

# 龙头优势持续巩固，市占率或加速提升

华泰研究

2021年3月01日 | 中国内地

更新报告

基础材料/建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

37.51

研究员

SAC No. S0570517080007  
SFC No. BPW811

方晏荷

fangyanhe@htsc.com  
+86-755-22660892

研究员

SAC No. S0570520070002

张艺露

zhangyilu@htsc.com

联系人

SAC No. S0570120090022

林晓龙

linxiaolong@htsc.com

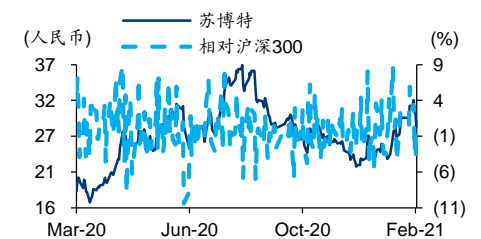
## 华泰证券 2021 春季线上策略会



## 基本数据

目标价(人民币)	37.51
收盘价(人民币 截至2月26日)	27.76
市值(人民币百万)	9,723
6个月平均日成交额(人民币百万)	98.53
52周价格范围(人民币)	16.80-36.96
BVPS(人民币)	8.34

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 市占率有望加速提升，维持“买入”评级

我们认为随基建集采和化工入园的推进带来行业供需优化，以及公司泰兴和大英基地投产，公司市占率有望加速提升。公司依托研发/服务优势+基本实现自供聚醚，产品价格和成本或保持强势；产能布局扩张有望带来运费下降，以上将继续优化利润率。考虑 20Q4 原料涨价和 21 年新项目投产带来的规模效益，我们调整预测，预计 20-22 年归母净利润 4.38/5.83/7.53 亿元（前值 4.55/5.62/6.96 亿元），21 年外加剂/检测业务 EPS1.48/0.18 元，可比公司平均 18/27xPE，考虑公司作为外加剂龙头定价权更高，给予外加剂/检测业务 21 年 PE 22/27x，目标价 37.51 元（前值 33.61 元），维持“买入”评级。

### 逻辑一：基建集采规模可观，供需优化推进市占率提升

据中国混凝土网，公司市占率长期位于全国第一，2019 年达 7.6%，同比 +1.7pct，行业集中度较分散的背景下，供需两端持续优化或加速公司市占率提升：1) “十四五”基建重心有望转向高质量有序发展，对应集采需求预计将快速提升，我们预计 21-22 年七家头部建筑企业外加剂采购规模至少约 271 亿元，且公司已与 30 多家建筑央企建立战略合作关系；2) 外加剂在混凝土成本中占比仅 2%-3%，但对于改善混凝土性能至关重要，在目前外加剂细分赛道龙头供应商较少情况下，基建集采将向龙头外加剂企业集中；3) 2016 年以来工信部等部委相继出台“化工入园”政策，将加速小企业出清。

### 逻辑二：自供聚醚降低成本，服务和产品优势强化价格

成本端，1) 据公司招股书，环氧乙烷占营业成本比重较高（约 70%），而根据百川资讯，2021 年国内环氧乙烷新增产能较 19 年 +18%，且开工率在 80% 左右，仍有上行空间。我们认为供给压力下，环氧乙烷价格因油价复苏而上涨的动力或较小，有望继续在低位震荡；2) 区别于行业内多数企业外购聚醚合成减水剂，公司通过环氧乙烷自制聚醚，且基本实现完全自供，有望带来成本的持续下行。售价端，公司产品单价长期高于可比公司，而产品结构持续优化（高性能减水剂和其中九系高端减水剂占比持续上升）+服务优势明显（偏定制化和全方位的优质服务），有望带来公司单价的稳定和强势。

### 逻辑三：全国布局加码有望降低运费，管理效益提升在即

公司运输费用率高于同行，主要系公司以集中化布局的合成生产基地来匹配全国性的分散销售网络，需要承担较高的运费。我们认为随着公司泰兴/大英基地的建成投产，华东/西南市场得以强化，运输成本有较大下降空间。公司通过股权激励以及高于同行且稳定增长的薪资水平，不断强化对员工的激励力度，我们认为剔除并购影响，公司人均创收或提升明显。

风险提示：产能投放不及预期；市占率提升不及预期；原料价格上涨。

## 经营预测指标与估值

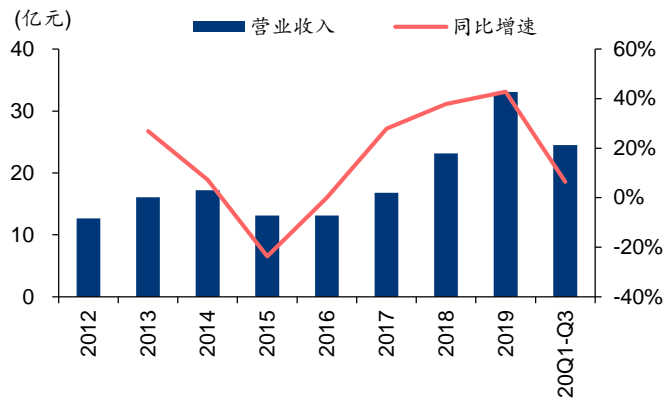
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	2,316	3,307	3,699	4,531	5,475
+/-%	37.88	42.78	11.86	22.51	20.83
归属母公司净利润(人民币百万)	268.40	354.24	437.62	582.91	753.47
+/-%	100.61	31.99	23.54	33.20	29.26
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.77	1.01	1.25	1.66	2.15
ROE(%)	13.56	15.83	17.07	19.63	21.51
PE(倍)	36.23	27.45	22.22	16.68	12.90
PB(倍)	4.66	4.07	3.55	3.04	2.56
EV EBITDA(倍)	22.32	12.34	10.60	8.47	6.89

