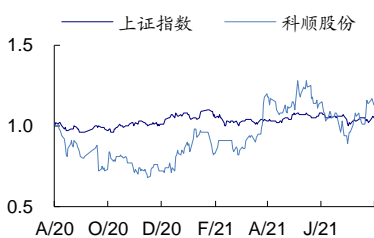


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
科顺股份(300737)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,146/843
总市值/流通(百万元)	20,832/15,331
上证综指/深圳成指	3,502/14,415
12 个月最高/最低(元)	38.30/13.92

相关研究报告:

《科顺股份-300737-2020 年年报及 2021 年一季度点评: 百亿战略优质成长, 业绩超预期》——2021-04-23

《科顺股份-300737-2020 年年报及 2021 年一季度点评: 百亿战略优质成长, 业绩超预期》——2021-04-22

《科顺股份-300737-2020 年中报点评: 逆势增长超预期, 百亿战略开启新征程》——2020-08-21

《科顺股份-300737-19 年年报及 20 年一季度点评: 产能布局有序推进, 定增提升发展潜力》——2020-04-22

《科顺股份-300737-2019 年三季度点评: 业绩维持高速增长, 产能投放助力未来成长》——2019-10-31

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
业务布局稳步推进, 增长依旧突出
● 业务经营稳健, 增长依旧突出

2021H1 公司实现营收 37.61 亿元, 同比+41.42%, 实现归母净利润 4.7 亿元, 同比+62.13%, 扣非归母净利润 4.33 亿元, 同比+41.75%, EPS 为 0.41 元/股, 收入利润增长突出主要受益市场需求持续旺盛, 各产品均呈现较高增长, 分产品看防水卷材、防水涂料、防水工程施工实现营收 22.5/8.26/6.81 亿元, 同比+38.76%/+58.91%/+41.51%; 其中 Q2 单季度实现营收 23 亿元, 同比+24.3%, 归母净利润 3.03 亿元, 同比+16.18%, 扣非归母净利润 2.71 亿元, 同比+5.21%。

● 原材料价格上涨拖累毛利率, 控费成效显著

2021H1 实现综合毛利率 31.31%, 同比-7.69pct, 剔除会计核算调整影响, 下降约 4pct, 其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 32.13%/30.78%, 同比-1.11/-10.73pct, 主要受原材料价格大幅上涨所致, 随着提价效应逐步显现, 预计下半年压力有望环比减弱; 分产品看, 防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 31.51%/28.51%/34.07%, 同比-10.89/-11.56/+5.93pct。期间费用率 14.25%, 同比-6.3pct, 其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 6.13%/3.89%/0.51%/3.72%, 同比-6.01/-0.54/+0.04/+0.22pct, 净利率 12.5%, 同比+1.6pct, 主因控费成效显著以及投资收益和政府补助同比增加所致。

● 现金流有所承压, 负债率基本保持稳定

2021H1 实现经营性现金流净额-6.75 亿元, 上年同期-3.31 亿元, 其中 Q2 单季度-4.01 亿元, 上年同期-0.71, 主因账款回收周期变长、应收款项增加以及支付往来款增加, 截至 2021H1 末应收账款及票据 43.14 亿元, 同比+38.91%, 其他应收款 4.63 亿元, 同比+107.5%。资产负债率 49.7%, 同比-0.01pct, 负债率基本保持稳定, 资债结构良好。

● 业务布局稳步推进, 百亿战略优质成长, 维持“买入”评级

公司作为国内防水材料龙头之一, 积极围绕“双百亿”战略及相关目标开展业务布局, 产能扩张有序推进、渠道布局持续完善, 目前德州三期、福建科顺及十余家卫星工厂正在建设, 2021-2023 规划产能 40% 复合增速, 同时收购丰泽股份布局减隔震行业, 提供新增长点, 持续看好公司中长期成长。预计 21-23 年 EPS 为 1.00/1.32/1.73 元/股, 对应 PE 为 18.3/13.8/10.6x, 维持“买入”评级。

