

科顺股份 (300737)

证券研究报告

2021年08月29日

H1 营收利润较好增长，控费得力对冲成本端压力

21H1 营收利润取得较高增长，Q2 成本压力显现，维持“买入”评级

公司 21H1 实现营收/归母净利/扣非归母净利 37.6/4.7/4.3 亿元，yoy+41.4%/+62.1%/+41.8%，其中 Q2 实现营收/归母净利/扣非净利 23/3.03/2.71 亿元，yoy+24.3%/+16.2%/+5.4%。Q2 公司营收维持了较好增长，但毛利率受原材料涨价影响较为显著。H1 公司 CFO 净流出 6.75 亿元，同比多流出 3.44 亿元，与其他消费建材品种表现类似。我们认为下半年公司收入有望保持较好增长，同时原材料对盈利能力形成的压力有望边际缓解，继续看好公司中长期成长性，维持“买入”评级。

H1 盈利能力相对稳定，Q2 毛利率或受原材料影响较大

21H1 公司扣非净利率/毛利率 11.51%/31.31%，同比变化+0.04/-7.68pct，剔除运费后同口径毛利率下行约 4pct。扣非净利率降幅较小，我们认为主要系控费效果显现及减值损失增长较少所致。单 Q2 看，公司营业成本+销售费用占收入比重 74.95%，同比升 5pct，我们判断主要系原材料涨价对毛利率产生较大影响所致，Q3/4 随着原材料同比涨幅的回落，我们认为公司单季度营收/利润增幅的同步性有望明显改善。公司 H1 卷材/涂料/施工业务营收增幅+38.8%/+58.9%/+41.5%，毛利率同比变化-10.89/-11.57/+5.93pct。

上半年控费效果较好，资产负债结构保持良性

21H1 公司销售（不含运费）/管理/研发/财务费用率分别为 6.13%/3.89%/3.72%/0.51%，同比变动-0.82/-0.54/+0.22/+0.04pct，销售和管理费用端体现出较好的控费效果，资产减值损失占收入比重 2.74%，同比下降 1.05pct，此外投资收益占收入比重 0.05%，较 20H1 改善 0.98pct。上半年公司 CFO 净流出 6.75 亿元，流出增幅较大，主要系收现比同比下行 6.35pct 及支付的往来款项增加较多，我们判断可能与公司加大对经销商支持力度有关。H1 末公司负债率 49.7%，同比基本持平，财务状况仍然相对稳健，未来资产负债表对营收规模扩张所能提供的支持仍有望较大。

看好产能增长与渠道扩张，维持“买入”评级

我们认为公司产能扩张有望为持续成长奠定基础，后续通过丰泽装备，有望加快在铁路基建等领域的渠道扩张，且有望实现在减隔震等领域的品类扩张。上半年公司控费效果显现，下半年成本端压力有望边际缓解，我们略调高盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润 11.47/15.02/19.20 亿元（前值 10.97/14.56/18.87 亿元），对应 EPS1.00/1.31/1.68 元，参考可比公司，给予 21 年 22 倍 PE，目标价 22.00 元，维持“买入”评级。

风险提示：地产下游需求景气度及回款进度不及预期，原材料上涨超预期，费用率下行持续性不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,651.96	6,237.88	8,404.20	10,644.04	12,963.91
增长率(%)	50.22	34.09	34.73	26.65	21.80
EBITDA(百万元)	846.10	1,735.11	1,443.68	2,164.77	2,812.38
净利润(百万元)	363.36	890.33	1,147.07	1,501.58	1,919.84
增长率(%)	96.13	145.03	28.84	30.91	27.85
EPS(元/股)	0.32	0.78	1.00	1.31	1.68
市盈率(P/E)	57.65	23.53	18.26	13.95	10.91
市净率(P/B)	6.65	5.04	3.58	2.89	2.33
市销率(P/S)	4.50	3.36	2.49	1.97	1.62
EV/EBITDA	7.40	7.01	12.93	8.10	5.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	18.28 元
目标价格	22.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,145.87
流通 A 股股本(百万股)	843.27
A 股总市值(百万元)	20,946.46
流通 A 股市值(百万元)	15,415.06
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	49.70
一年内最高/最低(元)	38.30/13.92

