



2022-03-25

公司深度报告

买入/维持

苏博特(603916)

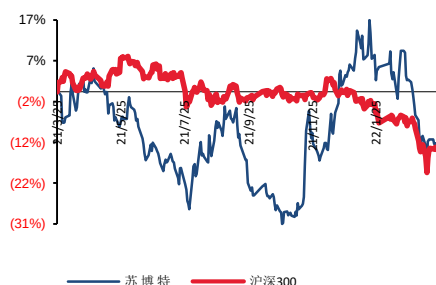
目标价: 31.40

昨收盘: 20.90

基础化工 化学制品

沐行业春风，展竞争实力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	420/419
总市值/流通(百万元)	8,784/8,748
12 个月最高/最低(元)	31.03/16.60

相关研究报告:

证券分析师: 丁士涛

电话: 010-88320591

E-MAIL: dingst@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190521080001

报告摘要

- **实控人经验丰富，全国布局产能。**公司实际控制人缪昌文和刘加平为中国工程院院士，江苏省建科院在技术和产品给予支持，公司多年位列“外加剂十强”首位。公司加快全国产能布局，拥有四大母液生产基地和 20 个复配基地。2020 年公司高性能减水剂母液产能 33.8 万吨，高效减水剂母液产能 44.3 万吨。
- **行业集中度提升，头部企业受益。**2020 年中国混凝土外加剂销量 1,694 万吨、行业规模 411 亿元，其中：减水剂销量占比 66.7%、行业规模 274 亿元。2016 年以来，随着环保和安全政策趋严，行业集中度明显提升，五年时间企业数量从 6,000 家减少到 1,000 家，CR3 和 CR10 提升 8.99 和 4.53 个百分点。我们看好减水剂行业前景，行业 beta 源于稳增长政策发力、机制砂占比增加、商混率增加，行业 alpha 源于龙头扩产、品类扩张、客户认证，头部企业有望受益。
- **研发和盈利能力突出。**公司研发实力雄厚，研发费用率和专利数量居行业首位。通过收购检测中心股权介入检测业务，可以实现双方技术和客户的协同。公司外购环氧乙烷生产聚醚，盈利能力突出，2020 年扣除运费后的单吨毛利 788 元、利润率 37%，2021 年净利润逆势增长 15-25%。公司功能性产品领先优势突出，大英项目 20 万吨产能释放及未来镇江 37 万吨和江门 7 万吨项目投产有望增加产能。
- **投资建议与估值：**预计公司 2021-2023 年 EPS 1.28/1.57/1.91 元，对应 PE 16/13/11 倍。鉴于国内经济正处于稳增长阶段，与 2020 年国内经济形势存相似之处，因此以公司 2020 年最高市盈率作为估值参考。给予苏博特 2022 年 20 倍目标市盈率，未来 6-12 个月目标价 31.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**成本增加；回款风险；环保和安全政策；疫情加剧。
- **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3652	4140	4865	5663
(+/-%)	10.43	13.36	17.51	16.40
净利润(百万元)	441	537	660	803
(+/-%)	24.40	21.82	22.97	21.68
摊薄每股收益(元)	1.39	1.28	1.57	1.91
市盈率(PE)	16.53	16.36	13.30	10.93

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 行业地位突出，产品结构优化	5
(一) 多元化发展格局形成	5
(二) 实际控制人行业经验丰富	6
(三) 业务发展加速，产品结构优化	7
二、 减水剂行业：BETA 托底，ALPHA 开花	9
(一) 减水剂位于产业链中游	9
(二) 稳增长政策托底，需求结构优化	11
(三) 政策驱动集中度提升，企业间优胜劣汰	13
三、 研发实力雄厚，盈利能力突出	16
(一) 研发实力位列行业领先	16
(二) 加速产能布局，盈利能力领先	18
(三) “两个拓宽”助力减水剂和检测协同发展	20
(四) 行业门槛高，加码功能材料	22
四、 盈利预测及估值	25
(一) 基本假设	25
(二) 估值及投资建议	25
五、 风险提示	26

图表目录

图表 1：借助资本市场实现多元化发展格局	5
图表 2：公司产品应用于国内重大工程	5
图表 3：缪昌文、刘加平、张建雄为实际控制人	6
图表 4：17 年后公司收入增速加快	7
图表 5：17 年后公司利润增速加快	7
图表 6：公司高端产品占比提升	7
图表 7：公司产品售价稳定	7
图表 8：公司收入结构趋于多元化	8
图表 9：公司利润结构趋于多元化	8
图表 10：前五大客户均为中字头央企	8
图表 11：现金流与收入利润匹配度低	8
图表 12：中国混凝土外加剂产量逐年增长	9
图表 13：减水剂是最主要的外加剂	9
图表 14：减水剂处于产业链中游	9
图表 15：聚醚单体和环氧乙烷价格走势趋同	10
图表 16：21 年工业萘和环氧乙烷涨价	10
图表 17：减水剂在混凝土成本中占比低	10
图表 18：原材料与利润率波动方向相反	10
图表 19：21 年中国基建投资增速出现负增长	11
图表 20：21 年下半年专项债发行加快	11
图表 21：商品混凝土发展提升了减水剂总用量	12
图表 22：中国预拌混凝土渗透率逐年提升	12
图表 23：中国混凝土预拌率偏低	12
图表 24：机制砂占比过高影响强度和坍落度	13
图表 25：机制砂可以提升减水剂用量比例对减水剂使用量的影响	13
图表 26：中小企业占据大量市场份额	13
图表 27：CR3 和 CR10 持续提升	13
图表 28：苏博特应收账款周转天数位列首位	14
图表 29：苏博特应付账款周转天数偏短	14
图表 30：上市公司产能扩张快于排名靠后的企业	15
图表 31：公司研发平台优势突出	16
图表 32：公司研究项目屡次获奖	17
图表 33：本硕博员工占比 50%	17
图表 34：公司核心人才数量众多	17
图表 35：苏博特研发支出占比最高	17
图表 36：红墙股份研发人员占比最高	17
图表 37：上市后母液产能大幅增长	18
图表 38：高性能减水剂产量大幅增长	18
图表 39：公司建有四大母液生产基地	18
图表 40：公司区域收入均衡	18
图表 41：募集资金用于新增产能建设	19
图表 42：扣减运费后苏博特单吨盈利仍然领先	19
图表 43：苏博特利润率最高	19
图表 44：检测中心 20 年收入大幅增长	20
图表 45：检测中心超额完成利润承诺	20
图表 46：中国建筑业总产值持续增长	21

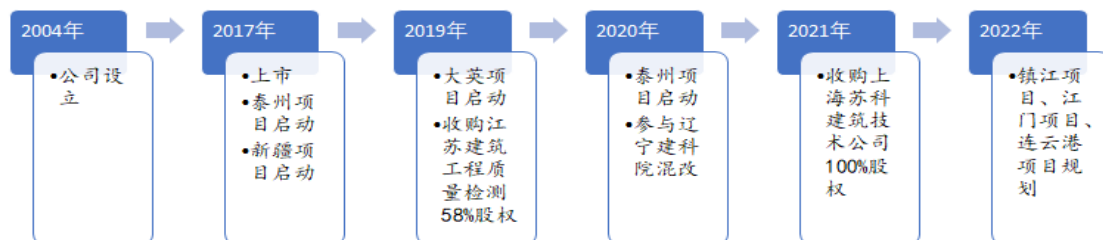
图表 47：江苏省建筑业总产值持续增长	21
图表 48：检测上市公司收入稳定增长	21
图表 49：检测上市公司毛利率稳定	21
图表 50：苏博特功能性产品涉足功能性全部材料	22
图表 51：公司产品应用在莆田南日岛海上风电场	23
图表 52：导管架式为海风机组固定支撑结构的一种	23
图表 53：功能性材料收入快速增长	24
图表 54：功能性材料毛利率稳定	24
图表 55：公司功能性材料产能有望继续增长	24
图表 56：21-23 年公司主要产品销量和价格假设	25
图表 57：20 年苏博特最高 PE 估值为 20 倍	26

一、行业地位突出，产品结构优化

(一) 多元化发展格局形成

江苏苏博特新材料股份有限公司（简称：苏博特）成立于 2004 年 12 月，由江苏博特及 11 名自然人共同发起设立。2017 年 11 月 10 日，公司在上海证券交易所上市。上市后，公司利用资本市场加快产能布局，形成了全国四大母液生产基地和 20 个复配生产基地的布局，并通过并购进入检测行业，产品结构更加多元化。

图表 1：借助资本市场实现多元化发展格局



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司的混凝土外加剂产品性能优异、产品质量稳定、技术服务专业，赢得了市场和客户的信赖。产品成功应用于港珠澳大桥、田湾核电站、阳江核电站、溪洛渡水电站、向家坝水电站、兰新高铁、南水北调工程、青岛胶州湾隧道、安哥拉陆阿西姆水电站、孟加拉帕德玛大桥、坦桑尼亚姆特瓦拉港口等国内外水利、能源、交通、市政等领域的重大工程。

