

Q2 减水剂销量承压，重视基建由预期向基本面过渡

2022 年 08 月 28 日

➤ **公司发布 2022 年半年报：**22H1 实现营收 17.49 亿元，同比-14.56%，归母净利 1.64 亿元，同比-23.97%，扣非净利 1.56 亿元，同比-23.86%。其中，22Q2 实现营收 10.33 亿元，同比-18.97%，归母净利 0.84 亿元，同比-39.13%，扣非净利 0.81 亿元，同比-37.25%。22H1 公司毛利率 36.08%，同比+1.57pct，净利率 11.24%，同比-0.87pct，其中 22Q2 毛利率 33.9%，同比+2.73pct，环比-5.32pct。**收入结构方面**，高性能减水剂占比 62.2%，同比-3.8pct，技术服务（检测）占比 18.2%，同比+3.1pct，功能性材料占比 13.3%，同比+2.6pct，高效减水剂占比 3%，同比-2.1pct。

➤ **减水剂业务：**

①22Q2 高性能减水剂营收 6.57 亿元，同比-25.07%。**产销量方面**，22Q2 高性能销量 31.6 万吨，同比-10.6 万吨（-25.1%），产量 32 万吨，同比-9.6 万吨，预计主因为下游需求承压以及疫情干扰。**区域方面**，22H1 华东区域营收占比 42.3%，整体收入同比-19.1%，西部区、东南、华南表现较优，同比增速分别为+3.8%、-4.4%、-7.5%。**单价方面**，单 2 季度高性能减水剂吨均价 2076 元，同比持平，环比-97 元。产能方面，广东江门基地预计将于近期投产。

②22Q2 高效减水剂营收 2852 万元，同比-51.26%，销量 1.42 万吨，同比-2.52 万吨。单 2 季度高效减水剂吨均价 2008 元，同比+96 元，环比+523 元，预计与系更多应用于重点工程项目有关。

③**成本方面**，22H1 环氧乙烷采购均价同比+1.08%。

➤ **功能性材料业务：**22Q2 功能性材料营收 1.38 亿元，同比-8.45%，收入占比持续提升。**产销量方面**，单 2 季度功能性材料销量 7.28 万吨，同比-2.1 万吨，产量 7.61 万吨，同比-1.8 万吨。**单价方面**，吨均价 1898 元，同比-175 元，环比+289 元。22H1 抗裂材料、风电灌浆料、交通材料均取得不同程度增长，并应用于铜陵长江大桥、明珠湾隧道、胶州湾第二隧道、广东阳江风电等工程。

➤ **检测业务：**22H1 检测业务营收 3.18 亿元，同比+2.98%，上半年检测中心净利润 7086 万元，去年同期为 7002 万元。**检测业务逆势增长，预计主因为：**①开拓既有存量建筑业务，②新业务轨道交通、公路水运、环境健康等领域积极开拓。

➤ **其他关注点包括：**①22H1 公司期间费用率合计 23.4%，同比+3.72pct，销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.46%、7.46%、4.98%、1.5%，同比+1.84pct、+1.15pct、+0.42pct、+0.31pct，销售、管理费用中的职工薪酬分别为+19.1%、9.7%。②经营活动产生的现金流量净额为-1.56 亿元，去年同期为-1.32 亿元。③应收账款及票据 31.12 亿元，22Q1 期末为 29.53 亿元，去年同期为 29.75 亿元，预计与央企客户账期有关。公司客户主要为行业内知名的国家或省市级建工公司，预计风险整体可控。④22Q2 收到税费返还 2714 万元，21Q2-22Q1 分别为 95、15、40、122 万元，预计与前期基地投产后期形成税收有关。

➤ **持续重点推荐苏博特：**外部环境变化较快导致需求下滑超出预期（疫情、天气、地产调控等），我们下调公司 2022-2024 年归母净利润预测为 5.4、6.94、8.66 亿元，8 月 26 日股价对应动态 PE 为 16x、12x、10x。我们看好①减水剂销量回暖、原材料降价红利，②功能性材料打开第二曲线，③重视基建由预期向基本面过渡，维持“推荐”评级。