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 业绩持续增长，产能布局推进顺利

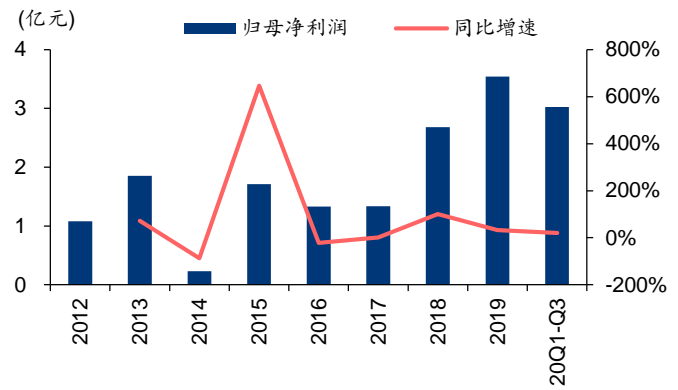
营收及归母净利润保持较快增长，20 年利润有望同比增 20%-30%。公司历史业绩较好，保持强劲增长，2016-2019 年营收/归母净利润 CAGR 为 26%/20%。公司 2020 年前三季度实现营收/归母净利 24.5/3.0 亿元，同比+6.5%/+20.6%；2021 年 1 月 5 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计全年归母净利润 4.3-4.6 亿元，同比增长 20%-30%。我们测算 20Q4 归母净利 1.2-1.6 亿元，同比增长 19%-53%，环比 20Q3 的 1.4 亿元-9.3%~+16.9%。全年业绩增长主要系：1) 公司在泰兴等产能陆续投产，规模提升，但受疫情影响，工程项目开工率较低，导致营收增速同比放缓；2) 期间费用率下降明显，前三季度公司期间费用率 26.9%，同比-9.7pct，主要系各地设立复配点加强渠道建设使得运输费用降低，带动销售费用下降。

图表1：苏博特营业收入及增速



资料来源：Wind，公司招股书，华泰研究

图表2：苏博特归母净利润及增速



资料来源：Wind，公司招股书，华泰研究

22 年高性能减水剂产能有望较 19 年翻倍，聚醚产能预计基本满足减水剂生产自供。随着泰兴基地高性能减水剂和聚醚项目在 2020 年投产，截止 2020 底，公司高性能减水剂/高效减水剂/聚醚产能分别为 46.6/45.9/18.68 万吨。据 2019 年年报，四川大英基地预计于 21Q1 投产，则 2021 年底公司高性能减水剂/高效减水剂/聚醚产能预计有望达到 59.9/45.9/18.68 万吨，其中高性能减水剂产能相较 2019 年 27.4 万吨产能有望翻倍，聚醚产能近 20 万吨，预计基本能够满足公司减水剂生产自供。

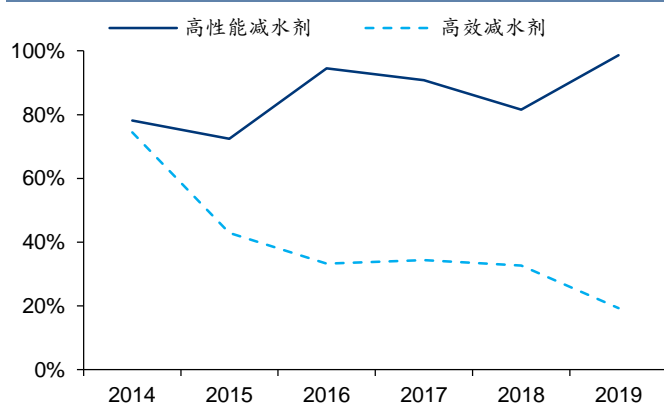
图表3：公司母液合成产能（单位：万吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
高性能减水剂	17.18	15.40	15.40	20.20	27.40	27.40	46.60	59.90	59.90	泰兴 2020 年投产 19.2 万吨/大英 21Q1 投产 13.3 万吨
高效减水剂	21.66	27.18	27.18	24.90	34.50	45.90	45.90	45.90	45.90	
减水剂合计	38.84	42.58	42.58	45.10	61.90	73.30	92.50	105.80	105.80	
聚醚						8.68	18.68	18.68	18.68	泰兴 10 万吨聚醚产能于 2020 年投产

