

稳增长助力景气提升 行业将迎来强现实

——外加剂行业基本面向上拐点将至

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

外加剂赋能混凝土产业升级,是传统行业中具备成长性的细分领域。外加剂是混凝土实现功能的关键材料,其在混凝土成本占比仅为 6%左右,但却扮演着非常关键的角色。减水剂是外加剂主要品种,占比达 67%。从 2009 年至 2019 年十年间,高性能减水剂产量由 127 万吨提升至 1136 万吨, CAGR 达 24.52%。外加剂成长性主要由两大因素驱动:

- 政策导向下混凝土生产走向集中,越来越多的需求场景采用掺有外加剂的商品混凝土。水泥总体需求虽自 2014 年后没有显著增长,但商品混凝土产量却年化增长 10.79%,显著拉动外加剂需求。当前我国混凝土商品化率不及 50%,仍有较大增长空间。
- 混凝土强度、功能升级促使更大的外加剂单位用量。从样本混凝土生产企业四方新材观测,其外加剂单位用量由 2016 年 7.5kg/m³ 提升至 2019 年 10.1kg/m³,外加剂的技术突破与混凝土强度、功能升级相辅相成。

减水剂行业需求主要来自于下游建筑业。当前基本面仍疲软,主要由于 2022 年伊始外加剂行业遭遇疫情封控以及地产开工低迷的双重影响,以关联品种水泥观察,至 5 月水泥产量同比下滑 14.03%。而在稳增长的支撑下,行业基本面的拐点有望在 Q3 到来,届时行业有望迎来基本面回暖的强现实与基建投资强预期的和谐共振,超额收益可期。

- 投资端拉动正在路上,2022 年前五月固定资产投资新开工项目总投资额同比提升 23.3%,新开工项目混凝土需求在 3-6 个月后进入结构施工的高峰期,稳增长投资端对水泥相关产业的拉动作用将在下半年逐渐显现,7、8 月雨季淡季后发力愈加明显。
- 稳地产也是稳增长,地产端修复将逐渐修复。地产销售有望在轮番政策刺激下缓慢回暖,2021 年下半年地产开工基数偏低,Q3 有望迎来地产开工端增速的拐点,下半年地产端对混凝土需求的拖累效应应大幅缩减。
- 中长期需求仍有支撑。基建仍有空间,中央财经委员会第十一次会议强调,全面加强基础设施建设,将基建上升到国家发展与安全的新高度。地产良性循环可期,2022 年毕业生规模预计再创新高,城市人口持续流入居住需求有空间。

外加剂行业双巨头格局清晰。苏博特由双院士引领,依托国家重点实验室站上行业技术高地。高端工程领域完美定制化履约造就获取订单竞争力,在央企集中度提升的大趋势下借力客户粘性实现增长,凭借产品力、品牌力、技术实力打造外加剂行业的“东方雨虹”。此外出色研发实力赋予长久生命力,研发成果不断转化为爆款产品,超高强度海上风电基础灌浆料及新型交通工程材料均引领市场。制造端整合聚醚合成产能实现超出同业的盈利能力。垒知集团全国化布局日趋完善,2022 年初新产能投产助力业绩增长,规模优势下费用率摊薄增强盈利能力。

投资策略:产业需求迎来底部,稳增长支撑将至。政策预期催化的行情偏阶段性,短期仍将有波折,建议把握业绩边际改善的主线,先于业绩底布局,行业有望在 Q3 迎来需求增速拐点,稳增长基建端发力、地产端修复助力增速改善。工程市场竞争力是今年业绩领先的胜负手,首选工程市场领先的苏博特,建议关注 2022 年新产能加速释放进入收获期的垒知集团。

风险提示:稳增长政策未达预期、地产销售持续低迷、原材料成本继续上涨。

评级

增持(首次)

2022 年 06 月 18 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

刘宇栋

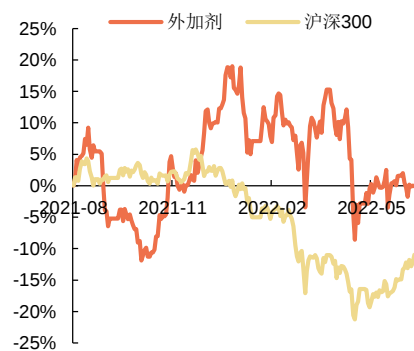
研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121110016

行业基本资料

股票家数	3
行业平均市盈率	18.82
市场平均市盈率	17.77

行业表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 外加剂行业：新材料赋能传统材料变革	4
1.1 混凝土商品化及功能升级促外加剂成长	5
1.2 产品代际升级给与新品类巨大成长性	7
1.3 外加剂行业经营模式：定制化、高粘性	8
1.4 需求端复盘与展望：地产低迷而基建强拖底	8
1.5 分散的行业走向集中	11
2. 核心标的之一：工程市场龙头苏博特	12
2.1 控制权清晰的共同体	12
2.2 减水剂为核心 功能材料与检测赋能	13
2.3 产能布局清晰 逐年发力新基地	14
2.4 龙头的核心壁垒：技术与品牌引领	15
2.4.1 高端工程市场具备统治力	15
2.4.2 双院士引领的研发实力	16
2.4.3 更宽广的产业链布局纵深	17
2.5 成本端展望：以稳为主	18
3. 核心标的之二：规模领先的垒知集团	20
4. 核心标的之三：两广巨头红墙股份	23
5. 2020 年超额收益复盘	25
6. 投资建议：顺应产业周期布局 稳增长支撑下需求拐点将至	28
7. 风险提示	28

图表目录

图 1：混凝土搅拌站	4
图 2：混凝土成本构成	4
图 3：各类外加剂产量（万吨）	5
图 4：水泥产量总体平稳（万吨）	5
图 5：商品混凝土产量逐年增长（万立方米）	5
图 6：四方新材单位混凝土产品外加剂消耗量逐年提升（kg/m ³ ）	6
图 7：不同强度等级混凝土减水剂单位用量（kg/m ³ ）	6
图 8：江苏省高强度等级混凝土占比逐渐提升（%）	6
图 9：样本地区天然砂与机制砂价差（元/吨）	7
图 10：高性能减水剂产量高速增长（万吨）	7
图 11：高性能减水剂占比提升至 84%（万吨）	7
图 12：水泥需求结构	8
图 13：水泥年度产量（万吨）	8
图 14：2012 年需求复盘	9
图 15：2015 需求复盘	10
图 16：近期需求复盘及展望	11
图 17：主要上市企业减水剂销量（万吨）	12
图 18：公司股权结构	12
图 19：公司业务构成（百万元）	14
图 20：各业务毛利率	14

图 21: 苏博特主要新增项目	14
图 22: 公司合成产能布局	15
图 23: 高性能减水剂合成产能 (万吨)	15
图 24: 2021 年区域营收结构 (百万元)	15
图 25: 公司营收结构 (百万元)	15
图 26: 公司基建领域代表性项目	16
图 27: 公司研发费用支出领先于行业	17
图 28: 苏博特专利成果加速产出 (个)	17
图 29: 高性能减水剂生产流程	17
图 30: 聚醚生产企业奥克股份净利率	17
图 31: 公司运输费用略高于同业	17
图 32: 苏博特毛利率水平略为领先	18
图 33: 苏博特净利率与行业分化	18
图 34: 2021 年高性能外加剂成本构成测算 (百万元)	18
图 35: 环氧乙烷产能及开工率 (万吨)	19
图 36: 环氧乙烷价格与乙二醇、乙烯关联度较大 (元/吨)	19
图 37: 丙烯酸与丙烯价格与价差 (元/吨)	20
图 38: 丙烯酸装置开工率	20
图 39: 垒知集团业务构成 (百万元)	20
图 40: 各业务毛利率水平	20
图 41: 垒知集团区域营收占比 (百万元)	21
图 42: 垒知集团营收稳健增长 (百万元)	21
图 43: 垒知集团主要子公司分布	21
图 44: 垒知集团高性能减水剂合成母液产能 (万吨)	21
图 45: 2020 年垒知集团外加剂业务营业成本构成 (万元)	22
图 46: 减水剂单体高频销售价格 (元/吨)	22
图 47: 奥克股份聚醚单体销售量及单价	22
图 48: 垒知集团综合毛利率与净利率	22
图 49: 垒知集团外加剂新材料单位价格与成本 (元/吨)	22
图 50: 垒知集团期间费用率逐年降低	23
图 51: 红墙股份产品结构 (百万元)	23
图 52: 红墙股份业务集中于华南地区 (百万元)	24
图 53: 红墙股份营收稳健增长	24
图 54: 红墙股份盈利能力有一定波动性	24
图 55: 红墙股份聚羧酸减水剂价格 (元/吨)	24
图 56: 19 年底至今减水剂主要标的累计涨幅	25
图 57: 19 年底至今减水剂主要标的市盈率变动 (PE-TTM)	26
图 58: 外加剂行业历史业绩显著提升	27
表 1: 减水剂类型	7
表 2: 减水剂行业主要企业	11
表 3: 公司历次股权激励计划	13
表 4: 苏博特主要客户以建筑商为主 (万元)	16
表 5: 红墙股份扩产计划	25

1. 外加剂行业：新材料赋能传统材料变革

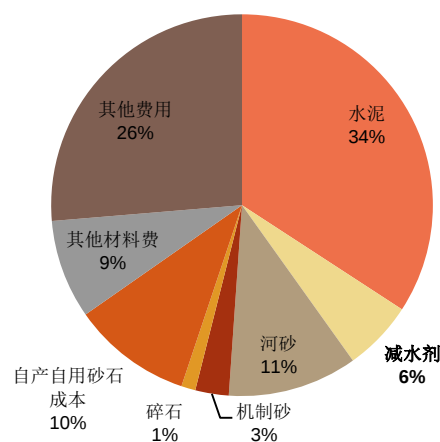
混凝土是现代建筑产业的支柱，是建筑物实现其结构性能不可缺少，也是用量最大的建筑材料。其组成成分包括水泥、砂石骨料、水、外加剂等。混凝土等级通常通过核心性能，即抗压强度区分，如常规房地产项目采用的 C30 混凝土，代表着抗压强度为 30Mpa。随着建筑产业的发展，混凝土性能也愈加多样，在强度提升的基础上还可增添高流动性、抗冻、早强、耐腐蚀、抗渗等多种性能，以满足现代建筑日趋复杂的结构形式与施工环境。

