



# 内外兼修，外加剂龙头的逆袭

## 苏博特(603916)

► **外加剂龙头，综合优势明显。** 苏博特成立于2004年，由缪昌文院士、刘加平、张建雄（一致行动人）等创立，2017年底上市。依托江苏建科院雄厚科研背景，2018年公司减水剂市场份额9%排名第一且实现全国性布局，技术和规模优势稳固。公司外加剂附加值高且具备关键聚醚、母液自产技术，高端三代产品占7成以上且售价和毛利率均高于竞争对手10个百分点以上，未来运输成本有望随着布局完善而下降，公司净利率优势有望凸显。

► **市场广阔，集中度和总量快速提升。** 测算减水剂市场有效空间200亿元，CR10目前仅35.6%，行业过去较为分散。未来有3大趋势：第一，机制砂大量使用导致混凝土对于减水剂性能要求及调配服务要求提高，第二，下游建筑客户集中度提升及集采模式的推广；第三是化工退城进园。我们测算CR10相比2015年提升5个百分点，未来总量+掺量的结构化提升是趋势，未来3-5年测算行业空间扩容最高55%。供需变革的结果是：产品性能良好、技术实力雄厚的头部减水剂企业有望抢占更多市场份额。

► **减水剂+检测双轮驱动，打开成长和估值空间。** 产销规模扩张正当时，公司规划新建减水剂产能82万吨两年内产能增加80%。更值得关注的是，2019年5月公司通过并购江苏省建筑工程质量检测中心进军检测行业，而由于检测行业盈利水平高、整合发展空间大、估值普遍35xPE或更高，我们认为检测行业有望进一步提升公司盈利能力，我们判断公司未来将打造减水剂+大检测两个主营业务，打开公司成长和估值空间。

► **首次覆盖“买入”评级。** 预计公司2019-2021年净利润3.16/4.16/5.50亿元，同比增长17.8%/31.4%/32.4%。给予公司基于分部估值法的估值64.62亿元，目标价20.88元，对应目前股价潜在升幅38.2%，首次覆盖“买入”评级，目前2020年动态PE仅11.25x，具有安全边际。

**风险提示：** 需求不及预期，成本高于预期，检测业务发展低于预期，系统性风险。

### 盈利预测与估值

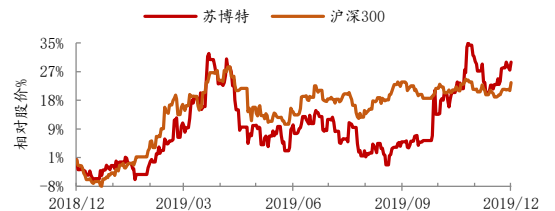
财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1679.66	2315.96	3155.79	4097.64	5129.89
YoY (%)	27.84%	37.88%	36.26%	29.85%	25.19%
归母净利润(百万元)	133.79	268.40	316.27	415.52	550.34
YoY (%)	0.64%	100.61%	17.84%	31.38%	32.45%
毛利率 (%)	37.60%	37.38%	46.10%	46.45%	46.60%
每股收益 (元)	0.43	0.86	1.02	1.34	1.77
ROE	7.14%	12.87%	13.67%	15.90%	18.28%
市盈率	34.94	17.42	14.78	11.25	8.49

数据来源：Wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

**评级：** 买入  
**上次评级：** 首次覆盖  
**目标价格：** 20.88  
**最新收盘价：** 15.05

**股票代码：** 603916  
**52周最高价/最低价：** 15.72/11.1  
**总市值(亿)** 46.75  
**自由流通市值(亿)** 19.72  
**自由流通股数(百万)** 131.06



**分析师：戚舒扬**  
邮箱：qisy@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519070002  
联系电话：0755-23948865

**分析师：郁暲**  
邮箱：yuliang@hx168.com.cn

### 相关研究

## 正文目录

1. 苏博特：全国减水剂龙头，技术实力雄厚 .....	4
1.1. 高毛利体现的竞争力来源 .....	9
2. 外加剂市场广阔，集中度稳步提升 .....	10
2.1. 趋势一：机制砂代替天然砂，减水剂迎机遇 .....	11
2.2. 趋势二：下游集中度提升，大客户集采抬高准入门槛 .....	12
2.3. 趋势三：“退城入园”或进一步清退小企业 .....	12
3. 外加剂需求总量提升空间充足 .....	13
3.1. 预拌率上升提振需求 .....	14
3.2. 机制砂提升单方减水剂掺量 .....	14
3.3. 短期需求下行压力不大 .....	15
4. 苏博特：减水剂龙头，迎风扩张 .....	15
4.1. 产能扩张恰逢其时，支撑业绩增长 .....	16
4.2. 合成基地进一步完善，运费有望带动销售费用下降 .....	17
4.3. 原材料成本上行风险有限 .....	18
5. 外延并购发酵，打开成长和估值空间 .....	20
5.1. 检测行业规模近 3000 亿，公司收购标的属于头部企业 .....	20
5.2. 检测行业并购整合是大趋势 .....	21
5.3. 盈利能力强劲，2019 年完成业绩承诺压力不大 .....	21
6. 现金流逐渐好转 .....	22
7. 盈利预测及估值 .....	23
8. 风险提示 .....	25

## 图表目录

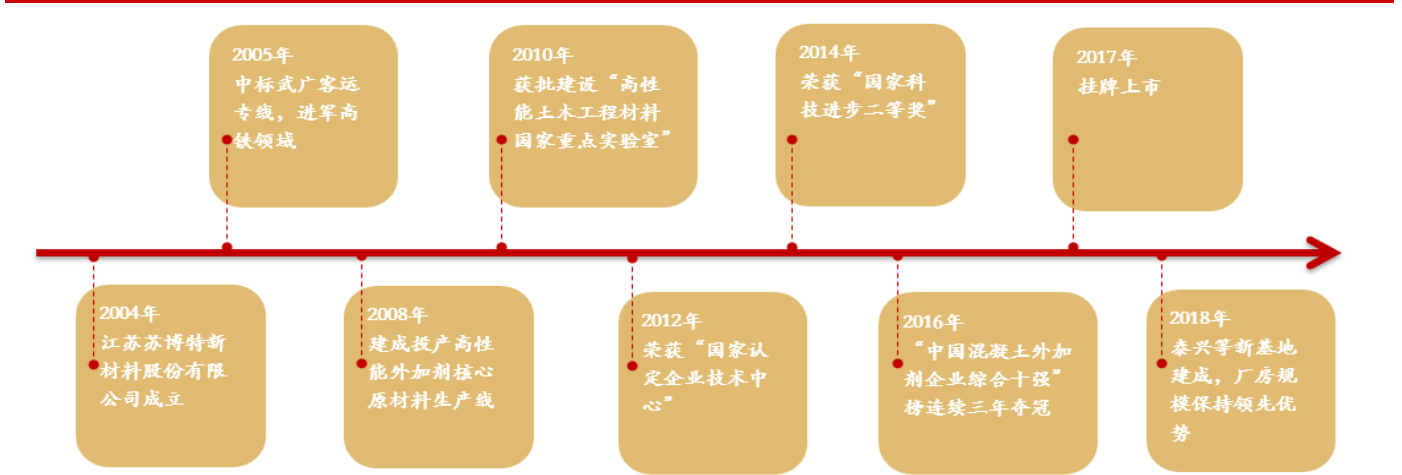
图 1 公司发展历程 .....	4
图 2 公司股权结构 .....	4
图 3 公司收入及增速 .....	6
图 4 公司归母净利润及增速 .....	6
图 5 公司分品类减水剂销量 .....	6
图 6 上市企业外加剂总销量对比 .....	6
图 7 上市企业高性能（三代）减水剂销量对比 .....	7
图 8 上市企业高效（二代）减水剂数量对比 .....	7
图 9 公司收入分布更加全面 .....	7
图 10 红墙股份收入较为集中于华南 .....	8
图 11 垒知集团收入较为集中于华东 .....	8
图 12 公司外加剂售价高于主要竞争对手 .....	8
图 13 公司高性能减水剂售价高于主要竞争对手 .....	8
图 14 公司外加剂吨毛利高于主要竞争对手 .....	8
图 15 公司混凝土外加剂毛利率高于主要竞争对手 .....	8
图 16 聚羧酸减水剂生产过程 .....	9
图 17 公司研发费用支出占营业收入比重高于竞争对手 .....	9
图 18 混凝土减水剂需求量 .....	10
图 19 混凝土外加剂产量 .....	10
图 20 聚羧酸减水剂是目前主流产品 .....	11
图 21 2018 年行业 CR10 提升 .....	11
图 22 机制砂占比显著提升 .....	12
图 23 混凝土生产成本拆分 .....	12

图 24	房地产行业 CR10 提升 .....	12
图 25	基建行业集中度提升 .....	12
图 26	预拌混凝土渗透率逐渐提升 .....	14
图 27	但与发达国家相比仍有较大差距 .....	14
图 28	地产库存目前仍然处于低位 .....	15
图 29	货币政策维持宽松 .....	15
图 30	基建投资增速 .....	15
图 31	水泥产量及同比增速 .....	15
图 32	公司现有产能布局 .....	16
图 33	公司产能结构逐渐向高性能减水剂倾斜 .....	17
图 34	高性能减水剂产能利用率保持较高水平 .....	17
图 35	公司单位运输费用高于竞争对手 .....	18
图 36	公司销售费用率高于竞争对手 .....	18
图 37	近年来环氧乙烷产能过剩严重 .....	19
图 38	2018H2 以来环氧乙烷价格降至历史低位 .....	19
图 39	环氧乙烷下游需求以减水剂为主 .....	19
图 40	聚羧酸减水剂成本拆分 .....	19
图 41	检验检测行业规模 .....	21
图 42	建筑工程和建材检验检测行业规模 .....	21
图 43	大型检测企业收入增速更高 .....	21
图 44	大型检测企业市场份额提升 .....	21
图 45	检测中心历年收入 .....	22
图 46	检测中心历年净利润 .....	22
图 47	公司应收账款周转率出现好转 .....	22
图 48	2019 年经营净现金流进步明显 .....	22
表 1	主要股东和高管科研背景雄厚 .....	5
表 2	各品类减水剂性能特点及主要用途 .....	5
表 3	建筑央企是公司前五大客户 (2016) .....	10
表 4	2016-2018 年前十大企业减水剂销量 (单位: 万吨) .....	11
表 5	退城入园部分关键政策梳理 .....	13
表 6	减水剂中期需求提升空间仍然充足 .....	14
表 7	公司产能扩张计划 .....	17
表 8	未来三年我国环氧乙烷规划新增产能 (单位: 万吨/年) .....	20
表 9	公司盈利预测 .....	23
表 10	基于市盈率估值方法的分部估值 .....	24
表 11	基于市盈率估值方法的分部估值 .....	25

