

科顺股份 (300737)

 证券研究报告
 2020年10月21日

进击的防水行业头部企业，产能释放迎盈利拐点

前言：国内的防水行业基本形成了“一超多强”的竞争格局，但开发商基于供应链安全和降低成本的诉求希望供应商适度多元和份额平衡，所以行业最终很难形成单一寡头的格局，公司在“多强”中始终保持领先地位，因此其产业价值长期存在。当前时点公司产能扩张和市场拓展并举，盈利拐点明确，给与“买入”评级。

基建地产投资+房地产旧改翻新，市场需求平稳增长

防水行业的下游需求包括基建和房地产，过去5年产量复合增速7.8%，未来受益于基建投资平稳增长和房地产的旧改翻新需求逐步激发，预计行业有望平稳增长，2022年市场规模有望超2000亿元。

产业链的上、下游选择决定了行业长期较难形成单一寡头的竞争格局

国内的防水行业目前基本形成了“一超多强”的竞争格局，东方雨虹占据优势，科顺、北新（并购禹王、蜀羊、金拇指组建而成）、宏源等一批企业构成第二梯队，但产业链上、下游的合理选择决定长期看行业较难诞生单一寡头：从开发商角度，为保证供应链的安全和降低成本适度引入多家供应商是最佳选择；从供应商角度，鉴于开发商是一个杠杆率较高、经营风险长期存在的群体，分散客户、多头并行才有助于实现可持续发展。2019年防水行业CR10不足23%，处分散阶段，头部企业有望齐头并进。

公司：第二梯队的领军企业，产能全国化布局，盈利拐点显现

公司是行业第二梯队的领先企业，随着渭南、荆门生产基地的投产，公司初步完成了全国化产能布局，实现产品运输半径小于500公里。2019年公司防水卷材产能为1.8亿平米，预计到2020年底达2.7亿平米，增幅50%，到2022年实现翻一番以上，防水涂料产能也将同步扩张。

公司不断拓展地产客户数量，新增万科等一线房企，直销渠道份额快速增长，同时公司通过供应链金融支持亦积极扩大经销规模，我们认为公司2022年百亿目标可期，对应每年29%左右的复合增速，且公司注重销售质量，现金流有望改善。

在沥青价格下降周期和规模效应的作用下，公司盈利拐点显现。长期来看，随着全国化布局完善，公司运输装卸费率有望下行，且新建生产基地的沥青储备建设可平滑原材料价格对公司生产成本的波动，盈利稳定性也将增强。短期，沥青等原材料价格下行公司盈利有望大幅提升。

投资建议：公司是第二梯队的领军企业，产业价值长期存在，我们预计2020-2022年EPS为1.1/1.7/2.1元，参考可比公司2020年平均PE32.5x（数据截至2020/10/16，龙头东方雨虹PE31x，我们认为公司2020年公司合理PE估值区间为30-32x，对应目标价33-35元，给予“买入”评级。

风险提示：新生产基地投产时间不及预期、原材料价格上涨超预期、房地产发展不及预期等、新竞争企业的进入。

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入（调高评级）
当前价格	21.82元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	608.70
流通A股股本(百万股)	298.61
A股总市值(百万元)	13,281.76
流通A股市值(百万元)	6,515.57
每股净资产(元)	5.73
资产负债率(%)	49.71
一年内最高/最低(元)	32.17/9.99

作者

李华丰 分析师
 SAC执业证书编号：S1110520060001
 lihuafenga@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《科顺股份-半年报点评:收入持续高速增长，盈利回升超预期》 2020-08-20
- 2 《科顺股份-公司点评:营收快速增长，盈利大幅提升》 2020-01-16
- 3 《科顺股份-季报点评:收入快速增长，盈利弹性显现》 2019-10-29

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,096.75	4,651.96	6,465.47	8,756.89	11,820.20
增长率(%)	51.89	50.22	38.98	35.44	34.98
EBITDA(百万元)	413.72	846.10	965.15	1,277.52	1,620.86
净利润(百万元)	185.27	363.36	672.76	1,004.53	1,276.39
增长率(%)	(14.89)	96.13	85.15	49.32	27.06
EPS(元/股)	0.30	0.60	1.11	1.65	2.10
市盈率(P/E)	71.69	36.55	19.74	13.22	10.41
市净率(P/B)	4.56	4.22	3.39	2.75	2.20
市销率(P/S)	4.29	2.86	2.05	1.52	1.12
EV/EBITDA	10.47	7.40	13.13	9.01	7.25

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 科顺股份：防水材料领先企业	4
1.1. 发展历程：深耕行业 20 余载，建立公司品牌.....	4
1.2. 创始人控股，高管激励充分.....	4
1.3. 公司主营业务结构.....	6
2. 防水行业：千亿行业空间，竞争格局不断优化	7
2.1. 行业概况：上下游、行业特点.....	7
2.2. 市场空间：千亿市场规模，企业迎来成长机遇.....	8
2.3. 竞争格局：大行业、小企业，集中度有望加速提升.....	9
3. 全国化产能布局+盈利改善，有望与第二梯队拉开差距	12
3.1. 全国化产能布局进行时，放量可期.....	12
3.2. 盈利拐点显现，公司业绩弹性大.....	14
3.3. 公司扩大经销商规模，现金流有望优化.....	18
4. 盈利预测与估值	18
4.1. 盈利预测.....	18
4.2. 估值.....	20
5. 风险提示	21

图表目录

图 1：科顺股份发展历程.....	4
图 2：科顺股份股权结构.....	4
图 3：高管累计持股约 30%.....	5
图 4：2018、2020 年激励计划详情.....	5
图 5：股权激励考核目标.....	6
图 6：2019 年防水卷材销售占营收 68%.....	6
图 7：2015-2019 公司营业收入结构（亿元）.....	6
图 8：2019 年防水卷材毛利占比超 72%.....	7
图 9：2015-2019 公司毛利结构（亿元）.....	7
图 10：上下游产业链.....	7
图 11：科顺股份防水卷材成本构成（2016 年）.....	8
图 12：科顺股份防水涂料成本构成（2016 年）.....	8
图 13：防水行业市场空间测算.....	8
图 14：防水行业竞争格局.....	9
图 15：规模以上企业营业收入.....	10
图 16：行业集中度不断提升（规模以上口径）.....	10
图 17：防水行业相关政策/标准日趋严格.....	11

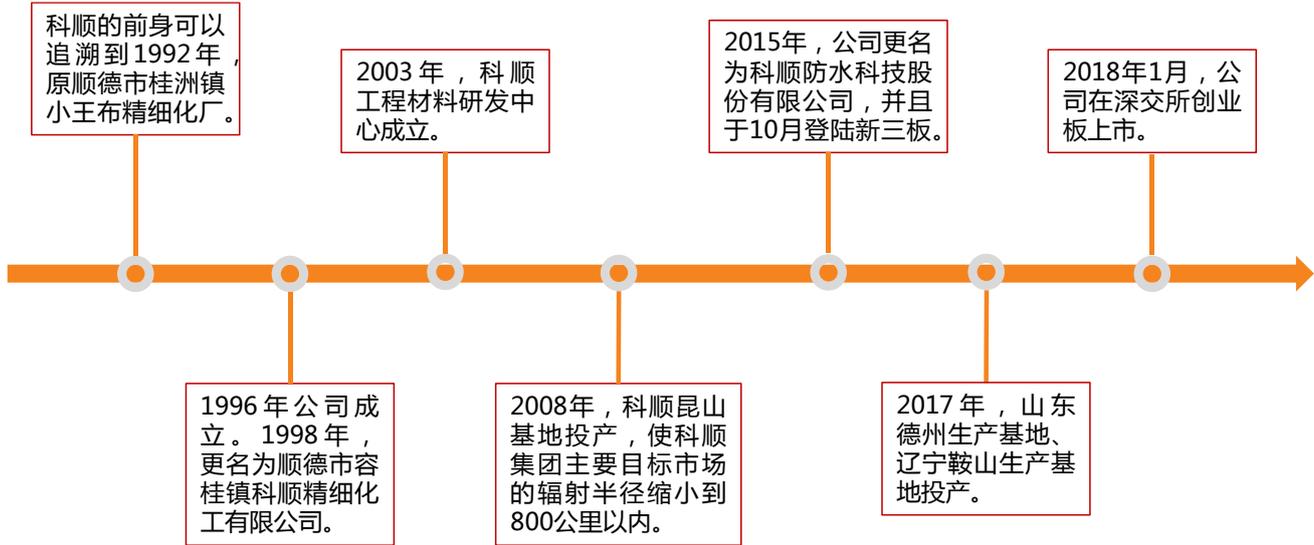
图 18: 地产集中度提升趋势不变	11
图 19: 融资与产能投放	12
图 20: 科顺产能分布	13
图 21: 东方雨虹产能分布	13
图 22: 防水卷材产能估算	13
图 23: 防水涂料产能估算	13
图 24: 2019 年科顺分销商数量骤增 (家)	13
图 25: 2017-2019 科顺销售分公司数量 (家)	13
图 26: 科顺股份营业收入 (左) 及增速	14
图 27: 科顺股份归母净利润 (左) 及增速	14
图 28: 科顺人均创收逐年增加 (万元/人)	14
图 29: 科顺股份净利率拐点已现	14
图 30: 科顺、东方雨虹、凯伦毛利率对比	15
图 31: 科顺、东方雨虹、凯伦净利率对比	15
图 32: 防水卷材均价及成本同比变动幅度 (元/平方米)	15
图 33: 防水涂料均价及成本同比变动幅度 (元/吨)	15
图 34: 东方雨虹防水卷材均价 vs. 科顺 (元/平米)	16
图 35: 东方雨虹防水卷材成本 vs. 科顺 (元/平米)	16
图 36: 2015-2019 年公司销售费用情况	16
图 37: 销售费用率拆分	16
图 38: 管理费用率改善并趋于稳定	17
图 39: 管理费用率拆分	17
图 40: 沥青价格对公司的业绩弹性测算	17
图 41: 坏账损失占应收账款及应收票据比例 (科顺 vs. 东方雨虹)	18
图 42: 科顺资产减值损失 (分项目)	18
图 43: 科顺、雨虹凯伦收现比	18
图 44: 科顺、雨虹凯伦净现比	18
图 45: 分部收入预测	19
图 46: 科顺股份三费假设	20
图 47: 可比公司估值	20
图 48: 科顺股份历史 PE	20
图 49: 科顺股份历史 PB	20

