

603916.SH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.73

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(6.6)	20.6	(9.0)	(3.7)
相对上证指数	5.0	15.8	(0.2)	1.9

发行股数(百万)	420
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	9,974
3 个月日均交易额(人民币 百万)	92
净负债比率(%) (2022E)	17
主要股东(%)	
江苏博特新材料有限公司	39

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 4 月 15 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 混凝土外加剂

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

证券分析师: 余嫒嫒

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 林祁桢

(8621)20328621

qizhen.lin@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080012

苏博特

21 年营收利润双增, 持续扩产蓄力发展

公司于 4 月 15 日发布 2021 年年报, 全年营收 45.2 亿元, 同增 23.8%; 归母净利 5.3 亿元, 同增 20.9%; EPS1.27 元。单四季度公司营收 12.9 亿元, 同增 7.3%, 归母净利 1.7 亿元, 同增 19.8%。

支撑评级的要点

- **21 年公司营收利润双增:** 全年公司营收 45.2 亿元, 同增 23.8%; 归母净利 5.3 亿元, 同增 20.9%。全年公司经营活动现金流量净额为 3.4 亿元, 稳中略涨。
- **四季度毛利率、净利率环比增长, 费用率上涨:** 单四季度公司毛利率为 38.7%, 同增 13.5pct, 环比增长 3.5pct, 净利率 14.5%, 同增 1.3pct, 环比增长 0.7pct, 四季度虽然采购成本有所上涨, 但公司毛利率、净利率均环比增长。单四季度四项费用率 20.5%, 同增 12.3pct, 环比增长 3.5pct, 主要系四季度销售费用率同增 12.4pct 所致。
- **量增价减, 利润承压:** 21 年公司减水剂及功能材料量增价减, 叠加成本上行, 利润承压。高性能减水剂销量同增 31.4%, 吨毛利同减 15.9%。高效减水剂销量同减 16.4%, 吨毛利同减 5.9%。功能性材料销量同增 37.3%, 吨毛利同减 20.7%。
- **产能建设支撑市场开拓, 全国布局有望进一步提升市占率:** 2021 年 4 月, 公司四川大英基地建成投产, 实现了对川渝城市圈的业务覆盖, 公司在广东江门新建华南生产基地, 预计将于 2022 年建成。2021 年, 公司在华南、东南地区的市场开拓顺利, 分别实现营收同增 77.4%、38.8%, 随着公司全国基地布局的完善成型, 为公司利用龙头优势提升市占率奠定了良好基础, 进一步巩固市场地位和优势。

估值

- 公司业绩符合预期, 考虑原材料上涨, 我们部分下调盈利预测, 预计 2022-2024 年, 公司营收分别为 51.4、64.0、77.7 亿元; 归母净利润分别为 6.3、7.9、9.7 亿元; EPS 为 1.51、1.89、2.31 元, 维持公司 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期, 原材料价格上涨, 需求不及预期。

投资摘要

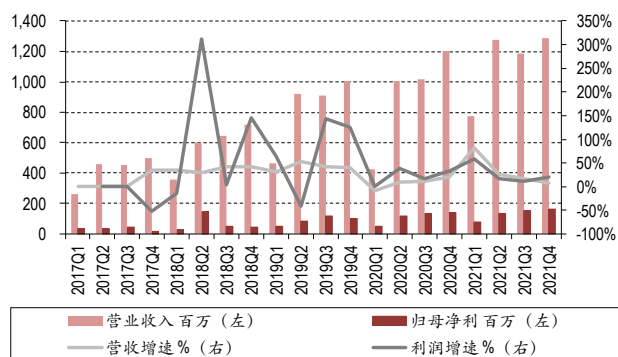
年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,652	4,522	5,143	6,395	7,774
变动(%)	10	24	14	24	22
净利润(人民币 百万)	441	533	633	794	970
全面摊薄每股收益(人民币)	1.049	1.268	1.506	1.890	2.309
变动(%)	24.5	20.9	18.8	25.5	22.2
原先预测摊薄每股收益(人民币)			1.707	2.166	
调整幅度(%)			(11.8)	(12.8)	
全面摊薄市盈率(倍)	22.6	18.7	15.8	12.6	10.3
价格/每股现金流量(倍)	(58.2)	(98.1)	13.1	32.1	11.4
每股现金流量(人民币)	(0.41)	(0.24)	1.82	0.74	2.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	11.5	10.0	8.2	6.8
每股股息(人民币)	0.26	0.38	0.45	0.57	0.69
股息率(%)	1.1	1.6	1.9	2.4	2.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

