

科顺股份：延展建筑生命，守护美好生活

科顺股份，成立于 1996 年，总部广东佛山，2018 年 1 月于在深交所上市。防水卷材贡献最大，2020 年约占总营收 65%，营收结构稳定。

防水行业：千亿稳增，格局优化

综合地产与基建预期，我们测算防水市场规模超过 1700 亿元/年，未来一段时间保持稳健增长。1) 地产防水需求与地产增量紧密关联。预计 2020 年新建房屋防水市场约 605 亿元，2021-2023 年地产新建防水市场每年约为 650-800 亿元。2) 防水修缮时代已至，补漏修缮的“小修”市场可带动百亿市场空间，旧改催生“大修”需求，修缮规模远大于短期补漏市场，具备新扩容点，预计 2022 年贡献规模超 600 亿元。3) 基建防水规模有望超过 200 亿元，高铁是铁路防水市场“主力”，地下管廊市场不可忽视。

防水行业：一超多强，多优轮换

(1) 集采+上市驱动，头部增速拉开差距。我们通过假设 top 30 和 top100 的集采比例来预测防水集采的规模，预计 2022 年 top30 房企的防水集采规模为 207 亿元，top100 为接近 260 亿元。从地产客户首选度看，雨虹、科顺显著领先，部分龙头企业错过上市时机，体量不增反缩。(2) 尾部出清加速，2021 年地产需求下行、沥青持续高价，出清预计加快。防水行业 2021 年利润总额连续 8 个月负增长，全年下滑 2.04%。(3) 小 B+ 非房，新一轮渠道布局开启。直面地产寒冬，供给端更加谨慎。回款健康的小 B 渠道，以及资金相对安全的非房领域，备受防水企业关注，成为新的必争之地。

科顺股份：昂首向百亿，行稳方致远

内部决策机制灵活，抗外部风险能力强。(1) 百亿布局，基地全国化推进。截止 2021H1，公司拥有 12 个生产基地（含在建），助力百亿营收目标。(2) 扩大地产战略集采，消化产能、提高份额。房企合作有心得，2020 年前五客户营收占比为 14.02%，3 家上市防水企业中最低，2017 年起退出恒大合作。(3) 沥青冬储、增加储罐，平滑原材料对毛利率影响；(4) 收购丰泽探索第二曲线，延展基建领域；(5) 重视小 B 渠道，助力经销商做大做强。(6) 管理层多元背景，治理文化开放、包容。

投资建议：我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.29、11.98、15.64 亿元，1 月 28 日股价对应动态 PE 为 25X、15X 和 12X。综合考虑外部环境改善、成本改善，以及当前估值情况，结合公司收入持续增长预期，我们认为公司参考同行东方雨虹、凯伦股份平均 PE 估值是合理水平。给予公司 2022 年 19xPE，按照相对估值法与 2022 年盈利预期，我们认为公司合理市值约 228 亿元，对应每股股价为 19.81 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：产能投放不及预期；原材料价格大幅波动；行业竞争加剧；应收账款周转不及预期；收购协同不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	6238	7621	10087	12176
增长率（%）	34.1	22.2	32.4	20.7
归属母公司股东净利润（百万元）	890	729	1198	1564
增长率（%）	145.0	-18.2	64.5	30.5
每股收益（元）	1.48	0.63	1.04	1.35
PE	11	25	15	12
PB	3.2	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 1 月 28 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

16.08 元

目标价：

19.81 元



分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyanyang_yj@mszq.com

相关研究

目录

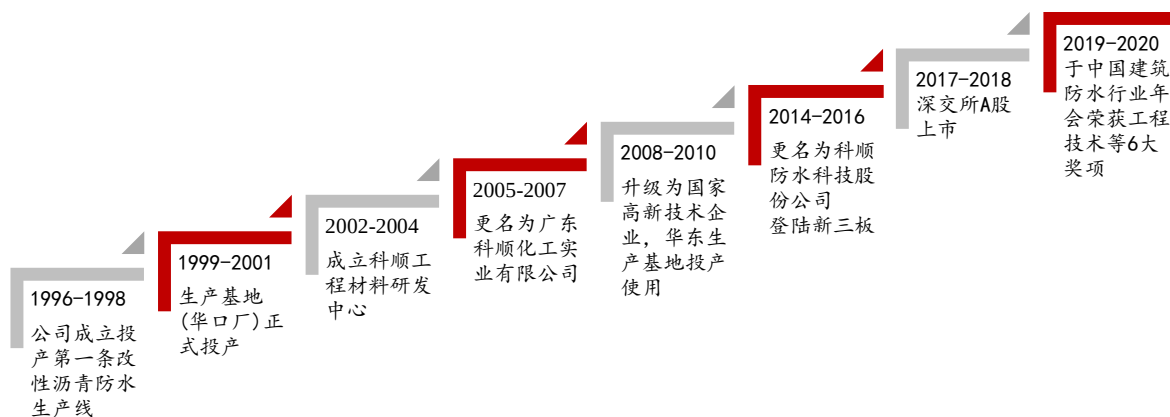
1 科顺股份：延展建筑生命，守护美好生活	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 股权架构清晰	4
1.3 财务表现概览	4
2 防水行业：千亿稳增，格局优化	8
2.1 市场规模：分步测算防水空间，估计超过 1700 亿元/年	8
2.2 竞争格局：一超多强，多优轮换	14
3 昂首向百亿，行稳方致远	21
3.1 百亿布局，基地全国化推进	21
3.2 重视小 B 渠道，助力经销商做大做强	24
3.3 决策机制灵活，抗外部风险能力强	26
4 盈利预测与投资建议	32
4.1 测假设与业务拆分	32
4.2 估值分析	33
4.3 投资建议	34
5 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	38

1 科顺股份：延展建筑生命，守护美好生活

1.1 公司基本情况

科顺股份，成立于1996年，2015年10月在新三板上市，2018年1月初终止挂牌，并于下旬在深交所IPO上市。公司总部位于广东顺德，主营建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工，产品涵盖防水卷材、防水涂料、刚性防水材料、止水堵漏材料、干粉砂浆、防排水板等六大类100多个品种，现拥有工程防水品牌“CKS 科顺”、民用建材品牌“ELOKT 依来德”及堵漏维修品牌“ZT 筑通”。**同时，公司是国家火炬计划重点高新技术企业**，拥有多家重点研究中心，包括院士工作站、国家级博士后科研工作站、中国建筑防水行业标准化实验室。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

项目经验丰富，下游客户优质。历经二十余载，公司积累了丰富的优质客户资源。公司与碧桂园、万科、融创、中海、招商蛇口等知名房企确立战略合作关系，年服务项目超过2000个，截止2021年公司已连续11年荣获中国房地产500强首选供应商品牌。公司产品广泛应用于国家和城市标志性建筑、市政工程，知名项目包括阿里巴巴支付宝大楼、国家游泳中心、港珠澳大桥等。

图2：阿里巴巴支付宝大楼



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图3：国家游泳中心（水立方）

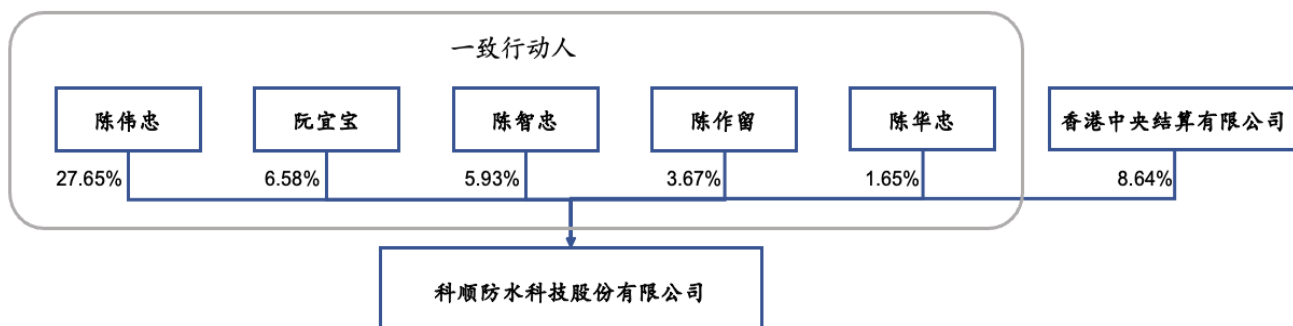


资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构清晰

公司股权结构清晰。实际控制人为陈伟忠先生（董事长）和阮宜宝女士（全资子公司深圳工程监事），两人系夫妻关系，截至 2021 年第三季度末，分别持股 27.65%和 6.58%。公司一致行动人合计共直接持股 45.48%，其他一致行动人包括陈智忠（5.93%）、陈作留（3.67%）、陈华忠（1.65%）。

图 4：公司股权结构图（截止 2021Q3）



资料来源：wind，民生证券研究院

截至 2021H1，公司共实施 2 期股权激励，分别占当时公司总股本的 3.93%（2018 年 8 月）、0.89%（2020 年 6 月）。2021 年 10 月 26 日，公司以 12.97 元/股，定向增发 30,351,027 股用以收购丰泽股份 93.54% 股权。2021 年 11 月 9 日，公司发布第三次股权激励草案，拟首次授予 391 名员工合计 2000 万股（预留 256 万股），占当时总股本的 1.74%。

表 1：2021 年限制性股票激励计划（草案）

首次授予归属期	业绩考核目标
第一个归属期	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润比 2021 年净利润增长不低于 25%；且 2022 年公司经营性现金流量净额大于零。
第二个归属期	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润比 2021 年净利润增长不低于 56%；且 2023 年公司经营性现金流量净额大于零。
第三个归属期	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润比 2021 年净利润增长不低于 95%；且 2024 年公司经营性现金流量净额大于零。

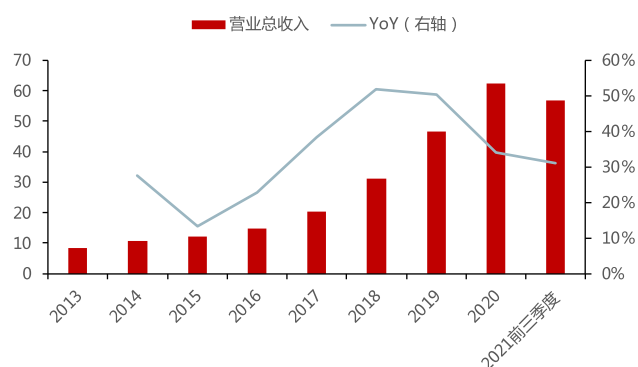
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 财务表现概览

营收持续较快增长，利润增速低于营收。2013-2020 年公司营收 CAGR 为 39.1%，归母净利润增速低于营收，同期 CAGR 为 13.9%。其中 2018-2020 年公司营收、归母净利 CAGR 分别为 41.9%、119.3%，上市后增速明显加快，主因①前期 2017-2018 年沥青等原材料偏高，叠加北京基地停产大幅增加外采量，利润增速下滑；②地产集采订单增多、新建基地及原材料价格下行。而 2021 年前三季度营收实现 56.8 亿元，同增 31%，归母净利润 6.7 亿元，同增 17.2%，主因原材料大幅涨价及地产客户风险增加。

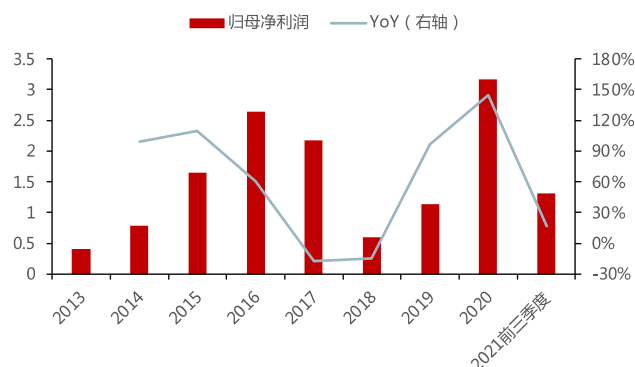
防水卷材为主要收入来源。公司业务结构稳定，其中防水卷材贡献最大，约占总营收的65%。2020年防水卷材营收40.6亿元，同增28.1%，2015-2020年CAGR为38.4%。2020年防水涂料、工程施工分别实现营收11.5、9.9亿元，占比分别为18.5%、15.1%。

图5：公司收入及同比增速变化（单位：亿元）



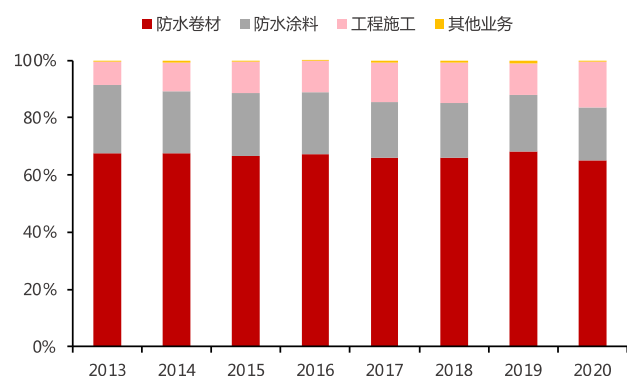
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司归母净利润及同比增速变化（单位：亿元）



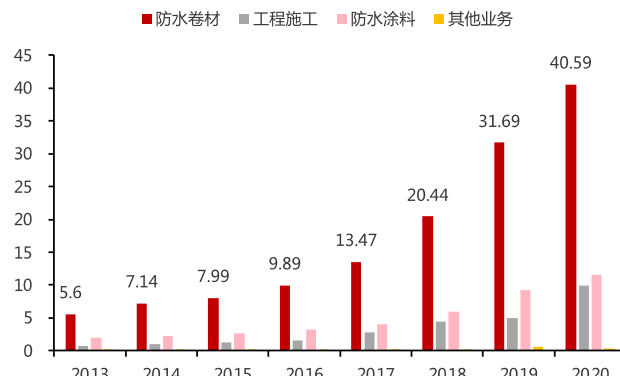
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2013-2020年公司各业务占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2013-2020年公司各业务营收（单位：亿元）

