

# 业绩符合预期，21 年有望提速

## ——业绩预增公告点评

### 核心观点

- **受益原材料价格下降/销量增长，业绩稳健增长。**1月4日公司公告，预计20年实现归母净利润4.25-4.61亿元，YoY+20%-30%，预计20Q4实现归母净利润1.23亿元-1.58亿元，YoY+18.6%-52.8%，业绩符合预期。报告期内公司业绩快速增长，我们判断一是由于原材料环氧乙烷/工业萘价格大幅下降带动盈利能力提升，二是由于高性能减水剂/功能性材料销量增长。
- **20Q4 销量增速回升，均价略有承压。**受下游基建赶工拉动，我们判断20Q4公司外加剂销量YoY+20%以上。此外，我们判断20年公司外加剂销售结构中工程占比有所提升，估算20年工程/民用分别占比约45%/55%（19年为40%/60%），带动毛利率提升（工程用产品均价/毛利率较民用更高）。受民用产品价格战影响，我们判断20Q4公司民用产品价格环比略有下降，但工程用产品价格环比基本持平，整体均价环比略有下滑。考虑到20Q4公司自供聚醚比例提升（泰州聚醚产能释放），以及减水剂成品含固量下降（产品性能提升）带来的成本下降，我们判断20Q4公司毛利率环比基本持平。
- **21 年销量增长有望提速，盈利能力有望继续提升。**10月公司泰州19.2万吨高性能减水剂母液产能投产，目前处于产能爬坡期，我们预计21H2有望实现满产。公司大英基地50万吨外加剂产能目前仍处于建设期，预计21Q1投产，届时公司高性能减水剂母液产能达54.1万吨，较19年末增长97.4%。预计21年公司外加剂产量达195万吨，YoY+31.2%，对应销量增长亦有望提速。随着公司聚羧酸减水剂/功能性材料（均价/毛利率较高）销售占比提升，以及自供聚醚比例进一步提高，毛利率有望提升。此外，随着公司全国性布局逐步完善，运输费用率有望进一步下降，盈利能力有望继续提升。

### 财务预测与投资建议

- 预测公司20-22年归母净利润4.36/5.88/7.48亿（原4.27/5.74/7.43亿）。公司在技术/成本上优势明显，产能迅速扩张，全国性布局逐渐完善。可比公司21年平均PE15.7X，由于公司业绩增速相对更高，且为行业龙头，给予公司30%估值溢价至20XPE，对应目标价33.60元，维持“买入”评级。

**风险提示：**地产需求不及预期；原材料价格大幅波动风险；行业价格战风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,316	3,307	3,663	4,751	5,972
同比增长(%)	37.9%	42.8%	10.8%	29.7%	25.7%
营业利润(百万元)	209	464	578	767	968
同比增长(%)	26.5%	122.0%	24.7%	32.8%	26.1%
归属母公司净利润(百万元)	268	354	436	588	748
同比增长(%)	100.6%	32.0%	23.1%	34.8%	27.2%
每股收益(元)	0.77	1.01	1.24	1.68	2.13
毛利率(%)	37.4%	45.4%	46.6%	45.8%	44.8%
净利率(%)	11.6%	10.7%	11.9%	12.4%	12.5%
净资产收益率(%)	13.6%	15.8%	16.9%	19.6%	21.3%
市盈率	30.4	23.1	18.7	13.9	10.9
市净率	3.9	3.4	3.0	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

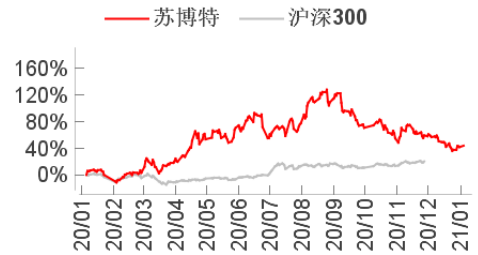


**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月04日)	23.32元
目标价格	33.60元
52周最高价/最低价	36.96/14.11元
总股本/流通A股(万股)	35,026/34,510
A股市值(百万元)	9,044
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年01月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.45	-0.77	-22.04	81.32
相对表现	-2.21	-6.76	-27.31	52.80
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 黄骥  
021-63325888\*6074  
huangji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520030001