## 1. 苏博特：全国减水剂龙头，技术实力雄厚

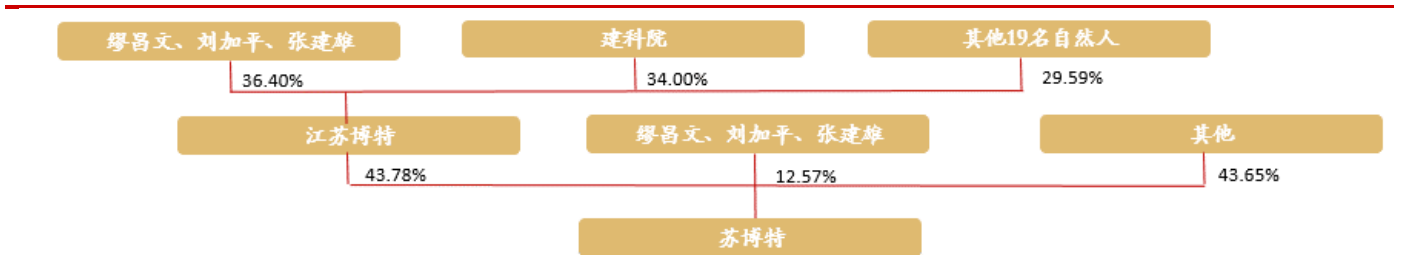
苏博特成立于2004年12月，设立方式是经江苏省人民政府批准，由江苏博特及11名自然人共同发起设立的股份有限公司。公司实际控制人是缪昌文、刘加平、张建雄（一致行动人），其中缪昌文是中国工程院院士，实控人和部分高管背景都来自于江苏省建筑科学研究院（简称“建科院”），凭借建科院的雄厚技术实力，上市公司苏博特稳坐全国减水剂头把交椅，目前在减水剂行业市场份额9%左右，主要产品包括高性能减水剂（三代产品），高效减水剂（二代产品）和其他功能性材料。

图1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

图2 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 主要股东和高管科研背景雄厚

姓名	性别	年龄	职位	基本情况
缪昌文	男	62	董事长	中国工程院院士、东南大学材料科学与工程学院教授；高性能土木工程材料国家重点实验室主任兼首席科学家；第九届、第十届、第十一届全国人大代表；1984年7月至2002年5月历任建科院研究室主任、所长、副院长、院长；2002年6月至今任建科院董事长；2004年12月至2015年4月，任公司董事；2015年4月至今任公司董事长。
刘加平	男	52	董事	博士，研究员级高级工程师，东南大学材料科学与工程学院教授、高性能土木工程材料国家重点实验室副主任兼首席科学家；2002年6月至2013年12月任建科院副总经理，2004年12月至2015年4月任苏博特董事、董事长，现任公司董事。
张建雄	男	52	副董事长	研究员级高级工程师；1991年8月至2002年6月任职于江苏省建筑科学研究院建筑材料研究所；2002年7月至2004年11月任江苏博特副总经理；2004年12月至2017年2月任苏博特董事、总经理，2017年3月至今任苏博特副董事长。
毛良喜	男	49	董事、总经理	研究员级高级工程师；1997年4月至2002年6月任职于江苏省建筑科学研究院建筑材料研究所；2002年7月至2004年11月任江苏博特技术推广部副主任；2004年12月至2007年12月任本公司总经理助理、推广部主任；2008年1月至2011年2月任苏博特公司副总经理，2011年2月至2017年2月任公司董事、副总经理，2017年2月至今任公司董事、总经理。

资料来源：公司年报，华西证券研究所

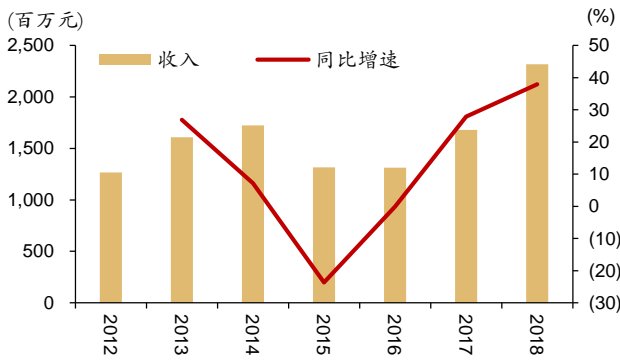
近年来，公司销售结构逐渐高端化，高性能减水剂占外加剂销售量比重由 2014 年的 53.0% 提升至 2018 年的 74.6%，2012-2018 年公司营业收入/归母净利润年复合增速分别为 10.6%/16.4%，2016 年后有逐年提升趋势，并于 2017 年实现 A 股上市。公司深耕行业十五载，铸就了领先的行业地位和较为宽广的护城河。

表 2 各品类减水剂性能特点及主要用途

代表产品	性能特点	应用领域	
高性能减水剂 (三代)	更高的减水率 (通常高于 25%)、更良好的坍落度保持	核电站、桥梁、高铁、隧道、高层建筑物等	
高效减水剂 (二代)	羧系减水剂	减水率良好 (15-25%)	市政、民用建筑、混凝土预制构件
功能性材料	水泥基材料、工程纤维等		用于特殊环境下需求

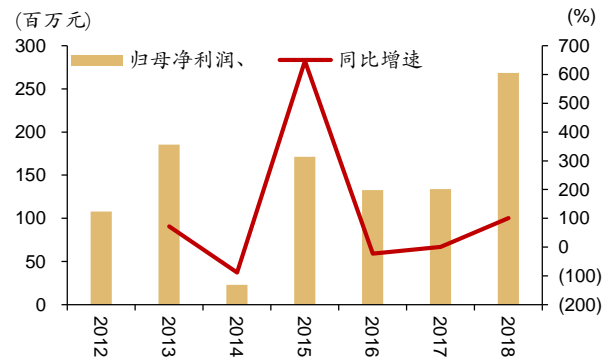
资料来源：中国混凝土网，华西证券研究所

图3 公司收入及增速



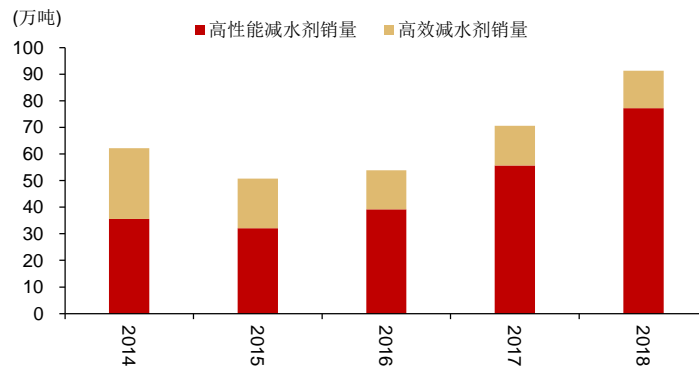
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图4 公司归母净利润及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

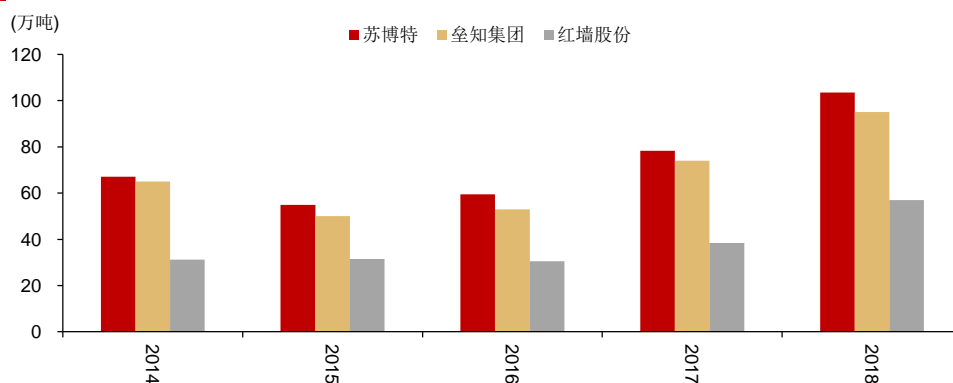
图5 公司分品类减水剂销量



资料来源：公司年报，华西证券研究所

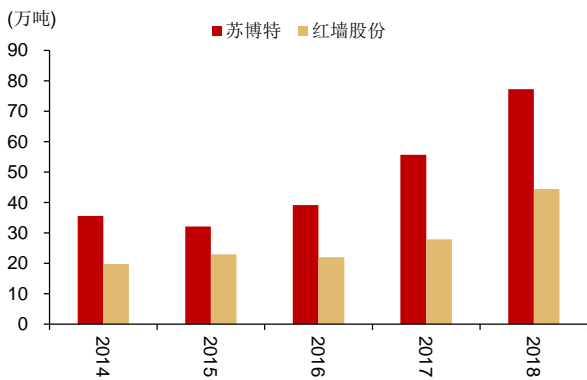
**优势一：外加剂销售规模领跑。**自2014年以来，公司常年稳居混凝土减水剂销量榜首。2018年，公司合计销售各类外加剂104万吨，其中最新的三代产品占比约70%，规模已经与除了垒知集团外的其余外加剂企业明显拉开了差距。

