

业绩持续超预期，现金流明显转好

——苏博特三季报点评

季报点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

石林(联系人)

shilin@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110009

杨铎(联系人)

yangduo@xsdzq.cn

证书编号: S0280117110013

● 三季度业绩超预期，高速增长势头延续：

公司发布 2019 年三季报，2019 年前三季度实现营业收入 23.01 亿元(+43.84%)，扣非归母净利润 2.47 亿元(+141.21%)，连续第 2 个季度业绩超预期，并实现扣非归母净利润同比翻倍以上增长；从三季度单季来看，实现营业收入 9.12 亿元，同比增长 41.60%，实现归母净利润 1.17 亿元，同比增长 143.78%。报告期内伴随业务增长，公司由于异地扩张、销售团队扩充、持续研发新产品等原因，销售费用和研发费用均有较大幅度增长。但受益于上游原材料环氧乙烷价格保持低位，利润端并未承受较大压力。随着公司异地项目的母液合成和聚醚单体产能上马，销售费用中的大头即运费将显著减少，叠加内部降本增效的有力推进，公司成本端将持续改善，足以抵消后续环氧乙烷的价格波动风险。

● 经营现金流改善明显，受益长产业链和规模效应：

2019 年前三季度，公司经营现金流达到 2.14 亿元，显著好于去年同期的-0.28 亿元。2019 年公司已经实现经营现金流连续 3 个季度为正，自由现金流连续 2 个季度为正，相比 2017、2018 年均显著改善。公司的直接上游是环氧乙烷供应商，且采购规模大，因此能够将部分下游票据向上游进行转移支付，缓解现金流压力；而竞争对手的上游均为聚醚或母液供应商，且规模不及公司，因此难以复制此模式。另外，公司 2019 年装入的检测业务是一项现金流较好的业务，一般项目回款周期在 1 个月以内，能够与账期长、占用资金大的外加剂业务形成互补，进一步改善公司现金流情况。

● 业务进入高速扩张期，维持“强烈推荐”评级：

2019 年公司正式进入业务扩张期，业绩增长动能由之前的行业因素驱动变为行业+内生双轮驱动。同时公司在费用端的改善将使净利率逐步与高毛利水平相匹配，进一步带来估值提升空间。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.27/4.87/6.06 亿元，对应 EPS 分别为 1.05/1.57/1.95 元，当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 13.3、8.9 和 7.2 倍。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：环氧乙烷价格波动的风险；房地产及基建出现下滑的风险。

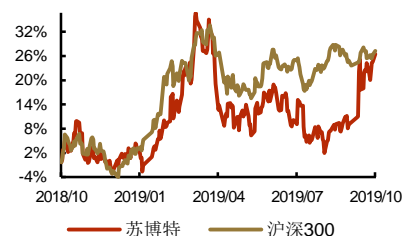
财务摘要和估值指标

| 指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,680 | 2,316 | 2,965 | 4,166 | 5,125 |
| 增长率(%) | 27.8 | 37.9 | 28.0 | 40.5 | 23.0 |
| 净利润(百万元) | 134 | 268 | 327 | 487 | 606 |
| 增长率(%) | 0.6 | 100.6 | 21.7 | 49.0 | 24.6 |
| 毛利率(%) | 37.6 | 37.4 | 39.9 | 40.5 | 40.5 |
| 净利率(%) | 8.0 | 11.6 | 11.0 | 11.7 | 11.8 |
| ROE(%) | 7.2 | 12.9 | 14.0 | 17.6 | 18.2 |
| EPS(摊薄/元) | 0.43 | 0.86 | 1.05 | 1.57 | 1.95 |
| P/E(倍) | 32.5 | 16.2 | 13.3 | 8.9 | 7.2 |
| P/B(倍) | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |

强烈推荐(维持评级)

| 市场数据 | 时间 2019.10.28 |
|-------------|---------------|
| 收盘价(元): | 14.2 |
| 一年最低/最高(元): | 11.02/15.99 |
| 总股本(亿股): | 3.11 |
| 总市值(亿元): | 44.11 |
| 流通股本(亿股): | 1.31 |
| 流通市值(亿元): | 18.61 |
| 近 3 月换手率: | 156.53% |

股价一年走势



收益涨幅(%)

| 类型 | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | 11.7 | 12.28 | -1.71 |
| 绝对 | 12.37 | 13.46 | 20.29 |

