

深耕外加剂、布局精细化工，双轨驱动 高成长

核心观点：

- **公司：深耕外加剂、布局精细化工** 公司是全国混凝土外加剂行业龙头企业之一，营业额连续多年位居全国前三、华南第一。公司从华南市场迈向全国市场的步伐已经全面展开，全国化布局彰显成效。2016-2020年公司营收和归母净利润年均复合增速高达32.3%、21.0%。公司在大亚湾石化区布局精细化工项目将打造“外加剂+精细化工”双主业模式，预计双轨驱动下公司业绩持续保持高增长。
- **外加剂：行业向龙头集中，全国布局助力高增长** 近些年我国外加剂行业保持增长态势，2015-2019年混凝土外加剂行业市场规模和产量年均复合增长率分别为4.4%、9.8%。行业存在趋向龙头集中趋势，CR3（苏博特、垒知集团、红墙股份）市占率从2015年9.8%提升至2019年16.5%。我们认为，预拌混凝土渗透率提升催生行业内生增长需求，而下游基建、房地产催生行业外在增长需求；未来行业集中度仍将继续提升，龙头企业强者恒强。公司已基本完成全国布局，未来高成长可期。
- **精细化工：倾力打造大亚湾项目，再造一个“红墙”** 公司在大亚湾石化区布局15万吨/年减水剂聚醚单体、7万吨/年非离子表面活性剂、3万吨/年聚醚多元醇和3万吨/年丙烯酸羟基酯项目，以及在安徽天长布局精细化工项目。公司所布局产品均存在较好的市场需求空间，较保持较好的盈利能力。特别是公司大亚湾项目原料有保障、市场有空间，且聚醚单体等部分产品自用，能够锁定上游环节利润。精细化工项目预计将在2023年贡献业绩，将再造一个“红墙”。
- **盈利预测及投资建议** 我们预计2021-2023年公司营收分别为17.3、20.3、36.6亿元，同比变化29.7%、17.4%、79.9%；归母净利润分别为1.71、1.96、3.53亿元，同比变化20.9%、14.5%、79.6%；每股收益（EPS）分别为0.83、0.95、1.71元，对应PE分别为11.8、10.3、5.7倍。看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **主要财务指标**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1336.56	1733.43	2034.40	3660.68
增长率	15.45%	29.69%	17.36%	79.94%
归母净利润(百万元)	141.75	171.42	196.29	352.52
增长率	10.58%	20.93%	14.51%	79.59%
EPS(元)	0.69	0.83	0.95	1.71
PE	14.26	11.79	10.30	5.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

- **风险提示** 市场开拓不及预期的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

红墙股份(002809.SZ)

推荐(首次评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

市场数据

2021-05-28

A股收盘价(元)	9.78
A股一年内最高价(元)	15.25
A股一年内最低价(元)	8.69
上证指数	3600.78
市盈率	13.43
总股本(万股)	20665.73
实际流通A股(万股)	13397.57
流通A股市值(亿元)	13.10

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

市场表现

2021-05-28



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

投资概要:

关键假设及主要预测:

1.公司聚羧酸减水剂业务 2021-2023 年销量分别增长 30%、20%、20%，萘系减水剂业务基本不变，其他外加剂年均增长 20%；

2.公司精细化工项目 2023 年贡献业绩，开工率假设 80%，其中聚醚单体实现自给、销量不含内部使用量；

3.考虑到与华润水泥等有合作，假设公司水泥业务销量基本维持在 25 万吨左右。

我们与市场不同的观点:

行业生产企业众多，增速不高，进入门槛不高，竞争激烈，看似不是很好的赛道。但从龙头企业的发展来看，一是保持远高于行业的增速在发展；二是基本保持较高的盈利水平，受周期影响较小。主要原因在于，行业在向龙头加速集中，CR3（苏博特、垒知集团、红墙股份）市占率从 2015 年 9.8%提升至 2019 年 16.5%，近乎增长了七成。考虑到未来环保和生产安全监管持续趋严，龙头企业依托研发、生产和服务优势能够提供整体解决方案，只能提供单一产品的中小企业的生存空间将继续受到较大挤压，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，预计未来集中度仍将继续提升，龙头企业强者恒强。

估值与投资建议:

行业龙头集中趋势背景下，公司外加剂业务将继续高增长。公司是全国混凝土外加剂行业龙头企业之一，营业额连续多年位居全国前三、华南第一。公司从华南市场迈向全国市场的步伐已经全面展开，全国化布局彰显成效，将进一步促进外加剂业务继续高增长。

公司大力布局精细化工项目，将形成“外加剂+精细化工”双主业模式，再造一个“红墙”。聚醚单体需求持续向好，行业将保持较好盈利区间；丙烯酸羟乙酯应用广泛，下游化学纤维、合成橡胶、涂料、胶粘剂、纸品等行业景气向上，带来丙烯酸羟乙酯需求上涨；非离子表面活性剂主要下游领域地产基建、洗涤行业景气推动行业持续增长；聚醚多元醇供给过剩局面难改，预计行业盈利水平不高，但特种产品利润率有望高于行业平均水平。公司精细化工项目有利于提升公司资产周转效率，带来较高的资金回报。

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 17.3、20.3、36.6 亿元，同比变化 29.7%、17.4%、79.9%；归母净利润分别为 1.71、1.96、3.53 亿元，同比变化 20.9%、14.5%、79.6%；每股收益（EPS）分别为 0.83、0.95、1.71 元，对应 PE 分别为 11.8、10.3、5.7 倍。

看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

主要原材料价格下降；下游基建地产高景气带来需求增加；广东大亚湾、安徽天长精细化工项目如期投产。

主要风险因素:

市场开拓不及预期的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

目录

一、公司：深耕外加剂、布局精细化工	4
（一）深耕外加剂行业，成为头部企业之一.....	4
（二）公司业绩保持高增长，全国化布局彰显成效.....	4
（三）布局精细化工项目，打造双轨驱动格局.....	6
二、外加剂：行业向龙头集中，全国布局助力高增长	7
（一）行业保持增长态势，未来仍存上升空间.....	8
（二）龙头企业市占率不断提升，增速远超行业水平.....	11
（三）公司基本完成全国布局，成长潜力持续释放.....	11
三、精细化工：倾力打造大亚湾项目，再造一个“红墙”	13
（一）聚醚单体需求持续向好，下游引领行业景气.....	13
（二）丙烯酸羟乙酯应用广泛，下游景气复苏助需求上涨.....	14
（三）非离子表面活性剂占比最高，预计市场需求稳步增长.....	15
（四）聚醚多元醇供给过剩局面难改，预计行业盈利保持低位区间.....	17
（五）项目选址大亚湾石化区，原料有保障、市场有空间.....	18
四、公司估值及投资建议	18
五、风险提示	19
六、附录	20
插图目录	21
表格目录	22

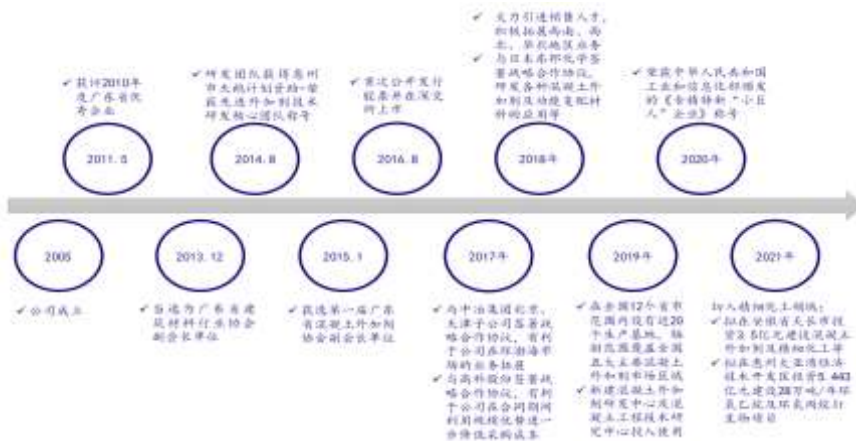
一、公司：深耕外加剂、布局精细化工

（一）深耕外加剂行业，成为头部企业之一

公司成立于2005年，始终专注于混凝土外加剂行业，已成为集研发、生产、销售和技术服务为一体的混凝土外加剂专业制造商，是全国混凝土外加剂龙头企业之一，营业额连续多年位居全国前三、华南第一。

公司在2016年登陆资本市场后，开启了加速发展的道路。2018年公司在西南地区、西北地区、华北地区组建销售团队，进军现有优势地区以外的其他区域，并着力开拓工程领域的客户群体，从而布局全国市场。2019年加大销售人才的引进力度，在全国12个省市范围内设有近20个生产基地，辐射范围覆盖全国五大主要混凝土外加剂市场区域。2020年公司已在全国16个省市范围内设有20多个生产基地，生产基地辐射范围覆盖全国六大主要混凝土外加剂市场区域，能够及时、高效地满足客户的需求和提升服务大型集团客户的能力。2021年公司开始布局精细化工业务。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

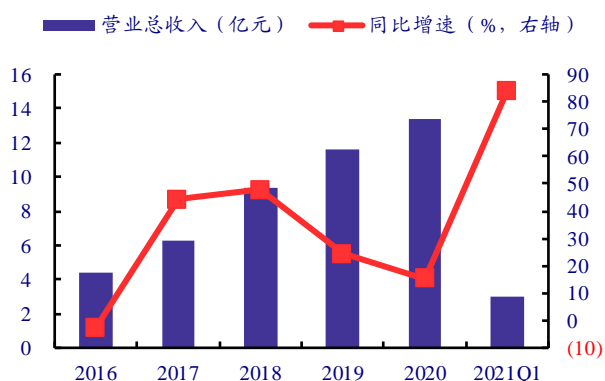
公司目前以聚羧酸系外加剂、萘系外加剂为主导产品，根据下游客户的实际需要提供定制化混凝土外加剂产品，最终产品涵盖聚羧酸系外加剂、萘系外加剂、各种功能性材料、聚羧酸保坍保塑剂、聚萘保坍保塑剂、早强剂、缓凝剂、引气剂、速凝剂、脱模剂等。同时还开展了部分水泥经销业务。