图6 上市企业外加剂总销量对比



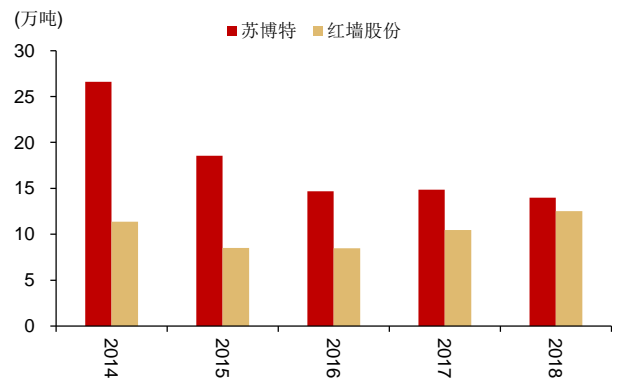
资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图7 上市企业高性能（三代）减水剂销量对比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

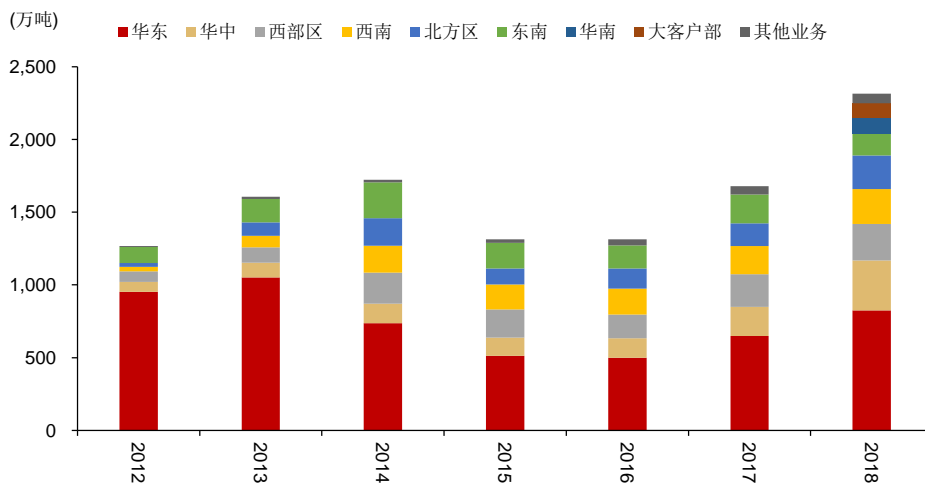
图8 上市企业高效（二代）减水剂数量对比



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

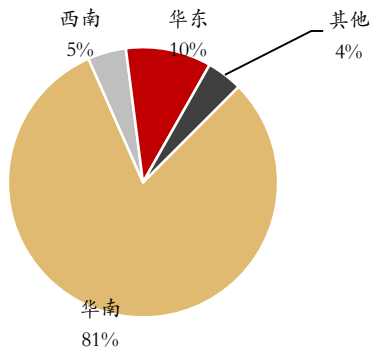
**优势二：销售网络实现全国性布局。**公司立足华东，近年来于中西部地区拓展销售渠道，目前大本营华东地区占公司收入比重已有 2012 年的 75.2% 下降至 2018 年的 35.6%，华中、西部、西南、北方区域 2018 年占公司收入比重均已超过 10%，是唯一一家实现全国性销售的减水剂企业，产能和销售网络布局优势明显。

图9 公司收入分布更加全面



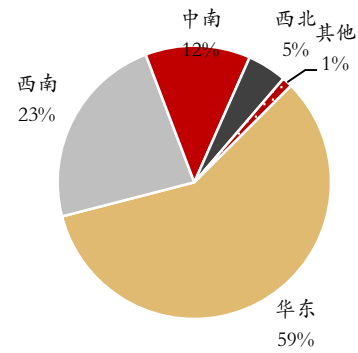
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 10 红墙股份收入较为集中于华南



资料来源：公司年报，华西证券研究所

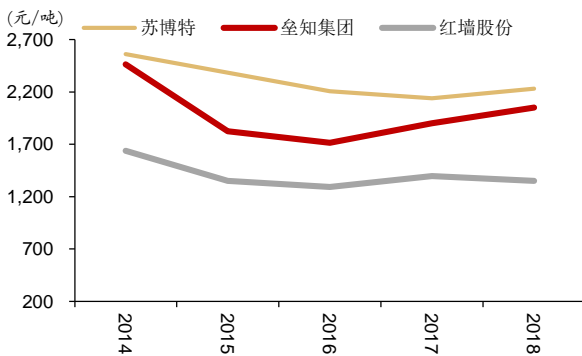
图 11 垒知集团收入较为集中于华东



资料来源：公司年报，华西证券研究所

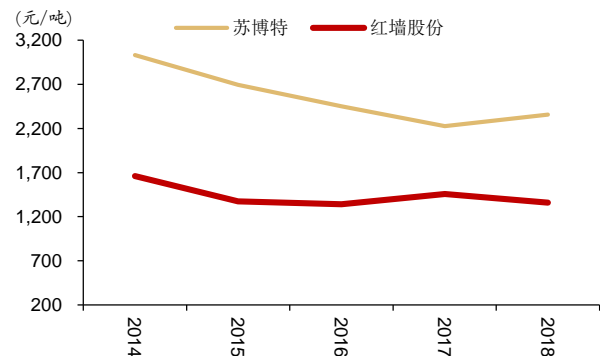
**优势三：产品竞争力首屈一指。**公司外加剂板块毛利率近年来始终维持 35%以上，高于主要竞争对手 5-10 个百分点，其中高性能/高效减水剂吨毛利相较主要竞争对手红墙股份平均高出 450/120 元/吨左右。我们认为较高的售价集中反映了产品和服务竞争力。

图 12 公司外加剂售价高于主要竞争对手



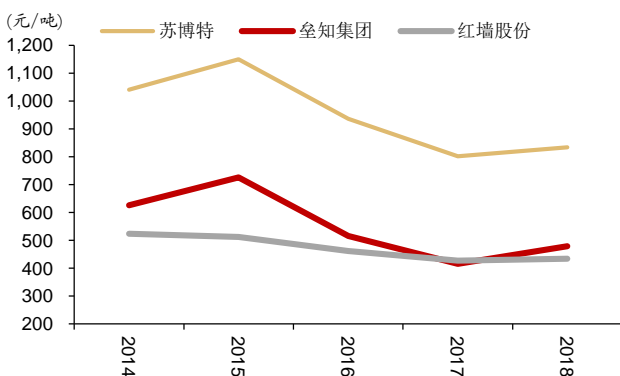
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 13 公司高性能减水剂售价高于主要竞争对手



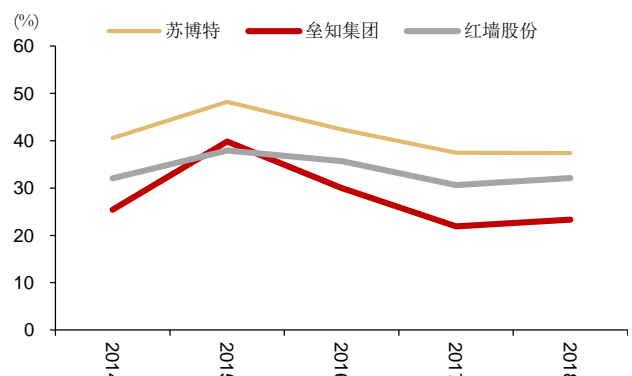
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 14 公司外加剂吨毛利高于主要竞争对手



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 15 公司混凝土外加剂毛利率高于主要竞争对手



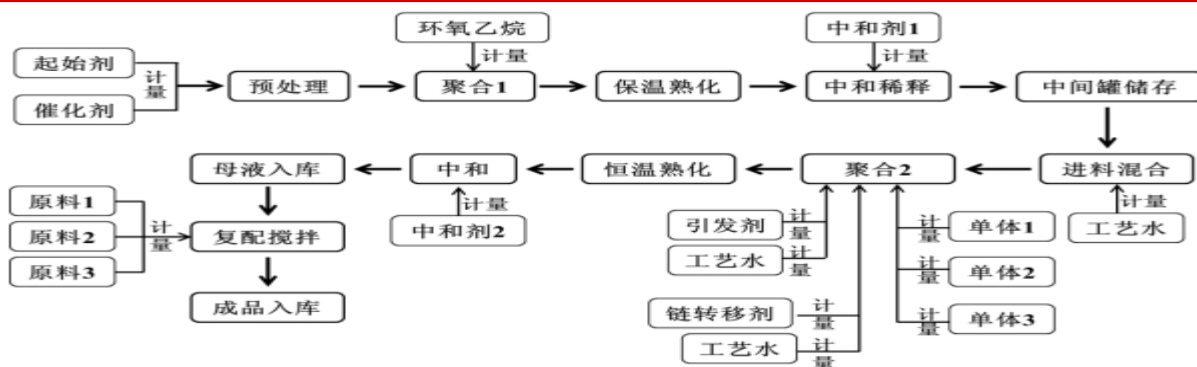
资料来源：公司年报，华西证券研究所



## 1.1. 高毛利体现的竞争力来源

首先，公司上、中、下游一体化节省成本。聚羧酸减水剂的基本生产流程为环氧乙烷制成聚醚，随后将聚醚合成为母液，最后进行物理复配。根据我们测算，1吨环氧乙烷生产2.5-3吨母液，并最终生产8-9吨成品聚羧酸减水剂。而公司是唯一拥有自主聚醚生产能力的上市减水剂企业，公司购买环氧乙烷后自行合成专用聚醚，将聚醚运往合成基地进行母液合成，经营范围涵盖上游、中游、下游，不仅提升了公司产品控能力，也降低了公司的生产成本。

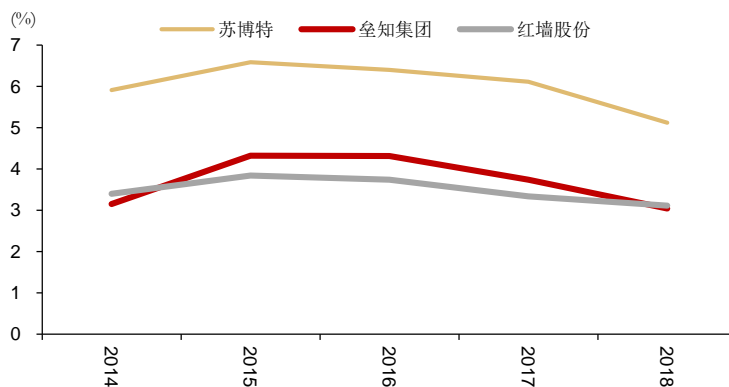
图 16 聚羧酸减水剂生产过程



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

其次，公司研发能力强劲，高端客户占比高且稳定。研发支出占营业收入比重维持5%以上，产品性能好附加值高，叠加强大的技术人员提供复配指导服务，因此受到重点建筑企业青睐，近年来大型建筑公司订单稳定占比在40%上下，主要下游是混凝土技术要求较高的大坝、核电站等工程，在这些领域市占率预计超过20%。而由于大型建筑企业对于减水剂的价格敏感性较低，根据各公司年报数据测算，2018年苏博特外加剂平均售价分别高出主要竞争对手垒知集团、红墙股份200/800元/吨左右，进一步提升了盈利能力。

