

苏博特（603916）：近看基建复工增长高速，远看新材料空间广阔

2020年02月27日

强烈推荐/维持

苏博特

公司报告

重大工程项目陆续开工，公司显著受益。疫后全国范围内的复工大潮已经拉开，近日以来我国“八纵八横”高铁网重点工程等基础设施项目正在加紧建设之中。作为混凝土外加剂的龙头企业，重大项目的开工建设对于公司经营直接有利。

公司是实质意义上的建筑用新材料龙头企业。虽然目前公司的营收和利润中减水剂相关的业务贡献主要部分，但是公司在新材料上的深厚积淀更是为公司提供了十分广阔的发展空间。公司的功能性新材料板块无论在绝对值和利润占比上都呈现明显的快速增长趋势。此外，公司积极研发的裂缝控制材料、高性能水泥基材料、防水与修复材料、耐久性提升材料等，均具有广阔的市场空间，而且公司是行业发展的引领者。此外，未来随着可装配建筑等其他功能性建筑的推广，建筑用新材料将充分展示出其优良的性能。

混凝土外加剂龙头企业持续高增长可期。长江中下游河道合法采砂量从2013年起逐步下降。目前，我国天然砂产量总体供小于求，天然砂的替代品机制砂的用量开始增加，在替代过程中将增加对混凝土外加剂的需求。公司科研团队针对机制砂研究开发的专用外加剂将迎来更加广阔的市场空间，公司在外加剂行业的品牌优势也将更加明显。据统计，我国目前有混凝土外加剂业务的企业有1000家以上，随着减水剂行业的监管越来越严格，以及近期疫情等的影响，将导致行业中的优势企业占据更大的市场份额。公司作为行业龙头将充分受益于行业集中度的提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2019-2021年营收分别为28.91、33.82和39.89亿元，归母净利润分别为3.41、4.21和4.93亿元，EPS分别为1.10、1.36和1.59元，对应当前股价的PE值分别为15、12和11倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动；下游需求不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,679.66	2,315.96	2,891.34	3,382.50	3,988.52
增长率（%）	27.84%	37.88%	24.84%	16.99%	17.92%
归母净利润（百万元）	133.79	268.40	340.93	421.00	492.98
增长率（%）	0.64%	100.61%	27.02%	23.49%	17.10%
净资产收益率（%）	7.14%	12.87%	14.14%	15.23%	15.56%
每股收益（元）	0.57	0.88	1.10	1.36	1.59
PE	29.51	19.11	15.26	12.36	10.55
PB	2.73	2.50	2.16	1.88	1.64

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司作为行业领先的新型土木工程材料供应商，主营业务是混凝土外加剂的研发、生产和销售，主要产品为混凝土外加剂中的高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料。公司产品不仅广泛应用于全国多个省市自治区的核电、水利、高铁、能源、交通、市政、港口等建筑领域的混凝土工程，而且成功应用于江苏田湾核电站、南京地铁等一大批国家和地方重点工程、特大型工程。公司是中国混凝土外加剂行业龙头企业，并被认定为国家高新技术企业、国家认定企业技术中心，拥有高性能土木工程材料国家重点实验室、博士后科研工作站、院士工作站等高层次研发平台。

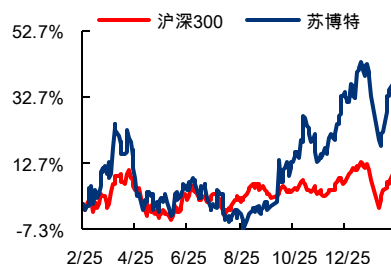
未来3-6个月重大事项提示：

2020-04-16 预计披露2019年年报

交易数据

52周股价区间（元）	16.96-12.08
总市值（亿元）	52.68
流通市值（亿元）	22.23
总股本/流通A股（万股）	31061/13106
52周日均换手率	2.99

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080002

研究助理：薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

1. 重大工程项目陆续开工, 公司显著受益

近日随着新冠肺炎疫情防控取得显著进展, 全国范围内的复工已经展开。我国“八纵八横”高铁网重点工程等基础设施项目正在加紧建设之中, 沪通铁路长江大桥、商合杭高铁宣城段、济南黄河隧道、汕头海湾隧道等一大批交通基础设施重点工程已经复工建设。各地在科学防控的同时, 也积极帮助企业复工复产, 社会各类投资趋向稳定有序。公司的主营业务是用于建筑生产的减水剂, 重大项目加紧建设将会使公司充分受益。

