

化工

混凝土外加剂行业集中度快速提升，龙头企业受益明显

安全环保监管趋严以及资金成本压力促使小产能退出，龙头企业市占率加速提升。混凝土外加剂具有用量少、占用成本低，作用大的特点，在下游建筑施工中有重要作用。外加剂产量增速与商品混凝土、水泥产能增速基本一致，需求稳定。混凝土外加剂行业市场规模 500 亿元左右，减水剂行业市场规模 320 亿元左右。随着国家对化工行业环保、安全生产监管趋严，对“小散乱污”的治理力度加大，行业中大量的中小企业由于生产成本增加和资金短缺而处于较快的退出过程中，行业龙头企业的市占率不断提高。行业 CR3 从 2016 年的 5.23% 提升到 2018 年 10.06%，我们预计 3-5 年内 CR3 将达到 30% 以上，龙头企业市占率达到 15% 以上。

行业技术门槛提高，服务属性增强。2017 年以来混凝土外加剂行业的属性发生较大变化，以前由于配方少且单一，渠道属性较强。而近年由于混凝土砂石的质量下滑且稳定性较差，直接导致外加剂配方的个性化要求提高，行业服务属性大幅增强，目前外加剂龙头公司基本都有 8000-9000 个配方，在此背景下，龙头企业相比只能提供单一产品的中小企业更具竞争优势；同时下游企业也更多的选择具有较强配方研发能力的大企业进行战略合作，行业技术门槛较以前大幅提升。

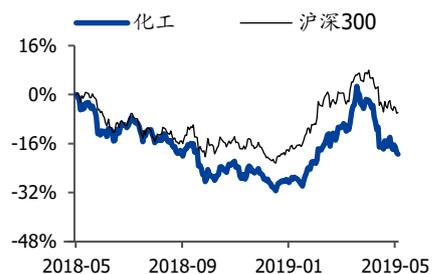
议价能力提升下行业盈利能力有增强趋势。减水剂 2017 年初价格为 2100 元/吨，目前价格为 3000 元/吨，涨幅 43%；企业的毛利率也相应提高，2018 年建研集团、苏博特、红墙股份的混凝土外加剂毛利率分别为 23.32%、37.28%、35.72%，同比分别增加 1.43、1.08 和 5.12 个百分点；减水剂价差从 2017 年初的 818 元/吨左右，扩大至目前的 2216 元/吨，行业盈利能力明显提升；同时，行业应收账款周期明显缩短，行业在产业链中外加剂环节的议价能力逐渐提升，目前看这种趋势已经出现。

投资建议：我们认为这是未来 3-5 年复合增速 30-40% 的龙头企业市占率提高的黄金过程，行业龙头公司在产能规模、销售渠道布局、配方个性化服务、资金实力、大企业间合作等方面具备更强的竞争优势。具备全国布局能力，技术实力强劲和资金雄厚的龙头企业，通过自身生产技术的提高和更强的市场把控能力，可以实现市场份额的快速提升；建研集团、苏博特、红墙股份作为行业龙头企业，2018 年市占率分别达到 3.90%、4.62% 和 1.54%，行业 CR3 仅为 10.06%，未来行业集中度仍有很大提升空间；我们整体看好混凝土外加剂行业，推荐标的的次序为建研集团、苏博特、红墙股份。

风险提示：下游基建及房地产行业波动风险、原材料价格波动风险、行业竞争风险、应收账款风险等。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

相关研究

- 1、《化工：VE 有望迎来行业拐点，重点推荐精细化工龙头及新材料成长标的》2019-05-19
- 2、《化工：VE 行业拐点出现，价格有望走出低迷》2019-05-16
- 3、《化工：继续推荐精细化工龙头及新材料成长标的》2019-05-12

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002398	建研集团	增持	0.40	0.50	0.60	0.70	15.03	12.02	10.02	8.59

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所



内容目录

1. 混凝土外加剂概况.....	4
1.1. 混凝土外加剂具有用量少作用大的特点.....	4
1.2. 外加剂行业产业链.....	6
1.3. 外加剂行业空间及竞争格局.....	6
2. 下游商品混凝土市占率进一步提升.....	8
3. 减水剂行业集中度提高.....	9
3.1. 环保监管加速小产能退出.....	9
3.2. 行业服务属性要求增强.....	10
3.3. 行业头部企业市占率快速提升.....	11
4. 减水剂行业盈利能力持续改善.....	12
4.1. 减水剂价差扩大，毛利率回升.....	12
4.2. 减水剂龙头企业议价能力提升.....	13
5. 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 混凝土外加剂按功能分类.....	4
图表 2: 混凝土外加剂分类占比.....	4
图表 3: 减水剂分类占比.....	4
图表 4: 三代聚羧酸减水剂与二代萘系减水剂性能对比.....	5
图表 5: 高性能减水剂产量及增速.....	5
图表 6: 三代减水剂产量占比.....	5
图表 7: 混凝土外加剂行业产业链.....	6
图表 8: 全国混凝土外加剂产量及增速.....	7
图表 9: 减水剂产量及增速.....	7
图表 10: 外加剂产量增速与商品混凝土、水泥产量增速对比.....	7
图表 11: 2017年混凝土外加剂前十强企业.....	7
图表 12: 全国水泥产量及增速.....	8
图表 13: 全国混凝土产量及增速.....	8
图表 14: 全国各省水泥产量增速对比.....	8
图表 15: 预拌混凝土产能及利用率.....	8
图表 16: 预拌混凝土企业数及增速.....	9
图表 17: 混凝土前十企业产量及市占率.....	9
图表 18: 混凝土行业监管政策.....	10
图表 19: 砂石开采固定资产投资额.....	11
图表 20: 砂石价格走势.....	11
图表 21: 主要减水剂企业减水剂销量(万吨/年).....	11
图表 22: 主要减水剂企业减水剂销量增速(%).....	11
图表 23: 外加剂行业主要企业市占率变化.....	12
图表 24: 主要减水剂企业市占率变化.....	12
图表 25: 减水剂价格走势(元/吨).....	13
图表 26: 主要减水剂企业减水剂毛利率(%).....	13
图表 27: 减水剂价差变化(元/吨).....	13

