

苏博特 (603916)

证券研究报告

2021年09月11日

产能迎新一轮扩张，多元化发展可期

事件：公司9月10日晚发布可转债发行预案，拟发行规模不超过人民币80000万元，用于年产37万吨高性能土工工程材料产业化基地项目、苏博特高性能土木工程新材料建设项目（一期）、高性能建筑高分子材料产业化基地项目（一期）、信息化系统升级建设项目建设以及补充流动资金，同时公司发布对外投资公告，拟在连云港徐圩新区投资建设年产80万吨建筑用化学功能性新材料项目，项目预计总投资13.8亿元，目前已与国家东中西区域合作示范区（连云港徐圩新区）管委会就上述项目签署了投资协议。

减水剂龙头地位再夯实，功能性材料有望迎快速增长

公司此次计划在江苏句容新增37万吨功能性材料产能，包含新型道路功能材料、高性能灌浆材料、超高性能水泥基材料、修补加固材料及工程纤维等，在广东江门新增10万吨聚羧酸减水剂母液、27万吨聚羧酸减水剂成品、6万吨速凝剂、1万吨阻锈剂产能，两个项目建设期均为24个月，在连云港新增80万吨特种聚醚、聚羧酸高性能减水剂等产品产能。公司在功能性材料领域竞争优势明显，受益于下游需求释放，近两年功能性材料收入CAGR达34%，高于减水剂的15%，功能性材料已广泛应用于核电、水利、能源等混凝土工程，长期成长空间更高，有望带来公司价值重估。在减水剂方面，公司规划在广东及连云港扩产超过100万吨，进一步强化公司全国产能基地布局，项目投产后，公司服务响应及产能交付速度进一步提升，同时有利于降低运输成本，龙头地位将进一步巩固。

加码布局防水业务，打开新的成长空间

公司计划投资约1.2亿元，用于500万平米/年的TPO防水卷材以及500万平米/年的高分子/自粘防水卷材产能建设。近年来，公司在扩展混凝土外加剂业务的同时，不断对防水与修复功能性材料领域布局，我们认为相比于混凝土外加剂，未来建筑防水需求增长空间更大，而高分子防水材料凭借其性能强、使用寿命长、施工便捷等优势、绿色环保等优势，在建筑防水材料中的渗透率有望持续提升，通过本次项目建设，公司将实现从“刚性防水”向“柔性防水”业务的延伸，完善公司整体的业务布局，实现公司业务多元化协同发展的战略规划，有望打开新的成长空间。

继续看好公司长期成长潜力

与往年相比，公司此次扩产中产能规划更多，且项目涵盖范围更广，充分彰显公司长期发展信心。公司在减水剂领域具备研发+服务+产业链一体化优势，盈利优势明显，随着规划产能的落地，市占率或将进一步提升，龙头地位将再巩固，同时大力发展防水及功能性材料业务，有望打开新的成长空间，多品类发展可期。我们持续看好公司长期成长性，维持21-23年归母净利润预测5.85/7.84/9.66亿元，参考可比公司估值，给予公司21年23倍目标PE，目标价31.97元，维持“买入”评级。

风险提示：投产进度不及预期，项目效益不及预期、行业竞争加剧等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,306.62	3,652.25	4,754.94	6,045.05	7,367.21
增长率(%)	42.78	10.45	30.19	27.13	21.87
EBITDA(百万元)	796.85	921.12	877.61	1,143.80	1,384.73
净利润(百万元)	354.31	440.77	585.37	784.10	966.05
增长率(%)	32.01	24.40	32.81	33.95	23.20
EPS(元/股)	0.84	1.05	1.39	1.87	2.30
市盈率(P/E)	26.61	21.39	16.11	12.02	9.76
市净率(P/B)	3.94	2.72	2.34	2.05	1.77
市销率(P/S)	2.85	2.58	1.98	1.56	1.28
EV/EBITDA	7.17	8.69	9.95	7.63	5.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.43元
目标价格	31.97元

基本数据

A股总股本(百万股)	420.31
流通A股股本(百万股)	416.78
A股总市值(百万元)	9,427.53
流通A股市值(百万元)	9,348.39
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	42.66
一年内最高/最低(元)	32.80/17.11

