

## 垒知集团(002398)

### “先市场后产能”战略领先，公司未来三年将持续高增长

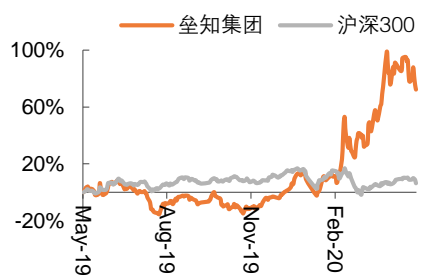
#### 强烈推荐（维持）

现价：10.35元

#### 主要数据

行业	建材
公司网址	www.xmabr.com
大股东/持股	蔡永太/17.58%
实际控制人	蔡永太
总股本(百万股)	693
流通A股(百万股)	522
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	71.67
流通A股市值(亿元)	54.03
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	29.5

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《建研集团\*002398\*中报业绩符合预期，外加剂业务持续高增长》 2019-08-21
- 《环保加速外加剂小企业退出，市占率提升公司议价能力》 2019-5-24

#### 证券分析师

严晓倩 投资咨询资格编号  
S1060517070005  
021-20662256  
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.  
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点：

- “先市场后产能”战略领先，公司外加剂全国产能布局领跑同业：公司上市后凭借资本优势，通过并购和自建率先实现全国化产能布局。2019年底公司外加剂合成产能100万吨，2009-2019年产能复合增速38%，驱动公司外加剂收入快速增长到2019年的23.7亿元，收入十年复合增速为34%。公司未来三年发展目标2020-2022年净利润复合增长率不低于25%。
- 环保加速小企业退出，渠道门槛大幅抬升利好上市龙头抢占市场份额：1) 化工企业“退城入园”将持续到2025年；2) 在工程质量标准提升的大背景下，下游大型工程客户逐步实施集中采购，行业资质认证与渠道门槛大幅抬升；3) 因外加剂行业对企业营运资金要求较高，此次疫情加快了资金紧张的小企业退出，利好上市龙头企业抢占市场份额。
- 三大外加剂龙头产能重合度小，公司市占率提升空间大：公司在全国市占率仅7.5%，未来市占率提升空间大，2020-2021年将投产近60万吨外加剂产能，较2019年底增加60%。虽然苏博特和红墙股份都大力扩充产能，但三大龙头上市公司产能基地重合度小，更多的是抢占小企业市场份额。
- 上游原材料产能过剩且油价低迷，外加剂成本将保持低位：上游原材料聚醚单体和环氧乙烷均产能过剩，且短期难以改善，新冠疫情防控常态化大概率将导致全球经济需求不振，原油价格将持续低迷，因此我们认为外加剂原材料成本将处于历史低位，公司高毛利率将延续。
- 盈利预测：由于公司市占率进入加速提升阶段，我们将公司2020-2021年归母净利润预测由4.74亿元、5.67亿元上调为5.07亿元、6.46亿元，YOY+26.0%、+27.3%，EPS分别为0.73元、0.93元，对应PE分别为14.1倍、11.1倍，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：1) 环保政策放松致使小企业出清放缓；2) 新冠疫情卷土重来，导致下游地产和基建停工；3) 上游原材料价格大幅上涨而公司无法向下游传导成本压力导致毛利率下滑。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,716	3,394	3,976	5,097	6,673
YoY(%)	35.9	25.0	17.2	28.2	30.9
净利润(百万元)	249	402	507	646	844
YoY(%)	30.4	61.5	26.0	27.3	30.7
毛利率(%)	26.3	29.8	30.7	31.0	31.2
净利率(%)	9.2	11.9	12.8	12.7	12.6
ROE(%)	10.1	14.4	15.6	16.8	18.3
EPS(摊薄/元)	0.36	0.58	0.73	0.93	1.22
P/E(倍)	28.8	17.8	14.1	11.1	8.5
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.8	1.5

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>公司外加剂业务持续向好，拟定增扩产提升市占率</b>	<b>5</b>
1.1	公司外加剂业务向好，二季度将重回增长轨道	5
1.2	公司拟定增扩产能，继续提升市场份额	6
<b>二、</b>	<b>环保等因素提升行业集中度，龙头企业长期受益</b>	<b>7</b>
2.1	基建托底经济，外加剂行业需求将保持基本稳定	7
2.2	环保等因素推动行业集中度提升，外加剂龙头将长期受益	8
2.2	外加剂行业洗牌加速，市场份额向龙头上市公司集中	12
<b>三、</b>	<b>公司产能布局领跑行业，市占率提升空间大</b>	<b>13</b>
3.1	公司实施“先市场后产能”战略，产能布局领跑行业	13
3.2	环保等因素逼退小企业，三大龙头上市公司纷纷扩产	15
3.3	三大龙头上市公司产能基地重合度小，垒知集团市占率提升空间大	19
<b>四、</b>	<b>上游产能过剩且油价低迷，减水剂成本将徘徊在低位</b>	<b>21</b>
4.1	外加剂成本受上游原材料价格影响较大	21
4.2	上游产能过剩叠加油价低迷，外加剂原材料成本将处于历史低位	22
4.3	外加剂价格过去采用成本加成模式，集中度提升龙头议价权	25
<b>五、</b>	<b>盈利预测</b>	<b>26</b>
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图表 1	2019 年公司总营收 33.94 亿元, YoY+25.0%	5
图表 2	2019 年公司归母净利润 4.02 亿元, YoY+61.5%	5
图表 3	垒知集团单季度期间费用情况	5
图表 4	垒知集团单季度毛利率与净利率	5
图表 5	垒知集团历年外加剂产品单价	6
图表 6	垒知集团历年外加剂销量及增速	6
图表 7	垒知集团拟非公开发行募集资金用途	6
图表 8	历年全国商品混凝土历年产量	7
图表 9	历年全国外加剂销量及增速	7
图表 10	外加剂销量与商品混凝土产量相关度大	7
图表 11	减水剂占外加剂总产量的 67%	7
图表 12	各地区化工行业退城入园期限在 2020 年-2025 年	8
图表 13	外加剂企业的类型	9
图表 14	机制骨料占砂石骨料总供应比重超 8 成	10
图表 15	外加剂在混凝土中成本占比小	10
图表 16	中央及地方政府支持机制砂发展的政策	10
图表 17	垒知集团应收账款及票据占营收比重有所下降	11
图表 18	龙头企业应收账款周转天数下行	11
图表 19	混凝土外加剂行业销售模式	12
图表 20	外加剂行业集中度逐步提升	12
图表 21	三家龙头上市企业外加剂收入及复合增速	12
图表 22	中国混凝土外加剂企业 TOP10 及市占率	13
图表 23	公司“先市场后产能”战略驱动外加剂营收快速增长	14
图表 24	垒知集团近十年通过并购和自建生产基地实现全国产能布局	14
图表 25	2018 年垒知集团在各区域销售额	15
图表 26	垒知集团在各区域的产能布局	15
图表 27	2018 年全国各地区外加剂市场规模占比(估算)	15
图表 28	垒知集团分区域营收(单位:百万元)	15
图表 29	垒知集团在建产能	16
图表 30	垒知集团外加剂生产基地率先实现全国化布局	16
图表 31	苏博特分区域营收(单位:百万元)	17
图表 32	红墙股份分区域营收(单位:百万元)	17
图表 33	苏博特合成产能主要集中在江苏和天津,上市后开始向全国扩张	17
图表 34	红墙股份合成产能主要集中在广东和广西省	18
图表 35	三家公司销量费用率	18

图表 36	三家公司外加剂吨运费(单位:元/吨).....	18
图表 37	2019 年垒知各地区市占率与相应的 CR3 市占率对比.....	19
图表 38	2018 年全国商品混凝土产量 TOP18 及垒知集团覆盖区域.....	20
图表 39	目前三大龙头上市公司外加剂生产基地重合度较小.....	20
图表 40	减水剂上下游产业链.....	21
图表 41	红墙股份聚羧酸减水剂成本结构.....	22
图表 42	聚羧酸减水剂逐渐替代萘系减水剂.....	22
图表 43	全国聚羧酸减水剂单体产能格局.....	22
图表 44	国内聚羧酸减水剂单体产能和产量.....	22
图表 45	聚醚单体价格与环氧乙烷价格相关度高.....	23
图表 46	奥克与科隆毛利率一般在 10%-14%.....	23
图表 47	中国环氧乙烷产能及产量.....	23
图表 48	2018 年全国环氧乙烷产能格局.....	23
图表 49	环氧乙烷与乙二醇价格(单位:元/吨).....	24
图表 50	未来 2 年我国环氧乙烷新增产能.....	24
图表 51	原油价格暴跌带动乙烯价格下跌.....	24
图表 52	乙烯价格下跌带动环氧乙烷价格下行.....	24
图表 53	垒知集团外加剂价格与成本变化.....	25
图表 54	垒知集团毛利率 2017 年后逐步上升.....	25
图表 55	公司历年吨毛利与吨成本.....	25
图表 56	减水剂企业毛利率与环氧乙烷价格反向波动.....	26
图表 57	公司外加剂收入预测.....	26
图表 58	公司盈利预测.....	27

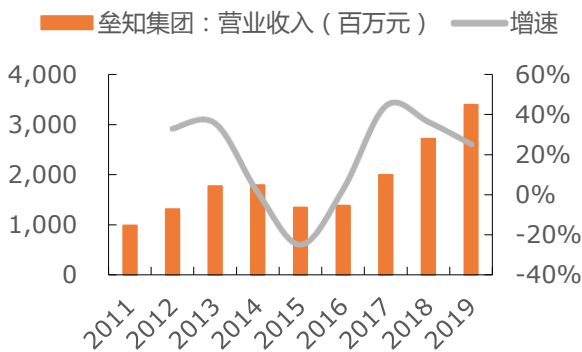
## 一、公司外加剂业务持续向好，拟定增扩产提升市占率

### 1.1 公司外加剂业务向好，二季度将重回增长轨道

2019年垒知集团外加剂业务表现靓丽。2019年公司营业总收入达33.94亿元，归母净利达4.02亿元，同比分别增长25.0%、61.5%，其中外加剂业务收入达23.66亿元，同比增长21.4%，毛利利润达7.2亿，同比增长58.7%。公司外加剂销量达117万吨，同比增长23.2%，若按含固量折算，外加剂销量同比增长约30%。2019年上游环氧乙烷均价同比下跌25%，公司外加剂销售均价仅小幅下跌1.5%至222元/吨。

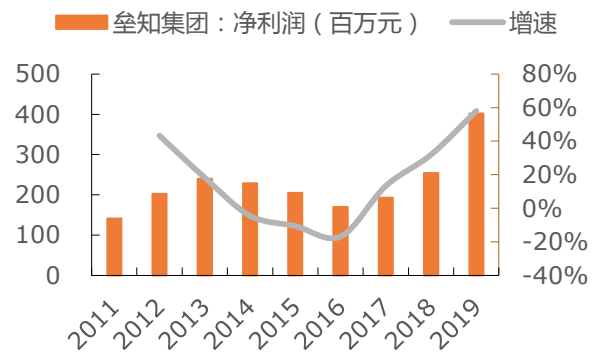
由于新冠疫情的冲击，一季度全国经济按下暂停键，公司2020Q1收入与归母净利润分别为4.53亿元、0.53亿元，同比下滑25.2%、40.8%，毛利率与净利率分别为28.78%、11.88%，环比4Q19分别增加0.2pct、2.8pct。二季度全国复工复产基本恢复，我们认为公司业绩将重回增长轨道。

