

科顺股份（300737）深度研究报告

百亿科顺战略起航，被低估的优质防水龙头

- ❖ **主营防水材料销售与施工，业务覆盖全国。**公司主营防水材料销售和工程施工，2020年卷材、涂料、工程业务收入占比各为65%、18%、16%，其中卷材业务毛利率较高，一般在35%左右或以上，涂料业务2018年后触底回升，目前已恢复至接近卷材的水平，工程业务相对较低，毛利率约为20%~30%。**分区域看，公司40%以上的收入集中在华东地区，其次是华南地区，收入占比约16%，另外，华北、西南、华中地区的收入占比均在10%左右，公司产品销售网络基本实现全国覆盖。**
- ❖ **收入持续高增，盈利已现拐点。**2013-2020年，公司营收从8.31亿增至62.38亿元，归母净利润从0.40亿增至8.90亿，七年复合增速各为33.37%、55.77%，规模持续扩张，**但收入与业绩增长节奏并不完全一致。**2017-2018年，受原材料价格、市场竞争激烈、产能快速扩张、减值损失等多重因素影响，公司业绩连续两年负增长，涂料盈利能力降至历史低位，2019年起，公司盈利拐点逐步显现，除了受益于原材料价格下降，公司的管理能力、规模效应也在增强，加之行业生态改善，经营质量显著提升，**2020年实现了145%的业绩高增长。**
- ❖ **产能扩张助力成长，基建地产同步发力。**截止2020年末，公司已在全国布局九大生产基地，防水卷材产能达3.86亿平，防水涂料产能68万吨，成为业内第二家实现全国化布局的防水企业，**根据公司规划，未来三年（2021-2023年）产能将保持40%的复合增长。**渠道方面，2019年，公司经销渠道实现收入15.06亿元，占比32.38%，**公司目标2021年经销收入占比达到45%，2022年达到50%。**另外，随着基建市场“最低价中标”现象逐渐改善，部分总包企业也开始实施战略集采，**公司将加大基建市场开拓力度，未来基建收入有望提速。**
- ❖ **高质量经营开启公司发展新阶段。**1) **增加沥青储罐平抑原材料价格波动：**公司早期沥青采购主要采取现采模式，随着新建基地逐渐投产，公司开始在荆门、渭南等生产基地增加沥青储罐，目前的储量近一个季度的用量，未来随着储量增加，成本波动性有望减弱；另外，公司部分生产基地已经开始逐步配套特种砂浆、涂料、密封材料等其他产品，产品品类丰富也将降低成本结构中沥青的占比。2) **外购比例降低，主业毛利率有望受益：**上市之前，公司主要通过外购方式解决产能不足问题，2017年外购成本高达1.6亿，占材料业务成本15%，2020年降至3.39%，但金额上看依然过亿元，我们认为未来外购成本仍有下降空间；3) **精细化管理降本提效，人均创利创新高：**公司2020年期间费率降至15.10%，为历史最低值，除研发费率外，其他三项均有不同程度的下降，与同业对比也均处于低位，其中尤以运输费率和销售费率下降最为明显。受益于管理增强，公司经营效率显著提升，人均创利达到26.36万，同比增幅超100%。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司2021-2023年EPS各为1.84元、2.47元、3.24元/股，对应PE各为17x、13x、10x。公司产能快速扩张，经营质量持续提高，行业集中度提升趋势不改，给予公司2021年25x估值，目标价46元/股，首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**地产调控情况超预期；原材料价格波动超预期；应收账款回收风险；产能扩张情况不及预期。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	6,238	8,166	10,626	13,467
同比增速(%)	34.1%	30.9%	30.1%	26.7%
归母净利润(百万)	890	1,125	1,511	1,984
同比增速(%)	145.0%	26.3%	34.4%	31.3%
每股盈利(元)	1.46	1.84	2.47	3.24
市盈率(倍)	22	17	13	10
市净率(倍)	5	4	3	2

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年5月7日收盘价

强推（首次）

目标价：46.0元

当前价：33.95元

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号：S0360519060002

联系人：王卓星

电话：021-20572580

邮箱：wangzhuoxing@hcyjs.com

联系人：郭亚新

邮箱：guoyaxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	63,537
已上市流通股(万股)	46,837
总市值(亿元)	215.71
流通市值(亿元)	159.01
资产负债率(%)	47.7
每股净资产(元)	7.2
12个月内最高/最低价	35.64/17.53

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

本篇报告的前半部分，我们详细分析了 2018 年以前公司盈利较差的原因，发现其并不是由规模效应不足这一单一因素决定的，详细拆分来看，涂料、外购、减值损失等因素均有影响，但随着规模扩张，管理增强，料以上因素的影响均将逐渐减弱，在第三、四部分，我们从产能、原材料、费用、管理等多个角度深度论述了公司未来量质齐升的成长逻辑，我们认为随着百亿战略推进，公司将开启高质量发展的新阶段，当下价值仍被低估。

投资逻辑

地产集中度提升、防水产品标准提高以及基建市场生态改善等趋势利好龙头，头部防水企业份额有望继续增长。

公司目标 2020-2023 年产能复合增速为 40%，渠道方面，公司将通过加密经销商扩大覆盖范围，延伸业务触角，另外，公司还将发力基建市场，2021 年 3 月收购丰泽股份，可协同主业发展，扩大非房收入占比。

高质量经营开启发展新阶段，随着沥青储罐增加、规模效应显现、外购比例下降，公司盈利能力有望继续提升。

关键假设、估值与盈利预测

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润各为 11.25 亿、15.11 亿、19.84 亿，EPS 各为 1.84 元、2.47 元、3.24 元/股，对应 PE 各为 17x、13x、10x。公司产能快速扩张，经营质量持续提高，行业集中度提升趋势不改，给予公司 2021 年 25x 估值，目标价 46 元/股，首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、防水行业龙头之一，百亿科顺战略起航.....	6
（一）深耕防水二十余年，百亿科顺战略起航.....	6
（二）主营防水材料销售与施工，业务覆盖全国.....	7
（三）收入持续高增，盈利已现拐点.....	8
二、产能扩张助力成长，基建地产同步发力.....	11
（一）产能：目标 2021-2023 年复合 40% 增长.....	11
（二）渠道：加大经销商开拓力度.....	13
1、直销：地产客户稳健增长，市占率持续提升.....	13
2、经销：2021 年目标经销渠道收入占比 50%.....	14
（三）下游：基建收入有望提速.....	15
（四）其他：收购丰泽强化协同.....	16
三、高质量经营开启公司发展新阶段.....	17
（一）规模效应逐渐显现，盈利水平有望提升.....	17
1、增加沥青储罐平抑原材料价格波动.....	17
2、外购比例降低，主业毛利率有望受益.....	18
（二）精细化管理降本提效，人均创利创新高.....	19
（三）重视研发能力，强化创新驱动.....	20
四、行业：大浪淘沙，强者愈强.....	21
（一）规上企业利润稳步增长.....	21
（二）防水行业集中趋势不改.....	22
（三）防水修缮打开后建筑时代需求空间.....	24
五、财务分析.....	24
（一）盈利水平创新高.....	24
（二）现金流、周转、ROE 均有提升.....	25
（三）减值损失情况边际改善.....	26
六、盈利预测与估值.....	27
七、风险提示.....	27

图表目录

图表 1	公司发展历史	6
图表 2	公司股权结构	7
图表 3	2013-2020 年公司各项业务收入占比	7
图表 4	2014-2020 年公司分业务营收增速	7
图表 5	公司主要业务毛利率水平（%）	8
图表 6	2019 年公司分地区收入占比	8
图表 7	公司主要业务经营模式	8
图表 8	2013-2020 年公司收入及同比增速	9
图表 9	2013-2020 年公司归母净利润及同比增速	9
图表 10	2014-2019 年公司防水卷材产能及同比增速	10
图表 11	2014-2019 年公司防水涂料产能及同比增速	10
图表 12	公司 2013-2020 年公司毛利率、净利率及名义原油价格	10
图表 13	2014-2019 年公司卷材和涂料业务产销情况	11
图表 14	截止 2020 年底公司八大生产基地布局及产能情况	11
图表 15	科顺股份主要产品概览	12
图表 16	公司主要地产客户	13
图表 17	地产 500 强防水材料供应商榜单前三名及后三名首选率变化及公司历年首选率	13
图表 18	百强地产对应防水市场规模及同比增速	14
图表 19	百强地产销售集中度及公司在百强地产中的市占率测算	14
图表 20	公司各渠道收入占比及未来规划	15
图表 21	公司被担保经销商需满足条件	15
图表 22	地产开发投资及广义基建固定资产投资累计同比	16
图表 23	2015-2020 年部分基建、市政领域固投完成额及地产投资开发额（亿元）	16
图表 24	2020 年部分基建领域固定资产投资完成额（亿元）	16
图表 25	2019 年各领域市政公用设施建设固定资产投资完成额	16
图表 26	2016-2020H1 丰泽股份营收及归母净利润	17
图表 27	2016-2020H1 丰泽股份主营业务占比	17
图表 28	2020 年公司防水材料销售业务成本拆分	18
图表 29	2020 年公司总营业成本拆分	18
图表 30	公司 2019 年原材料采购总量、采购价格以及占成本比例	18
图表 31	2016-2020 年公司外购成本及外购卷材、涂料数量	18
图表 32	2015-2020 年公司四项费用率情况	20

图表 33	三家上市防水企业 2014-2020 年期间费率对比	20
图表 34	三家上市防水企业 2020 年期间费率拆分	20
图表 35	公司 2015-2021 年人均创利情况	20
图表 36	2015-2020 年公司研发费用及研发费率	21
图表 37	2018-2020 年防水公司研发费率对比	21
图表 38	规模以上企业防水卷材及增速	21
图表 39	规模以上防水企业数量及平均产量	21
图表 40	规模以上防水企业营业收入及增速	22
图表 41	规模以上防水企业利润总额及增速	22
图表 42	2014-2019 年三家防水企业减值损失占利润总额比例	23
图表 43	2013-2020 年地产销售集中度	23
图表 44	新开工同比 11QMA 与竣工同比	23
图表 45	全国房地产开发投资额累计增速	23
图表 46	全国房地产新开工面积及竣工面积累计增速	23
图表 47	2000-2020 年地产新开工面积及同比增速	24
图表 48	公司历年净利率、毛利率和期间费率	25
图表 49	公司历年四项费率情况	25
图表 50	公司历年经营性现金流净额情况	25
图表 51	公司历年资产负债率	25
图表 52	公司历年周转情况	26
图表 53	公司历年净资产收益率及投入资本回报率	26
图表 54	公司历年减值损失/营业利润	26
图表 55	公司 2017-2020 年应收账款与应收票据按单项计提的坏账准备	26
图表 56	公司 2020-2023E 盈利预测与估值	27
图表 57	公司 2019-2023E 分部业务收入拆分及预测	27

