

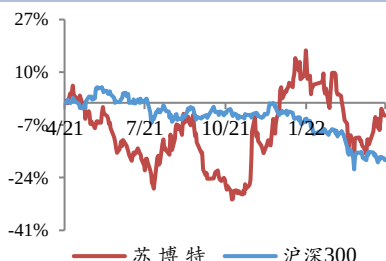
功能性材料收入高增，产能扩张助力 2022 成长加速

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-20

收盘价（元） **23.18**
近 12 个月最高/最低（元） **25.53/16.60**
总股本（百万股） **420**
流通股本（百万股） **419**
流通股比例（%） **99.58**
总市值（亿元） **97**
流通市值（亿元） **97**

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

事件：公司发布 2021 年年度报告，报告期内实现营业收入 45.22 亿元，同比增长 23.81%；实现归母净利润 5.33 亿元，同比增长 20.88%。

● 2021 年业绩稳健增长，Q4 毛利率显著改善

分单季度来看，公司 2021Q1-Q4 营业收入分别为 7.72 /12.75 /11.85/ 12.89 亿元，分别同比增长 81.59% /26.71% /16.29% /7.30%；归母净利润分别为 0.78/ 1.38/ 1.51/ 1.66 亿元，分别同比增长 58.27% /17.40% /11.41% /19.80%。2021 年，公司销售毛利率/净利率分别为 35.29%/ 13.25%，分别同比下降 2.99/0.27 pct。在 2021 年整体需求下行压力较大且主要原材料价格大幅上涨背景下，公司依托规模及产业链优势与自身研发、生产和服务的优势，为客户提供高性能混凝土整体解决方案，于逆境中提升市场占有率，保持稳健的业绩增速。2021Q1-Q4 单季毛利率分别为 40.03% /31.17% /32.90% /38.73%，Q4 单季毛利率获得显著改善，环比提高 5.83 pct。受益于传统赶工期及提价顺利落地。费用率方面，2021 年公司期间费用率为 19.19%，同比下降 1.52 pct；其中，销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.37% /5.76% /1.20% /4.86%，分别同比-1.05/ -0.42/ -0.09/ +0.04 pct。销售、管理费用率下行体现公司降本增效成果，研发费用率体现公司对于研发能力建设的高度重视，公司目前拥有约 200 人的专业研发队伍，截至 2021 年底，公司拥有国家授权专利 746 件，国际发明专利 29 件。

● 功能性材料及检测业务收入高速增长，减水剂吨毛利承压

分业务来看，公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料/技术服务分别实现收入 29.85/ 2.17/ 5.57 /6.15 亿元，分别同比+24.46%/ -19.17%/ +29.20%/ +17.88%；毛利率分别为 34.28% /19.89% /32.34% /48.86%，分别同比-4.32/ -0.56/ -6.01/ +2.65 pct。功能性材料是公司外加剂中增速最高的子板块，新产品在川藏铁路、田湾核电机组、常泰长江大桥、太湖湾隧道、三峡阳江海上风电场等国家重大项目中得到推广应用。2021 年，检测中心实现扣非归母净利润 1.34 亿元，超过承诺预测盈利 0.42 亿元，承诺利润完成率为 145.53%；另外，检测中心 2021 年收购建科院和上海苏科，拓展上海地区检测业务，提升公司在检测领域的影响力。从销售量与销售价格来看，2021 年公司高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料销售量分别为 143.08/ 12.91/ 31.55 万吨，分别同比+31.41%/ -16.44%/ +37.29%；销售均价分别为 2086 /1682 /1764 元/吨，分别同比下降 5.29%/ 3.26%/ 5.90%，（即分别同比下降 116.41/ 56.76 /110.59 元/吨）；原材料采购方面，2021 年公司环氧乙烷平均采购价格同比上涨 10.04%，甲醛平均采购价格同比上涨 45.01%，工业萘平均采购价格同比上涨 4.99%；受原材料上涨较大拖累，2021 年公司高

性能减水剂/高效减水剂/功能性材料吨毛利分别约为 715.03/ 334.59/ 570.69 元/吨, 分别同比下降 15.88% /5.91% /20.65%, 随着公司提价的逐步落实以及原材料价格趋于平缓, 公司盈利水平有望获明显改善。

● 全国基地布局逐步完善, 产能扩张助力 2022 年成长加速

2021 年, 四川大英基地建成, 有效覆盖川渝双城经济圈, 广东、广西区域收入实现较高增长, 重点区域开拓效果显著。2022 年, 公司在广东江门布局的华南生产基地也将落地建成, 有利于加强公司对于大湾区的市场布局, 将为当地项目提供有力的产能与技术支持。随着公司全国基地布局逐步完善, 为公司深耕区域市场, 提升全国范围市场占有率奠定良好的基础。公司同时将围绕区域基地进一步补充扩展复配基地, 扩大市场覆盖范围, 提高及时响应与交付能力, 为客户提供性能更加优异的产品与更加精准的技术服务。公司的产能扩张与技术服务优势将充分受益于稳增长背景下重大项目加速落地带来的定制属性较强的高端外加剂的需求; 此外, 公司在巩固混凝土外加剂主业的基础上, 积极拓展抗裂防渗, 风电灌浆、防水修复、交通工程等土木工程材料相关领域, 培育新增长点。

● 投资建议

目前公司的化学建材品类已经较为齐全, 除减水剂主业之外的功能性材料业务体现出公司与竞争对手迥异的底层产品逻辑。公司在研发实力、销售渠道、技术服务领域具备较为完备的竞争基础, 有望不断突破成长边界, 成长为综合性新型土木工程技术和材料供应商。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.99/ 8.57/ 10.17 亿元, 对应 EPS 分别为 1.66/ 2.04/ 2.42 元, 维持“买入”评级。

● 风险提示

基建与房地产投资增速大幅下降风险; 混凝土商品化率提升不及预期; 环氧乙烷等原材料价格上涨超出预期。

● 重要财务指标

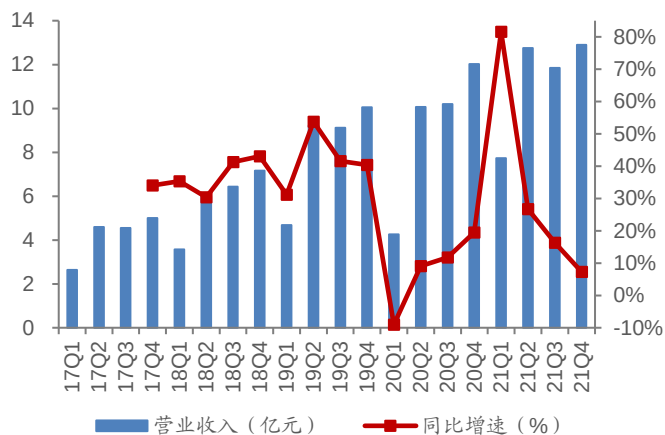
单位: 百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4522	5589	6673	7879
收入同比 (%)	23.8%	23.6%	19.4%	18.1%
归属母公司净利润	533	699	857	1017
净利润同比 (%)	20.9%	31.1%	22.6%	18.7%
毛利率 (%)	35.3%	36.3%	37.1%	37.2%
ROE (%)	13.6%	15.1%	15.6%	15.6%
每股收益 (元)	1.27	1.66	2.04	2.42
P/E	20.28	13.96	11.39	9.59
P/B	2.75	2.11	1.78	1.50
EV/EBITDA	11.96	8.68	6.90	5.71

资料来源: wind, 华安证券研究所

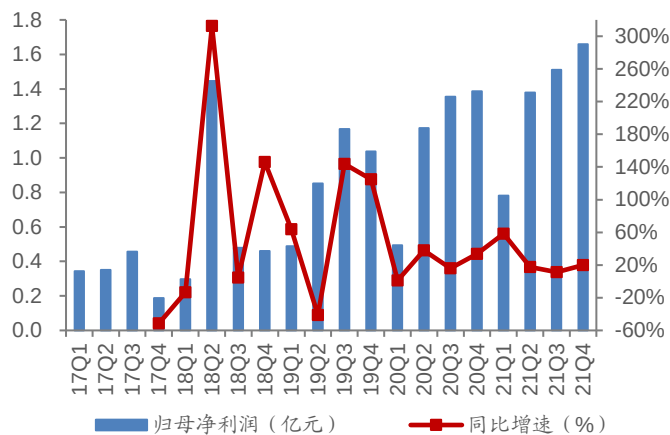
附：公司重点数据图表

图表 1 公司分季度营收及增速 (亿元, %)