注：泰兴/大英年产 50/30 万吨聚羧酸减水剂为复配后产能，根据公司 2019 年年报，对应母液合成产能分别为 19.2/13.3 万吨

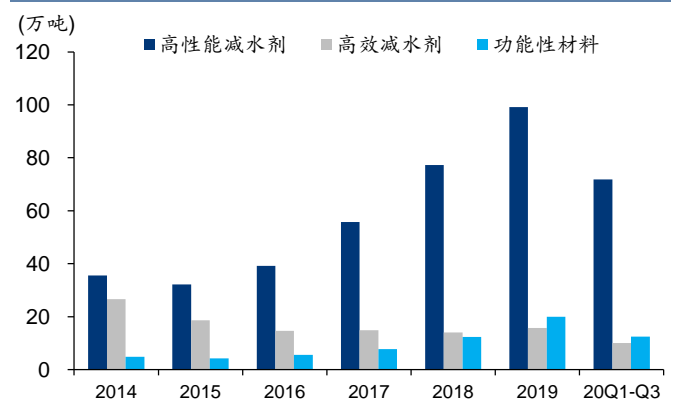
资料来源：公司招股书，公司年报，可转债 2020 年评级报告及募集书，华泰研究预测

图表4：公司高性能减水剂产能利用率呈上行趋势



资料来源：公司招股书，可转债 2020 年评级报告及募集书，华泰研究

图表5：公司产品销量以高性能减水剂为主（减水剂为复配后销量）



资料来源：公司招股书，可转债 2020 年评级报告及募集书，年报，华泰研究

## 供需优化推进市占率提升，龙头优势持续巩固

### 逻辑一：基建集采规模可观，供需优化推进市占率提升

头部建筑企业外加剂基建集采规模预计至少 271 亿元，公司受益明显。2020 年前三季度七家建筑头部公司基建订单 4 万亿元，同比增加 24%，假设 20Q4 订单同比增速与前三季度持平，则我们测算 7 家建筑企业 2020 年全年基建订单总额 6.9 万亿元。我们在《基建集采渐发力，静待新领域花开》(20210126) 中指出，考虑到基建订单转化为收入的周期一般在 1-2 年，我们根据需求法，假设基建原材料成本占基建收入比例不变，其余六家建筑头部公司各类原材料采购占比与中国中铁披露 19 年占比类似，测算出未来 1-2 年七家建筑头部公司原材料集采总金额为 24235 亿元，其中混凝土外加剂集采金额为 271 亿元。若考虑中国建筑庞大的房地产及房建业务，我们预计相关市场将更为庞大。公司与中国铁建、中国交建、中国建材等 30 余家央企建立了战略合作关系，我们预计 2021 年有望受益于川藏铁路、胶州湾隧道、雄安新区、西部大开发等重点工程建设。

图表6：20年7家建筑企业基建订单及未来原材料集采规模预测(亿元)

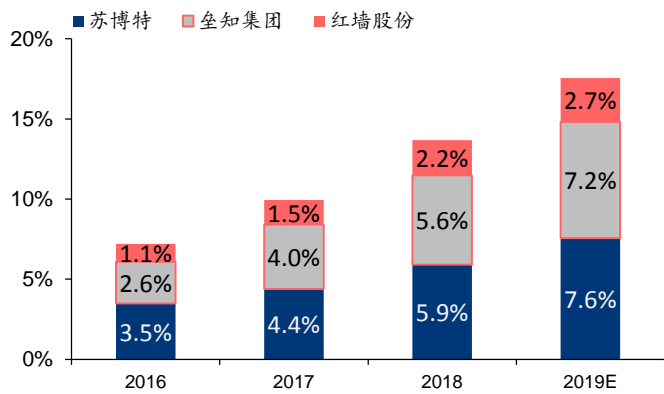
建筑公司	彭博代码	20年基建订单金额	水泥集采	混凝土集采	防水材料集采	外加剂集采	原材料集采总额
中国铁建	601186 CH	21,466	658.7	1,197.0	64.9	95.7	8,544
中国中铁	601390 CH	22,260	638.4	1,160.1	62.9	92.7	8,281
中国交建	601800 CH	10,567	237.9	432.3	23.5	34.6	3,086
中国建筑	601668 CH	6,429	137.3	249.5	13.5	19.9	1,781
中国电建	601669 CH	4,507	110.2	200.2	10.9	16.0	1,429
中国中冶	601618 CH	1,770	34.0	61.7	3.3	4.9	441
葛洲坝	600068 CH	2,127	52.0	94.5	5.1	7.6	674
总和		69,127	1,868.5	3,395.3	184.2	271.4	24,235

