

## 科顺股份 (300737.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 渠道优化护内生增长，减隔震打开成长空间

本篇分析了防水龙头科顺股份面对地产链变化积极调整渠道战略，以及完成丰泽股份收购进入减隔震蓝海市场后第二增长曲线效益显现。行业层面防水提标大势所趋；公司层面主业稳健+丰泽贡献业绩增长，我们预计公司 2022 年 PE、PB 分别为 18.1x、1.9x，维持“强烈推荐”评级。

- **防水主业稳中向好，渠道变革提升回款质量。**公司 20 多年深耕防水行业，为防水行业龙二，22H1 实现营收 41.41 亿元，同比+10%，归母净利润 2.44 亿元，同比-48%，主因原材料价格高涨。全国化布局继续推进，叠加内部增质提效，费用率下降明显。地产风险敞口下，公司战略性发力经销渠道，22H1 经销收入占比 51%，首次超过直销。同时直销渠道大力开拓工程业务，房地产领域收入占比不断收缩，22H1 降至 48%。经销直销占比优化+直销内部客户结构优化助力公司保持稳健增长，提升回款质量。
- **防水行业提标击痛点，龙头市占率有望提升。**原材料端，龙头企业通过沥青现货存储、长协锁价、套期保值、合资或全资设立子公司等方式平滑成本波动。供给端，龙头持续扩产，助力业绩释放。需求端，有品牌保障、供材施工一体化、质保服务完善的防水龙头市占率持续提升。行业提标将加速淘汰低端劣质产品、促进加强泥瓦工防水施工技术；延长质保期或将对防水需求增量有所裨益，未来高分子防水材料将成为重点发展方向。我们测算 2022 年防水行业市场空间中枢为 2473 亿元，2022-2023 年旧改将额外带来 35-40 亿元/年的防水市场空间。
- **减隔震蓝海市场加速发展，丰泽贡献第二增长曲线。**我国有 41% 的国土、超过一半的城市位于地震基本烈度 7 度及以上地区。政策是减隔震技术应用普及的主要驱动力，正式的《建筑工程抗震管理条例》于 2021 年 9 月 1 日开始实施，预计在未来 2 年内我国减隔震市场将加速发展。抗震立法后有望大幅扩容减隔震产品市场空间。按照我们中性假设，2022 年房屋建筑减隔震市场空间为 389 亿元，2025 年或可达 446 亿元。丰泽股份主营的橡胶支座是目前主流的建筑减隔震产品，公司上半年完成丰泽股份 99.94% 股份的收购，全面介入其生产经营管理，并迅速进行业务和资源协同。22H1 丰泽股份业绩高增，实现营收/归母净利润 1.50 亿元/2208.94 万元，分别同比+59%/+24%，成为公司新的利润增长点。
- **维持“强烈推荐”评级。**科顺股份全国化产能布局+渠道优化保障主业优质增长，市占率有望稳步提升；公司内控优秀，费用率低于同行，并始终关注回款质量，整体盈利能力较优。并购丰泽股份后有利于发挥协同效应，减隔震业务有望成为新增长点。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.55 元、0.76 元，对应 PE 分别为 18.1x、12.9x，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：原材料价格大幅上涨、地产竣工及基建投资增速下滑、产能释放不及预期、新业务发展不及预期。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6238	7771	9124	10946	13212
同比增长	34%	25%	17%	20%	21%
营业利润(百万元)	1033	811	779	1096	1437
同比增长	142%	-22%	-4%	41%	31%
归母净利润(百万元)	890	673	644	903	1185
同比增长	145%	-24%	-4%	40%	31%
每股收益(元)	0.75	0.57	0.55	0.76	1.00
PE	13.1	17.3	18.1	12.9	9.8
PB	2.8	2.3	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

中游制造/建材  
目标估值：NA  
当前股价：9.88 元

#### 基础数据

总股本(万股)	118088
已上市流通股(万股)	88836
总市值(亿元)	117
流通市值(亿元)	88
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	8.0
资产负债率	56.6%
主要股东	陈伟忠
主要股东持股比例	26.95%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	-22	-36
相对表现	5	-10	-11



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《科顺股份 (300737) —业绩阶段性承压，渠道优化现金流改善》2022-09-01
- 2、《科顺股份 (300737) —成本拖累业绩，拟发可转债扩产》2022-04-28
- 3、《科顺股份 (300737) —Q3 现金流承压，继续扩产迈向百亿目标》2021-10-29

郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
袁定云 研究助理  
yuandingyun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、科顺股份：防水主业稳中向好，渠道变革提升回款质量	5
1、防水龙二稳健增长，控费提效能力突出	5
2、加码经销渠道布局，回款质量明显好转	7
二、防水行业：行业提标直击痛点，龙头市占率有望提升	9
1、设立供应链子公司，加强采购成本管理	9
2、建筑渗漏为痛点，提标强化品牌效应	10
3、防水仍为优质赛道，资源望向头部集中	12
（1）行业空间大+ROE 可观，跨赛道竞争加剧	12
（2）龙头扩产维持成长，市占率有望提高	13
三、减隔震蓝海市场加速发展，丰泽贡献第二增长曲线	16
1、隔震为目前主流应用，产品具有定制化特点	16
2、政策驱动减隔震技术发展，立法扩大市场空间	18
3、中性估计 2022 年房屋建筑减隔震市场约 389 亿元	19
4、收购丰泽股份切入减隔震市场，第二曲线效益彰显	20
四、投资建议	22
五、风险提示	23

## 图表目录

图 1：2015 年以来科顺股份收入维持稳健增长	5
图 2：2022H1 科顺股份净利润同比减少 47.99%	5
图 3：2022Q2 科顺股份营收创单季度新高	5
图 4：2021Q3 以来，科顺股份利润阶段性承压	5
图 5：科顺股份防水收入保持行业第二	6
图 6：科顺股份的毛利率波动相对大于同行	6
图 7：2022H1 科顺股份净利率略低于东方雨虹	6
图 8：2022H1 科顺股份的期间费用率控制优秀	6
图 9：2021 年以来科顺股份管理费用率低于同业	6
图 10：2022H1 科顺股份的财务费用率有所上升	6
图 11：2022H1 科顺股份维持较高的研发费用率	7

图 12: 2018 年以来科顺股份销售费用率低于同行	7
图 13: 科顺股份共有四大业务集团	7
图 14: 公司经销收入占比持续提升, 22H1 达 51.13%	7
图 15: 直销渠道中房地产业务占比持续下降	8
图 16: 2022H1 公司前三大客户均为回款质量高的央企	8
图 17: 科顺股份 22H1 销售现金比率改善明显	9
图 18: 22Q2 公司实现经营性现金流净流入 4.20 亿元	9
图 19: 科顺股份 22H1 销售现金比率改善明显	9
图 20: 2022 年沥青价格高涨, 目前仍高位震荡	10
图 21: 防水板块毛利率和沥青价格走势成反比	10
图 22: 防水板块 ROE 普遍优于其他消费建材	13
图 23: 石膏板、涂料、管材龙头纷纷进军防水行业	13
图 24: 东方雨虹近年产能加速扩张	14
图 25: 科顺股份产能同样处于加速扩张阶段	14
图 26: 防水龙头市占率稳步提升	15
图 27: 2021 年以来地产开发投资持续下行	15
图 28: 2022 年基建投资作为稳增长抓手持续发力	15
图 29: 2005-2020 年我国因地震造成的直接经济损失达 1.14 万亿元, 人员伤亡达 48.60 万人	16
图 30: 近年来我国防震预算支出有所增加, 防震、抗震重视程度提高	16
图 31: 建筑减隔震基本类型与原理	16
图 32: 2014-2017 年减隔震建筑数量持续增长	17
图 33: 我国减隔震建筑以隔震建筑为主	17
图 34: 2017 年新开工减隔震建筑项目数骤增	19
图 35: 2017-2019 年减隔震建筑新开工旺于竣工	19
图 36: 丰泽股份 2022H1 总资产达 6.3 亿元	20
图 37: 丰泽股份 2021H1 应收款项合计达 2.14 亿元	20
图 38: 丰泽股份 2022H1 收入增速为 59%	21
图 39: 丰泽股份 2022H1 净利润增速为 24%	21
图 40: 2020 年支座类收入占丰泽股份总收入的 75%	21
图 41: 22H1 丰泽股份净利率有所提升	21
表 1: 头部防水品牌的 500 强地产商首选率中科顺稳居第二	10

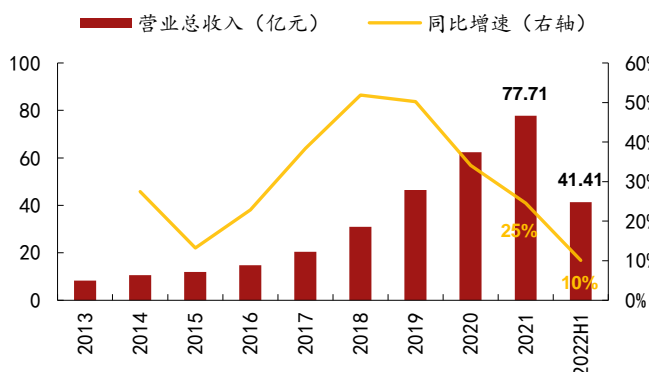
表 2: 各地对防水材料及施工标准要求逐渐规范.....	11
表 3: 住建部就《住宅项目规范》先后三次公开征求意见, 防水设计年限将提升.....	12
表 4: 测算 2022 年我国防水行业市场空间为 1808-3137 亿元.....	12
表 5: 2022-2023 年旧改将额外带来 35-40 亿元/年的防水市场空间.....	13
表 6: 公司产销率普遍大于 100%, 产能偏紧.....	14
表 7: 科顺股份全国化布局下, 有大量产能待投产.....	14
表 8: 减震技术和隔震技术对比.....	17
表 9: 2007 年云南省率先在抗震设防管理条例中推广“隔震、减震”技术.....	18
表 10: 测算 2022 年房屋建筑减隔震市场空间约为 242-592 亿元.....	19
表 11: 公司购买丰泽股份所发行的对价股份解锁条件.....	21
表 12: 丰泽股份承诺 2021-2023 年实际累计净利润不低于 1.53 亿元.....	21
表 13: 公司收入结构拆分.....	22
表 14: 公司盈利预测简表.....	22
附: 财务预测表.....	24

## 一、科顺股份：防水主业稳中向好，渠道变革提升回款质量

### 1、防水龙二稳健增长，控费提效能力突出

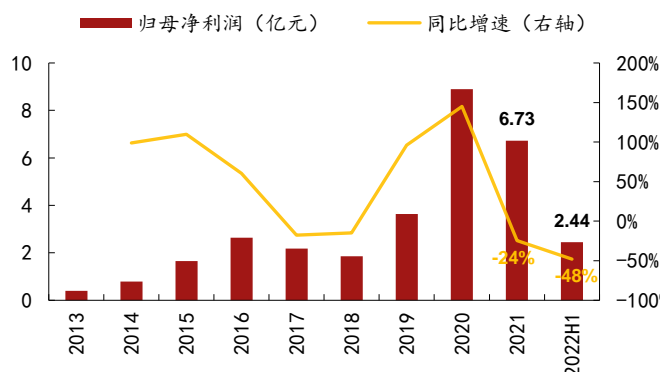
科顺股份 20 多年深耕防水行业，收入规模稳健增长。2022 年上半年实现营业收入 41.41 亿元，同比增长 10.09%；实现归母净利润 2.44 亿元，同比减少 47.99%，主因原材料价格高涨。公司自 2015 年起规模加速扩张，2015-2021 年营收 CAGR 为 36.53%，22Q2 营收创单季度新高。利润方面，20Q2-21Q1 公司盈利能力大幅提升，2020 年全年净利润增速为 145.03%。21Q2 后高基数下利润增速放缓，叠加 21Q3 以来原材料价格大幅上涨压缩行业整体利润空间，公司净利润阶段性承压。