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

李辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040001
huili@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《苏博特-半年报点评:上半年销量大幅增长，成长性有望持续兑现》2021-08-17
- 《苏博特-首次覆盖报告:创新型外加剂龙头，有望迎价值重估》2021-08-06

表 1: 公司扩产规划

项目名称	建设内容	基地所在地	项目总投资额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	建设期
年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目	年产 37 万吨新型道路功能材料、高性能灌浆材料、超高性能水泥基材料、修补加固材料及工程纤维	江苏省句容市	19,771.00	17,500.00	24 个月
苏博特高性能土木工程新材料建设项目 (一期)	10 万吨聚羧酸系高性能减水剂母液、27 万吨聚羧酸系高性能减水剂成品、6 万吨速凝剂、1 万吨阻锈剂	广东省江门市	26,198.68	19,000.00	24 个月
高性能建筑高分子材料产业化基地项目(一期)	500 万平米/年的 TPO 防水卷材以及 500 万平米/年的高分子/自粘防水卷材	南京市江宁区	12,133.40	11,200.00	24 个月
年产 80 万吨建筑用化学功能性新材料项目	80 万吨建筑用化学功能性新材料项目, 从事专用特种聚醚、聚羧酸系高性能减水剂等产品研发、生产和制造	连云港徐圩新区	138,000.00	0	—

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

表 2: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020	2021E	2022E	2019	2020	2021E	2022E
002398.SZ	垒知集团	47	6.55	0.58	0.52	0.63	0.79	11.3	12.6	10.4	8.3
002809.SZ	红墙股份	24	11.58	1.07	0.69	0.75	0.91	10.8	16.8	15.4	12.7
603060.SH	国检集团	134	22.17	0.68	0.54	0.51	0.59	32.6	41.1	43.5	37.6
	平均值		-					18.2	23.5	23.1	19.5
603916.SH	苏博特	94	22.43	0.84	1.05	1.39	1.87	26.6	21.4	16.1	12.0

注: 数据截至 20210910 收盘, 除苏博特 21-22 年为天风预测外, 其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	506.54	986.42	1,789.94	1,909.56	2,875.90
应收票据及应收账款	2,392.33	2,676.16	3,135.43	4,085.05	4,510.03
预付账款	84.41	97.25	142.32	159.97	209.21
存货	186.68	315.02	246.43	461.99	403.18
其他	64.66	163.90	67.60	104.21	97.72
流动资产合计	3,234.62	4,238.75	5,381.72	6,720.77	8,096.03
长期股权投资	0.00	88.44	88.44	88.44	88.44
固定资产	1,187.83	1,433.60	1,428.24	1,428.82	1,419.97
在建工程	97.46	82.19	85.31	99.19	89.51
无形资产	209.60	247.97	252.74	257.16	261.24
其他	278.22	321.58	299.80	276.15	255.62
非流动资产合计	1,773.10	2,173.78	2,154.53	2,149.77	2,114.78
资产总计	5,007.72	6,412.52	7,536.25	8,870.54	10,210.81
短期借款	870.11	785.27	850.00	850.00	850.00
应付票据及应付账款	522.84	851.25	1,316.17	1,866.95	2,020.47
其他	864.40	851.92	850.81	949.73	1,306.32
流动负债合计	2,257.35	2,488.43	3,016.98	3,666.68	4,176.79
长期借款	25.99	33.23	25.00	25.00	25.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.49	126.00	91.72	104.74	107.49
非流动负债合计	122.48	159.23	116.72	129.74	132.49
负债合计	2,379.83	2,647.66	3,133.71	3,796.42	4,309.28
少数股东权益	236.71	301.57	371.54	465.27	580.74
股本	310.55	350.26	420.31	420.31	420.31
资本公积	1,070.54	1,788.04	1,788.04	1,788.04	1,788.04
留存收益	2,114.21	3,179.31	3,610.70	4,188.54	4,900.48
其他	(1,104.12)	(1,854.31)	(1,788.04)	(1,788.04)	(1,788.04)
股东权益合计	2,627.89	3,764.86	4,402.55	5,074.12	5,901.53
负债和股东权益总计	5,007.72	6,412.52	7,536.25	8,870.54	10,210.81