图表 28: 主要减水剂企业应收账款周转天数(天)	14
图表 29: 主要减水剂企业应付账款周转天数(天)	14

1. 混凝土外加剂概况

1.1. 混凝土外加剂具有用量少作用大的特点

混凝土外加剂，是指在拌制混凝土拌合前或拌合过程中掺入，用以改善混凝土性能的物质，外加剂的掺量一般不大于水泥质量的 5%。混凝土外加剂种类繁多，根据外加剂功能不同可以分为减水剂、膨胀剂、速凝剂、缓凝剂等。混凝土外加剂具有用量少、占用成本低，作用大的特点，在下游建筑施工中有重要作用。其不仅可以改善混凝土的物理力学性能，提高工程质量，还可以节约水泥，节省能源、缩短工期。比如在不改变各种原材料配比及混凝土强度的情况下，在混凝土中掺加 0.2%~0.5%的混凝土减水剂，可有效减少水泥用量，达到同样的混凝土标号，可节约 15%~25%的水泥用量，还可以减少水的用量，同时还可以大大提高混凝土的强度及使用寿命。

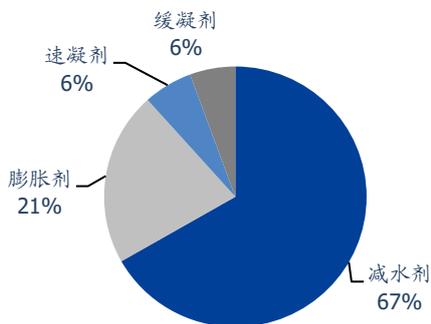
图表 1: 混凝土外加剂按功能分类

功能	产品
改善混凝土拌合物流变性能	减水剂、引气剂和泵送剂
调节混凝土凝结时间、硬化性能	缓凝剂、早强剂和速凝剂
改善混凝土耐久性	引气剂、防水剂和阻锈剂
改善混凝土其它性能	加气剂、膨胀剂、着色剂、防冻剂、防水剂、泵送剂

资料来源: 中国混凝土网, 国盛证券研究所

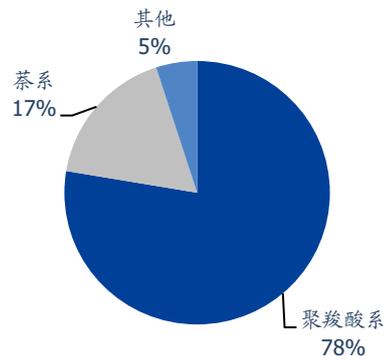
根据中国建材联合会混凝土外加剂分会统计的数据，2017 年中国混凝土外加剂产量 1399 万吨，其中减水剂产量 932 万吨，占混凝土外加剂总量的 67%，是用量最大的一类外加剂。减水剂的发展经历了三个阶段：以木钙为代表的第一代普通减水剂阶段、以萘系为主要代表的第二代高效减水剂阶段和以羧酸系为代表的第三代高性能减水剂阶段。聚羧酸减水剂具有低掺量、高减水、保坍性能好等优点，可配制高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土；同时相比其他类型减水剂，聚羧酸系减水剂合成工艺无废液、废气、废渣排放等因素，是绿色环保型高性能减水剂，在环保和效能上优势较为明显。随着产能扩大和渗透率提升，聚羧酸减水剂已成为当前我国减水剂生产和消费的主要品种。

图表 2: 混凝土外加剂分类占比



资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会, 国盛证券研究所

图表 3: 减水剂分类占比



资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会, 国盛证券研究所

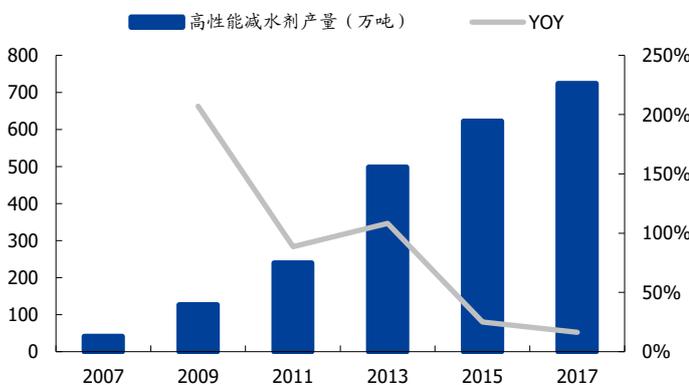
图表4: 三代聚羧酸减水剂与二代萘系减水剂性能对比

	三代聚羧酸减水剂	二代萘系减水剂	对比结果
对混凝土耐久性的影响	无氯离子, 硫酸钠含量一般<0.5%	氯离子含量 1%左右, 硫酸钠含量: 5%左右	一般在相同混凝土等级的条件下用聚羧酸减水剂混凝土的耐久性一般比用萘系减水剂混凝土高
产品储存	一般在零下 15 度以上可以存放 18 个月而不变质	零上 5 度左右会出现分层结晶等状况, 而且一般保质期为半年左右	聚羧酸减水剂对存放条件要求不高, 且保质期长。
混凝土强度	配置的混凝土早期强度高、最高强度可达到 130MPa 以上	配置的混凝土无早强性、且最高强度很难达到 70MPa 以上	聚羧酸减水剂可制备早强性混凝土, 特别适用于预制混凝土中。由于其高强度, 使其在高层建筑、水利、海工、桥梁、铁路等工程中得到大量应用。
混凝土操作性能	高减水率: 可达 40% 以上 高保坍性: 混凝土可达到 2 小时不损失及良好的水泥适应性	减水率: 一般为 20% 左右 保坍性: 一般 0.5 小时混凝土即有损失, 还需通过缓凝剂调节 (加入缓凝剂后对强度有影响) 水泥适应性不好	聚羧酸减水剂可大大降低混凝土用水量, 来提高混凝土强度, 而且保坍性好, 为远距离输送混凝土带来很大方便。而且其具有良好的水泥适应性, 对各种水泥均能达到很好的效果
环保性	无需使用甲醛和其他有害化工原料, 同时也无游离甲醛、氨等有害物质产生	含有过多的甲醛, 不符合减水剂“绿色化”的要求	聚羧酸减水剂被公认为环保型的“绿色”减水剂, 是生产“绿色”混凝土的优选材料
经济性	8% 固含量的聚羧酸系送剂和 33% 固含量的萘系系送剂功效相仿, 换算下来两者价格相差不大		随着聚羧酸减水剂行业产能规模扩大、单位成本下降, 以及原料环氧乙烷价格下降、萘系原料工业萘价格上涨的共同作用下, 聚羧酸减水剂终端应用成本已低于萘系减水剂。