1. 科顺股份：防水材料领先企业

1.1. 发展历程：深耕行业 20 余载，建立公司品牌

科顺股份的前身可以追溯到 1992 年成立的顺德市桂洲镇小王布精细化工厂，1996 年正式成立顺德市桂洲镇科顺精细化工有限公司，现公司为中国建筑防水行业协会副理事长单位。2015 年 5 月，公司更名为科顺防水科技有限公司，并于同年 10 月登陆新三板。2018 年 1 月，公司在深交所创业板上市。

图 1：科顺股份发展历程

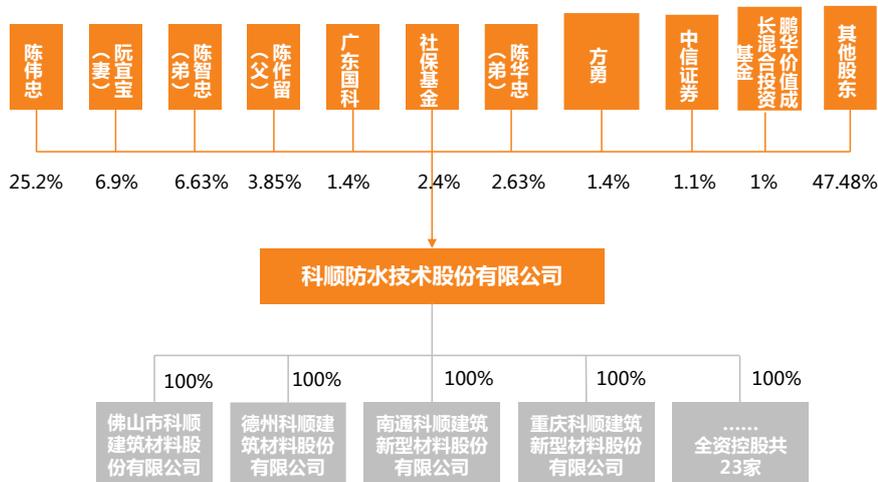


资料来源：公司官网，九正建材网，天风证券研究所

1.2. 创始人控股，高管激励充分

公司实际控制人陈伟忠、阮宜宝夫妇合计持股 32%，陈氏家族持股合计 45%。创始人陈伟忠先生，在建筑防水材料行业积累了 20 多年行业经验，同时兼任中国建筑业协会副会长和中国建筑防水协会副会长。公司高管团队成员稳定，半数以上高管在公司任职超过十年，公司高管持股合计约为总股本的 30%。

图 2：科顺股份股权结构



注：括号内为股东与董事长陈伟忠的关系

资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：高管累计持股约 30%

姓名	职务	2020H1持股数量（股）	占总股本比例
陈伟忠	董事长	153,211,368	25.2%
方勇	董事,总经理	8,627,194	1.4%
卢嵩	董事,财务负责人	5,280,922	0.9%
孙崇实	副总经理	4,009,868	0.7%
毕双喜	董事,董事会秘书	3,649,726	0.6%
赵军	原董事,原副总经理	2,605,052	0.4%
龚兴宇	副总经理	2,237,842	0.4%
汪显俊	副总经理	685,158	0.1%
陈冬青	副总经理	567,268	0.1%
黄志东	职工代表监事	476,158	0.1%
涂必灵	监事	303,078	0.0%
金结林	监事会主席	56,587	0.0%
总计			29.8%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2018 年首次向激励对象授予股票期权与限制性股票，激励对象包括公告本计划时在公司任职的公司高级管理人员 1 人、中层管理人员及核心技术（业务）人员 302 人，合计 303 人，授予股票期权 1293 万股，限制性股票 646.5 万股，占当时总股本 3.18%。限制性股票的股票来源为回购，回购价格 6.58 元/股，股票期权的来源为定向发行。

2020 年股权激励计划对象包括中层管理人员 25 人和核心技术（业务）人员 210 人，总计 235 人，首次授予的限制性股票 435.8 万股，预留股票 104 万股，占公告当时公司股本总额约 6.08 亿股的 0.89%。

图 4：2018、2020 年激励计划详情

2018年首次授予期权与限制性股票（7月27日）						
激励对象	数量	占当时股本比重	股票来源		价格	
			股票期权	限制性股票	股票期权	限制性股票
高管 1人	20万股股票期权+10万股限制性股票	0.05%	定向发行普通股	二级市场回购	13.15元/股	6.58元/股
中层管理人员&核心技术 302人	1273万股股票期权+636.5万股限制性股票	3.13%				
2020年首次授予限制性股票激励计划（6月8日）						
中层管理人员（25人）&核心技术 人员（210人）	435.8万股+预留104万股	0.89%	-	二级市场回购	-	10.27元/股
注：限制性股票第一个行权日在首次授予完成后的12-24个月内，行权比例40%，第二个行权日在首次授予完成后的24-36个月内，行权比例30%，第三个行权日在首次授予完成日的36-48个交易日内，行权比例30%。股票期权在首次授予完成后12个月后，在未来24个月内分期行权，行权比例为每期50%。						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：股权激励考核目标

首次授予行权期/解除限售期各年度业绩考核目标	
2018股权激励	第一个行权期/解除限售期 以2017年净利润为基数，2018年净利润增长率不低于25%；
	第二个行权期/解除限售期 以2017年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于50%；
	第三个行权期/解除限售期 以2017年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于75%。
预留授予部分的股票期权/限制性股票各年度业绩考核目标	
	预留第一个行权期/解除限售期 以2017年净利润为基数，2019年净利润增长率不低于50%；
	预留第二个行权期/解除限售期 以2017年净利润为基数，2020年净利润增长率不低于75%。
首次授予解除限售期考核目标	
2020股权激励	第一个解除限售期 以2019年净利润为基数，2020年净利润增长不低于30%；且2020年公司经营性现金流量净额大于零。
	第二个解除限售期 以2019年净利润为基数，2021年净利润增长不低于40%；且2021年公司经营性现金流量净额大于零。
	第三个解除限售期 以2019年净利润为基数，2022年净利润增长不低于50%；且2022年公司经营性现金流量净额大于零。
预留授予解除限售期考核目标	
	预留第一个解除限售期 以2019年净利润为基数，2021年净利润增长不低于40%；且2021年公司经营性现金流量净额大于零。
	预留第二个解除限售期 以2019年净利润为基数，2022年净利润增长不低于50%；且2022年公司经营性现金流量净额大于零。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

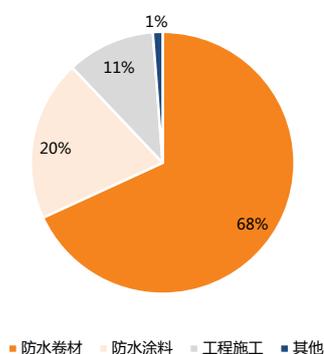
1.3. 公司主营业务结构

公司的产品或服务包括防水卷材、防水涂料等新型建筑防水材料及防水工程施工，公司现主要有3个品牌对应三个不同市场，分别为工程防水品牌“CKS科顺”、民用建材品牌“ELOKT 依来德”、堵漏维修品牌“ZT筑通”。

公司目前主要销售来源依靠房地产企业，百强地产客户数量58家，并与万科采筑平台达成战略合作。同时，公司在基建领域的业务正稳步推进，中标了高铁、机场、地下管廊、海绵城市、桥隧等项目。

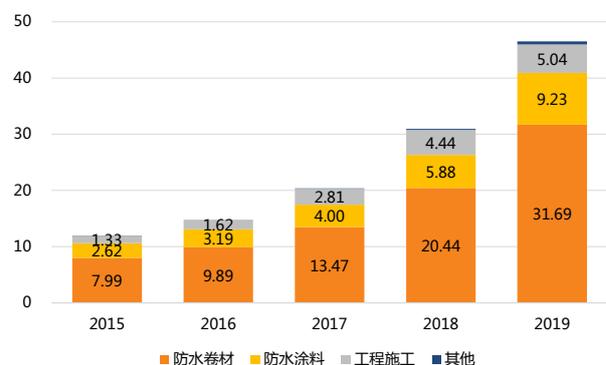
从营收结构上看，2019年，公司防水卷材收入占公司营收的68%，防水涂料占公司营收的20%，卷材和涂料的毛利率也最高，2019年毛利率分别为35.4%和34.3%。防水卷材收入从2015年的7.99亿元到2019年的31.69亿元，复合增速达42%。防水涂料收入从2015年的2.62亿元到2019年的9.23亿元，复合增速达37%。

图 6：2019 年防水卷材销售占营收 68%



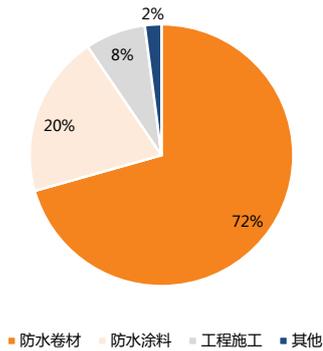
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：2015-2019 公司营业收入结构（亿元）