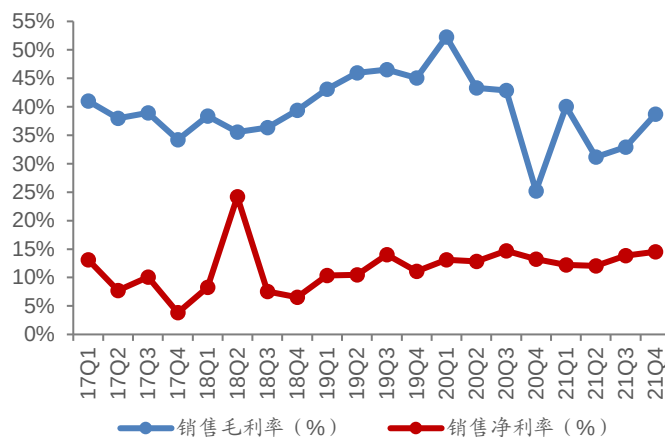
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



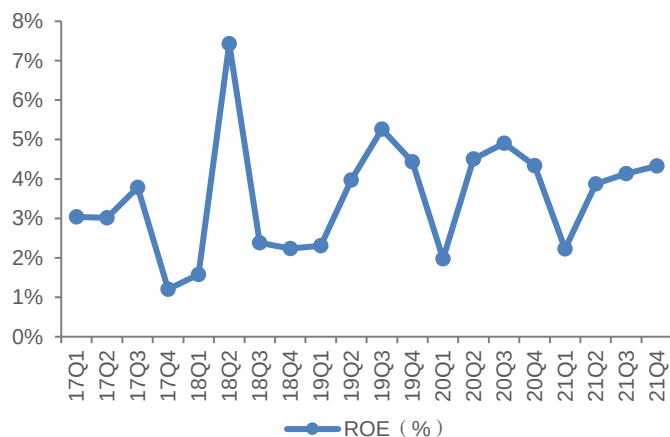
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况 (%)



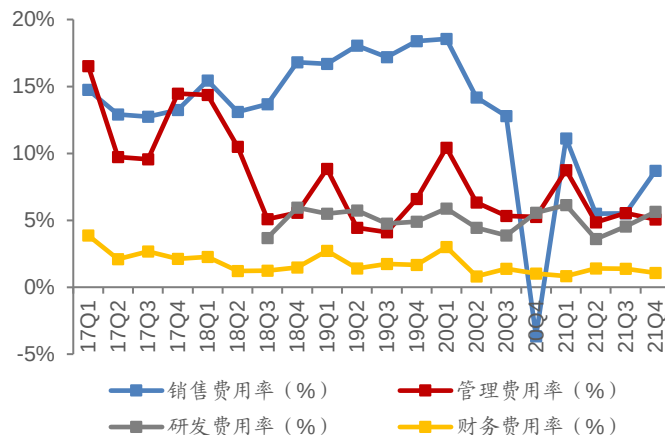
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况 (%)



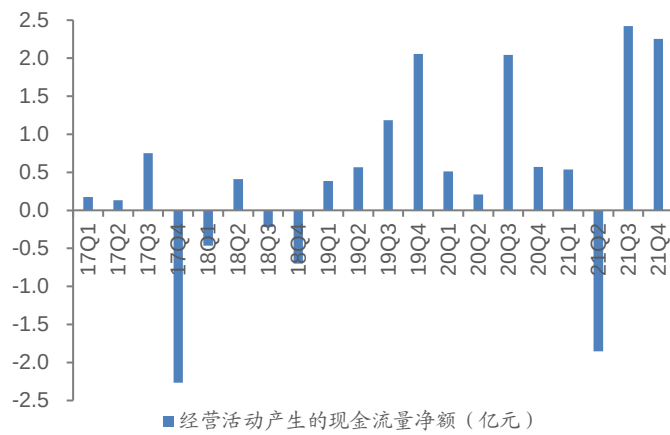
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况 (%)