资料来源: 科隆股份招股说明书、国盛证券研究所

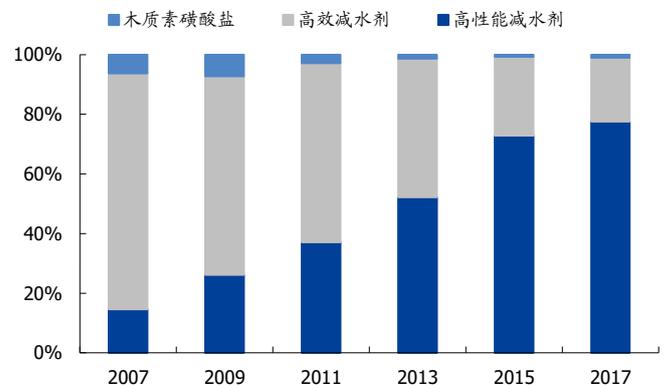
2017 年我国混凝土减水剂产量 932 万吨, 其中聚羧酸减水剂产量 724 万吨, 占减水剂总产量的 78%, 较 2015 年增加 4.7 个百分点; 萘系减水剂产量 162 万吨, 占减水剂总产量的 17% 较 2015 年降低 5.0 个百分点, 三代聚羧酸减水剂产量和市场份额占比持续提升。

图表5: 高性能减水剂产量及增速



资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会、国盛证券研究所

图表6: 三代减水剂产量占比



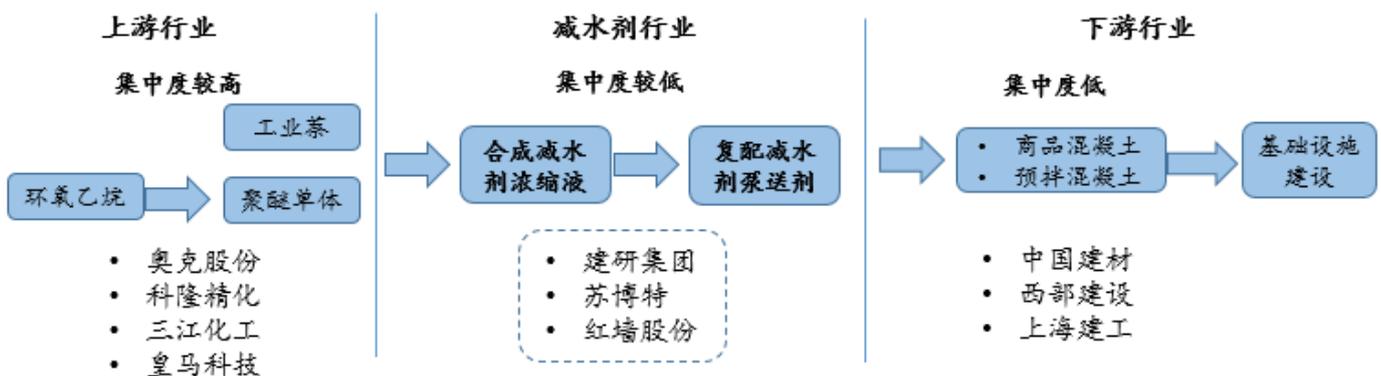
资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会、国盛证券研究所

1.2. 外加剂行业产业链

混凝土外加剂行业处于建筑行业产业链的中游，其上游是合成减水剂的聚醚单体和工业萘，以及原料端的环氧乙烷；下游是建材类企业及建筑施工企业。上游行业集中度较高，生产聚醚单体的环氧乙烷是易燃易爆化学品，并且只能短距离运输，生产厂商主要为大型国有企业及部分资金实力较强的大型民营企业，如中国石化、中国石油、三江化工等；聚醚单体的生产对原材采购依赖性较强，行业集中度也较高，厂家主要奥克股份、科隆精华、三江化工、皇马科技等企业，四家厂商聚醚单体产能占国内总产能的 30%。下游行业主要是生产商品混凝土和预拌混凝土的中国建材、西部建设等建材企业，行业集中度也较低。

减水剂处于行业产业链的中游，按生产环节，减水剂生产还可以细分为合成减水剂浓缩液和复配减水剂泵送剂两个环节。泵送剂是一种复合添加剂，包含减水剂、缓凝剂等添加剂，主要用于泵送混凝土的配制。泵送剂的复配具有地域性的特点，小企业较多，根据中国建材联合会混凝土外加剂分会统计的数据，2017年国内外外加剂产量为 1399 万吨，市场 CR3 为 10.06%，较 2015 年提升 2.82 个百分点，行业集中度逐渐提升，但总体集中度仍偏低。

图表 7: 混凝土外加剂行业产业链

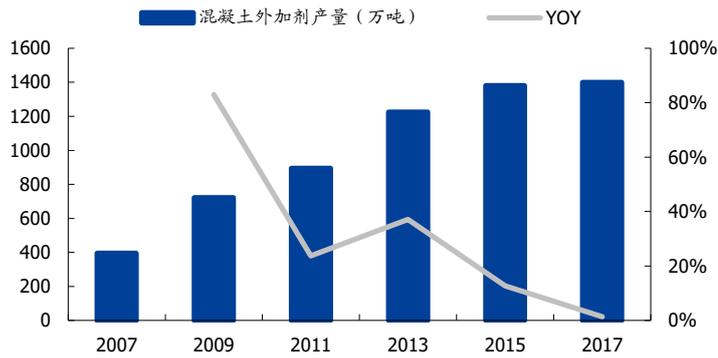


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

1.3. 外加剂行业空间及竞争格局

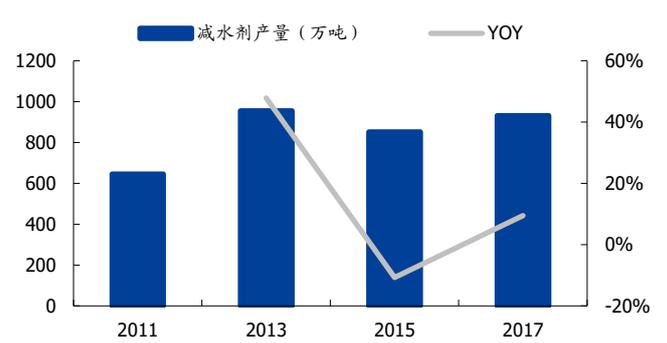
根据中国建材联合会混凝土外加剂分会统计的数据，中国混凝土外加剂总产量 1399 万吨，产量较 2015 年增加 1.36%，销售产值 479 亿元，较 2015 年降低 13.3%。2017 年我国混凝土外加剂行业产量增速放缓，行业产值由于减水剂市场价格下跌而有所下降。混凝土外加剂产量增速和商品混凝土、水泥产量增速基本保持一致。其中，2017 年减水剂总产量 932 万吨，较 2015 年增加 9.42%，行业产值约 320 亿元。

图表 8: 全国混凝土外加剂产量及增速



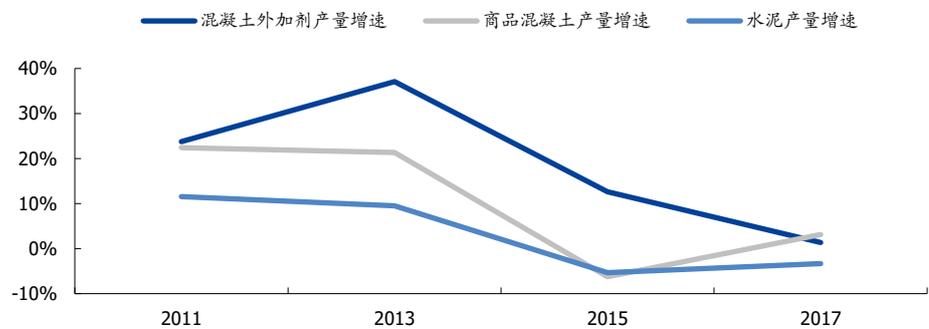
资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会, 国盛证券研究所

图表 9: 减水剂产量及增速



资料来源: 中国建材联合会混凝土外加剂分会, 国盛证券研究所

图表 10: 外加剂产量增速与商品混凝土、水泥产量增速对比



资料来源: 国家统计局, 中国混凝土网, 国盛证券研究所

从市场格局看, 根据中国混凝土网的统计数据, 建研集团、苏博特和红墙股份的减水剂产量位居行业前三, 并且与行业内其他非上市公司具有很大的规模优势。

图表 11: 2017年混凝土外加剂前十强企业

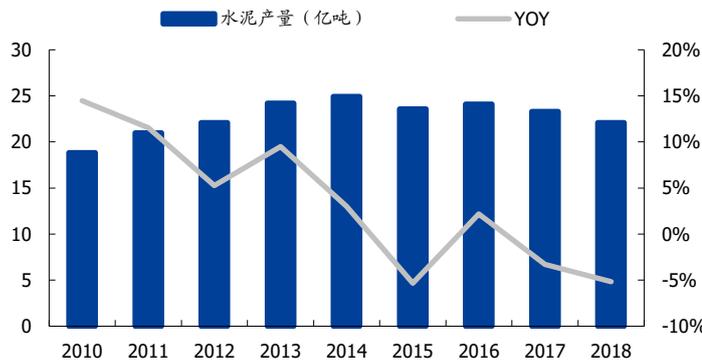
企业	减水剂总销量 (万吨)	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	减水剂产能 (万吨)
建研集团	48.7	38.19	67.55
苏博特	47.99	36.7	59.64
广东红墙	15.34	10.65	22.51
长安育才	14	9.82	28.33
山西凯迪	11.07	9.84	22.5
贵州绿洲苑	10.59	9.18	16.67
安徽中铁	9.79	9.12	30
广东瑞安	9.41	7.5	29
深圳五山	8.74	4.83	20
华伟银凯	8.57	7.87	21.2

资料来源: 中国混凝土网, 国盛证券研究所

2. 下游商品混凝土市占率进一步提升

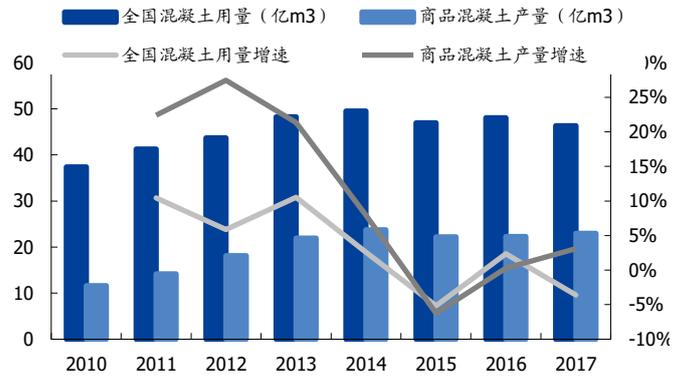
混凝土用量及水泥产量下滑，商品混凝土市占率进一步提升。2018年全国水泥产量22.1亿吨，同比减少5.18%，2017年全国混凝土用量46.32亿立方米，同比减少3.62%，商品混凝土产量22.98亿立方米，同比增加3.10%，商品混凝土占比达到49.6%，同比增加3.2个百分点。

图表 12: 全国水泥产量及增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 13: 全国混凝土产量及增速