图表 2：公司产品应用于国内重大工程



资料来源：苏博特招股书，太平洋研究院整理

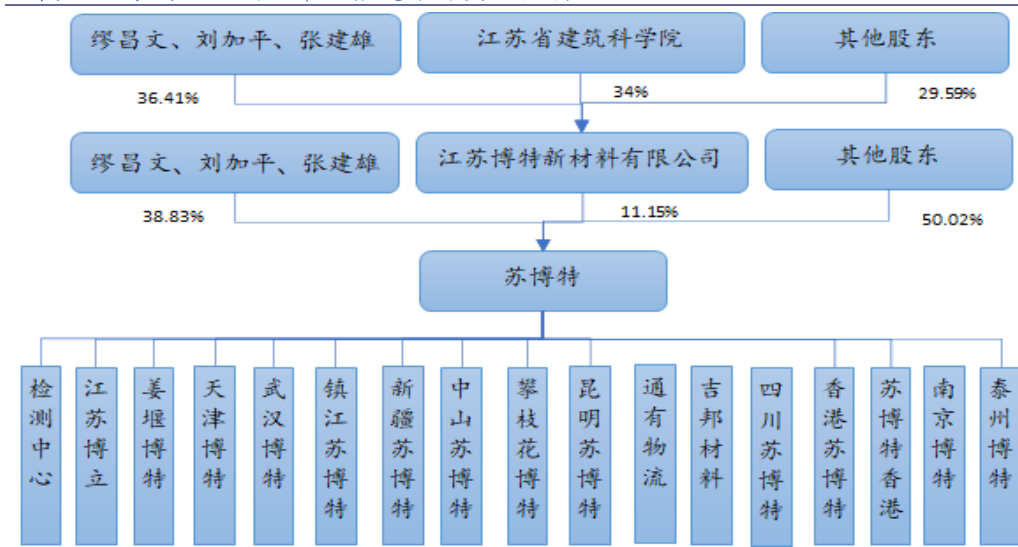
(二) 实际控制人行业经验丰富

公司的实际控制人为缪昌文、刘加平、张建雄，三人为一致行动人，共同控制上市公司和控股股东江苏博特。缪昌文先生、刘加平先生，分别于 2011 年和 2021 年获得中国工程院院士荣誉称号，在公司担任董事长、董事职务，并同为东南大学材料科学与工程学院教授和高性能土木工程材料国家重点实验室首席科学家。

公司的控股股东为江苏博特，由江苏省建筑科学院（简称：建科院）及刘加平等股东设立，建科院为江苏博特的第二大股东。作为国内建筑行业规模较大、产业化程度较高的综合性科研机构，建科院在技术创新和产品研发给予上市公司支持。2019 年苏博特收购建科院持有的江苏建筑工程质量检测中心（简称：检测中心）58%股权、2021 年检测中心收购建科院持有的上海苏科建筑技术发展有限公司 100%股权，通过收购建科院资产进入检测行业。

强大的股东背景和实际控制人丰富的行业经验有助于公司行业地位的提升。在中国混凝土外加剂企业综合十强评比中，公司连续多年排名第一，为业内唯一入选工信部“制造业单项冠军示范企业”的外加剂企业。在 2020 年江苏省制造业企业发明专利百强榜中，公司名列江苏省第 10 位、南京市第 3 位。

图表 3：缪昌文、刘加平、张建雄为实际控制人



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(三) 业务发展加速，产品结构优化

上市后发展步伐明显加快。公司上市后，随着募投项目的投产，产量大幅增长。2020 年公司减水剂销量 124.33 万吨，较 2016 年增长 70.52 万吨。收入和利润也摆脱了 2017 年之前停滞不前的局面，2020 年公司收入 36.62 亿元、归母净利润 4.41 亿元，较 2016 年增长 178%、232%。

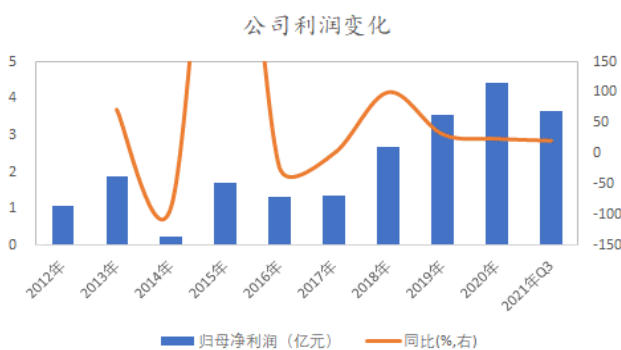
产品结构优化，销售价格稳定。2016-2020 年，公司高性能减水剂销量从 39.14 万吨增至 108.88 万吨、高效减水剂销量从 14.67 万吨增至 15.45 万吨；功能性材料销量从 5.59 万吨增至 22.98 万吨，收入占比从 7% 增至 12%、利润占比从 8% 增至 12%。高端产品高性能减水剂和功能性材料占比逐年增加，产品结构不断优化。从产品售价看，公司定价采用成本加成法，2017 年以来减水剂和功能性材料售价基本稳定，价格波动主要与成本变化有关。

图表 4：17 年后公司收入增速加快



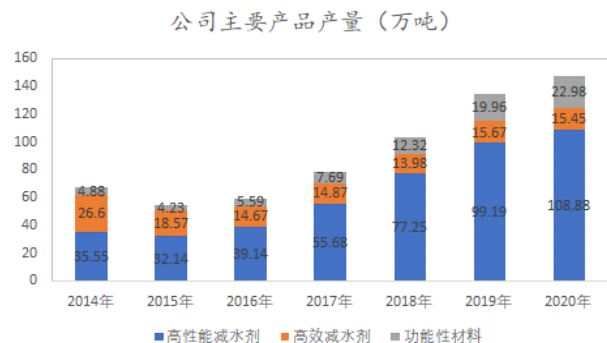
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 5：17 年后公司利润增速加快



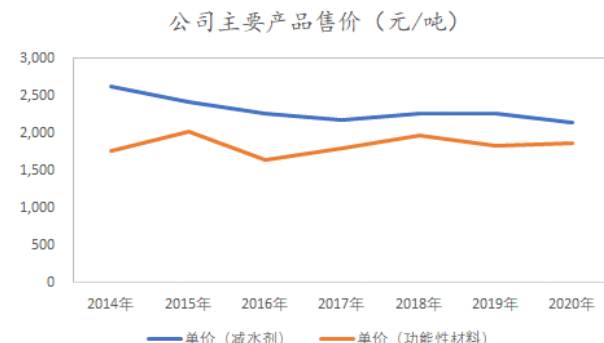
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：公司高端产品占比提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

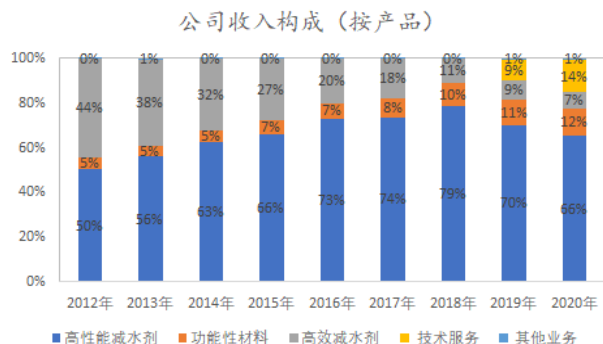
图表 7：公司产品售价稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

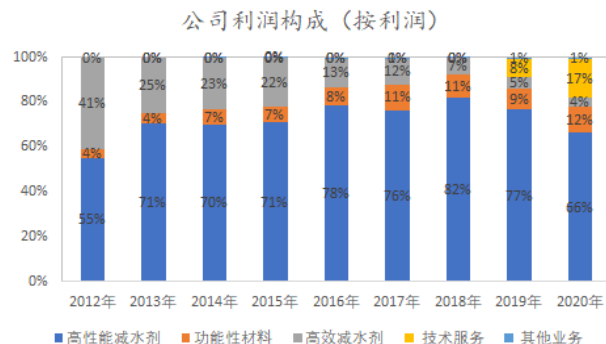
涉足检测业务，产品结构优化。2019 年公司完成对检测中心的收购，检测业务纳入合并报表范围，产品结构更加多元化。2020 年，公司检测业务收入占比 14%、利润占比 17%，较 2019 年增加 5 个百分点、9 个百分点。由于检测业务的利润率和现金流均优于外加剂业务，并购有利于提升盈利能力并改善现金流，而检测中心也可以借助上市公司平台获得更好的发展。

图表 8：公司收入结构趋于多元化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：公司利润结构趋于多元化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

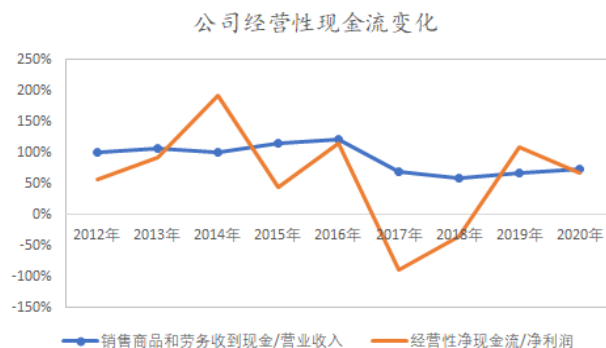
行业特点导致经营性现金流承压。公司的外加剂客户主要为商品混凝土企业和大型建筑施工企业。由于项目施工周期长且质保金是行业惯例，导致外加剂企业的应收账款规模大且回收期长。2020 年，公司经营性现金流与收入匹配度为 73%、与利润匹配度为 68%，这种情况主要是由行业特点决定的。由于公司前五大客户均为中字头央企，这些客户财务资质较好、付款能力较强，所以应收账款回款风险较低。

