

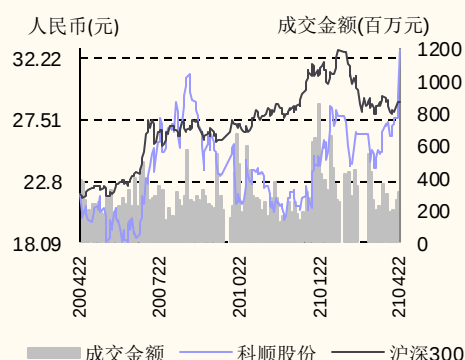
科顺股份 (300737.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.95 元

百亿战略规划发布, 业绩有望快速增长**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	6.35
已上市流通 A 股(亿股)	4.68
总市值(亿元)	209.35
年内股价最高最低(元)	32.95/18.09
沪深 300 指数	5089
创业板指	2939

**相关报告**

1. 《产能布局逐渐完善, 成长步伐继续加快-科顺股份首次覆盖报告》, 2021.1.28

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.598	1.455	2.020	2.502	3.076
每股净资产(元)	5.18	6.79	8.71	10.92	13.59
每股经营性现金流(元)	0.12	0.39	1.04	2.05	2.23
市盈率(倍)	18.93	14.75	16.31	13.17	10.71
净利润增长率(%)	96.13%	145.03%	44.14%	23.85%	22.96%
净资产收益率(%)	11.54%	21.44%	23.18%	22.92%	22.63%
总股本(百万股)	607.72	611.77	635.37	635.37	635.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 21年4月22日科顺股份发布20年年报, 营收62.38亿元, 同比增长34.1%; 归母净利润8.90亿元, 同比增长145.03%; 基本EPS 1.48元。公司拟每10股派现1.5元(含税)并转赠8股。

经营分析

- **成本下降导致利润增速快, 经营质量继续好转:** 20年公司营收增速34.1%, 销量同比增63.8%, 收入增速低于销量增速主要与产品价格下降有关。20年公司利润增速145.03%, 利润增速远超收入增速的原因是沥青价格的下跌。公司加大对应收账款的考核力度, 20年公司经营活动产生的净现金流同比增长216%, 利润含现金比例62%, 较19年增加14个百分点, 经营质量继续好转。
- **主要项目继续推进, 百亿战略规划发布:** 根据公司发布的百亿战略规划, 22年营收达到100亿元、25年营收达到200亿元。为了配合战略规划的落地, 公司提出产能在未来三年保持40%的复合增长。在福建基地和德州基地三期项目建设的基础上, 在重庆、南通、佛山基地进一步扩充产能。
- **整合外部资源, 拓展利润增长点:** 21年3月18日, 公司拟发行股份购买丰泽股份100%股权, 标的资产预估值4.96亿元。通过收购丰泽股份, 公司将进入减震领域, 并通过进一步整合资源开拓铁路、公路等基建市场。
- **行业保持快速增长, 集中度提升可期:** 20年国内建筑防水材料产量增速3.6%, 规模以上防水企业收入增速4.6%, 而公司的销量增速63.8%, 收入增速34.1%, 超过行业平均60.2个百分点和29.5个百分点。我们预计21年防水行业需求增速4.5%, 行业集中度提升的趋势仍将延续。东方雨虹20年收入增长20%、净利润增长64%, 凯伦股份20年收入增长72%、净利润增长106%, 龙头公司借助资本市场增速有望进一步加快。
- **产品提价, 利润率有望稳定:** 21年3月, 公司对防水卷材和防水涂料全面提价, 本次提价有助于打消市场对公司21年毛利率大幅下滑的担心。

