

2021年01月18日

# 发债强劲龙二地位稳固，估值修复空间大

## 科顺股份(300737)

评级:	买入	股票代码:	300737
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	32.17/10.3
目标价格:	38.36	总市值(亿)	146.21
最新收盘价:	23.9	自由流通市值(亿)	72.25
		自由流通股数(百万)	302.30

**事件概述。**公司发布2020年业绩预告。公司预计2020年全年实现归母净利润7.99~9.08亿元，同比增长120%~150%；对应Q4预计实现归母净利润2.25~3.34亿元，同比增长139%~256%。公司业绩符合我们预期，也符合公司三季报对于全年的业绩预测公告。

► **发债增速强劲，成本下降带动利润大幅增长。**结合前三季度经营数据，我们估算，2020Q4，公司综合发债增速仍然维持30%以上，体现防水行业整体需求旺盛，以及公司渠道拓展良好。此外，根据wind数据，2020Q4沥青价格略低于Q3，从而使得全年沥青价格总体保持相对低位，判断公司毛利率同比提升；同时，由于湖北、陕西基地投产，公司初步实现全国化布局，规模效应提升费用率摊薄，而成本下降使得公司利润增速显著超过收入增速。

► **龙头整体议价能力上升，费用率仍有下降空间，2021年业绩或超市场预期。**由于目前沥青价格仍低于去年同期10-15%，市场普遍预计2021年防水材料指导价格同比将出现较大降幅，因此2021年在疫情好转、油价上升背景下，行业毛利率及利润增速可能将受到不利影响。但我们认为随着行业集中度提升，以及B端门槛提高，行业竞争生态改善，防水行业头部企业议价能力将有所上升，同时判断战略直销仅占到收入50%上下，因此2021年公司防水产品整体指导价格降幅或较为有限。同时，2020年仅是公司初步实现全国化布局的第一年，2021年公司单位运输费用、管理费用仍有较大下降空间，从而使得公司净利润增速有望匹配收入增速，此为超市场预期。

► **估值有望均值回归，潜在空间大，配置价值仍高。**2019至2020H1，公司动态PE总体维持在行业龙头东方雨虹的0.8倍以上，但2020Q4起，由于市场风格出现变化，公司与雨虹的估值差距逐渐拉大，目前公司对应我们的盈利预测，2021年估值仅13x PE左右，不及龙头雨虹动态估值的一半。我们认为，首先从规模来说，公司与雨虹的收入比由2013年的21.3%提升至2019年的25.6%，在行业集中度快速提升，公司渠道拓展效果显著的背景下，公司2022年底收入有望达到年报中规划的百亿，成为行业新的大白马；其次，从渠道布局而言，公司2020年也成为了继雨虹之后第二家全国化防水企业，2020年已经投产了荆门、渭南基地、德州二期等大型生产基地，以及未来随着福建三明等基地投产，公司渠道布局也将进一步完善，此外公司此前公告将增强沥青仓储能力，未来盈利稳定性也有望提升。因此，我们认为公司基本面与雨虹的差距并未加速扩大，然而目前估值差距却显著拉大，判断是市场低估了公司竞争力的提升，未来随着龙头效应扩散，公司估值修复空间大，当前时点配置价值仍高。

**投资建议。**维持盈利预测不变，待公司披露详细经营数据后，我们将进一步评估。预计公司2020-2022年归母净利润8.06/11.15/15.13亿元，同比增长121.9%/38.3%/35.7%。维持目标价38.36元及“买入”评级。

### 风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3096.75	4651.96	6012.21	7835.84	10169.99
YoY (%)	51.89%	50.22%	29.24%	30.33%	29.79%
归母净利润(百万元)	185.27	363.36	806.22	1115.29	1513.38
YoY (%)	-14.89%	96.13%	121.88%	38.34%	35.69%
毛利率 (%)	31.40%	33.53%	39.82%	39.82%	39.88%
每股收益 (元)	0.30	0.59	1.32	1.82	2.47
ROE	6.37%	11.54%	20.86%	23.45%	25.36%
市盈率	78.92	40.24	18.14	13.11	9.66