图表 10：前五大客户均为中字头央企

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
1	中国交建	中国交建	中国铁建	中国中铁	中国中铁
2	中国建筑	中国电建	中国中铁	中国交建	中国铁建
3	中国铁建	中国建筑	中国交建	中国建材	中国建材
4	中国中铁	中国中铁	中国电建	中国铁建	中国交建
5	中国电建	中国铁建	中国建材	中国电建	三峡集团

资料来源：苏博特招股书，太平洋研究院整理

图表 11：现金流与收入利润匹配度低



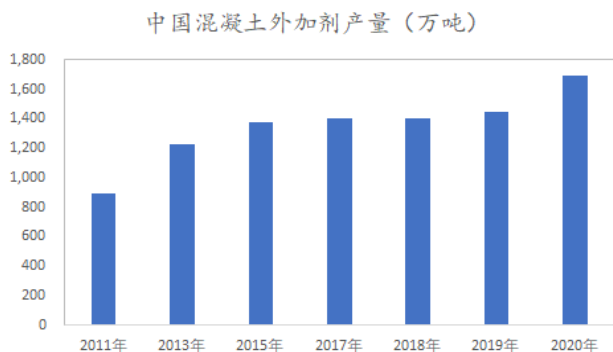
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

二、减水剂行业：beta 托底，alpha 开花

（一）减水剂位于产业链中游

混凝土外加剂是指在混凝土拌合前或拌合过程中加入，用以改善混凝土性能的物质。根据中国混凝土协会数据，2020 年我国混凝土外加剂销量 1,694 万吨，同比增长 9%，其中：规模最大的是减水剂，占外加剂总量 66.7%。按照苏博特 2020 年产品销售均价 2,145 元测算，外加剂行业市场规模 411 亿元，其中：减水剂行业市场规模 274 亿元。

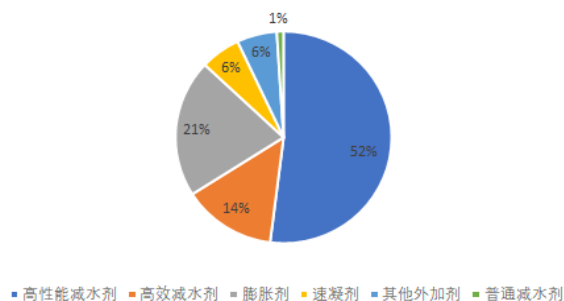
图表 12：中国混凝土外加剂产量逐年增长



资料来源：中国混凝土协会，太平洋研究院整理

图表 13：减水剂是最主要的外加剂

混凝土外加剂产品结构（2020年）



资料来源：中国混凝土协会，太平洋研究院整理

外加剂的上游主要有：工业萘、聚醚/聚酯单体等化工行业；外加剂的下游主要是商混搅拌站、预制构件生产企业和大型基建工程的建筑施工企业（自建混凝土搅拌站），其中商品混凝土搅拌站主要供货给市政工程、房地产等。

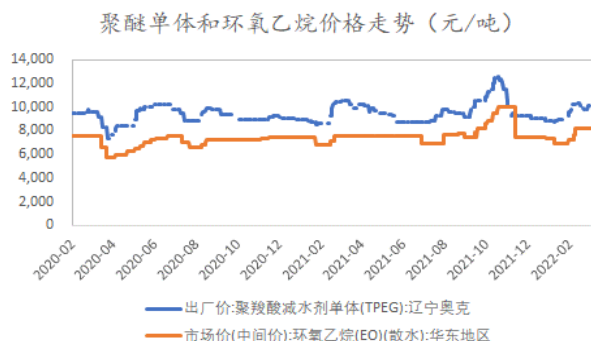
图表 14：减水剂处于产业链中游



资料来源：红墙股份招股书，太平洋研究院整理

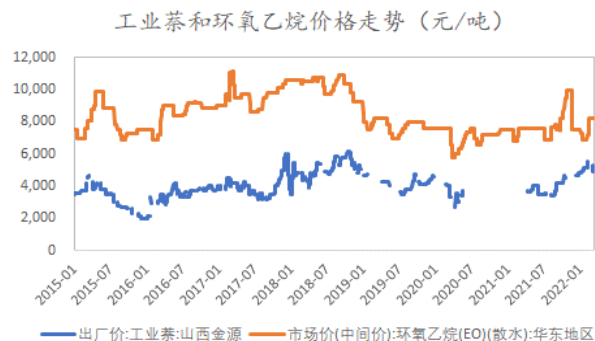
以红墙股份为例，聚醚/聚醚单体在高性能减水剂成本中占比约 64%，工业萘在高效减水剂成本中占比约 30%，因此上游聚醚/聚醚单体及工业萘价格对成本影响大。2021 年以来，受原油价格上涨及能耗双控政策影响，国内环氧乙烷价格在前三季度大幅上涨，随后冲高回落。2021 年环氧乙烷均价 7,695 元/吨，同比上涨 8%。由于减水剂在混凝土成本构成中占比仅 6%，下游混凝土企业对减水剂价格波动并不敏感，因此减水剂企业可以通过提价传导部分成本上涨压力。2021 年 9 月减水剂企业开始提价，同时随着产量的持续增长、固定费用分摊增加，因此成本上涨对企业盈利影响有限。根据已披露的 2021 年业绩快报，苏博特归母净利润逆势增长 15%-25%、垒知集团归母净利润同比减少 27%。

图表 15：聚醚单体和环氧乙烷价格走势趋同



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

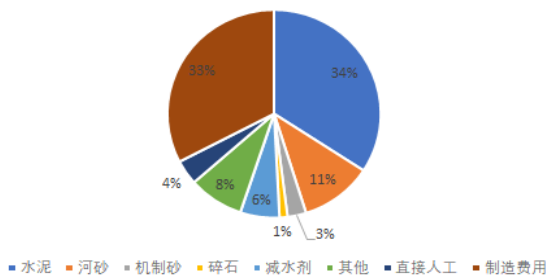
图表 16：21 年工业萘和环氧乙烷涨价



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：减水剂在混凝土成本中占比低

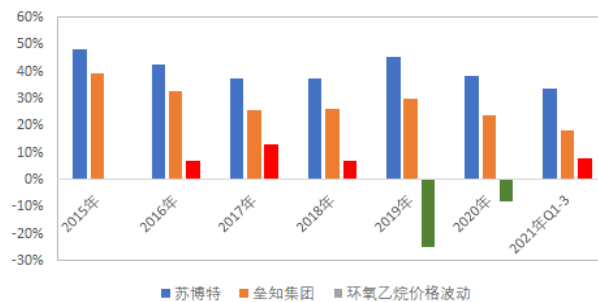
四方新材成本拆分（2019年）



资料来源：四方新材招股书，太平洋研究院整理

图表 18：原材料与利润率波动方向相反

毛利率与成本走势



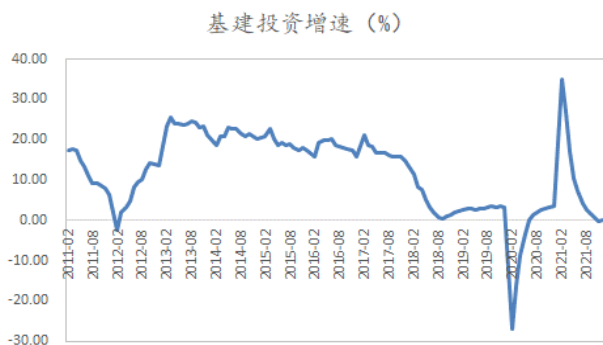
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 稳增长政策托底，需求结构优化

■ 稳增长政策推动需求回升

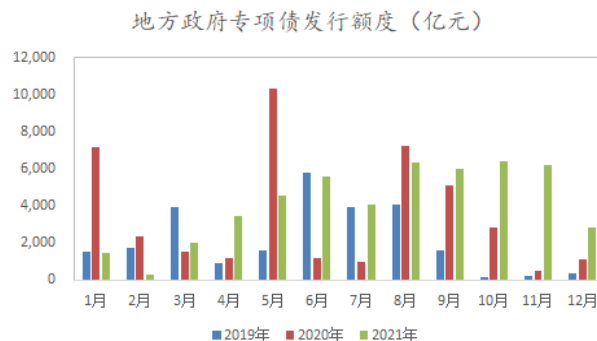
2021年下半年以来，宏观政策多次提及“稳定”、“跨周期调节”、“专项债”等，专项债发行速度明显加快。2022年地方专项债发行额度3.65万亿元，主要用于具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。截止2022年3月11日，新增专项债发行规模达9,676亿元，占提前下达专项债额度的66.3%。新增专项债发行节奏加快，有效解决重大项目融资难题。

图表 19：21 年中国基建投资增速出现负增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 20：21 年下半年专项债发行加快