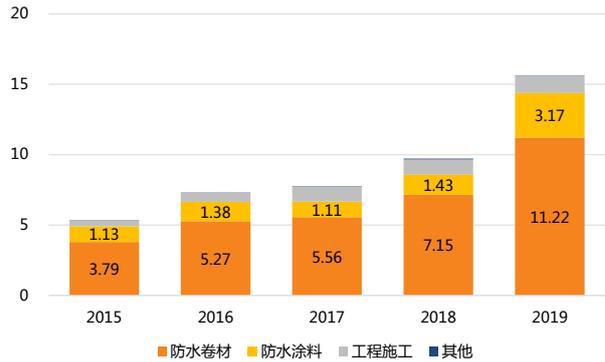
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2019 年防水卷材毛利占比超 72%



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2015-2019 公司毛利结构（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 防水行业：千亿行业空间，竞争格局不断优化

2.1. 行业概况：上下游、行业特点

我国建筑防水材料产品主要是分为两种：防水卷材、防水涂料。据中国建筑防水行业协会的数据，2019 年防水卷材产量占比最大，为 63.76%，其中 SBS/APP 改性沥青卷材、自粘防水卷材和合成高分子卷材分别占比 34.1%、17.5%、12.1%。此外，防水涂料占比第二，为 28.09%。

图 10：上下游产业链

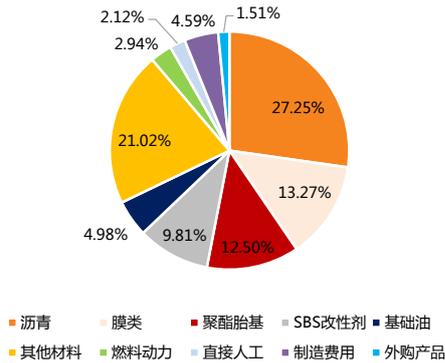


资料来源：2019 年中国建筑防水行业年度发展报告，天风证券研究所

防水材料的上游原材料主要包括沥青、胎基布、聚醚、基础油、乳液、SBS 改性剂等，原材料成本占产品总成本比重高达 85%以上，其中沥青占比最大。以科顺股份为例，沥青占防水卷材成本的 27%，膜类占 13.27%，聚酯胎基占 12.5%；聚醚和乳液分别占防水涂料成本的 18.3%、17.4%。其中，沥青价格与原油价格高度相关，而随着全球出现新一波新冠疫情引发更严格的封锁措施，对于燃料需求增长的担忧加剧，与此同时 OPEC+ 将释放更多产能，我们认为今年沥青价格复苏或将放缓甚至面临第二波下行行情。

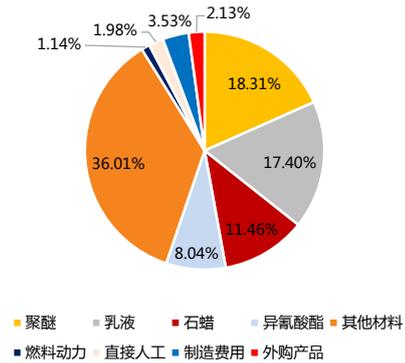
防水产品主要应用于房屋建筑、高速铁路、高速公路和城市道桥、地铁及城市轨道交通、机场、地下管廊、地下空间和水利设施等领域，在房地产开发中，防水材料的运用贯穿开工到竣工。下游客户主要为房地产业、基础设施领域。

图 11：科顺股份防水卷材成本构成（2016 年）



资料来源：科顺招股说明书，天风证券研究所

图 12：科顺股份防水涂料成本构成（2016 年）



资料来源：科顺招股说明书，天风证券研究所

总体来看，防水行业具备三大特点：

- 1) 从行业上下游来看：防水材料企业上游为石化产品，下游多为房地产企业，企业通常对上游的大宗商品以及下游大房产企业议价能力有限；
- 2) 运输半径限制：如同水泥行业，受运输条件和运输成本因素的制约，防水材料的经济销售半径为 500 公里；
- 3) 市场规模依赖宏观景气度，很大程度上取决于地产的新开工面积、基建的新增规模、房屋修缮规模。

2.2. 市场空间：千亿市场规模，企业迎来成长机遇

经测算，2019 年防水市场规模超 1600 亿，受益于地产竣工潮、基建和旧改，我们预计 2022 年行业规模有望超过 2000 亿，2019 年-2022 年对应复合增速 7.3%。远期来看，随着综合交通的发展，构筑物形态的变化，需要防水的材料、部位、形式多样化，防水材料需求量将持续增长。

我们将防水市场分为住宅、基建、旧小区改造三部分进行测算，其中住宅仅测算防水材料用量规模，根据科顺招股说明书，在建项目防水施工面积占建筑面积的 32.15%，假设房屋施工面积增速 5%，测算得 2020 年住宅防水材料规模约为 811 亿元。

基建方面，根据中国产业信息网，我们假设防水工程（及材料）占工程总额的 1%，仅根据交通运输、仓储、水利、环境公共设施管理的固定资产投资额计算防水规模，测算 2020 年基建防水市场规模约 888 亿元。

旧小区改造方面，根据国务院办公厅公布的计划，2020 年约改造 700 万户，5 年内计划改造 4200 万户，据东方雨虹预测 2020 年旧小区防水需求在 100 亿左右。综上测算，我们预计 2020 年防水市场规模接近 1800 亿元。

图 13：防水行业市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
房屋建筑					
房屋建筑施工面积（万平方米）	1318374	1371995	1440595	1512624	1588256
（仅测算防水施工面积（万平方米）	423857	441096	463151	486309	510624
材料用					
预计防水规模（亿元）	742	772	811	851	894
基建					
新增固定资产投资额（亿元）	79863	82259	88840	94170	99821
预计防水规模（亿元）	799	823	888	942	998
旧小区改造					
户数（万户）		352	700	840	1008
预计防水规模（亿元）		50	100	120	144
总计		1645	1799	1913	2036

资料来源：wind，国务院办公厅，中国产业信息网，天风证券研究所

2.3. 竞争格局：大行业、小企业，集中度有望加速提升

现有格局：防水行业目前的竞争格局仍然呈现“大行业，小企业”的特点。

按收入规模体量划分：

第一梯队，东方雨虹，围绕上下游产业链多元化布局的行业龙头，2019 年营收超 180 亿元；

第二梯队，收入 20 亿-50 亿，包括老牌公司科顺股份、宏源、卓宝，以及通过并购新进入防水行业的北新建材；

第三梯队，收入 1 亿-20 亿，包括雨中情（2018 年营收 16 亿元）、凯伦股份（2019 年营收 11 亿元）、宇虹防水（2018 年营收 15 亿元）；

第四梯队，收入低于 1 亿元的地方小企业等。

2015 年至 2018 年，规模以上企业不断增加，且 2017 年至 2019 年规模以上企业收入增速同比均实现两位数增长，市场份额往头部集中的趋势明显。从 CR3 的份额变动看，东方雨虹、科顺股份及凯伦股份的市占率（规模以上企业市场）从 2015 年的 6.7% 上升至 2019 年的 26.8%。

图 14：防水行业竞争格局

公司	成立时间	2019年营收 (亿元)	所属梯队	简介
东方雨虹	1998年	181	第一梯队	行业龙头企业，产能多区域布局，实现300公里辐射半径。防水卷材年产能约3.8亿平米，防水涂料166.5万吨。
科顺	1996年	46.5	第二梯队	公司2019拥有8大生产基地，防水卷材产能1.8亿平方米，防水涂料16万吨
宏源	1996年	22 (2018)		目前，公司拥有寿光、达州、常州、长春、广州5大生产基地，防水卷材年生产能力达2.9亿㎡，涂料年生产能力达29万吨。
卓宝	1999年	30 (2018)		公司是以生产功能性建筑材料、承接装饰保温和防水工程为主的系统供应商，拥有天津、广东惠州、湖北（3个）、江苏苏州、四川成都、广东佛山8大生产基地（含在建）
北新建材	2019年 并购进入 防水行业	2019年防水板 块并表营收 20.5亿		公司2019年收购蜀羊、禹王及金拇指，分别受让两家公司70%股权进军防水市场。重组完成后将在全国拥有10大生产基地。
凯伦股份、 雨中情、 宇虹等	-	-	第三梯队	公司规模较小，营收不超过20亿元。
其他公司 (数千家)	-	-	第四梯队	产能利用率低的小企业或是规模较小的作坊，营收低于1亿元。

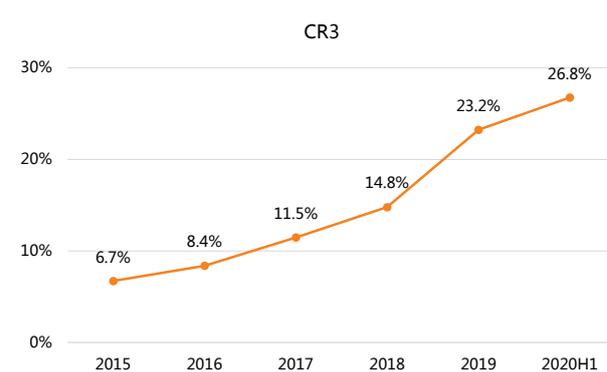
资料来源：宏源官网，慧聪防水网，各公司年报，涂界，天风证券研究所

图 15：规模以上企业营业收入



资料来源：中国建筑防水协会，天风证券研究所

图 16：行业集中度不断提升（规模以上口径）



资料来源：中国建筑防水协会，天风证券研究所

展望未来：我们认为，在行业内部的整合驱动和外部利好政策及下游行业集中的推动力的双重作用下，行业格局或将加速优化。

外部因素：提升行业门槛

1) 环保政策和行业标准的提升

行业标准不断提升，防水重要性逐渐凸显。未来我国建筑防水行业将更加规范，实现从粗放建造向绿色集约建造的转型，落后产品和产能将被逐步淘汰，过度竞争、无序竞争的情况将逐渐减少。我们认为，未来标准化体系的逐步完善将极大推动行业集中度的提高。