图1：混凝土搅拌站



资料来源：三一重工官网，申港证券研究所

图2：混凝土成本构成



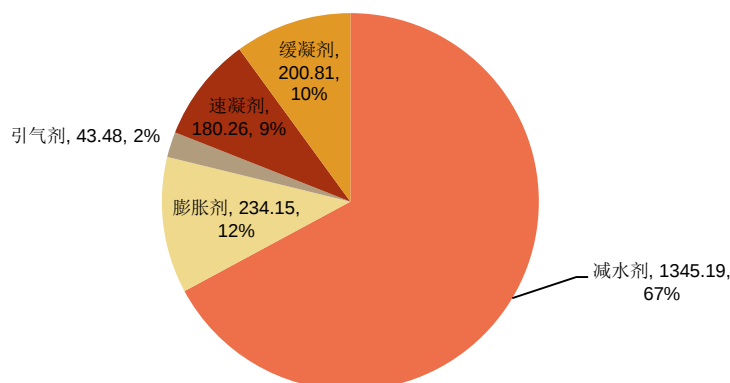
资料来源：四方新材招股书，申港证券研究所

外加剂用量较小但在改进混凝土性能上起着关键性作用。外加剂是指添加到预拌混凝土的物质总称，掺量通常不大于混凝土质量的 5%，成本占比在 6% 左右，而混凝土流动性、耐久性、凝结时间等性能均取决于外加剂，因此在混凝土制造过程中不可缺少。按照外加剂主要功能，通常分为四大类：

- ◆ 改善流变性能的外加剂——减水剂、引气剂、泵送剂等。
- ◆ 调节硬化时间及性能的外加剂——缓凝剂、早强剂等。
- ◆ 改善耐久性能的外加剂——引气剂、防水剂、阻锈剂等。
- ◆ 改善其他性能的外加剂——膨胀剂、防冻剂等。

混凝土外加剂以减水剂为主，解决混凝土强度升高时流动性变弱的难题。减水剂产量占到外加剂产量的 67%，其核心作用在于增强混凝土拌合物的流动性能，使得混凝土易于拌合、运输、浇筑，其核心意义在于使得混凝土强度增强成为可能。混凝土强度本质上由水及水泥的配合比决定，然而当水泥比例提升时，混凝土流动性逐渐降低，其实用性与可操作性便大打折扣。减水剂完美解决了水泥比例提高而流动性减弱这一矛盾，使得高强度混凝土成为可能。

图3：各类外加剂产量（万吨）



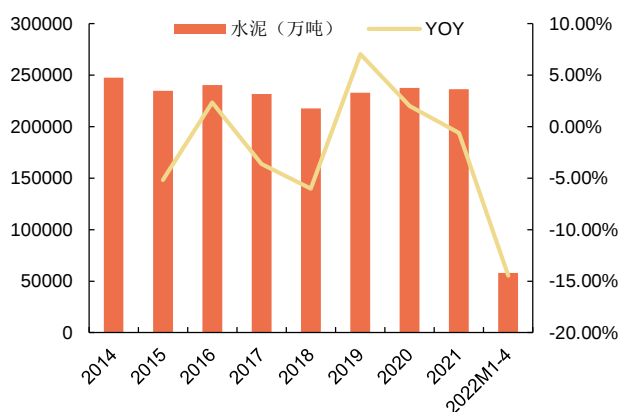
资料来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》，申港证券研究所

1.1 混凝土商品化及功能升级促外加剂成长

不同于水泥产业较为平稳的需求曲线，外加剂具备一定成长性，兼具下游需求总量提升及单位用量提升的趋势。

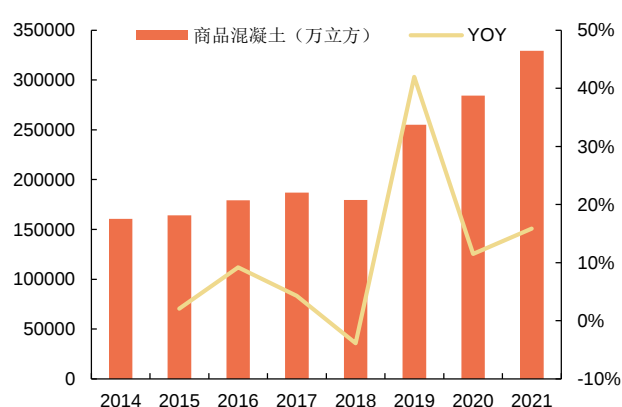
外加剂主要应用于预拌混凝土，混凝土商品化率提升使得外加剂需求总量持续增长。2014年以来水泥产量趋于平稳，但商品混凝土产量逐年提升，近五年年化增速达12%。受益于政策推动，越来越多的混凝土需求场景采用商品化预拌混凝土。商品混凝土集中生产，再利用搅拌车运输至项目地点，有利于建筑项目实现更精准的质量控制、更科学的材料配比、更便捷的浇筑施工、并可有效减少散装水泥带来的环境污染。混凝土集中化生产也便于住建部门监管混凝土质量，因此政策导向十分明确。

图4：水泥产量总体平稳（万吨）



资料来源：国家发改委，申港证券研究所

图5：商品混凝土产量逐年增长（万立方米）

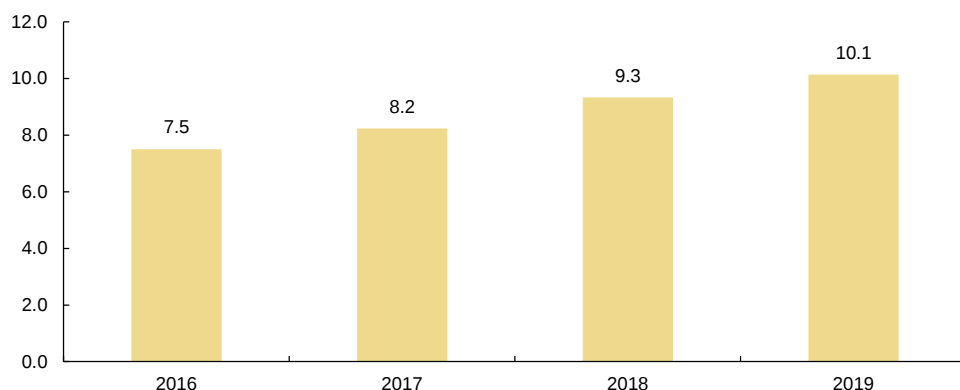


资料来源：国家发改委，申港证券研究所

从样本企业观测，单位混凝土外加剂消耗量逐年提升。混凝土生产商四方新材每立方混凝土所消耗外加剂用量由2016年7.5kg/m³提升至2019年的10.1kg/m³，提升趋势显著。四方新材是主营重庆市场的商品混凝土制造商，由于不同混凝土搅拌站企业之间客户与产品结构较为接近，我们认为样本企业的原材料消耗情况可较好

反映行业趋势。

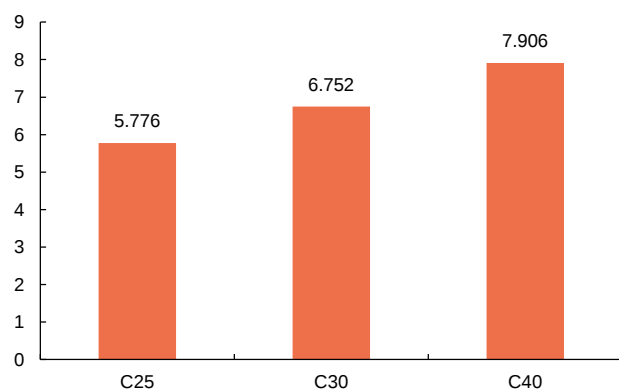
图6：四方新材单位混凝土产品外加剂消耗量逐年提升（kg/m³）



资料来源：四方新材招股书，申港证券研究所

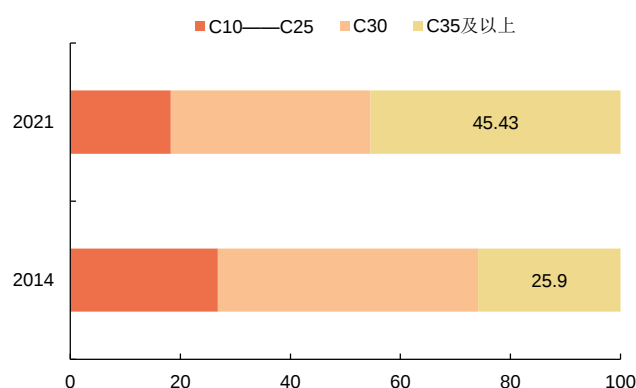
混凝土强度、功能升级是外加剂单位用量持续提升的核心驱动力。外加剂的技术进步同样赋予了混凝土产品升级的潜力，二者相辅相成，更高强度（超 C35）的混凝土逐渐大范围商业化，混凝土强度升级意味着每方混凝土产品需要的减水剂用量更大。以苏博特所在的江苏省为例，其 C35 强度等级以上混凝土占比由 2014 年 25.9% 提升至 2021 年的 45.43%。在混凝土强度升级的趋势下，减水剂单位用量逐年提升。除强度升级外，多功能混凝土功能愈加普遍，抗渗、早强、缓凝等功能的实现均离不开相应外加剂的辅助。