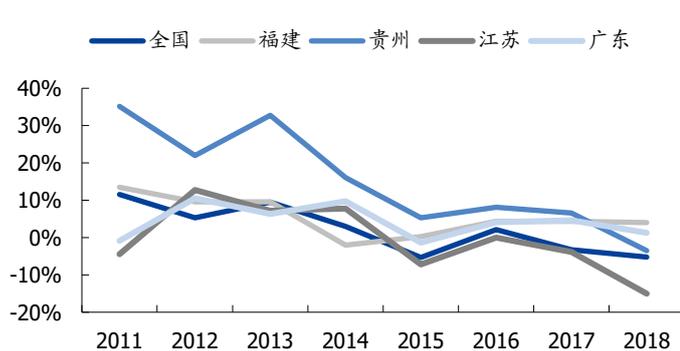


资料来源: 中国混凝土网, 国盛证券研究所

从各省水泥产量增速看，行业龙头苏博特所在地江苏水泥产量 1.47 亿吨，同比下滑 15.03%，建研集团所在地福建水泥产量 0.88 亿吨，同比增加 4.03%，红墙股份所在地广东水泥产量 1.6 亿吨，同比增加 1.27%。

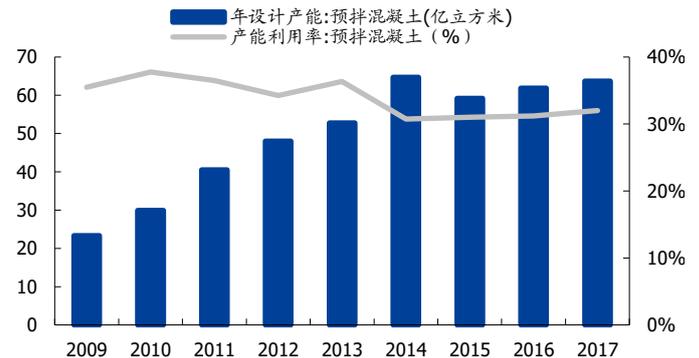
从产能投放看，全国混凝土产能趋于稳定，产能增速放缓，产能利用率仍偏低。2017年全国预拌混凝土设计产能 64.7 亿立方米，产能利用率仅为 32%，仍存在产能过剩的问题。

图表 14: 全国各省水泥产量增速对比



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 15: 预拌混凝土产能及利用率



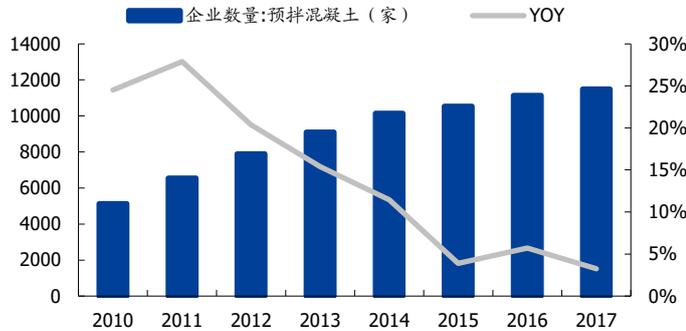
资料来源: wind, 国盛证券研究所

混凝土企业分散，行业集中度低。2017年预拌混凝土企业11495家，同比增长3.25%，增速明显放缓。2017年混凝土产量排名前10位的企业混凝土总产量为2.09亿立方米，同比增长5.24%，合计市占率仅为11.19%，商品混凝土行业集中度很低。同时开始出现大型混凝土生产商，比如中国建材、西部建设、上海建工、金隅股份、华润水泥等企业，行业前十的企业年均混凝土产量均在500万立方米以上，其中中国建材混凝土年产量

能 4.25 亿立方米，居世界第一，年产量 8000 万立方米以上。

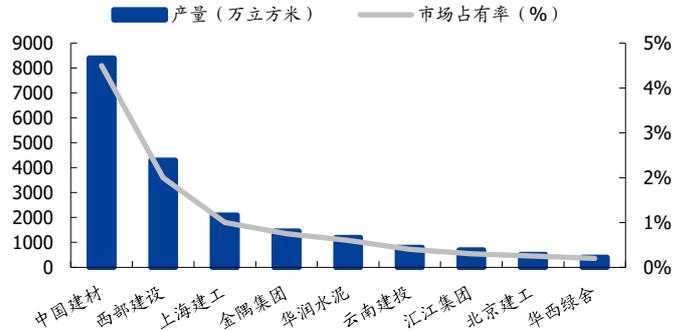
受上下游挤压，混凝土行业议价能力较弱。混凝土生产的原材料成本占全部生产成本的 70% 以上，其中砂石成本占比在 50% 左右，水泥成本占比 20% 左右，行业毛利率在 10-15% 之间，产品附加值较低。并且由于受到上游原材料商和下游强势施工单位的挤压，行业的议价能力偏弱。

图表 16: 预拌混凝土企业数及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 17: 混凝土前十企业产量及市占率



资料来源: 中国水泥网, 国盛证券研究所

3. 减水剂行业集中度提高

3.1. 环保监管加速小产能退出

混凝土行业技术门槛低，容易复制，导致企业数目众多，2017 年预拌混凝土企业就达到 11495 家，产能利用率也仅为 32%；另外由于行业长尾小企业数量众多，管理粗放，噪声扰民、粉尘污染、污水乱排等现象突出。针对这些现状，住建部 2014 年出台了《预拌混凝土绿色生产及管理技术规程》，对混凝土生产企业厂区布局、生产设备、废水废浆处理、废气混凝土处理、以及噪声和粉尘排放做了明确要求，以规范预拌混凝土绿色生产及管理技术，保证混凝土质量并满足节地、节能、节材、节水和环境保护要求，做到技术先进、经济合理、安全适用和可持续发展；同时，各省市参照住建部提出的绿色生产与管理技术规程要求，结合本地实际情况，也纷纷出台了地方绿色生产与管理技术规程。2017 年商务部发布《关于“十三五”期间加快散装水泥绿色产业发展的指导意见》，意见要求到 2020 年全国水泥散装率达到 65%，预拌混凝土使用量保持在 18 亿立方米左右，预拌砂浆使用量达到 1 亿吨，农村散装水泥使用率达到 55%。2018 年 6 月，国务院发布《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》，要求到 2020 年，全国细颗粒物 (PM2.5) 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80% 以上，混凝土与水泥制品行业继续做好污染整治，环保监管标准较以往大幅提高。