从对最低保修期限的要求来看，2000 年的建筑工程质量管理条例对屋面防水工程、有防水要求的卫生间、房间和外墙面的防渗漏最低保修期限的要求为 5 年，2019 年住建部的最新规范颠覆了之前的标准，要求大大提升。具体为：结构不低于 50 年，屋面防水不低于 20 年，卫生间防水不低于 15 年，地下工程防水不低于结构设计工作年限（50 年）。严苛的质量标准将利好技术水平及生产工艺领先的头部企业。

从环保政策来看，2020 年 7 部门联合开展绿色建筑创建行动，2022 年绿建占比将达 70%，对于中小企业来说要生产绿色建筑材料将投入较高的研发费用和大额的生产线固定投资，中小企业的资金将面临巨大考验。生态环境部也针对防水行业将开展绩效分级，制定差异化应急减排措施，对于不达标的小企业来说，停产限产以及对运输方式的限制将迫使小企业出清。

2) 下游客户集中度的提升

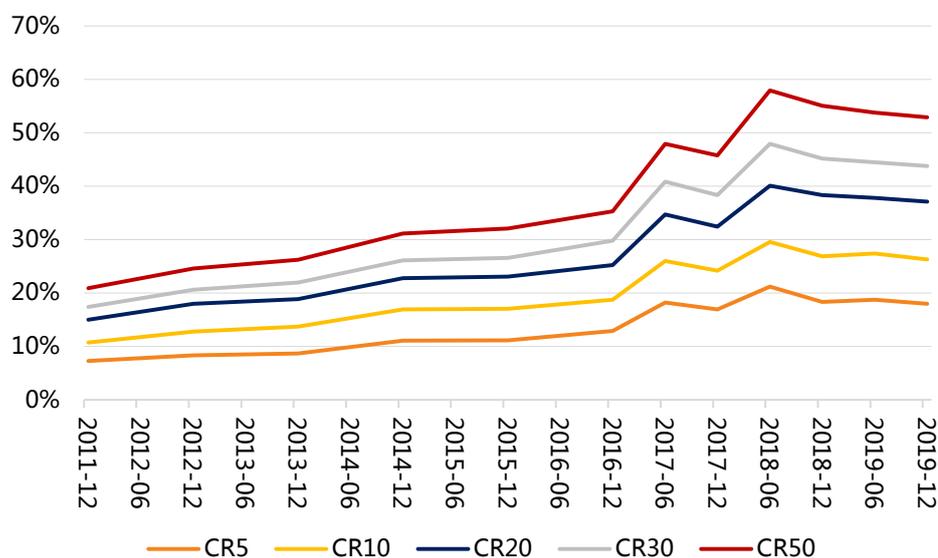
防水材料的销售大部分面向工程端，地产商为主要采购者之一。近年来，地产商集中度不断提升，2011 年至 2019 年，CR10 从 11% 提升至 26%，CR50 从 21% 提升至 53%。我们认为，地产的集中采购模式将带动相关供应商的发展，而头部地产商选择供应商通常考虑品牌知名度、产品质量、产能布局和交付能力、过去为大客户服务的经验、供应商的资金实力等，头部优质企业有望受益，加速优化行业格局。

图 17：防水行业相关政策/标准日趋严格

时间	规定/条例	类别	详情
2000	建筑工程质量管理条例	产品质量	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 。
2019	住建部《住宅项目规范（征求意见稿）》	产品质量	规定住宅建筑设计工作年限应符合：结构不低于50年，屋面与卫生间防水不低于 20年 ，地下室防水不低于结构设计工作年限（即：不低于 50年 ），防水性能要求得到大幅度的提升。
2019	发改委《产业结构调整指导目录(2019年本)》	产品	淘汰 采用二次加热复合成型工艺生产的聚乙烯丙纶类复合防水卷材、聚乙烯丙纶复合防水卷材（聚乙烯芯材厚度在0.5mm以下）；棉涤玻纤（高碱）网格复合胎基材料、聚氯乙烯防水卷材（S型）。
		产能	淘汰 500万平方米/年（不含）以下的改性沥青类防水卷材生产线；500万平方米/年（不含）以下沥青复合胎柔性防水卷材生产线；100万卷/年（不含）以下沥青纸胎油毡生产线。
	《防水材料用沥青》标准	原材料	将沥青牌号划分地更加细致，既保留了传统的低标号沥青，同时增加了两个高标号系列F300和F400。高标号沥青成防水沥青材料的发展趋势。
2020	《绿色建筑创建行动方案》	绿色环保	到2022年，当年城镇新建建筑中 绿色建筑面积占比达到70% ，星级绿色建筑持续增加，装配化建造方式占比稳步提升，绿色住宅使用者监督全面推广。
	《重污染天气重点行业应急减排技术指南（2020年修订版）》	绿色环保	针对防水行业将开展绩效分级： A级：鼓励结合实际，自主采取减排措施 B级：黄色预警，停止使用国四及以下重型载货车辆（含燃气）进行运输。橙色预警，在黄色预警基础上+停产50%（生产线）。红色预警，在黄色预警基础上+停产。 C级：黄色预警，停产+停止使用国四及以下重型载货车辆（含燃气）运输。

资料来源：发改委，住建部，中国建筑防水协会，天风证券研究所

图 18：地产集中度提升趋势不变



资料来源：wind，天风证券研究所

内部因素：资本驱动

1) 龙头企业更有实力进行产能建设和客户拓展

防水材料具有运输半径限制，扩张产能必须拿地建厂，龙头企业利用上市地位融资优势明显，可以迅速在全国各地扩张产能，已经上市的东方雨虹、科顺股份以及凯伦股份的产能扩张均与融资息息相关。由于下游客户多为地产企业，防水企业需要给下游垫资，提供一定的账期，因此对营运资金的要求较高，上市企业的融资优势使得其对应应收账款的上升承受力更强。

2) 兼并重组

2019年，行业内兼并重组较为频繁，北新建材收购四川蜀羊、盘锦禹王和金拇指各70%股权，三棵树收购广州大禹70%的股权并投资建立多个防水产业基地，亚士创能计划在石家庄建设防水卷材生产线。我们认为，跨行并购企业相对规模较大，对产品的规范性有一定要求，这将推动行业的有序发展，北新建材整合后，行业集中度提升会比较明显。

图 19：融资与产能投放

公司名称	上市时间	IPO募资 净额 (亿元)	用途	配股/定增/增发	可转债
东方雨虹	2008年	2.1	主要用于公司增资并建设年产1000万平方米防水卷材及1万吨防水涂料项目；扩建企业技术中心项目；年产500万平方米高分子防水卷材及年产1万吨防水涂料项目等。	2011年非公开发行股票，募资净额4.5亿元，用于锦州市开发区年产2000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目以及惠州市大亚湾工业开发区年产2000万平方米防水卷材及2万吨防水涂料项目 2013年定增募资净额12.5亿元，用于唐山年产4000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目、咸阳年产2000万平方米防水卷材及4万吨防水涂料项目、徐州年产9万吨防水涂料项目、锦州年产2000万平方米防水卷材项目、德州年产1万吨非织造布项目	2017年公开发行可转债募资净额18.2亿元，徐州卧牛山年产2,040万平方米防水卷材项目，芜湖新型建筑防水、防腐和保温材料生产研发项目（一期），唐山年产10万吨聚氨酯防水涂料项目等
科顺股份	2018年	14	用于渭南生产研发基地建设项目、荆门生产研发基地建设项目和科顺防水研发中心建设项目		
凯伦股份	2017年	1.93	投资于新型高分子防水卷材生产线建设项目、唐山防水卷材生产基地项目	2019年配股募资净额4.8亿元（其中1.5亿元用于黄冈防水卷材生产基地项目（一期））	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 全国化产能布局+盈利改善，有望与第二梯队拉开差距

3.1. 全国化产能布局进行时，放量可期

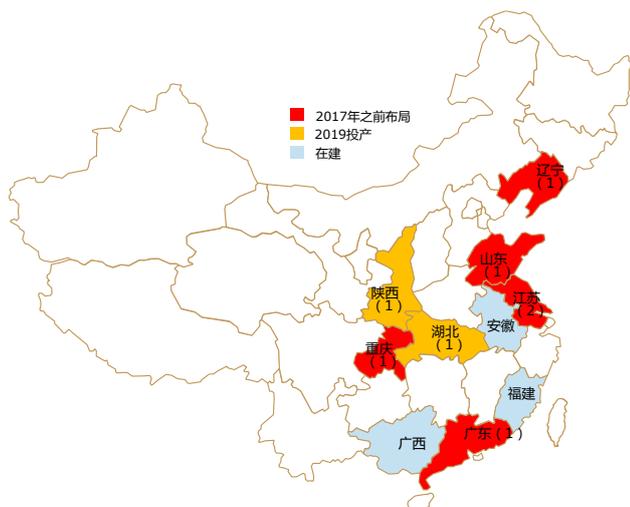
2019年公司产能1.8亿平方米，8大生产基地分布于广东高明、江苏昆山、江苏南通、辽宁鞍山、山东德州、重庆长寿、陕西渭南、湖北荆门。2019年试产的渭南生产基地使得公司运输辐射至西北地区，中地区的荆门生产基地北可辐射至河南西南部，南可辐射至湖南长沙。至此，公司的运输半径小于500公里。