图7：不同强度等级混凝土减水剂单位用量（kg/m³）



资料来源：《不同强度等级混凝土配合比试验》，申港证券研究所

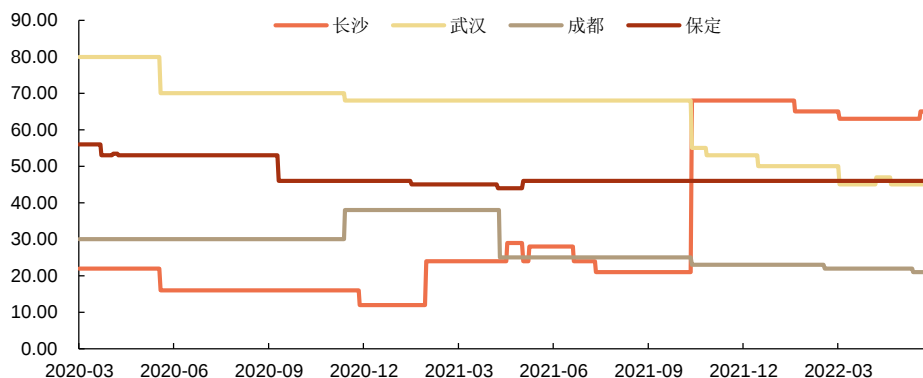
图8：江苏省高强度等级混凝土占比逐渐提升（%）



资料来源：江苏省预拌混凝土行业发展现状与分析，申港证券研究所

降成本驱动下混凝土原材料变化同样推动减水剂单位用量提升。理想状态下，性能更稳定的天然砂与足量的水泥是制作混凝土的完美组合，但企业经营时往往需要调整材料配比以节约成本，一方面是使用机制砂替代天然砂降低成本，样本城市天然砂与机制砂价差在 20 元/吨至 70 元/吨之间；另一方面是制造商加大粉煤灰等掺量物质用量以替代水泥，降低成本。两类降本材料的应用均导致混凝土流动性降低，因此需加大减水剂用量以平衡性能。

图9：样本地区天然砂与机制砂价差（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 产品代际升级给与新品类巨大成长性

减水剂自身具备较强成长性，主要是新代际升级下带来全面替代机遇。以聚羧酸为主要成分的第三代减水剂，又称高性能减水剂，逐渐成为市场主流，其减水率可达到 25% 以上，且分子自由度大，可定制程度高，促流动性能卓越，使得高强度、超高强度混凝土商业化可行性大大提升，因此占比逐年提高。

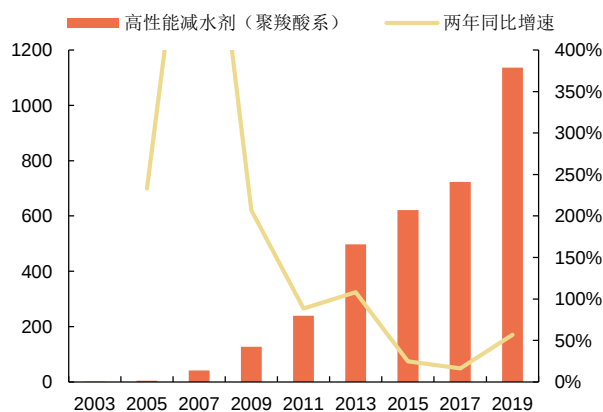
表1：减水剂类型

	别称	成分类型	减水率	主要原材料
第一代减水剂	普通减水剂	木质素磺酸盐类	8%-13%	造纸工业废液提取
第二代减水剂	高效减水剂	萘系、脂肪族等	14%-24%	丙酮、工业萘、甲醛等
第三代减水剂	高性能减水剂	聚羧酸类	>25%	环氧乙烷、聚醚、丙烯酸

资料来源：公司招股书，申港证券研究所

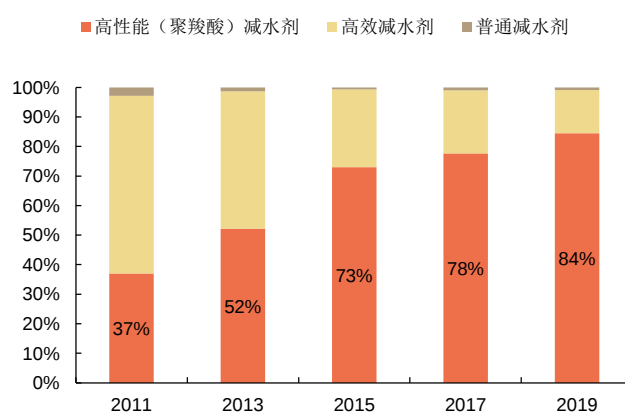
从 2009 年至 2019 年十年间，高性能减水剂产量由 127 万吨提升至 1136 万吨，CAGR 达 24.52%。逐渐淘汰普通减水剂，并逐步替代高效减水剂成为市场主流。2019 年高性能减水剂占比达 84%。

图10：高性能减水剂产量高速增长（万吨）



资料来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》，申港证券研究所

图11：高性能减水剂占比提升至 84%（万吨）



资料来源：《我国混凝土外加剂行业发展动态分析》，申港证券研究所

1.3 外加剂行业经营模式：定制化、高粘性

减水剂的目标客户是混凝土制造商。主要包含两类群体，一类是商品混凝土制造商，其经营地点较为固定，主要辐射搅拌站点周边 50km 区域，该类型客户生产设施通常位于城区周边，主要服务房地产、城市公共建筑、市政工程等项目。二是工程类客户，如大型交通基础设施、水利水电项目建筑承包商。由于基建项目偏离城镇，需求较为离散，建筑企业通常自行建设混凝土搅拌站，而不是利用城市已有商品混凝土供应商。

- ◆ **工程市场：**客户群体为大型工程施工企业，面向水利、核电、高铁等大型基建项目。
- ◆ **民用市场：**客户群体为商品混凝土制造商，面向城市房地产开发、市政等项目。

外加剂行业服务属性极强，定制化贯穿经营全过程。我国水泥品种复杂多变，砂石料、矿物掺合料等物理性质亦有很大的波动性，为保证混凝土最终性能的稳定，生产商需根据其他材料的配比调整外加剂配方。因此外加剂厂商在混凝土生产过程中提供的技术支持服务是客户稳定产出的关键。我们总结下游客户通常有以下重点考量：

- 一、**产品力。**其重要特征是产品性能的稳定性和不同批次减水剂产品需保持较低差异性，客户按照已有配方生产方可实现最终产品的稳定特性。
- 二、**服务能力。**第一为响应速度，混凝土生产商所用材料多种多样，不同供应商提供的砂石差异较大，常出现原材料批次切换导致产出混凝土性能不稳定的情况，此时需要外加剂厂商及时配合调整外加剂配方。
- 三、**技术能力。**一方面是产品矩阵的广度，可满足客户生产多种类型的混凝土尤其是特种混凝土的需求，如高强度混凝土，自密实等特殊产品。另一方面是技术解决能力，在处理突发状况时较快找到解决方案，得出最佳复配外加剂产品，确保客户生产顺利进行。

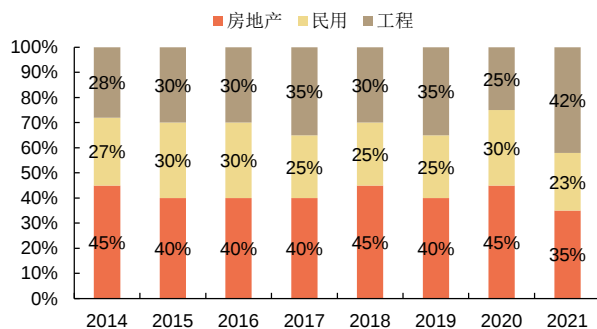
外加剂是有着较高客户粘性的好生意，龙头护城河显著。减水剂成本在混凝土搅拌企业成本占比中不超 5%，但最终产品性能及生产连续性却高度取决于减水剂厂家的产品与服务。商品搅拌站通常有合作多年的减水剂供应商，联系紧密因此切换意愿较低。由于减水剂在混凝土性能承担的关键角色以及重服务属性的特点，其本质上有着较高的切换成本，客户粘性较高，优秀企业凭借已有客户建立起较强的护城河。

1.4 需求端复盘与展望：地产低迷而基建强拖底

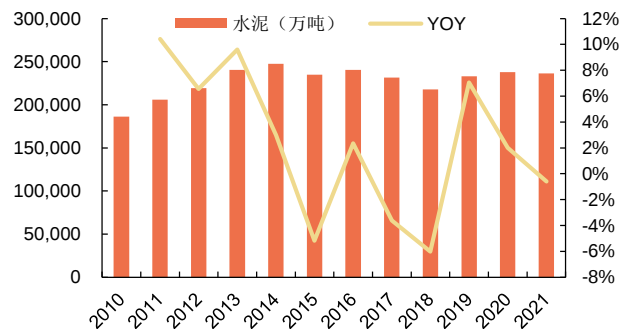
水泥及外加剂需求主要来自于下游建筑业，由固定资产投资以及房地产投资共同驱动。从大趋势上来看，水泥需求总量自 2013 年起已较为平稳，进入成熟期，总体波动取决于地产及基建的相对景气度。历史上水泥需求的波动均与地产周期、基建周期有关，而地产周期与基建周期并非一定同步，因此在地产低迷时，水泥需求亦有不同变化。2022 年地产开工偏弱，我们意图通过复盘历史上地产低谷期来研判 2022 年水泥及外加剂行业需求的变动。