图 17 公司研发费用支出占营业收入比重高于竞争对手



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 3 建筑央企是公司前五大客户 (2016)

客户名称	金额 (万元)	收入占比
中国铁建股份有限公司	7,433	5.66%
中国中铁股份有限公司	6,677	5.08%
中国交通建设股份有限公司	5,793	4.41%
中国电力建设股份有限公司	5,321	4.05%
中国建材股份有限公司	4,159	3.17%

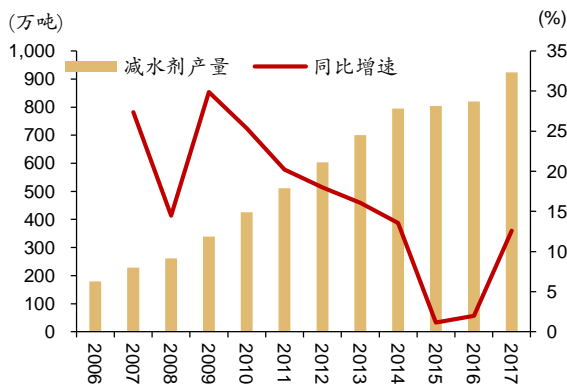
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 2. 外加剂市场广阔，集中度稳步提升

2017 年我国混凝土外加剂产量 1399 万吨，同比增长 1.4%，其中高性能及高效减水剂产量 923 万吨左右，保守按照 2000 元/吨均价估算，减水剂行业目前有效市场规模 185 亿元左右。根据混凝土和固投增速预计，2020 年仅高性能和高效减水剂市场超过 200 亿空间（不包括普通、膨胀剂、功能性等其他 20 多种外加剂市场空间）。根据混凝土协会，全部外加剂市场空间超过 500 亿元。

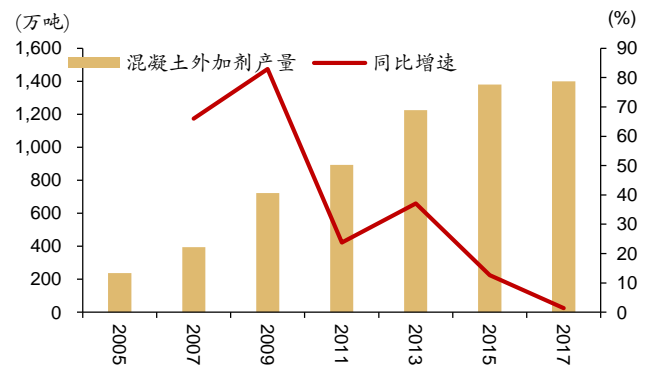
由于进入门槛低，且下游混凝土行业本身市场格局较为分散，我国减水剂行业同样呈现较为分散格局，目前行业 2000 家左右企业，化学合约定 500 家。2018 年行业 CR10 为 35.6%，相较 2015 年已提升 5 个百分点，同时销量超过 10 万吨企业不超过 10 家，我们测算三家上市企业苏博特、垒知集团及红墙股份市场份额仅分别为 9.4%/8.8%/5.8%（仅计算减水剂，以外加剂口径计算则显著更低）。我们认为行业正在经历一轮集中度提升的过程，龙头公司凭借产品升级、服务专业、环保达标等优势，市场份额提升显著快于行业。

图 18 混凝土减水剂需求量



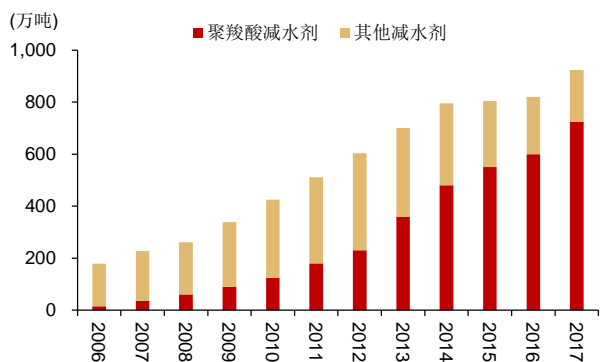
资料来源：中国混凝土网，华西证券研究所

图 19 混凝土外加剂产量



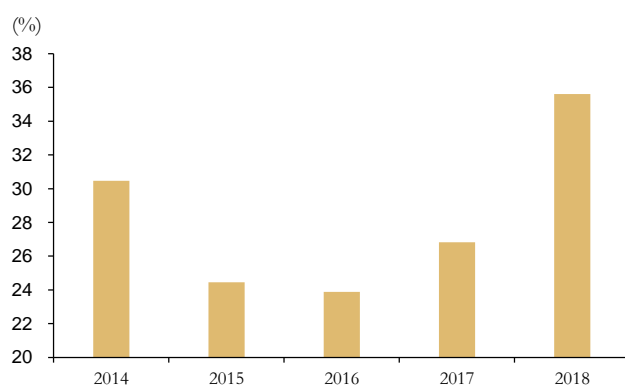
资料来源：中国混凝土网，华西证券研究所

图 20 聚羧酸减水剂是目前主流产品



资料来源:《环氧乙烷深加工产业研究》, 华西证券研究所

图 21 2018 年行业 CR10 提升



资料来源: 各公司年报, 中国混凝土网, 华西证券研究所

表 4 2016-2018 年前十大企业减水剂销量 (单位: 万吨)

	2016		2017		2018
江苏苏博特	53.8	江苏苏博特	70.6	江苏苏博特	91.2
垒知集团	47.7	垒知集团	66.6	垒知集团	85.5
广东红墙	30.5	广东红墙	38.4	广东红墙	56.9
安徽中铁	11.1	长安育才	14.0	长安育才	25.6
长安育才	10.5	山西凯迪	11.1	贵州石博士	20.9
山西凯迪	8.9	山西康特尔	10.6	华伟银凯	17.6
华伟银凯	8.8	安徽中铁	9.8	安徽中铁	13.9
贵州绿洲苑	8.6	广东瑞安	9.4	广东瑞安	13.2
广东瑞安	8.2	深圳五山	8.7	山西康特尔	13.0
深圳五山	7.6	华伟银凯	8.6	深圳五山	8.9

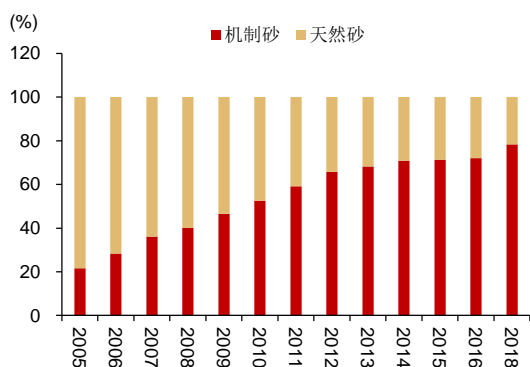
资料来源: 各上市公司年报, 中国混凝土网, 华西证券研究所

## 2.1. 趋势一: 机制砂代替天然砂, 减水剂迎机遇

砂石是混凝土生产的重要原料, 按照目前价格估算, 其成本占原材料成本的 50% 以上。而近年来, 由于国家环保、河道治理趋严, 天然河砂开采受限, 机制砂使用比例由 2013 年的 68% 提升至 2018 年的 78%。而机制砂多由尾矿研磨而成, 含水量以及和易性远不及天然河沙, 因此机制砂的广泛使用, 使得混凝土对于减水剂的要求逐渐提升。此外, 由于每批次的机制砂性能统一性不及天然砂, 混凝土的生产相较以往更需要专业技术人员在现场指导调配减水剂, 单纯简单销售产品没有技术服务的公司越

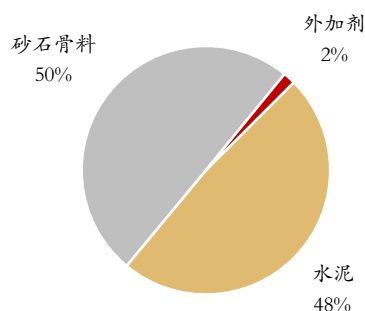
来越难以获得客户。因此我们认为减水剂行业服务属性及在产业链中的地位相较以往获得提升，技术实力雄厚的头部企业有望抢占更多市场份额。

图 22 机制砂占比显著提升



资料来源：砂石骨料网，华西证券研究所

图 23 混凝土生产成本拆分

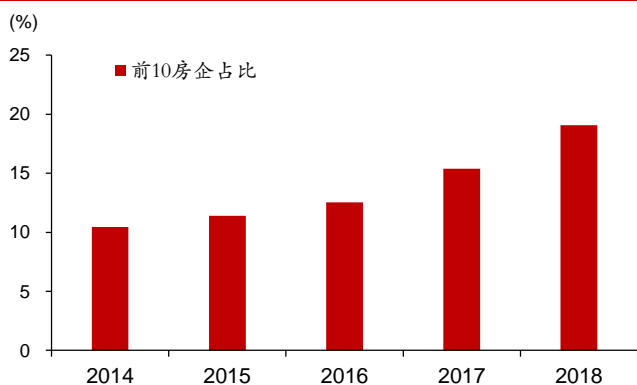


资料来源：Wind，中国混凝土网，华西证券研究所

## 2.2. 趋势二：下游集中度提升，大客户集采抬高准入门槛

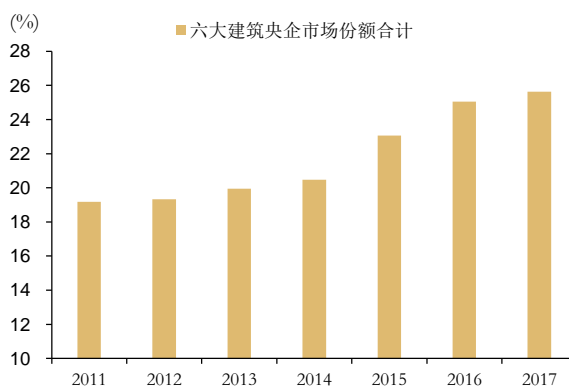
减水剂的终端客户主要是大型地产企业和基建项目对应的建筑企业，而近年来，随着融资政策趋严及单体项目规模提升，地产、基建行业呈现集中趋势，其中地产行业 CR10（销售面积口径）由 2014 年的 10.4% 提升至 2018 年的 18.1%，而六大建筑央企合计市场份额（新签订单口径）由 2011 年的 19.2% 提升至 2017 年的 25.6%，我们认为上述趋势仍将延续。而由于头部客户对于战略合作伙伴资金实力、产品质量、成本等有着较高的要求，大客户开始越过代理商，直接对有实力的减水剂企业进行入库招标集采，我们认为大客户集采的蛋糕将主要由头部减水剂企业瓜分，大量只能外购母液进行简单调配的小企业将逐渐被淘汰。

