

科顺股份 (300737.SZ) / 建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年05月09日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 10.42

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

研究助理: 刘毅男

Email: liuyn01@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	7,771	7,661	9,757	11,882	14,116
增长率 yoy%	24.6%	-1.4%	27.4%	21.8%	18.8%
净利润 (百万元)	673	178	708	977	1,245
增长率 yoy%	-24.5%	-73.5%	297.2%	38.0%	27.4%
每股收益 (元)	0.57	0.15	0.60	0.83	1.05
净资产收益率	14%	3%	12%	14%	16%
P/E	18.3	69.1	17.4	12.6	9.9
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.6

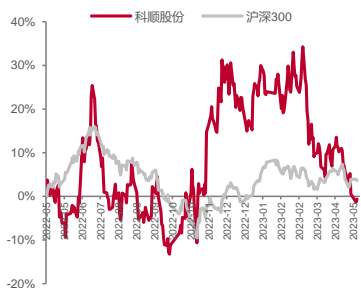
备注: 股价取自 2023 年 05 月 09 日收盘价

投资要点

- 事件 1:** 公司发布 2022 年年报。全年公司实现营业收入 76.6 亿元, 同比-1.4%; 归母净利润 1.8 亿元, 同比-73.5%; 扣非归母净利润 4312.7 万元, 同比-92.5%; 经营性现金流量净额 2.4 亿元, 同比-61.5%。单四季度公司实现营业收入 17.0 亿元, 同比-18.4%; 归母净利润-9005.9 万元, 去年同期为-71.0 万元; 扣非归母净利润为-1.4 亿元, 去年同期为-5194.2 万元; 经营性现金流量净额为 9.5 亿元, 同比-23.2%。
- 事件 2:** 公司发布 2023 年一季报。2023Q1 公司实现营收 18.7 亿元, 同比+7.6%; 归母净利润 5807.6 万元, 同比-41.4%; 扣非归母净利润 4088.3 万元, 同比-50.2%; 经营性现金流量净额-6.6 亿元, 去年同期为-11.0 亿元。
- 经销占比已达 50%以上, 23Q1 需求有所复苏。**受地产景气下行、项目资金短缺及进度放缓等因素不利影响, 全年防水市场需求疲软, 据行业协会结合国家统计局数据, 预测防水 2022 年总产量 34.7 亿平, 同比-15.4%。在外部不利环境下, 公司调整发力, 推动防水业务场景多元化, 全年建筑防水产品销量同比+3.9%。分产品看, 防水卷材、防水涂料、工程施工收入分别同比-4.8%、-0.2%、-13.4%, 另新并表丰泽的减隔震产品贡献 2.6 亿收入。分渠道看, 公司面对地产集采需求下滑压力, 调整发力点, 继续加大经销业务的开拓渗透, 加强工建民建协同融合, 顺利完成经销收入占比 50%以上目标。23Q1 公司收入实现增长的核心动力来自于需求复苏带来的量增, 且预计民建延续高增趋势。
- 业绩受成本冲击明显, 毛利率已开始逐季修复。**22 年公司毛利率 21.2%, 同比-7.3pct, 主要系沥青等原材料价格高位影响 (22 年沥青期货价格同比+26.7%); 防水卷材受影响毛利率同比-13.9pct, 但防水涂料伴随乳液等价格回落实现毛利率同比+3.9pct。从单季度情况来看, 22Q3-23Q1 公司毛利率分别为 19%、19.8%、21.6%, 呈逐季好转趋势, 公司沥青冬储持续发挥稳成本作用。22 年公司费用率 16.1%, 同比+1.3pct, 净利率 2.3%, 同比-6.3pct。23Q1 公司净利率 3.1%, 环比 22Q4 转正, 同比-2.6pct。伴随沥青价格趋稳及产品渠道结构持续优化, 公司业绩望逐步开始筑底修复。
- 应收款催收管控力度加强, 现金流逐步好转。**22 年公司收现比 99.1%, 同比+10.7pct, 报告期公司加强对地产客户催收和应收款的管控促现金流好转; 且 22 年公司净现比 1.3, 近些年首次实现 1 以上。23Q1 伴随授信政策及销售管理优化, 公司收现比同比继续保持改善趋势, 达到 82.4%, 同比+13.8pct。
- 科顺股份观点重申:**
 - 防水新规已经落地, 伴随一级设防范围扩大及防水做法要求提高, 市场规模有望出现明显提升, 公司充分受益。同时在下游 (地产、基建) 集中度持续提升、上市企业增加、央企介入整合、行业标准提升趋势等多重因素促进下, 防水市场将向头部集中,