图表1 2019年公司总营收33.94亿元，YoY+25.0%



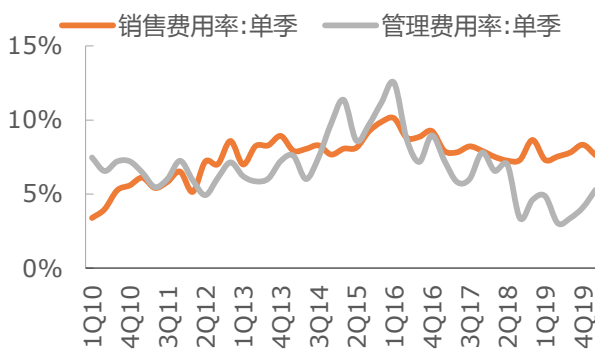
资料来源：wind、平安证券研究所

图表2 2019年公司归母净利润4.02亿元，YoY+61.5%



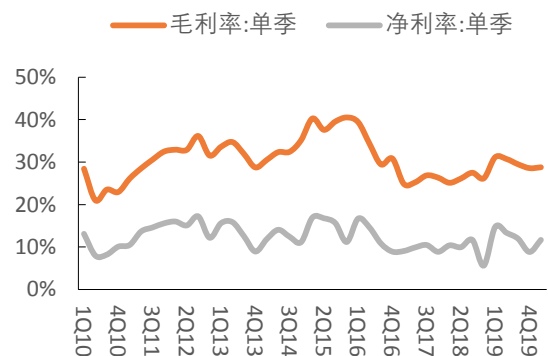
资料来源：wind、平安证券研究所

图表3 垒知集团单季度期间费用情况



资料来源：wind、平安证券研究所

图表4 垒知集团单季度毛利率与净利率



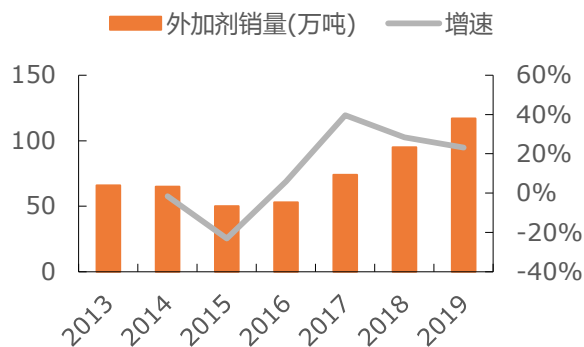
资料来源：wind、平安证券研究所

图表5 垒知集团历年外加剂产品单价



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 垒知集团历年外加剂销量及增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 1.2 公司拟定增扩产能，继续提升市场份额

垒知集团外加剂业务持续向好，为践行“跨区域、跨领域”发展战略，继续提升市场份额，完成公司三年发展目标，2020-2022年净利润复合增长率不低于25%。公司4月发布公告，拟非公开发行募集资金总额不超过44,000万元（含本数），扣除发行费用后将用于以下项目：

图表7 垒知集团拟非公开发行募集资金用途

序号	实施主体	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金金额 (万元)
1	重庆建研科之杰建材有限公司	重庆年产26万吨高性能混凝土外加剂建设项目	10,000	6,900
2	云南科之杰新材料有限公司	云南年产28万吨高性能混凝土外加剂建设项目	32,986	8,600
建设项目小计			42,986	15,500
3	补充外加剂业务流动资金		28,500	28,500
合计			71,486	44,000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

员工持股计划绑定公司管理层及员工，共享企业高增长。此次非公开募集4.4亿金额中，公司控股股东蔡永太、公司董事兼常务副总经理麻秀星、公司第一期员工持股计划认购金额分别为1亿元、4000万元、3000万元。员工持股计划的参与对象包括董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员、公司及子公司中层管理人员和骨干员工。员工持股计划认购的本次定增的股票36个月内不得转让，其他特定对象18个月内不得转让。

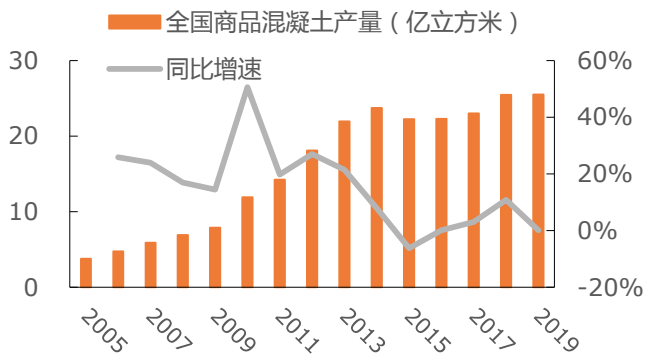
## 二、 环保等因素提升行业集中度，龙头企业长期受益

### 2.1 基建托底经济，外加剂行业需求将保持基本稳定

基建托底经济，混凝土需求保持基本稳定。外加剂下游客户主要是商品混凝土搅拌站、预制构件生产企业和大型基建工程的建筑施工企业（自建混凝土搅拌站），其中商品混凝土搅拌站主要供货给市政工程、房地产等。因此外加剂需求量与基础设施建设和房地产开发建设密切相关。据中国混凝土网统计，2019年我国商品混凝土总产量为25.5亿立方米，同比增长0.1%。受疫情影响，今年一季度投资增速大幅下滑，但随着财政政策发力，基建将托底经济，今年混凝土需求将保持基本平稳。

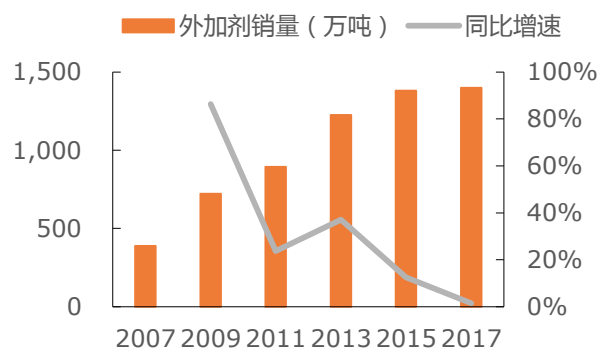
外加剂市场规模超500亿。根据外加剂协会统计，2017年我国混凝土外加剂产量1399万吨（其中三代聚羧酸减水剂按照20%含固量折算），同比增长1.4%，其中规模最大的是减水剂，占外加剂总产量的67%，整体外加剂产值478.6亿元。2019年混凝土产量较2017年增长10.9%，因此我们预计目前外加剂行业整体规模超500亿。

图表8 历年全国商品混凝土历年产量



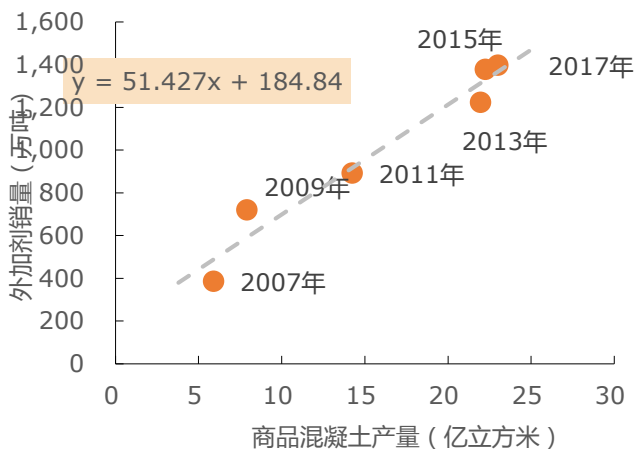
资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

图表9 历年全国外加剂销量及增速



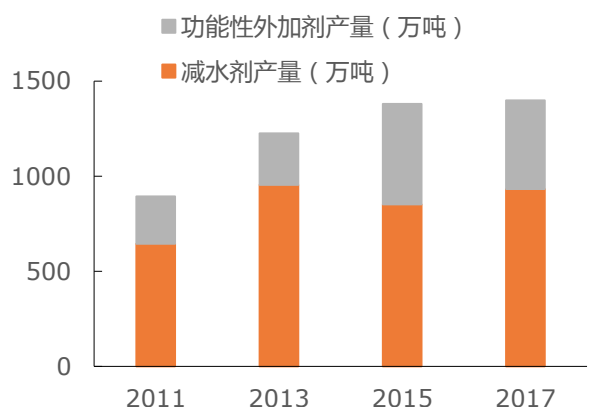
资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

图表10 外加剂销量与商品混凝土产量相关度大



资料来源：中国建材联合会混凝土外加剂分会、中国混凝土网、平安证券研究所

图表11 减水剂占外加剂总产量的67%



资料来源：《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》、平安证券研究所

## 2.2 环保等因素推动行业集中度提升，外加剂龙头将长期受益

外加剂行业集中度加速提升，龙头将长期受益。随着“供给侧改革”的持续推进，2017年下半年以来外加剂小企业不断被淘汰，行业集中度加速提升，公司作为龙头企业将长期受益。我们认为外加剂行业集中度提升的主要原因有以下四点：

- 1) 从行业供给看，环保趋严叠加“退城入园”加速小企业出清，龙头企业积极扩充产能抢占市场份额。
- 2) 从企业资金实力来看，因外加剂行业有一定的账期，对企业营运资金要求较高。此次疫情也加快了资金紧张的小企业退出。
- 3) 从外加剂服务需求看，因用砂石骨料中的机制骨料代替河砂，混凝土原材料改变后增大了对外加剂配方服务需求，而小企业技术水平难以为客户提供定制化服务。
- 4) 在工程质量标准提升的大背景下，下游大型工程客户逐步实施集中采购，行业资质认证与渠道门槛大幅抬升，利好龙头企业抢占市场份额。

### ■ “退城入园”将持续5年左右，小企业出清今年或迎来高峰

自2017年以来，国家对精细化工行业的环保要求进一步提高。2017年国务院出台《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造指导意见》，随后国家多个部委、地方政府相继出台“化工产品退城入园”政策，并明确了2020年现有位于城镇内人口密集区域的危化品生产企业全部启动搬迁改造。到2020年底，大部分省市的化工企业将完成退城入园的搬迁工作，部分省市的企业将最晚于2025年完成搬迁。

这一轮化工行业调整力度非常之大。据涂料采购网不完全统计，截止2018年底，化工大省江苏的化工企业数量共计7400多家，在此之前，江苏已经关闭7000家左右。按照《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》的要求，江苏最终只保留1000家化工企业，未来仍有6000多家化工企业被关闭，山东省有各类化工园区199个，全省公告的化工企业有9069家，根据山东省政府的要求，有50%的化工园区正在关闭或将要关闭。

2016年我国外加剂企业数量达6000多家，其中具备化学合成能力的生产企业仅500多家，其余均为外购母液进行复配的小企业。由于外加剂生产过程中通常伴随着废水、废气和部分固废等，部分小企业存在环评手续不合格、生产过程环保排放不达标等现象，环保趋严叠加“退城入园”的大背景下，外加剂行业开启了整合序幕，或将导致今年小企业出清迎来高峰，整个过程将持续5年左右。

图表12 各地区化工行业退城入园期限在2020年-2025年

时间	部门	法规名称	主要内容
2017.01	国务院办公厅	《安全生产“十三五”规划》	实施危险化学品和化工企业生产、仓储安全搬迁，到2020年现有人口密集区危险化工企业全部启动搬迁
2017.09	国务院办公厅	《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造指导意见》	要求中小企业和存在重大风险隐患的大型企业2018年底前全部启动搬迁，2020年底前完成；特大型企业2020年底前启动，2025年底前完成
2019.4	江苏	《化工行业整治方案意见稿》	全省到2020年化工企业减少到2000家，2022年不超过1000家。化工园区减少到20家。