**证券分析师** 江剑  
021-63325888\*7275  
jiangjian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520090001

**联系人** 聂磊  
021-63325888\*7504  
nielei@orientsec.com.cn

### 相关报告

减水剂行业龙头，进入高速成长期： 2020-11-09

## 盈利预测与投资建议

我们选用相对估值法。一是由于减水剂下游客户为混凝土厂商，终端需求为工程项目，减水剂业务需要垫资；二是由于公司 20/21 年产能快速扩张，生产过程中库存（原材料/在产品等）会占用部分营运资金，导致报表现金流不能完全反应实际盈利水平，用绝对估值法会造成较大偏差。因此我们选用相对估值法进行估值。

参考可比公司平均估值给予公司 21 年 20XPE。公司产业链涵盖“聚醚-减水剂”环节，我们选取主营业务同样为减水剂的垒知集团/红墙股份，选取主营业务同为聚醚的奥克股份/皇马科技，此外选取主营业务为防水但向减水剂行业扩品类，以及下游同样为工程项目的东方雨虹作为可比公司，21 年可比公司调整后平均 PE 为 16X。可比公司 22 年归母净利润增速均值为 21%，我们预测 22 年公司归母净利润增速为 29%，由于公司盈利增长高于可比公司，因此我们认为应给予公司一定估值溢价，参考可比公司平均估值，给予公司 2021 年 30% 的估值溢价，即 20XPE。

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 1 月 4 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
垒知集团	002398.SZ	8.10	58	0.58	0.70	0.91	1.14	10.39	11.57	8.90	7.11
红墙股份	002809.SZ	10.79	22	1.07	0.78	0.98	1.19	17.87	13.83	11.01	9.07
奥克股份	300082.SZ	12.50	85	0.51	0.65	0.74	0.82	11.78	19.23	16.89	15.24
皇马科技	603181.SH	19.30	78	0.91	0.78	1.00	1.22	18.91	24.74	19.30	15.82
东方雨虹	002271.SZ	39.48	927	1.39	1.21	1.47	1.82	18.95	32.63	26.86	21.69
调整后平均										15.73	

数据来源：Wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 WIND 一致预期，最新价格为 2021 年 1 月 4 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

我们预计公司 20-22 年归母净利润为 4.36/5.88/7.48 亿（原 4.27/5.74/7.43 亿）。盈利预测略微上调，主要考虑到公司可转债赎回，导致财务费用有所下降。截至 2021 年 1 月 4 日，公司 PE(TTM) 为 20X，略高于公司过去 3 年（2018/01/05-2021/01/04）历史 PE-Band 中枢水平。公司是减水剂行业龙头，在技术研发/成本上具有明显优势，产能迅速扩张，全国性布局逐渐完善。我们认可给予公司 2021 年 20XPE，对应目标价 33.60 元，维持“买入”评级。

