

2020年08月17日

费用率下降超预期，激励计划如定心丸

苏博特(603916)

评级:	买入	股票代码:	603916
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	35.12/11.46
目标价格:	43.34	总市值(亿)	107.76
最新收盘价:	34.7	自由流通市值(亿)	45.71
		自由流通股数(百万)	131.73

事件概述。

1、苏博特公告 2020 半年报。2020H1，公司实现收入 14.3 亿元，同比+3.01%，归母净利润 1.67 亿元，同比+24.52%，对应 Q2 归母净利润 1.17 亿元，同比增长 37.9%。业绩落在预告中线符合预期。

2、公司同时公告 2020 年限制性股票激励计划草案，授予对象为检测中心骨干，合计 36 人，授予股本占总股本总额 0.95%，授予价格 17.22 元，第一/第二个解锁期分别为授予完成日后的 12-24/24-36 个月，解锁条件分别为 2020/2021 年苏博特及检测中心净利润相比 2019 年增长不低于 8%/16%。

►Q2 外加剂销量恢复良好，低端产品略下调价格，以反映成本大幅下降。公司业绩符合预期。根据公司公告经营数据测算，2020H1 公司外加剂销量 54 万吨，同比下降 4.8%，平均售价 2209 元，同比下降 2.3%；对应 Q2 销量 40 万吨，同比增长 12.2%，平均售价 2193 元/吨，同比下降 4%左右。Q2 随着全国工程项目逐渐开工，公司外加剂销量恢复良好，售价出现环比下滑的主要原因是公司针对 3,4 月环氧乙烷价格大幅下跌下调了低端产品价格，并且从而使得 Q2 公司毛利率环比下滑 9 个百分点左右至 43.3%；产品结构上高端的三代减水剂的 9 系列产品供不应求，三季度泰兴的 50 万吨产能释放后有望迅速完成产品替换，毛利率有望回升。

►分产品：

高性能减水剂：H1 实现销量 40 万吨左右，占外加剂总销量 75%左右，占比同比保持平稳，其中 Q2 实现销量 30 万吨左右，同比增长 6.5%，价格 2304 元/吨，环比，同比均下降 100 元/吨左右。高性能中目前约有 30%属于较低端产品，这部分有望被泰兴新产能所完全替代。

高效减水剂：H1 实现销量 5.6 万吨，同比下降-21.3%，占外加剂销量比重同比下降 2.6 个百分点至 13.9%，体现外加剂产品结构升级。其中 Q2 实现销量 4.06 万吨，售价 1766 元/吨，环比 Q1 下降 140 元/吨左右。

功能性材料：H1 实现销量 8.15 万吨，同比增长 23.5%，是增长最快的子品类。其中 Q2 实现销量 6.49 万吨，同比增长 88.1%，售价 1789 元/吨，环比 Q1 下降 500 元/吨左右，判断除因成本下降外，还因为低货值功能性材料占比上升。功能性材料销量快速增长，进一步印证了行业对于调配技术、综合服务要求的提升，而不是仅仅对于外加剂需求量的提升。

►信息化推进超预期，销售费用率下降，带动外加剂业务净利润提升。2020H1，公司重点推进信息化建设，进一步降低销售费用。根据测算，2020H1 公司销售费用率 15.5%，同比下降 2.1 个百分点（判断主要是外加剂板块的贡献），单二季度销售费用率同比下降 3.87 个百分点至 14.17%。

►检测业务 Q2 恢复强劲，并购参与辽宁建科院混改。我们测算 Q2 公司检测业务收入 1.3 亿元，并表收入同比增长 30%以上，体现 Q2 检测业务恢复强劲。尽管检测业务 Q1 收到疫情影响较大，但我们测算公司 2020H1 检测业务利润率同比仍然稳中有升，体现公司检测板块经营效率的提高。另外，公司第二主业未来跨地域和跨领域并购战略持续落地，4 月增资 4220 万元参与辽宁建科院混改获得 38%股权，有望持续贡献投资收益，我们判断该院体量约为江苏检测的 1/4，体现公司执行能力和资源强大。

►激励计划有望进一步提升检测板块增速。检测板块最重要的核心资产是人才与牌照，因此我们认为，公司此次针对检测中心核心人员的激励计划，有望进一步理顺检测板块人才机制，更好的激发检测中心员工积极性，从而使得公司检测业务增速进一步上升。

►2020H2 预计量价齐升，中期集中度及盈利中枢提升趋势确定。随着雨季结束，我们预计重点工程将在 2020H2 加速释放，从而使得公司 H2 销量增速进一步上升，同时由于 1) 近期环氧乙烷价格开始小幅回落至 6600 元~6900 元/吨附近 2) 泰兴生产线投产后公司高端产品占比上升，我们认为 H2 公司毛利率环比 Q2 将出现较为明

显改善。此外，行业集中度提升逻辑仍然清晰，而公司四川大英基地投产后基地完善销售费用率有望继续大幅下降，因此我们认为未来 2-3 年公司盈利能力中枢仍将处于上升通道。