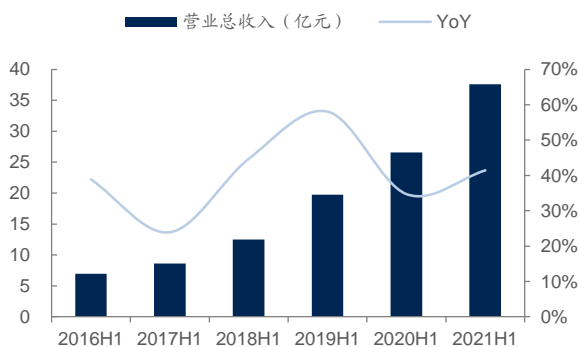
● 风险提示: 宏观经济超预期下滑; 回款不及预期; 产能释放不及预期
盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,652	6,238	8,352	10,561	13,135
(+/-%)	50.2%	34.1%	33.9%	26.5%	24.4%
净利润(百万元)	363	890	1144	1513	1980
(+/-%)	96.1%	145.0%	28.5%	32.3%	30.9%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.78	1.00	1.32	1.73
EBIT Margin	16.0%	26.1%	22.3%	22.8%	23.3%
净资产收益率(ROE)	11.5%	21.4%	22.6%	24.1%	25.2%
市盈率(PE)	57.6	23.5	18.3	13.8	10.6
EV/EBITDA	29.4	14.4	13.3	10.9	9.1
市净率(PB)	6.65	5.04	4.13	3.34	2.66

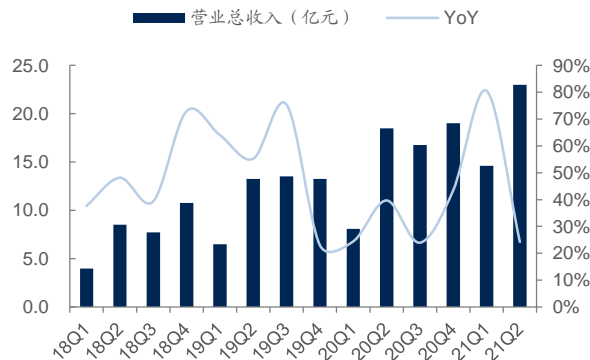
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

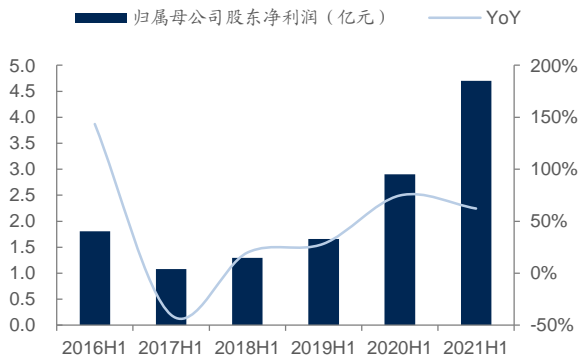
业务经营稳健,增长依旧突出。2021H1 公司实现营收 37.61 亿元,同比+41.42%,实现归母净利润 4.7 亿元,同比+62.13%,扣非归母净利润 4.33 亿元,同比+41.75%,EPS 为 0.41 元/股,收入利润增长突出主要受益市场需求持续旺盛,各产品均呈现较高增长,分产品看防水卷材、防水涂料、防水工程施工分别实现营收 22.5/8.26/6.81 亿元,同比+38.76%/+58.91%/+41.51%;其中 Q2 单季度实现营收 23 亿元,同比+24.3%,归母净利润 3.03 亿元,同比+16.18%,扣非归母净利润 2.71 亿元,同比+5.21%。

图 1: 公司营业收入及同比增速


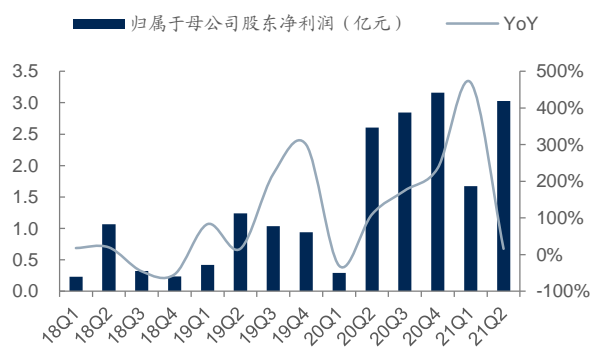
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季度营业收入及同比增速


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速


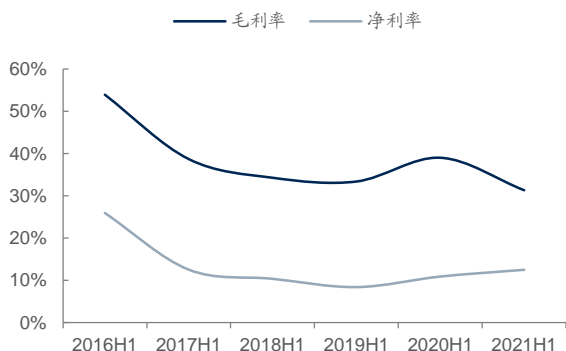
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速