此外，公司正在计划筹建德州科顺二期、佛山科顺改扩建项目、福建科顺生产基地等项目，为公司未来三年的快速发展提供充足的产能保障。公司目前在江苏和广东之间没有产能覆盖，福建生产基地将于今年四季度开工，广西和安徽生产基地的建设预计也将于明后年陆续启动。

随着渭南和荆门生产基地陆续投产，公司目前卷材产能提升至2.7亿平方米，增加约50%。我们预计2022年公司防水卷材产能规模将超过4亿平方米，涂料产能约38万吨，公司营

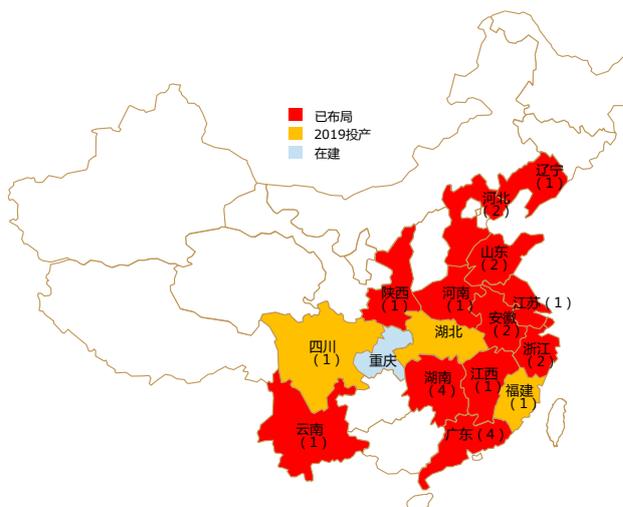
收有望破百亿。同时，我们认为公司全国布局框架初步形成，运输费用率将随着后续生产基地的投产具有一定下降空间。

图 20：科顺产能分布



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 21：东方雨虹产能分布



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 22：防水卷材产能估算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
佛山科顺	3500	3500	3500	3500	6000	3500	3500
昆山科顺	2000	2000	3000	3000	3000	3000	3000
北京科顺	1700						
南通科顺				3000	3500	3500	3500
重庆科顺			2000	3000	3000	3000	3000
德州科顺	1700	3000	3000	3000	3000	3000	3000
鞍山科顺	1700	1700	2700	2700	2700	2700	2700
渭南科顺				3000	4500	4500	4500
荆门科顺					3000	4500	4500
德州二期					3000	3000	3000
三明科顺					2500	5000	5000
安徽涇阳						4000	4000
广西崇左						4000	4000
合计	7200	8900	13200	18200	27200	33200	43700

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23：防水涂料产能估算

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
佛山科顺	5	5	5	8	8	8	8
北京科顺	0.98						
南通科顺		1.5	3	3	4	3	3
重庆科顺			2.2	2.2	6	6	6
德州科顺			2.5	2.5	4	5	5
渭南科顺					2	2	2
荆门科顺					4	4	4
三明科顺						5	10
合计	5.98	6.5	12.7	15.7	28	33	38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

万科战略合作+扩大经销商规模，消化扩张产能

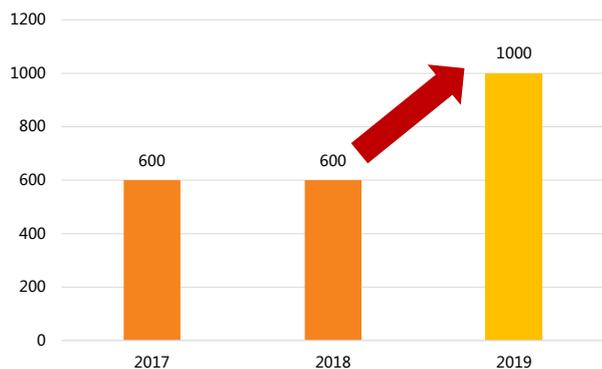
公司产品销售模式采取“直销+经销”模式。直销模式：公司在重点城市设立销售分公司，负责与大型房企的战略合作、当地防水建材市场开拓及重大工程的招投标工作；经销模式即公司积极与各地建筑防水材料商和建筑防水工程公司建立合作关系，充分发挥经销商本地化、专业化的分销优势，以实现产品的市场覆盖和快速推广。2014 年至 2017H1 公司前十大客户收入占比逐年减少，其中主要在于直销客户的销售额占比减少，随着与下游地产公司合作的不断增加，公司对大客户依赖性日渐降低。

直销和经销收入占比分别保持在 60%、40%左右的水平，且公司有扩张经销规模的计划。2017 年到 2019 年，公司直销销售分公司数量翻倍；2019 年公司经销商数量猛增从 600 家上升至 1000 家，覆盖 30 个省份，未来公司计划通过增加经销商数量和密度、开发专项经销商、加大对经销商的供应链金融支持力度等途径支持经销商做大做强。

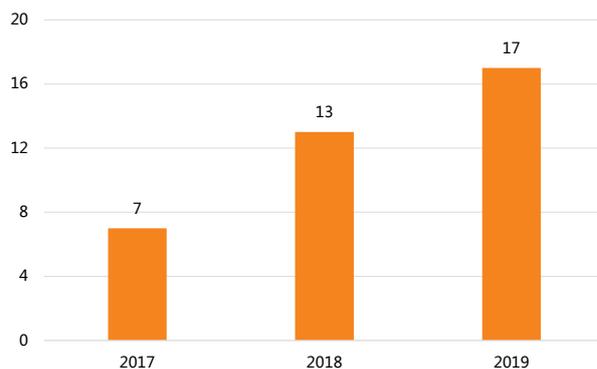
目前公司以地产业务为主，基建项目为辅。地产业务方面 2019 年公司与万科（及采筑平台）达成了战略合作，基建业务中标了包括高铁、机场、地下管廊、海绵城市、桥隧、场馆在内的基建项目。

图 24：2019 年科顺分销商数量骤增（家）

图 25：2017-2019 科顺销售分公司数量（家）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

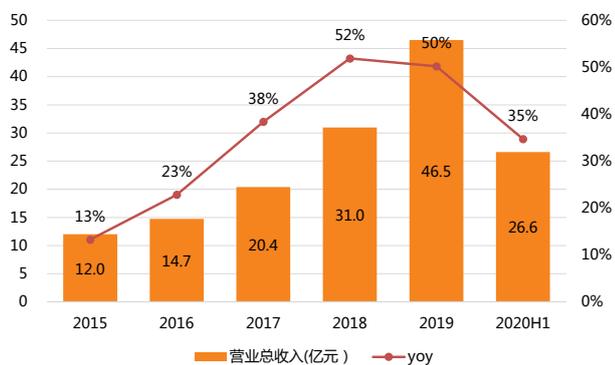


资料来源：公司财报，天风证券研究所

3.2. 盈利拐点显现，公司业绩弹性大

营收方面：2015-2019年，公司营收增速不断上升，复合增速达40%，近2年增速维持在高位（50%左右），展示了较高的成长性。2020年一季度，公司在疫情影响及Q1传统淡季下，20H1营收维持35%的高增长，随着湖北和陕西基地投产我们认为全年增长趋势向好。从人均创收来看，2014-2019年，公司人均创收逐年增加，公司2019年人均创收160万元，同比增长42%，经营效率大幅提升，降本增效工作取得显著成效，对比已完成全国化布局的东方雨虹，我们认为随着公司规模化效应的显现，人均创收仍有较大的上升空间。

图 26：科顺股份营业收入（左）及增速



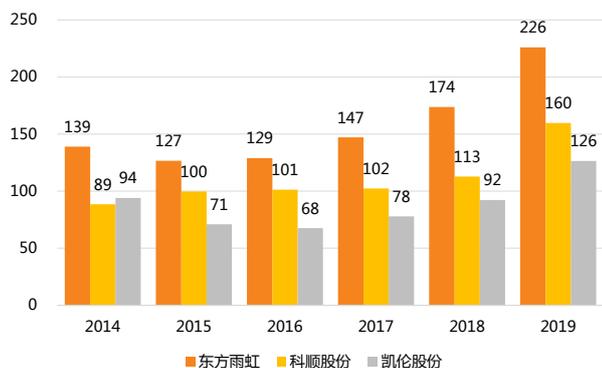
资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：科顺股份归母净利润（左）及增速



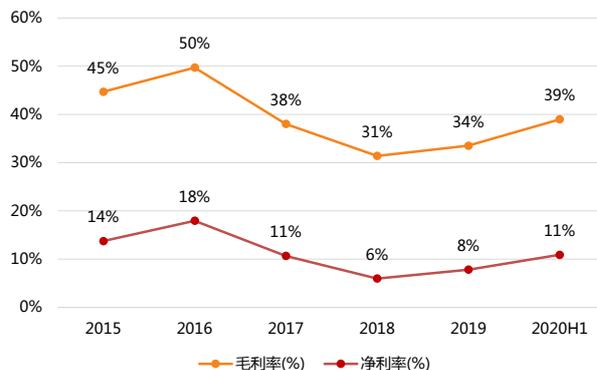
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：科顺人均创收逐年增加（万元/人）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：科顺股份净利率拐点已现

