

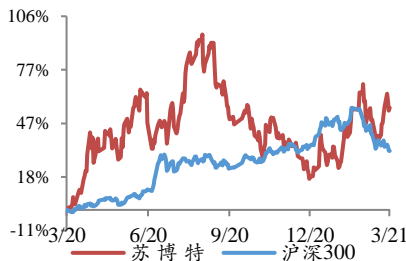
全年业绩符合预期，功能性材料业务崛起

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-03-25

收盘价(元)	29.39
近12个月最高/最低(元)	36.96/18.77
总股本(百万股)	350
流通股本(百万股)	345
流通股比例(%)	98.53
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	101

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

1. 业绩维持较快增长，功能性材料业务值得关注 2021-01-05
2. 不止于减水剂 2020-12-08
3. 业绩符合预期，新产能有力支撑后续增长 2020-10-27

主要观点：

事件：公司发布2020年报，报告期内实现营业收入36.52亿元，同比增长10.45%；实现归母净利润4.41亿元，同比增长24.40%。

● 业绩符合预期，功能性材料逆势涨价

公司2020年业绩符合预期，落在业绩预告区间中位。2020年Q1-Q4单季度分别实现营收4.25/10.06/10.19/12.02亿元，同比-9.03%/+9.11%/+11.80%/+19.52%；单季度分别实现归母净利润0.49/1.17/1.36/1.39亿元，同比+1.19%/+37.88%/+16.06%/+33.64%。2020年行业景气度受到疫情和降雨影响，公司仍然实现20%以上的业绩增速，充分彰显龙头实力。我们认为公司2020年业绩表现主要受益以下因素：1) 2020年主要原材料环氧乙烷成本低位运行；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；3) 伴随公司全国布局的进一步完善，销售费用中的运费占比已开始下降，对公司盈利水平形成明显提振；4) 毛利率较低的高效减水剂占比下降，毛利较高的功能性材料占比提升。

我们测算2020年Q1-Q4公司单季度实现高性能减水剂销量分别为10.65/29.79/41.98/66.9万吨，销量同比-29.98%/+6.47%/-1.11%/+17.91%；单季度实现高效减水剂销量分别为1.55/4.06/5.99/9.46万吨，销量同比-40.38%/-10.38%/-11.65%/+6.41%；单季度实现功能性材料销量分别为1.66/6.49/6.0/16.98万吨，销量同比-47.30%/+88.12%/-29.66%/+48.56%。价格方面，2020年高性能减水剂、高效减水剂、功能性产品平均销售价格较上年同比变动分别为-6.11%/-3.51%/+2.11%。我们注意到功能性材料2020年销量增速超过高性能减水剂和高效减水剂，且全年实现逆势涨价，说明该业务需求空间已经打开，且公司具备较强的议价能力。

● 净利率创造历史新高，现金流维持健康

2020年公司销售毛利率为38.29%，主要是运费重分类至营业成本所致，我们测算该项因素对营业成本影响在10%左右，剔除该因素后公司2020年毛利率为45%左右。

2020年公司实现销售净利率13.51%，创造历史新高，同比提升1.9pct，主要是期间费用率出现较大改善，其中销售费用中运费占比下降是最大影响因素。从2020H1数据来看，销售费用中运费占比相比2019H1下降5%以上；若将会计改动还原，测算2020全年运费占比仍然有明显改善。我们认为随着公司全国布局的逐渐深化，运费占比拐点已经出现，未来销售费用率有进一步下降的趋势。公司2020年管理费用率同比基本持平，财务费用率小幅下降0.48pct。

现金流方面，公司2020年现金流继续保持健康，期末实现经营净现金流3.33亿元，自2019年起已连续八个季度经营净现金流为正。我们认为票据转移支付和公司注重回款的经营风格对把控现金流效果明显，同时检测业务的良好现金流也与公司主业形成了良性互补。

