



买入（首次）

所属行业：化工/化学制品

当前价格(元)：30.02

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

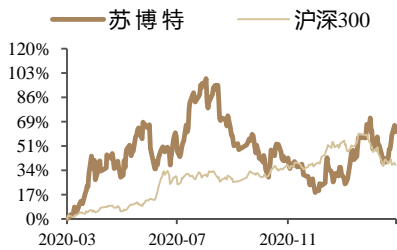
邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

任杰

邮箱：renjie@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.66	22.58	32.30
相对涨幅(%)	4.57	32.64	32.26

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

减水剂行业龙头，加速全国布局 进入高速成长期

投资要点

- **公司为减水剂行业龙头，综合实力全国领先。**公司的主要产品为高性能聚羧酸减水剂、高效减水剂和功能性材料，近几年聚羧酸减水剂发展迅速，占比不断提升。公司目前四大聚羧酸母液合成基地分别位于南京、泰兴、天津和新疆。公司已有聚羧酸减水剂产能46.6万吨/年，高效减水剂产能45.9万吨/年以及聚醚产能21.68万吨/年，在建的四川大英基地2021年投产后将新增聚羧酸减水剂产能13.3万吨，有助于公司突破产能瓶颈，提高市场占有率，巩固行业龙头地位。
- **减水剂市场需求稳步增长，行业集中度持续提升。**聚羧酸减水剂市场需求取决于混凝土产量、商品混凝土普及率和聚羧酸减水剂的占比，多重因素影响下，聚羧酸减水剂市场需求保持稳步增长，2020年全国聚羧酸减水剂消费量超过950万吨，对应产值近500亿元，预计未来聚羧酸减水剂行业CAGR保持10%左右。环保政策趋严和大型建筑企业和施工单位实施集中采购，中小企业的生存空间被压缩，行业落后产能加快出清，促进行业集中度稳步提升，行业CR3由2014年的8.79%提升至2018年的12.50%。预计未来3-5年，CR3市占率有望提升至25%-30%，公司作为龙头企业将持续受益。
- **加速全国产能布局+技术研发实力雄厚，市场竞争力不断增强。****产能布局：**随着江苏泰兴三期项目和四川大英项目的陆续投产，公司2021年聚羧酸减水剂产能将增加119%至59.9万吨，规模优势进一步凸显。同时，公司还计划未来几年完成覆盖全国各区域的合成基地布局，并在此基础上规划建设卫星式的三级复配基地，实现全国产能布局。**技术研发：**公司依托研发平台和专业的科研队伍，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，技术研发实力雄厚，2019年收购检测中心，进一步优化公司现有业务结构，加强产业协同效应。**客户资源：**公司深度绑定中铁、中铁建等大型工程企业，此类客户的重大项目毛利高、订单稳定、定制化程度高，保证公司利润率维持高位。公司市场竞争力不断增强，未来产品市占率有望进一步提升。
- **投资建议：**预计公司2020-2022年每股收益分别为1.30、1.70和2.27元，对应PE分别为18、13和10倍。参考SW其他化学制品板块当前平均50倍PE水平，结合行业可比公司平均估值，考虑减水剂行业集中度稳步提升，公司作为龙头企业有望持续受益，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；新建项目投产不及预期。

股票数据

总股本(百万股)：	350.26
流通A股(百万股)：	345.10
52周内股价区间(元)：	18.59-36.96
总市值(百万元)：	10,514.73
总资产(百万元)：	5,902.96
每股净资产(元)：	8.34

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,316	3,307	3,844	4,928	6,453
(+/-)YOY(%)	37.9%	42.8%	16.3%	28.2%	31.0%
净利润(百万元)	268	354	455	597	795
(+/-)YOY(%)	100.6%	32.0%	28.4%	31.1%	33.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.77	1.01	1.30	1.70	2.27
毛利率(%)	37.4%	45.4%	46.3%	46.8%	47.4%
净资产收益率(%)	12.9%	14.8%	15.8%	17.1%	18.6%

资料来源：公司年报(2018-2019)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



内容目录

1. 公司为混凝土减水剂行业龙头	5
1.1. 减水剂行业龙头，综合实力全国领先	5
1.2. 合成与复配组合生产，产能扩张速度加快	6
1.3. 公司业绩表现优异，盈利能力持续提升	7
2. 多因素利好头部企业，行业生态改善	10
2.1. 减水剂市场需求广阔，市场空间近 500 亿	10
2.1.1. 混凝土行业保持快速增长	11
2.1.2. 商品混凝土普及率提升空间大	12
2.1.3. 聚羧酸系减水剂占比持续提升	13
2.2. 减水剂行业龙头企业市占率持续提升	14
2.2.1. 落后产能出清，市场集中度进一步提升	14
2.2.2. 大型企业集中采购，利好头部企业	15
2.3. 主要原材料价格承压，减水剂利润率维稳	16
3. 公司竞争优势显著，发展潜力巨大	19
3.1. 加快全国基地布局，稳固行业龙头地位	19
3.2. 技术实力雄厚，研发投入远超同行	20
3.3. 收购检测中心，优化现有业务结构	21
3.4. 多方面竞争优势凸显，长期发展更具潜力	23
4. 盈利预测与投资建议	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1: 公司成立以来业务发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2020 年 9 月 30 日)	5
图 3: 2012-2019 年高性能减水剂产销量	7
图 4: 2012-2019 年高性能减水剂产能利用率	7
图 5: 2014-2020Q3 年公司营收及同比增速	7
图 6: 2014-2020Q3 年公司归母净利润及同比增速	7
图 7: 2012-2019 年公司营收构成	8
图 8: 2014-2019 年主营业务毛利率	8
图 9: 2014-2020Q3 年同行业毛利率对比	8
图 10: 2014-2020Q3 年同行业净利率对比	8
图 11: 2015-2020Q3 年公司研发费用及其占比	9
图 12: 2012-2020Q3 年同行业销售费用对比	9
图 13: 2012-2020Q3 年同行业管理费用对比	9
图 14: 2012-2020Q3 年同行业财务费用对比	9
图 15: 混凝土外加剂分类及主要产品	10
图 16: 2019 年中国混凝土外加剂产品结构	10
图 17: 2011-2017 年各类外加剂占比 (按产量)	10
图 18: 2010-2019 年商品混凝土产量及同比增速	12
图 19: 2010-2020 年水泥产量及同比增速	12
图 20: 2019 年我国各省市商品混凝土产量同比增速	12
图 21: 2013-2023E 年中国商品混凝土渗透率	12
图 22: 2018 年中国与发达国家商品混凝土渗透率对比	12
图 23: 2006-2016 年聚羧酸减水剂消费量	13
图 24: 2007-2017 年各类减水剂占比 (按产量)	13
图 25: 2008-2019 年我国机制砂消费量	14
图 26: 2014-2018 年聚羧酸减水剂行业集中度	16
图 27: 2014-2018 年公司、垒知集团、红墙股份市占率	16
图 28: 2014-2020Q3 年环氧乙烷价格与主要产品销售均价和毛利率对比	17
图 29: 2013 年至今减水剂市场价格走势	18
图 30: 2006-2016 年国内减水剂表观消费量	18
图 31: 全国基地布局	19
图 32: 2014-2019 年公司营收分地区	20

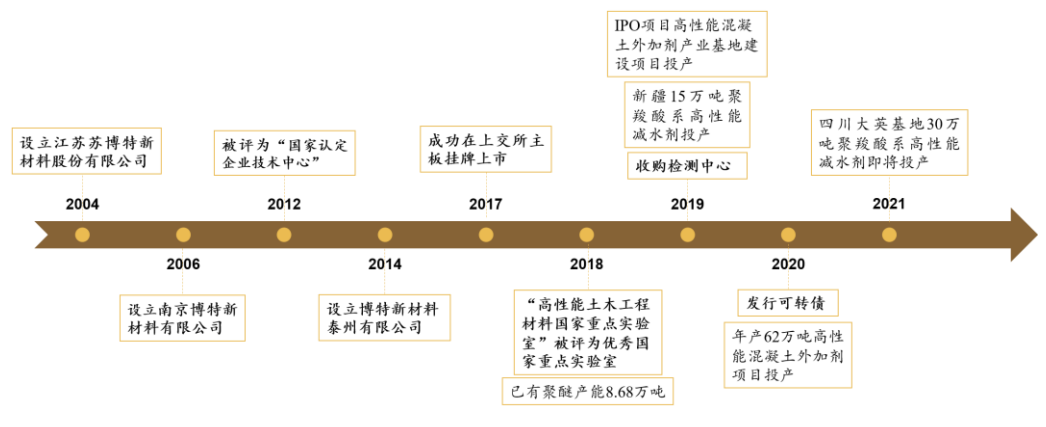
图 33: 2014-2019 年垒知集团营收分地区	20
图 34: 2014-2019 年红墙股份营收分地区	20
图 35: 减水剂产业链	20
图 36: 2018-2020Q3 年同行业研发费用对比 (单位: 亿元)	21
图 37: 2017-2019 年同行业专利数量对比	21
图 38: 2014-2022E 年检测行业营收及同比增速	22
图 39: 2014-2019 年检测机构数量及同比增速	22
图 40: 2019 年营收在 100 亿元以上的检验检测领域机构营收 (单位: 亿元)	22
图 41: 收购前后检测中心股权结构	23
图 42: 2016-2020E 年检测中心营收及同比增速	23
图 43: 2016-2020E 年检测中心净利润及同比增速	23
图 44: 2016-2018 年公司前四大客户销售额 (单位: 万元)	24
图 45: 从环氧乙烷到聚醚到减水剂的生产过程	24
表 1: 公司股权激励计划情况	6
表 2: 公司主要产品	6
表 3: 公司产能情况	7
表 4: 减水剂对比	11
表 5: 关于禁止现场搅拌混凝土和推广使用商品混凝土的政策措施	11
表 6: 关于推广绿色高性能混凝土的政策文件	13
表 7: 机制砂使用比例与减水剂使用量的关系	14
表 8: 国内混凝土外加剂行业竞争格局	15
表 9: “退城入园”相关政策	15
表 10: 2014-2018 年中国聚羧酸减水剂企业 10 强	16
表 11: 2016-2019H1 年公司主要原材料采购	16
表 12: 环氧乙烷新增产能	17
表 13: 公司部分获奖	21
表 14: 检测中心资质	22
表 15: 检测中心业绩承诺	23
表 16: 公司核心产品业绩拆分与盈利预测	25
表 17: 可比公司估值分析	26

1. 公司为混凝土减水剂行业龙头

1.1. 减水剂行业龙头，综合实力全国领先

公司是国内领先的新型土木工程材料供应商。公司的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。公司于 2004 年由江苏博特和 11 名自然人发起设立，并于 2017 年在上海主板上市。公司目前已形成科研开发、规模生产和专业化技术服务的完整体系，并且是行业内少量具有由上游原材料合成能力并延伸至终端产品复配的企业。在中国混凝土外加剂企业综合十强和聚羧酸系减水剂企业十强评比中，公司连续多年排名第一。公司于 2019 年 4 月完成对江苏省建筑工程质量检测中心有限公司的收购，成功进军检测行业，在新材料领域实现研发协同效应。