图12：水泥需求结构

图13：水泥年度产量（万吨）



资料来源：卓创资讯，申港证券研究所



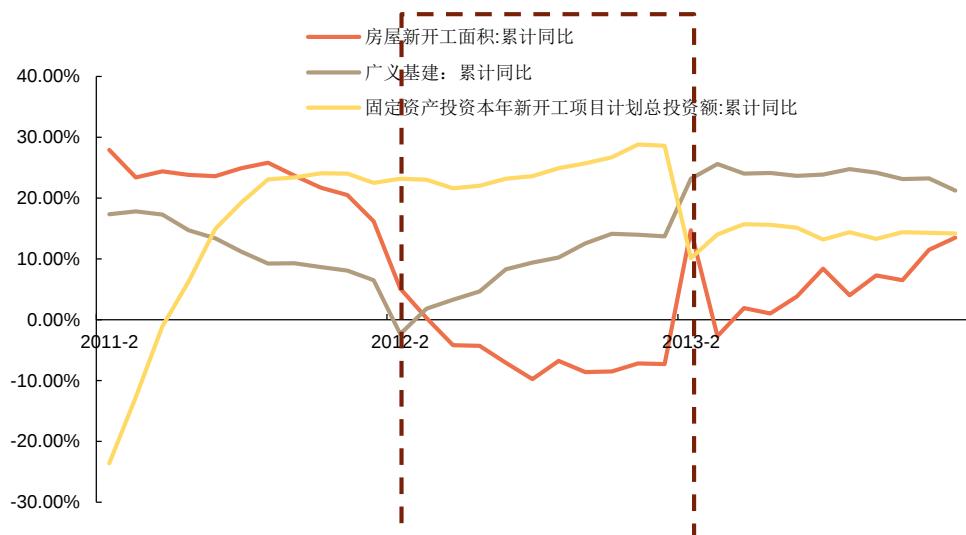
资料来源：国家统计局，申港证券研究所

历史上地产周期开工低点并不等同于水泥需求低点，关键点在于固定资产投资周期，如逆周期调节发力，来自于投资的需求景气超越来自于地产低迷的拖累时，水泥需求仍可保持较好增长，例如 2012 年。如地产低迷时正逢投资平稳期或是投资下行期，则水泥需求承受较大压力，如 2015 年、2018 年。

我们主要通过地产及固定资产投资的开工指标来观测水泥及减水剂需求的变动，利用地产开工面积增速以及固定资产投资新开工项目总投资额增速来衡量地产与基建的相对景气度，从而实现对水泥及外加剂需求的复盘及展望。

- ◆ **2012 年：地产与基建增速呈现剪刀差，水泥需求逆势增长。**当年地产疲弱，稳增长迅速发力对冲地产下行压力，水泥产量稳健增长，全年产量达 21.93 亿吨，同比增长 6.57%。2012 年初地产开工增速及基建投资增速的剪刀差持续扩大，地产累计开工面积同比增速至 7 月触及低点-9.8%，全年同比下滑 7.3%。而基建维持较高增速且逐月提升，全年同增 13.7%，有效对冲地产开工下滑对需求端的拖累。
- ◆ **水泥行业经营情况：需求景气并不等同于业绩景气，价格是胜负手。**2012 年虽水泥需求处在高位，总量有增长，但行业竞争格局在这一年恶化，水泥价格大幅下行，主要企业盈利水平均有不同程度下滑，水泥制造板块上市公司全年净利润 122.87 亿元，同比下滑 45.66%。
- ◆ **外加剂行业经营情况：**在水泥需求总量提升时，相关产业有着较为优异业绩表现，减水剂企业录得优异业绩，垒知集团、红墙股份 2012 年归母净利润同增 42.01%、39.54%。

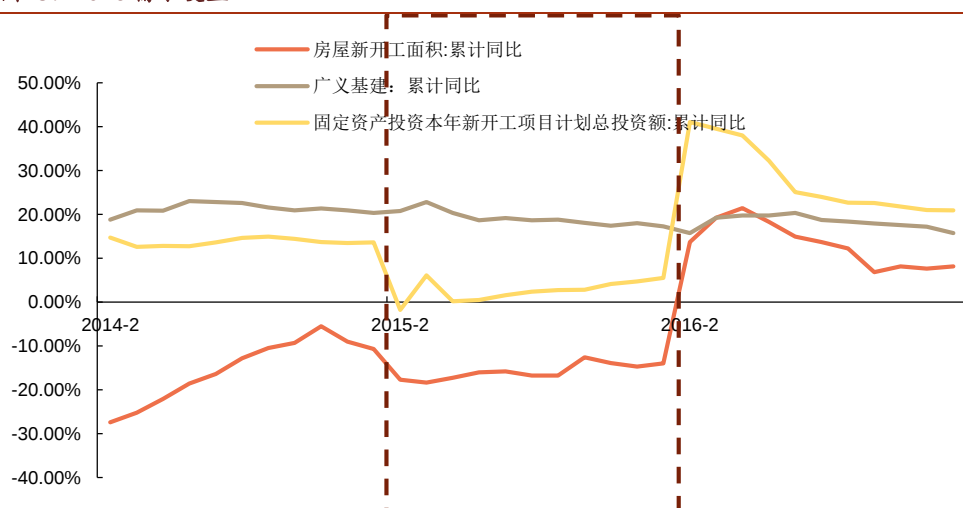
图14：2012 年需求复盘



资料来源: Wind, 国家统计局, 申港证券研究所

- ◆ **2015 年：地产疲弱，基建开工增速下行，水泥需求低迷。**本轮地产低谷从 2014 年便已开始，新开工面积同比下滑 10.7%，2015 年开工端低迷延续，在 2014 年基础上再度下滑 14%。固定资产投资端开工亦陷入低迷，新开工项目总投资额由往年 13.6% 增速骤然下滑至几乎 0 增长，未能有效托底地产端的减弱。开工低迷情况持续时间越久，存量施工面积降低幅度越大，对水泥需求造成更大冲击。水泥需求面临较大下行压力，自 2014 年中旬转为负增长，低迷一直延续至 2015 年末，2015 全年水泥产量 23.48 亿吨，同比下滑 5.18%。
- ◆ **水泥行业经营情况：**需求低迷致业绩承压。在 2015 年水泥需求处于低位时，业绩难有超预期表现，主要企业盈利水平均有不同程度下滑，水泥制造板块上市公司全年净利润 70.49 亿元，同比下滑 61.5%。
- ◆ **水泥相关产业经营情况：**减水剂企业营收同样较为不理想，苏博特、垒知集团、红墙股份营收分别同比-23.69%、-24.81%、-17.39%。

图15：2015 需求复盘



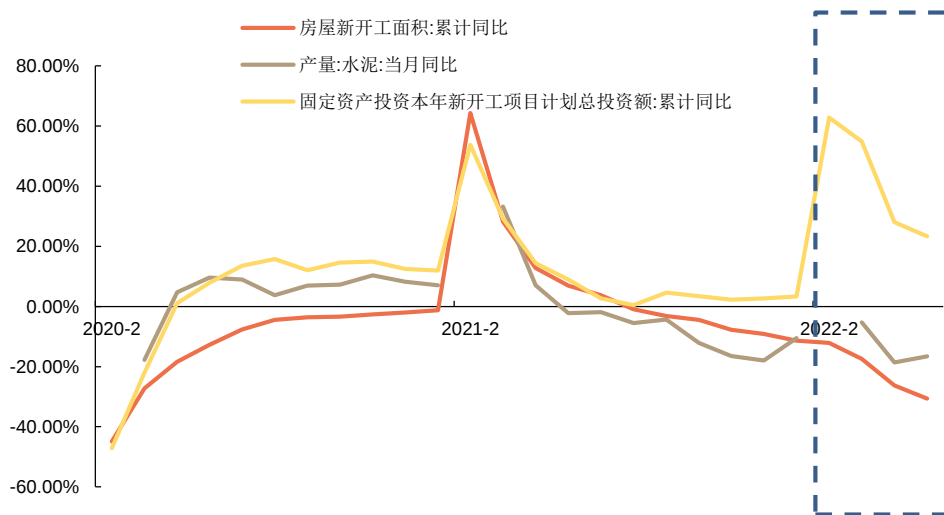
资料来源: Wind, 国家统计局, 申港证券研究所

审视当前所处的宏观环境，我们认为本轮地产开工冲击强于 2015 年（销售修复时点更为滞后），商品混凝土制造商减水剂市场有较大压力。虽然基建拖底亦强于 2015 年，水泥需求总量上并不乐观，压力集中在上半年，下半年将边际改善。今年与 2015 年相似点在于，地产开工面积在前一年就已开启负增长，2021 年新开工面

积同比下滑 11.38%。不同点在于 2015 年销售面积增速在 5 月便已回正，开工面积增速全年下滑 14%，反观今年地产销售面积仍处于深度低迷中，开工端的修复通常滞后于销售修复约 3-6 个月，因此本轮地产开工端的冲击预计也将强于 2015 年，我们预计 2022 年地产新开工或下滑 20%左右。

在稳增长的推动下，固定资产投资项目已初见起色，前 5 月新开工项目总投资额累计增长 23.3%，考虑到新项目开工前期仍需进行土方、桩基等工作，预计年初开工项目将对下半年水泥及外加剂需求带来一定支撑。

图16：近期需求复盘及展望



资料来源：Wind，申港证券研究所

但从边际变化来看，外加剂行业需求或在 3 季度触底，4 季度有望实现同比正增长。7、8 月雨季淡季过后水泥及外加剂需求有望迎来加速释放，届时稳增长政策下开工的一批项目将逐渐转化为强劲的需求，叠加下半年地产开工增速触底后，行业或迎来整体性筑底反弹的机遇。考虑到 2021 年下半年开产开工及水泥产量基数均较低，水泥及外加剂行业或在 Q4 实现正增长，有望扭转低迷预期。

1.5 分散的行业走向集中

减水剂行业格局较为分散，三家上市企业占据行业前三强。苏博特与垒知集团全国化布局，市占率均在 9-10%左右。红墙股份扎根于华南市场，区域影响力较强。其他企业多为区域性减水剂企业。龙头企业的市占率提升仍有广阔的空间。

