



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料

当前价格(元): 13.77

合理区间(元): 18.40-21.20

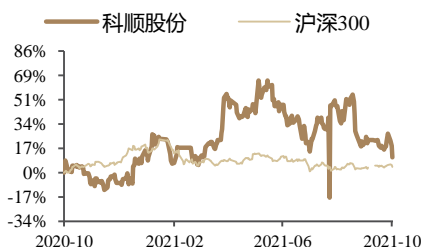
证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.21	-24.31	-9.05
相对涨幅(%)	-8.21	-26.32	-8.50

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《科顺股份(300737.SZ): 华东产能再扩张, 产能布局日趋完善》, 2021.9.15
- 《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): Q3 营收增速放缓, 成本上行压缩盈利空间

投资要点

- 事件:** 公司前三季度实现营业收入 56.83 亿元, 同比增长 31.07%, 归母净利润 6.73 亿元, 同比增长 17.19%, 扣非归母净利润 6.24 亿元, 同比增长 7.47%; 其中 Q3 实现营业收入约 19.22 亿元, 同比增长 14.64%, 归母净利润约 2.03 亿元, 同比下降 28.6%, 扣非归母净利润约 1.91 元, 同比下降 30.56%。

点评:

- Q3 营收增速放缓, 成本上行盈利承压。** 公司 Q1-Q3 营收增速分别为 80.57%、24.3%、14.64%, 呈逐季度放缓, 主要原因是受地产融资收紧, 房企拿地放缓及地产新开工逐步下滑影响。从成本端来看, 公司沥青、胎基布等直接材料占总成本的 85%左右, 其中沥青占原材料的 30%左右, 以山东沥青(200#)为例, 21Q3 沥青均价为 3470 元/吨, 同比增长约 34.3%, 环比上涨约 7.7%, 由于成本上行以及公司计提资产及信用减值约 2300 万元左右, 导致 Q3 利润同比出现下滑。Q3 公司销售毛利率约 30%, 环比回落不到 1 个 pct, 公司 Q3 产品提价一定程度向下游传导了成本压力。我们判断, Q4 沥青进入需求淡季, 价格有望回落, 同时公司提价效应继续显现, 四季度毛利率环比有望改善。

- Q3 经营性现金流改善, 应收账款及票据增速高于营收增速。** 前三季度公司经营性现金流共计流出约 6.2 亿元, 现金流出额是去年同期 15 倍, 一方面由于原材料价格上涨推升采购支出, 同时公司储备原材料导致预付货款增加; 另一方面, 由于地产调控加码, 房企融资收紧, 部分回款周期变长导致现金回流变慢, 前三季度应收账款及应收票据同比增速约为 48%, 高于营收增速 16.9 个 pct, 随着营收规模扩大, 应收账款规模也在快速增长。公司 Q3 单季度经营性净现金流实现净流入, 环比明显改善, Q3 收现比约 1.00x, 环比上涨 0.38x。近几年公司不断加强应收账款的回收力度, 将业务人员业绩与回款挂钩, 而通常下半年是集中回款的阶段, 四季度现金流有望进一步改善。

- 收购丰泽股份稳步推进中, 进军减隔震蓝海市场。** 公司拟发行股份及支付现金购买丰泽股份 93.54% 的股权, 近日公司已按深交所相关规定完成了本次交易的加期审计及更新申请材料等工作, 10 月 27 日深交所回复交易申请文件进入审核阶段。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, 国务院令《建设工程抗震管理条例》已于 9 月 1 日正式实施。《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。

