

# 成本/单价短暂承压，销量持续增长

——2021年中报点评

## 核心观点

- **得益于减水剂销量高增长，业绩持续增长。**21H1 公司营收 20.5 亿元，YoY+43%，实现归母净利润 2.2 亿，YoY+29.5%。Q2 单季度营收/归母净利润 12.75/1.38 亿，YoY+26.7%/17.4%。净利润低于收入增速，主要因为原材料环氧乙烷价格 2-4 月上涨较快，且主要终端产品价格有所下降。
- **核心产品销量高增长，均价下滑。**21H1 减水剂销量 71.5 万吨，YoY+55.2%；吨均价 2034 元，同比下降 232 元。大英基地 4 月投产，预计江门基地 9 月开工/22Q1 投产，产能的持续扩大带来销量持续增加。21H1 高性能减水剂/高效减水剂/功能性材料收入 13.50/1.03/2.19 亿，YoY+43.3%/2.0%/42.4%。受 20H2 降价影响，高性能/高效减水剂吨均价分别下滑 244/271 元，为 2086/1534 元。随着主要减水剂玩家努力提高经营质量，下半年继续价格战的风险降低。21H1 检测中心营收 3.15 亿，YoY+36.9%，超预期增长。
- **盈利能力小幅下滑，经营性现金流变差为阶段性。**21H1 净利率 12.1%，同比下滑 0.83pct。由于 21H1 运费划分至成本，毛利率无可比性。但我们判断由于成本端上涨（环氧乙烷平均采购价同比上涨 13%）和价格下降，可比口径下毛利率有所下滑。我们认为环氧乙烷由于有新增产能投放，下半年保持高位概率不大。21H1 经营性现金流净额-1.3 亿，同比多流出 2.8 亿，我们判断一是由于公司在环氧乙烷价格低位时增加了储备，21H1 存货中半成品增加约 1 亿；二是由于公司收到的商票有所增加，收现比同比下滑 13.2pct。
- **龙头地位持续增强，向平台型企业迈进。**公司产业链完整，具备自制聚醚能力，随着全国性布局的完善，市占率持续提升。公司不断孵化功能性材料，通过供给创造需求，驱动此业务快速增长，有望成长为外加剂平台型企业。

## 财务预测与投资建议

- 下调公司 21-23 年 EPS 至 1.36/1.79/2.24 元（原 EPS 1.41/1.83/2.29 元），考虑到环氧乙烷价格上涨，调增吨原材料成本假设。公司是减水剂行业龙头，有望成长为外加剂平台型企业。参考可比公司 21 年平均 PE22X，我们认可给予公司 21 年 22XPE，对应目标价 29.92 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	4,849	6,254	7,831
同比增长(%)	42.8%	10.5%	32.8%	29.0%	25.2%
营业利润(百万元)	464	592	761	999	1,252
同比增长(%)	122.0%	27.8%	28.4%	31.4%	25.2%
归属母公司净利润(百万元)	354	441	572	752	942
同比增长(%)	32.0%	24.4%	29.9%	31.3%	25.2%
每股收益(元)	0.84	1.05	1.36	1.79	2.24
毛利率(%)	45.4%	38.3%	37.2%	37.5%	37.6%
净利率(%)	10.7%	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%
净资产收益率(%)	15.8%	15.1%	15.3%	17.4%	18.8%
市盈率	23.9	19.2	14.8	11.3	9.0
市净率	3.5	2.4	2.1	1.8	1.6

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08月16日)	20.18 元
目标价格	29.92 元
52周最高价/最低价	30.81/17.11 元
总股本/流通A股(万股)	42,031/41,492
A股市值(百万元)	8,482
国家/地区	中国
行业	建材
报告发布日期	2021年08月17日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-3.83	1.99	-13.84	-28.13
相对表现	-3.44	8.5	-7.25	-32.09
沪深300	-0.39	-6.51	-6.59	3.96



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

受益碳中和，原材料成本如期下降：——动 2021-06-25  
态跟踪

不止于减水剂，向平台型企业迈进：——苏 2021-05-05  
博特更新报告

突破产能瓶颈，有望迎来加速发展：—— 2021-03-26  
2020 年年报点评

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。

## 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。

**21 年可比公司平均估值 22XPE。**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 22X。

表 1：可比公司估值表（截至 2021 年 8 月 16 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	6.25	45	0.52	0.66	0.82	1.00	10.39	9.47	7.62	6.25
皇马科技	603181.SH	18.88	77	0.79	0.98	1.21	1.38	18.91	19.27	15.60	13.68
奥克股份	300082.SZ	17.40	118	0.59	0.80	0.99	1.12	11.78	21.75	17.58	15.54
国检集团	603060.SH	17.20	104	0.54	0.68	0.83	1.01	17.87	25.29	20.72	17.03
东方雨虹	002271.SZ	53.50	1,350	1.44	1.71	2.16	2.74	18.95	31.29	24.77	19.53
<b>调整后平均</b>									<b>22.10</b>		

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 8 月 16 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