盈利调整与投资建议

- 我们预计公司未来三年归母净利润12.83(上调19%)/15.89(上调18%)/19.54亿元, EPS 2.02/2.50/3.08元, 对应PE16/13/11X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行; 售价下调; 成本上涨; 地产政策调整; 坏账风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	3,097	4,652	6,238	7,991	9,582	11,491
增长率		50.2%	34.1%	28.1%	19.9%	19.9%
主营业务成本	-2,124	-3,092	-3,934	-5,231	-6,231	-7,432
%销售收入	68.6%	66.5%	63.1%	65.5%	65.0%	64.7%
毛利	972	1,560	2,304	2,760	3,351	4,058
%销售收入	31.4%	33.5%	36.9%	34.5%	35.0%	35.3%
营业税金及附加	-21	-33	-42	-54	-65	-78
%销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-417	-576	-389	-499	-598	-717
%销售收入	13.5%	12.4%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	-136	-206	-243	-320	-383	-460
%销售收入	4.4%	4.4%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	-131	-210	-282	-361	-433	-519
%销售收入	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	268	536	1,347	1,526	1,872	2,285
%销售收入	8.7%	11.5%	21.6%	19.1%	19.5%	19.9%
财务费用	-28	-20	-27	-30	-21	-4
%销售收入	0.9%	0.4%	0.4%	0.4%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-55	-15	35	-6	-1	-1
公允价值变动收益	10	0	0	0	0	0
投资收益	19	21	-28	5	5	5
%税前利润	8.6%	4.8%	n.a	0.3%	0.3%	0.2%
营业利润	222	427	1,033	1,505	1,865	2,294
营业利润率	7.2%	9.2%	16.6%	18.8%	19.5%	20.0%
营业外收支	2	4	6	5	5	5
税前利润	223	432	1,039	1,510	1,870	2,299
利润率	7.2%	9.3%	16.7%	18.9%	19.5%	20.0%
所得税	-38	-68	-149	-226	-280	-345
所得税率	17.0%	15.8%	14.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	185	363	890	1,283	1,589	1,954
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	185	363	890	1,283	1,589	1,954
净利率	6.0%	7.8%	14.3%	16.1%	16.6%	17.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	185	363	890	1,283	1,589	1,954
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	97	81	66	154	196	243
非经营收益	-30	-40	14	46	47	37
营运资金变动	-451	-333	-732	-822	-531	-816
经营活动现金净流	-198	71	240	662	1,301	1,418
资本开支	-340	-502	-595	-627	-625	-625
投资	-635	576	-275	10	10	0
其他	19	32	-12	5	5	5
投资活动现金净流	-955	106	-882	-612	-610	-620
股权募资	1,432	0	59	227	0	0
债权募资	263	153	238	-7	-161	-154
其他	-60	-204	350	-185	-243	-296
筹资活动现金净流	1,635	-51	648	36	-403	-450
现金净流量	481	126	5	85	288	348

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	906	1,101	1,420	1,505	1,793	2,141
应收账款	1,888	2,602	3,358	4,246	4,961	6,106
存货	303	585	340	609	725	865
其他流动资产	709	211	972	839	906	998
流动资产	3,806	4,499	6,090	7,199	8,384	10,110
%总资产	77.3%	75.1%	74.7%	73.9%	73.8%	75.1%
长期投资	90	18	32	32	32	32
固定资产	848	1,228	1,680	2,135	2,543	2,905
%总资产	17.2%	20.5%	20.6%	21.9%	22.4%	21.6%
无形资产	122	141	151	173	195	216
非流动资产	1,118	1,494	2,058	2,545	2,975	3,358
%总资产	22.7%	24.9%	25.3%	26.1%	26.2%	24.9%
资产总计	4,924	5,993	8,148	9,744	11,359	13,468
短期借款	322	532	686	679	518	364
应付款项	1,432	2,033	2,203	2,540	2,817	3,260
其他流动负债	112	177	852	731	823	933
流动负债	1,867	2,742	3,741	3,950	4,158	4,557
长期贷款	126	74	211	211	211	211
其他长期负债	21	29	43	46	54	65
负债	2,014	2,845	3,996	4,207	4,424	4,833
普通股股东权益	2,910	3,149	4,152	5,536	6,935	8,635
其中：股本	611	608	612	635	635	635
未分配利润	462	762	1,589	2,745	4,144	5,845
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,924	5,993	8,148	9,744	11,359	13,468

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.303	0.598	1.455	2.020	2.502	3.076
每股净资产	4.765	5.181	6.788	8.713	10.915	13.591
每股经营现金净流	-0.325	0.117	0.392	1.041	2.048	2.232
每股股利	0.050	0.000	0.150	0.200	0.300	0.400
回报率						
净资产收益率	6.37%	11.54%	21.44%	23.18%	22.92%	22.63%
总资产收益率	3.76%	6.06%	10.93%	13.17%	13.99%	14.51%
投入资本收益率	6.62%	12.01%	22.87%	20.19%	20.76%	21.08%
增长率						
主营业务收入增长率	51.89%	50.22%	34.09%	28.10%	19.91%	19.92%
EBIT增长率	-12.87%	99.85%	151.45%	13.27%	22.65%	22.04%
净利润增长率	-14.89%	96.13%	145.03%	44.14%	23.85%	22.96%
总资产增长率	93.43%	21.73%	35.96%	19.58%	16.58%	18.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	139.2	130.3	124.9	140.0	135.0	140.0
存货周转天数	44.9	52.4	42.9	42.9	42.9	42.9
应付账款周转天数	36.9	48.4	88.4	75.0	70.0	65.0
固定资产周转天数	62.5	56.8	76.7	76.1	75.2	71.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-30.32%	-15.72%	-17.82%	-15.02%	-18.46%	-20.65%
EBIT利息保障倍数	9.7	26.6	49.5	50.5	89.9	588.3
资产负债率	40.90%	47.47%	49.04%	43.18%	38.95%	35.88%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	4	6	18	24	52
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.14	1.05	1.04	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-01-28	买入	25.72	37.95~37.95

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402