资料来源：各公司年报，公司官网，Bloomberg，华泰研究预测

### 基建集采向龙头集中+“退城入园”加速小企业出清，供需两端优化有望提升龙头市占率。

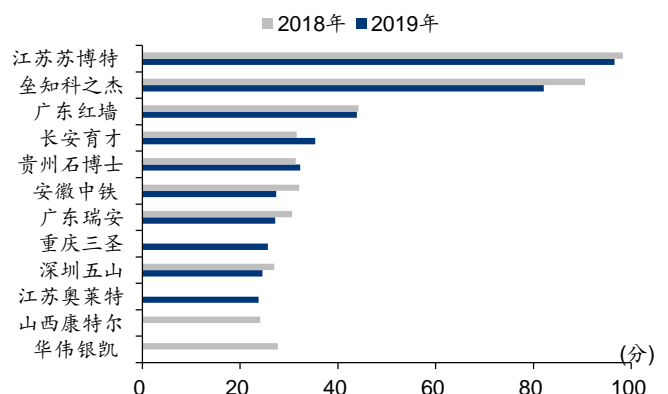
从需求端来看，1) 我们认为 2019-2020 年建筑工程企业订单和收入集中度快速提升，“十四五”期间基建领域发展重心有望转向高质量有序发展，对应的基建集采需求预计将快速提升；2) 考虑到外加剂在混凝土成本中仅占 2%-3%，但品种多、掺量小，且对于改善混凝土性能至关重要，对高质量外加剂企业集采性价比更高。我们认为在目前外加剂细分赛道龙头供应商较少情况下，公司作为行业龙头在基建集采发展趋势下将更加受益。从供给端来看，2016 年以来工信部等部委相继出台“化工入园”政策，将加速小企业出清，行业龙头公司市占率有望提升。从 2018/2019 年“东科杯”年度中国混凝土外加剂企业综合十强评选结果来看，公司综合评分稳居首位，且与第二名的差距进一步走阔。

图表7：公司减水剂收入市占率领先且逐步提升



注：2019 年外加剂市场规模按 500 亿估算  
资料来源：各公司年报，中国混凝土网，华泰研究预测

图表8：混凝土外加剂企业综合十强综合评分



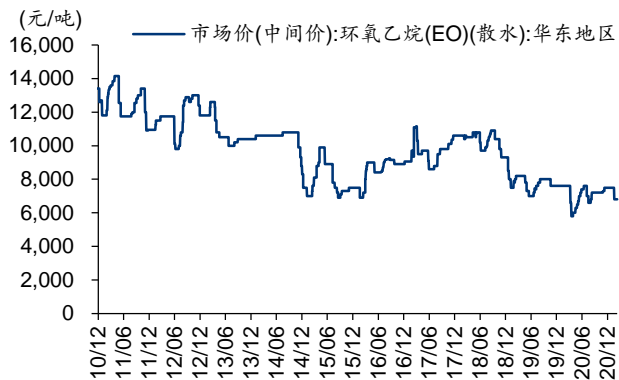
注：评分考虑营收/规模/产品结构/技术/客户结构，权重 60%/10%/10%/10%/10%  
资料来源：中国混凝土网，华泰研究

### 逻辑二：自供聚醚降低成本，服务+产品优势强化品牌

成本端涨幅可能较小，环氧乙烷价格有望维持低位。据招股书，公司环氧乙烷占到营业成本比重约为 70%，环氧乙烷的价格走势影响公司毛利率。据 Wind，环氧乙烷价格自 2019

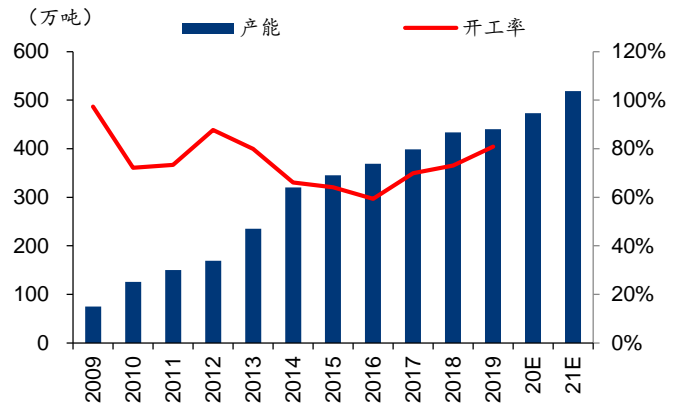
年开始至今在低位小幅震荡;据百川资讯,2020/21年国内环氧乙烷将新增产能33/46万吨,21年较19年增长18%,且开工率在80%左右。我们认为即使2021年油价同比将有回升,但供给端恶化程度较高,环氧乙烷上涨幅度或较小。

