

苏博特（603916.SH）/建筑材料

证券研究报告/公司点评

2022年11月16日

评级：买入（维持）

市场价格：16.77

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

分析师：聂磊

执业证书编号：S0740521120003

Email: nielei@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

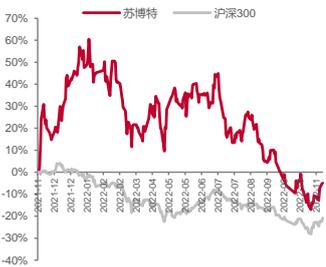
指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,652	4,522	3,893	4,687	5,660
增长率 yoy%	10%	24%	-14%	20%	21%
净利润（百万元）	441	533	350	452	600
增长率 yoy%	24%	21%	-34%	29%	33%
每股收益（元）	1.05	1.27	0.83	1.08	1.43
每股现金流量	0.79	0.80	2.51	0.92	1.21
净资产收益率	12%	12%	8%	9%	11%
P/E	16.0	13.2	20.1	15.6	11.8
P/B	2.0	1.8	1.7	1.6	1.4

备注：股价取自 2022 年 11 月 15 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)	16.77
市值(亿元)	70
流通市值(亿元)	70

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】业绩阶段性承压，H2 有望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）

【公司点评】产能加快扩张，各业务发展全面加速（20210910）

投资要点

- **事件：**10月26日公司发布2022年3季报，报告期内公司实现营业收入27.1亿，YoY-16.0%，实现归母净利2.4亿，YoY-35.8%，扣非净利2.1亿，YoY-39.2%。Q3单季度实现营业收入、归母净利、扣非净利分别为9.7、0.7、0.6亿，YoY-18.6%、-52.7%、-61.2%，环比分别-6.6%、-14.9%、-31.8%。
- **需求疲软下，减水剂和功能性材料销量有所承压。**22Q3公司减水剂业务（含高性能减水剂+高效减水剂）实现收入6.6亿，同比-21.1%，环比-3.6%；实现销量31.7万吨，同比-24.7%，环比-4.2%，我们判断主要受下游地产需求减弱影响，根据国家统计局数据，1-10月房屋新开工面积累计同比-37.8%；实现均价2087元/吨，YoY+4.9%，环比提升14元/吨（+0.6%），价格体系仍保持相对稳定，趋势有望延续。22Q3功能性材料实现收入1.2亿，同比-30.2%，环比-9.7%；实现销量7.1万吨，同比-27.7%，环比-3.2%；均价1769元/吨，环比下降6.8%，我们判断主要受产品结构波动影响。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，我们预计报告期内公司检测业务有望保持相对稳健增长。
- **盈利能力有所下降，现金流仍有承压。**22Q3毛利率、净利率分别为30.7%、8.9%，环比-3.2pct、-0.8pct，在产品价格保持相对稳定，以及原材料均价有所降低下（根据wind数据，22Q3环氧乙烷均价6861元/吨，环比-13.9%），我们判断盈利能力有所下降主要由于单季度销量下滑，导致固定成本摊薄效应减弱。22Q3期间费用率22.1%，同比提升5.1pct，其中销售、管理、研发费用率分别同比提升3.3、1.8、0.3pct，我们判断主要由于收入同比下滑导致费用摊销增加。报告期内经营性现金流净额-0.6亿，较21年同期下降1.7亿，现金流净额下降较多，主要由于付现比较去年同期有所提升。
- **产能稳步建设，看好公司业务多元化协同发展。**对于减水剂板块，根据上证e互动，广东江门基地已进入试生产阶段，公司有望逐步完善华南地区布局，市占率有望进一步提升。对于功能性材料板块，预计镇江基地有望在年底前完成主体建设，并有望在2023年4-5月份投产，功能性材料收入占比有望持续提升，公司有望加速成长为平台型企业。对于检测业务，通过扩领域+扩地域，有望持续发力。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：**我们下调22-24年归母净利润至3.5/4.5/6.0亿（原22-24年归母净利润预测为5.5/6.5/7.6亿），主要考虑到地产需求减弱，公司销量增速有所放缓，调减销量假设。调整后盈利预测对应当前股价PE为20、16、12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: 公司营业收入及增速