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

熊可为 联系人
xiongkewei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《科顺股份-公司点评:回购彰显信心，继续看好中长期成长性》 2021-07-20
- 《科顺股份-年报点评报告:业绩高速增长持续，看好中长期成长》 2021-04-24
- 《科顺股份-季报点评:Q3 净利润创新高，盈利能力持续上升》 2020-11-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,100.97	1,420.15	3,244.54	4,402.53	5,662.86
应收票据及应收账款	2,383.94	2,996.64	4,006.87	4,564.19	5,874.93
预付账款	88.38	150.91	131.66	240.74	220.49
存货	584.69	339.79	1,075.24	724.82	1,420.06
其他	341.17	1,182.77	751.88	734.37	1,075.76
流动资产合计	4,499.14	6,090.25	9,210.19	10,666.64	14,254.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	723.69	1,310.26	1,437.20	1,520.70	1,565.14
在建工程	504.33	369.26	257.56	202.53	151.52
无形资产	139.14	147.33	142.94	138.56	134.18
其他	126.98	231.28	136.99	162.95	175.69
非流动资产合计	1,494.14	2,058.13	1,974.69	2,024.74	2,026.53
资产总计	5,993.28	8,148.39	11,184.88	12,691.39	16,280.64
短期借款	510.76	659.19	759.19	859.19	959.19
应付票据及应付账款	1,584.00	2,011.15	2,957.89	3,295.71	4,262.82
其他	647.66	1,070.77	1,272.51	985.33	1,734.60
流动负债合计	2,742.43	3,741.10	4,989.60	5,140.22	6,956.62
长期借款	73.71	211.38	321.38	271.38	291.38
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.62	43.42	30.96	34.33	36.24
非流动负债合计	102.33	254.79	352.34	305.71	327.61
负债合计	2,844.76	3,995.90	5,341.93	5,445.93	7,284.23
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
股本	607.72	611.77	1,145.87	1,145.87	1,145.87
资本公积	1,830.69	1,909.00	1,909.00	1,909.00	1,909.00
留存收益	2,703.32	3,654.04	4,697.08	6,099.59	7,850.54
其他	(1,993.20)	(2,022.32)	(1,909.00)	(1,909.00)	(1,909.00)
股东权益合计	3,148.52	4,152.49	5,842.95	7,245.46	8,996.41
负债和股东权益总计	5,993.28	8,148.39	11,184.88	12,691.39	16,280.64

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	363.36	890.33	1,147.07	1,501.58	1,919.84
折旧摊销	65.68	101.37	49.15	55.90	60.96
财务费用	32.48	40.95	27.23	46.22	77.78
投资损失	(21.98)	27.98	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(313.05)	(817.12)	(283.70)	(267.83)	(550.48)
其它	48.22	308.67	(217.20)	(0.00)	72.40
经营活动现金流	174.71	552.18	722.55	1,335.88	1,580.50
资本支出	455.00	543.64	72.46	76.63	48.10
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(349.29)	(1,425.72)	301.94	(156.63)	(242.89)
投资活动现金流	105.71	(882.08)	374.39	(80.00)	(194.80)
债权融资	606.11	897.40	1,108.68	1,156.10	1,277.39
股权融资	(114.39)	104.34	620.19	(46.22)	(77.78)
其他	(541.91)	(353.72)	(1,001.43)	(1,207.76)	(1,324.99)
筹资活动现金流	(50.19)	648.02	727.45	(97.88)	(125.38)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	230.22	318.12	1,824.39	1,157.99	1,260.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,651.96	6,237.88	8,404.20	10,644.04	12,963.91
营业成本	3,092.15	3,933.65	5,525.15	6,938.57	8,353.27
营业税金及附加	32.90	42.40	57.13	74.51	90.75
营业费用	575.76	389.23	546.27	691.86	842.65
管理费用	205.80	243.37	319.36	404.47	492.63
研发费用	209.51	281.83	378.19	468.34	557.45
财务费用	20.16	27.23	27.23	46.22	77.78
资产减值损失	(15.15)	(34.92)	(33.62)	(42.58)	(51.86)
公允价值变动收益	0.00	0.20	(217.20)	0.00	72.40
投资净收益	20.73	(27.98)	0.00	0.00	0.00
其他	82.84	349.76	468.32	316.96	296.52
营业利润	427.27	1,033.12	1,333.37	1,745.68	2,232.32
营业外收入	5.39	8.34	8.40	10.64	12.96
营业外支出	1.04	2.61	3.36	4.26	5.19
利润总额	431.62	1,038.85	1,338.42	1,752.06	2,240.10
所得税	68.25	148.52	191.35	250.48	320.26
净利润	363.36	890.33	1,147.07	1,501.58	1,919.84
少数股东损益	(0.00)	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
归属于母公司净利润	363.36	890.33	1,147.07	1,501.58	1,919.84
每股收益(元)	0.32	0.78	1.00	1.31	1.68

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	50.22%	34.09%	34.73%	26.65%	21.80%
营业利润	92.88%	141.80%	29.06%	30.92%	27.88%
归属于母公司净利润	96.13%	145.03%	28.84%	30.91%	27.85%
获利能力					
毛利率	33.53%	36.94%	34.26%	34.81%	35.57%
净利率	7.81%	14.27%	13.65%	14.11%	14.81%
ROE	11.54%	21.44%	19.63%	20.72%	21.34%
ROIC	20.05%	35.97%	36.65%	43.02%	51.61%
偿债能力					
资产负债率	47.47%	49.04%	47.76%	42.91%	44.74%
净负债率	-15.72%	-12.59%	-36.55%	-44.81%	-48.75%
流动比率	1.64	1.63	1.85	2.08	2.05
速动比率	1.43	1.54	1.63	1.93	1.84
营运能力					
应收账款周转率	2.26	2.32	2.40	2.48	2.48
存货周转率	10.48	13.49	11.88	11.83	12.09
总资产周转率	0.85	0.88	0.87	0.89	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.78	1.00	1.31	1.68
每股经营现金流	0.15	0.48	0.63	1.17	1.38
每股净资产	2.75	3.62	5.10	6.32	7.85
估值比率					
市盈率	57.65	23.53	18.26	13.95	10.91
市净率	6.65	5.04	3.58	2.89	2.33
EV/EBITDA	7.40	7.01	12.93	8.10	5.80
EV/EBIT	8.01	7.43	13.39	8.32	5.93

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com