一、防水行业龙头之一，百亿科顺战略起航

（一）深耕防水二十余年，百亿科顺战略起航

科顺防水科技股份有限公司前身成立于 1996 年，2015 年整体变更设立股份有限公司，2018 年 1 月 25 日在深圳证券交易所挂牌交易。公司从事新型建筑防水材料研发、生产、销售、技术服务以及防水工程的施工，主要产品包括卷材、涂料两大类 100 多个品种，目前在全国范围内拥有佛山科顺、昆山科顺、重庆科顺等八大生产及研发基地，基地数量及产销规模均处于行业领先地位。

2020 年 8 月 17 日，公司召开“延展建筑生命 守护美好生活”战略发布会，正式发布百亿战略，包括“营收三年破百亿、渠道直营各占 50%、现金流持续为正”。2020 年报中，公司对百亿战略规划进行了更进一步地细化，目标 2021、2022、2025 年各实现销售规模 80 亿、100 亿、200 亿，百亿科顺战略起航。

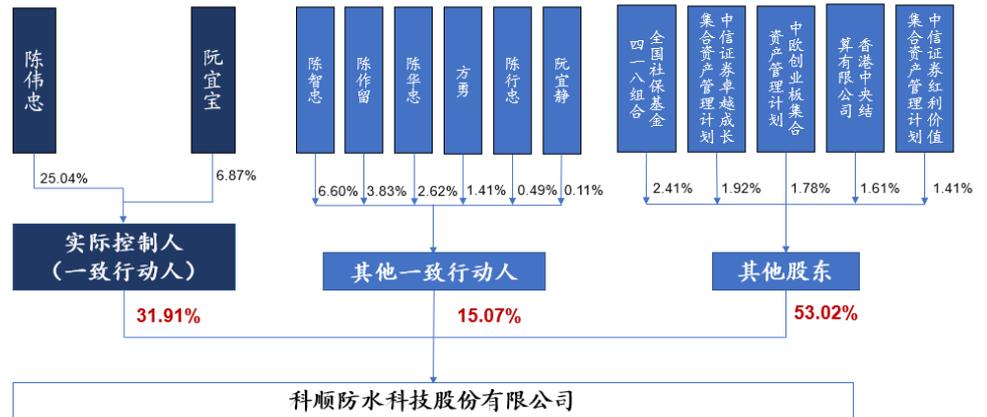
图表 1 公司发展历史



资料来源：公司官网、公司公告、华创证券

实控人持股近三分之一，大股东持股比例稳定。公司实际控制人为陈伟忠、阮宜宝夫妇，陈伟忠是科顺股份创始人，现任公司董事长，阮宜宝现任公司全资子公司深圳工程监事，陈伟忠、阮宜宝夫妇合计持股比例为 31.91%，且上市至今持股比例一直在 30% 以上，较为稳定。另外，陈智忠、陈作留等其他一致行动人合计持股 15.07%，其他股东持股 53.02%。

图表 2 公司股权结构

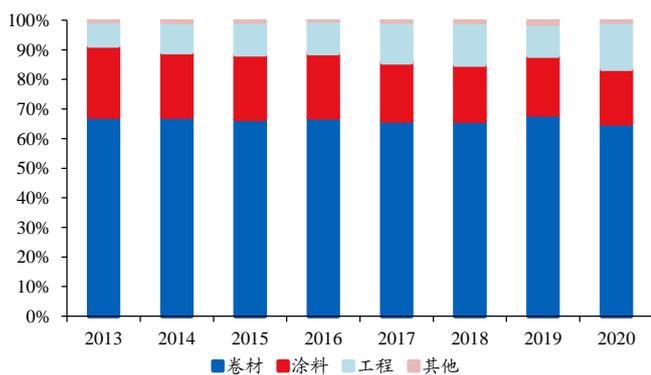


资料来源：公司公告、华创证券

（二）主营防水材料销售与施工，业务覆盖全国

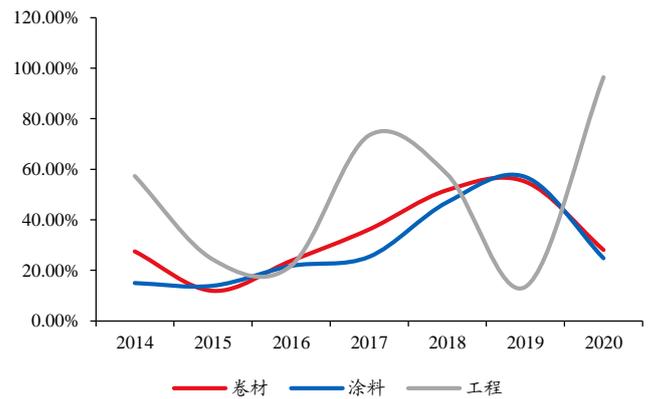
公司主营防水材料销售和工程施工，2020年卷材、涂料、工程业务收入占比各为65%、18%、16%，其中卷材业务毛利率较高，一般在35%左右或以上，涂料业务2018年后触底回升，目前已恢复至接近卷材的水平，工程业务相对较低，毛利率约为20%~30%。受益于2020年原材料价格维持低位以及规模效应逐渐显现，公司卷材业务、工程施工毛利率均有较大改善。分区域看，公司40%以上的收入集中在华东地区，其次是华南地区，收入占比约16%，另外，华北、西南、华中地区的收入占比均在10%左右，公司产品销售网络基本实现全国覆盖。

图表 3 2013-2020 年公司各项业务收入占比



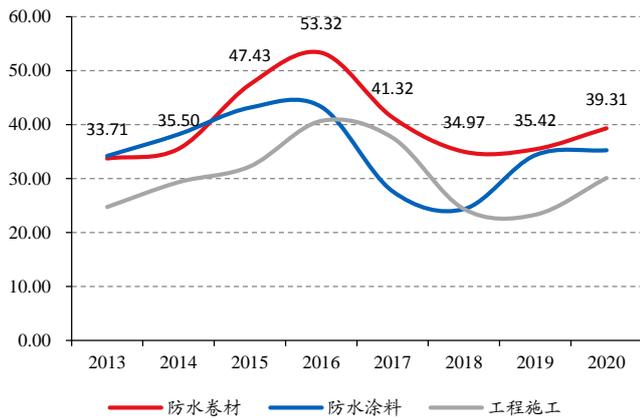
资料来源：wind、华创证券

图表 4 2014-2020 年公司分业务营收增速



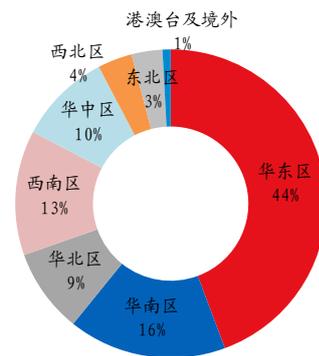
资料来源：wind、华创证券

图表 5 公司主要业务毛利率水平（%）



资料来源：wind、华创证券

图表 6 2019 年公司分地区收入占比

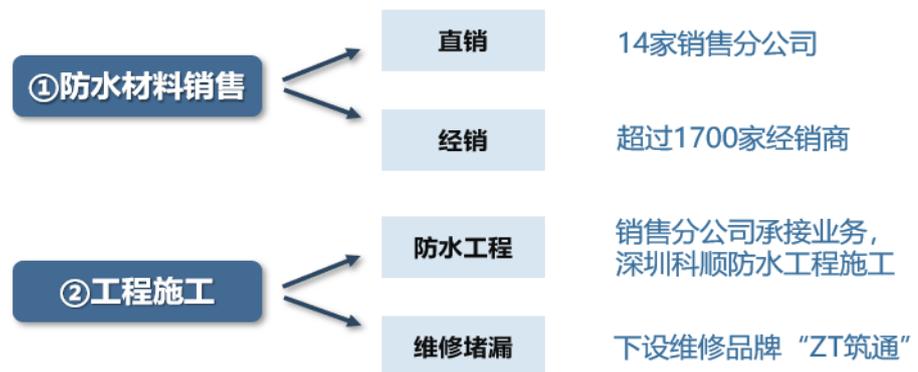


资料来源：联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、华创证券

公司材料销售业务主要依托“直销+经销”的销售模式开展，直销方面，公司在全国范围内已设立了 14 家销售分公司，主要面向大型房企、重大工程及区域市场。经销方面，公司通过与当地的防水材料商行和建筑防水工程公司合作，加大市场覆盖，截至 2020 年底，已与超过 1700 家经销商建立合作关系，经销商数量同比增长约 70%。

工程施工业务包括防水工程施工和维修堵漏，二者收入比例约 5:1。防水工程施工业务一般由各地销售分公司进行业务承接，由深圳科顺防水工程有限公司负责施工，主要面向轨道交通、地下管廊、桥梁等基础设施以及地产项目，维修堵漏业务则是为工业厂房、公共建筑、地产项目等提供后期翻新、堵漏等服务。

图表 7 公司主要业务经营模式



资料来源：公司公告、华创证券

（三）收入持续高增，盈利已现拐点

2013-2020 年，公司营收从 8.31 亿增至 62.38 亿元，归母净利润从 0.40 亿增至 8.90 亿元，七年复合增速各为 33.37%、55.77%，规模持续扩张，但收入与业绩增长的节奏并不完

全一致。2017-2018年，受原材料价格、市场竞争激烈、产能快速扩张、减值损失等多重因素影响，公司业绩连续两年负增长，涂料业务盈利能力降至历史低位，2019年起，公司盈利拐点逐步显现，除了受益于原材料价格下降，公司的管理能力、规模效应也在增强，加之行业生态改善，经营质量显著提升。

- 1) **2013-2016年：成本下行，业绩高增。**得益于国际原油价格的持续下降，公司业绩始终以大幅高于营收的速度增长，3年营收CAGR为10%，但业绩复合增速高达37%，毛利率由2013年的33%提升至2016年的近50%，净利率由不足5%提升18%；
- 2) **2017-2018年：成本上行，规模扩张，盈利能力下降。**2017年起原材料价格开始恢复性上涨，加上公司北京科顺生产基地停产、防水材料销售单价小幅下滑等一系列因素，公司业绩首次出现负增长，且涂料毛利率降至30%以下，但整体毛利水平仍属于正常范围。2018年，行业竞争愈发激烈，防水材料成本上行价格下行，且公司产能高速扩张，毛利率降至历史低位，另外减值损失也侵蚀了部分利润，2018年公司业绩仍为负增长。
- 3) **2019-2020年：盈利现拐点，高质量发展踏入新阶段。**受益地产集中度提升以及集中采购常态化的趋势，公司营收增速继续维持高位，另外，随着募投项目逐步推进，公司规模效应逐渐显现，对上下游的话语权也有所增强，经营情况逐渐好转。在原材料价格回落的基础上，公司还通过优化生产工艺、产品结构以及客户结构等提高毛利率（涂料业务毛利率恢复至35%以上），盈利能力明显改善，2019-2020年各实现96%、145%的业绩高增长。

