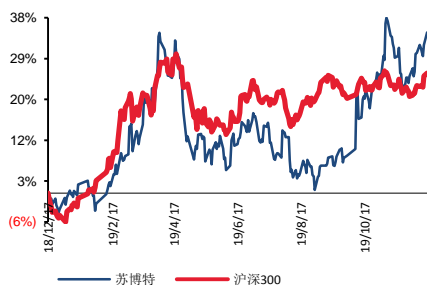


材料 材料 II

行业集中度提升叠加毛利率改善, 助力外加剂龙头快速发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	311/131
总市值/流通(百万元)	4,771/2,013
12个月最高/最低(元)	15.72/11.10

相关研究报告:

苏博特(603916)《订单充足, 毛利率提升, 三季报预增超预期》--2019/10/10

证券分析师: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518060003

证券分析师: 刘和勇

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuhy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090003

报告摘要

前言: 公司为混凝土外加剂龙头企业, 行业领军人物带队科研、品牌优势、资金实力铸就公司三大竞争优势。2016年以来受益于高性能减水剂需求爆发, 公司高速成长。未来3年在行业集中度提升加速及毛利率改善的背景下, 公司产能进入投放期, 将带来业绩稳定快速增长。目前估值对应2020年业绩PE为11倍, 维持“买入”评级。

1、外加剂行业龙头, 上市后产能加速投放

混凝土外加剂主要指在混凝土制作过程中, 掺入用以改善混凝土性能的材料, 减水剂为其重要品种。公司已形成混凝土外加剂研发、规模生产和专业化技术服务的完整体系, 为行业龙头企业。公司拥有行业内唯一的“高性能土木工程材料国家重点实验室”。公司创始人为中国工程院院士, 并拥有由100多名博士及硕士组成的研发团队, 持续研发能力强大。公司采用“顾问式营销”, 产品在桥梁、核电、国防和大坝等重大工程具有绝对竞争优势。公司外加剂总产能约135万吨, 目前订单充足, 明年将陆续投放高性能减水剂52万吨新产能, 后续四川基地产能也将投放, 支撑业绩高增长。

2、政策自上而下推动行业集中度提升, 利好龙头企业

之前混凝土外加剂行业企业数量众多, 集中度较低, 通过行业自身发展, 集中度提升缓慢。但近年来龙头企业加速发展, 相继通过并购和自身产能扩建来提高市场占有率, 行业集中度提升加快。据中国混凝土网统计, 2018年度中国聚羧酸减水剂企业TOP10总市场占有率为19.37%, 同比提升3.12个百分点。其中第一名苏博特占比5.48%, 同比提升1.26个百分点。

我们认为目前行业集中度提升的内在推动因素在发生转变, 由之前企业间竞争转变为自上而下政策推动。安全环保生产倒逼小企业关停及砂石质量下滑导致更高性能的减水剂需求的提升是两个关键驱动因素。根据《我国混凝土外加剂产量统计分析 & 未来市场发展预测》, 2017年, 中国混凝土外加剂总产量为1399.1万吨, 折合外加剂销售产值为478.6亿元。随着基建的回暖, 外加剂用量预计将维持增长, 龙头企业发展空间广阔。

3、原材料环氧乙烷价格低位运行，减水剂高毛利率预计维持

高性能减水剂主要原料为环氧乙烷，一般情况下，环氧乙烷占生产成本 35-50%。环氧乙烷价格的波动将带来减水剂毛利率的波动。2019 年环氧乙烷价格从年初 9300 元/吨下滑至 7500 元/吨，降幅达到 19.35%，苏博特毛利率从 39.39% 上涨至 46.55%，上涨 7.16 个百分点。环氧乙烷目前价格处在近年来较低水平，但由于供给端 2020 年投产较多，大于需求增速，预计价格仍将低位震荡。减水剂高毛利率有望继续维持。

4、盈利预测及评级

公司为外加剂龙头企业，行业领军人物带队科研、品牌优势、资金实力铸就公司三大竞争优势。未来 3 年在行业集中度提升加速及毛利率改善的背景下，公司产能进入投放期，预计将带来业绩快速增长。我们预计公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 3.42 亿元、4.21 亿元、5.44 亿元，对应 EPS 1.10 元、1.36 元、1.75 元，PE 14X、11X、9X。按照 2020 年市盈率 15X 估算，目标价 20.40 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价，新建项目达产低于预期

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,316	3,135	3,926	4,876
(+/-%)	37.9%	35.4%	25.2%	24.2%
净利润(百万元)	268	342	421	544
(+/-%)	160.7%	27.3%	23.2%	29.3%
摊薄每股收益(元)	0.86	1.10	1.36	1.75
市盈率(PE)	17	14	11	9

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

目录

一、外加剂龙头，提供材料和技术方案一体化服务	5
(一) 公司简介	5
(二) 受益于高性能减水剂需求爆发，业绩增长迅速	8
二、三大竞争优势铸就公司龙头地位	9
(一) 行业领军人物带队科研	9
(二) 品质保障+顾问式营销服务铸就品牌优势	10
(三) 可转债发行获批，资金充足巩固龙头地位	11
三、集中度提升，毛利率改善，双重利好助力龙头企业	12
(一) 需求稳步增长，高性能减水剂占比迅速提升	12
(二) 政策自上而下推动行业集中度提升，利好龙头企业	14
(三) 原材料环氧乙烷供给宽松，减水剂高毛利率有望维持	16
四、盈利预测与评级	17
五、风险提示	18