图 1：2015 年以来科顺股份收入维持稳健增长



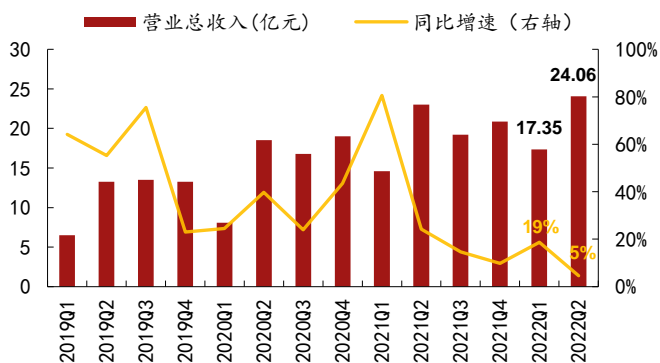
资料来源：Wind、招商证券

图 2：2022H1 科顺股份净利润同比减少 47.99%



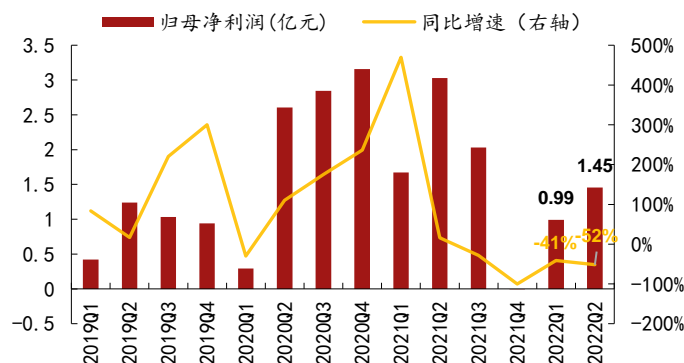
资料来源：Wind、招商证券

图 3：2022Q2 科顺股份营收创单季度新高



资料来源：Wind、招商证券

图 4：2021Q3 以来，科顺股份利润阶段性承压

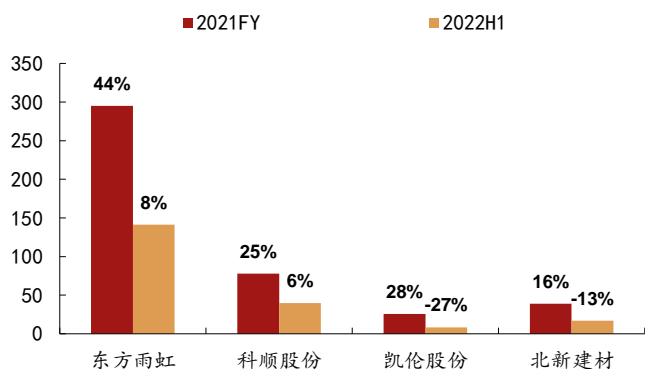


资料来源：Wind、招商证券

**防水第二龙头企业，维持较高增长。**在防水业务规模上，科顺保持行业第二，第一龙头东方雨虹体量约为科顺的 4 倍，北新建材通过快速收购优质的防水资产进入行业前三。从 22H1 业绩来看，行业普遍承压下，龙头业绩表现出韧性，其中东方雨虹和科顺股份收入逆势维持可观增速，头部企业有望带动行业集中度提升。

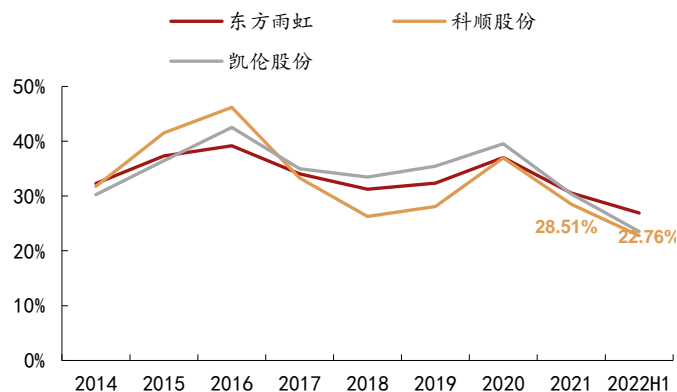
**产能持续扩增+内部增质提效，费用控制效果明显。**随着产能全国化布局的推进，公司产能持续扩张和释放带动规模效应显现，叠加为应对原材料价格高增带来的成本压力，公司在内部积极提高仓储物流管理效率、优化采购模式、提高管理水平，公司期间费用率、销售费用率和管理费用率明显下降。22H1 公司期间费用率同比下降 0.23pct 至 14.02%，其中销售/管理费用率分别同比下降 0.32pct/0.20pct，彰显公司规模效应与增质提效对费用控制的贡献。公司销售费用率和管理费用率近年来均维持下降态势，表现出普遍优于同行的控费能力。

图 5: 科顺股份防水收入保持行业第二



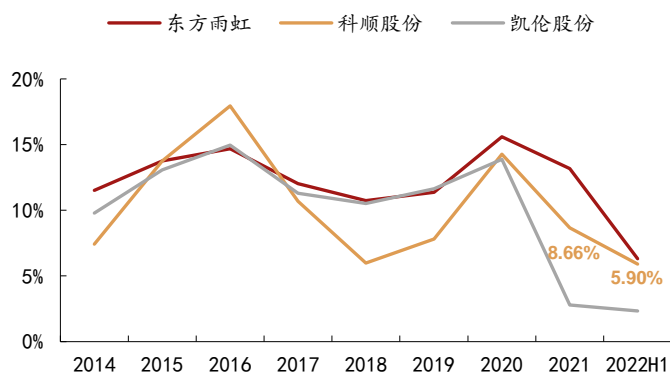
资料来源: Wind、招商证券; 注: 绝对值为各企业防水业务收入规模, 百分数为当期防水收入同比增速

图 6: 科顺股份的毛利率波动相对大于同行



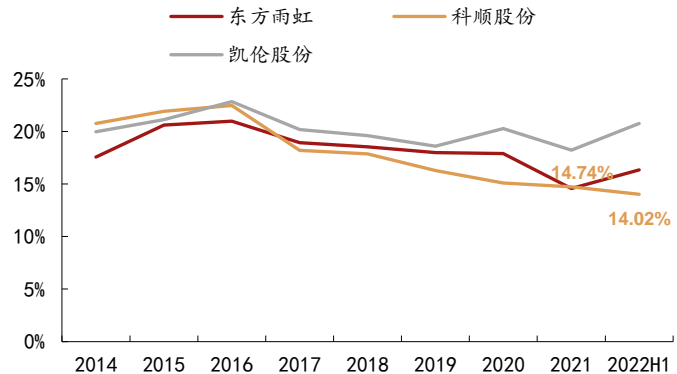
资料来源: Wind、招商证券; 注: 采用最新的收入准则对历史数值进行了追溯

图 7: 2022H1 科顺股份净利率略低于东方雨虹



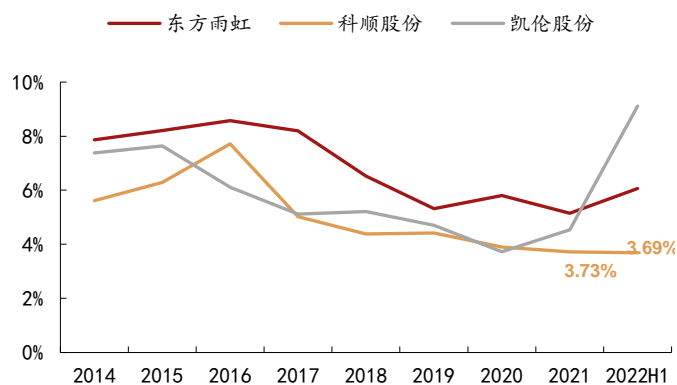
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 2022H1 科顺股份的期间费用率控制优秀



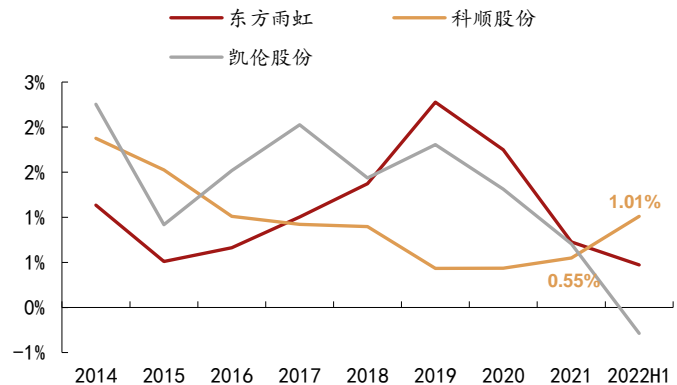
资料来源: Wind、招商证券; 注: 采用最新的收入准则对历史数值进行了追溯

图 9: 2021 年以来科顺股份管理费用率低于同业



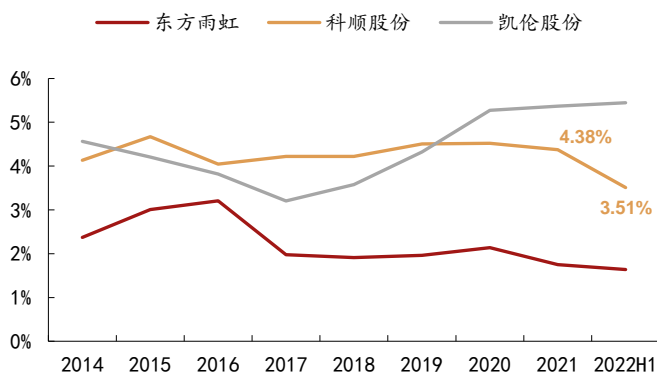
资料来源: Wind、招商证券; 注: 管理费用不含研发

图 10: 2022H1 科顺股份的财务费用率有所上升



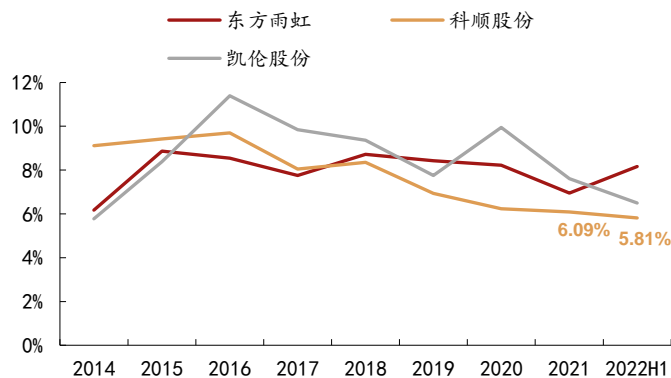
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 2022H1 科顺股份维持较高的研发费用率



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 2018 年以来科顺股份销售费用率低于同行

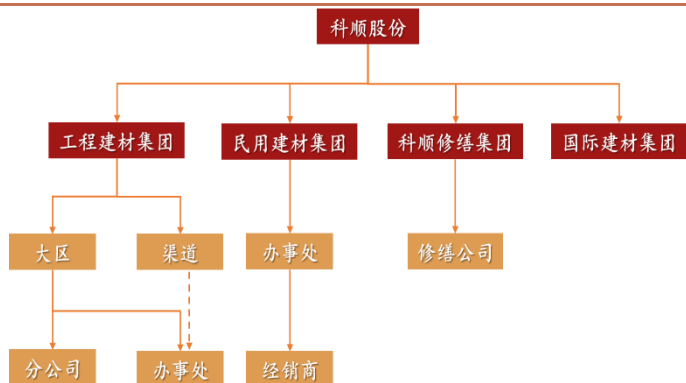


资料来源: Wind、招商证券; 注: 采用最新的收入准则对历史数值进行了追溯

## 2、加码经销渠道布局，回款质量明显好转

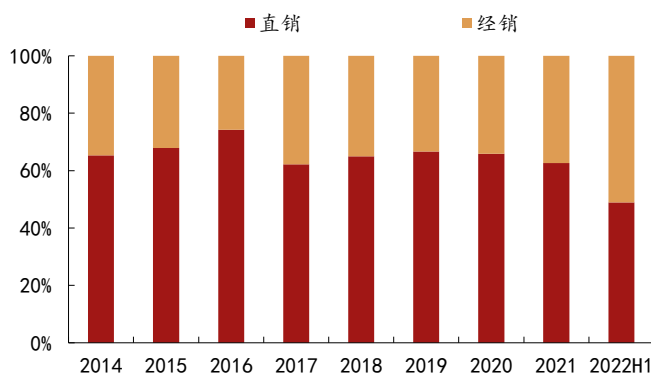
从业务板块看，公司的主要业务分为四块：工建业务、民建业务、修缮业务和外贸业务，分别由工程建材集团、民用建材集团、科顺修缮集团和国际建材集团负责。2020 年工程建材集团收入比重占 90% 以上，民用建材集团占 3%-5%，民建业务占比小但增长态势迅猛，2021 年营收增速为 62%，远超公司 2021 年整体营收增速（25%）。存量修缮和旧改支撑修缮集团收入增长。此外，公司的主营业务收入构成包括“材料销售”与“工程施工”；其中，工程施工为“包工包料业务”，2021 年/2022H1 分别占总收入 19.7%/17.2%，预计未来该占比将维持在 15%-20%。