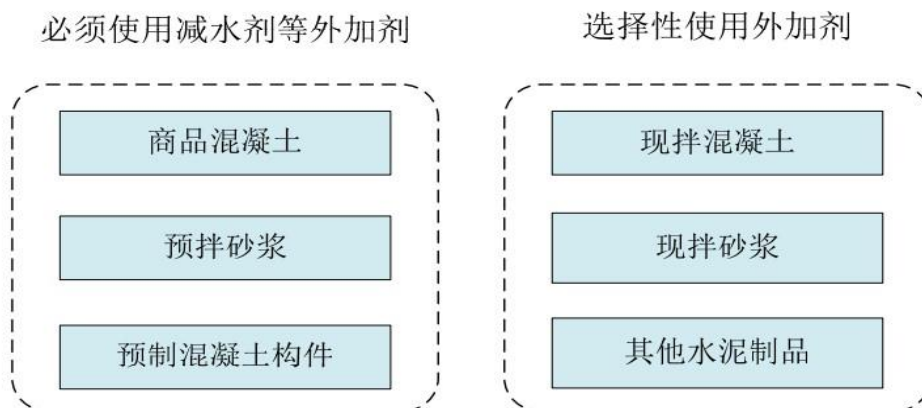
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

2021年下半年以来，支持房地产市场政策陆续出台后，需求有望边际改善。并购贷不再计入相关指标，有助于缓解部分房企流动性紧张的局面；保障性租赁住房有关贷款不纳入贷款集中度管理制度，目的是促进保障性租赁住房的发展；放宽落户、下调房贷利率、首付比例等，支持刚需性购房。银监会主席在2022年两会期间表态，房地产金融化势头得到了根本扭转。地产产业链对建材需求的传导是按照地产政策-房企资金-房建（新开工、施工、竣工）-建材需求，随着地产政策的纠偏，减水剂需求量有望回升。

■ 预拌率提升带来减水剂总需求增长

针对混凝土企业管理粗放、噪声扰民、粉尘污染、污水直排等现象，2014年住建部出台了《预拌混凝土绿色生产及管理技术规程》，对混凝土生产企业厂区布局、生产设备、废水废浆处理、噪声和粉尘排放等做了明确要求。2017年商务部发布《关于“十三五”期间加快散装水泥绿色产业发展的指导意见》，对水泥散装率、预拌混凝土使用量、预拌砂浆使用量、农村散装水泥使用率提出要求。通过添加减水剂，可以提高混凝土的和易性，方便项目施工。

图表 21：商品混凝土发展提升了减水剂总用量



资料来源：红墙股份招股书，太平洋研究院整理

2018 年中国预拌混凝土渗透率 46%，全球预拌混凝土渗透率超过 80%的国家有美国、日本、澳大利亚。随着国家政策的推动，未来国内预拌混凝土渗透率有望继续提高，带动行业扩容。

图表 22：中国预拌混凝土渗透率逐年提升



资料来源：前瞻研究院，太平洋研究院整理

图表 23：中国混凝土预拌率偏低



资料来源：前瞻研究院，太平洋研究院整理

■ 机制砂占比增加提升减水剂单位用量

机制砂棱角分明，在新拌砂浆中易与机械咬合，产生较大的内摩擦力，因此造成流动性降低。另一方面，机制砂粗糙的表面需要更多的水泥浆包裹，作为润滑的自由流动的水泥浆减少。因此，随着混合砂中机制砂含量的增加，砂浆的流动性下降，混凝土抗压强度先小幅增大，然后不断降低，坍落度不断降低，工作性能变差。当机制砂参量增加至 80%时，混凝土强度及坍落度已经不能满足设计配合比的要求。

2016 年以来，国家加大对河道治理力度，在长江、黄河及全国河道开展采砂整治，鼓励河道砂石统一开采管理。环保政策造成了天然砂禁采、限采，未来机制砂将进一步替代天然砂。在保证混凝土强度和工作性能不大幅下降，并满足设计配合比要求的情况下，通过掺入一定比例的机制砂，并配合使用高效减水剂来配置混凝土，可以提高混凝土性能。因此，随着机制砂用量的增加，减水剂用量也在同步增长。由于机制砂性能劣于河砂，更需要外加剂企业提供配套技术服务。

图表 24：机制砂占比过高影响强度和坍落度

C50 混凝土抗压 强度/Mpa	龄期	机制砂所占比例					
		0	20%	40%	60%	80%	100%
	7天	51.1	51.3	49.4	48	46.1	44.3
C50 混凝土坍落	28天	62.3	62.8	61.2	60.4	59.3	57.6
		180	170	160	160	150	135

资料来源：《建筑论坛 15 年 8 月》，太平洋研究院

图表 25：机制砂可以提升减水剂用量比例

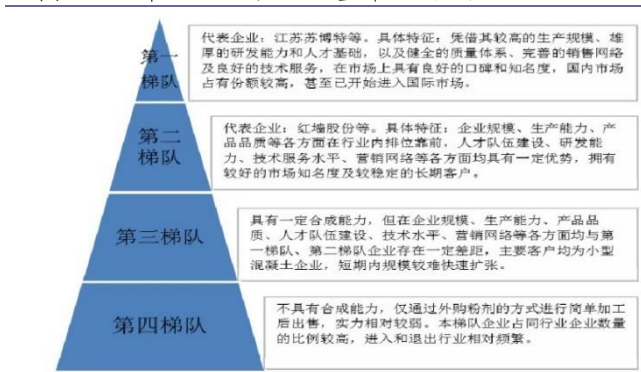
机制砂使用比例	减水剂使用量	减水剂使用量提升率
0%	1.80%	
30%	1.90%	5.60%
50%	2.00%	11.10%
70%	2.10%	16.70%
100%	2.20%	22.20%

资料来源：《福建建材第八期》，太平洋研究院

（三）政策驱动集中度提升，企业间优胜劣汰

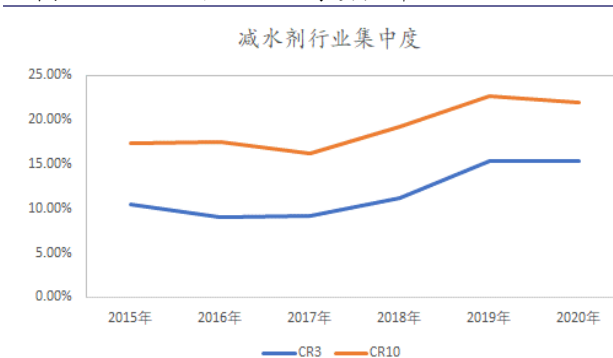
我国从事外加剂业务的公司众多，2016 年企业数量接近 6,000 多家，包括了大量不具备合成能力、仅通过外购母液复配后出售的小企业，或虽具备一定合成能力，但在新产品研发水平和技术服务方面与业内领先企业存在较大差距的企业。由于运输半径问题，外加剂行业也存在比较明显的区域性特征，导致各地中小企业占据当地大量市场份额。随着环保和安全政策趋严、企业资金压力加大、下游资格认证的增加，行业集中度提升明显。2020 年，我国外加剂生产企业数量已经减少到 1,000 多家，CR3 和 CR10 较 2016 年提升 8.99 和 4.53 个百分点。

图表 26：中小企业占据大量市场份额



资料来源：红墙股份招股书，太平洋研究院整理

图表 27：CR3 和 CR10 持续提升



资料来源：中国混凝土网，太平洋研究院整理

■ 环保和安全政策导致中小企业淘汰

外加剂行业的产品为建筑材料，之前行业管理参考建材行业规范。随着外加剂行业纳入化工行业管理，行业监管涉及的环保和安全生产政策有较大变化。

2017年8月，国务院印发《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造指导意见》明确提出，到2025年前，城镇人口密集区现有不符合安全 and 卫生防护距离要求的危化品生产企业，要就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出。中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业搬迁改造要在2020年底前完成，其他大型企业和特大型企业搬迁改造在要2025年底前完成。

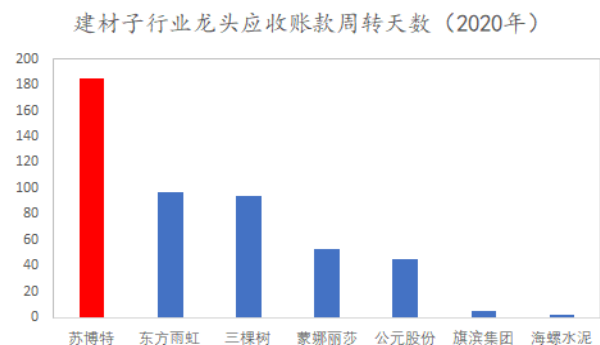
2018年6月，国务院发布《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》，环保监管标准较以往大幅提高。2019年江苏响水爆炸事故后，全国化工企业开展安全生产大排查，部分企业在安全生产或环境保护不达标的情况下将被淘汰出局，而为达到国家安全及环保要求所采取的技术措施以及相对应的设备投入，都为行业新进入者设定了进入壁垒。

■ 资金实力奠定发展基础

外加剂的下游行业是基建和地产行业，工程建设单位和商品混凝土企业为了减轻资金压力，使得混凝土外加剂企业成为其转嫁资金压力和风险的对象之一，这给外加剂企业造成大量的应收账款，需要混凝土外加剂企业具有较强的资金实力。外加剂的上游企业一般为大型化工企业，规模大，行业集中度高，议价能力强，混凝土外加剂企业原材料采购需要占用大量流动资金，主要原材料的采购通常需要采用现款交易，即使采用赊销方式购入，账期也较短。