图表目录

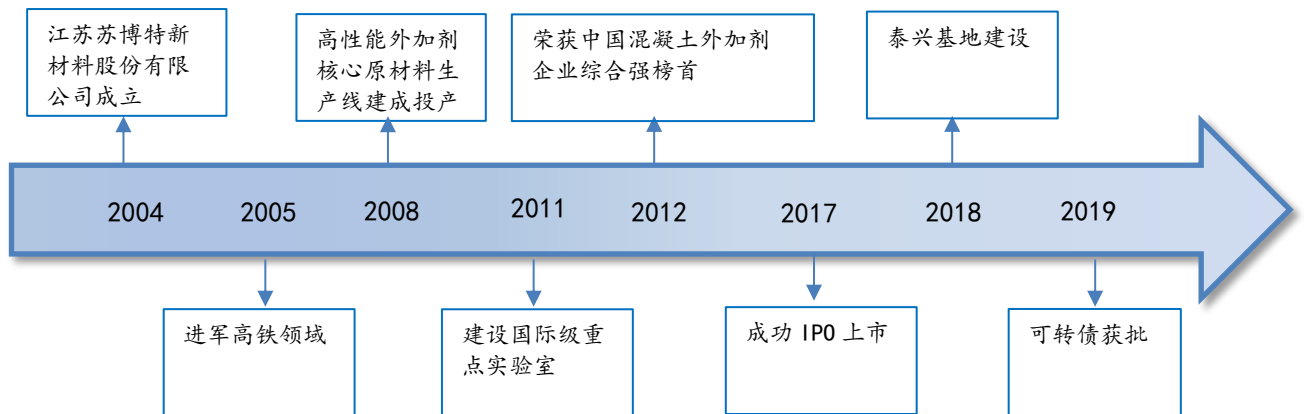
图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构图	6
图表 3: 公司主营业务产品分布	6
图表 4: 公司主要产品及产能列表	7
图表 5: 2012-2019Q3 公司营业收入走势图	8
图表 6: 2012-2019Q3 公司归母净利润走势图	8
图表 7: 2012-2019Q3 公司资产负债率及权益收益率水平	8
图表 8: 2012-2019Q3 公司毛利率水平走势图	8
图表 9: 公司历年各产品产量 (单位: 万吨)	9
图表 10: 公司历年各产品销量 (单位: 万吨)	9
图表 11: 公司历年各产品收入 (单位: 亿元)	9
图表 12: 公司历年各产品毛利占比	9
图表 13: 公司高管履历	10
图表 14: 公司产品生产环节	10
图表 15: 公司重点工程代表	11
图表 16: 苏博特应收账款占收入比例 (单位: %)	11
图表 17: 苏博特历年应收账款周转天数 (单位: 天)	11
图表 18: 公司可转债募投项目	12
图表 19: 05-17 年我国混凝土外加剂产量 (万吨)	12
图表 20: 2017 年各品种混凝土外加剂用量占比	12
图表 21: 我国水泥历年产量 (万吨)	13
图表 22: 基础设施建设投资:累计同比 (%)	13
图表 23: 2011 年各种类减水剂占比	13
图表 24: 2017 年各种类减水剂占比	13
图表 25: 2017 年高性能减水剂市场前十占有率	14
图表 26: 2018 年高性能减水剂市场前十占有率	14
图表 27: 前三大企业历年减水剂业务规模 (单位: 亿元)	15
图表 28: 集中度提升的因素	16
图表 29: 华东区环氧乙烷价格 (元/吨)	16
图表 30: 苏博特历年毛利率净利率 (%)	16
图表 31: 2020 年环氧乙烷扩产计划	17
图表 32: 环氧乙烷下游消费分布	17

一、外加剂龙头，提供材料和技术方案一体化服务

(一) 公司简介

公司为国内领先的新型土木工程材料供应商，主要产品为混凝土外加剂中的高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料。在土木工程材料领域，公司已形成科研开发、规模生产和专业化技术服务的完整体系，为行业龙头企业。

图表 1：公司历史沿革



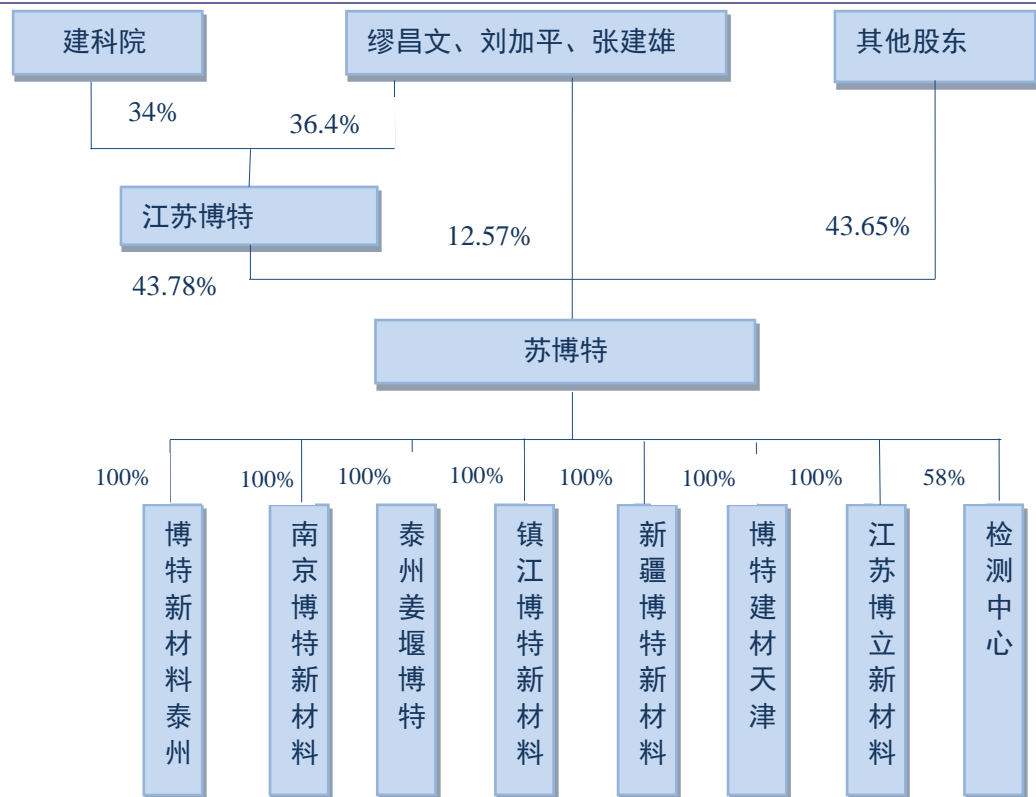
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