2019.1	河南	关于推进城市建成区内重污染工业企业搬迁改造的指导意见》	退城入园企业 2019 年前启动搬迁工作，中小型企业 2022 年年底前完成，大型和特大型企业 2025 年年底前完成。
2018.5	山东	《山东省贯彻落实中央环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前启动搬迁改造，2020 年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年底前启动搬迁改造，2025 年底前完成关停或搬迁工作。
2019.3	河北	《河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案》	2020 年 12 月前，对全省化工行业和园区安全生产进行提升改造，列入搬迁改造企业必须按时完成，列入关停名单的全部关停到位。
2019.5	江苏	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	2020 年底，江苏省化工生产企业数量减少到 2000 家，到 2022 年，全省化工生产企业数量不超过 1000 家；在这两年的时间里，还将关闭 5000 余家化工企业。
2018.12	湖北	《关于印发湖北省沿江化工企业关改搬转任务清单的通知》	2020 年底前，全省将完成关改搬转化企 345 家，占整体数量的 72%，2025 年底前完成剩余的化企 133 家。
2018.1	广东	《广东省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案》	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造，2020 年底前完成。其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造，2025 年底前完成。
2017.2	浙江	《浙江省危险化学品安全综合治理实施方案》	城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作分 3 个阶段实施。企业搬迁改造阶段为 2018 年 7 月—2025 年 11 月。

资料来源：各政府部门网站、平安证券研究所

### ■ 机制砂普及推升技术服务需求，龙头企业优势凸显

混凝土外加剂的特点是品种多、掺量小，在混凝土改性中起到重要作用，使用不同品种的外加剂，可以达到不同的效果。混凝土外加剂的生产主要包括合成工艺和复配工艺，其中复配流程是指公司根据客户需求定制外加剂最佳复配方案，通过在减水剂母液中添加其他功能性化学助剂，复配成浓度不同、性能各异的不同类型的混凝土外加剂终端产品。相比于直接销售混凝土减水剂母液，定制化的复配服务有利于提升公司下游客户的黏度。

图表13 外加剂企业的类型

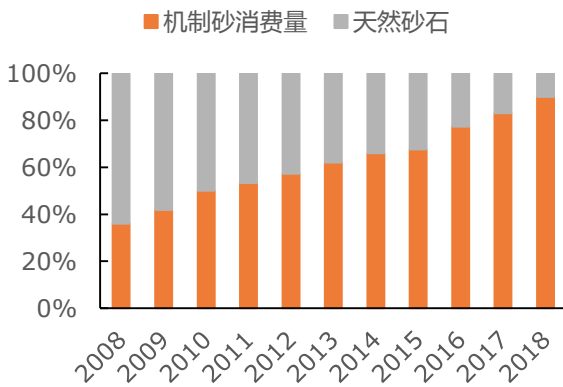
不同类型的企业	定义	特点
合成型企业	一次性投资高、设备工艺相对复杂、需要多种配套设施，其产品为混凝土外加剂母液，基本为标准化产品，主要提供给复配型企业用作原材料或销售给预制件厂使用。	合成工艺成熟稳定、但售后服务相对简单
复配型企业	一次性投资低、设备和工艺均较为简单、仅需要很少的储罐设施，其产品是采用一定的配方将母液和其他特性的产品配比，以达到或满足使用者的需求，属于个性化或定制化产品。	有较强的技术服务能力，由于下游客户众多，要及时对复配后外加剂的适应性、配方进行调整

合成复配全产业链型企业	初期投资较大、设备工艺复杂、需要完善的配套设施以及后续服务技术，企业通过合成母液后经过复配成产成品出售给最终客户。	不仅需要企业具有合成能力，还需要企业具有复杂的复配能力和完善的后续服务能力
由上游延伸至终端产品复配的企业	上游生产单体的企业往下游延伸，一般投资较合成复配型企业高。	在合成原材料阶段即根据最终复配产品的需求进行定制化生产，在生产聚羧酸时有一定的原材料成本优势，毛利率稍高

资料来源：红墙招股说明书，平安证券研究所

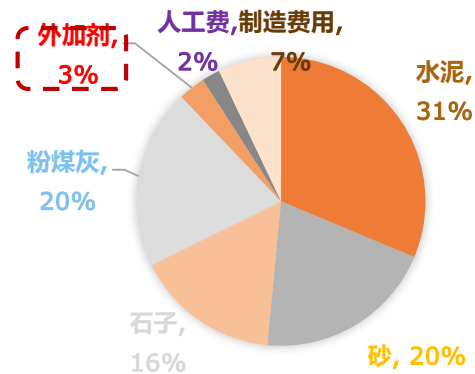
在机制砂代替天然河砂中，混凝土外加剂龙头企业拥有更强的技术服务优势。机制砂普及率目前已到 8 成左右，由于机制砂的质量与河砂相比较差，客户对产品质量的稳定性及配套技术服务具有较高的要求，这需要外加剂企业不仅具有合成能力，同时具有复杂的复配能力和完善的后续服务能力，龙头企业优势凸显。此外，机制砂商品混凝土的单位体积消耗外加剂量也将增加。

图表14 机制骨料占砂石骨料总供应比重超 8 成



资料来源：砂石骨料网，平安证券研究所

图表15 外加剂在混凝土中成本占比小



资料来源：砂石骨料网，平安证券研究所

图表16 中央及地方政府支持机制砂发展的政策

中央	2020.3	《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》	推动机制砂石产业高质量发展、加强河道采砂综合整治与利用、逐步有序推进海砂开采利用、积极推进砂源替代利用。
	2019.11	《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》(工信部联原〔2019〕239号)	鼓励利用废石以及铁矿、钼矿、钒钛矿等尾矿生产机制砂石。鼓励就地取材，减少长距离运输外来砂石。构建机制砂石电子商务平台，发展“互联网+砂石骨料”。鼓励企业实施兼并重组，提升产业集中度，培育大型机制砂石企业。鼓励发展砂石、水泥、混凝土、装配式建筑一体化的产业园区，减少全产业链二次物流量。
江西	2020.3	《江西省机制砂产业发展规划(2020-2025年)》	到2025年，江西省机制砂年产能达8000万吨左右，其中：天然岩石机制砂、废石机制砂合计达6000万吨左右，再生机制砂达2000万吨左右。提升全省机制砂产业集中度，力争宜春、吉安、赣州三大主产区机制砂产量占比达到45%，年产1000万吨及以上的大型机制砂石企业产能占比达到40%。
浙江	2019.8	《浙江省交通工程项目应用推广机制砂若干意见》	加强全流程管理，切实提升机制砂质量，促进交通工程项目机制砂生产和应用健康持续发展。

福建	2018.11	《关于加快推进机制砂项目配套矿山采矿权出让工作的通知》	在 2020 年底前全省机制砂产能须达到 5000 万立方米/年。
海南	2019.8	《海南省建筑石料机制砂一体化生产资源保障工作方案》	从 2019 年起每年供给不少于 4610 万立方米建筑石料，2019 年供给机制砂 800 万立方米，从 2020 年起每年供给机制砂 1000 万立方米。海南省要求提高在产矿山生产能力，加快在建矿山投产，推进建筑骨料基地建设，以推进建筑石料、机制砂生产一体化，促进绿色、集约、高效生产，进一步优化开发布局和产业结构。
河南	2019.11	《关于促进机制砂产业发展推广机制砂应用的指导意见(试行)》	到 2021 年，全省机制砂产业布局基本形成，质量保障体系、行业应用标准体系基本建立;机制砂在交通、水利、工业和民用建筑等建设领域广泛应用。新建企业应具备年生产机制砂 300 万吨以上能力，优先扶持年生产能力 500 万吨以上的机制砂生产企业。

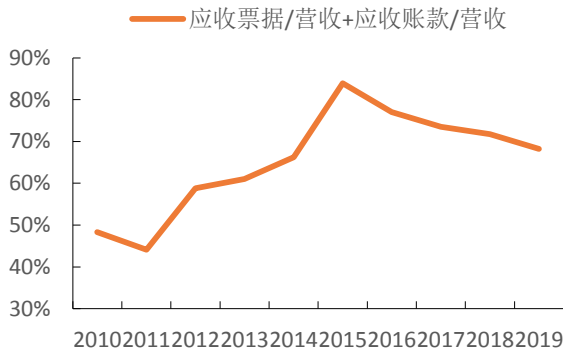
资料来源：各政府部门网站，平安证券研究所

■ 营运资金需求制约中小企业扩张，龙头企业渠道回款稳定

外加剂行业下游是商混搅拌站和建筑施工企业，而建筑行业具有项目工程量大、复杂程度高、建设周期长等特点，行业内应收款项回款时间普遍相对较长，导致外加剂行业具有一定的账期。受制于资金压力，外加剂企业的规模普遍不大，2018 年只要营收超过 5 个亿就能进入行业前 5 名。

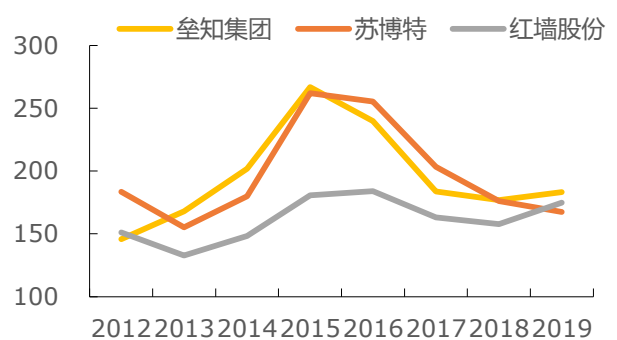
营运资金需求制约了中小企业发展空间，而龙头企业凭借更稳定的渠道回款以及更强的融资优势抢占市场份额，推进全国化布局。随着规模扩大，外加剂龙头的应收账款周转天数增长，2015 年达到峰值，之后应收账款账期快速下行。

图表 17 垒知集团应收账款及票据占营收比重有所下降



资料来源：wind，平安证券研究所

图表 18 龙头企业应收账款周转天数下行



资料来源：wind、平安证券研究所

■ 下游大型工程客户实施集中采购，行业资质认证与渠道门槛大幅提升

近年来大型建筑公司和施工单位逐步实施集中采购和战略合作，行业内领先企业依托自身研发、生产和技术服务优势，将极大地挤占小企业的市场份额。如中铁检验认证中心 (CRCC) 要求进入高速客运专线工程的混凝土外加剂企业需经过资质认证。在工程质量标准提升的大背景下，预计未来越来越多的大型工程在减水剂招投标过程中都会采取类似资质认证，因此外加剂销售的资质与渠道的门槛将大幅抬升，龙头企业在这种渠道变革下将更加受益。