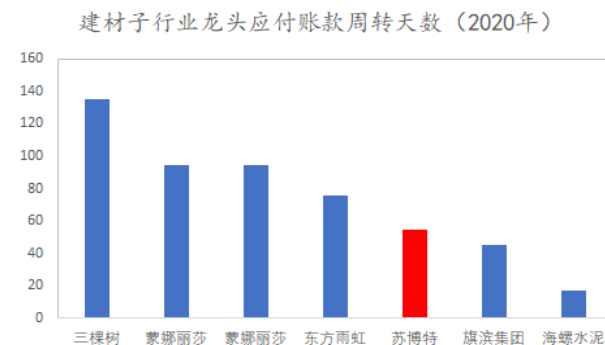
在上下游共同挤压的情况下，2020年苏博特应收账款周转天数185天、位列建材细分行业首位，应付账款周转天数仅54天。上下游两头被挤压导致了外加剂企业资金被占用的情况严重，企业的资金实力和融资能力决定了后续产能扩张的基础，拥有良好银行授信及资本市场融资渠道的龙头企业受益明显。

图表 28：苏博特应收账款周转天数位列首位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

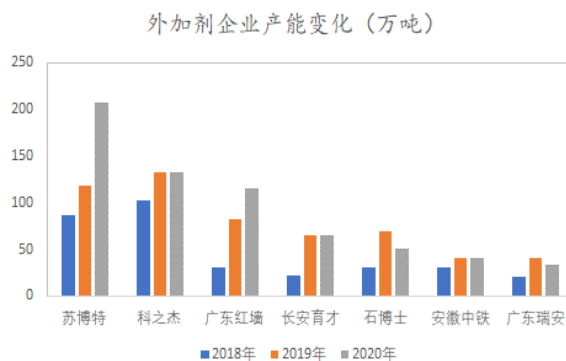
图表 29：苏博特应付账款周转天数偏短



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

减水剂行业目前有三家上市公司，垒知集团上市最早，随后红墙股份和苏博特分别上市。资本市场为企业的产能扩张提供了便利的条件，苏博特 2020 年以来发行转债两次、新增产能规模约 100 万吨，垒知集团通过转债的方式扩大西南市场的产能布局，红墙股份发行转债募资向上游扩张完善产业链。根据中国混凝土网发布的外加剂前十强企业的产能数据看，三家上市公司的产能扩张速度远高于排名 4-7 名的企业。借助资本市场，未来龙头企业产能快速扩张的情况不会停止。

图表 30：上市公司产能扩张快于排名靠后的企业



资料来源：中国混凝土网，太平洋研究院整理

■ 资格认证增加进入壁垒

外加剂的主要客户为水电、核电、铁路、公路、桥梁、工业与民用建筑等大型基础设施施工企业、各区域商品混凝土企业，对产品质量的稳定性及配套技术服务具有较高的要求，如：中铁检验认证中心（CRCC）要求进入高速客运专线工程的混凝土外加剂企业需经过资质认证。截止 2021 年 4 月 9 日，铁道部聚羧酸高效减水剂产品认证在列企业仅 281 家。对于水电、核电工程，混凝土的性能要求特殊，且工程安全性要求高，对外加剂企业的产品性能和质量管理水平要求极高。行业内头部企业依托自身研发、生产和技术服务优势，将极大地挤占小企业的市场份额，龙头企业受益明显。新进入者为取得下游客户的信任需要更长的时间，且需要投入更多的成本和时间，这也增加了行业准入门槛。

三、研发实力雄厚，盈利能力突出

(一) 研发实力位列行业领先

■ 研发平台优势突出，研究条件居行业前列

公司建有行业内唯一的国家级重点实验室“高性能土木工程材料国家重点实验室”，还建有“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等研发与成果转化平台，设有高性能减水剂、功能性助剂、功能性水泥基材料、水泥基材料裂缝控制、高性能混凝土、交通工程材料、外加剂应用技术、新技术示范与推广等八个专业研究所和测试中心。公司科研用房约3万多平米，配有动静态光散射仪、环境扫描电镜、温度应力试验机、X射线衍射分析仪、UTM万能试验机、混凝土流变仪等仪器设备，研究条件居全球同行业前列，为公司的技术创新和产品开发提供了平台支撑。

图表 31：公司研发平台优势突出



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

■ 研究成果丰富，专利数量稳居前列

公司在核心原料高效制备、高效减水剂清洁生产、高性能减水剂分子量和结构精确控制方面形成了系列专有生产技术；在混凝土外加剂的适应性和高强、早强、流动性保持、裂缝控制、自密实、高层泵送等混凝土领域形成了独特的混凝土外加剂应用技术；在混凝土气泡调控、水泥水化历程调控、流变性能调控细分领域形成了先进、独特的核心助剂体系；在混凝土外加剂基础理论、分子设计、工业放大等方面积累了丰富的经验，能够为客户提供快速定制化服务；在核电、水电、高铁、桥梁、市政、建筑等国家重大重点工程领域积累了应用数据库和丰富的行业服务经验。截止2020年12月31日，公司拥有国家授权专利569件，远高于垒知集团（专利数量415件）和红墙股份（专利数量104件）。

图表 32：公司研究项目屡次获奖

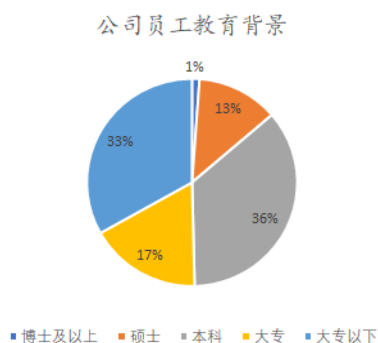
研究项目	奖项及获奖时间
“功能型建筑化学外加剂专用端烯基聚醚的构建及应用”	2016年江苏省科学技术奖一等奖
“拓扑结构聚合物与水泥基胶凝材料界面相互作用”项目	2017年中国建材联合会基础研究奖一等奖
“超 500 米跨径钢管混凝土拱桥关键技术”项目	2018年国家科技进步二等奖
《现代混凝土开裂风险评估与收缩裂缝控制关键技术》项目	2019年国家科技进步二等奖
《一种保坍型聚羧酸超塑化剂》	2019年中国专利优秀奖及江苏省专利金奖
“现代混凝土早期变形与收缩裂缝控制”项目	2019年江苏省科学技术一等奖
《严酷环境下结构混凝土耐久性设计与提升关键技术》	2020年江苏省科学技术一等奖

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

■ 人才优势突出，加大研发费用投入

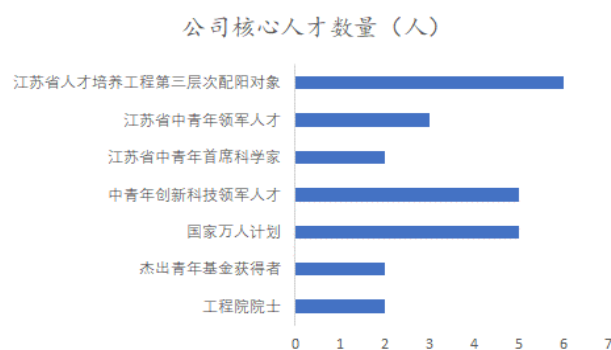
公司拥有专业配置齐全、年龄结构合理、创新能力强、技术推广与管理经验丰富的人才团队，在江苏人才发展战略研究院发布的《江苏工业企业人才竞争力 100 强》榜单中排名前 10。2020 年公司研发人员数量 269 人，研发人员占比 10.61%。独特的人才优势，为行业标准编制、产品研发创新、重点工程应用等方面做出重要贡献。公司持续加大研发投入，2020 年公司研发费用 1.76 亿元，研发费用率 4.82%，分别高于垒知集团 0.89 个百分点、红墙股份 1.62 个百分点。

图表 33：本硕博员工占比 50%



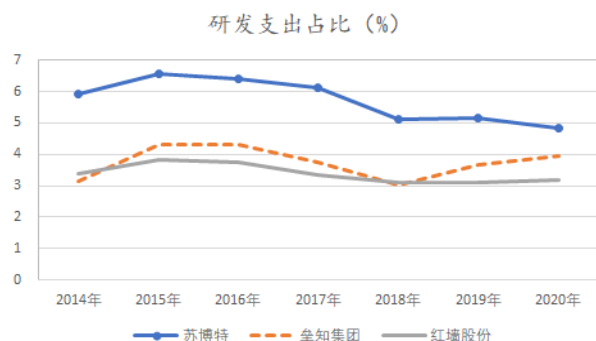
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 34：公司核心人才数量众多



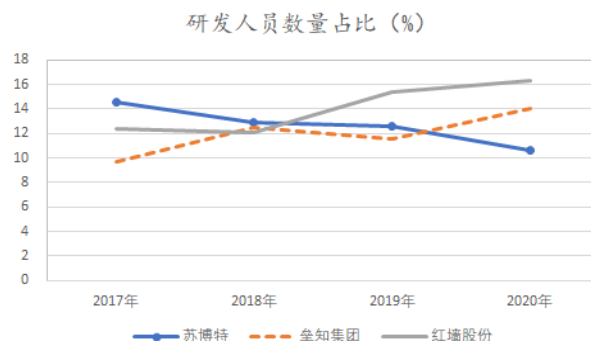
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 35：苏博特研发支出占比最高



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 36：红墙股份研发人员占比最高



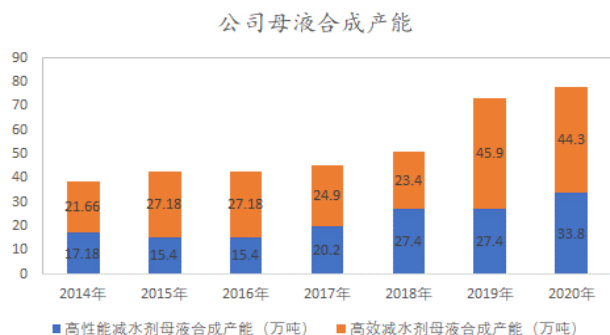
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 加速产能布局，盈利能力领先