图表 8 2013-2020 年公司收入及同比增速



资料来源: wind、华创证券

图表 9 2013-2020 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: wind、华创证券

图表 10 2014-2019 年公司防水卷材产能及同比增速



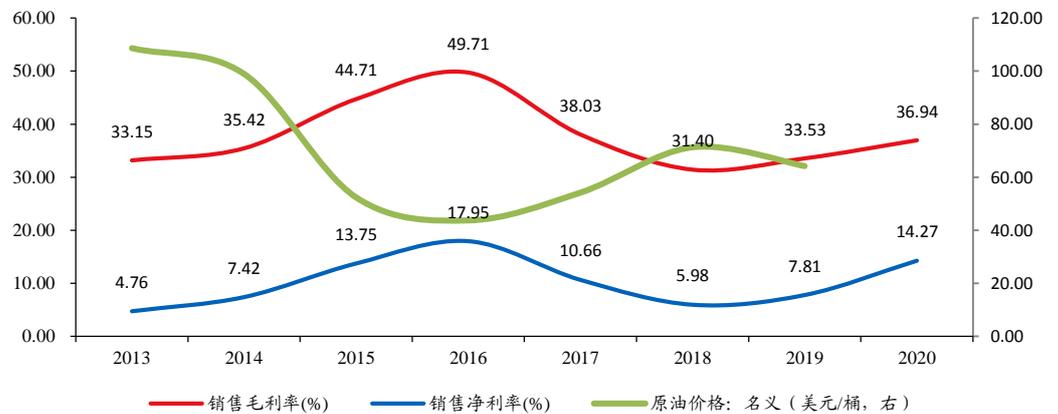
资料来源: 招股说明书、联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、华创证券

图表 11 2014-2019 年公司防水涂料产能及同比增速



资料来源: 招股说明书、联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、华创证券

图表 12 公司 2013-2020 年公司毛利率、净利率及名义原油价格



资料来源: wind、华创证券

图表 13 2014-2019 年公司卷材和涂料业务产销情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
卷材						
年产能 (万平)	3900	5250	6000	6940	11310	17090
yoy (右)		34.62%	14.29%	15.67%	62.97%	51.11%
产量合计	3753.82	4245.34	5867.19	8765.37	13298.92	19235.38
yoy (右)		13.09%	38.20%	49.40%	51.72%	44.64%
其中: 自产 (万平)	3596.1	4242.76	5818.96	7610.18	12794.77	18077.13
外购数量	157.72	2.58	48.23	1155.19	504.15	1158.25
产能利用率 (%)	92.21	80.81	96.89	109.66	113.13	105.78
销量	3718.32	4257.48	5824.82	7751.02	12179.32	16554.08
产销率 (% , 右)	99.05	100.29	99.28	88.43	91.58	86.06
平均售价 (元/平)	20.17	19.40	18.00	17.38	16.78	19.14
平均成本 (元/平)	13.01	10.20	8.40	10.20	10.91	12.36
单平毛利率	35.50%	47.42%	53.33%	41.31%	34.98%	35.42%
涂料						
年产能 (万吨)	1.70	2.00	2.50	5.47	8.98	15.65
yoy (右)		17.65%	25.00%	118.80%	64.17%	74.28%
产量合计	1.52	1.78	2.24	6.73	12.35	18.13
yoy (右)		16.81%	26.33%	199.80%	83.51%	46.80%
其中: 自产 (万吨)	1.51	1.77	2.23	6.23	10.7	17.4
外购数量 (吨)	125	63	148	5000	16600	7300
产能利用率 (%)	88.82	88.50	89.20	113.89	119.15	111.18
销量	1.53	1.76	2.24	6.67	10.64	15.13
产销率	100.57	99.04	99.79	99.1	86.11	83.46
平均售价 (元/千克)	6.74	6.79	6.34	6.00	5.53	6.10
平均成本 (元/千克)	4.16	3.86	3.59	4.34	4.18	4.01
单吨毛利率	38.28%	43.15%	43.38%	27.67%	24.41%	34.26%

资料来源: 招股说明书、联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、华创证券

二、产能扩张助力成长，基建地产同步发力

(一) 产能: 目标 2021-2023 年复合 40% 增长

截止 2020 年年末, 公司在昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南等地已布局九大生产基地, 防水卷材产能达到 3.86 亿平 (其中高分子卷材 3600 万平), 防水涂料产能 68 万吨 (非固化 11 万吨、聚氨酯 17 万吨、水性干粉 40 万吨), 成为业内第二家实现全国化布局的防水企业, 根据**公司规划, 未来三年 (2021-2023 年) 产能将保持 40% 的复合增长**。防水行业的运输半径一般为 500 公里, 产能的扩张不仅有利于公司业务承接量的增长, 同时也有望增强规模效应, 扩大利润空间。

图表 14 截止 2020 年底公司八大生产基地布局及产能情况

基地	投产时间	年产能
昆山科顺厂	2009 年	2750 万平方米防水卷材
佛山科顺厂	2015 年	3840 万平方米防水卷材 5.30 万吨防水涂料
重庆科顺厂	2017 年	2500 万平方米防水卷材 3.25 万吨防水涂料
德州科顺厂	2017 年 (一期)	3600 万平方米防水卷材 3.35 万吨防水涂料
	2020 年 (二期)	

基地	投产时间	年产能
	在建（三期）	
鞍山科顺厂	2017年	1700万平方米防水卷材
南通科顺厂	2017年	2100万平方米防水卷材 3.25万吨防水涂料
荆门科顺厂	2020年	600万平方米防水卷材 0.50万吨防水涂料
渭南科顺厂	2020年	4000万平沥青防水卷材，500万平高分子防水卷材，2万吨防水涂料，10万吨特种砂浆
福建科顺厂	在建	4000万平沥青防水卷材，500万平高分子防水卷材，4万吨防水涂料，10万吨特种砂浆

资料来源：公司年报、招股说明书、联合资信《科顺防水科技股份有限公司2020年度主体信用评级报告》、华创证券

公司防水卷材产品可分为改性沥青类、高分子类、耐根穿刺类三种，其中改性沥青类占比较高，代表产品 APF-3000 系列卷材是公司自主研发的高性能、冷施工、自粘型产品，其最薄的一种厚度只有 1.2mm，最厚的也只有 2mm，显著低于其他改性沥青类卷材。防水涂料可分为聚氨酯类、聚合物水泥类、丙烯酸类、改性沥青类四种，其中聚氨酯类为主要产品。防水涂料以聚醚、异氰酸酯、聚醚多元醇等为主要原材料，相对卷材来说，对沥青的依赖更低，适用于任意几何形状，相对附着力较强，且可适用于潮湿基面，缺点在于施工质量不易把控，抗裂性较弱，且不易修补。

图表 15 科顺股份主要产品概览

科顺股份主要产品				
防水卷材	类别	厚度	有无沥青	应用范围
	APF-3000 自粘卷材	1.2~2mm	有	地下工程、屋面工程防水
	APF-500 自粘卷材	3mm、4mm	有	地下工程、屋面工程防水
	SBS 防水卷材	3mm、4mm	有	地下工程、屋面工程防水
	耐根穿刺卷材	4mm、5mm	有	有种植的地下工程顶板、种植屋面
	铁路桥用卷材	4.5mm	有	铁路桥面防水
	APF-C 高分子自粘胶膜卷材	1.2mm、1.5mm、1.7mm	无	地下工程底板、没有施工空间的侧墙、地铁车站、隧道、洞库等工程防水
防水涂料	类别	参考使用量	有无沥青	应用范围
	KS-911 双组份聚氨酯防水涂料	1.2~1.5kg/m ²	无	地下工程、屋面工程、室内工程防水
	KS-929 威固单组分聚氨酯防水涂料	1.3~1.5kg/m ²	无	地下工程、屋面工程、室内工程防水
	KS-939 铁路桥用聚氨酯防水涂料	1.2~1.5kg/m ²	无	铁路桥面工程防水
	KS-906 丙烯酸酯防水涂料	1.7~1.8kg/m ²	无	新建屋面工程、维修工程防水
	KS-520 非固化橡胶沥青防水涂料	1.1~1.25kg/m ²	有	地下工程、屋面工程防水
	KS-560 喷涂橡胶沥青防水涂料	1.8~2.0kg/m ²	有	地下工程、屋面工程防水
KS-988A 聚合物水泥防水涂料	1.8~2.0kg/m ²	无	地下工程、屋面工程、室内工程防水	

科顺股份主要产品

料			
KS-901E 聚合物防水灰浆	0.9 ~ 1.1kg/m ²	无	建筑物外墙、内墙、地下工程迎水面、背水面防水

资料来源: 公司官网、公司 2020 年度第一期超短期融资券募集说明书、华创证券

(二) 渠道: 加大经销商开拓力度

1、直销: 地产客户稳健增长, 市占率持续提升

公司连续多年蝉联“中国房地产开发企业 500 强首选品牌防水材料类榜单”第二名, 2020 年首选率为 20%。我们将榜单上前三名及后三名的首选率相加, 可以发现 2016-2017¹ 年是防水行业的重要节点, 公司于 2018 年上市后紧抓机遇迅速扩张, 在百强地产中的市占率快速提升。根据地产销售 CR100 (2020 年升至 63.2%), 我们估算了百强地产的开发投资额, 按 1% 的防水投资占比计算, 2020 年百强房企的防水材料采购额约 894 亿, 同比+10%, 假设公司防水材料销售收入的 80% 来自地产客户, 则在百强房企中的市占率约 4.66%, 较上市之前提升了近 2 个百分点。公司目前已与碧桂园、万科地产、融创地产、中梁地产、万达地产等超 100 家知名房企确定战略合作关系, 由于地产调控收紧上游集中度提升、消费升级落后产能淘汰、以及防水行业标准提升、环保力度加大等因素, 行业马太效应愈发强化, 我们预计该趋势仍将持续, 头部企业的行业地位将会进一步提高。