图表19 混凝土外加剂行业销售模式

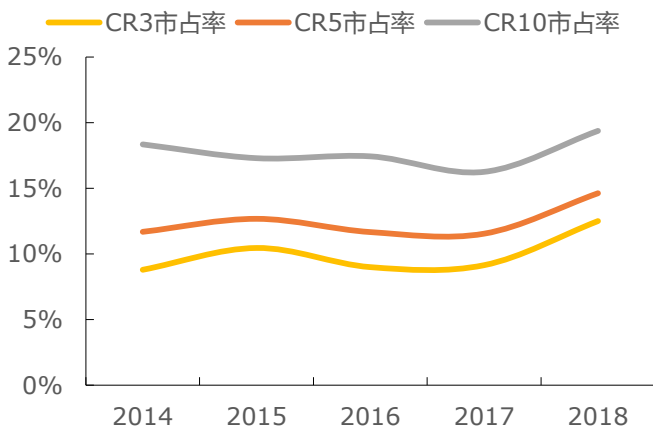
模式	客户	销售方式	产品	核心竞争力
直销	大型基建工程的建筑施工企业 (铁路、公路、港口、桥梁等)	参与招标或者直接商务谈判	合成减水剂母液+复配成 符合客户性能要求的产品	定制化产品和整体技术 服务解决方案、获得集 采资质认证
	商品混凝土搅拌站和预制构件 厂等	商务谈判, 需要较强的属地 化销售能力		
分销	各区域合作经销商	销售母液给各区域内合作经 销商, 最终由经销商复配后 出售给终端客户	规模化生产减水剂母液或 将母液进一步制成粉剂	依赖区域分销商开拓市 场, 通过大规模生产谋 求规模效应

资料来源: 平安证券研究所

## 2.2 外加剂行业洗牌加速, 市场份额向龙头上市公司集中

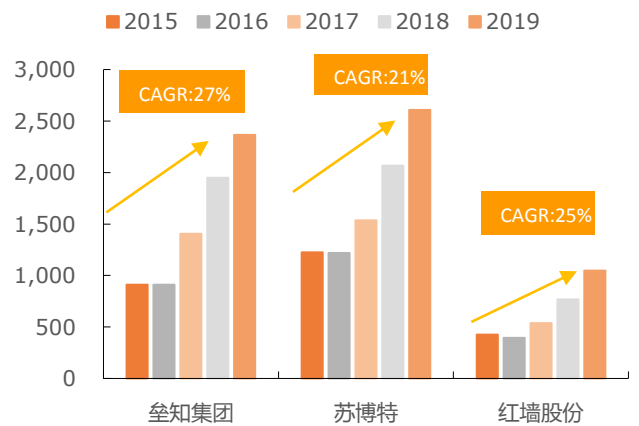
外加剂行业 CR3 市占率提升高于 CR10 市占率的提升, 市场份额向头部上市公司集中。根据中国混凝土网的数据, 2018 年减水剂行业 CR3 市场占有率分别为 5.48%, 5.39%, 1.63%, 合计为 12.5%, 相比 2014 年 CR3 占有率 8.79%, 提高了 3.71 个百分点。而 2018 年 CR10 合计为 19.4%, 与 2014 年的 18.3% 比仅提高了 1.1%。

图表20 外加剂行业集中度逐步提升



资料来源: 中国混凝土网、平安证券研究所

图表21 三家龙头上市企业外加剂收入及复合增速



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表22 中国混凝土外加剂企业 TOP10 及市占率

排名	2014		2015		2016		2017		2018	
	企业名称	市占率	企业名称	市占率	企业名称	市占率	企业名称	市占率	企业名称	市占率
1	苏博特	4.26%	苏博特	4.64%	苏博特	4.36%	苏博特	4.22%	苏博特	5.48%
2	科之杰	2.82%	科之杰	3.70%	科之杰	2.97%	科之杰	3.53%	科之杰	5.39%
3	天津飞龙	1.71%	长安育才	2.11%	安徽中铁	1.66%	广东红墙	1.39%	广东红墙	1.63%
4	长安育才	1.51%	广东红墙	1.44%	广东红墙	1.34%	长安育才	1.21%	长安育才	1.11%
5	武汉格瑞林	1.38%	山西凯迪	0.78%	华伟银凯	1.33%	安徽中铁	1.19%	安徽中铁	1.01%
6	华伟银凯	1.25%	华伟银凯	0.98%	山西凯迪	1.32%	山西凯迪	1.16%	贵州石博士	1.12%
7	广东红墙	1.65%	贵州绿洲苑	1.16%	贵阳绿洲苑	1.21%	山西康特尔	1.10%	山西凯迪	0.97%
8	山西黄腾	1.32%	江苏奥莱特	0.73%	长安育才	1.21%	华伟银凯	0.96%	华伟银凯	0.95%
9	山西凯迪	1.32%	天津飞龙	0.84%	江苏中铁奥莱特	1.14%	广东瑞安	0.78%	重庆三圣	0.91%
10	吉龙化学	1.12%	深圳五山	0.91%	山西黄腾	0.89%	江苏奥莱特	0.71%	江苏奥莱特	0.80%

资料来源：中国混凝土网，平安证券研究所

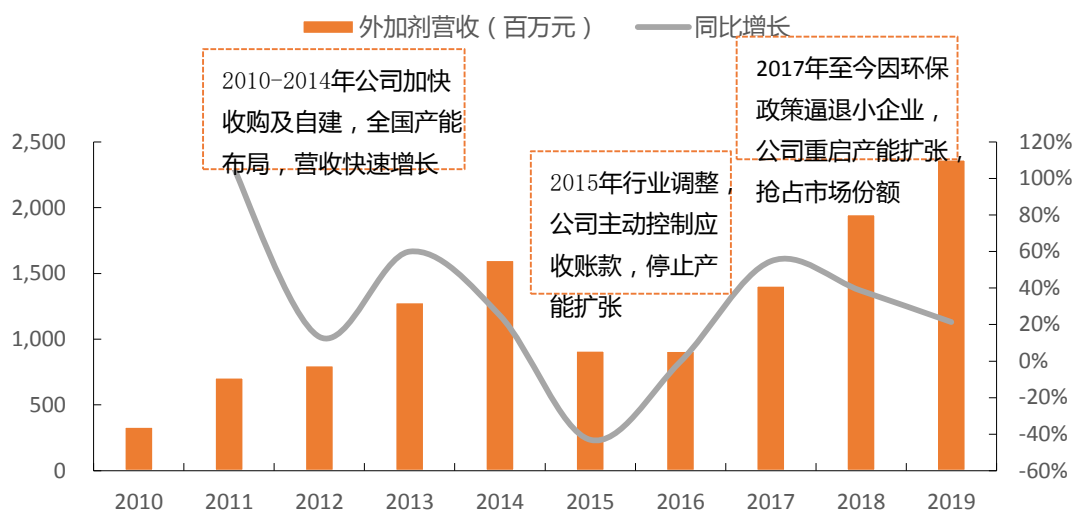
### 三、 公司产能布局领跑行业，市占率提升空间大

#### 3.1 公司实施“先市场后产能”战略，产能布局领跑行业

从垒知集团近十年的发展来看，公司外加剂业务采取“先市场后产能”的战略，上市后凭借资本优势，通过并购和自建并举开启跨区域扩张，率先实现全国化产能布局。上市之前，垒知集团产能严重不足，2009 年仅有合成产能 4.02 万吨，复配产能 15 万吨，每年通过外购减水剂粉剂复配销售弥补产能缺口，2019 年底公司外加剂合成产能 100 万吨，2009-2019 年产能复合增速 38%，产能迅速增长驱动公司外加剂收入增至 2019 年的 23.7 亿元，收入十年复合增速为 34%。

公司持续践行“跨区域、跨领域”发展战略，制定三年发展目标 2020-2022 年净利润复合增长率不低于 25%。

图表23 公司“先市场后产能”战略驱动外加剂营收快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

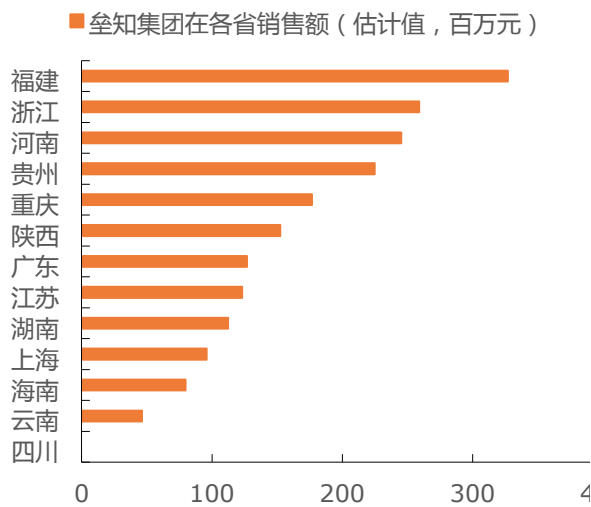
图表24 垒知集团近十年通过并购和自建生产基地实现全国产能布局

时间	扩张方式	地址	萘系减水剂 (万吨)	脂肪族减水剂 (万吨)	聚羧酸系减水剂 (万吨)	合计 (万吨)
上市之前	-	科之杰集团	2	-	2	4
2010	自建(IPO募投)	福建	-	-	5	5
2010.6	收购	重庆	5	-	-	5
2010.1	收购	贵州	-	-	3	3
2011.6	自建	河南	5	20	-	25
2011.8	收购	陕西	-	-	10	10
2012.7	收购	广东	2	-	3	5
2012.10	收购	浙江(嘉善莱希化工)	1.4	0.5	-	1.9
2012.10	收购	浙江(百和外加剂)	1	-	-	1
2012.10	收购	湖南(新轩)	1	1	1	3
2014.5	收购	江西	-	-	-	0
2014.7	自建	江苏	-	-	-	0
2017.6	自建	河北	-	-	-	0
2019.7	收购	海南(太和科技)	-	-	-	7.6

资料来源：公司公告、平安证券研究所

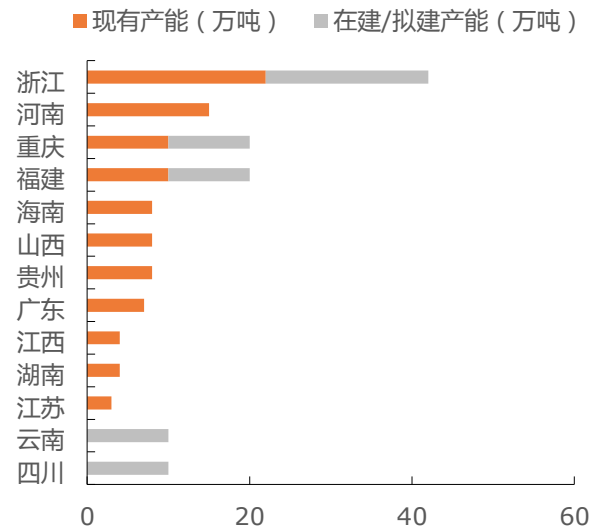
备注：数据为母液合成产能，由于三代减水剂产能替代二代，部分产能已经有调整，江西和江苏只有复配产能

图表25 2018年垒知集团在各区域销售额



资料来源: 平安证券研究所

图表26 垒知集团在各区域的产能布局

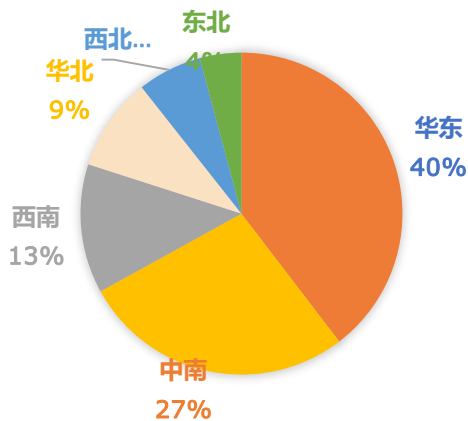


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

### 3.2 环保等因素逼退小企业，三大龙头上市公司纷纷扩产

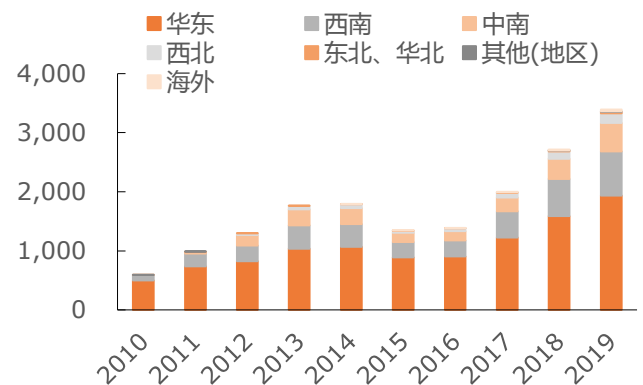
三大龙头企业扩产抢占市场份额，垒知集团率先实现全国化产能布局。经过近十年的发展，垒知集团产能已经覆盖国内 15 个省市和马来西亚、菲律宾等海外国家，远远领先行业其他竞争对手。