表 1: 2 月第三周 (2.17-2.23) 新闻联播关于稳定增长的相关报道

日期	主题	主要内容
2020.02.17	精准政策措施 助力复工复产	全国各地在全力以赴抓好疫情防控的同时, 统筹推进经济社会发展各项任务 , 各地各部门出台政策措施, 帮助企业解决返岗、物流、物资等难题, 加大财税金融帮扶力度, 助力企业复工复产, 渡过难关。
	一手抓防控 一手抓生产	河南、甘肃、湖南、江西等地在做好疫情防控的同时, 科学有序地推进企业复工复产, 努力把疫情影响降到最低, 保证经济平稳运行 。
2020.02.18	同英国首相通电话	中国经济韧性强劲, 内需空间广阔, 产业基础雄厚, 我们有信心、有能力实现今年经济社会发展目标, 特别是抓好决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚的重点任务 。
	召开国务院常务会议	会议强调, 当前统筹抓好疫情防控和经济社会发展, 一项迫切任务是稳就业。稳就业就必须稳企业。
	国资委: 既定生产经营目标和改革任务不变	国资委负责人表示, 中央企业充分发挥国家队作用积极响应党中央号召在抗击疫情第一线, 同时积极组织复产复工。年初制定的生产经营目标和改革任务不会改变。
	我国“八纵八横”高铁网等一批交通基础设施重点工程复工	连日来, 我国“八纵八横” “高铁网重点工程等基础设施项目正在加紧建设之中 , 沪通铁路长江大桥、商合杭高铁宣城段、济南黄河隧道、汕头海湾隧道等一大批交通基础设施重点工程已经复工建设。
2020.02.19	广东: 粤港澳大湾区重点项目陆续复工复产	广东一手抓疫情防控, 一手抓稳定经济, 率先发布了一系列惠企稳岗政策, 粤港澳大湾区一批重大项目按计划推进。目前, 粤港澳大湾区超过 1.5 万家规模以上工业企业开工恢复生产, 各大码头维持了 24 小时的不间断运转, 实现了防控疫情与港口生产“两不误”。
	央视快评	有信心有能力实现今年经济社会发展目标
	一手抓防控 一手抓生产	宁夏、辽宁、贵州、内蒙古等地在全力以赴抓好疫情防控同时, 出台一系列举措助力企业安全有序复工复产。
	一批国家重点工程项目稳步推进	一批国家重点项目稳步推进 。在积极做好防疫工作的同时, 有序推动项目进度按计划进行。
2020.02.20	战疫情稳发展 各地精准施策统筹兼顾	当前, 各地在科学防控的同时, 积极帮助企业复工复产, 社会生产生活稳定有序 。
	加快复工复产 稳外贸 打出组合拳	疫情之下, 面临国内外市场的双重压力, 外贸如何稳? 从各部委出台支持外贸企业稳定发展的相关政策, 到地方政府“一企一策”帮扶外贸企业复工复产, 一系列稳外贸的组合拳正在加快落地。
2020.02.21	中共中央政治局召开会议 研究新冠肺炎疫情防控工作 部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作	会议强调, 新冠肺炎疫情虽然给经济运行带来明显影响, 但我国经济有巨大的韧性和潜力, 长期向好的趋势不会改变。要统筹做好疫情防控和经济社会发展工作, 坚定不移贯彻新发展理念, 深化供给侧结构性改革, 打好三大攻坚战, 全面做好“六稳”工作, 发挥各方面积极性、主动性、创造性, 把疫情影响降到最低, 努力实现全年经济社会发展目标任务, 实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务, 完成“十三五”规划 。
2020.02.22	一手抓防控 一手抓生产	在抓好疫情防控的同时, 贵州、云南、广西、青海、西藏等省区采取多种措施, 推动企业和重大项目开工复产, 保证经济平稳运行。
	疫情防控不放松 项目建设不停步	这几天, 各地在防控疫情的同时 积极推动重大项目复工建设, 助力企业有序复产 。

2020.02.23

人民日报评论员文章：
有序推动复工复产

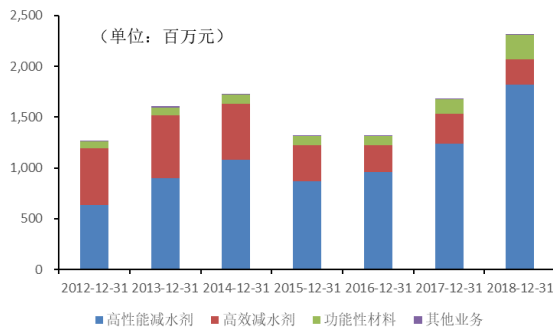
文章指出，复工就是稳就业，复产就是稳经济。有序推动复工复产是当前统筹做好疫情防控和经济社会发展工作的紧迫任务，也是把疫情影响降到最低的一个重要着力点。

