

公司研究

业绩超出预期，向百亿目标坚定迈进

——科顺股份（300737.SZ）2020 年年报及 2021 年一季报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报，全年实现营业收入 62.4 亿元，同增 34.09%；归母净利润 8.9 亿元，同增 145.03%；扣非归母净利润 8.9 亿元，同增 156.78%。2021 年一季报显示，公司实现营收 14.6 亿元，同增 80.57%；实现归母净利润 1.7 亿元，同增 463.19%。

点评：

销量提升叠加成本下降，2020 年业绩实现大幅增长：随着公司荆门、渭南生产基地相继投产，且市场持续开拓带来份额的不断提升，2020 年防水材料销量为 4.38 亿平米，同增 63.83%。分业务板块来看，防水卷材业务营收 40.59 亿元，同增 28.09%；防水涂料业务营收 11.52 亿元，同增 24.72%；防水工程施工业务营收 9.90 亿元，同增 96.24%。此外，受益于 2020 年主要原材料—沥青价格整体处于低位，公司生产成本较上年降低，全年毛利率达到 36.94%，同比提升 3.41 个百分点。综合而言，销量增长带来的收入增加、原材料降价带来的成本下降，共同推动公司利润的大幅提升。

2021 年 Q1 营收创历史新高：2021 年一季度，由于市场需求持续旺盛、行业集中度加速提升，公司产品产销量继续增长，带动营收增加。公司产品销售毛利率 32.15%，同比下调 1.09 个百分点，主要受会计准则调整影响，公司明确同口径下毛利率实际上升。此外，由于规模效应逐渐显现以及费用管控能力的增强，公司期间费用率为 14.75%，同比下调 9.3 个百分点，虽有销售费用调整因素，但公司亦明确同口径费用率下降。公司销售净利率为 11.32%，较 2020 年同期提升 7.69 个百分点，较 2019 年同期提升 4.87 个百分点，盈利能力提升明显。

仍处快速成长期，向上空间不断打开：根据公司未来三年（2021-2023）产能发展计划，产能复合增速将达到 40%，随着已建产能的不断释放和在建产能的未来投产，公司百亿战略目标具备产能支撑。公司已对组织架构进行全面优化，工程建材、民用建材、修缮、国际建材四大板块并驾齐驱，经营效率有望进一步改善。此外，公司大力发展经销商，在加速市场渗透的同时，将不断优化经营现金流，带来经营质量的提升。

盈利预测、估值与评级：随着公司市占率提升及产能充分释放，我们上调 21-22 年归母净利润预测（上调幅度分别为 45.09%、48.88%）、新增 23 年归母净利润预测分别为 11.52、15.32 和 18.50 亿元，对应公司 EPS 分别为 1.81、2.41 和 2.91 元，维持“买入”评级。

风险提示：市场份额提升不及预期，原材料价格上涨，下游客户回款不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,652	6,238	8,205	10,991	13,818
营业收入增长率	50.22%	34.09%	31.53%	33.96%	25.72%
净利润（百万元）	363	890	1,152	1,532	1,850
净利润增长率	96.13%	145.03%	29.39%	33.00%	20.76%
EPS（元）	0.60	1.46	1.81	2.41	2.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.54%	21.44%	19.97%	21.34%	20.85%
P/E	57	23	19	14	12
P/B	6.6	5.0	3.7	3.0	2.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-30 注：2019 年、2020 年末总股本分别为 6.08、6.12 亿股，目前为 6.35 亿股

买入（维持）

当前价：33.95 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

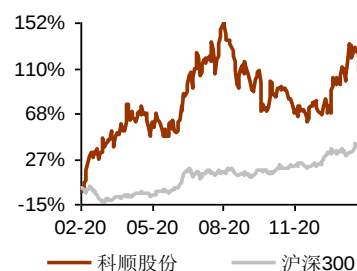
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.35
总市值(亿元)	215.71
一年最低/最高(元)	17.53/35.64
近 3 月换手率	82.96%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	24.18	24.96	71.55
绝对	25.09	25.87	72.46