图表9: 近两年环氧乙烷价格维持在低位水平



资料来源: Wind, 华泰研究预测

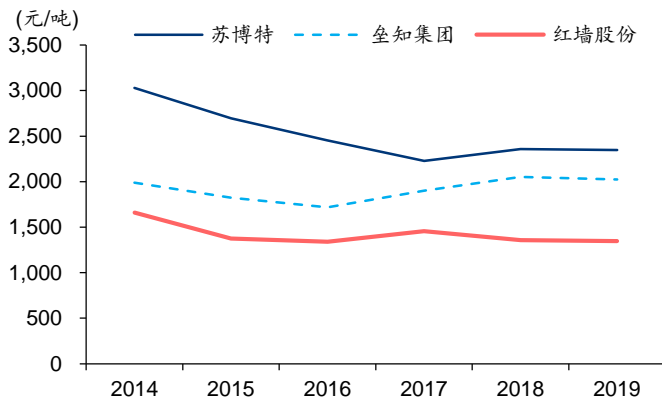
图表10: 环氧乙烷产能



资料来源: 百川资讯(BAIINFO), 卓创资讯, 华泰研究预测

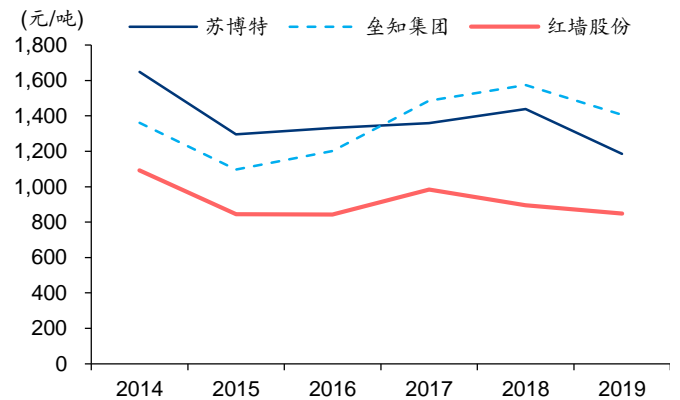
公司售价端优势明显,服务和产品优势有望维持强势品牌溢价。与可比公司相比,2014-19年公司产品单价均高于垒知集团和红墙股份,随着公司高性能减水剂和其中的九系高端减水剂占比的持续上升,单价仍有上行空间。此外,公司服务优势明显,通过各部门与客户连续互动达到服务的最优化。技术推广人员定期收集客户各方面的需求信息;技术开发部按客户要求对外加剂实现主动性设计和组合,并进行现场试配,达标后进行配方绑定;生产部门按照技术开发部门的配方方案和技术推广人员提交的客户发货指令生产产品。在使用过程中,技术推广人员定期回访,根据材料和气候的变化,不断更新产品配方。在提供优质产品的同时,公司还会根据施工现场的需要,组织专家深入施工现场,协助用户解决技术难题。我们认为偏定制化和全方位的优质服务有望带来公司单价的稳定和强势。

图表11: 公司减水剂单位售价长期高于可比公司



注:三者项目分别选取可比性较高的高性能减水剂/外加剂新材料/聚羧酸减水剂  
资料来源:各公司年报,华泰研究

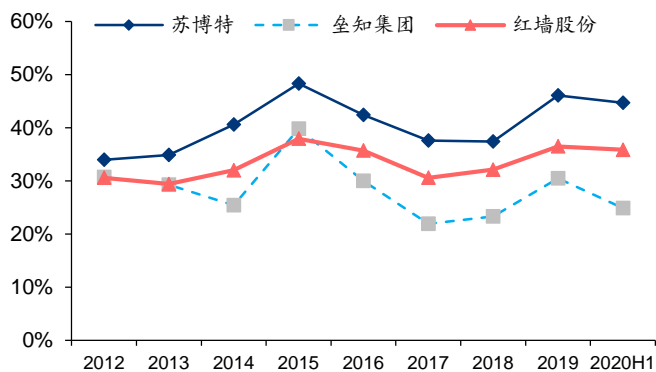
图表12: 公司减水剂单位成本优势不明显但降幅较大



注:三者项目分别选取可比性较高的高性能减水剂/外加剂新材料/聚羧酸减水剂  
资料来源:各公司年报,华泰研究

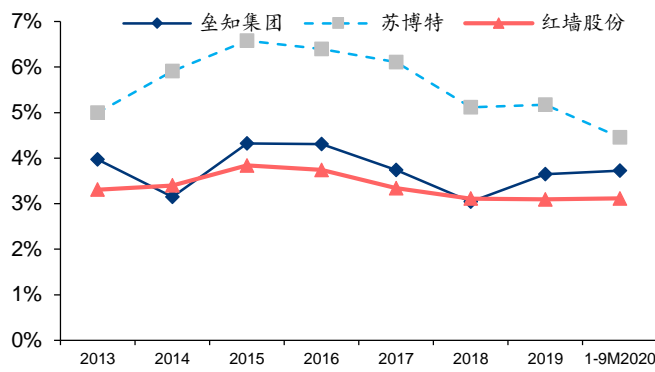
聚醚基本实现自供,产业链一体化有望带来成本端继续下行。减水剂行业绝大多数公司通过外购聚醚合成减水剂,公司则直接购买环氧乙烷合成聚醚减水剂,成本可显著下降,而且自制聚醚可以根据终端产品需求特点配备特定聚醚,有助于研发新型产品。目前公司在泰兴和南京两个一级基地分别有6万吨和3万吨聚醚产能,在四川和泰州的新项目达产后,聚醚单体产能预计将接近20万吨,有望进一步增厚公司盈利空间。

