

2021年08月16日

# 销量保持高增速，看好 21H2 稳增长需求释放

## 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: | 37.45/17.11 |
| 目标价格:  | 27.40 | 总市值(亿)       | 84.82       |
| 最新收盘价: | 20.18 | 自由流通市值(亿)    | 83.73       |
|        |       | 自由流通股数(百万)   | 414.92      |

**事件概述。**苏博特公布 2021 中报。2021H1，公司实现收入 20.5 亿元，同比增长 43.0%，归母净利润 2.16 亿元，同比增长 29.5%，对应 Q2 实现收入 12.7 亿元，同比增长 26.7%，归母净利润 1.38 亿元，同比增长 17.4%。

►**产能爬坡叠加渠道拓展，销量保持高增速。**公司业绩接近此前业绩预告上限。2021H1 外加剂行业集中度继续保持提升趋势，且 2020H2 以来公司泰兴基地、四川大英基地陆续投产贡献增量，使得公司销量保持较快增长。根据经营数据公告，2021H1 公司实现外加剂销量 84 万吨，同比增长 55%，对应 Q2 实现销量 56 万吨，同比增长 37.7%；其中 Q2 公司主流产品聚羧酸减水剂销量 42 万吨，同比增长 41.8%，功能性材料销量 9.4 万吨，同比增长 44.5%。

►**价格环比总体持稳，原料价格上升毛利率承压。**根据经营数据测算，Q2 公司外加剂平均售价 2105 元/吨，环比 Q1 小幅提升；其中主要产品聚羧酸减水剂平均售价 2076 元/吨，环比 Q1 小幅下降 30 元/吨左右，判断主要因为局部市场竞争关系边际小幅恶化带来一定波动，功能性材料平均售价 1609 元/吨，环比 Q1 下滑 450 元/吨以上，判断主要因为具体细分种类有所调整。根据 wind 数据，3 月至 6 月环氧乙烷价格累计上涨 800 元/吨左右，因此公司 Q2 成本端压力较大，测算 2021H1 外加剂业务贡献净利润 1.7-1.75 亿元，公司整体可比口径毛利率同比下降 3-4 个百分点，是利润增速低于收入增速的主要原因。

►**检测业务稳定发展。**公司公告检测中心人员激励计划后，检测板块业务保持稳定发展态势。根据经营数据测算，2021Q2，公司检测业务贡献收入 1.45 亿元，同比增长 10%左右；估算 2021H1，检测业务贡献并表利润 4000-4500 万元。

►**Q3 起毛利率压力或有所减小，稳增长需求或逐渐释放。**根据 wind 数据，7-8 月环氧乙烷价格有所回落，近期虽有所回升，但距此前高点仍有一定距离，判断疫情反复下，全球石油需求或受到一定影响，环氧乙烷价格继续大幅上涨可能性有限。同时，7 月底政治局会议上，国家继续强调稳增长及专项债发行，判断 2021H2 基建端需求或有所好转，带动外加剂整体需求复苏，从而使得市场竞争有所缓解，判断 2021H2 外加剂价格将保持稳中有升。因此，我们认为 Q3 起公司毛利率或逐渐好转。

►**中长期成长性充足。**2020H2 以来，公司泰兴基地及四川大英基地陆续投产，估算减水剂产能相较于 2019 年底增长 70-90%，同时西南地区母液产能空白得到弥补。根据中报披露，公司广东基地预计 9 月开工建设，2022H1 投产，届时公司产能进一步增长同时也将弥补华南市场空白。在外加剂行业集中度仍然保持快速提升背景下，我们认为公司加速全国化扩张有助于进一步抢占市场份额，同时全国化产能布局也将使得公司运输费用进一步下降，进一步提升公司中长期盈利中枢。公司目前市占率仍比较低，看好龙头持续成长性和份额提升。

### 投资建议

小幅调整销量、价格、成本假设，上调 2021-2023 年收入预测 7.6%/8.1%/8.1%至 48.7/60.0/73.7 亿元。维持归母净利润预测基本不变。预计 2021-2023 年，归母净利润 5.74/7.41/9.66 亿元，同比增长 30.3%/29.0%/30.5%。考虑到地产政策收紧，出于谨慎角度考虑，给予公司 2021 年 20x PE 估值，对应调整目标价至 27.40 元（原：除权后 31.4 元），维持“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 | 4870.63 | 5996.64 | 7365.96 |
| YoY (%)    | 42.78%  | 10.45%  | 33.36%  | 23.12%  | 22.83%  |
| 归母净利润(百万元) | 354.31  | 440.77  | 574.33  | 740.89  | 965.84  |
| YoY (%)    | 32.01%  | 24.40%  | 30.30%  | 29.00%  | 30.36%  |
| 毛利率 (%)    | 45.44%  | 38.29%  | 36.47%  | 36.82%  | 36.83%  |
| 每股收益 (元)   | 0.84    | 1.05    | 1.37    | 1.76    | 2.30    |
| ROE        | 14.82%  | 12.73%  | 14.57%  | 16.57%  | 18.71%  |
| 市盈率        | 23.94   | 19.24   | 14.77   | 11.45   | 8.78    |