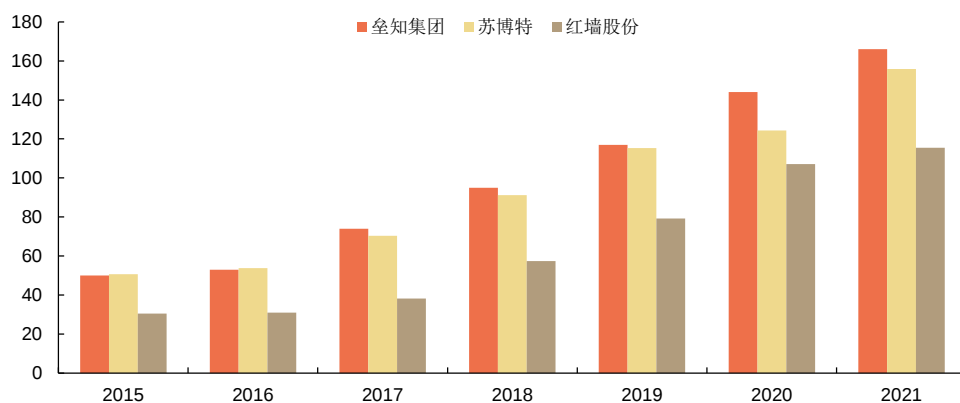
表2：减水剂行业主要企业

	2020 年十强	2019 年十强	2018 年十强
1	江苏苏博特新材料股份有限公司	江苏苏博特新材料股份有限公司	江苏苏博特新材料股份有限公司
2	垒知控股集团股份有限公司	垒知控股集团股份有限公司	垒知控股集团股份有限公司
3	广东红墙新材料股份有限公司	广东红墙新材料股份有限公司	广东红墙新材料股份有限公司
4	石家庄市长安育才建材有限公司	石家庄市长安育才建材有限公司	安徽中铁工程材料有限公司

	2020 年十强	2019 年十强	2018 年十强
5	贵州石博士科技有限公司	贵州石博士科技有限公司	石家庄市长安育才建材有限公司
6	安徽中铁工程材料有限公司	安徽中铁工程材料有限公司	贵州石博士科技有限公司
7	广东瑞安科技实业有限公司	广东瑞安科技实业有限公司	广东瑞安科技实业有限公司
8	江苏奥莱特新材料股份有限公司	重庆三圣实业股份有限公司	山东华伟银凯建材科技股份有限公司
9	深圳市五山新材料股份有限公司	深圳市五山新材料股份有限公司	深圳市五山新材料股份有限公司
10	重庆三圣实业股份有限公司	江苏奥莱特新材料股份有限公司	山西康特尔精细化工有限责任公司

资料来源：垒知集团可转债募集说明书，申港证券研究所

图17：主要上市企业减水剂销量（万吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

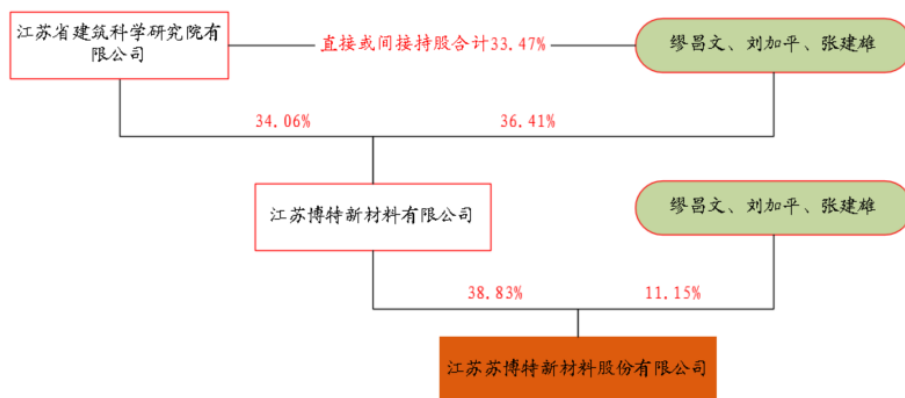
*各公司终端产品浓度不一，产量并非直接可比，致产量排名与前表格差异。

2. 核心标的之一：工程市场龙头苏博特

2.1 控制权清晰的共同体

公司实控人工程院院士缪昌文、刘加平及一致行动人，穿透后总计持有公司 29.71% 股份。董事长缪昌文先生与董事刘加平先生均享受国务院“政府特殊津贴”，同时董事长缪昌文先生兼任土木工程学会常务理事，混凝土外加剂协会副理事长，在建筑业内享有较高声誉。公司成立初期立足江苏，依托大股东江苏省建筑科学研究院有限公司实现崛起，2010 年公司获批建设“高性能土木工程材料国家重点实验室”，此后开启技术引领的崛起之路，技术成果不断转化，牢牢占据外加剂行业影响力第一。

图18：公司股权结构



资料来源：Wind，申港证券研究所

企业发展与员工回馈良性循环，推行员工激励计划促使员工与企业共享成长。历次员工激励计划业绩考核均超额完成。

表3：公司历次股权激励计划

公告日期	激励数量(万股)	占当时总股本比例 (%)	股票转让价格 (元)	激励人数
2018年7月	531	2.184	8.69	88
2019年3月	133	0.43	6.02	10
2020年10月	294	0.9467	17.22	36

资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 减水剂为核 功能材料与检测赋能

公司核心业务是减水剂，高性能减水剂营收占比达 **66%**。且盈利能力强劲，2021年毛利率水平 **34%**，略低于往年近 **40%-50%**的毛利率区间，主要受到原材料成本及会计准则变动后运输费用调营业成本影响。

检测中心主打建筑领域质量检测业务，盈利能力显著且现金流质量优异，助力打造坚实基本盘。公司 2019 年利用可转债资金收购检测中心 **58%**股权，将江苏省最大的建设工程检测机构纳入上市公司体系内。2021 年公司技术服务业务营收约 **6.15** 亿元，毛利率高达 **49%**，净利率水平可达 **20%**。

功能性材料极具成长潜力，将新基建时代公司最为耀眼的产品品类。功能性材料主要有三大类：公司最新一期可转债计划在镇江扩建 **37** 万吨新型道路工程材料、高性能灌浆材料等，将为未来发展打下坚实基础。

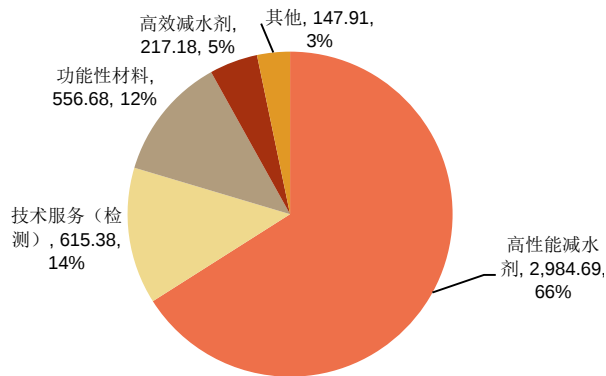
一类是商品混凝土应用的其他外加剂，提升混凝土抗裂、耐久等性能，如膨胀剂、速凝剂、防腐剂等，以及增强混凝土强度的工程纤维材料。此类业务依托公司在减水剂领域的市场统治力，通过渠道协同实现较快增长，为客户提供更为全面的混凝土功能解决方案。

第二类是高性能水泥基材料，主要包括灌浆料、超早强砂浆等。下游不仅包括传统建筑业，还包括风电等新基建场景，下游前景广阔。公司在海上风电领域灌浆料市场引领国产替代，凭借出色的技术能力开发出不逊于巴斯夫等进口品牌的产品，

市占率显著提升，未来将充分受益海风的增量市场。

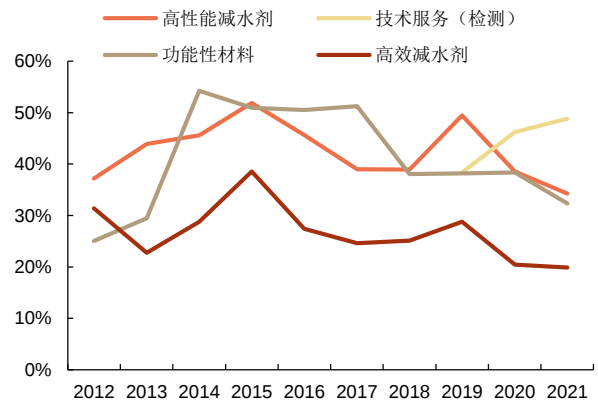
第三类是新型交通工程材料，围绕路面开发的一系列产品，主要有沥青乳化剂及抗车辙材料等。

图19：公司业务构成（百万元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图20：各业务毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

*2020年起运输费用调至营业成本降低毛利率约7%。

2.3 产能布局清晰 逐年发力新基地

公司的产能布局异常清晰，每年推进一个大型基地建设。高性能减水剂产能通常以母液合成产能来衡量，最终产品经复配后浓度波动导致产能难以直接衡量。2021年末公司母液合成产能达到60.5万吨，可生产高性能减水剂约181.5万吨-211.75万吨。预计至2022年末江门项目投产后母液产能将达到70.5万吨。

图21：苏博特主要新增项目

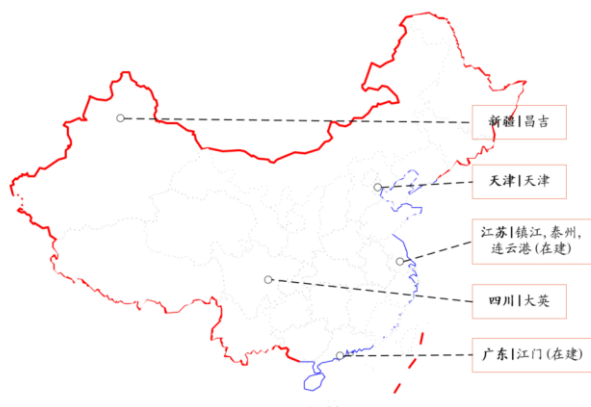


资料来源：公司公告，申港证券研究所

合成产能立足于五大生产基地，集中化生产扩大规模效应，复配产能贴近市场，快速响应客户需求且降低运输费用。公司采取合成与复配组合模式，生产减水剂母液的合成产能布局主要位于新疆、天津、江苏、四川等地，而利用母液生产减水剂的

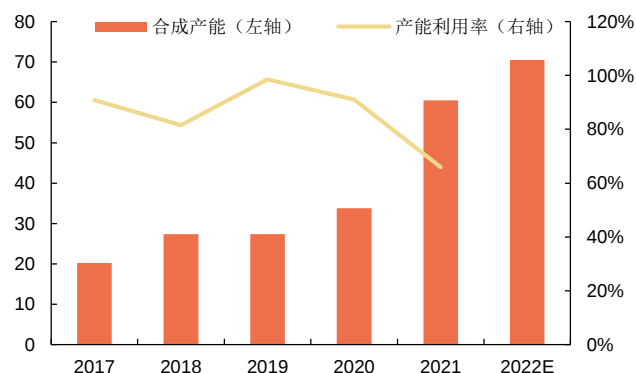
复配产能更为贴近区域市场，除合成基地已覆盖的几个省份外，复配子公司还遍布云南、湖北、山东等省区：