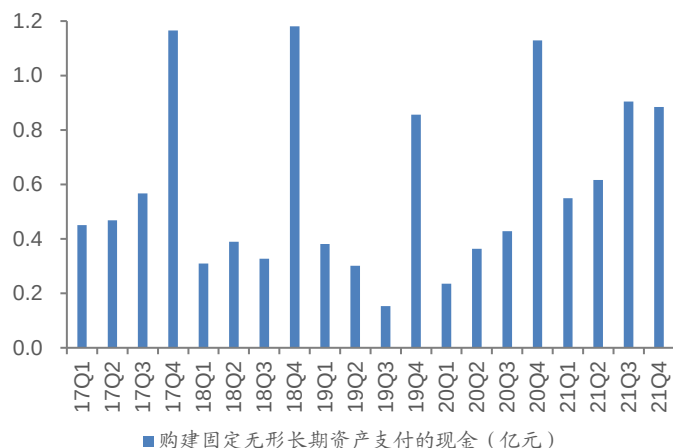
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度经营现金流净额变化情况 (亿元)



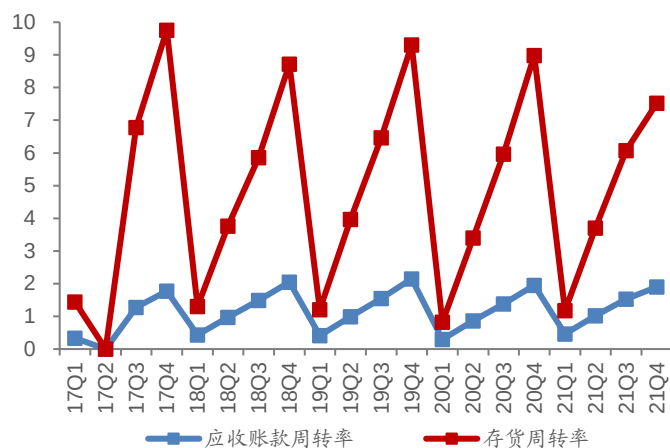
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本开支情况 (亿元)



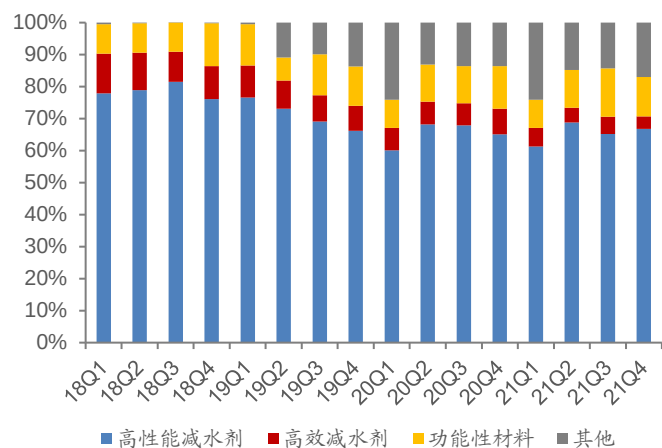
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司存货周转率与应收账款周转率 (次)



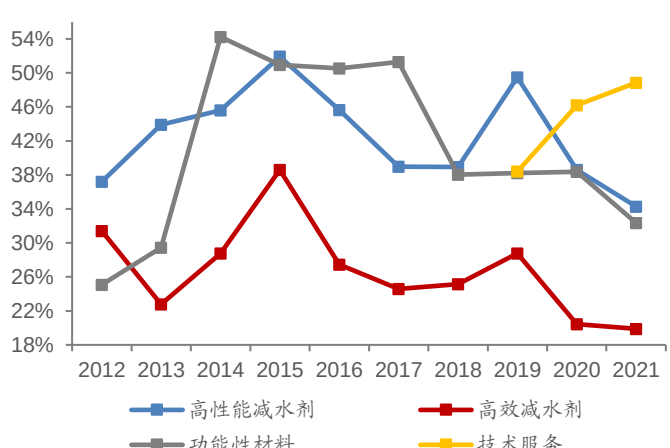
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司各业务收入占比情况 (%)