图表13: 公司减水剂毛利率显著高于可比公司



资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 公司研发费用率显著高于可比公司



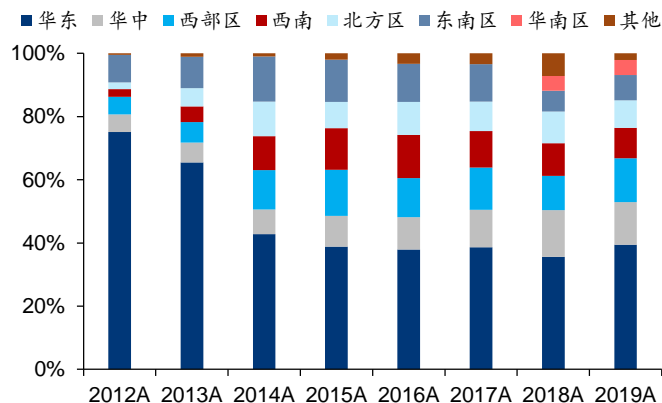
资料来源: Wind, 华泰研究

### 逻辑三: 全国布局加码有望降低运费, 管理效益提升在即

公司历史运输费用率高于同行, 主要系集中化合成生产+销售网络分散所致。公司设立“聚醚单体生产-母液合成生产-复配”三级生产基地, 其中复配厂布局覆盖全国, 母液合成生产基地位于江苏/天津/四川/新疆。公司于合成生产基地合成母液, 运往各区域子公司分公司进行备货, 最终再根据客户需求在当地复配厂完成复配后销售, 集中合成+分散销售叠加三级基地都涉及运输, 使得公司运输费用较高。垒知集团生产和销售集中于华南/华东, 且各生产基地均有母液合成生产和复配能力, 运输费用率相对更低; 红墙股份规模相对较小, 收入多由华南地区贡献(2019年华南地区收入占比为71.93%), 且现有生产基地布局与华润水泥、三和管桩等主要客户的主要混凝土搅拌站点或厂区较为贴合, 也能够压缩运输成本。

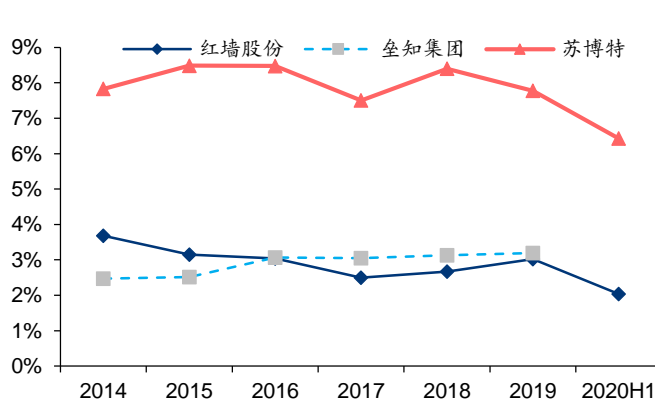
全国化产能布局有望进一步完善, 降费空间较大。伴随合成生产基地建设加速, 公司区域性产能有望得到扩大, 全国性产能布局将进一步完善, 其中 1) 江苏泰兴对应华东地区快速增长的建设需求, 补充公司区域性产能, 巩固公司于“大本营”地区的市场领先地位; 2) 四川大英县项目有望补充公司西南地区市场, 进一步提升西南地区市场份额。我们认为伴随公司全国性产能布局的逐步完善, 公司未来运输成本有较大下降空间。

图表15: 苏博特分区域营业收入



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰研究预测

图表16: 苏博特运输费用率呈下行趋势

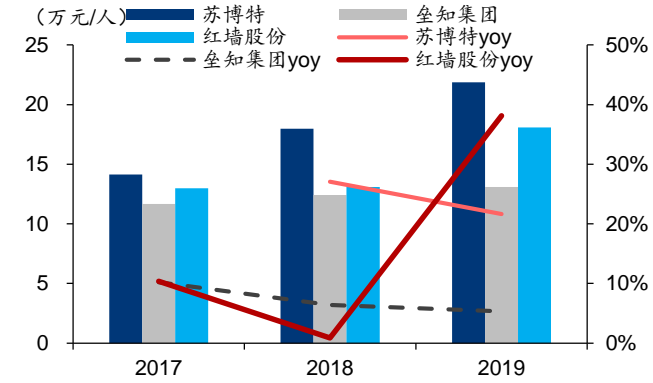


注: 垒知集团 20H1 将运费由销售费用调整到营业成本核算  
资料来源: Wind, 各公司年报, 华泰研究

股权激励落地+薪资高水平稳增长, 增强中长期发展动能。2019年苏博特/垒知集团/红墙股份员工数量为2149/2348/617人, 同比分别+72%/+15%/+38%。从人均创收角度来看, 2019年三家公司人均创收分别为154/145/188万元/人, 同比-17%/9%/-10%。2019年公司员工数量高速增长以及人均创收出现下滑, 主要系并购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司带来人员增加, 若排除并购影响, 公司实际人均产出应该更高。从人均薪酬角度来看, 2019年三家公司人均薪酬分别为22/13/18万元/人, 同比+22%/5%/38%。公司人均薪酬长期高于可比公司, 且保持同比高速增长。此外, 公司于2020年9月向36人授予294万股限制性