投资建议。

维持盈利预测不变。预计 2020-2022 年归母净利 4.64/6.13/8.11 亿元，同比增长 30.9%/32.1%/32.3%。考虑到公司检测板块近期的提速，给予公司 2021 年净利润 22x PE 估值，上调目标价至 43.34 元（原：35.46 元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2315.96	3306.62	4033.28	5124.52	6406.88
YoY (%)	37.88%	42.78%	21.98%	27.06%	25.02%
归母净利润(百万元)	268.40	354.31	463.92	613.05	811.17
YoY (%)	100.61%	32.01%	30.94%	32.15%	32.32%
毛利率 (%)	37.38%	45.44%	46.99%	47.46%	47.89%
每股收益 (元)	0.86	1.14	1.49	1.97	2.61
ROE	12.87%	14.82%	16.98%	19.25%	21.45%
市盈率	40.15	30.41	23.23	17.58	13.28

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬

邮箱：qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话：0755-2394886

华西建材、化工团队联合覆盖

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

研究助理：郝暉

邮箱：yuliang@hx168.com.cn

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3306.62	4033.28	5124.52	6406.88	净利润	383.84	507.02	662.76	876.95
YoY (%)	42.78%	21.98%	27.06%	25.02%	折旧和摊销	113.78	100.72	106.02	114.79
营业成本	1803.98	2137.90	2692.60	3338.35	营运资金变动	-156.82	-260.13	-458.61	-540.62
营业税金及附加	31.23	38.10	48.40	60.51	经营活动现金流	419.13	419.90	409.46	550.41
销售费用	586.04	714.82	896.79	1121.20	资本开支	-221.79	-179.20	-179.20	-179.20
管理费用	186.16	227.07	288.51	360.71	投资	-0.50	0.00	0.00	0.00
财务费用	58.41	57.84	56.67	57.00	投资活动现金流	-193.81	-179.20	-179.20	-179.20
资产减值损失	0.00	30.00	57.00	57.00	股权募资	10.87	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	债务募资	51.10	0.00	0.00	0.00
营业利润	463.54	586.89	787.45	1048.65	筹资活动现金流	-69.70	-185.48	-224.33	-276.43
营业外收支	-3.49	20.80	20.80	20.80	现金净流量	155.62	55.22	5.93	94.78
利润总额	460.05	607.68	808.24	1069.45	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	76.21	100.67	145.48	192.50	成长能力 (%)				
净利润	383.84	507.02	662.76	876.95	营业收入增长率	42.78%	21.98%	27.06%	25.02%
归属于母公司净利润	354.31	463.92	613.05	811.17	净利润增长率	32.01%	30.94%	32.15%	32.32%
YoY (%)	32.01%	30.94%	32.15%	32.32%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.14	1.49	1.97	2.61	毛利率	45.44%	46.99%	47.46%	47.89%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	11.61%	12.57%	12.93%	13.69%
货币资金	506.54	561.76	567.69	662.47	总资产收益率 ROA	7.08%	9.11%	10.52%	11.98%
预付款项	84.41	84.41	84.41	84.41	净资产收益率 ROE	14.82%	16.98%	19.25%	21.45%
存货	186.68	221.24	278.64	345.47	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2456.99	2380.65	3020.15	3771.64	流动比率	1.43	1.66	1.80	1.97
流动资产合计	3234.62	3248.06	3950.89	4863.98	速动比率	1.31	1.50	1.64	1.79
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.22	0.29	0.26	0.27
固定资产	1187.83	1141.84	1166.20	1219.60	资产负债率	47.52%	40.82%	39.73%	38.31%
无形资产	209.60	203.59	197.58	191.57	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1773.10	1842.38	1879.36	1907.58	总资产周转率	0.77	0.80	0.94	1.02
资产合计	5007.72	5090.44	5830.25	6771.56	每股指标 (元)				
短期借款	870.11	870.11	870.11	870.11	每股收益	1.14	1.49	1.97	2.61
应付账款及票据	522.84	619.62	780.38	967.54	每股净资产	7.70	8.80	10.25	12.18
其他流动负债	864.40	465.71	543.23	633.77	每股经营现金流	1.35	1.35	1.32	1.77
流动负债合计	2257.35	1955.44	2193.72	2471.42	每股股利	1.15	0.39	0.52	0.69
长期借款	25.99	25.99	25.99	25.99	估值分析				
其他长期负债	96.49	96.49	96.49	96.49	PE	30.41	23.23	17.58	13.28
非流动负债合计	122.48	122.48	122.48	122.48	PB	2.19	3.94	3.38	2.85
负债合计	2379.83	2077.92	2316.20	2593.90					
股本	310.55	310.55	310.55	310.55					
少数股东权益	236.71	279.80	329.51	395.28					
股东权益合计	2627.89	3012.52	3514.05	4177.66					
负债和股东权益合计	5007.72	5090.44	5830.25	6771.56					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。