图表27 2018年全国各地区外加剂市场规模占比(估算)



资料来源: 中国混凝土网、平安证券研究所

图表28 垒知集团分区域营收(单位:百万元)



资料来源: wind、平安证券研究所

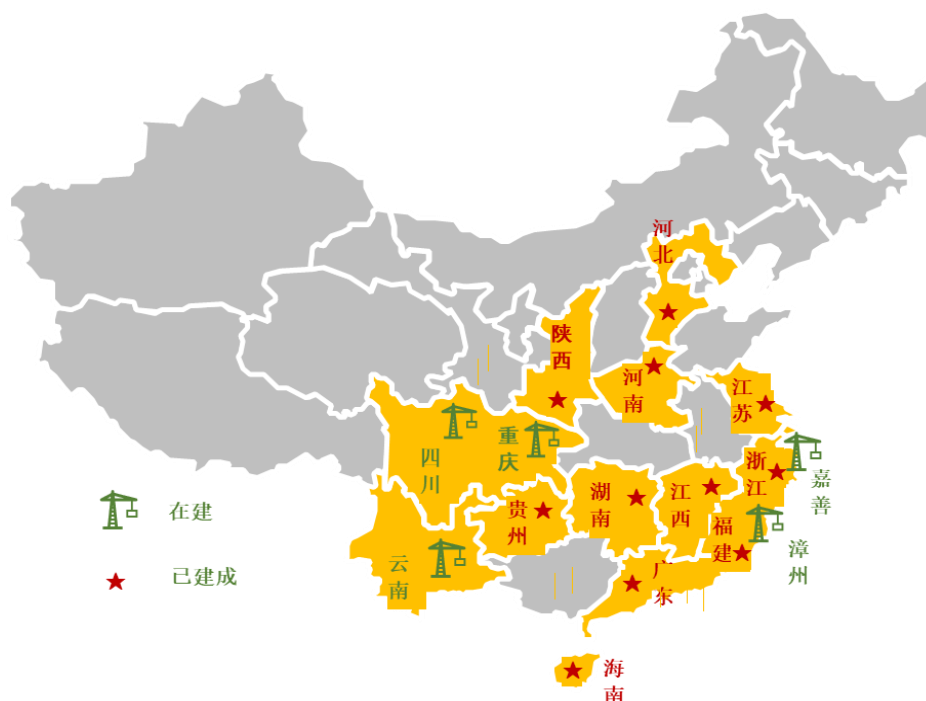
由于环保等因素逼退小企业，垒知集团继续扩产抢占市场份额。截至 2019 年，垒知集团合成产能为 100 万吨左右 (二代产能约占 30%，三代产能约占 70%)，2020-2021 年产能将投产近 60 万吨，较 2019 年底增加 60%。

图表29 垒知集团在建产能

公布时间	设立方式	地点	具体产能	预计投产时间
2018.8	自建	四川	26万吨	2021
2019.9	自建	福建漳州古雷港	一期建设内容为年产5万吨烷氧化生物装置、年产10万吨聚羧酸减水剂母液生产线、年产30万吨聚羧酸减水剂成品生产线、年产3万吨速凝剂生产线；二期建设内容为年产5万吨烷氧化生物装置	2021
2019	自建	浙江嘉善	18.9万吨技改项	2020
2020.3	自建(定增项目)	重庆	10万吨羧酸系减水剂母液、3万吨无碱速凝剂，其中羧酸系减水剂母液3万吨直接销售，7万吨复配成20万吨减水剂销售	2021
2020.3	自建(定增项目)	云南	10万吨聚羧酸减水剂母液、3万吨无碱速凝剂、2万吨砂浆添加剂。其中羧酸系减水剂母液3万吨直接销售，其余母液复配成20万吨减水剂销售	2021

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 垒知集团外加剂生产基地率先实现全国化布局



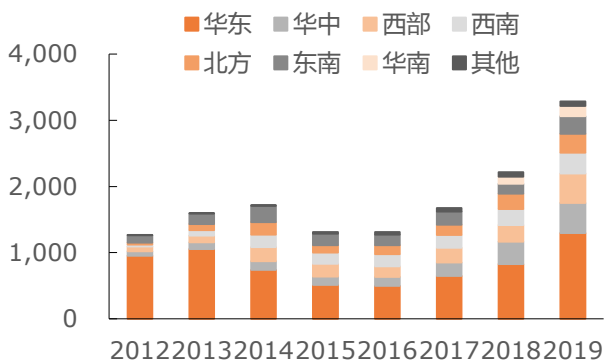
资料来源：公司公告、平安证券研究所



苏博特的外加剂合成基地主要分布江苏（南京和泰兴）和天津，近两年开始向四川和新疆扩张。上市前，苏博特将生产基地的母液运输至全国各区域，然后复配成外加剂成品销售给客户。因环保政策趋严加速了小企业退出，部分区域出现了市场的机会，另一方面，公司上市后可以凭借资金优势实现跨区域快速扩张。

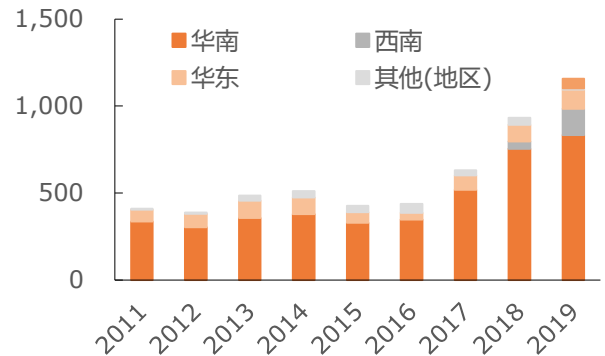
红墙股份的生产基地主要位于广东、广西，公司9成收入来自华南市场。2016年上市后开始向河北、湖北等地扩展。2018年公司河北生产基地一期投产，虽然收购湖北三家减水剂公司布局华中市场于2019年已经终止，但不改红墙股份加快向全国进行外延式扩张的步伐。

图表31 苏博特分区域营收（单位：百万元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表32 红墙股份分区域营收（单位：百万元）



资料来源：wind、平安证券研究所

图表33 苏博特合成产能主要集中在江苏和天津，上市后开始向全国扩张



资料来源：公司公告、平安证券研究所

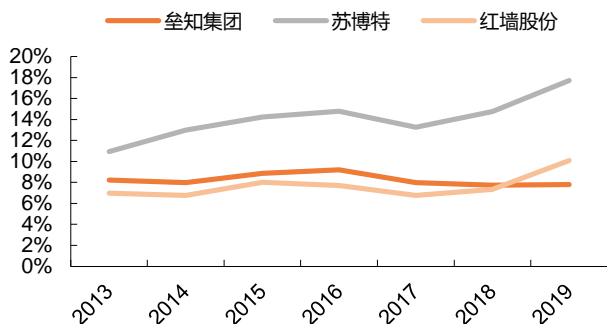
图表34 红墙股份合成产能主要集中在广东和广西省



资料来源：公司公告、平安证券研究所

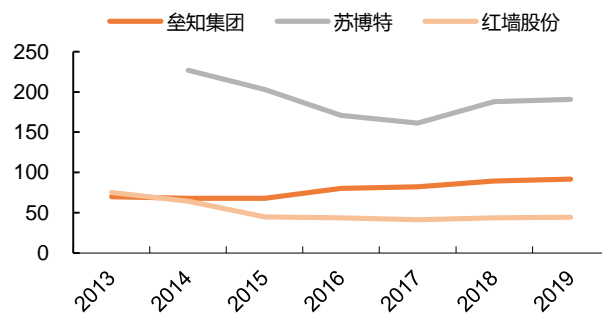
垒知集团产能布局贴近用户，外加剂吨运费低于相近规模的苏博特，而销量费用率为三家外加剂上市公司最低。2019年公司外加剂吨销售费用仅92元/吨，低于苏博特（191元/吨）。苏博特将江苏和天津基地生产的母液运输到全国其他区域的复配点，复配成外加剂产品后再销售，因此运输费用最高。红墙股份主要集中在华南区域，加上公司自己运输，运输价格低于市场30%左右，因此2019年吨运费仅44元/吨。从销售费用率来看，2019年垒知集团最低（7.8%），苏博特（17.7%）最高，红墙股份（10.1%）次之。

图表35 三家公司销量费用率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 三家公司外加剂吨运费(单位：元/吨)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

注：苏博特外加剂销量包含了功能性材料

### 3.3 三大龙头上市公司产能基地重合度小，垒知集团市占率提升空间大

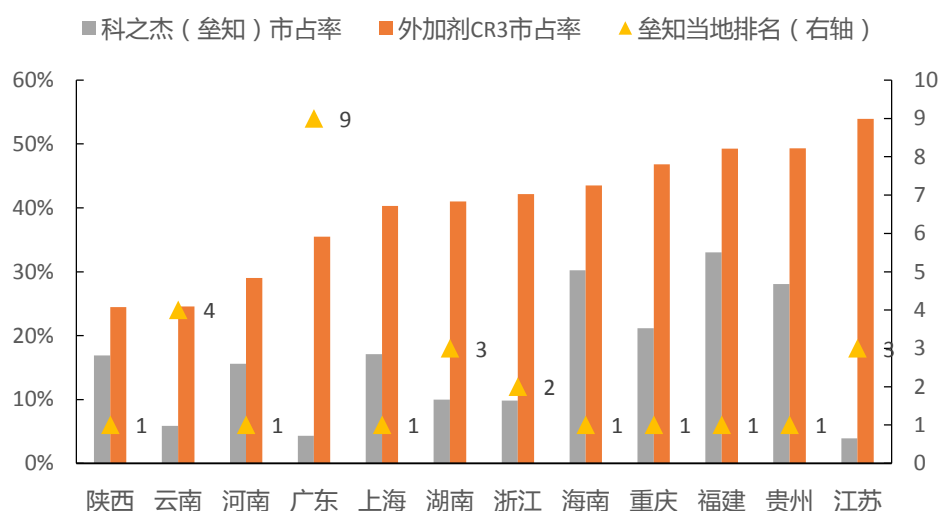
虽然垒知集团在福建、陕西、河南、海南、重庆和贵州等地外加剂市占率都排名第一，但在全国市占率仍较低（7.5%）。从外加剂业务发展成熟的地区（福建）来看，排名第一的企业的市占率一般能到30%以上，而CR3市占率则能够到50%左右。因此我们认为公司在以下区域市场份额有提升空间：

1) 垒知集团市占率排名第一，但市占率小于30%的区域：在陕西、河南、上海、海南、重庆和贵州，公司排名第一，但是市占率仍然小于30%，我们认为公司在这些省份未来有望提高到30%以上，具有较大提升空间。