基本状况

总股本(百万股)	1,181
流通股本(百万股)	895
市价(元)	10.42
市值(百万元)	12,305
流通市值(百万元)	9,324

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 【公司点评】Q3 业绩承压, 携手保利迈向中长期发展新阶段** (20221113)
- 【公司点评】结构优化促收入小幅增长, 原材料涨价拖累业绩** (20220831)
- 【公司点评】短期业绩承压, 拟发行可转债助力百亿目标** (20220429)
- 【公司深度】科顺股份: 行业集中度加速提升, 龙头进入增长快车道** (20200720)

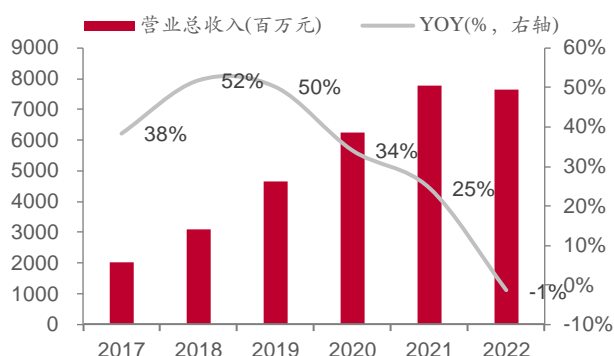
特别是在行业压力期，中小企业经营困难逐步退出市场，行业集中度有望加速。随着行业逐步走向集中，行业规范化、竞争格局优化、公司作为龙头企业具备产能、渠道、品牌、资金等多重优势，将进一步拉大领先优势。

2) 公司此前提出百亿目标，虽然短期受地产市场压力影响增速有所放缓，但伴随经销占比提高及非房业务扩展未来公司仍能实现较快速增长。产能方面，公司仍有产线在建，且拟发行可转债资金投入多基地产线扩产项目，未来几年产能有望实现 10%-15% 年均复合增长。

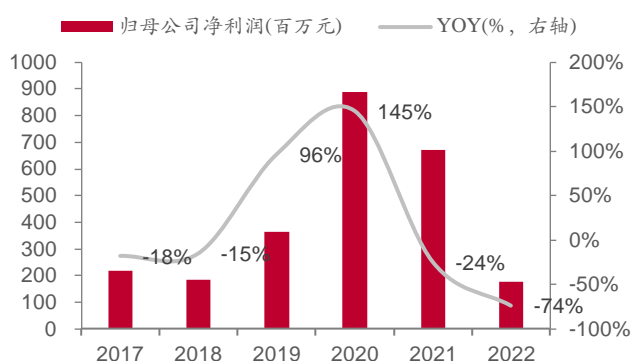
3) 公司收购的丰泽股份主要为铁路、公路、建筑、水利等重大工程提供在止、排水以及隔、减震方面的技术支持，主营支座、止水带和伸缩装置等产品。收购丰泽后公司产品更加广泛，多元经营提高抗风险能力。同时借助丰泽在基建领域资源开展业务协同，开拓防水基建市场，迈向多元化发展共赢。

4) 公司与保利之间在多个方面的深度合作有望迈向中长期发展新阶段，同时此前公司与北新、凯伦的供应链合作将凭借各方行业影响力，形成强大资源融合优势，提升防水产品质量性能、降低原材料成本，提升各方业务竞争力。

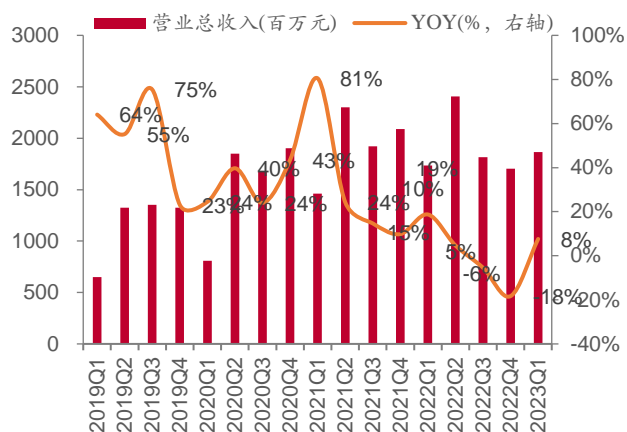
- **投资建议：**基于公司年报披露数据及 23Q1 经营情况，我们调整公司盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润为 7.1、9.8、12.5 亿元（前次 23-24 年预测为 7.0、9.6 亿元），对应 PE 为 17、13、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧；下游地产需求不及预期；产能投放不及预期；原材料价格大幅波动；应收账款规模快速增长的风险。