资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

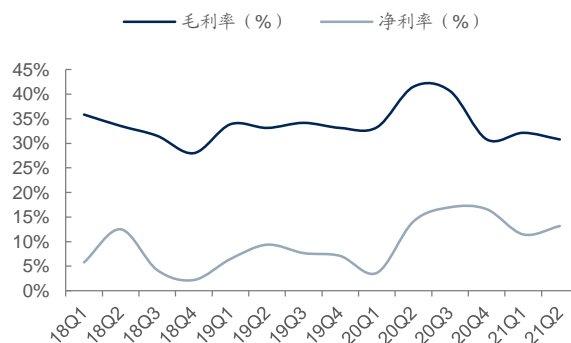
原材料价格上涨拖累毛利率,控费成效显著。2021H1 实现综合毛利率 31.31%,同比-7.69pct,剔除会计核算运输费调整至营业成本影响,下降约 4pct,其中 Q1、Q2 单季度毛利率分别为 32.13%/30.78%,同比-1.11/-10.73pct,主要受原材料价格大幅上涨所致,随着提价效应逐步显现,预计下半年压力有望环比减弱;分产品看,防水卷材/防水涂料/防水工程施工毛利率分别为 31.51%/28.51%/34.07%,同比-10.89/-11.56/+5.93pct。期间费用率 14.25%,同比 -6.3pct,其中销售、管理、财务、研发费用率分别为 6.13%/3.89%/0.51%/3.72%,同比-6.01/-0.54/+0.04/+0.22pct,净利率 12.5%,同比+1.6pct,主因控费成效显现以及投资收益和政府补助同比增加所致。

图 5：公司毛利率和净利率



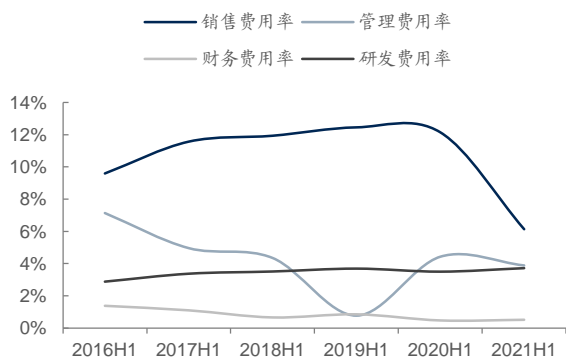
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



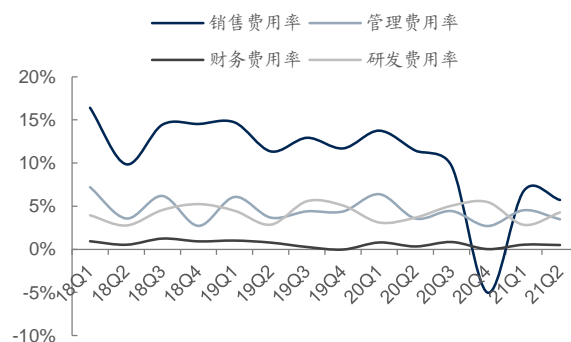
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

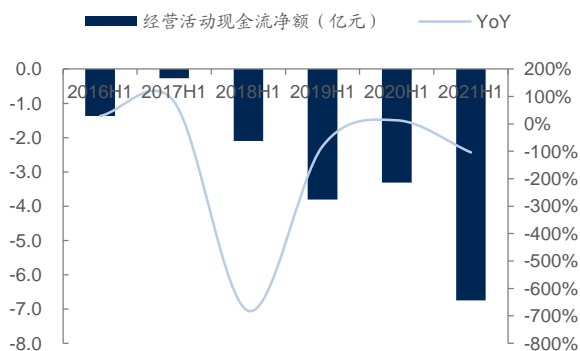
图 8：公司单季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