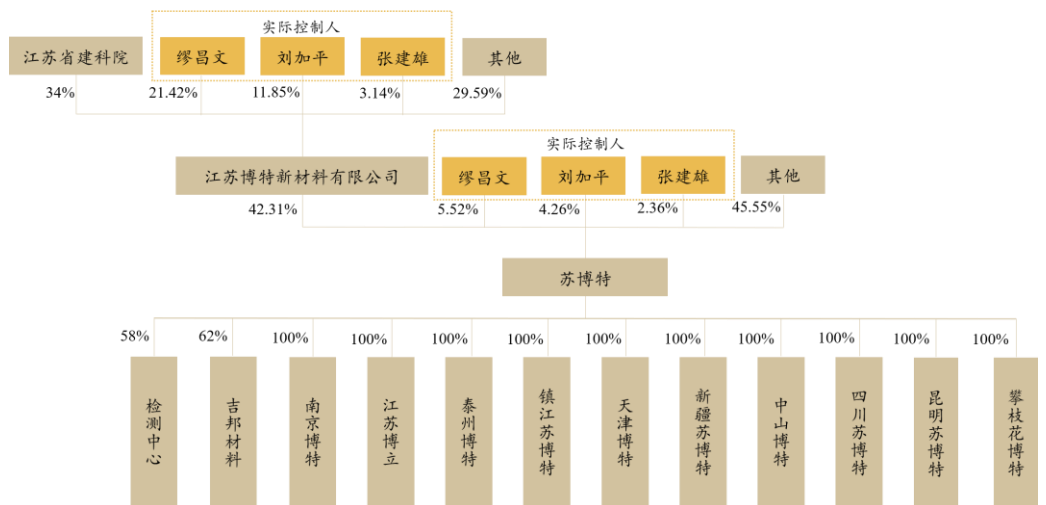
图 1：公司成立以来业务发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究所

公司控股股东为江苏博特，实际控制人为缪昌文、刘加平和张建雄三人。截至 2020 年 9 月 30 日，江苏博特持有公司 42.31% 的股权；缪昌文、刘加平和张建雄三人直接持有公司 12.14% 的股权，并持有江苏博特 36.41% 的股权。股权结构稳定且较集中，利于公司制定相关投资决策。

图 2：公司股权结构（截至 2020 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司已实施两次限制性股权激励计划。2018年6月公司发布首次限制性股票激励计划，共授予限制性股票531万股，占当时总股本的1.79%，授予价格为8.69元/股，并于2019年8月和2020年8月分别完成第一期和第二期解锁。2020年10月公司发布第二次限制性股票激励计划，激励对象为检测中心的高管和核心技术人员。两次股权激励计划能充分调动员工积极性，促进公司持续快速发展。

表 1：公司股权激励计划情况

	第一次限制性股票激励计划	第二次限制性股票激励计划
公示时间	2018年6月	2020年8月
激励总数	544万股（后调整为531万股）	294万股
占当时总股本比例	1.79%	0.95%
授予价格	8.69元/股	17.22元/股
激励对象	90人（后调整为88人），包括公司部分高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员、核心管理人员、骨干员工等	36人，包括在检测中心任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员、骨干员工等
第一个解售期	以2017年营业收入为基数，2018年营业收入增速不低于12%（已于2019年8月解售）	以2019年公司净利润及检测中心净利润为基数，2020年公司净利润增速不低于8%，且检测中心净利润增速不低于8%
第二个解售期	以2017年营业收入为基数，2019年营业收入增速不低于24%（已于2020年8月解售）	以2019年公司净利润及检测中心净利润为基数，2021年公司净利润增速不低于16%，且检测中心净利润增速不低于16%
第三个解售期	以2017年营业收入为基数，2020年营业收入增速不低于36%	——

资料来源：公司公告，德邦研究所

1.2. 合成与复配组合生产，产能扩张速度加快

公司混凝土外加剂的生产为合成与复配组合生产模式。合成后的母体作为中间产品供内部复配使用，对外销售以复配形成的水剂型混凝土外加剂为主。公司采用“顾问式营销”，根据客户个性化需求定制完整的技术解决方案，并建立了覆盖全国的产业基地和销售服务网络，为客户提供优良的产品与服务。

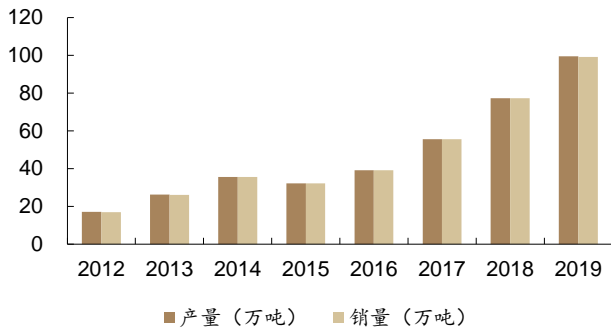
表 2：公司主要产品

产品	主要包括	特点	用途
高性能减水剂	聚羧酸系减水剂	具有掺量低、减水率高、保坍性能优、收缩低等优点，能大幅降低水胶比，提升混凝土强度和耐久性，延长混凝土构筑物服役寿命，节省水泥用量，提高工业废渣利用率	能大配制高性能混凝土，应用于核电、桥梁、高铁、隧道、高层建筑等领域
高效减水剂	萘系和脂肪族减水剂	具有高减水、高适应性、高性价比等优点，能有效降低水胶比，有效节省水泥用量，提高工业废渣利用率，对混凝土材料及掺量敏感性低，水泥适应性好，配制的混凝土综合成本低	配制中低强混凝土，应用于水电、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	高性能水泥基材料具有超早强、高强、无收缩、高耐久等特点；工程纤维能显著提高混凝土的韧性，减少开裂，延长构筑物使用寿命	用于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，德邦研究所

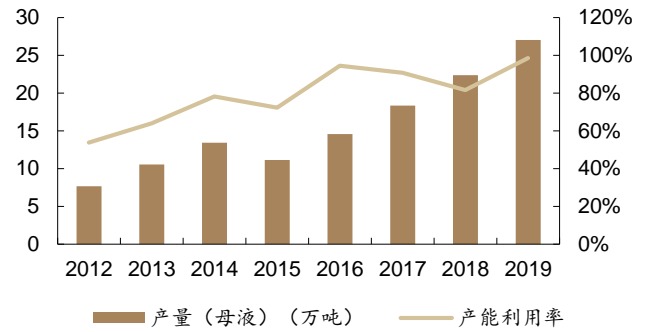
近年来聚羧酸系减水剂发展势头良好。2017-2019年聚羧酸系减水剂销量分别为55.68万吨、77.25万吨和99.19万吨，年复合增长率为33.76%，需求持续增长；产销率分别为100.04%、99.96%和99.61%。2019年高性能减水剂的产能利用率已达到98.60%。

图 3: 2012-2019 年高性能减水剂产销量



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 4: 2012-2019 年高性能减水剂产能利用率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

加快全国生产基地布局, 突破产能瓶颈。公司现有产能难以满足快速增长的市场需求。2020 年泰兴三期的建成投产使公司高性能减水剂的合成产能 (母液) 达到 46.6 万吨/年, 四川大英基地 2021 年投产后将新增合成产能 13.3 万吨, 有助于公司突破产能瓶颈, 扩大销售并提高市场占有率。

表 3: 公司产能情况

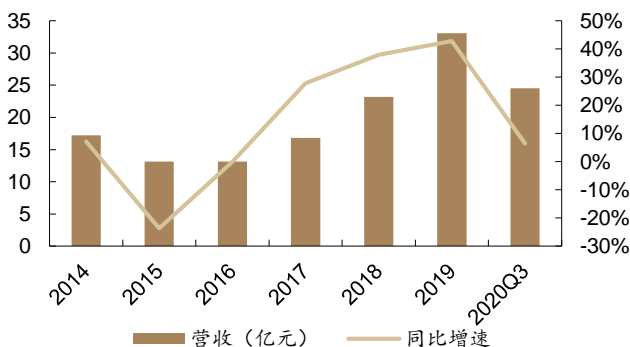
产品	主要生产基地	合成产能 (万吨/年)	合成产能合计 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)	预计投产时间
高性能减水剂	南京	10	46.6	—	四川大英: 13.3 万吨 预计 2021 年 3 月投产
	泰兴	26.6			
	天津	5.2			
	新疆	4.8			
高效减水剂	南京	15.9	45.9	—	—
	泰兴	30			
聚醚	南京	5.68	21.68	—	—
	泰兴	16			

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

1.3. 公司业绩表现优异, 盈利能力持续提升

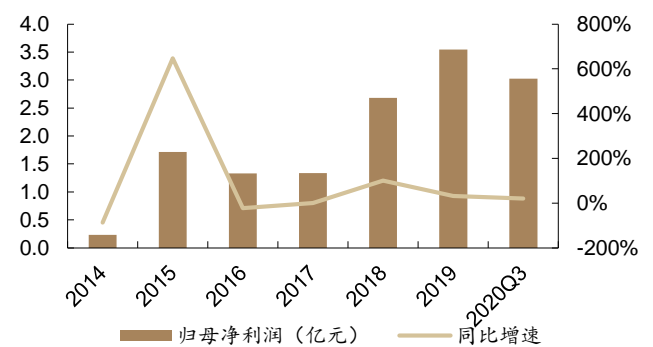
公司业绩表现优异。公司自上市后, 营业收入不断增加。2019 年实现营业收入 33.07 亿元, 同比增长 42.78%; 归母净利润 3.54 亿元, 同比增长 32.01%。主要原因系公司研发的新产品、新技术陆续推向市场, 经济效益明显, 加之 2019 年检测中心实现并表。2020 年以来, 公司通过产品研发不断提升核心竞争力, 并加大市场开拓力度, 2020 年前三季度实现营业收入 24.51 亿元, 同比增长 6.49%; 归母净利润 3.02 亿元, 同比增长 20.58%。

图 5: 2014-2020Q3 年公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

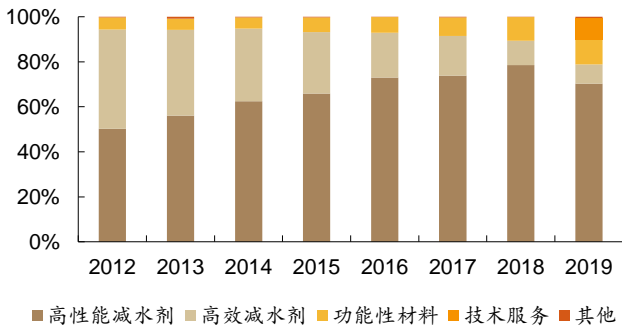
图 6: 2014-2020Q3 年公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

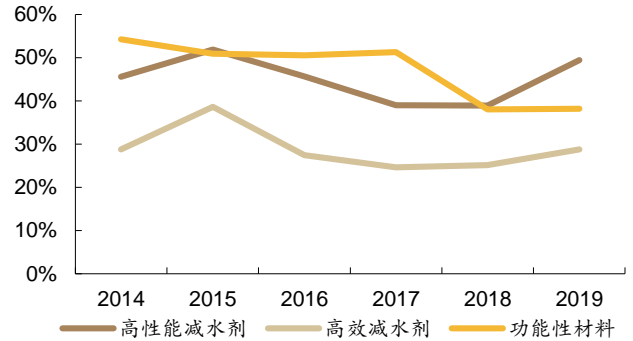
公司主营业务突出，盈利能力持续增强。2017-2019 年主营业务收入占同期营业收入的比重分别为 99.75%、99.83%和 99.39%，公司核心产品高性能减水剂、高效减水剂销售收入合计占同期主营业务收入的比重分别为 91.68%、89.49%和 79.39%。此外，随着公司不断推进高性能减水剂民用战略，高性能减水剂收入占比不断提升，而高效减水剂收入占比呈先升后降的趋势。2019 年高性能减水剂、高效减水剂和功能性材料的毛利率分别为 49.47%、28.78%和 38.21%。功能性材料虽用量较小，但产品附加值高，毛利率维持在 38%以上。随着功能性材料的进一步推广，其毛利率水平将趋于稳定。

