工领域背景，在JGR、JCIS、Energy & Fuel等发表多篇论文，涉及钻井岩心分析、介观尺度地质流体计算模拟等。2014年10月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，擅长大周期行业研究及自上而下的选股策略。2015年度“天眼”中国最佳证券分析师评选采掘行业最佳选股分析师第二名，2019年获得《财经》金榜最佳独立见解分析师。

曾杰煌，石化&建材行业助理分析师，西南财经大学硕士，拥有理工&金融复合背景。2021年7月加入民生证券，从事石化、建材行业研究，曾有过汽车、交运和军工行业相关研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。