



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料
当前价格(元): 18.64
合理区间(元): 20.00-23.00

证券分析师

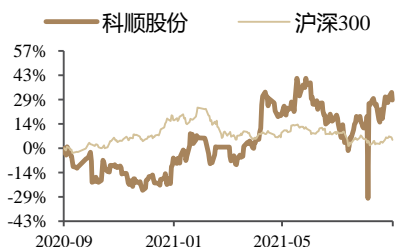
闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.64	7.44	-6.57
相对涨幅(%)	15.22	10.70	-0.68

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《科顺股份(300737.SZ): Q2压力最大阶段过去, 成长依旧突出》, 2021.8.29
- 《建材中期策略报告-聚焦地产竣工周期, 把握消费建材集中度提升》, 2021.8.18
- 《科顺股份(300737.SZ): 收购丰泽股份, 进入减隔震蓝海市场》, 2021.8.17
- 《科顺股份(300737.SZ): 优质防水龙头, 双百亿战略开启新篇章》, 2021.7.25

科顺股份 (300737.SZ): 华东产能再扩张, 产能布局日趋完善

投资要点

● **事件:** 公司发布对外投资公告, 拟以自有资金认缴出资 5,000 万元人民币在安徽省明光市设立全资子公司“安徽科顺新材料科技有限公司”。同时公司拟与安徽明光经济开发区管理委员会签订《科顺股份新型防水材料生产研发基地项目投资合作协议书》, 约定拟在明光市经济开发区化工集中区建设科顺股份新型防水材料生产研发基地。项目总投资约为 7 亿元, 主要建设 6120 万 m²/年改性沥青防水卷材生产线、3000 万 m²/年高分子卷材生产线、2 万吨/年沥青涂料生产线、2 万吨/年水性涂料生产线、2 万吨/年聚氨酯涂料生产线、4 万吨/年特种涂料生产线、10 万吨/年特种砂浆生产线以及配套设施等。

● 公告同时提及, 由于签约方未能如期交付土地, 公司决定取消曾于 2018 年公告在安徽涡阳建设新型防水材料生产基地的投资计划。

点评:

● **华东地区产能再扩张, 区域市占率有望提升。** 公司宣布在安徽省明光市建立全资子公司, 并投资 7 亿元建设大规模改性沥青防水卷材、高分子卷材以及涂料等生产线, 同时宣布取消在安徽涡阳的生产基地投资计划。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“双百亿”营收的目标报价护航。由于防水材料有运输半径限制, 此次安徽生产基地建设项目将提升公司在中原地区产品供给能力, 区域市占率有望进一步提升。公告中安徽明光经济开发区管理委员会作为甲方, 除为生产基地建设和日常经营提供支持外, 还将积极支持公司产品列入当地政府采购名录, 积极协助公司开展新型防水材料的推广应用, 并依法依规开展同行业非标产品清理工作。在政府部门协助打击非标防水材料的环境下, 当地防水市场集中度提升趋势有望加速。

● **回复深交所问询函, 收购丰泽股份进行时。** 公司同日发布回复深交所所有重组问询函, 并发布发行股份及支付现金购买资产报告书(草案)(修订稿)。此前公司公告将通过资产重组收购丰泽股份, 丰泽股份主营包括为大型交通工程提供减隔震和止排水技术方案, 还有提供支座、止水带等工程产品。丰泽股份在轨交等基础设施领域有丰富的项目经验; 而科顺股份拥有优质的地产客户资源, 一旦收购完成, 双方可以实现相互导流及赋能。我们认为, 此次收购对公司战略意义明显: 一、可以借助丰泽股份的渠道资源, 加速拓展防水业务的基建端市场; 二、进入减隔震领域, 优化自身产品结构, 多元化发展以提升抗风险能力。减隔震行业是一片蓝海市场, 8 月份国务院令《建设工程抗震管理条例》发布, 将于 9 月 1 号正式实施。《条例》规定在高烈度设防地区和地震重点监视防御区的学校、医院等公共建筑采用减隔震等技术, 同时鼓励在规定以外的区域采用减隔震等技术。随着立法强制和政策鼓励, 建筑的减隔震设施需求有望快速发展, 乘政策东风, 望为公司带来新的业绩增长点。

● **新基地建设来源于自筹资金, 下半年现金流望改善。** 公告中提及, 本次投资将使用自筹资金, 公司将严控财务风险, 在不影响正常经营的前提下根据项目进度逐步投入资金。根据中报数据, 21H1 经营活动现金净流出较上年同期增长约为 3.44 亿元, 我们认为一方面由于上半年原材料价格上涨较多, 公司购买原材料现金支出较多; 另一方面, 由于地产调控加码, 房企融资收紧, 部分客户回款周期变长。



公司将业务人员业绩与回款挂钩，不断加强应收账款的回收力度，而通常下半年是集中回款的阶段，同时履约保证金也将回收，公司现金流有望改善。我们认为，公司保持产能快速增长，除经营性现金流逐步改善外，公司后续或使用贷款等方式筹集资金，保持防水产能扩张节奏以及产业链延伸，支撑未来成长性。