图 1：公司过去 3 年（2018/01/05-2021/01/04）PE-Band



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 风险提示

**地产需求拉动不及预期：**随着房企融资“三条红线”的实行，房地产有息负债增速可能受到抑制，导致地产增速不及预期，从而导致公司减水剂业务增长不及预期。

**原材料价格大幅波动风险：**公司生产高性能减水剂所需的主要原材料为环氧乙烷，若油价大幅波动导致环氧乙烷价格大幅波动，可能导致公司成本大幅上升。

**行业产能扩张较快导致行业价格战风险：**行业龙头厂商产能扩张较快，龙头厂商为快速消化产能并提升市占率，可能导致行业价格战。

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	249	507	561	790	1,094	营业收入	2,316	3,307	3,663	4,751	5,972
应收票据、账款及款项融资	1,655	2,392	2,711	3,088	3,524	营业成本	1,450	1,804	1,958	2,576	3,298
预付账款	100	84	94	121	152	营业税金及附加	22	31	35	45	56
存货	201	187	274	309	363	营业费用	342	586	640	779	909
其他	55	65	73	93	116	管理费用及研发费用	253	357	398	530	681
<b>流动资产合计</b>	<b>2,261</b>	<b>3,235</b>	<b>3,712</b>	<b>4,402</b>	<b>5,249</b>	财务费用	34	58	53	54	55
长期股权投资	0	0	43	43	43	资产、信用减值损失	35	30	25	25	30
固定资产	924	1,188	1,283	1,326	1,346	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	51	97	74	62	56	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	203	210	211	215	218	其他	29	24	24	25	25
其他	96	278	264	251	237	<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>464</b>	<b>578</b>	<b>767</b>	<b>968</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,274</b>	<b>1,773</b>	<b>1,876</b>	<b>1,898</b>	<b>1,901</b>	营业外收入	125	0	1	1	2
<b>资产总计</b>	<b>3,535</b>	<b>5,008</b>	<b>5,588</b>	<b>6,299</b>	<b>7,150</b>	营业外支出	3	4	4	4	5
短期借款	825	870	914	950	1,000	<b>利润总额</b>	<b>331</b>	<b>460</b>	<b>575</b>	<b>764</b>	<b>965</b>
应付票据及应付账款	361	523	548	592	627	所得税	61	76	95	127	160
其他	202	864	924	1,012	1,103	<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>384</b>	<b>480</b>	<b>638</b>	<b>805</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,389</b>	<b>2,257</b>	<b>2,387</b>	<b>2,554</b>	<b>2,729</b>	少数股东损益	1	30	44	50	57
长期借款	0	26	33	40	47	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>268</b>	<b>354</b>	<b>436</b>	<b>588</b>	<b>748</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.77	1.01	1.24	1.68	2.13
其他	53	96	120	150	190						
<b>非流动负债合计</b>	<b>53</b>	<b>122</b>	<b>153</b>	<b>190</b>	<b>237</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,441</b>	<b>2,380</b>	<b>2,540</b>	<b>2,744</b>	<b>2,966</b>						
少数股东权益	9	237	280	330	388						
实收资本(或股本)	309	311	350	350	350						
资本公积	1,012	1,037	1,031	1,031	1,031						
留存收益	764	1,044	1,387	1,844	2,415						
其他	0	0	0	0	0						
<b>股东权益合计</b>	<b>2,094</b>	<b>2,628</b>	<b>3,048</b>	<b>3,555</b>	<b>4,184</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,535</b>	<b>5,008</b>	<b>5,588</b>	<b>6,299</b>	<b>7,150</b>						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	270	384	480	638	805
折旧摊销	74	105	132	149	165
财务费用	34	58	53	54	55
投资损失	(0)	0	0	0	0
营运资金变动	(335)	33	(365)	(357)	(450)
其它	(140)	(161)	42	51	65
<b>经营活动现金流</b>	<b>(98)</b>	<b>419</b>	<b>341</b>	<b>535</b>	<b>640</b>
资本支出	(160)	(448)	(184)	(167)	(163)
长期投资	0	0	(43)	0	0
其他	113	255	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(46)</b>	<b>(194)</b>	<b>(228)</b>	<b>(167)</b>	<b>(163)</b>
债权融资	0	69	9	10	9
股权融资	3	26	34	0	0
其他	251	(165)	(102)	(150)	(181)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>255</b>	<b>(70)</b>	<b>(59)</b>	<b>(140)</b>	<b>(173)</b>
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>111</b>	<b>156</b>	<b>55</b>	<b>229</b>	<b>304</b>

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	37.9%	42.8%	10.8%	29.7%	25.7%
营业利润	26.5%	122.0%	24.7%	32.8%	26.1%
归属于母公司净利润	100.6%	32.0%	23.1%	34.8%	27.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.4%	45.4%	46.6%	45.8%	44.8%
净利率	11.6%	10.7%	11.9%	12.4%	12.5%
ROE	13.6%	15.8%	16.9%	19.6%	21.3%
ROIC	7.5%	13.5%	14.0%	16.1%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	40.8%	47.5%	45.5%	43.6%	41.5%
净负债率	27.5%	14.8%	12.7%	5.6%	0.0%
流动比率	1.63	1.43	1.56	1.72	1.92
速动比率	1.48	1.35	1.44	1.60	1.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.0	2.1	1.9	2.1	2.3
存货周转率	8.7	9.3	8.5	8.8	9.8
总资产周转率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.77	1.01	1.24	1.68	2.13
每股经营现金流	-0.32	1.35	0.97	1.53	1.83
每股净资产	5.95	6.83	7.90	9.21	10.84
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.4	23.1	18.7	13.9	10.9
市净率	3.9	3.4	3.0	2.5	2.2
EV/EBITDA	27.2	13.7	11.3	8.9	7.3
EV/EBIT	35.5	16.5	13.7	10.5	8.4

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)