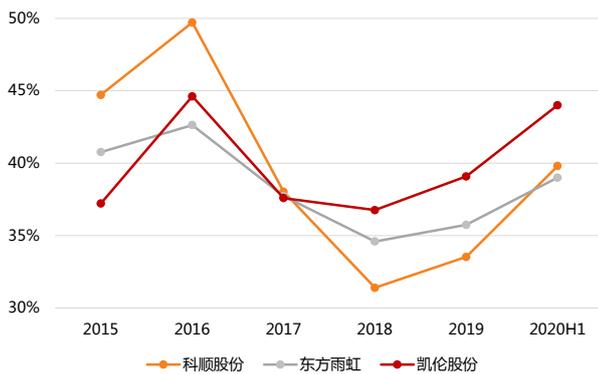


资料来源：wind，天风证券研究所

受益于沥青下行周期、新基地仓储能力的提升和布局优化后的规模效应，公司盈利拐点显现，净利润率有望恢复至 10% 以上

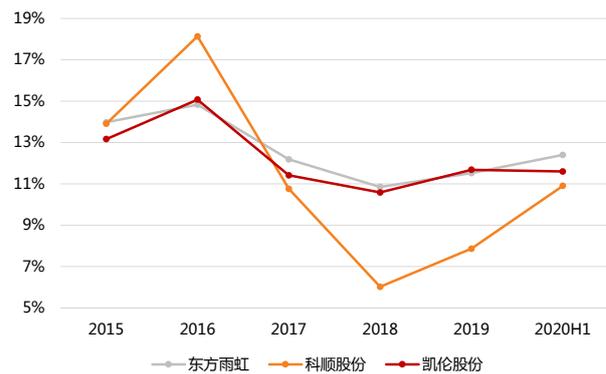
2015-2017 年，公司的毛利率和净利率均高于东方雨虹。而 2016 年-2018 年，公司的毛利率和净利率均处于下降趋势，主要原因在于 2017 年、2018 年公司无沥青储存罐等设备，在原材料涨价周期，盈利能力受损严重，2016-2018 年公司毛利率从 50% 下降至 31%，现处在历史较低位置。2019 年和 2020H1 的毛利率均有所上升，对比来看，2020H1 科顺毛利率已高于东方雨虹，净利率也取得大幅增长，我们认为公司盈利拐点已经显现，未来盈利能力有望进一步提升。

图 30：科顺、东方雨虹、凯伦毛利率对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：科顺、东方雨虹、凯伦净利率对比

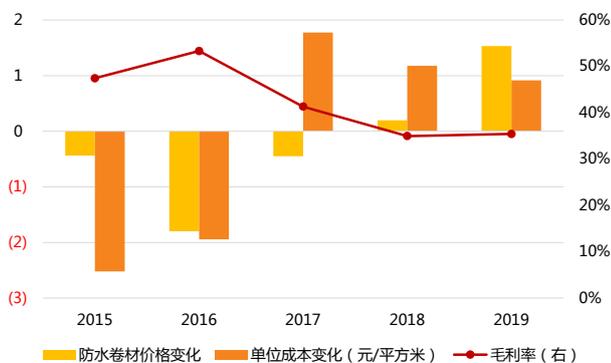


资料来源：wind，天风证券研究所

公司产品的价格变动相对于沥青的价格变动有所滞后，我们发现，由于公司议价能力不足 2017 年和 2018 年防水卷材每年价格的变动幅度均不及单位成本的变动幅度，因此毛利率也大幅下降。而 2019 年，防水卷材价格的提升幅度超过单位成本的提升幅度，毛利率有所回升。

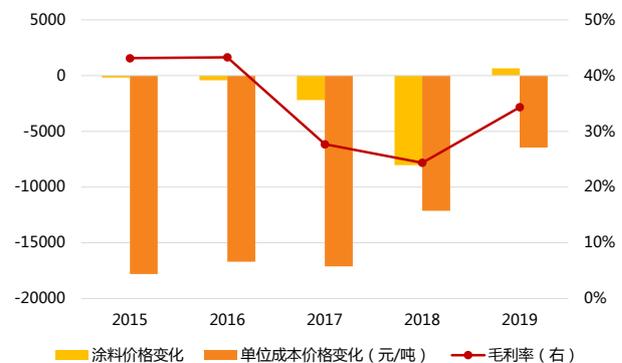
涂料价格的变动幅度均高于成本的变动幅度，但 2017 年和 2018 年两者的差距缩小，造成了毛利率的下滑。对比龙头东方雨虹的防水卷材均价和成本，雨虹的产品均价大幅高于科顺，但两个公司的产品均价差距有逐渐缩小的趋势，我们认为公司正在逐步走出过去以价换量的时代。

图 32：防水卷材均价及成本同比变动幅度（元/平方米）



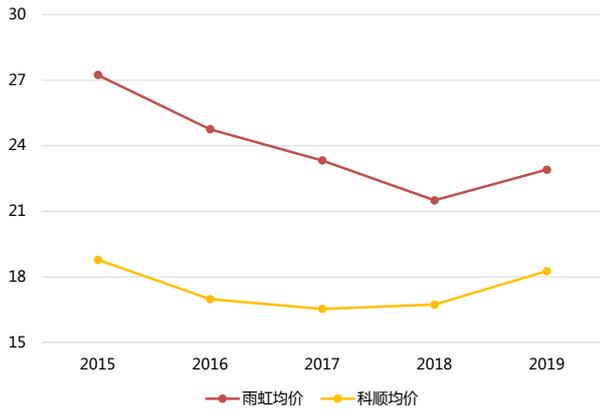
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 33：防水涂料均价及成本同比变动幅度（元/吨）



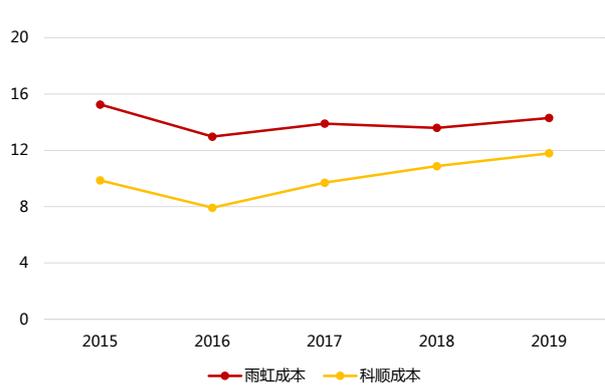
资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 34：东方雨虹防水卷材均价 vs.科顺（元/平米）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 35：东方雨虹防水卷材成本 vs.科顺（元/平米）



资料来源：公司财报，天风证券研究所

规模效应下的费用优化

1) 销售费用率方面

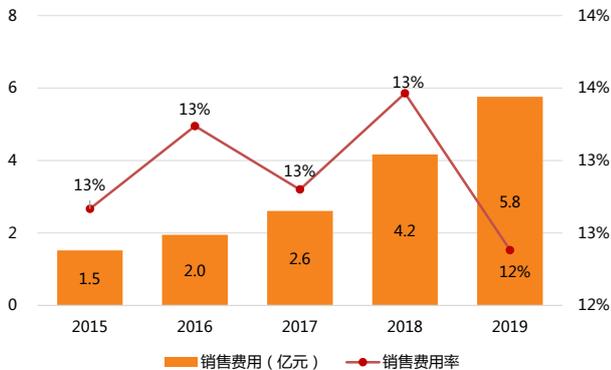
销售费用主要由运输装卸费、职工薪酬、广告宣传及办公差旅费构成，其中运输装卸费率在 2016 年至 2019 年都呈现上升态势，从 2015 年的 3.2% 上升至 2019 年的 5.4%。我们认为，运输装卸费的上升主要有两个原因，一是油价上涨，二是公司现有的产能与销售量不匹配，提高了运输费用。

2020 年公司初步完成全国化布局，我们认为运输费用率未来有望逐步向东方雨虹（2019 年约 3.4%）看齐；职工薪酬支出占比来看，随着公司销售规模的扩大，职工薪酬费用率有边际下降空间，人均创收稳步增加；此外，广告宣传以及办公差旅费用均有略微下降，我们认为公司规模效应已经开始显现，并且未来仍有一定下降空间。

2) 管理费用率方面

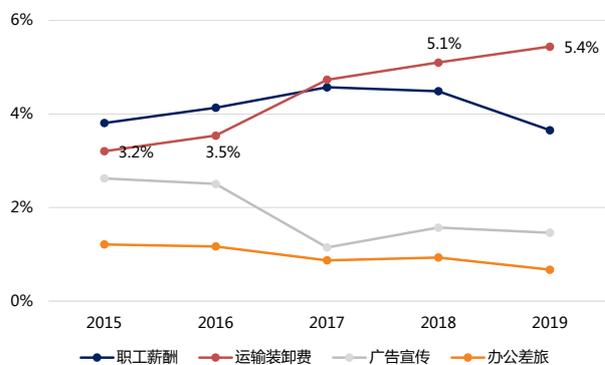
总体来看，管理费用率在 2016-2018 年经历了大幅下降，主要是由于公司规模扩张导致职工薪酬占收入比重变低，2019 年职工薪酬费用猛增，我们认为与公司大规模扩充职能部门有关，对管理费用率的影响并不大。

图 36：2015-2019 年公司销售费用情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：销售费用率拆分



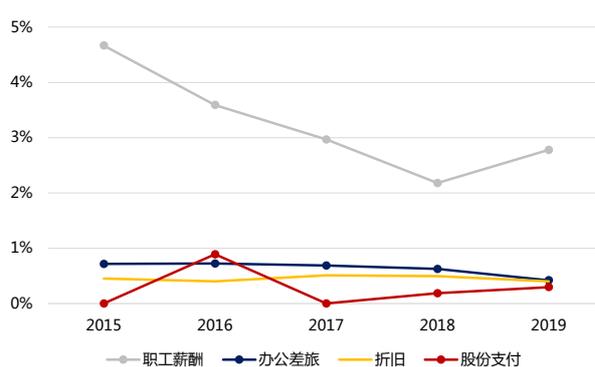
资料来源：wind，天风证券研究所

图 38: 管理费用率改善并趋于稳定



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 39: 管理费用率拆分



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司净利润弹性较大, 我们预计 2020 年科顺股份归母净利润为 6.7 亿元, 假设期间费用不变, 沥青价格每变动 1%, 科顺净利润变动 2%, 今年 3 月开始沥青价格大跌, 目前尚未回到前期价格水平, 我们认为 2020 年公司业绩或有较大弹性。

