

苏博特 (603916.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

四季度下游承压,减水剂销量环比下行

业绩简评

2023年4月19日公司披露2022年年报,实现营收37.15亿元,同比下降17.84%;实现归母净利润2.88亿元,同比下降45.96%。其中,Q4实现营收10亿元,同比下降22.41%;实现归母净利润0.52亿元,同比下降68.40%。

经营分析

四季度业绩依然承压,减水剂环比下行:四季度整体受到疫情影响,叠加房地产需求不振,建筑建材需求支撑一般,导致外加剂领域依然相对低迷,公司作为减水剂龙头,也受到行业影响较大,其中四季度二代、三代减水剂销量环比下行8%、6%,同比下降68%、27%,但公司优势产品功能性材料实现较为明显的修复,四季度销量环比增长37%,同比增长5%,拉动整体营收环比略增。

功能性材料盈利相对平稳,技术服务形成稳定支撑:公司功能性材料及技术服务在2022年盈利水平基本维持平稳,并未受到过多的行业影响,但由于减水剂开工不足,终端压力较大,产品毛利率率有所下行,带动公司整体毛利率率下行,预期2023年二季度开始,行业逐步回暖,下游需求逐步提升,有望带动行业修复,盈利水平逐步修复。

一季度原材料价格略有下行,成本压力有所缓解:四季度,环氧乙烷均价约为6955元/吨,环比三季度提升约91元/吨,而一季度,环氧乙烷均价约为6707元/吨,原材料价格大幅下行有望对成本压力进行缓解。公司具有聚醚生产能力,有望通过上游环节的自供实现一定的成本节约。进入2023年,下游资金压力有所缓解,有望对上游形成一定的支撑,而另一方面,行业经历一定程度的压力,较小的企业有望逐步退出,行业集中度有进一步提升的空间。公司作为行业龙头,有望率先收益,同时借助新材料的布局,缓冲单一产品风险,实现相对稳定的盈利基础。

盈利预测、估值与评级

22年国内疫情及产业需求不振影响,盈利有所承压,2023年行业在逐步修复,但需要时间体现,下调公司2023年盈利预测16%,预测2023-2025年公司归母净利润为4.69、6.21、7.43亿元,公司股票现价对应PE估值为14.10、10.65、8.90倍,维持“增持”评级

风险提示

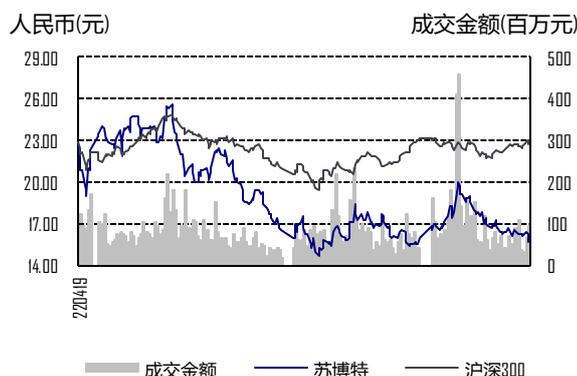
行业竞争拉低盈利;需求不达预期;原料价格波动风险;疫情反复风险。

基础化工组

市价(人民币): 15.73元

相关报告:

- 1.《业绩短期承压,新项目持续推进-【国金化工】苏博特公司点评》,2022.10.27
- 2.《疫情短期小幅影响,后期仍具较强成长动能-【国金化工】苏博特公...》,2022.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,522	3,715	4,339	4,988	5,627
营业收入增长率	23.81%	-17.84%	16.79%	14.96%	12.81%
归母净利润(百万元)	533	288	469	621	743
归母净利润增长率	20.88%	-45.96%	62.83%	32.41%	19.72%
摊薄每股收益(元)	1.268	0.685	1.115	1.477	1.768
每股经营性现金流净额	0.80	0.52	2.88	1.34	1.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.56%	6.87%	10.59%	12.61%	13.41%
P/E	20.32	23.47	14.10	10.65	8.90
P/B	2.75	1.61	1.49	1.34	1.19

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	3,652	4,522	3,715	4,339	4,988	5,627
增长率		23.8%	-17.8%	16.8%	15.0%	12.8%
主营业务成本	-2,254	-2,926	-2,441	-2,803	-3,200	-3,574
%销售收入	61.7%	64.7%	65.7%	64.6%	64.1%	63.5%
毛利	1,398	1,596	1,274	1,536	1,788	2,053
%销售收入	38.3%	35.3%	34.3%	35.4%	35.9%	36.5%
营业税金及附加	-32	-39	-31	-36	-42	-47
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-308	-333	-361	-390	-449	-506
%销售收入	8.4%	7.4%	9.7%	9.0%	9.0%	9.0%
管理费用	-225	-260	-266	-304	-324	-366
%销售收入	6.2%	5.8%	7.2%	7.0%	6.5%	6.5%
研发费用	-176	-220	-206	-217	-249	-281
%销售收入	4.8%	4.9%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	658	743	411	589	724	853
%销售收入	18.0%	16.4%	11.1%	13.6%	14.5%	15.2%
财务费用	-47	-54	-53	-58	-33	-26
%销售收入	1.3%	1.2%	1.4%	1.3%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-37	-52	-15	-9	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	12	12	0	0	0
%税前利润	0.4%	1.8%	2.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	592	686	399	521	690	826
营业利润率	16.2%	15.2%	10.7%	12.0%	13.8%	14.7%
营业外收支	-4	-1	-3	0	0	0
税前利润	588	685	395	521	690	826
利润率	16.1%	15.2%	10.6%	12.0%	13.8%	14.7%
所得税	-95	-86	-37	-52	-69	-83
所得税率	16.1%	12.6%	9.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	493	599	358	469	621	743
少数股东损益	53	66	70	0	0	0
归属于母公司的净利润	441	533	288	469	621	743
净利率	12.1%	11.8%	7.8%	10.8%	12.4%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	493	599	358	469	621	743
少数股东损益	53	66	70	0	0	0
非现金支出	174	246	237	201	204	216
非经营收益	38	23	27	74	48	38
营运资金变动	-372	-532	-403	467	-312	-313
经营活动现金净流	333	336	219	1,211	561	684
资本开支	-345	-286	-293	-204	-188	-284
投资	-182	-63	-5	0	0	0
其他	0	-109	113	0	0	0
投资活动现金净流	-527	-458	-185	-204	-188	-284
股权募资	59	0	20	-107	0	0
债权募资	572	186	768	-835	-62	-52
其他	-152	-238	-515	-201	-175	-171
筹资活动现金净流	479	-51	272	-1,143	-237	-223
现金净流量	448	-175	311	-136	136	177

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	986	842	1,048	903	1,033	1,205
应收款项	2,734	3,369	3,223	3,036	3,490	3,937
存货	315	462	458	451	515	576
其他流动资产	203	374	209	254	285	314
流动资产	4,239	5,047	4,938	4,645	5,323	6,032
%总资产	66.1%	66.7%	63.7%	62.2%	65.5%	67.7%
长期投资	100	112	112	112	112	112
固定资产	1,516	1,604	1,815	1,720	1,626	1,592
%总资产	23.6%	21.2%	23.4%	23.0%	20.0%	17.9%
无形资产	466	623	701	802	896	993
非流动资产	2,174	2,522	2,809	2,819	2,810	2,883
%总资产	33.9%	33.3%	36.3%	37.8%	34.5%	32.3%
资产总计	6,413	7,570	7,746	7,464	8,133	8,915
短期借款	785	725	835	134	72	20
应付款项	1,303	1,787	987	1,293	1,476	1,649
其他流动负债	400	341	290	312	368	419
长期贷款	2,488	2,853	2,112	1,740	1,916	2,088
其他长期负债	33	300	166	166	166	166
负债	126	151	874	729	727	719
普通股股东权益	2,648	3,304	3,152	2,634	2,809	2,974
其中：股本	3,463	3,931	4,194	4,429	4,924	5,541
未分配利润	350	420	420	420	420	420
少数股东权益	1,239	1,630	1,756	2,099	2,594	3,211
少数股东权益	302	335	400	400	400	400
负债股东权益合计	6,413	7,570	7,746	7,464	8,133	8,915

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.258	1.268	0.685	1.115	1.477	1.768
每股净资产	9.888	9.352	9.978	10.538	11.715	13.183
每股经营现金净流	0.952	0.799	0.521	2.881	1.335	1.628
每股股利	0.360	0.360	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	12.73%	13.56%	6.87%	10.59%	12.61%	13.41%
总资产收益率	6.87%	7.04%	3.72%	6.28%	7.63%	8.34%
投入资本收益率	12.01%	12.25%	5.90%	9.08%	10.39%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	10.45%	23.81%	-17.84%	16.79%	14.96%	12.81%
EBIT 增长率	24.52%	13.00%	-44.75%	43.37%	23.00%	17.76%
净利润增长率	24.40%	20.88%	-45.96%	62.83%	32.41%	19.72%
总资产增长率	28.05%	18.04%	2.34%	-3.65%	8.97%	9.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	187.5	191.5	269.0	200.0	200.0	200.0
存货周转天数	40.6	48.5	68.8	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	55.0	51.8	55.3	53.0	53.0	53.0
固定资产周转天数	143.3	128.0	165.5	136.3	113.1	94.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-4.46%	1.59%	13.49%	1.32%	-2.40%	-5.93%
EBIT 利息保障倍数	13.9	13.7	7.8	10.1	22.0	33.3
资产负债率	41.29%	43.65%	40.70%	35.29%	34.54%	33.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-26	增持	29.35	N/A
2	2021-08-17	增持	20.18	N/A
3	2021-10-29	增持	16.65	N/A
4	2022-04-17	增持	23.73	N/A
5	2022-04-28	增持	21.26	N/A
6	2022-10-27	增持	15.73	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402