图22：公司合成产能布局



资料来源：公司公告，申港证券研究所

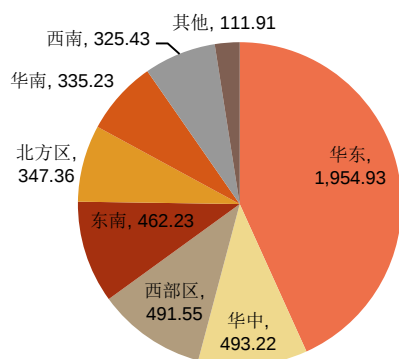
图23：高性能减水剂合成产能（万吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

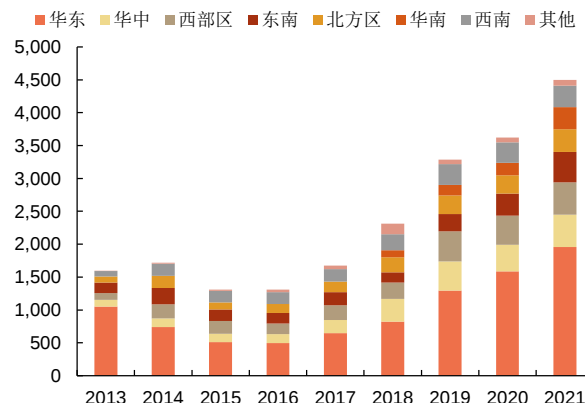
全国布局日趋完善，各区域均有良好增长势头。公司起成立之初主营华东市场，2013年华东营收占比达66%，至2021年其他地区影响力愈加强化，华东地区营收占比降至43%。公司华南、北方区、东南地区营收增长迅速，21年分别同增77%、25%、39%。

图24：2021年区域营收结构（百万元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图25：公司营收结构（百万元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4 龙头的核心壁垒：技术与品牌引领

2.4.1 高端工程市场具备统治力

公司的客户以基建央企为主，央企集中度提升叠加客户粘性构筑宽广护城河。核电、水利、高铁、能源等大型基建项目建筑商自行生产混凝土，通常以项目为单位自行采购减水剂。该类项目混凝土功能要求远超民用混凝土，需要定制化开发，因此有着更高的单价。由于减水剂在混凝土生产成本中占比较低，对功能实现却至关重要，建筑企业客户往往选择已合作过的减水剂企业，客户粘性较强。建筑业市场份额向央企集中是行业趋势，客户业务规模的扩大亦转化为公司潜在订单的增长，苏博特在这趋势下充分受益。

表4：苏博特主要客户以建筑商为主（万元）

2019H1			2018		
客户名称	营业收入	占比	客户名称	营业收入	占比
中国中铁	7081.58	5.10%	中国中铁	13278.47	5.73%
中国交建	6213.94	4.47%	中国铁建	8861.61	3.83%
中国铁建	5832.14	4.20%	中国建材	8443.28	3.65%
中国建材	4964.37	3.57%	中国交建	7987.39	3.45%
中国电建	3054.68	2.20%	长江三峡集团	5199.93	2.25%

资料来源：公司募集可转债说明书，申港证券研究所

卓越的重点工程履历转化为获取新订单的竞争力，高端项目完美履约建立溢价。公司的项目履历几乎书写了半个基建史，各个大项目均有运用，尤其在水电、核电等领域。目前公司产品已成功应用于港珠澳大桥、江苏田湾核电站、白鹤滩水电站、乌东德水电站、北京中国尊等海内外重点工程。

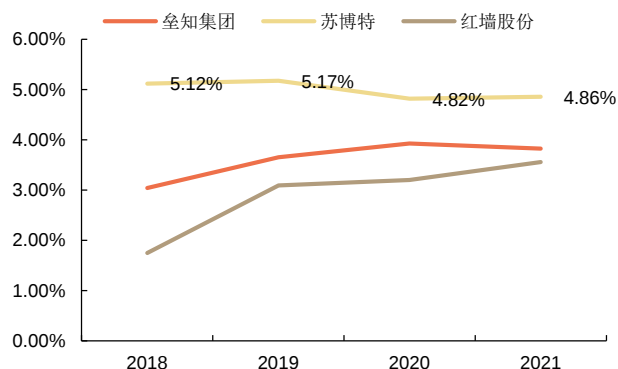
图26：公司基建领域代表性项目


资料来源：苏博特官网，申港证券研究所

2.4.2 双院士引领的研发实力

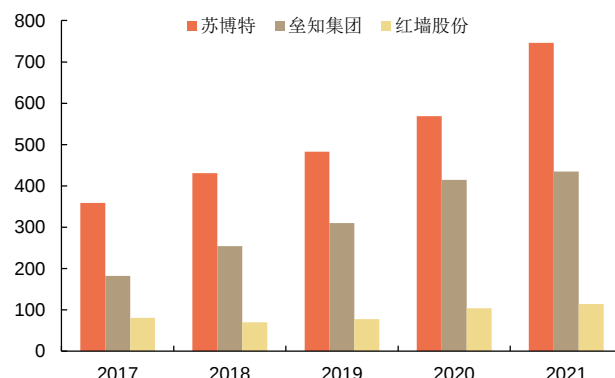
技术引领为竞争力内核，强大的研发实力转化为强劲的品牌力、产品力与生命力。公司拥有行业内唯一的“高性能土木工程材料国家重点实验室”，由工程院院士缪昌文、刘加平带领的研究团队有着卓越的成果转化能力及技术攻关能力，在客户眼中即代表着出色的问题解决能力。公司的技术实力对建立较强的品牌壁垒有极大帮助。新材料领域的持续研发亦以为这长久的生命力。2021 年末公司共有 746 项国家授权专利，并主编国家标准 13 项，参编 40 余项。行业内领先的技术与研发实力尤为突出。在行业内其他企业专利数量增长陷入停滞时，公司不断加强新材料领域的研发，解决工程领域难题。例如太湖湖底隧道超大体积无裂缝、无渗漏混凝土的研发，此外成功研发海上风电领域 C120 超强灌浆料，实现 30m 以上深水基础的灌浆应用。

图27：公司研发费用支出领先于行业



资料来源：Wind，申港证券研究所

图28：苏博特专利成果加速产出（个）



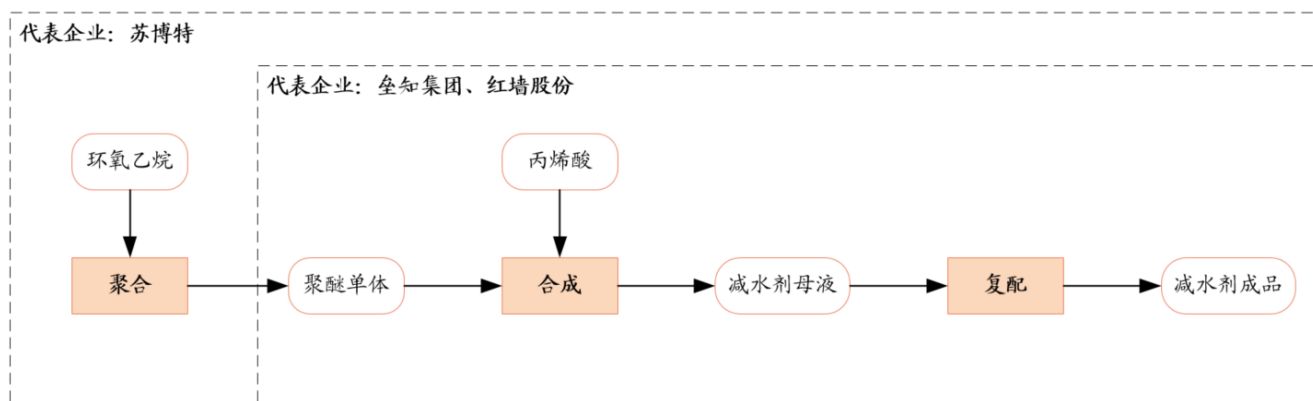
资料来源：Wind，申港证券研究所

2.4.3 更宽广的产业链布局纵深

苏博特生产布局的两大特点在于自主合成聚醚、规模化集中生产母液，带来生产环节的成本优势。

自主合成聚醚降低采购成本。公司自主设计并合成聚醚单体，属行业独创，更高的产业链整合程度赋予公司更高的盈利能力，此外自主设计与合成聚醚单体赋予公司减水剂更强的产品力。以聚醚生产企业奥克股份为例，其净利率在 5.54% 左右，苏博特自行生产聚醚可享有更高的单位利润，也由此转化为高于同业的毛利率。

图29：高性能减水剂生产流程

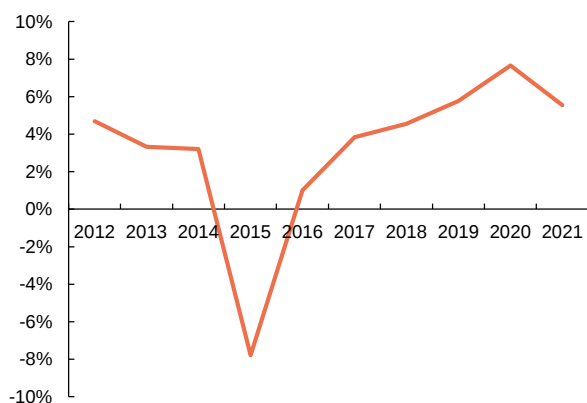


资料来源：公司公告，申港证券研究所

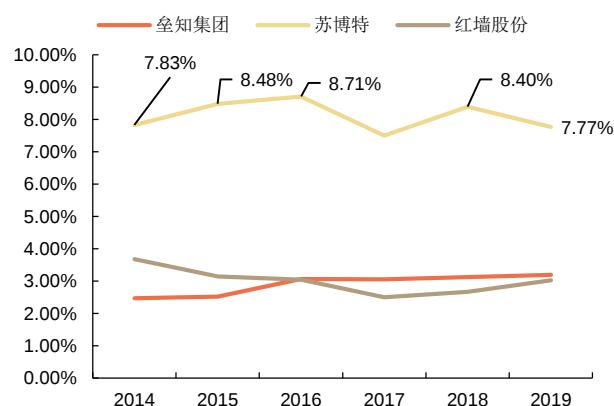
苏博特母液合成产能采取集中化布局摊薄制造费用。公司在五大母液基地生产完成后将母液运输至各区域市场复配产出最终减水剂产品。集约化布局可实现母液生产环节更大的规模优势，摊薄人工、制造费用等成本。而代价是更高的运输费用，公司较竞争对手多出聚醚运输、母液运输等运输环节，此外公司工程类客户地处偏远亦拉长了终端产品的运距。随着四川、广东等地母液生产基地的陆续投产，公司逐渐拜托了依赖于江苏合成基地服务全国复配产能的局面，运输费用有望持续降低。

