

苏博特（603916.SH）/建筑材料

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：14.45

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

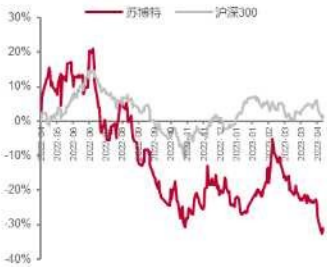
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,522	3,715	4,281	5,071	5,974
增长率 yoy%	24%	-18%	15%	18%	18%
净利润（百万元）	533	288	414	520	639
增长率 yoy%	21%	-46%	44%	26%	23%
每股收益（元）	1.27	0.69	0.98	1.24	1.52
每股现金流量	0.80	0.52	3.08	1.30	1.66
净资产收益率	12%	6%	8%	10%	10%
P/E	11.4	21.1	14.7	11.7	9.5
P/B	1.5	1.4	1.4	1.3	1.1

备注：股价取自 2023 年 4 月 27 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	420
流通股本(百万股)	420
市价(元)	14.45
市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	61

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】看好需求修复与市占率提升共振，盈利弹性可期（20230420）

【公司点评】需求承压静待修复，看好长期成长性（20221116）

【公司点评】业绩阶段性承压，H2 望迎基建发力与盈利能力改善共振（20220828）

【公司点评】业绩稳健增长难能可贵，产能持续扩张蓄势待发（20220429）

【公司点评】成长性延续，业务多元化协同发展（20220417）

【公司点评】业绩略好于预期，加速成长为平台型企业（20211028）

投资要点

- **事件：**4月27日公司发布一季报，报告期内公司实现营业收入 6.7 亿，YoY-7.1%，环比-33.5%；实现归母净利润 0.4 亿，YoY-49.6%，环比-22.9%；实现扣非净利 0.4 亿，YoY-47.6%，环比-18.6%。
- **减水剂业务同比降幅收窄，检测业务稳健增长。**23Q1 公司减水剂业务（含高性能减水剂+高效减水剂）实现收入 4.0 亿，同比-12.7%，环比-35.9%；实现销量 19.8 万吨，同比-5.8%，环比-33.2%，我们判断仍受下游地产需求减弱影响（根据国家统计局数据，23 年 1-3 月房屋新开工面积累计同比-19.2%，基建投资（不含电力）累计同比+8.8%），但同比降幅已开始收窄；实现均价 1999 元/吨，YoY-7.4%，环比-4.1%。23Q1 功能性材料实现收入 1.0 亿，同比+2.3%，环比-32.5%；实现销量 4.6 万吨，同比持平，环比-52.5%；均价 2121 元/吨，YoY+2.3%，环比+42.1%，我们判断主要由于产品结构优化。随着检测业务扩领域+扩地域发展，并与外加剂业务保持良好的协同，我们判断报告期内检测业务保持稳健增长。
- **盈利能力环比有所修复，费控管控加强，现金流改善。**报告期内毛利率、净利率分别为 36.6%、8.7%，分别同比-2.7pct、-4.8pct，分别环比+1.9pct、1.1pct，盈利能力环比已有所修复，我们判断主要由于报告期内原材料价格环比走低，根据 wind 数据，23Q1 环氧乙烷均价 6707 元/吨，环比 22Q4 的 6955 元/吨下降 3.6%。报告期内期间费用率 27.7%，同比下降 1.0pct，其中销售、研发费用率分别同比下降 1.2pct、0.6pct，管理费用率同比提升 0.9pct，我们判断主要由于费用前置。报告期内经营性现金流净额 1.2 亿，较 22 年同期提升 1.6 亿，主要由于本期经营性付款低于上年同期。
- **多元化持续推进，看好需求修复及市占率提升共振。**对于减水剂板块，根据公司公众号，广东江门基地在 3 月份已竣工投产，公司产能逆势扩张，静待需求修复及市占率提升共振带来销量弹性。对于功能性材料板块，根据上证 e 互动，镇江基地有望在 23Q2 建成投产，且风电灌浆料业务亦有望受益于海上风电高速增长，功能性材料望重回高增。23Q1 公司功能性材料板块收入占比已达 14.6%，随着功能性材料收入占比进一步提升，公司有望加速成长为外加剂平台型企业。检测业务扩领域+扩地域成效凸显，望持续发力。公司也积极布局防水卷材，推动公司“刚性防水”向“柔性防水”延伸，实现多元化业务协同发展。
- **投资建议：**我们预测 23-25 年公司归母净利润为 4.1、5.2、6.4 亿（维持原盈利预测），对应当前股价 PE 为 14.7、11.7、9.5 倍。考虑到公司产能持续扩张，不断完善全国性布局，加速成长为平台型企业，维持“买入”评级。
- **风险提示：**需求不及预期；行业竞争加剧导致价格下滑；原材料价格大幅上涨。