图表 18: 混凝土行业监管政策

发布时间	发布单位	文件名称	政策内容
2018.06	国务院	关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见	混凝土与水泥制品行业继续做好污染治理,到 2020 年,全国细颗粒物 (PM2.5) 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上,地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80% 以上
2018.06	湖北省	预拌混凝土行业发展指导意见	5 年内全省前十家企业市场集中度提高到 30%, 市县地区前五家企业市场集中度提高到 50%, 行业综合产能利用率达到 70% 以上, 力争达到 90%
2018.05	国务院	关于开展工程建设项目审批制度改革试点的通知	2019 年全国范围开展工程建设项目审批制度改革,上半年将审批时间压减至 120 个工作日; 2020 年基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理制度
2018.01	广西省	预拌混凝土管理办法	鼓励散装水泥主管部门开展预拌混凝土行业监管信息平台建设,提升行业信息化监管水平
2017.08	商务部	关于“十三五”期间加快散装水泥绿色产业发展的指导意见	2020 年全国水泥散装率达到 65%, 预拌混凝土使用量保持在 18 亿立方米左右, 预拌砂浆使用量达到 1 亿吨, 农村散装水泥使用率达到 55%
2014.04	住建部	预拌混凝土绿色生产及管理技术规程	对混凝土生产企业厂区布局、生产设备、废水废浆处理、废气混凝土处理、以及噪声和粉尘排放做了明确要求

资料来源: 中国水泥网、国盛证券研究所

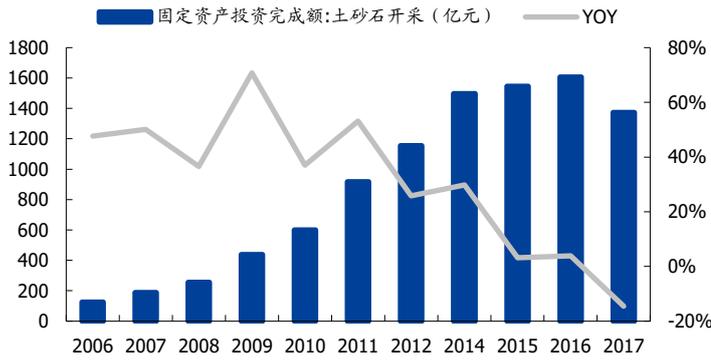
在 2017 年以前, 环保安全标准要求相对较低, 而目前基本上越来越多的纳入化工的监管范畴, 产能的扩张同样要进入园区。此前的低标准和现在的严要求, 导致非常多的中小企业在选址、产线水平、环保安监上达不到标准, 且都是长尾的小企业, 因此近两年众多的不达标企业被清退出市场, 行业市场逐渐向生产规范的头部企业集中。

3.2. 行业服务属性要求增强

矿山开采趋严, 砂石资源供给紧张。2018 年 6 月, 全国河湖砂石整治拉开序幕。随着环保督查的日渐严格, 政府对矿山开采限制的也越来越严, 许多非法的、环保不达标的矿山都被迫关停, 造成各地砂、石资源供应短缺。2017 年土砂石开采固定资产投资完成额 1374 亿元, 同比减少 14.52%。

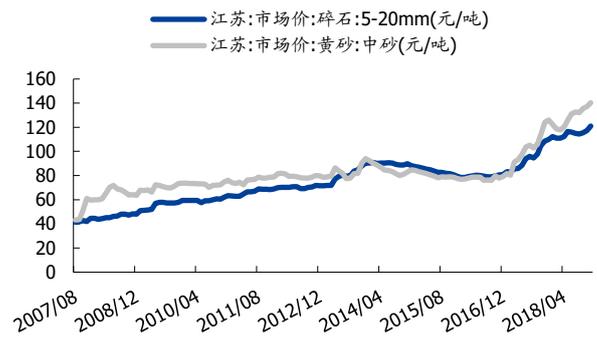
原料来源紧张以及高涨的价格造成砂石质量的下滑和不稳定。受洞庭湖等地淡水砂开采受限影响, 传统河砂产地赣江、洞庭湖、鄱阳湖供给减少, 长江细砂、超细砂、福建和广东沿海的水洗砂供给较多, 甚至开始有海砂开始在福建、上海、江苏等地出现。总体而言, 由于传统砂源地供给不足各种, 导致山砂、河砂、淡化海砂以及机制砂充斥市场, 建筑用砂质量整体出现下滑; 除了建筑用砂来源与质量不稳定, 由于矿山开采越来越严, 部分矿山出厂的建筑碎石质量也出现下滑。市场供给的紧张导致混凝土两大原材料价格大幅上涨, 2018 年底石子价格 121 元/吨, 黄沙价格 140 元/吨, 分别同比上涨 11.5%、12.9%, 生产成本的上升对中小混凝土企业造成较大的资金压力。

图表 19: 砂石开采固定资产投资额



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 20: 砂石价格走势



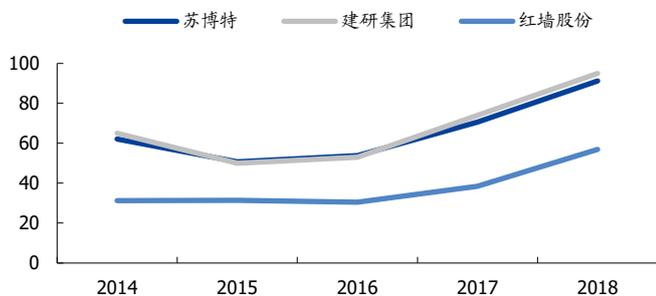
资料来源: wind, 国盛证券研究所

砂石质量不稳定对减水剂配方个性化要求提高, 行业供应趋于集中。2016 年以前, 建筑混凝土中砂石的质量稳定, 配方的个性化要求不高, 甚至 1 个配方可以用 3 个月; 而现在由于砂石质量不稳定, 导致配方的个性化要求大幅提高, 现在甚至出现 1 个配方只能用 3 天的情况。中小型减水剂企业由于研发实力有限, 在配方的个性化开发上往往心有余而力不足, 而行业头部企业则具备资金和研发实力, 可以满足下游个性化配方的需求, 目前外加剂龙头公司基本都有 8000-9000 个配方, 龙头企业相比中小企业更具竞争优势; 同时由于下游混凝土和地产集中度越来越高, 大企业和大企业战略合作越来越频繁, 导致上游减水剂的供应也趋于集中。

