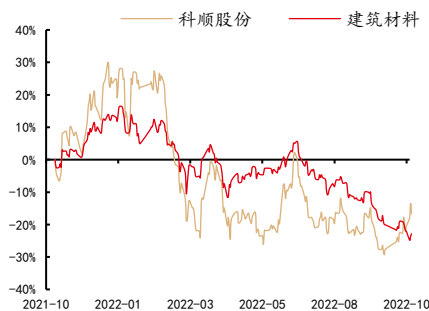


股票投资评级

谨慎推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	17.46
52 周内低	9.16
总市值(亿元)	128.48
流通市值(亿元)	96.65
总股本(亿股)	11.81
A 股(亿股)	11.81
—已流通(亿股)	8.88
—限售股(亿股)	2.93

研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

科顺股份 (300737.SZ):

业绩短期承压，扩张产能、携手保利颇具看点

● 事件：

1) 2022 年 10 月 31 日，公司与保利资本签署为期五年的框架合作协议；合作期限内，保利资本及其关联方与公司拟在产业业务、多元化发展、新能源开发建设、股权投融资、资本运作等方面开展全面合作。

2) 公司发布 2022 年三季度报告，2022 年前三季度实现营业收入 59.57 亿元，同比增长 4.82%；归母净利润 2.68 亿元，同比下降 60.16%；扣非归母净利润 1.78 亿元，同比下降 71.44%。其中，2022 年第三季度实现营业收入 18.16 亿元，同比下降 5.50%；归母净利润 0.24 亿元，同比下降 88.31%；扣非归母净利润 0.02 亿元，同比下降 99.01%。

● 需求下滑叠加成本高位拖累业绩，Q3 或为盈利底部

公司 2022 Q1-Q3 分别实现营业收入 63.09 /24.06 /18.16 亿元，分别同比+18.71% /+4.62% /-5.50%。Q3 单季收入下滑主要由于房地产端需求持续走弱、新开工项目减少且 7、8 月夏季高温、降雨及局部限电影响施工、9 月部分基建工程项目实物量落地依然有所滞后对发货形成一定拖累。盈利方面，2022Q3 单季销售毛利率/净利率分别为 18.98%/1.30%，分别同比下降 10.97/9.28 pct，环比下降 1.64 /4.75 pct。Q3 盈利水平下降主要由于原材料沥青价格持续高位运行；Q4 冬季为沥青需求的传统淡季、沥青价格有望下行，缓解公司成本端压力。费用率方面，2022 Q1-Q3 期间费用率为 15.08%，同比小幅增长 0.19 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.97%/3.86%/4.28%/0.96%，分别同比+0.14/+0.04/-0.39/+0.41 pct。现金流方面，公司 Q3 单季经营性现金流量净额为-0.31 亿元，同比/环比减少 0.86/4.51 亿元；Q3 单季收现比、付现比分别为 89.16% /80.59%，分别同比-10.47 /+21.66 pct；环比下降 0.33 /0.61 pct。我们认为公司 Q3 单季现金流出增多主要由于 1) 沥青价格高位下，公司购买原材料价款增加导致付现比增加；2) 除了部分工程客户回款周期较长之外；随着公司增加对经销渠道的拓展力度，经销商数量增加，公司给予部分合作经销商账期规模相应增长，导致付现比有所下降。Q4 将迎来传统的回款高峰期，随着公司对渠道的优化以及加强对回款情况的把控，公司 Q4 现金流情况有望呈现改善。

● 并购丰泽股份发挥协同效应，布局减隔震注入新成长

2022 年 4 月，公司完成并购丰泽股份，正式布局减隔震领域，打开新的成长空间。一方面，公司与丰泽的客户资源与销售渠道可实现协同互补。丰泽主要为铁路、公路、轨道交通等重大工程提供减隔震、止排水技术方案及配套产品、在铁路、公路基础设施建设市场中具备坚实的客户基础。公司有望依托丰泽的客户渠道发展公司建筑工程领域的防水业务。同时，丰泽亦依托于公司在房地产建筑领域的客户和渠道优势，实现建筑领域的深度开发。另一方面，并购完成后，丰泽为公司控股子公司，公司主营产品除防水外，增加了支座、伸缩装置、防落梁装置等产品，实现品类多元化发展；有助于公司在建筑领域进一步扩大市场份额、在房地产基本面下行阶段改善收入结构。同时，在减隔震行业立法带来行业扩容的背景下，并购丰泽有望加大公司业绩弹性。丰泽 2022 H1 实现营业收入 1.5 亿元，同比增长 59%；根据收购公告书的业绩承诺，丰泽股份 2022-2024 年的净利润需达到（扣非归母净利润与归母净利润的孰低值）5040/6048/6497 万元，分别同比增长 20%/20%/7.4%，且 2022-2024 年累积净利润不低于 5040/11088/17585 万元。

● 新规引领行业扩容，拟扩张产能占据更多市场份额

2022 年 10 月 24 日，住建部发布国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》（GB 55030-2022）。此次发布的规范为强制性工程建设规范，自 2023 年 4 月 1 日起全部条文必须严格执行。规范中对防水材料设计工作年限的要求较现行规范显著提高，且对每道防水材料的最小厚度、防水性能等做出了明确规定。设计年限的提高将直接增加防水材料的用量，行业市场空间获实质性扩容。另外，规范强制执行背景下，防水材料的品质成为客户的重要关注点，市场中众多依靠最低价格获取客户的非标防水产品将直接遭到淘汰；行业内中小企业经营或更加艰难，其出清速度也将加快，行业内头部企业的市占率有望提升。

公司于 2022 年 10 月 10 日公告向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书（修订稿）；拟发行 21.98 亿元可转债，扣除发行费用后将用于安徽滁州、福建三明、重庆长寿生产基地防水材料项目扩产。根据募投项目投产计划，在项目建设期第 2-4 年，公司将新增防水卷材/防水涂料产能分别为 2842 万 m²/7.53 万吨、1.53 亿 m²/21.52 万吨、1.92 亿 m²/26.9 万吨，分别占公司 2021 年防水卷材及防水涂料产能的 9.97%/21.08%、53.84%/60.28%、67.30%/75.35%。若募投项目全部在 2025 年达产，则 2021-2025 年公司防水卷材/防水涂料产能有望实现 CAGR 13.73%/15.07%。公司在安徽、福建、重庆新增产能，辐射范围涵盖防水需求较旺盛的华东、华南、西南区域。在防水新规引领行业扩容的背景下，随着新增产能的释放，公司一贯高质量的防水产品将有望率先占据行业扩容带来的增量市场空间。

● 携手保利全面开展合作，国有资本赋能打开想象空间

公司与保利资本签署合作框架协议，保利资本及其关联方与公司拟在产业业务、多元化发展、新能源开发建设、股权投融资、资本运作等方面开展全面合作。在业务层面上，1) 保利资本的实控人保利集团及其控制的企业将进一步加强与公司在防水及相关产品的研发、销售、业务推介等方面的合作。根据公告，公司已与保利发展续签《保利发展控股集团防水工程总部集中采购合作协议》，保利发展作为头部央企地产商，有望为公司直销房地产集采端的防水业务带来持续、稳定的收入。2) 公司拟与保利资本在新能源光伏电站开发建设、光伏防水材料产品推广、新材料研发等领域的业务建立全面合作关系。公司依托于其项目渠道、供应链、专业技术等领域的资源沉淀和技术支持，进而拓宽公司的业务范围、提升产品创新、完善供应链体系。

在资金层面上，公司拟与国有资本平台筹划股权转让，引进国有背景投资者；通过共同设立产业并购基金等方式，对产业链上下游进行投资整合，对防水相关行业领域的国内外优质品牌企业进行投资，共同努力将公司打造成在防水行业的全球化领先企业。

● 盈利预测与投资评级

公司是防水头部企业，在行业压力期积极调整渠道结构，报表质量改善可期。公司拟发行可转债扩张产能，有望在防水新规落地、行业扩容背景下，占据更多的增量市场份额。2022年4月，公司完成收购丰泽股份，进入减隔震领域，双方在客户资源、渠道上的协同互补将为公司业绩注入弹性。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为3.89/7.04/9.33亿元；EPS分别为0.33/0.60/0.79元/股。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

● 风险提示

基建、房地产投资增速大幅下降；原材料价格大幅上涨；行业新规落地不及预期；应收账款回款不及预期。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	7770.72	8126.64	9323.71	10615.00
增长率（%）	24.57%	4.58%	14.73%	13.85%
归属母公司净利润（百万元）	672.62	389.19	704.27	932.53
增长率（%）	-24.45%	-42.14%	80.96%	32.41%
毛利率（%）	28.51%	23.57%	24.79%	25.34%
净利率（%）	8.66%	4.79%	7.55%	8.78%
EPS（元/股）	0.57	0.33	0.60	0.79
市盈率（P/E）	19.10	33.01	18.24	13.78
ROE	13.54%	6.79%	10.94%	12.66%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 04 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	7770.72	8126.64	9323.71	10615.00	营业收入	24.57%	4.58%	14.73%	13.85%
营业成本	5554.95	6210.98	7012.79	7924.72	营业利润	-21.53%	-41.81%	80.96%	32.41%
税金及附加	43.49	45.48	52.18	59.41	归属于母公司净利润	-24.45%	-42.14%	80.96%	32.41%
销售费用	473.00	494.66	567.52	646.12	获利能力				
管理费用	289.53	308.81	326.33	371.53	毛利率	28.51%	23.57%	24.79%	25.34%
研发费用	340.00	365.70	326.33	344.99	净利率	8.66%	4.79%	7.55%	8.78%
财务费用	42.60	24.90	24.90	27.90	ROE	13.54%	6.79%	10.94%	12.66%
资产减值损失	-26.01	-25.00	-10.00	-10.00	ROIC	10.98%	10.89%	11.90%	11.92%
营业利润	810.68	471.74	853.66	1130.33	偿债能力				
营业外收入	12.45	0.00	0.00	0.00	资产负债率	53.96%	49.41%	50.97%	50.81%
营业外支出	2.62	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.69	1.80	1.75	1.77
利润总额	820.51	471.74	853.66	1130.33	营运能力				
所得税	147.89	82.56	149.39	197.81	应收账款周转率	2.68	2.48	2.71	2.69
净利润	672.62	389.19	704.27	932.53	存货周转率	20.90	19.98	20.94	20.70
归母净利润	672.62	389.19	704.27	932.53	总资产周转率	0.82	0.73	0.76	0.76
每股收益(元)	0.57	0.33	0.60	0.79	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.57	0.33	0.60	0.79
货币资金	2189.35	2821.76	3440.34	4275.16	每股净资产	4.21	4.85	5.45	6.24
交易性金融资产	0.05	0.05	0.05	0.05	估值比率				
应收票据及应收账款	4103.09	3803.55	4528.58	5069.78	PE	19.10	33.01	18.24	13.78
预付款项	156.06	174.49	197.01	222.63	PB	2.59	2.24	2.00	1.74
存货	403.83	409.77	480.90	544.73	现金流量表				
流动资产合计	8233.05	8500.68	10011.05	11599.19	净利润	672.62	389.19	704.27	932.53
固定资产	1681.36	1861.40	2117.94	2355.29	折旧和摊销	163.44	138.28	163.62	184.54
在建工程	266.39	253.07	287.92	321.02	营运资本变动	-559.25	-105.21	-209.30	-242.25
无形资产	144.34	248.08	243.08	238.08	其他	334.32	269.90	184.90	137.90
非流动资产合计	2556.44	2826.90	3113.28	3378.74	经营活动现金流净额	611.13	692.16	843.49	1012.72
资产总计	10789.49	11327.58	13124.33	14977.93	资本开支	-416.34	-408.74	-450.00	-450.00
短期借款	595.52	695.52	845.52	1045.52	其他	-225.23	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	3424.70	3285.51	3798.41	4292.99	投资活动现金流净额	-641.57	-408.74	-450.00	-450.00
其他流动负债	837.89	752.10	1081.67	1208.16	股权融资	283.58	373.89	0.00	0.00
流动负债合计	4858.11	4733.13	5725.60	6546.67	债务融资	694.29	-100.00	100.00	100.00
其他	963.51	863.51	963.51	1063.51	其他	-327.94	75.10	125.10	172.10
非流动负债合计	963.51	863.51	963.51	1063.51	筹资活动现金流净额	649.93	348.99	225.10	272.10
负债合计	5821.61	5596.63	6689.11	7610.18	现金及现金等价物净增	619.77	632.40	618.59	834.82
股本	1151.19	1179.35	1179.35	1179.35	加额				
资本公积金	1680.99	2026.72	2026.72	2026.72					
未分配利润	2134.01	2464.82	3063.45	3856.10					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	1.69	60.06	165.71	305.58					
所有者权益合计	4967.88	5730.95	6435.22	7367.75					
负债和所有者权益总计	10789.49	11327.58	13124.33	14977.93					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。