图表 1: 苏博特核心财务数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,048	1,582	1,536	1,535	营业收入	3,715	4,281	5,071	5,974
应收票据	455	514	608	717	营业成本	2,441	2,773	3,303	3,903
应收账款	2,709	2,569	2,941	3,345	税金及附加	31	38	44	52
预付账款	57	83	99	109	销售费用	361	362	411	461
存货	458	399	476	562	管理费用	266	283	313	356
合同资产	69	86	101	119	研发费用	206	235	265	294
其他流动资产	210	247	291	341	财务费用	53	55	56	64
流动资产合计	4,938	5,394	5,951	6,610	信用减值损失	-12	-10	-8	-6
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-4	-1	-1	-1
长期股权投资	105	105	105	105	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,685	1,874	2,055	2,329	投资收益	12	13	14	14
在建工程	130	140	150	160	其他收益	46	36	35	30
无形资产	457	504	563	608	营业利润	399	572	717	881
其他非流动资产	432	467	492	517	营业外收入	7	7	8	7
非流动资产合计	2,809	3,090	3,365	3,719	营业外支出	11	11	11	11
资产合计	7,746	8,484	9,316	10,329	利润总额	395	568	714	877
短期借款	820	700	750	800	所得税	37	53	67	82
应付票据	525	832	958	1,093	净利润	358	515	647	795
应付账款	314	388	446	507	少数股东损益	70	101	127	156
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	288	414	520	639
合同负债	93	107	127	149	NOPLAT	406	565	697	853
其他应付款	119	119	119	119	EPS (按最新股本摊薄)	0.69	0.98	1.24	1.52
一年内到期的非流动负债	15	15	15	15					
其他流动负债	225	268	278	296					
流动负债合计	2,112	2,430	2,693	2,980					
长期借款	166	216	286	366					
应付债券	675	675	675	675					
其他非流动负债	200	202	205	208					
非流动负债合计	1,040	1,093	1,166	1,249					
负债合计	3,152	3,523	3,859	4,229					
归属母公司所有者权益	4,194	4,460	4,829	5,316					
少数股东权益	400	501	628	784					
所有者权益合计	4,594	4,961	5,457	6,100					
负债和股东权益	7,746	8,484	9,316	10,329					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	219	1,295	547	695	成长能力				
现金收益	618	795	956	1,139	营业收入增长率	-17.8%	15.2%	18.4%	17.8%
存货影响	5	58	-76	-86	EBIT增长率	-39.4%	39.2%	23.5%	22.3%
经营性应收影响	204	57	-482	-522	归母公司净利润增长率	-46.0%	43.7%	25.7%	22.9%
经营性应付影响	-802	381	184	196	获利能力				
其他影响	195	4	-34	-32	毛利率	34.3%	35.2%	34.9%	34.7%
投资活动现金流	-185	-486	-507	-612	净利率	9.6%	12.0%	12.8%	13.3%
资本支出	-510	-472	-503	-609	ROE	6.3%	8.3%	9.5%	10.5%
股权投资	-10	0	0	0	ROIC	7.5%	9.9%	11.1%	12.2%
其他长期资产变化	335	-14	-4	-3	偿债能力				
融资活动现金流	272	-275	-86	-84	资产负债率	40.7%	41.5%	41.4%	40.9%
借款增加	652	-70	120	130	债务权益比	40.8%	36.4%	35.4%	33.8%
股利及利息支付	-214	-275	-371	-424	流动比率	2.3	2.2	2.2	2.2
股东融资	20	0	0	0	速动比率	2.1	2.1	2.0	2.0
其他影响	-186	70	165	210	营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6
					应收账款周转天数	265	222	196	189
					应付账款周转天数	55	46	45	44
					存货周转天数	68	56	48	48
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.69	0.98	1.24	1.52
					每股经营现金流	0.52	3.08	1.30	1.65
					每股净资产	9.98	10.61	11.49	12.65
					估值比率				
					P/E	21	15	12	10
					P/B	1	1	1	1

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。