图30：聚醚生产企业奥克股份净利率

图31：公司运输费用略高于同业



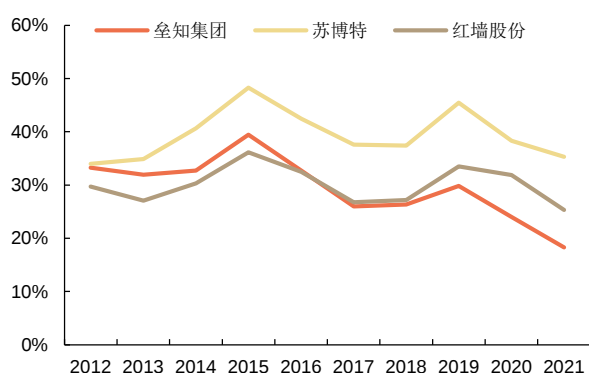
资料来源：公司公告，申港证券研究所



资料来源：Wind，申港证券研究所

一系列壁垒转化为超出同业的盈利能力，2020 及 2021 年净利率逆势提升是苏博特龙头特质的集中体现。2021 年原材料上涨期间顶住压力测试，毛利率净利率保持较高水平。

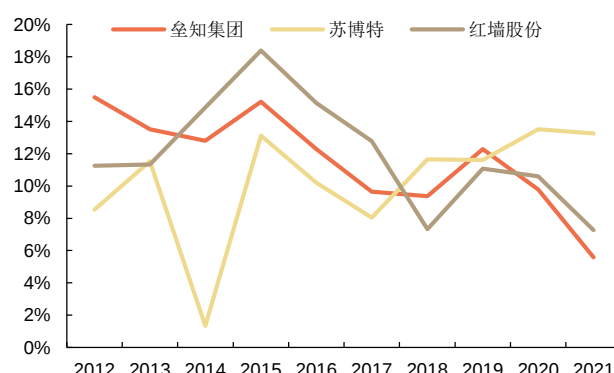
图32：苏博特毛利率水平略为领先



资料来源：Wind，申港证券研究所

*20 年起运输费用移至营业成本导致毛利率下行

图33：苏博特净利率与行业分化

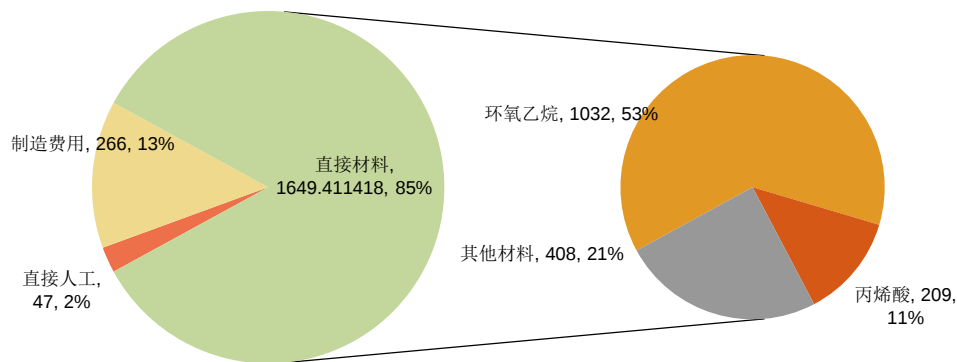


资料来源：Wind，申港证券研究所

2.5 成本端展望：以稳为主

苏博特成本端主要的材料有环氧乙烷及丙烯酸，占高性能外加剂成本比例分别达到 53%、11%。依据年报中数据，环氧乙烷 2021 年消耗量为 14.94 万吨，我们测算高性能减水剂每吨环氧乙烷单耗约为 104kg，依照往期数据丙烯酸单耗约为 13kg。

图34：2021 年高性能外加剂成本构成测算（百万元）

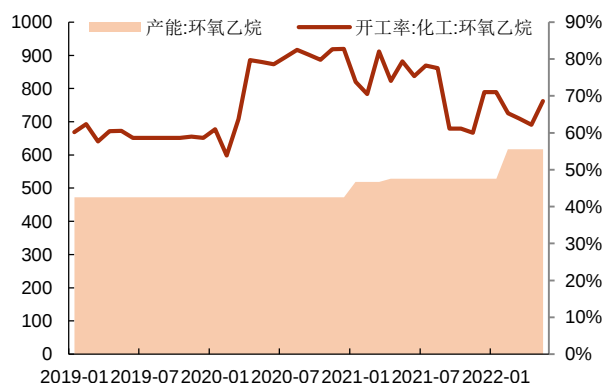


资料来源：Wind，申港证券研究所

*环氧乙烷采购价格根据历年年报价格变动测算，约为 6906 元/吨；根据历史数据假定丙烯酸单位用量为 12.2kg/t，丙烯酸年度采购均价为 1.2 万元/吨。

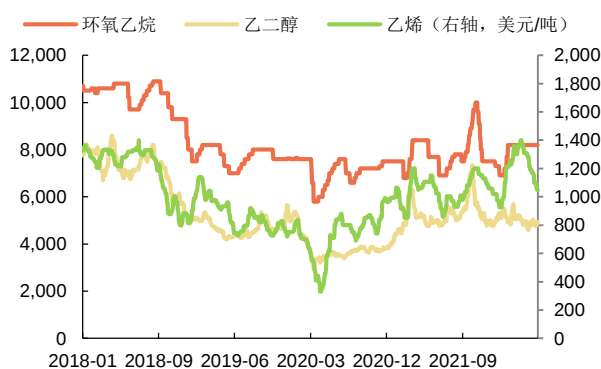
我们展望环氧乙烷全年价格偏稳，丙烯酸价格有一定下行空间。环氧乙烷价格受三大因素催动，一是自身供需结构，二是上游乙烯成本支撑，三是联动产品乙二醇景气度。环氧乙烷自身供需结构偏松，产能总体较为充裕，产能利用率中枢在 65% 左右。上游乙烯成为原油价格传导的缓冲垫，乙烯价格波动小于原油价格，近期景气度处于较低位，因此环氧乙烷整体原材料成本压力趋稳。联动产品乙二醇下游是聚酯产业，应用于化纤行业，需求端较为平稳，预计全年无涨价压力。综合以上三个因素，我们判断环氧乙烷价格以稳为主。

图35：环氧乙烷产能及开工率（万吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

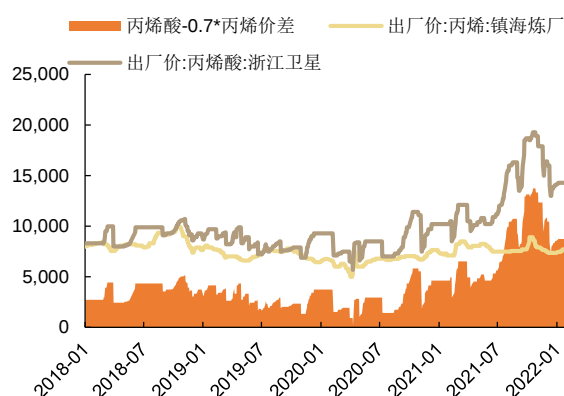
图36：环氧乙烷价格与乙二醇、乙烯关联度较大（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

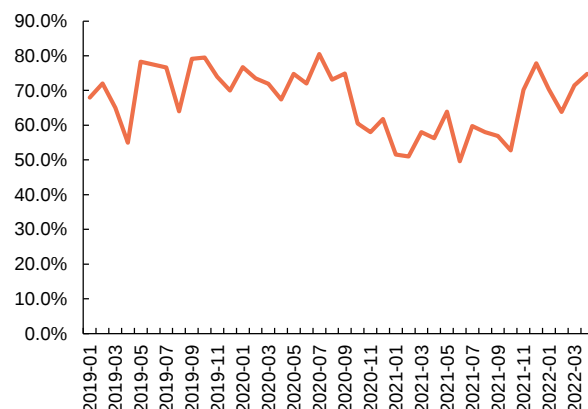
丙烯酸供需格局偏紧，价格主要由其自身供需关系驱动而非上游原材料价格传导，供给释放后价格有一定下行压力。从丙烯酸与丙烯价差不难看出丙烯酸环节目前仍有较高留存利润。本轮丙烯酸涨价起始于 2020 年末丙烯酸装置检修进入高峰期，开工率持续下行，2021 年双控导致产能恢复较为滞后，全年开工率低于 60%。而供给端近期已迎来释放，2022 年开工率持续回升，4 月开工率回升至 74.8%，同比提升 18.6pcts。在供给端释放的大趋势下，我们认为 2022 年丙烯酸价格有一定下行空间。