2) CR3市占率大幅小于50%，行业集中度又较大提升空间的区域：特别陕西、云南、河南等地CR3小于30%，而垒知集团等龙头企业可以凭借资金和技术服务优势抢占小企业市场份额，提升区域集中度。

3) 垒知集团未进入的区域：山东、湖北、安徽、河北等省份。

图表37 2019年垒知各地区市占率与相应的CR3市占率对比

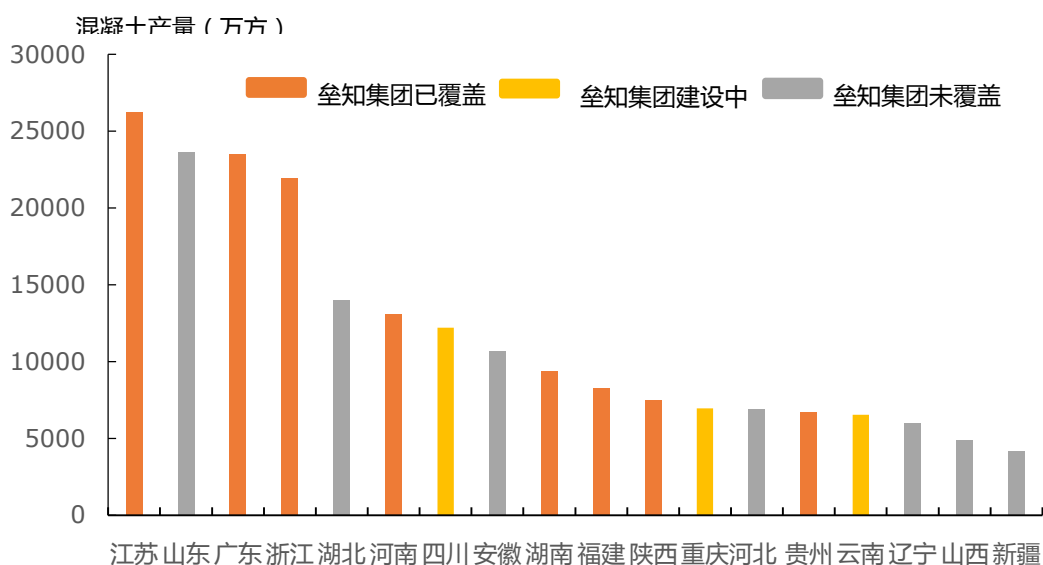


资料来源：公司公告、平安证券研究所

垒知集团正在覆盖或尚未覆盖的省市未来有较大的市场份额提升空间。由于外加剂行业之前太过分散，整合需要一定的时间，三家龙头上市公司仍然有较多地区没有覆盖到。三大企业产能基地重合度较小，目前策略主要在进军尚未覆盖的新市场，抢占小企业市场份额。

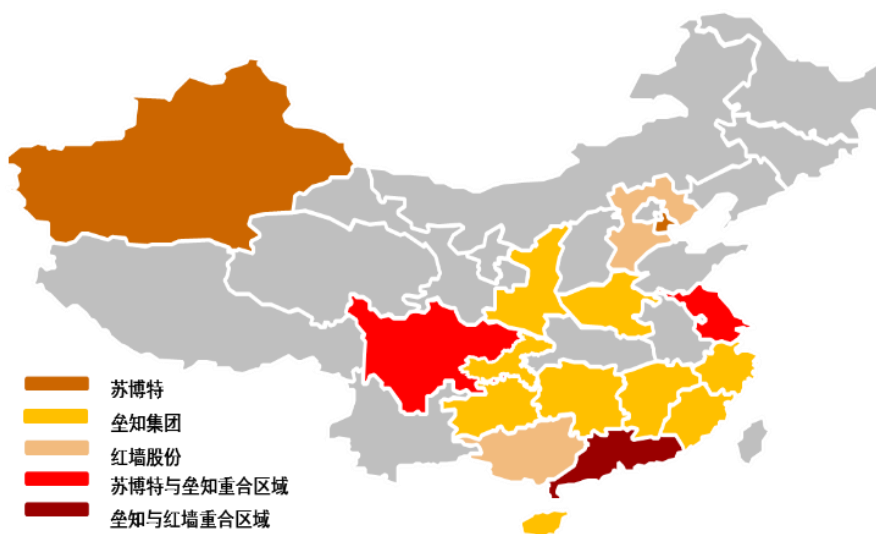
一方面，随着垒知集团在四川、重庆等新市场的产能投产，将为公司营收带来快速增长。另一方面，在山东，湖北，安徽，河北等垒知集团暂未覆盖区域，公司或将逐步开拓市场。

图表38 2018年全国商品混凝土产量TOP18及垒知集团覆盖区域



资料来源：中国混凝土网、公司公告、平安证券研究所

图表39 目前三大龙头上市公司外加剂生产基地重合度较小



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 四、上游产能过剩且油价低迷，减水剂成本将徘徊在低位

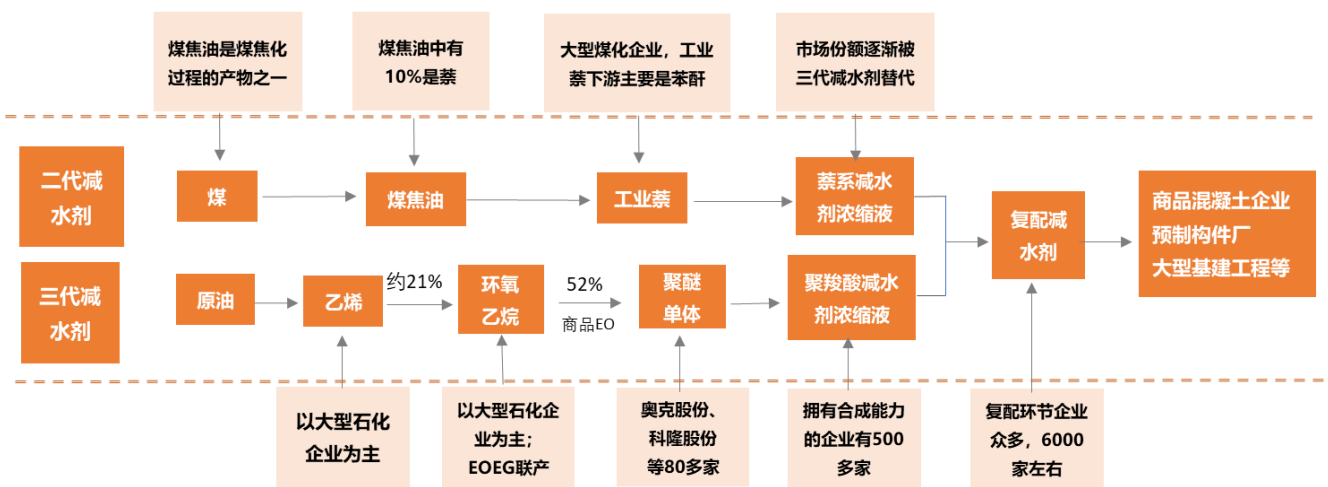
三代聚羧酸减水剂的主要原材料是聚羧酸减水剂单体，聚羧酸减水剂单体厂家一般根据上游环氧乙烷的价格及聚醚单体库存情况来定价。一方面上游聚醚单体和环氧乙烷均存在一定程度的产能过剩，且短期难以改善；另一方面新冠疫情防控常态化大概率将导致全球经济需求长期不振，近两年原油价格将持续徘徊在低位。因此我们认为外加剂原材料成本将处于历史低位。

外加剂行业过去普遍采用成本加成模式定价，垒知集团毛利率水平与原材料价格成反向关系。但2017年以后，随着垒知集团市占率提高以及下游客户对技术服务要求提升，公司对下游议价能力提升，公司外加剂吨价格降幅小于吨成本降幅，小于环氧乙烷价格跌幅，公司毛利率持续上行。

### 4.1 外加剂成本受上游原材料价格影响较大

目前外加剂产品中大部分是减水剂，后者主要包含萘系减水剂（第二代高效减水剂）和聚羧酸系减水剂（第三代高性能减水剂），其中聚羧酸系减水剂上游原料主要为聚羧酸减水剂单体（石油化工产品，由环氧乙烷合成），萘系减水剂原料主要为工业萘（煤化工产品）。因节能环保等因素，2011年以来，聚羧酸系减水剂快速替代萘系减水剂成为主流减水剂，目前聚羧酸系减水剂产量已经占比近8成。

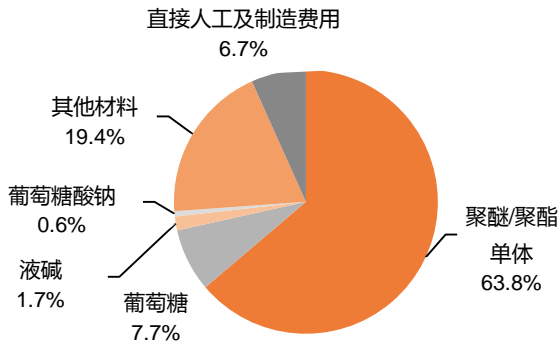
图表40 减水剂上下游产业链



资料来源：Wind、知网、中国混凝土网、平安证券研究所

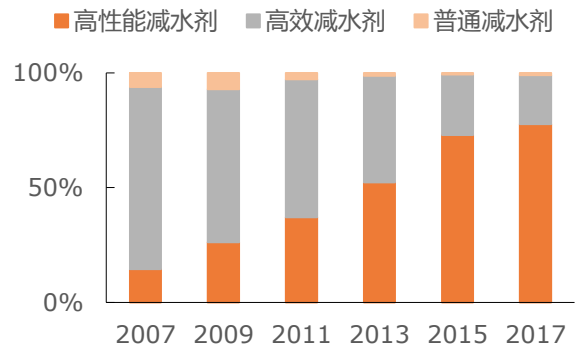
减水剂产品中原材料成本占比在80%以上。聚羧酸减水剂的主要原材料是减水剂聚醚单体，根据中国混凝土与水泥制品协会数据，目前每吨聚羧酸减水剂产品需要聚乙二醇产品(M/A/TPEG)0.75-0.9吨，而生产每吨聚乙二醇产品需要0.8吨环氧乙烷。