一、Q4 营收利润双增，费用率增长

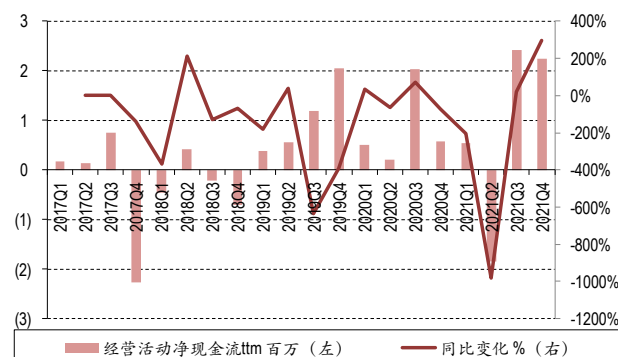
事件：公司发布 2021 年年报，全年营收 45.2 亿元，同增 23.8%；归母净利 5.3 亿元，同增 20.9%；单四季度公司营收 12.9 亿元，同增 7.3%，归母净利 1.7 亿元，同增 19.8%。全年公司经营活动现金流量净额为 3.4 亿元，稳中略涨；单四季度公司经营活动现金流量净额为 2.3 亿元，同增 295.3%，销售商品、提供劳务收到的现金同比增幅较大或为主要原因。

图表 1. Q4 公司营收利润双增



资料来源：公司财报，中银证券

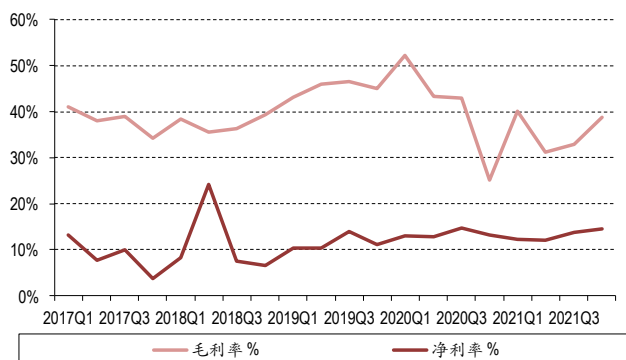
图表 2. Q4 经营活动现金净流量同减 23.7%



资料来源：公司财报，中银证券

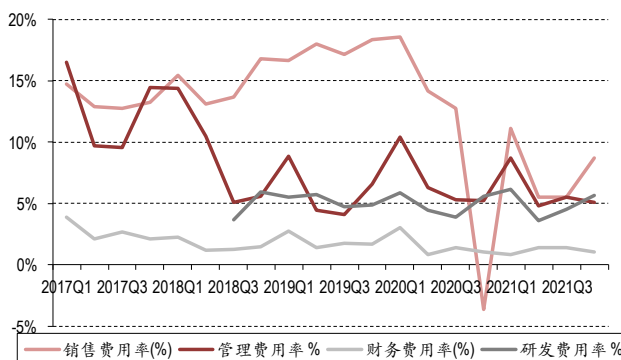
四季度毛利率、净利率均环比增长，费用率上升：全年公司综合毛利率 35.3%，同减 3.0pct，净利率 13.3%，同减 0.3pct。单四季度公司毛利率为 38.7%，同增 13.5pct，环比增长 3.5pct，净利率 14.5%，同增 1.3pct，环比增长 0.7pct，四季度虽然采购成本有所上涨，但公司毛利率、净利率均环比增长。全年公司四项费用率合计 19.2%，同减 1.5pct，单四季度四项费用率 20.5%，同增 12.3pct，环比增长 3.5pct，主要系四季度销售费用率同增 12.4pct 所致。