图表 16 公司主要地产客户



资料来源: 公司官网

图表 17 地产 500 强防水材料供应商榜单前三名及后三名首选率变化及公司历年首选率



资料来源: 中房网、华创证券

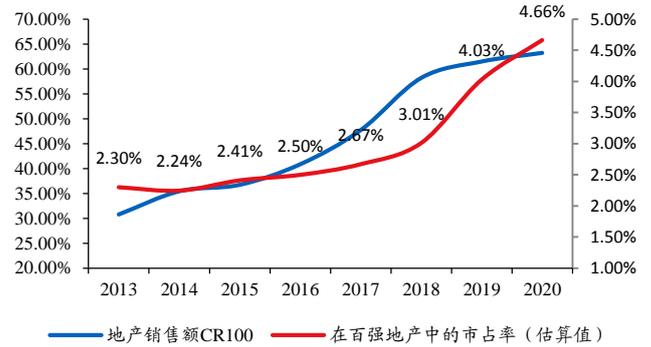
¹ 房地产开发企业 500 强首选品牌榜单于每年年初发布, 故实际反映的应是上一年的值。

图表 18 百强地产对应防水市场规模及同比增速



资料来源: wind、华创证券测算

图表 19 百强地产销售集中度及公司在百强地产中的市占率测算



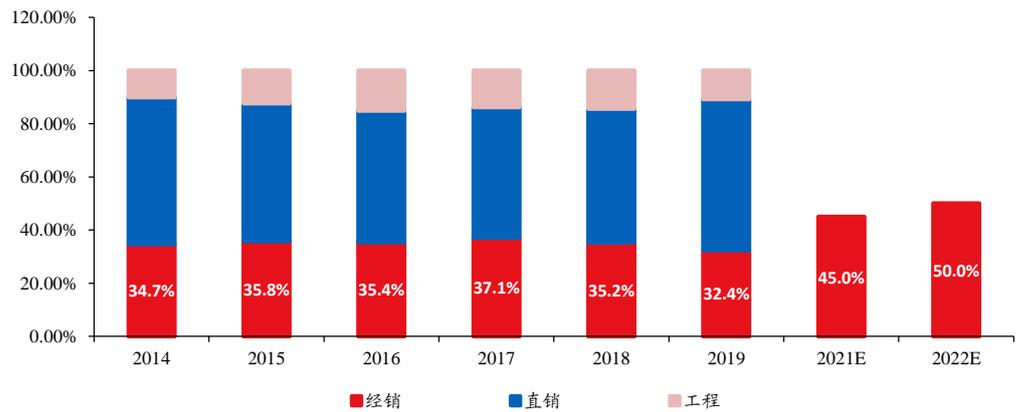
资料来源: 房天下、华创证券测算²

2、经销：2021 年目标经销渠道收入占比 50%

大力发展经销商，目标经销渠道收入占比提升至 50%。2019 年，公司通过直销模式实现收入 26.41 亿元，占总营收的 56.78%，来自经销渠道的收入为 15.06 亿元，占比 32.38%。近两年公司开始加大力度拓展经销渠道，为扩大经销商融资渠道，2019 年末公司发布《经销商信用规范管理办法》及《关于公司为经销商担保的公告》，拟对符合资质条件的下游经销商提供总额不超过 2.9 亿的金融机构贷款连带担保，担保期限不超过 12 个月，同时也由被担保经销商及其控股股东、实际控制人向公司提供反担保。2020 年 4 月，公司公告称，将担保期限由之前的不超过 12 个月延长至不超过 36 个月，即不超过 2022 年 12 月 2 日。根据规划，公司目标 2021 年经销收入占比达到 45%，重点经销商客户达到 200 家，2022 年经销收入占比达到 50%，由于工程板块收入均属于直销，故材料销售收入中经销的占比将更高。

我们认为，经销渠道的大力扩张有助于公司降低交易成本、加快市场覆盖，同时也有望降低应收账款风险，优化现金流。公司的经销商大多是面向地方的小房企或市政项目，地方市场早期充斥着大量的非标产品，头部防水企业在面对小品牌时，产品的质量、品牌和服务都占据绝对的优势，公司通过加密经销商可以快速扩大市场覆盖，延伸业务触角，另外，经销渠道也有助于减轻公司的资金压力。防水行业上游为石油化工企业，下游为房企和基建企业，企业对上下游的议价能力都相对较弱，行业的资金需求较大，经销渠道的推广可以显著缩短账期，优化现金流。

² 公司地产部分收入均按防水材料销售收入的 80% 估算

图表 20 公司各渠道收入占比及未来规划


资料来源：招股说明书、公司 2020 年度第一期超短期融资券募集说明书、公司年报、华创证券

图表 21 公司被担保经销商需满足条件

公司被担保经销商需满足条件	
1	与本公司业务合作超过 12 个月且未出现账款逾期情况；
2	与本公司或其分子公司签订经销商协议，且年度销售任务在 300 万元以上；
3	资产负债率低于 70%
4	连续两年盈利
5	企业及实际控制人征信良好
6	通过银行等金融机构资信审核
7	不存在重大未决诉讼、仲裁案件
8	与公司控股股东及实际控制人、董事、监事、高级管理人员不存在关联关系。

资料来源：公司公告、华创证券

（三）下游：基建收入有望提速

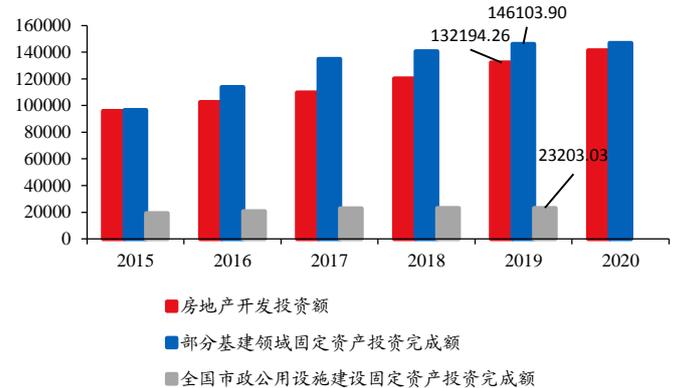
基建市场生态改善，利好头部防水企业。防水材料广泛应用于水利工程、高铁、道路桥梁、市政建设等建设工程，2020 年全国铁路运输、道路运输、航空运输、管道运输、水上运输合计投资额高达 5.9 万亿，假设防水材料投资额占比 0.7%，则对应防水市场为 416 亿，另外水利环境公共投资规模大概在 8~9 万亿，市政公用设施建设投资在 2 万亿以上，预计两者也将贡献百亿级别的防水材料需求，整体看，基建防水市场与地产防水市场规模基本相当。公司目前基建收入占比在 20% 左右，根据 2020 年年报，基建市场“最低价中标”现象逐渐改善，部分总包企业也开始实施战略集采，公司将“努力开发优质基建项目，提高基建客户收入占比”。

图表 22 地产开发投资及广义基建固定资产投资累计同比



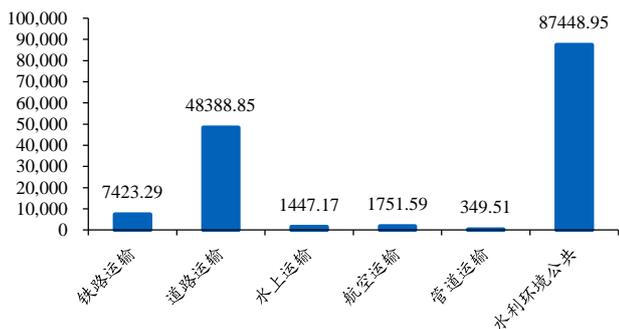
资料来源: wind、华创证券

图表 23 2015-2020 年部分基建、市政领域固投完成额及地产投资开发额 (亿元)



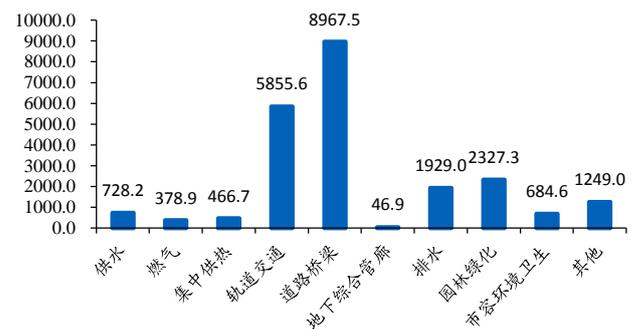
资料来源: wind、华创证券 (注基建固投包括铁路运输、道路运输、水上运输、航空运输、管道运输、水利环境公共六个领域)

图表 24 2020 年部分基建领域固定资产投资完成额 (亿元)



资料来源: wind、华创证券

图表 25 2019 年各领域市政公用设施建设固定资产投资完成额

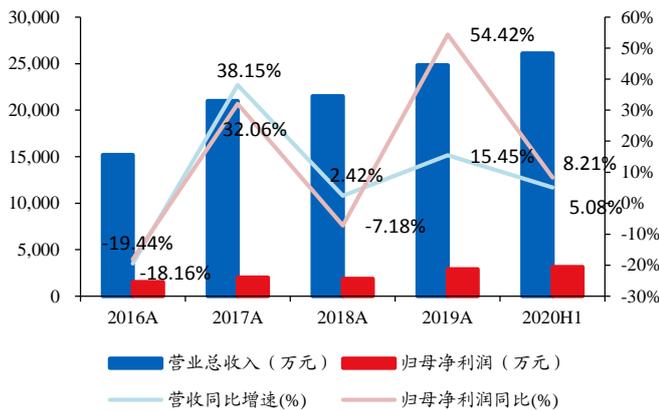


资料来源: wind、华创证券

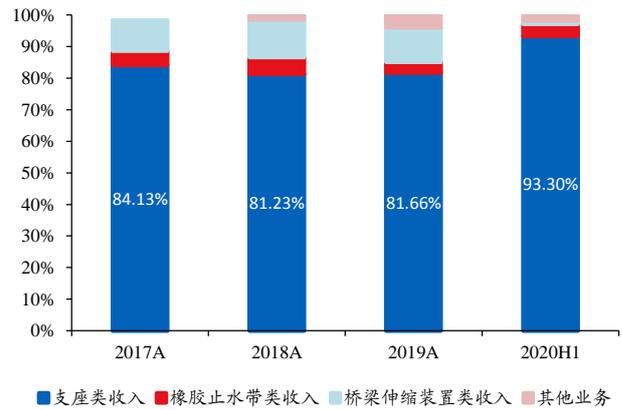
(四) 其他: 收购丰泽强化协同

公司于 2021 年 3 月 17 日与丰泽股份公司 89 名股东签署协议, 以发行股份及支付现金购买资产方式收购丰泽智能装备股份有限公司 100% 股权, 股权预估值为 4.96 亿元。本次购买其 99.90% 的股权交易对价初定为 4.95 亿元, 以发行股份方式支付 4.25 亿元, 发股价格定为 23.50 元/股, 以现金方式支付 0.70 亿元。

