

市场价格(人民币): 20.18元

## 多产品共振放量，业绩实现高增长

### 市场数据(人民币)



### 公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,307	3,652	4,604	5,605	6,114
营业收入增长率	42.78%	10.45%	26.06%	21.73%	9.08%
归母净利润(百万元)	354	441	578	739	841
归母净利润增长率	32.01%	24.40%	31.13%	27.84%	13.80%
摊薄每股收益(元)	1.141	1.258	1.650	2.109	2.401
每股经营性现金流净额	1.25	0.84	0.41	1.13	2.74
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.82%	12.73%	14.00%	16.05%	15.75%
P/E	14.80	18.25	17.79	13.91	12.23
P/B	2.19	2.32	2.49	2.23	1.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩

- 8月17日，公司发布半年报，上半年实现营业收入20.47亿元，同比增长43.02%，归母净利润2.16亿元，同比增长29.49%。

### 分析

- 产品销量大幅提升，以量补价实现业绩持续高增长。二季度实现营收12.75亿元，同比增长26.71%，归母净利润1.38亿元，同比增长17.40%。二季度受到原材料价格上行影响，公司的原材料成本提升较为明显，公司高性能减水剂主要原料环氧乙烷国内价格同比提升17%，同一季度一样维持高位；而受到行业竞争影响，公司主打产品高性能减水剂单季度平均售价同比下降10%，导致公司整体的毛利率下降了约12%，但受益于公司多产品的持续放量，以量补价，公司营收及净利润皆实现了同比大幅提升，公司高性能减水剂、功能性材料单季度销售同比增长42%、45%，根据我们对公司关联产品水泥销量的同比，二季度全国水泥销量同比增长约1%，在不考虑使用比例变化的前提下，公司的市场占有率获得了明显的提升。
- 费用管控效果进一步显著，带动公司整体盈利能力的相对平稳。今年以来公司在全国多季度布局情况获得了进一步优化，上游聚醚产能实现了充足自给，四川基地开始投入运行，通过多基地布局的调整，公司深化区域销售网络的基础上，进一步调整下降了运输成本，同时通过自身的费用管控，在销售费用、管理费用方面实现了大幅下降，是的公司整体盈利能力受到原材料成本压制的状态下，仍然维持到12%以上的净利率水平，逐步优化的费用管控能力促使公司具有更强的盈利空间。叠加公司的技术优势，产品配套优势以及多区域布局优势，公司有望持续提升公司自身的市场影响力，维持高端市场的高附加值空间，扩展规模化市场的市场份额。

### 投资建议

- 公司为减水剂行业龙头，技术、品牌及产业链优势突出，市场份额有望进一步提升，上调2021-2023年盈利预测3%、11%、9%，预测公司2021-2023年归母净利润5.78、7.39、8.41亿元，EPS分别为1.65、2.11、2.40元，当前股价对应公司PE为17.8、13.9、12.2倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

- 行业竞争激烈拉低盈利；下游需求不达预期；小规模企业退出不达预期；原材料价格波动风险。

陈屹 分析师SAC执业编号: S1130521050001  
 chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师SAC执业编号: S1130520090002  
 yangyiying@gjzq.com.cn