3.3. 行业头部企业市占率快速提升

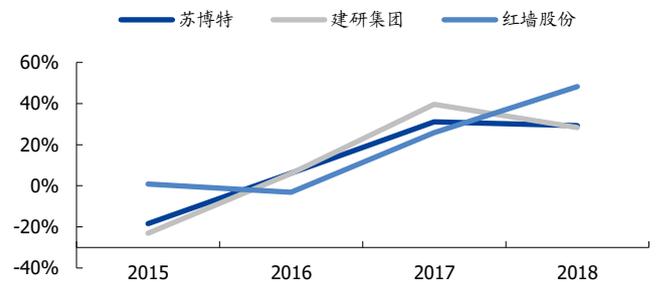
行业头部企业市占率正加速集中, 整体市占率仍偏低。2018 年主要减水剂生产企业苏博特、建研集团和红墙股份的减水剂销量分别为 91.23 万吨、95 万吨、56.93 万吨, 分别同比增长 29.31%、28.38%和 48.26%, 行业头部企业的产品销量出现大幅上升。2018 年三家公司外加剂市占率分别为 4.62%、3.90%和 1.54%, 减水剂行业 CR3 为 10.06%, 较 2017 年提升 2.82 个百分点; 行业集中度在 2017 年出现拐点, 并在 2018 年呈现加速上升的趋势, 但就目前看行业集中度仍处于偏低的水平。

图表 21: 主要减水剂企业减水剂销量 (万吨/年)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 22: 主要减水剂企业减水剂销量增速 (%)



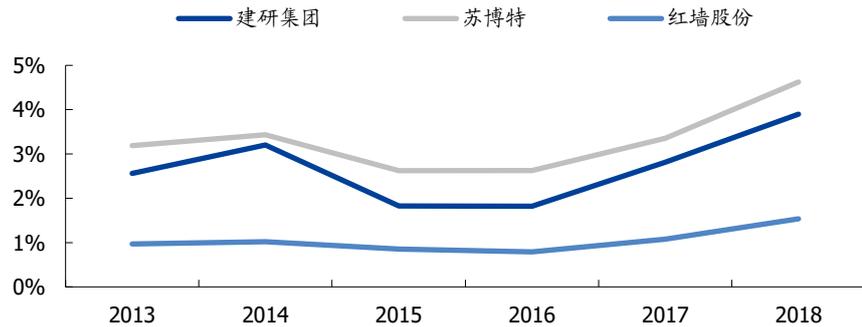
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 外加剂行业主要企业市占率变化

市占率	2013	2014	2015	2016	2017	2018
建研集团	2.56%	3.20%	1.82%	1.82%	2.81%	3.90%
苏博特	3.19%	3.44%	2.62%	2.62%	3.35%	4.62%
广东红墙	0.97%	1.02%	0.85%	0.79%	1.07%	1.54%
CR3	6.72%	7.66%	5.30%	5.23%	7.24%	10.06%

资料来源: 各公司公告, 中国混凝土网, 国盛证券研究所

图表 24: 主要减水剂企业市占率变化



资料来源: 中国混凝土网, 国盛证券研究所

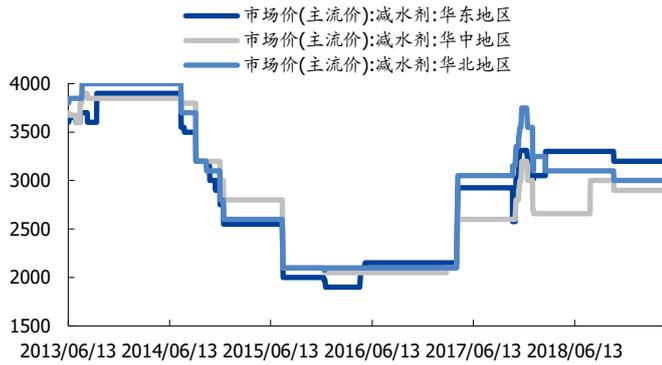
中小企业由于资金成本压力逐渐退出市场。由于外加剂行业普遍存在垫资现象, 中小企业由于融资渠道有限, 资金成本压力大, 很难做大规模; 而上市公司则具有很大的融资优势, 可以快速实现产能和市场的快速扩张。

4. 减水剂行业盈利能力持续改善

4.1. 减水剂价差扩大, 毛利率回升

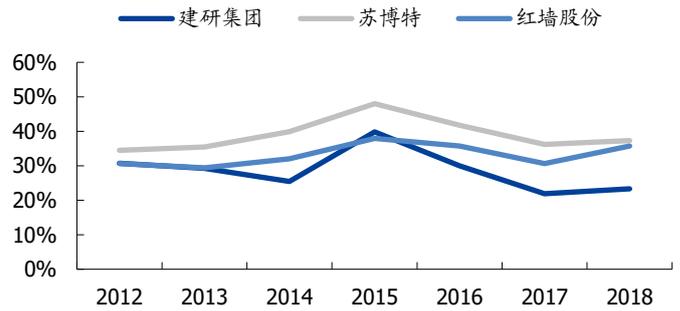
随着安全环保监管趋严, 小产能企业逐渐退出, 供给端收缩导致减水剂价格逐步回升, 2017年初价格为2100元/吨, 目前价格为3000元/吨, 涨幅43%; 企业的毛利率也相应提高, 2018年建研集团、苏博特、红墙股份的混凝土外加剂毛利率分别为23.32%、37.28%、35.72%, 同比分别增加1.43、1.08和5.12个百分点。同时, 减水剂价差逐渐扩大, 价差从2017年初的818元/吨左右, 扩大至目前的2216元/吨, 行业盈利能力明显提升。