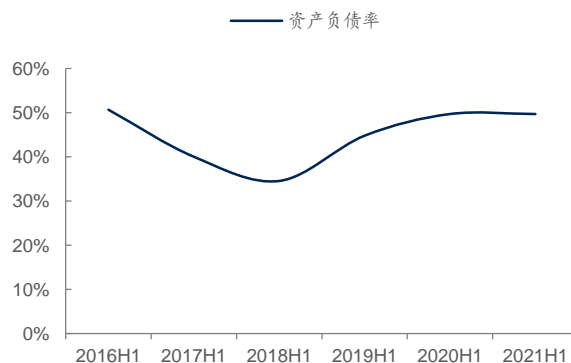
现金流有所承压，负债率基本保持稳定。2021H1 实现经营性现金流净额-6.75 亿元，上年同期为-3.31 亿元，其中 Q2 单季度-4.01 亿元，上年同期为-0.71，主因账款回收周期变长、应收款项增加以及支付往来款增加所致，截至 2021H1 末应收账款及票据 43.14 亿元，同比+38.91%，其他应收款 4.63 亿元，同比+107.5%。资产负债率 49.7%，同比-0.01pct，负债率基本保持稳定，资债结构良好。

图 9：公司经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：业务布局稳步推进，百亿战略优质成长，维持“买入”评级。公司作为国内防水材料龙头之一，积极围绕“双百亿”战略及相关目标开展业务布局，产能扩张有序推进、渠道布局持续完善，目前德州三期、福建科顺及十余家卫星工厂正在建设，2021-2023规划产能40%复合增速，同时收购丰泽股份布局减隔震行业，提供新增长点，持续看好公司中长期成长。预计21-23年EPS为1.00/1.32/1.73元/股，对应PE为18.3/13.8/10.6x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1420	1938	2186	2741	营业收入	6238	8352	10561	13135
应收款项	3132	4403	5734	7203	营业成本	3934	5638	7076	8735
存货净额	340	493	625	779	营业税金及附加	42	46	58	72
其他流动资产	981	902	1401	1580	销售费用	389	501	634	788
流动资产合计	6090	7953	10163	12520	管理费用	243	307	386	479
固定资产	1680	2112	2738	3510	财务费用	27	42	53	65
无形资产及其他	147	141	136	130	投资收益	(28)	5	0	0
投资性房地产	231	231	231	231	资产减值及公允价值变动	35	(20)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(576)	(480)	(600)	(700)
资产总计	8148	10438	13268	16391	营业利润	1033	1324	1754	2296
短期借款及交易性金融负债	686	750	825	908	营业外净收支	6	3	3	3
应付款项	2011	2947	3770	4746	利润总额	1039	1327	1757	2299
其他流动负债	1044	1258	1716	2036	所得税费用	149	186	246	322
流动负债合计	3741	4955	6312	7689	少数股东损益	0	(3)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	211	361	611	761	归属于母公司净利润	890	1144	1513	1980
其他长期负债	43	55	68	80					
长期负债合计	255	416	679	841	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3996	5371	6991	8531	净利润	890	1144	1513	1980
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	资产减值准备	159	139	107	144
股东权益	4152	5068	6278	7862	折旧摊销	99	112	146	181
负债和股东权益总计	8148	10438	13268	16391	公允价值变动损失	(35)	20	0	0
					财务费用	27	42	53	65
					营运资本变动	(141)	(45)	(561)	(351)
					其它	(159)	(139)	(107)	(144)
					经营活动现金流	813	1231	1097	1809
					资本开支	(740)	(698)	(873)	(1091)
					其它投资现金流	(217)	0	0	0
					投资活动现金流	(957)	(698)	(873)	(1091)
					权益性融资	59	0	0	0
					负债净变化	138	150	250	150
					支付股利、利息	(31)	(229)	(303)	(396)
					其它融资现金流	190	64	75	83
					融资活动现金流	463	(15)	22	(163)
					现金净变动	319	518	247	555
					货币资金的期初余额	1101	1420	1938	2186
					货币资金的期末余额	1420	1938	2186	2741
					企业自由现金流	615	970	782	1372
					权益自由现金流	943	1148	1062	1548

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.78	1.00	1.32	1.73
每股红利	0.03	0.20	0.26	0.35
每股净资产	3.62	4.42	5.48	6.86
ROIC	33%	32%	35%	36%
ROE	21%	23%	24%	25%
毛利率	37%	33%	33%	34%
EBIT Margin	26%	22%	23%	23%
EBITDA Margin	28%	24%	24%	25%
收入增长	34%	34%	26%	24%
净利润增长率	145%	28%	32%	31%
资产负债率	49%	51%	53%	52%
息率	0.1%	1.1%	1.4%	1.9%
P/E	23.5	18.3	13.8	10.6
P/B	5.0	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	14.4	13.3	10.9	9.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032