图 24 房地产行业 CR10 提升



资料来源：易居，统计局，华西证券研究所

图 25 基建行业集中度提升



资料来源：Wind，各公司年报，华西证券研究所

## 2.3. 趋势三：“退城入园”或进一步清退小企业

2016 年以来，随着环保政策的趋严，中央政府陆续出台一系列化工企业退城入园政策。减水剂行业的母液合成环节是化学环节，需要有合格的环评手续，对于复配点要求是备案制。因此，减水剂企业（包括母液合成及复配企业）要求进入工业

园区，甚至是专门的化工园区。由于工业园区往往对于企业规模以及污染排放有着一定要求，因此我们认为随着退城入园的执行，相当一部分规模小、环保能力不达标的小型减水剂企业将逐渐被清退，行业准入门槛提高，使得行业供给散乱的局面得到改善。

表 5 退城入园部分关键政策梳理

时间	事件
2016 年 11 月	工信部发布《工业和信息化部关于做好工业和信息化领域“邻避”问题防范和化解工作的通知》，要求重视工业企业邻避效应的防范和化解。
2016 年 11 月	国务院发布《关于印发危险化学品安全综合治理方案的通知》，要求人口密集区域全面开始制定退城入园政策。
2017 年 1 月	国务院发布《安全生产“十三五”规划》，要求到 2020 年人口密集区危险化工企业全部启动搬迁。
2017 年 9 月	国务院发布《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，中小企业和特大型企业分别应于 2020/2025 年底前完成搬迁

资料来源：国务院网站，工信部网站，华西证券研究所

### 3. 外加剂需求总量提升空间充足

目前我国混凝土商品化率还处于较低的状态，粗略估计商品化混凝土仅占 45% 的比例。混凝土预拌率的提升+单方减水剂掺量的提升，混凝土减水剂的需求仍有充足提升空间。根据我们测算，假设完全实现混凝土商品化，仅减水剂需求就可达 1247 万吨，相比 2017 年产量 923 万吨有 35% 的提升空间，其中高性能减水剂需求 1122 万吨，相比目前有 55% 的提升空间。总量+掺量的结构化提升，为减水剂行业需求增速打开了另一大空间。

表 6 减水剂中期需求提升空间仍然充足

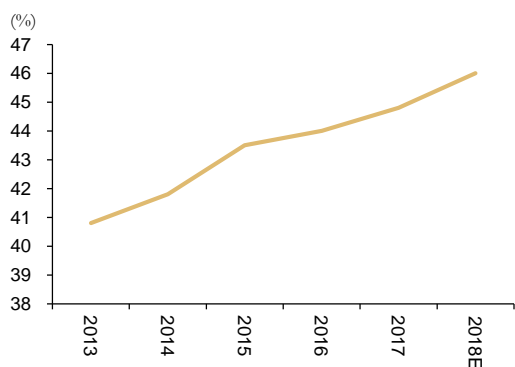
水泥产量 (亿吨)	20
混凝土水泥用量 (公斤/吨)	300
混凝土产量 (亿立方米)	67
减水剂使用率 (%)	85.0
单方减水剂掺量 (公斤/立方米)	2.2
混凝土减水剂需求 (万吨)	1,247
需求提升空间 (%)	35.0
高性能聚羧酸减水剂占比 (%)	90.0
高性能聚羧酸减水剂需求 (万吨)	1,122
需求提升空间 (%)	55.1

资料来源：中国混凝土网，数字水泥，华西证券研究所

### 3.1. 预拌率上升提振需求

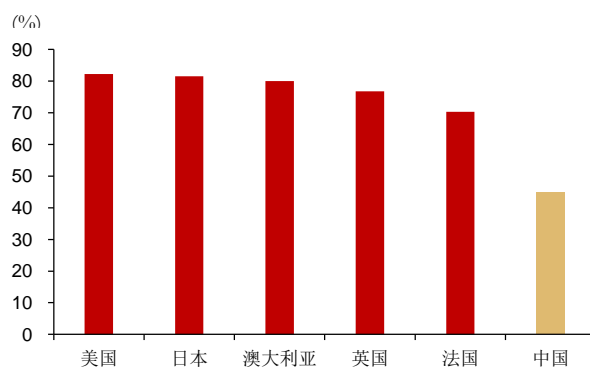
混凝土生产主要有预拌和现场搅拌两种形式，其中预拌形式主要通过专业搅拌站进行生产，相较于现场搅拌，预拌对于减水剂的使用更加专业规范，单方掺量也更加充足。尽管近年来我国混凝土预拌率逐渐提升至 48%左右 (2013:40.8%)，但与发达国家普遍 70%以上的水平仍有差距。随着环保监管趋严，我们认为我国混凝土预拌率将逐渐提升，从而提振减水剂需求。

图 26 预拌混凝土渗透率逐渐提升



资料来源：中国混凝土协会，前瞻，华西证券研究所

图 27 但与发达国家相比仍有较大差距



资料来源：中国混凝土协会，前瞻，华西证券研究所

### 3.2. 机制砂提升单方减水剂掺量

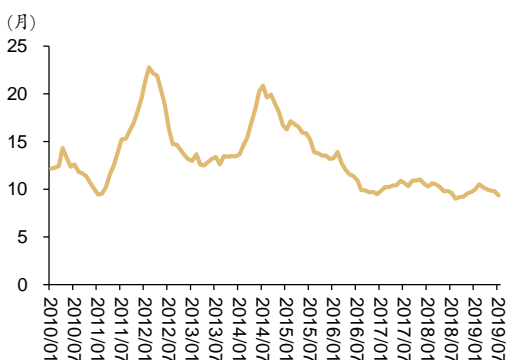
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

前文中我们提及机制砂的使用比例逐渐上升。而机制砂相对于天然砂而言，黏土含量更高，吸水率更强，因此使用机制砂搅拌混凝土时，单方混凝土减水剂用量相较于使用天然砂时将提高 20-30%左右，因此我们认为机制砂占比提升也将同时提升减水剂总需求。即理论上每方混凝土减水剂产量或提升至 2.8KG。

### 3.3. 短期需求下行压力不大

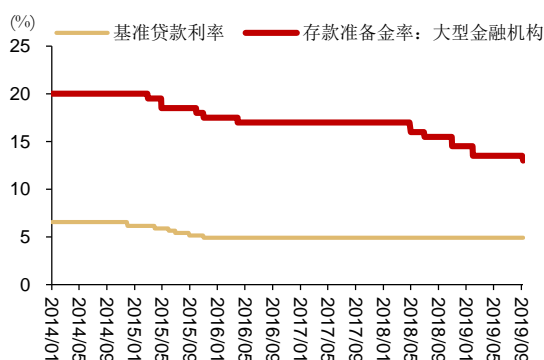
**基建+地产 2020 年正增长概率大。**目前房地产行业库存 9-10 个月，位于历史较低位置，货币环境较为宽松，判断地产新开工 2020 年总体仍将维持正增长，此外，由于 1 万亿元专项债额度提前下发，资本金新规出台后资金确定性进一步增强，我们认为 2020 年基建投资增速将有所回暖，从而使得水泥、混凝土需求总体保持平稳，减水剂短期内需求下行压力不大。

图 28 地产库存目前仍然处于低位



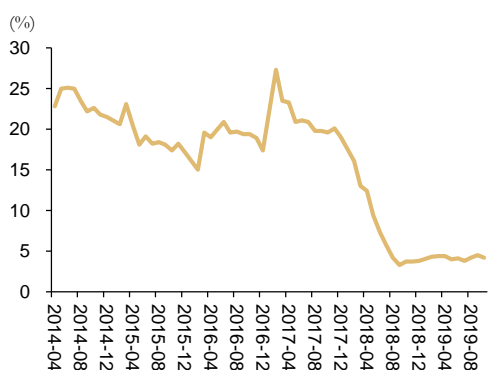
资料来源：易居，华西证券研究所

图 29 货币政策维持宽松



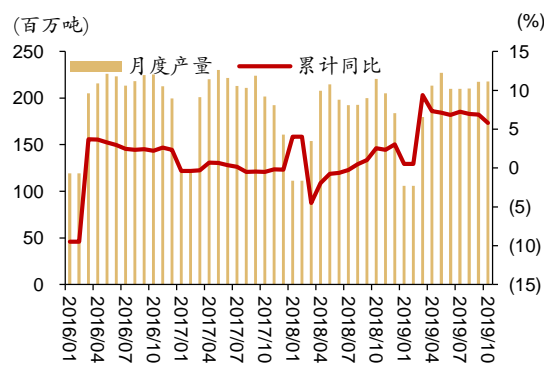
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 基建投资增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 水泥产量及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4. 苏博特：减水剂龙头，迎风扩张