图表 3. Q4 毛利率、净利率环比增长



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. Q4 销售、管理、研发费用率上升，财务费用率下降

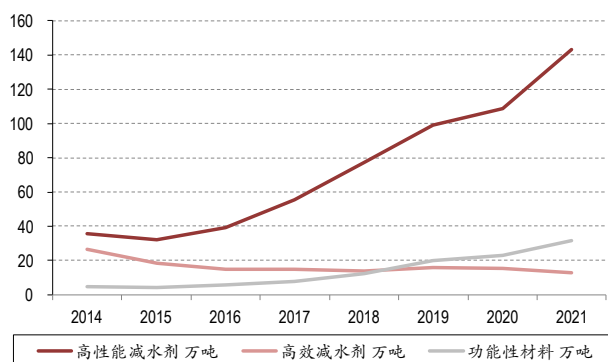


资料来源：公司财报，中银证券

二、量增价减，利润承压

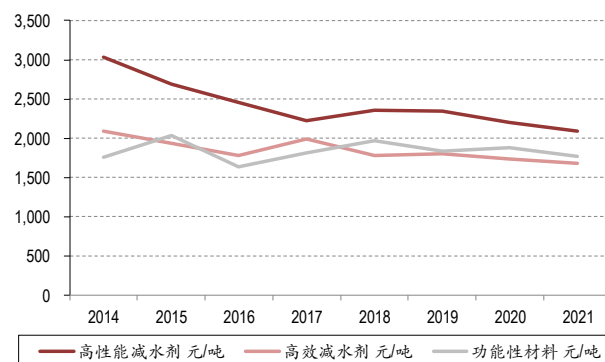
21 年公司减水剂及功能性材料量增价减，叠加成本上行，利润承压。高性能减水剂：公司全年销售高性能减水剂 143.1 万吨，同增 31.4%。我们测算高性能减水剂吨单价 2,086.0 元，同减 5.3%，下跌 116.4 元；吨成本 1,371.0 元，同增 1.4%，上涨 18.5 元；吨毛利 715.0 元，同减 15.9%，下跌 134.9 元。高效减水剂：公司全年销售高效减水剂 12.9 万吨，同减 16.4%。我们测算高效减水剂吨单价 1,682.3 元，同减 3.3%，下跌 56.7 元；吨成本 1,347.7 元，同减 2.6%，下跌 35.7 元；吨毛利 334.6 元，同减 5.9%，下跌 21.0 元。功能性材料：公司全年销售功能性材料 31.6 万吨，同增 37.3%。我们测算功能性材料吨单价 1,764.4 元，同减 5.9%，下跌 110.6 元；吨成本 1,193.7 元，同增 3.3%，上涨 37.9 元；吨毛利 570.7 元，同减 20.7%，下跌 148.5 元。

图表 5. 公司高性能减水剂、功能性材料销量上涨，高效减水剂销量下降



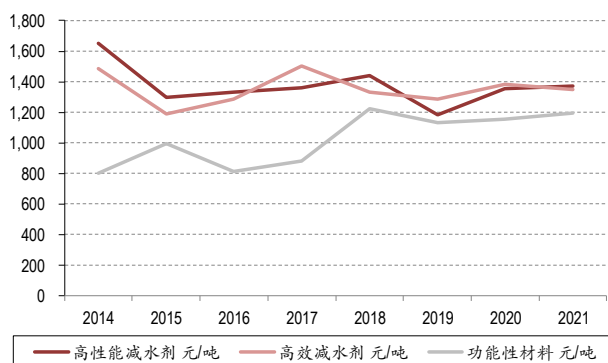
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 公司外加剂产品价格下跌



