

2021年04月27日

需求恢复+产能扩张驱动高增长

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:	37.45/21.52
目标价格:	37.70	总市值(亿)	105.11
最新收盘价:	30.01	自由流通市值(亿)	103.76
		自由流通股数(百万)	345.76

事件概述。公司公布2021年一季报。公司2021Q1实现营收7.72亿元，同比+81.59%，实现归母净利润7807万元，同比+58.27%。

► **需求恢复+产能扩张，销量增长强劲，价格同比有所降低但环比已企稳。**公司业绩偏业绩预告上限，基本符合我们预期。2021Q1由于前期项目集中开工，且就地过年政策下重点工程施工延续，水泥及外加剂需求较为旺盛，同时公司2020Q4泰兴基地投产，产能同比增长50%左右，市场拓展下今年Q1公司销量大幅增长。根据公司公告经营数据，2021Q1公司实现外加剂销量29万吨左右，同比增长105.8%，其中主要产品高性能减水剂及功能性材料销量分别为22.5/3.3万吨，同比增长111.2%/95.8%。2020Q2公司随沥青价格下调产品价格后，涨价执行有所滞后，公司外加剂平均售价同比2020Q1降低12%至2054元/吨，使得Q1公司毛利率同比下降12个百分点（部分因为运费重新归为生产成本所致，测算同口径下同比降低6-7个百分点），并使得利润增速低于收入增速。但是从环比角度看，2021Q1公司高性能减水剂、高效减水剂及功能性材料平均售价分别为2104/1605/2093元/吨，主要产品高性能减水剂和功能性材料价格相比于2020Q4总体企稳。

► **信息化带动费用率继续下降，应收账款及现金流改善。**我们估算2021Q1，同比口径下公司销售费用率下降1.5-2个百分点左右，管理费用率同比下降1.7个百分点左右，判断主要原因是2020年以来，公司持续推进信息化建设，运营效率提升。此外2021Q1，公司收现比维持111%的高位，在收入增速同比超80%以上的情况下，公司应收账款及票据同比仅增长17%至24.7亿元（相较于2020Q3也未明显增长），体现公司应收账款回款情况良好，发展并未牺牲盈利质量。

► **行业集中度提升+产能扩张，中长期成长逻辑清晰。**我们认为未来2-3年水泥需求仍将总体保持平稳，而由于单方外加剂用量有望稳步提升，外加剂行业需求有望扩容。同时，由于外加剂行业质量要求及服务属性提高，我们认为行业集中度仍将保持快速提升趋势。2021年4月公司的四川基地已经正式投产，叠加去年底泰兴三期投产后，产能对比2019年翻倍，此外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，全国化版图日渐完善，基地和渠道红利利好将逐渐释放和兑现；而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。公司四川大英基地包括20万吨功能性材料产能，判断在未来西南地区施工条件日益严苛、外加剂特殊功能需求上升的背景下，公司功能性材料业务发展有望进一步提速，我们判断包括速凝剂、新型减水剂等高端材料占比将逐年提升。

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37.70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	29.67	23.85	18.30	14.19	10.88

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	主要财务指标				
所得税	95.00	121.18	154.25	198.88	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 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	38.29%	37.78%	37.93%	38.07%
货币资金	986.42	814.77	729.63	694.57	净利率率	13.51%	13.91%	14.45%	15.16%
预付款项	97.25	97.25	97.25	97.25	总资产收益率 ROA	6.87%	8.17%	9.34%	10.65%
存货	315.02	393.60	481.14	590.04	净资产收益率 ROE	12.73%	14.83%	16.83%	18.98%
其他流动资产	2840.05	3397.37	4144.77	5075.55	偿债能力 (%)				
流动资产合计	4238.75	4702.99	5452.80	6457.41	流动比率	1.70	1.78	1.85	1.93
长期股权投资	88.44	88.44	88.44	88.44	速动比率	1.54	1.59	1.65	1.73
固定资产	1433.60	1361.90	1413.34	1517.41	现金比率	0.40	0.31	0.25	0.21
无形资产	247.97	240.87	233.77	226.67	资产负债率	41.29%	39.85%	39.24%	38.54%
非流动资产合计	2173.78	2328.88	2477.68	2614.37	经营效率 (%)				
资产合计	6412.52	7031.87	7930.47	9071.77	总资产周转率	0.64	0.67	0.74	0.80
短期借款	785.27	785.27	785.27	785.27	每股指标 (元)				
应付账款及票据	851.25	1063.61	1300.16	1594.42	每股收益	1.26	1.64	2.11	2.76
其他流动负债	851.92	794.44	867.13	957.57	每股净资产	9.89	11.06	12.57	14.54
流动负债合计	2488.43	2643.32	2952.56	3337.26	每股经营现金流	0.95	0.90	1.27	1.60
长期借款	33.23	33.23	33.23	33.23	每股股利	1.15	0.47	0.60	0.79
其他长期负债	126.00	126.00	126.00	126.00	估值分析				
非流动负债合计	159.23	159.23	159.23	159.23	PE	23.85	18.30	14.19	10.88
负债合计	2647.66	2802.55	3111.79	3496.49	PB	2.32	2.71	2.39	2.06
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。