■ 产能扩张不止，完善全国布局

公司拥有江苏、天津、四川、新疆四大母液生产基地，并在浙江、广东、山东等二十多个省份建设了 20 多个复配基地，形成了全国化产能布局。2020 年公司高性能减水剂母液产能 33.8 万吨、高效减水剂母液产能 44.3 万吨，高性能减水剂产量 108.94 万吨、高效减水剂产量 15.47 万吨。与 2016 年上市前对比，除高效减水剂产量外，各项指标均大幅增长。

图表 37：上市后母液产能大幅增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

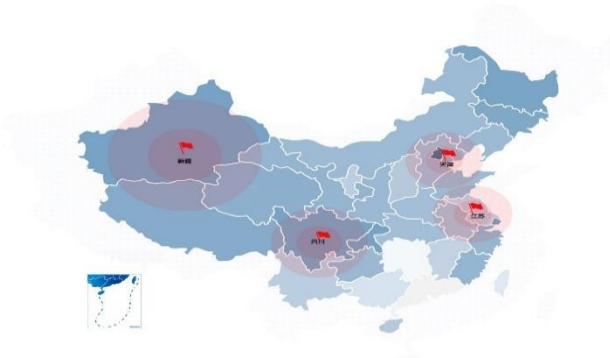
图表 38：高性能减水剂产量大幅增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

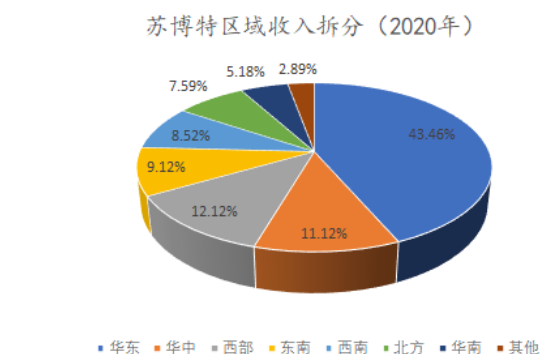
从区域市场分布看，公司华东市场收入占比 43%，华中、西部、东南、北方市场占比从 7-12% 不等，区域收入均衡。近几年，公司开拓了川藏铁路、广湛高铁、常泰长江大桥、靖江长江隧道、银江水电站、长乐外海海上风电场等一批重点项目，为后续产能释放奠定客户基础。

图表 39：公司建有四大母液生产基地



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

图表 40：公司区域收入均衡



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

自上市以来，公司持续加大产能布局力度。四川的大英基地项目已于 2021 年 4 月份竣工并投产，为拓展西南和西部地区外加剂业务提供了产能支撑。根据公司 2020 年年报披露，位于广东的江门基地已进入环评公示阶段，2021 年 9 月开工建设、2022 年一季度建成。该基地的建成投产，将大力推进公司在大湾区的市场开拓。此外，根据公司网站（2022 年 2 月 23 日新闻），连云港 80 万吨项目进入环境影响评价第一次公示阶段。

图表 41：募集资金用于新增产能建设

资金来源	实施主体	项目名称	最终产能
2017年IPO募投项目	泰州博特	高性能外加剂项目	高效减水剂65万吨
	镇江苏博特	混凝土特种工程材料	功能性材料20万吨
	新疆苏博特	高性能外加剂项目	高性能减水剂15万吨
2019年自有资金	四川苏博特	大英基地建设	高性能减水剂30万吨+功能性材料20万吨
2020年可转债	泰州博特	62万吨高性能外加剂项目	10万吨聚醚+50万吨高性能减水剂+2万吨高性能减水剂原料
2022年可转债	镇江苏博特	37万吨高性能土木工程（一期）	功能性材料37万吨
	广东苏博特	高性能土木工程（一期）	10万吨母液+27万吨高性能减水剂+7万吨功能性材料
	江苏苏博特	高分子材料项目	1000万平方米高分子卷材
自有资金拟建项目	连云港基地	80万吨建筑用新材料项目	1期：15万吨聚醚+48万吨高性能减水剂+2万吨高性能减水剂原料
			2期：15万吨聚醚

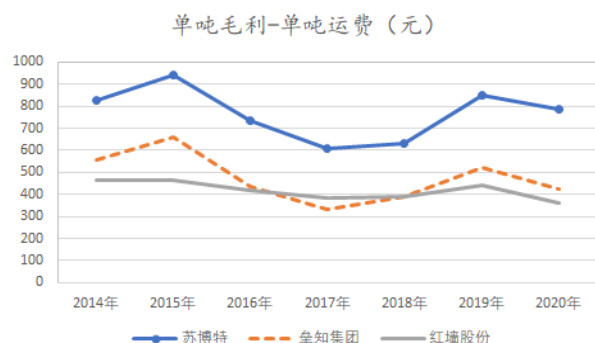
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

■ 产业链完善，盈利能力领先

由于外加剂企业产能布局差异，每家企业的运输费用差异明显。为了更好的对比利润率，我们用扣除运费后的单吨毛利作为利润率的衡量指标。2020 年苏博特/垒知集团/红墙股份三家公司的吨利润（吨毛利-运费）788/424/358 元，利润率 37%/23%/31%，苏博特的利润率领先于垒知集团和红墙股份。我们认为，苏博特盈利能力高的原因有三点：

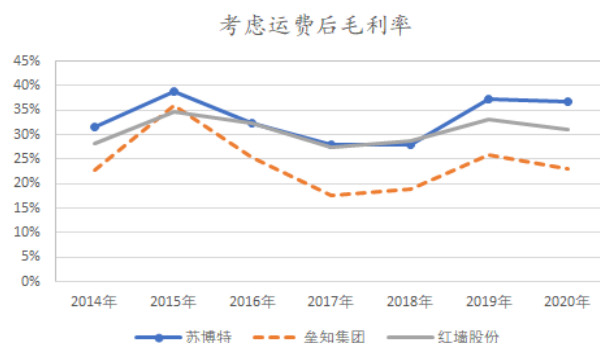
- ✓ 虽然苏博特的母液产能全国仅有四个，但是规模化的生产可以摊薄单位固定成本；
- ✓ 由于母液浓度高，因此运输量少，母液的运输半径会远于成品的运输半径；
- ✓ 苏博特拥有全产业链优势，利润率中包含环氧乙烷生产聚醚单体的加工利润。

图表 42：扣减运费后苏博特单吨盈利仍然领先



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 43：苏博特利润率最高



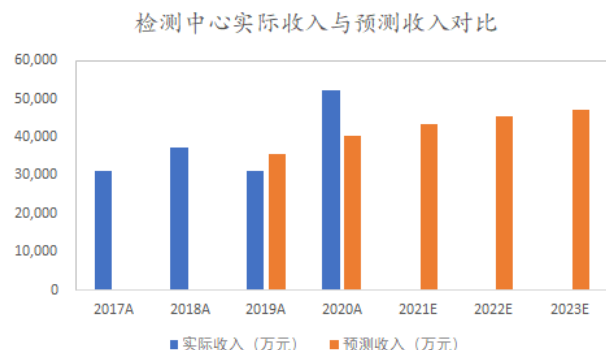
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

（三）“两个拓宽”助力减水剂和检测协同发展

■ 检测中心超额完成利润承诺

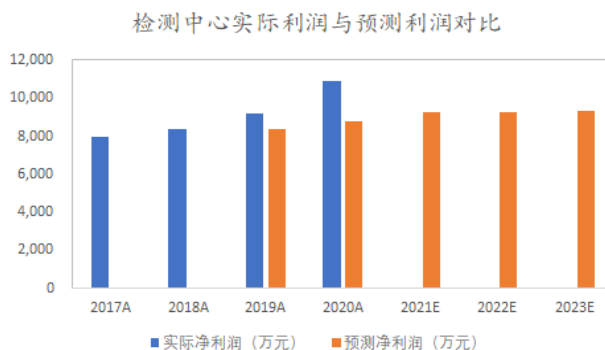
2019 年公司以 3.89 亿元对价收购检测中心 58% 股权，进入检测领域。检测中心目前的业务涉及建筑、交通、市政、铁路、商品检验、进出口检验、司法检验等多个领域，并积极涉足能效测评、特种玻璃等新领域。根据利润承诺，2019-2021 年检测中心并表净利润不低于 8,400/8,800/9,200 万元，2019-2020 年检测中心实际扣非后净利润为 8,580/10,529 万元，超额完成利润承诺。

图表 44：检测中心 20 年收入大幅增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图表 45：检测中心超额完成利润承诺



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

■ 建筑检测行业前景乐观

检测中心的下游主要是建筑行业，建筑业的市场容量直接影响检测技术服务的需求。近年来，随着全社会固定资产投资总额持续增长、居民对住房需求的增加，虽然建筑业总产值的增速有所放缓，但建筑业总产值一直保持在较高的水平。2012-2021 年，中国建筑业总产值复合增速 9.7%。标的公司是江苏省最大的建设工程质量检测机构，公司业务发展与江苏省建筑业总产值有关。2012-2021 年，江苏省建筑业总产值复合增速 9.7%。