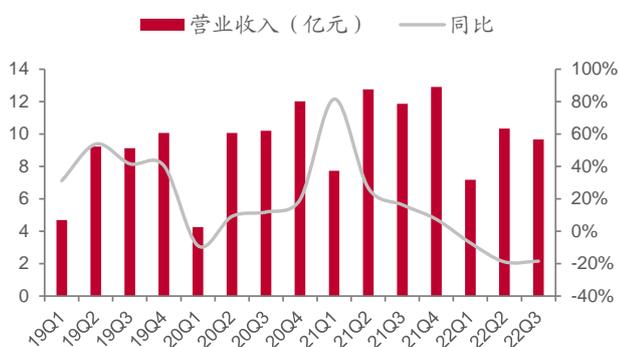
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润及增速



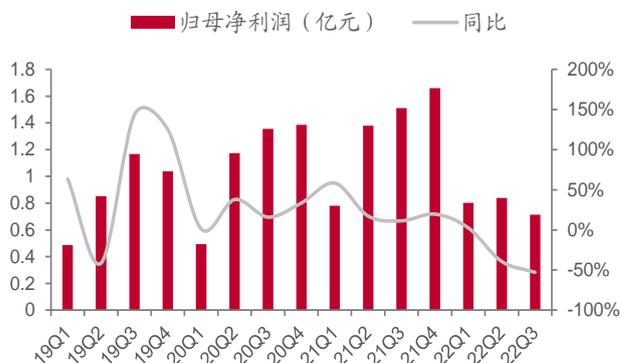
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 3: 公司单季营收及增速



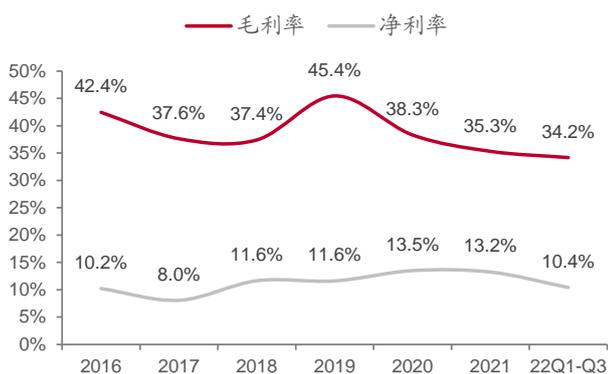
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司单季归母净利润及增速



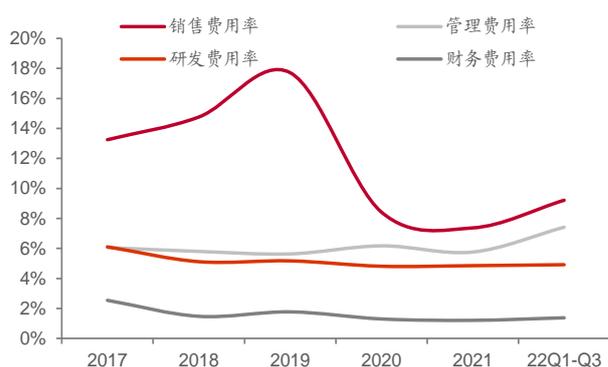
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 5: 公司销售毛利率与净利率水平



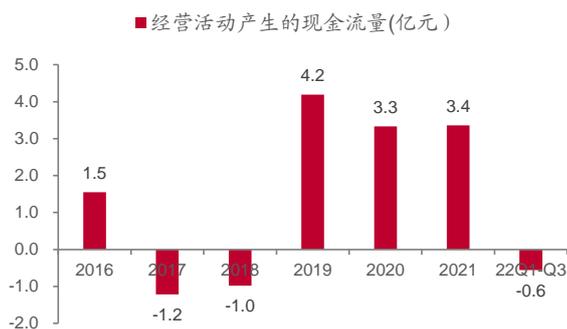
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司期间费用率水平



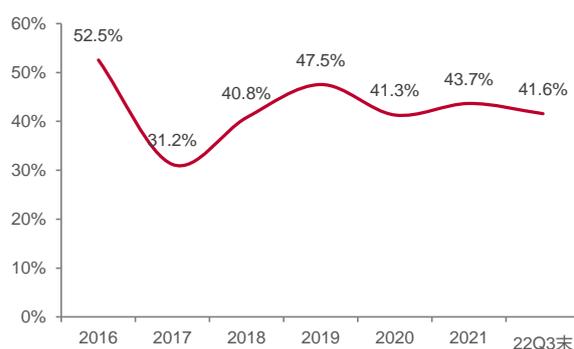
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司经营活动现金流净额