图 7：2012-2019 年公司营收构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

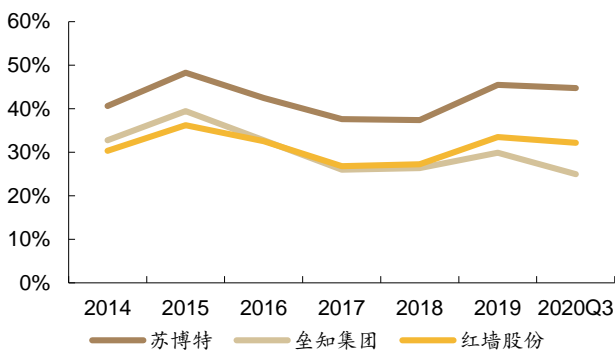
图 8：2014-2019 年主营业务毛利率



资料来源：公司公告，德邦研究所

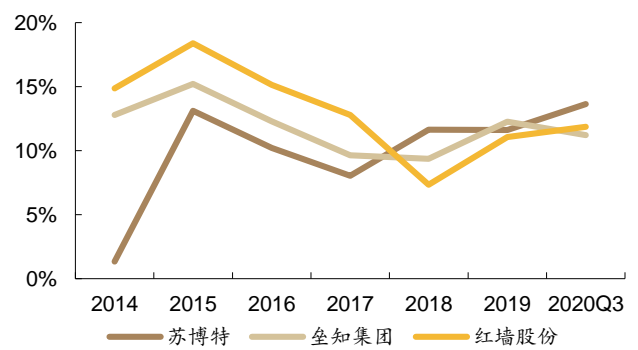
毛利率维持在较高水平，净利率持续稳步提升。近三年公司毛利率均超过 37%，2019 年毛利率为 45.44%，同比增加 8.06pct；2020 年前三季度毛利率为 44.69%。2019 年以来，公司生产主要原材料环氧乙烷、丙烯酸、工业萘等价格均有所下滑，加上 2019 年新增的检测中心业务毛利率较高，因此拉高了整体的毛利率水平。公司 2020 年第三季度的净利率为 14.67%；2020 年前三季度净利率为 13.65%，高于同期垒知集团的 11.22%和红墙股份的 11.87%。

图 9：2014-2020Q3 年同行业毛利率对比



资料来源：公司公告，德邦研究所

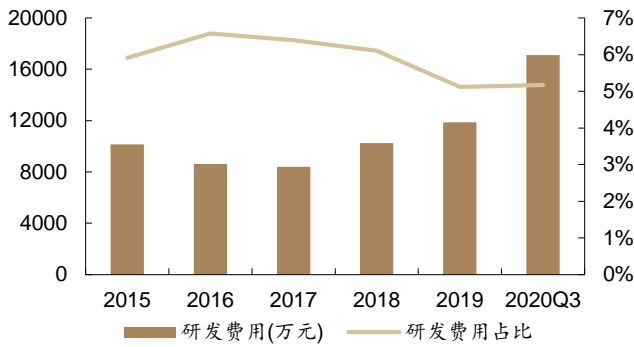
图 10：2014-2020Q3 年同行业净利率对比



资料来源：公司公告，德邦研究所

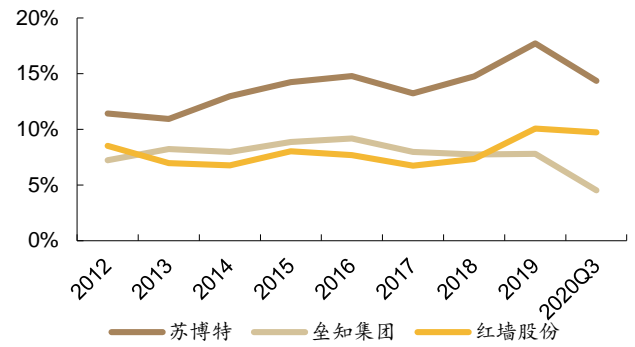
公司重视研发创新，研发投入行业领先。公司依托“高性能土木工程材料国家重点实验室”、“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等科研平台，在产品研发和技术储备上持续进行高投入。公司研发支出逐年增长，且占主营收入的比例维持在 5%以上。2019 年公司研发费用达 1.71 亿元，占营业收入的比例为 5.17%。同行业的垒知集团和红墙股份在 2019 年的研发费用分别为 1.24 亿元和 0.36 亿元，占比为 3.65%和 3.09%。公司的研发投入水平高于同行业水平。

图 11: 2015-2020Q3 年公司研发费用及其占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

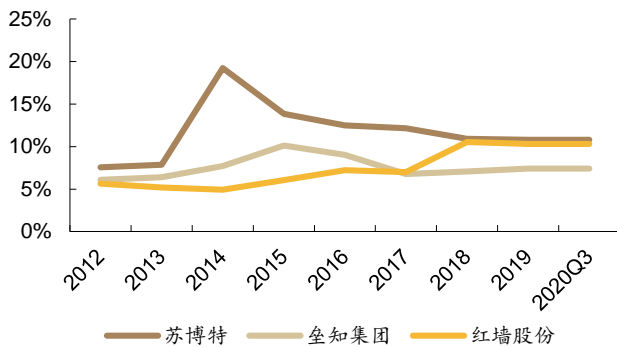
图 12: 2012-2020Q3 年同行业销售费用对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

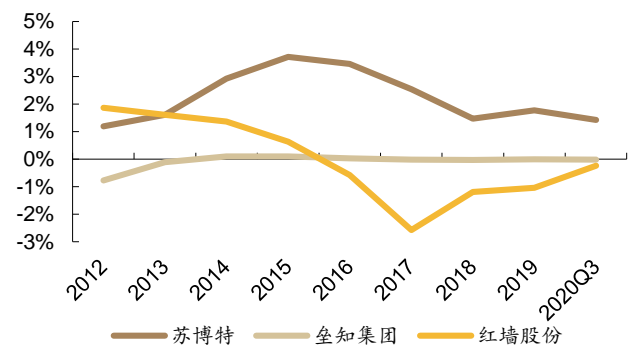
公司费用率有望进一步改善。2020 年前三季度公司销售费用率为 14.36%，公司产品销售遍布全国各地，随着生产基地布局不断合理，销售费用率将呈下降趋势。2020 年前三季度财务费用率为 1.43%，公司发行可转债募集 1.7 亿元用于补充流动资金，将有效降低公司利息支出，减少财务费用，进一步提升公司盈利能力和抗风险能力。

图 13: 2012-2020Q3 年同行业管理费用对比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 14: 2012-2020Q3 年同行业财务费用对比



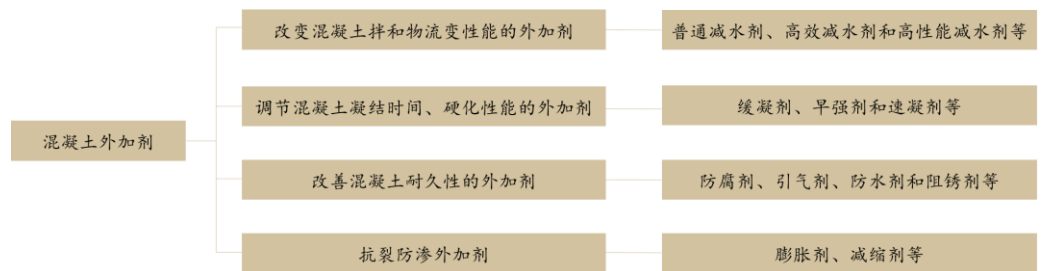
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2. 多因素利好头部企业，行业生态改善

2.1. 减水剂市场需求广阔，市场空间近 500 亿

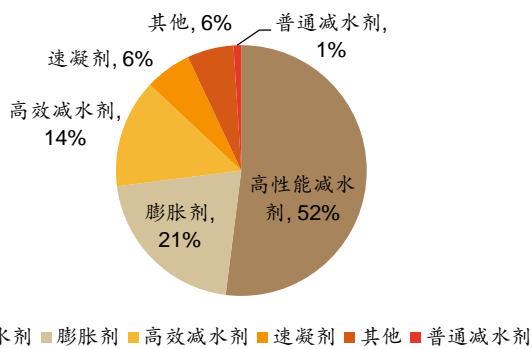
加入混凝土外加剂能显著改善混凝土性能，其掺量一般不大于水泥质量的 5%。混凝土外加剂按其主要功能可分为两类：（1）改善混凝土拌合物流变性能的混凝土外加剂，一般称为减水剂，包括普通减水剂、高效减水剂、高性能减水剂等；（2）其他功能性外加剂，包括调节混凝土凝结时间、硬化性能的混凝土外加剂，如缓凝剂、早强剂和速凝剂等；改善混凝土耐久性的混凝土外加剂，如防腐剂、引气剂、防水剂、阻锈剂等；抗裂防渗外加剂，如膨胀剂、减缩剂等。在我国实际应用中，为混凝土提供“减水”功效是外加剂的最基本性能，其他外加剂通常是与减水剂共同使用。

图 15：混凝土外加剂分类及主要产品



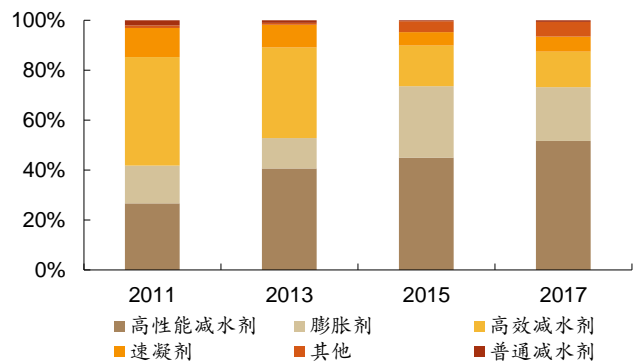
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 16：2019 年中国混凝土外加剂产品结构



资料来源：中国混凝土网，德邦研究所

图 17：2011-2017 年各类外加剂占比（按产量）



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》，德邦研究所

减水剂的发展可大致分为三个阶段。以木质素类为代表的第一代普通减水剂阶段，以萘系为代表的第二代高效减水剂阶段和以聚羧酸系为代表的第三代高性能减水剂阶段。第一、二代减水剂由于掺量大、减水率较低、坍落度损失大、采用有毒物质为原料等问题而受到制约。第三代聚羧酸系减水剂减水率高、掺量低，保坍性高，可配制出高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土。同时，在聚羧酸系减水剂的合成过程中，无需使用甲醛等其他有害化工原材料，也无游离甲醛、氨等有害物质产生，可以从源头上实现混凝土的节能、省资、减污的清洁化生产，被公认为是环保型的“绿色”减水剂。

表 4：减水剂对比

	第一代减水剂	第二代减水剂	第三代减水剂
代表产品	木质素磺酸盐	萘系高效减水剂	聚羧酸系高性能减水剂
起步时间	20 世纪 50 年代	20 世纪 70 年代	2000 年
产品储存	——	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	一般在零下 15 度以上可以存放 18 个月而不变质
混凝土强度	——	配置的混凝土无早强性、且最高强度很难达到 70MPa 以上	配置的混凝土早期强度高、最高强度可达到 130MPa 以上
混凝土操作性能	减水率：不小于 8%	减水率：一般约 20% 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	高减水率：可达 40% 以上 高保坍性：混凝土可达到 2 小时不损失良好的水泥适应性
环保性	——	含有过多的甲醛	无需使用甲醛和其他有害化工原料，无游离甲醛、氨等有害物质产生