公司实际控制人为缪昌文、刘加平、张建雄，三人为一致行动人。三人通过直接和间接持股共控制上市公司56.35%股权。实际控制人均为行业内资深专家。

目前公司江苏、四川、天津、湖北等地设有主要子公司，从事混凝土外加剂的生产与销售，并通过其他子公司、分公司进行所在地的产品销售和服务，基本覆盖了全国主要市场。

2019年4月通过收购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司58%的股权进军检测业务。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

公司主要产品为混凝土外加剂中的高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料，并根据用户需求，对相应的高性能减水剂产品进行迭代更新。

图表 3：公司主营业务产品分布

产品	定义	产品特性	产品功效	主要用途
高性能减水剂	聚羧酸系高性能减水剂	具有掺量低、减水率高、保坍性能优、收缩低等优点	显著改善混凝土和易性，提升强度和耐久性	核电、桥梁、高铁、隧道、高层建筑等领域
高效减水剂	萘系减水剂和脂肪族减水剂	高减水、高适应性、高性价比	有效降低水胶比，改善混凝土和易性	水电、市政、民用建筑、预制构件等领域
功能性材料	功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和工程纤维等	单独或和减水剂复配使用	提高混凝土的强度韧性、耐久性	严酷环境下混凝土的制备，超高强、超高韧和高耐久性混凝土的制备，装配式建筑，以及快速修补等特殊需求

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

公司对外销售的混凝土外加剂产品为复配后的混凝土外加剂。公司根据客户需求制定最佳复配方案，导致复配后产品浓度不同。一般来说，高性能减水剂（聚羧酸系产品）的含固量通常为8%-20%，高效减水剂（萘系、脂肪族系产品）的含固量通常为20%-30%左右。由于产品浓度会随时发生变化，所以在统计产能时，一般采用母液产能作为产能统计指标。

图表 4：公司主要产品及产能列表

产品	已有产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	拟建产能 (万吨/年)
高性能减水剂母液	27.4	7.2 (江苏泰兴基地, 预计 2020 年上半年投产)	4-5 (四川大英基地, 预计 2021 年陆续投产)
高效减水剂母液	34.5	-	-
功能性材料	12.42	-	20 (四川大英基地, 预计 2021 年陆续投产)

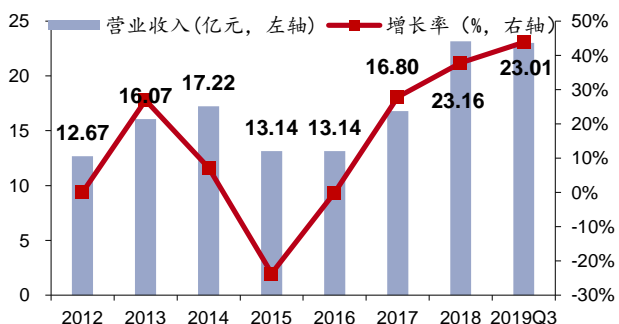
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

(二) 受益于高性能减水剂需求爆发，业绩增长迅速

2019年前三季度，公司实现营业收入23.01亿元，同比增长43.84%，实现归母净利润2.51亿元，同比增长12.74%，扣非净利润2.47亿元，同比增长141.21%，业绩超预期。

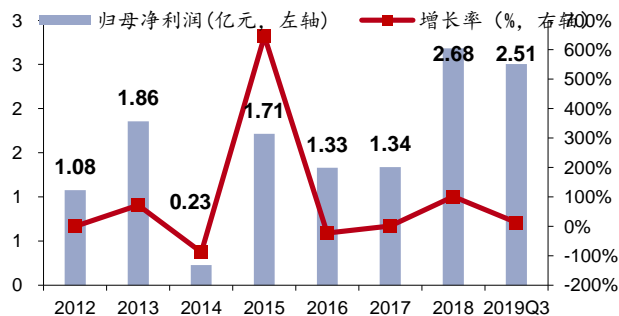
公司报告期扣非净利润快速增长主要原因是：1) 公司加大市场开拓力度，产品销量增长。3) 调整产品结构，原材料价格下降，提升产品竞争力和毛利率。2) 2019年4月完成对检测中心的收购，检测中心并入本期合并报表。2019年三季度报扣非净利润增速远高于净利润增速主要原因是2018年同期公司因工厂搬迁收到拆迁补偿款1.25亿元。