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

建材化工联合覆盖

**分析师: 郁暲**

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

**分析师: 杨伟**

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

## 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 | 4870.63 | 5996.64 | 7365.96 | 净利润             | 493.46       | 641.00       | 814.24       | 1046.52     |
| YoY (%)            | 10.45%  | 33.36%  | 23.12%  | 22.83%  | 折旧和摊销           | 136.96       | 119.89       | 126.21       | 138.31      |
| 营业成本               | 2253.88 | 3094.21 | 3788.78 | 4653.33 | 营运资金变动          | -372.04      | -637.18      | -579.32      | -698.07     |
| 营业税金及附加            | 31.59   | 42.12   | 51.86   | 63.70   | 经营活动现金流         | 333.37       | 150.16       | 394.34       | 511.97      |
| 销售费用               | 307.79  | 379.91  | 419.76  | 478.79  | 资本开支            | -345.28      | -278.47      | -278.47      | -270.47     |
| 管理费用               | 225.44  | 300.65  | 407.77  | 500.89  | 投资              | -181.66      | 0.00         | 0.00         | 0.00        |
| 财务费用               | 47.20   | 51.16   | 63.07   | 64.91   | 投资活动现金流         | -526.67      | -262.47      | -258.47      | -250.47     |
| 资产减值损失             | 1.10    | 1.10    | 1.10    | 1.10    | 股权募资            | 58.92        | 70.05        | 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  | 742.88  | 949.46  | 1218.46 | 筹资活动现金流         | 478.71       | -157.79      | -285.59      | -349.94     |
| 营业外收支              | -4.03   | 21.53   | 21.53   | 29.53   | 现金净流量           | 285.41       | -270.09      | -149.72      | -88.44      |
| 利润总额               | 588.46  | 764.41  | 971.00  | 1248.00 | <b>主要财务指标</b>   |              |              |              |             |
| 所得税                | 95.00   | 123.41  | 156.76  | 201.48  | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |             |
| 净利润                | 493.46  | 641.00  | 814.24  | 1046.52 | <b>成长能力 (%)</b> |              |              |              |             |
| 归属于母公司净利润          | 440.77  | 574.33  | 740.89  | 965.84  | 营业收入增长率         | 10.45%       | 33.36%       | 23.12%       | 22.83%      |
| YoY (%)            | 24.40%  | 30.30%  | 29.00%  | 30.36%  | 净利润增长率          | 24.40%       | 30.30%       | 29.00%       | 30.36%      |
| 每股收益               | 1.05    | 1.37    | 1.76    | 2.30    | <b>盈利能力 (%)</b> |              |              |              |             |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |         |         |         |         | 毛利率             | 38.29%       | 36.47%       | 36.82%       | 36.83%      |
| 货币资金               | 986.42  | 716.33  | 566.61  | 478.16  | 净利率             | 13.51%       | 13.16%       | 13.58%       | 14.21%      |
| 预付款项               | 97.25   | 97.25   | 97.25   | 97.25   | 总资产收益率 ROA      | 6.87%        | 7.92%        | 9.04%        | 10.29%      |
| 存货                 | 315.02  | 432.47  | 529.54  | 650.38  | 净资产收益率 ROE      | 12.73%       | 14.57%       | 16.57%       | 18.71%      |
| 其他流动资产             | 2840.05 | 3649.92 | 4474.99 | 5478.35 | <b>偿债能力 (%)</b> |              |              |              |             |
| 流动资产合计             | 4238.75 | 4895.97 | 5668.39 | 6704.15 | 流动比率            | <b>1.70</b>  | <b>1.76</b>  | <b>1.82</b>  | <b>1.89</b> |
| 长期股权投资             | 88.44   | 88.44   | 88.44   | 88.44   | 速动比率            | 1.54         | 1.57         | 1.62         | 1.68        |
| 固定资产               | 1433.60 | 1361.90 | 1413.34 | 1517.41 | 现金比率            | 0.40         | 0.26         | 0.18         | 0.13        |
| 无形资产               | 247.97  | 240.87  | 233.77  | 226.67  | 资产负债率           | 41.29%       | 40.53%       | 40.04%       | 39.47%      |
| 非流动资产合计            | 2173.78 | 2352.78 | 2525.47 | 2686.06 | <b>经营效率 (%)</b> |              |              |              |             |
| 资产合计               | 6412.52 | 7248.75 | 8193.86 | 9390.21 | 总资产周转率          | 0.64         | 0.71         | 0.78         | 0.84        |
| 短期借款               | 785.27  | 785.27  | 785.27  | 785.27  | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |             |
| 应付账款及票据            | 851.25  | 1168.63 | 1430.95 | 1757.48 | 每股收益            | 1.05         | 1.37         | 1.76         | 2.30        |
| 其他流动负债             | 851.92  | 824.67  | 905.18  | 1004.78 | 每股净资产           | 8.24         | 9.38         | 10.64        | 12.28       |
| 流动负债合计             | 2488.43 | 2778.57 | 3121.40 | 3547.53 | 每股经营现金流         | 0.79         | 0.36         | 0.94         | 1.22        |
| 长期借款               | 33.23   | 33.23   | 33.23   | 33.23   | 每股股利            | 1.15         | 0.39         | 0.50         | 0.66        |
| 其他长期负债             | 126.00  | 126.00  | 126.00  | 126.00  | <b>估值分析</b>     |              |              |              |             |
| 非流动负债合计            | 159.23  | 159.23  | 159.23  | 159.23  | PE              | 19.24        | 14.77        | 11.45        | 8.78        |
| 负债合计               | 2647.66 | 2937.80 | 3280.63 | 3706.75 | PB              | 2.79         | 2.15         | 1.90         | 1.64        |
| 股本                 | 350.26  | 420.31  | 420.31  | 420.31  |                 |              |              |              |             |
| 少数股东权益             | 301.57  | 368.24  | 441.58  | 522.26  |                 |              |              |              |             |
| 股东权益合计             | 3764.86 | 4310.95 | 4913.24 | 5683.46 |                 |              |              |              |             |
| 负债和股东权益合计          | 6412.52 | 7248.75 | 8193.86 | 9390.21 |                 |              |              |              |             |

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。

郝暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

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。

### 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。