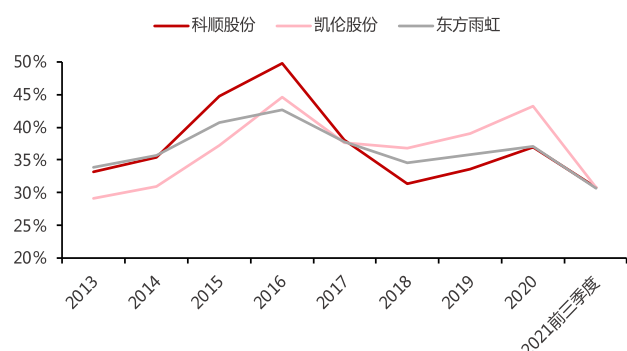


资料来源：wind，民生证券研究院

原材料成本占比较大。2021年以来沥青等主要原材料连续涨价，防水行业毛利率承压。21年前三季度公司毛利率为30.9%，同比下降8.8个百分点（与运费调至营业成本有一定关联）。同期东方雨虹毛利率为30.6%（20年同期为40.0%），凯伦股份为30.8%（20年同期为43.4%）。

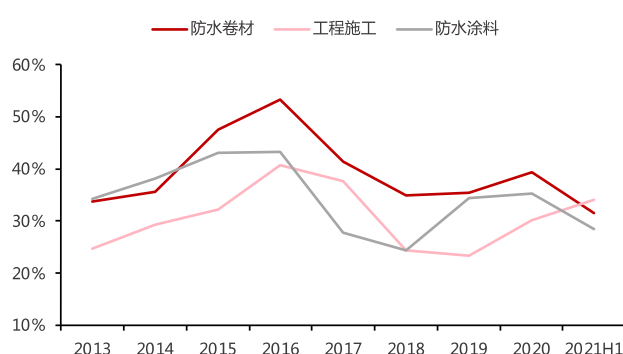
细分产品来看，21H1防水卷材、防水涂料毛利率分别为31.5%、28.5%，同比分别下降10.9、11.6个百分点。工程施工毛利率有所提高，21H1为34.1%，同比增加5.9个百分点。

图 9：行业内重点企业毛利率趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2013 年-2021H1 各业务毛利率变化趋势



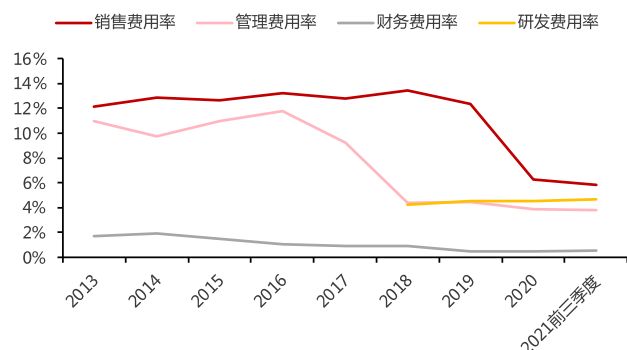
资料来源：wind，民生证券研究院

销售费用方面，公司 2020 年执行新会计准则，运费调整进入营业成本，致使销售费用率大幅降低。公司 2021 年前三季度期间费用率为 10.2%，同比减少 6.0 个百分点。其中，销售费用率为 5.8%，同比减少 5.3 个百分点；管理费用率为 3.8%，同比减少 0.1 个百分点；财务费用率为 0.5%，同比增加 0.1 个百分点；研发费用比例为 4.7%，同比基本不变。

公司回款能力较强。防水下游多为地产商和经销商，应收账款周转天数普遍较长。2020 年公司平均回款天数为 125 天，同期收现比、净现比分别为 0.89(2019 年 0.95)、0.62(2019 年 0.48)，公司加强回款控制，现金流表现逐步稳定、提升。2018 年公司净现比为-1.07，主因为提升营收规模信用扩张，下游大地产商应收款项大幅增多。2021 年预计受外部大环境影响，回款指标承压。

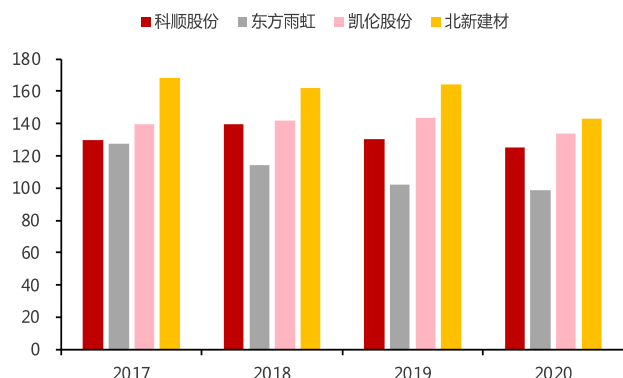
上市后多点布局提速。公司 2017-2020 年、2021 前三季度购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 1.86、3.45、5.03、6.07 及 3.02 亿元，投资扩张影响资本开支。

图 11：2013-2021 前三季度各费用率趋势



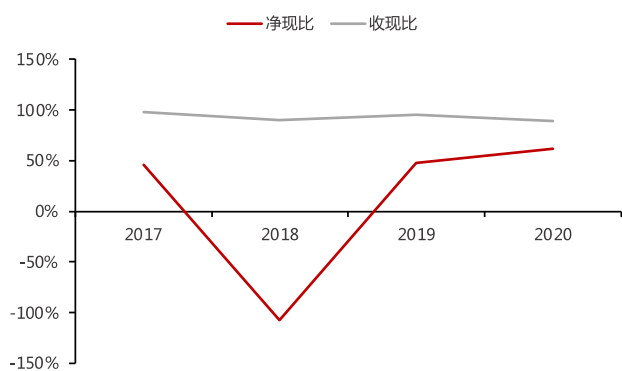
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2017-2020 年防水重点公司应收账款周转天数



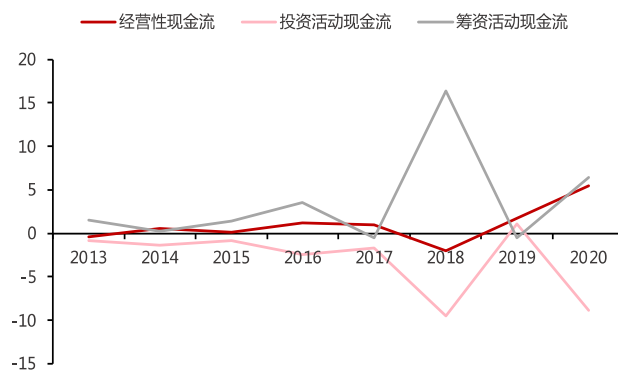
资料来源：wind，民生证券研究院（单位：天）

图 13：2017-2020 公司收现比、净现比情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2013-2020 年各现金流量趋势（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 防水行业：千亿稳增，格局优化

综合地产与基建领域，我们测算 2021-2023 年防水市场规模约 1700 亿元/年，保持温和增长。

表 2：防水行业市场测算（单位：亿元）

年份	增量市场	存量市场			基建市场		总规模
	新建 住房	短期 修缮	旧改 大修	铁路 防水	轨道 交通	地下 管廊	
2018	336.60	253.92	0.69	157.38			1050.52
2019	602.59	243.06	205.27	193.19			1655.89
2020	455.11	235.58	326.94	90.09			1461.29
2021E	518.40	278.72	465.02	62.57	20	50	1713.42
2022E	575.26	318.22	284.12	102.74			1672.23
2023E	624.44	409.67	207.06	129.57			1788.76

资料来源：民生证券研究院测算

注：假设（1）地产总体市场为（增量市场+存量市场）的 1.2 倍；基建总体市场为（铁路+轨交+地下管廊）的 1.5 倍；（2）短期修缮采用渗漏率为 20% 的市场；（3）旧改大修采用修缮率为 50% 的市场

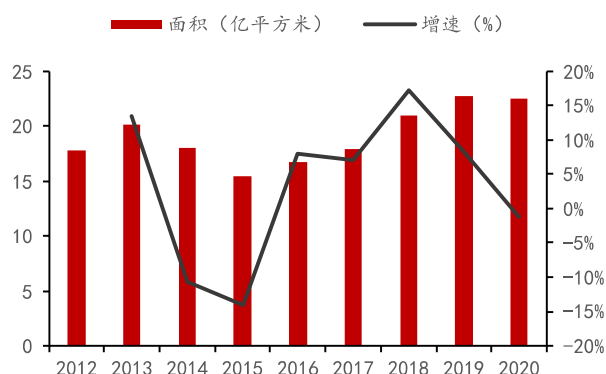
2.1 市场规模：分步测算防水空间，估计超过 1700 亿元/年

2.1.1 地产端：新建+旧改+修缮，估计整体规模 1500 亿元+

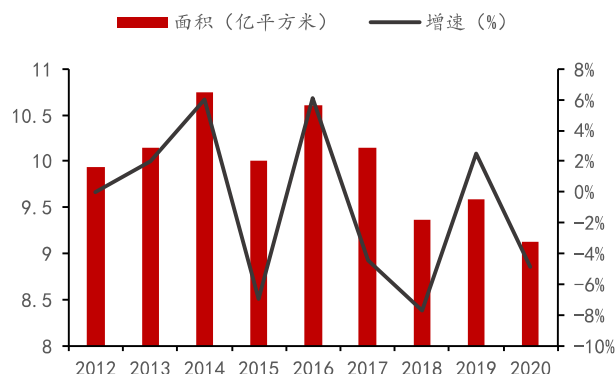
防水工程造价占比偏低，未来有望稳步提升。优质的防水系统可延长建筑使用寿命，增加居住体验并大量节省维修补漏成本，但我国防水工程造价占比一直偏低，约为 1-2%，一般工程多为 1%-1.5%，中高端项目部分可达 1.5-2%，与发达国家 6-7% 的水平仍有较大差距（包含施工）。

防水造价占比低主因隐蔽工程不易发现品控问题。从工程端来看，即使防水设计优质，通常也会被修改以节约工程成本，如使用旧型、低标、非标产品，或者仅进行局部防水以拉低总体成本；**从消费端来看**，漏水问题具有一定隐蔽性，通常在 1-2 年，甚至更久才会暴露，因此消费端往往不能第一时间发现防水疏漏，从而无法规避可能带来的损失。对标发达国家防水市场发展路径，随着市场加强品质监管、消费者提升防水意识，防水造价占比有望提升。

地产防水需求与地产增量紧密关联。随着“房住不炒”政策推进、恒大事件发酵，地产端增速预期承压。但伴随“新开—施工—竣工”的传导，预计短期竣工继续回暖。**我们假设：**（1）2020 年防水造价占总体建筑造价的 1.5%；（2）将地下室防水归类为开工端（假设占开工端 40%），室内的厨卫、屋面归为竣工端（假设占竣工端 60%）；（3）结合 2020 年全国下半年省会城市住宅建安工程造价指标，预计 2020 年新建建筑建安造价平均水平为 2400 元/ m²；（4）除地产新建房屋外，假设其他非基建类新建面积为地产新建的 0.3。基于以上假设，**我们测算 2020 年新建房屋防水市场约 605 亿元，2021-2023 年地产新建防水市场每年约为 650-800 亿元，保持稳定。**

图 15：全国地产新开工面积（亿平方米）


资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 16：全国地产竣工面积（亿平方米）


资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 3：全国新建地产防水市场规模测算（亿元）

年份	地产新开工面积 (亿平方米)	竣工面积 (亿平方米)	平均建安造价 (元/m ²)	防水造价占比 (%)	市场总规模 (亿元)
2012	17.73	9.94	1600	1.00%	271.56
2013	20.12	10.14	1700	1.05%	327.93
2014	17.96	10.75	1750	1.10%	341.19
2015	15.45	10.00	1800	1.15%	327.76
2016	16.69	10.61	1850	1.20%	376.39
2017	17.87	10.14	1900	1.25%	408.54
2018	20.95	9.36	2050	1.30%	484.89
2019	22.72	9.59	2200	1.35%	573.05
2020	22.44	9.12	2300	1.40%	604.79
2021E	21.77	10.03	2400	1.45%	666.20
2022E	20.68	10.73	2500	1.50%	717.11
2023E	19.23	11.27	2600	1.65%	806.10

资料来源：wind，民生证券研究院测算

防水修缮时代已至。我国房屋渗漏率居高不下，若初始防水项目材料不良、施工不精，很容易带来后续较高的修缮成本。建筑修缮内容包括外墙翻新、屋面改造、地下室维修、电梯井抗渗、混凝土结构加固、卫生间翻新、屋面防水防腐等，改造范围广泛。根据《建筑室内渗漏修缮技术规程》，一般局部渗漏宜采用局部修复措施，大面积渗漏、影响房屋正常使用、影响建筑物结构安全与使用寿命时，应采取整体修缮措施。

表 4：我国房屋漏水率居高不下

年份	渗漏情况	调研单位
1988	全国 22 个城市 10 年内竣工的 327 栋建筑物：平屋面渗漏率平均高达 70%	中国建筑技术发展研究中心
2014	全国 28 个城市、850 个社区的 2849 栋楼房，有 2716 个出现不同程度渗漏：屋面渗漏率高达 95.33%，地下建筑渗漏率达 57.51%，住户渗漏率达 37.48%	中国建筑防水协会、北京零点公司

2017

苏州 411 个商品房房屋样本中，有 375 户存在渗漏问题。以住户为单位的住宅渗漏率高达 91.69%

《中国建筑防水》杂志社、苏州市建筑防水保温行业协会

资料来源：《北京市老旧小区综合改造技术经济指标》（2017），民生证券研究院

我们将防水存量市场拆分为局部补漏修缮与小范围翻新的“小修”市场，及整体修缮的“大修”市场：对建成期不超过 20 年的建筑而言，对屋面、地下室防水拆除重装的大范围翻修较为少见，因此主要集中在短期修缮；而较为老旧的建筑（超过 20 年）可能需要重装一定比例或全套屋面防水系统。

图 17：“小修”市场与“大修”市场区别

 小修市场	 大修市场
堵漏+小范围翻新 • 多适用于年限小于20年建筑 • 价格约为新建防水成本2倍（屋顶）、6倍（地下室） • 密封剂补漏或用卷材、涂料小范围翻新	大范围整改 • 多适用于年限大于20年建筑 • 集中于屋面改造，整体价格约为新建防水成本的2.5倍 • 卷材、涂料全部翻新