图 40: 沥青价格对公司的业绩弹性测算

假设: 东方雨虹及科顺股份2020年销量分别增加25%、36%。科顺2020年归母净利润预计6.7亿元, 沥青价格每变动1%, 净利润变动2%; 东方雨虹2020年归母净利润采用wind一致预期28.7亿元, 沥青价格每变动1%, 净利润变动0.73pct

	2019年采购量 (万吨)	2020年采购量 (万吨) E	3300元沥青存货 (万吨)	2020年仍需沥青量 (万吨)
东方雨虹	80	100	16	84
科顺股份	40	54.4	1.5	52.9

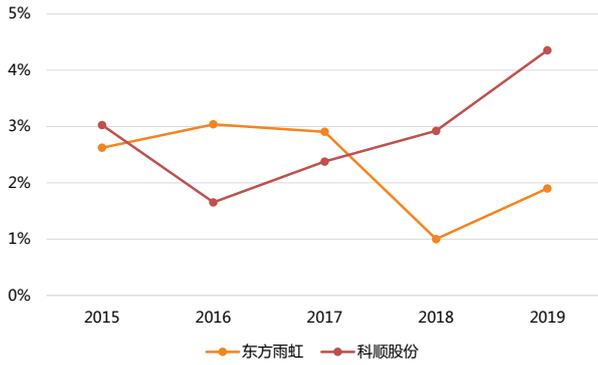
假设防水材料价格不变, 实际所得税率16%

沥青价格同比下降 (元/吨)	100	300	600	1000
沥青价格变动比率	3%	9%	18%	30%
东方雨虹				
税前业绩弹性 (亿元)	0.7	2.2	4.5	7.4
税后业绩弹性 (亿元)	0.6	1.9	3.7	6.2
归母净利润变动比率	2%	7%	13%	22%
科顺股份				
税前业绩弹性 (亿元)	0.5	1.4	2.8	4.7
税后业绩弹性 (亿元)	0.4	1.2	2.4	3.9
2020E归母净利润	6.99	7.78	8.96	10.53
归母净利润变动比率	6%	18%	35%	59%

资料来源: 公司财报, 天风证券研究所

资产减值损失方面, 由于 2019 年开始使用新的会计准则, 坏账损失列入信用减值损失, 我们将此部分加回观察资产减值损失的变化情况。通过对比公司与东方雨虹的资产减值损失占应收账款比例的历年变化情况, 我们发现, 2016 年、2017 年科顺与东方雨虹的资产减值损失占应收账款比差别不大, 2018、2019 年科顺和雨虹资产减值损失均骤增。我们认为, 这是由于公司近两年营业收入增速快带来应收账款的快速增加, 且 2019 年来公司清理应收账款所致。

图 41：坏账损失占应收账款及应收票据比例（科顺 vs. 东方雨虹）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：科顺资产减值损失（分项目）

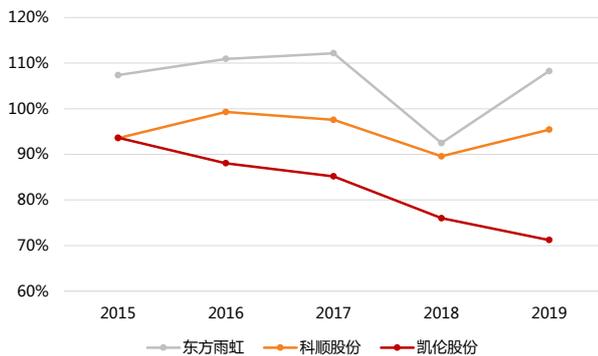


资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.3. 公司扩大经销商规模，现金流有望优化

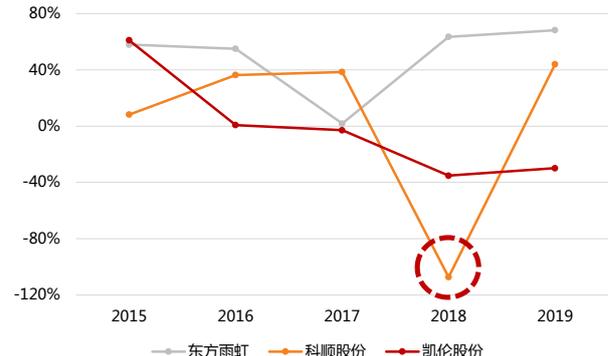
由于地产业务占比较高，行业收现比净现比均有一定压力，2019 年开始，雨虹和科顺等公司均加强了对回款的考核和管理，收现比出现了明显的边际改善。此外，东方雨虹科顺等逐步加大经销规模，以缓解自身现金流压力，2019 年科顺净现金流由负转正，我们认为未来公司现金流有望持续改善。

图 43：科顺、雨虹凯伦收现比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：科顺、雨虹凯伦净现比



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

关键假设

1) 防水卷材：随着公司生产基地的投产，防水卷材产能有望进一步提升。2019 年公司防水卷材销量增速 42%，疫情下基建投资规模的增加叠加公司自身产能的提升有望支撑公司未来两年的销售增速。我们预计 2020-2022 年销量增速维持在 40%/35%/32%；同时考虑到 2020 年原材料价格有所下降，我们预计 2020、2021 年防水卷材每平方米价格有略微下降，分别为 17.7 元/平方米、17.54 元/平方米，价格下跌幅度略小于原材料成本下降幅度，我们预计 2020-2022 年毛利率分别为 36.8%、34.8%、33.6%；

2) 防水涂料：随着公司全国化布局，防水涂料产能也将得到一定提升，2019 年防水涂料销量增速为 36%，由于竣工周期景气提升，我们乐观预计 2020-2022 年防水涂料销量增速维持在 35%/32%/30%。成本方面，由于原材料价格今年降幅较大，我们预计 2020 年防水涂

料价格也略微下降,为 4877 元/吨;预计 2020 年毛利率有望大幅提升,我们预计 2020-2022 年防水涂料毛利率为 40%、39%、38%;

3) 防水工程施工及其他业务:由于防水工程施工业务目前业绩贡献较小,随着下游客户对施工质量越来越重视,我们认为此项业务有望维持较高增速,预计 2020-2022 年工程施工营收增速为 70%/50%/40%,2020-2022 年毛利率水平维持在 30%上下。

图 45: 分部收入预测

		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
防水卷材	收入 (万元)	134,677	204,418	316,886	430,331	575,137	774,365
	YOY	36.19%	51.78%	55.02%	35.80%	33.65%	34.64%
	产能 (万平方米)	8900	12000	18000	27000	3520	4570
	产量 (万平方米)	7414					
	销量 (万平方米)	8147	12221	17353	24295	32798	43293
	YOY	39.87%	50.00%	42.00%	40.00%	35.00%	32.00%
	价格 (元/平方米)	16.53	16.73	18.26	17.71	17.54	17.89
	YOY	-2.63%	1.19%	9.17%	-3.00%	-1.00%	2.00%
	毛利率	41.32%	34.97%	35.42%	36.75%	34.83%	33.55%
	成本 (万元)	79,035.16	132,936.89	204,658.01	272,195.15	374,812.73	514,542.91
单位成本 (元/平方米)	9.70	10.88	11.79	11.20	11.43	11.89	
YOY	22%	12%	8%	-5%	2%	4%	
防水涂料 1平米=2kg	收入 (万元)	40,005	58,800	92,340	123,412	162,904	216,011
	YOY	25.39%	46.98%	57.04%	33.65%	32.00%	32.60%
	产能 (万吨)	6.50	12.70	15.70	25.00	33.00	52.00
	产量 (万吨)	2.82					
	销量 (万吨)	3.25	13.78	18.74	25.30	33.40	43.42
	YOY	47.75%	323.79%	36.00%	35.00%	32.00%	30.00%
	价格 (元/吨)	12,301	4,266	4,926	4,877	4,877	4,975
	YOY	-15.13%	-65.32%	15.47%	-1.00%	0.00%	2.00%
	毛利率	27.68%	24.37%	34.33%	40.30%	39.10%	37.91%
	成本 (万元)	28,931	44,474	60,641	73,678	99,201	134,119
单位成本 (元/吨)	8895	3227	3235	2912	2970	3089	
YOY	8%	-64%	0%	-10%	2%	4%	
工程施工	收入 (万元)	28123	44416	50437	85743	128615	180061
	YOY	73%	58%	14%	70%	50%	40%
	毛利率	38%	24%	23%	28%	29%	30%
营业收入总计		203,879	309,675	465,196	646,547	875,689	1,182,020
YOY			51.89%	50.22%	38.98%	35.44%	34.98%

资料来源: wind, 天风证券研究所

费用假设

销售费用中的运输装卸费用占比较大,我们认为随着全国产能的初步布局,公司辐射半径有望进一步缩小,运输装卸费率有望向龙头公司东方雨虹看齐,即 3%左右,职工薪酬方面随着公司规模的进一步扩大也存在一定的下降空间。我们预计 2020-2022 年销售费用率分别为 12%、11.8%、11.5%。

管理费用方面,公司 2016 至 2018 年管理费用率发生了大规模下降,并于 2019 年趋于稳定,公司股权激励力度也较大,我们认为未来管理费用率下降空间有限。我们预计 2020-2022 年管理费用率分别为 4.5%、4.1%、4.0%。