资料来源：新闻联播、东兴证券研究所

2. 公司是实质上的建筑用新材料龙头企业

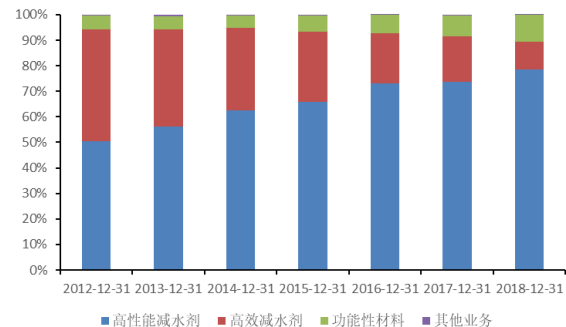
虽然目前公司的营收和利润中减水剂相关的业务贡献主要部分，但是功能性新材料产业无论在绝对值和占比上都呈现明显的快速增长趋势。2012至2018年，公司功能性材料营业收入增长253%，年复合增长率为23%；毛利润增长436%，年复合增长率为32%；毛利率常年保持在37%以上。此外，公司功能性新材料种类丰富，包括减水剂助剂、裂缝控制材料、耐久性提升材料等，近年来成功应用在乌东德水电站、白鹤滩水电站、泰州大桥、润扬大桥、青岛海湾大桥、京沪高铁、兰新高铁、武广高铁等重点工程中。随着“青山绿水就是金山银山”的提出，作为基建设施中重要的组成材料之一的混凝土外加剂，也必须顺应绿色化、低碳化的发展大潮流，未来功能性建筑用新材料将有更广阔的市场需求。

图 1：2012-2018 公司主营收入构成



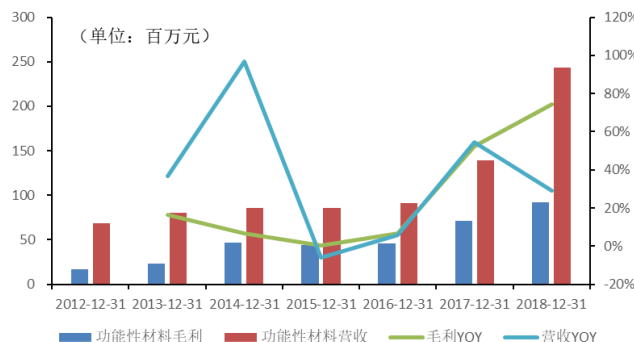
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：2012-2018 公司主营收入分类占比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：2012-2018 功能性材料营业收入、毛利变化