图 13: 科顺股份共有四大业务集团



资料来源: 定期报告、公开投资者问答、招商证券

图 14: 公司经销收入占比持续提升，22H1 达 51.13%



资料来源: Wind、招股说明书、公开投资者问答、定期报告、招商证券

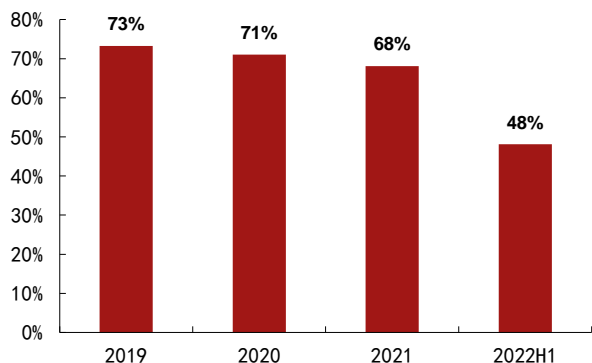
面对地产风险，公司积极调整渠道战略。公司采用直销与经销结合的销售模式，两类渠道在货款结算方式上存在较大差异：（1）直销客户按工程进度节点支付，一般货到次月支付 70%-80%，整体工程验收合格后两个月支付至 95%，剩余 5% 作为质保金于质保期到期后支付（一般为 1-5 年）。（2）经销商客户一般需在发货前支付 50% 货款，发货后 60 天内支付剩余款项，公司设立回款考核机制，未在年底结清当年款项的原则上不能享受销售奖励政策。结算方式的差异决定了回款特点的差异，直销客户对资金挤占程度高、回款周期长，尤其在当前地产风险敞口下，下游地产客户坏账风险较高。而经销商客户回款更快，且通常还要求预付部分资金。应收账款的渠道拆分也印证了这一点，据 2022/7/29 公司可转债募集说明书，公司 2022 年 3 月末应收账款直销:经销约为 9:1，远超直销和经销的收入比（1:1）。因此当前地产风险敞口下，经销收入的提升有利于公司降低经营风险、提升回款质量。

持续发力经销渠道，22H1 经销收入首次超过直销。公司在 2022 年之前以直销为主要销售渠道，收入占比保持在 60% 以上，但 2020 年起直销渠道占比开始收缩；公司将持续加大经销商开拓力度，提出目标到 2022 年将经销占比提升至 50%。落实到行动上，公司目前已与全国 30 个省市的 2000 多家经销商达成稳定合作，22H1 公司经销收入同比大增 62.28%，经销收入占比首次过半达到 51.13%，实现规划中直销经销 1:1 的收入结构。

**直销渠道客户结构优化，房地产业务占比持续下降。**2020年起公司直销渠道中地产收入占比持续下降，并目标在三年内（即2023年底）实现非房地产业务占比达到30%。2022H1尤其是Q2，房地产业务占比下降明显，据22年中报，22H1直销渠道中地产收入占比较2021年下降约20pct，考虑到2021年/22Q1直销渠道中地产收入占比分别为68%/65%，由此测算22H1/22Q2占比分别为48%/36%，公司在22Q2进一步加快了直销渠道客户优化步伐。

**大力开拓非房业务，优选工程客户。**与地产业务收缩形成对比的是直销渠道中非房业务的大力开拓，公司不断增加高铁、桥隧、市政基建、工商建筑等领域项目，优选回款质量高、坏账风险低的工程客户，与中国铁建、国铁集团等优质央企签约，与华为、三一集团、新希望股份等大型非房地产企业签署战略合作协议，非房业务发展可期。地产业务收缩+非房业务拓展，直销渠道优化后有望助力公司平滑风险，保持稳健增长。

图 15: 直销渠道中房地产业务占比持续下降



资料来源：科顺公告、招商证券

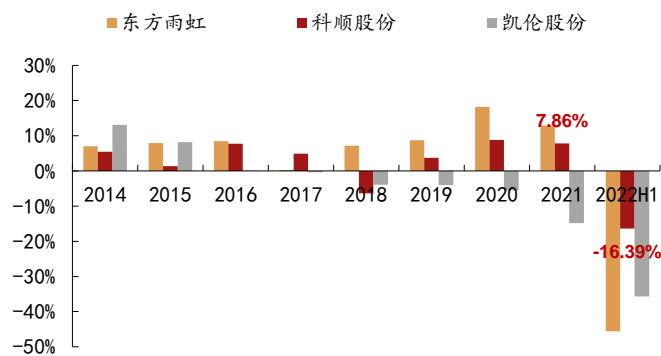
图 16: 2022H1 公司前三大客户均为回款质量高的央企

前五大客户 销售收入占比	2019年	2020年	2021年	2022H1
1	中国建筑 3.71%	融创中国 3.99%	中国建筑 9.07%	中国建筑 10.76%
2	中梁控股 2.66%	中国建筑 3.96%	融创中国 3.66%	中国铁建 2.48%
3	华夏幸福 1.98%	中梁控股 2.85%	龙湖集团 1.89%	国铁集团 2.31%
4	南通鸿升达贺 易有限公司 1.72%	金科股份 1.79%	中梁控股 1.55%	国宇防水及其 关联公司 1.91%
5	融创中国 1.56%	中南建设 1.43%	佳兆业 1.50%	龙湖集团 1.47%
合计	11.62%	14.02%	17.67%	18.93%

资料来源：科顺公告、招商证券

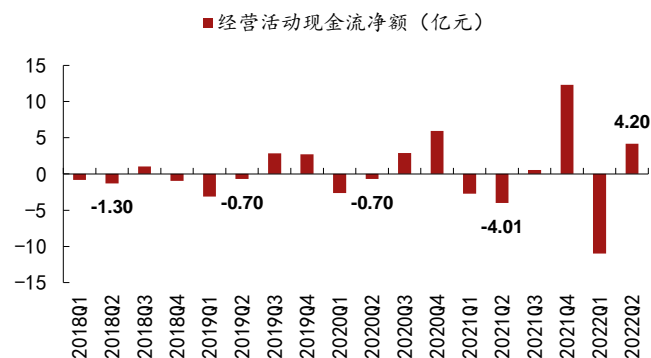
**渠道结构优化后，公司回款质量显著改善。**公司通过经销直销占比优化+直销内部客户结构优化，双管齐下保障客户回款质量、降低坏账风险，取得明显成效。（1）**销售现金比率逆势保持韧性，22Q2 现金流改善尤为突出。**横向对比同业，公司在销售现金比率上低于东方雨虹，但优于凯伦股份。2022H1 受行业季节性原因回款较少+下游地产景气底部影响，防水行业销售现金比率普遍下滑，东方雨虹/凯伦股份分别比去年同期下降 21.07pct/5.35pct，但公司同比增长 1.56pct，在行业高压下表现出较强韧性。单从经营性现金流来看，22H1 公司经营性现金流净流出 6.78 亿元，净流出额同比增长 0.53%，主因公司为平滑原材料价格波动风险适量增加沥青储备，但 Q2 单季度实现 4.20 亿元经营性现金净流入，去年同期为净流出 4.01 亿元，Q2 单季度收现比达 89.48%，同比增长 27.46pct，彰显渠道优化步伐加速对公司现金流改善的贡献。（2）**应收账款和应收票据周转率在业内属优，行业性压力下降幅小于同业。**下游房地产企业普遍存在经营和债务风险的背景下，行业整体存在应收账款难以收回的压力。22H1 东方雨虹/凯伦股份应收账款和应收票据周转率分别同比下降 0.28 次/0.24 次，公司同比下降 0.18 次，体现公司经销收入占比提升后抗压能力提升，未来应收账款和应收票据周转率有望改善。

图 17: 科顺股份 22H1 销售现金比率改善明显



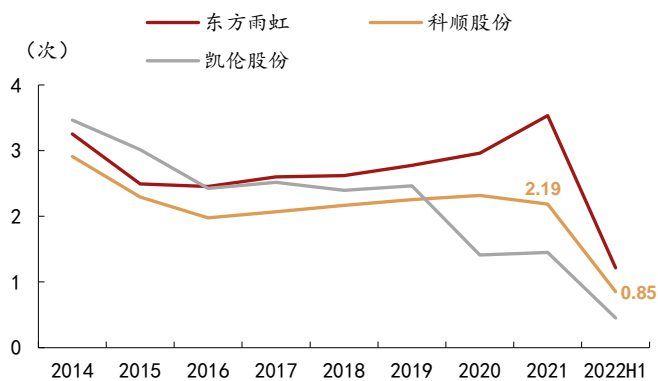
资料来源: Wind、招商证券; 注: 销售现金比率=经营性现金流/营业收入

图 18: 22Q2 公司实现经营性现金流净流入 4.20 亿元



资料来源: Wind、招商证券

图 19: 科顺股份 22H1 销售现金比率改善明显



资料来源: Wind、招商证券

## 二、防水行业: 行业提标直击痛点, 龙头市占率有望提升

### 1、设立供应链子公司, 加强采购成本管理

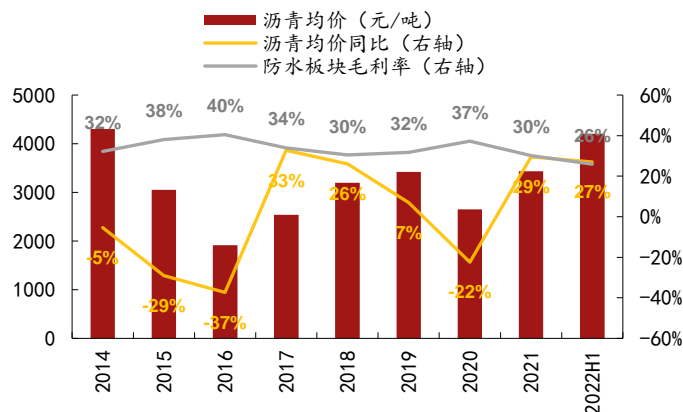
沥青价格处于高点, 影响防水板块毛利率。沥青是防水材料重要的上游原材料, 防水企业毛利率波动与沥青价格走势呈负相关。2020Q2 以来沥青价格波动上行, 以 Wind 统计数据测算得 2022H1 沥青市场均价约为 4204 元/吨, 同比提升 27%, 对防水材料毛利率造成影响, 以三家上市公司测算 22H1 防水板块毛利率为 26%, 较 2021 年下降 4pct。目前沥青价格仍高位震荡, 2022/9/24 均价为 4888 元/吨, 同比增长 38%, 较年初增长 42%。但我们认为原材料价格上涨为短期周期性波动, 对防水行业长期基本面向好的影响较小。龙头企业通过沥青现货存储、长协锁价、套期保值等方式平滑成本波动, 第一龙头东方雨虹的沥青存储能力约在 6 个月左右, 作为龙二的科顺股份沥青存储能力约为 3-4 个月。

图 20: 2022 年沥青价格高涨, 目前仍高位震荡



资料来源: Wind、招商证券

图 21: 防水板块毛利率和沥青价格走势成反比



资料来源: Wind、招商证券; 注: 选取东方雨虹、科顺股份、凯伦股份三家上市公司测算板块毛利率, 并采用最新的收入准则对历史数值进行了追溯

**设立供应链子公司, 有望降低原材料成本, 提升产品竞争力。(1) 合资设立:** 北新建材子公司北新防水、科顺股份、凯伦股份于 2021 年共同出资 5000 万元设立合资公司“北科凯供应链管理有限公司”, 北新防水/科顺股份/凯伦股份的出资比例分别为 51%/29%/20%。该供应链子公司有助于上述企业通过规模化集中采购等供应链业务降低原材料采购成本、提升核心竞争力。此外, 上述三方联合天龙新材共同出资 3 亿元设立合资公司“北新新材料(锦州)有限公司”, 北新防水/科顺股份/凯伦股份/天龙新材的出资比例分别为 70%/10%/10%/10%。该合资公司主营的无纺布、涤纶纺粘针刺油毡基布为防水卷材重要原材料, 是防水龙头企业的一次纵向一体化布局, 同样有利于降低原材料成本。  
**(2) 全资设立:** 公司于 2022 年 9 月出资 1000 万元全资设立“广东顺采易供应链有限公司”, 经营范围包括供应链管理、建筑材料销售、建筑防水卷材产品销售、涂料销售等。

## 2、建筑渗漏为痛点, 提标强化品牌效应

**建筑渗漏情况严重+防水工程低成本占比, 地产商对知名防水品牌的倾向加剧。** 随着国内房地产市场渐渐步入存量市场, 使用劣质防水产品的隐患渐渐暴露。中国建筑防水协会数据显示, 目前全国房屋平均渗透率达 65%, 建筑渗漏相关投诉占建筑质量投诉的比例约 25%, 而防水材料质量和防水施工不到位是建筑渗漏的主要原因。据慧聪防水网数据, 防水成本仅在建筑总成本中占约 1%-3%, 而在室内装修成本中占比不足 1%, 地产商和住户对于防水工程的价格敏感度相对较低, 叠加消费者对防水工程质量要求的提升, 地产商更青睐于**有品牌保障、供材施工一体化、质保服务完善**的防水供应商。