资料来源：科隆股份招股说明书，德邦研究所

2.1.1. 混凝土行业保持快速增长

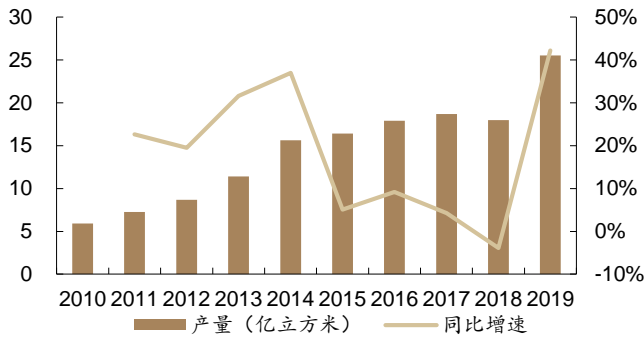
受益于基础设施和城市建设的持续增长，混凝土行业将保持增长。混凝土是目前建筑工程施工中的主要材料，根据使用方式可分为商品（预制）混凝土和现浇混凝土。商品混凝土是由水泥、骨料、水及根据需要掺入的外加剂等按照一定比例，在搅拌站经计量、拌制后出售并采用运输车运送到使用地点的混凝土拌合物。而现拌混凝土在现场搅拌并浇筑，不需要添加外加剂。随着 2003 年以来，国家陆续颁布了《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》等禁止现场搅拌的规定，商品混凝土行业进入快速发展阶段。2019 年我国商品混凝土产量为 25.54 亿立方米，同比增长 42.20%。

表 5：关于禁止现场搅拌混凝土和推广使用商品混凝土的政策措施

发布时间	发布部门	政策文件名称	主要内容
2003 年 10 月	商务部、建设部等	《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》	北京等 124 个城市城区从 2003 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土，其他省（自治区）辖市从 2005 年 12 月 31 日起禁止现场搅拌混凝土；扶持预拌混凝土和干混砂浆的发展
2007 年 6 月	商务部、建设部等	《关于在部分城市限期禁止现场搅拌砂浆工作的通知》	北京等 10 个城市从 2007 年 9 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第一批）；重庆等 33 个城市从 2008 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第二批）；长春等 84 个城市从 2009 年 7 月 1 日起禁止在施工现场使用水泥搅拌砂浆（第三批）
2007 年 9 月	建设部	《绿色施工指导原则》	推广使用预拌混凝土和商品砂浆；推广使用高强钢筋和高性能混凝土，减少资源消耗
2008 年 8 月	工业和信息化部	《中华人民共和国循环经济促进法》	鼓励利用无毒无害的固体废物生产建筑材料，鼓励使用散装水泥，推广使用预拌混凝土和预拌砂浆
2010 年 8 月	国务院	《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量的指导意见》	强化施工工地环境管理，禁止使用袋装水泥和现场搅拌混凝土、砂浆，在施工作业应采取围挡、遮盖等防尘措施

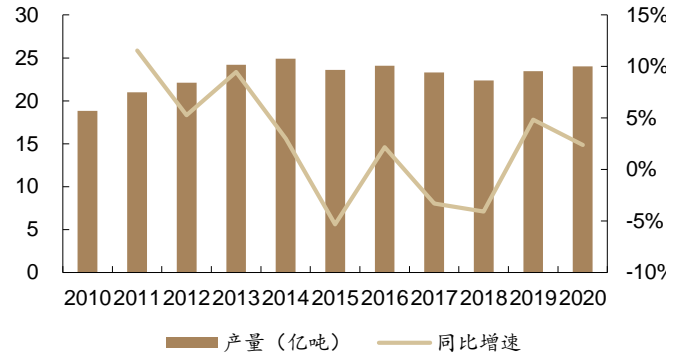
资料来源：政府公告，德邦研究所

图 18: 2010-2019 年商品混凝土产量及同比增速



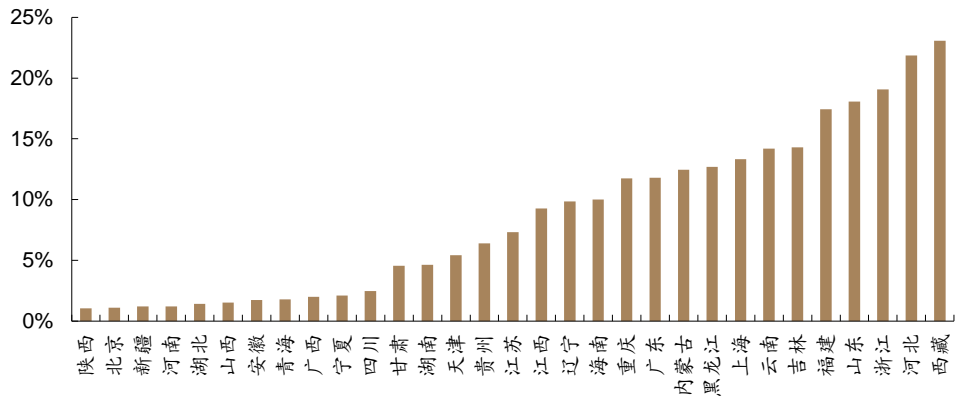
资料来源: 国家发展改革委员会, 德邦研究所

图 19: 2010-2020 年水泥产量及同比增速



资料来源: 国家统计局, 德邦研究所

图 20: 2019 年我国各省市商品混凝土产量同比增速

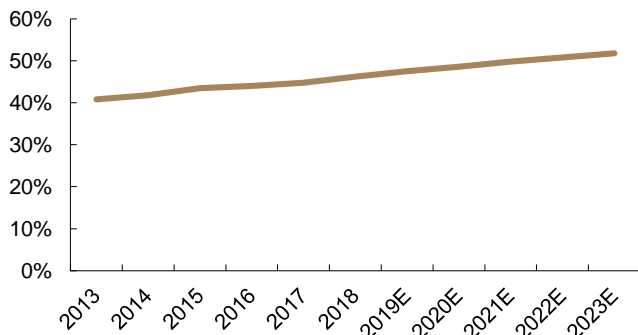


资料来源: 国家发展改革委员会, 德邦研究所

2.1.2. 商品混凝土普及率提升空间大

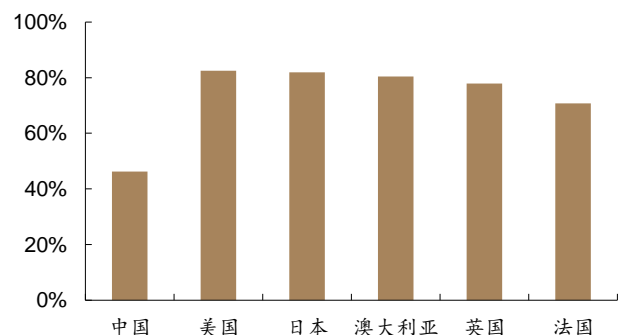
我国商品混凝土预拌率提升空间较大。我国混凝土使用量目前居全球首位，但商品混凝土使用比例偏低，2018 年我国商品混凝土渗透率为 46.20%，较发达国家普遍在 70% 的渗透率还有一定的差距。考虑到商品混凝土必须添加一定量的外加剂，混凝土外加剂行业具有广阔的成长空间。

图 21: 2013-2023E 年中国商品混凝土渗透率



资料来源: 云南建投招股说明书, 德邦研究所

图 22: 2018 年中国与发达国家商品混凝土渗透率对比



资料来源: 云南建投招股说明书, 欧洲预拌混凝土组织, 德邦研究所

绿色和高性能是未来混凝土的发展方向。绿色发展已经成为商品混凝土行业发展的共识。2019年10月，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2019年本）》，预拌混凝土行业首次进入《目录》。《目录》将“储料区、主机搅拌楼、物料输送系统等主要生产区域实现全封闭，并配置主动式收尘、降尘设备，采用信息化集成管理系统进行运营管理，具备消纳城市固废能力的智能化预拌混凝土生产线”列为鼓励类。此外，商品混凝土生产中两个重要原材料水泥和砂石骨料的价格上涨使商品混凝土生产成本不断上升。两个因素都推动混凝土企业利用外加剂以达到提高混凝土性能、降低水泥用量并提高工程质量的目的。

表 6：关于推广绿色高性能混凝土的政策文件

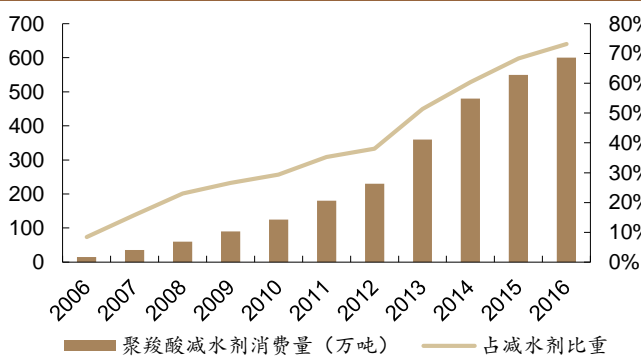
时间	发布部门	文件名称	主要内容
2011年12月	工业和信息化部	《工业转型升级投资指南》	将高性能环保型混凝土外加剂列为建材行业发展重点，并将高性能和高耐久性混凝土、建筑用水泥制品、电力用水泥制品、铁路用水泥制品、装配式混凝土构配件作为重点
2013年1月	发改委、住房城乡建设部	《绿色建筑行动方案》	引导高性能混凝土、高强钢的发展利用；大力发展预拌混凝土、预拌砂浆；推广适合工业化生产的预制装配式混凝土、钢结构等建筑体系
2014年8月	工业和信息化部、住房城乡建设部	《关于推广应用高性能混凝土的若干意见》	通过完善高性能混凝土推广应用政策和相关标准，建立高性能混凝土推广机制，优化混凝土产品结构，到“十三五”末，高性能混凝土得到普遍应用
2015年8月	工业和信息化部、住房城乡建设部	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	推广应用高性能混凝土。鼓励使用C35及以上强度等级预拌混凝土，推广大掺量掺合料及再生骨料应用技术，提升高性能混凝土应用技术水平。研究开发高性能混凝土耐久性设计和评价技术，延长工程寿命
2019年8月	北京市住房和城乡建设委员会	《北京市预拌混凝土行业减量集约高质量发展指导意见（2019-2025年）》	明确提出预拌混凝土产业减量集约与高质量发展的目标；坚持减量置换、集约发展、环保利废、绿色发展、创新驱动、提质增效等原则
2019年10月	发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	将“储料区、主机搅拌楼、物料输送系统等主要生产区域实现全封闭，并配置主动式收尘、降尘设备，采用信息化集成管理系统进行运营管理，具备消纳城市固废能力的智能化预拌混凝土生产线”列为鼓励类

资料来源：政府公告，德邦研究所

2.1.3. 聚羧酸系减水剂占比持续提升

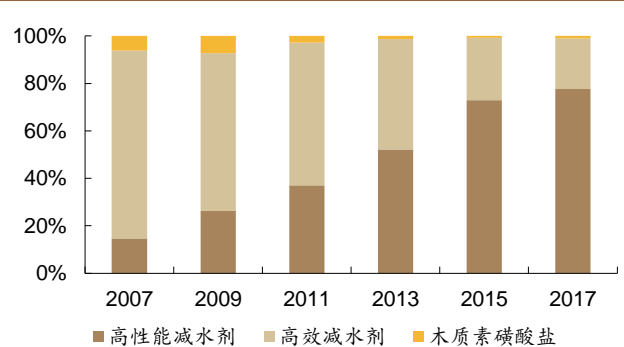
聚羧酸系减水剂将逐步取代萘系减水剂。经过十几年的发展，聚羧酸系减水剂已超越萘系减水剂成为市场上的主流产品。2007年聚羧酸系减水剂占减水剂总量的比例仅为14.7%，发展到2017年时聚羧酸系减水剂已占减水剂总量的77.6%。在保持优异性能的基础上，随着应用的不断推广、国家相关政策的推动及成本的不断降低，聚羧酸系减水剂将逐步取代萘系减水剂，市场空间广阔。