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 8: 公司资产负债率水平



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 9: 苏博特核心财务数据

资产负债表				利润表					
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	842	1,294	1,109	928	营业收入	4,522	3,893	4,687	5,660
应收票据	555	467	562	679	营业成本	2,926	2,561	3,038	3,674
应收账款	2,768	2,336	2,719	3,170	税金及附加	39	35	42	50
预付账款	99	77	91	103	销售费用	333	340	402	470
存货	462	346	410	496	管理费用	260	258	310	322
合同资产	89	78	94	113	研发费用	220	189	233	278
其他流动资产	321	294	330	375	财务费用	54	52	57	68
流动资产合计	5,047	4,813	5,222	5,751	信用减值损失	-51	-55	-60	-70
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-1	-1	-1
长期股权投资	95	95	95	95	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	1,580	1,783	1,978	2,264	投资收益	12	14	15	16
在建工程	19	29	39	49	其他收益	38	36	25	30
无形资产	369	395	436	484	营业利润	686	451	583	772
其他非流动资产	459	484	514	536	营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	2,522	2,786	3,061	3,427	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	7,570	7,599	8,283	9,178	利润总额	685	450	582	771
短期借款	700	700	750	800	所得税	86	57	73	97
应付票据	938	768	881	1,029	净利润	599	393	509	674
应付账款	425	359	410	478	少数股东损益	66	43	56	74
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	533	350	453	600
合同负债	109	94	113	137	NOPLAT	646	439	559	733
其他应付款	398	398	398	398	EPS (按最新股本摊薄)	1.27	0.83	1.08	1.43
一年内到期的非流动负债	25	25	25	25					
其他流动负债	258	251	272	275					
流动负债合计	2,853	2,595	2,850	3,141					
长期借款	300	350	420	500					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	151	153	154	155					
非流动负债合计	451	503	574	655					
负债合计	3,304	3,098	3,424	3,797					
归属母公司所有者权益	3,931	4,123	4,424	4,873					
少数股东权益	335	378	435	509					
所有者权益合计	4,266	4,502	4,859	5,381					
负债和股东权益	7,570	7,599	8,283	9,178					

现金流量表				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	336	1,054	388	509
现金收益	834	650	796	999
存货影响	-147	117	-64	-86
经营性应收影响	-647	543	-492	-579
经营性应付影响	467	-236	164	215
其他影响	-170	-20	-16	-40
投资活动现金流	-458	-450	-485	-602
资本支出	-386	-444	-475	-601
股权投资	-6	0	0	0
其他长期资产变化	-66	-6	-10	-1
融资活动现金流	-51	-152	-87	-88
借款增加	206	50	120	130
股利及利息支付	-186	-173	-212	-267
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-71	-29	5	49

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	23.8%	-13.9%	20.4%	20.8%
EBIT增长率	16.3%	-32.1%	27.2%	31.3%
归母公司净利润增长率	20.9%	-34.3%	29.3%	32.5%
盈利能力				
毛利率	35.3%	34.2%	35.2%	35.1%
净利率	13.2%	10.1%	10.9%	11.9%
ROE	12.5%	7.8%	9.3%	11.1%
ROIC	15.1%	9.7%	11.3%	13.3%
偿债能力				
资产负债率	43.6%	40.8%	41.3%	41.4%
债务权益比	27.6%	27.3%	27.8%	27.5%
流动比率	1.8	1.9	1.8	1.8
速动比率	1.6	1.7	1.7	1.7
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	189	236	194	187
应付账款周转天数	51	55	46	43
存货周转天数	48	57	45	44
每股指标(元)				
每股收益	1.27	0.83	1.08	1.43
每股经营现金流	0.80	2.51	0.92	1.21
每股净资产	9.35	9.81	10.53	11.59
估值比率				
P/E	13	20	16	12
P/B	2	2	2	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。本报告仅供本公司的客户使用。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。