



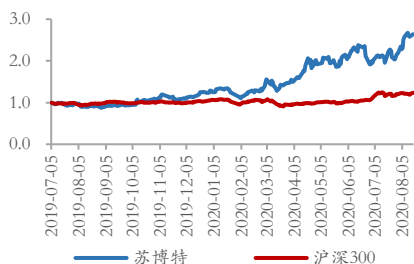
业绩逆势增长，股权激励彰显发展信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2020-08-18

收盘价（元）	34.70
近 12 个月最高/最低（元）	36.12/11.92
总股本（百万股）	311
流通股本（百万股）	133
流通股比例（%）	42.92
总市值（亿元）	108
流通市值（亿元）	46

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

《苏博特：多因素驱动格局改善，新技术助力二次腾飞》2020-07-06

事件：1) 公司发布 2020 年半年度报告，报告期内实现营收 14.32 亿元，同比增长 3.01%；实现归母净利润 1.67 亿元，同比增长 24.52%；实现扣非归母净利润 1.64 亿元，同比增长 24.88%；2) 公司发布 2020 年限制性股票激励计划草案，激励对象为检测中心相关员工，拟授予限制性股票数量为 294 万股。

主要观点：

盈利水平提升带来业绩增长，产品价格保持韧性

分季度来看，公司 2020Q1 实现营收、归母净利润分别为 4.25 亿元、0.49 亿元，同比-9.03%/+1.19%；2020Q2 实现营收、归母净利润分别为 10.07 亿元、1.17 亿元，同比+9.52%/+38.29%。由于去年同期检测业务从 5 月开始并表，因此基数较低。若剔除检测业务，公司外加剂主业 2020H1 实现营收、归母净利润分别为 12.02 亿元、1.43 亿元，同比-6.81%/+22.36%。公司在 2020Q1 疫情影响较大的情况下，仍然实现了外加剂主业的业绩大幅增长，主要因素是终端价格稳定及原材料成本下行带来的毛利率提升。同时，除检测中心并表导致管理费用提升外，公司 2020H1 销售费用率同比减少 2.11%至 15.47%，财务费用率同比减少 0.38%至 1.47%，也对盈利水平形成了支撑。

从发货情况来看，虽然 2020Q2 公司发货量回升明显，但上半年整体销量仍未转正。公司 2020H1 外加剂总销量同比减少 4.78%，其中高性能减水剂、高效减水剂销量同比分别减少 6.37%、21.32%，功能性材料实现逆势增长，销量同比增长 23.48%，规模已显著超越高效减水剂。在上半年严峻的市场环境下，公司产品价格保持了韧性，高性能减水剂均价同比下降 2.52%，高效减水剂均价同比上升 0.80%，功能性材料均价同比下降 2.10%。

股权激励有利于检测业务长期发展

此次公司的股票激励计划授予的激励对象有 36 人，主要是检测中心的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术（业务）人员和骨干员工。公司在检测中心并表仅一年就发布了相应的股权激励，体现出了对检测业务和相关团队的重视。

激励计划对检测中心业绩提出了明确要求，其中第一个解除限售期要求 2020 年检测中心净利润增长率不低于 8%，第二个解除限售期要求检测中心 2020 年-2021 年净利润增长率累计不低于 16%。我们认为激励计划彰显了公司对检测业务发展的信心，同时也将检测中心的优秀人才与公司的利益绑定，为公司的长期发展注入了新的动力。

技术实力构筑核心壁垒，持续看好公司新材料业务的巨大潜力

公司的功能性材料业务在上半年实现逆势增长，主要得益于基建项目的拉动。重大基建项目是公司的传统优势领域，仅今年年初至今，就有多项正在施工或已投入使用的国家重大工程项目中出现过公司的身影，包括深中通道、南京长江第五大桥、白鹤滩水电站等。我们注意到，公司在许多工程项目中扮演的角色已不只是外加剂供应商，而是针对项目实际需要，通过定制化功能性材料、工程技术攻关等方式全方位参与其中，发挥极为关键的作用。

我们认为公司凭借自身强大的技术实力，正在从减水剂企业成长为综合性的新型土木工程技术和材料供应商。随着未来数年我国基建领域掀起新一轮高潮，公司多项新材料和新技术的商业化前景潜力巨大，有望再造一个苏博特。