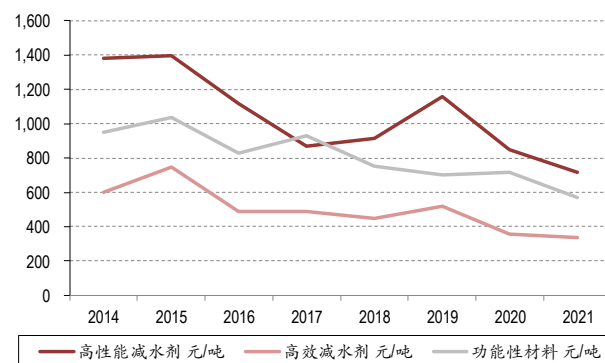
资料来源：万得，中银证券

图表 7. 公司高性能减水剂、功能性材料吨成本上涨，高效减水剂吨成本下降



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 公司外加剂产品吨毛利下降



资料来源：万得，中银证券

三、市场开拓顺利，龙头地位稳固

产能建设支撑市场开拓，全国布局有望进一步提升市占率。2021 年 4 月，公司四川大英基地建成投产，实现了对川渝城市圈的业务覆盖，公司在广东江门新建华南生产基地，预计将于 2022 年建成。2021 年，公司在华南、东南地区的市场开拓顺利，分别实现营收同增 77.4%、38.8%，随着公司全国基地布局的完善成型，为公司利用龙头优势提升市占率奠定了良好基础，进一步巩固市场地位和优势。

四、风险提示

产能投放不及预期，原材料价格上涨，需求不及预期。

图表 9. 2021Q4 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q4	2021Q4	同比增长(%)
营业收入	1,201.61	1,289.36	7.30
营业税及附加	10.37	13.04	25.78
净营业收入	1,191.24	1,276.33	7.14
营业成本	898.49	790.02	(12.07)
销售费用	(44.09)	112.23	354.56
管理费用	130.01	138.01	6.16
财务费用	12.24	13.65	11.50
资产减值损失	(22.55)	(28.64)	(26.98)
营业利润	181.80	208.46	14.66
营业外收入	0.62	0.16	(74.60)
营业外支出	3.37	0.71	(78.91)
利润总额	179.05	207.91	16.11
所得税	20.14	20.92	3.85
少数股东损益	20.36	21.01	3.20
归属母公司股东净利润	138.55	165.98	19.80
扣除非经常性损益的净利润	143.11	162.16	13.32
每股收益(元)	0.33	0.39	18.18
扣非后每股收益(元)	0.34	0.39	14.71
毛利率(%)	25.23	38.73	增加 13.50 个百分点
净利率(%)	13.23	14.50	增加 1.28 个百分点
销售费用率(%)	(3.67)	8.70	增加 12.37 个百分点
管理费用率(%)	10.82	10.70	减少 0.12 个百分点
财务费用率(%)	1.02	1.06	增加 0.04 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2021 年业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020A	2021A	同比增长(%)
营业收入	3,652.25	4,521.84	23.81
营业税及附加	31.59	39.46	24.91
净营业收入	3,620.67	4,482.39	23.80
营业成本	2,253.88	2,925.93	29.82
销售费用	307.79	333.45	8.34
管理费用	401.35	479.89	19.57
财务费用	47.20	54.33	15.09
资产减值损失	(37.36)	(51.63)	(38.20)
营业利润	592.49	686.23	15.82
营业外收入	1.44	0.91	(37.04)
营业外支出	5.47	1.97	(63.88)
利润总额	588.46	685.16	16.43
所得税	95.00	86.22	(9.24)
少数股东损益	52.69	66.12	25.50
归属母公司股东净利润	440.77	532.82	20.88
扣除非经常性损益的净利润	441.50	510.65	15.66
每股收益(元)	1.05	1.27	20.95
扣非后每股收益(元)	1.05	1.21	15.24
毛利率(%)	38.29	35.29	减少 2.99 个百分点
净利率(%)	13.51	13.25	减少 0.27 个百分点
销售费用率(%)	8.43	7.37	减少 1.05 个百分点
管理费用率(%)	10.99	10.61	减少 0.38 个百分点
财务费用率(%)	1.29	1.20	减少 0.09 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,652	4,522	5,143	6,395	7,774
销售成本	2,254	2,926	3,374	4,187	5,086
经营费用	565	633	823	1,023	1,244
息税折旧前利润	720	867	997	1,223	1,462
折旧及摊销	137	194	172	192	206
经营利润(息税前利润)	583	673	825	1,031	1,256
净利息收入/(费用)	(47)	(54)	(53)	(62)	(72)
其他收益/(损失)	(1)	11	13	13	13
税前利润	536	619	772	969	1,184
所得税	95	86	139	175	214
少数股东权益	53	66	71	92	111
净利润	441	533	633	794	970
核心净利润	442	522	619	781	957
每股收益(人民币)	1.049	1.268	1.506	1.890	2.309
核心每股收益(人民币)	1.052	1.241	1.474	1.858	2.277
每股股息(人民币)	0.259	0.383	0.450	0.570	0.690
收入增长(%)	10	24	14	24	22
息税前利润增长(%)	12	16	22	25	22
息税折旧前利润增长(%)	14	20	15	23	20
每股收益增长(%)	25	21	19	26	22
核心每股收益增长(%)	28	18	19	26	23