图表 5：2012-2019Q3 公司营业收入走势图



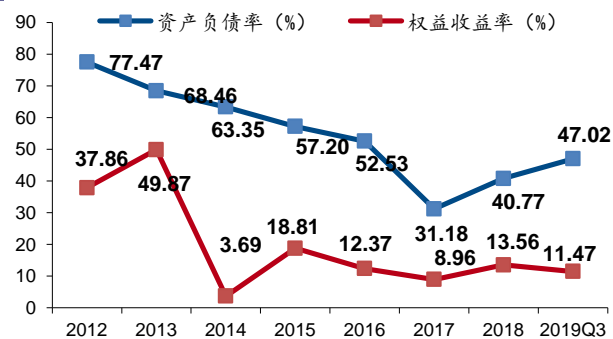
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 6：2012-2019Q3 公司归母净利润走势图



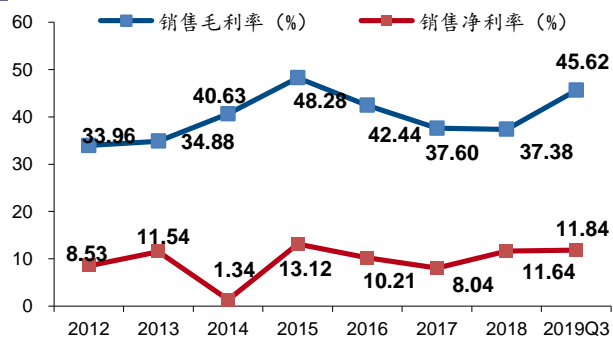
资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 7：2012-2019Q3 公司资产负债率及权益收益



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

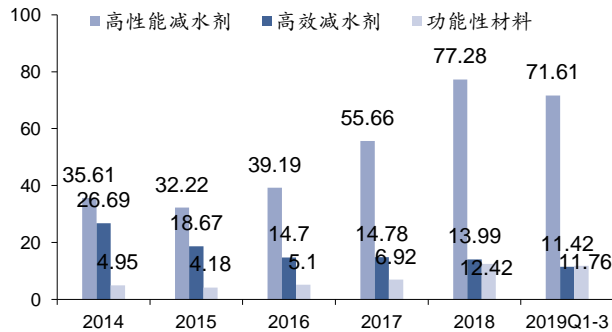
图表 8：2012-2019Q3 公司毛利率水平走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

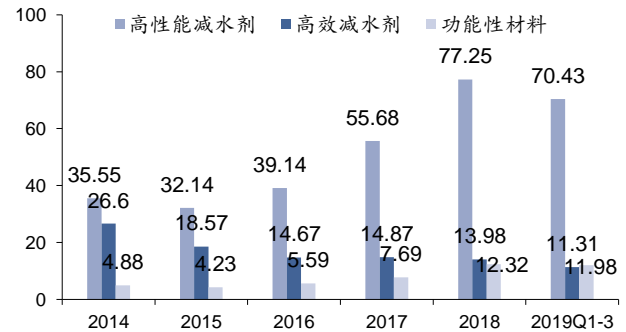
2016年以来高性能减水剂快速得到市场认可，利用在高性能减水剂的优势，公司高性能减水剂产销两旺，带动收入和业绩快速增长。高效减水剂销量从2016年的39.14万吨上涨到2018年的77.25万吨，2019年前三季度销量达到70.43万吨。2018年高效减水剂营收18.2亿元，占总营收78.6%，实现毛利7.09亿元，占总毛利81.96%。

图表 9：公司历年各产品产量（单位：万吨）



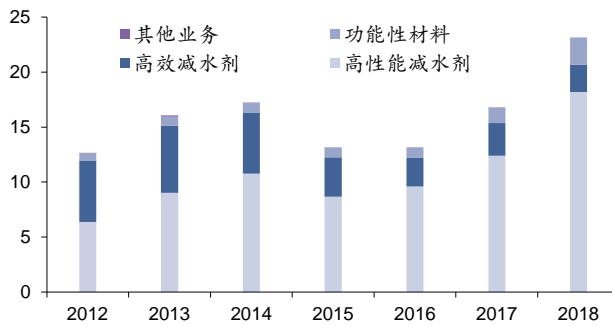
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表 10：公司历年各产品销量（单位：万吨）



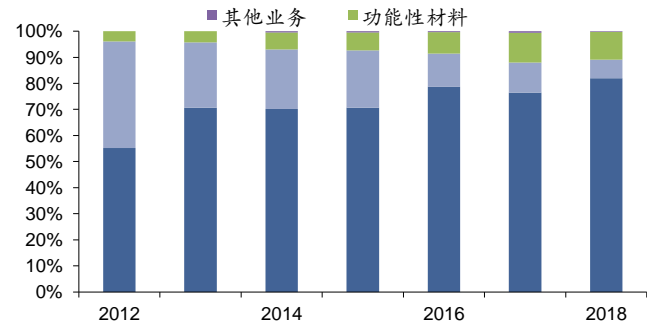
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表 11：公司历年各产品收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表 12：公司历年各产品毛利占比



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

二、三大竞争优势铸就公司龙头地位

（一）行业领军人物带队科研

公司为国家发改委、科技部等五部委批准的“国家认定企业技术中心”。公司是“高性能土木工程材料国家重点实验室”的共建单位和“先进土木工程材料江苏高校协同创新中心”的协同体单位。截止18年年底，公司拥有国家授权专利431件，国际PCT专利4件，形成了涵盖核心原料、合成与聚合、高性能外加剂、混凝土应用的专利池。