表 1: 头部防水品牌的 500 强地产商首选率中科顺稳居第二

年份	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
排名	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	30%
2	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%	科顺	21%	科顺	18%
3	宏源	19%	宏源	8%	北新建材	7%	北新建材	7%	北新建材	10%
4	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%	凯伦	7%	卓宝	10%
5	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%	雨中情	8%
6	大禹	7%	凯伦股份	6%	大禹	6%	雨中情	6%	三棵树	7%
7	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%	三棵树	5%	凯伦	6%
8	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹	5%	大禹	4%
9	蜀羊	2%	金拇指	2%	大禹九鼎	3%	蓝盾	2%	蓝盾	3%
10	禹王	1%	北新蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%	远大洪雨	3%

资料来源: 优采、招商证券

**各地防水新规出台, 行业标准提高。** 过去防水行业长期处于不规范、劣质产品泛滥的状态, 对建筑寿命、对优质防水

企业均有不良影响。随着消费者和地产商开始注重防水工程的质量，多地颁发了对于防水材料和防水施工标准的意见或规定。2021年5月，成都住建局连发三份文件均提及对于防水材料的使用标准，拉开了各地区防水提标的序幕。

表 2: 各地对防水材料及施工标准要求逐渐规范

时间	城市	部门	文件	主要内容
2022/7	四川省	省住建厅	《四川省住房城乡建设领域第一批推广应用新技术和限制、禁止使用落后技术公告》	石油沥青纸胎油毡、沥青类防水卷材热熔工艺（明火施工）等被列入 <b>限制使用</b> ；S型聚氯乙烯防水卷材、焦油型聚氨酯防水涂料、水性聚氯乙烯焦油防水涂料等被 <b>禁止使用</b> 。
2022/6	山东省	省住建厅	《关于调整新建住宅工程质量保修期的指导意见》	屋面防水工程，有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏 <b>保修期由 5 年调整为 10 年</b> 。
2021/12	山东省	省住建厅	《山东省房屋建筑和市政基础设施工程见证取样和送检管理规定》	地下、屋面、厕浴间（有防水要求的阳台）以及防渗接头等防水材料 <b>实施见证取样和送检的比例不得低于有关技术标准和规范中规定应取样数量的 30%，保障性住宅工程按照 100%的比例进行见证取样和送检</b> 。
2021/8	北京市	规划自然资源委	《首批集中供地高标准商品住宅建设方案公告》	防水保温工程承诺的是 <b>质量保修期则为不少于 15 年</b> 。
2021/7	福建省	人民政府办公厅	《关于印发福建省“十四五”制造业高质量发展专项规划的通知》	鼓励企业研制 <b>新型防水材料、保温隔热高分子材料</b> 等新型材料。
2021/6	江苏省 苏州市	住建局	《苏州市住宅品质提升设计指引（试行）》	住宅外墙应采取墙面 <b>整体防水措施</b> ；当住宅卫生间采用轻质隔墙（墙板）时，内墙面应采取整体防水措施；住宅阳台顶棚应设防水层。
2021/6	四川省 成都市	住建局、成都市规划和自然资源局	《成都市新建商品住宅技术管理规定（第一版）》	湿铺防水卷材与水泥砂浆的剥离强度（无处理时）不应小于 2.0N/mm。 <b>政府投资项目应全部采用高分子防水材料</b> ，其他项目应符合环保要求，优先采用高分子防水材料、水性防水涂料； <b>严禁使用溶剂型防水涂料</b> ； <b>建筑物的防水质保期应不低于 7 年</b> 。
2021/6	江苏省 南京市	城乡建设委员会	《关于加强住宅工程渗漏防控工作的若干意见》	要求推广防水工程节点先进做法以及新技术、新材料、新工艺的应用；同时加强施工过程管理， <b>提升防水工程质量</b> ；加强防水工程专项检查和渗漏检验工作。
2021/5	四川省 成都市	住建局	《关于提升新建商品住宅建设品质的技术规定（征求意见稿）》	湿铺防水卷材与水泥砂浆的剥离强度在无处理时必须大于等于 2.0N/mm。 <b>禁止使用热熔施工的 SBS 改性沥青类防水卷材、溶剂型建筑防水涂料</b> 。防水质保期应不低于 10 年。
2021/5	四川省 成都市	住建局	《关于政府投资项目使用水性建筑涂料、高分子防水材料的通知》	<b>2021 年 6 月 1 日以后开展施工图审查的政府投资项目</b> ，应严格执行政府投资项目使用水性建筑涂料和高分子防水材料的要求。
2021/5	四川省 成都市	住建局等 7 部门	关于印发《成都市重点管控区域施工工地大气污染防治技术导则》的通知	<b>政府投资项目应当全面使用水性建筑涂料、高分子防水材料</b> ，引导涉及 VOCs 排放的企业投资项目优先采用水性建筑涂料、高分子防水材料。
2021/5	河北省 邢台市	住建局	《关于进一步提升防水工程质量有关措施的通知》	要求优选优质防水材料，不得使用明令禁止的防水材料。强调，不得使用住建部和省住建厅已 <b>明令禁止</b> 使用的沥青复合胎柔性防水卷材、S 型聚氯乙烯防水卷材及芯材厚度小于 0.5mm 的聚乙烯丙纶复合防水卷材等；I 型弹性体改性沥青防水卷材不得用于建筑地下防水。
2021/5	湖北省 宜昌市	住建局	关于征求《宜昌市建设工程推广、限制和禁止使用建筑技术、材料、工艺和设备目录（第二批）》修改意见的通知	在防水材料方面，高分子防水卷材、高聚物改性沥青防水卷材/预铺防水卷材（PY 类）、水乳型沥青防水涂料、单组份聚氨酯防水涂料（非溶剂类）、非固化橡胶沥青防水涂料等被列为 <b>推广使用</b> 建筑材料。

资料来源：公开资料整理、招商证券

继成都之后，苏州、北京等地亦出台当地防水新规。苏州要求“住宅外墙应采取墙面整体防水措施”，有利于扩大防水材料需求空间；北京将防水保温工程的质保期提升至 15 年，是对成都新规的“7 年”的严格化，**将加速淘汰低端劣质产品、促进加强泥瓦工防水施工技术**。

国家层面，**新规制定持续推进，行业提标蓄势待发**。住建部自 2019 年 2 月起，先后三次就《住宅项目规范》公开征求意见。此前防水适用的国家层面强制性标准为 2000 年国务院出台的《建设工程质量管理条例》（2017 年和 2019 年两次修订均未改动防水标准），要求屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗透，保修期为 5 年。而 2022/3/14 第三次征求意见稿要求屋面工程/室内工程防水设计年限分别不低于 20 年/25 年。**若正式落地，未来防水质保期将为原来的 4-5 倍**。此外，2021/12/30 住建部发布《房屋建筑和市政基础设施工程危及生产安全施工工艺、

设备和材料淘汰目录（第一批）》，将沥青类防水卷材热熔工艺（明火施工）列入限制类施工工艺，国家层面政策支持防水领域落后低端材料与工艺淘汰进程提速。

表 3: 住建部就《住宅项目规范》先后三次公开征求意见，防水设计年限将提升

发文时间	防水设计工作年限要求
2019/2/15	1) 屋面与卫生间防水不低于 20 年; 2) 地下室防水不低于结构设计工作年限 (结构设计工作年限要求不低于 50 年)
2019/8/30	1) 屋面防水不低于 20 年; 2) 卫生间防水不低于 15 年; 3) 地下工程防水不低于建筑结构设计工作年限 (结构设计工作年限要求不低于 50 年)
2022/3/14	1) 屋面工程不应低于 20 年; 2) 室内工程不应低于 25 年; 3) 地下工程不应低于建筑结构设计工作年限 (结构设计工作年限要求不低于 50 年)

资料来源: 住建部、招商证券

国家新规制定的推进有利于进一步扩大防水提标覆盖面，加速提标进程。此前各地政府提标具有自发性、区域性特点，覆盖范围较小，标准也各有差异。而国家层面新规即便尚未正式实施，其释放的政策信号也有利于让更多地方政府积极响应。例如山东省在《住宅项目规范》第三次征求意见稿发布后，也推出政策提高对防水保修期的要求。未来新规正式出台后，强制性、标准化政策将进一步规范防水标准，料将改变防水赛道格局。

综合地方新规和国家层面政策信号看，我们认为防水行业将受到的影响有：(1) 低端产品淘汰加速，高质量、绿色化产品将占据更大市场。从现已出台的地方新规看，多地提标后鼓励符合环保要求的高分子防水材料的使用与发展，严禁使用污染环境的溶剂型防水涂料，高分子防水材料市场容量或将提升，未来防水行业劣质产品泛滥的状况有望改善。(2) 质保期延长将助推行业整体扩容。目前已有多地将防水质保期从 5 年延长至 10 年及以上，按照《住宅项目规范》第三次征求意见稿的要求，未来屋面工程/室内工程防水设计年限应不低于 20 年/25 年，为原先 5 年保修期规定的 4-5 倍，对防水材料质量、防水施工质量都提出了更高要求。在防水产品本身没有技术变革+防水施工标准化的情况下，提高防水年限的基本方法是增加单次施工的防水材料用量，因此有利于扩大防水市场空间。(3) 龙头竞争优势继续巩固，行业扩容的同时加速出清。由于未来高分子防水材料或将成为更主流的产品，而其与当前主流的有胎或无胎防水材料产线不可切换，无高分子防水材料生产经验的中小企业转换成本较高，对产品质量要求的提升将淘汰大量只生产劣质产品的厂商。而对防水设计年限的要求也会使具有“产品+服务”能力的头部防水企业在招标中更具竞争力，因此未来头部企业有望在行业扩容中继续提升市占率，巩固自身实力。

### 3、防水仍为优质赛道，资源望向头部集中

#### (1) 行业空间大+ROE 可观，跨赛道竞争加剧

防水行业市场空间广阔。据行业协会数据，2021 年全国建筑防水材料产量约为 40.92 亿平方米，同比增长 8.41%。我国规模以上(主营业务收入在 2000 万元以上)防水企业有 839 家，主营业务收入累计 1261.6 亿元，同比增长 13.2%。防水投入占房地产开发投资的比例一般在 1%-2% 之间，基础设施的防水投入一般占基础设施固定资产投资总额 0.25% 左右。以前述比例为假设，2022 年房屋建筑/基础设施的防水市场空间分别为 1993 亿元/480 亿元(中枢值)，合计防水行业市场空间约 1808-3137 亿元。此外，在 2022/1/11 国新办就《“十四五”公共服务规划》有关情况举办的发布会上，住建部相关负责人称“十四五”期间将基本完成 2000 年底前建成的、约 21.9 万个城镇老旧小区改造任务。按照当前规划速度，假设 2023 年能完成上述目标，测算得 2022-2023 年旧改将额外带来 35-40 亿元/年的防水市场空间。

表 4: 测算 2022 年我国防水行业市场空间为 1808-3137 亿元

年份	房地产开发投资完成额(亿元)	房屋防水规模(亿元)		基础设施固投(亿元)	基础设施防水市场规模(亿元)	防水市场规模(亿元)	
		下限	上限			下限	上限
2011	61797	618	1236	66946	167	785	1403
2012	71804	718	1436	77172	193	911	1629
2013	86013	860	1720	93621	234	1094	1954
2014	95036	950	1901	112174	280	1231	2181

2015	95979	960	1920	131265	328	1288	2248
2016	102581	1026	2052	152012	380	1406	2432
2017	109799	1098	2196	173085	433	1531	2629
2018	120264	1203	2405	179662	449	1652	2854
2019	132194	1322	2644	185645	464	1786	3108
2020	141443	1414	2829	188264	471	1885	3300
2021	147602	1476	2952	188657	472	1948	3424
2022E	132842	1328	2657	191939	480	1808	3137
2023E	136827	1368	2737	195279	488	1856	3225
2024E	140932	1409	2819	198677	497	1906	3315
2025E	145160	1452	2903	202134	505	1957	3409

资料来源: Wind、招商证券; 注: 下限/上限分别取防水投入占房地产开发投资的比例 1.0%/2.0%测算, 房地产开发投资完成额考虑今年房地产景气底部, 2022E 增速取-10%, 2023E-2025E 按 CAGR=3%测算, 基础设施固投 2022E-2025E 按过去 5 年 CAGR=1.74%测算