建筑业中新材料、新结构和新工艺的出现，不断催生新的检测需求。近几年，新技术和新政策催生和扩展了诸如室内空气质量检测、建筑物能效测评和老旧建筑维护检测（结构安全诊断、加固、保温）等各种新型的检测需求。

我们选取三家检测业务的上市公司发现，2016-2020 年三家公司收入稳定增长，国检集团、建研院、垒知集团（检测业务）收入复合增速 22%、19%、17%，三家公司检测业务毛利率相对稳定，且均高于 40%。

图表 46：中国建筑业总产值持续增长



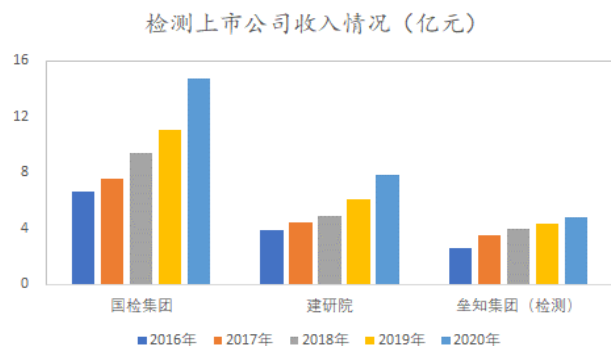
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 47：江苏省建筑业总产值持续增长



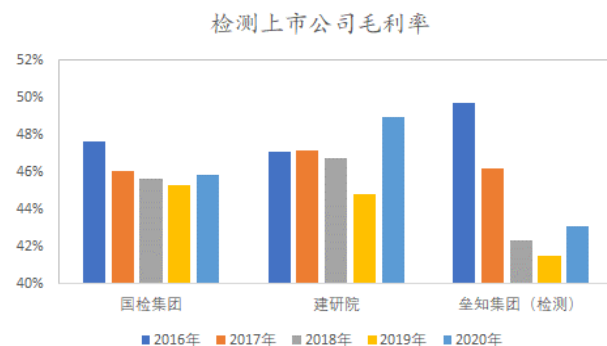
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 48：检测上市公司收入稳定增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 49：检测上市公司毛利率稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

■ 研发和渠道协同效应明显

针对检测业务发展，公司管理层制定了“两个拓宽”的经营思路。一方面要突破传统的建筑检测领域，在轨道交通、公路水运、智慧运营、健康监测、检验认可等领域取得增长，另一方面要拓展与主业外加剂业务的协同发展。我们认为，双方的协同体现在以下三方面：

- ✓ 检测中心在提供检测服务的同时，积累了大量的材料性能数据，通过与苏博特工程应用数据的共享，可以降低研发成本。例如，针对防止桥隧混凝土开裂材料的研究方面，检测中心拥有轨道交通领域混凝土材料性能的检测技术与数据，将有助于公司研究团队更好的对地铁、隧道混凝土材料的抗裂防渗、耐久性能等进行研究；
- ✓ 检测中心的业务具有一定的区域性，客户群体与减水剂主业存在差异，未来检测中心可以与减水剂业务在销售渠道方面进行整合，产生协同效应。同时，公司可以在检测中心的业务开拓过程中，发现土木工程材料领域客户对混凝土新材料与应用技术的需求，从而有利于公司更好地挖掘客户需求，拓展新客户；

- ✓ 检测中心通过上市公司平台可以获得更好的资本支持。2021 年 9 月，检测中心以 5,600 万元收购上海苏科建筑技术发展有限公司 100% 股权。通过收购上海苏科，检测中心获得了上海苏科的相关资质，上海苏科也可以与苏博特的上海销售渠道形成协同效应，开拓上海建工、上海绿地等重点客户，优化客户结构。

(四) 行业门槛高，加码功能材料

■ 功能性材料门槛高

功能材料也属于混凝土外加剂产品，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。由于下游对产品功能性要求更强，且需要配套施工服务，因此功能性材料的门槛高于减水剂。

从分类看，功能性材料主要包括功能性化学外加剂、高性能水泥基材料和工程纤维等，其中：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。苏博特的功能性材料板块收入主要来自于裂缝控制材料、超高性能混凝土、风电基础灌浆料等。

图表 50：苏博特功能性产品涉足功能性全部材料

功能性材料类别	主要产品						
减水剂助剂	引气剂	消泡剂	早强/增强剂	缓凝剂	增稠剂		
裂缝控制材料	水分蒸发抑制材料	温控抗裂材料	减缩抗裂材料				
耐久性提升材料	隔系列产品	阻系列产品	缓系列产品				
高性能水泥基材料	装配式建筑用灌浆料	普通灌浆料	压浆材料	风机基础灌浆料	支座砂浆	预拌砂浆外加剂	矿物掺合料
特种混凝土	超高性能混凝土	喷射混凝土	纤维混凝土	早强&防冻混凝土	预制混凝土构件		
交通工程材料	沥青再生材料	抗车辙材料	沥青改性材料	沥青乳化剂系列材料	路面快速修补材料	功能性道路材料	半柔性路面技术
防水与修复材料	粘结密封材料	修复加固材料					

资料来源：公司网站，太平洋研究院整理 注：蓝色为 17 年募投项目，绿色为 22 年募投项目

✓ 裂缝控制材料

裂缝是混凝土结构中普遍存在的一种现象，它会降低建筑物的抗渗能力，还会影响建筑物的使用功能，引起钢筋的锈蚀、混凝土的碳化、降低材料的耐久性，最终影响建筑物的承载力。针对不同工程结构尺寸、施工环境的抗裂需求，公司通过系列化产品及技术方案，解决混凝土硬化阶段的收缩开裂难题，延长混凝土材料的服役寿命。公司产品应用于徐州地铁、太湖隧道、沪通大桥、禄口国际机场等重点工程。

✓ 超高性能混凝土

超高性能混凝土（UHPC）被认为是耐久性最好的工程材料，适当配筋的 UHPC 力学性能接近钢结构，同时 UHPC 具有优良的耐磨、抗爆性能。因此，UHPC 特别适合用于大跨径桥梁、抗爆结构（军事工程、银行金库等）和薄壁结构，以及用在高磨蚀、高腐蚀环境。公司产品应用于南京长江第五大桥、上海松浦大桥、宁波机场路湿接缝等 20 余项重点工程。

✓ 风电灌浆料

风机基础灌浆料适用于陆地、潮间带及海上风电场风机、升压站等基础灌浆和调平，同时也适用于其它有高强、高耐久要求的设备安装工程，具有自流找平、高强耐久、微膨胀填充、对钢材无锈蚀等优点。海上风机基础与桩基础的连接通常采用高强灌浆进行连接。灌浆完成后，其灌浆连接段能够承受风机荷载、波浪力、潮流力及船舶撞击力等荷载的最不利组合。因此，灌浆连接段设计与施工对于保证风机正常运行至关重要，其可靠性是确保海上风电正常运行的必要条件。

公司的灌浆料 28d 抗压强度最高可达到 140MPa，可有效保障风机在风力、水力等荷载作用下的安全承载，产品已成功应用于福建莆田南日岛海上 400mw 海上风电场、江苏龙源如东海上风电场示范 200MW 扩建项目、中水电江苏如东海上风电场 100MW 示范项目等多个工程，累计完成超过 50 台风机基础的灌浆，实现了风机基础灌浆料在国内海上风电工程的首次大规模应用。

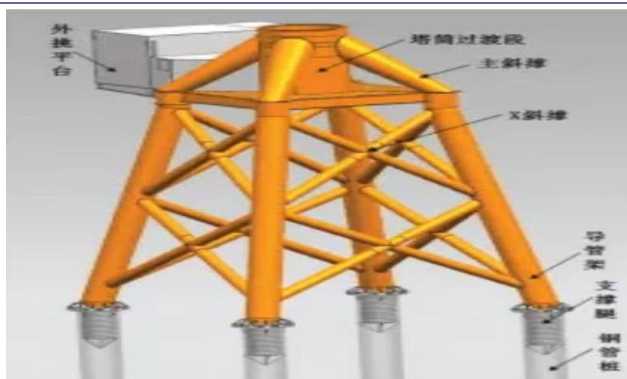
根据全球风能协会 (GWEC) 预测，2021-2025 年，预计全球新增风电装机 470GW、复合增速 4%，全球海上风电新增装机容量预计超过 70GW、复合增速 31.5%。全球风电装机容量的增长将带动风电灌浆料需求的增加。

图表 51：公司产品应用在莆田南日岛海上风电场



资料来源：公司网站，太平洋研究院整理

图表 52：导管架式为海风机组固定支撑结构的一种



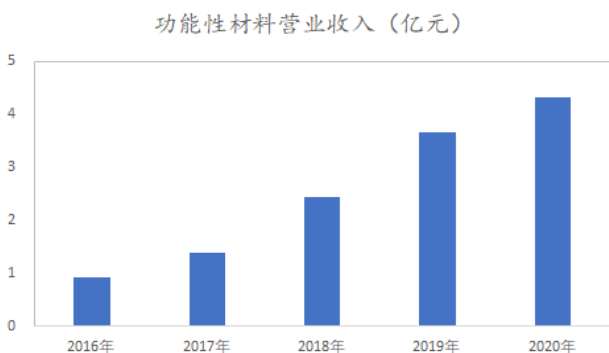
资料来源：搜狐，太平洋研究院整理

■ 募投项目扩产，助力功能材料快速发展

借助于资本市场，公司功能性材料业务迎来快速增长。随着 2017 年 IPO 募投项目投产，2016-2020 年功能性材料产量从 5.1 万吨增至 23.06 万吨、复合增速 46%，营业收入从 0.92 亿元增至 4.31 亿元、复合增速 47%。2021 年前三季度，公司功能性材料产量 22.72 万吨、同比增长 48%，接近 2020 年全年产量，营业收入 3.98 亿元、同比增长 47%。