图表 1: 2022 营收 76.6 亿元, 同比-1.4%


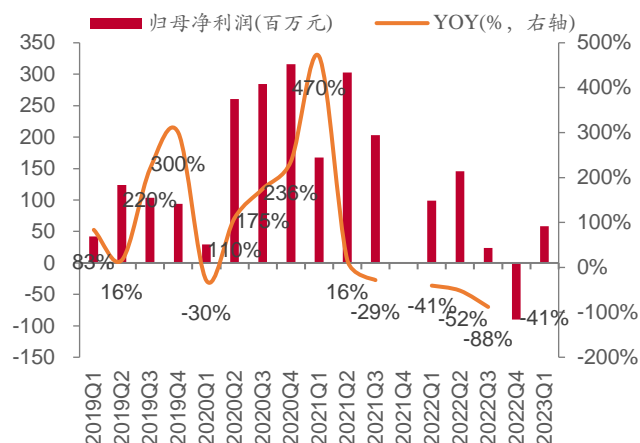
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 2022 归母净利润 1.8 亿元, 同比-73.5%


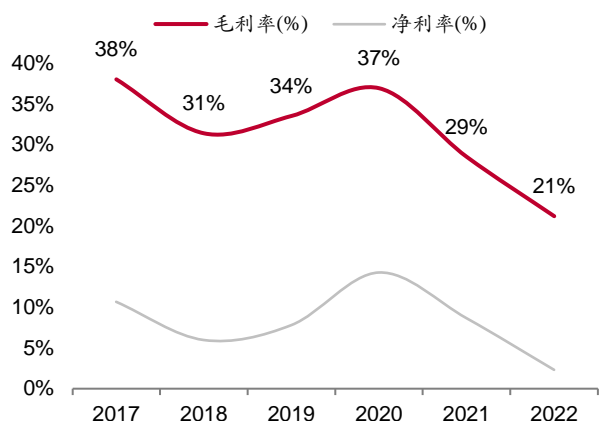
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 2023Q1 营业收入 18.7 亿元, 同比+7.6%


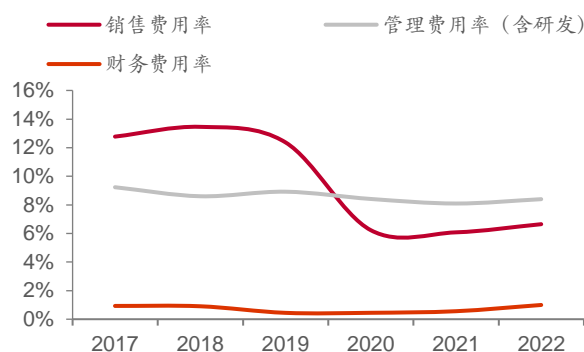
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 2023Q1 归母净利润 0.6 亿元, 同比-41.4%


来源: 公司公告、中泰证券研究所

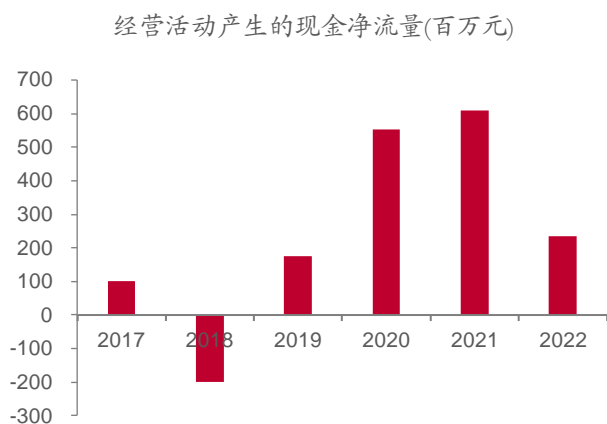
图表 5: 2022 年毛利率 21.2%, 同比-7.3pct


来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 2022 年期间费用率 16.1%, 同比+1.3pct


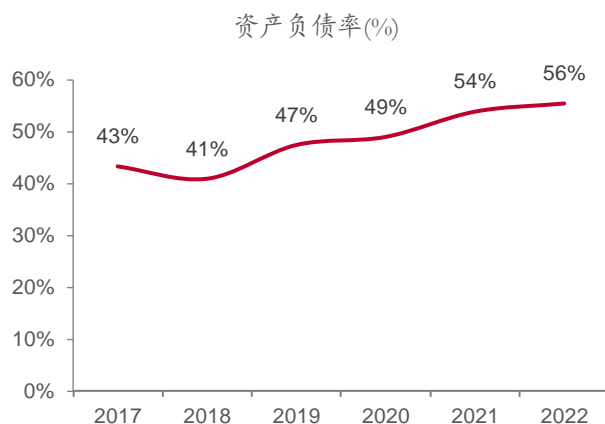
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 2022 年经营活动现金净流量 2.4 亿元