图 23：2006-2016 年聚羧酸减水剂消费量



资料来源：《环氧乙烷深加工产业研究》，德邦研究所

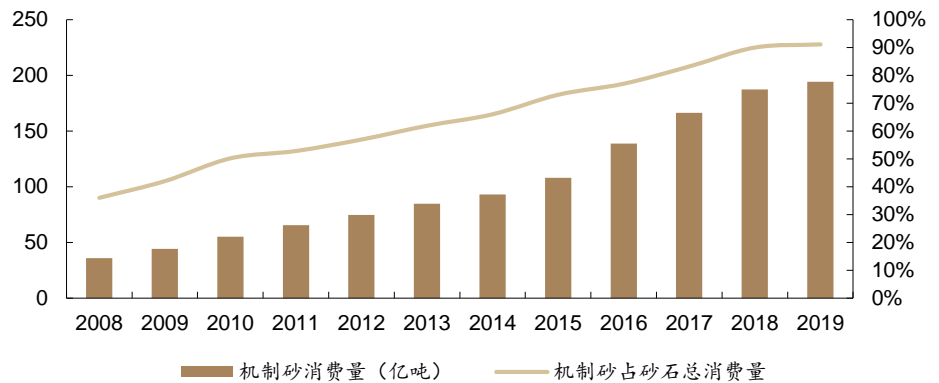
图 24：2007-2017 年各类减水剂占比（按产量）



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》，德邦研究所

机制砂替代河砂成为必然趋势。随着我国工程建设的不断发展，天然砂被大量开采，导致我国可开采的天然砂资源日益枯竭。2008-2019年，我国砂石骨料总消费量从100亿吨增长至213亿吨，其中机制砂的消费量占比从36%增长至91%。据中国砂石协会预测，2020-2030年间我国砂石骨料年需求量将达到250亿吨的高位后平稳运行。与天然砂相比，机制砂颗粒粗糙、棱角多、石灰石粉含量多，对混凝土的易性和强度造成一定的影响。因此，不仅需要添加更多的减水剂，对减水剂性能的要求也进一步提高。

图 25：2008-2019 年我国机制砂消费量



资料来源：中国砂石协会，德邦研究所

表 7：机制砂使用比例与减水剂使用量的关系

机制砂使用比例	减水剂使用量	减水剂使用量提升率
0%	1.80%	—
30%	1.90%	5.60%
50%	2.00%	11.10%
70%	2.10%	16.70%
100%	2.20%	22.20%

资料来源：《机制砂对混凝土性能影响及解决措施》，德邦研究所

2.2. 减水剂行业龙头企业市占率持续提升

2.2.1. 落后产能出清，市场集中度进一步提升

环保政策趋严将加快行业集中度的提升。我国混凝土外加剂行业企业数量众多，但技术和装备水平参差不齐，规模企业较少，市场比较分散。但是近年来国家环保力度不断加强，开始规划提出“退城入园”，鼓励工业企业从老城区退出搬迁进入工业园区进行改造升级：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。此外，处于行业第三、四梯队的企业容易因安全生产和环境保护不达标，或因没有足够的资金进行环保所要求的技术改进及相应的设备投入而被淘汰出局。落后产能的逐步出清将优化行业的竞争格局。

表 8：国内混凝土外加剂行业竞争格局

分类	代表企业及特征
第一梯队	苏博特和垒知集团；凭借其较高的生产规模、雄厚的研发能力和人才基础、健全的质量体系、完善的销售网络和良好的技术服务，在市场上具有良好的口碑和知名度，国内市场占有份额较高。具有辐射全国的能力，并开始进入全球市场
第二梯队	红墙股份；企业规模、生产能力、产品品质等各方面在行业内排名靠前，在人才队伍建设、研发能力、技术服务水平、营销网络等方面也具有一定优势，拥有较好的市场知名度以及稳定的长期客户
第三梯队	具有一定合成能力，但在企业规模、生产能力、产品品质、人才队伍建设、技术水平、营销网络等方面与第一、二梯队的企业存在一定差距，主要客户均为小型混凝土企业，短期内规模难以快速扩张
第四梯队	不具备合成能力，仅通过外购粉剂的方式简单加工后即出售；该梯队企业占同行企业数量比例较高，进入和退出行业相对频繁

资料来源：红墙股份招股说明书，德邦研究所

表 9：“退城入园”相关政策

发布时间	发布部门	政策文件名称	主要内容
2016 年 8 月	国务院	《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	全面启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作；新建化工项目全部进入化工园区
2016 年 10 月	工信部	《石化和化学工业发展规划（2016—2020 年）》	推动位于城镇人口密集区内，安全、卫生防护距离不能满足相关要求和不符合城乡规划的危险化学品生产企业搬迁改造。
2016 年 12 月	国务院	《危险化学品安全综合治理方案》	全面启动实施人口密集区危险化学品生产企业搬迁工程；2018 年 3 月底前取得阶段性成果，2018 年 4 月至 2019 年 10 月深化提升
2017 年 9 月	国务院	《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》	到 2025 年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出，企业安全和环境风险大幅降低
2018 年 1 月	江苏省人民政府办公厅	《江苏省推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案》	2018 年 6 月底前，各设区市制定上报搬迁改造行动方案；2018 年 12 月底前，中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业全部启动搬迁改造

资料来源：政府公告，德邦研究所

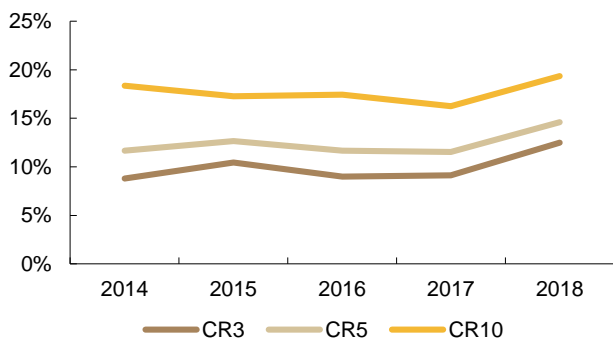
2.2.2. 大型企业集中采购，利好头部企业

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。行业内只能提供单一产品的中小企业的生存空间再次受到挤压，而行业内领先企业则可依托自身研发、生产和服务优势，为客户提供高性能混凝土整体解决方案，巩固已有市场份额。随着行业内骨干企业逐步进入资本市场，行业内将会出现更多的上下游产业链的整合与横向兼并扩张机会，混凝土外加剂的市场集中度将不断提高。2013 年，行业内企业数量约 6000 家；目前已减少至约 4000 家；行业 CR3 由 2014 年的 8.79% 提升至 2018 年的 12.50%。预计未来 3-5 年，行业 CR3 市占率有望由目前的 12.5% 提升至 25%-30%。

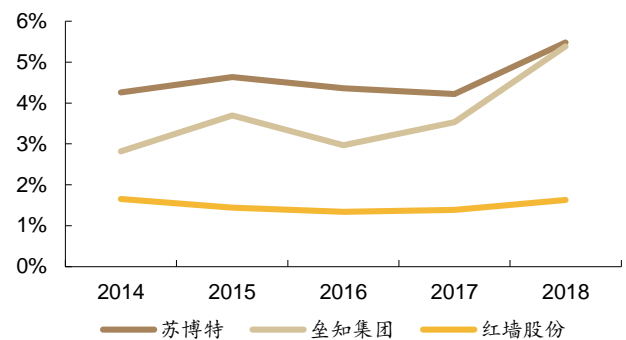
表 10: 2014-2018 年中国聚羧酸减水剂企业 10 强

2014		2015		2016		2017		2018	
公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率	公司名称	市占率
江苏苏博特	4.26%	江苏苏博特	4.64%	江苏苏博特	4.36%	江苏苏博特	4.22%	江苏苏博特	5.48%
垒知集团	2.82%	垒知集团	3.70%	垒知集团	2.97%	垒知集团	3.53%	垒知集团	5.39%
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%
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%
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%
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%
广东红墙	1.65%	贵阳绿洲苑	1.16%	贵阳绿洲苑	1.21%	山西康特尔	1.10%	山西凯迪	0.97%
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%
山西凯迪	1.33%	天津飞龙	0.84%	江苏奥莱特	1.14%	广东瑞安	0.78%	重庆三圣	0.91%
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, 德邦研究所

图 26: 2014-2018 年聚羧酸减水剂行业集中度


资料来源: 中国混凝土网, 德邦研究所

图 27: 2014-2018 年公司、垒知集团、红墙股份市占率


资料来源: 中国混凝土网, 德邦研究所

2.3. 主要原材料价格承压, 减水剂利润率维稳

原材料在减水剂生产成本中占比 90%左右。2017-2019 年, 公司直接材料占高性能减水剂生产成本的比例均在 90%以上; 直接材料占高效减水剂生产成本的比例均在 88%以上。所用的原材料大部分为石油加工的下游产品包括环氧乙烷、丙酮、丙烯酸、工业萘等, 其价格受国际原油价格波动的直接影响。环氧乙烷、丙烯酸为高性能减水剂的主要原材料, 丙酮、工业萘为高效减水剂的主要原材料。

表 11: 2016-2019H1 年公司主要原材料采购

	2016			2017			2018			2019H1		
	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	成本占比	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	成本占比	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	成本占比	采购量 (万吨)	均价 (元/吨)	成本占比
环氧乙烷	4.52	7359	43.99%	5.81	8394	46.54%	8.92	8766	54.00%	4.95	6778	55.31%
丙烯酸	0.47	5342	3.32%	0.77	6826	5.02%	1.01	7130	4.97%	0.29	6834	1.39%
丙酮	0.67	4486	3.96%	0.58	5353	2.96%	0.58	4483	1.80%	0.90	2957	1.80%
甲醛	2.11	914	2.55%	1.96	1259	2.36%	1.89	1374	1.79%	0.85	1217	5.41%
工业萘	0.55	3244	2.34%	0.63	3706	2.23%	0.53	4667	1.71%	0.54	4266	6.05%
生产成本 (亿元)	7.56			10.48			14.47			6.06		

资料来源: 公司可转债募集说明书, 德邦研究所

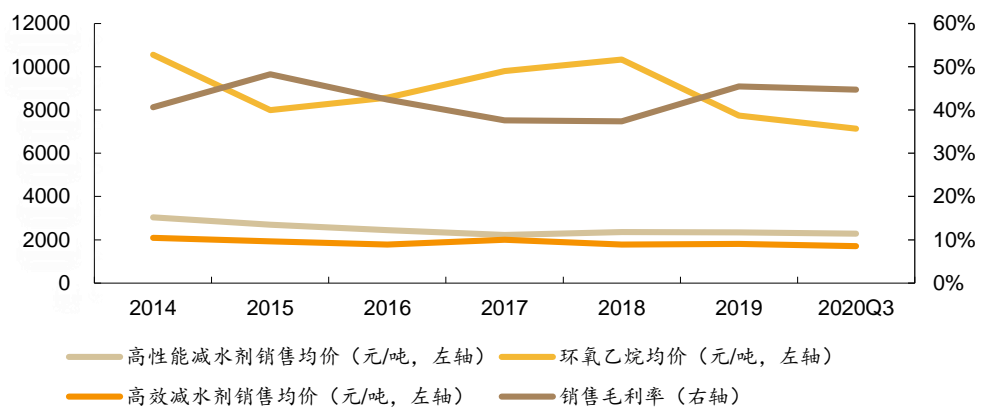
主要原材料环氧乙烷价格压力大，利润率有望保持高位。环氧乙烷经过了前几年的大幅增长，目前已进入成熟阶段，但仍存在产能过剩的现象。截至 2020 年 12 月底，国内环氧乙烷产能为 482.5 万吨，新增产能 83 万吨。2020 年国内环氧乙烷的市场均价为 7189 元/吨，并且 2020 年上半年受疫情和原油价格暴跌的影响，市场处于供强需弱的状态。2020 年下半年，随着下游终端产品需求的恢复，环氧乙烷的价格逐渐回升。未来价格压力仍较大，预计价格将低位徘徊，公司利润率有望保持高位。