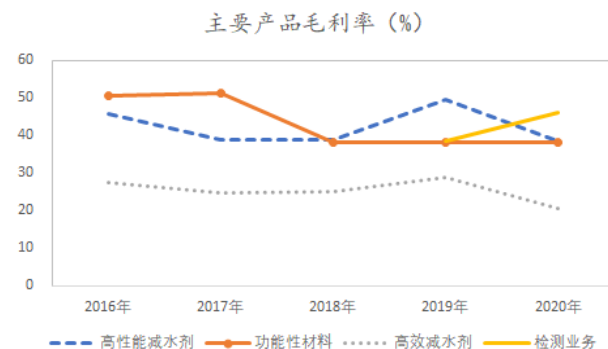
从毛利率看，2018-2020 年功能性材料毛利率稳定在 38% 左右，盈利能力受成本变化影响小，这与公司议价能力有关，未来毛利率有望继续维持高位。未来随着公司大英项目产能释放及可转债募投的镇江和江门项目投产，功能性材料产能有望继续增长。

图表 53：功能性材料收入快速增长



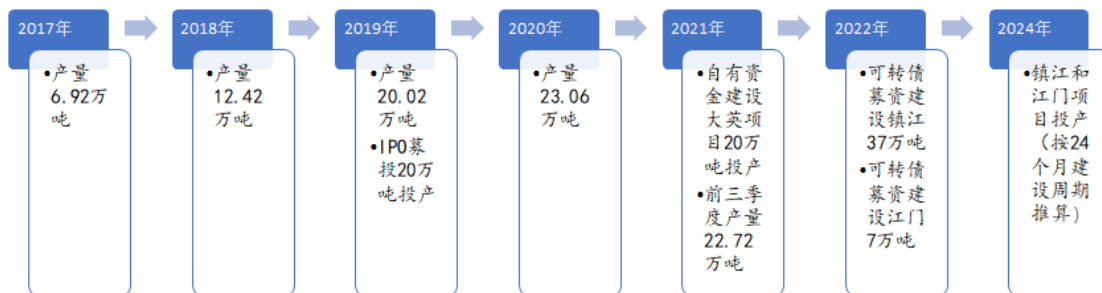
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 54：功能性材料毛利率稳定



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 55：公司功能性材料产能有望继续增长



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 基本假设

- **高性能减水剂**：预计 2021-2023 年高性能减水剂销量增速 27/20/20%，产品价格变动 -8/1/0%，毛利率 35/36/37%；
- **功能性材料**：预计 2021-2023 年功能性材料销量增速 30/17/14%，产品价格变动-5/2/0%，毛利率 38/38/38%；
- **高效减水剂**：预计 2021-2023 年高效减水剂销量增速-14/0/0%，产品价格变动-1/0/0%，毛利率 20/20/20%；
- **技术服务**：预计 2021-2023 年技术服务收入增速 5/5/5%，毛利率 46/46/46%。

图表 56：21-23 年公司主要产品销量和价格假设

产品类别	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
销量（万吨）								
技术服务								
倍数						1.05	1.05	1.05
高性能减水剂	39.14	55.68	77.25	99.19	108.88	138	166	199
倍数						1.27	1.2	1.2
功能性材料	5.59	7.69	12.32	19.96	22.98	30	35	40
倍数						1.30	1.17	1.14
高效减水剂	14.67	14.87	13.98	15.67	15.45	13	13	13
倍数						0.86	1	1
单价（元/吨）								
高性能减水剂	2453	2227	2356	2346	2202	2026	2046	2046
倍数						0.92	1.01	1
功能性材料	1646	1808	1972	1839	1876	1782	1817	1817
倍数						0.95	1.02	1
高效减水剂	1772	1991	1774	1800	1741	1724	1724	1724
倍数						0.99	1	1
毛利率								
高性能减水剂	45.63%	39.03%	38.96%	49.46%	38.57%	35%	36%	37%
功能性材料	51.09%	51.08%	37.86%	38.15%	38.28%	38%	38%	38%
高效减水剂	27.31%	24.32%	25.00%	28.72%	20.45%	20%	20%	20%
技术服务				38.59%	46.17%	46%	46%	46%

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

(二) 估值及投资建议

我们预计公司 2021-2023 年营业收入 41.4/48.65/56.63 亿元、收入增速 13/18/16%，归母净利润 5.37/6.6/8.03 亿元、利润增速 22/23/22%。按照公司最新总股本 4.2 亿股计算，2021-2023 年 EPS 1.28/1.57/1.91 元，对应 PE 16/13/11 倍。

除了苏博特外，A 股另外两家减水剂公司是垒知集团和红墙股份，苏博特与垒知集团产品结构更接近。苏博特 2022 年预计市盈率 13 倍，高于垒知集团 2022 年市盈率 11 倍(Wind 一致预期)，的估值，我们认为估值差异与业绩表现及行业地位有关。目前的行业状况与 2020 年存在相似之处，即：通过基建投资稳定经济增长，因此我们参考苏博特 2020 年最高估值 20X 作为估值参数。我们给予苏博特 2022 年 20 倍目标市盈率，采用市盈率相对估值法。按照 2022 年 EPS 1.57 元计算，给予未来 6-12 个月 31.40 元的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 57：20 年苏博特最高 PE 估值为 20 倍



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

五、风险提示

- 原材料成本上涨风险：公司采购的原材料为环氧乙烷、工业萘、甲醛等大宗商品，原材料价格大幅上涨会导致公司生产成本增加。
- 下游客户回款风险：公司应收账款规模较大，下游客户资金状况会对公司的回款产生负面影响。
- 环保和安全生产政策：环保和安全生产政策会对公司产量及相关投入产生影响。
- 疫情加剧风险：疫情加剧会影响国内施工进度，影响公司收入确认。

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	507	986	1,291	1,710	2,123	营业收入	3,307	3,652	4,140	4,865	5,663
应收和预付款项	2,440	2,734	3,099	3,642	4,239	营业成本	1,804	2,254	2,647	3,079	3,544
存货	187	315	370	430	495	营业税金及附加	31	32	36	42	49
其他流动资产	101	203	449	484	522	销售费用	586	308	298	350	408
流动资产合计	3,235	4,239	5,208	6,266	7,379	管理费用	186	225	256	300	350
长期股权投资	0	88	88	88	88	财务费用	58	47	25	23	20
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	(1)	0	0	0
固定资产	1,188	1,434	1,331	1,169	1,036	投资收益	0	3	0	0	0
在建工程	97	82	132	182	232	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	210	248	263	278	293	营业利润	464	592	716	880	1,072
长期待摊费用	60	69	69	69	69	其他非经营损益	(3)	(4)	1	1	1
其他非流动资产	159	173	199	199	199	利润总额	460	588	717	881	1,073
资产总计	5,008	6,413	7,371	8,331	9,378	所得税	76	95	116	142	173
短期借款	870	785	785	785	785	净利润	384	493	601	739	899
应付和预收款项	1,387	1,703	1,999	2,320	2,667	少数股东损益	30	53	64	79	96
长期借款	26	33	33	33	33	归母股东净利润	354	441	537	660	803
其他负债	0	0	0	0	0						
负债合计	2,380	2,648	2,934	3,255	3,602						
股本	311	350	420	420	420	预测指标					
资本公积	1,071	1,788	1,788	1,788	1,788		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1,044	1,391	2,979	3,350	3,769	毛利率	45.44%	38.29%	36.05%	36.72%	37.42%
归母公司股东权益	2,391	3,463	1,928	2,488	3,092	销售净利率	10.72%	12.07%	12.97%	13.57%	14.19%
少数股东权益	237	302	366	445	541	销售收入增长率	42.78%	10.45%	13.35%	17.52%	16.41%
股东权益合计	2,628	3,765	4,437	5,076	5,776	EBIT 增长率	136.1%	27.03%	14.41%	21.77%	20.69%
负债和股东权益	5,008	6,413	7,371	8,331	9,378	净利润增长率	32.01%	24.40%	21.82%	22.97%	21.68%
						ROE	14.82%	12.73%	13.19%	14.26%	15.35%
						ROA	7.08%	6.87%	7.28%	7.92%	8.57%
						ROIC	11.04%	10.84%	10.79%	11.72%	12.65%
现金流量表(百万)						EPS (X)	1.14	1.39	1.28	1.57	1.91
	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	PE (X)	14.81	16.53	16.36	13.30	10.93
经营性现金流	419	333	862	921	1,114	PB (X)	2.97	2.79	2.16	1.90	1.68
投资性现金流	(194)	(527)	(599)	(369)	(469)	PS (X)	3.15	2.85	2.51	2.14	1.84
融资性现金流	(70)	479	41	(133)	(233)	EV/EBITDA (X)	9.71	10.80	7.67	6.11	4.89
现金增加额	156	448	304	420	413						

资料来源：Wind，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。