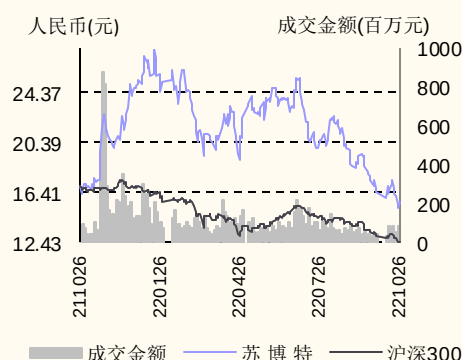


市场价格 (人民币): 15.73 元

业绩短期承压, 新项目持续推进

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.20
已上市流通 A 股(亿股)	4.19
总市值(亿元)	66.11
年内股价最高最低(元)	27.89/15.22
沪深 300 指数	3657
上证指数	3000



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,652	4,522	3,486	4,870	6,155
营业收入增长率	10.45%	23.81%	-22.92%	39.72%	26.39%
归母净利润(百万元)	441	533	338	560	714
归母净利润增长率	24.40%	20.88%	-36.56%	65.53%	27.65%
摊薄每股收益(元)	1.258	1.268	0.804	1.331	1.699
每股经营性现金流净额	0.85	0.64	3.20	0.81	1.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.73%	13.56%	8.18%	12.25%	13.86%
P/E	18.25	20.32	19.56	11.82	9.26
P/B	2.32	2.75	1.60	1.45	1.28

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩

- 公司发布三季报, 三季度公司实现营业收入 227.15 亿元, 同比下降 16.02%, 归母净利润 2.36 亿元, 同比下降 35.80%。

分析

- **3 季度受到下游需求支撑影响, 整体情况依然承压。**单三季度公司整体的营收约为 9.65 亿元, 同比下降 18.55%, 归母净利润 0.71 亿元, 同比下降 52.72%。一方面公司的主要市场包括华东地区在内, 相当多的地方都有不断的疫情反复, 导致整体的下游需求抑制明显, 另一方面, 全球景气度一般, 需求支撑力度不足, 国内整体的产业链发展受到不小的抑制, 因而三季度公司的整体产品销售依然受到影响, 其中公司的高性能减水剂销量同比下降 21%、高效减水剂销量同比下降约 68%, 功能性材料销量同比下降约 28%, 承压明显。但公司是国内减水剂龙头企业, 整体具有相对较强的行业影响力和领先的技术水平, 相比于其他同行业公司, 公司的盈利水平依然领先, 但受到负荷不足等因素影响, 毛利率水平略有下行。
- **江门基地有望逐步投产, 公司的现有基地版图将进一步完善。**公司在广东江门的基地建设将有逐步投产, 届时公司将进一步夯实在大湾区范围内的市场布局, 基本完善了全国主要产区的产业布局, 开启局部市场的产品下沉。
- **公司基建和房地产多市场布局, 伴随重点布局领域疫情影响减弱, 将有望逐步恢复。**此次疫情的反复, 需求的减弱给较多的小规模减水剂企业带来了较大的影响, 公司借助领先的技术优势, 完善的产业链布局和基地布局有望更多的深入终端市场, 借助技术和产品的力量实现市占率的提升。同时公司下游应用领域兼顾基建和房地产领域, 且公司在基建领域的优势较为突出, 占比相比于同行业水平较高, 因而公司若在疫情逐步修复的过程中, 有望通过多领域布局来分散风险。

投资建议

- 下调 2022 年盈利预测 48%, 预测公司 2022-2024 年归母净利润 3.38、5.60、7.14 亿元, EPS 分别为 0.80、1.33、1.70 元, 当前股价对应公司 PE 为 19.56、11.82、9.26 倍, 维持“增持”评级。

风险提示

- 行业竞争拉低盈利; 需求不达预期; 原料价格波动风险; 疫情反复风险

相关报告

- 1.《疫情短期小幅影响, 后期仍具较强成长动能-【国金化工】苏博特公...》, 2022.4.28
- 2.《新产品快速突破, 持续进行基地和产能布局-【国金化工】苏博特点...》, 2022.4.17
- 3.《生产运行稳定, 费用管控持续发挥效果-【国金化工】苏博特公司点...》, 2021.10.29

