

不止于减水剂，向平台型企业迈进

——苏博特更新报告

核心观点

- **功能性材料快速发展，收入占比不断提高。**公司不断孵化新型功能性材料，通过供给创造需求，驱动此业务快速增长。公司当前主要功能性材料包括功能性外加剂/抗裂防渗剂/功能性水泥基/抗车辙材料，预计其市场空间分别约200/30-60/50-100/80 亿。预计 21-23 年公司功能性材料收入 6.1/8.4/11.4 亿，YoY+42.2%/37.7%/34.7%，收入占比将从20年11.8%升至23年15.4%。背后是公司极强的研发能力以及对研发的重视，公司已累计获得国家技术发明二等奖/国家科技进步二等奖 2/6 项，获奖级别/数量远超同业竞争对手。20 年公司/垒知集团/红墙股份研发费用率为 4.8%/3.9%/3.2%。
- **环氧乙烷继续涨价动力不足，21H2 有望回落。**高性能减水剂直接成本中接近 80%为环氧乙烷，受其价格波动影响较大。受乙烯价格上涨/21H1 产能集中检修影响，环氧乙烷价格从春节后的 6800 元/吨已涨至目前的 8400 元/吨，21Q1 均价 7632 元/吨，YoY+2%。市场担心成本上涨将侵蚀高性能减水剂盈利能力，我们认为未来 1-2 年环氧乙烷价格继续上行动力不足。环氧乙烷供给充足，预计 21 年产能将达 675 万吨，YoY+23.4%，而需求量增速放缓。乙烯/乙二醇（与环氧乙烷可相互转换）价格从 3 月中旬/3 月初开始有所回落，环氧乙烷价格有望回落。我们判断 21H2 公司毛利率有望回升。
- **全国性布局逐步完善，运输费用率有望继续下降。**4 月 26 日大英基地（二级）投产，预计 22 年江门基地（二级）投产。为进一步完善全国性布局，不排除公司将在中原地区新建产能，届时可实现全面覆盖。公司配套增加三级复配基地，预计将从目前 21 个增至 40 个。估算 20 年公司运输费用率下降 1.1pct 至 6.7%，仍高于同业约 3.4pct，随着布点更加密集，仍有下降空间。

财务预测与投资建议

- 预计公司 21-23 年 EPS 为 1.69/2.20/2.74 元。公司已解决产能瓶颈，进入加速扩张期。可比公司 21 年平均 PE21X，由于公司业绩增速相对更高，且为减水剂市占率第一，功能性材料占比增加，迈向平台型企业，我们认可给予公司 15%溢价至 24XPE，对应目标价 40.56 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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,307	3,652	4,678	5,992	7,398
同比增长(%)	42.8%	10.5%	28.1%	28.1%	23.5%
营业利润(百万元)	464	592	786	1,023	1,277
同比增长(%)	122.0%	27.8%	32.7%	30.2%	24.8%
归属母公司净利润(百万元)	354	441	592	770	961
同比增长(%)	32.0%	24.4%	34.3%	30.1%	24.8%
每股收益(元)	1.01	1.26	1.69	2.20	2.74
毛利率(%)	45.4%	38.3%	38.7%	39.3%	39.8%
净利率(%)	10.7%	12.1%	12.6%	12.9%	13.0%
净资产收益率(%)	15.8%	15.1%	15.8%	17.8%	19.0%
市盈率	29.8	23.9	17.8	13.7	11.0
市净率	4.4	3.0	2.6	2.3	1.9

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
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月30日)	30.13 元
目标价格	40.56 元
52周最高价/最低价	37.45/21.52 元
总股本/流通A股(万股)	35,026/34,576
A股市值(百万元)	10,553
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年05月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.72	9.09	14.21	21.16
相对表现	0.05	10.41	16.71	1.52
沪深300	-1.77	-1.32	-2.5	19.64



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

- 突破产能瓶颈，有望迎来加速发展：—— 2021-03-26
- 2020 年年报点评
- 业绩符合预期，21 年有望提速：——业绩 2021-01-05
- 预增公告点评
- 减水剂行业龙头，进入高速成长期 2020-11-09

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。

目 录

一、外加材料平台型企业，不断拓宽成长边界	4
1.1 技术底蕴远超同业，有望成为外加材料平台型企业	4
1.2 功能性材料空间广阔，拓宽公司成长边界	5
二、环氧乙烷涨价动力不足，中长期价格有望回落	8
三、全国性布局进一步完善，运输费用率有望下降	14
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议	16
风险提示	17

图表目录

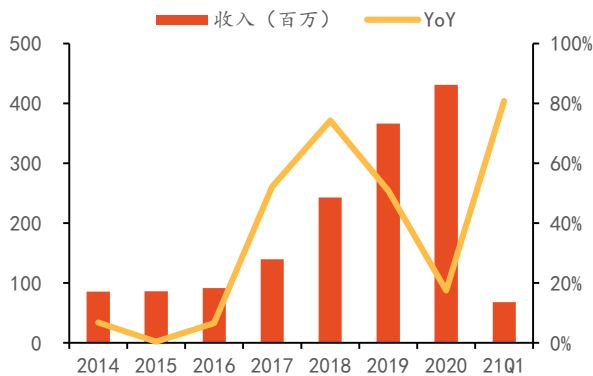
图 1: 2014-21Q1 公司功能性材料收入 (百万)	4
图 2: 2014-21Q1 公司功能性材料销量 (万吨)	4
图 3: 2014-2020 年各公司研发费用率 (%)	5
图 4: 2017-2020 年各公司专利数量 (份)	5
图 5: 2014-2020 年公司功能性材料收入占比 (%)	6
图 6: 2011-2019 年混凝土外加剂构成 (%)	6
图 7: 抗裂防渗剂用于太湖隧道图示.....	7
图 8: 公司结构自防水图示.....	7
图 9: 桥面结构体系.....	7
图 10: 水泥基灌浆料应用现场图.....	7
图 11: 公司交通工程材料研究方向	8
图 12: 公司交通工程材料未来 3-5 年产值规划 (亿)	8
图 13: 2020 年公司高性能减水剂成本构成 (%)	9
图 14: 19H1 公司原材料成本构成 (%)	9
图 15: 2012-21Q1 公司/垒知集团/红墙股份毛利率 (%)	9
图 16: 环氧乙烷产业链.....	10
图 17: 2020 年国内环氧乙烷产能区域分布 (%)	11
图 18: 2020 年国内环氧乙烷消费量区域分布 (%)	11
图 19: 2020 年国内环氧乙烷产能主体占比 (%)	11
图 20: 2009-2020 年环氧乙烷产能/产量 (万吨)	11
图 21: 2020 年国内商品环氧乙烷下游需求结构 (%)	12
图 22: 2011-2019 年聚羧酸减水剂产量 (万吨)	12
图 23: 2019/1/1-2021/4/30 乙烯/环氧乙烷价格 (美元/吨, 元/吨)	12
图 24: 2019 年环氧乙烷下游需求分布图 (%)	13
图 25: 16/1/1-21/4/30 国内乙二醇/环氧乙烷价格 (元/吨)	13
图 26: 公司产能布局.....	14
图 27: 2014-2020 各公司运输费用率 (%)	15
表 1: 公司所获奖项.....	5
表 2: 半柔性抗车辙路面材料经济效益分析.....	8
表 3: 21H1 环氧乙烷装置检修表 (万吨)	13
表 4: 可比公司估值表 (截至 2021 年 5 月 5 日)	17

