



2020-04-16

公司点评报告

买入/维持

苏博特(603916)

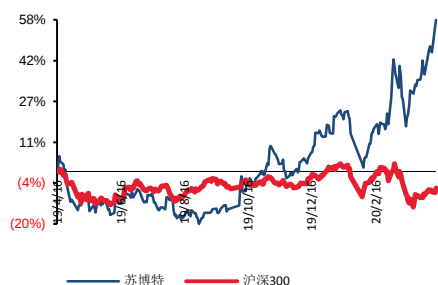
目标价: 27.2

昨收盘: 23.15

材料 材料 II

混凝土外加剂龙头，业绩靓丽，处于快速发展期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	311/131
总市值/流通(百万元)	7,191/3,034
12 个月最高/最低(元)	23.15/11.46

相关研究报告:

苏博特(603916)《【太平洋化工】苏博特 19 年业绩预告点评:扣非净利润同比增加 130%-150%，全年业绩超预期，维持“买入”》——2020/01/06

苏博特(603916)《【太平洋化工】苏博特深度报告:行业集中度提升叠加毛利率改善，助力外加剂龙头快速发展》——2019/12/17

苏博特(603916)《订单充足，毛利率提升，三季报预增超预期》——2019/10/10

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

事件: 公司发布 2019 年年报，全年实现营业收入 33.07 亿元、同比+42.78%；归母净利润 3.54 亿元、同比+32.01%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比+136%。其中第四季度单季度实现营业收入 10.05 亿元，同比+40.41%、环比+10.3%；归母净利润 1.04 亿元，同比+125%、环比-11.21%；经营活动现金流净额 2.06 亿，相比于第三季度 1.19 亿，环比+73%。公司拟每 10 股分红 3 元。

主要观点:

1、价稳量升，毛利率提升，业绩靓丽

2019 年公司业绩靓丽，主要受益于以下因素：1) 公司加大市场开拓力度，销量增长。2019 年，公司高性能减水剂销量达到 99.19 万吨、同比+28%，均价 2346 元/吨；高效减水剂销量 15.67 万吨、同比+12%，均价为 1802 元/吨；功能性材料 19.96 万吨、同比+62%，均价 1836 元/吨。产品价格总体稳定，销量提升，体现公司竞争力突出。2) 产品结构优化，原材料价格下降，毛利率提升。2019 年，公司环氧乙烷平均采购价格较同比-22.45%，甲醛同比-15.9%，工业萘同比-10.74%。公司外加剂毛利率高达 46.12%，同比提升 8.75 个百分点。今年以来由于油价暴跌，石化下游化工品价格低位，原材料环氧乙烷价格进一步下跌，减水剂高毛利率预计维持。3) 2019 年 4 月，公司完成对检测中心的收购，实现并表，股权占比 58%，检测中心 2019 年净利润 0.92 亿元。

2、公司新建产能陆续投放，行业集中度提升

混凝土外加剂行业企业数量众多，集中度较低。但近年来龙头企业加速发展，相继通过并购和自身产能扩建来提高市场占有率，行业集中度提升加快。公司长期保持行业龙头地位。随着公司江苏泰兴和四川大英项目基地稳步推进，预计 2020-2021 年陆续建成投产，公司高性能减水剂产能同比增长 118.6%，市场地位进一步提高。

3、盈利预测及评级

2020 年一季度，受疫情影响，预计公司销量短期受影响，但随着各地区的全面复工及复苏，将逐渐改善。我们预计公司 2010-2022 年归母净利润分别为 4.45 亿元、5.52 亿元、6.54 亿元，对应 EPS 1.43 元、1.78

元、2.10 元，PE 16.2X、13X、11X。考虑公司为混凝土外加剂行业龙头，技术优势领先，2020-2021 年新增产能进入投放期，受益行业集中度提升及毛利率改善，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、新建项目达产低于预期、原材料涨价