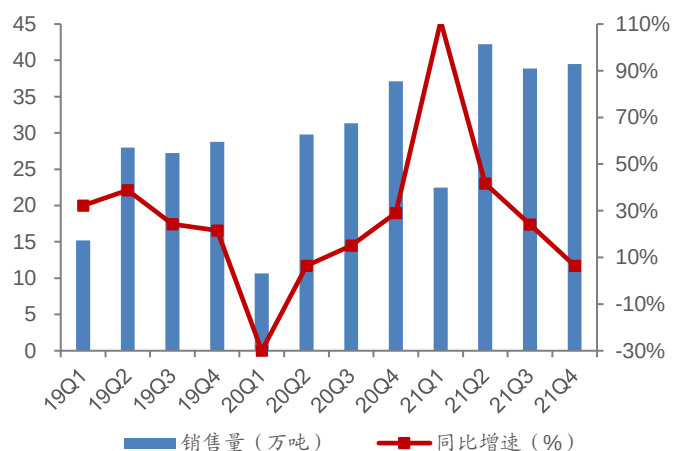
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司主营业务毛利率情况 (%)



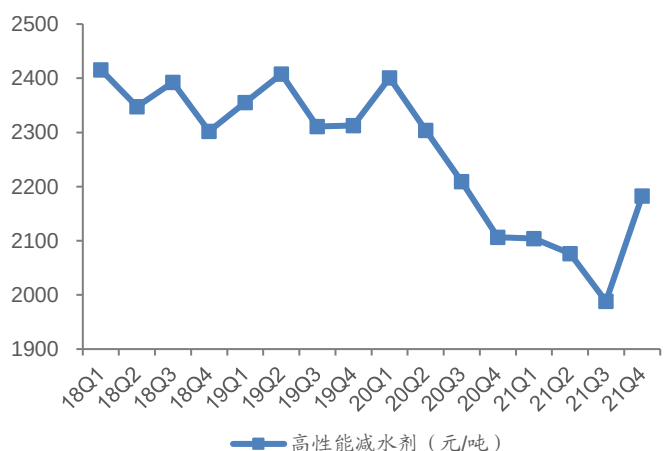
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司高性能减水剂单季销量及增速 (万吨, %)



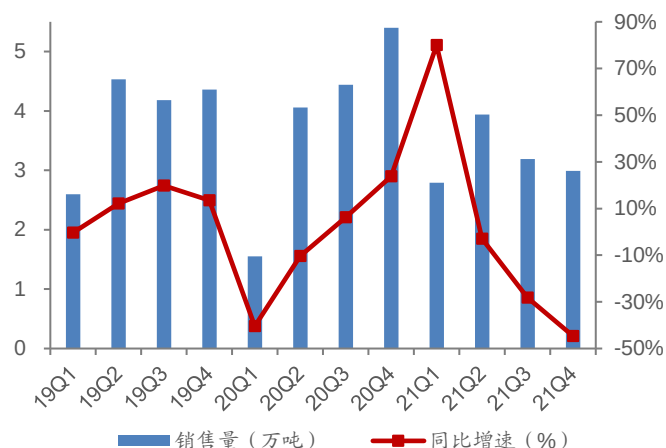
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司高性能减水剂单季销售均价 (元/吨)



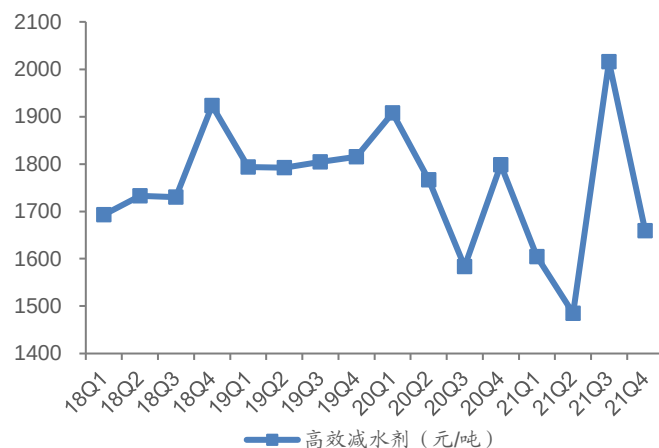
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司高效减水剂单季销量及增速 (万吨, %)