公司管理团队为外加剂行业领军人物。

图表 13：公司高管履历

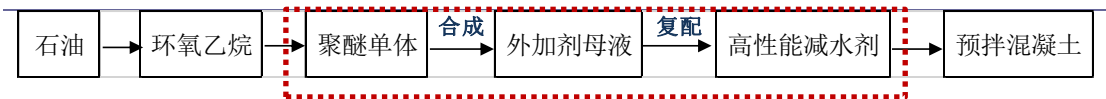
高管	职位	基本情况
缪昌文	董事长	中国工程院院士；高性能土木工程材料国家重点实验室主任兼首席科学家；先后主持完成了包括国家 973 计划、自然科学基金等国家级、省部级重点科研项目。
刘加平	董事	东南大学教授；高性能土木工程材料国家重点实验室副主任兼首席科学家；先后承担了国家 973 计划、国家自然科学基金重点项目等科研课题。
张建雄	副董事长	研究员级高级工程师；曾任职于江苏省建筑科学研究院建筑材料研，先后出任公司副总、总经理、副董事长。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

（二）品质保障+顾问式营销服务铸就品牌优势

一般减水剂企业的生产环节只涉及母液合成和产品复配两个环节，但苏博特在核心原料聚醚单体环节上实现了自主生产。聚醚主要由不饱和醇与环氧乙烷聚合而成，其分子量和分子结构差异直接决定高性能减水剂的性能。公司在聚醚合成上拥有“一种聚醚类超早强型混凝土超塑化剂”、“一种制备聚羧酸系混凝土外加剂专用聚醚的方法”、“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等研发专利及平台，保证了外加剂产品性能的稳定性。

图表 14：公司产品生产环节



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

在技术服务方面，公司针对客户所处行业、区域等市场差异，贯彻执行客户应用前技术咨询到位、使用中技术指导到位、销售后技术跟踪到位的“三到位”服务方针，推行顾问式营销服务，不断提高各区域市场占有率。

产品品质叠加顾问式销售，使得苏博特牢牢把握住高端市场，形成品牌优势。公司在核电、水电、高铁、桥梁等大型重点工程拥有极强的竞争优势。

图表 15：公司重点工程代表

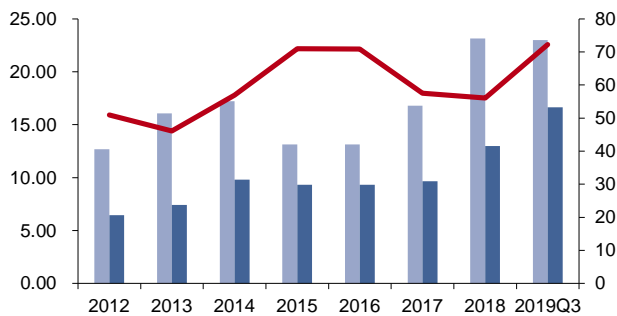


资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

（三）可转债发行获批，资金充足巩固龙头地位

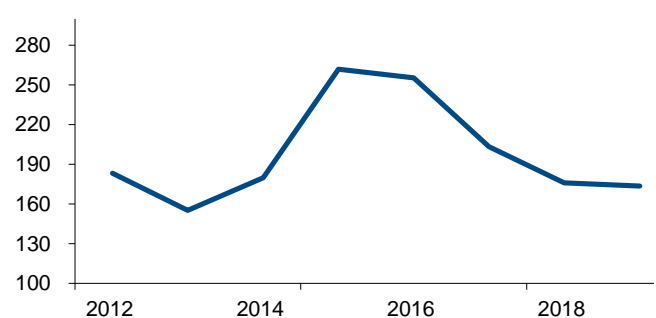
外加剂行业上游供应商是中石油中石化等大型石化公司，下游客户为大型基建央企和房地产企业，在产业链中处于相对弱势环节。一般来说，原材料采购基本使用现金采购，或者账期很短，但在销售过程中需要垫资，对公司资金特别是短期资金需求较高。这从行业应收账款占收入比例可以得到反映。苏博特应收账款占收入比例超过 50%，周转天数为 150 天以上。

图表 16：苏博特应收账款占收入比例（单位：%）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

图表 17：苏博特历年应收账款周转天数（单位：天）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

且行业内企业还需要资金升级生产基地升级和扩建，混凝土外加剂具有较强的资金壁垒。

公司上市后，充分利用资本市场，筹集资金，加快产能投放节奏。目前可转债已。

通过证监会发审委审核通过。充足的资金保障公司扩张没有后顾之忧，后续几年公司外加剂产能将持续投放，继续扩大外加剂龙头地位。

图表 18：公司可转债募投项目

项目名称	项目投资额（万元）
年产 62 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	13,820.00
收购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司 58% 股权	38,860.00
补充流动资金	17,000.00
合计	69,680.00