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 2：公司主要产品介绍

板块	产品	应用领域
高性能减水剂	通用型聚羧酸减水剂	根据工程实际需求，为客户提供最优个性化产品和技术方案。目前产品已广泛应用于防城港核电、溪洛渡水电站、港珠澳大桥、京沪高铁、北京中国尊等核电、水电、桥梁、高铁、高层建筑、市政民用等领域。
	功能型聚羧酸减水剂	用于满足工程施工的特定需求，适用于各类泵送、长距离运输、流态混凝土。如聚羧酸减缩抗裂减水剂，适用于拦水坝体、隧道、地铁港口等抗裂防渗要求较高的混凝土工程以及工业与民用建筑的地下室底板，侧墙等持续保湿养护困难的工程。
	铁路专用聚羧酸减水剂	适用于有快硬早强要求的低温施工混凝土、预制混凝土工程、蒸养混凝土构件等；缓凝型产品适用于具有高保坍、高耐久要求的商品混凝土、泵送混凝土工程，也可用于高流态、高保坍、高强与超高强混凝土工程。
	聚羧酸母液	该系列产品对水泥适应性强，掺量低，使用方便，适用于配制各种性能要求的混凝土，如普通混凝土、泵送混凝土、超流态混凝土、自密实混凝土、高强及超高强混凝土等。
	聚羧酸粉剂	适用于各种高强混凝土、高流动性混凝土、灌浆自流平砂浆以及填缝材料等水泥基干粉材料，也可应用于石膏基干粉材料、耐火材料和在陶瓷产品中作为功能性分散剂使用。
高效减水剂	高效减水剂母体	适合于有高效减水和增强要求的常态混凝土、蒸养混凝土及预应力混凝土工程，也可用作复合混凝土外加剂的母体材料。
	高效减水剂粉剂	标准型产品可广泛应用于有大减水、高增强、高耐久要求的常态混凝土、蒸养混凝土和预应力混凝土工程；缓凝型产品特别适用于有缓凝和低水化热要求的水工常态混凝土及碾压混凝土工程。
	高效减水剂水剂	该系列高效减水剂产品，具有高效减水、保坍优，凝结性能优异，水泥适应性强，和易性优，泵送性能优等特点，适用于各种混凝土结构、各种季节气候施工。
功能性新材料	减水剂助剂	包含引气剂、消泡剂、增强剂、缓凝剂以及增稠剂，应用于水利工程、核电工程、道路、桥梁等
	裂缝控制材料	包含水分蒸发抑制材料、温控抗裂材料以及检索抗裂材料，应用于高铁、桥梁、水电站、隧道和机场的建设。
	耐久性提升材料	包含隔、阻、缓系列产品，主要应用于提升混凝土表层结构的耐久性
	高性能水泥基材料	包含压浆材料、普通灌浆料、支座砂浆等产品，广泛应用于高铁、桥梁、核电、水电、风电等工程建设。
	特种混凝土	包含超高性能、喷射、纤维、防冻混凝土等，用于桥梁和机场建设等。
	交通工程材料	包含沥青再生材料、抗车辙材料、沥青改性材料等，用于路面建设。
	防水与修复材料	防水与修复材料主要包括防水涂料、防水卷材、粘结密封材料、修复加固材料、防护涂料等5大系列产品。系列产品在武汉黄孝河管廊、成都地铁、京霸铁路、田湾核电、小浪底水电站、太湖隧道等数十项重大工程中得到广泛应用。

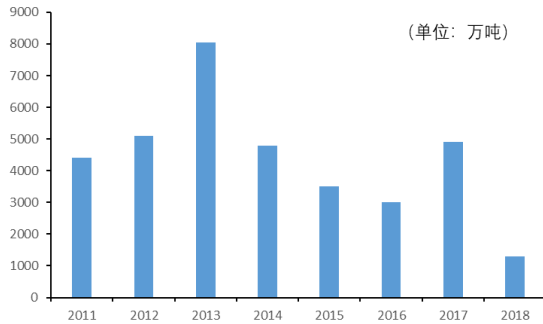
资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3. 混凝土外加剂龙头企业持续高增长可期

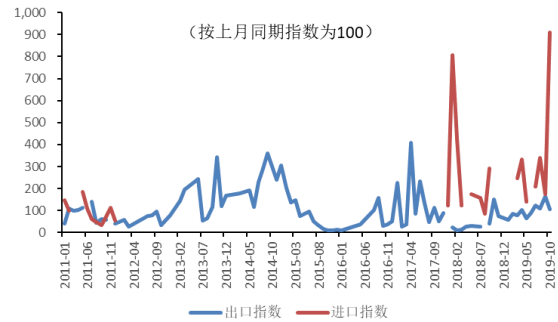
国家对天然砂石资源的限采政策趋严，长江中下游河道合法采砂量以从2013年起逐步下降。我国天然砂产量目前总体供小于求，据海关总署的数据2018年以来我国天然砂进口指数一直高于出口指数，进口量不断增长，因此天然砂的替代品机制砂的用量开始增加。而机制砂外加剂的掺量高于天然砂，在替代过程中将持续增加对混凝土外加剂的需求。公司科研团队针对机制砂研究开发的专用外加剂将迎来更加广阔的市场空间，公司在外加剂行业的品牌优势也将更加明显。

图4：2011-2018 长江中下游干流河道合法采砂量

图5：2011-2019(1-10月)天然砂进出口指数对比



资料来源：《2011-2018 长江泥沙公报》、东兴证券研究所



资料来源：海关总署，东兴证券研究所

行业市占率提升为公司业绩持续增长提供推动力。混凝土外加剂行业市场空间约 500 亿元，是精细化工中市场空间较大的品种。但同时，混凝土处于较分散的垄断竞争的市场中，CR4 仅为 10%。据统计，我国目前有混凝土外加剂业务的企业有 1000 家以上，随着减水剂行业的监管越来越严格，以及近期疫情等的影响，将导致行业中的优势企业占据更大的市场份额。公司作为行业龙头将充分受益于行业集中度的提升。