资料来源：民生证券研究院

我们预计补漏修缮的“小修”市场可带动百亿市场空间。《房屋建筑工程质量保修办法》规定渗漏期为 5 年，但据中国建筑防水协会调查，国内 65% 的新建房屋投入使用 1-2 年内都会出现不同程度的渗漏，需要进行补漏，而 6-8 年需进行小范围翻新。我们假设：（1）建筑堵漏周期为 5 年；（2）屋面、墙体堵漏成本为新建防水成本的 2 倍，地下室为 6 倍；（3）仅有部分防水面积需修缮，且各部位仅修缮一次。我们测算在修缮渗透率为 20% 的情况下，2022 年防水修缮规模约为 320 亿元。

图 18：补漏修缮市场



资料来源：wind，民生证券研究院整理

表 5：补漏修缮市场规模测算（亿元）

年份	渗漏率 (%)	市场规模 (亿元)	渗漏率 (%)	市场规模 (亿元)	渗漏率 (%)	市场规模 (亿元)
2018		126.96		253.92		380.87
2019		121.53		243.06		364.59
2020		117.79		235.58		353.38
2021E	10	139.36	20	278.72	30	418.08
2022E		159.11		318.22		477.34
2023E		204.83		409.67		614.50

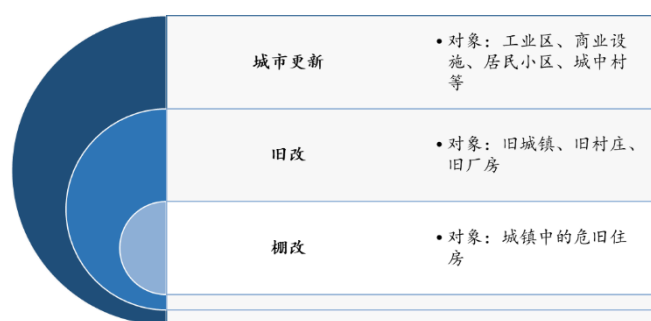
资料来源：wind，民生证券研究院测算

旧改催生“大修”需求。2019 年全国进入老旧小区改造期，预计 2025 年前完成 71 个老旧小区改造，总计 40 亿平方米，2021 年全年计划开工 5.39 万个小区（来源：住建部）。旧改催生大量屋面防水翻新需求。

我们假设：（1）房屋防水大修需求集中在旧改小区，未进行旧改的小区尚且不进行大修，而棚改导致部分老旧小区被拆除，因此不直接使用 2000 年以前的房屋存量面积作为基准；（2）去除地下室防水需求，防水造价占比减少 1/3；（3）考虑翻新工程成本为新做防水成本的 2.5 倍；（4）假设老旧小区户均改造面积为 70m²；（4）考虑到部分小区不进行防水修缮，因此设置修缮率为 50-70%。

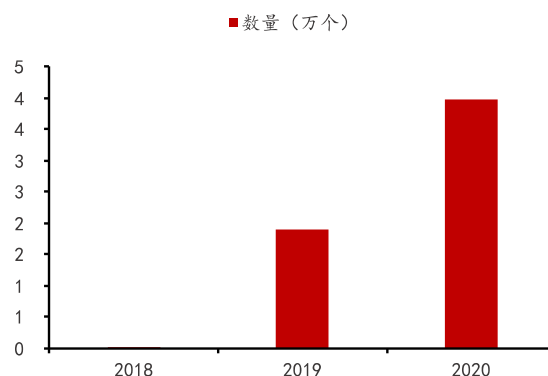
我们测算在修缮率为 60%的情况下，2022 年旧改带动大修防水市场规模为 340 亿元。除旧改外，防水大修需求预计还会向其他类建筑扩容，例如城市更新中的工业厂房、商业设施等。

图 19：城市更新、棚改与旧改防水需求场景交替



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：老旧小区改造兴起



资料来源：wind，民生证券研究院

表 6：补漏修缮市场规模测算（亿元）：以修缮率达 60%为例

年份	旧改小区 (万个)	总面积 (亿平方米)	平均建安成本 (元/m ²)	原防水占比 (%)	实际防水占比 (%)	市场规模 (亿元)
2018	0.01	0.02	1850	1.80%	3.00%	0.78
2019	1.90	4.47	2900	1.90%	3.17%	246.56
2020	3.97	9.35	2100	2%	3.33%	392.67

2021E	5.39	12.69	2200	2%	3.33%	558.51
2022E	3.00	7.07	2300	2.10%	3.50%	341.24
2023E	2.00	4.71	2400	2.20%	3.67%	248.69

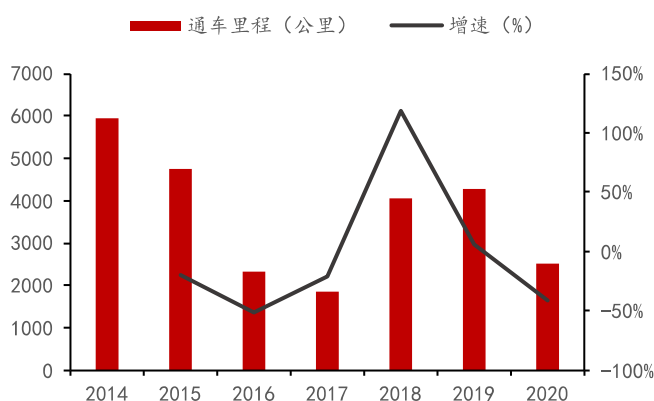
资料来源：wind，民生证券研究院测算

2.1.2 基建端：估计整体规模 200 亿元+，稳定持续增长

基建有关的防水场景主要是铁路、城内轻轨、地下管廊、机场等。我们测算基建防水规模在 2021 年达到 200 亿元，未来海绵城市、绿色屋面种植等新应用持续渗透，预计催生更大需求空间。

（1）高铁是铁路防水市场“主力”。为控制沉降、节约耕地及提高技术标准，高铁建造采用以桥梁代路的建造方法，桥梁平均占比高达 70%，远高于传统铁路。例如，根据 2010 年京沪高铁招标文件，全长 1318 千米中 80.5%为桥梁，防水工程总额为 20 亿元。《新时代交通强国铁路先行规划纲要》提出 2035 年全国目标建成 7 万公里高铁，平均未来每年新建成高铁 2180 公里。我们测算近年高铁防水市场在 2019 年达到峰值约 130 亿元。

图 21：中国高铁、快铁、城铁年度通车里程（公里）



资料来源：wind，民生证券研究院（截止 2021H1）

表 7：高铁防水规模测算（亿元）

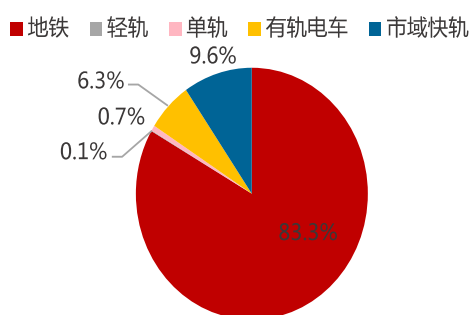
年份	新增高铁运营里程 (km)	防水单价 (万元/km)	CPI：交通增速 (%)	市场规模 (亿元)
2010	2434	178.50	10.30%	30.53
2011	1467	195.10	9.30%	20.11
2012	2755	210.32	7.80%	40.72
2013	1672	226.51	7.70%	26.61
2014	5428	243.27	7.40%	92.79
2015	3382	260.06	6.90%	61.81
2016	3142	277.48	6.70%	61.27
2017	2184	296.63	6.90%	45.53
2018	4740	316.21	6.60%	105.33

2019	5484	335.50	6.10%	129.30
2020	2500	343.21	2.30%	60.30
2021E	2450	372.39	8.50%	64.11
2022E	2500	391.38	5.10%	68.76
2023E	3000	411.34	5.10%	86.72

资料来源：wind，民生证券研究院测算

(2) 轨交需求持续增长。2020 年全国在建轨道交通达到 6797 公里，其中，地铁占据 83.3%，因此城轨防水主要落点在地铁。**我们假设：**(1) 国内地铁建造主要使用盾构法，多使用卷材作为防水材料；(2) 全国每年新开工 30 条地铁线路，站间平均间隔 1.5km，地下线路平均长 25km；(3) 防水工程均价为 75 元/m²；(4) 地铁防水施工相对于防水材料的溢价为 1.5-2 倍。我们测算地铁带来每年约 20 亿元市场空间。

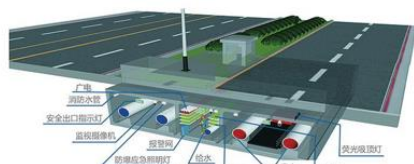
图 22：2020 年全国在建轨道交通分布



资料来源：wind，民生证券研究院

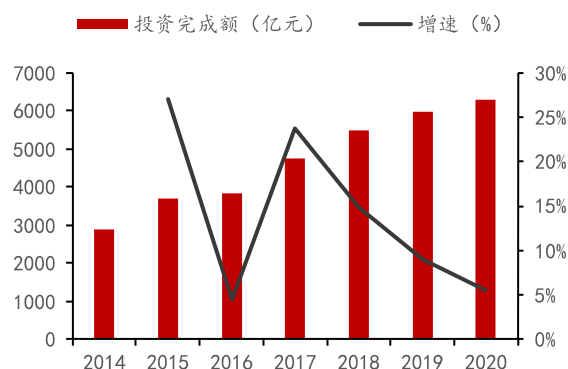
(3) 地下管廊市场不可忽视。城市地下综合管廊包括人工煤气、天然气、液化石油气、排水、城市集中供热、供水等管道建设，地下属性带来防水刚需。2019 年我国地下管廊建设长度为 2226 公里，根据地下管廊工程参考价及防水材料单耗，我们估计总量市场规模在 50 亿元左右。

图 24：地下综合管廊应用



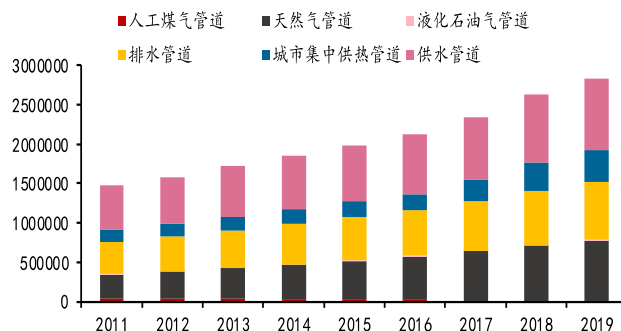
资料来源：wind，民生证券研究院

图 23：中国城市轨道交通投资完成额规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：中国城市地下管线长度（公里）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 26：基建端其他类应用


资料来源：wind，民生证券研究院（截止 2021H1）

2.2 竞争格局：一超多强，多优轮换

2.2.1 集采&上市驱动，头部增速拉开差距

2017 年后防水行业迎来上市潮、并购潮。知名防水企业多见于 2000 年左右成立，例如雨虹（1998 年）、科顺（1996 年）、卓宝（2001 年）、宏源（1996 年）、雨中情（2000 年）等。东方雨虹最早登陆资本市场，2008 年上市，凯伦、科顺分别在 2017、2018 年上市，三棵树 2019 年收购大禹防水、北新建材 2019 年联合重组蜀羊、禹王、金拇指防水，亚士创能 2020 年第一条防水卷材生产线试产。

表 8：防水龙头企业成立时间及对比

公司名称	成立时间	上市时间	上市情况	备注
东方雨虹	1998	2008	已上市	防水为核心，拓展多元业务
科顺股份	1996	2018	已上市	
凯伦股份	2011	2017	已上市	
北新建材	1979	1997	已上市	2019 年通过联合重组蜀羊、禹王、金拇指，进军防水行业
三棵树	2003	2016	已上市	2019 年通过收购大禹，进军防水行业
卓宝科技	2001		未上市	
宏源防水	1996		未上市	
雨中情	2000		未上市，2021 年披露招股说明书（申报稿）	
亚士创能	2009	2017	已上市	2020 年防水材料成功试产

资料来源：wind，民生证券研究院

房企集中度提高、头部房企集采比例提升、越来越多房企加入集采，是近几年最大的趋势变化，对上游材料行业产生重大影响。房地产行业集中度更早、更快，2016-2020 年间 Top10

房企市占率从 18.7% 提高到 34.6%，2020 年地产 top30、top100 集中度分别为 44.6%、65.6%（来源：克尔瑞）。

房企“壮大”，对建筑材料的采购提出更高要求——更高效率、更低成本、更好品牌，分散采购无法满足，主因（1）**周期长**，招标采购事项过程复杂耗时较长；（2）**采购价格较高**，分散采购议价优势不明显；（3）**品质难保障**，缺失统一采购标准导致品质参差不齐；（4）**一线品牌可为销售赋能**。大型房企更倾向采用成本低、品质稳定的集采模式。根据我们测算，2021 年百强房企防水集采市场空间亿元，综合考虑地产景气下行，“三道红线”约束下房企加速整合。

我们通过假设 top 30 和 top100 的集采比例来预测防水集采的规模，预计 2022 年 top30 房企的防水集采规模为 207 亿元，top100 为接近 260 亿元。

表 9：防水集采市场测算

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
国内新建房地产防水规模	327.76	376.39	408.54	484.89	573.05	604.79	666.20	717.11
Top30 房企市占率	26.60%	29.4%	38%	45.20%	43.8%	44.6%	46%	48%
Top100 房企市占率	40.00%	44.8%	56%	66.70%	63.5%	65.6%	67%	70%
假设 TOP30 平均集采比例	10%	15%	25%	40%	60%	65%	65%	60%
Top30 防水集采市场空间（亿元）	8.7	16.6	39.2	87.7	150.6	175.3	199.2	206.6
假设 TOP100 平均集采比例				30%	50%	55%	55%	50%
Top100 防水集采市场空间（亿元）				97.0	181.9	218.2	245.5	251.0

资料来源：克尔瑞，民生证券研究院测算

从地产客户首选度看，雨虹、科顺显著领先，北新、三棵树加速发力。每年初发布的中国房地产开发企业 500 强首选供应商名单，会综合考虑防水企业品牌、质量、价格等因素。东方雨虹首选率稳居第一，从 2014 年开始逐步攀升并稳定在 36% 的水平；科顺首选率为 21%；卓宝自 2018 年起首选率稳步下降至 6%；2019 年北新并购后首选率为 7%；三棵树 2021 年首选率为 5%；雨中情近年来市场认可度提升较快，首选率从 2018 年的低于 1%，提升到 2021 年的 6%。此外，蓝盾、宏源、潍坊宇虹排名均呈现显著回落。