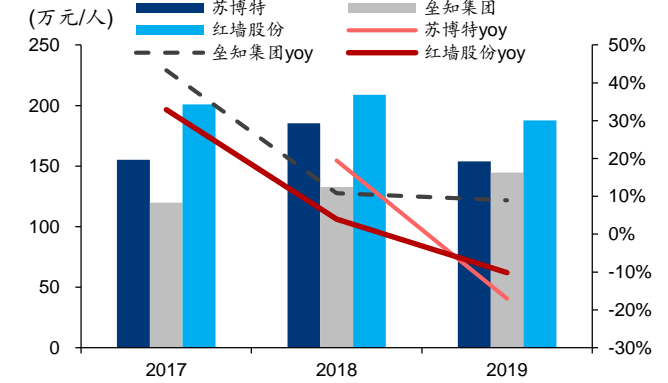
股票（占总股本的 0.95%），解锁条件为以 2019 年归母净利润为基数，2020 年同比增速不低于 8%，且检测子公司 2020 年归母净利润同比增速不低于 8%，21 年二者相对 19 年累计增速均不低于 16%。我们认为公司高于同行的人均薪酬水平以及股权激励机制的落地，有望进一步激发公司员工干劲，公司管理效益具备较大释放空间，中长期发展动能强劲。

图表 17: 公司人均薪酬同比高增长



资料来源: Wind, 华泰研究

图表 18: 公司人均创收



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

我们认为随着基建集采和化工入园的推进带来行业供需优化，以及公司泰兴和大英基地的投产，公司市占率有望加速提升。公司依托研发和服务优势，叠加基本实现自供聚醚，产品价格和成本有望保持强势；公司产能布局扩张有望带来运输费用率下降，以上将继续优化利润率。考虑 20Q4 原料涨价和 21 年新项目投产带来的规模效益，我们调整预测，预计 20-22 年归母净利 4.38/5.83/7.53 亿元（前值 4.55/5.62/6.96 亿元），21 年外加剂/检测业务 EPS1.48/0.18 元，可比公司平均 18/27x21PE(Wind 一致预期)，考虑公司作为外加剂龙头定价权更高，给予外加剂/检测业务 21 年 PE 22/27x，目标价 37.51 元（前值 33.61 元），维持“买入”评级。

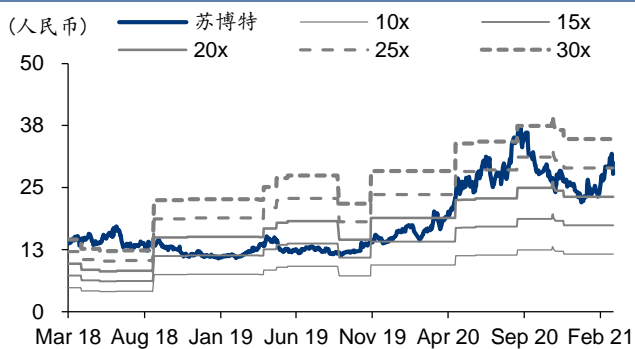
图表19：可比公司估值表（2021/2/26）

公司名称	股票代码	收盘价	市值（百万元）	每股收益			PE		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
国检集团	603060 CH	22.35	2,744	0.57	0.67	0.80	39.2	33.5	27.9
建研院	603183 CH	7.88	10,021	0.35	0.39	0.42	22.6	20.4	18.7
<b>检测行业平均值</b>							<b>30.9</b>	<b>27.0</b>	<b>23.3</b>
垒知集团	002398 CH	8.06	2,520	0.59	0.77	0.97	13.6	10.4	8.3
红墙股份	002809 CH	9.99	8,344	0.78	0.95	1.12	12.7	10.5	8.9
东方雨虹	002271 CH	47.23		1.23	1.49	2.02	38.4	31.7	23.4
<b>减水剂行业平均值</b>							<b>21.6</b>	<b>17.5</b>	<b>13.5</b>
苏博特	603916 CH	27.76	10,766	1.25	1.66	2.15	22.2	16.7	12.9

注：除苏博特外，其他公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

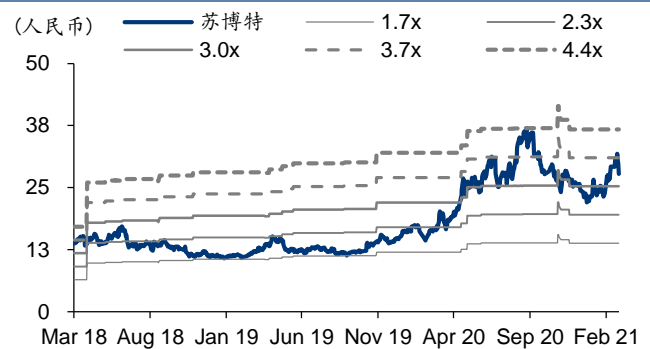
资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表20：苏博特 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表21：苏博特 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 风险提示