我们认为, 此次收购丰泽股份一方面可以丰富公司产品品类, 培育新的业绩增长点, 另一方面可以加强与公司主业渠道协同, 拓展基建领域业务, 从而扩大非房收入占比。丰泽智能装备股份有限公司成立于 2003 年, 2014 年在新三板挂牌上市, 2018 年进入“创新层”, 公司主营业务是为公路、铁路、建筑等重大工程提供隔震、止排水技术方案, 以及支座、止水带和伸缩装置等产品。丰泽股份是国内目前支座、伸缩装置、止水带三类产品全部通过中铁铁路产品认证中心 CRCC 认证的 5 家企业之一, 基础设施相关资质齐全, 在进入壁垒较高的铁路行业具备一定的竞争优势。2019 年丰泽股份实现收入 2.45 亿, 归母净利润 0.31 亿, 同比各增长 5%、8%, 归母净利率约 12.65%。丰泽股份承诺, 2021-2023 年度, 将实现扣非后归母净利润孰低计算不低于 4200 万元、5040 万元、6048 万元。

图表 26 2016-2020H1 丰泽股份营收及归母净利润


资料来源: wind、华创证券

图表 27 2016-2020H1 丰泽股份主营业务占比


资料来源: wind、华创证券

三、高质量经营开启公司发展新阶段

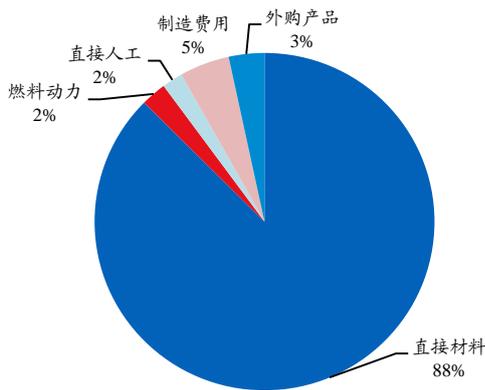
(一) 规模效应逐渐显现，盈利水平有望提升

1、增加沥青储罐平抑原材料价格波动

防水材料的生产成本通常由直接材料、燃料动力、人工、费用等几部分构成，其中原材料成本占比近 90%，主要包括沥青、膜类、聚酯胎基、SBS 改性剂等。沥青是原材料成本中占比最高的一部分，2019 年公司用于沥青的采购金额为 10.75 亿元，占材料业务成本的 43%，占总营业成本的 35%，若产品价格不变，沥青价格每上涨 10%，将导致公司综合毛利率下降约 2 个百分点，若维持毛利率水平不变，则卷材价格应上涨 4%~5% 左右。

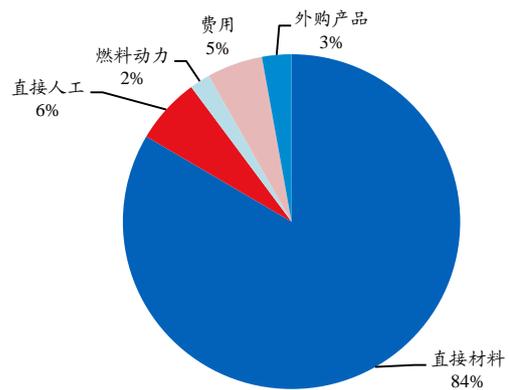
我们认为沥青价格是公司近几年盈利情况波动较大的主要因素之一，未来随着公司规模扩大，沥青储罐增加、规模效应释放、以及产品品类丰富，料沥青价格影响将逐渐减弱。沥青存储需要在工厂留有土地建设储罐，且其加热、运输均将增加一定成本，故只有产量达到一定规模，企业才会进行沥青储备。公司早期沥青采购主要采取现采模式，随着新建基地逐渐投产，公司开始在荆门、渭南等生产基地增加沥青储罐，目前的储量近一个季度的用量，未来随着储量增加，成本波动性有望减弱；另外，公司部分生产基地已经开始逐步配套特种砂浆、涂料、密封材料等其他产品，产品品类丰富也将降低成本结构中沥青的占比。

图表 28 2020 年公司防水材料销售业务成本拆分



资料来源：公司公告、华创证券

图表 29 2020 年公司总营业成本拆分



资料来源：公司公告、华创证券（注：费用包括制造费用、间接费用、安全生产费，其中制造费用占比超 70%）

图表 30 公司 2019 年原材料采购总量、采购价格以及占成本比例

	采购金额 (万元)	采购数量 (吨或万平)	采购均价 (元/吨或元/平)	占材料销售业务成本 (剔除外购成本)	占总营业成本
沥青	107477.01	341388.6	3148.23	42.93%	34.76%
膜类 (含隔离膜)	19428.42	38584.08	0.5	7.76%	6.28%
聚酯胎基	28084.4	10939.86	2.57	11.22%	9.08%
SBS 改性剂	21357.01	17481.02	12217.26	8.53%	6.91%
聚醚	11600.02	11659.57	9948.92	4.63%	3.75%
乳液	16124.23	27594.28	5843.32	6.44%	5.21%
基础油	11093.88	28479.87	3895.34	4.43%	3.59%
石蜡	4331.5	10052.29	4308.97	1.73%	1.40%
异氰酸酯	2641.73	1894.64	13943.16	1.06%	0.85%

资料来源：联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、公司年报、华创证券（注：沥青、SBS 改性剂、聚醚、乳液、基础油、石蜡、异氰酸酯数量计量以吨为单位，膜类 (含隔离膜)、聚酯胎基数量计量以万平方米为单位)

2、外购比例降低，主业毛利率有望受益

2017 年起，公司业务量开始快速增长，卷材、涂料销量同比各增长 33%、198%，但产能扩张速度各为 16%、119%，均明显低于销量增幅。上市之前，公司主要通过外购方式解决产能不足问题，2017 年外购成本高达 1.6 亿，较上年增长 15 倍，占材料业务成本 15%。但外购产品相对自产产品质量更难以把控，对地产的议价权更差，毛利率也要更低。上市后，公司新建基地逐步投产，外购成本占比降低，2020 年已降至 3.39%，但金额上看依然过亿元，我们认为未来外购成本仍有下降空间，公司材料业务毛利率有望受益。

图表 31 2016-2020 年公司外购成本及外购卷材、涂料数量

	2016	2017	2018	2019	2020
外购成本 (万元)	1084.20	16449.04	10375.86	14950.35	10891.30
占材料销售业务成本比例	1.69%	15.24%	5.85%	5.64%	3.39%
外购卷材 (万平)	48	1155	504	1158	

	2016	2017	2018	2019	2020
占卷材产量比例	0.83%	15.18%	3.94%	6.41%	
卷材业务毛利率（%）	53.32	41.32	34.97	35.42	39.31
外购涂料（吨）	148	5000	16600	7300	
占涂料产量比例	0.66%	7.43%	13.44%	4.03%	
涂料业务毛利率（%）	43.29	27.68	24.37	34.33	35.25

资料来源：联合资信《科顺防水科技股份有限公司 2020 年度主体信用评级报告》、公司招股说明书、公司年报、华创证券（注：产量指公司生产部分与外购部分合计值）

（二）精细化管理降本提效，人均创利创新高

公司 2020 年期间费率降至 15.10%，为历史最低值，除研发费率外，其他三项均有不同程度的下降，与同业对比也均处于低位，受益于管理增强，公司经营效率显著提升，人均创利达到 26.36 万，同比增幅超 100%。我们横纵向对比了公司过去几年期间费率的变动情况，发现：

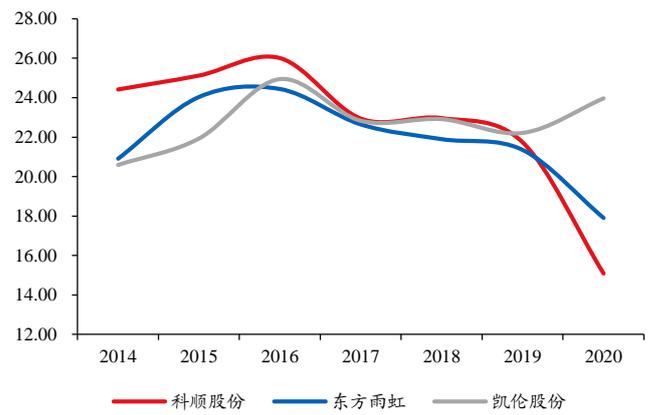
- 1) **头部企业受益规模扩张，均存在一定的规模效应。**2017 年起三家防水上市公司期间费率均有大幅的下降（主要是管理费率降低），之后小幅下行，东方雨虹凭借规模优势，费率下降幅度略高于科顺股份和凯伦股份，2020 年三家公司期间费率走势出现分化，主要系东方雨虹和科顺股份将运费计入方式调整至营业成本，若剔除该因素影响，则东方雨虹期间费率为 20.89%，同比-0.47pct，凯伦股份受销售费用影响费率提升，我们认为，三家上市防水企业虽然规模上存在一定差距，但其实对比业内的非上市企业，均已经建立了一定的规模优势；
- 2) **精细化管理+规模扩张降低运输费率，与东方雨虹之间的差距逐渐减小。**2017-2019 年，公司运输费率呈上升趋势，2019 年已增至 5.44%，而东方雨虹的运输费率大约为 3%~4%，仅运输费用一项就造成了过去公司与雨虹之间近 2 个点的盈利差距。根据 2020 年年报，公司“通过上线仓储物流管理系统，优化供应链管理，有效降低运输费用率”，年报中虽未披露具体的运输费用，但由于东方雨虹与公司均将运输费用调整至营业成本，我们认为毛利率可以作为一个衡量指标。公司与东方雨虹 2020 年综合毛利率各为 36.94%、37.04%，差距极小，考虑到二者生产毛利率可能相差并不多（原材料价格低位），则我们认为公司运输费率已降至与雨虹同等水平，或者相差较小。
- 3) **剔除运费影响，销售费率仍是下降的。**公司 2020 年销售费率为 6.24%，同比大幅下降 6.14pct，我们假设运输费率为 3%~5%，则即使剔除运费计入方式变化的影响，公司销售费率仍然下降了 1.14~3.14pct，公司精细化管理成效显著。