图表41 红墙股份聚羧酸减水剂成本结构



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表42 聚羧酸减水剂逐渐替代萘系减水剂



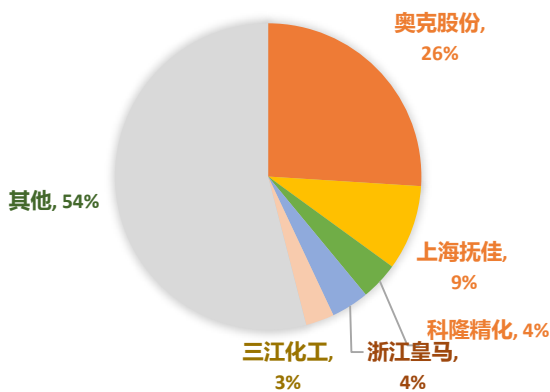
资料来源：中国知网、平安证券研究所

## 4.2 上游产能过剩叠加油价低迷，外加剂原材料成本将处于历史低位

### ■ 上游原材料产能过剩，供过于求局面短期难以改变

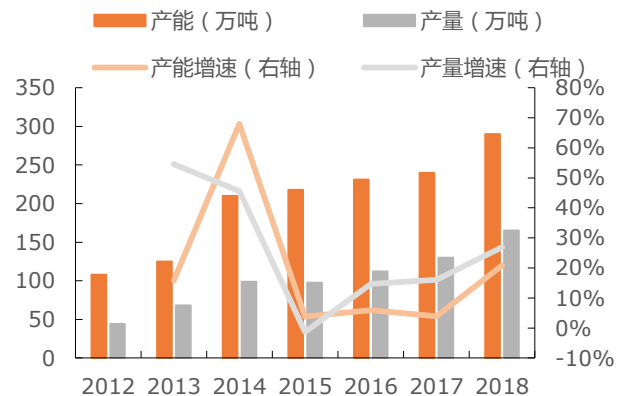
减水剂聚醚单体产能过剩，价格与上游环氧乙烷价格关联度高。2018 年国内聚羧酸减水剂单体（属于聚醚单体）产能达 290 万吨，产量 165 万吨，产能利用率仅为 56.8%，过剩局面短期内难以改善。行业经过前几年洗牌后处于寡头竞争格局，龙头奥克股份产能占比 26%。聚醚单体的生产线投资额较大，停产成本很高，企业普遍采取保证开工率、销量为先的经营策略，不会轻易停产。因此减水剂聚醚单体行业主要采取成本加成方式定价，聚醚单体价格与上游环氧乙烷价格相关度高。聚醚单体龙头企业毛利率水平一般在 10%-14%。

图表43 全国聚羧酸减水剂单体产能格局



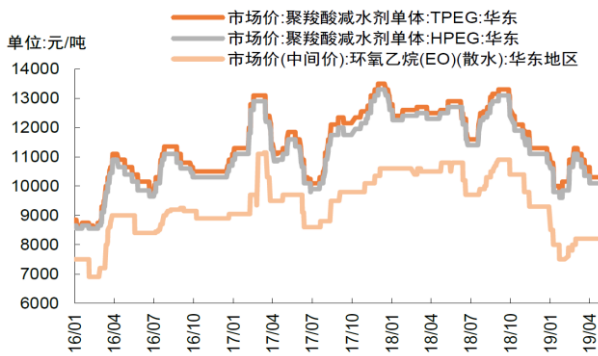
资料来源：卓创资讯、平安证券研究所

图表44 国内聚羧酸减水剂单体产能和产量



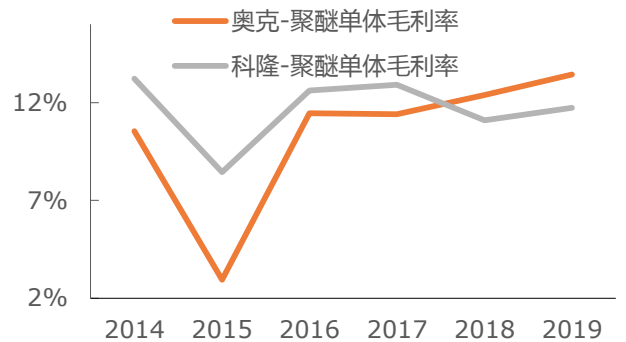
资料来源：卓创资讯、平安证券研究所

图表45 聚醚单体价格与环氧乙烷价格相关度高



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表46 奥克与科隆毛利率一般在 10%-14%



资料来源: Wind、平安证券研究所

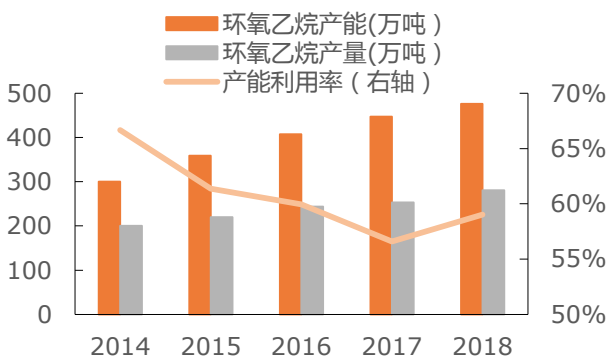
环氧乙烷新增产能投产过快，供大于求的局面短期难以改善。2018 年我国环氧乙烷产能 476 万吨，产量 281 万吨左右，装置开工率约 66.5%。中国产业格局已从最初的中石油、中石化垄断发展到多元化竞争格局阶段，目前外资合资及民营企业的产能总和已超过中石油和中石化的产能之和。根据中国产业信息网的数据，2020 年环氧乙烷产能将新增 100 多万吨，供过于求情况进一步恶化。

环氧乙烷易爆，难以储存，国内环氧乙烷 (EO) 主要是和乙二醇 (EG) 联产，联产比例高达 65%，另一部分为精制环氧乙烷，即商品环氧乙烷，商品环氧乙烷下游需求结构中 52% 用于生产聚羧酸减水剂单体。因此环氧乙烷和乙二醇市场联系紧密，价格关联度较大。乙二醇下游需求中 80% 用于生产涤纶，用于纺织服装行业。

环氧乙烷和乙二醇合计占了乙烯下游需求的 21%。乙烯占轻质石脑油下游需求的 20%-30%，后者是以原油加工生产的用于化工原料的轻质油。因此乙烯价格主要受供需和原油价格影响。2015 年国内炼化垄断放开，乙烯行业的准入门槛大幅下降，大批民营资本涌入该行业，2019-2022 年全球将新增乙烯产能约 3900 万吨，增量约 22%，将大幅超过实际需求增长。

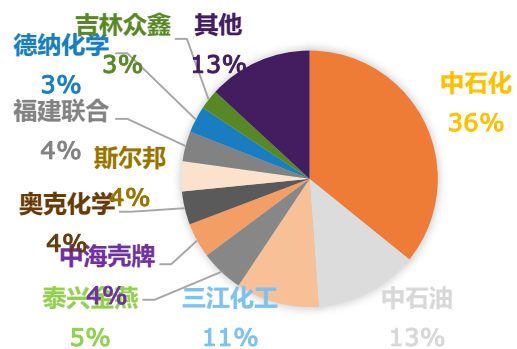
由于乙烯极难储运，商品化的贸易量很少，其景气最终还是要反应在下游各产品的价格上。乙二醇在本轮受供给冲击最大，价格一路下跌，也带动了 EO 景气的下行，未来还将面临长时间的洗牌。

图表47 中国环氧乙烷产能及产量



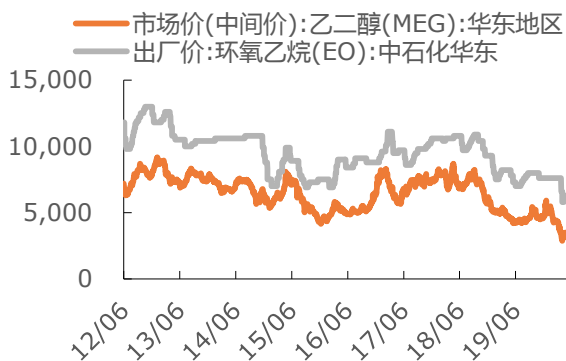
资料来源: 卓创资讯、平安证券研究所

图表48 2018 年全国环氧乙烷产能格局



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表49 环氧乙烷与乙二醇价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表50 未来2年我国环氧乙烷新增产能

企业	新增产能（万吨/年）	预计投产时间
卫星石化	72	2020 或以后
中石油钦州	26	2020 或以后
中科合资	25	2020
泉州石化	20	2020 或以后
万华化学	15	2020
浙石化	15	2020
三瑞新材料	10	2020 或以后
古雷石化	10	2020 或以后
天津渤化	6	2020

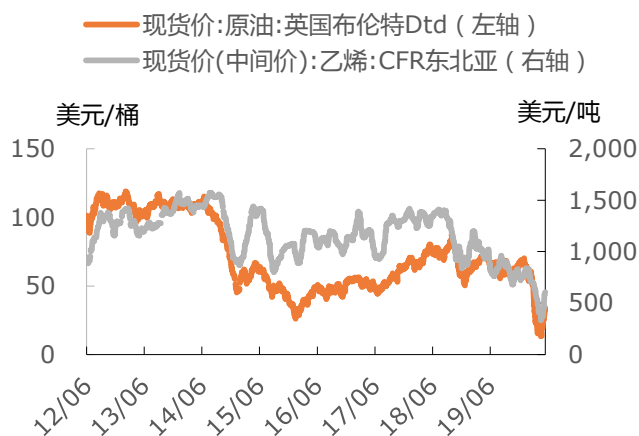
资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

■ 全球需求低迷致油价创新低，环氧乙烷价格将徘徊在历史低位

2020年新冠疫情的蔓延加剧了全球经济下行压力，原油价格从年初的60美元/桶暴跌至4月底的13.7美元/桶，随着二季度国外主要经济体陆续重启，油价反弹至目前32.7美元/桶，我们认为疫情防控常态化大概率将导致全球经济需求长期不振，近两年原油价格将持续徘徊在低位。

原油价格暴跌叠加产能过剩，今年以来乙烯价格大幅下跌，进而导致环氧乙烷价格下行。环氧乙烷价格从今年年初的7600元/吨跌至4月初的5800元/吨，目前反弹到6700元/吨，年初至今跌幅11.8%。聚羧酸单体（TPEG）的华东均价也从11000元/吨跌到7500元/吨，目前反弹到9000元/吨。

图表51 原油价格暴跌带动乙烯价格下跌



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表52 乙烯价格下跌带动环氧乙烷价格下行



资料来源：卓创资讯、平安证券研究所

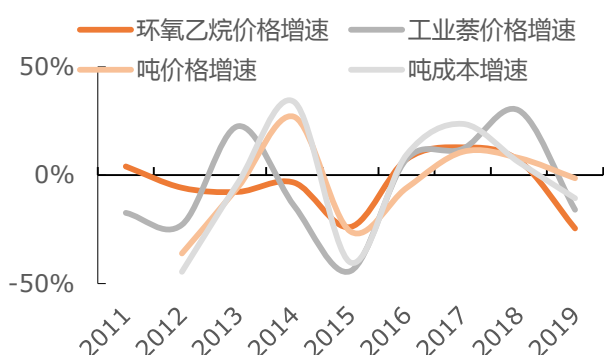


### 4.3 外加剂价格过去采用成本加成模式，集中度提升龙头议价权

外加剂行业过去普遍采用成本加成模式定价，垒知集团销售价格和毛利率受上游原材料价格影响较大。公司毛利率水平与原材料价格成反向关系。

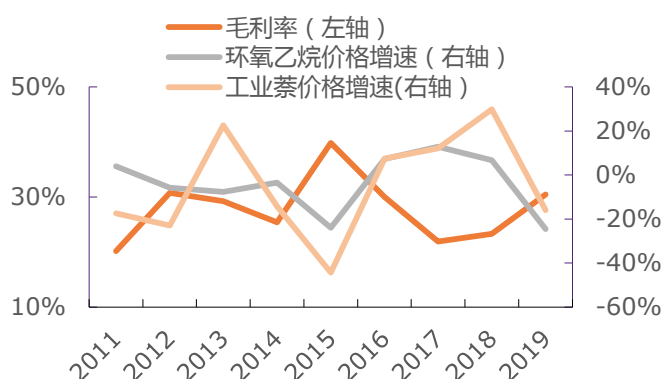
2013年之前，垒知集团的主要产品是二代减水剂，其毛利率与工业萘价格呈负关系；2013年之后，垒知集团第三代减水剂收入上升，其毛利率与环氧乙烷价格呈负相关。但2017年以后，垒知集团外加剂吨价格降幅小于吨成本降幅，小于环氧乙烷价格跌幅，公司毛利率近两年持续上行。我们认为这主要是2017年后环保趋严加速了小企业出清，公司市占率提升，同时近几年砂石骨料质量下降，下游客户对技术服务需求提升，公司对下游客户议价能力提高。