龙头企业加快公开募资，加快扩产减小运输半径，提高交付能力、提高资金周转能力，在开发客户、获取订单方面优势显著。**而部分龙头企业错过上市时机，体量不增反缩。**

表 10：中国房地产开发企业 500 强首选防水供应商

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
东方雨虹	27%	29%	30%	32%	25%	36%	36%	36%
科顺	10%	14%	15%	20%	19%	20%	20%	21%
北新建材	-	-	-	-	-	-	7%	7%
凯伦	-	-	-	-	2%	6%	7%	7%
卓宝	9%	9%	9%	11%	9%	8%	-	6%
雨中情	-	-	-	-	-	2%	5%	6%
大禹	-	-	4%	4%	7%	6%	6%	5%
三棵树	-	-	-	-	-	-	-	5%
蓝盾防水	2%	5%	5%	5%	9%	8%	-	2%

宏源	7%	10%	14%	14%	19%	8%	2%	1%
远大洪雨	-	-	-	-	-	-	1%	2%
宇虹	4%	3%	3%	2%	-	-	-	1%
金拇指	-	-	-	-	2%	2%	北新整合 (7%)	北新整合 (7%)
蜀羊	-	-	-	2%	2%	2%	北新整合 (7%)	北新整合 (7%)
禹王	5%	5%	4%	3%	1%	-	北新整合 (7%)	北新整合 (7%)
大明	4%	3%	2%	-	-	-	-	-
金雨伞	3%	1%	-	-	-	-	-	-
德生	6%	6%	5%	3%	-	-	-	-

资料来源：wind，民生证券研究院

从资本关注度看，雨虹上市以来共获得 170.24 亿元的募资总额，其中直接融资为 119.64 亿元，主要用于扩建；科顺、凯伦分别获得融资 39.14、39.06 亿元，其中直接融资 18.5、22.69 亿元。此外，雨中情处 IPO 阶段，拟募资 16.1 亿元。

表 11：防水企业融资情况

公司名称	募资时间	募资形式	募集金额（亿元）	上市以来募资总额（亿元）	募集用途
东方雨虹	2008	IPO	2.29	170.24	主要用于项目基地建设
	2011	定增	4.72		
	2012	短期融资券	1.5		
	2014	定增	12.73		
	2017	可转债	18.4		
	2021	定增	80		
科顺股份	2018	IPO	15.2	39.14	主要用于生产及研发
	2020	短期融资券	1		
	2021	定增	2.3		
凯伦股份	2017	IPO	2.25	39.06	主要用于生产项目建设、补充流动资金
	2019	配股	4.94		
	2020	公司债（绿色债券）	0.5		
	2021	定增	15		
北新建材	1997	IPO	2.67	147.9	2019 年前募资主要用于石膏板生产项目，2019 年后募资用于石膏+防水项目
	1998	配股	1.7		
	2000	配股	4.1		
	2009	短期融资券	6		
	2011	短期融资券	6		
	2012	短期融资券	6		

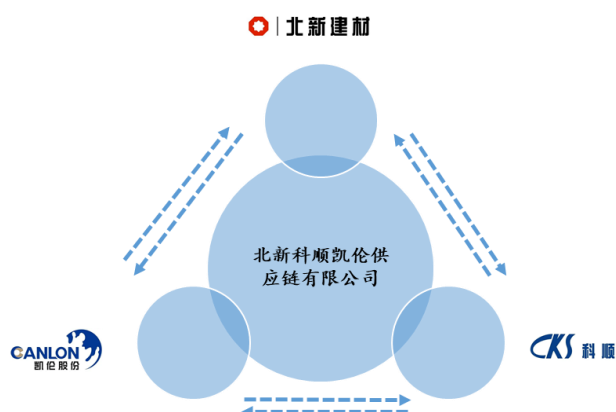
	2014	短期融资券	6		
	2014	定增	21.2		
	2015	短期融资券	1		
	2016	定增	41.95		
	2020	短期融资券	10		
	2021	短期融资券	10		
	2021	公司债	10		
三棵树	2015	IPO	3.99		主要用于水性涂料
	2020	定增	4	38.86	项目、营销网络建设及补充流动资金

资料来源：wind，民生证券研究院

注：募资总额为：直接融资（金额）+间接融资（按增量负债计算）

“多优”抱团，增强实力。2021年7月，北新、科顺、凯伦签署战略合作协议，共同成立北新科顺凯伦供应链有限公司。龙头抱团共享供应链优势，赋能产业链上下游议价能力。

图 27：北新、科顺、凯伦供应链合作



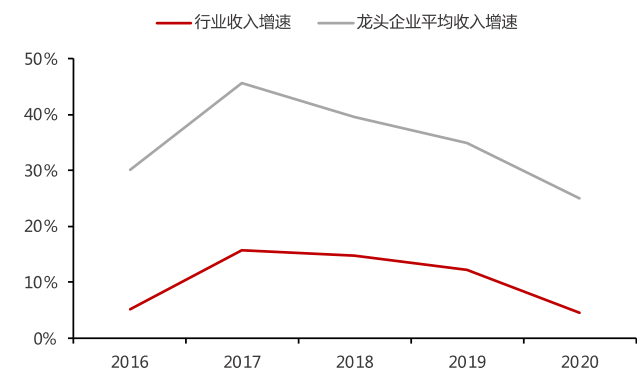
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 跨区布局提速，尾部出清加快

“大行业、小公司”，集中度提升空间较大。受集采、疫情、原材料价格影响，行业集中度近两年持续提升。从龙头企业业绩表现来看，2016-2020年我国规模以上建筑防水材料行业营收增速维持在5-15%区间，利润增速在10-25%区间。而防水龙头企业营收平均增速在30-45%左右，显著优于行业，利润增速在2017-2018年出现低于行业的状态，主因当期原材料价格处于上行通道。

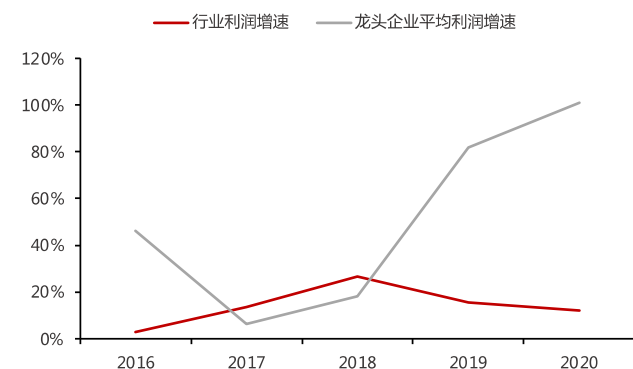
2021年地产需求下行、沥青持续高价，出清预计加快。尤其在2021年增收不增利，行业盈利状况堪忧。2021年防水行业产量增速达到18.0%，规上主营业务收入增速13.2%，两年平均增长12.8%。但利润总额连续8个月负增长，2021年整体下滑2.04%，两年平均增长7.22%，2021年行业应收账款增长28.6%。

图 28：2016-2020 年行业及龙头企业平均营收增速



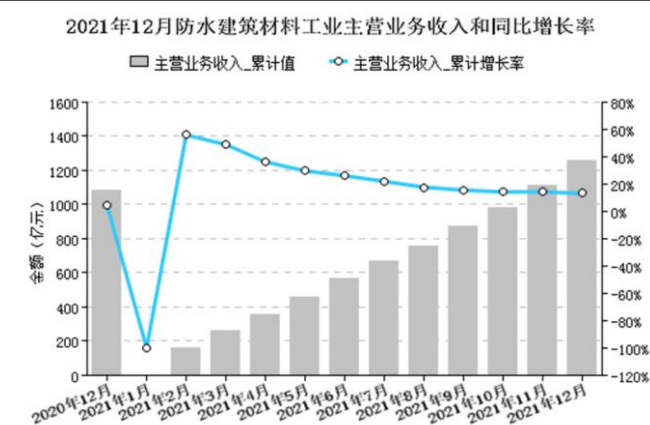
资料来源：wind，民生证券研究院

图 29：2016-2020 行业及龙头企业平均利润增速



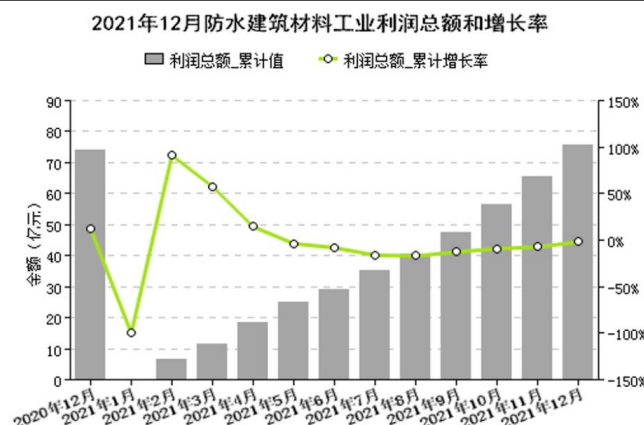
资料来源：wind，民生证券研究院

图 30：规模以上企业累计主营业务收入同比增长率



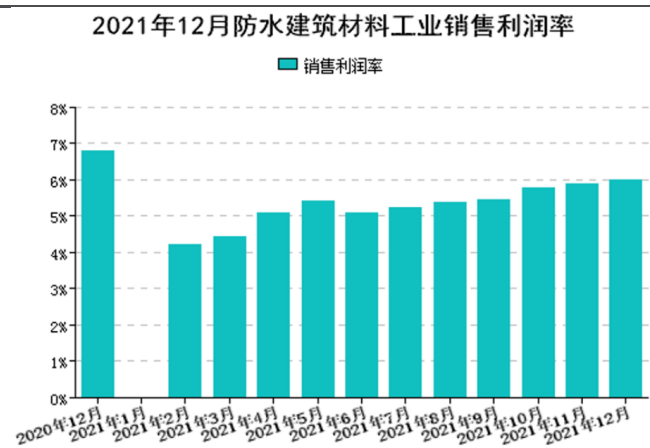
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 31：规模以上企业累计利润总额变化情况



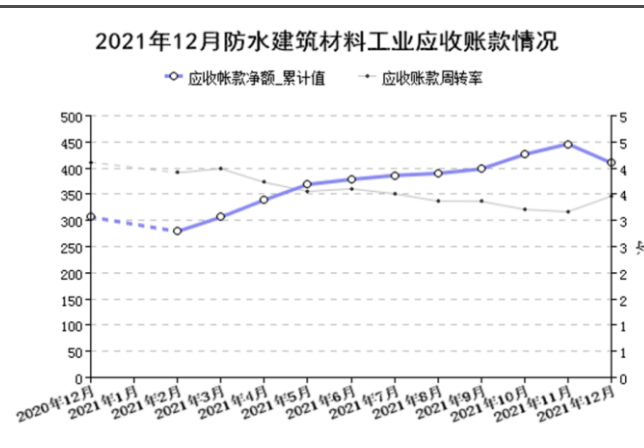
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 32：规模以上企业累计销售利润率 (%)



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 33：12 月末规模以上企业应收账款情况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

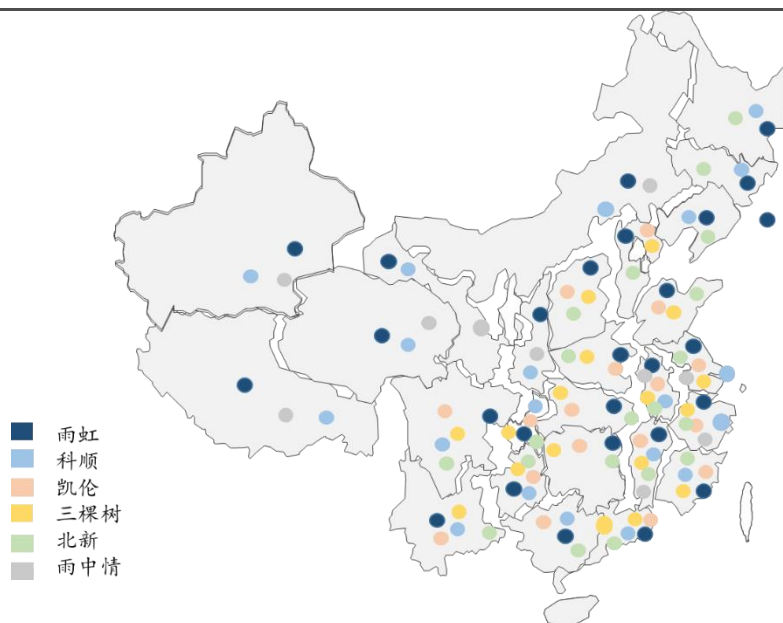
防水企业多从区域出发，迈向全国。东方雨虹生产基地遍布最广，通过 35 个生产基地覆盖全国；科顺在全国共有 10 个生产基地，由广东向外辐射，主要基地分布在南方；凯伦 6 个生产基地中，2 个在江苏；三棵树从福建起家，在北方布置较多；雨中情主要在西北、华东布局。
随着防水龙头全国扩张加速，中小企业生存空间继续被挤压。

表 12：防水企业产能布局（截止 2021 年 10 月）

	初始地	生产基地数量	产能布局地	所在区域
东方雨虹	北京	35	长春、锦州、唐山、顺义、德州、金山、庐山、江津、广州、东莞、昆明、泉州、杨浦、南通、保定等地	华北、华东、华中、华南、西南、西北、东北
科顺股份	广东顺德	12	广东佛山、江苏昆山、江苏南通、重庆长寿、山东德州、辽宁鞍山、湖北荆门、陕西渭南、福建三明、广西钦州、安徽、浙江	华东、华南、华中、东北、西南、西北、
凯伦股份	江苏苏州	6	江苏苏州、河北唐山、湖北黄冈、四川南充、广西贵港、江苏宿迁	华东、华北、华南、华中、西南
北新建材	北京	12	辽宁盘锦、河南许昌、广东清远、安徽滁州、湖北仙桃、江西九江、四川崇州、四川眉山、陕西咸阳等地	东北、华中、华东、西南、华南、华北
三棵树	福建莆田	10	四川、河南南召、河南濮阳、湖北孝感、河北、天津、安徽明光、福建莆田、福建秀屿、广东清远	西南、华中、华北、华南、华东
雨中情	陕西西安	6	甘肃兰州、陕西、江苏、山东、陕西富平	西北、华东