（二）公司业绩保持高增长，全国化布局彰显成效

公司作为外加剂龙头企业之一，受益于外加剂业务的持续开拓，公司经营业绩持续保持高增长。特别是公司2018年开始进军全国市场，进行全国销售区域及生产基地布局，目前基本搭建完成。2016-2020年公司营收和归母净利润年均复合增速高达32.3%、21.0%。

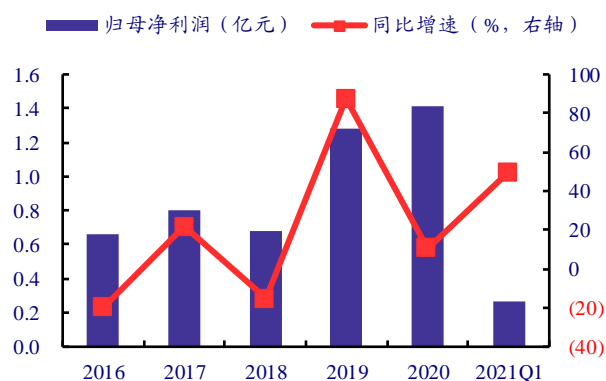
2021年公司业绩继续保持高增长，全国化布局开始彰显成效。21Q1公司实现营收2.99亿元、归母净利润2618.4万元，分别同比增长84.05%、49.89%，较19Q1分别增长64.4%、56.0%。公司从华南市场迈向全国市场的步伐已经全面展开，预计外加剂业务将继续保持快速增长态势，公司业绩将进一步提升。

图 2：2016-2021Q1 年公司营收及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

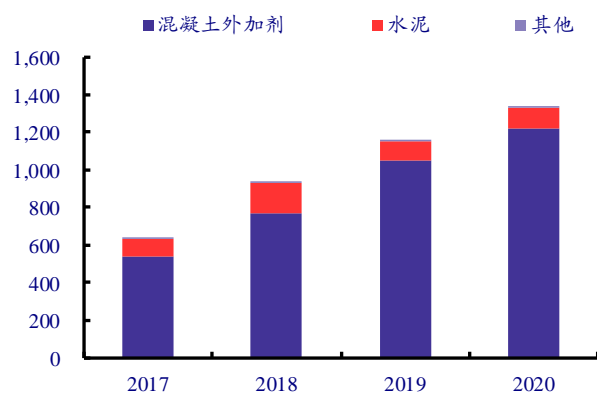
图 3：2016-2021Q1 年公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

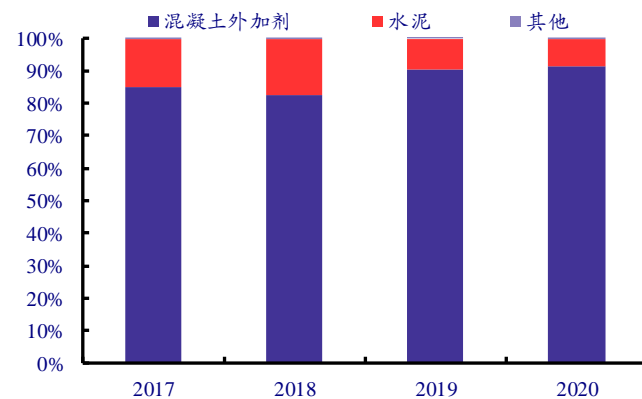
公司专营外加剂业务，保持较高盈利水平。公司深耕混凝土外加剂业务，2020 年外加剂业务贡献了 91%营收和 99%盈利；基于与华润水泥及部分优质客户的长期、稳定合作，公司还开展了部分水泥经销业务，但业绩占比特别是毛利贡献极为有限。

图 4：公司业务营收规模（亿元）



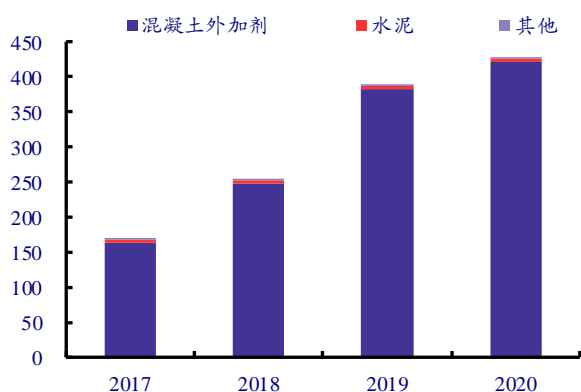
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 5：公司业务营收占比



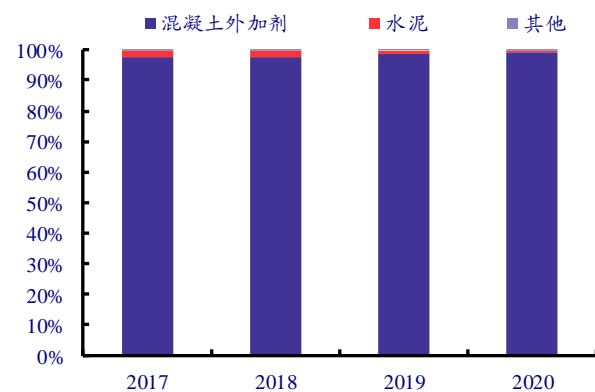
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：公司业务毛利规模（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

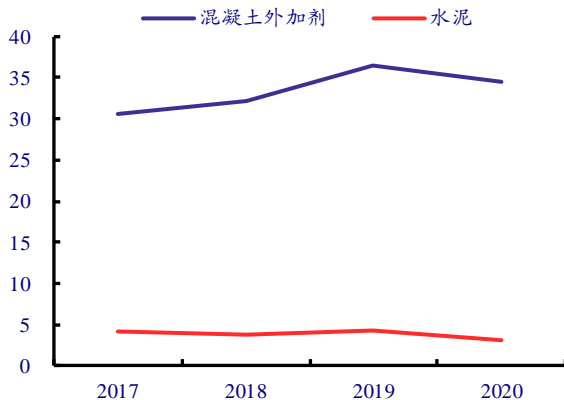
图 7：公司业务毛利占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

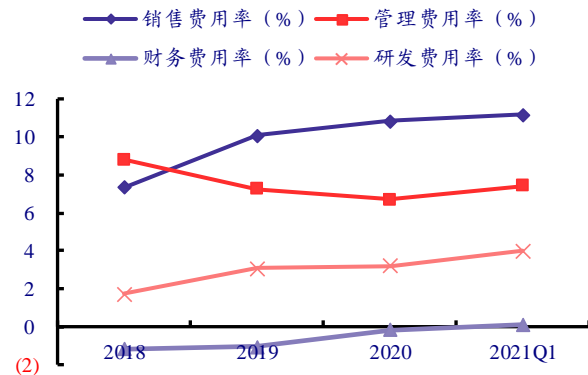
近些年公司外加剂一直保持较高的盈利水平，2017-2020 年基本维持在 30%-37%区间，2020 年达到 34.6%。公司销售费用率和研发费用率逐年有所增加，为公司外加剂业务业绩快速增长提供了助推动能。

图 8：公司业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 9：公司期间费用率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）布局精细化工项目，打造双轨驱动格局

在深耕外加剂业务之外，公司也在积极寻找新的产业方向，拟投资广东惠州大亚湾经济技术开发区，在延伸混凝土外加剂产业链的同时，正式开始进军精细化工领域。同时在安徽天长市化工集中区拟投资建设混凝土外加剂及其他精细化工等项目，为未来精细化工华东区域市场的开拓提供基地与产能保障。

年产 28 万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目拟投资 5.443 亿元，建设期 18 个月。该项目主要生产精细化工产品，计划建设年产 15 万吨减水剂聚醚单体生产线、年产 7 万吨非离子表面活性剂生产线、年产 3 万吨聚醚多元醇生产线和年产 3 万吨丙烯酸羟基酯生产线。

安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目拟投资 3.5 亿元，建设混凝土外加剂及其他精细化工等项目。该项目计划分两期建设。一期项目建设期为 18 个月，投资额为 1.5 亿元，主要生产混凝土外加剂产品。

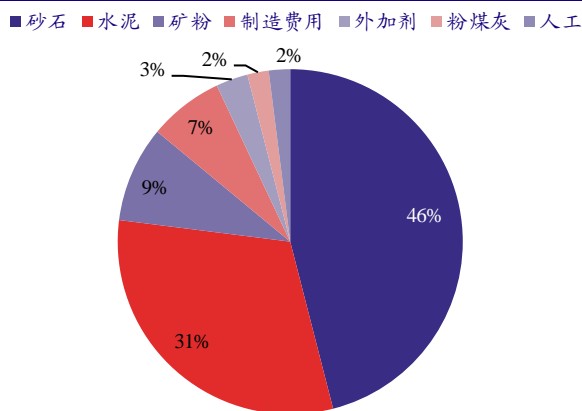
布局精细化工项目对公司发展意义重大，双主业共同驱动高成长。一方面，可以实现公司外加剂产业链向上游延展，保障公司目前及未来产能扩增过程中聚醚大单体等原材料的自给供应；同时，产业链的延伸也有利于公司产品研发方向前移，从而提升公司产品研发的宽度与深度。另一方面，公司可利用中海壳牌石油化工有限公司的 EO、PO 资源，以及惠州大亚湾石化产业园丰富的石化资源，切入精细化工领域，为公司进军精细化工领域打好基础。另外，公司在精细化工领域的布局未来将会对公司资产周转效率产生积极影响，也将进一步改善公司目前的现金流。我们认为，“外加剂+精细化工”双主业模式，将共同驱动公司业绩持续保持高速增长。

二、外加剂：行业向龙头集中，全国布局助力高增长

混凝土由水泥、砂、石、水、外加剂、掺合料按一定比例混合而成，其中外加剂成本占比不足5%，但对于混凝土的质量至关重要，不仅能改善混凝土拌合物的流动性、提高混凝土性能，还可节约水泥用量或水用量。