● **扩产持续进行，未来三年业绩弹性可期**

报告期内，公司于泰兴建设的年产 62 万吨高性能混凝土外加剂项目顺利投产。该项目产线、管理制度等都代表了公司最先进的自主水平，我们认为对于公司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。2021-2022 年我们还将看到四川大英基地和广东江门基地的陆续投产，值得关注的是这两个基地均有功能性材料产能的规划，将供给端与需求端的迅猛增长匹配，看好公司功能性材料业务带来的业绩弹性。

从盈利水平角度，我们认为公司毛利率在原材料上行周期内仍将维持相对稳定。一方面泰兴三期项目扩充的聚醚产能将大幅提高公司九系产品的占比，增厚毛利；另一方面公司具备减水剂行业规模最大的聚醚产能，通过将环氧乙烷加工成聚醚储存，能够有效平抑原材料价格波动。

● **技术仍是公司的核心壁垒，建议关注功能性材料的成长空间**

从 2020 年经营数据，我们已经观察到公司功能性材料业务的崛起之势。2020 年公司研发的裂缝控制技术及相关产品助力太湖隧道打造成为“世界第一条不裂湖底隧道”，形成良好示范效应；公司研制的速凝剂成功应用于川藏铁路控制性工程色季拉山隧道，超高性能混凝土产品应用于南京长江五桥、江苏园博园、郑州紫荆科技馆等项目，为国家重点基建工程建设做出杰出科技贡献。随着以水泥基材料为主的功能性材料的应用由点及面、全面开花，我们看好该项业务首先从基建工程领域复制减水剂业务的成功。公司的技术壁垒和所处市场的广阔空间仍存较大预期差，未来有望不断突破成长边界，成长为综合性新型土木工程技术和材料供应商。

● **投资建议**

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 2021-2023 年归母净利润分别为 6.02/7.40/9.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.11/2.71 元，维持“买入”评级。

● **风险提示**

环氧乙烷价格波动；公司产品推广情况不及预期；下游需求不及预期。

● **重要财务指标**

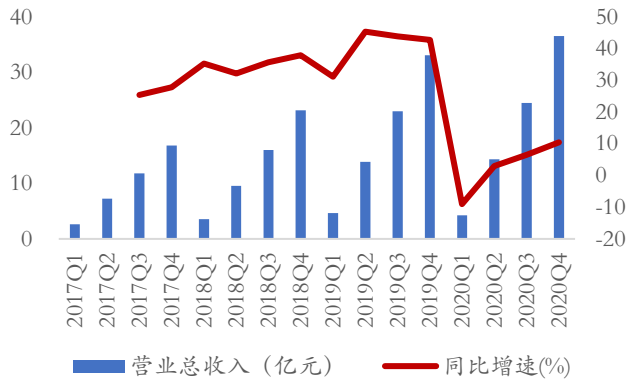
单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3652	5040	6158	7901
收入同比 (%)	10.5%	38.0%	22.2%	28.3%
归属母公司净利润	441	602	740	948
净利润同比 (%)	24.4%	36.6%	22.8%	28.1%
毛利率 (%)	38.3%	38.0%	38.8%	38.8%
ROE (%)	12.7%	15.5%	16.8%	18.7%
每股收益 (元)	1.26	1.72	2.11	2.71
P/E	18.25	17.09	13.92	10.86
P/B	2.32	2.65	2.34	2.03
EV/EBITDA	9.91	11.34	9.81	7.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

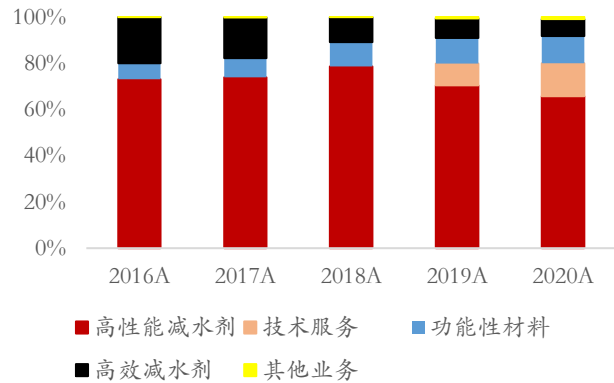
附：公司重点数据

图表 1 公司各季度营收及增速



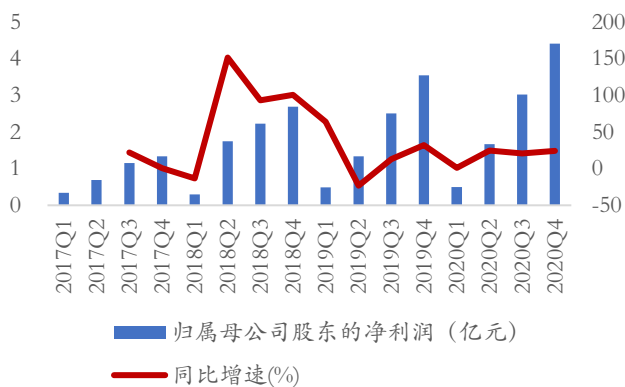
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司年度各业务营收占比



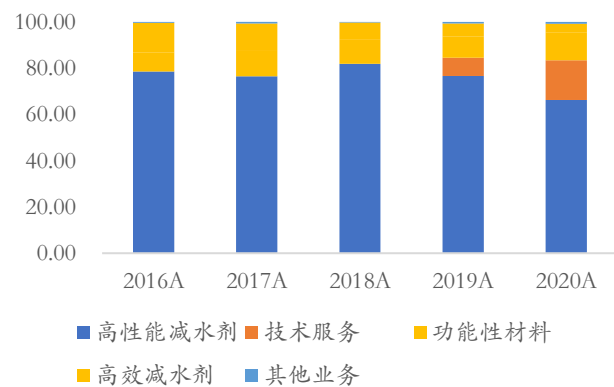
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司各季度毛利润及增速



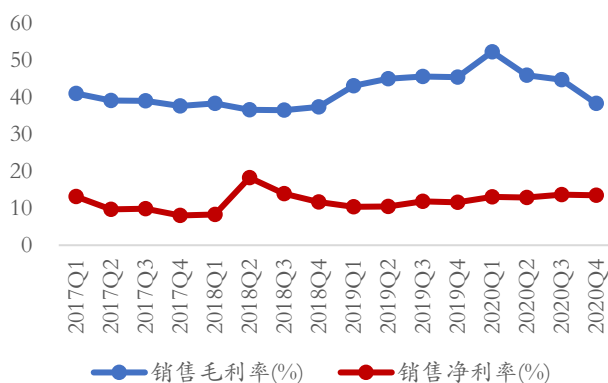
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 4 公司年度各业务毛利占比



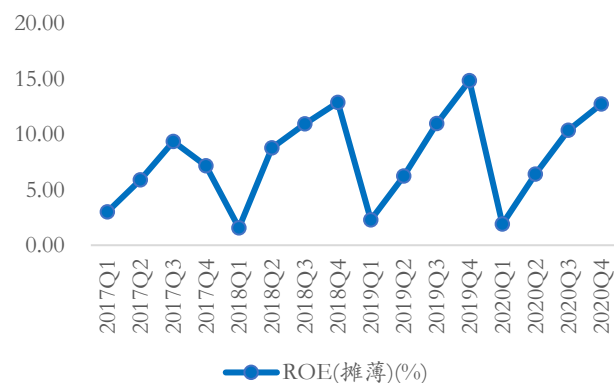
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 5 公司毛利率和净利率变化情况



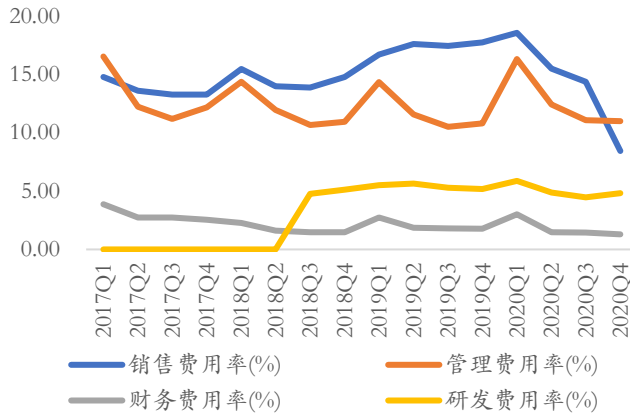
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 公司 ROE 变化情况



