



业绩维持较快增长，功能性材料业务值得关注

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-01-05

收盘价（元）	23.32
近 12 个月最高/最低（元）	37.45/11.92
总股本（百万股）	350
流通股本（百万股）	345
流通股比例（%）	98.57
总市值（亿元）	82
流通市值（亿元）	80

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

《不止于减水剂》2020-12-08

《业绩符合预期，新产能有力支撑后续增长》2020-10-27

《业绩逆势增长，股权激励彰显发展信心》2020-08-18

《多因素驱动格局改善，新技术助力二次腾飞》2020-07-06

事件：公司发布 2020 年度业绩预增公告，预计 2020 年度归母净利润同比增加 7086.25 万元到 10629.37 万元，同比增加 20%到 30%；预计扣非归母净利润同比增加 6932.59 万元到 10398.89 万元，同比增加 20%到 30%。

主要观点：

产品价格稳定，业绩维持较快增速

公司 2020 年业绩符合预期，根据业绩预告，2020Q4 单季实现归母净利润为 1.23-1.58 亿元，同比增长 19%-53%，符合我们之前对公司业绩增速逐季提升的判断。2020 年上半年疫情影响较大，尤其是一季度供需两端几乎停滞，Q3 降雨又对开工端需求造成一定影响，因此我们认为公司 2020 年业绩仍然维持较快增速难能可贵，充分彰显龙头实力。具体来看，我们认为公司 2020 年业绩表现主要受益两方面因素：1) 2020 年大部分时间原材料成本均低位运行；2) 公司终端产品价格较为严峻的市场环境下仍然维持了相对稳定，其中功能性材料甚至实现涨价。2020 年前三季度公司高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料平均售价较上年同期分别同比变动为-3.48%、-5.02%和 6.93%，体现出公司产品性能和市场认可度具有明显优势。

扩产持续进行，2021 年业绩弹性可期

公司于泰兴建设的年产 62 万吨高性能混凝土外加剂项目在 2020Q3 完成全部工程建设与调试，项目建设内容包括年产 10 万吨聚羧酸减水剂专用高端聚醚，年产 50 万吨聚羧酸高性能减水剂以及相关的功能性助剂等。我们认为该项目意义重大，短期来看缓解了公司高端产能紧张的问题，同时专用聚醚的扩产使得公司最为先进的九系产品量产能力得以提高，该产品的占比上升预计将提振减水剂业务毛利水平；中长期来看，泰兴三期项目产线的生产技术、自动化程度等均是公司当前最先进水平，对于其他基地具有示范作用，为后续更大规模的自动化改造、生产效率提升奠定了基础。

此外，公司在四川大英的基地于 2020 年 3 月下旬举行开工仪式，项目进度超出预期，预计 2021 年可实现全面投产，除进一步扩大高性能减水剂产能外，更是大幅提升了功能性材料产能。我们认为 2021 年需求改善叠加新产能释放，公司业绩弹性可期。

功能性材料业务蕴含巨大预期差，看好公司成长为“中国 Sika”

我们认为公司产品的底层逻辑是从下游需求出发“自下而上”衍生出相关建材产品，与竞争对手有本质区别，功能性材料与减水剂实则一脉相承。公司功能性材料业务 2020 年逆势实现涨价，我们认为实质上反映

了许多品类开始打开下游需求，实现从 0 到 1 的突破，且在功能上具备稀缺性。当前公司基于技术研发打造的功能性材料业务所对应的下游应用场景基本涵盖了所有建筑工程的功能性需求，我们测算各品类对应的总计市场空间超过千亿元，蕴含了巨大预期差。

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。我们认为公司功能性材料业务方兴未艾，未来将能够复制减水剂业务的成功。

投资建议

我们认为公司的技术壁垒和所处市场的广阔空间尚未被充分认识。目前公司的化学建材品类已经较为齐全，并在研发实力、销售渠道上具备较为完备的竞争基础，有望不断突破成长边界，而功能性材料业务将是最核心的驱动力。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.55/6.24/8.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.78/2.31 元，维持“买入”评级。

风险提示

环氧乙烷价格波动；下游需求不及预期；相关政策实施力度不及预期。

重要财务指标

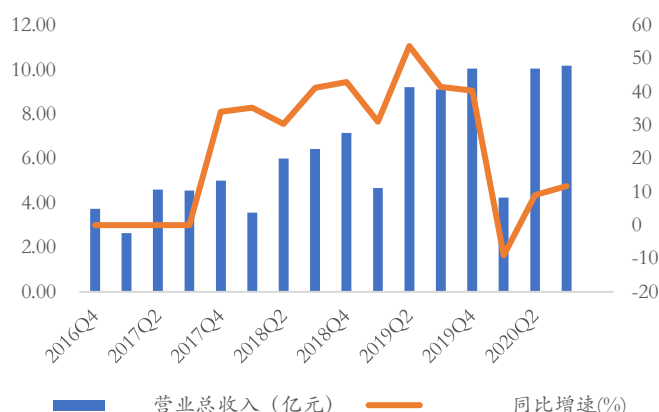
单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4109	5562	6746
收入同比(%)	42.8%	24.3%	35.4%	21.3%
归属母公司净利润	354	455	624	808
净利润同比(%)	32.0%	28.5%	37.0%	29.5%
毛利率(%)	45.4%	48.5%	45.2%	47.1%
ROE(%)	14.8%	16.9%	20.2%	22.5%
每股收益(元)	1.01	1.30	1.78	2.31
P/E	16.69	17.67	12.90	9.96
P/B	2.47	2.99	2.61	2.24
EV/EBITDA	8.77	8.83	8.14	5.96

资料来源：wind，华安证券研究所

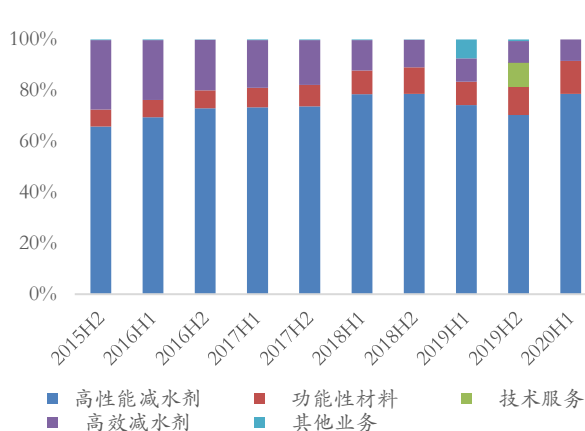
附：公司重点数据

图表1 公司各季度度营收及增速



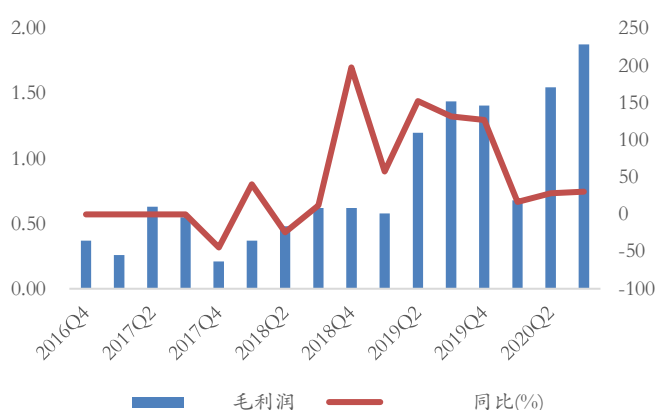
资料来源：wind，华安证券研究所

图表2 公司半年度各业务营收占比



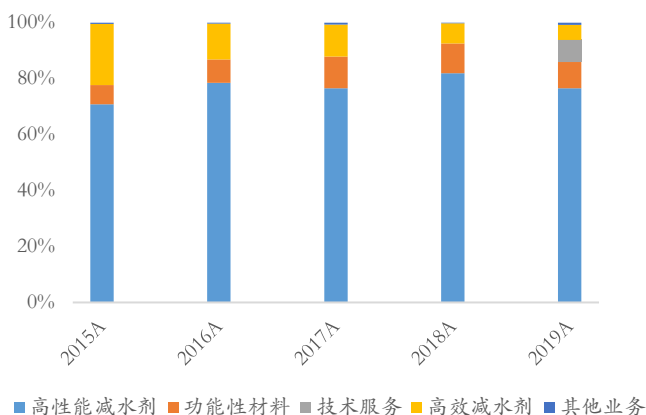
资料来源：wind，华安证券研究所

图表3 公司各季度毛利润及增速



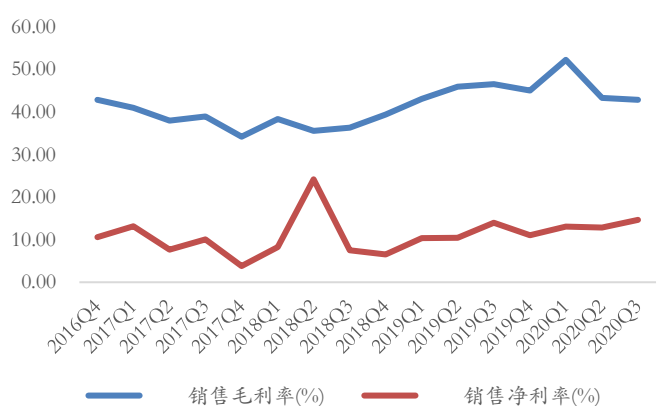
资料来源：wind，华安证券研究所

图表4 公司各年度各业务毛利占比



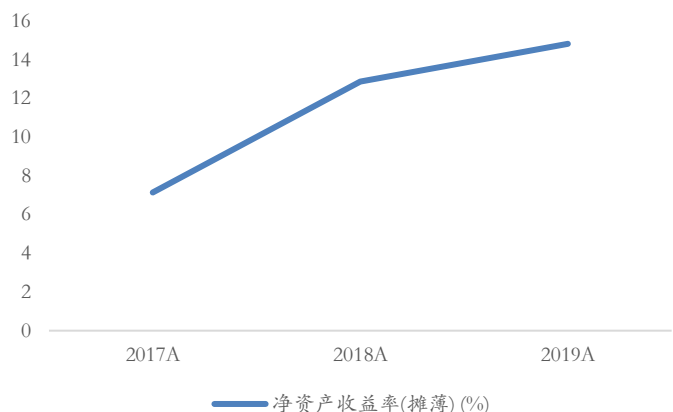
资料来源：wind，华安证券研究所

图表5 公司毛利率和净利率变化情况



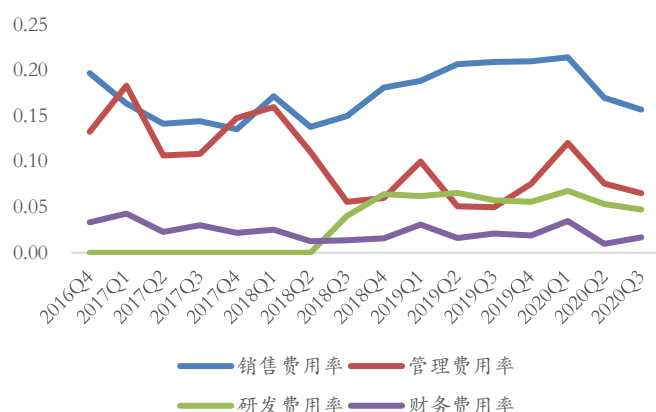
资料来源：wind，华安证券研究所

图表6 公司 ROE 变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司费用率变化情况



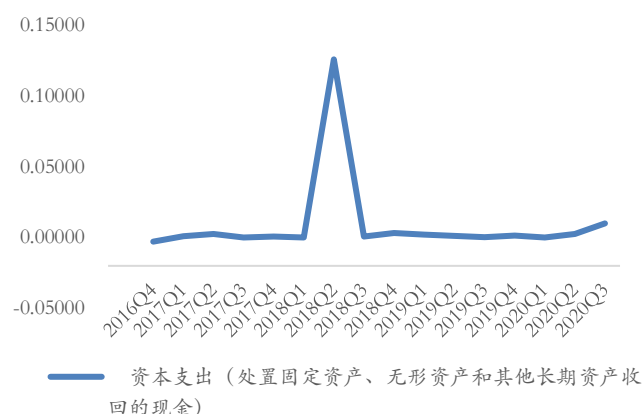
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司净现比变化情况



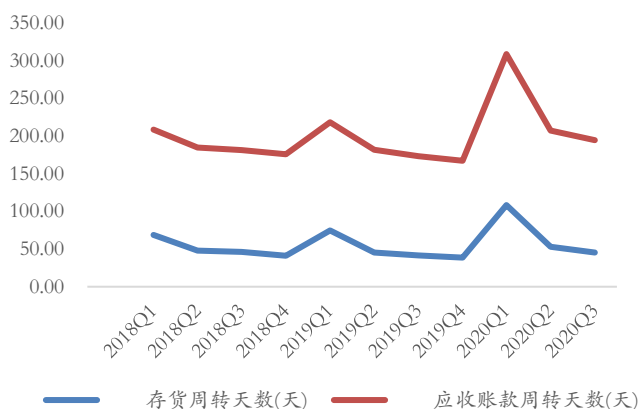
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司资本支出变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司存货周转天数与应收账款周转天数



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司近年来重要资本开支及项目情况

时间	项目名称	主要情况
2017 年 12 月	对外投资建设苏博特新材料产业园项目	公司拟在成都石油化学工业园区内投资建设苏博特新材料产业园项目, 主要建设内容包括年产 5 万吨专用高性能聚醚、10 万吨新型聚羧酸外加剂、1 万吨速凝剂、1 万吨功能性水泥基材料生产线和公用设施; 国家重点实验室和省级工程中心成果转化基地; 项目预计总投资 2.8 亿元
2018 年 12 月	年产 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	公司子公司博特新材料泰州有限公司拟在江苏省泰兴市投资建设年产 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目, 主要建设内容包括年产 10 万吨聚醚、50 万吨聚羧酸减水剂、1.5 万吨丙烯酸羟基酯、0.5 万吨液体烯醇钠。投资金额 1.382 亿元, 项目建设期 1 年
2018 年 12 月	苏博特高性能土木工程材料科技成果转化产业化基地	公司拟在南京江宁高新技术产业园投资建设苏博特高性能土木工程材料科技成果转化产业化基地; 项目预计总投资 3.9 亿元
2019 年 1 月	对原项目“高性能外加剂建设项目”变更为 新项目“高性能混凝土外加剂产业基地建设项目”	项目建设期为 36 个月, 计划总投资 52,274.11 万元, 其中建设投资 43,148.48 万元, 流动资金 9,125.63 万元。项目主要产品为高效减水剂, 设计产能 65 万吨, 主要产品为萘系高效减水剂 30 万吨、脂肪族系高效减水剂 20 万吨、氨基磺酸盐系高效减水剂 10 万吨等。项目预计投资回报期为 6.59 年 (税前), 预计内部收益率为 27.4%

资料来源: 公司公告, 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	3715	5074	6313
现金	507	353	429	727
应收账款	1777	2195	2971	3604
其他应收款	48	67	87	104
预付账款	84	108	169	182
存货	187	259	370	414
其他流动资产	632	733	1047	1281
非流动资产	1773	1814	1774	1781
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1188	1126	1091	1048
无形资产	210	279	306	340
其他非流动资产	376	408	377	393
资产总计	5008	5528	6848	8093
流动负债	2257	2437	3301	3963
短期借款	870	1044	1253	1504
应付账款	274	408	592	641
其他流动负债	1114	986	1456	1818
非流动负债	122	128	131	134
长期借款	26	31	34	38
其他非流动负	96	96	96	96
负债合计	2380	2565	3431	4098
少数股东权益	237	276	331	401
股本	311	311	311	311
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	1010	1306	1705	2214
归属母公司股	2391	2687	3086	3595
负债和股东权	5008	5528	6848	8093

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	419	103	190	550
净利润	354	455	624	808
折旧摊销	114	121	93	101
财务费用	58	115	50	100
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-157	-627	-629	-528
其他经营现金	560	1122	1305	1406
投资活动现金	-194	-162	-52	-107
资本支出	-222	-162	-52	-107
长期投资	-1	0	0	0
其他投资现金	28	0	0	0
筹资活动现金	-70	-95	-63	-145
短期借款	45	174	209	251
长期借款	26	5	3	3
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	-155	-274	-275	-399
现金净增加额	156	-153	76	298

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4109	5562	6746
营业成本	1804	2116	3047	3572
营业税金及附加	31	41	56	67
销售费用	586	719	957	1147
管理费用	186	247	320	371
财务费用	58	165	68	168
资产减值损失	0	0	2	1
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	603	822	1064
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	460	603	822	1064
所得税	76	109	144	186
净利润	384	495	678	878
少数股东损益	30	40	54	70
归属母公司净利润	354	455	624	808
EBITDA	642	890	981	1333
EPS (元)	1.01	1.30	1.78	2.31

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	42.8%	24.3%	35.4%	21.3%
营业利润	122.0%	30.2%	36.2%	29.5%
归属于母公司净利	32.0%	28.5%	37.0%	29.5%
获利能力				
毛利率(%)	45.4%	48.5%	45.2%	47.1%
净利率(%)	10.72%	10.7%	11.1%	11.2%
ROE(%)	14.8%	16.9%	20.2%	22.5%
ROIC(%)	12.5%	15.6%	15.6%	18.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.5%	46.4%	50.1%	50.6%
净负债比率(%)	90.6%	86.6%	100.4%	102.5%
流动比率	1.43	1.52	1.54	1.59
速动比率	1.31	1.37	1.37	1.44
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.74	0.81	0.83
应收账款周转率	1.86	1.87	1.87	1.87
应付账款周转率	6.59	5.19	5.15	5.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊	1.01	1.30	1.78	2.31
每股经营现金流	1.20	0.30	0.54	1.57
每股净资产(最新	6.83	7.67	8.81	10.26
估值比率				
P/E	16.69	17.67	12.90	9.96
P/B	2.47	2.99	2.61	2.24
EV/EBITDA	8.77	8.83	8.14	5.96

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。