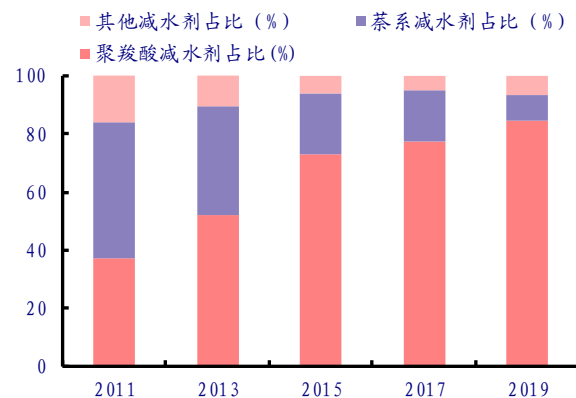
混凝土外加剂一般分为减水剂和其他功能性外加剂，其中按照减水率的高低，可将减水剂分为高性能减水剂、高效减水剂、普通减水剂等。和其他减水剂相比，高性能减水剂（聚羧酸减水剂）的性能最好，具有掺量低、减水率高、保坍性能优、收缩低等优点，并且属于环保型混凝土外加剂，从而成为了现代混凝土外加剂的重要发展方向。聚羧酸减水剂占比从2007年的14.6%、上升到2013年的52.2%，在2019年达到84.4%，预计未来仍有提升空间，主要是萘系减水剂的替代。

图 10：2019 年中国混凝土成本构成情况



资料来源：中国混凝土网，中国银河证券研究院

图 11：聚羧酸减水剂占比提升



资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

高效减水剂主要以萘系减水剂、氨基磺酸盐减水剂和脂肪族系减水剂为主，属于第二代减水剂，其中萘系减水剂占比六成以上。由于萘系减水剂在生产过程中会伴有甲醛和萘等污染物，在国内环保高压监管的态势下，一些未进入化工园区、没有能力进行环保升级改造的萘系减水剂生产企业停产或转产聚羧酸减水剂，萘系减水剂的产量持续大幅下降，从2013年的357.6万吨下降至2019年122.08万吨。但在工程应用过程中，萘系减水剂比聚羧酸减水剂具有更好的鲁棒性（Robustness），即掺有萘系减水剂的混凝土拌合物在环境条件和材料性能变化时，能更好地维持其新拌性能。另外，粉状萘系减水剂的生产工艺成熟稳定，更便于长途和海外运输，因此预计萘系减水剂仍具有一定市场空间，特别是具有一定生产规模的龙头企业。

功能性材料包括功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和工程纤维等，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。其中，功能性化学外加剂主要包括膨胀剂、速凝剂、防腐剂、阻锈剂、引气剂、防冻剂、早强剂等，可以单独使用或与减水剂复配使用；高性能水泥基材料主要包括灌浆料、超早强砂浆等，具有超早强、高强、无收缩、高耐久等特点；工程纤维包括有机纤维和金属纤维，能显著提高混凝土的韧性，减少开裂，延长构筑物使用寿命。

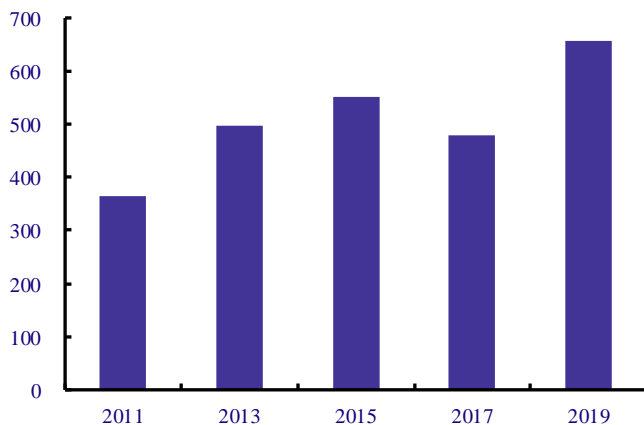
表 1：外加剂行业主要产品分类情况

产品	性能	主要应用领域	代表产品	减水率
高性能减水剂	掺量低、减水率高、保坍性能优、收缩低等优点，能显著改善混凝土和易性，提高施工效率和施工质量，大幅降低水胶比，提升混凝土强度和耐久性，延长混凝土构筑物的服役寿命，节省水泥用量，提高工业废渣利用率。具有高减水、高适应性、高性价比等优点，能有效降低水胶比，改善混凝土和易性，提高施工效率和施工质量，有效节省水泥用量，提高工业废渣利用率，对混凝土原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，主要用于配制中低强混凝土	核电、桥梁、高铁、隧道、高层建筑等	聚羧酸系高性能减水剂	不低于 25%，可达 40%以上
高效减水剂	木质素磺酸盐类减水剂原料来源于造纸工业废液，社会效益显著	水电、市政、民用建筑、预制构件等	萘系减水剂和脂肪族减水剂等	14%-24%
普通减水剂	功能性化学外加剂可以单独使用或与减水剂复配使用；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	木质素磺酸盐类减水剂	8%-13%
功能性材料			功能性化学外加剂(主要包括膨胀剂、速凝剂、防腐剂、阻锈剂、引气剂、防冻剂、早强剂等)、高性能水泥基材料(包括灌浆料、超早强砂浆等)和工程纤维(有机纤维和金属纤维)等	

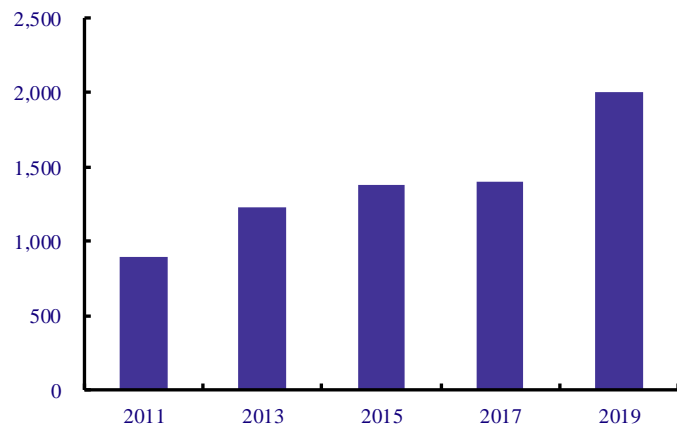
资料来源：苏博特招股书、中国混凝土网、中国银河证券研究院

（一）行业保持增长态势，未来仍存上升空间

近年来我国外加剂行业保持增长态势。2019 年我国水泥和混凝土价格明显提高，混凝土外加剂的销售价格也有所提高，行业总产值为 655.6 亿元，2015-2019 年年均复合增长 4.4%。2019 年我国混凝土外加剂产量达到 2004 万吨，2015-2019 年均复合增长率达到 9.8%。2019 年外加剂总产量在近年持续稳定增加的基础上，实现了一个飞跃上涨，与当年我国水泥总产量同比增加 4.8%、混凝土与水泥制品行业主要产品产量大幅增加互相一致。

图 12：我国混凝土外加剂行业市场规模（亿元）


资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

图 13：我国混凝土外加剂产量（万吨）


资料来源：CNKI，中国银河证券研究院

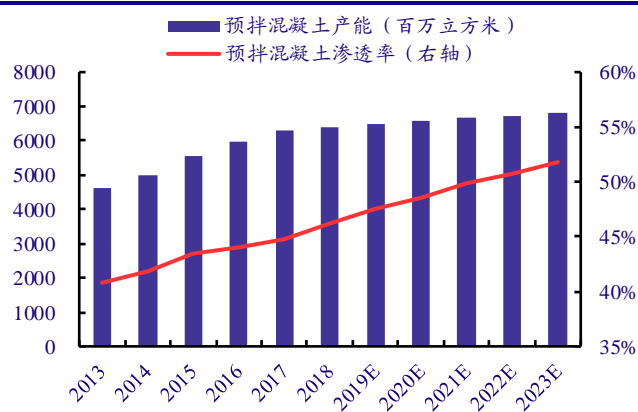
1. 预拌混凝土渗透率提升催生行业内生增长需求

长期来看，随着预拌混凝土渗透率提升，将带动减水剂需求上涨。混凝土生产有预拌和现拌两种方式，现场搅拌的混凝土质量不够均匀，容易造成大气和噪音污染，而预拌的混凝土通过专业搅拌站进行生产，充分保证了预拌混凝土的质量。2003 年商务部、公安部、建设部、

交通部联合发布《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》，我国预拌混凝土产能和渗透率逐年提升，2017 年渗透率达到 44.8%，同期美国、日本、澳大利亚等国预拌混凝土渗透率均达到或超过 80%。

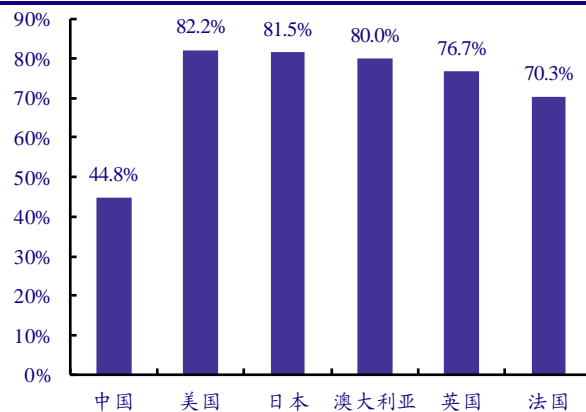
随着我国城镇化进程的逐步推进，政府加强对现拌混凝土的管控、装配式建筑渗透率提升以及绿色高性能混凝土在行业中更广泛的应用，预计我国预拌混凝土渗透率仍将保持增长，2023 年有望达到 51.8%，将带动我国减水剂需求继续上涨。