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	383.84	493.46	585.37	784.10	966.05
折旧摊销	113.78	136.96	69.67	73.32	76.65
财务费用	58.50	47.26	48.50	45.71	40.40
投资损失	0.00	(2.63)	(5.30)	5.00	0.00
营运资金变动	107.89	(359.15)	111.76	(533.05)	124.50
其它	(244.88)	17.47	69.97	93.73	115.48
经营活动现金流	419.13	333.37	879.97	468.81	1,323.07
资本支出	490.57	473.63	106.48	79.18	59.45
长期投资	0.00	88.44	0.00	0.00	0.00
其他	(684.38)	(1,088.74)	(173.38)	(176.38)	(121.65)
投资活动现金流	(193.81)	(526.67)	(66.90)	(97.20)	(62.20)
债权融资	896.28	818.54	875.14	875.12	875.10
股权融资	(32.04)	677.30	87.83	(45.71)	(40.40)
其他	(933.94)	(1,017.14)	(972.52)	(1,081.40)	(1,129.24)
筹资活动现金流	(69.70)	478.71	(9.56)	(251.99)	(294.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	155.62	285.41	803.51	119.62	966.34

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,306.62	3,652.25	4,754.94	6,045.05	7,367.21
营业成本	1,803.98	2,253.88	2,972.36	3,750.47	4,580.29
营业税金及附加	31.23	31.59	44.91	57.10	69.59
营业费用	586.04	307.79	380.40	471.51	574.64
管理费用	186.16	225.44	285.30	356.66	434.67
研发费用	171.06	175.91	237.75	302.25	368.36
财务费用	58.41	47.20	48.50	45.71	40.40
资产减值损失	0.00	31.58	31.58	31.58	31.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	2.63	5.30	(5.00)	0.00
其他	6.19	(16.25)	(34.60)	(14.00)	(24.00)
营业利润	463.54	592.49	783.45	1,048.77	1,291.68
营业外收入	0.44	1.44	2.00	2.00	2.00
营业外支出	3.94	5.47	3.94	3.94	3.94
利润总额	460.05	588.46	781.51	1,046.83	1,289.74
所得税	76.21	95.00	126.17	169.00	208.22
净利润	383.84	493.46	655.34	877.83	1,081.52
少数股东损益	29.53	52.69	69.97	93.73	115.48
归属于母公司净利润	354.31	440.77	585.37	784.10	966.05
每股收益(元)	0.84	1.05	1.39	1.87	2.30

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	42.78%	10.45%	30.19%	27.13%	21.87%
营业利润	122.02%	27.82%	32.23%	33.87%	23.16%
归属于母公司净利润	32.01%	24.40%	32.81%	33.95%	23.20%
获利能力					
毛利率	45.44%	38.29%	37.49%	37.96%	37.83%
净利率	10.72%	12.07%	12.31%	12.97%	13.11%
ROE	14.82%	12.73%	14.52%	17.01%	18.16%
ROIC	16.93%	18.76%	20.37%	27.50%	28.55%
偿债能力					
资产负债率	47.52%	41.29%	41.58%	42.80%	42.20%
净负债率	14.83%	-4.46%	-20.78%	-20.39%	-33.90%
流动比率	1.43	1.70	1.78	1.83	1.94
速动比率	1.35	1.58	1.70	1.71	1.84
营运能力					
应收账款周转率	1.63	1.44	1.64	1.67	1.71
存货周转率	17.05	14.56	16.94	17.07	17.03
总资产周转率	0.77	0.64	0.68	0.74	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.84	1.05	1.39	1.87	2.30
每股经营现金流	1.00	0.79	2.09	1.12	3.15
每股净资产	5.69	8.24	9.59	10.97	12.66
估值比率					
市盈率	26.61	21.39	16.11	12.02	9.76
市净率	3.94	2.72	2.34	2.05	1.77
EV/EBITDA	7.17	8.69	9.95	7.63	5.71
EV/EBIT	8.17	9.95	10.81	8.16	6.04

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com