表 12: 环氧乙烷新增产能

企业	投产时间	新增产能 (万吨)
古雷石化	2020 年 9 月	27
中科 (广东) 炼化	2020 年 3 月	21
中化泉州石化	2020 年 12 月	20
万华化学	2020 年 12 月	15
卫星石化	2021 年 3 月	70
镇海炼化	2021 年 9 月	30
吉林石化	2022 年 6 月	30
新增产能合计	——	213

资料来源：卓创资讯，德邦研究所

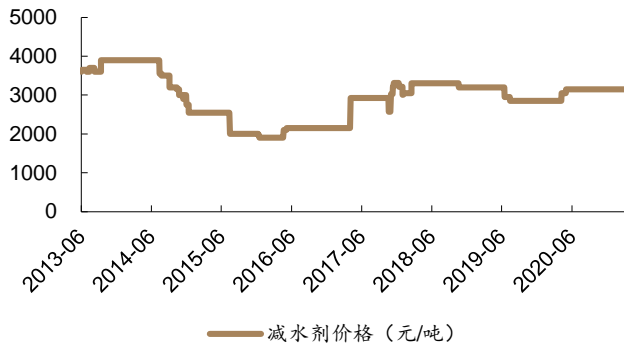
图 28: 2014-2020Q3 年环氧乙烷价格与主要产品销售均价和毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

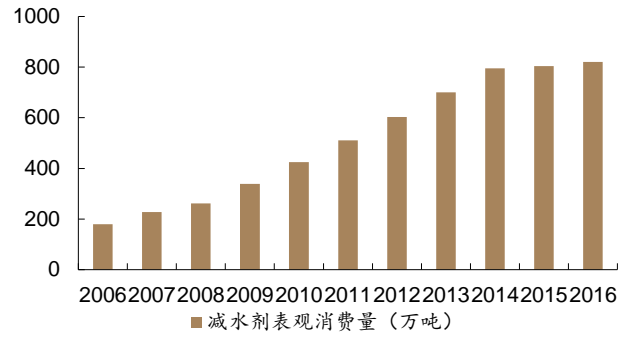
减水剂价格预计窄幅波动。由于下游行业需求波动以及 2014-2015 年主要原材料价格下降向终端产品价格传导的影响，减水剂市场均价持续下降，高性能减水剂价格于 2016 年筑底。随着下游基础建设和固定投资的回暖，自 2017 年起价格稳步向上。但是由于化工园区紧张，新增产能不易，再加上行业竞争激烈，龙头企业为抢占市场份额可能会有价格竞争，预期未来减水剂价格稳定。

图 29: 2013 年至今减水剂市场价格走势



资料来源: Wind, 隆众资讯, 德邦研究所

图 30: 2006-2016 年国内减水剂表观消费量



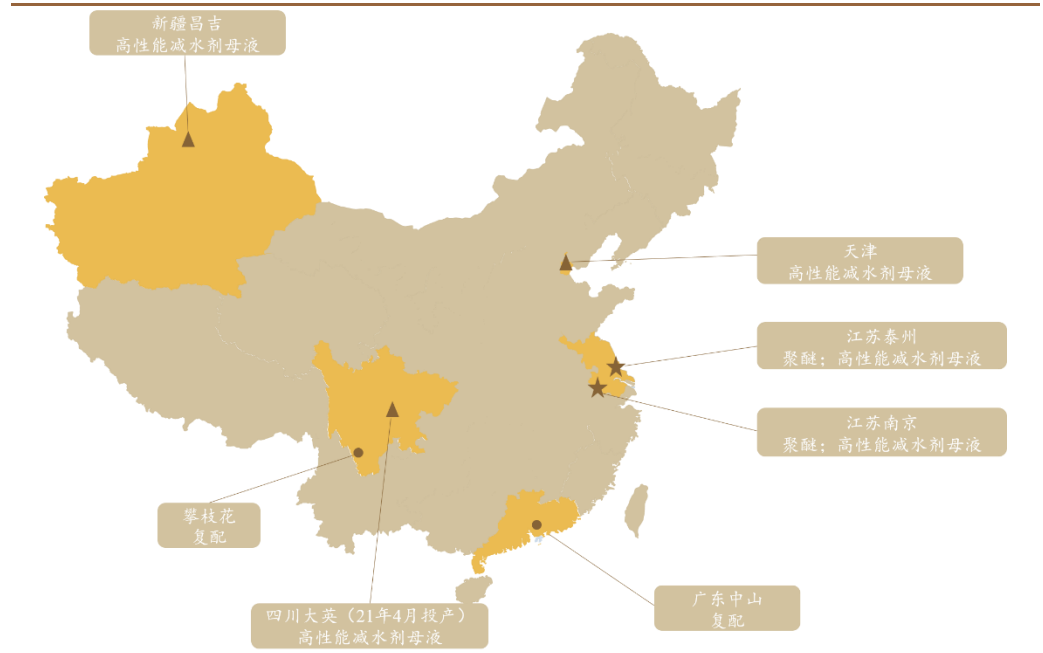
资料来源: 《环氧乙烷深加工产业研究》, 德邦研究所

3. 公司竞争优势显著，发展潜力巨大

3.1. 加快全国基地布局，稳固行业龙头地位

积极进行全国基地建设，优化产业布局。公司目前的合成生产基地集中在华东地区，四大母液合成基地分别位于南京、泰州、天津和新疆。随着 2021 年四川大英基地的建成投产，公司在西南地区的辐射范围将进一步扩大。未来几年，公司计划完成覆盖全国各区域的合成基地布局，并在此基础上规划建设卫星式的三级复配基地，基本实现全国产能布局，满足持续增长的订单需求。

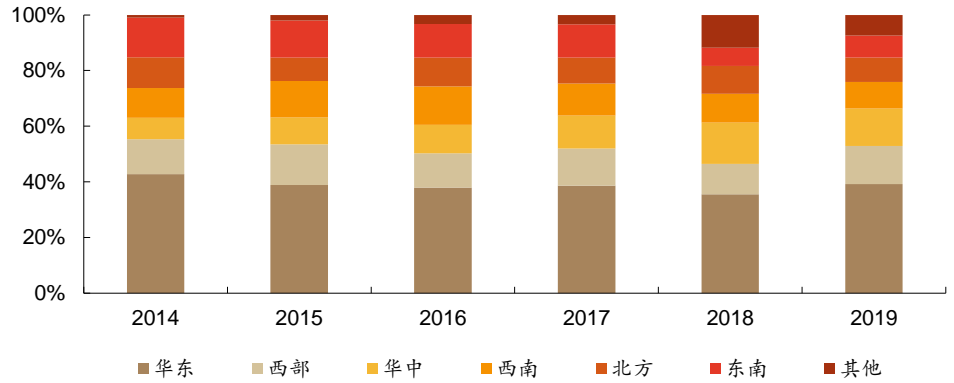
图 31：全国基地布局



资料来源：公司公告，德邦研究所

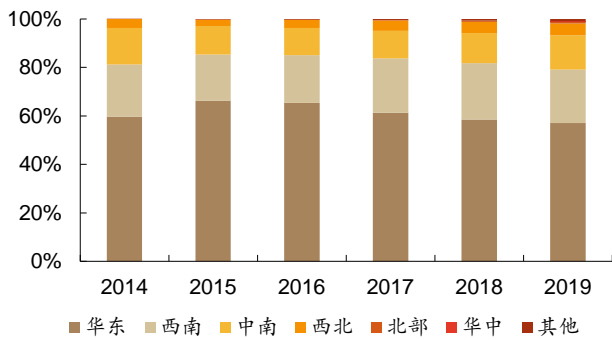
不断加大市场开拓力度，巩固现有客户并挖掘潜在客户。公司目前已经与超 30 家央企建立了战略合作关系，营销网络和产品应用覆盖全国 20 多个省市自治区，并且正在向东南亚国家拓展。相比于红墙股份的营业收入主要集中在华南地区和垒知集团的营业收入主要集中在华东和西南地区，公司在华东、西部、华中、西南和北部地区的每年营收占比都接近 10% 或超过 10%，市场布局更加均衡化。随着全国生产基地布局的不断完善，各市场得到的支撑力度会更大，利于公司后续发力并继续巩固全国各市场的份额。

图 32: 2014-2019 年公司营收分地区



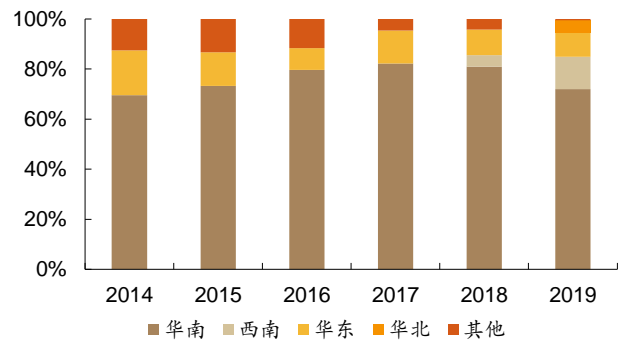
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 33: 2014-2019 年垒知集团营收分地区



资料来源: 垒知集团公司公告, 德邦研究所

图 34: 2014-2019 年红墙股份营收分地区

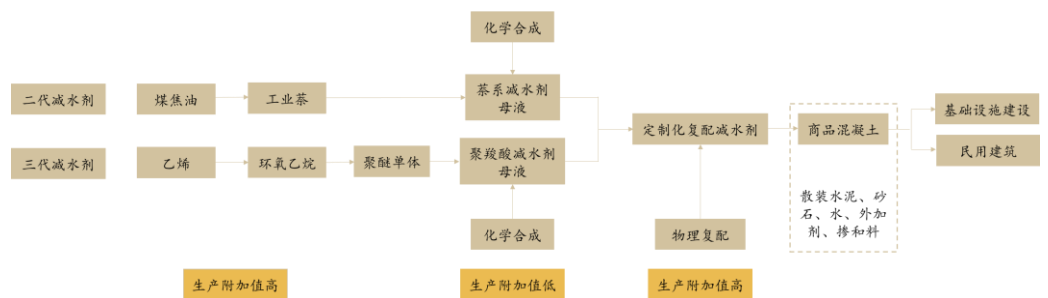


资料来源: 红墙股份公司公告, 德邦研究所

3.2. 技术实力雄厚, 研发投入远超同行

减水剂的两个主要生产工艺流程化学合成和物理复配均有一定的技术壁垒。化学合成涉及高分子化学领域的聚合技术, 在产品的研发及生产方面, 均需要相对专业的人员, 且需要长期的技术经验和工业放大生产经验。此外, 由于中国地域辽阔、水泥品种多样、砂石集料质量和气候环境千差万别, 物理复配工艺要求减水剂生产企业具有较强的定制化服务能力和现场技术服务能力。