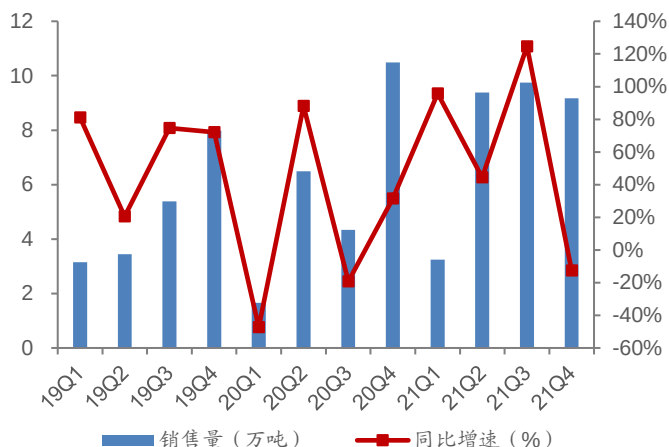
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司高效减水剂单季销售均价 (元/吨)



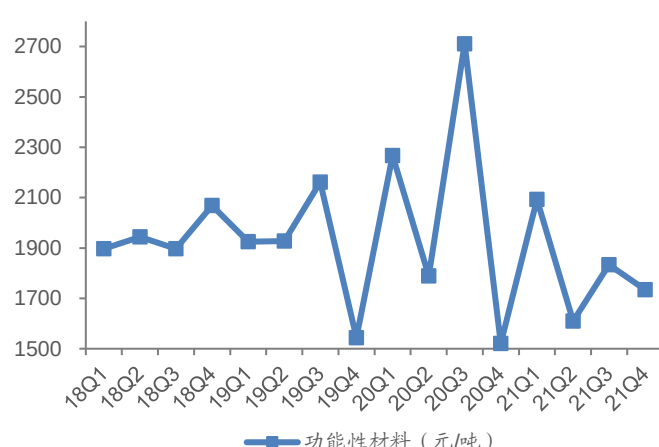
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 公司功能性材料单季销量及增速 (万吨, %)



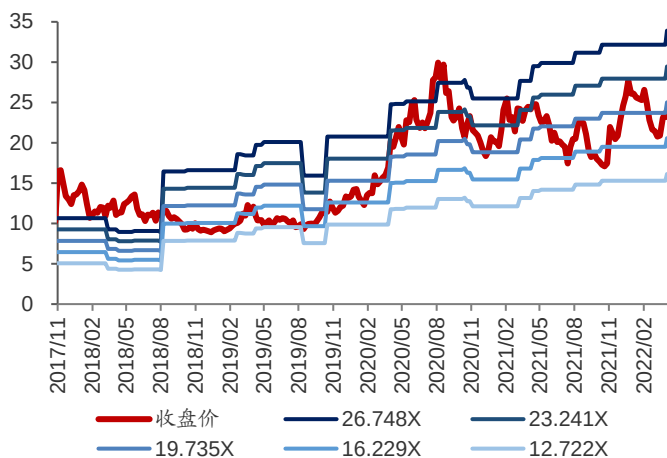
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 公司功能性材料单季销售均价 (元/吨)



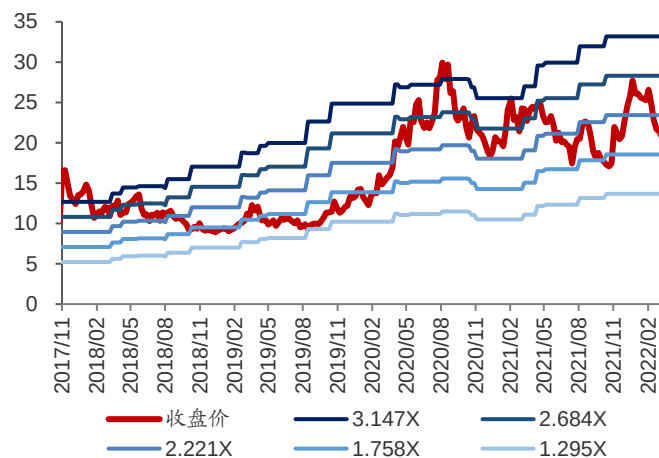
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 苏博特 P/E-Band