图表 32 2015-2020 年公司四项费用率情况



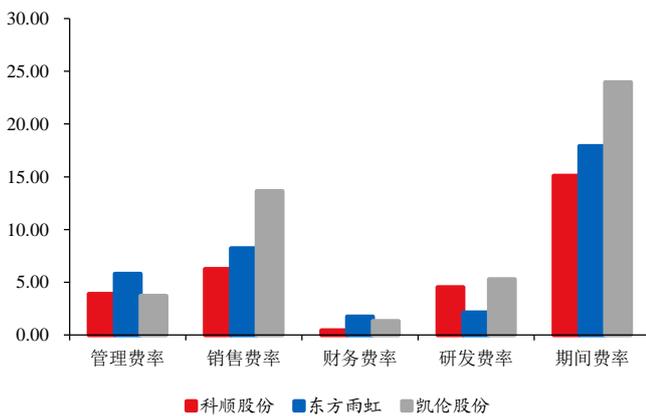
资料来源: wind、华创证券

图表 33 三家上市防水企业 2014-2020 年期间费率对比



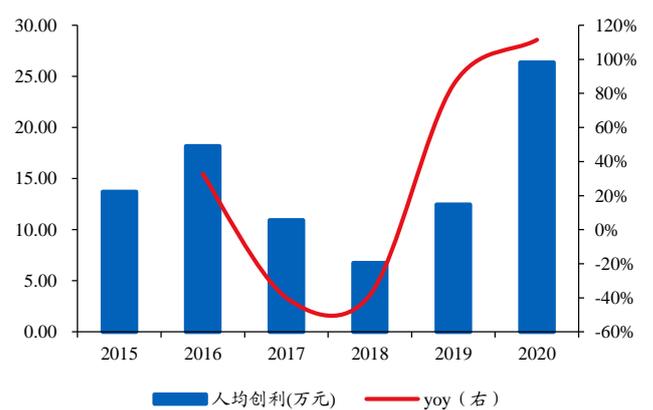
资料来源: wind、华创证券

图表 34 三家上市防水企业 2020 年期间费率拆分



资料来源: wind、华创证券 (注: 管理费率不含研发)

图表 35 公司 2015-2021 年人均创利情况



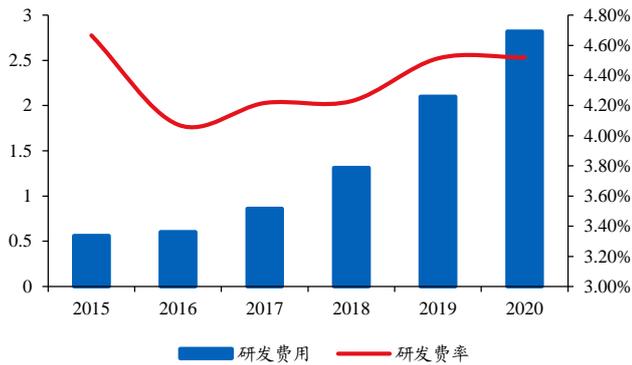
资料来源: wind、华创证券

(三) 重视研发能力, 强化创新驱动

公司为国家火炬计划重点高新技术企业, 拥有业内领先的研发中心, 截止 2020 年末, 拥有和正在申请的专利超 280 项, 其中发明专利 98 项。公司上市后不断加大研发投入, 2020 年, 研发费用同比+34%至 2.82 亿, 研发费率继续保持在 4.5%左右, 较上市前明显提升。

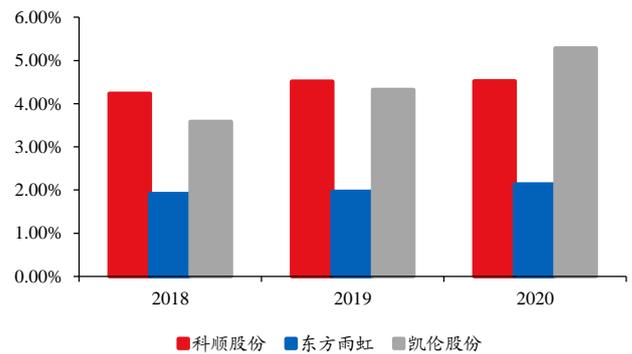
公司 2020 年新产品“APF-5000 非沥青基防水卷材”被中国国际屋面和建筑防水技术展览会评为优秀新产品, 另外“丁基橡胶自粘热塑性聚烯烃卷材和特种涂料防水系统”荣获佛山高新技术进步奖三等奖, 研发团队刊登 SCI 论文 1 篇。

图表 36 2015-2020 年公司研发费用及研发费率



资料来源: wind、华创证券

图表 37 2018-2020 年防水公司研发费率对比



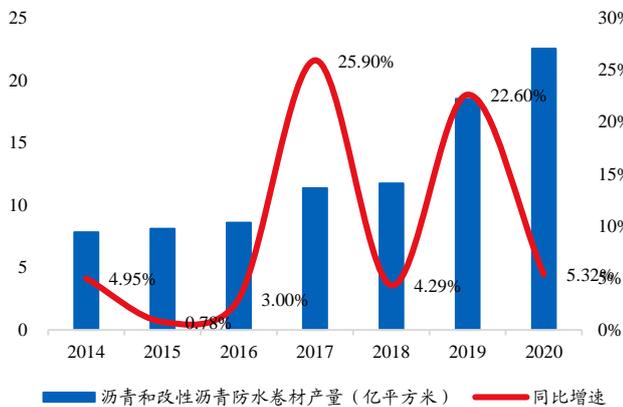
资料来源: wind、华创证券

四、行业：大浪淘沙，强者愈强

(一) 规上企业利润稳步增长

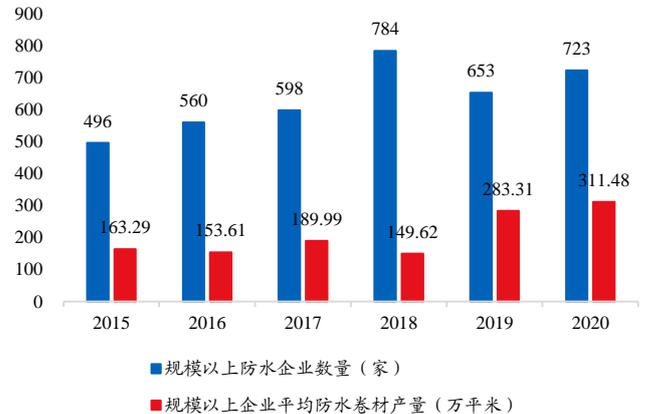
根据中国建筑防水协会，2020 年全国规模以上防水企业合计营收 1087 亿元，同比增长 4.6%，利润总额 73.97 亿元，同比+12.07%，行业规模以上企业利润已连续四年保持两位数增长。从产量来看，2020 年规上企业合计生产防水卷材 22.52 亿平，同比+5.32%，平均产量增长至 311 万平，是 2018 年的两倍之多，规模以上防水企业数量同比+70 家至 723 家，亏损企业 70 家，占规模以上企业的 9.68%，分化明显。

图表 38 规模以上企业防水卷材及增速



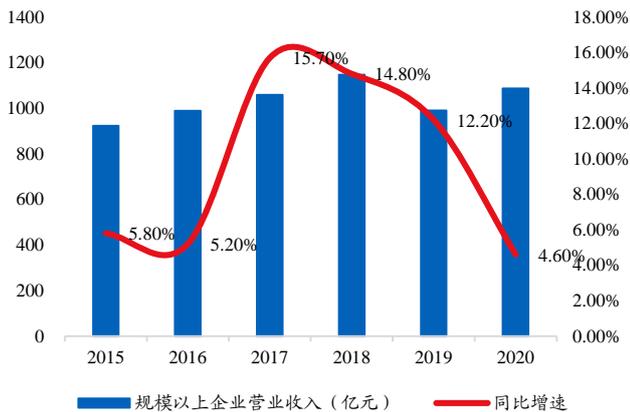
资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

图表 39 规模以上防水企业数量及平均产量



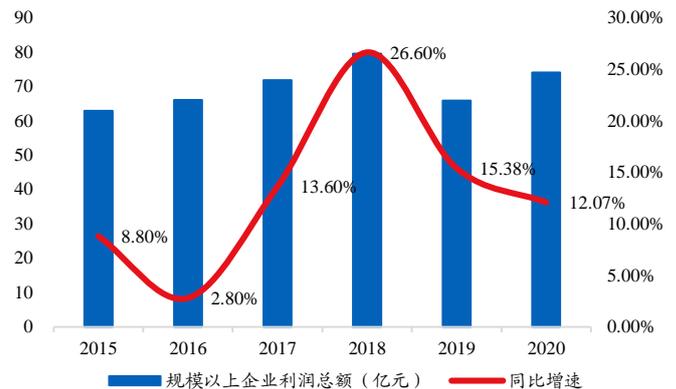
资料来源: 中国建筑防水协会、华创证券

图表 40 规模以上防水企业营业收入及增速



资料来源：中国建筑防水协会、华创证券

图表 41 规模以上防水企业利润总额及增速



资料来源：中国建筑防水协会、华创证券

（二）防水行业集中趋势不改

B 端市场放量继续，行业集中度仍有提升空间。2017 年后，防水行业逐步复苏，规模以上企业的收入、利润增速均在建材行业中位居前列，我们认为主要是由于非标产品淘汰、地产格局变化等因素，短期来看，趋势仍将维持，拥抱 B 端市场是目前企业扩大规模的最直接的途径之一。