图表53 垒知集团外加剂价格与成本变化



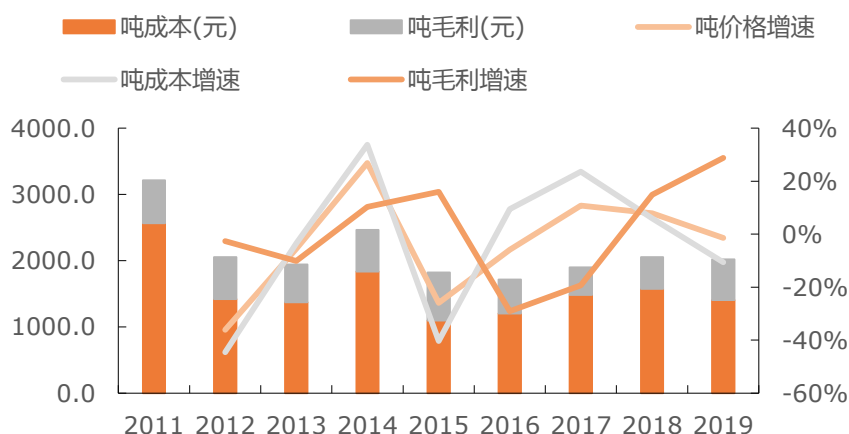
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表54 垒知集团毛利率 2017年后逐步上升



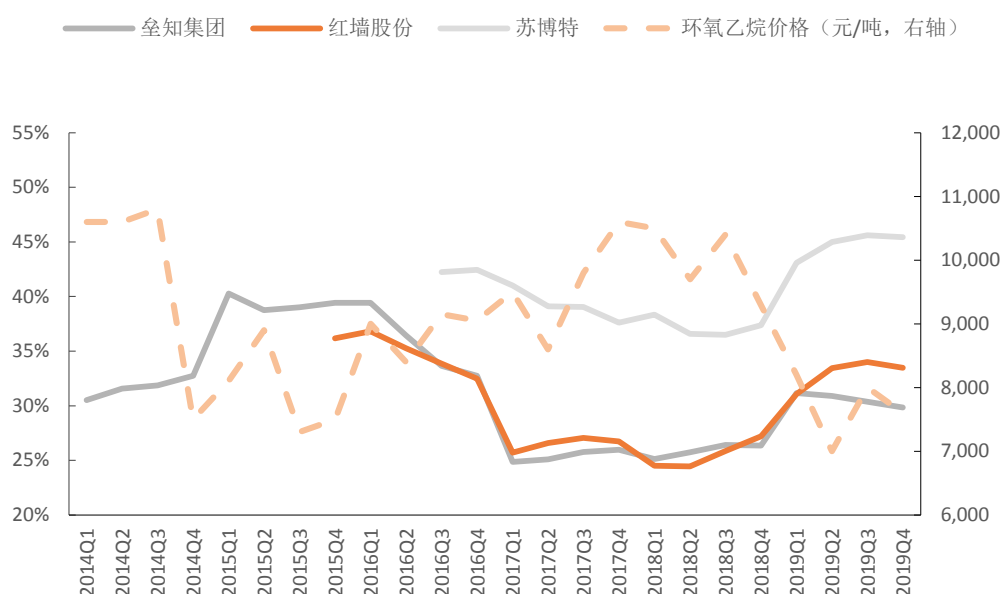
资料来源: wind、卓创资讯、平安证券研究所

图表55 公司历年吨毛利与吨成本



资料来源: wind、平安证券研究所

图表56 减水剂企业毛利率与环氧乙烷价格反向波动



资料来源: wind、平安证券研究所

## 五、盈利预测

公司“先市场后产能”的战略领先，过去十年在全国的产能布局优势逐步显现，根据公司三年发展目标，将持续践行“跨区域、跨领域”发展战略，未来几年公司市占率将加速提升。

未来三年公司产能将大幅增长，我们预计公司 2020-2022 年外加剂销量同比增长 25%、28%、32%。由于目前上游环氧乙烷到外加剂终端产品价格调价机制较为顺畅，公司外加剂毛利率也处于历史高位，为了有利于小企业出清，我们认为公司将维持外加剂价格稳定，与上游原材料价格波动基本一致。我们预计公司 2020-2022 年外加剂价格同比增长-5%、4%、3%，公司外加剂吨毛利分别 600 元、624 元、643 元，吨盈利逐年提升。

图表57 公司外加剂收入预测

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
外加剂收入 (百万元)	707	801	1,281	1,601	912	910	1,407	1,949	2366.3	2,810	3,741	5,086
外加剂成本 (百万元)	564	555	906	1,194	549	637	1,099	1,495	1644.8	1,933	2,573	3,498
外加剂毛利 (百万元)	143	246	375	407	363	273	308	455	721.4	877	1,168	1,588
外加剂毛利率	20.2%	30.7%	29.3%	25.4%	39.8%	30.0%	21.9%	23.3%	30.5%	31.2%	31.2%	31.2%
外加剂销量	22	39	66	65	50	53	74	95	117	146	187	247

(万吨)												
销量 YOY	-	77.3%	69.2%	-1.5%	-23.1%	6.0%	39.6%	28.4%	23.2%	25%	28%	32%
吨价格(元)	3,213	2,053	1,941	2,463	1,824	1,716	1,901	2,052	2,022	1,921	1,998	2,058
吨价格 YOY	-	-36.1%	-5.5%	26.9%	-26.0%	-5.9%	10.8%	7.9%	-1.4%	-5.0%	4.0%	3.0%
吨成本(元)	2,565	1,422	1,373	1,837	1,098	1,201	1,485	1,573	1,406	1,321	1,374	1,416
吨成本 YOY	-	-44.6%	-3.4%	33.8%	-40.3%	9.4%	23.6%	5.9%	-10.6%	-6.0%	4.0%	3.0%
吨毛利(元)	648	631	568	626	726	515	416	479	617	600	624	643

资料来源: wind、平安证券研究所

预计公司检测等其他业务将保持平稳增长。由于公司市占率进入加速提升阶段,我们将公司2020-2021年归母净利润预测由4.74亿元、5.67亿元分别上调为5.07亿元、6.46亿元, YOY+26.0%、+27.3%, EPS分别为0.73元、0.93元,对应PE分别为14.1倍、11.1倍,维持“强烈推荐”评级。

图表58 公司盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,716	3,394	3,976	5,097	6,673
YoY(%)	35.9	25.0	17.2	28.2	30.9
净利润(百万元)	249	402	507	646	844
YoY(%)	30.4	61.5	26.0	27.3	30.7
毛利率(%)	26.3	29.8	30.7	31.0	31.2
净利率(%)	9.2	11.9	12.8	12.7	12.6
ROE(%)	10.1	14.4	15.6	16.8	18.3
EPS(摊薄/元)	0.36	0.58	0.73	0.93	1.22
P/E(倍)	28.8	17.8	14.1	11.1	8.5
P/B(倍)	2.9	2.5	2.2	1.8	1.5

资料来源: wind、平安证券研究所

## 六、风险提示

- 1、环保政策放松导致小企业出清放缓,公司外加剂业务发展受阻:若国内经济下行,环保政策放松,小企业出清放缓,公司外加剂市场拓展进程放缓或区域市场份额提升受阻,将对公司业绩增长产生负面影响;
- 2、新冠疫情卷土重来,导致下游地产和基建工程停工:目前疫情仍在全球蔓延,我国目前虽然已经复工复产,但仍有境外输入的风险。如果疫情在国内二次蔓延,下游地产和基建工程有停工风险,将影响公司需求;
- 3、外加剂原材料价格大幅上涨而公司无法向下游传导成本压力:公司外加剂产品的成本结构中原材料占比较高,如果未来原油价格大幅上涨致使外加剂的原材料价格攀升,公司无法及时向下游传导成本压力,将影响公司的盈利水平。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3110	3838	4818	6563
现金	254	414	483	1024
应收票据及应收账款	2316	2814	3679	4767
其他应收款	27	47	40	80
预付账款	21	24	36	48
存货	96	124	157	210
其他流动资产	395	413	423	433
<b>非流动资产</b>	1339	1495	1748	1988
长期投资	151	188	244	311
固定资产	401	458	597	723
无形资产	124	144	167	195
其他非流动资产	663	706	739	759
<b>资产总计</b>	4449	5333	6565	8551
<b>流动负债</b>	1517	1930	2547	3725
短期借款	13	15	18	25
应付票据及应付账款	1312	1667	2242	3322
其他流动负债	193	248	287	378
<b>非流动负债</b>	33	35	37	40
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	33	35	37	40
<b>负债合计</b>	1551	1965	2584	3765
少数股东权益	64	82	104	134
股本	693	693	693	693
资本公积	230	230	230	230
留存收益	1911	2368	2942	3685
<b>归属母公司股东权益</b>	2835	3286	3877	4651
<b>负债和股东权益</b>	4449	5333	6565	8551

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	308	416	456	957
净利润	416	525	668	874
折旧摊销	58	60	81	106
财务费用	-0	11	28	45
投资损失	-20	-21	-22	-23
营运资金变动	-182	-157	-297	-33
其他经营现金流	37	-2	-3	-12
<b>投资活动现金流</b>	-189	-192	-306	-308
资本支出	104	114	189	155
长期投资	-26	-37	-17	-67
其他投资现金流	-111	-115	-134	-219
<b>筹资活动现金流</b>	-143	-64	-81	-108
短期借款	11	2	3	7
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	-0	0	0	0
资本公积增加	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-125	-66	-84	-115
<b>现金净增加额</b>	-24	160	69	542

利润表 单位：百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	3394	3976	5097	6673
营业成本	2381	2755	3517	4590
营业税金及附加	19	24	30	40
营业费用	265	314	397	514
管理费用	128	153	190	244
研发费用	124	137	179	233
财务费用	-0	11	28	45
资产减值损失	-5	0	10	27
其他收益	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	21	22	23
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	479	603	767	1003
营业外收入	2	3	4	5
营业外支出	2	3	3	4
<b>利润总额</b>	479	603	768	1004
所得税	62	78	100	131
<b>净利润</b>	416	525	668	874
少数股东损益	14	18	23	30
<b>归属母公司净利润</b>	402	507	646	844
EBITDA	529	654	837	1088
EPS (元)	0.58	0.73	0.93	1.22

主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	25.0	17.2	28.2	30.9
营业利润(%)	63.8	25.8	27.3	30.7
归属于母公司净利润(%)	61.5	26.0	27.3	30.7
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	29.8	30.7	31.0	31.2
净利率(%)	11.9	12.8	12.7	12.6
ROE(%)	14.4	15.6	16.8	18.3
ROIC(%)	14.3	15.6	16.8	18.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	34.9	36.8	39.4	44.0
净负债比率(%)	-7.8	-11.4	-11.3	-20.6
流动比率	2.0	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.9	1.8	1.7	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	1.6	1.6	1.6	1.6
应付账款周转率	2.1	1.9	1.8	1.7
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.73	0.93	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.60	0.66	1.38
每股净资产(最新摊薄)	4.09	4.75	5.60	6.72
<b>估值比率</b>				
P/E	17.8	14.1	11.1	8.5
P/B	2.5	2.2	1.8	1.5
EV/EBITDA	13.0	10.3	8.0	5.7

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

## 平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033