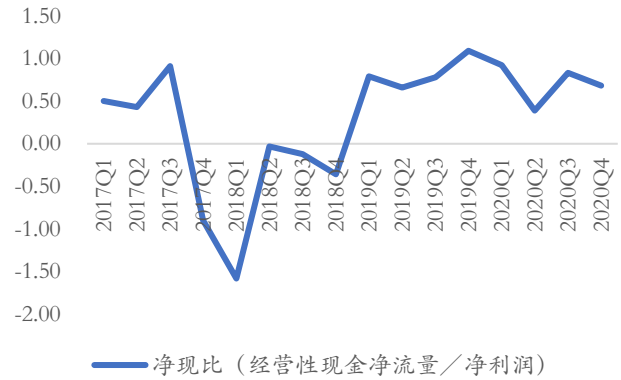
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 7 公司各季度费用率变化情况



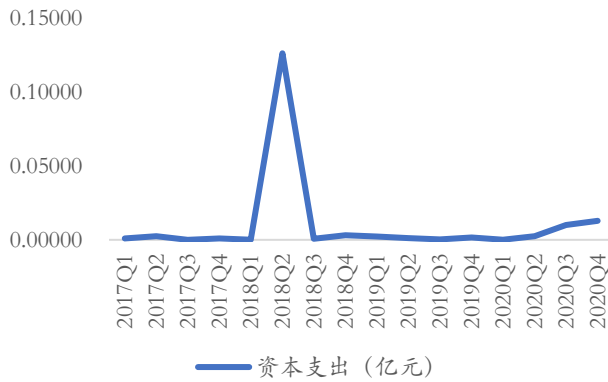
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司净现比变化情况



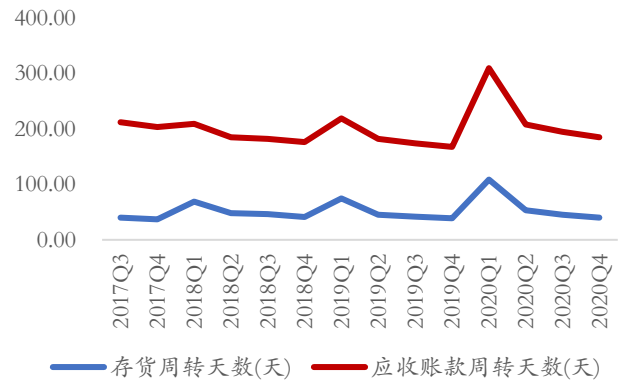
资料来源: wind, 华安证券研究所

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	相关公告	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产业化基地；项目预计总投资3.9亿元。
2019年9月	关于变更投资建设苏博特新材料产业园项目的公告	公司于2019年9月5日召开了第五届董事会第十六次会议，审议通过了《关于变更投资建设苏博特新材料产业园项目的议案》，决定终止在成都石油化学工业园区内建设上述项目，并改为在四川大英经济开发区投资兴建“西部高性能土木工程材料产业基地项目”。1、项目投资规模：1.5亿元人民币；2、项目建设内容：建设高性能聚羧酸系列外加剂、速凝剂、功能性无机材料生产线等。
2020年4月	2020年报	公司通过大连产权交易所公开征集投资方的方式参与辽宁省建设科学研究院有限责任公司的混改。公司向辽宁省建设科学研究院有限责任公司增资4,219.73万元，增资后公司持有辽宁省建设科学研究院有限责任公司38%的股权。
2020年7月	2020年报	公司参与苏州旭杰建筑科技股份有限公司战略配售，以发行价10.88元/股获配92万股。
2020年11月	2020年报	公司通过大连产权交易所公开征集投资方的方式参与辽宁省市政工程设计研究院有限责任公司的混改。公司向辽宁省市政工程设计研究院有限责任公司增资4,458.09万元，增资后公司持有辽宁省市政工程设计研究院有限责任公司38%的股权。
2020年12月	2020年报	公司以8,800万元收购江苏道成不锈钢管业有限公司80%股权。
2020年12月	2020年报	公司以30,651,194.93元收购南京协和助剂有限公司100%股权。
2021年1月	关于对外投资的公告	拟在广东省江门市投资建设苏博特高性能土木工程新材料产业基地项目，项目预计总投资人民币50,000万元。投资项目的主要内容为生产聚羧酸系列外加剂、速凝剂、阻锈剂和功能性无机材料等。具体以相关主管部门批复的项目内容为准。预计项目一期投资为人民币26,000万元，二期投资为人民币24,000万元。