资料来源：wind，民生证券研究院

图 34：防水龙头生产基地分布



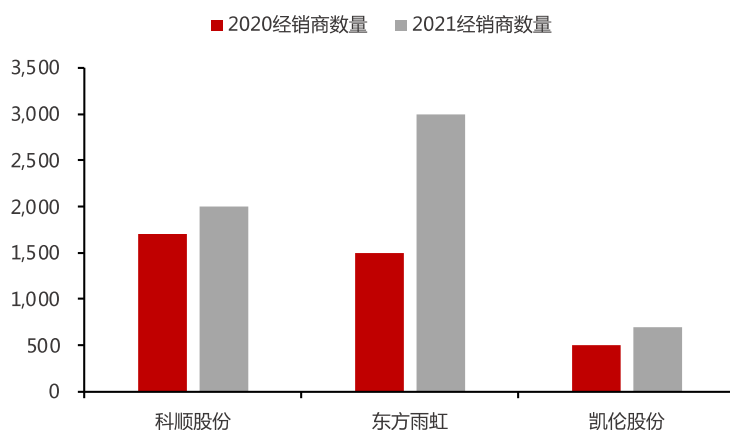
资料来源：wind，民生证券研究院（截止 2021H1，仅根据公开信息统计）

2.2.3 小 B+非房，新一轮渠道布局开启

直面地产寒冬，供给端更加谨慎。2021 年“三道红线”为地产扩张按下暂停键，2022 年信用收紧、地产供需两端双降，房企持续缩表，上游供应商提高警惕，重新评估应收风险敞口，严选客户、控制发货、重心回款。**而回款健康的小 B 渠道，以及资金相对安全的非房领域，备受企业关注，成为新的必争之地。**

新一轮布局开启。本地经销商具备客户资源、资金实力，是专业分销的重要一环。地产三道红线以来，材料企业加速经销商布局，例如科顺股份 2020 年底拥有 1700 多家经销商，2018-2019 年的规模为近 600 亿元、超过 600 亿元、超过 1000 亿元，2021 年目标为重点经销商达到 2000 家（2021 年 9 月已实现）。凯伦股份 2020 年底已与 500 家经销商合作，未来两年计划扩大到 1000 家。

图 35：防水企业经销商数量情况（单位：家）



资料来源：wind，民生证券研究院（经销商数量为估计值）

如前所述，2021 年局部补漏修缮与小范围翻新的“小修”市场、及整体修缮的“大修”市场合计带来防水材料空间 660 亿元+/年，基建市场 200 亿元+，合计超过 800 亿元，规模与传统住宅、商业地产相近，不容小觑。此外，“十四五”期间还有保障房增量。我们为方便区分，将以上市场统称为“非房”。非房市场大部分订单偏离散，但毛利率与回款质量更高，更重要的是发挥经销商的资源实力，与小 B 业务相对应。

3 昂首向百亿，行稳方致远

3.1 百亿布局，基地全国化推进

深耕全国化布局，成效初现。截止 2021H1，公司于广东佛山、江苏昆山、重庆长寿、山东德州（德州二期 2020 年投产）、辽宁鞍山、江苏南通、湖北荆门（2020 年投产）、陕西渭南（2020 年投产）布局 8 大生产基地，覆盖华南、华北、华东、华中、西南、东北地区。同时公司德州三期、福建基地、广西基地、安徽基地、浙江基地处于建设阶段，投产后进一步扩大和优化产品供应区域。

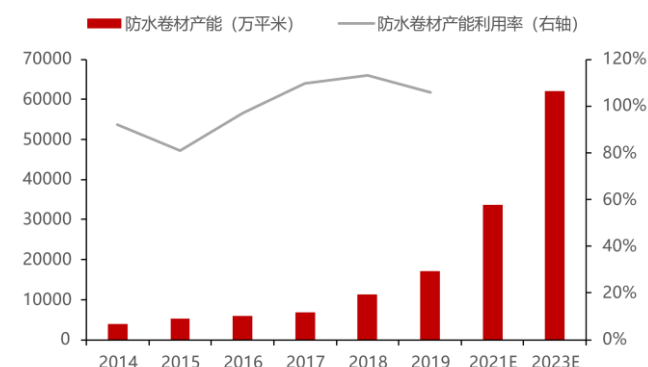
表 13：公司生产基地产能统计

生产基地	投产时间	防水卷材产能（万平米）	防水涂料产能（万吨）
江苏昆山科顺	2009 年	2750	
广东佛山科顺	2015 年	3040	5.3
重庆科顺	2017 年	2500	3.25
山东德州科顺	2017 年	3600	3.35
辽宁鞍山科顺	2017 年	1700	
江苏南通科顺	2017 年	2100	3.25
湖北荆门科顺	2020 年	4500（其中 500 为高分子）	2
陕西渭南科顺	2020 年	4500（其中 500 为高分子）	4
德州科顺二期	2020 年	3000（其中 500 为高分子）	4
德州科顺三期	在建		
福建漳州科顺	在建	5000	4
广西崇左科顺	在建	4000	5
广西钦州科顺	在建	5000	4
安徽滁州科顺	在建	9120（其中 3000 为高分子）	6
浙江湖州科顺	在建	11160（其中 3000 为高分子）	4
合计		61970	48.15

资料来源：公司 2020 年第一期超短期融资券募集说明书，公司公告，民生证券研究院

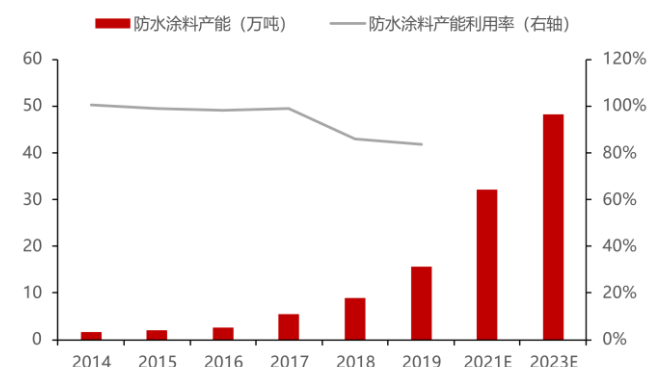
在建产能助力百亿目标。2020 年公司根据百亿战略具体发展路径，制定未来 3 年（2021-2023）产能发展计划，明确提出产能将保持 40%复合增长。2019 年公司防水卷材产能 1.71 亿平，防水涂料产能 15.65 万吨；假设目前在建基地 2023 年全部投产，我们测算 2023 年防水卷材产能达 6.2 亿平，防水涂料产能 48.15 万吨。

图 36：2014-2023 公司防水卷材产能 CAGR 为 38%



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

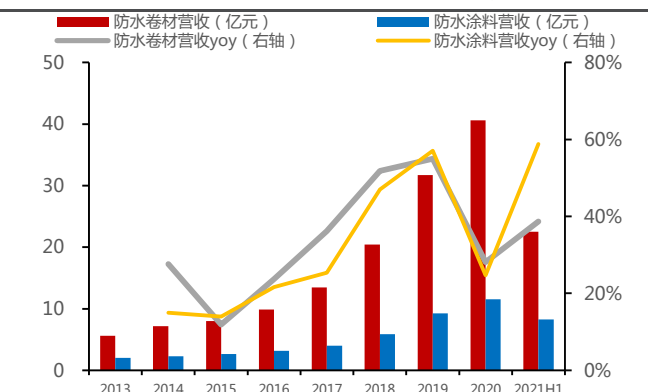
图 37：2014-2023 公司防水涂料产能 CAGR 为 32%



资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院

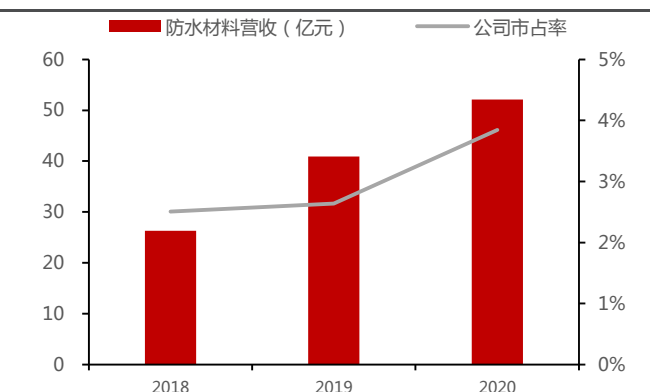
市占率稳步提升。2013-2020 年公司防水卷材营收 CAGR 达 33%，2013-2020 年防水涂料营收 CAGR 达 28%，产能利用率提高与基地投产加快，贡献营收增量明显。2020 年公司防水卷材+防水涂料营收为 52.11 亿元，防水材料市占率达 3.84%（金额角度），而 2018 年为 2.51%，份额提升明显。

图 38：公司防水卷材/防水涂料营收及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

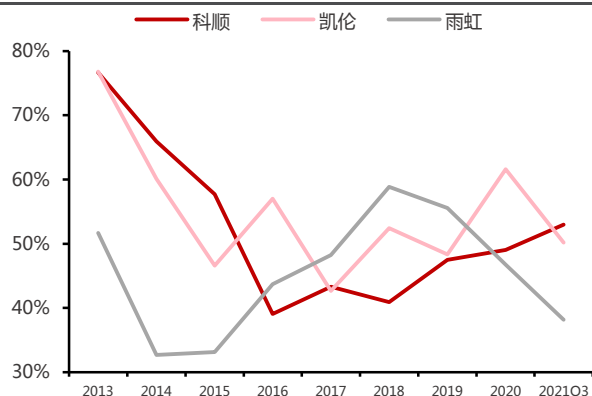
图 39：2020 年公司防水材料市占率达 3.84%



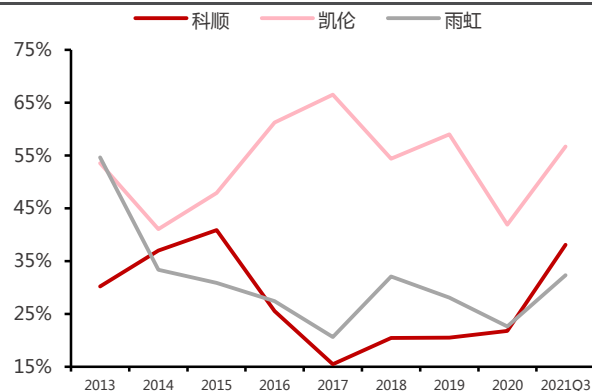
资料来源：wind，民生证券研究院

注：市场空间取本文第二部分测算值

适度逢时加杠杆。2013-2016 年公司流动资产增速远高于负债，资产负债率明显下降；2017 年起公司产能募投速度加快，负债增长转化为在建工程、固定资产，资产负债率整体呈上升趋势；2018-2020 年公司有息负债率处于行业较低水平，2021Q3 有息负债率提升幅度较大，短期借款 12.24 亿元，较 2020 年末+86%；长期借款 9 亿元，较 2020 年末+326%，杠杆比率提升到行业中等水平。

图 40：截止 2021Q3 公司资产负债率为 53%


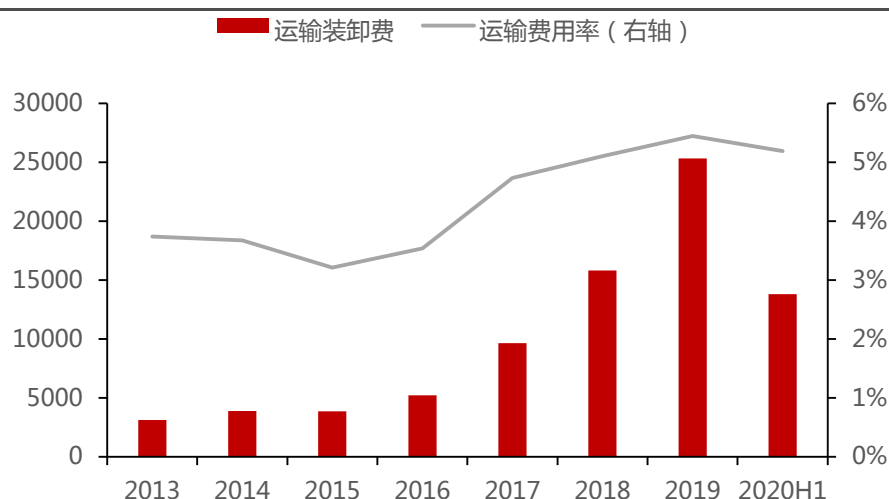
资料来源：wind，民生证券研究院

图 41：截止 2021Q3 公司有息负债率为 38%


资料来源：wind，民生证券研究院

运输费用优化空间大。2020 年湖北荆门与陕西渭南基地投产前，公司主要基地分布在华东、华南、西南、东北，**荆门与渭南基地为公司打开华中、西北区域销售网络，同时降低运输成本。**2016-2019 年运输费用率呈上升趋势，主因在打开市场边界时产能布局尚未实现全国化；2020H1 运输费用率为 5.19%，较 2019 年全年下调 0.25pct；2020 年公司通过上线仓储物流管理系统，优化供应链管理模型，有效降低运输费用率。

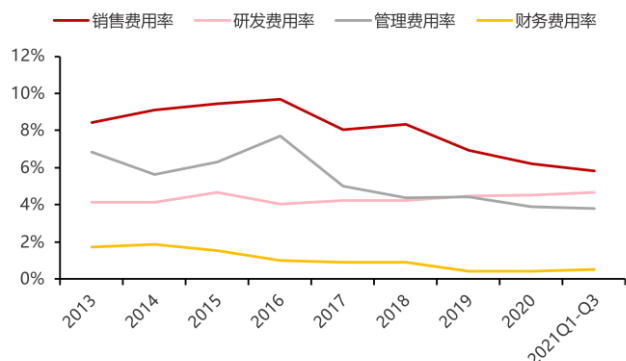
费用控制良好，精细化管理起成效。2016-2020 年公司销售费用率（剔除运费影响）、管理费用率下降趋势明显，我们判断一方面规模优势逐步显现，另一方面管理效率不断提升。公司期间费用率低于同行，主要体现在销售费用率与管理费用率上，精细化管理起成效（2021Q1-Q3 财务费用率为 0.55%，受公司杠杆率提高而小幅上升）。