下调公司 21-23 年 EPS 至 1.36/1.79/2.24 元（原 EPS 为 1.41/1.83/2.29 元）。盈利预测有所调整，主要考虑到原材料环氧乙烷价格上涨，调增吨原材料成本假设。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。参考可比公司平均估值，我们认可给予公司 2021 年 22XPE，对应目标价 29.92 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	1,367	1,689	2,115	营业收入	3,307	3,652	4,849	6,254	7,831
应收票据、账款及款项融资	2,392	2,676	3,055	3,565	4,150	营业成本	1,804	2,254	3,044	3,906	4,887
预付账款	84	97	129	167	209	营业税金及附加	31	32	42	54	68
存货	187	315	426	469	538	营业费用	586	308	414	535	672
其他	65	164	218	280	350	管理费用及研发费用	357	401	527	697	882
<b>流动资产合计</b>	<b>3,235</b>	<b>4,239</b>	<b>5,194</b>	<b>6,169</b>	<b>7,361</b>	财务费用	58	47	44	45	41
长期股权投资	0	88	43	43	43	资产、信用减值损失	30	37	39	38	43
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	19	17	14
其他	278	322	302	289	275	<b>营业利润</b>	<b>464</b>	<b>592</b>	<b>761</b>	<b>999</b>	<b>1,252</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,773</b>	<b>2,174</b>	<b>2,180</b>	<b>2,271</b>	<b>2,339</b>	营业外收入	0	1	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5,008</b>	<b>6,413</b>	<b>7,375</b>	<b>8,440</b>	<b>9,700</b>	营业外支出	4	5	4	4	5
短期借款	870	785	900	901	897	<b>利润总额</b>	<b>460</b>	<b>588</b>	<b>759</b>	<b>996</b>	<b>1,248</b>
应付票据及应付账款	523	851	877	1,094	1,320	所得税	76	95	122	161	201
其他	864	852	1,075	1,172	1,279	<b>净利润</b>	<b>384</b>	<b>493</b>	<b>636</b>	<b>835</b>	<b>1,046</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2,257</b>	<b>2,488</b>	<b>2,851</b>	<b>3,167</b>	<b>3,495</b>	少数股东损益	30	53	64	84	105
长期借款	26	33	41	52	62	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>354</b>	<b>441</b>	<b>572</b>	<b>752</b>	<b>942</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	1.05	1.36	1.79	2.24
其他	96	126	120	150	190						
<b>非流动负债合计</b>	<b>122</b>	<b>159</b>	<b>161</b>	<b>202</b>	<b>252</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,380</b>	<b>2,648</b>	<b>3,013</b>	<b>3,369</b>	<b>3,747</b>		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	237	302	365	449	553	成长能力					
实收资本(或股本)	311	350	420	420	420	营业收入	42.8%	10.5%	32.8%	29.0%	25.2%
资本公积	1,037	1,721	1,718	1,718	1,718	营业利润	122.0%	27.8%	28.4%	31.4%	25.2%
留存收益	1,044	1,391	1,859	2,485	3,261	归属于母公司净利润	32.0%	24.4%	29.9%	31.3%	25.2%
其他	0	1	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,628</b>	<b>3,765</b>	<b>4,362</b>	<b>5,072</b>	<b>5,952</b>	毛利率	45.4%	38.3%	37.2%	37.5%	37.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,008</b>	<b>6,413</b>	<b>7,375</b>	<b>8,440</b>	<b>9,700</b>	净利率	10.7%	12.1%	11.8%	12.0%	12.0%
						ROE	15.8%	15.1%	15.3%	17.4%	18.8%
						ROIC	13.5%	13.2%	13.6%	15.5%	16.8%
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%	40.9%	39.9%	38.6%
净利润	384	493	636	835	1,046	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	1.82	1.95	2.11
财务费用	58	47	44	45	41	速动比率	1.35	1.58	1.67	1.80	1.95
投资损失	0	(3)	(3)	(3)	(1)	营运能力					
营运资金变动	64	(197)	(404)	(379)	(479)	应收账款周转率	2.1	1.9	2.3	2.5	2.6
其它	(191)	(136)	31	64	78	存货周转率	9.3	9.0	8.2	8.7	9.7
<b>经营活动现金流</b>	<b>419</b>	<b>333</b>	<b>459</b>	<b>738</b>	<b>887</b>	总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
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	0.84	1.05	1.36	1.79	2.24
其他	255	(60)	3	3	1	每股经营现金流	1.35	0.95	1.09	1.76	2.11
<b>投资活动现金流</b>	<b>(194)</b>	<b>(527)</b>	<b>(157)</b>	<b>(260)</b>	<b>(262)</b>	每股净资产	5.69	8.24	9.51	11.00	12.85
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	23.9	19.2	14.8	11.3	9.0
其他	(165)	(217)	(34)	(169)	(211)	市净率	3.5	2.4	2.1	1.8	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(70)</b>	<b>479</b>	<b>78</b>	<b>(156)</b>	<b>(199)</b>	EV/EBITDA	14.1	11.5	9.2	7.2	5.9
汇率变动影响	0	163	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.9	13.8	11.0	8.4	6.8
<b>现金净增加额</b>	<b>156</b>	<b>448</b>	<b>380</b>	<b>323</b>	<b>426</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)