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 8: 2022 年资产负债率 55.6%, 同比+1.6pct



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 9: 科顺股份核心财务数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,334	2,647	3,564	4,235	营业收入	7,661	9,757	11,882	14,116
应收票据	209	266	325	386	营业成本	6,036	7,302	8,754	10,336
应收账款	4,668	6,082	7,230	8,527	税金及附加	37	59	83	83
预付账款	138	218	236	275	销售费用	510	615	725	854
存货	554	500	605	715	管理费用	301	361	440	515
合同资产	410	508	637	740	研发费用	343	429	517	607
其他流动资产	1,589	1,765	2,256	2,697	财务费用	76	56	102	153
流动资产合计	9,493	11,478	14,216	16,834	信用减值损失	-224	-200	-180	-180
其他长期投资	102	102	102	102	资产减值损失	-38	-33	-32	-28
长期股权投资	33	33	33	33	公允价值变动收益	41	14	18	24
固定资产	1,953	2,157	2,399	2,675	投资收益	4	-5	-5	-5
在建工程	159	259	259	159	其他收益	54	80	35	20
无形资产	288	338	378	428	营业利润	191	787	1,094	1,395
其他非流动资产	611	611	611	616	营业外收入	13	12	8	8
非流动资产合计	3,146	3,500	3,781	4,013	营业外支出	3	2	2	2
资产合计	12,639	14,978	17,997	20,847	利润总额	201	797	1,100	1,401
短期借款	1,162	1,607	2,432	2,729	所得税	23	90	125	158
应付票据	1,824	2,084	2,582	3,203	净利润	178	707	975	1,243
应付账款	1,790	2,166	2,570	3,004	少数股东损益	0	-1	-1	-2
预收款项	0	121	37	55	归属母公司净利润	178	708	976	1,245
合同负债	390	324	492	598	NOPLAT	245	757	1,066	1,379
其他应付款	216	216	216	216	EPS (按最新股本摊薄)	0.15	0.60	0.83	1.05
一年内到期的非流动负债	541	541	541	541					
其他流动负债	185	213	248	283					
流动负债合计	6,109	7,272	9,118	10,628					
长期借款	708	1,398	1,898	2,298					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	205	205	205	205					
非流动负债合计	913	1,603	2,103	2,503					
负债合计	7,022	8,875	11,221	13,131					
归属母公司所有者权益	5,617	6,103	6,777	7,719					
少数股东权益	1	0	-2	-3					
所有者权益合计	5,618	6,103	6,776	7,716					
负债和股东权益	12,639	14,978	17,997	20,847					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	235	71	514	934
现金收益	457	989	1,325	1,688
存货影响	-151	54	-105	-110
经营性应收影响	-719	-1,517	-1,192	-1,369
经营性应付影响	231	756	818	1,073
其他影响	417	-212	-332	-348
投资活动现金流	-334	-571	-517	-504
资本支出	-512	-580	-530	-518
股权投资	-8	0	0	0
其他长期资产变化	186	9	13	14
融资活动现金流	125	814	920	240
借款增加	869	1,135	1,325	697
股利及利息支付	-79	-988	-1,588	-1,891
股东融资	1	142	142	142
其他影响	-666	525	1,041	1,292

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-1.4%	27.4%	21.8%	18.8%
EBIT增长率	-68.0%	208.8%	40.9%	29.4%
归母公司净利润增长率	-73.5%	297.2%	38.0%	27.4%
获利能力				
毛利率	21.2%	25.2%	26.3%	26.8%
净利率	2.3%	7.2%	8.2%	8.8%
ROE	3.2%	11.6%	14.4%	16.1%
ROIC	3.6%	9.3%	10.8%	12.2%
偿债能力				
资产负债率	55.6%	59.3%	62.4%	63.0%
债务权益比	46.6%	61.5%	74.9%	74.8%
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	1.5	1.5	1.5	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	190	198	202	201
应付账款周转天数	96	98	97	97
存货周转天数	29	26	23	23
每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.60	0.83	1.05
每股经营现金流	0.20	0.06	0.44	0.79
每股净资产	4.76	5.17	5.74	6.54
估值比率				
P/E	69	17	13	10
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	100	44	33	26

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。