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 苏博特 P/S-Band



资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	5047	6084	7535	9161					
现金	842	1158	1569	2012					
应收账款	2768	3109	3768	4535					
其他应收款	47	56	63	67					
预付账款	99	147	165	189					
存货	462	475	602	717					
其他流动资产	829	1139	1366	1640					
非流动资产	2522	2690	2872	3033					
长期投资	95	105	117	131					
固定资产	1585	1731	1849	1935					
无形资产	369	392	452	520					
其他非流动资产	473	462	453	447					
资产总计	7570	8774	10406	12194					
流动负债	2853	3031	3458	3857					
短期借款	700	600	490	360					
应付账款	425	566	677	768					
其他流动负债	1728	1866	2291	2729					
非流动负债	451	691	933	1178					
长期借款	300	500	700	900					
其他非流动负债	151	191	233	278					
负债合计	3304	3723	4392	5036					
少数股东权益	335	422	528	654					
股本	420	420	420	420					
资本公积	1731	1731	1731	1731					
留存收益	1779	2478	3335	4353					
归属母公司股东权益	3931	4630	5487	6504					
负债和股东权益	7570	8774	10406	12194					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	336	563	706	763					
净利润	533	699	857	1017					
折旧摊销	194	185	205	226					
财务费用	44	49	55	61					
投资损失	-12	-17	-17	-16					
营运资金变动	-532	-503	-579	-740					
其他经营现金流	1174	1351	1620	1972					
投资活动现金流	-458	-337	-372	-374					
资本支出	-286	-338	-369	-366					
长期投资	-63	-16	-20	-24					
其他投资现金流	-109	17	17	16					
筹资活动现金流	-51	91	77	54					
短期借款	-86	-100	-110	-130					
长期借款	267	200	200	200					
普通股增加	70	0	0	0					
资本公积增加	-57	0	0	0					
其他筹资现金流	-245	-9	-13	-16					
现金净增加额	-175	316	411	443					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	4522	5589	6673	7879					
营业成本	2926	3558	4194	4949					
营业税金及附加	39	48	57	68					
销售费用	333	447	534	630					
管理费用	260	324	394	461					
财务费用	54	39	38	37					
资产减值损失	-1	-1	-1	-2					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	12	17	17	16					
营业利润	686	899	1108	1315					
营业外收入	1	2	2	3					
营业外支出	2	3	4	4					
利润总额	685	898	1107	1314					
所得税	86	112	144	171					
净利润	599	785	963	1143					
少数股东损益	66	87	106	126					
归属母公司净利润	533	699	857	1017					
EBITDA	923	1128	1379	1610					
EPS (元)	1.27	1.66	2.04	2.42					

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.8%	23.6%	19.4%	18.1%
营业利润	15.8%	31.0%	23.3%	18.7%
归属于母公司净利润	20.9%	31.1%	22.6%	18.7%
获利能力				
毛利率 (%)	35.3%	36.3%	37.1%	37.2%
净利率 (%)	11.8%	12.5%	12.8%	12.9%
ROE (%)	13.6%	15.1%	15.6%	15.6%
ROIC (%)	12.0%	13.2%	13.9%	14.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	43.6%	42.4%	42.2%	41.3%
净负债比率 (%)	77.5%	73.7%	73.0%	70.4%
流动比率	1.77	2.01	2.18	2.37
速动比率	1.54	1.77	1.92	2.10
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.64	0.64	0.65
应收账款周转率	1.63	1.80	1.77	1.74
应付账款周转率	6.89	6.29	6.19	6.44
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.66	2.04	2.42
每股经营现金流	0.80	1.34	1.68	1.81
每股净资产	9.35	11.01	13.05	15.47
估值比率				
P/E	20.28	13.96	11.39	9.59
P/B	2.75	2.11	1.78	1.50
EV/EBITDA	11.96	8.68	6.90	5.71

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,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,本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿,分析结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道,华安证券研究所力求准确、可靠,但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下,本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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,未经华安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。如欲引用或转载本文内容,务必联络华安证券研究所并获得许可,并需注明出处为华安证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内,证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准,A 股以沪深 300 指数为基准;新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使无法给出明确的投资评级。