图 42：公司运输装卸费及运输费用率（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

注：2020 年执行新收入准则，公司原确认为销售费用的运输装卸费计入营业成本成本，不再对外披露

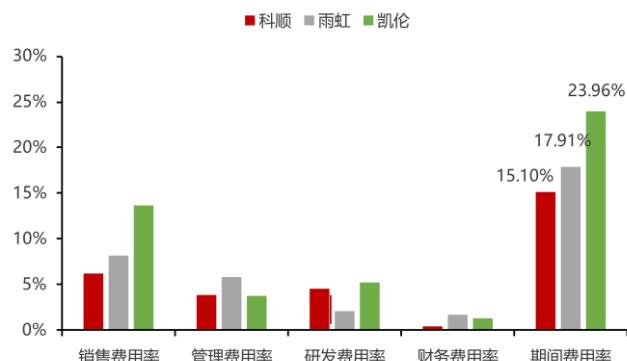
图 43：公司销售费用率、研发费用率整体呈下调趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2013-2019 年销售费用均剔除运输装卸费

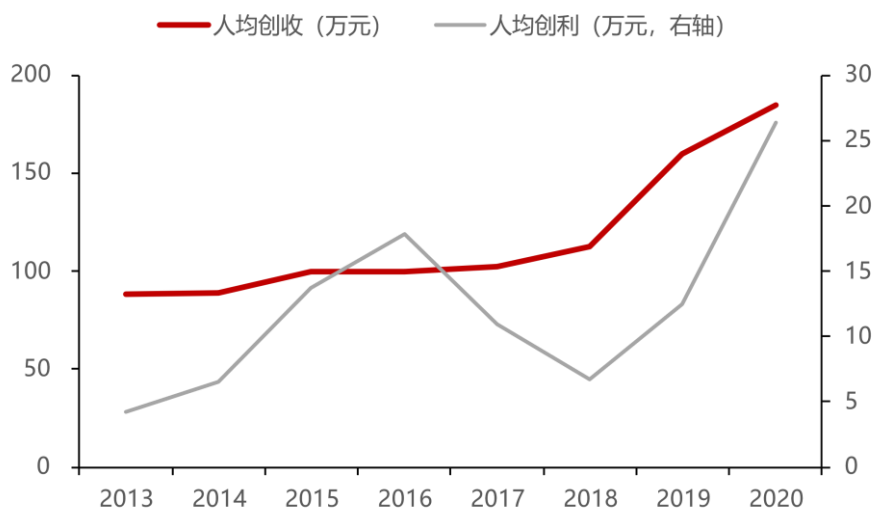
图 44：公司期间费用率低于同行



资料来源：wind，民生证券研究院

2019 年公司人均创收、人均创利出现拐点。规模优势与管理效率同样体现在人均创收、人均创利上，2019 年公司人均创收、人均创利同比增速分别为 42%、85%，我们判断一方面 2017 年投产 4 个基地经过 1 年时间运行后逐步达到成熟状态，发挥规模优势，另一方面 2019 年销售费用率、管理费用率下降明显。2020 年公司人均创收、人均创利分别为 184.7、26.4 万元，同比增速分别为 15.6%、111.3%。

图 45：2019 年公司人均创收、人均创利出现拐点



资料来源：wind，民生证券研究院

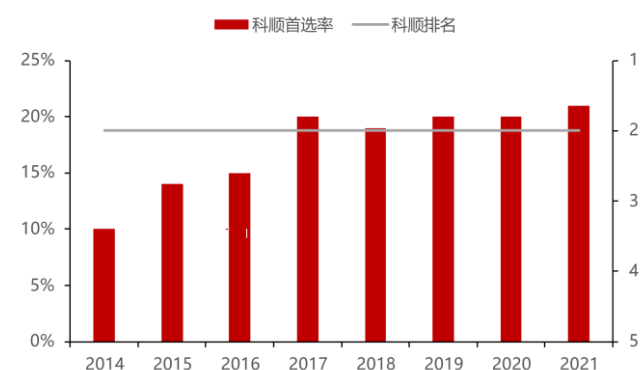
3.2 重视小 B 渠道，助力经销商做大做强

公司销售采取“直销+经销”模式。

1) **直销模式**，即公司在重点城市设立销售分公司，负责与大型房企战略合作、当地防水建材市场开拓及重大工程招投标工作。截止 2020 年末，**公司已在全国成立 14 家销售分公司**，与碧桂园、万科、融创、中海、招商蛇口等知名房企确定战略合作关系，年服务项目超过 2000 个，

产品广泛应用于水立方、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、市政工程、交通工程、住宅商业地产及特种工程等领域。**地产 500 强首选供应商公司稳居第二，2014-2021 年首选率稳中有升，2021 年首选率为 21%。**

图 46：地产 500 强首选防水供应商



资料来源：中房网，民生证券研究院

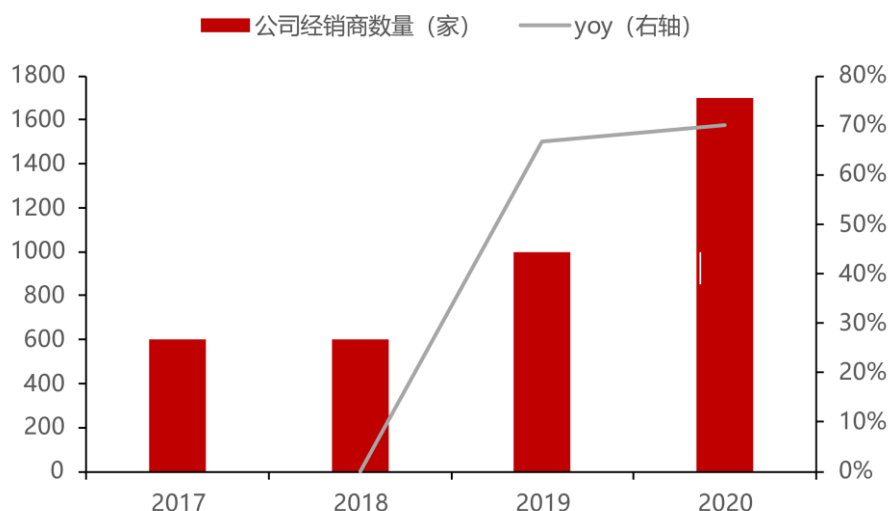
图 47：公司重点工程项目



资料来源：wind，民生证券研究院

2) **经销模式**，即公司与各地建筑防水材料商行、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，以实现产品市场覆盖和快速推广。截止 2020 年末，公司已与超过 1700 家经销商建立长期稳固合作关系，较 2019 年上升约 700 家。

图 48：2020 年公司经销商数量达 1700 余家，同增 70%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：为近似值

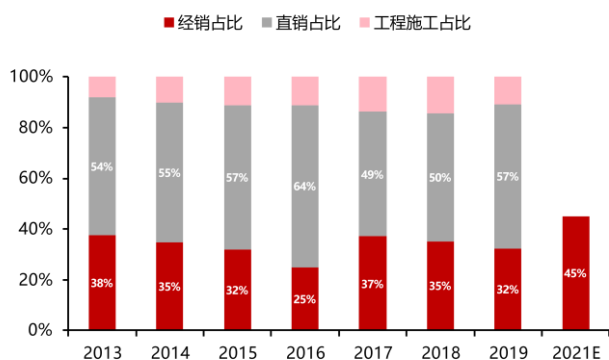
渠道向小 B 端侧重，提高非房业务占比。2019 年公司经销收入占比 32%，直销收入占比 57%。2021 年公司各渠道规划为：

1) 直销渠道客户收入稳健增长，提高百强客户战略合作率，打造持续、稳固、优质的合作关系；努力开发优质基建项目，**提高基建客户收入占比。**

2) **经销渠道增长提到战略层面。**继续大力发展经销商客户，尤其是民用市场，**确保 2021**

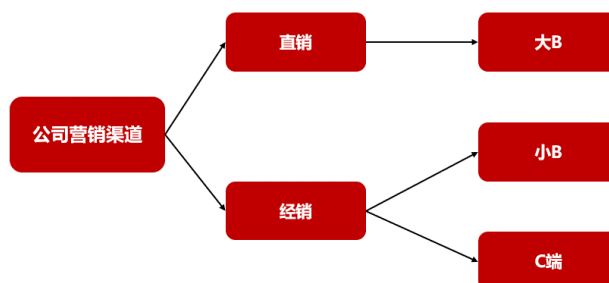
年公司经销收入占比达到 45%，重点经销商客户达 2000 家（2021 年 9 月已实现），经销商网络遍布全国主要市县。将公司百亿战略有效分解，积极引导经销商制定长期发展计划。

图 49：2021 年公司经销营收占比目标达 45%



资料来源：公司 2020 年第一期超短期融资券募集说明书，公司公告，民生证券研究院

图 50：公司营销渠道



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

借助供应链融资工具，支持经销商做大做强。2022 年 1 月 27 日，公司审议通过《关于增加为经销商担保额度及延长担保期限的议案》，拟增加对符合资质条件的下游经销商向公司指定银行等金融机构贷款提供连带责任担保额度 5 亿元，担保总额由不超过 6 亿元增加至不超过 11 亿元，其中对单个经销商提供最高担保额度由不超过 5000 万元增加至不超过 10000 万元。

复盘公司历次经销商担保融资政策，1）公司渠道刺激力度大，增加对防水经销商吸引力度；2）单个经销商最高担保额度扩充，从公司政策层面推动其开展小 B 业务，支持经销小商向大商转化，确保公司百亿战略目标与经销商目标高度统一。

截止 2020 年末，公司共为对经销商担保实际发生额为 4.71 亿元，为担保上限（当时为 6 亿元）78.5%；其中担保金额超过 1000 万元的经销商数量共 9 家，经销商主要分布在华东、华中、华南。

表 14：公司充分借助供应链融资工具做大经销商

经销商担保融资政策	发布时间	具体措施
《关于公司为经销商担保的公告》	2019.12.3	担保总额不超过 2.9 亿元，其中对单个经销商最高担保额度比例不得超过其年度销售任务 50%，且最高额度不超过 3000 万元，担保期限不超过 12 个月
《关于延长公司为经销商担保期限的公告》	2020.4.1	担保期限由不超过 12 个月增加至不超过 36 个月
《关于公司增加为经销商担保额度的公告》	2020.11.17	担保总额由不超过 2.9 亿元增加至不超过 6 亿元，其中对单个经销商提供最高担保额度由不超过 3000 万元增加至不超过 5000 万元
《关于增加为经销商担保额度及延长担保期限的公告》	2022.1.27	担保总额由不超过 6 亿元增加至不超过 11 亿元，其中对单个经销商提供最高担保额度由不超过 5000 万元增加至不超过 10000 万元

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3 决策机制灵活，抗外部风险能力强

公司内部决策机制灵活，守正中亦有创新：

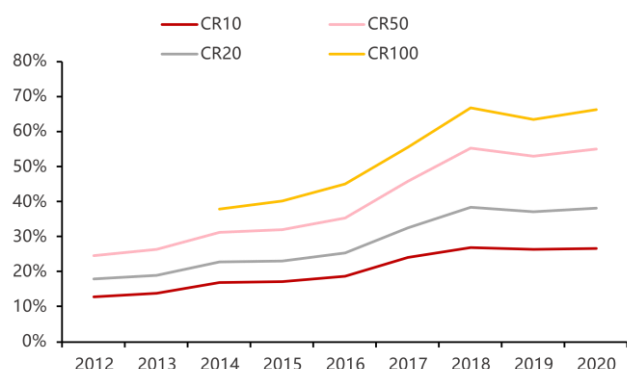
3.3.1 上市后利用资本市场融资全国化布局基地

如前所述，扩大产能、发挥规模效应，不断拓宽市场边界、严控费用（参考 3.1，本段不再赘述）。

3.3.2 扩大地产战略集采，消化产能、提升份额

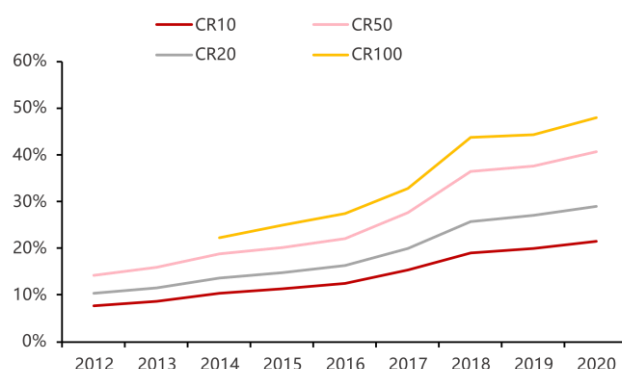
一方面，和其他消费建材子行业类似，我国防水行业市场集中度低、相对产能过剩，行业标准提升和下游地产客户集中，必然推动行业集中度提升，房企战略集采加速该进程；另一方面，相较其他消费建材，防水材料开工端应用占比高、竣工端应用占比低，同时因其功能属性、隐蔽属性，“售后服务”效应明显，集采更能解决地产商品品质保障痛点。

图 51：2020 年地产 CR10（金额口径）为 26.49%，较 2012 年提升 13.73pct



资料来源：wind，民生证券研究院

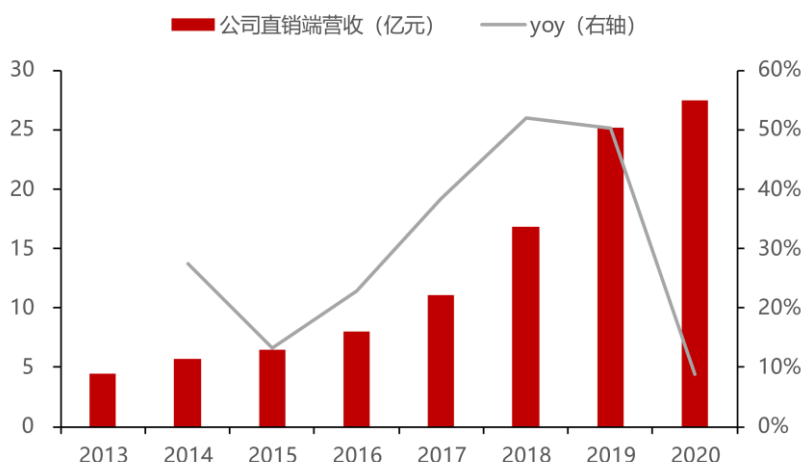
图 52：2020 年地产 CR10（面积口径）为 21.46%，较 2012 年提升 13.74pct