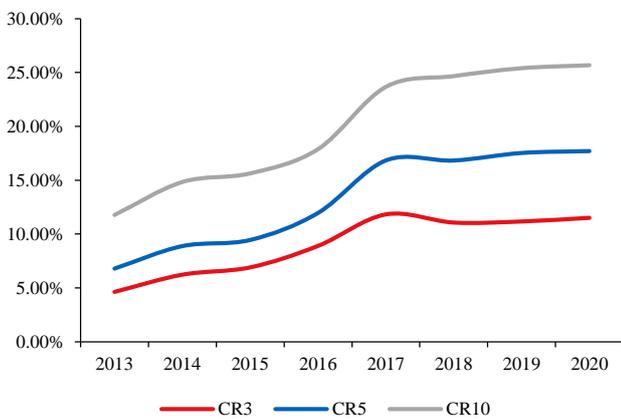
- 1) 行业标准提升，劣币驱逐良币现象改善：**2017 年 6 月质检总局办公厅关于印发《2017 年建筑防水产品质量提升专项行动方案》，引导行业产品质量提升，加上供给侧改革以及环保监管等宏观因素，小企业生存空间受到压缩。2019 年住建部发布《住宅项目规范（征求意见稿）》，提出“屋面防水设计年限不低于 20 年，卫生间防水设计年限不低于 15 年，地下工程防水不低于建筑设计年限（ ≥ 50 年）”，而现行的标准则要求“屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏，为 5 年”，尽管目前最新的质保期要求尚未落地，但预计行业标准大概率将有所提升，我们认为质保期的延长将降低 B 端客户对价格的敏感度，进一步推动行业品牌化发展；
- 2) 地产集采模式推广，下游行业集中度提升，防水显著受益：**2015 年后，地产集中度明显提升，加之集采模式逐步推广，部分下游行业也随之受益，其中，由其以防水行业表现较为明显。从市场参与者来看，防水行业外资品牌较少，国内头部企业和小企业分化明显，随着地产加速集中，防水行业品牌效应日益显著；公司作为行业龙头之一，目前市占率尚不足 5%，成长空间广阔；
- 3) 地产高韧性支撑下游需求：**2020 年全国房地产投资开发额 14.14 万亿，同比+7.0%，地产销售额同比+9%至 17.36 万亿。截止 2021 年前三月，全国地产新开工面积及竣工面积同比增速均在 20%以上，地产行业仍然保持了较高的韧性。我们认为，疫情影响下，国内经济增长对于内需的依赖性增强，房地产市场预计以稳为主。竣工方面，根据华创地产，地产竣工的趋势性修复可推动下游行业 2-3 年的需求释放，叠加集中度因素，头部防水企业需求无忧。

图表 42 2014-2019 年三家防水企业减值损失占利润总额比例

《住宅项目规范 (征求意见稿)》2019		《建设工程质量管理条例的规定》2000	
类别	设计工作年限 (年)	建设工程质量保修	
结构	不低于 50 年	(一) 基础设施工程、房屋建筑的地基基础工程和主体结构工程, 为设计文件规定的该工程的合理使用年限;	
屋面防水	不低于 20 年	(二) 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, 为 5 年;	
卫生间防水	不低于 15 年	(三) 供热与供冷系统, 为 2 个采暖期、供冷期;	
地下工程防水	不低于建筑设计工作年限	(四) 电气管线、给排水管道、设备安装和装修工程, 为 2 年	
管线工程	不低于 15 年		
公用设备	不低于 15 年		
户门及外窗	不低于 20 年		
外保温系统	不低于 25 年		

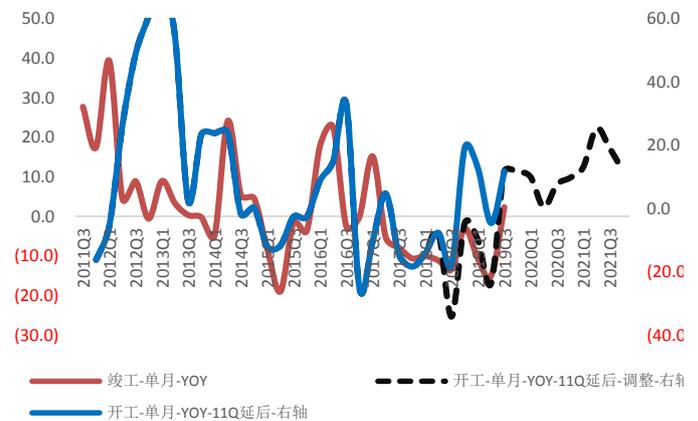
资料来源: 国务院、住建部、华创证券测算

图表 43 2013-2020 年地产销售集中度



资料来源: wind、华创证券 (以固定房企名单计算)

图表 44 新开工同比 11QMA 与竣工同比



资料来源: wind、华创证券 (转自华创地产)

图表 45 全国房地产开发投资额累计增速



资料来源: wind、华创证券

图表 46 全国房地产新开工面积及竣工面积累计增速



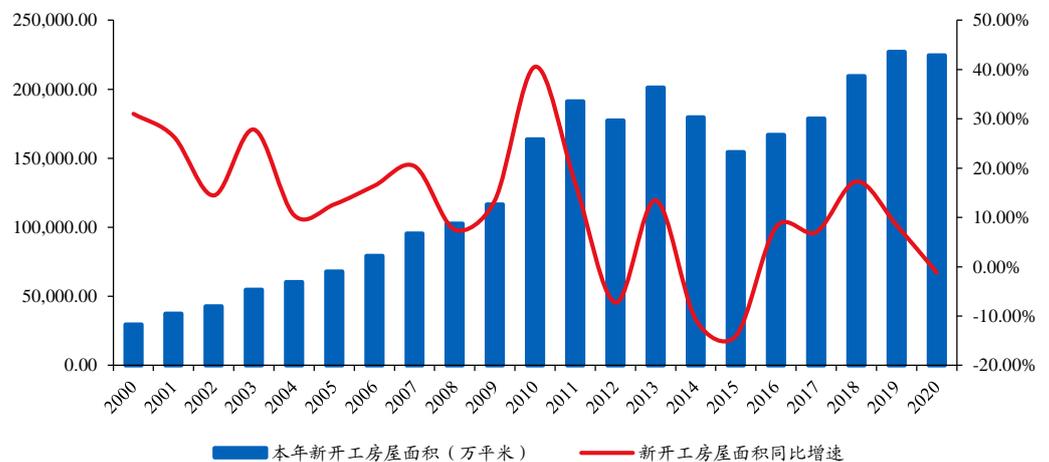
资料来源: wind、华创证券

（三）防水修缮打开后建筑时代需求空间

地产迈入存量时代，房屋修缮市场空间广阔。据中国建筑防水协会 2016 年发布的《关于推进建筑防水行业供给侧改革的若干意见》，我国既有的建筑面积（含工业建筑）近 1000 亿平，对应的屋面面积约 150 亿平，按 6~8 年翻新期计算，每年需要进行翻新的建筑面积达 20 亿平。由于翻修费用远高于新建费用，预计后建筑时代，存量房屋的防水修缮市场规模将逐步超过新建市场。

修缮市场面向 C 端，料品牌溢价效应将改善企业现金流及周转情况。目前国内主流的防水企业仍以 B 端客户为主，C 端的修缮市场充斥着大量非标产品，施工水平也参差不齐，导致房屋渗透问题频发。随着新建市场的增速逐步放缓，料主要防水企业发力 C 端将改善竞争格局，淘汰非标产品。而从企业角度来看，C 端市场更加重视品牌效应，尽管前期需要较长时间进行市场开拓，但一旦开拓成功，较 B 端市场相比，品牌溢价效应将更加显著，企业的现金流和周转都将随之好转。

图表 47 2000-2020 年地产新开工面积及同比增速



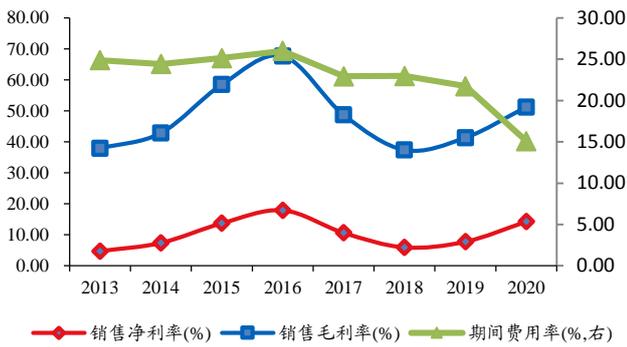
资料来源：wind、华创证券

五、财务分析

（一）盈利水平创新高

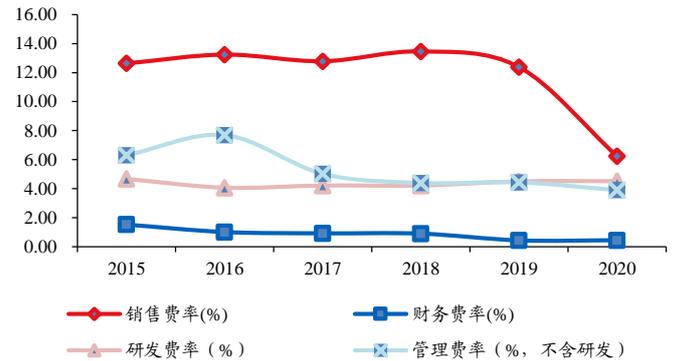
公司 2020 年净利率达到 14.27%，较上年大幅提升 6.46pct，创 2017 年以来最高值。我们在本篇报告第一部分的第三小节以及第三部分已经分析过公司 2018 年以前盈利较差的原因，这里不再仔细赘述数据，总结下原因，我们认为主要系：1) 涂料业务拖累；2) 外购成本较高；3) 规模优势释放不足，管理费率、运输费率都比较高；4) 原材料仓储能力不足，盈利受沥青价格影响较大；5) 减值损失较多。我们认为随着公司规模扩大，管理增强，以上几个因素的影响都将越来越弱，2020 年报表已经有所体现，即使剔除原材料价格的因素，公司的费用端也已看到明显的改善。

图表 48 公司历年净利率、毛利率和期间费率



资料来源: wind、华创证券

图表 49 公司历年四项费率情况

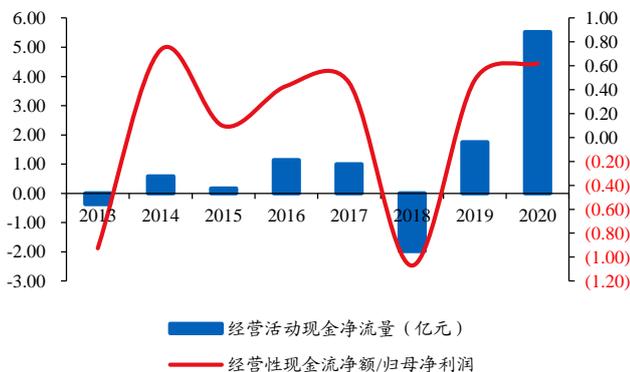


资料来源: wind、公司公告、华创证券

(二) 现金流、周转、ROE 均有提升

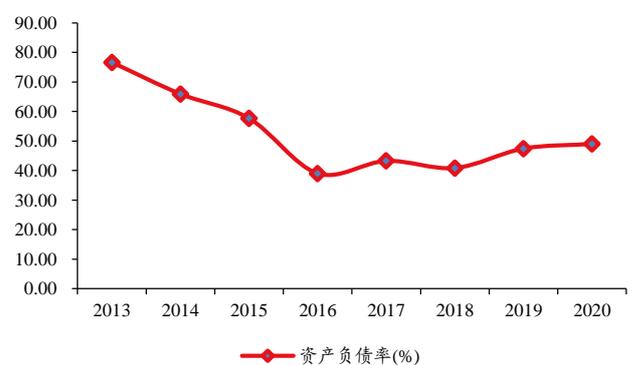
经营质量全面提升，现金流、周转、ROE 均为近几年最好水平。公司 2020 年经营性现金流净额为 5.52 亿，同比大幅增加 3.77 亿，“经营性现金流净额/归母净利润”增至 0.6，同比+0.12。资产负债率维持在 50% 以下。受益于对应收账款和存货周转的加快，营业周期降至 165 天，ROE (加权) 增至 24.53%，2017 年以来首次超 20%，经营质量全面提升。

