

全年业绩超预期，内需确定性助力公司增长延续

——苏博特 2019 年报点评

公司点评

● 事件

公司发布 2019 年报，报告期内实现营收 33.07 亿元，同比增长 42.78%；实现归母净利润 3.54 亿元，同比增长 32.01%；实现扣非归母净利润 3.47 亿元，同比增长 136.59%。

● 全年业绩超预期，现金流持续改善

公司 2019 年业绩超预期，归母净利润接近业绩预告上限(+25%-35%)，扣非归母净利润大增 136.59%。其中 2019Q4 公司实现营收 10.05 亿元，环比增长 10.30%；单季经营现金流 1.67 亿元，连续第四个季度现金流环比改善。分业务来看，公司外加剂主业营收同比增长 28.71%，其中主打产品高性能减水剂销量 99.19 万吨，同比增长 28.40%；功能性材料增长势头迅猛，实现销量 19.96 万吨，同比增长 62.01%，规模已超过高效减水剂。公司外加剂业务 2019 年总体毛利 46.12%，同比提高近 10 个百分点，主要受益全年环氧乙烷价格较低。公司的检测业务于 2019 年并表，报告期内实现营收 3.11 亿元，全年总计实现净利润 9216.80 万元，显著超过 2019 年 8400 万元的业绩承诺。

● 销售费用增长较快，降本增效持续推进

2019 年公司三费率有所增加，其中销售费用率 17.72%（同比+2.96%）、管理费用率 5.63%（同比-0.17%）、研发费用率 5.17%（同比+0.05%）、财务费用率 1.77%（同比+0.3%）。销售费用是增长最多的部分，主要由于公司处于业务扩张期使得运费增加较快，两个重要的影响因素是自产聚醚的额外运费以及销售团队的薪酬较高。管理费用率（不含研发费用）是三费中唯一的边际改善项，在业务高速增长时期仍保持了同比下降，体现出公司近年来对内部降本增效的大力推进。我们认为公司管理费用率对标竞争对手垒知集团和红墙股份，仍有 2-3% 左右的下降空间。未来随着公司全国业务网络的铺开以及规模效应提升，销售费用率也将迎来拐点。

● 公司基建业务占比高，是确定性极强的优质内需标的

公司近半数营收来自于国家重点基建项目，施工进度和稳定性都将大幅好于地产项目，在特殊时期抗风险能力较强。减水剂板块是与开工端需求复苏显著相关的纯内需行业，公司作为龙头有望充分受益。由于疫情对公司 2020Q1 业绩仍有一定影响，我们下调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.20/6.07/8.59 亿元，对应 EPS 分别为 1.35/1.95/2.76 元，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**环氧乙烷价格波动的风险；需求不及预期的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,316	3,307	4,057	5,387	6,800
增长率(%)	37.9	42.8	22.7	32.8	26.2
净利润(百万元)	268	354	420	607	859
增长率(%)	100.6	32.0	18.6	44.4	41.5
毛利率(%)	37.4	45.4	41.6	40.5	41.2
净利率(%)	11.6	10.7	10.4	11.3	12.6
ROE(%)	12.9	14.6	14.1	17.1	19.8
EPS(摊薄/元)	0.86	1.14	1.35	1.95	2.76
P/E(倍)	26.2	19.8	16.7	11.6	8.2
P/B(倍)	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7

强烈推荐（维持评级）

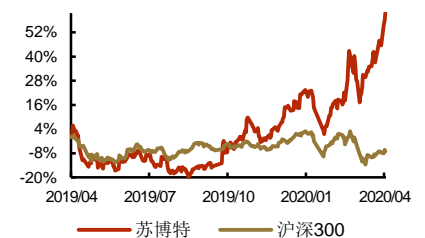
石林（分析师）

shilin@xsdzq.cn

证书编号：S0280519110001

市场数据	时间 2020.04.15
收盘价(元):	23.15
一年最低/最高(元):	11.39/23.78
总股本(亿股):	3.11
总市值(亿元):	71.91
流通股本(亿股):	1.31
流通市值(亿元):	30.34
近 3 月换手率:	250.59%