风险提示：基建、市政项目推进不及预期；地产政策不及预期；新材料应用进程不及预期；原材料价格大幅波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4522	4504	5724	6978
增长率（%）	23.8	-0.4	27.1	21.9
归属母公司股东净利润（百万元）	533	540	694	866
增长率（%）	20.9	1.4	28.5	24.8
每股收益（元）	1.27	1.29	1.65	2.06
PE	16	16	12	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

19.97 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

1. 苏博特 (603916.SH) 2022 年一季报点评：Q1 利润逆势增长，有望受益全面基建-2022/04/30
2. 苏博特 (603916.SH) 2021 年报点评：顺势提价传导压力，功能性材料保持高增-2022/04/17
3. 【民生建材】苏博特深度报告：功能新生，以技见长-2022/01/19

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4522	4504	5724	6978
营业成本	2926	2856	3646	4449
营业税金及附加	39	39	50	61
销售费用	333	356	452	551
管理费用	260	266	338	412
研发费用	220	216	275	335
EBIT	729	770	963	1170
财务费用	54	54	69	84
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	12	14	17	21
营业利润	686	720	913	1120
营业外收支	-1	1	1	1
利润总额	685	721	914	1121
所得税	86	90	114	140
净利润	599	631	800	981
归属于母公司净利润	533	540	694	866
EBITDA	923	959	1175	1403

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	842	1189	1137	1263
应收账款及票据	3323	3289	4193	5112
预付款项	99	118	144	170
存货	462	382	524	646
其他流动资产	321	310	369	394
流动资产合计	5047	5288	6367	7585
长期股权投资	95	95	95	95
固定资产	1585	1713	1818	1899
无形资产	369	459	497	535
非流动资产合计	2522	2734	2872	2989
资产合计	7570	8022	9239	10574
短期借款	700	700	700	700
应付账款及票据	1363	1079	1484	1855
其他流动负债	790	1031	1216	1416
流动负债合计	2853	2809	3400	3971
长期借款	300	300	300	300
其他长期负债	151	151	151	151
非流动负债合计	451	451	451	451
负债合计	3304	3261	3851	4422
股本	420	420	420	420
少数股东权益	335	426	531	646
股东权益合计	4266	4762	5388	6152
负债和股东权益合计	7570	8022	9239	10574

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	23.81	-0.40	27.09	21.91
EBIT 增长率	14.48	5.65	25.01	21.50
净利润增长率	20.88	1.41	28.50	24.78
盈利能力 (%)				
毛利率	35.29	36.58	36.30	36.24
净利率	13.25	14.01	13.97	14.06
总资产收益率 ROA	7.04	6.74	7.51	8.19
净资产收益率 ROE	13.56	12.46	14.30	15.73
偿债能力				
流动比率	1.77	1.88	1.87	1.91
速动比率	1.54	1.68	1.64	1.67
现金比率	0.30	0.42	0.33	0.32
资产负债率 (%)	43.65	40.64	41.69	41.82
经营效率				
应收账款周转天数	223.41	205.69	208.86	212.65
存货周转天数	57.68	48.82	52.50	53.00
总资产周转率	0.60	0.56	0.62	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.29	1.65	2.06
每股净资产	10.15	11.33	12.82	14.64
每股经营现金流	0.80	2.26	1.27	1.79
每股股利	0.36	0.32	0.41	0.52
估值分析				
PE	16	16	12	10
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	9.33	8.62	7.08	5.84
股息收益率 (%)	1.80	1.61	2.07	2.58

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	599	631	800	981
折旧和摊销	194	189	212	233
营运资金变动	-532	63	-541	-521
经营活动现金流	336	951	536	754
资本开支	-286	-399	-349	-349
投资	-63	0	0	0
投资活动现金流	-458	-385	-332	-328
股权募资	0	0	0	0
债务募资	186	800	0	0
筹资活动现金流	-51	632	-207	-250
现金净流量	-175	1198	-3	176

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026