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					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4239	5246	6530	8219	营业收入	3652	5040	6158	7901
现金	986	953	1267	1412	营业成本	2254	3126	3770	4835
应收账款	1976	2693	3290	4221	营业税金及附加	32	46	56	71
其他应收款	58	78	94	122	销售费用	308	403	493	632
预付账款	97	166	180	232	管理费用	225	302	369	474
存货	315	398	466	630	财务费用	47	163	65	164
其他流动资产	806	959	1234	1603	资产减值损失	-1	0	-100	-50
非流动资产	2174	2301	2387	2495	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	88	88	88	88	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1434	1534	1668	1858	营业利润	592	775	966	1241
无形资产	248	248	180	88	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	404	431	451	461	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	6413	7547	8918	10715	利润总额	588	775	966	1241
流动负债	2488	3155	3937	4980	所得税	95	132	160	206
短期借款	785	942	1131	1357	净利润	493	643	806	1035
应付账款	406	595	656	878	少数股东损益	53	40	66	87
其他流动负债	1297	1618	2150	2745	归属母公司净利润	441	602	740	948
非流动负债	159	166	170	174	EBITDA	795	910	1040	1303
长期借款	33	40	44	48	EPS (元)	1.26	1.72	2.11	2.71
其他非流动负债	126	126	126	126					
负债合计	2648	3321	4107	5154					
少数股东权益	302	342	408	495					
股本	350	350	350	350					
资本公积	1788	1788	1788	1788					
留存收益	1325	1747	2264	2928					
归属母公司股东权益	3463	3885	4403	5066					
负债和股东权益	6413	7547	8918	10715					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	333	226	388	255	成长能力				
净利润	441	602	740	948	营业收入	10.5%	38.0%	22.2%	28.3%
折旧摊销	137	0	-92	-152	营业利润	27.8%	30.8%	24.7%	28.4%
财务费用	47	115	50	100	归属于母公司净利	24.4%	36.6%	22.8%	28.1%
投资损失	-3	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-372	-531	-476	-778	毛利率 (%)	38.3%	38.0%	38.8%	38.8%
其他经营现金流	896	1174	1382	1863	净利率 (%)	12.1%	11.9%	12.0%	12.0%
投资活动现金流	-527	-127	5	44	ROE (%)	12.7%	15.5%	16.8%	18.7%
资本支出	-345	-127	5	44	ROIC (%)	12.0%	14.5%	15.8%	17.4%
长期投资	-182	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	41.3%	44.0%	46.1%	48.1%
筹资活动现金流	479	-132	-79	-154	净负债比率 (%)	70.3%	78.6%	85.4%	92.7%
短期借款	-85	157	188	226	流动比率	1.70	1.66	1.66	1.65
长期借款	7	7	4	4	速动比率	1.50	1.47	1.48	1.46
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	717	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.67	0.69	0.74
其他筹资现金流	-201	-296	-272	-384	应收账款周转率	1.85	1.87	1.87	1.87
现金净增加额	448	-33	314	145	应付账款周转率	5.55	5.26	5.75	5.51

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

分析师: 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。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。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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;
- 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。