图表 50 公司历年经营性现金流净额情况



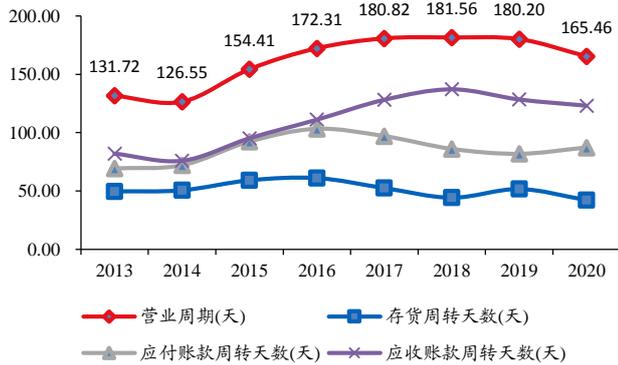
资料来源: wind、华创证券

图表 51 公司历年资产负债率



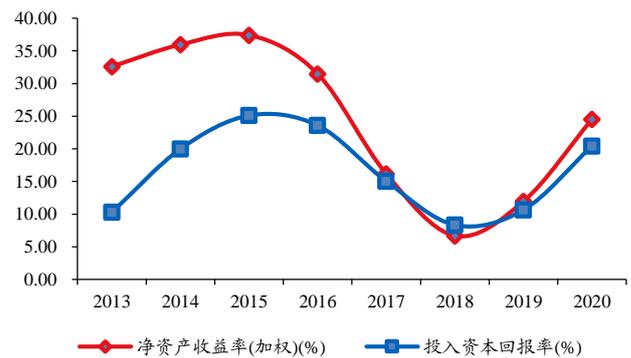
资料来源: wind、华创证券

图表 52 公司历年周转情况



资料来源: wind、华创证券

图表 53 公司历年净资产收益率及投入资本回报率

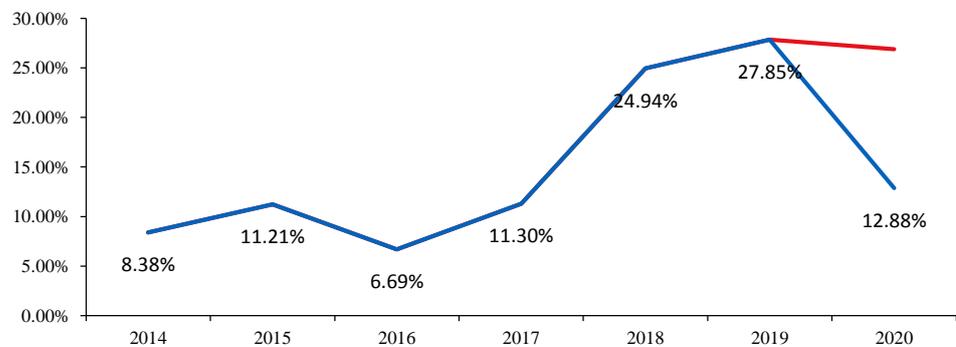


资料来源: wind、华创证券

(三) 减值损失情况边际改善

2018-2019 年公司减值损失增长较快, 两年减值损失各占营业利润的 25%、28%, 对业绩造成了一定的负面影响。2020 年公司减值损失为 2.78 亿, 占营业利润比例降至 27%, 虽然数据上看变化并不明显, 但通过拆解公司的坏账计提可以看到, 2020 年以前公司单项计提的坏账准备占比较低, 主要是对正常的应收款项进行计提, 而 2020 年计提较多主要是受华夏幸福的应收账款和应收票据影响, 公司对该部分进行了 80% 的计提准备, 若剔除华夏幸福的影响, 则减值损失/营业利润比例降至 12.88%。

图表 54 公司历年减值损失/营业利润



资料来源: wind、华创证券

图表 55 公司 2017-2020 年应收账款与应收票据按单项计提的坏账准备

	2017	2018	2019	2020
应收账款与应收票据按单项计提的坏账准备(万元)	911.03	747.73	3334.55	22028.30
占减值损失比例(资产减值损失+信用减值损失)	31.01%	13.51%	28.04%	79.35%
计提单位	零星单位	零星单位	零星单位	零星单位与华夏幸福, 其中华夏幸福 1.45 亿

资料来源: 公司年报、华创证券

六、盈利预测与估值

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润各为 11.25 亿、15.11 亿、19.84 亿，EPS 各为 1.84 元、2.47 元、3.24 元/股，对应 PE 各为 17x、13x、10x。公司产能快速扩张，经营质量持续提高，行业集中度提升趋势不改，给予公司 2021 年 25x 估值，目标价 46 元/股，首次覆盖，给予“强推”评级。

图表 56 公司 2020-2023E 盈利预测与估值

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,238	8,166	10,626	13,467
营业收入增长率	34.1%	30.9%	30.1%	26.7%
归属母公司净利润	890	1,125	1,511	1,984
归属母公司净利润增长率	145.0%	26.3%	34.4%	31.3%
每股收益	1.46	1.84	2.47	3.24
P/E	22	17	13	10
P/B	5	4	3	2

资料来源：wind、华创证券预测

图表 57 公司 2019-2023E 分部业务收入拆分及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	46.52	62.38	81.67	106.26	134.67
增速	50.21%	34.09%	30.92%	30.12%	26.73%
防水卷材	31.69	40.59	51.71	66.19	83.40
增速	55.04%	28.08%	27.40%	28.00%	26.00%
防水涂料	9.23	11.52	14.68	18.79	23.67
增速	56.97%	24.81%	27.40%	28.00%	26.00%
工程施工	5.04	9.90	14.85	20.79	27.03
增速	13.51%	96.43%	50.00%	40.00%	30.00%
其他主营业务	0.07	0.05	0.06	0.07	0.09
增速	-30.00%	-28.57%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	0.49	0.32	0.37	0.42	0.49
增速	390.00%	-34.69%	15.00%	15.00%	15.00%

资料来源：公司年报、华创证券预测

七、风险提示

地产调控情况超预期；原材料价格波动超预期；应收账款回收风险；产能扩张情况不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,420	2,627	3,328	4,429
应收票据	608	796	1,036	1,313
应收账款	2,388	3,127	4,069	5,156
预付账款	151	206	265	334
存货	340	458	592	745
合同资产	365	119	194	307
其他流动资产	1,183	1,157	1,501	1,818
流动资产合计	6,090	8,371	10,791	13,795
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,310	1,918	2,469	2,969
在建工程	369	219	119	69
无形资产	147	153	160	162
其他非流动资产	232	231	233	233
非流动资产合计	2,058	2,521	2,981	3,433
资产合计	8,148	10,892	13,772	17,228
短期借款	659	808	956	1,104
应付票据	925	1,333	1,738	2,135
应付账款	1,087	1,551	1,911	2,406
预收款项	0	245	327	372
合同负债	235	308	401	508
其他应付款	192	192	192	192
一年内到期的非流动负债	27	27	27	27
其他流动负债	616	816	1,075	1,373
流动负债合计	3,741	5,280	6,627	8,117
长期借款	211	349	487	624
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	44	43	43	44
非流动负债合计	255	392	530	668
负债合计	3,996	5,672	7,157	8,785
归属母公司所有者权益	4,152	5,220	6,615	8,443
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	4,152	5,220	6,615	8,443
负债和股东权益	8,148	10,892	13,772	17,228

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	552	1,571	1,135	1,605
现金收益	1,019	1,293	1,740	2,269
存货影响	245	-118	-133	-154
经营性应收影响	-640	-941	-1,181	-1,363
经营性应付影响	170	1,117	848	937
其他影响	-242	220	-139	-83
投资活动现金流	-882	-601	-654	-699
资本支出	-561	-600	-653	-698
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-321	-1	-1	-1
融资活动现金流	648	237	220	195
借款增加	291	286	286	286
股利及利息支付	-31	-156	-200	-254
股东融资	59	60	100	80
其他影响	329	47	34	83

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	6,238	8,166	10,626	13,467
营业成本	3,934	5,362	6,911	8,695
税金及附加	42	60	74	95
销售费用	389	510	663	840
管理费用	243	310	425	552
研发费用	282	376	499	646
财务费用	27	32	35	38
信用减值损失	-243	-150	-180	-200
资产减值损失	-35	-40	-60	-70
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-28	-28	-28	-28
其他收益	26	15	15	15
营业利润	1,033	1,306	1,757	2,309
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	1,039	1,312	1,763	2,315
所得税	149	187	252	331
净利润	890	1,125	1,511	1,984
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	890	1,125	1,511	1,984
NOPLAT	914	1,152	1,541	2,017
EPS(摊薄)(元)	1.46	1.84	2.47	3.24

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	34.1%	30.9%	30.1%	26.7%
EBIT 增长率	136.0%	26.1%	33.8%	30.9%
归母净利润增长率	145.0%	26.3%	34.4%	31.3%
获利能力				
毛利率	36.9%	34.3%	35.0%	35.4%
净利率	14.3%	13.8%	14.2%	14.7%
ROE	21.4%	21.5%	22.8%	23.5%
ROIC	20.8%	20.6%	21.6%	22.3%
偿债能力				
资产负债率	49.0%	52.1%	52.0%	51.0%
债务权益比	22.7%	23.5%	22.9%	21.3%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	123	122	122	123
应付账款周转天数	87	89	90	89
存货周转天数	42	27	27	28
每股指标(元)				
每股收益	1.46	1.84	2.47	3.24
每股经营现金流	0.87	2.47	1.79	2.53
每股净资产	6.53	8.22	10.41	13.29
估值比率				
P/E	22	17	13	10
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	48	38	28	22

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名。

研究员：王卓星

南京大学金融学硕士。2019年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员

助理研究员：郭亚新

南开大学产业经济学硕士。2020年加入华创证券。2020年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第二名，2020年金牛建筑行业最佳分析团队，2020年Wind建筑行业最佳分析师第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。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、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522