资料来源：wind，民生证券研究院

2012-2020 年公司直销端营收 CAGR 为 25.3%，其中 2016-2019 年直销端营收 CAGR 达 46.7%，借助大地产商战略集采迅速扩大规模。2020 年起公司明显控制直销端占比，战略规划 2021 年公司经销收入占比达到 45%、2022 年达 50%，提升非房业务占比。

图 53：2012-2020 年公司直销端营收及 yoy



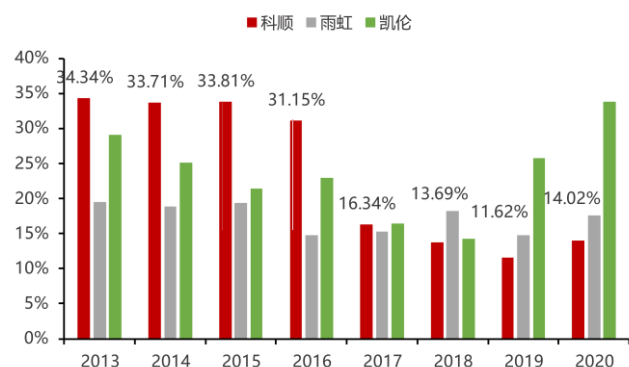
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2020 年为近似值

房企合作有心得，抗外部风险能力强。2017 年起公司前五客户营收占比明显降低，主因为逐步退出过去头号地产商合作。2020 年公司前五客户营收占比为 14.02%，占比为三家上市防

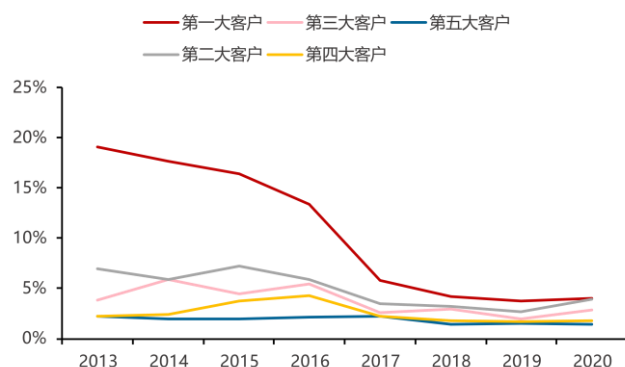
水企业最低。同时，公司前五大客户结构分散，最大客户营收额控制在 4%左右。**2021H2 房地产端数据下滑、部分头部地产商出现交付问题，公司应对表现优于行业平均，地产端客户结构分散为公司提供灵活决策空间。**

图 54：三家防水企业前五大客户营收占比



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

图 55：2017 年起公司前五大客户结构分散



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.3.3 沥青冬储平滑原材料对毛利率影响

我们测算，静态情况下沥青单价变动 10%，对公司毛利率有 2.3pct 影响。

1) 公司毛利率显著受沥青均价影响，测算时我们取 2013-2020 年公司毛利率均值 34.2%；

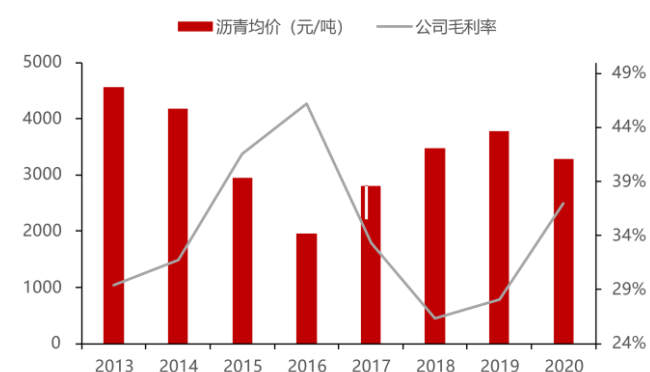
2) 2017-2020 年公司直接材料占营业成本比重为 75-90%，测算时取 85%；

3) 2015-2018H1 公司沥青占原材料采购金额比重在 30-40%，测算时取 35%。

4) 假设其他条件不变，静态情况下沥青单价变动 10%，对公司毛利率有 2.3pct 影响。

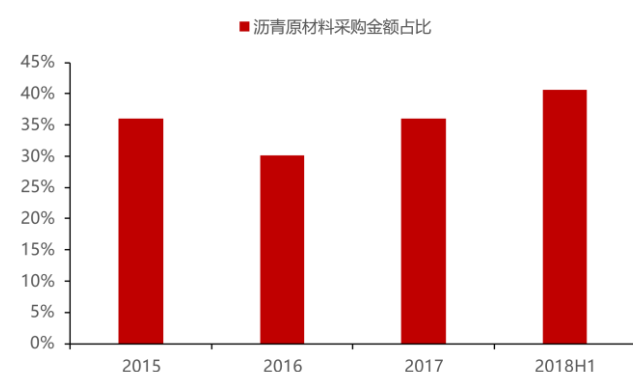
2013-2018 年公司毛利率、沥青价格实际变化趋势与测算结果相仿。

图 56：2013-2018 年公司毛利率显著受沥青均价影响



资料来源：wind，民生证券研究院

图 57：公司沥青占原材料采购金额比重在 30-40%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 15：测算结果为，静态情况下沥青单价变动 10%，对公司毛利率有 2.3pct 影响

经销商担保融资政策	发布时间		具体措施	
	稳态情况	沥青涨 10%	沥青跌 10%	
防水材料单价	100	100	100	
防水材料营业成本	65.82	68.12	63.52	
防水材料直接材料成本	55.95	57.90	53.99	
防水材料沥青成本	19.58	21.54	17.62	
防水材料其他直接材料成本	36.36	36.36	36.36	

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

表 16：2013-2018 年公司毛利率、沥青价格变化趋势与测算结果相仿；2019-2020 年逐渐失效

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
公司毛利率	29.41%	31.74%	41.51%	46.18%	33.29%	26.29%	28.09%	36.94%
沥青均价 (元/吨)	4566	4180	2947	1963	2804	3474	3778	3279
沥青全年均价涨跌幅		-8.45%	-29.50%	-33.38%	42.83%	23.91%	8.74%	-13.20%

资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

沥青价格是影响公司毛利率的最大 X 因素。沥青需达到 100℃才具有流动性，因此道路修筑工程多在夏季进行，需求淡旺季明显。冬季沥青需求淡季贸易商可趁沥青价格低位时提前进行来年采购，即沥青冬储。

2019 年前公司未大量储备沥青主要原因为：1) 老工厂面积普遍不大，大部分土地用于建设生产车间以提高产值，且老工厂选址大部分靠近沥青炼厂，降低沥青运输成本和采购周期，但因此没有预留充裕土地用于建设储罐；2) 存储沥青需进行加热保持一定物理状态，大量存储会增加储存成本；3) 沥青采购通常现款现货，大量储备沥青短期内会占用公司流动资金。

规模效应下沥青冬储平滑原材料对毛利率影响。为降低沥青价格波动对经营业绩影响，公司 2020 年投产项目荆门+渭南基地以及南通+德州基地**增加沥青储罐**，提高沥青仓储能力，以便在价格合适时增加沥青储存量。**2019-2020 年以上测算规律逐渐失效，我们认为规模优势下，公司通过冬储平滑原材料沥青对毛利率影响能力逐渐显现。**

3.3.4 收购丰泽摸索第二曲线

2021 年 3 月 18 日公司发布资产收购预案，拟以发行股份及支付现金方式作价 4.96 亿元收购丰泽股份 100%股权，2022 年 1 月 26 日发行股份及支付现金购买资产事项获证监会同意。

丰泽股份主要为铁路、公路、建筑、水利等**重大工程提供减隔震、止排水技术方案**，主要产品包括支座、止水带、伸缩装置和防落梁等。丰泽股份承诺 2021-2023 年扣非归母净利润不低于 4200 万元、5040 万元、6048 万元，同比增速分别为 45%、20%、20%。

公司收购丰泽股份，一方面，公司在基建市场收入占比较低，而**丰泽专注于基建领域，是目前国内同时拥有支座、伸缩装置、止水带三类产品中铁检验认证中心有限公司 CRCC 认证的 5 家企业之一，前五大客户全部为基建企业。**公司借助丰泽拓宽防水基建领域渠道、订单，提升非房业务占比；另一方面，公司业务范围从防水材料扩大至减隔震领域，适当扩充品类、摸索第二曲线。

表 17：2019-2021H1 丰泽股份前五大客户销售额及占比

2019			2020			2021H1		
客户名称	销售金额 (万元)	营收占比	客户名称	销售金额 (万元)	营收占比	客户名称	销售金额 (万元)	营收占比
中交第二公路工程局有限公司	2002	8.06%	中国铁路兰州局集团有限公司	4364	17.90%	皖赣铁路安徽有限责任公司	1067	11.30%
广州南沙港铁路有限责任公司	1592	6.41%	中国铁路设计集团有限公司	3074	12.61%	中国铁路上海局集团有限公司	946	10.02%
向莆铁路股份有限公司	1310	5.27%	怀邵衡铁路有限责任公司	1710	7.01%	成兰铁路有限责任公司	764	8.09%
川南城际铁路有限责任公司	1305	5.26%	广东广珠城际轨道交通有限责任公司	878	3.60%	广州南沙港铁路有限责任公司	705	7.47%
沪宁城际铁路股份有限公司	1253	5.05%	中交第四航务工程局有限公司	848	3.48%	中国铁路设计集团有限公司	703	7.45%
合计	7462	30.05%		10875	44.60%		4186	44.33%

资料来源：公司发行股份收购说明书，民生证券研究院

3.3.5 管理层背景多元，组织架构灵活高效

除公司董事长、创始人陈伟忠先生外，其余 4 位董事均有非防水材料行业从业经历，管理层背景多元化或是公司内部决策机制灵活的重要因素。

表 18：公司管理层背景多元化

董事会成员	担任职务	履历
陈伟忠先生	董事长	公司创始人
方勇先生	董事、总经理	1995 年至 2001 年任上海 开利制泵 有限公司业务经理
卢嵩先生	董事、财务负责人	1994 年至 2007 年历任 丽珠集团 丽珠试剂厂财务科长，丽珠集团深圳中南药业有限公司财务经理，丽珠集团福州福兴医药有限公司财务总监等职
毕双喜先生	董事、董事会秘书	1997 年至 2012 年在安徽 中鼎控股 （集团）股份有限公司工作，曾任安徽中鼎密封件股份有限公司财务经理、证券事务代表、董事会秘书
龚兴宇先生	董事、副总经理	2003 年至 2007 年任广东 华润涂料 有限公司高级项目主管兼企业博士后指导老师；2007 年至 2008 年任 美国陶氏 化学研发专员；2008 年至 2013 年任广东大盈化工有限公司总工、副总经理。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

组织架构逐步健全，四大业务板块并驾齐驱。2020 年公司优化组织架构，成立“修缮集团”，与“工程建材集团”“民用建材集团”“科顺修缮集团”“国际建材集团”并驾齐驱。对工程施工、维修堵漏、综合修缮团队进行重新优化组合，促使业务全面涵盖新建、装修、维修三大市场，积极把握“旧改”“棚改”“新农村建设”等政策变化带来的市场机遇。同时，成立新产品推广中心，负责公司新技术、新产品、新方案的市场推广工作，落实公司提高新产品销售占比的经营计划。

- **“工程建材集团”**，聚焦于新建市场，系公司最主要的业务版块，**收入比重占 90%以上**。其主要通过**直销和经销**的方式开展业务，工建直销即公司在重点城市设立销售分公司，负责与大型房企的战略合作、当地防水建材市场开拓及重大工程的招投标工作。公司的产品不仅广泛运用于全国多个省市的市政交通、城市地标工程、经典市政工程，而且成功运用于阿里巴巴支付宝大楼、国家体育馆、广州亚运城、广州周大福金融中心、南京奥体中心、国家游泳中心（水立方）、浙江财富中心、深圳平安金融中心。
- **“民用建材集团”**，聚焦于家庭装修市场，产品主要包括防水涂料、特种砂浆、瓷砖胶、填缝剂、密封胶等，其销售模式主要为**经销模式**，即开发全国各地建材市场，通过开设旗舰店、设立销售网点、与家装公司合作、电商零售等多种方式实现销售，“民用建材集团”**收入比例约占 3%-5%**。
- **“修缮集团”**，聚焦后建筑时代的修缮改造市场，该领域市场需求庞大，修缮服务不仅契合国家关于“旧改”的相关政策，同时能有效解决建筑渗漏的痛点，也是践行公司“延展建筑生命，守护美好生活”使命的重要举措，“修缮集团”自 2019 年成立以来发展迅猛，不仅服务于“海南文昌卫星发射基地”等多个重点项目工程，还获得建筑防水行业首个修缮项目的金禹奖。

4 盈利预测与投资建议

4.1 测假设与业务拆分

关键假设：

1) 根据产能投放进度，预计2021-2023年公司防水卷材产量增速分别为16.6%、36.5%、26.7%，防水涂料产量增速分别为38.8%、24.1%、8.6%。2022-2023年产能增量对应福建、广西、安徽、浙江基地投产；

2) 受原材料价格影响，2021年防水卷材、防水涂料毛利率波动较大，预计2022-2023年防水卷材毛利率为32.75%、33.25%，防水涂料为28.5%、29%，盈利能力有所回升。

3) 预计2021-2023年销售费用率为5.8%、5.6%、5.5%，逐年下调受益于公司规模效应；2021-2023年财务费用率为0.7%、0.7%、0.7%。