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

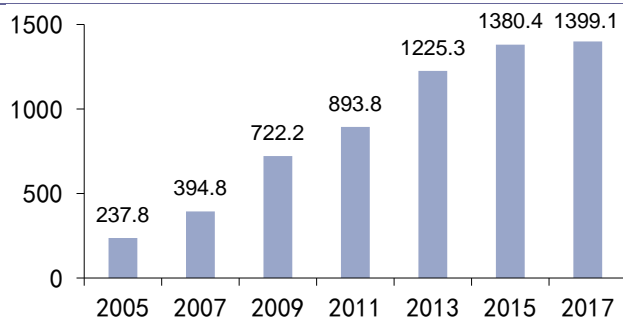
此外，公司收购江苏省建筑工程质量检测中心有限公司 58% 股权，进军检测业务，已于 2019 年 4 月并表。检测中心专注于建筑材料、建筑装饰装修材料检测和建设工程质量检测，目前业务涉及建筑、交通、市政、铁路、商品检验、进出口检验、司法检验等多个领域，并凭借自身在技术、资质及服务优势，涉足能效测评、特种玻璃等新领域。检测中心承诺 2019 年度、2020 年度、2021 年度实现净利润分别不低于 8400 万元、8800 万元、9200 万元。

三、集中度提升，毛利率改善，双重利好助力龙头企业

（一）需求稳步增长，高性能减水剂占比迅速提升

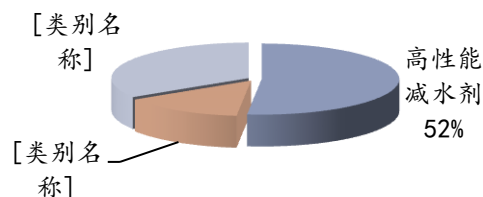
2017 年，中国混凝土外加剂总产量为 1399.1 万吨，折合外加剂销售产值为 478.6 亿元。其中高性能减水剂占比达到 51.7%。

图表 19：05-17 年我国混凝土外加剂产量（万吨）



资料来源：中国建材联合会、太平洋证券研究院

图表 20：2017 年各品种混凝土外加剂使用量占比

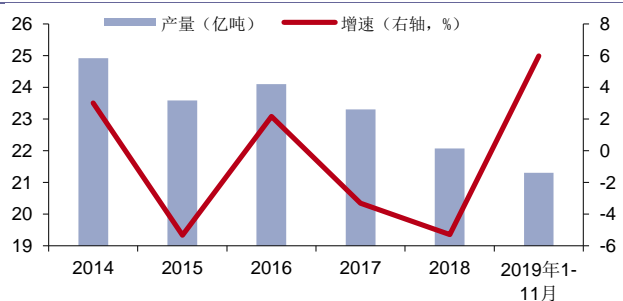


资料来源：中国建材联合会、太平洋证券研究院

外加剂下游为基建和房地产，外加剂用量和水泥用量密切相关。在经济下行背景下，国家加大对基础设施投资力度，先后出台重大政策鼓励投资，2019年基础设施投资不断回暖。2019年1-11月全国水泥累积产量21.30亿吨，同比增长5.98%，全国固定资产投资中基础设施建设投资完成额累计同比3.47%。

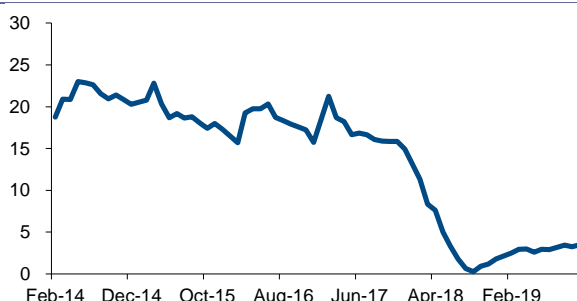
预计2020年基础设施还将维持3-5%的增速，外加剂行业有望保持增长。

图表 21：我国水泥历年产量（万吨）



资料来源：统计局、太平洋证券研究院整理

图表 22：基础设施建设投资:累计同比 (%)