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,316</b>	<b>3,307</b>	<b>3,652</b>	<b>4,604</b>	<b>5,605</b>	<b>6,114</b>
增长率	42.8%	10.5%	26.1%	21.7%	9.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,450</b>	<b>-1,804</b>	<b>-2,254</b>	<b>-2,935</b>	<b>-3,543</b>	<b>-3,835</b>
%销售收入	62.6%	54.6%	61.7%	63.7%	63.2%	62.7%
<b>毛利</b>	<b>866</b>	<b>1,503</b>	<b>1,398</b>	<b>1,669</b>	<b>2,062</b>	<b>2,279</b>
%销售收入	37.4%	45.4%	38.3%	36.3%	36.8%	37.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-22</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>	<b>-43</b>	<b>-53</b>	<b>-57</b>
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>销售费用</b>	<b>-342</b>	<b>-586</b>	<b>-308</b>	<b>-341</b>	<b>-409</b>	<b>-446</b>
%销售收入	14.8%	17.7%	8.4%	7.4%	7.3%	7.3%
<b>管理费用</b>	<b>-134</b>	<b>-186</b>	<b>-225</b>	<b>-281</b>	<b>-336</b>	<b>-361</b>
%销售收入	5.8%	5.6%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%
<b>研发费用</b>	<b>-119</b>	<b>-171</b>	<b>-176</b>	<b>-207</b>	<b>-252</b>	<b>-275</b>
%销售收入	5.1%	5.2%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>249</b>	<b>528</b>	<b>658</b>	<b>797</b>	<b>1,011</b>	<b>1,139</b>
%销售收入	10.8%	16.0%	18.0%	17.3%	18.0%	18.6%
<b>财务费用</b>	<b>-34</b>	<b>-58</b>	<b>-47</b>	<b>-35</b>	<b>-52</b>	<b>-53</b>
%销售收入	1.5%	1.8%	1.3%	0.8%	0.9%	0.9%
<b>资产减值损失</b>	<b>-35</b>	<b>-30</b>	<b>37</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
%税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>209</b>	<b>464</b>	<b>592</b>	<b>762</b>	<b>959</b>	<b>1,086</b>
<b>营业利润率</b>	<b>9.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>16.2%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.1%</b>	<b>17.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>122</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>331</b>	<b>460</b>	<b>588</b>	<b>762</b>	<b>959</b>	<b>1,086</b>
<b>利润率</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.9%</b>	<b>16.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.1%</b>	<b>17.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-61</b>	<b>-76</b>	<b>-95</b>	<b>-130</b>	<b>-161</b>	<b>-183</b>
<b>所得税率</b>	<b>18.5%</b>	<b>16.6%</b>	<b>16.1%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.8%</b>	<b>16.8%</b>
<b>净利润</b>	<b>270</b>	<b>384</b>	<b>493</b>	<b>633</b>	<b>798</b>	<b>904</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>1</b>	<b>30</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>59</b>	<b>63</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>268</b>	<b>354</b>	<b>441</b>	<b>578</b>	<b>739</b>	<b>841</b>
<b>净利率</b>	<b>11.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>12.1%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.8%</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>货币资金</b>	<b>249</b>	<b>507</b>	<b>986</b>	<b>1,136</b>	<b>1,282</b>	<b>1,385</b>
<b>应收账款</b>	<b>1,692</b>	<b>2,440</b>	<b>2,734</b>	<b>3,162</b>	<b>3,849</b>	<b>4,138</b>
<b>存货</b>	<b>201</b>	<b>187</b>	<b>315</b>	<b>338</b>	<b>388</b>	<b>420</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>118</b>	<b>101</b>	<b>203</b>	<b>167</b>	<b>199</b>	<b>215</b>
<b>流动资产</b>	<b>2,261</b>	<b>3,235</b>	<b>4,239</b>	<b>4,802</b>	<b>5,718</b>	<b>6,158</b>
%总资产	64.0%	64.6%	66.1%	65.3%	68.4%	68.3%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>固定资产</b>	<b>975</b>	<b>1,285</b>	<b>1,516</b>	<b>1,880</b>	<b>1,968</b>	<b>2,174</b>
%总资产	27.6%	25.7%	23.6%	25.6%	23.5%	24.1%
<b>无形资产</b>	<b>215</b>	<b>390</b>	<b>466</b>	<b>472</b>	<b>480</b>	<b>488</b>
<b>非流动资产</b>	<b>1,274</b>	<b>1,773</b>	<b>2,174</b>	<b>2,552</b>	<b>2,648</b>	<b>2,862</b>
%总资产	36.0%	35.4%	33.9%	34.7%	31.6%	31.7%
<b>资产总计</b>	<b>3,535</b>	<b>5,008</b>	<b>6,413</b>	<b>7,355</b>	<b>8,366</b>	<b>9,203</b>
<b>短期借款</b>	<b>825</b>	<b>870</b>	<b>785</b>	<b>788</b>	<b>1,142</b>	<b>881</b>
<b>应付款项</b>	<b>436</b>	<b>970</b>	<b>1,303</b>	<b>1,107</b>	<b>1,195</b>	<b>1,275</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>127</b>	<b>417</b>	<b>400</b>	<b>323</b>	<b>362</b>	<b>398</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,389</b>	<b>2,257</b>	<b>2,488</b>	<b>2,218</b>	<b>2,700</b>	<b>2,554</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>26</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>30</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>53</b>	<b>96</b>	<b>126</b>	<b>619</b>	<b>619</b>	<b>619</b>
<b>负债</b>	<b>1,441</b>	<b>2,380</b>	<b>2,648</b>	<b>2,869</b>	<b>3,348</b>	<b>3,203</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>2,085</b>	<b>2,391</b>	<b>3,463</b>	<b>4,129</b>	<b>4,603</b>	<b>5,339</b>
其中：股本	309	311	350	350	350	350
未分配利润	690	911	1,239	1,712	2,345	3,081
少数股东权益	9	237	302	356	415	478
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,535</b>	<b>5,008</b>	<b>6,413</b>	<b>7,355</b>	<b>8,366</b>	<b>9,203</b>

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.868	1.141	1.258	1.650	2.109	2.401
每股净资产	6.741	7.698	9.888	11.790	13.142	15.242
每股经营现金净流	-0.316	1.251	0.842	0.409	1.132	2.738
每股股利	0.200	0.240	0.300	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.87%	14.82%	12.73%	14.00%	16.05%	15.75%
总资产收益率	7.59%	7.08%	6.87%	7.86%	8.83%	9.32%
投入资本收益率	6.95%	12.50%	12.01%	11.35%	12.53%	13.07%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	37.88%	42.78%	10.45%	26.06%	21.73%	9.08%
EBIT增长率	33.73%	111.97%	24.5%	21.20%	26.90%	12.62%
净利润增长率	#####	32.01%	24.40%	31.13%	27.84%	13.80%
总资产增长率	29.34%	41.67%	28.05%	14.69%	13.75%	7.82%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	178.5	169.8	187.5	180.0	180.0	180.0
存货周转天数	41.9	39.2	40.6	42.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	24.7	27.7	55.0	52.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	145.6	131.1	143.3	122.7	113.1	118.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	27.50%	14.83%	-4.46%	4.64%	8.25%	0.86%
EBIT利息保障倍数	7.3	9.0	13.9	22.8	19.4	21.6
资产负债率	40.77%	47.52%	41.29%	39.01%	40.02%	35.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	13	16	59
增持	0	3	4	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.60</b>	<b>1.24</b>	<b>1.20</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-07-29	增持	27.15	33.00 ~ 33.00
2	2020-08-18	增持	34.70	N/A
3	2020-10-27	增持	26.28	N/A
4	2021-01-05	增持	23.32	N/A
5	2021-03-26	增持	29.39	N/A
6	2021-04-26	增持	29.35	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号  
嘉里建设广场T3-2402