一、外加材料平台型企业，不断拓宽成长边界

1.1 技术底蕴远超同业，有望成为外加材料平台型企业

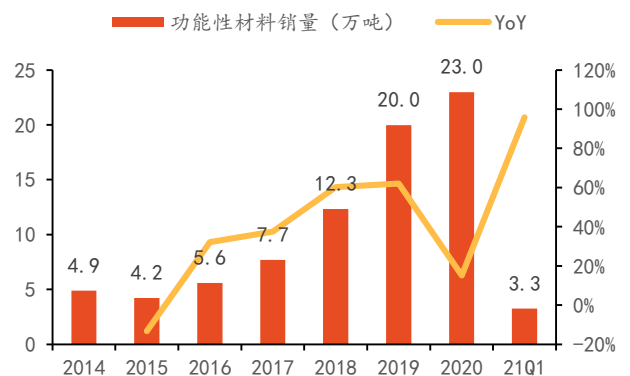
公司有望逐步成长为混凝土用外加材料平台型企业。公司除减水剂外，不断孵化混凝土功能性材料。公司功能性材料主要包括有机功能性材料、高性能水泥基材料和交通工程材料三大类，其中有机功能性材料以功能性外加剂（除减水剂之外的其他外加剂）和抗裂防渗材料为主要代表，高性能水泥基材料以 UHPC/灌浆料为主要代表，交通工程材料以抗车辙材料为主要代表。功能性材料主要用于严酷环境下混凝土的制备，超高强、超高韧和高耐久性混凝土的制备，装配式建筑，以及快速修补等特殊需求。公司功能性材料整体呈现快速增长态势，21Q1 公司功能性材料收入/销量分别为 6802 万元/3.25 万吨，YoY+80.8%/95.8%。公司以研发驱动功能性材料板块的增长，通过不断的研发投入和积累，开发新型功能性材料，通过供给创造需求，带动功能性材料板块快速增长。

图 1：2014-21Q1 公司功能性材料收入（百万）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

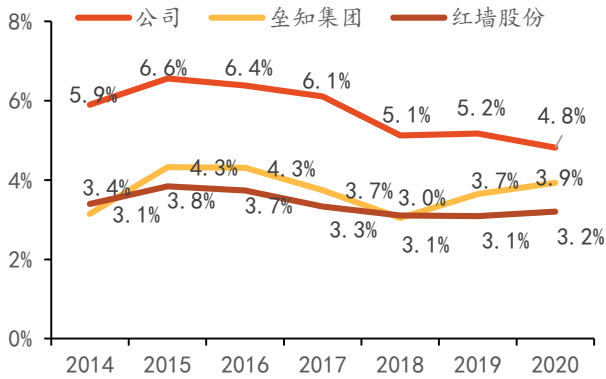
图 2：2014-21Q1 公司功能性材料销量（万吨）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

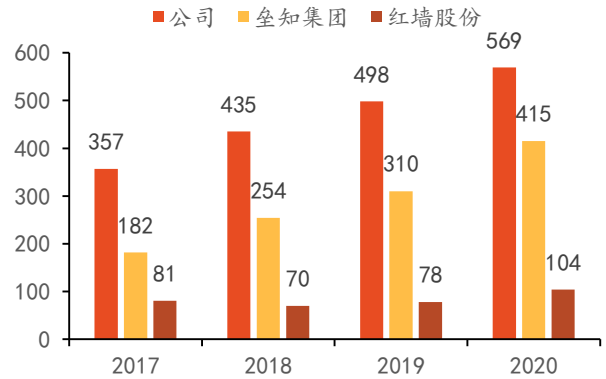
公司注重研发，技术底蕴远超同业。相较同业，公司研发投入力度更大，根据各公司年报，截至 2020 年公司/垒知集团/红墙股份研发费用率分别为 4.8%/3.9%/3.2%。持续的研发投入形成公司技术优势，截至 20 年末，公司拥有国家授权专利 569 件，国际发明专利 25 件，形成了涵盖核心原料、合成与聚合、高性能外加剂、混凝土应用的知识产权体系。截止目前，公司共获得 6 项国家科技进步二等奖，2 项国家技术发明奖，4 项江苏省科学技术奖，5 项学会科学技术奖，公司所获奖项的级别与数量，远超业内其他公司。

图 3：2014-2020 年各公司研发费用率（%）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

图 4：2017-2020 年各公司专利数量（份）



数据来源：各公司年报，东方证券研究所

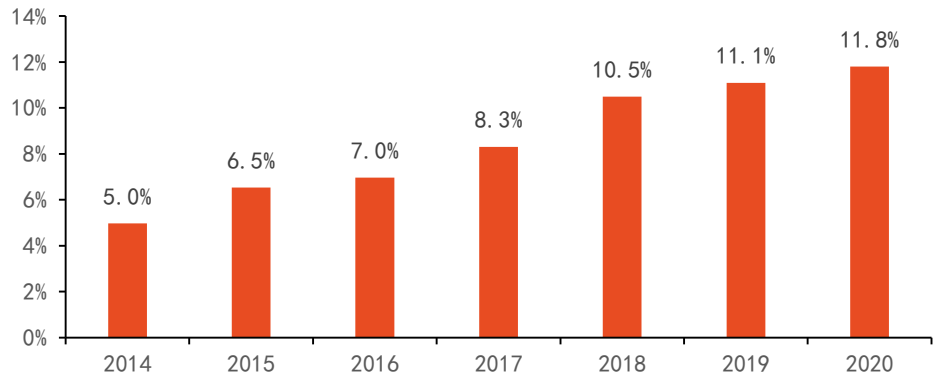
表 1：公司所获奖项

序号	获奖年份	奖项名称	等级	获奖项目名称	级别
1	2007	国家科技进步奖	二等奖	生态型高与超高性能结构混凝土材料的研究与应用	国家级
2	2007	国家科技进步奖	二等奖	环保、节能型高性能混凝土外加剂的研究与应用	国家级
3	2008	国家科技进步奖	二等奖	润扬长江公路大桥建设关键技术研究	国家级
4	2013	国家技术发明奖	二等奖	新型自密实混凝土设计与制备技术及应用	国家级
5	2013	国家技术发明奖	二等奖	现代混凝土流动性调控与超早强关键技术及应用	国家级
6	2014	国家科技进步奖	二等奖	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	国家级
7	2018	国家科技进步奖	二等奖	“超 500 米跨径钢管混凝土拱桥关键技术”项目	国家级
8	2019	国家科技进步奖	二等奖	现代混凝土开裂风险评估与收缩裂缝控制关键技术	国家级
9	2015	江苏省科学技术奖	二等奖	CRTS II 型板式无砟轨道水泥石膏砂浆制备/耐久性与施工技术	省级
10	2016	江苏省科学技术奖	一等奖	功能型建筑化学外加剂专用端烯基聚醚的构建及应用	省级
11	2019	江苏省科学技术奖	一等奖	“现代混凝土早期变形与收缩裂缝控制”项目	省级
12	2020	江苏省科学技术奖	一等奖	严酷环境下结构混凝土耐久性设计与提升关键技术	省级
13	2016	华夏科学技术奖	二等奖	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	省级
14	2017	中国硅酸盐学会建筑材料科学技术奖	一等奖	“拓扑结构聚合物与水泥基胶凝材料界面相互作用”项目	
15	2018	铁道学会科学技术奖	特等奖	高速铁路结构混凝土高性能化技术创新与工程应用	
16	2019	中国硅酸盐学会建筑材料科学技术奖	一等奖	高速铁路板式无砟轨道自充填薄层功能材料关键技术及应用	

数据来源：公司年报，东方证券研究所

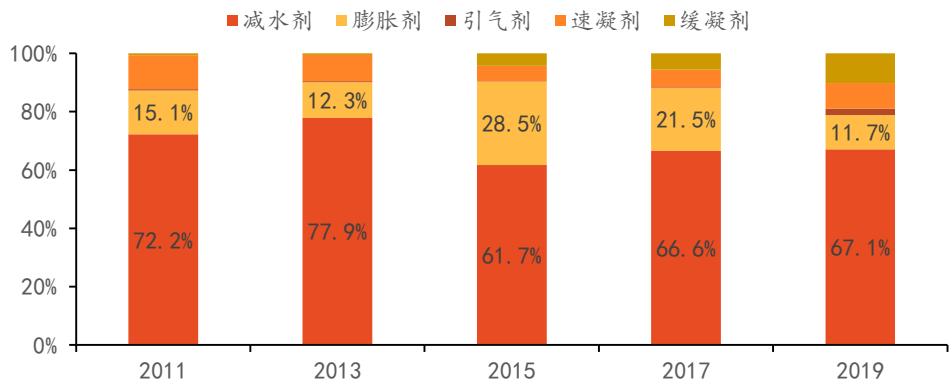
1.2 功能性材料空间广阔，拓宽公司成长边界

功能性材料品类丰富，整体空间广阔，有望拓宽公司成长边界。公司不局限于单一减水剂产品，而是通过不断开发新型功能性材料，同时将已开发的产品不断向市场推广，拓宽自身成长边界，公司功能性材料收入占比从 2014 年 5.0% 提升至 2020 年的 11.8%，有望继续提升。

图 5：2014-2020 年公司功能性材料收入占比（%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

功能性外加剂市场空间超 200 亿，公司品类齐全。功能性外加剂包括膨胀剂/引气剂/速凝剂/缓凝剂等，其可以单独使用或与减水剂复配使用。从混凝土外加剂结构变化来看，功能功能性外加剂占比有提升趋势，根据《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和动态》数据，功能性材料占比从 2011 年 27.8% 提升至 2019 年的 32.9%。根据《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和动态》数据，2019 年混凝土外加剂总产值 655.6 亿，若按照 2019 年功能性外加剂占比约 32.9% 计算，2019 年功能性外加剂市场空间约 216 亿。公司品类齐全，根据公司官网，目前公司减水剂助剂中，包含引气剂/消泡剂/早强剂/增强剂/缓凝剂/增稠剂。根据公司公告，4 月 26 日公司大英基地投产，其中包含 10 万吨速凝剂（普遍用于隧道部分），公司功能性外加剂有望继续放量。

图 6：2011-2019 年混凝土外加剂构成（%）


数据来源：《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和动态》，东方证券研究所

预计抗裂防渗剂市场空间约 30-60 亿。目前隧道行业的痛点是“无隧不裂”，混凝土开裂之后会发生渗漏，导致钢筋锈蚀，降低结构的耐久性，同时带来后期巨大的修复和修补费用。公司历时 20 年，做了成套的研究并结合大量技术专利，研发出抗裂防渗剂，解决了“无隧不裂”的行业难题。从 2018 年公司抗裂防渗剂开始已经成功应用于无锡太湖隧道，目前没有出现结构性裂痕。根据公

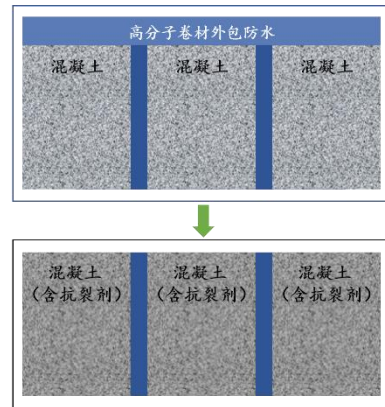
公司公告，在基础设施/湖底隧道/轨道交通领域使用公司抗裂产品后，混凝土造价的材料成本仅增加 5%-10%，但可为未来节约超过 20%的修补运维成本。根据公司公告，保守估计目前抗裂防渗剂市场空间约 30-60 亿。公司可以抗裂技术为基础，向前端延伸到结构自防水，市场空间有望进一步扩容。根据公司公告，20 年公司抗裂防渗剂产值超 1 亿元，为功能性材料中销售规模最大单品。

图 7：抗裂防渗剂用于太湖隧道图示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 8：公司结构自防水图示



数据来源：公司官网，东方证券研究所

预计功能性水泥基材料市场空间 50-100 亿。公司功能性水泥基材料主要为 UHPC/灌浆料/稳塑剂/掺合料等。UHPC（超高性能混凝土）广泛应用于钢-UHPC 桥面、桥梁构件链接、预制构件等，可以极大减轻构件自重和结构补强以及应急维修。根据《2020 年中国超高性能混凝土（UHPC）技术与应用发展报告》统计，2020 年中国 UHPC 用量超过 4 万立方米（仅民用项目量，不含未收集到工程用量），使用了逾 7 万吨 UHPC 预混料，预计对应市场规模约 10 亿元。公司水泥基灌浆料主要应用在风电/核电/水电/装配式建筑等，根据公司公告，近年来灌浆料呈现爆发式增长，单个工程可达 3000-5000 万产值需求。根据公司公告，预计短期内功能性水泥基材料市场将达 50-100 亿，20 年公司 UHPC/灌浆料产值分别超 9000 万/不到 5000 万，为功能性材料中第 2/4 大单品。

图 9：桥面结构体系

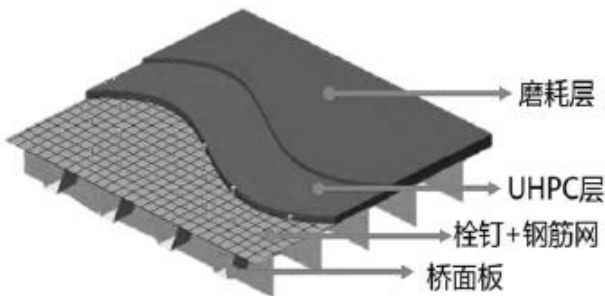
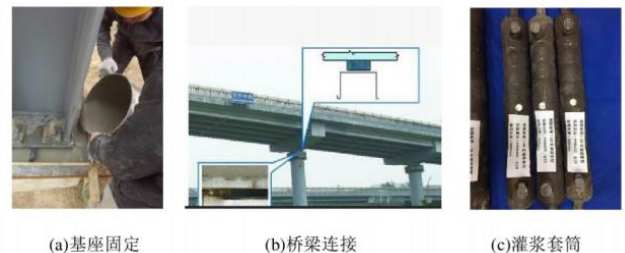


图 10：水泥基灌浆料应用现场图

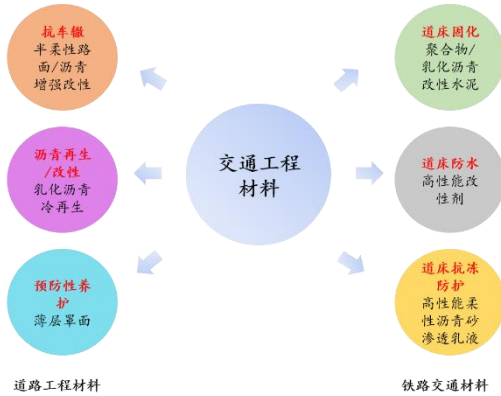


数据来源：《超高性能混凝土在前面铺装上的应用》，东方证券研究所

数据来源：中国知网，东方证券研究所

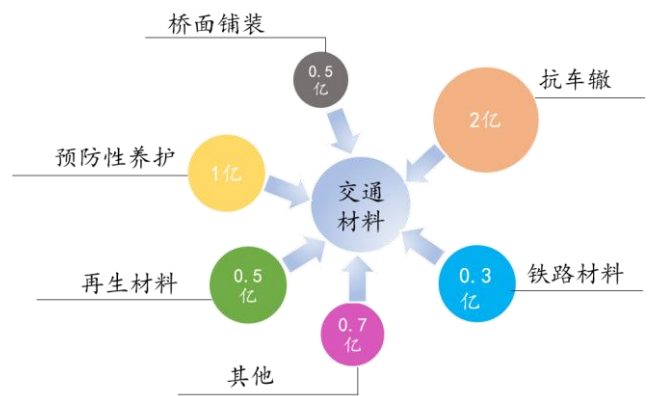
预计抗车辙材料市场空间约 80 亿。公司交通工程材料，主要包含道路工程材料的抗车辙/沥青再生/沥青改性/预防性养护材料等，以及铁路交通材料的道床固化/防水/抗冻防护材料。交通工程材料中应用最广的是抗车辙材料，主要包含普通沥青路面抗车辙材料和半柔性抗车辙路面材料。其中普通抗车辙材料具有抗车辙性能优异、可减薄路面厚度等优势，根据公司公告，该品种市场容量达 34 万吨/年，产值约 46 亿/年。半柔性路面材料是在大空隙沥青混合料基体中灌注特种水泥基灌浆材料而形成的一种刚柔相济的新型路面材料，其抗车辙能力是普通沥青路面的 20 倍以上，按全生命周期计算，均价低于 5.8 元/m²·cm，可降低道路车辙维修成本 63.8%以上，根据公司公告，该品种全国产值约 30 亿元/年。根据公司公告，20 年公司抗车辙材料产值约 5000 万，为功能性材料中第 3 大单品。根据公司公告，未来 3-5 年内交通工程材料实现 5 亿产值目标，其中抗车辙达 2 亿元。

图 11：公司交通工程材料研究方向



数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

图 12：公司交通工程材料未来 3-5 年产值规划（亿）



数据来源：公司推介材料，东方证券研究所

表 2：半柔性抗车辙路面材料经济效益分析

名称	单价（元/m ² ·cm）	年限	均价（元/m ² ·cm）	道路车辙维修成本降低比例（%）
半柔性抗车辙路面材料	35	6 年以上	<5.8	>63.8
SBS 改性 AC-13	16	1 年	16	作为参照
SMA-13	20	1.5 年	13.3	16.9

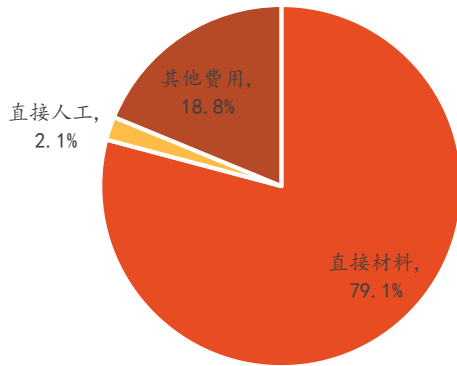
数据来源：《半柔性抗车辙路面技术应用研究》，东方证券研究所

二、环氧乙烷涨价动力不足，中长期价格有望回落

高性能减水剂成本受环氧乙烷价格波动影响较大。根据公司年报，2020 年公司高性能减水剂成本中，直接材料占比 79.1%，相较 2019 年占比 91.1%有所下降，主要由于公司 20 年将运输费用从销售费用重分类至成本（其他费用）。直接材料主要为聚醚单体，聚醚单体由环氧乙烷合成，根据

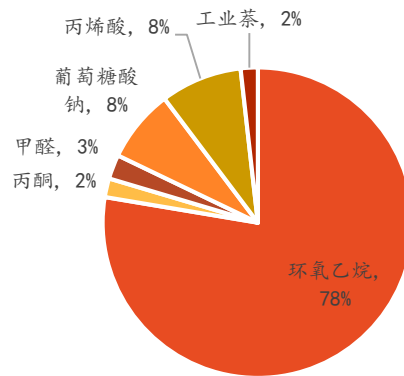
公司可转债募集说明书，2019H1 原材料成本构成中，环氧乙烷占 78%。因此环氧乙烷的价格波动对高性能减水剂成本影响较大。

图 13：2020 年公司高性能减水剂成本构成（%）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

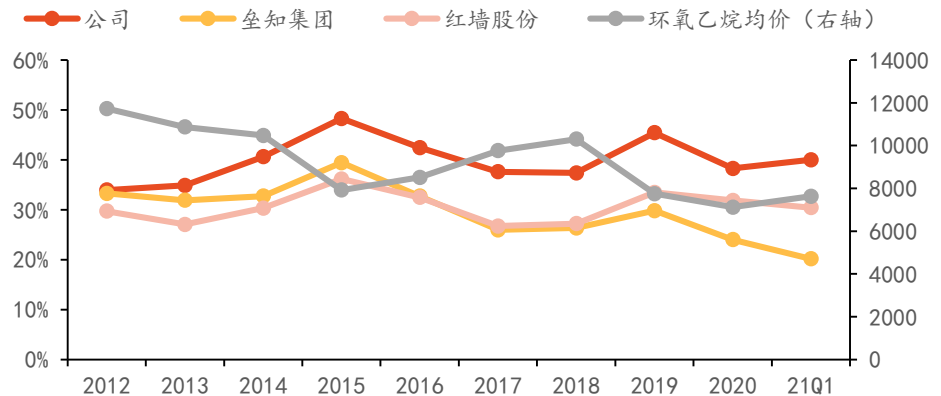
图 14：19H1 公司原材料成本构成（%）



数据来源：公司可转债募集说明书，东方证券研究所

预计 21Q2 公司毛利率略有承压。减水剂企业对上游原材料厂商议价能力相对较弱，而下游客户主要为混凝土厂商/工程业主方，对下游调价频次不高且幅度有限，因此在原材料环氧乙烷大幅上涨/下跌时，减水剂厂商毛利率通常表现为下滑/提升。从 2012-21Q1 公司/垒知/红墙毛利率变化来看，基本与环氧乙烷均价呈反向变动。公司 21Q1 毛利率 40.0%，同比下降 12.3pct，一是由于均价有所下滑，21Q1 公司聚羧酸减水剂均价 2104 元/吨，YoY-12.4%，二是由于公司运费调整至营业成本。考虑到公司在年初以聚醚（可保存）的形式储备了部分低价原材料，我们判断 21Q1 公司并未受到原材料上涨带来的压力。公司 21Q1 环氧乙烷采购价格较同期上涨 5.05%，我们判断这部分原材料采购价格的上涨，会导致 21Q2 公司毛利率略有承压，但公司仍会提价传导部分成本压力。