相关报告

《技术实力保驾护航，外加剂龙头驶入发展快车道》2019-09-21

附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 1566 | 2261 | 2266 | 3312 | 3877 | 营业收入 | 1680 | 2316 | 2965 | 4166 | 5125 |
| 现金 | 145 | 249 | 1914 | 2689 | 3308 | 营业成本 | 1048 | 1450 | 1782 | 2480 | 3050 |
| 应收票据及应收账款合计 | 1212 | 1655 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 18 | 22 | 36 | 51 | 62 |
| 其他应收款 | 31 | 37 | 50 | 72 | 78 | 营业费用 | 223 | 342 | 415 | 562 | 666 |
| 预付账款 | 39 | 100 | 77 | 172 | 135 | 管理费用 | 204 | 134 | 197 | 292 | 359 |
| 存货 | 132 | 201 | 208 | 361 | 338 | 研发费用 | 0 | 119 | 148 | 208 | 256 |
| 其他流动资产 | 8 | 18 | 18 | 18 | 18 | 财务费用 | 43 | 34 | 43 | 44 | 64 |
| 非流动资产 | 1167 | 1274 | 1514 | 2019 | 2362 | 资产减值损失 | 9 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 654 | 924 | 1106 | 1512 | 1808 | 其他收益 | 31 | 16 | 12 | 15 | 19 |
| 无形资产 | 201 | 203 | 230 | 252 | 258 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 311 | 147 | 178 | 256 | 296 | 营业利润 | 165 | 209 | 357 | 547 | 691 |
| 资产总计 | 2733 | 3535 | 3780 | 5332 | 6239 | 营业外收入 | 2 | 125 | 43 | 49 | 55 |
| 流动负债 | 808 | 1389 | 1377 | 2492 | 2836 | 营业外支出 | 2 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 短期借款 | 500 | 825 | 1214 | 2216 | 2612 | 利润总额 | 165 | 331 | 398 | 594 | 744 |
| 应付票据及应付账款合计 | 226 | 361 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 30 | 61 | 69 | 104 | 133 |
| 其他流动负债 | 82 | 202 | 163 | 276 | 224 | 净利润 | 135 | 270 | 329 | 490 | 611 |
| 非流动负债 | 44 | 53 | 53 | 54 | 55 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 2 | 4 | 4 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 1 | 2 | 2 | 归属母公司净利润 | 134 | 268 | 327 | 487 | 606 |
| 其他非流动负债 | 44 | 53 | 53 | 53 | 53 | EBITDA | 249 | 450 | 511 | 739 | 936 |
| 负债合计 | 852 | 1441 | 1431 | 2546 | 2891 | EPS(元) | 0.43 | 0.86 | 1.05 | 1.57 | 1.95 |
| 少数股东权益 | 7 | 9 | 11 | 15 | 19 | | | | | | |
| 股本 | 304 | 309 | 311 | 311 | 311 | 主要财务比率 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 资本公积 | 1014 | 1058 | 1058 | 1058 | 1058 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 556 | 764 | 1004 | 1371 | 1791 | 营业收入(%) | 27.8 | 37.9 | 28.0 | 40.5 | 23.0 |
| 归属母公司股东权益 | 1874 | 2085 | 2339 | 2771 | 3329 | 营业利润(%) | 22.6 | 26.5 | 71.1 | 53.2 | 26.2 |
| 负债和股东权益 | 2733 | 3535 | 3780 | 5332 | 6239 | 归属于母公司净利润(%) | 0.6 | 100.6 | 21.7 | 49.0 | 24.6 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 37.6 | 37.4 | 39.9 | 40.5 | 40.5 |
| | | | | | | 净利率(%) | 8.0 | 11.6 | 11.0 | 11.7 | 11.8 |
| | | | | | | ROE(%) | 7.2 | 12.9 | 14.0 | 17.6 | 18.2 |
| | | | | | | ROIC(%) | 7.0 | 11.5 | 21.6 | 22.6 | 25.0 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 31.2 | 40.8 | 37.8 | 47.8 | 46.3 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | 21.2 | 30.0 | -27.5 | -15.0 | -19.1 |
| | | | | | | 流动比率 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.3 | 1.4 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.7 | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 1.2 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 1.5 | 1.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 5.1 | 4.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.43 | 0.86 | 1.05 | 1.57 | 1.95 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.23 | 0.10 | 5.51 | 1.55 | 2.60 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 6.03 | 6.71 | 7.53 | 8.92 | 10.71 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 32.5 | 16.2 | 13.3 | 8.9 | 7.2 |
| | | | | | | P/B | 2.3 | 2.1 | 1.9 | 1.6 | 1.3 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 19.1 | 11.1 | 7.3 | 5.3 | 4.0 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 经营活动现金流 | -121 | -98 | 1711 | 482 | 808 |
| 净利润 | 135 | 270 | 329 | 490 | 611 |
| 折旧摊销 | 58 | 77 | 83 | 110 | 136 |
| 财务费用 | 43 | 34 | 43 | 44 | 64 |
| 投资损失 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | -369 | -499 | 1258 | -158 | 2 |
| 其他经营现金流 | 13 | 21 | -3 | -4 | -5 |
| 投资活动现金流 | -51 | -46 | -320 | -612 | -474 |
| 资本支出 | 51 | 60 | 240 | 506 | 343 |
| 长期投资 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | 0 | 15 | -80 | -106 | -131 |
| 筹资活动现金流 | 144 | 255 | -116 | -97 | -111 |
| 短期借款 | -438 | 325 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | -14 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 普通股增加 | 76 | 5 | 1 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 553 | 44 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -34 | -120 | -117 | -98 | -112 |
| 现金净增加额 | -28 | 111 | 1275 | -227 | 223 |

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

| | |
|----|--|
| 北京 | 郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn |
| 上海 | 吕苒琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyouqi@xsdzq.cn |
| 广深 | 吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn |

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>