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,652	6,238	8,205	10,991	13,818
营业成本	3,092	3,934	5,413	7,266	9,270
折旧和摊销	65	99	150	177	207
税金及附加	33	42	56	75	94
销售费用	576	389	574	769	967
管理费用	206	243	345	462	580
研发费用	210	282	371	497	624
财务费用	20	27	12	0	-6
投资收益	21	-28	0	0	0
营业利润	427	1,033	1,351	1,798	2,172
利润总额	432	1,039	1,355	1,802	2,177
所得税	68	149	203	270	326
净利润	363	890	1,152	1,532	1,850
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	363	890	1,152	1,532	1,850
EPS(元)	0.60	1.46	1.81	2.41	2.91

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	175	552	817	1,162	1,516
净利润	363	890	1,152	1,532	1,850
折旧摊销	65	99	150	177	207
净营运资金增加	615	210	894	1,148	1,140
其他	-869	-647	-1,380	-1,694	-1,681
投资活动产生现金流	106	-882	-537	-575	-550
净资本支出	-502	-595	-550	-550	-550
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	608	-287	13	-25	0
融资活动现金流	-50	648	187	53	-316
股本变化	-3	4	24	0	0
债务净变化	158	291	-265	171	-166
无息负债变化	673	860	1,006	1,394	1,557
净现金流	230	318	467	641	650

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.5%	36.9%	34.0%	33.9%	32.9%
EBITDA 率	13.5%	24.2%	19.9%	19.5%	18.4%
EBIT 率	12.1%	22.6%	18.1%	17.9%	16.9%
税前净利润率	9.3%	16.7%	16.5%	16.4%	15.8%
归母净利润率	7.8%	14.3%	14.0%	13.9%	13.4%
ROA	6.1%	10.9%	11.0%	11.4%	11.2%
ROE (摊薄)	11.5%	21.4%	20.0%	21.3%	20.9%
经营性 ROIC	12.7%	26.9%	21.7%	22.8%	22.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	49%	45%	47%	46%
流动比率	1.64	1.63	1.79	1.75	1.79
速动比率	1.43	1.54	1.67	1.64	1.67
归母权益/有息债务	5.19	4.63	9.12	8.94	13.91
有形资产/有息债务	9.48	8.71	15.98	16.23	25.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末总股本摊薄计算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	5,993	8,148	10,505	13,483	16,567
货币资金	1,101	1,420	1,887	2,528	3,178
交易性金融资产	0	217	200	200	200
应收帐款	1,880	2,388	3,145	4,213	5,297
应收票据	504	608	820	1,099	1,382
其他应收款 (合计)	157	135	180	242	304
存货	585	340	521	707	907
其他流动资产	185	466	661	896	1,236
流动资产合计	4,499	6,090	8,024	10,605	13,345
其他权益工具	18	32	30	30	30
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	724	1,310	1,443	1,593	1,745
在建工程	504	369	539	667	763
无形资产	139	147	194	240	284
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	15	21	21	21
非流动资产合计	1,494	2,058	2,480	2,879	3,222
总负债	2,845	3,996	4,737	6,303	7,694
短期借款	511	659	391	562	396
应付账款	819	1,087	1,495	2,007	2,561
应付票据	765	925	1,272	1,708	2,179
预收账款	231	0	0	0	0
其他流动负债	0	370	522	811	1,201
流动负债合计	2,742	3,741	4,482	6,046	7,436
长期借款	74	211	211	211	211
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	3	3	5	6
非流动负债合计	102	255	255	257	258
股东权益	3,149	4,152	5,767	7,181	8,873
股本	608	612	635	635	635
公积金	1,942	2,065	2,711	2,758	2,758
未分配利润	762	1,589	2,534	3,901	5,593
归属母公司权益	3,149	4,152	5,767	7,181	8,873
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	12.38%	6.24%	7.00%	7.00%	7.00%
管理费用率	4.42%	3.90%	4.20%	4.20%	4.20%
财务费用率	0.43%	0.44%	0.14%	0.00%	-0.05%
研发费用率	4.50%	4.52%	4.52%	4.52%	4.52%
所得税率	16%	14%	15%	15%	15%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.15	0.19	0.25	0.30
每股经营现金流	0.29	0.90	1.29	1.83	2.39
每股净资产	5.18	6.79	9.08	11.30	13.96
每股销售收入	7.65	10.20	12.91	17.30	21.75

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	57	23	19	14	12
PB	6.6	5.0	3.7	3.0	2.4
EV/EBITDA	33.8	14.2	13.5	10.3	8.6
股息率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE