

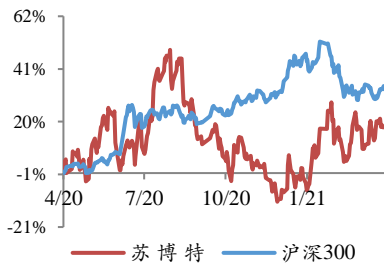
一季度发货高速增长，毛利承压有限

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-25

收盘价(元)	29.35
近12个月最高/最低(元)	36.96/22.05
总股本(百万股)	350
流通股本(百万股)	346
流通股比例(%)	98.72
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	101

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

1. 全年业绩符合预期，功能性材料业务崛起 2021-03-26
2. 业绩维持较快增长，功能性材料业务值得关注 2021-01-05
3. 不止于减水剂 2020-12-08

主要观点：

事件：公司发布2021年一季报，报告期内实现营业收入7.72亿元，同比增长81.59%；实现归母净利润0.78亿元，同比增长58.27%。

● 业绩符合预期，毛利承压有限

公司2021Q1业绩符合预期，报告期内发货实现大幅增长，营收同比增速达81.59%。Q1净利润增速低于营收增速原因我们判断是主要原材料环氧乙烷大幅涨价所致。根据中石化华东环氧乙烷出厂价显示，2021年3月份环氧乙烷均价环比2月跳涨1400元/吨，且同比2020年3月份高出1000元/吨左右。由于3月份发货量较多，且终端调价会滞后，因此原材料涨价对毛利率造成一定影响。按照运费调入营业成本的统一口径，我们测算2021Q1公司销售毛利率40.03%，相比2020Q1的44.38%下降4pct左右。当前环氧乙烷价格基本稳定，若公司调价顺利，Q2毛利率回升可期。

● 发货高速增长，后续功能性材料增速或继续提升

2021Q1公司实现高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料销量分别为22.49、2.79、3.25万吨，销量同比增速分别为111.17%、80.00%、95.78%。价格方面，2021Q1高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料均价分别为2104元/吨、1605元/吨、2093元/吨。由于2020Q1价格基数相对较高，2021Q1高性能减水剂均价同比下降12.37%，高效减水剂均价同比下降15.9%，功能性材料均价同比下降7.66%。Q1功能性材料销量继续维持高速增长势头，随着四川大英基地投产，我们看好Q2至Q4以抗裂材料、速凝剂为代表的功能性材料销量增速继续提升。

● 回款持续改善，费用率优化

2021Q1公司实现销售净利率12.23%，同比下降0.87pct，期间费用率整体出现较大改善。除销售费用因运费因素大幅下降外，2021Q1管理费用率14.87%，同比下降1.42pct；财务费用率0.84%，同比下降2.17pct，主要由于借款利息减少。

公司经营净现金流持续改善，2021Q1实现经营净现金流0.54亿元，同比增长0.03亿元。同时2021Q1公司应收账款环比2020Q4减少35.52%，回款大幅增长；应收账款同比2020Q1增长19.76%，应收票据同比2020Q1增长13.78%，增速均显著小于营收增速。我们认为票据转移支付和公司注重回款的经营风格对把控现金流效果明显，同时检测业务的良好现金流也与公司主业形成了良性互补。

● 大英基地投产在即，业绩弹性可期

2021Q2预计公司大英基地将投产，扩充产能包括30万吨高性能减水剂、10万吨速凝剂、10万吨水泥基功能性材料。预计明年广东江门基地也将投产。西南和华南地区拥有包括川藏铁路、粤港澳大湾区建设在内的国家级战略规划，相关项目对减水剂、速凝剂（主要用于喷射混凝土）都有巨大需求，同时也有助于公司水泥基功能性材料的市场开拓，未来

3-5 年大英基地和江门基地的业绩贡献具有较大潜力。

2020 年公司研发的裂缝控制技术及相关产品助力太湖隧道打造成为“世界第一条不裂湖底隧道”，形成良好示范效应；公司研制的速凝剂成功应用于川藏铁路控制性工程色季拉山隧道，超高性能混凝土产品应用于南京长江五桥、江苏园博园、郑州紫荆科技馆等项目，为国家重点基建工程建设做出杰出科技贡献。随着以水泥基材料为主的功能性材料的应用由点及面、全面开花，我们看好该项业务首先从基建工程领域复制减水剂业务的成功。公司的技术壁垒和所处市场的广阔空间仍存较大预期差，未来有望不断突破成长边界，成长为综合性新型土木工程技术和材料供应商。