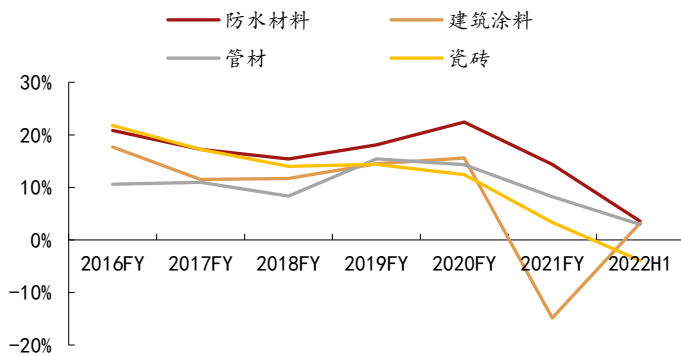
表 5: 2022-2023 年旧改将额外带来 35-40 亿元/年的防水市场空间

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E
改造小区个数 (万个)	1.90	4.03	5.56	5.12	5.29
占比	9%	18%	25%	23%	24%
需改造建面 (亿平方米)	4.75	10.08	13.90	12.80	13.23
屋顶防水材料需求 (亿平方米)	0.79	1.68	2.32	2.14	2.21
旧改防水市场空间 (亿元)	14.44	28.78	38.81	36.44	38.42

资料来源: 住建部、公开资料整理、招商证券; 注: 不考虑老旧小区住户自己的室内翻新需求。按照当前规划速度, 假设 2023 年能够完成十四五期间改造 21.9 万个老旧小区的目标。

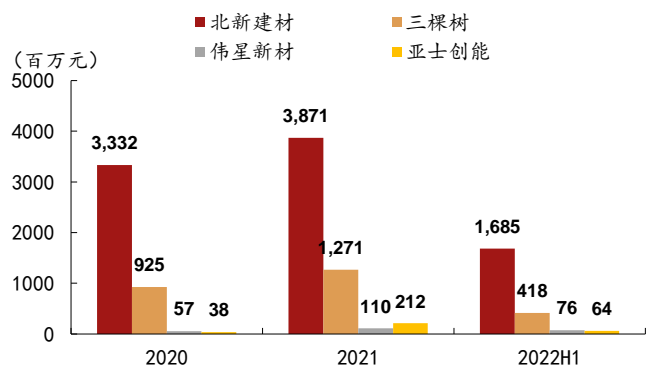
**低技术壁垒+高规模效应+高 ROE, 吸引诸多资金实力雄厚的公司跨赛道竞争。**杜邦拆分得, 防水企业以良好的销售净利率和较高的资产周转率维持较好的 ROE 水平。相比非标消费建材品类, 防水产品标准化程度高+集采规模大+建安成本占比小, 致使规模效应明显, 收益率较优。同时防水部分需求位于开工端而非竣工端, 相比竣工端品类来说, 地产拖欠款项程度相对较低(地产商往往急于开工以预售, 因此防水企业面对客户的议价能力略强于竣工端建材企业)。但是在龙头以高垫资抢占市场份额的竞争策略下, 仅有资金雄厚的企业容易崭露头角, 因此吸引了其他赛道龙头入局。

图 22: 防水板块 ROE 普遍优于其他消费建材



资料来源: Wind、招商证券; 注: 以上上市公司为成分测算板块的加权平均 ROE

图 23: 石膏板、涂料、管材龙头纷纷进军防水行业



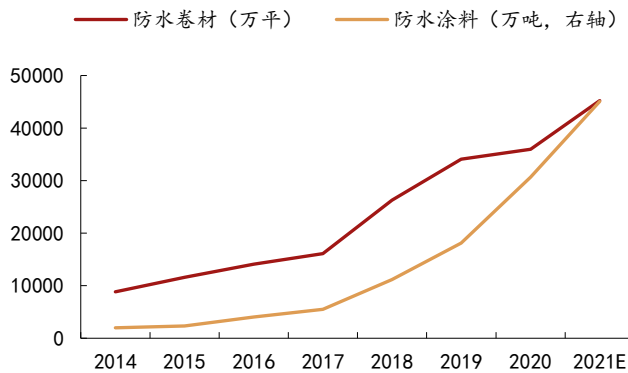
资料来源: Wind、招商证券; 注: 均为并表收入, 伟星采用防水子公司上海新材料的并表收入

## (2) 龙头扩产维持成长, 市占率有望提高

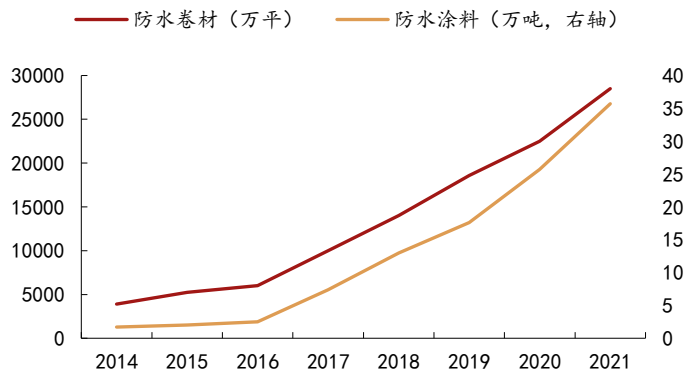
**防水龙头产能扩张助力业绩释放。**东方雨虹持续通过对外投资扩产, 拓展产能所涉及的品类包括防水材料、建筑涂料、特种砂浆、节能保温材料, 及 VAE 乳液、粉料等相关原材料, 有利于其在大体量下维持高成长性。22H1 科顺股份拟通过可转债融资不超过 22 亿元, 计划用于安徽滁州和福建三明基地改扩建项目、重庆生产基地改扩建项目及原有工厂技改项目, 预期于 2025 年全部达产; 同时公司也在持续建设卫星工厂, 未来将通过大型生产基地与小型卫星工厂相结合的模式推动产能稳定增长。

图 24: 东方雨虹近年产能加速扩张

图 25: 科顺股份产能同样处于加速扩张阶段



资料来源: Wind、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

扩产对公司有两方面利好: (1) **促进全国化产能布局, 缩短运输半径。**建筑防水材料的经济运输半径约为 500km, 具有一定的区域性特征, 而公司运输半径尚有优化空间, 运输半径的缩短将有利于公司增强区域市场供应效率与竞争力。(2) **解决产能偏紧问题, 实现规模效应。**公司自 2019 年以来产销率普遍大于 100%, 产能利用率也维持在较高水平, 重庆生产基地几乎处于超负荷状态。三个基地的扩产将使公司产能年均复合增速保持在 10%-15% (假设无其他扩产计划), 缓解生产压力的同时实现规模效应, 摊薄成本, 扩大利润空间, 助力公司在行业寒冬下向双百亿目标努力前行 (2022 年营收达到 100 亿元, 2025 年营收达到 200 亿元)。

表 6: 公司产销率普遍大于 100%, 产能偏紧

产品	项目	2019	2020	2021	2022H1
防水卷材	产能 (万平)	18590	22500	28500	15450
	产量 (万平)	18081	22043	26565	14540
	外购量 (万平)	1158	785	1183	596
	销量 (万平)	18367	22535	27457	14924
	产能利用率	97.26%	97.97%	93.21%	94.11%
	产销率	101.58%	102.23%	103.36%	102.64%
	产销率 (考虑外购)	95.46%	98.72%	98.95%	98.60%
防水涂料	产能 (万吨)	17.60	25.70	35.70	20.55
	产量 (万吨)	17.40	25.13	34.37	19.56
	外购量 (万吨)	0.73	0.49	1.93	0.94
	销量 (万吨)	18.02	25.45	16.37	20.12
	产能利用率	98.88%	97.79%	96.27%	95.20%
	产销率	103.52%	101.25%	105.83%	102.84%
	产销率 (考虑外购)	99.38%	99.30%	100.20%	98.12%

资料来源: 科顺公告、招商证券

表 7: 科顺股份全国化布局下, 有大量产能待投产

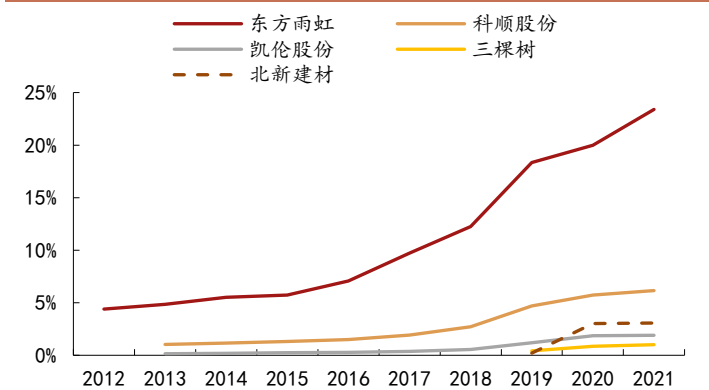
地区	生产基地	卷材产能 (万平)	涂料产能 (万吨)	进度	
华东	江苏昆山	2750	0.5	2008 年 1 月投产	
	江苏南通	4500	3.65	2017 年 10 月投产	
	山东德州	一期	4500	4	2017 年 11 月投产
		二期	3000	9.8	2021 年投产
		三期	-	-	筹建
	福建三明	4680	2	在建	
	安徽滁州	一期	6120	3	在建
		二期	2000	8.5	在建
	浙江湖州	11160	4	筹建	
	华南	广东佛山	5040	5.3	2015 年 4 月投产, 2021 年扩产竣工
广西崇左		4000	5	在建	
广西钦州		5000	5	在建	

西南	重庆长寿	扩产	3000	2.2	2017年4月投产
			3500	2	在建
东北	辽宁鞍山		1700	-	2017年10月投产
华中	湖北荆门	一期	600	0.5	2019年9月投产
		二期			2020年8月投产
		三期	3900	7.5	2020年11月投产
西北	陕西渭南		4500	2	2021年1月投产
	在产产能合计		33490	31.65	
	规划产能合计		69950	61.15	

资料来源：环评报告、科顺公告、招商证券；注：根据公开信息统计，或与公司口径有误差；涂料中不包括干粉砂浆、瓷砖胶等

防水行业龙头市占率持续提升。以防水收入/规上企业总收入计，2021年东方雨虹/科顺股份/北新建材的防水市占率分别为23.4%/6.2%/3.1%，较2020年有明显提升。

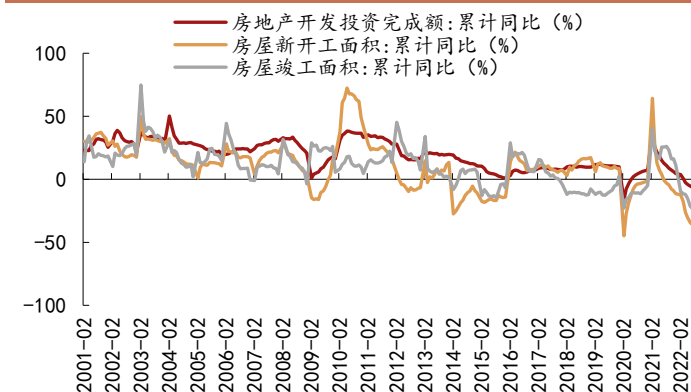
图 26：防水龙头市占率稳步提升



资料来源：Wind、招商证券；注：以防水收入/规上企业总收入计

下半年基建作为稳增长主要抓手继续发力，防水需求有望提振。稳增长压力下，今年专项债发行明显前置，全年专项债发行目标为3.65万亿元，财政部数据显示1-6月已累计发行专项债3.92亿元，超额完成目标。2022/6/29国常会提出发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。2022/8/24国常会提出在3000亿元政策性开发金融工具已落到项目的基础上，再增加3000亿元以上额度，同时依法盘活地方2019年以来结存的5000多亿元专项债地方结存限额，10月底前发行完毕，优先支持在建项目，年内形成更多实物工作量。稳增长及其接续政策推动基建在下半年加速落地，将会对防水需求形成有力支撑。