图 14：我国预拌混凝土产能及渗透率



资料来源：云南建投混凝土招股书，中国银河证券研究院

图 15：2017 年各国预拌混凝土渗透率

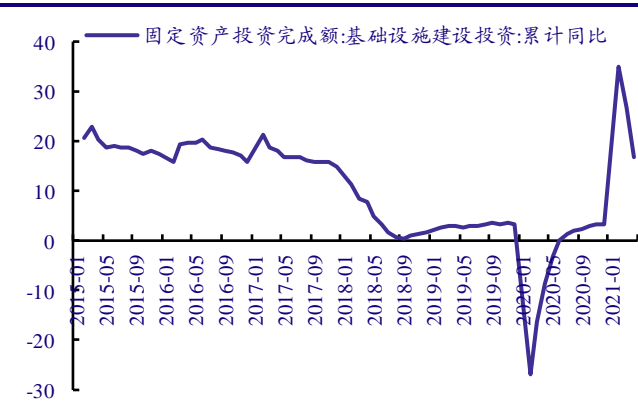


资料来源：欧洲预拌混凝土组织、商务部、中国建筑协会混凝土分会，中国银河证券研究院

2. 下游基建地产催生外加剂外在增长需求

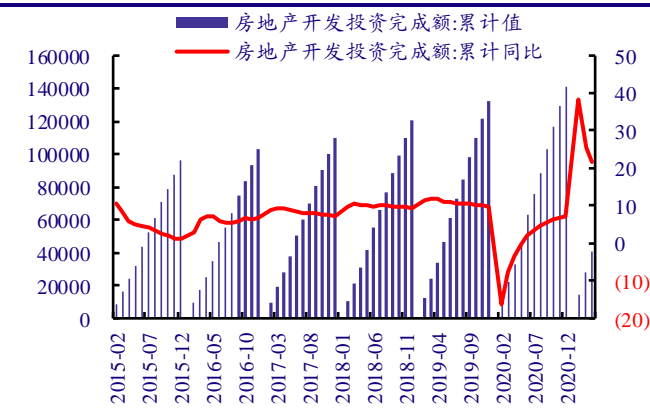
基建、房地产投资仍保持增长态势，拉动水泥需求增长。基础设施建设固定资产投资、房地产投资额 2020 年分别同比增长 3.4%、7.0%，虽上半年受到疫情带来的不利影响，随着下半年企业的复工复产而回暖；2021 年 1-4 月累计同比增长分别为 16.9%、21.6%，较 2019 年同期增长 6.6%、17.6%。水泥作为混凝土的主要原料，产量在 2016 年后小幅下降，在 2019 年后再次提升。2019、2020 年我国水泥产量同比增速分别为 4.8%、2.4%，印证了 2019 年以来下游基建和房地产行业仍保持增长态势；2021 年 1-4 月，我国水泥产量同比增长 30.6%，较 2019 年同期增长 12.3%。

图 16：我国基建投资累计同比增速 (%)



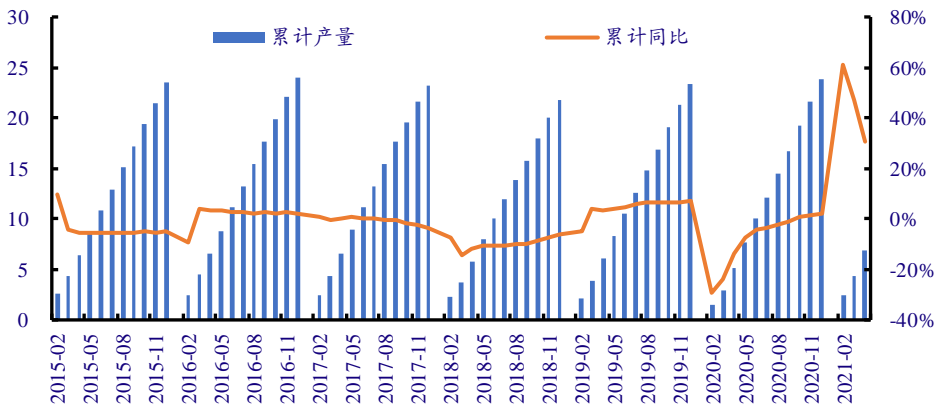
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 17：我国房地产投资完成额 (亿元) 和累计同比增速 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 18: 水泥产量和累计同比增速 (亿吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为, 未来基建、房地产行业将继续催生外加剂外在增长需求。

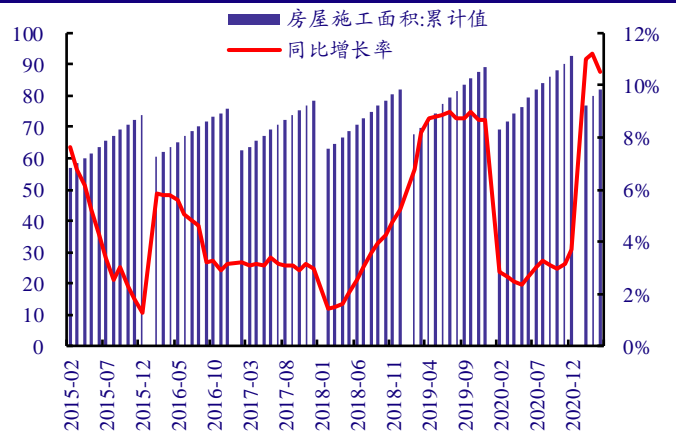
预计 2021 年房地产行业将对上游混凝土、减水剂需求增加。一方面, 老旧小区改造提供部分需求增量: 2021 年两会期间的政府工作报告提出 2021 年将新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个, 较 2020 年完成的 4.03 万个小区增长约 24%。另一方面, 从施工面积来看, 2021 年 1-4 月施工面积同比增长率达 11.0%, 保持 2015 年以来的较高增速。我们认为, 2021 年新增老旧小区改造升级以及在建房地产将支撑对混凝土、减水剂的需求上涨。

表 2: 老旧小区改造持续获得政策支持

时间	部门	政策摘要
2015.12	中央城市工作会议	深化城镇住房制度改革, 继续完善住房保障体系, 加快城镇棚户区和危房改造, 加快老旧小区改造
2017.12	住建部	在 15 个城市开展老旧小区改造试点, 目的是探索城市老旧小区改造的新模式, 为推进全国老旧小区改造提供可复制、可推广的经验
2019.6	国务院	部署推进城镇老旧小区改造
2019.7	国务院	鼓励把社区医疗、养老、家政纳入老旧小区改造范围, 给予财税支持
2020.4	住建部电话会议	抓好城镇老旧小区改造, 鼓励房地产开发企业参与老旧小区改造
2021.3	政府工作报告	2021 年老旧小区改造数量进一步提升, 新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个, 较 2020 年实际完成量增加约 1.3 万套

资料来源: 各政府网站, 中国银河证券研究院

图 19: 房地产施工面积 (亿平方米) 及增速



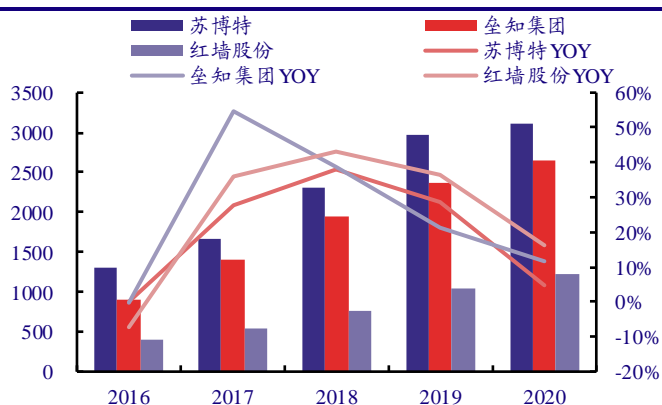
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

中短期来看, 铁路建设强度降低, 公路建设持续推进, 新基建投资增加, 预计对上游需求有所提升。2020 年全国铁路完成投资 7819 亿元, 同比下降 2.6%, 铁路里程进度趋缓。国铁集团提出 2021 年计划投产新线约 3700 公里, 铁路建设强度将减弱。但公路建设持续推进, 2020 年完成公路固定资产投资 24312 亿元, 同比 11.0%。2021 年 1-4 月公路建设投资的累计完成额为 6355.5 亿元, 同比增长 34.4%。另外, 受益于“一带一路”、城镇一体化、雄安新区、粤港澳大湾区以及 5G 基站、数据中心等新型基础设施建设, 我国基建固定资产投资预计未来几年仍将保持增长趋势, 对混凝土需求将继续提升, 进而引领混凝土外加剂需求上涨。

（二）龙头企业市占率不断提升，增速远超行业水平

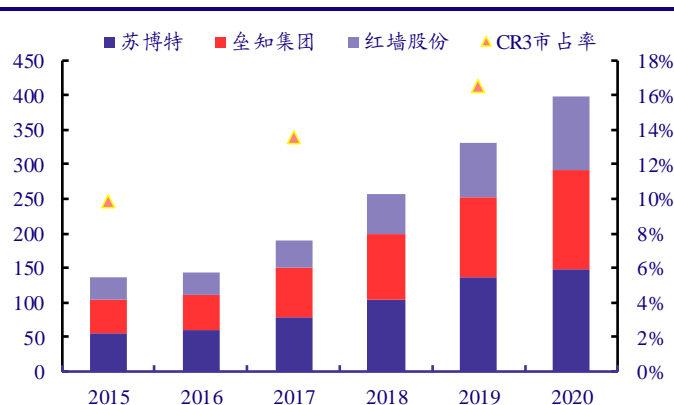
行业趋向龙头集中，CR3 市占率不断提升。随着减水剂行业的监管越来越严格、环保要求越来越高以及小企业不断被大企业整合，混凝土外加剂企业数量大幅缩减，优势企业不断扩大市场，集中度不断提升。按产量来看，混凝土外加剂行业 CR3 分别为苏博特、垒知集团、红墙股份，2016-2020 产量年均复合增长率分别为 25.7%、28.4%、36.3%，远高于 2015-2019 行业 9.8% 的年均复合增长率；CR3 市占率逐步从 2015 年 9.8%、2017 年 13.6% 提升至 2019 年 16.5%，行业向龙头集中趋势显著。苏博特、垒知集团、红墙股份混凝土外加剂板块收入 2016-2020 年均复合增长率分别为 24.1%、30.6%、32.6%，体现出龙头企业的高成长性。

图 20: CR3 混凝土外加剂板块营业收入（百万元）及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: CR3 混凝土外加剂产量及市占率（万吨）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为，我国混凝土外加剂行业未来集中度仍将继续提升，龙头企业强者恒强。主要原因在于：1）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性合作，行业内领先企业依托自身研发、生产和服务优势，能为客户提供高性能混凝土整体解决方案，使得行业内只能提供单一产品的中小企业的生存空间受到较大挤压；2）外加剂行业母液合成环节纳入小化工管理，在环保和生产安全监管持续趋严影响下，化工企业“退城入园”门槛一再提升，部分中小企业受制于“入园”压力而逐渐退出；3）行业内龙头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，行业强者恒强的竞争格局进一步显现。

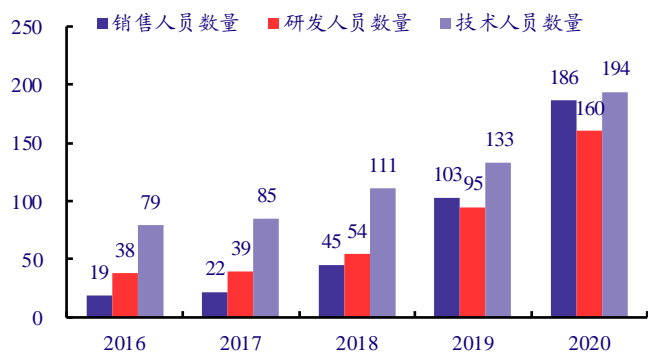
（三）公司基本完成全国布局，成长潜力持续释放

公司致力于大发展，2018 年起出击华南、逐鹿中原，目前基本完成全国生产基地布局。2018-2019 年公司通过设立四川红墙、陕西红墙、贵州红墙、浙江红墙等全资子公司，布局原有优势地区华南以外的其他主要混凝土外加剂市场。2019 年公司已在全国 12 个省市范围内设有近 20 个生产基地。2020 年公司重点布局华东、华中、山东及西北市场，已在全国 16 个省市范围内设有近 30 个生产基地，生产基地辐射范围覆盖全国六大主要混凝土外加剂市场区域，已基本完成全国市场的基地布局。

大力引进销售和技术人才，铺设全国销售网络。公司销售人员 2018 年为 45 人，至 2020 年销售人员达到 186 人，扩大了 4 倍。在加强市场开拓人员力量的同时，公司也非常注重技术队伍的建设，人员规模也呈现较快的增长趋势。技术人员从 2018 年的 111 人扩大至 2020 年的 194 人。

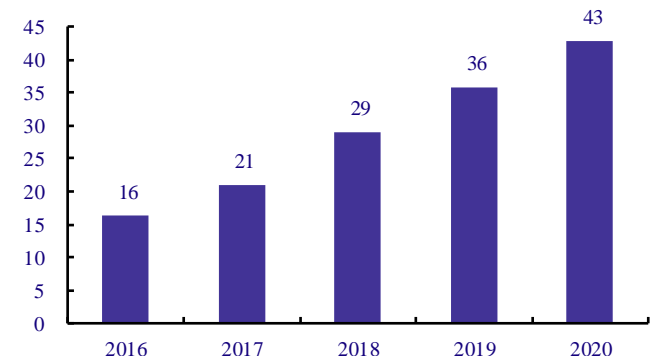
设立混凝土外加剂研发中心及混凝土工程技术研究中心，提升产品设计与研发实力。2019年公司混凝土工程技术研究中心投入使用，并新建了混凝土外加剂研发中心，有利于进一步提高新产品设计及研发能力，公司可通过新品开拓提高产品质量、降低产品成本，提高经济效益。公司研发人员从2017年的39人扩大到2020年的160人，增加了近3倍；研发费用从2017年的2104万元，翻倍增加至2020年的4278万元，有力保障了公司的产品研发水平与服务客户的广度与深度。同时公司加强对功能性材料的研究，面对工程领域的混凝土材料的应用，近期已经研发成功并向市场推出混凝土速凝剂、混凝土脱模剂、混凝土工程纤维、混凝土减缩剂等产品，相关的其他工程材料、混凝土表面增强剂、混凝土防水剂、混凝土防腐阻锈剂、水泥灌浆料等产品也将迅速推向市场。

图 22：公司研发、销售、技术人员数量统计



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

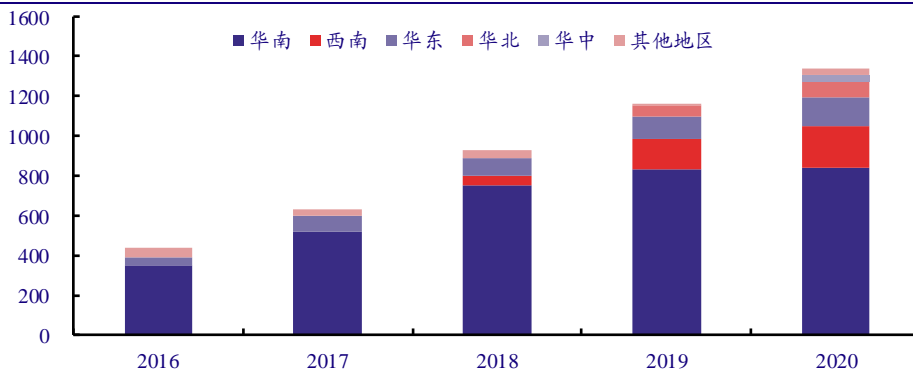
图 23：公司研发费用统计（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

全国基地布局以及销售、技术、研发实力的不断提升将促使公司业绩持续高增长。2018年公司营收的80.9%、10.2%、4.6%来源于华南、华东、西南三地，与公司生产基地布局一致。随着全国生产基地布局的不断推进，华北、华中地区开始贡献业绩增量，其他地区业绩继续增长。2020年华南、西南、华东、华北营收占比分别为63.1%、15.6%、10.6%、5.7%，同比增长1.3%、39.0%、26.7%、36.6%；华中和其他地区同样实现营收大幅增长。华南地区作为公司主要销售优势地区，营业收入增速趋缓；而其他区域收入的快速增加显著支撑公司整体业绩提升。2021年公司将进一步强化全国基地布局，以及继续加大招聘力度和研发投入力度。我们认为，随着公司持续完善全国生产基地布局，销售和技术人员业绩的逐渐释放，以及研发实力提升带来的新产品新材料的突破，在未来几年时间公司业绩预计将继续保持高增长。

图 24：公司分区域营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

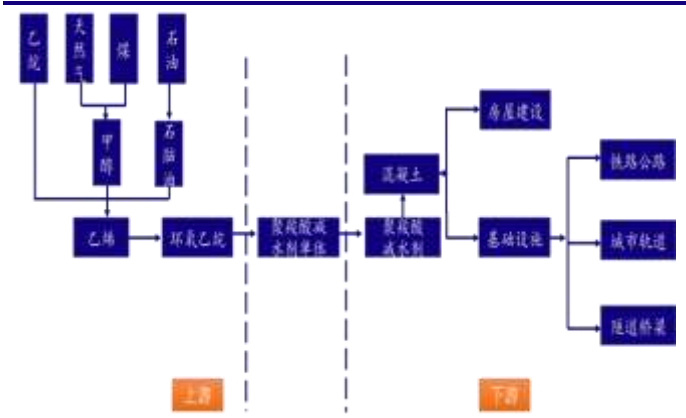
三、精细化工：倾力打造大亚湾项目，再造一个“红墙”

（一）聚醚单体需求持续向好，下游引领行业景气

聚羧酸减水剂是一种分子结构为含羧基接枝共聚物的表面活性剂，在混凝土应用中能够产生很高而又相对持久的减水作用，主要合成原料为聚乙二醇单甲醚（MPEG）、烯丙基聚乙二醇醚（APEG）、3-甲基丁-3-烯基聚乙二醇醚（TPEG）、2-甲基丙-2-烯基聚乙二醇醚（HPEG）等聚醚单体（聚羧酸减水剂单体），是由环氧乙烷通过加成反应制得的可溶于水的线性聚合物。目前 MPEG、APEG 已经几乎不生产，市场上主要是 TPEG、HPEG。

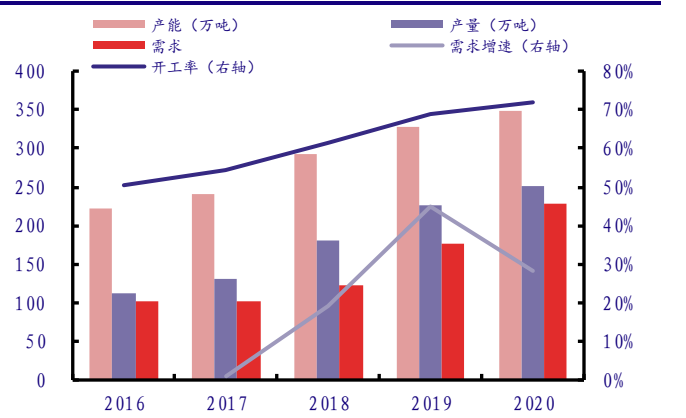
聚醚单体需求持续向好，开工率不断提升。得益于我国混凝土外加剂需求持续上涨，带动聚醚单体（几乎 100%用于生产外加剂）需求不断上涨，在产能增长有限的情况下，开工率不断提升。2020 年我国聚醚单体产能 349 万吨、产量 251 万吨，开工率达到 71.9%；需求 228 万吨，同比增长 28.2%，2016-2020 年年均复合增长 22.2%。

图 25：聚羧酸减水剂单体上下游产业链



资料来源：中国银河证券研究院

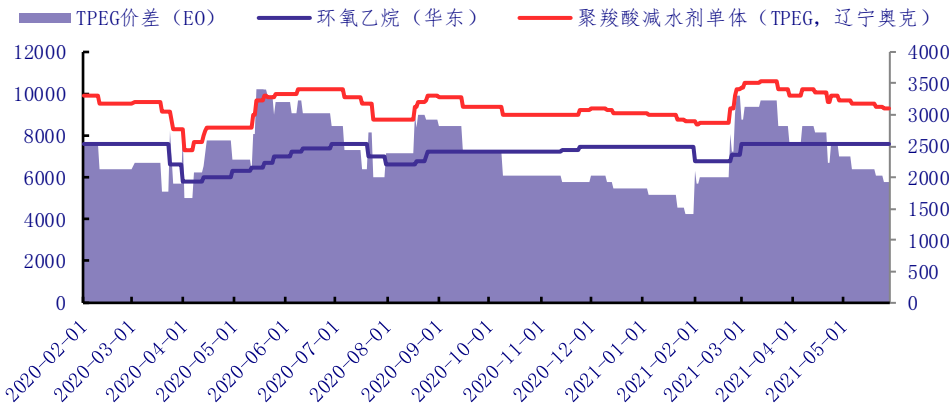
图 26：聚羧酸减水剂单体供需情况



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

随着混凝土外加剂特别是高性能减水剂需求上涨，预计聚醚单体仍将保持较好盈利区间。当前聚醚单体行业较为成熟，市场集中度较高，国内领先品牌有奥克化学、科隆、佳化以及皇马、东科等，其中奥克化学市场份额达到 40%以上，位列第一。在供给方面，2021 年卫星石化与同济大学材料科学与工程学院联合成立实验室，拟开发功能型聚羧酸系减水剂系列化产品；泰兴金燕化学科技 7 万吨/年聚羧酸单体/醇醚系列产品项目，以及公司 15 万吨/年聚醚单体项目都将带来供给增量。总体来看，未来 1-2 年预计行业仍将保持较好盈利区间。

图 27: 聚羧酸减水剂单体价格/价差走势 (元/吨)



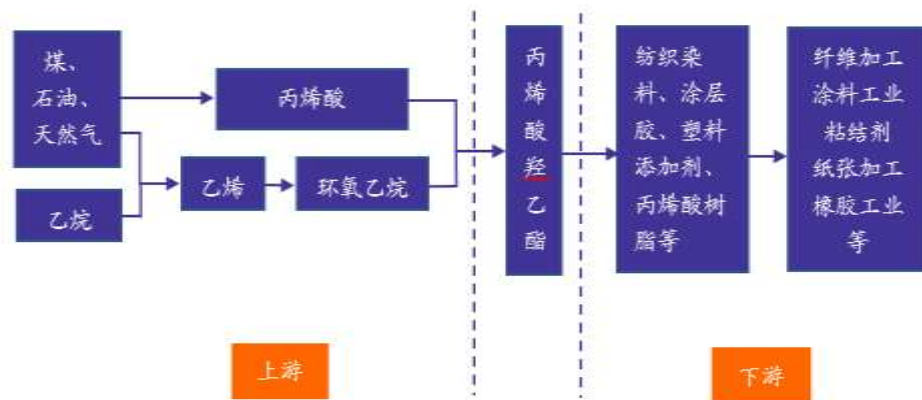
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 丙烯酸羟乙酯应用广泛，下游景气复苏助需求上涨

丙烯酸羟乙酯 (简称 HEA)，又称乙二醇丙烯酸酯，由丙烯酸与环氧乙烷制得，是一种性质活泼的功能性中间体，能够与丙烯酸及酯、丙烯醛、丙烯腈、丙烯酰胺、甲基丙烯腈、氯乙烯、苯乙烯等多种单体进行共聚，是合成多种有机化学品的中间体，具有使用量少，却可显著提高制品性能的特点。

丙烯酸羟乙酯的下游产业应用广泛，包括纤维加工、涂料工业、粘合剂、纸张加工、橡胶工业等行业。丙烯酸羟乙酯共聚产品可用于处理纤维，能够大幅提高纤维的耐水性、耐溶剂性、防皱性和防水性等；用于制造性能优良的热固性涂料、合成橡胶，用作润滑油添加剂等；用于粘合剂，可改进其粘接强度；用于纸张加工，可提高纸张的耐水性和强度。

图 28: 丙烯酸羟乙酯上下游产业链



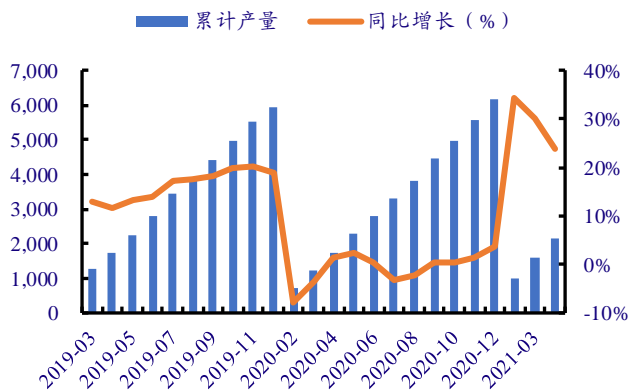
资料来源: 中国银河证券研究院

后疫情时代，下游化学纤维、合成橡胶、涂料、胶粘剂、纸品等行业景气向上，带来丙烯酸羟乙酯的需求上涨。化学纤维行业已从疫情后恢复至较高增长水平。疫情冲击下，2020年上半年化学纤维需求走弱，随着国内疫情趋好，其需求随之复苏；2021年1-4月，我国化学纤维累计产量同比增速达到23.8%，当前产量已恢复至较高增长水平，从而拉动丙烯酸羟乙

酯的市场需求。

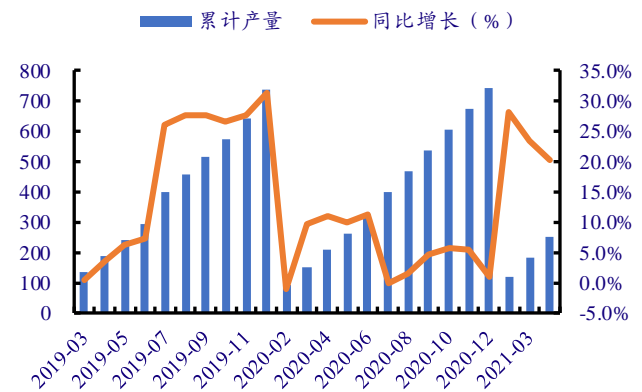
我国合成橡胶产量早已跃居世界第一。据国家统计局数据显示，2020 年我国合成橡胶产量为 740 万吨，仅同比增长 0.82%；2021 年 1-4 月，我国合成橡胶产量大幅提升，累计同比增长 20.1%。随着我国汽车保有量持续增长，轮胎替换需求将不断扩大；同时随着工业 4.0 的到来，合成橡胶相关下游行业的民用和工业领域需求正在稳步增长，从而带动丙烯酸羟乙酯市场需求发展。

图 29：我国化学纤维产量（万吨）和同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 30：我国合成橡胶产量（万吨）和同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

涂料是丙烯酸羟乙酯下游的重要应用市场，我国涂料产量逐年增加，2015-2020 涂料产量从 1710.8 万吨/年增至 2459.1 万吨/年，年均复合增长 7.5%。《中国涂料行业“十四五”规划》指出，到 2025 年涂料行业总产量预计增长到 3000 万吨/年左右，预计 2020-2025 年年均复合增长 4.1%。胶粘剂行业稳步发展同样有望提升丙烯酸羟乙酯需求。“十四五”对胶粘剂行业提出了明确目标，我国胶粘剂的发展目标是产量年均增长率为 4.2%。

“禁塑令”催生纸制品替代需求，利好造纸行业。2020 年年初发改委和生态环境部发布了《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，要求 2025 年对不可降解塑料逐渐禁止使用，多数省市出台了地方性政策，纸制品成为禁塑限塑政策实施过程中替代塑料的重要力量，进一步带动丙烯酸羟乙酯需求增长。

（三）非离子表面活性剂占比最高，预计市场需求稳步增长

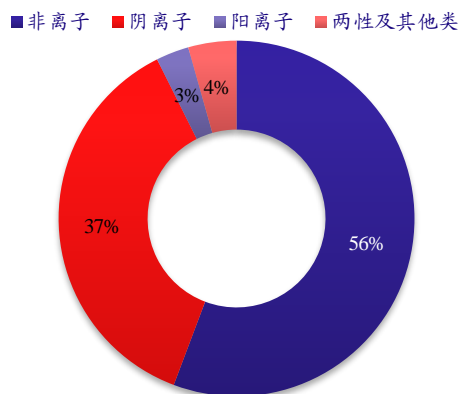
表面活性剂是分子结构为两亲性结构（亲水基亲水、疏水基亲油）的一类两亲化合物，加入少量即能使其溶液表面张力显著下降，在溶液的表面能定向排列。根据在水溶液中的电离性可划分为离子型表面活性剂和非离子型表面活性剂。其中，离子型表面活性剂又根据其离子的带电属性分为阴离子型、阳离子型和两性离子型表面活性剂。

非离子表面活性剂是分子中含有在水溶液中不离解的醚基为主要亲水基的表面活性剂，其表面活性由中性分子体现，具有很高的表面活性，良好的增溶、洗涤、抗静电、钙皂分散等性能，刺激性小，还有优异的润湿和洗涤功能。非离子表面活性剂包括聚乙二醇型、多元醇型、烷基醇酰胺型等。

非离子表面活性剂可与离子型表面活性剂混合使用，随着其工艺不断进步，成本不断下降，

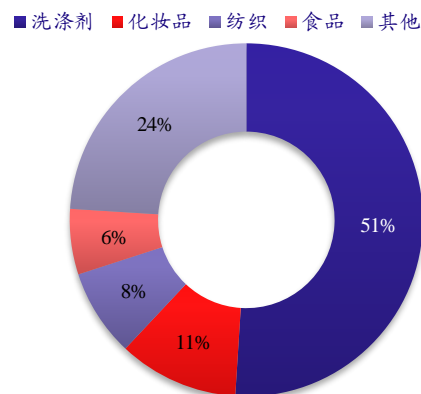
应用范围不断扩大，市场需求亦不断增长。从我国产品产量结构来看，非离子表面活性剂占比最高，达到 56%；其次为阴离子表面活性剂，占比 37%。表面活性剂应用领域非常广泛，被誉为“工业味精”，品种多达数千种，几乎可以覆盖下游所有精细化工领域。下游主要应用在洗涤剂，占比 51%，以及化妆品（11%）、纺织（8%）、食品（6%）等领域。其中，非离子表面活性剂则主要应用在地产基建、洗涤行业，合计占比到达 85%以上。

图 31：2019 年我国表面活性剂产量结构



资料来源：中国洗协表委会，智研咨询，中国银河证券研究院

图 32：2019 年我国表面活性剂消费结构

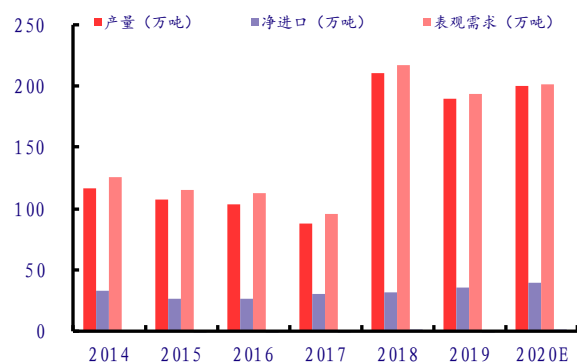


资料来源：中国洗协表委会，智研咨询，中国银河证券研究院

预计非离子表面活性剂需求将持续增长。2020 年我国地产基建投资实现正增长，以及洗涤剂产量向上恢复，带动非离子表面活性剂需求上涨，预计增长 4%左右。据海关进出口数据，2020 年我国非离子表面活性剂进口 20.1 万吨、出口 18.8 万吨，分别同比增加 4.2%、19.4%，出口量大幅提升。

据 IHS Markit 预计，全球表面活性剂市场预计以 2.6%的年均增速增长，到 2023 年总量超过 1900 万吨。随着我国人口增长和人民生活水平提高带来的消费升级，与人民生活密切相关的洗涤剂、化妆品等需求都将有所提升，加上下游应用领域的不断扩展，势必将带动我国非离子表面活性剂的稳定增长。

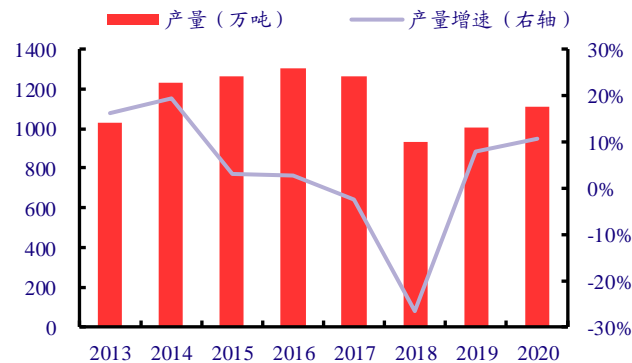
图 33：近些年我国非离子表面活性剂供需统计



资料来源：中国洗协表委会，智研咨询，中国银河证券研究院

注：2018 年以后聚醚(含大单体)产量被划入非离子表面活性剂导致产量明显增长

图 34：近些年我国合成洗涤剂产量及增速统计



资料来源：中国洗协表委会，智研咨询，中国银河证券研究院

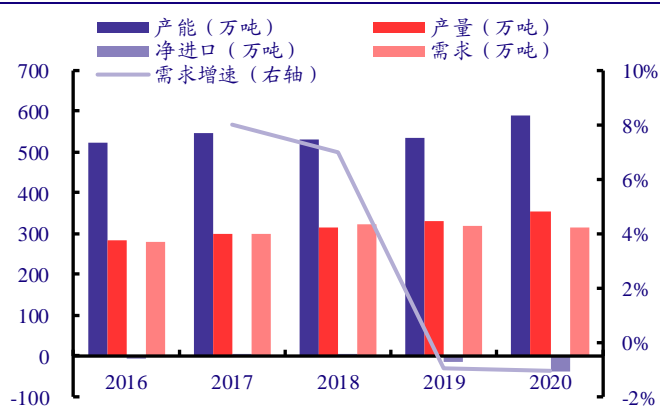
（四）聚醚多元醇供给过剩局面难改，预计行业盈利保持低位区间

聚醚多元醇（简称聚醚，PPG）是由起始剂（含活性氢基团的化合物）与环氧乙烷（EO）、环氧丙烷（PO）、环氧丁烷（BO）等在催化剂存在下经加聚反应制得。聚醚多元醇可分为硬泡聚醚、软泡聚醚（包含普通软泡聚醚，高回弹聚醚，慢回弹聚醚等）、其他聚醚三类。

目前，聚醚多元醇主要是与二异氰酸酯在发泡剂、催化剂、阻燃剂等助剂的作用下进行发泡反应，生产聚氨酯泡沫制品，应用于家具、冰箱、汽车等领域，合计占比 50%以上，其他还应用于防水涂料、防水堵漏、鞋材、胶黏剂等。

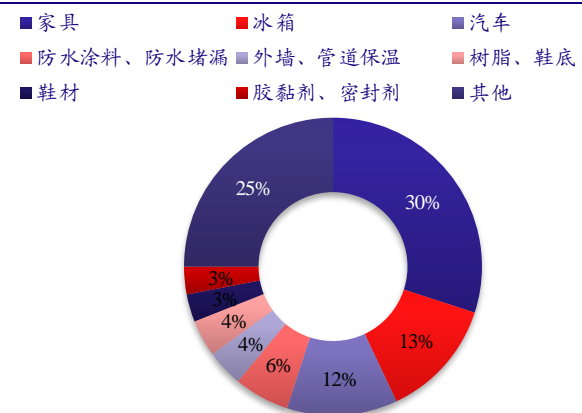
我国聚醚多元醇整体呈现产能过剩局面，预计仍将面临较大供给压力。2020 年我国聚醚多元醇产能 591 万吨，产量 353 万吨，开工率 59.7%；需求 315 万吨，同比下降 1.0%；我国聚醚出口 80.24 万吨，同比增加 6.7%，主要系下半年海外需求提振以及海外装置减量带来的供需错配所致；进口量稍有下降。我国聚醚多元醇仍处于产能扩张周期，预计 2021-2022 年将扩产 120 万吨/年左右，行业仍将面临较大的供给压力。

图 35：近些年我国聚醚多元醇供需统计



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 36：2020 年我国聚醚多元醇消费结构



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

表 3：2021-2022 年我国聚醚多元醇产能扩张统计（万吨/年）

公司名称	所在省份	产能
山东东大	山东	30
福建天骄	福建	20
吉林神华	吉林	16.5
江苏钟山	江苏	15
凯伯特	山东	15
德信联邦	山东	7
天津石化	天津	5
岳阳昌德	湖南	5
联创聚合物	山东	4.5
红墙股份	广东	3
合计		121

资料来源：卓创资讯，公司公告，中国银河证券研究院

预计行业盈利保持在低位区间。2020 年受海外供需错配拉动，我国聚醚多元醇出口增加，行业盈利有明显改善，特别是软泡聚醚盈利创下历史新高。我们认为，随着行业供给大幅增加，

在市场供给增速高于需求增速背景下，企业间的竞争将日趋激烈，行业盈利将再次回归低位区间，但特种产品利润率有望高于行业平均水平。

图 37：我国软泡聚醚价格和价差走势（元/吨）

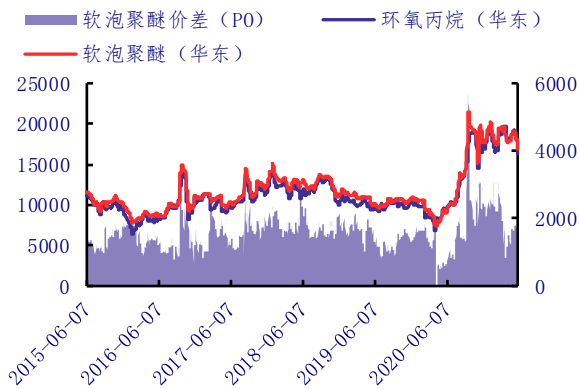
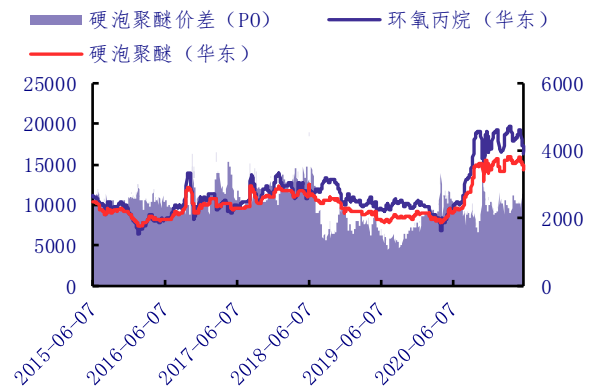


图 38：我国硬泡聚醚价格和价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

（五）项目选址大亚湾石化区，原料有保障、市场有空间

大亚湾石化区被列为全国重点发展的石化产业基地，是广东省唯一列入的石化产业基地。**铁路方面**，大亚湾至厦深铁路惠州南站只需 10 分钟车程，有效链接珠三角、长三角、海峡西岸经济区，形成东南沿海 3 小时经济圈。惠大铁路连接全国铁路网，是京九铁路南端最便捷的出海口。**公路方面**，惠深沿海高速、惠大高速贯穿大亚湾，并与深汕、惠盐、广汕、广惠、惠河等高速公路联通。**水路方面**，拥有国家一类对外开放口岸——惠州港，已开通至东莞虎门、河北唐山、香港和台湾的定期国际国内航线。

EO、PO 原料有保障。EO、PO 是公司生产精细化工产品的最主要的原材料，由于难以长时间运输存储，原材料稳定供应是公司项目成功与否的关键。公司大亚湾精细化工项目处在大亚湾石化区，是国际级化工园区。公司将通过与园区内惠州中海壳牌石油化工有限公司深度合作的方式以管道运输的方式获得稳定的 EO、PO 资源供应，同时预计价格也将具有市场竞争力。另一方面，大亚湾石化区具备优越的地理位置和便利的交通条件，除了通过中海壳牌获得原材料供应之外，亦可通过海路运输方式从国内外其他地区获得充足的原材料供应。