投资建议

公司业绩前低后高，今年将体现得更为明显，看好公司下半年业绩环比增长幅度不断提升。同时公司在费用端的改善将使净利率逐步与高毛利水平相匹配，进一步带来估值提升空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.47/6.11/7.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.44/1.97/2.44 元，维持“买入”评级。

风险提示

环氧乙烷价格波动的风险；房地产及基建需求不及预期的风险；相关政策实施力度不及预期的风险。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4031	5311	6336
收入同比(%)	42.78	21.91	31.75	19.30
归属母公司净利润	354	447	611	758
净利润同比(%)	122.02	19.31	37.82	24.71
毛利率(%)	45.44	42.25	41.50	41.50
ROE(%)	14.61	14.86	17.08	17.75
每股收益(元)	1.14	1.44	1.97	2.44
P/E	19.53	24.1	17.6	14.2
P/B	2.51	2.48	2.06	1.70
EV/EBITDA	13	9	6	5

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3235	3034	3910	4679
现金	507	166	528	565
应收账款	2392	3007	3795	4229
其他应收款	48	56	80	82
预付账款	84	140	156	198
存货	187	303	341	435
其他流动资产	17	17	17	17
非流动资产	1773	1931	2164	2273
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1188	1313	1510	1593
无形资产	210	228	229	230
其他非流动资产	376	390	425	450
资产总计	5008	5621	7081	7798
流动负债	2257	2388	3226	3169
短期借款	870	1200	1400	1400
应付账款	523	576	697	847
其他流动负债	864	612	1129	923
非流动负债	122	122	117	114
长期借款	26	25	21	17
其他非流动负	96	96	96	96
负债合计	2380	2510	3303	3195
少数股东权益	237	273	323	384
股本	311	311	311	311
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	1044	1439	1949	2627
归属母公司股	2391	2839	3415	4131
负债和股东权	5008	5621	7081	7798

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	645	-331	620	366
净利润	384	484	660	820
折旧摊销	114	125	148	142
财务费用	58	60	78	80
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	107	-999	-267	-676
其他经营现金	-18	0	0	0
投资活动现金	-594	-280	-378	-246
资本支出	484	158	233	109
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-109	-122	-144	-137
筹资活动现金	-5	271	120	-83
短期借款	45	330	200	0
长期借款	26	-3	-2	-4
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	13	0	0	0
其他筹资现金	-76	-56	-78	-80
现金净增加额	46	-340	362	36

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4031	5311	6336
营业成本	1804	2280	2998	3610
营业税金及附加	31	40	53	63
销售费用	586	685	876	1014
管理费用	186	202	266	285
财务费用	58	60	78	80
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	464	583	801	993
营业外收入	0	4	4	4
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	460	585	802	994
所得税	76	101	141	174
净利润	384	484	660	820
少数股东损益	30	36	50	61
归属母公司净利润	354	447	611	758
EBITDA	613	763	1019	1205
EPS (元)	1.14	1.44	1.97	2.44

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	42.78%	21.91%	31.75%	19.30%
营业利润	122.02%	25.82%	37.26%	23.99%
归属于母公司净利	32.01%	26.27%	36.55%	24.10%
获利能力				
毛利率(%)	45.44%	43.44%	43.55%	43.03%
净利率(%)	10.72%	10.72%	11.10%	11.50%
ROE(%)	14.61%	15.54%	17.67%	18.15%
ROIC(%)	14.75%	13.39%	16.47%	17.43%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.52%	44.59%	46.64%	40.97%
净负债比率(%)	34.11%	39.43%	38.11%	31.48%
流动比率	1.43	1.55	1.54	1.79
速动比率	1.31	1.35	1.38	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.76	0.84	0.85
应收账款周转率	1.63	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	4.08	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.14	1.44	1.97	2.44
每股经营现金流	2.08	-1.07	2.00	1.18
每股净资产(最新	8.46	10.02	12.03	14.54
估值比率				
P/E	19.5	24.1	17.6	14.2
P/B	2.51	2.48	2.06	1.70
EV/EBITDA	12.64	11.08	8.18	6.94

分析师与研究助理简介

石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。