图 27：2021 年以来地产开发投资持续下行



资料来源：Wind、招商证券

图 28：2022 年基建投资作为稳增长抓手持续发力



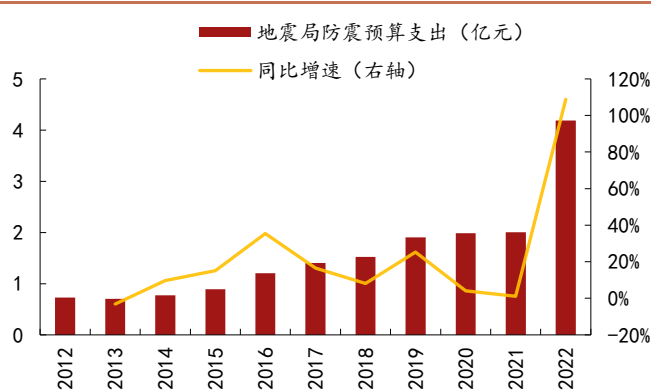
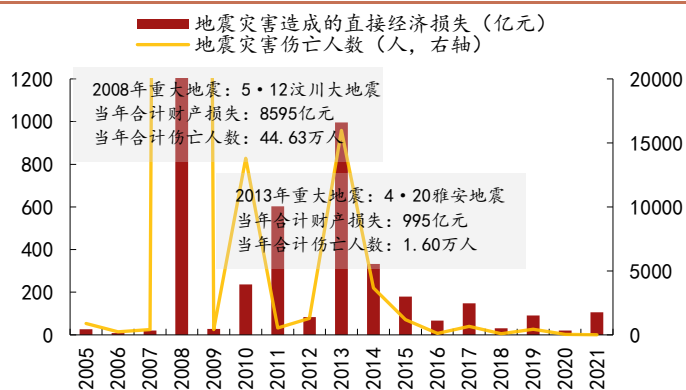
资料来源：Wind、招商证券

### 三、减隔震蓝海市场加速发展，丰泽贡献第二增长曲线

减隔震行业在我国是一个新兴行业，2007年云南省政府率先出台了减隔震相关的文件和法规，并给予了政策和资金支持。在2008年汶川大地震后，建筑减隔震开始受到全国性的关注。近年来，住建部联合我国多震地区政府（如山西、甘肃、海南、山东、四川、新疆、合肥等）陆续出台了推广减隔震技术应用的政策，叠加我国多次遭受地震灾害，造成了严重的人员伤亡和财产损失，减隔震技术开始得到应有的重视。

图 29: 2005-2020 年我国因地震造成的直接经济损失达 1.14 万亿元，人员伤亡达 48.60 万人

图 30: 近年来我国防震预算支出有所增加，防震、抗震重视程度提高



资料来源: Wind、中国统计年鉴、中国地震局、应急管理部、招商证券

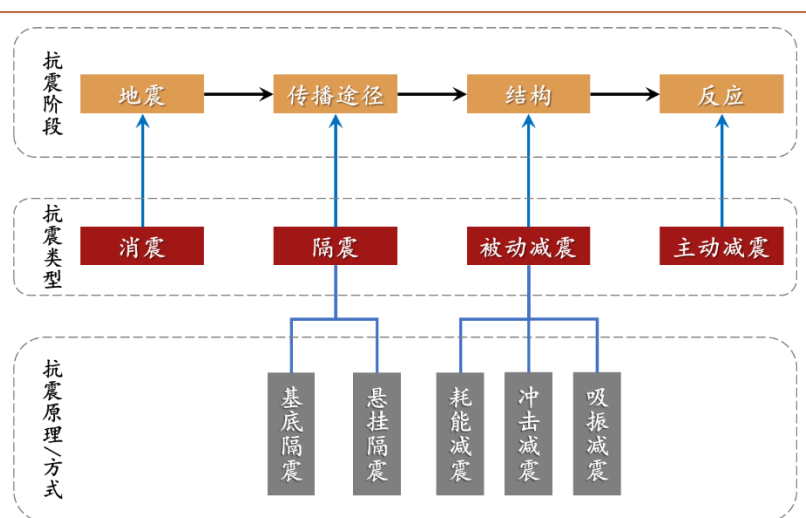
资料来源: iFinD、招商证券

我国高烈度震区覆盖范围广泛。从震感来说，5 度为门窗作响、人易惊醒；6 度为人站立不稳；7 度为房屋轻微损坏，地表出现裂缝；8 度为建筑物被破坏，少数破坏路基塌方；9 度为房屋大多数被破坏，铁轨弯曲。据中国地震信息网，我国有 41% 的国土、超过一半的城市位于地震基本烈度 7 度及以上地区，79% 的国土面积位于 6 度及以上地区。

#### 1、隔震为目前主流应用，产品具有定制化特点

根据应用的阶段和原理不同，抗震技术可分为四类：1) 消震：作用在震源，直接消除震源振动的；2) 隔震：通过阻断地震波传播过程从而保护主体结构的；3) 被动减震：通过在主体结构上增加装置以吸收或转移能量保护主体避免遭受严重破坏；4) 主动减震：在主体结构上安装振动信号采集装置，通过信号分析使主体实现应对振动自动校准。

图 31: 建筑减隔震基本类型与原理



资料来源: 公开资料整理、招商证券

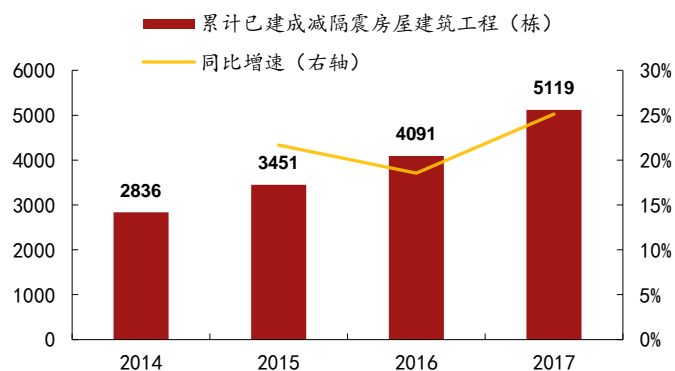
表 8: 减震技术和隔震技术对比

技术对比:	减震技术	隔震技术
抗震原理:		
抗震效果:	降低约 20%-30% 的地震作用	降低约 50%-80% 的地震作用
常见装置:	阻尼器、耗能支撑、耗能墙等	橡胶支座、滚珠隔震装置、摇摆式隔震支座等
经济性:	有可能增加工程造价	经济性较好, 购置和安装费约占工程造价的 5%
安全性:	震后需修复才能继续使用	震后不用修复或简单维修即可继续使用
优点:	1) 属于半主动抗震技术, 抗震抗风, 易更换; 2) 构造简单, 造价低廉, 适用范围广, 维护方便; 3) 适用范围广, 既适于新建工程, 也适用于已有建筑物的抗震加固改; 既适用于普通建筑结构, 也适用于抗震生命线工程。	1) 隔震效果最彻底; 2) 适用于多高层建筑, 在高烈度区技术经济效益尤为明显; 3) 抗震措施简单明了, 且震后修复方便, 只需对隔震装置进行必要的检查更换。
劣势:	1) 产品种类多, 技术复杂; 2) 影响上部建筑, 构造相对复杂, 需要进行防腐处理, 需注意维护。	1) 在建筑中下部实施, 难更换; 2) 隔震构造要求高, 隔震层构造做法复杂, 要单独考虑防火, 存在维护成本高的问题。

资料来源: 隔减震网、四川省地震局、公开资料整理、招商证券

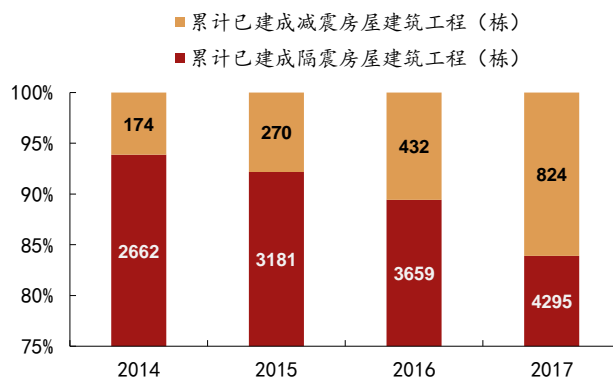
丰泽股份主营的橡胶支座是目前最主流的建筑减隔震产品。目前减隔震相关公司如震安科技 (300767.SZ)、路博科技 (871031.NQ)、海德科技 (835415.NQ)、天铁股份 (300587.SZ)、丰泽股份 (831289.NQ) 等主要生产的都是支座类产品。丰泽股份主营的橡胶支座属于隔震技术, 能有效降低地震对主体结构水平方向上的破坏。据国家住建部工程质量安全监管司统计, 我国新建隔震减震建筑中, 隔震建筑占比均在 70% 以上, 且全部采用建筑隔震橡胶支座产品。2014-2017 年我国累计建成的减隔震建筑工程数量持续增长, 且虽然减震房屋建筑工程占比有所提升, 但仍以隔震房屋建筑工程为主, 2017 年隔震建筑占比达到 84%。对标成熟的减隔震市场, 日本的减隔震建筑中, 减震建筑与隔震建筑比例约为 3:7。

图 32: 2014-2017 年减隔震建筑数量持续增长



资料来源: 住建部、招商证券

图 33: 我国减隔震建筑以隔震建筑为主



资料来源: 住建部、招商证券

减隔震产品具有定制化特点, 具有全流程服务能力的制造商将受客户青睐。减隔震产品的定制化特点来源于建筑主体结构的多样化和所在环境的多样化, 制造商需要对主体结构进行动力学分析, 从而设计出符合建筑主体的减隔震方案, 同时也会对上部结构提出优化指导, 力求最终能使整体结构达到理想的抗震效果。减隔震产品厂商的全流程服务包括项目前期的建筑减隔震咨询、设计, 项目中期的产品安装指导, 以及项目后期的产品更换、维护等配套技术服务。具备更优秀的全流程服务能力的制造商将有助于满足客户的定制化要求, 因而在竞标时更具备竞争力。

建筑减隔震表现增加建安成本, 但在高烈度区使用存在经济性。从表现来看, 在建筑中增加抗震技术会额外增加建安成本。但由于抗震需求始终存在, 传统的提高建筑抗震防震的方式往往为加大建筑主体结构的混凝土、钢材用量。据

震安科技测算，在烈度 8 度区的建筑，在采用现代隔震技术时，相比使用传统抗震技术，建筑隔震层上部结构平均钢材用量可减少约 20 公斤/平方米，在 9 度区的经济性将更加明显。

## 2、政策驱动减隔震技术发展，立法扩大市场空间

减隔震技术发展的主要驱动因素之一是产业政策。由于一般认为在建筑建造中增加减震装置或隔震装置将会增加建筑建安成本，多数开发商对建筑减隔震的重视程度不够，我国减隔震行业发展较晚。2007 年云南省率先推出政策支持，随后住建部和多省市政府开始陆续出台相关政策。从云南省的历史经验来看，政策出台到市场真正推广应用往往需要 1-2 年的时间。2019 年 1 月，住建部发布《建筑工程抗震管理条例（征求意见稿）》，为 2020 国务院立法计划中的重要部分，是对高烈度设防地区（即 8 度及以上区域）的减隔震强制性要求。正式的《建筑工程抗震管理条例》于 2021 年 9 月 1 日开始实施，预计在未来 2 年内我国减隔震市场将加速发展。

表 9：2007 年云南省率先在抗震设防管理条例中推广“隔震、减震”技术

政策/文件	部门	发布时间	主要内容
《国家防震减灾规划(2006-2020 年)》	国务院	2006/12	到 2020 年，我国基本具备综合抗御 6.0 级左右、相当于各地区地震基本烈度的地震的能力，大中城市和经济发达地区的防震减灾能力达到中等发达国家水平。位于地震烈度 VI 度及以上地区的城市，全部完成修订或编制防震减灾规划，新建工程全部实现抗震设防；地震重点监视防御区新建农村民居采取抗震措施。
《云南省建设工程抗震设防管理条例》	云南省人大常委会	2007/05	县级以上人民政府应当加强对建设工程抗震设防工作的领导，将建设工程抗震设防工作纳入国民经济和社会发展规划。建设、地震、科技等部门应当加强建设工程抗震设防的科学研究和技术开发，推广隔震、减震等新技术。
《关于加快推进减隔震技术发展与应用的意见》	云南省人民政府	2011/04	进一步加快推进减隔震技术的发展与应用，有效提升我省防震减灾工作水平，切实提高建筑工程抗震设防能力，最大限度地减轻地震灾害损失，保障人民群众生命财产安全。
《关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见(暂行)》	住建部	2014/02	为有序推进房屋建筑工程应用减隔震技术，确保工程质量，提出如下意见。一是加强宣传指导，做好推广应用工作，二是加强设计管理，提高减隔震技术应用水平，三是加强施工管理，保证减隔震工程质量，四是完善使用管理，保障减隔震工程运行安全。
《关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知(第 115 号)》	山西省住建厅	2014/06	抗震设防烈度 8 度区、地震重点危险区学校和幼儿园的新建教学用房、学生宿舍、食堂以及医院的新建医疗建筑，必须采用减隔震技术。重点设防类、特殊设防类建筑，优先采用减隔震技术。标准设防类建筑，提倡采用减隔震技术。
《关于加快推进自治区减隔震技术应用的通知》	新疆维吾尔自治区住建厅	2014/07	自 2015 年起，凡位于抗震设防烈度 8 度（含 8 度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区域或地震灾后重建阶段的新建 3 层（含 3 层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑，应当优先采用减隔震技术进行设计。自 2016 年起，全疆范围内抗震设防烈度 8 度（含 8 度）以上的地区，凡具备条件的房屋建筑工程和城镇市政公用设施等生命线工程均应采用减隔震技术。鼓励重点设防类、特殊设防类建筑和位于抗震设防烈度 8 度（含 8 度）以上地震高烈度区的其他建筑采用减隔震技术。对抗震安全性或使用功能有较高需求的标准设防类建筑提倡采用减隔震技术。
《关于积极推进建筑工程减隔震技术应用的通知》	山东省住建厅	2015/04	以下工程设计应采用减隔震技术： 1、抗震设防烈度 8 度区和 7 度（0.15g）区的特殊设防类（甲类）工程； 2、抗震设防烈度 8 度区的新建 3 层以上（含 3 层）中小学、幼儿园的教学用房、学生宿舍、学生食堂等人员密集的公共建筑； 3、抗震设防烈度 8 度区的新建医疗建筑中三级医院的门诊、医技、住院用房。 以下工程设计时应优先采用减隔震技术： 1、抗震设防烈度 8 度区的二级医院的门诊、医技、住院用房，县级及以上的独立供血机构的建筑，抗震设防烈度 7 度（0.15g）区的三级医院的门诊、医技、住院用房； 2、7 度区 0.15g、三类或四类场地土以及 8 度区重点设防类（乙类）工程。
《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	国家发改委	2019/08	鼓励建筑隔震减震结构体系及产品研发与推广。
《建设工程抗震管理条例》	司法部、住建部	2021/08	位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、儿童福利机构、应急指挥中心、应急避难场所、广播电视等建筑应当按照国家有关规定采用隔震减震等技术，保证发生本区域设防地震时能够满足正常使用要求。