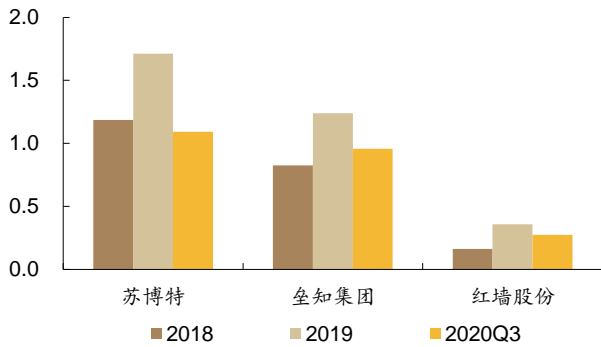
图 35: 减水剂产业链



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

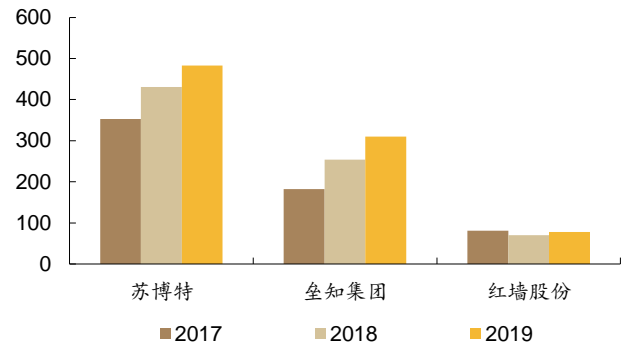
研发平台优势明显，技术储备充足。公司是“国家认定企业技术中心”，是“高性能土木工程材料国家重点实验室”的共建单位和“先进土木工程材料江苏高校协同创新中心”的协同体单位。此外，公司建有“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等研究开发与成果转化平台，设有八个专业研究所和分析测试中心，为公司的技术创新和产品开发提供了强大的平台支撑。截至 2020 年上半年，公司拥有约 200 人的专业研发队伍，并拥有国家授权专利 532 件，PCT 授权 7 件，形成了涵盖核心原料、合成与聚合、高性能外加剂、混凝土应用的专利池。

图 36：2018-2020Q3 年同行业研发费用对比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 37：2017-2019 年同行业专利数量对比



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 13：公司部分获奖

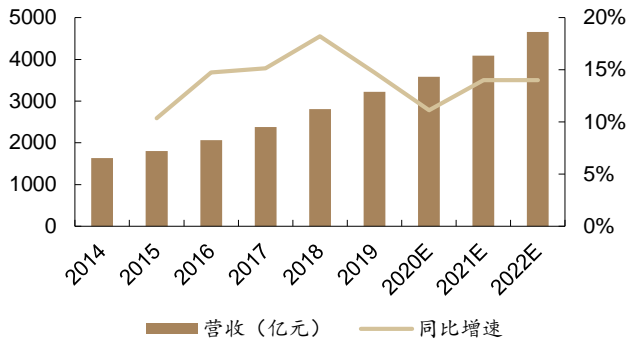
项目	获奖/参与主持情况
高性能混凝土早期收缩开裂行为及湿度调控关键技术研究	2015 年度中国建材联合会建筑材料科学技术奖一等奖
严酷环境中混凝土结构钢筋高效阻锈成套技术及工程应用	2016 年度住房和城乡建设部华夏建设科技进步奖二等奖
功能型建筑化学外加剂专用端基聚醚的构建及应用	2016 年度江苏省科学技术奖一等奖
“新一代膦酸基聚合物功能材料关键技术研发及产业化”	2017 年度江苏省科技成果转化专项资金资助
超高性能混凝土抗爆材料成套制备技术、结构设计及其应用	2018 年度国家科技进步二等奖
拓扑结构聚合物与水泥基胶凝材料界面相互作用	2017 年度中国建材联合会基础研究奖一等奖
超高性能混凝土抗爆材料成套制备技术、结构设计及其应用	2018 年度国家科技进步二等奖
高抗裂预拌混凝土关键材料及制备技术	主持“十三五”国家重点研发计划项目
极端环境下钢筋混凝土多重防护关键技术及示范应用	主持“十三五”国家重点研发计划课题
长寿命混凝土制品用功能材料研究与开发	主持“十三五”国家重点研发计划课题

资料来源：公司公告，德邦研究所

3.3. 收购检测中心，优化现有业务结构

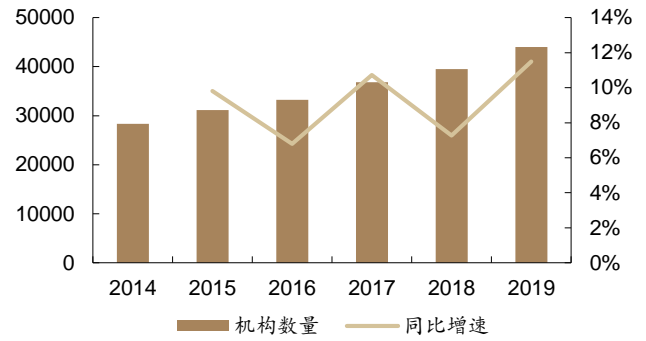
检测行业发展可期，未来将保持较快增长。近年来我国检测行业正处于快速发展过程中，市场规模不断扩大、产业结构持续优化、科研创新能力不断增强。2019 年度我国检验检测行业实现营业收入 3225 亿元，同比增长 14.75%，其中建筑工程类实现营收 544 亿元。截至 2019 年底，我国共有检测机构 4.4 万家，同比增长 11.49%。检测行业的收入增速连续多年在 10% 以上，处于高速成长阶段。根据中投顾问预计，2018-2022 年我国检验检测行业年均复合增长率约为 14.25%，2022 年行业营业收入将达到 4658 亿元。

图 38: 2014-2022E 年检测行业营收及同比增速



资料来源: 国家市场监督管理总局, 中投顾问, 德邦研究所

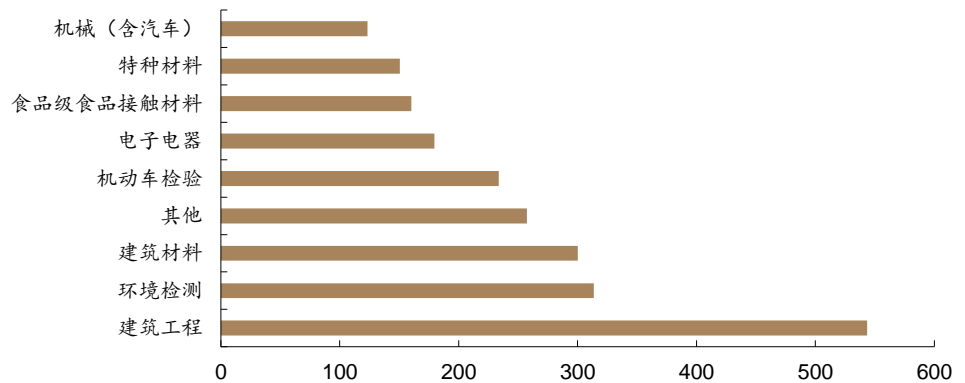
图 39: 2014-2019 年检测机构数量及同比增速



资料来源: 国家市场监督管理总局, 德邦研究所

市场需求逐步扩大, 行业集中度进一步加强, 利好头部企业。建筑业中新材料、新结构和新工艺的出现将不断催生新的检测需求; 新规定的出台如室内空气质量检测、建筑物能效测评和老旧建筑维护检测等也可提升整个检测行业的市场容量。此外, 随着我国对资质审批和行业监督的力度逐步趋于严格, 部分低端检测企业将被取消资格或主动退出市场, 龙头企业依托现有的优势将更加壮大。

图 40: 2019 年营收在 100 亿元以上的检验检测领域机构营收 (单位: 亿元)



资料来源: 国家市场监督管理总局, 德邦研究所

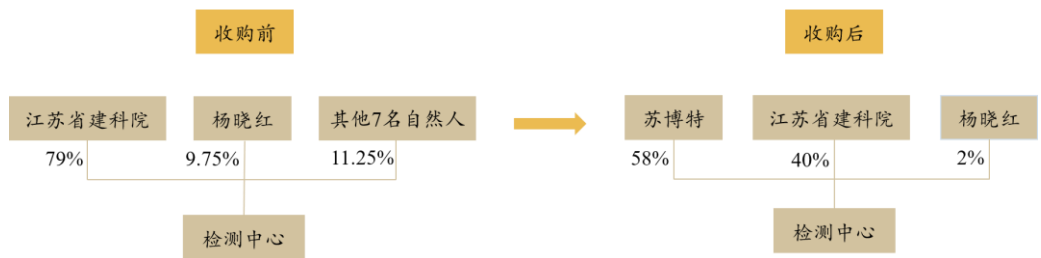
收购检测中心, 进军检测行业。2019 年, 公司发行可转债以 3.89 亿元收购江苏省建筑工程质量检测中心 58% 的股权, 并于 2019 年 4 月完成收购。检测中心自 2004 年成立以来一直专注于建筑材料、建筑装饰装修材料检测和建设工程质量检测, 在人员、设备、技术和资质方面均处于行业领先地位。

表 14: 检测中心资质

资质名称	获批时间/说明
水运工程材料乙级工程试验检测机构等级证书	2013 年 1 月; 2019 年 8 月续期
公路桥隧检测专项工程试验检测机构等级证书	2013 年 6 月; 2019 年 7 月续期
高新技术企业证书	2015 年 10 月, 2018 年 11 月复审通过
国家城市轨道交通建设工程产品质量监督检验中心	2016 年 10 月
测绘资质证书	2017 年 7 月
进出口商品检验鉴定机构资格证书	2017 年 10 月
中心的电磁兼容 (EMC) 实验室	国内建筑工程领域第三方检测机构中第一个获得 CNAS 认可的实验室

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

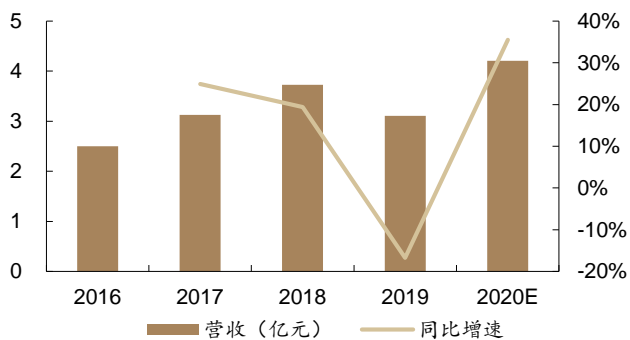
图 41：收购前后检测中心股权结构



资料来源：公司公告，德邦研究所

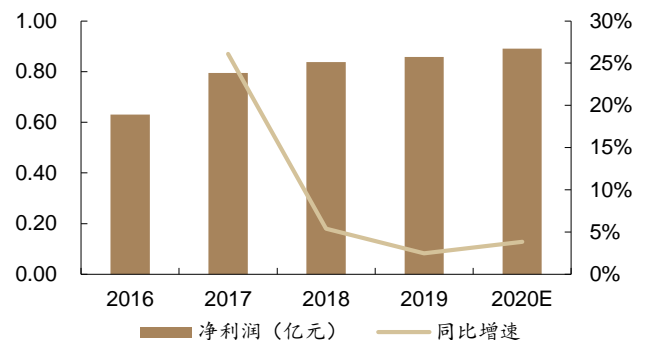
检测中心近年来经营状况良好。检测中心营业收入和净利润持续保持增长态势，毛利率水平维持在 25% 以上。2017 年、2018 年和 2019 年的营业收入分别为 3.12 亿元、3.73 亿元和 3.11 亿元，净利润分别为 7944 万元、8372 万元和 8579 万元。检测中心的盈利承诺为 2019 年、2020 年和 2021 年实现的净利润分别不低于 8400 万元、8800 万元和 9200 万元，其中 2019 年承诺利润的完成率为 102.14%。基于以 2019 年 6 月 30 日为评估基准日，2019-2024 年检测中心营收和净利润的复合增长率分别为 5.90% 和 4.53%。

图 42：2016-2020E 年检测中心营收及同比增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 43：2016-2020E 年检测中心净利润及同比增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