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyirong@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,307	3,652	4,522	3,486	4,870	6,155
增长率		10.5%	23.8%	-22.9%	39.7%	26.4%
主营业务成本	-1,804	-2,254	-2,926	-2,326	-3,182	-4,031
%销售收入	54.6%	61.7%	64.7%	66.7%	65.3%	65.5%
毛利	1,503	1,398	1,596	1,160	1,689	2,125
%销售收入	45.4%	38.3%	35.3%	33.3%	34.7%	34.5%
营业税金及附加	-31	-32	-39	-30	-42	-54
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-586	-308	-333	-261	-365	-462
%销售收入	17.7%	8.4%	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-186	-225	-260	-202	-282	-357
%销售收入	5.6%	6.2%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
研发费用	-171	-176	-220	-171	-239	-302
%销售收入	5.2%	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	528	658	743	495	760	951
%销售收入	16.0%	18.0%	16.4%	14.2%	15.6%	15.4%
财务费用	-58	-47	-54	-38	-36	-42
%销售收入	1.8%	1.3%	1.2%	1.1%	0.7%	0.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	3	12	5	0	0
%税前利润	0.0%	0.4%	1.8%	1.1%	0.0%	0.0%
营业利润	464	592	686	462	724	909
营业利润率	14.0%	16.2%	15.2%	13.3%	14.9%	14.8%
营业外收支	-3	-4	-1	0	0	0
税前利润	460	588	685	462	724	909
利润率	13.9%	16.1%	15.2%	13.3%	14.9%	14.8%
所得税	-76	-95	-86	-65	-101	-127
所得税率	16.6%	16.1%	12.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	384	493	599	397	623	781
少数股东损益	30	53	66	59	63	67
归属于母公司的净利润	354	441	533	338	560	714
净利率	10.7%	12.1%	11.8%	9.7%	11.5%	11.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	384	493	599	397	623	781
少数股东损益	30	53	66	59	63	67
非现金支出	144	174	246	182	216	256
非经营收益	48	38	23	47	48	55
营运资金变动	-157	-372	-532	719	-545	-450
经营活动现金净流	419	333	336	1,345	341	641
资本开支	-222	-345	-286	-593	-312	-464
投资	-1	-182	-63	0	0	0
其他	28	0	-109	5	0	0
投资活动现金净流	-194	-527	-458	-588	-312	-464
股权募资	11	59	0	-9	0	0
债权募资	51	572	186	-208	58	305
其他	-132	-152	-238	-175	-174	-181
筹资活动现金净流	-70	479	-51	-392	-116	125
现金净流量	156	448	-175	365	-87	302

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	507	986	842	1,207	1,120	1,422
应收款项	2,440	2,734	3,369	2,230	3,115	3,937
存货	187	315	462	268	349	442
其他流动资产	101	203	374	321	373	423
流动资产	3,235	4,239	5,047	4,025	4,956	6,223
%总资产	64.6%	66.1%	66.7%	58.0%	62.2%	65.9%
长期投资	0	100	112	112	112	112
固定资产	1,285	1,516	1,604	1,994	2,059	2,238
%总资产	25.7%	23.6%	21.2%	28.7%	25.8%	23.7%
无形资产	390	466	623	661	695	726
非流动资产	1,773	2,174	2,522	2,916	3,012	3,220
%总资产	35.4%	33.9%	33.3%	42.0%	37.8%	34.1%
资产总计	5,008	6,413	7,570	6,941	7,968	9,444
短期借款	870	785	725	0	61	365
应付款项	970	1,303	1,787	1,223	1,597	2,023
其他流动负债	417	400	341	237	336	425
流动负债	2,257	2,488	2,853	1,460	1,994	2,813
长期贷款	26	33	300	299	296	297
其他长期负债	96	126	151	654	654	654
负债	2,380	2,648	3,304	2,413	2,944	3,764
普通股股东权益	2,391	3,463	3,931	4,133	4,567	5,155
其中：股本	311	350	420	420	420	420
未分配利润	911	1,239	1,630	1,842	2,276	2,864
少数股东权益	237	302	335	394	457	524
负债股东权益合计	5,008	6,413	7,570	6,941	7,968	9,444

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.141	1.258	1.268	0.804	1.331	1.699
每股净资产	7.698	9.888	9.352	9.834	10.865	12.265
每股经营现金净流	1.251	0.845	0.644	3.200	0.811	1.526
每股股利	0.200	0.240	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	14.82%	12.73%	13.56%	8.18%	12.25%	13.86%
总资产收益率	7.08%	6.87%	7.04%	4.87%	7.02%	7.56%
投入资本收益率	12.50%	12.01%	12.25%	7.96%	11.07%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	42.78%	10.45%	23.81%	-22.92%	39.72%	26.39%
EBIT增长率	111.97%	24.52%	13.0%	-33.34%	53.39%	25.13%
净利润增长率	32.01%	24.40%	20.88%	-36.56%	65.53%	27.65%
总资产增长率	41.67%	28.05%	18.04%	-8.31%	14.81%	18.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	169.8	187.5	191.5	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	39.2	40.6	48.5	42.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	62.7	55.0	51.8	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	131.1	143.3	127.6	180.6	141.6	125.6
偿债能力						
净负债/股东权益	14.83%	-4.46%	1.59%	-11.02%	-7.04%	-6.17%
EBIT利息保障倍数	9.0	13.9	13.7	12.9	21.2	22.6
资产负债率	47.52%	41.29%	43.65%	34.77%	36.95%	39.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	2	23	32	94
增持	0	1	6	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.21	1.18	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-27	增持	26.28	N/A
2	2021-01-05	增持	23.32	N/A
3	2021-03-26	增持	29.39	N/A
4	2021-04-26	增持	29.35	N/A
5	2021-08-17	增持	20.18	N/A
6	2021-10-29	增持	16.65	N/A
7	2022-04-17	增持	23.73	N/A
8	2022-04-28	增持	21.26	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402