资料来源：各部门网站、招商证券

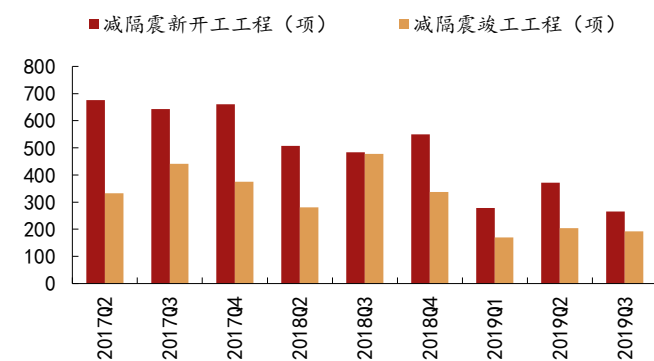
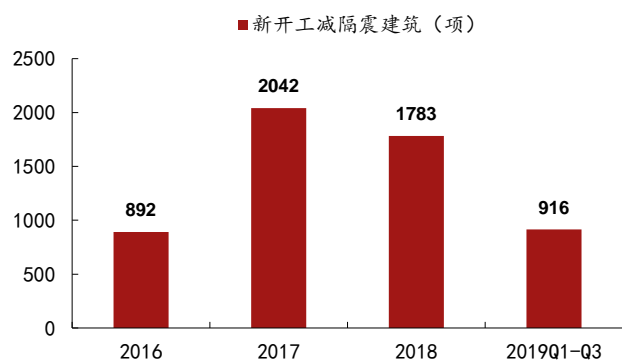
最新的《建筑工程抗震管理条例》中与以往有别的重点内容有三：（1）强调“位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑应当采用隔震减震技术”，将减隔震技术的应用领域由“学校、医院”等日常人流密集场所向“应急指挥中心、应急避难场所”等临时性人员聚集场所延伸；（2）鼓励在“装配式建筑”中采用减隔震技术；（3）对需重点设防区域要求应当采用“抗震加固+隔震减震技术”相结合的方式。抗震立法后有望大幅扩容减隔震产品市场空间。

### 3、中性估计 2022 年房屋建筑减隔震市场约 389 亿元

政策推进逐渐落实，第一龙头占有率较高。2014 年前后多省份出台关于减隔震技术在建筑防震抗震中的应用的的相关政策和条例，经 2 年左右推进，2017 年我国新开工减隔震建筑项目数量同比高增 129%至 2042 项。其中，2017 年新开工隔震建筑工程 1436 栋，以栋数测算，当年行业第一龙头震安科技在建筑隔震市场中的占有率约 39.21%，若考虑当年新开工减震建筑工程 606 栋，则 2017 年震安科技在建筑减隔震市场中的市占率达到 30.12%。并以此测算，可得 2017 年震安科技平均每栋减隔震建筑收入约 44 万元，即建筑的减隔震成本约为 40 万元/栋。

图 34：2017 年新开工减隔震建筑项目数骤增

图 35：2017-2019 年减隔震建筑新开工旺于竣工



资料来源：住建部、招商证券

资料来源：住建部、招商证券

当前，我国减隔震技术在 8 度区和 9 度区应用较为广泛。根据相关政策，我们给出假设：1) 新建的医院、学校、养老机构等建筑按规定均采用减隔震技术。2) 橡胶支座为目前主流的减隔震产品。最终以保守（8 度及以上烈度地区设防）/中性（7 度及以上烈度地区设防）/乐观（6 度及以上烈度地区设防）的假设，测算得 2022 年房屋建筑减隔震市场空间为 242 亿元/389 亿元/592 亿元，以中性估算 2025 年可达 446 亿元。

表 10：测算 2022 年房屋建筑减隔震市场空间约为 242-592 亿元

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>新开工面积 (亿平方米)</b>									
住宅	11.59	12.81	15.34	16.75	16.43	14.64	9.06	8.61	8.18
办公楼	0.64	0.61	0.60	0.71	0.66	0.52	0.34	0.33	0.31
商业营业用房	2.23	2.05	2.01	1.89	1.80	1.41	0.87	0.77	0.69
学校&医院&养老机构	1.62	1.56	1.26	1.80	1.42	1.69	1.80	1.91	2.04
<b>渗透率 (保守估计: 考虑使用率+8 度及以上设防面积占比)</b>									
住宅	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	2.7%	4.1%	5.4%	6.8%	8.2%
公用建筑	1.4%	1.4%	1.4%	2.7%	4.1%	6.8%	9.5%	12.2%	13.6%
学校&医院&养老机构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>渗透率 (中性估计: 考虑使用率+7 度及以上设防面积占比)</b>									
住宅	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	8.2%	12.3%	16.4%	20.5%	24.6%
公用建筑	4.1%	4.1%	4.1%	8.2%	12.3%	20.5%	28.7%	36.9%	41.0%
学校&医院&养老机构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>渗透率 (乐观估计: 考虑使用率+6 度及以上设防面积占比)</b>									
住宅	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%	15.8%	23.7%	31.6%	39.5%	47.4%
公用建筑	7.9%	7.9%	7.9%	15.8%	23.7%	39.5%	55.3%	71.1%	79.0%
学校&医院&养老机构	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

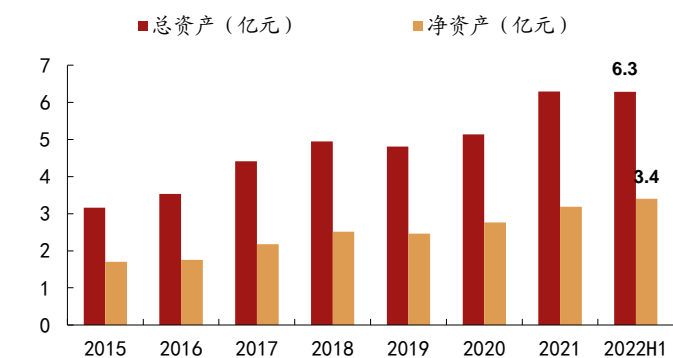
	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
减隔震建筑单位造价(元/平方米)	100	100	100	100	100	100	100	100	100
新增减隔震建筑面积(亿平方米)									
保守估计	1.82	1.77	1.51	2.10	1.97	2.42	2.41	2.63	2.84
中性估计	2.22	2.20	2.00	2.70	3.07	3.89	3.63	4.09	4.46
乐观估计	2.77	2.79	2.68	3.54	4.60	5.92	5.33	6.10	6.71
房屋建筑减隔震市场空间(亿元)									
保守估计	182	177	151	210	197	242	241	263	284
中性估计	222	220	200	270	307	389	363	409	446
乐观估计	277	279	268	354	460	592	533	610	671

资料来源: Wind、中国地震信息网、招商证券

#### 4、收购丰泽股份切入减隔震市场，第二曲线效益彰显

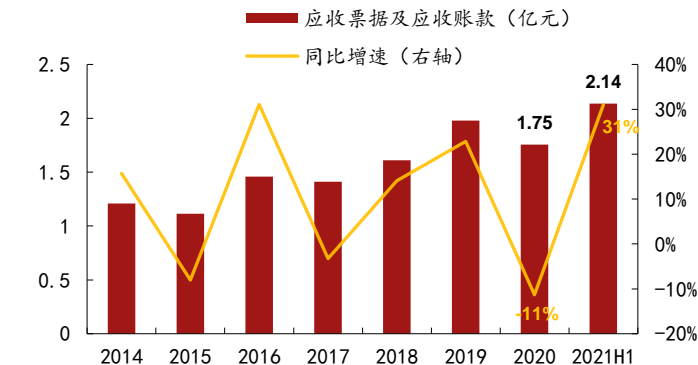
公司完成新三板挂牌企业丰泽股份(831289.NQ)收购。公司于2022年3月通过发行股份及支付现金的方式购买丰泽股份93.5409%股权(作价4.64亿元,发行股份方式支付对价3.94亿元,现金方式支付对价0.70亿元),最终合法持有丰泽智能99.9370%股权,丰泽股份自2022年3月起纳入公司合并报表范围。

图 36: 丰泽股份 2022H1 总资产达 6.3 亿元



资料来源: Wind、科顺公告、招商证券

图 37: 丰泽股份 2021H1 应收款项合计达 2.14 亿元



资料来源: Wind、招商证券

丰泽股份的产品在细分领域具备竞争力。丰泽股份成立于 2003 年,拥有 ISO9001 质量体系认证证书和高新技术企业认定证书,2010 年改制为股份制企业,2014 年在新三板挂牌,2018 年进入创新层。其主营业务为研发、生产和销售减振/隔震产品、桥梁支座产品,以及伸缩装置、防水止水材料等,2020 年支座类产品收入占其总收入的比例达到 75%。丰泽的产品主要应用于公路、铁路、建筑、水利、轨交等领域,是基建和建筑工程中的重要构件或部件,部分产品获得了中铁检验认证中心 CRCC 认证和欧盟 CE 认证,并在工程招投标中受到认可,2006 年南水北调工程中线河北段的橡胶止水带公开招标中,丰泽中标了招标总量的 80%。2016 年由丰泽股份主编的《建筑钢结构球型支座》国家标准正式发布。丰泽股份 2022H1 收入为 1.50 亿元,我国减隔震行业第一龙头震安科技 2022H1 收入规模为 4.31 亿元,丰泽体量约为行业第一的 35%。

2021 年 8 月,丰泽股份入选了第六批河北省“专精特新”中小企业名单,是对丰泽股份的经营效益及其产品的创新性的认可,在“十四五”期间,丰泽股份也有望受益于工信部及各省市主管部门对专精特新企业的政策和资金支持。

以业绩承诺激励丰泽股份保障经营质量。公司用于收购资产发行的股份将分三期解锁,解锁比例为 30%/30%/40%,要求丰泽股份 2021-2023 年实际净利润(扣非前后归母净利润的孰低值)分别不低于 4200 万元/5040 万元/6048 万元。丰泽股份 2021 年实现净利润 4207.67 万元,达成业绩承诺目标;2022H1 实现净利润 2208.94 万元,以 2021 年为基期累计实现净利润 6416.61 万元,达到第二期股份解锁条件业绩承诺的 69.44%。

表 11: 公司购买丰泽股份所发行的对价股份解锁条件

解锁批次	解锁时间	解锁条件	解锁比例
第一期	上市后 12 个月	丰泽股份 2021 年度实际净利润不低于 4200 万元	30%
第二期	上市后 24 个月	丰泽股份 2021-2022 年度两年累计实际净利润不少于 9240 万元	30%
第三期	上市后 36 个月	丰泽股份 2021-2023 年度三年累计实际净利润不低于 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%

