



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：30.32

证券分析师

李骥

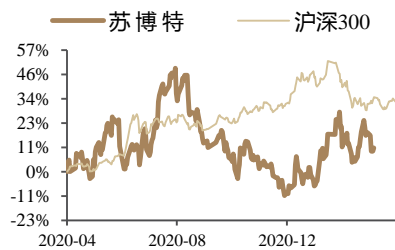
资格编号：S0120521020005
邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

任杰

邮箱：renjie@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.02	-8.24	15.66
相对涨幅(%)	-9.09	-1.07	25.41

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《苏博特(603916.SH) 2020 年年报点评-苏博特(603916.SH) 2020 年年报点评：全年净利率创新高，加速扩张助力高增长》，2021.3.26
- 《苏博特(603916.SH) 深度报告：减水剂行业龙头，加速全国布局进入高速成长期》，2021.3.24

产销高速增长，四川基地竣工投产

苏博特(603916.SH) 2021 年一季报点评

投资要点

- 事件：**4月25日，公司发布2021年一季报，公司实现营业收入7.72亿元，同比增长81.59%；实现归母净利润0.78亿元，同比增长58.27%。
- 产销量大幅提升，业绩高增长可期。**2021Q1 公司主营产品高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料的产量分别为23.39万吨、2.74万吨和3.69万吨，分别同比+112.64%、74.52%和88.27%；销量分别为22.49万吨、2.79万吨和3.25万吨，分别同比+111.17%、+80.00%和95.78%。高性能减水剂均价2104元/吨，同比-12.37%；高效减水剂均价1605元/吨，同比-15.90%；功能性材料均价2093元/吨，同比-7.66%。得益于泰兴三期项目的逐步达产，公司产品产销量实现大幅增长。同时，公司进一步提升信息化水平，持续优化经营管理效率，从而实现收入利润高增长。
- 原材料价格上涨叠加运费重分类影响毛利率，中长期看毛利率将稳步上行。**2021Q1 公司实现毛利率40.03%，同比-12.25pct；实现净利率12.23%，同比-0.87pct。主要因为2021Q1 公司原材料采购价格有所上涨，其中主要原材料环氧乙烷和工业萘的平均采购价格分别同比+5.05%、+11.85%；同时公司实行新收入准则以后，将销售运费重分类至成本，对毛利率也有一定的影响。
- 四川基地正式投产，有望成为公司未来主要业绩增长点。**4月26日，四川大英基地正式竣工投产，该项目包括30万吨聚羧酸系减水剂、10万吨速凝剂和10万吨功能性无机材料，产品将广泛应用于中西部地区的水电、交通、市政等国家重点工程和市政工程建设，有效覆盖川渝双城经济圈，辐射云南、贵州等地区。此外，广东江门基地已经开始建设，该项目占地约82亩，主要产品为聚羧酸系列外加剂、速凝剂、阻锈剂和功能性无机材料等。全国生产基地的逐步完善提升了公司产品的供应能力，有望降低运输费用，为进一步扩大市场份额奠定基础。
- 投资建议：**预计公司2021-2023年每股收益分别为1.70、2.27和2.80元，对应PE分别为18、13和11倍。参考SW其他化学制品板块当前平均46倍PE水平，考虑减水剂行业集中度稳步提升，公司作为龙头企业有望持续受益，维持“买入”评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；新建项目投产不及预期。

股票数据

总股本(百万股)：	350.26
流通A股(百万股)：	345.76
52周内股价区间(元)：	22.05-36.96
总市值(百万元)：	10,619.80
总资产(百万元)：	6,383.97
每股净资产(元)：	10.12

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,307	3,652	4,622	5,701	6,903
(+/-)YOY(%)	42.8%	10.5%	26.5%	23.3%	21.1%
净利润(百万元)	354	441	597	795	981
(+/-)YOY(%)	32.0%	24.4%	35.5%	33.1%	23.4%
全面摊薄 EPS(元)	1.01	1.26	1.70	2.27	2.80
毛利率(%)	45.4%	38.3%	43.0%	43.9%	44.5%
净资产收益率(%)	14.8%	12.7%	14.7%	16.4%	16.8%