● 投资建议

目前公司的化学建材品类已经较为齐全，并在研发实力、销售渠道上具备较为完备的竞争基础，有望不断突破成长边界，而功能性材料业务将是最核心的驱动力。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.02/7.40/9.48 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.11/2.71 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

环氧乙烷价格波动；公司产品推广情况不及预期；下游需求不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3652	5040	6158	7901
收入同比 (%)	10.5%	38.0%	22.2%	28.3%
归属母公司净利润	441	602	740	948
净利润同比 (%)	24.4%	36.6%	22.8%	28.1%
毛利率 (%)	38.3%	38.0%	38.8%	38.8%
ROE (%)	12.7%	15.5%	16.8%	18.7%
每股收益 (元)	1.26	1.72	2.11	2.71
P/E	18.25	17.09	13.92	10.86
P/B	2.32	2.65	2.34	2.03
EV/EBITDA	9.91	11.34	9.81	7.90

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4239	5246	6530	8219	营业收入	3652	5040	6158	7901
现金	986	953	1267	1412	营业成本	2254	3126	3770	4835
应收账款	1976	2693	3290	4221	营业税金及附加	32	46	56	71
其他应收款	58	78	94	122	销售费用	308	403	493	632
预付账款	97	166	180	232	管理费用	225	302	369	474
存货	315	398	466	630	财务费用	47	163	65	164
其他流动资产	806	959	1234	1603	资产减值损失	-1	0	-100	-50
非流动资产	2174	2301	2387	2495	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	88	88	88	88	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	1434	1534	1668	1858	营业利润	592	775	966	1241
无形资产	248	248	180	88	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	404	431	451	461	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	6413	7547	8918	10715	利润总额	588	775	966	1241
流动负债	2488	3155	3937	4980	所得税	95	132	160	206
短期借款	785	942	1131	1357	净利润	493	643	806	1035
应付账款	406	595	656	878	少数股东损益	53	40	66	87
其他流动负债	1297	1618	2150	2745	归属母公司净利润	441	602	740	948
非流动负债	159	166	170	174	EBITDA	795	910	1040	1303
长期借款	33	40	44	48	EPS (元)	1.26	1.72	2.11	2.71
其他非流动负债	126	126	126	126					
负债合计	2648	3321	4107	5154					
少数股东权益	302	342	408	495					
股本	350	350	350	350					
资本公积	1788	1788	1788	1788					
留存收益	1325	1747	2264	2928					
归属母公司股东权益	3463	3885	4403	5066					
负债和股东权益	6413	7547	8918	10715					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	333	226	388	255	成长能力				
净利润	441	602	740	948	营业收入	10.5%	38.0%	22.2%	28.3%
折旧摊销	137	0	-92	-152	营业利润	27.8%	30.8%	24.7%	28.4%
财务费用	47	115	50	100	归属于母公司净利	24.4%	36.6%	22.8%	28.1%
投资损失	-3	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-372	-531	-476	-778	毛利率 (%)	38.3%	38.0%	38.8%	38.8%
其他经营现金流	896	1174	1382	1863	净利率 (%)	12.1%	11.9%	12.0%	12.0%
投资活动现金流	-527	-127	5	44	ROE (%)	12.7%	15.5%	16.8%	18.7%
资本支出	-345	-127	5	44	ROIC (%)	12.0%	14.5%	15.8%	17.4%
长期投资	-182	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	0	0	0	资产负债率 (%)	41.3%	44.0%	46.1%	48.1%
筹资活动现金流	479	-132	-79	-154	净负债比率 (%)	70.3%	78.6%	85.4%	92.7%
短期借款	-85	157	188	226	流动比率	1.70	1.66	1.66	1.65
长期借款	7	7	4	4	速动比率	1.50	1.47	1.48	1.46
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	717	0	0	0	总资产周转率	0.57	0.67	0.69	0.74
其他筹资现金流	-201	-296	-272	-384	应收账款周转率	1.85	1.87	1.87	1.87
现金净增加额	448	-33	314	145	应付账款周转率	5.55	5.26	5.75	5.51

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 石林, CFA, 马里兰大学金融学硕士, 四年投资研究经验。2020 年加入华安证券, 任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 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, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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, 未经华安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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。