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	536	619	772	969	1,184
折旧与摊销	137	194	172	192	206
净利息费用	47	54	53	62	72
运营资本变动	293	474	(65)	589	425
税金	317	364	142	178	213
其他经营现金流	(411)	(422)	(204)	(252)	(308)
经营活动产生的现金流	333	336	1,000	559	943
购买固定资产净值	345	286	248	260	80
投资减少/增加	181	57	(11)	(11)	(11)
其他投资现金流	(1)	(115)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(527)	(458)	(237)	(249)	(69)
净增权益	58	(71)	0	0	0
净增债务	572	186	0	697	0
支付股息	123	193	189	240	290
其他融资现金流	(29)	27	(52)	(61)	(71)
融资活动产生的现金流	479	(51)	(241)	396	(361)
现金变动	448	(175)	523	707	513
期初现金	507	986	842	1,364	2,071
公司自由现金流	(193)	(122)	763	311	874
权益自由现金流	350	91	712	947	803

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	986	842	1,364	2,071	2,584
应收帐款	2,734	3,369	3,775	4,638	5,581
库存	315	462	504	596	696
其他流动资产	203	374	374	374	374
流动资产总计	4,239	5,047	6,017	7,679	9,236
固定资产	1,433	1,580	1,661	1,740	1,645
无形资产	248	369	357	345	332
其他长期资产	492	573	581	583	566
长期资产总计	2,174	2,522	2,599	2,668	2,543
总资产	6,413	7,570	8,616	10,347	11,778
应付帐款	851	1,363	1,535	1,847	2,192
短期债务	785	700	1,000	1,000	1,200
其他流动负债	852	790	830	884	958
流动负债总计	2,488	2,853	3,365	3,731	4,349
长期借款	33	300	300	300	300
其他长期负债	126	151	171	889	910
股本	350	420	420	420	420
储备	3,415	3,845	4,360	5,007	5,798
股东权益	3,765	4,266	4,780	5,427	6,219
少数股东权益	302	335	406	498	609
总负债及权益	6,413	7,570	8,616	10,347	11,778
每股帐面价值(人民币)	8.24	9.35	10.41	11.73	13.35
每股有形资产(人民币)	12.58	13.86	19.16	23.30	26.74
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.09)	0.61	0.25	0.28	(0.41)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.7	19.2	19.4	19.1	18.8
息税前利润率(%)	16.0	14.9	16.0	16.1	16.2
税前利润率(%)	14.7	13.7	15.0	15.2	15.2
净利率(%)	13.5	13.2	13.7	13.9	13.9
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.8	1.8	2.1	2.1
利息覆盖率(倍)	15.3	16.0	18.9	19.7	20.2
净权益负债率(%)	(1.1)	7.3	2.2	2.2	(2.8)
速动比率(倍)	1.6	1.6	1.6	1.9	2.0
估值					
市盈率(倍)	22.6	18.7	15.8	12.6	10.3
核心业务市盈率(倍)	22.6	19.1	16.1	12.8	10.4
市净率(倍)	2.9	2.5	2.3	2.0	1.8
价格/现金流(倍)	(58.2)	(98.1)	13.1	32.1	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	11.5	10.0	8.2	6.8
周转率					
存货周转天数	31.5	37.3	35.8	34.0	32.7
应收帐款周转天数	273.2	272.0	267.9	264.7	262.1
应付帐款周转天数	137.9	170.0	166.0	161.0	157.3
回报率					
股息支付率(%)	24.7	30.2	29.9	30.2	29.9
净资产收益率(%)	13.1	14.0	14.7	16.3	17.4
资产收益率(%)	7.7	7.9	8.2	8.6	9.2
已运用资本收益率(%)	10.2	10.7	10.8	11.1	11.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371