风险提示

原材料价格大幅波动；下游需求不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1566	2261	3036	3429	4074	营业收入	1680	2316	2891	3382	3989
货币资金	145	249	590	529	625	营业成本	1048	1450	1687	1997	2400
应收账款	967	1299	1622	1902	2248	营业税金及附加	18	22	28	32	38
其他应收款	31	37	46	54	64	营业费用	223	342	405	467	538
预付款项	39	100	156	222	302	管理费用	204	134	149	175	206
存货	132	201	188	189	195	财务费用	43	34	0	0	0
其他流动资产	8	18	27	35	44	研发费用	0	119	129	138	148
非流动资产合计	1167	1274	1688	1809	1934	资产减值损失	9.47	35.24	3.00	0.81	1.24
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	654	924	1232	1249	1318	投资净收益	0.00	0.02	0.00	0.00	0.00
无形资产	201	203	210	209	212	加: 其他收益	31.06	16.47	10.47	10.78	11.11
其他非流动资产	54	58	66	64	62	营业利润	165	209	460	560	650
资产总计	2733	3535	4724	5237	6009	营业外收入	1.80	124.77	1.17	1.52	1.98
流动负债合计	808	1389	2218	2343	2672	营业外支出	2.08	2.58	3.69	3.28	3.48
短期借款	500	825	1494	1550	1715	利润总额	165	331	457	558	649
应付账款	196	346	452	502	636	所得税	30	61	85	103	120
预收款项	20	39	62	89	121	净利润	135	270	373	455	529
一年内到期的非流动	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	32	34	36
非流动负债合计	44	53	54	56	59	归属母公司净利润	134	268	341	421	493
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	852	1441	2273	2399	2730	成长能力					
少数股东权益	7	9	40	74	110	营业收入增长	27.84%	37.88%	24.84%	16.99%	17.92%
实收资本(或股本)	304	309	309	309	309	营业利润增长	22.59%	26.50%	120.30%	21.71%	16.18%
资本公积	1014	1058	1058	1058	1058	归属于母公司净利	27.02%	23.49%	27.02%	23.49%	17.10%
未分配利润	496	690	951	1282	1660	获利能力					
归属母公司股东权益	1874	2085	2411	2764	3169	毛利率(%)	37.60%	37.38%	41.65%	40.97%	39.84%
负债和所有者权益	2733	3535	4724	5237	6009	净利率(%)	8.04%	11.64%	13.12%	13.56%	13.33%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.90%	4.90%	7.59%	7.22%	8.04%
单位:百万元						ROE(%)	7.14%	12.87%	14.14%	15.23%	15.56%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	-121	-98	177	181	270	资产负债率(%)	31%	41%	48%	46%	45%
净利润	135	270	373	455	529	流动比率	1.94	1.63	1.37	1.46	1.53
折旧摊销	53.62	72.88	82.26	100.95	111.96	速动比率	1.78	1.48	1.28	1.38	1.45
财务费用	43	34	0	0	0	营运能力					
应收账款减少	0	-332	-323	-280	-346	总资产周转率	0.66	0.74	0.69	0.67	0.71
预收账款增加	0	19	23	27	32	应收账款周转率	2	2	2	2	2
投资活动现金流	-51	-46	-491	-230	-249	应付账款周转率	9.64	8.53	7.25	7.10	7.01
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.57	0.88	1.10	1.36	1.59
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.09	0.36	1.10	-0.20	0.31
筹资活动现金流	144	255	655	-12	76	每股净资产(最新摊	6.16	6.74	7.79	8.94	10.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	29.51	19.11	15.26	12.36	10.55
普通股增加	76	5	0	0	0	P/B	2.73	2.50	2.16	1.88	1.64
资本公积增加	553	44	0	0	0	EV/EBITDA	20.93	18.31	11.17	9.35	8.20
现金净增加额	-28	110	341	-61	97						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

4. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	苏博特（603916）三季度业绩预告点评：业绩持续提升，技术优势为增长奠定基石	2019-10-16
公司	苏博特（603916）：深度报告：技术领先的混凝土外加剂龙头。	2019-05-17
公司	苏博特（603916）：2019 一季报点评，混凝土外加剂龙头优势凸显，技术领先带动增长。	2019-04-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：罗四维

东兴证券化工行业首席分析师，大周期组长，清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验，多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

薛阳

清华大学化学系硕士，在 Chemical Science 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526