图 15：2012-21Q1 公司/垒知集团/红墙股份毛利率（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

环氧乙烷价格受自身供需/乙烯价格/乙二醇景气度影响。环氧乙烷是一种最简单的环醚，在常温下为无色带有醚刺激性气味的气体，能溶于水/醇/醚。环氧乙烷主要的原材料为乙烯，乙烯价格与原油价格高端相关，因此环氧乙烷价格受原油/乙烯价格影响。根据联泓新科招股说明书，中国环氧乙烷的工业生产中，约 60%环氧乙烷装置与乙二醇装置联产，这部分环氧乙烷并不作为商品流通，只是作为生产乙二醇的中间产物。而环氧乙烷和乙二醇可以相互转化，因此环氧乙烷价格同时也受乙二醇景气度影响。作为商品流通的环氧乙烷，主要用在聚醚单体/非离子表面活性剂/其他衍生物中，价格受下游需求与自身产能供给影响。

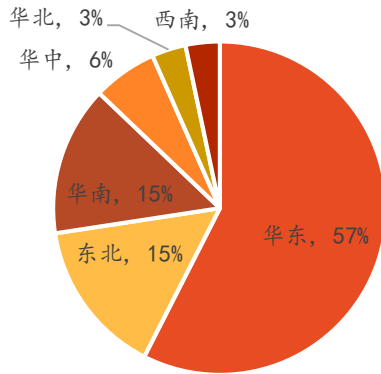
图 16：环氧乙烷产业链



数据来源：联泓新科招股说明书，东方证券研究所

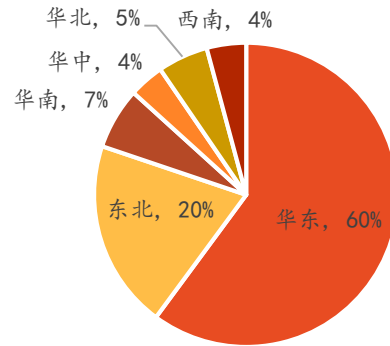
环氧乙烷产能分布呈明显区域特征。环氧乙烷属于杂环类化合物，易燃易爆，化学性质非常活泼，能与许多化合物发生开环加成反应，受热后易聚合，在有金属盐类或氧的存在下能分解。环氧乙烷属于特殊危化品，不适宜长距离运输，同时考虑到较高的运输成本，因此环氧乙烷的产能分布呈现较为明显的区域性。根据卓创资讯，20 年国内环氧乙烷消费量分布中，华东/东北/华南占比最大，分别为 60%/20%/7%。环氧乙烷厂商贴近需求端建设产能，根据卓创资讯，20 年国内环氧乙烷产能分布中，华东/东北/华南分别占比 57%/15%/15%。

图 17：2020 年国内环氧乙烷产能区域分布（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

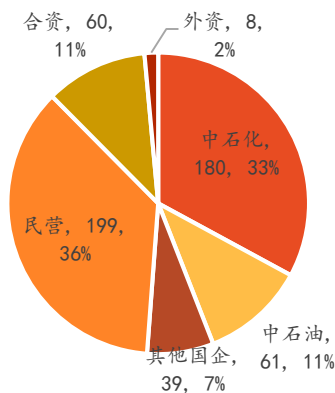
图 18：2020 年国内环氧乙烷消费量区域分布（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

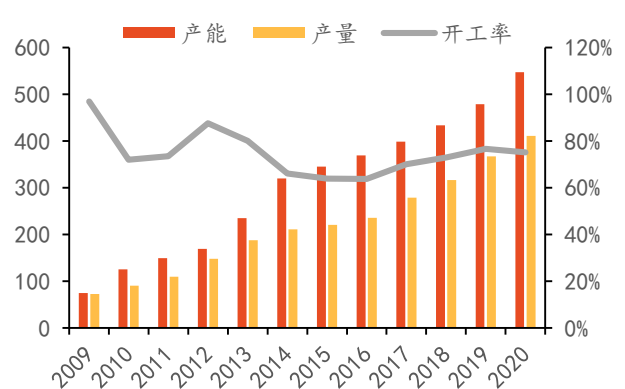
环氧乙烷供给充足，预计 21 年产能将达到 675 万吨，YoY+23.4%。2010 年以前，70%以上的中国环氧乙烷产能集中在中石化/中石油两大集团，随着民营企业/外资企业的进入，产能结构发生变化，外资合资企业及地方民营企业的环氧乙烷产能已超过中石油/中石化产能总和，根据卓创资讯，20 年民营+合资+外资/中石化+中石油产能占比分别为 49%/44%。民营企业大量进入导致商品环氧乙烷产能迅速扩张，产能严重过剩，行业开工率不断走低。近 5 年环氧乙烷开工率企稳 65%-80% 之间，根据卓创资讯，20 年环氧乙烷开工率为 75.1%。环氧乙烷产能持续扩张，根据卓创资讯，20 年环氧乙烷产能/产量分别约 547/410.7 万吨，YoY+14.2%/11.9%，根据《国内环氧乙烷市场发展现状及营销策略》数据，预计 21 年国内环氧乙烷产能将达到 675 万吨，YoY+23.4%。

图 19：2020 年国内环氧乙烷产能主体占比（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 20：2009-2020 年环氧乙烷产能/产量（万吨）

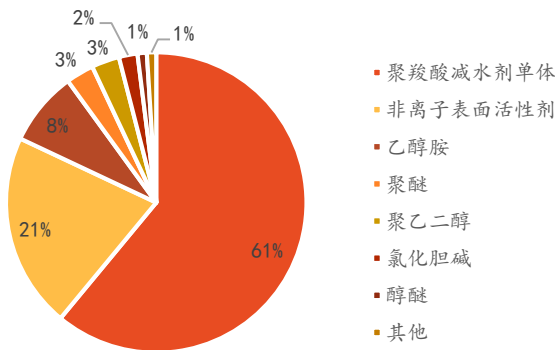


数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

预计商品环氧乙烷需求量增速放缓，从 1-2 年维度看，供给端仍有压力，环氧乙烷价格上行动力不足，整体承压。根据卓创资讯统计，20 年国内商品环氧乙烷下游需求中，聚羧酸减水剂单体/非离子表面活性剂分别占比 61%/21%。聚羧酸减水剂主要应用在混凝土中，从而改变混凝土性能。根据《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和动态》，19 年我国聚羧酸减水剂产量 1136 万吨，较

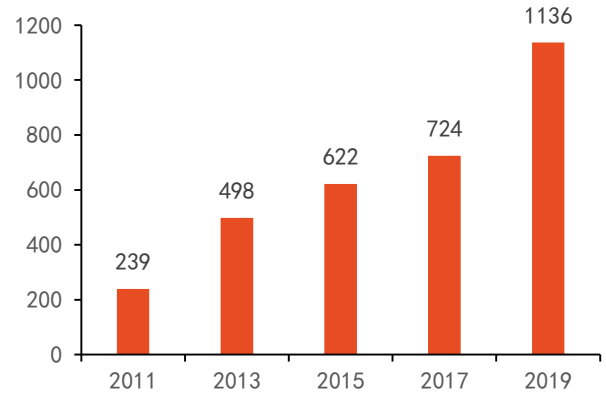
17 年增长 57%，一是由于 19 年商混产量较 17 年增长 10.2%，二是由于聚羧酸减水剂在减水剂中占比从 17 年 77.6% 提升至 19 年 84.4%。随着下游基建增速放缓，以及地产在“房住不炒”的政策下保持平稳增长，预计减水剂需求逐渐进入到缓慢增长期，从而导致环氧乙烷需求增长逐渐放缓，根据《我国环氧乙烷市场分析及研发进展》预计，环氧乙烷需求量增速将保持约年均 6%。

图 21：2020 年国内商品环氧乙烷下游需求结构（%）



数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

图 22：2011-2019 年聚羧酸减水剂产量（万吨）

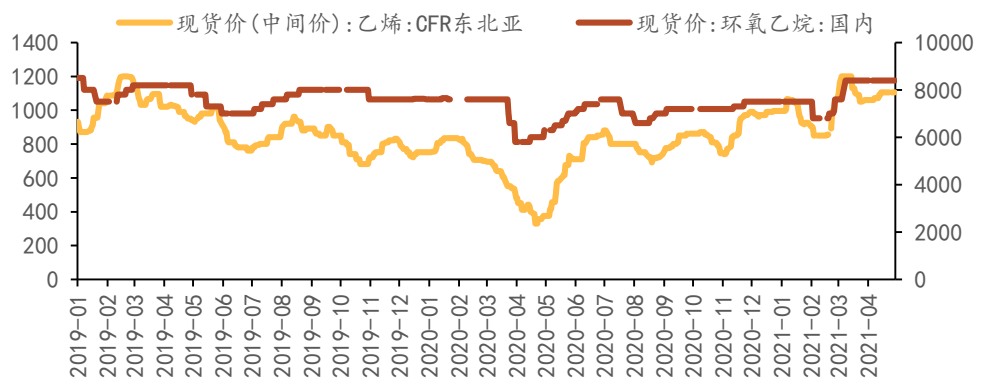


数据来源：《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和动态》，东方证券研究所

注：聚羧酸减水剂产量折合 20% 浓度产品计算

受乙烯价格上涨/产能检修影响，短期环氧乙烷均价有所抬升。乙烯是制备环氧乙烷的主要原材料，环氧乙烷价格与乙烯价格高度相关。乙烯价格受原油均价走高影响，疫情后不断攀升，为环氧乙烷价格上涨提供充足动力。此外，根据卓创资讯统计，21H1 环氧乙烷装置产能达 175 万吨，供给端短期收缩助推了环氧乙烷的价格上涨。根据 wind，截至 4 月 30 日，国内环氧乙烷价格为 8400 元/吨，较 1 月 1 日 7500 元/吨提升 12%。

图 23：2019/1/1-2021/4/30 乙烯/环氧乙烷价格（美元/吨，元/吨）



数据来源：Wind，东方证券研究所

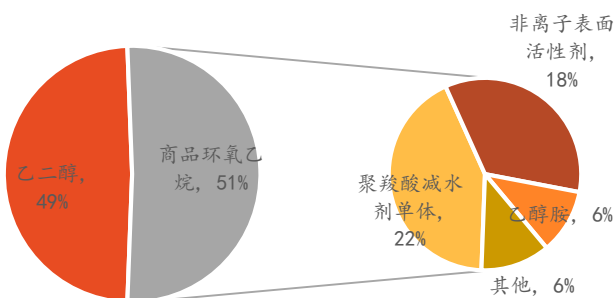
表 3：21H1 环氧乙烷装置检修表（万吨）

厂家	检修时间	时长（天）	检修产能（万吨）	检修信息
山东联泓	21 年 2 月 21 日-3 月 15 日	30	12	更换催化剂
江苏奥克	21 年 3 月 6 日-4 月 25 日	50	20	更换催化剂
茂名石化	21 年 3 月 25 日-4 月 30 日	45	20	更换催化剂
抚顺石化	21 年 4 月 10 日-6 月 10 日	60	5	更换催化剂
上海金山	2021 年 4 月 18 日	20-40	15	更换催化剂
南京德纳	21 年 5 月 10 日-6 月 10 日	30	10	更换催化剂
镇海炼化	21 年 5 月 20 日-6 月 3 日	15	18	更换催化剂
泰兴金燕	2021 年 6 月	40	20	装置检修
吉林石化	21 年 6 月-7 月	50	17	更换催化剂
三江化工	21 年 6-7 月	30	38	更换催化剂
合计			175	

数据来源：卓创资讯，东方证券研究所

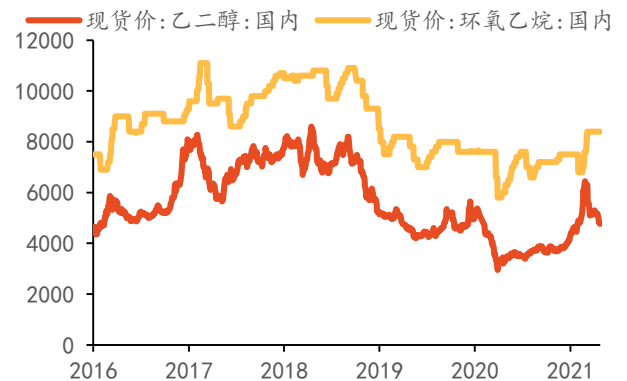
环氧乙烷继续上涨动力不足，不排除后续均价将有所下跌。从环氧乙烷供需格局来看，供给端存量产能充足，预计 21 年产能增长 24.3%，需求端增速相对较慢，预计保持约 6% 的增长，小于供给增速，价格上行动力不足。且 21H1 环氧乙烷集中检修的产能将陆续释放，环氧乙烷价格将整体承压。从原材料乙烯价格来看，3 月中旬开始已略有回调，积蓄环氧乙烷价格下行动力。此外，乙二醇价格有所回落，进一步增强环氧乙烷价格下行动力。根据金联创资讯数据，2019 年环氧乙烷需求结构中，商品环氧乙烷/乙二醇分别占比 51%/49%。而环氧乙烷和乙二醇可以相互转换，当其中某一种产品景气度较低时，厂商转向生产另一种景气度较高的产品，从而导致两者价格基本趋同。3 月初乙二醇价格已开始回落，我们认为厂商将更多生产环氧乙烷，环氧乙烷价格下行压力加大。

图 24：2019 年环氧乙烷下游需求分布图（%）



数据来源：金联创资讯，东方证券研究所

图 25：16/1/1-21/4/30 国内乙二醇/环氧乙烷价格（元/吨）

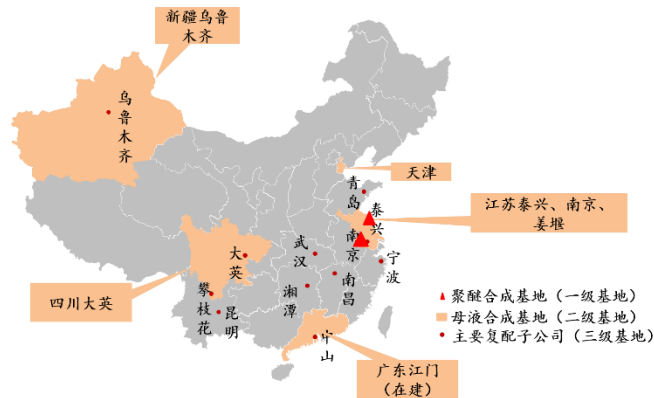


数据来源：Wind，东方证券研究所

三、全国性布局进一步完善，运输费用率有望下降

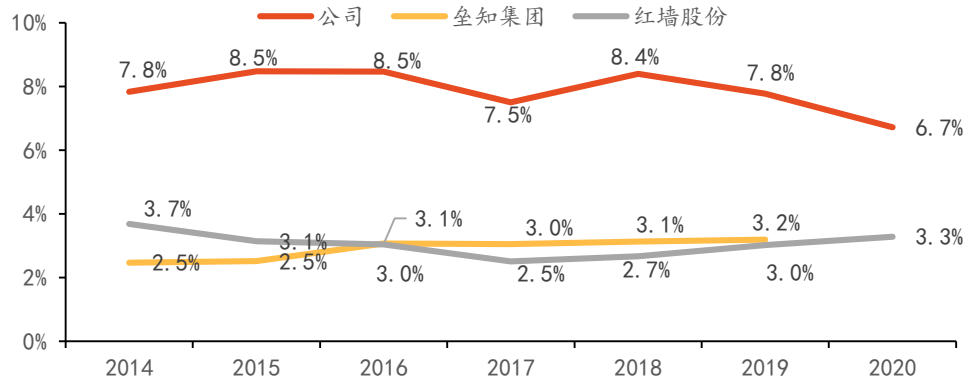
公司积极进行产能扩张，全国性布局进一步完善。从 20 年开始，公司保持每年新增 1 个一级或二级基地的扩张节奏，20 年泰兴三期投产（一级基地），根据公司公告，21 年 4 月 26 日大英基地（二级基地）投产，预计 22 年公司江门基地（二级基地）投产。公司全国性布局已初具雏形，在东部地区，公司南京/泰兴基地可辐射整个华东地区，同时可将“9 系”产品全面推向市场；在华北地区，公司天津基地辐射京津冀经济圈和雄安新区；在西北地区，公司新疆基地受益于一带一路和新疆大开发；在西部地区，公司大英基地可辐射西南川渝双城经济圈，并直接受益川藏铁路建设；在南方地区，公司江门基地投产后，可直接受益于粤港澳大湾区的建设。为进一步完善全国性布局，不排除公司将在中原地区进行产能建设，届时公司可进行东西南北中全面覆盖。

图 26：公司产能布局



数据来源：公司公告，东方证券研究所

随着全国性布局的完善，公司运输费用率有望持续下降。公司运输费用率高于同业超 3pct，一是由于公司母液合成基地较少，每个母液合成基地所辐射的范围较大；二是公司相较同业增加聚醚运输费用（同业外购聚醚，只计成本）。公司 20 年将运输费用重分类至成本，我们估算 20 年公司运输费用率为 6.7%，同比下降 1.1pct，我们判断一是由于三级复配基地增加，二是由于华东地区（运费较低）销售占比提升。公司除了全国性布局二级基地，会同时以二级基地为中心/200-300km 为半径，在重点城市增配三级复配基地（覆盖 200km 范围），届时二级基地可覆盖半径为 500km 的区域范围。根据公司公告，目前公司三级复配基地 21 个，随着二级基地的增加将增配至 40 个，运输费用率有望持续下降。

图 27：2014-2020 各公司运输费用率（%）


数据来源：各公司公告，东方证券研究所

注：公司 20 年运输费用率为估算值

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设：

- 1) 预计 21-23 年高性能减水剂业务收入 31.6/41.5/51.6 亿，YoY+31.9%/31.3%/24.2%，增长主要由于产能扩张。随着 21/22 年大英基地的投产，预计 21-23 年高性能减水剂成品销量为 145.1/190.4/236.5 万吨。预计 21-23 年成品吨均价为 2180/2180/2180，均价持平主要考虑到行业定价模型逐渐转向“产品+服务”，产品价格趋于稳定，21 年均价下滑 1.0%主要考虑到 20H2 开始高性能减水剂均价有所走低。预计 21-23 年吨成本 1326/1313/1303 元，主要考虑到公司全国性布局逐步完善，运输成本有所下降。预计 21-23 年毛利率 39.2%/39.8%/40.3%，毛利率提升主要由于运输成本下降而售价稳定。
- 2) 预计 21-23 年高效减水剂业务收入 2.7/2.7/2.7 亿，YoY-0.9%/0%/0%，收入基本持平主要由于需求相对稳定。预计 21-22 年高效减水剂成品销量 15.5/15.5/15.5 万吨，销量持平主要考虑到在水利工程等市场仍有稳定需求。预计 21-23 年吨均价为 1722/1722/1722 元，均价持平主要由于公司对高效减水剂进行配方改进，维持了整体吨均价。预计 21-23 年吨成本 1369/1350/1340 元，主要考虑到公司全国性布局逐步完善，运输成本有所下降。预计 21-23 年毛利率 20.5%/21.6%/22.2%，毛利率提升主要由于运输成本下降而售价稳定。
- 3) 预计 21-23 年功能性材料业务收入 6.1/8.4/11.4 亿，YoY+42.2%/37.7%/34.7%，收入快速增长主要由于功能性材料新品不断孵化并快速放量，预计 21-23 年功能性材料销量为 33/45/60 万吨。预计 21-23 年功能性材料吨均价为 1856/1875/1894 元，吨均价提升主要考虑到功能性材料新产品占比提升，而新产品均价相对较高。预计 21-23 年吨成本为 1140/1135/1132 元，吨成本下降主要考虑到公司运输成本有所下降。预计 21-23 年毛利率 38.6%/39.4%/40.2%，毛利率提升主要由于运输成本下降同时售价提升。

- 4) 预计 21-23 年技术服务业务收入 6.0/6.9/7.9 亿，YoY+15.0%/15.0%/15.0%，收入增长主要考虑到检测行业仍有较快增长。预计 21-23 年毛利率为 44.9%/43.5%/42.1%，毛利率逐渐下滑主要考虑到公司检测业务逐渐实现跨领域和跨区域的发展，毛利率略有承压。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
高性能减水剂					
销售收入（百万元）	2,326.7	2,398.0	3,163.4	4,152.4	5,157.6
增长率		3.1%	31.9%	31.3%	24.2%
毛利率	49.5%	38.6%	39.2%	39.8%	40.3%
高效减水剂					
销售收入（百万元）	282.4	268.7	266.3	266.3	266.3
增长率		-4.9%	-0.9%	0.0%	0.0%
毛利率	28.8%	20.4%	20.5%	21.6%	22.2%
功能性材料					
销售收入（百万元）	366.6	430.9	612.6	843.7	1,136.1
增长率		17.5%	42.2%	37.7%	34.7%
毛利率	38.2%	38.4%	38.6%	39.4%	40.2%
技术服务					
销售收入（百万元）		522.0	600.3	690.4	793.9
增长率			15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	38.4%	46.2%	44.9%	43.5%	42.1%
其他业务					
销售收入（百万元）	20.4	32.6	35.9	39.5	43.4
增长率		60.3%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	54.6%	35.2%	35.2%	35.2%	35.2%
合计	3,306.6	3,652.2	4,678.5	5,992.3	7,397.5
增长率		10.5%	28.1%	28.1%	23.5%
综合毛利率	45.4%	38.3%	38.7%	39.3%	39.8%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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 24XPE。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，选取主营业务同为聚醚的奥克股份/皇马科技，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，此外考虑到公司含有检测业务，我们同时选取以建筑材料及建设工程检测为主营业务的国检集团作为可比公司，21 年可比公司调整后平均 PE 为 21X。可比公司 22 年归母净利润增速均值为 24%，我们预测 22 年公司归

母净利润增速为 30%，由于公司盈利增长高于可比公司，且在减水剂领域公司为绝对龙头，功能性材料占比不断增大，迈向功能性材料平台型企业，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 15% 的估值溢价，即 24XPE。

表 4：可比公司估值表（截至 2021 年 5 月 5 日）

公司	代码	股价	市值	每股收益（元）				市盈率			
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
垒知集团	002398.SZ	7.28	52	0.52	0.66	0.82	1.00	10.39	11.03	8.88	7.28
奥克股份	300082.SZ	9.05	62	0.59	0.78	0.96	1.12	11.78	11.60	9.43	8.08
皇马科技	603181.SH	17.79	72	0.79	0.98	1.21	1.38	18.91	18.15	14.70	12.89
东方雨虹	002271.SZ	57.76	1,458	1.44	1.71	2.14	2.73	18.95	33.78	26.99	21.16
国检集团	603060.SH	23.15	100	0.54	0.68	0.83	1.01	17.87	34.04	27.89	22.92
调整后平均									21.18		

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 5 月 5 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 21-23 年 EPS 为 1.69/2.20/2.74 元，维持原盈利预测。公司是减水剂行业龙头，有望成长为外加剂平台型企业，在技术研发上具有明显优势，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 24XPE，对应目标价 40.56 元，维持“买入”评级。

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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	507	986	1,475	1,641	1,998	营业收入	3,307	3,652	4,678	5,992	7,398
应收票据、账款及款项融资	2,392	2,676	2,947	3,416	3,921	营业成本	1,804	2,254	2,866	3,635	4,456
预付账款	84	97	125	160	197	营业税金及附加	31	32	40	52	64
存货	187	315	401	436	490	营业费用	586	308	394	529	671
其他	65	164	211	270	332	管理费用及研发费用	357	401	528	699	881
流动资产合计	3,235	4,239	5,160	5,922	6,938	财务费用	58	47	43	38	25
长期股权投资	0	88	43	43	43	资产、信用减值损失	30	37	37	36	40
固定资产	1,188	1,433	1,521	1,631	1,716	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	97	82	66	58	54	投资净收益	0	3	3	3	1
无形资产	210	248	248	249	251	其他	24	17	14	18	15
其他	278	322	302	289	275	营业利润	464	592	786	1,023	1,277
非流动资产合计	1,773	2,174	2,180	2,271	2,339	营业外收入	0	1	2	1	1
资产总计	5,008	6,413	7,340	8,193	9,277	营业外支出	4	5	4	4	5
短期借款	870	785	900	700	548	利润总额	460	588	784	1,020	1,273
应付票据及应付账款	523	851	825	1,018	1,203	所得税	76	95	127	165	206
其他	864	852	1,070	1,164	1,266	净利润	384	493	658	856	1,068
流动负债合计	2,257	2,488	2,795	2,882	3,017	少数股东损益	30	53	66	86	107
长期借款	26	33	41	52	62	归属于母公司净利润	354	441	592	770	961
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.01	1.26	1.69	2.20	2.74
其他	96	126	120	150	190						
非流动负债合计	122	159	161	202	252	主要财务比率					
负债合计	2,380	2,648	2,956	3,084	3,269		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	237	302	367	453	560	成长能力					
实收资本(或股本)	311	350	350	350	350	营业收入	42.8%	10.5%	28.1%	28.1%	23.5%
资本公积	1,037	1,721	1,788	1,788	1,788	营业利润	122.0%	27.8%	32.7%	30.2%	24.8%
留存收益	1,044	1,391	1,878	2,518	3,310	归属于母公司净利润	32.0%	24.4%	34.3%	30.1%	24.8%
其他	0	1	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,628	3,765	4,384	5,109	6,008	毛利率	45.4%	38.3%	38.7%	39.3%	39.8%
负债和股东权益总计	5,008	6,413	7,340	8,193	9,277	净利率	10.7%	12.1%	12.6%	12.9%	13.0%
						ROE	15.8%	15.1%	15.8%	17.8%	19.0%
						ROIC	13.5%	13.2%	14.0%	15.9%	17.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	47.5%	41.3%	40.3%	37.6%	35.2%
净利润	384	493	658	856	1,068	净负债率	14.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	105	128	155	177	200	流动比率	1.43	1.70	1.85	2.05	2.30
财务费用	58	47	43	38	25	速动比率	1.35	1.58	1.70	1.90	2.14
投资损失	0	(3)	(3)	(3)	(1)	营运能力					
营运资金变动	64	(197)	(314)	(349)	(414)	应收账款周转率	2.1	1.9	2.2	2.5	2.6
其它	(191)	(136)	29	62	75	存货周转率	9.3	9.0	8.0	8.7	9.6
经营活动现金流	419	333	567	780	953	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
资本支出	(448)	(379)	(205)	(263)	(263)	每股指标(元)					
长期投资	0	(88)	45	0	0	每股收益	1.01	1.26	1.69	2.20	2.74
其他	255	(60)	3	3	1	每股经营现金流	1.35	0.95	1.62	2.23	2.72
投资活动现金流	(194)	(527)	(157)	(260)	(262)	每股净资产	6.83	9.89	11.47	13.29	15.55
债权融资	69	(28)	45	14	13	估值比率					
股权融资	26	724	67	0	0	市盈率	29.8	23.9	17.8	13.7	11.0
其他	(165)	(217)	(34)	(368)	(346)	市净率	4.4	3.0	2.6	2.3	1.9
筹资活动现金流	(70)	479	79	(354)	(334)	EV/EBITDA	16.6	13.5	10.6	8.4	6.9
汇率变动影响	0	163	-0	-0	-0	EV/EBIT	19.9	16.2	12.5	9.8	8.0
现金净增加额	156	448	489	166	357						

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