资料来源: Wind, 华西证券研究所

**分析师: 戚舒扬**

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

**研究助理: 郁暲**

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4651.96	6012.21	7835.84	10169.99	净利润	363.36	806.22	1115.29	1513.38
YoY (%)	50.22%	29.24%	30.33%	29.79%	折旧和摊销	65.68	77.42	99.47	126.94
营业成本	3092.15	3618.10	4715.48	6114.42	营运资金变动	-333.18	-524.51	15.67	-494.96
营业税金及附加	32.90	42.52	55.41	71.92	经营活动现金流	174.71	435.88	1286.18	1201.11
销售费用	575.76	661.34	822.76	1017.00	资本开支	-502.23	-426.04	-426.04	-426.04
管理费用	205.80	265.97	346.65	449.91	投资	576.04	0.00	0.00	0.00
财务费用	20.16	39.22	40.50	29.87	投资活动现金流	105.71	-446.04	-416.04	-416.04
资产减值损失	15.15	15.15	15.15	15.15	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	20.73	10.00	10.00	10.00	债务募资	153.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	427.27	971.38	1352.95	1844.42	筹资活动现金流	-50.19	-155.59	-297.61	-377.23
营业外收支	4.35	23.96	23.96	23.96	现金净流量	230.22	-165.76	572.53	407.84
利润总额	431.62	995.33	1376.90	1868.37	<b>主要财务指标</b>				
所得税	68.25	189.11	261.61	354.99	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	363.36	806.22	1115.29	1513.38	营业收入增长率	50.22%	29.24%	30.33%	29.79%
归属于母公司净利润	363.36	806.22	1115.29	1513.38	净利润增长率	96.13%	121.88%	38.34%	35.69%
YoY (%)	96.13%	121.88%	38.34%	35.69%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.59	1.32	1.82	2.47	毛利率	33.53%	39.82%	39.82%	39.88%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率率	7.81%	13.41%	14.23%	14.88%
货币资金	1100.97	935.21	1507.74	1915.57	总资产收益率 ROA	6.06%	11.86%	13.40%	14.65%
预付款项	88.38	88.38	88.38	88.38	净资产收益率 ROE	11.54%	20.86%	23.45%	25.36%
存货	584.69	684.14	891.64	1156.17	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2725.11	3240.97	3645.66	4676.66	流动比率	<b>1.64</b>	<b>1.75</b>	<b>1.77</b>	<b>1.84</b>
流动资产合计	4499.14	4948.70	6133.41	7836.77	速动比率	1.40	1.47	1.49	1.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.40	0.33	0.44	0.45
固定资产	723.69	901.97	1157.11	1434.24	资产负债率	47.47%	43.17%	42.83%	42.24%
无形资产	139.14	135.61	132.07	128.54	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1494.14	1851.56	2186.94	2494.85	总资产周转率	0.85	0.94	1.04	1.09
资产合计	5993.28	6800.26	8320.35	10331.62	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	510.76	510.76	510.76	510.76	每股收益	0.59	1.32	1.82	2.47
应付账款及票据	1584.00	1853.43	2415.58	3132.21	每股净资产	5.15	6.32	7.78	9.75
其他流动负债	647.66	469.04	534.75	618.68	每股经营现金流	0.29	0.71	2.10	1.96
流动负债合计	2742.43	2833.23	3461.09	4261.65	每股股利	0.05	0.27	0.37	0.50
长期借款	73.71	73.71	73.71	73.71	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	28.62	28.62	28.62	28.62	PE	40.24	18.14	13.11	9.66
非流动负债合计	102.33	102.33	102.33	102.33	PB	2.20	3.40	2.76	2.20
负债合计	2844.76	2935.56	3563.42	4363.98					
股本	607.72	607.72	607.72	607.72					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	3148.52	3864.70	4756.93	5967.64					
负债和股东权益合计	5993.28	6800.26	8320.35	10331.62					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。