资料来源: 科顺公告、招商证券; 注: 净利润指目标公司扣非前归母净利润与扣非后归母净利润的孰低值

表 12: 丰泽股份承诺 2021-2023 年实际累计净利润不低于 1.53 亿元

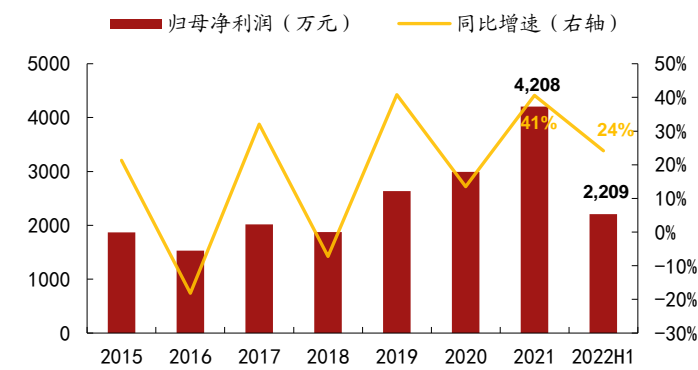
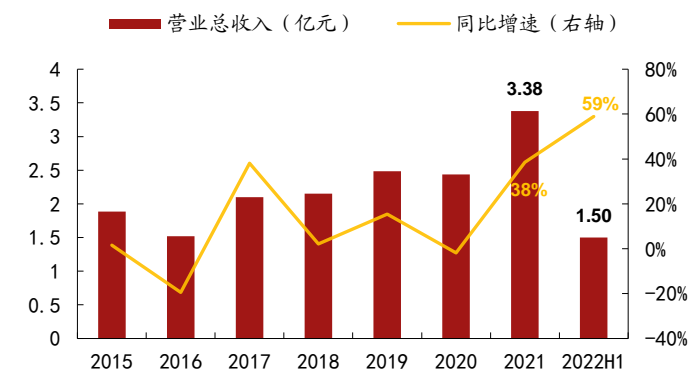
报告期	年度净利润下限 (万元)	以 2021 年为基期累计净利润下限 (万元)
2021 年	4200	4200
2022 年	5040	9240
2023 年	6048	15288

资料来源: 科顺公告、招商证券; 注: 净利润指目标公司扣非前归母净利润与扣非后归母净利润的孰低值

**丰泽股份 22H1 业绩高增, 第二曲线效益显现。**22M3 公司完成对丰泽股份的并购后, 全面介入其生产经营管理, 派驻核心管理人员, 组建覆盖全国的业务部门。成熟的管理经验+业务和资源的迅速协同助力丰泽业绩成长, 22H1 实现营收/净利润 1.50 亿元/2208.94 万元, 分别同比增长 58.93%/24.14%, 成为公司新的利润增长点。丰泽股份 22H1 毛利率/净利率分别为 31.85%/14.72%, 并购后的丰泽盈利能力得到提升, 未来随着与科顺协同不断深入, 有望进一步扩大利润空间。

图 38: 丰泽股份 2022H1 收入增速为 59%

图 39: 丰泽股份 2022H1 净利润增速为 24%

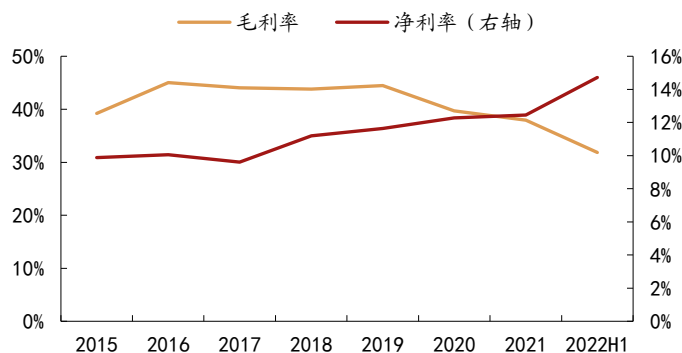
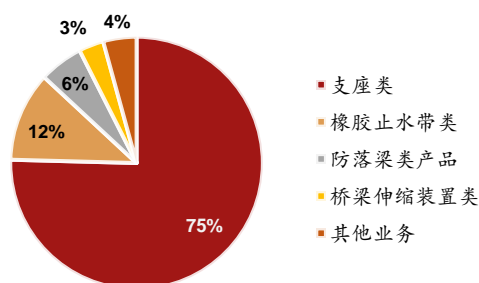


资料来源: Wind、科顺公告、招商证券

资料来源: Wind、科顺公告、招商证券

图 40: 2020 年支座类收入占丰泽股份总收入的 75%

图 41: 22H1 丰泽股份净利率有所提升



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

**收购丰泽股份助力公司进军减隔震领域:** (1) 丰泽股份的减隔震产品主要应用于基建工程, 有助于提升公司非房业务收入占比。(2) 丰泽股份本身的产品在细分领域具备竞争力和认可度, 但此前主要聚焦在基建领域, 科顺股份的全国性渠道布局、优质的地产客户资源和工程客户资源有望与丰泽股份的产品优势和技术优势产生协同效应。(3) 助力科顺从单一业务向多元业务发展, 有利于扩大公司的经营规模, 发掘新的增长点。

## 四、投资建议

从行业层面来看，(1) 防水市场：防水行业规模约 2000 亿元，行业集中度加速提升，有品牌保障、供材施工一体化、质保服务完善的防水龙头市占率持续提升。近期原材料价格上涨影响毛利率，但我们认为原材料价格为短期周期性波动，龙头企业通过沥青存储、长协锁价、套期保值等方式构建成本优势。防水行业提标将加速淘汰低端劣质产品，促进加强泥瓦工防水施工技术，延长质保期或将对防水需求增量有所裨益，未来高分子防水材料将成为重点发展方向。

(2) 减隔震市场：为新兴的蓝海市场，我们中性估计 2022 年房屋建筑减隔震市场空间为 389 亿元。《建筑工程抗震管理条例》于 2021 年 9 月 1 日正式实施，预计在未来 2 年内我国减隔震市场将加速发展。

从公司层面来看，公司为防水第二龙头，20 多年深耕防水行业。公司拥有品牌、渠道、产能优势，直销+经销双驱动，加码布局 C 端市场，产能布局全国化。全国扩产+渠道优化维持主业高质量增长，市占率稳步提升；公司内控优秀，费用率低于同行，并始终关注回款质量，整体盈利能力较优。并购丰泽股份后有利于发挥协同效应，减隔震业务成为新增长点。我们预计公司 2022-2023 年 EPS 分别为 0.55 元、0.76 元，对应 PE 分别为 18.1x、12.9x，维持“强烈推荐”评级。

表 13：公司收入结构拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	6,238	7,771	9,124	10,946	13,212
防水卷材	4,059	4,555	5,129	6,196	7,601
防水涂料	1,152	1,684	1,804	2,239	2,781
工程施工	990	1,528	1,681	1,849	2,034
减隔震类产品			507	659	790
营收增速	34%	25%	17%	20%	21%
防水卷材	28%	12%	13%	21%	23%
防水涂料	25%	46%	7%	24%	24%
工程施工	96%	54%	10%	10%	10%
减隔震类产品			50%	30%	20%
毛利率	37%	29%	24%	25%	25%
防水卷材	39%	33%	27%	27%	27%
防水涂料	35%	22%	20%	20%	21%
工程施工	30%	23%	17%	17%	18%
减隔震类产品			38%	38%	38%

资料来源：Wind、招商证券

表 14：公司盈利预测简表

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万元)	6238	7771	9124	10946	13212
同比增长	34%	25%	17%	20%	21%
营业利润(百万元)	1033	811	779	1096	1437
同比增长	142%	-22%	-4%	41%	31%
净利润(百万元)	890	673	644	903	1185
同比增长	145%	-24%	-4%	40%	31%
每股收益(元)	0.75	0.57	0.55	0.76	1.00
PE	13.0	17.2	18.0	12.8	9.8
PB	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind、招商证券

## 五、风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨：**沥青为公司主要原材料，其价格若出现大幅度上涨将严重影响产品单位利润率，致使毛利率下滑。
- 2、地产竣工及基建投资增速下滑：**公司主要业务与房地产行业 and 基础设施建设休戚相关，若地产竣工和基建投资不及预期，下游需求波动将影响公司业绩增速。
- 3、产能释放不及预期：**未来几年公司有较多新建产能落地，是支撑公司未来业绩高增的基石。若产能投放不及预期，公司业绩及盈利预测将受到影响。
- 4、新业务发展不及预期：**公司收购丰泽股份布局基建支座、减隔震业务，若新业务发展缓慢影响收购效益，将对公司报表产生不利影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	6090	8233	9319	10834	12790
现金	1420	2189	2216	2317	2516
交易性投资	217	0	0	0	0
应收票据	608	682	801	961	1160
应收款项	2388	3421	3993	4791	5782
其它应收款	135	0	0	0	0
存货	340	404	493	588	706
其他	981	1537	1815	2177	2626
<b>非流动资产</b>	2058	2556	2890	3189	3457
长期股权投资	0	24	24	24	24
固定资产	1310	1681	2030	2342	2622
无形资产商誉	147	144	130	117	105
其他	601	706	706	706	705
<b>资产总计</b>	<b>8148</b>	<b>10789</b>	<b>12209</b>	<b>14023</b>	<b>16247</b>
<b>流动负债</b>	3741	4858	5097	6008	7138
短期借款	659	596	0	0	0
应付账款	2011	3425	4261	5084	6104
预收账款	235	342	426	508	610
其他	836	496	411	417	424
<b>长期负债</b>	255	964	964	964	964
长期借款	211	857	857	857	857
其他	43	107	107	107	107
<b>负债合计</b>	<b>3996</b>	<b>5822</b>	<b>6061</b>	<b>6972</b>	<b>8102</b>
股本	612	1151	1181	1181	1181
资本公积金	1830	1547	2053	2053	2053
留存收益	1710	2270	2914	3817	4912
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	4152	4968	6148	7051	8145
<b>负债及权益合计</b>	<b>8148</b>	<b>10789</b>	<b>12209</b>	<b>14023</b>	<b>16247</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	552	611	728	630	806
净利润	890	673	644	903	1185
折旧摊销	101	163	191	226	257
财务费用	41	54	54	33	32
投资收益	28	(7)	(32)	(32)	(43)
营运资金变动	(447)	(277)	(138)	(510)	(635)
其它	(62)	5	9	10	11
<b>投资活动现金流</b>	(882)	(642)	(496)	(496)	(485)
资本支出	(607)	(422)	(528)	(528)	(528)
其他投资	(275)	(220)	32	32	43
<b>筹资活动现金流</b>	648	650	(205)	(33)	(122)
借款变动	545	465	(686)	0	0
普通股增加	4	539	30	0	0
资本公积增加	112	(284)	506	0	0
股利分配	0	(92)	0	0	(90)
其他	(12)	21	(54)	(33)	(32)
<b>现金净增加额</b>	<b>318</b>	<b>619</b>	<b>27</b>	<b>101</b>	<b>199</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	6238	7771	9124	10946	13212
营业成本	3934	5555	6911	8246	9902
营业税金及附加	42	43	51	61	74
营业费用	389	473	546	633	751
管理费用	243	290	340	386	466
研发费用	282	340	354	402	472
财务费用	27	43	54	33	32
资产减值损失	(285)	(282)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	26	68	35	43	49
投资收益	(28)	(3)	(3)	(11)	(6)
<b>营业利润</b>	1033	811	779	1096	1437
营业外收入	8	12	9	10	10
营业外支出	3	3	2	2	2
<b>利润总额</b>	1039	821	786	1103	1445
所得税	149	148	142	200	261
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>890</b>	<b>673</b>	<b>644</b>	<b>903</b>	<b>1185</b>

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	34%	25%	17%	20%	21%
营业利润	142%	-22%	-4%	41%	31%
归母净利润	145%	-24%	-4%	40%	31%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.9%	28.5%	24.3%	24.7%	25.1%
净利率	14.3%	8.7%	7.1%	8.2%	9.0%
ROE	24.4%	14.7%	11.6%	13.7%	15.6%
ROIC	20.7%	12.1%	10.1%	12.4%	14.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.0%	54.0%	49.6%	49.7%	49.9%
净负债比率	11.0%	14.3%	7.0%	6.1%	5.3%
流动比率	1.6	1.7	1.8	1.8	1.8
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
存货周转率	8.5	14.9	15.4	15.3	15.3
应收账款周转率	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.2	2.0	1.8	1.8	1.8
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.75	0.57	0.55	0.76	1.00
每股经营净现金	0.47	0.52	0.62	0.53	0.68
每股净资产	3.52	4.21	5.21	5.97	6.90
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.08	0.10
<b>估值比率</b>					
PE	13.1	17.3	18.1	12.9	9.8
PB	2.8	2.3	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	13.4	15.3	15.1	11.4	8.9

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金融麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

**袁定云：**上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。