资料来源：公司年报(2019-2020)，德邦研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.26	1.70	2.27	2.80
每股净资产	9.89	11.59	13.86	16.66
每股经营现金流	0.95	0.90	1.27	1.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.25	17.78	13.36	10.83
P/B	2.32	2.62	2.19	1.82
P/S	2.91	2.30	1.86	1.54
EV/EBITDA	9.91	11.60	8.90	7.27
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	38.3%	43.0%	43.9%	44.5%
净利润率	12.1%	12.9%	13.9%	14.2%
净资产收益率	12.7%	14.7%	16.4%	16.8%
资产回报率	6.9%	7.8%	8.7%	9.2%
投资回报率	12.0%	12.1%	13.5%	14.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	10.5%	26.5%	23.3%	21.1%
EBIT 增长率	24.5%	23.2%	32.8%	22.6%
净利润增长率	24.4%	35.5%	33.1%	23.4%
偿债能力指标				
资产负债率	41.3%	42.2%	41.7%	39.9%
流动比率	1.7	1.7	1.7	1.9
速动比率	1.5	1.5	1.6	1.7
现金比率	0.4	0.4	0.4	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	197.5	199.4	197.7	198.2
存货周转天数	51.0	46.5	45.1	47.5
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
固定资产周转率	2.5	2.7	2.9	3.2

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	441	597	795	981
少数股东损益	53	60	88	107
非现金支出	174	98	103	101
非经营收益	38	-3	1	-2
营运资金变动	-372	-437	-541	-624
经营活动现金流	333	316	445	562
资产	-345	-398	-404	-388
投资	-182	0	0	0
其他	0	1	2	2
投资活动现金流	-527	-397	-402	-386
债权募资	2,764	315	200	0
股权募资	59	0	0	0
其他	-2,344	-2	-2	-2
融资活动现金流	479	313	198	-2
现金净流量	448	231	241	174

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,652	4,622	5,701	6,903
营业成本	2,254	2,635	3,195	3,828
毛利率%	38.3%	43.0%	43.9%	44.5%
营业税金及附加	32	42	52	63
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	308	630	756	904
营业费用率%	8.4%	13.6%	13.3%	13.1%
管理费用	225	271	336	422
管理费用率%	6.2%	5.9%	5.9%	6.1%
研发费用	176	233	286	366
研发费用率%	4.8%	5.0%	5.0%	5.3%
EBIT	658	810	1,076	1,319
财务费用	47	52	54	58
财务费用率%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	3	1	2	2
营业利润	592	797	1,062	1,308
营业外收支	-4	-4	-4	-4
利润总额	588	793	1,058	1,304
EBITDA	795	908	1,179	1,420
所得税	95	135	176	217
有效所得税率%	16.1%	17.1%	16.6%	16.6%
少数股东损益	53	60	88	107
归属母公司所有者净利润	441	597	795	981

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	986	1,218	1,459	1,633
应收账款及应收票据	2,676	3,344	4,142	5,023
存货	315	335	395	498
其它流动资产	261	269	320	406
流动资产合计	4,239	5,166	6,316	7,561
长期股权投资	88	88	88	88
固定资产	1,434	1,688	1,939	2,191
在建工程	82	110	129	140
无形资产	248	270	301	327
非流动资产合计	2,174	2,478	2,779	3,068
资产总计	6,413	7,645	9,094	10,629
短期借款	785	1,100	1,300	1,300
应付票据及应付账款	851	1,021	1,187	1,451
预收账款	0	70	83	68
其它流动负债	852	872	1,060	1,258
流动负债合计	2,488	3,063	3,630	4,077
长期借款	33	33	33	33
其它长期负债	126	126	126	126
非流动负债合计	159	159	159	159
负债总计	2,648	3,222	3,789	4,236
实收资本	350	350	350	350
普通股股东权益	3,463	4,060	4,855	5,836
少数股东权益	302	362	450	556
负债和所有者权益合计	6,413	7,645	9,094	10,629

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
股票投资评级		买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
行业投资评级		优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，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。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。