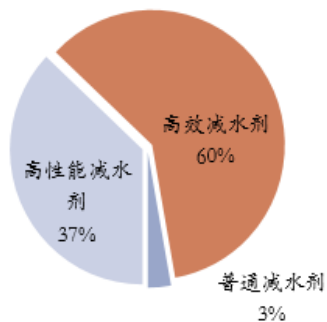


资料来源：统计局、太平洋证券研究院整理

而高性能减水剂在减水剂的消费量也在不断提升，由2011年的37%快速上升为78%。

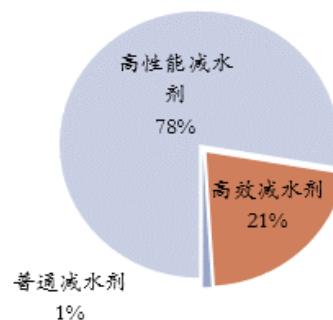
未来高性能减水剂还将成为主流。

图表 23：2011 年各种类减水剂占比



资料来源：中国建材联合会、太平洋证券研究院

图表 24：2017 年各种类减水剂占比



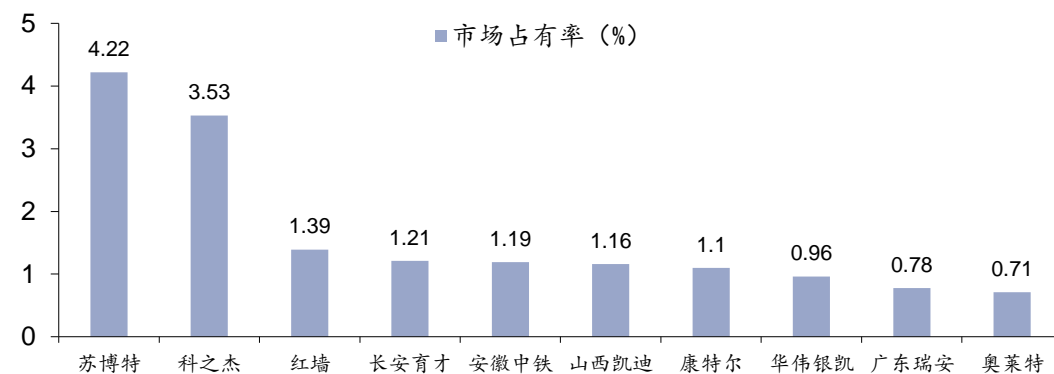
资料来源：中国建材联合会、太平洋证券研究院

(二) 政策自上而下推动行业集中度提升，利好龙头企业

减水剂行业数量众多，集中度较低，随着国家对安全、环保要求不断提高，龙头企业近几年均高速增长，行业集中度正逐渐提高。

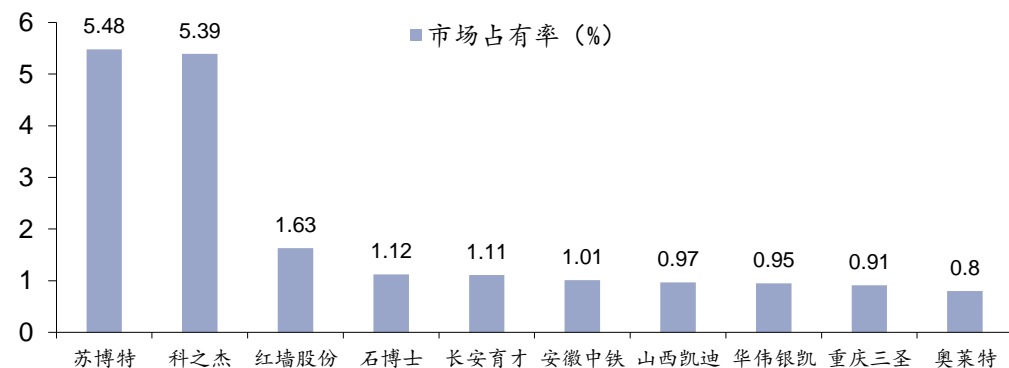
据中国混凝土与水泥制品协会统计，我国外加剂生产厂家近6000多家，市场极其分散。据中国混凝土网统计，2017年度中国聚羧酸减水剂企业十强企业聚羧酸减水剂总市场占有率仅为16.25%，其中苏博特4.22%、科之杰3.53%、红墙股份1.39%，占据前三。2018年聚羧酸减水剂企业TOP10总市场占有率为19.37%，同比提升3.12个百分点。其中第一名苏博特占比5.48%，同比提升1.26个百分点。

图表 25：2017 年高性能减水剂市场前十占有率



资料来源：中国混凝土网，太平洋证券研究院整理

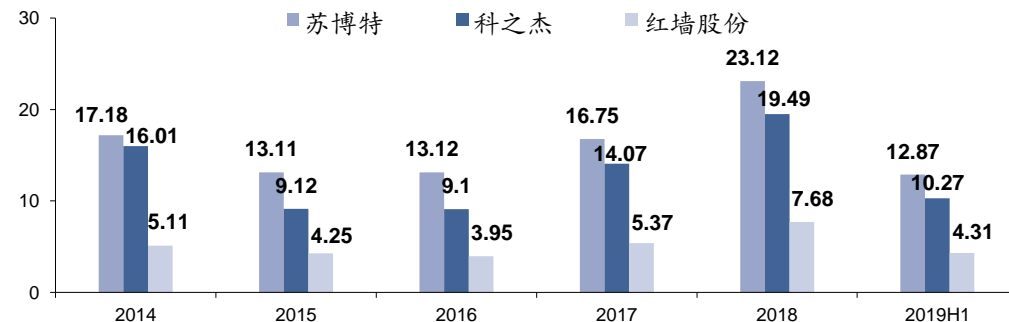
图表 26：2018 年高性能减水剂市场前十占有率



资料来源：中国混凝土网，太平洋证券研究院整理

2018年前三大企业减水剂业务营收规模为23.12亿、19.49亿、7.68亿元，较2017年增长38.0%、38.5%、43.0%，增速远高于行业增速，龙头集中度在加速提升。

图表 27：前三大企业历年减水剂业务规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

之前外加剂行业集中度分散，通过行业自身发展，集中度提升缓慢。但近年来龙头企业加速发展，相继通过并购和自身产能扩建来提高市场占有率，行业集中度提升加快。我们认为目前行业集中度提升的内在推动因素在发生转变，由之前企业间竞争转变为自上而下政策推动。安全环保生产倒逼小企业关停及砂石质量下滑导致更高性能的减水剂需求的提升是两个关键驱动因素。

- 1) 安全环保生产，倒逼小厂关停。高性能减水剂原材料中环氧乙烷、丙烯酸为危险化学品，根据相关政策生产必须入园。环保标准的提高要求小企业进一步加大环保投入，提高运营成本。产地限制叠加成本提升，小企业将加速关停。
- 2) 矿砂代替河沙，要求减水剂性能提升，质量要求提升。综合天然砂资源锐减，叠加保护生态，保证航运安全等因素，各地区开始严禁开采天然河石。2018年6月水利部发布《关于开展全国河湖采砂专项整治行动的通知》，限制合适违规开采。矿砂代替河沙，对减水剂的性能要求有了更高要求。

