



2021-04-22

公司点评报告

买入/维持

科顺股份(300737)

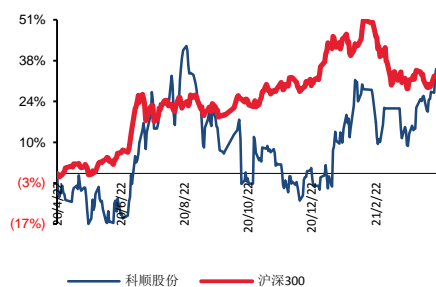
目标价: 39.2

昨收盘: 29.33

材料 材料 II

科顺股份：21 年一季度业绩超预期，成长性十足

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	612/468
总市值/流通(百万元)	17,943/13,737
12 个月最高/最低(元)	30.99/18.09

■ 相关研究报告:

科顺股份(300737)《科顺股份: 2020 年业绩超预期, 开启新一轮量质双升周期》--2021/01/18

科顺股份(300737)《科顺股份: Q3 业绩超预期, 现金流环比持续改善》--2020/10/27

科顺股份(300737)《科顺股份: Q2 业绩超预期, 全年高成长可期》--2020/08/20

■ 证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 公司 2020 年实现营收 62.38 亿元 (+34.09%), 归母净利润为 8.9 亿元 (+145.03%), 接近业绩预告上限, 扣非归母净利润为 8.86 亿元 (+156.78%); 2021 年一季度实现 14.61 亿元 (+80.57%), 实现归母净利润 1.65 亿元 (+463.19%), 扣非归母净利润为 1.59 亿元 (+235.39%)。

■ 点评:

业绩逐季度高增长, 坚实迈向百亿目标。公司 2020 年 Q1-Q4 以及 21Q1 业绩增速分别为 -29.97%、110.06%、175.08%、236.33%、463.19%, 连续 5 个季度呈加速态势 (其中 21Q1 计提信用减值约 5700 万, 若不计提减值则增速更快); 近四个季度业绩均实现翻倍以上增长, 得益于地产与基建投资强劲, 防水需求稳定, 同时公司荆门、渭南以及德州基地相继投产, 产能规模增大及布局更加完善, 随着公司品牌影响力不断提升, 产销量保持快速增长, 我们判断公司 21 年一季度出货维持在 30% 左右。另一方面随着公司产能规模扩大, 同时加大费用管控, 总的成本费用摊销同比下降, 一季度公司综合毛利率为 32.15% (2020 年防水卷材、防水涂料及施工业务毛利率均实现正增长), 同比减少 1.1 个 pct, 主要是执行新的会计准则, 原计入销售费用的运输装卸费调整至营业成本所致, 若扣除此影响, 则综合毛利率为 36.2%, 同比增长 3% 左右; 虽然随着原油价格的回升, 21Q1 年沥青价格环比 20Q4 增长约 20% (以山东地区沥青成交价测算), 但公司在春节前加大沥青的储存, 同时与炼油厂洽谈采用远期锁价的方式固定部分成本, 因此公司低价储存沥青 (沥青占原材料成本的 30% 左右) 进一步降低生产成本, 盈利能力位居行业前列; 此外, 2 月末公司全线产品提价 5-20% 不等, 向下游传导成本压力, 这也体现了公司议价能力的提升。

2020 年现金流改善明显, 应收账款增速低于营收增速; 2020 年公司经营性净现金流为 5.52 亿元, 同比增长 216%, 其中 Q4 经营性净现金流 5.93 亿元, 同比增加 118.3%; 我们判断, 近两年公司加大力度考核回款, 四季度为公司集中回款阶段, 同时履约保证金也集中回收, 因此现金流明显好转, 而一季度为公司缴纳履约保证金以及加大力度备货原材料等, 因此 21Q1 现金流净流出 2.73 亿元, 在营收大幅增加的背景下, 现金流同比基本持平, 公司现金流管控明显提升; 21Q1 现销比为 0.96x, 同比下降 0.14 个 pct; 2020 年末公司应收账款及票据规模为 29.97 亿元, 同比增长约 25.7%, 低于营收增速 (19.7%), 同样 21

年一季度应收账款增速也大幅低于营收增速；2020年末应收账款周转天数为123.16天，同比减少约5.4天左右，但较三季度末明显下降；21年一季度公司期间费用率为14.75%，同比降低约9.3个pct，其中销售费用率降低约7个pct，主要是由于会计准则变化，部分运输装卸费调整至营业成本所致。

收购丰泽股份，开启品类扩张。2021年一季度公司公告拟以4.956亿元收购丰泽股份100%的股权，对应2020年业绩估值约为16倍，并签署业绩承诺21-23年扣非归母净利润不低于4200万、5040万、6048万，若21年未能完成收购，业绩承诺将延迟一年计算。丰泽股份主要是为铁路、公路、地铁以及轨道交通等重大工程提供止水、排水以及减隔震方面提供技术支持，主营支座、止水带和伸缩装置等产品。丰泽股份聚焦准入门槛较高的重大工程基建领域，若此次收购完成，公司可以依托丰泽股份的渠道优势，扩大基建领域的市占率，提高非房地产业务占比；同时公司利用自身规模、渠道及品牌优势为丰泽赋能，激发更大的潜能，公司产品也将多元化发展，提升抗风险能力。

产能稳步扩张，2021年将保持成长性。2020年公司湖北荆门、陕西渭南相继达产，佛山基地二期及德州基地二期也相继投产，同时福建三明基地、德州基地三期在建中，2021年公司产能将进一步释放，根据公司2021-2023年产能规划，明确提出未来三年产能将保持40%的复合增速，为22年实现百亿营收，25年实现两百亿营收的目标保驾护航。目前公司10个产能基地基本覆盖全国大部分区域，产能布局趋于合理，实现上下游物流费用与相应及时度的综合最优化。我们认为，随着防水行业发展愈发规范以及下游地产企业集中度的提升，以及新的防水行业标准即将发布，行业进入“良币驱逐劣币”阶段，未来将呈现强者恒强局面，而公司作为头部企业，渠道、品牌及规模优势逐步显现，在精装修及地产集中度提升的背景下，公司有望稳步提升市占率。

投资建议：我们调整公司2021-2022年归母净利润分别约为12（+34.9%）、16（+32.9%）亿元，对应EPS分别为1.96、2.61元；对应21-22年PE估值分别为14.9、11.2、8.7倍，上调目标价至39.2元（原值为34.25元），维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上涨，固定资产投资大幅下滑，应收账款坏账风险

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6238	8200	10545	13284
(+/-%)	34.09	31.45	28.60	25.98
净利润(百万元)	890	1201	1596	2055
(+/-%)	145.03	34.88	32.91	28.78
摊薄每股收益(元)	1.46	1.96	2.61	3.36
市盈率(PE)	20.12	14.91	11.22	8.71

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。