

2021年04月06日

销量高增略超预期，重点工程占比大幅提升

苏博特(603916)

评级:	买入	股票代码:	603916
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	37.45/19.7
目标价格:	37.7	总市值(亿)	97.20
最新收盘价:	27.75	自由流通市值(亿)	95.95
		自由流通股数(百万)	345.76

事件概述。公司发布 2021Q1 业绩预增公告。公司 2021Q1 预计实现归母净利润为 7212 万元~8232 万元，同比增长 46.2%~66.9%。

►**略超预期，低基数下发货量增速强劲，毛利同比有所降低。**公司业绩略超预期。由于 2020H2 起新批复重点工程陆续开工，且多地鼓励就地过年，2021Q1 水泥及外加剂需求保持良好，公司发货量在 2020Q1 的低基数上同比大幅增长，其中重点工程成为公司主要下游（判断占比超 50%，较 2020 年有 10 个百分点以上提升）。我们估算 2021Q1 公司外加剂发货增速同比提升 60%以上（相较于 2019Q1 提升 30%以上，因为 2020Q1 有并表效应检测业务全口径有 9 千万左右的影响），价格环比总占比保持平稳。由于环氧乙烷价格同比上升 1500 元/吨以上（主要在 2 月底 3 月初上涨），我们估算公司可比口径毛利率同比下降 4-5 个百分点，但由于销量同比增幅较大，且在信息化提升后费用率整体下降，公司业绩同比仍显著上升，一季报表现预计超过此前市场对外加剂行业的普遍预期。

►**Q2 较快成长性预计延续，毛利率环比波动将趋缓。**我们认为在重点工程延续的背景下，2021Q2 水泥及外加剂需求仍将保持良好，叠加公司四川大英基地预计 4 月底投产，公司 Q2 外加剂发货同比增速仍将保持较高水平。此外，尽管自 2 月底以来环氧乙烷价格累计上涨 800 元/吨左右，公司在环氧乙烷价格相对低位时储备了一定的聚醚切片，因此我们判断 Q2 公司成本端环比波动预计有限，同时由于泰兴三期、大英基地投产后公司高端产品占比将大幅提升，通过减水剂性能更新换代完成结构不断优化调整，我们判断公司价格端环比 Q1 或保持稳中有升，使得 2021H1 公司业绩保持高弹性。

►**多基地投产驱动力十足，未来 2-3 年有望保持快速成长。**我们认为未来 2-3 年水泥需求仍将处于平台期，带动外加剂需求稳定扩容，同时由于外加剂行业质量要求及服务属性提高，行业集中度仍将保持快速提升趋势。2021 年，公司四川大英基地预计投产，叠加前期泰兴三期投产后，产能对比 2019 年翻倍，公司已经启动华南基地建设（预计 2022 年投产），判断未来还将在华中等地筹备布局，全国化版图显露；此外，随着全国化布局的推进，我们判断公司运输费用率也将处于下降通道。同时，2020 年，公司功能性材料销量逆势增长 15%，未来有望功能性材料预计将随着大英基地速凝剂等投产、抗裂防渗等材料的培养而取得低基数上爆发增长，并进一步巩固公司行业龙头地位。

投资建议

维持盈利预测不变。预计 2021-2023 年，公司归母净利润 5.74/7.41/9.66 亿元，同比增长 30.3%/29.0%/30.5%。维持目标价 37.7 元及“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3306.62	3652.25	4525.97	5545.97	6816.24
YoY (%)	42.78%	10.45%	23.92%	22.54%	22.90%
归母净利润(百万元)	354.31	440.77	574.26	740.56	966.31
YoY (%)	32.01%	24.40%	30.29%	28.96%	30.48%
毛利率 (%)	45.44%	38.29%	37.78%	37.93%	38.07%
每股收益 (元)	1.01	1.26	1.64	2.11	2.76
ROE	14.82%	12.73%	14.83%	16.83%	18.98%
市盈率	27.43	22.05	16.93	13.12	10.06

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

华西建材、化工团队联合覆盖

分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理: 郝暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3652.25	4525.97	5545.97	6816.24	净利润	493.46	629.41	801.22	1033.03
YoY (%)	10.45%	23.92%	22.54%	22.90%	折旧和摊销	136.96	119.89	126.21	138.31
营业成本	2253.88	2816.15	3442.48	4221.60	营运资金变动	-372.04	-481.02	-525.70	-654.97
营业税金及附加	31.59	39.14	47.96	58.95	经营活动现金流	333.37	316.65	446.09	560.74
销售费用	307.79	353.03	388.22	443.06	资本开支	-345.28	-287.25	-287.25	-287.25
管理费用	225.44	279.38	377.13	463.50	投资	-181.66	0.00	0.00	0.00
财务费用	47.20	41.45	43.34	44.66	投资活动现金流	-526.67	-271.25	-267.25	-267.25
资产减值损失	1.10	25.00	25.00	25.00	股权募资	58.92	0.00	0.00	0.00
投资收益	2.63	16.00	20.00	20.00	债务募资	571.98	0.00	0.00	0.00
营业利润	592.49	737.84	942.72	1219.17	筹资活动现金流	478.71	-217.06	-263.97	-328.55
营业外收支	-4.03	12.75	12.75	12.75	现金净流量	285.41	-171.66	-85.13	-35.06
利润总额	588.46	750.59	955.47	1231.92					
所得税	95.00	121.18	154.25	198.88	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	493.46	629.41	801.22	1033.03	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	440.77	574.26	740.56	966.31	营业收入增长率	10.45%	23.92%	22.54%	22.90%
YoY (%)	24.40%	30.29%	28.96%	30.48%	净利润增长率	24.40%	30.29%	28.96%	30.48%
每股收益	1.26	1.64	2.11	2.76	盈利能力 (%)				
					毛利率	38.29%	37.78%	37.93%	38.07%
					净利率	13.51%	13.91%	14.45%	15.16%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	6.87%	8.17%	9.34%	10.65%
货币资金	986.42	814.77	729.63	694.57	净资产收益率 ROE	12.73%	14.83%	16.83%	18.98%
预付款项	97.25	97.25	97.25	97.25	偿债能力 (%)				
存货	315.02	393.60	481.14	590.04	流动比率	1.70	1.78	1.85	1.93
其他流动资产	2840.05	3397.37	4144.77	5075.55	速动比率	1.54	1.59	1.65	1.73
流动资产合计	4238.75	4702.99	5452.80	6457.41	现金比率	0.40	0.31	0.25	0.21
长期股权投资	88.44	88.44	88.44	88.44	资产负债率	41.29%	39.85%	39.24%	38.54%
固定资产	1433.60	1361.90	1413.34	1517.41	经营效率 (%)				
无形资产	247.97	240.87	233.77	226.67	总资产周转率	0.64	0.67	0.74	0.80
非流动资产合计	2173.78	2328.88	2477.68	2614.37	每股指标 (元)				
资产合计	6412.52	7031.87	7930.47	9071.77	每股收益	1.26	1.64	2.11	2.76
短期借款	785.27	785.27	785.27	785.27	每股净资产	9.89	11.06	12.57	14.54
应付账款及票据	851.25	1063.61	1300.16	1594.42	每股经营现金流	0.95	0.90	1.27	1.60
其他流动负债	851.92	794.44	867.13	957.57	每股股利	1.15	0.47	0.60	0.79
流动负债合计	2488.43	2643.32	2952.56	3337.26	估值分析				
长期借款	33.23	33.23	33.23	33.23	PE	22.05	16.93	13.12	10.06
其他长期负债	126.00	126.00	126.00	126.00	PB	2.32	2.51	2.21	1.91
非流动负债合计	159.23	159.23	159.23	159.23					
负债合计	2647.66	2802.55	3111.79	3496.49					
股本	350.26	350.26	350.26	350.26					
少数股东权益	301.57	356.71	417.37	484.10					
股东权益合计	3764.86	4229.32	4818.69	5575.29					
负债和股东权益合计	6412.52	7031.87	7930.47	9071.77					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。