公司作为减水剂龙头，是行业生态改善的核心受益者，而恰逢其时的产能投放及并购检测中心带来的外延发展将进一步提升公司成长的确定性，并进一步打开成长空间。

#### 4.1. 产能扩张恰逢其时，支撑业绩增长

截止到 2018 年底，公司拥有南京、泰兴、天津、新疆乌鲁木齐四个母液合成基地，高性能/高效减水剂合成产能分别达到 27.4/23.4 万吨，同比增长 7.2 (+35.6%) /-1.5 万吨，产能结构逐渐向高性能减水剂倾斜。结合公司 2018 年所披露产能利用率、产量及采购量数据，我们估算截止到 2018 年底公司聚醚产能 10 万吨左右，成品减水剂产能 100 万吨左右，复配基地辐射全国。

根据我们统计，公司目前已披露在建减水剂成品产能 82 万吨，在建聚醚产能 10 万吨，包括江苏泰兴基地扩建、四川大英新基地，根据项目建设周期，我们预计上述项目将于 2021 年底前陆续投产，其中泰兴基地扩建有望 2020 年上半年完成。待项目完全投产后，公司减水剂及聚醚产能相比目前将分别增长 80%/100%左右，进一步支撑其销量增长，缓解目前产能偏紧的局面以及缩短产品运距节省运费。

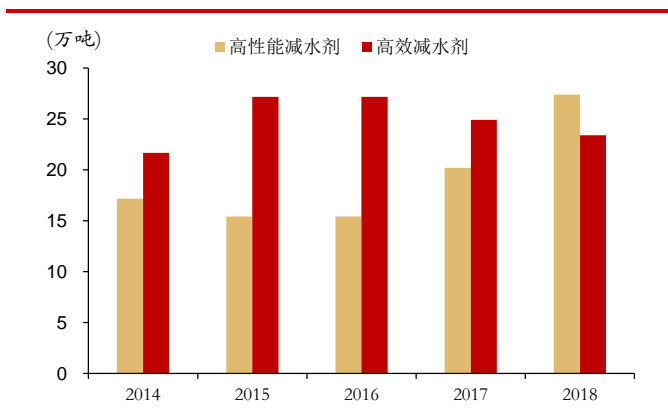
图 32 公司现有产能布局



资料来源：公司年报，招股说明书，华西证券研究所

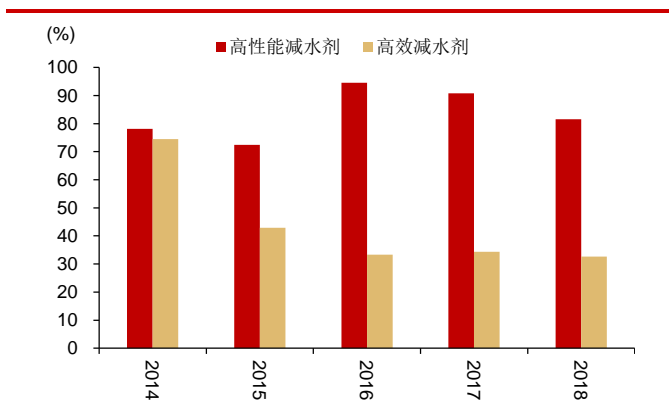


图 33 公司产能结构逐渐向高性能减水剂倾斜



资料来源：公司年报，招股说明书，华西证券研究所

图 34 高性能减水剂产能利用率保持较高水平



资料来源：公司年报，华西证券研究所

表 7 公司产能扩张计划

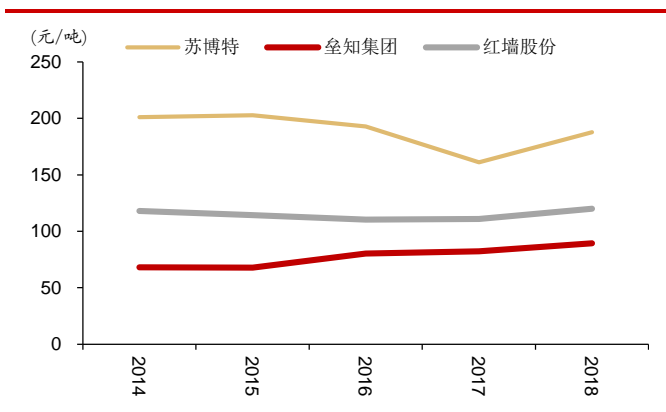
项目	减水剂产能 (万吨)	功能性材料产能 (万吨)	聚醚产能 (万吨)
江苏泰兴生产基地项目 (2019 年 1 月 30 日公告)	52		10
四川大英 30 万吨高性能减水剂及 20 万吨功能性材料项目 (2019 年 9 月 7 日公告)	30	20	
新增合计	82	20	10
现有产能	100		10
增长	82%		100%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 4.2. 合成基地进一步完善，运费有望带动销售费用下降

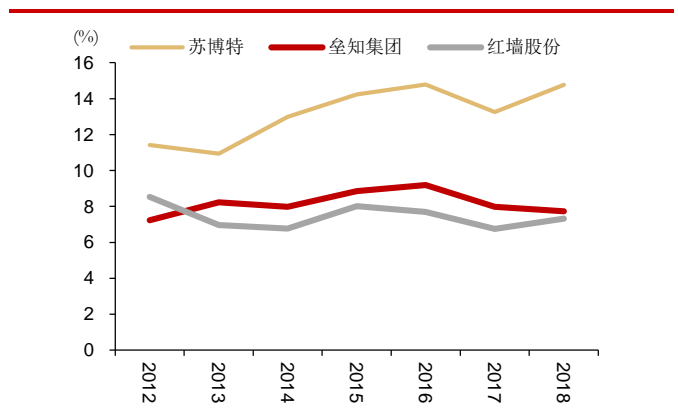
由于公司母液合成产能集中于江苏、天津、新疆三省份，但减水剂成品复配基地遍布全国，公司运输成本较高，根据我们测算，2018 年，公司混凝土外加剂平均运输费用 187 元/吨（其中包括聚醚的运输费），高于主要竞争对手（红墙股份：120 元/吨，垒知集团：89 元/吨），从而导致 2018 年公司销售费用率高达 14.8%（高于其余两家上市企业 7 个百分点以上），一定程度上摊薄了公司的毛利率优势。随着四川大英新合成基地未来的投产，我们预计公司销售费用率届时将逐渐下降，从而进一步提升公司盈利中枢，并进一步凸显公司毛利率优势。

图 35 公司单位运输费用高于竞争对手



资料来源：各公司年报，华西证券研究所

图 36 公司销售费用率高于竞争对手

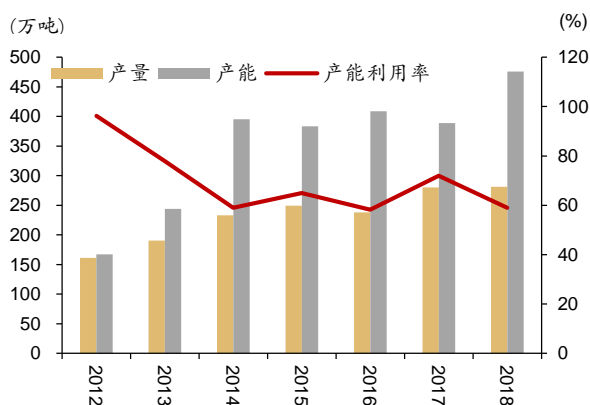


资料来源：各公司年报，华西证券研究所

### 4.3. 原材料成本上行风险有限

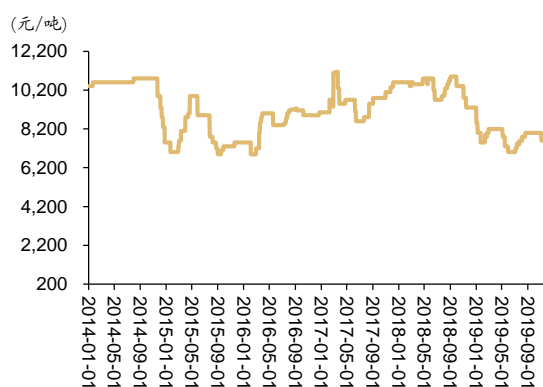
根据公司 2018 年报披露数据，原材料成本占聚羧酸减水剂生产总成本的 90%以上，其中环氧乙烷成本占原材料成本的 70%以上，是最主要的成本变量。根据 Wind 数据，目前环氧乙烷市场价已回落至 7600 元/吨左右的低位。尽管由于国际政治形势不确定性 2020 年油价可能上行，然而目前行业产能过剩幅度较为严重，根据山东省工业和信息化研究院数据，2018 年产能 476 万吨，产量 281 万吨，产能利用率仅 59%，且未来三年规划新建产能 200 万吨，或进一步加剧过剩幅度，因此我们判断环氧乙烷价格不会出现大幅上涨。

图 37 近年来环氧乙烷产能过剩严重



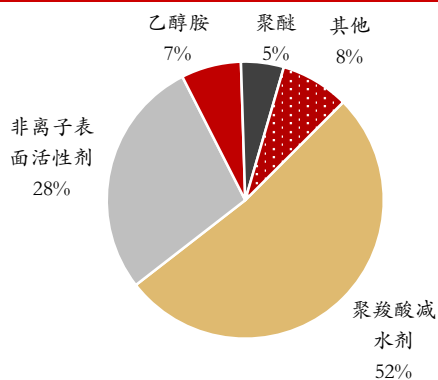
资料来源：山东工业和信息化研究院，华西证券研究所

图 38 2018H2 以来环氧乙烷价格降至历史低位



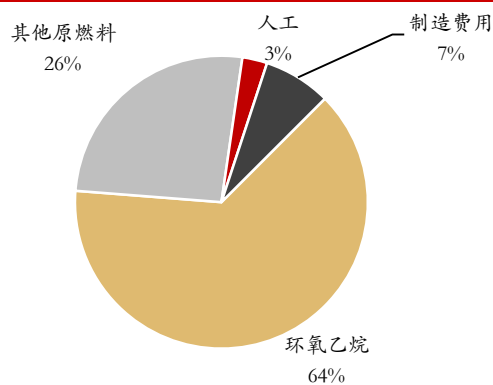
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 39 环氧乙烷下游需求以减水剂为主



资料来源：卓创，华西证券研究所

图 40 聚羧酸减水剂成本拆分



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 8 未来三年我国环氧乙烷规划新增产能（单位：万吨/年）

