

科顺股份 (300737.SZ)

收购进入非房领域，协同发展建筑减隔震产品

事件：公司发布发行股份及支付现金购买资产预案。公司拟通过发行股份及支付现金的方式以交易作价 49,560.00 万元收购丰泽 100% 股份。公司与业绩承诺方签订的《业绩承诺补偿协议》，承诺丰泽股份 2021-2023 年度按照扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润孰低计算不低于 4,200 万元、5,040 万元、6,048 万元。

丰富产品结构增加业务协同，借力深入拓展基建业务。丰泽股份为铁路、公路、建筑、水利、电力、地铁、轨交等重大工程提供减隔震、止排水技术方案，产品包括支座、止水带和伸缩装置等，其支座、伸缩装置、止水带三类产品均已获得中铁检验认证中心颁发的 CRCC 认证，为目前国内同时拥有前述三个证书的 5 家公司之一。丰泽股份 16-20 年营收及归母净利 CAGR 分别为 14% 和 20%，公司销售毛利率 40% 以上。公司收购丰泽股份的意义在于：**1) 增加产品品类：**丰泽正推广和应用民用建筑减隔震产品，科顺与丰泽合作有助于丰富科顺的产品结构，提升毛利率；**2) 提升业务协同：**利用科顺渠道、客户优势，帮助丰泽拓展业务进行建筑领域客户的深度开发；**3) 进入基建防水领域：**丰泽股份在铁路、公路等基础设施市场渠道、客户资源丰富，可以与科顺的防水业务形成互补，有助于科顺进入公路、铁路轨交领域。

科顺股份：产能布局+渠道扩张+管理改善，成长优质优速。**1) 产能：加快全国布局，产能陆续释放。**截至 2019 年末，公司有昆山、佛山、重庆、德州、鞍山、南通、荆门、渭南共计八个生产基地，共计拥有防水卷材产能 1.63 亿平，防水涂料产能 15.65 万吨。目前公司有荆门科顺尚未完全投产，渭南科顺、德州科顺二期、三明科顺等项目在建，在建项目投产后 21 年产能预计将达到：防水卷材 3.3 亿平，防水涂料 33 万吨。随着产能陆续落地，公司运输费用率等有望进一步摊薄，收入及盈利高速增长确定性较强。**2) 渠道：“直销+经销”双轮驱动，经销布局加快。**直销业务方面，公司聚焦与大型房企的战略合作，持续扩增合作房企数量及扩大份额。同时公司为抢占市场及降低大客户应收账款风险，加快经销渠道布局，从 2018 年 600 家左右经销商发展到目前近 1200 家经销商，公司加快经销商拓展填补空白市场，同时加大对经销商扶持力度，完善销售网络。**3) 公司治理：提质增效成果显著，激励计划激发团队动力。**公司优化经营质量成果显著，现金流持续向好，同时人效不断提升，管理费用率从 2016 年的 7.71% 下降到 2019 年的 4.42%。此外公司推行多次激励计划授予中层管理人员及技术骨干股权，深度绑定核心员工，强化激励。

投资建议：防水行业需求稳定增长，公司作为行业规模第二的龙头企业受益于行业 and 地产客户集中度提升；公司加快全国生产基地和经销网络布局，随着新增产能陆续投产，公司有望不断提升市场份额，规模和业绩有望持续快速增长。同时，公司上市以来加快产能和渠道布局，激励充分，管理改善，提质增效，为公司快速发展提供保障。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入 60.52 亿元、80.40 亿元和 104.72 亿元，归母净利润 8.18 亿元、10.73 亿元和 13.54 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.69、2.13 元，对应 PE 分别为 19、14、11 倍；相较于同业目前公司估值水平较为低估，考虑到公司较好的成长性与经营质量，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动的风险；原材料价格波动的风险；市场竞争加剧的风险；收购进度不及预期的风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,097	4,652	6,052	8,040	10,472
增长率 yoy (%)	51.9	50.2	30.1	32.8	30.2
归母净利润(百万元)	185	363	818	1,073	1,354
增长率 yoy (%)	-14.9	96.1	125.0	31.2	26.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.57	1.29	1.69	2.13
净资产收益率(%)	6.4	11.5	20.6	21.3	21.2
P/E(倍)	83.3	42.5	18.9	14.4	11.4
P/B(倍)	5.3	4.9	3.9	3.1	2.4

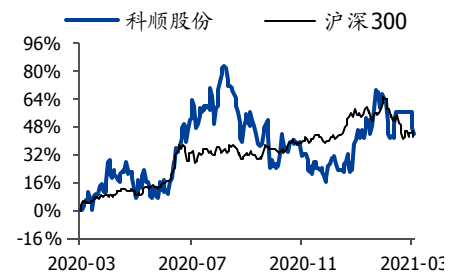
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	24.30
总市值(百万元)	15,439.53
总股本(百万股)	635.37
其中自由流通股(%)	73.72
30 日日均成交量(百万股)	5.77

股价走势



作者

分析师 黄诗涛

执业证书编号：S0680518030009

邮箱：huangshitao@gszq.com

分析师 房大磊

执业证书编号：S0680518010005

邮箱：fangdalei@gszq.com

研究助理 任婕

邮箱：renjie@gszq.com

相关研究

1、《科顺股份(300737.SZ)：产能+渠道扩张提升份额，优化管理开启优质成长》2021-01-11



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3806	4499	5354	7399	9011
现金	906	1101	1210	1608	2094
应收票据及应收账款	1740	2384	3020	4127	5140
其他应收款	148	157	234	288	389
预付账款	63	88	107	153	185
存货	303	585	583	1023	1002
其他流动资产	646	185	200	200	200
非流动资产	1118	1494	1851	2372	2991
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	530	724	1001	1358	1790
无形资产	121	139	196	277	375
其他非流动资产	467	631	654	737	826
资产总计	4924	5993	7204	9771	12002
流动负债	1867	2742	3106	4596	5470
短期借款	286	511	589	916	1101
应付票据及应付账款	1170	1584	1918	2577	3335
其他流动负债	411	648	599	1103	1033
非流动负债	147	102	105	109	111
长期借款	126	74	76	80	82
其他非流动负债	21	29	29	29	29
负债合计	2014	2845	3210	4704	5581
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	611	608	635	635	635
资本公积	1843	1831	1831	1831	1831
留存收益	540	873	1690	2763	4117
归属母公司股东权益	2910	3149	3994	5067	6421
负债和股东权益	4924	5993	7204	9771	12002

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-198	175	484	714	1084
净利润	185	363	818	1073	1354
折旧摊销	42	66	70	101	140
财务费用	28	20	25	38	45
投资损失	-19	-21	20	-10	-15
营运资金变动	-458	-355	-457	-490	-444
其他经营现金流	25	101	8	2	2
投资活动现金流	-955	106	-455	-615	-747
资本支出	345	503	356	521	619
长期投资	-635	576	0	0	0
其他投资现金流	-1245	1184	-98	-93	-128
筹资活动现金流	1635	-50	-48	72	14
短期借款	133	224	-50	100	50
长期借款	108	-52	2	4	2
普通股增加	153	-3	28	0	0
资本公积增加	1254	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-207	-28	-32	-38
现金净增加额	481	230	-19	171	351

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3097	4652	6052	8040	10472
营业成本	2124	3092	3677	5057	6681
营业税金及附加	21	33	42	56	73
营业费用	417	576	702	892	1152
管理费用	136	206	260	342	443
研发费用	131	210	248	330	424
财务费用	28	20	25	38	45
资产减值损失	55	-119	-115	-80	-80
其他收益	6	11	20	20	20
公允价值变动收益	10	0	0	0	0
投资净收益	19	21	-20	10	15
资产处置收益	2	-1	-8	-2	-2
营业利润	222	427	974	1273	1607
营业外收入	3	5	3	3	4
营业外支出	1	1	4	3	2
利润总额	223	432	973	1274	1609
所得税	38	68	156	201	254
净利润	185	363	818	1073	1354
少数股东损益	0	-0	0	0	0
归属母公司净利润	185	363	818	1073	1354
EBITDA	263	500	1045	1381	1757
EPS (元)	0.29	0.57	1.29	1.69	2.13

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	51.9	50.2	30.1	32.8	30.2
营业利润(%)	-14.7	92.9	128.0	30.7	26.2
归属于母公司净利润(%)	-14.9	96.1	125.0	31.2	26.3
获利能力					
毛利率(%)	31.4	33.5	39.2	37.1	36.2
净利率(%)	6.0	7.8	13.5	13.3	12.9
ROE(%)	6.4	11.5	20.6	21.3	21.2
ROIC(%)	5.5	9.7	17.6	17.8	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	47.5	44.6	48.1	46.5
净负债比率(%)	-15.7	-15.6	-13.2	-11.6	-13.7
流动比率	2.0	1.6	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.7	1.3	1.4	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3
应付账款周转率	2.2	2.2	2.1	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.57	1.29	1.69	2.13
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.31	0.27	0.76	1.12	1.71
每股净资产(最新摊薄)	4.58	4.96	6.24	7.93	10.06
估值比率					
P/E	83.3	42.5	18.9	14.4	11.4
P/B	5.3	4.9	3.9	3.1	2.4
EV/EBITDA	55.3	29.9	14.3	10.8	8.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com