随着公司优化采购付款方式以及对贷款催收的力度增强,公司现金流得到改善,以及财务

费用管理能力的提升，预计公司财务费率低于往年均值，我们预计 2020-2022 年财务费用率维持在 0.5%。

图 46：科顺股份三费假设

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	12.6%	13.2%	12.8%	13.5%	12.4%	12.0%	11.8%	11.5%
管理费用率	6.3%	7.7%	5.0%	4.4%	4.4%	4.5%	4.1%	4.0%
财务费用率	1.53%	1.01%	0.92%	0.90%	0.43%	0.50%	0.50%	0.50%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 估值

我们选择同行业中的上市公司东方雨虹以及凯伦股份作为可比公司进行估值。行业层面看，防水市场规模受到基建投资和翻新市场的有力支撑；公司层面看，短期原材料价格下跌及产品提价叠加，长期看公司产能全国化布局也将带来规模效应，三费占比有望下降，公司市占率有望提升，我们认为公司目前已经迎来盈利拐点。我们预计 2020-2022 年 EPS 为 1.1/1.7/2.1 元，参考可比公司 2020 年平均 PE 32.5x（数据截至 2020/10/16），我们认为公司 2020 年公司合理 PE 估值区间为 30-32，对应目标价 33-35 元，给予“买入”评级。

图 47：可比公司估值

公司名称	代码	市值（亿元）	股价（元）	PE			营收(亿元)			归母净利润(亿元)			
				2020	2021E	2022E		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
科顺股份	300737.SZ	128	21.0	19.0	13.0	10.0		64.7	87.6	118.2	6.7	10.0	12.8
							yoy	39%	35%	35%	85%	49%	27%
东方雨虹	002271.SZ	884	56.3	31.0	25.0	20.0		221.0	272.0	332.0	28.7	34.9	43.2
							yoy	22%	23%	22%	39.0%	21.5%	23.6%
凯伦股份	300715.SZ	83	48.6	34.0	22.0	15.0		18.8	29.4	42.7	2.47	3.74	5.48
							yoy	62%	56%	45%	82.0%	51.0%	46.0%
均值				32.5	23.5	17.5							

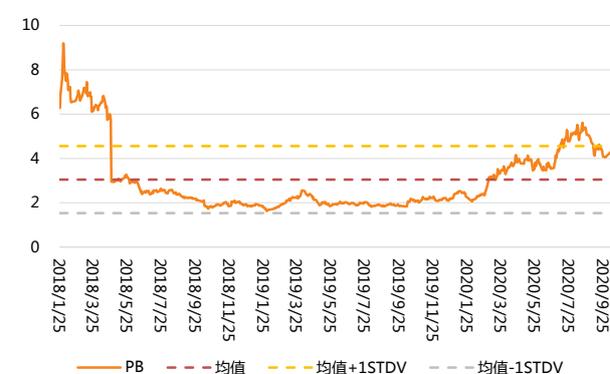
资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：科顺股份历史 PE



资料来源：wind，天风证券研究所，截至 2020/10/16

图 49：科顺股份历史 PB



资料来源：wind，天风证券研究所，截至 2020/10/16

5. 风险提示

- 1) 新生产基地投产时间不及预期：公司的产能若是无法匹配上订单需求，那么给代工厂商的订单增加，压缩公司的利润空间；
- 2) 原材料价格上涨超预期：原材料成本占公司的营业成本比重较大，原材料价格的超预期上涨会对公司的毛利率影响较大，进一步影响公司利润；
- 3) 新竞争企业的进入：如 2019 年北新建材联合重组属羊和金姆指的行业内并购整合，将对公司业内第二的地位带来一定程度上的威胁；
- 4) 房地产发展不及预期：公司的销售收入主要由房地产企业贡献，房地产行业发展趋势对公司销售收入的持续增长和盈利能力的影响较大。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	905.64	1,100.97	1,350.99	2,559.14	2,419.05	营业收入	3,096.75	4,651.96	6,465.47	8,756.89	11,820.20
应收票据及应收账款	1,740.04	2,383.94	3,599.56	3,897.55	6,222.18	营业成本	2,124.49	3,092.15	4,132.96	5,724.52	7,843.74
预付账款	63.25	88.38	85.58	171.43	184.21	营业税金及附加	20.63	32.90	45.72	61.92	82.74
存货	303.25	584.69	552.32	990.27	1,158.76	营业费用	416.89	575.76	775.86	1,033.31	1,359.32
其他	793.64	341.17	318.13	529.27	511.77	管理费用	135.92	205.80	290.95	359.03	472.81
流动资产合计	3,805.82	4,499.14	5,906.58	8,147.65	10,495.97	研发费用	130.69	209.51	258.62	306.49	378.25
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	27.75	20.16	32.33	43.78	59.10
固定资产	530.33	723.69	911.62	1,032.88	1,101.15	资产减值损失	55.36	(15.15)	12.93	43.78	118.20
在建工程	318.14	504.33	338.60	251.16	180.69	公允价值变动收益	9.93	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	120.78	139.14	135.62	132.10	128.57	投资净收益	19.27	20.73	(24.61)	0.00	0.00
其他	148.54	126.98	72.95	84.92	93.64	其他	(65.71)	82.84	144.82	(4.80)	(4.20)
非流动资产合计	1,117.79	1,494.14	1,458.78	1,501.05	1,504.05	营业利润	221.52	427.27	795.90	1,188.84	1,510.24
资产总计	4,923.61	5,993.28	7,365.36	9,648.70	12,000.02	营业外收入	2.90	5.39	6.47	8.76	11.82
短期借款	286.33	510.76	610.76	710.76	810.76	营业外支出	1.23	1.04	3.23	4.38	5.91
应付票据及应付账款	1,169.69	1,584.00	2,124.43	2,992.11	4,019.20	利润总额	223.20	431.62	799.13	1,193.22	1,516.15
其他	410.76	647.66	509.22	957.02	965.04	所得税	37.93	68.25	126.37	188.69	239.75
流动负债合计	1,866.78	2,742.43	3,244.41	4,659.89	5,795.01	净利润	185.27	363.36	672.76	1,004.53	1,276.39
长期借款	126.06	73.71	183.71	133.71	153.71	少数股东损益	0.00	(0.00)	0.00	(0.00)	(0.00)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	185.27	363.36	672.76	1,004.53	1,276.39
其他	20.85	28.62	20.87	23.44	24.31	每股收益(元)	0.30	0.60	1.11	1.65	2.10
非流动负债合计	146.91	102.33	204.58	157.15	178.02						
负债合计	2,013.68	2,844.76	3,448.99	4,817.04	5,973.03	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)	成长能力					
股本	610.67	607.72	608.70	608.70	608.70	营业收入	51.89%	50.22%	38.98%	35.44%	34.98%
资本公积	1,843.07	1,830.69	1,830.69	1,830.69	1,830.69	营业利润	-14.72%	92.88%	86.28%	49.37%	27.03%
留存收益	2,382.87	2,703.32	3,307.67	4,222.96	5,418.30	归属于母公司净利润	-14.89%	96.13%	85.15%	49.32%	27.06%
其他	(1,926.68)	(1,993.20)	(1,830.69)	(1,830.69)	(1,830.69)	获利能力					
股东权益合计	2,909.92	3,148.52	3,916.37	4,831.66	6,027.00	毛利率	31.40%	33.53%	36.08%	34.63%	33.64%
负债和股东权益总计	4,923.61	5,993.28	7,365.36	9,648.70	12,000.02	净利率	5.98%	7.81%	10.41%	11.47%	10.80%
						ROE	6.37%	11.54%	17.18%	20.79%	21.18%
						ROIC	17.14%	20.05%	27.60%	31.38%	43.20%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	40.90%	47.47%	46.83%	49.92%	49.78%
净利润	185.27	363.36	672.76	1,004.53	1,276.39	净负债率	-15.72%	-15.72%	-13.69%	-34.95%	-23.76%
折旧摊销	41.63	65.68	41.33	49.70	55.72	流动比率	2.04	1.64	1.82	1.75	1.81
财务费用	23.18	32.48	32.33	43.78	59.10	速动比率	1.88	1.43	1.65	1.54	1.61
投资损失	(19.27)	(21.98)	24.61	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(586.31)	(313.05)	(707.97)	267.62	(1,457.84)	应收账款周转率	2.17	2.26	2.16	2.34	2.34
其它	157.03	48.22	0.00	(0.00)	(0.00)	存货周转率	11.84	10.48	11.37	11.35	11.00
经营活动现金流	(198.46)	174.71	63.05	1,365.64	(66.62)	总资产周转率	0.83	0.85	0.97	1.03	1.09
资本支出	334.53	455.00	67.75	77.43	49.13	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.30	0.60	1.11	1.65	2.10
其他	(1,289.66)	(349.29)	(152.36)	(157.43)	(99.13)	每股经营现金流	-0.33	0.29	0.10	2.24	-0.11
投资活动现金流	(955.13)	105.71	(84.61)	(80.00)	(50.00)	每股净资产	4.78	5.17	6.43	7.94	9.90
债权融资	448.27	606.11	814.94	870.47	987.17	估值比率					
股权融资	1,284.34	(114.39)	131.17	(43.78)	(59.10)	市盈率	71.69	36.55	19.74	13.22	10.41
其他	(98.00)	(541.91)	(674.52)	(904.17)	(951.53)	市净率	4.56	4.22	3.39	2.75	2.20
筹资活动现金流	1,634.60	(50.19)	271.58	(77.49)	(23.46)	EV/EBITDA	10.47	7.40	13.13	9.01	7.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	11.62	8.01	13.72	9.37	7.51
现金净增加额	481.01	230.22	250.02	1,208.15	(140.08)						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com