图表 28：集中度提升的因素

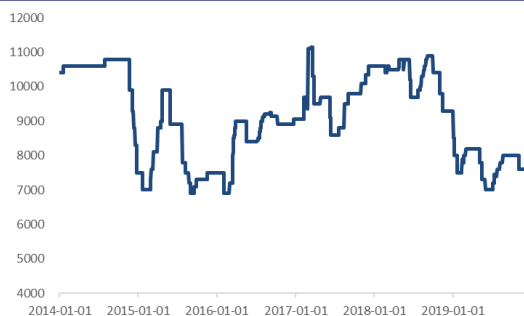
因素	相关部门	时间	内容
环保生产升级	中共中央、国务院	2018.01	完善高位行业企业退城入园、搬迁改造，引导企业集聚发展安全产业
安全生产升级	国务院	2017.01	危险化学品和化工企业生产、仓储安全搬迁，2020 年现有人口密集区危险化工企业全部启动搬迁
河沙开采限制	水利部	2018.06	严厉打击非法采砂行为，在全国范围内组织开展为期 6 个月的河湖采砂专项整治行动，小的河砂采挖户将被清理
品质提升	工信部、住建部	2015.06	推广应用高性能混凝土
强制使用高性能减水剂	铁道部	2005.07	要求高铁等大型基建必须使用聚羧酸性外加剂
准入门槛提高	上海混凝土行业协会	2014.06	生产工艺必须符合国家或地方颁布的质量保证体系工艺的相关文件要求、产品质量达到国家级行业标准

资料来源：部门网站，太平洋证券研究院整理

（三）原材料环氧乙烷供给宽松，减水剂高毛利率有望维持

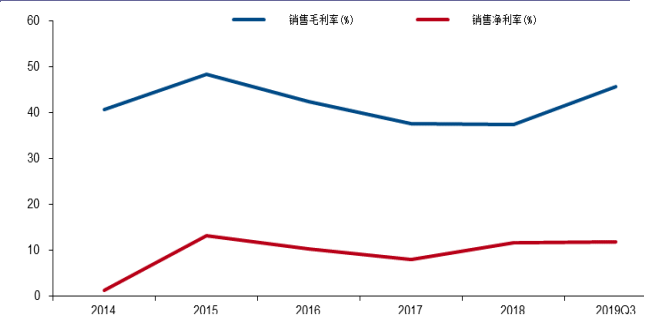
高性能减水剂主要原料为环氧乙烷，一般情况下，环氧乙烷占生产成本35-50%。环氧乙烷价格的波动将带来减水剂毛利率的波动。环氧乙烷价格与苏博特毛利率成负相关。2019年环氧乙烷价格从年初9300元/吨下滑至7500元/吨，降幅达到19.35%，苏博特毛利率从39.39%上涨至46.55%，上涨7.16个百分点。

图表 29：华东区环氧乙烷价格（元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

图表 30：苏博特历年毛利率净利率（%）



资料来源：Wind，太平洋证券研究院整理

环氧乙烷目前价格处在近年来较低水平，但由于供给端20年投产较多，大于需求增速，预计2020年仍将低位震荡。

目前环氧乙烷产能424.4万吨，预计2020年国内拟投建新产能83万吨，占现有产能近20%，供给明显宽松。

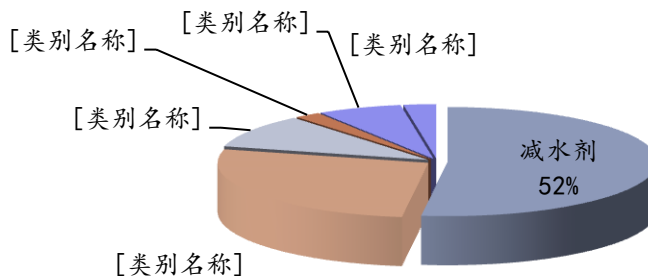
图表 31：2020 年环氧乙烷扩产计划

企业名称	装置产能	投放时间
古雷石化	27 万吨	2020 年 Q3
中科炼化广东	21 万吨	2020 年 Q1
中石化泉州	20 万吨	2020 年 Q4
烟台万华	15 万吨	2020 年 Q4
合计	83 万吨	

资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

需求端，环氧乙烷下游需求相对供给端预计表现较为平稳。减水剂需求占环氧乙烷近52%，其次是表面活性剂、乙醇胺、聚醚等。下游需求相对平稳。

图表 32：环氧乙烷下游消费分布



资料来源：卓创资讯，太平洋证券研究院整理

在新增产能投产后，环氧乙烷供给偏松，在油价平稳的情况下，预计价格将维持低位震荡。减水剂高毛利率有望继续维持。

四、盈利预测与评级

盈利预测假设：2019-2021年高性能减水剂平均价格维持稳定2400元/吨，毛利率维持稳定46%，销量分别为90/110/132万吨；高效减水剂平均价格稳定1800元/吨，毛利率稳定31%，销量分别为2/3.62/4.35万吨；功能性材料平均价格稳定1950元/吨，毛利率稳定在41%，销量3.12/3.75/4.87万吨。

鉴于公司为外加剂龙头企业，行业领军人物带队科研、品牌优势、资金实力铸就

公司三大竞争优势，未来三年在行业集中度提升加速及毛利率改善的背景下，公司产能进入投放期，预计将带来业绩快速增长。我们预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为3.42亿元、4.21亿元、5.44亿元，对应EPS 1.10元、1.36元、1.75元，PE 14X、11X、9X。按照2020年市盈率15X估算，目标价20.40元，维持“买入”评级。

五、风险提示

原材料涨价、新项目投产不及预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。