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,307	3,998	4,933	5,875
(+/-%)	42.8%	20.9%	23.4%	19.1%
净利润(百万元)	354	445	552	654
(+/-%)	32.0%	25.5%	24.1%	18.5%
摊薄每股收益(元)	1.14	1.43	1.78	2.10
市盈率(PE)	20.3	16.2	13.0	11.0

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	507	174	48	28	营业收入	3,307	3,998	4,933	5,875
应收票据	615	463	556	667	营业成本	1,804	2,170	2,687	3,200
应收账款	1,777	2,149	2,651	3,158	营业税金及附加	31	38	46	55
预付账款	84	102	126	150	销售费用	586	720	874	1,041
存货	187	225	278	331	管理费用	186	224	276	329
其他流动资产	17	72	86	103	研发费用	171	207	255	304
流动资产合计	3,187	3,183	3,744	4,437	财务费用	58	57	70	89
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	0	200	376	532	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	51	51	51	营业利润	464	583	724	857
无形资产	210	203	203	203	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	278	245	245	245	营业外支出	4	4	4	4
非流动资产合计	488	699	876	1,031	利润总额	460	579	720	853
资产合计	3,675	3,883	4,620	5,468	所得税	76	96	119	141
短期借款	870	1,000	1,030	1,061	净利润	384	483	601	712
应付票据	249	15	15	15	少数股东损益	30	39	49	58
应付账款	274	329	407	485	归属母公司净利润	354	445	552	654
预收款项	95	115	141	168	NOPLAT	441	534	663	789
其他应付款	0	74	74	74	EPS (摊薄)	1.14	1.43	1.78	2.10
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0					
其他流动负债	367	90	90	90	主要财务比率				
流动负债合计	1,855	1,622	1,757	1,893	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	26	27	28	28	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	42.8%	20.9%	23.4%	19.1%
其他非流动负债	96	53	53	53	EBIT增长率	112.0%	21.2%	24.1%	19.1%
非流动负债合计	122	79	80	81	归母公司净利润增长率	32.0%	25.5%	24.1%	18.5%
负债合计	1,977	1,702	1,838	1,974	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,391	2,836	3,387	4,041	毛利率	45.4%	45.7%	45.5%	45.5%
少数股东权益	237	275	325	383	净利率	11.6%	12.1%	12.2%	12.1%
所有者权益合计	2,628	3,111	3,712	4,424	ROE	14.8%	15.7%	16.3%	16.2%
负债和股东权益	4,605	4,813	5,550	6,398	ROIC	17.1%	17.3%	17.8%	17.7%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	42.9%	35.4%	33.1%	30.9%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	债务权益比	37.8%	34.7%	29.9%	25.8%
经营活动现金流	314	-151	113	238	流动比率	171.8%	196.2%	213.0%	234.4%
现金收益	566	544	699	849	速动比率	161.8%	182.4%	197.2%	216.9%
存货影响	14	-38	-53	-53	营运能力				
经营性应收影响	-722	-237	-619	-642	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
经营性应付影响	144	-85	105	105	应收账款周转天数	193	193	193	193
其他影响	311	-335	-18	-21	应付账款周转天数	55	55	55	55
投资活动现金流	673	-212	-200	-200	存货周转天数	37	37	37	37
资本支出	854	-244	-200	-200	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	1.14	1.43	1.78	2.10
其他长期资产变化	-182	33	0	0	每股经营现金流	1.01	-0.49	0.36	0.77
融资活动现金流	207	30	-39	-57	每股净资产	7.70	9.13	10.91	13.01
借款增加	71	131	31	32	估值比率				
财务费用	-58	-57	-70	-89	P/E	20.3	16.2	13.0	11.0
股东融资	150	0	0	0	P/B	3.0	2.5	2.1	1.8
其他长期负债变化	44	-44	0	0	EV/EBITDA	12.7	12.8	10.0	8.3

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。