股价一年走势



相关报告

《全年业绩略超预期，增长势头有望延续》

《可转债申请获通过，业务扩张顺利推进》

《业绩持续超预期，现金流明显转好》

《技术实力保驾护航，外加剂龙头驶入发展快车道》2019-09-21

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2261	3235	3061	3973	5052	营业收入	2316	3307	4057	5387	6800
现金	249	507	2523	3350	4228	营业成本	1450	1804	2369	3205	3996
应收票据及应收账款合计	1655	2392	0	0	0	营业税金及附加	22	31	49	66	83
其他应收款	37	48	56	82	93	营业费用	342	586	690	862	1020
预付账款	100	84	142	159	221	管理费用	134	186	203	242	272
存货	201	187	323	366	493	研发费用	119	171	203	269	340
其他流动资产	18	17	17	17	17	财务费用	34	58	44	12	38
非流动资产	1274	1773	2036	2518	3004	资产减值损失	35	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	924	1188	1417	1859	2298	其他收益	16	24	18	22	20
无形资产	203	210	228	229	230	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	147	376	392	430	476	营业利润	209	464	520	757	1076
资产总计	3535	5008	5097	6491	8056	营业外收入	125	0	4	4	4
流动负债	1389	2257	1919	2726	3448	营业外支出	3	4	3	3	3
短期借款	825	870	1273	1552	2513	利润总额	331	460	521	758	1077
应付票据及应付账款合计	361	523	0	0	0	所得税	61	76	90	134	189
其他流动负债	202	864	646	1174	935	净利润	270	384	431	625	889
非流动负债	53	122	119	116	112	少数股东损益	1	30	11	18	30
长期借款	0	26	22	19	15	归属母公司净利润	268	354	420	607	859
其他非流动负债	53	96	96	96	96	EBITDA	450	613	670	921	1268
负债合计	1441	2380	2038	2841	3560	EPS(元)	0.86	1.14	1.35	1.95	2.76
少数股东权益	9	237	247	265	296						
股本	309	311	311	311	311						
资本公积	1058	1071	1071	1071	1071						
留存收益	764	1044	1396	1878	2614						
归属母公司股东权益	2085	2391	2812	3384	4200						
负债和股东权益	3535	5008	5097	6491	8056						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-98	419	2044	1238	664
净利润	270	384	431	625	889
折旧摊销	77	114	128	165	181
财务费用	34	58	44	12	38
投资损失	-0	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-499	-157	1444	441	-439
其他经营现金流	21	20	-3	-4	-5
投资活动现金流	-46	-194	-389	-642	-662
资本支出	60	222	263	481	486
长期投资	1	-1	0	0	0
其他投资现金流	15	28	-125	-161	-176
筹资活动现金流	255	-70	-42	-48	-84
短期借款	325	45	0	0	0
长期借款	0	26	-4	-3	-4
普通股增加	5	1	0	0	0
资本公积增加	44	13	0	0	0
其他筹资现金流	-120	-155	-38	-45	-80
现金净增加额	111	156	1613	548	-83

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	37.9	42.8	22.7	32.8	26.2
营业利润(%)	26.5	122.0	12.1	45.7	42.1
归属于母公司净利润(%)	100.6	32.0	18.6	44.4	41.5
获利能力					
毛利率(%)	37.4	45.4	41.6	40.5	41.2
净利率(%)	11.6	10.7	10.4	11.3	12.6
ROE(%)	12.9	14.6	14.1	17.1	19.8
ROIC(%)	11.5	14.8	27.4	37.7	35.2
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8	47.5	40.0	43.8	44.2
净负债比率(%)	30.0	18.5	-36.8	-46.0	-35.5
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	1.6	1.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.9	4.1	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.86	1.14	1.35	1.95	2.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	2.08	6.58	3.99	2.14
每股净资产(最新摊薄)	6.71	7.70	9.05	10.90	13.52
估值比率					
P/E	26.2	19.8	16.7	11.6	8.2
P/B	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	17.0	12.6	9.2	6.1	4.5

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，三年投资研究经验，2017年加入新时代证券，历任汽车、新材料行业分析师，现任新时代证券建材行业分析师。重点覆盖消费建材、水泥、玻璃、非金属新材料板块，专注于挖掘优秀标的，向市场及时传递有价值的信息。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>