产品大部分自用，且外销有市场。在大亚湾石化区生产的减水剂聚醚单体和丙烯酸羟基酯，可利用大亚湾地区便捷的交通运输方式将减水剂聚醚和丙烯酸羟基酯运往安徽天长化工集中区。同时，考虑到广东省乃至华南地区是 EO、PO 衍生物的消耗大省，公司生产的减水剂聚醚单体除大部分自用外、剩下小部分用于外销，丙烯酸羟基酯也有部分自用，而其他产品主要销往广东乃至华南地区。公司精细化工项目有利于提升公司资产周转效率，带来较高的资金回报。

四、公司估值及投资建议

基本假设如下：

1. 公司聚羧酸减水剂业务 2021-2023 年销量分别增长 30%、20%、20%，萘系减水剂业

务基本不变，其他外加剂年均增长 20%；

2. 公司精细化工项目 2023 年贡献业绩，开工率假设 80%，其中聚醚单体实现自给、销量不含内部使用量；
3. 考虑到与华润水泥等有合作，假设公司水泥业务销量基本维持在 25 万吨左右。

表 4：各业务收入毛利预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
混凝土外加剂						
销量 (万吨)	56.93	78.75	105.53	133.20	157.84	180.02
收入 (百万元)	768.48	1,047.49	1,218.84	1,631.97	1,932.94	2,204.34
YOY	43.10%	36.31%	16.36%	33.90%	18.44%	14.04%
毛利率	32.13%	36.49%	34.58%	34.84%	34.85%	34.88%
精细化工品						
销量 (万吨)						14.12
收入 (百万元)						1,302.52
YOY						
毛利率						10.94%
水泥						
销量 (万吨)	46.48	30.77	29.51	25.00	25.00	25.00
收入 (百万元)	162.55	109.64	116.84	100.58	100.58	100.58
YOY	74.13%	-32.55%	6.57%	-13.91%	0.00%	0.00%
毛利率	3.73%	4.25%	3.06%	3.06%	3.06%	3.06%
其他业务						
收入 (百万元)	0.72	0.61	0.88	0.88	0.88	0.88
YOY	16.13%	-15.28%	44.26%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	70.83%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总收入 (百万元)	931.75	1,157.74	1,336.56	1,733.43	2,034.40	3,608.33
YOY	47.67%	24.25%	15.45%	29.69%	17.36%	77.37%
毛利率	27.21%	33.47%	31.87%	33.03%	33.30%	25.36%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 17.3、20.3、36.6 亿元，同比变化 29.7%、17.4%、79.9%；归母净利润分别为 1.71、1.96、3.53 亿元，同比变化 20.9%、14.5%、79.6%；每股收益 (EPS) 分别为 0.83、0.95、1.71 元，对应 PE 分别为 11.8、10.3、5.7 倍。看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 5：主要财务指标 (5 月 28 日)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1336.56	1733.43	2034.40	3660.68
增长率 (%)	15.45%	29.69%	17.36%	79.94%
归母净利润 (百万元)	141.75	171.42	196.29	352.52
增长率 (%)	10.58%	20.93%	14.51%	79.59%
EPS (元)	0.69	0.83	0.95	1.71
PE	14.26	11.79	10.30	5.73

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、风险提示

市场开拓不及预期的风险，新建项目达产不及预期的风险等。

六、附录

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1726.76	2435.80	2578.75	3646.01	营业收入	1336.56	1733.43	2034.40	3660.68
现金	135.25	633.58	558.77	432.03	营业成本	910.59	1160.88	1356.89	2717.69
应收账款	864.79	1031.78	1233.92	2231.22	营业税金及附加	7.21	9.36	10.99	14.64
其它应收款	15.78	59.62	51.57	95.57	营业费用	144.92	182.01	211.58	248.93
预付账款	36.51	41.47	50.12	100.72	管理费用	89.78	116.14	132.24	157.41
存货	70.20	85.91	100.94	203.04	财务费用	-2.06	14.34	34.77	43.12
其他	604.23	583.44	583.44	583.44	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	237.66	621.63	1056.97	1788.21	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	194.46	279.12	265.16	897.11	营业利润	137.10	199.05	227.93	409.34
无形资产	19.38	18.68	17.98	17.28	营业外收入	29.18	0.00	0.00	0.00
其他	23.82	323.82	773.82	873.82	营业外支出	1.69	0.00	0.00	0.00
资产总计	1964.43	3057.42	3635.72	5434.23	利润总额	164.59	199.05	227.93	409.34
流动负债	655.69	807.27	1039.27	1835.27	所得税	22.85	27.63	31.64	56.82
短期借款	60.22	160.22	260.22	260.22	净利润	141.75	171.42	196.29	352.52
应付账款	63.58	75.67	91.04	181.85	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	531.88	571.37	688.01	1393.20	归属母公司净利润	141.75	171.42	196.29	352.52
非流动负债	0.20	670.20	820.20	820.20	EBITDA	164.88	227.69	275.33	467.55
长期借款	0.00	150.00	300.00	300.00	EPS (元)	0.69	0.83	0.95	1.71
其他	0.20	520.20	520.20	520.20					
负债合计	655.88	1477.46	1859.47	2655.46	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	15.45%	29.69%	17.36%	79.94%
归属母公司股东权益	1308.54	1579.96	1776.25	2778.77	营业利润	-11.39%	45.19%	14.51%	79.59%
负债和股东权益	1964.43	3057.43	3635.72	5434.23	归属母公司净利润	10.58%	20.93%	14.51%	79.59%
					毛利率	31.87%	33.03%	33.30%	25.76%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	10.61%	9.89%	9.65%	9.63%
经营活动现金流	-60.00	49.51	170.44	24.59	ROE	10.83%	10.85%	11.05%	12.69%
净利润	141.75	171.42	196.29	352.52	ROIC	8.89%	7.56%	7.86%	10.02%
折旧摊销	23.60	16.03	14.66	18.75	资产负债率	33.39%	48.32%	51.14%	48.87%
财务费用	-0.69	21.18	45.25	51.33	净负债比率	50.12%	93.51%	104.68%	95.56%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.63	3.02	2.48	1.99
营运资金变动	-231.53	-159.12	-85.76	-398.01	速动比率	2.47	2.86	2.34	1.82
其它	6.88	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.68	0.57	0.56	0.67
投资活动现金流	5.31	-300.00	-450.00	-100.00	应收帐款周转率	1.55	1.68	1.65	1.64
资本支出	-78.93	-300.00	-450.00	-100.00	应付帐款周转率	21.02	22.91	22.35	20.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.69	0.83	0.95	1.71
其他	84.24	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	-0.29	0.24	0.82	0.12
筹资活动现金流	-128.15	748.82	204.75	-51.33	每股净资产	6.33	7.64	8.59	13.44
短期借款	-110.08	100.00	100.00	0.00	P/E	14.26	11.79	10.30	5.73
长期借款	0.00	150.00	150.00	0.00	P/B	1.70	1.28	1.14	0.73
其他	-18.07	498.82	-45.25	-51.33	EV/EBITDA	13.02	9.74	9.23	5.71
现金净增加额	-182.84	498.33	-74.81	-126.74	PS	1.51	1.17	0.99	0.55

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 2016-2021Q1 年公司营收及同比增速.....	5
图 3: 2016-2021Q1 年公司归母净利及同比增速.....	5
图 4: 公司业务营收规模 (亿元)	5
图 5: 公司业务营收占比.....	5
图 6: 公司业务毛利规模 (亿元)	5
图 7: 公司业务毛利占比.....	5
图 8: 公司业务毛利率 (%)	6
图 9: 公司期间费用率.....	6
图 10: 2019 年中国混凝土成本构成情况.....	7
图 11: 聚羧酸减水剂占比提升.....	7
图 12: 我国混凝土外加剂行业市场规模 (亿元)	8
图 13: 我国混凝土外加剂产量 (万吨)	8
图 14: 我国预拌混凝土产能及渗透率.....	9
图 15: 2017 年各国预拌混凝土渗透率.....	9
图 16: 我国基建投资累计同比增速.....	9
图 17: 我国房地产投资完成额和累计同比增速.....	9
图 18: 水泥产量和累计同比增速 (亿吨)	10
图 19: 房地产施工面积 (亿平方米) 及增速.....	10
图 20: CR3 混凝土外加剂板块营业收入 (百万元) 及增速.....	11
图 21: CR3 混凝土外加剂产量及市占率 (万吨)	11
图 22: 公司研发、销售、技术人员数量统计.....	12
图 23: 公司研发费用统计 (百万元)	12
图 24: 公司分区域营业收入 (百万元)	12
图 25: 聚羧酸减水剂单体上下游产业链.....	13
图 26: 聚羧酸减水剂单体供需情况.....	13
图 27: 聚羧酸减水剂单体价格/价差走势 (元/吨)	14
图 28: 丙烯酸羟乙酯上下游产业链.....	14
图 29: 我国化学纤维产量 (万吨) 和同比增速.....	15
图 30: 我国合成橡胶产量 (万吨) 和同比增速.....	15
图 31: 2019 年我国表面活性剂产量结构.....	16
图 32: 2019 年我国表面活性剂消费结构.....	16
图 33: 近些年我国非离子表面活性剂供需统计.....	16
图 34: 近些年我国合成洗涤剂产量及增速统计.....	16
图 35: 近些年我国聚醚多元醇供需统计.....	17
图 36: 2020 年我国聚醚多元醇消费结构.....	17
图 37: 我国软泡聚醚价格和价差走势 (元/吨)	18
图 38: 我国硬泡聚醚价格和价差走势 (元/吨)	18

表格目录

表 1: 外加剂行业主要产品分类情况.....	8
表 2: 老旧小区改造持续获得政策支持.....	10
表 3: 2021-2022 年我国聚醚多元醇产能扩张统计 (万吨/年)	17
表 4: 各业务收入毛利预测.....	19
表 5: 主要财务指标 (5 月 28 日)	19

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn