

2022 年 12 月 12 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

地产政策+防水新规促需求提振，优化产能布局 抓市场机遇

—科顺股份（300737.SZ）公司动态研究报告 买入（首次） 投资要点

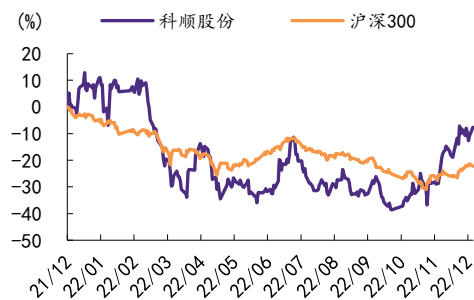
分析师：黄俊伟 S1050522060002
huang.jw@cfsc.com.cn
联系人：华潇 S1050122110013
huaxiao@cfsc.com.cn

基本数据

2022-12-12

当前股价（元）	13.45
总市值（亿元）	159
总股本（百万股）	1181
流通股本（百万股）	888
52 周价格范围（元）	9.3-17.1
日均成交额（百万元）	235.99

市场表现



相关研究

■ 老牌防水材料公司持续完善销售渠道搭建，Q3 业绩短期承压

公司成立于 1996 年，是集建筑防水材料研发、制造、销售、技术服务和防水工程施工于一体的国家级高新技术企业。2017-2021 年公司营业收入 CAGR 为 39.72%。公司的产品涵盖防水卷材、防水涂料两大类共 100 多个品种，相关产品销售业务 2021 年占比达 80.28%。目前建筑防水市场规模达 2000 亿元以上，但市场较为分散，2020 年公司市占率为 5.74%。

防水建材行业的渠道依赖度较高，公司的渠道建设采取直销和经销相结合的模式。直销模式通过设立销售分公司的模式，负责大型房企战略合作、建材市场的开拓及重大工程的招投标工作，截至 2022H1，公司已在全国成立 15 家销售分公司，年服务项目超过 2000 个。2022H1 公司直销收入中房建领域占比达 47.67%，对比于 2021 年 68.11%下降近 20pct，非房业务开拓成果明显。经销则分为工建、民用、修缮经销，对应公司不同品牌。公司不断增加经销商数量，扩大经销商覆盖率。截至 2022H1，公司已签约 30 个省市 2000 多家经销商，2022H1 公司经销收入同比增长 62.28%，占比达 51.13%，逐步实现公司规划的直销经销 1:1 的收入结构，其中，C 端市场增速接近 50%，持续保持较高增长。

公司 Q3 单季实现营业收入/归母净利润 18.16/0.24 亿元，同比-5.5%/-88.31%，受下游房地产业务拖累，公司整体业绩短期承压。此外，受上游沥青、乳液等原材料价格上升影响，公司 Q3 毛利率和净利率水平为 18.98%/1.3%，同比-10.97pct/-9.27pct，环比-1.64pct/-4.75pct，毛利率水平略有下降。四季度进入沥青销售淡季，叠加国际油价逐步下降，原材料价格下跌预期较强，公司业绩有望呈现成本端修复。

■ 政策助推地产复苏，防水新规助推市场扩容，下游需求有望回暖

“保交楼”政策持续推进，地产“三支箭”陆续射出，竣工端修复未来可期。2022 年 7 月中央政治局会议针对烂尾楼问题首提“保交楼、稳民生”。随后地产“三只箭”政策陆续出台，形成信贷、债券、股权三大融资政策体系支持房地产行业，助力供给端修复。同时，相关政府部门也通过信贷支持、公积金支持、提供购房补贴、放松限购限售、降低落户门槛等方式刺激住房消费，以期由消费复苏带动楼市回暖。我们认为未来供给侧、需求侧政策组合拳将在推动房地产行

业竣工端修复的同时，持续提振居民购房信心与需求。我们预测，2023 年房屋竣工面积约为 9.4 亿 m^2 ，同比上升约为 19.5%，若考虑政策力度的进一步加强，乐观估算 2023 年房屋竣工面积约可达 10.5 亿 m^2 ，同比+33.2%。我们认为，2023 年地产竣工端触底反弹态势可期，下游地产行业复苏助力公司业绩进一步改善。

2022 年 10 月 24 日，住建部发文批准《建筑与市政工程防水通用规范》发布，自 2023 年 4 月 1 日起实施。一方面，新规大幅提高防水设计年限要求，在材料不变的前提下，增加单位面积材料用量是提高防水设计年限的最直接方式，测算认为此次防水提标政策落地将带动防水市场扩容 40%-60%。此外，新规更新了屋面、室内、地下等多个场景的防水施工技术要求及验收标准，并对材料质量、验收规范以及技术规范做出更高要求，将推动防水材料质量和施工技术的标准化。公司作为优质防水企业，产品品质良好且产能充足，有望充分受益于新规推行。

■ 产能布局持续优化，提升效率抢抓市场机遇

公司不断优化产能布局，扩张自身产能。公司建立广东佛山、江苏昆山等九大遍布全国的生产和研发基地网络，覆盖全国，形成最优运输半径，可以有效为顾客提供满意的产品和服务。此外，公司在生产基地周围建设小型卫星工厂，扩大产品辐射范围，提升效率的同时降低运输费用。2022 年上半年，公司发行可转债融资，发行总额不超过 22 亿元，拟以募集资金投资建设安徽、福建、重庆生产基地改扩建项目，并进行智能化项目升级，预计 2025 年项目全部达产，投产后增加防水卷材产能 163 万平方米，防水涂料产能 25.5 万吨，有效解决公司产能偏紧、远距偏长问题，为公司后续提升市场份额奠定基础。