表 19：公司营收拆分-假设表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
防水卷材					
营业收入（亿元）	31.69	40.59	46.37	63.15	75.61
Yoy	55.02%	28.09%	14.24%	36.18%	19.74%
毛利率	35.42%	39.31%	31.09%	32.75%	33.25%
防水涂料					
营业收入（亿元）	9.23	11.52	16.11	19.98	23.19
Yoy	57.04%	24.72%	39.84%	24.08%	16.03%
毛利率	34.33%	35.25%	27.00%	28.50%	29.00%
工程施工					
营业收入（亿元）	5.04	9.90	13.36	17.37	22.58
Yoy	13.56%	96.24%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率	23.31%	30.11%	32.50%	32.50%	32.50%
整体营收					
营业收入（亿元）	46.52	62.38	76.21	100.87	121.76
Yoy	50.22%	34.09%	22.17%	32.36%	20.70%
毛利率	33.53%	36.94%	30.38%	31.88%	32.31%
费用率					
销售费用 / 主营业务收入 %	12.4%	6.2%	5.8%	5.6%	5.5%
管理费用 / 主营业务收入 %	4.4%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
财务费用 / 主营业务收入 %	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.7%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：2020 年执行新收入准则，公司原确认为销售费用的运输装卸费计入营业成本成本，因此 2019-2020 年毛利率与销售费用率出现较大差异

根据以上假设，我们预计2021-2023年公司防水卷材营收同比增速分别为14.2%、36.2%、19.4%，防水涂料同比增速分别为39.8%、24.1%、16.0%。2021-2023年公司整体营收分别为76.21、100.87、121.76亿元，净利润分别为7.29、11.98和15.64亿元。

4.2 估值分析

可比公司包括防水上市公司东方雨虹、凯伦股份。横向对比，A 股防水材料行业公司股价对应 2022 年平均 PE 为 19x 左右，公司目前股价对应 2022 年 PE 在 15x。

- 公司小 B 端、非房业务占比提升，大 B 端管理能力经过多轮考验，21H2 地产遇冷，公司应对表现优于行业平均水平，且 2019 年起逐渐平滑原材料对毛利率波动影响。
- 参考历史估值水平，当前公司估值处于近三年中枢水平以下。

表 20：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
消费建材-B 端								
002271.SZ	东方雨虹	49.40	1.51	1.65	2.19	27	30	24
300715.SZ	凯伦股份	17.80	1.63	0.83	1.24	24	21	14
	平均					26	26	19
300737.SZ	科顺股份	16.08	1.48	0.63	1.04	11	25	15

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：雨虹已覆盖，凯伦数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 1 月 28 日

表 21：可比公司财务指标对比

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
归母净利润 yoy					
科顺股份	96%	145%	-18%	64%	30%
东方雨虹	37%	64%	23%	26%	27%
凯伦股份	108%	106%	16%	50%	40%

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

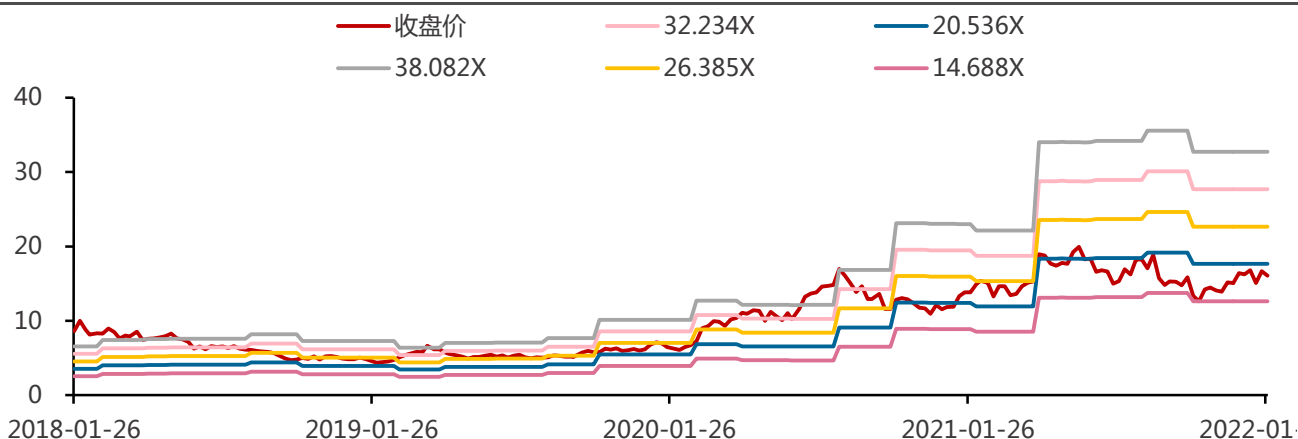
注：雨虹已覆盖，凯伦数据采用 Wind 一致预期，2019 年毛利率为运费计入营业成本

图 58：科顺、雨虹、凯伦 PE-TTM



资料来源：wind，民生证券研究院

图 59：公司 PE-Band



资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 投资建议

我们预计2021-2023年科顺净利润分别为7.29、11.98和15.64亿元，1月28日股价对应动态PE分别为25X、15X和12X。

我们采用**相对估值**法进行估值：我们认为公司为防水龙头企业，规模效应逐渐凸显，一方面全国化基地布局，费用控制良好，另一方面渠道侧重小B，非房业务占比提升，此外2022年毛利率压力预期缓解。综合考虑可比公司估值结合公司业绩增长，A股防水行业公司股价对应2022年平均PE为19x左右。我们给予公司2022年19xPE，对应PEG为0.9。因此按照相对估值法，公司2022年净利润11.98亿，合理市值约在228亿人民币，对应每股股价为19.81元。按照2021年预测净利润7.29亿元计算，对应PE为31x。首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 产能投放不及预期。公司规划未来三年产能保持40%复合增长，目前披露投产项目基本满足规划要求，但若产能投放不及预期，百亿战略或受到影响。

2) 原材料价格大幅波动。2019-2020年公司沥青冬储平滑原材料对毛利率影响，但若沥青价格维持高位情况发生，将对公司盈利能力产生负面影响。

3) 行业竞争加剧。行业新进入者多且部分新进入者实力强劲、资金雄厚，若行业竞争加剧，将对公司盈利能力产生负面影响。

4) 应收账款周转不及预期。21H2地产遇冷，公司大B端表现优于行业，但若地产调控政策力度与时间超预期，公司下游地产业客户可能出现财务状况恶化，应收账款无法按期收回甚至产生坏账。

5) 收购整合协同不及预期的风险。丰泽股份主营产品为支座、伸缩装置、止水带，属于减隔震领域，可能存在收购后业务协同不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6238	7621	10087	12176
营业成本	3934	5306	6871	8241
营业税金及附加	42	52	70	83
销售费用	389	442	565	670
管理费用	243	297	393	475
研发费用	282	351	474	584
EBIT	1088	1173	1714	2122
财务费用	27	50	66	79
资产减值损失	-35	0	0	0
投资收益	-28	16	7	-7
营业利润	1033	860	1430	1868
营业外收支	6	4	5	5
利润总额	1039	864	1435	1873
所得税	149	136	237	309
净利润	890	729	1198	1564
归属于母公司净利润	890	729	1198	1564
EBITDA	1189	1377	1983	2440

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,420	2,365	2,378	3,365
应收账款及票据	2,997	3,750	4,981	6,047
预付款项	151	171	227	285
存货	340	740	950	1,000
其他流动资产	1,183	893	1,143	981
流动资产合计	6,090	7,918	9,679	11,678
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,310	1,690	2,059	2,301
无形资产	147	161	171	183
非流动资产合计	2,058	2,358	2,617	2,814
资产合计	8,148	10,276	12,296	14,492
短期借款	659	659	659	659
应付账款及票据	2,011	2,784	3,546	4,214
其他流动负债	1,071	1,355	1,659	1,919
流动负债合计	3,741	4,798	5,865	6,792
长期借款	211	900	1,000	1,100
其他长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	255	943	1,043	1,143
负债合计	3,996	5,741	6,908	7,935
股本	612	1,151	1,151	1,151
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,152	4,536	5,389	6,607
负债和股东权益合计	8,148	10,276	12,296	14,492

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.09	22.17	32.36	20.70
EBIT 增长率	165.39	7.85	46.07	23.81
净利润增长率	145.03	-18.17	64.48	30.49
盈利能力 (%)				
毛利率	36.94	30.38	31.88	32.31
净利率	14.27	9.56	11.88	12.84
总资产收益率 ROA	10.93	6.98	9.50	10.44
净资产收益率 ROE	21.44	15.51	20.98	22.05
偿债能力				
流动比率	1.63	1.68	1.71	1.79
速动比率	1.40	1.46	1.46	1.54
现金比率	0.38	0.53	0.46	0.57
资产负债率 (%)	49.04	55.00	54.74	52.98
经营效率				
应收账款周转天数	139.75	152.39	146.54	146.23
存货周转天数	31.53	50.88	50.48	44.30
总资产周转率	0.77	0.73	0.80	0.81
每股指标 (元)				
每股收益	1.48	0.63	1.04	1.35
每股净资产	6.79	3.93	4.67	5.72
每股经营现金流	0.90	1.04	0.82	1.33
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	11	25	15	12
PB	3.2	4.1	3.4	2.8
EV/EBITDA	10.60	12.91	9.01	6.96
股息收益率 (%)	1.87	1.87	1.87	1.87

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	890	729	1198	1564
折旧和摊销	101	204	269	318
营运资金变动	-732	-126	-881	-685
经营活动现金流	552	1198	946	1532
资本开支	-595	-503	-529	-520
投资	-275	0	0	500
投资活动现金流	-882	-487	-522	-27
股权募资	59	0	0	0
债务募资	238	688	100	100
筹资活动现金流	648	393	-199	-207
现金净流量	318	1105	225	1298

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：阿里巴巴支付宝大楼	3
图 3：国家游泳中心（水立方）	3
图 4：公司股权结构图（截止 2021Q3）	4
图 5：公司收入及同比增速变化（单位：亿元）	5
图 6：公司归母净利润及同比增速变化（单位：亿元）	5
图 7：2013-2020 年公司各业务占比	5
图 8：2013-2020 年公司各业务营收（单位：亿元）	5
图 9：行业内重点企业毛利率趋势	6
图 10：2013 年-2021H1 各业务毛利率变化趋势	6
图 11：2013-2021 前三季度各费用率趋势	6
图 12：2017-2020 年防水重点公司应收账款周转天数	6
图 13：2017-2020 年公司收现比、净现比情况	7
图 14：2013-2020 年各现金流量趋势（单位：亿元）	7
图 15：全国地产新开工面积（亿平方米）	9
图 16：全国地产竣工面积（亿平方米）	9
图 17：“小修”市场与“大修”市场区别	10
图 18：补漏修缮市场	10
图 19：城市更新、棚改与旧改防水需求场景交替	11
图 20：老旧小区改造兴起	11
图 21：中国高铁、快铁、城铁年度通车里程（公里）	12
图 22：2020 年全国在建轨道交通分布	13
图 23：中国城市轨道交通投资完成额规模（亿元）	13
图 24：地下综合管廊应用	13
图 25：中国城市地下管线长度（公里）	13
图 26：基建端其他类应用	14
图 27：北新、科顺、凯伦供应链合作	17
图 28：2016-2020 年行业及龙头企业平均营收增速	18
图 29：2016-2020 行业及龙头企业平均利润增速	18
图 30：规模以上企业累计主营业务收入同比增长率	18
图 31：规模以上企业累计利润总额变化情况	18
图 32：规模以上企业累计销售利润率（%）	18
图 33：12 月末规模以上企业应收账款情况	18
图 34：防水龙头生产基地分布	19
图 35：防水企业经销商数量情况（单位：家）	20
图 36：2014-2023 年公司防水卷材产能 CAGR 为 38%	22
图 37：2014-2023 年公司防水涂料产能 CAGR 为 32%	22
图 38：公司防水卷材/防水涂料营收及增速	22
图 39：2020 年公司防水材料市占率达 3.84%	22
图 40：截止 2021Q3 公司资产负债率为 53%	23
图 41：截止 2021Q3 公司有息负债率为 38%	23
图 42：公司运输装卸费及运输费用率（单位：万元）	23
图 43：公司销售费用率、研发费用率整体呈下调趋势	24
图 44：公司期间费用率低于同行	24
图 45：2019 年公司人均创收、人均创利出现拐点	24
图 46：地产 500 强首选防水供应商	25
图 47：公司重点工程项目	25
图 48：2020 年公司经销商数量达 1700 余家，同增 70%	25
图 49：2021 年公司经销营收占比目标达 45%	26
图 50：公司营销渠道	26
图 51：2020 年地产 CR10（金额口径）为 26.49%，较 2012 年提升 13.73pct	27
图 52：2020 年地产 CR10（面积口径）为 21.46%，较 2012 年提升 13.74pct	27
图 53：2012-2020 年公司直销端营收及 yoy	27
图 54：三家防水企业前五大客户营收占比	28

图 55：2017 年起公司前五大客户结构分散.....	28
图 56：2013-2018 年公司毛利率显著受沥青均价影响.....	29
图 57：公司沥青占原材料采购金额比重在 30-40%.....	29
图 58：科顺、雨虹、凯伦 PE-TTM.....	34
图 59：公司 PE-Band	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 年限制性股票激励计划（草案）	4
表 2：防水行业市场测算（单位：亿元）	8
表 3：全国新建地产防水市场规模测算（亿元）	9
表 4：我国房屋漏水率居高不下	9
表 5：补漏修缮市场规模测算（亿元）	11
表 6：补漏修缮市场规模测算（亿元）：以修缮率达 60%为例.....	11
表 7：高铁防水规模测算（亿元）	12
表 8：防水龙头企业成立时间及对比.....	14
表 9：防水集采市场测算.....	15
表 10：中国房地产开发企业 500 强首选防水供应商	15
表 11：防水企业融资情况	16
表 12：防水企业产能布局（截止 2021 年 10 月）	19
表 13：公司生产基地产能统计	21
表 14：公司充分借助供应链融资工具做大经销商.....	26
表 15：测算结果为，静态情况下沥青单价变动 10%，对公司毛利率有 2.3pct 影响	29
表 16：2013-2018 年公司毛利率、沥青价格变化趋势与测算结果相仿；2019-2020 年逐渐失效	29
表 17：2019-2021H1 丰泽股份前五大客户销售额及占比	30
表 18：公司管理层背景多元化	31
表 19：公司营收拆分-假设表	32
表 20：可比公司 PE 数据对比	33
表 21：可比公司财务指标对比	33
公司财务报表数据预测汇总	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

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