**产能投放不及预期。**公司大英基地仍在建设，如果建设进度或项目收益率不及预期，可能会影响公司业绩。

**市占率提升不及预期。**如果基建集采和化工入园的推进不及预期，行业集中度提升速度或较低，龙头公司收入增长或不及预期。

**原料价格上涨。**如果环氧乙烷新增产能投放不及预期，行业供给出现改善，则公司成本或上行。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2,261	3,235	3,710	4,254	5,202
现金	249.44	506.54	813.43	812.53	1,126
应收账款	1,299	1,777	1,905	2,235	2,625
其他应收账款	37.17	47.60	53.24	65.23	78.82
预付账款	100.04	84.41	97.45	118.12	141.53
存货	201.14	186.68	215.51	261.24	313.00
其他流动资产	374.02	632.16	625.07	761.92	917.08
<b>非流动资产</b>	1,274	1,773	1,807	1,775	1,698
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	923.94	1,188	1,180	1,237	1,173
无形资产	203.21	209.60	215.82	221.86	227.73
其他非流动资产	147.01	375.70	411.49	316.00	297.40
<b>资产总计</b>	3,535	5,008	5,517	6,029	6,900
<b>流动负债</b>	1,389	2,257	1,694	1,699	1,924
短期借款	825.00	870.11	369.87	271.88	219.01
应付账款	346.32	273.57	315.81	382.82	458.67
其他流动负债	217.20	1,114	1,008	1,044	1,246
<b>非流动负债</b>	52.68	122.48	810.59	803.89	799.69
长期借款	0.00	25.99	17.30	10.60	6.40
其他非流动负债	52.68	96.49	793.29	793.29	793.29
<b>负债合计</b>	1,441	2,380	2,504	2,502	2,724
少数股东权益	8.54	236.71	277.07	322.68	372.85
股本	309.31	310.55	350.26	350.26	350.26
资本公积	1,058	1,071	1,071	1,071	1,071
留存公积	763.90	1,044	1,315	1,783	2,383
归属母公司股东权益	2,085	2,391	2,736	3,203	3,804
<b>负债和股东权益</b>	3,535	5,008	5,517	6,029	6,900

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	(97.77)	419.13	577.41	477.61	630.14
净利润	268.40	354.24	437.62	582.91	753.47
折旧摊销	76.96	113.78	114.68	124.10	132.19
财务费用	33.97	58.41	54.28	54.69	50.25
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(501.70)	(169.27)	(69.54)	(329.71)	(355.94)
其他经营现金	24.62	61.97	40.36	45.61	50.17
<b>投资活动现金</b>	(46.42)	(193.81)	(310.75)	(204.00)	(55.75)
资本支出	60.48	222.30	147.95	90.63	54.75
长期投资	(1.05)	0.50	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(13.01)	(28.99)	162.80	113.37	1.00
<b>筹资活动现金</b>	254.68	(69.70)	40.23	(274.51)	(260.65)
短期借款	325.00	45.11	(500.24)	(98.00)	(52.87)
长期借款	0.00	25.99	(8.69)	(6.70)	(4.19)
普通股增加	5.31	1.24	39.71	0.00	0.00
资本公积增加	44.08	12.72	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(119.72)	(154.77)	509.45	(169.81)	(203.59)
现金净增加额	110.49	155.62	306.89	(0.90)	313.74

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2,316	3,307	3,699	4,531	5,475
营业成本	1,450	1,804	2,083	2,524	3,025
营业税金及附加	21.73	31.23	34.94	42.80	51.71
营业费用	341.91	586.04	544.57	658.08	784.21
管理费用	134.34	186.16	221.92	267.34	317.56
财务费用	33.97	58.41	54.28	54.69	50.25
资产减值损失	(35.24)	(30.55)	(34.17)	(41.86)	(50.59)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	208.79	463.47	577.82	759.19	970.18
营业外收入	124.77	0.44	2.00	2.00	2.00
营业外支出	2.58	3.94	3.94	3.94	3.94
<b>利润总额</b>	330.98	459.98	575.88	757.26	968.24
所得税	61.32	76.21	97.90	128.73	164.60
<b>净利润</b>	269.66	383.77	477.98	628.52	803.64
少数股东损益	1.26	29.53	40.36	45.61	50.17
归属母公司净利润	268.40	354.24	437.62	582.91	753.47
EBITDA	440.66	796.85	927.75	1,161	1,428
EPS (人民币, 基本)	0.88	1.14	1.25	1.66	2.15

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.88	42.78	11.86	22.51	20.83
营业利润	26.50	121.98	24.67	31.39	27.79
归属母公司净利润	100.61	31.99	23.54	33.20	29.26
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	37.38	45.44	43.70	44.29	44.76
净利率	11.59	10.71	11.83	12.86	13.76
ROE	13.56	15.83	17.07	19.63	21.51
ROIC	12.50	21.91	25.58	32.60	36.11
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	40.77	47.52	45.39	41.51	39.47
净负债比率 (%)	57.26	37.66	15.46	11.29	8.28
流动比率	1.63	1.43	2.19	2.50	2.70
流动比率	1.48	1.35	2.06	2.35	2.54
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.74	0.77	0.70	0.78	0.85
应收账款周转率	2.04	2.15	2.01	2.19	2.25
应付账款周转率	5.34	5.82	7.07	7.23	7.19
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.01	1.25	1.66	2.15
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.28)	1.20	1.65	1.36	1.80
每股净资产(最新摊薄)	5.95	6.83	7.81	9.15	10.86
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	36.23	27.45	22.22	16.68	12.90
PB (倍)	4.66	4.07	3.55	3.04	2.56
EV EBITDA (倍)	22.32	12.34	10.60	8.47	6.89



## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
  - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：苏博特（603916 CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 苏博特（603916 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 苏博特（603916 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司