- 华东产能再扩张, 2021 年将保持成长性。** 2020 年公司湖北荆门、陕西渭南相继达产, 佛山基地二期及德州基地二期也相继投产, 同时福建三明基地、德州基地三期在建中, 2021 年公司产能将进一步释放。9 月份, 公司宣布在安徽省明光市投资 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, 将进一步增强中原地区产品供给能力, 提升区域市占率。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 22 年实现百亿营收, 25 年实现两百亿营收的目标保驾护航。目前公司 8 个产能基地基本覆盖全国大部分区域, 产能布局趋于合理, 实现上下游物流费用与相应及时度的综合最优化。我们认为, 随着防水行业发展愈发规范, 下游地产企业集中度的提升, 以及新的防水行业标准全面提标, 行业进入“良币驱逐劣币”阶段, 未来将呈现强者恒强局面, 而公司作为头部企业, 渠道、品牌及规模优势逐步显现, 公司有望稳步提升市占率。

- **投资建议:** 考虑到行业短期承压, 我们下调 2021-2023 年公司归母净利润分别为 10.59、14.63 和 19.74 亿元, 同比增长 19%、38.1% 和 34.9%, 对应 EPS 分别为 0.92、1.28 和 1.72 元, 对应 PE 估值分别为 14.9、10.8 和 8.0 倍; 下调目标价区间为 18.4-21.2 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		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,151.14		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	851.09	营业收入(百万元)	4,652	6,238	8,297	10,584	13,331
52 周内股价区间(元):	10.25-20.49	(+/-)YOY(%)	50.2%	34.1%	33.0%	27.6%	26.0%
总市值(百万元):	15,851.18	净利润(百万元)	363	890	1,059	1,463	1,974
总资产(百万元):	10,525.48	(+/-)YOY(%)	96.1%	145.0%	19.0%	38.1%	34.9%
每股净资产(元):	4.30	全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.78	0.92	1.28	1.72
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	33.5%	36.9%	34.0%	34.3%	34.6%
		净资产收益率(%)	11.5%	21.4%	17.8%	19.7%	21.0%

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	0.92	1.28	1.72
每股净资产	3.62	5.20	6.47	8.19
每股经营现金流	0.48	1.06	1.28	1.66
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	17.72	14.89	10.79	7.99
P/B	3.80	2.65	2.13	1.68
P/S	1.35	1.90	1.49	1.18
EV/EBITDA	5.45	8.36	6.12	4.35
股息率%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	36.9%	34.0%	34.3%	34.6%
净利润率	14.3%	12.8%	13.8%	14.8%
净资产收益率	21.4%	17.8%	19.7%	21.0%
资产回报率	10.9%	10.2%	11.4%	12.3%
投资回报率	22.9%	21.4%	22.4%	22.8%
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%	14.6%	29.6%	28.0%
净利润增长率	145.0%	19.0%	38.1%	34.9%
偿债能力指标				
资产负债率	49.0%	42.4%	42.1%	41.3%
流动比率	1.6	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.4	1.7	1.7	1.8
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	1,059	1,463	1,974
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	-344	-513	-606
经营活动现金流	552	1,212	1,471	1,902
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	664	842	1,273

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 27 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	5,480	6,958	8,723
毛利率%	36.9%	34.0%	34.3%	34.6%
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	1,545	2,002	2,563
财务费用	27	-19	-33	-52
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	1,230	1,701	2,297
营业外收支	6	6	6	6
利润总额	1,039	1,236	1,707	2,303
EBITDA	1,449	1,666	2,139	2,718
所得税	149	177	244	329
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	1,059	1,463	1,974

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,420	2,084	2,926	4,199
应收账款及应收票据	2,997	3,986	5,084	6,404
存货	340	473	601	754
其它流动资产	1,334	1,558	1,798	2,086
流动资产合计	6,090	8,101	10,409	13,442
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	10,338	12,809	15,987
短期借款	659	0	0	0
应付票据及应付账款	2,011	2,802	3,557	4,460
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,071	1,329	1,581	1,883
流动负债合计	3,741	4,130	5,138	6,343
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	4,385	5,393	6,597
实收资本	612	1,146	1,146	1,146
普通股股东权益	4,152	5,953	7,416	9,389
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	8,148	10,338	12,809	15,987

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； 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。	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。
	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。