- **防水行业新规颁布在即，开启良币驱逐劣币时代。**近年来随着环保监管以及政策标准趋严引领防水行业规范化发展，高耗能、落后的小企业逐步被淘汰，同时下游房地产集中度及精装修渗透率提升，集采模式下倒逼防水龙头市场份额提升；而下半年《建筑与市政工程防水通用规范》新标准有望实施，届时行业规模扩容及产品质量要求进一步提升，则充分利好头部企业。我们认为，防水行业进入良币驱逐劣币阶段，未来集中度将加速向龙头企业聚拢。
- **与北新、凯伦供应链深度合作，竞合关系提升规模优势。**2021年7月份，公司与北新防水、凯伦股份宣布合资成立原材料采购公司与防水原材料聚酯胎基布的研发和生产公司，目前正在进行公司设立和组织机构配置的工作。在现阶段原材料持续上涨背景下，通过集中采购原材料，有效降低采购成本，提升对上游议价能力，缓解原材料大幅涨价带来的压力；另外，集中采购更高质量的原材料，提升产品品质，有利于行业规范化发展。
- **投资建议：**我们预测 2021-2023 年公司归母净利润分别为 11.52、15.94 和 21.34 亿元，同比增长 29.4%、38.3%和 33.9%，对应 EPS 分别为 1.01、1.39 和 1.86 元，对应 PE 估值分别为 18.5、13.4 和 10.0 倍；考虑到公司成长空间，维持目标价区间为 20-23 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**地产投资大幅下滑，行业新规颁布进度不及预期，原材料价格大幅上涨超预期，落后产能退出进度不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,145.87
流通 A 股(百万股):	845.82
52 周内股价区间(元):	10.25-20.49
总市值(百万元):	21,358.97
总资产(百万元):	9,551.21
每股净资产(元):	4.19

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,652	6,238	8,297	10,584	13,331
(+/-)YOY(%)	50.2%	34.1%	33.0%	27.6%	26.0%
净利润(百万元)	363	890	1,152	1,594	2,134
(+/-)YOY(%)	96.1%	145.0%	29.4%	38.3%	33.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.78	1.01	1.39	1.86
毛利率(%)	33.5%	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
净资产收益率(%)	11.5%	21.4%	19.1%	20.9%	21.8%

资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	0.78	1.01	1.39	1.86
每股净资产	3.62	5.28	6.67	8.53
每股经营现金流	0.48	1.09	1.38	1.79
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	23.99	18.53	13.40	10.01
P/B	5.14	3.53	2.80	2.19
P/S	1.83	2.57	2.02	1.60
EV/EBITDA	7.51	10.98	8.09	5.90
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
净利润率	14.3%	13.9%	15.1%	16.0%
净资产收益率	21.4%	19.1%	20.9%	21.8%
资产回报率	10.9%	11.1%	12.3%	13.1%
投资回报率	22.9%	22.5%	23.4%	23.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	34.1%	33.0%	27.6%	26.0%
EBIT 增长率	151.5%	22.7%	30.3%	27.5%
净利润增长率	145.0%	29.4%	38.3%	33.9%
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	41.6%	40.9%	39.9%
流动比率	1.6	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.4	1.7	1.8	1.9
现金比率	0.4	0.5	0.6	0.7
经营效率指标				
应收帐款周转天数	139.8	139.8	139.8	139.8
存货周转天数	31.5	31.5	31.5	31.5
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	4.8	6.0	7.1	8.3

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	890	1,152	1,594	2,134
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	379	167	192	205
非经营收益	14	330	330	330
营运资金变动	-732	-401	-536	-623
经营活动现金流	552	1,248	1,580	2,046
资产	-595	-590	-590	-590
投资	-275	0	0	0
其他	-12	-28	-28	-28
投资活动现金流	-882	-618	-618	-618
债权募资	1,267	-659	0	0
股权募资	59	534	0	0
其他	-678	195	-12	-12
融资活动现金流	648	70	-12	-12
现金净流量	318	700	950	1,416

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月14日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	6,238	8,297	10,584	13,331
营业成本	3,934	5,372	6,806	8,540
毛利率%	36.9%	35.3%	35.7%	35.9%
营业税金及附加	42	56	72	91
营业税金率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	389	518	660	832
营业费用率%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
管理费用	243	324	413	520
管理费用率%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
研发费用	282	375	478	602
研发费用率%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	1,347	1,653	2,154	2,746
财务费用	27	-20	-35	-56
财务费用率%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-35	-45	-55	-50
投资收益	-28	-28	-28	-28
营业利润	1,033	1,339	1,854	2,484
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	1,039	1,345	1,860	2,490
EBITDA	1,449	1,774	2,290	2,901
所得税	149	192	266	356
有效所得税率%	14.3%	14.3%	14.3%	14.3%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	890	1,152	1,594	2,134

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,420	2,120	3,070	4,486
应收账款及应收票据	2,997	3,986	5,084	6,404
存货	340	464	588	738
其它流动资产	1,334	1,554	1,792	2,079
流动资产合计	6,090	8,124	10,534	13,707
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,310	1,377	1,487	1,607
在建工程	369	485	542	571
无形资产	147	144	140	136
非流动资产合计	2,058	2,237	2,400	2,545
资产总计	8,148	10,360	12,934	16,252
短期借款	659	0	0	0
应付票据及应付账款	2,011	2,746	3,480	4,366
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,071	1,313	1,559	1,857
流动负债合计	3,741	4,060	5,039	6,223
长期借款	211	211	211	211
其它长期负债	43	43	43	43
非流动负债合计	255	255	255	255
负债总计	3,996	4,314	5,294	6,478
实收资本	612	1,146	1,146	1,146
普通股股东权益	4,152	6,046	7,640	9,774
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	8,148	10,360	12,934	16,252

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。