三瑞新材料	10
天津渤化	6
万华化学	15
卫星石化	72
浙江石化	15
古雷石化	10
泉州石化	20
中石油钦州	26
中科合资	25
合计	199

资料来源：山东省工业和信息化研究院，华西证券研究所

## 5. 外延并购发酵，打开成长和估值空间

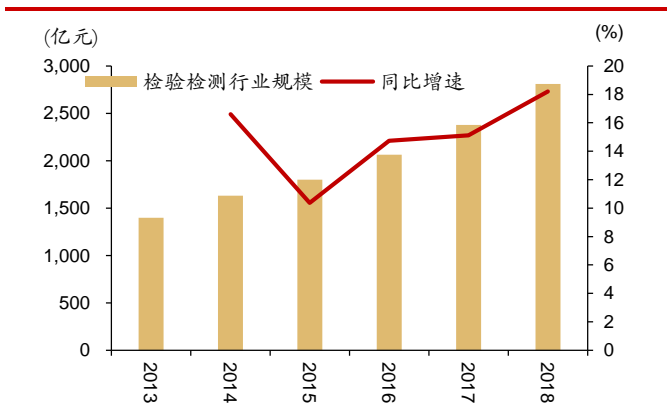
2019 年 1 月 30 日，公司公告发行可转债（根据公司 12 月 7 日公告该可转债已通过证监会审核批复），拟募集资金 6.97 亿元，其中 3.89 亿元用于收购江苏省建筑工程质量检测中心（后文简称“检测中心”）58%的股权，而根据公司半年报披露，2019 年 5 月，检测中心已完成并表，测算收购检测中心价格仅 8xPE 十分便宜，将显著增厚公司利润和现金流。

我们预判公司未来战略重心之一是外延并购大检测、大咨询、大认证等优质资产，将进一步打开公司成长空间，我们了解到 A 股检测企业估值水平在 40xPE 以上，因此公司估值中枢未来有望出现显著抬升。

### 5.1. 检测行业规模近 3000 亿，公司收购标的属于头部企业

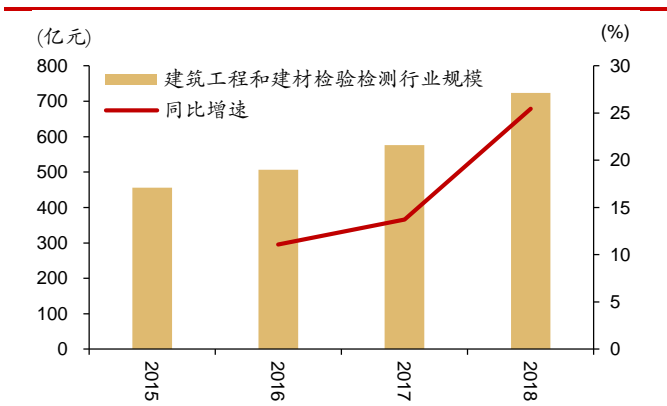
根据认监委数据，2018 年，我国共有检验检测机构 39472 家，同比增长 8.7%，全年实现收入 2810.5 亿元，同比增长 18.2%（其中建筑工程和建筑材料是最大的子板块，收入规模 723 亿左右）。检测行业呈现高度分散、高度地域化的特点，未来整合预期强烈。根据市场监管局和认监委数据，2018 年收入 5 亿/1 亿元以上企业仅 37/354 家，同时 76.9%的企业业务并未跨省拓展业务。公司所收购检测中心 2018 年收入 3.73 亿元，在行业中属于前 1%的头部企业（判断接近前 1%），且目前已将经营范围拓展到 10 余个省市及国外，综合实力强劲。

图 41 检验检测行业规模



资料来源：认监委，华西证券研究所

图 42 建筑工程和建材检验检测行业规模



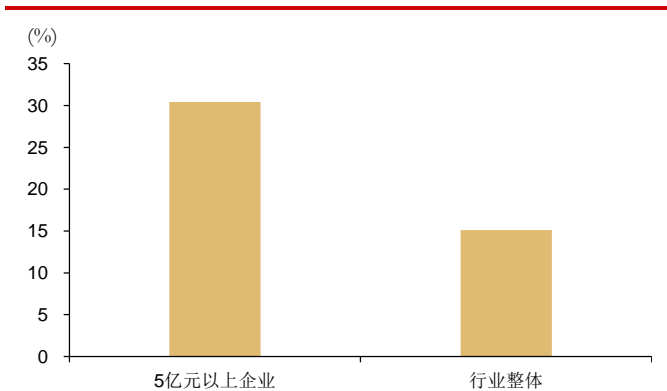
资料来源：认监委，华西证券研究所

## 5.2. 检测行业并购整合是大趋势

随着监管政策趋严以及客户对于检测服务质量、品牌效应要求的提高，检测行业同样呈现整合趋势，收入 5 亿元以上的大型企业 2017 年收入增速 30.4%，超过行业平均增速，营业收入占比由 2014 年的 6.3% 提升至 2017 年的 9.4%。

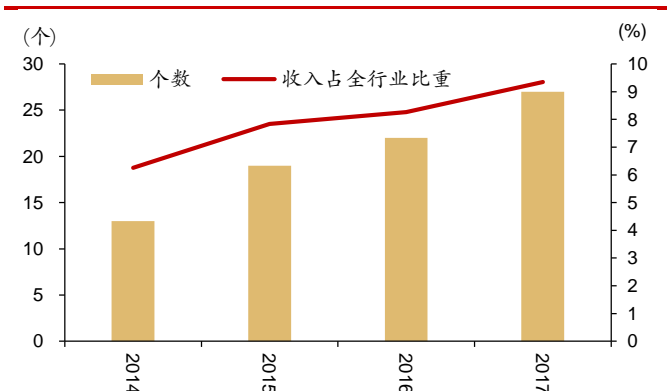
判断 2019 年的收购或只是未来检测战略的开篇。由于苏博特所收购检测中心是行业头部企业，我们判断检测中心将受益于行业整合而稳定发展，而公司也有望在通过建筑工程切入检测行业后实现业务范围的扩张，从建筑材料的检测逐渐扩展到消防、电容电机等其他领域，使得检测业务成为公司增长新的一极。

图 43 大型检测企业收入增速更高



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

图 44 大型检测企业市场份额提升



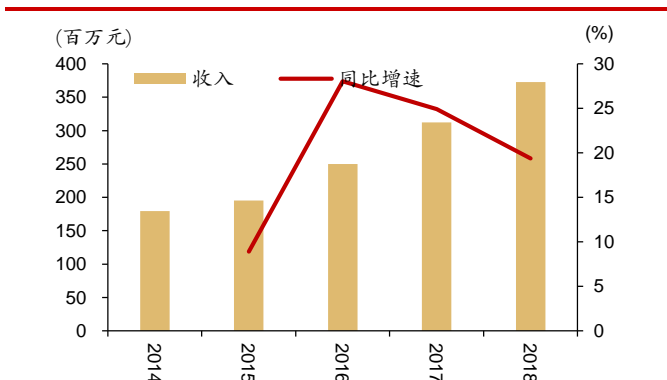
资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

## 5.3. 盈利能力强劲，2019 年完成业绩承诺压力不大

由于上游竞争充分且轻资产运营，检测行业利润水平较高。2018 年，检测中心实现收入 3.73 亿元，实现净利润 8372 万元，净利率 22.5%，远高于公司减水剂板块净利率（2018:11.6%），因此我们认为公司拓展检测业务有望进一步提升公司整体盈利能力。根据公司 2019 年 1 月 30 日公告，本次交易中检测中心承诺 2019-2021 年

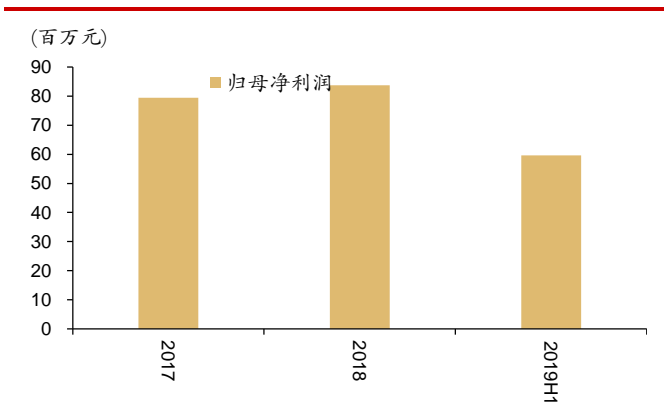
实现净利润不低于 8400、8800、9200 万元，而根据公司半年报披露 2019H1 已实现净利润 5961 万元，判断完成全年承诺压力不大。

图 45 检测中心历年收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 46 检测中心历年净利润



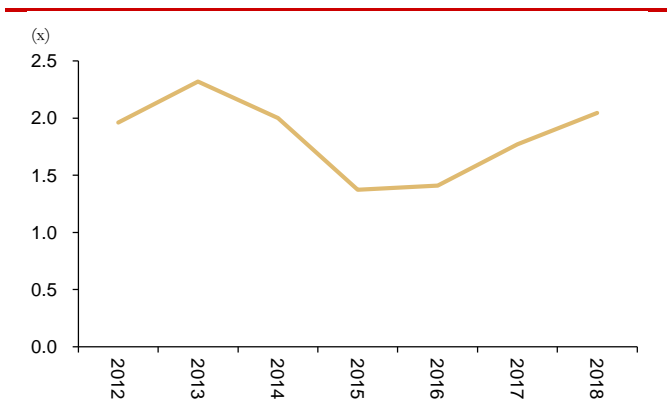
资料来源：认监委，华西证券研究所

技术、渠道协同进一步提升公司综合竞争力。该检测中心在建材检测研究领域实力突出，此次收购有助于公司实现材料性能及工程应用数据的共享，实现研发协同效应，更好满足客户定制化需求。此外，公司减水剂板块及检测板块可以在销售渠道上进行整合，拓宽现有销售渠道，进一步提升公司减水剂产品销量。