图表 25: 减水剂价格走势 (元/吨)



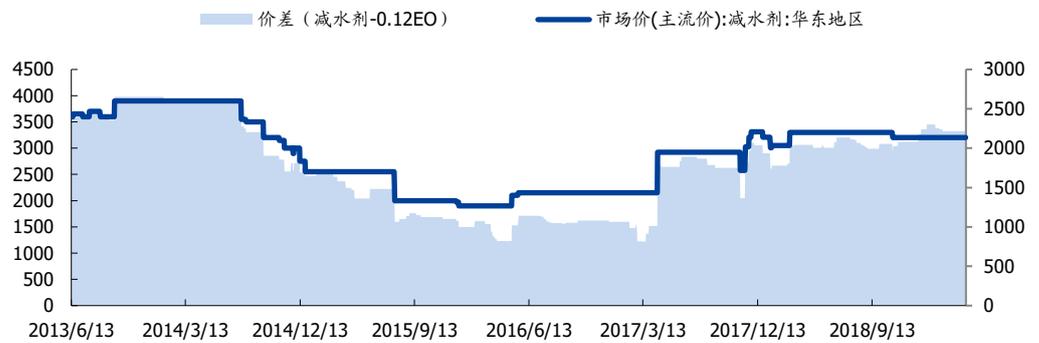
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 主要减水剂企业减水剂毛利率 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 减水剂价差变化 (元/吨)



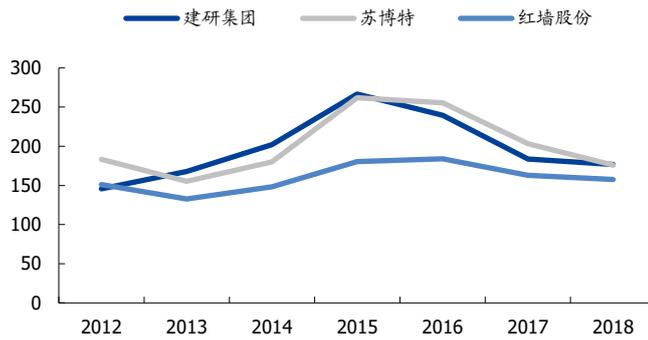
资料来源: wind, 国盛证券研究所

4.2. 减水剂龙头企业议价能力提升

行业龙头企业应收账款周期缩短。随着行业集中度的提升,行业应收账款周期在 2015 年后逐渐缩短,建研集团、苏博特在 2015 年应收账款周期 260 天左右,2018 年缩短至 176 天左右,应收账款周期缩短 32%;红墙股份 2015 年营收账款周期 180 天左右,2018 年缩短至 157 天左右,应收账款周期缩短 13%;龙头企业对下游行业的议价能力提升明显。

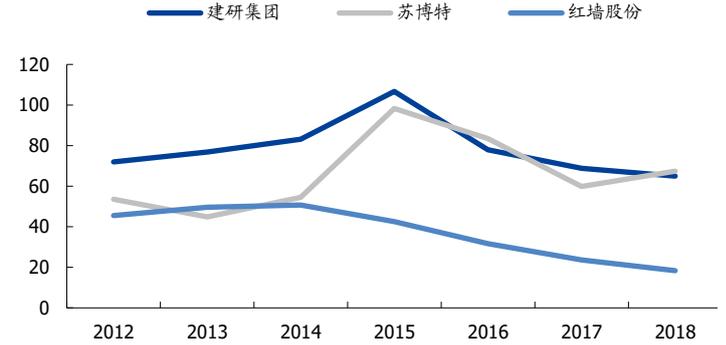
可以看出混凝土外加剂行业应收账款回收周期在 160 天左右,账款周期较长。龙头企业通过筛选优质客户合作,基本上坏账率都在千分之一以下,同时账龄 90-95%以上在 1 年内;而中小企业资金成本高,本金少,资金压力更大。

图表 28: 主要减水剂企业应收账款周转天数(天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 29: 主要减水剂企业应付账款周转天数(天)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

5. 投资建议

我们认为这是未来 3-5 年复合增速 30-40%的龙头企业市占率提高的黄金过程, 行业龙头公司在产能规模、销售渠道布局、配方个性化服务、资金实力、大企业间合作等方面具备更强的竞争优势。具备全国布局能力, 技术实力强劲和资金雄厚的龙头企业, 通过自身生产技术的提高和更强的市场把控能力, 可以实现市场份额的快速提升; 建研集团、苏博特、红墙股份作为行业龙头企业, 2018 年市占率分别达到 3.90%、4.62%和 1.54%, 行业 CR3 仅为 10.06%, 未来行业集中度仍有很大提升空间; 我们整体看好混凝土外加剂行业, 推荐标的次序为建研集团、苏博特、红墙股份。

6. 风险提示

下游基建及房地产行业波动风险

外加剂行业下游是建筑业, 其发展很大程度上依赖于国家基础设施建设及房地产的投资情况, 若市场景气度不佳或未达预期, 则将显著影响行业的盈利水平。

原材料价格波动风险

受国家环保政策影响, 国内化工行业开工受限, 原材料价格可能受到一定影响, 对企业的成本控制将产生不确定性风险。

行业竞争风险

混凝土外加剂行业是市场化程度较高的细分市场, 市场集中度较低, 行业竞争剧烈。企业在市场拓展、产品竞争力及占有率保持上均具有一定的行业竞争风险。

应收账款风险

随着企业全国布局战略的实施, 市场覆盖范围的不断扩大以及客户数量持续增加, 营业收入规模逐年上升, 未来存在因应收账款发生坏账影响企业经营业绩的可能。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼
 邮编：100033
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com