表 15：检测中心业绩承诺

时间	业绩承诺
2019 年	实现净利润不低于 8400 万元（实际实现净利润 8579 万元，完成率为 102.14%）
2020 年	实现净利润不低于 8800 万元
2021 年	实现净利润不低于 9200 万元

资料来源：公司公告，德邦研究所

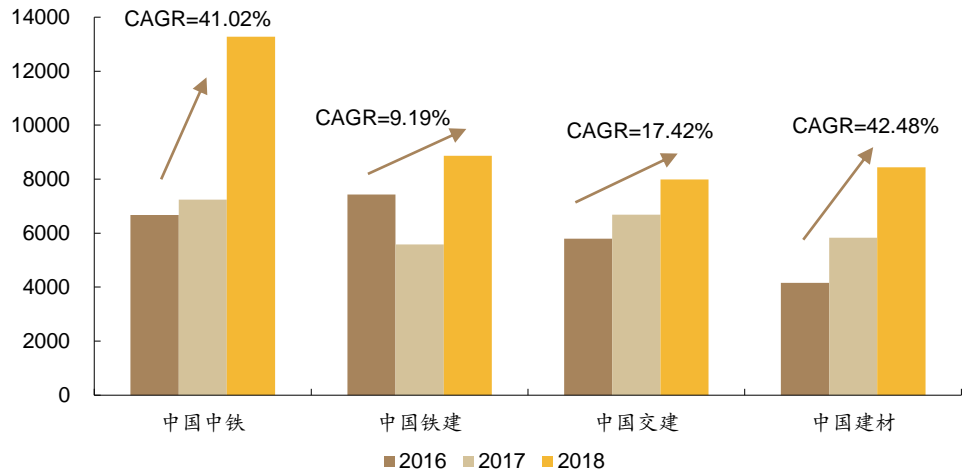
3.4. 多方面竞争优势凸显，长期发展更具潜力

产品溢价能力较强，拥有忠诚稳定的客户群体。公司的主要客户为国内水电、核电、铁路、公路、桥梁等大型基础设施施工企业，这些企业对于产品售价敏感度较低，更为看重质量和服务，且具有较高的品牌忠诚度。公司经过多年的努力，与这些优质高端客户形成了长期互信的合作关系，产品成功应用于港珠澳大桥、

江苏田湾核电站、四川溪洛渡水电站、乌东德水电站、南京地铁、安哥拉陆阿西姆水电站、孟加拉帕德玛大桥、坦桑尼亚姆特瓦拉港口等国内外水利、能源、交通、市政等领域的重大工程。

深度绑定中铁、中铁建等大型工程企业，保证利润率维持高位。公司凭借技术和品牌优势，深度绑定中铁、中铁建等大型工程企业，此类客户的重大工程项目毛利高、订单稳定、定制化程度高，而公司的重大工程项目占比达 40%，是利润率维持高位的有效保证。2016-2018 年，公司营收复合增速约 33%，同期前四大客户整体业务占比增速为 27%，基本相匹配。

图 44：2016-2018 年公司前四大客户销售额（单位：万元）



资料来源：公司公告，德邦研究所

采用后向一体化战略，自主研发并生产核心原材料聚醚。产业链的完整度和原材料的价格波动是影响混凝土外加剂企业利润水平的两个重要因素。而公司作为行业内产业链最长的企业，实现了从环氧乙烷到聚醚再到减水剂的生产。聚醚的自主生产在一定程度上摆脱了对上游煤化工、石油化工行业的依赖，节约采购成本，推高产品的毛利率。公司聚醚的生产基地主要位于南京和泰兴，目前产能为 21.68 万吨。此外，不同于其他企业外购的通用型聚醚，公司生产的是特种功能型聚醚，有效推动聚羧酸系减水剂的高性能化和功能化。

图 45：从环氧乙烷到聚醚到减水剂的生产过程



资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测与投资建议

1. 高性能减水剂：受益于环保政策趋严和大型建筑企业集采，公司高性能减水剂有望凭借积极扩张产能和自主生产原材料扩大销售并迅速提高市占率，同时公司研发实力强劲，与大型工程企业形成长期合作关系，预计高性能减水剂 21-23 年收入增速分别约为 19%、35%、38%。

2. 高效减水剂：随着高性能减水剂应用的不断推广和国家相关政策的推动，萘系和脂肪族等高效减水剂将逐渐被淘汰，预计高效减水剂 21-23 年收入增速分别约为-11%、7%、3%。

3. 功能性材料：功能性化学外加剂和高性能水泥基材料等功能性材料产品附加值高，未来随着公司进一步推广，功能性材料的营收占比将逐渐提高，预计功能性材料 21-23 年收入增速分别约为 29%、12%、7%。

4. 技术服务：近几年我国检测行业处于快速发展阶段，市场需求逐步扩大，检测中心作为行业龙头，依托人员、设备和资质等优势，营收和净利润均稳定增长，预计技术服务 21-23 年收入增速分别约为 10%、15%、15%。

5. 其他业务：其他业务增速较为稳定，预计其他业务 21-23 年收入增速分别约为 5%、5%、5%。

基于以上假设，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.30、1.70 和 2.27 元，对应 PE 分别为 18、13 和 10 倍。

表 16：公司核心产品业绩拆分与盈利预测

产品	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
高性能减水剂 (聚羧酸系)	营业收入 (百万元)	2327	2758	3714	5133
	营业成本 (百万元)	1176	1388	1868	2579
	毛利 (百万元)	1151	1370	1847	2555
	毛利率	49.47%	49.68%	49.72%	49.77%
高效减水剂 (萘系、脂肪族)	营业收入 (百万元)	282	251	269	278
	营业成本 (百万元)	201	178	191	197
	毛利 (百万元)	81	72	78	80
	毛利率	28.78%	28.89%	28.89%	28.89%
功能性材料	营业收入 (百万元)	367	473	529	567
	营业成本 (百万元)	227	282	315	336
	毛利 (百万元)	140	190	215	231
	毛利率	38.21%	40.26%	40.53%	40.79%
技术服务 (检测中心)	营业收入 (百万元)	311	342	393	452
	营业成本 (百万元)	191	205	236	271
	毛利 (百万元)	119	137	157	181
	毛利率	38.40%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	营业收入 (百万元)	20	21	22	24
	营业成本 (百万元)	9	10	10	11
	毛利 (百万元)	11	12	12	13
	毛利率	54.60%	55.00%	55.00%	55.00%
合计	营业收入 (百万元)	3307	3844	4928	6453
	营业成本 (百万元)	1804	2063	2619	3394
	毛利 (百万元)	1503	1781	2309	3060
	毛利率	45.44%	46.34%	46.85%	47.41%

资料来源：公司公告，德邦研究所

我们采用了相对估值法，针对公司专注于混凝土减水剂的生产，我们选取了垒知集团、奥克股份和皇马科技作为可比公司，据测算，行业主要公司 2021 年、2022 年平均估值为 14 倍和 11 倍，同时我们也参考 SW 其他化学制品板块当前平均 50 倍 PE 水平。基于基建下游需求回暖，商品混凝土渗透率不断提高，公司聚羧酸减水剂业务高速发展，产品市占率稳步提升；收购检测中心快速切入检测行业，把握优质赛道红利，我们认为公司将充分受益于全国基地布局战略和自主生产核心原材料，进一步强化市场竞争力，未来成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 17：可比公司估值分析

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
垒知集团	8.18	59	4.16	5.49	6.90	14	10	8
奥克股份	10.15	69	4.14	5.31	6.54	17	13	11
皇马科技	18.02	73	3.20	4.10	4.98	23	18	15
		平均				18	14	11
苏博特	30.02	105	4.55	5.97	7.95	18	13	10

资料来源：Wind，德邦研究所 注：收盘价取自 2021 年 3 月 23 日；除苏博特外，其余均为 Wind 一致预期。

5. 风险提示

下游需求不及预期；原材料价格波动风险；新建项目投产进度不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标(元)				
每股收益	1.01	1.30	1.70	2.27
每股净资产	6.83	8.24	9.94	12.21
每股经营现金流	1.20	1.10	1.02	1.07
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	16.69	17.68	13.48	10.12
P/B	2.47	2.79	2.31	1.88
P/S	2.82	2.74	2.13	1.63
EV/EBITDA	8.77	11.83	9.44	7.43
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	45.4%	46.3%	46.8%	47.4%
净利润率	10.7%	11.8%	12.1%	12.3%
净资产收益率	14.8%	15.8%	17.1%	18.6%
资产回报率	7.1%	7.7%	8.1%	8.9%
投资回报率	12.5%	12.5%	13.1%	14.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	42.8%	16.3%	28.2%	31.0%
EBIT 增长率	112.0%	20.8%	29.9%	32.3%
净利润增长率	32.0%	28.4%	31.1%	33.2%
偿债能力指标				
资产负债率	47.5%	46.5%	48.2%	47.9%
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.3	1.3	1.3	1.4
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	196.2	203.6	201.5	200.4
存货周转天数	37.8	44.7	44.4	42.3
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	2.8	2.6	2.9	2.6

现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	354	455	597	795
少数股东损益	30	38	50	66
非现金支出	144	79	84	82
非经营收益	48	74	89	115
营运资金变动	-157	-260	-461	-682
经营活动现金流	419	386	358	375
资产	-222	-394	-393	-394
投资	-1	0	0	0
其他	28	0	0	0
投资活动现金流	-194	-394	-393	-394
债权募资	1,120	148	354	211
股权募资	11	40	0	0
其他	-1,201	-77	-97	-120
融资活动现金流	-70	111	257	91
现金净流量	156	103	222	72

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 23 日
 资料来源：公司年报（2018-2019），德邦研究所

利润表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,307	3,844	4,928	6,453
营业成本	1,804	2,063	2,619	3,394
毛利率%	45.4%	46.3%	46.8%	47.4%
营业税金及附加	31	38	47	62
营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	586	681	873	1,144
营业费用率%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
管理费用	186	224	284	370
管理费用率%	5.6%	5.8%	5.8%	5.7%
研发费用	171	200	276	387
研发费用率%	5.2%	5.2%	5.6%	6.0%
EBIT	528	638	828	1,096
财务费用	58	70	88	107
财务费用率%	1.8%	1.8%	1.8%	1.7%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	464	603	788	1,045
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	460	599	784	1,041
EBITDA	642	717	912	1,178
所得税	76	106	138	180
有效所得税率%	16.6%	17.7%	17.6%	17.3%
少数股东损益	30	38	50	66
归属母公司所有者净利润	354	455	597	795

资产负债表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	507	610	832	904
应收账款及应收票据	2,392	2,767	3,545	4,652
存货	187	253	318	393
其它流动资产	149	184	239	290
流动资产合计	3,235	3,815	4,934	6,239
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,188	1,452	1,716	1,980
在建工程	97	144	191	238
无形资产	210	216	223	230
非流动资产合计	1,773	2,091	2,408	2,726
资产总计	5,008	5,905	7,343	8,965
短期借款	870	1,019	1,373	1,584
应付票据及应付账款	523	682	871	1,078
预收账款	95	73	106	149
其它流动负债	770	848	1,064	1,364
流动负债合计	2,257	2,622	3,413	4,175
长期借款	26	26	26	26
其它长期负债	96	96	96	96
非流动负债合计	122	122	122	122
负债总计	2,380	2,745	3,536	4,297
实收资本	311	350	350	350
普通股股东权益	2,391	2,886	3,483	4,277
少数股东权益	237	275	324	391
负债和所有者权益合计	5,008	5,905	7,343	8,965

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组执行组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队 2017 年获新财富最佳分析师评比有色金属类第 3 名、水晶球第 4 名。2018 年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021 年 2 月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。