■ 收购丰泽布局建筑减隔震业务，携手保利开展深度合作

2022 年 4 月，公司收购丰泽股份，正式布局减隔震领域。公司将借助自身渠道和客户资源，依托丰泽股份在建筑工程和轨道交通领域减隔震产品优势，切入减隔震市场。我们测算，减隔震行业市场规模自 2022 年起将逐年增长，有望在五年内到达 150 亿/年，目前丰泽的市场占有率约为 1.5%，未来发展空间广阔。2022 年 10 月 31 日，公司与保利（横琴）签署框架合作协议，拟与保利在产业业务、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。公司将依托保碧新能源的项目渠道、供应链、专业技术等领域资源，拓宽业务范围、完善供应链体系，同时就新能源光伏电站开发建设、光伏防水材料产品推广、新材料研发等领域达成业务合作。通过和保利开展深度合作，不仅公司传统防水业务有望受益，同时公司还可以此为契机开拓新能源等相关领域，探索第二增长曲线。公司积极探索多元化业

务布局，实现涉房业务和非房业务协同发展，有利于公司增强风险抵御能力，提升业绩弹性。

■ 股权激励促动力，助推双百目标发展

公司于 2018、2020、2021 年分别实施股权激励，其中 2021 年拟向 391 人授予 2000 万股限制性股票，占总股本的 1.74%，同时设定各年度业绩考核目标，要求公司 2022-2024 年净利润增长不低于 2021 年的 25%/56%/95%。公司制定《2025 年发展规划》布局“双百亿”战略，目标 2022 年公司实现销售过百亿，并力争在 2025 年达到 200 亿营收规模。2021 年，公司人均创收为 188.93 万元，2019-2021 年人均创收 CAGR 为 8.77%。此外，2021 年销售人员共计 1742 人，同比+32.07%，占比达 42.35%。销售人员数目增加叠加股权激励提升员工动力，带动公司人均创收的提升，助力公司双百亿目标的实现。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 86.79、100.02、122.68 亿元，EPS 分别为 0.38、0.76、0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 35.4、17.7、13.8 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

- 1) 下游房地产需求复苏不及预期。
- 2) 产能扩张不及预期。
- 3) 新业务拓展不及预期。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	7,771	8,679	10,002	12,268
增长率（%）	24.6%	11.7%	15.2%	22.7%
归母净利润（百万元）	673	449	895	1,149
增长率（%）	-24.5%	-33.3%	99.5%	28.3%
摊薄每股收益（元）	0.58	0.38	0.76	0.97
ROE（%）	13.5%	8.4%	14.6%	16.2%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：				
现金及现金等价物	2,189	2,174	2,126	2,345
应收款	4,383	5,469	6,029	7,058
存货	404	550	558	684
其他流动资产	1,257	1,389	1,600	1,963
流动资产合计	8,233	9,581	10,314	12,050
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	1,681	1,933	2,227	2,548
在建工程	266	357	443	427
无形资产	144	237	225	214
长期股权投资	24	32	32	32
其他非流动资产	440	440	440	440
非流动资产合计	2,556	2,998	3,367	3,661
资产总计	10,789	12,579	13,680	15,711
流动负债：				
短期借款	596	996	1,046	1,096
应付账款、票据	3,425	4,399	4,584	5,495
其他流动负债	496	496	496	496
流动负债合计	4,858	6,246	6,537	7,591
非流动负债：				
长期借款	857	877	927	927
其他非流动负债	107	107	107	107
非流动负债合计	964	984	1,034	1,034
负债合计	5,822	7,230	7,570	8,624
所有者权益				
股本	1,151	1,181	1,181	1,181
股东权益	4,968	5,349	6,110	7,087
负债和所有者权益	10,789	12,579	13,680	15,711

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	673	449	895	1149
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	153	119	141	160
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-215	-375	-540	-514
经营活动现金净流量	611	193	496	795
投资活动现金净流量	-642	-349	-380	-306
筹资活动现金净流量	15	353	-34	-122
现金流量净额	-16	196	82	367

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7,771	8,679	10,002	12,268
营业成本	5,555	6,641	7,219	8,846
营业税金及附加	43	49	56	69
销售费用	473	528	609	747
管理费用	290	323	373	457
财务费用	43	13	18	14
研发费用	340	380	438	537
费用合计	1,145	1,245	1,438	1,755
资产减值损失	-249	-249	-249	-249
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	811	538	1,082	1,391
加：营业外收入	12	12	12	12
减：营业外支出	3	3	3	3
利润总额	821	547	1,092	1,401
所得税费用	148	99	197	253
净利润	673	449	895	1,149
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	673	449	895	1,149

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	24.6%	11.7%	15.2%	22.7%
归母净利润增长率	-24.5%	-33.3%	99.5%	28.3%
盈利能力				
毛利率	28.5%	23.5%	27.8%	27.9%
四项费用/营收	14.7%	14.3%	14.4%	14.3%
净利率	8.7%	5.2%	8.9%	9.4%
ROE	13.5%	8.4%	14.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	54.0%	57.5%	55.3%	54.9%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	1.8	1.6	1.7	1.7
存货周转率	13.8	12.2	13.0	13.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.58	0.38	0.76	0.97
P/E	23.0	35.4	17.7	13.8
P/S	2.0	1.8	1.6	1.3
P/B	3.1	3.0	2.6	2.2

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过 5 年建筑建材行业研究经验和 3 年建筑建材实业从业经验。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准

确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。