## 6. 现金流逐渐好转

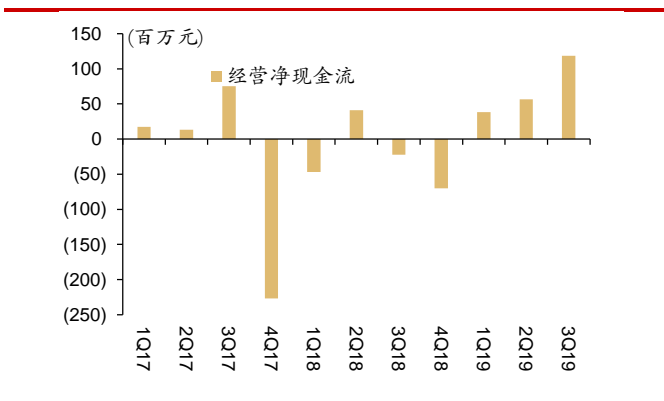
近年来公司加大账款催收力度，公司应收账款周转率由 2015 年的 1.37x 上升至 2018 年的 2.04x，经营能提提升。同时由于公司在采购原材料时加大票据结算力度，公司现金流逐渐出现改善，2019 年前三季度，公司实现经营净现金流 2.14 亿元（判断扣除收购检测公司影响后仍超过 1.2 亿元），同比大幅扭亏转正，体现了公司现金流逐渐好转的趋势，因此我们认为对于公司应收账款问题不必过度担忧。

图 47 公司应收账款周转率出现好转



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 48 2019 年经营净现金流进步明显



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 7. 盈利预测及估值

鉴于公司未来主要分为外加剂和检测两大主营业务，且两大业务市场估值和空间有明显差异，我们采用分部估值法（SOTP）对公司进行预测和估值。

**混凝土外加剂业务：**考虑到市场集中度提升及公司产能增长，我们预计 2019-2021 年，公司外加剂总销量每年增长 25%左右。我们预计 2019-2021 年公司外加剂销售均价总体保持稳定，而 2019 年由于环氧乙烷价格下滑，减水剂成本大幅下降 13.7%，带动毛利率提升。我们预计 2020-2021 年公司外加剂单位成本总体保持稳定。

**检测业务：**我们预计 2019-2021 年，公司检测业务板块收入增速维持 20%左右，但由于 2019 年并表时间仅 7 个月，我们预计 2019-2021 年公司检测板块收入贡献 2.5/4.5/5.5 亿元，毛利率维持在 48%左右的高位。

我们预计由于销量增长带来的员工激励增长及运输费增加，公司 2019 年销售费用率相比 2018 年将同比上升 2.7 个百分点左右，但 2020-2021 年公司销售费用率将因为运输费用下降而逐渐回落。基于上述假设，预计公司 2019-2021 年净利润 3.16/4.16/5.50 亿元，同比增长 17.8%/31.4%/32.4%，对应 EPS1.02/1.34/1.77 元。

表 9 公司盈利预测

(人民币百万)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外加剂销量 (万吨)	78	104	130	163	205
平均售价 (元/吨)	2,141	2,233	2,231	2,230	2,229
吨毛利 (元/吨)	802	834	1,025	1,029	1,032
外加剂收入	1,675	2,312	2,902	3,644	4,576
检测业务及其他收入	4	4	254	454	554
收入	1,680	2,316	3,156	4,098	5,130
同比增速	27.8%	37.9%	36.3%	29.8%	25.2%
净利润	134	268	316	416	550
净利率	8.0%	11.6%	10.0%	10.1%	10.7%
同比增速	0.6%	100.6%	17.8%	31.4%	32.4%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

针对减水剂和检测业务板块，我们分别采用 PE、PB 两种估值方法对两个板块分别进行估值。我们对公司 2020 年公司净利润进行分拆，并估算减水剂、检测业务归母净利润贡献分别为 3.58/0.58 亿元，同时我们估算，截止到 2019H1，公司减水剂板块及检测板块净资产分别为 16.5/5.0 亿元。

我们选取 A 股另外两家上市企业垒知集团、红墙股份及另外两家检测企业华测检测、国检集团作为可比公司。截止到 2019 年 12 月 12 日，两家减水剂可比公司平均 PE/PB 估值分别为 11.5x, 1.64x, 两家检测企业平均 PE/PB 估值分别为 33.8x, 6.8x。考虑到公司在减水剂行业的优势，我们对于公司减水剂板块给予 10%的估值溢价，同时以检测行业平均估值作为公司检测业务估值。由于我们看好减水剂和检测业务协同，我们不给予估值折扣，则基于 PE 和基于 PB 的两种分部估值法对应公司估值分别为

64.94/61.14 亿元。由于公司目前处于高盈利周期，我们采用基于市盈率估值的部分估值法，首次覆盖“买入”评级，对应目标价 20.88 元，对应目前股价潜在升幅 38.2%。公司目前股价对应我们 2020 年盈利预测仅 11.25x PE，考虑到公司成长的确 定性、现金流的改善以及检测布局，我们认为公司安全边际较高。

表 10 基于市盈率估值方法的分部估值

红墙股份 2020E PE	14.89
垒知集团 2020E PE	8.12
减水剂行业平均估值	11.51
公司估值溢价	10.0%
公司估值	12.66
减水剂板块盈利 (亿元)	3.58
减水剂板块估值 (亿元)	<b>45.31</b>
华测检测 2020E PE	42.36
国检集团 2020E PE	25.33
检测行业平均估值	33.85
检测板块净利润 (亿元)	0.58
检测板块估值 (亿元)	<b>19.63</b>
总估值 (亿元)	<b>64.94</b>

资料来源：Wind，公司年报，华西证券研究所



表 11 基于市盈率估值方法的分部估值

红墙股份 PB	1.82
垒知集团 PB	1.46
减水剂行业平均估值	1.64
公司估值溢价	10.0%
公司估值	1.80
减水剂板块净资产 (亿元)	16.50
减水剂板块估值 (亿元)	<b>27.06</b>
华测检测 PB	8.19
国检集团 PB	5.44
检测行业平均估值	6.82
检测板块净资产 (亿元)	5.00
检测板块估值 (亿元)	<b>34.08</b>
总估值 (亿元)	<b>61.14</b>

资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

## 8. 风险提示

**需求不及预期:** 如果混凝土需求不及预期, 则公司销量可能低于我们预期。

**成本高于预期:** 如果环氧乙烷成本上升幅度超出我们预期, 则公司盈利能力可能低于我们预期。

**检测业务发展低于预期:** 如果检测业务收入、利润增速低于预期, 则公司总体收入、利润可能低于我们预期。

**系统性风险:** 宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势和估值。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2315.96	3155.79	4097.64	5129.89	净利润	269.66	343.78	461.69	639.93
YoY (%)	37.88%	36.26%	29.85%	25.19%	折旧和摊销	76.96	81.45	85.88	94.52
营业成本	1450.19	1700.83	2194.17	2739.59	营运资金变动	-498.86	-358.91	-118.74	-475.32
营业税金及附加	21.73	29.61	38.45	48.14	经营活动现金流	-97.77	144.57	532.09	362.39
销售费用	341.91	552.26	704.79	846.43	资本开支	-47.47	-182.58	-182.58	-182.58
管理费用	134.34	183.06	237.70	297.58	投资	1.05	0.00	0.00	0.00
财务费用	33.97	63.87	77.97	77.93	投资活动现金流	-46.42	-182.57	-182.57	-182.57
资产减值损失	35.24	30.00	40.00	40.00	股权募资	46.65	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.02	0.02	0.02	0.02	债务募资	325.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	208.79	404.53	559.70	782.50	筹资活动现金流	254.68	-153.77	-196.19	-233.66
营业外收支	122.19	17.42	17.42	17.42	现金净流量	110.49	-191.77	153.34	-53.83
利润总额	330.98	421.95	577.11	799.91	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	61.32	78.17	115.42	159.98	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	269.66	343.78	461.69	639.93	营业收入增长率	37.88%	36.26%	29.85%	25.19%
归属于母公司净利润	268.40	316.27	415.52	550.34	净利润增长率	100.61%	17.84%	31.38%	32.45%
YoY (%)	100.61%	17.84%	31.38%	32.45%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.86	1.02	1.34	1.77	毛利率	37.38%	46.10%	46.45%	46.60%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率率	11.64%	10.89%	11.27%	12.47%
货币资金	249.44	57.68	211.01	157.18	总资产收益率 ROA	7.59%	8.16%	9.49%	10.93%
预付款项	100.04	100.04	100.04	100.04	净资产收益率 ROE	12.87%	13.67%	15.90%	18.28%
存货	201.14	235.91	304.34	379.99	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1710.01	2118.29	2324.30	2895.95	流动比率	<b>1.63</b>	<b>1.71</b>	<b>1.81</b>	<b>1.96</b>
流动资产合计	2260.64	2511.92	2939.69	3533.16	速动比率	1.41	1.48	1.56	1.70
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.18	0.04	0.13	0.09
固定资产	923.94	872.82	904.62	971.46	资产负债率	40.77%	39.37%	38.41%	36.80%
无形资产	203.21	198.18	193.15	188.13	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1274.16	1362.71	1436.83	1502.30	总资产周转率	0.74	0.85	0.99	1.09
资产合计	3534.80	3874.62	4376.52	5035.46	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	825.00	825.00	825.00	825.00	每股收益	0.86	1.02	1.34	1.77
应付账款及票据	361.32	423.77	546.69	682.59	每股净资产	6.71	7.45	8.41	9.69
其他流动负债	202.20	223.88	256.65	292.74	每股经营现金流	-0.31	0.47	1.71	1.17
流动负债合计	1388.52	1472.65	1628.35	1800.33	每股股利	1.15	0.28	0.37	0.49
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	52.68	52.68	52.68	52.68	PE	17.42	14.78	11.25	8.49
非流动负债合计	52.68	52.68	52.68	52.68	PB	1.67	2.02	1.79	1.55
负债合计	1441.20	1525.33	1681.02	1853.00					
股本	309.31	309.31	309.31	309.31					
少数股东权益	8.54	36.05	82.22	171.81					
股东权益合计	2093.60	2349.30	2695.49	3182.46					

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

---

负债和股东权益合计	3534.80	3874.62	4376.52	5035.46
-----------	---------	---------	---------	---------

---

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。

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。