图37：丙烯酸与丙烯价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图38：丙烯酸装置开工率



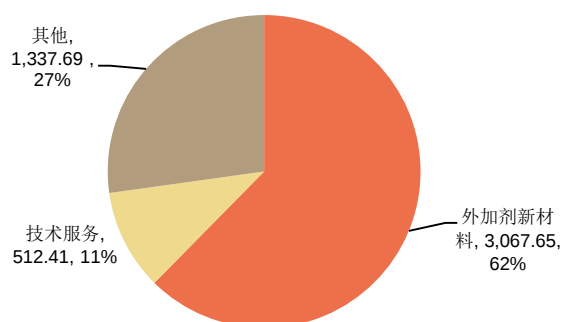
资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 核心标的之二：规模领先的垒知集团

垒知集团前身是厦门市建筑科学研究所，于2010年上市，是中国首家整体上市的建筑科研机构。目前主营业务涵盖混凝土外加剂、工程质量检测及商品混凝土销售等。垒知集团已形成两大核心产业集团，旗下的科之杰新材料集团是中国减水剂行业龙头之一，拥有第二代、第三代等多种外加剂的合成产线，可提供100余种混凝土外加剂及相关产品。2021年公司外加剂营收超30亿元，占公司整体营收的62%。

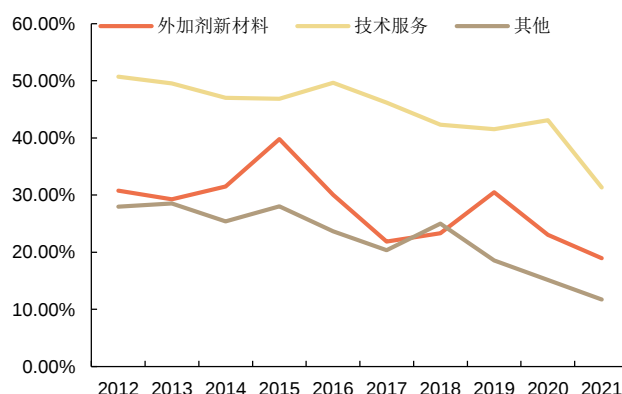
旗下建研检测集团扎根工程检测业务，为建筑工程客户提供可研、建设、运维的全生命周期技术服务，同时在此基础上延伸进入电子电气检测领域，目前已具备5G-NR、WiFi6、5G-SAR等无线通信电子检测资质。2021年公司检测业务营收约5.12亿元，占比11%，但盈利能力显著，毛利润占比达18%。

图39：垒知集团业务构成（百万元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图40：各业务毛利率水平

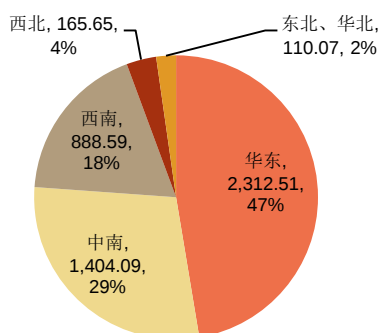


资料来源：Wind，申港证券研究所

公司凭借多区域协同实现营收的稳健增长。在聚羧酸减水剂加速替代的行业大势下，公司实现了稳健的营收增长，近五年营收增速均超过14%。上市初期公司较为依赖华东市场，2011年华东区营收占比达到74.8%。此后多区域协同发展，中南地区与西南地区逐渐发力，2021年时华东区营收占比仅为47%。公司当前在福建、贵州、

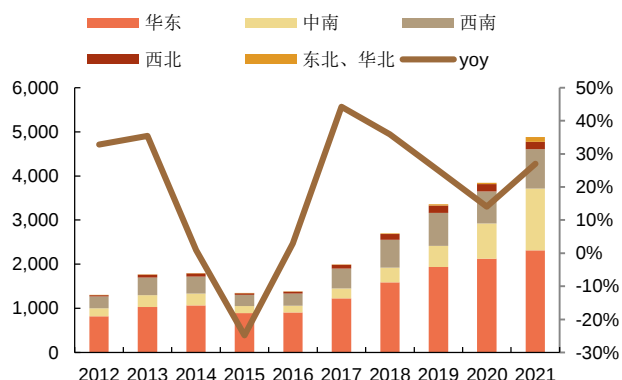
重庆、海南、陕西、上海等地外加剂市占率排名第一。

图41: 垒知集团区域营收占比 (百万元)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图42: 垒知集团营收稳健增长 (百万元)

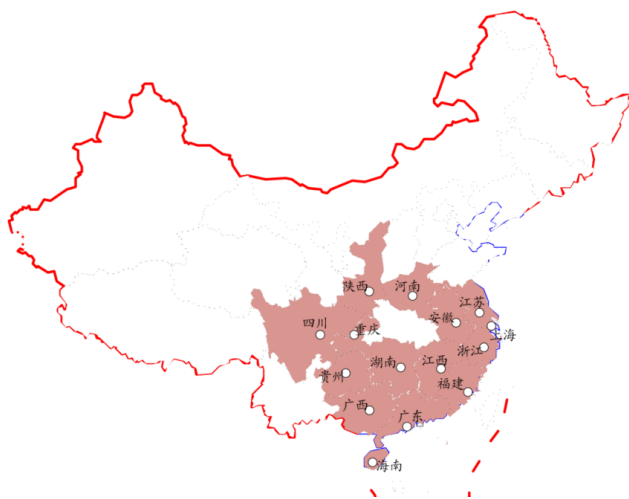


资料来源：Wind，申港证券研究所

垒知集团采取分散化的合成产能布局，生产基地分布福建、四川、重庆 16 省区及直辖市。在聚羧酸减水剂的强劲需求驱动下，公司产能利用率较高，20 年便已达到 92.75%。公司于 2021 年募集可转债募集建设新的生产基地，开拓云南空白市场、巩固安徽、四川、重庆等已有强势市场，预计在 2022 年将再增加 40 万吨聚羧酸减水剂母液合成产能，其中浙江、重庆、四川等地新增产能已基本建设完成，2022 年将继续带来坚实营收增量。

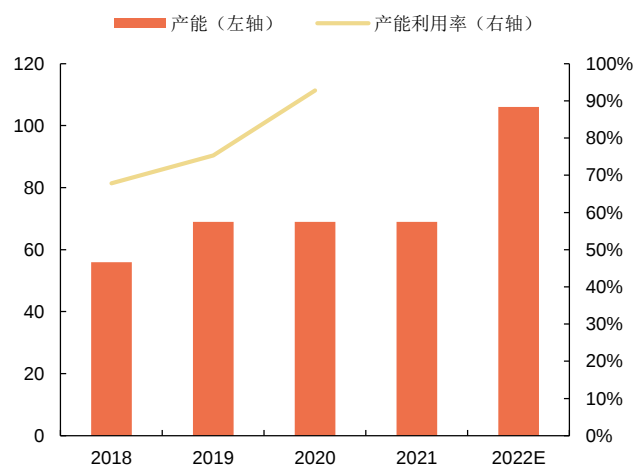
在经营模式上，垒知集团为直销+分销型企业，公司除向客户销售减水剂产品外还向部分区域具备复配产能的减水剂经销商销售减水剂母液，已实现产能的充分利用。

图43: 垒知集团主要子公司分布



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图44：垒知集团高性能减水剂合成母液产能（万吨）

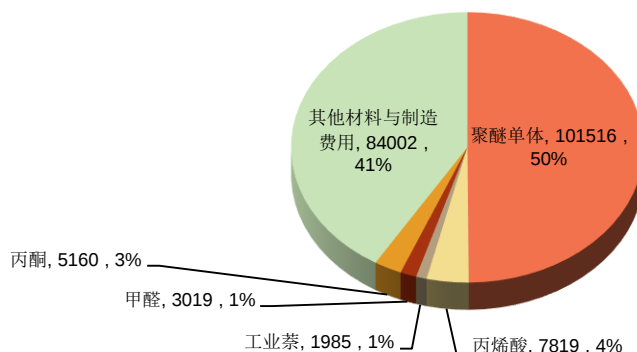


资料来源：公司公告，申港证券研究所

垒知集团采购聚醚单体进行生产，而不是更上游的环氧乙烷，产业链纵深较苏博特略短，公司聚醚采购支出占外加剂业务营业成本的约 50%。由于全国聚醚产能并不稀缺，聚醚价格波动小于上游原材料波动。2021 年聚醚生产企业奥克股份销售平均价格与 2020 年基本持平，小于环氧乙烷价格波动，同期苏博特环氧乙烷采购均

价上升 10.04%。垒知集团 2021 年原材料成本压力主要来自于丙烯酸，2021 年前三季度采购均价达到 10086 元每吨，较上一年均价上升 47.12%。

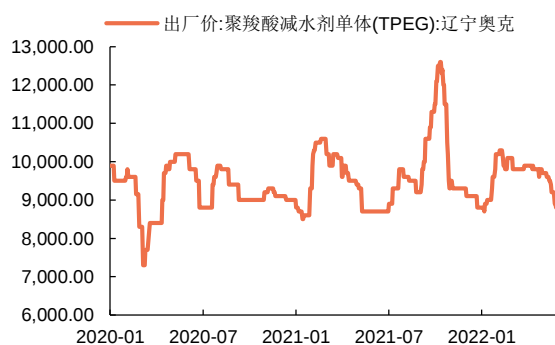
图45：2020 年垒知集团外加剂业务营业成本构成（万元）



资料来源：公司可转债募集说明书，申港证券研究所

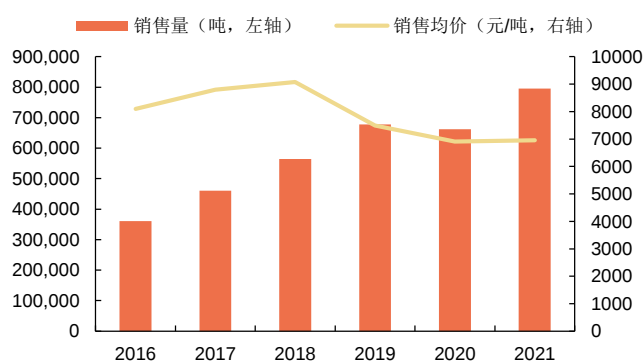
*垒知集团外加剂成本包含高性能减水剂及高效减水剂，因此原材料种类更为多样

图46：减水剂单体高频销售价格（元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图47：奥克股份聚醚单体销售量及单价

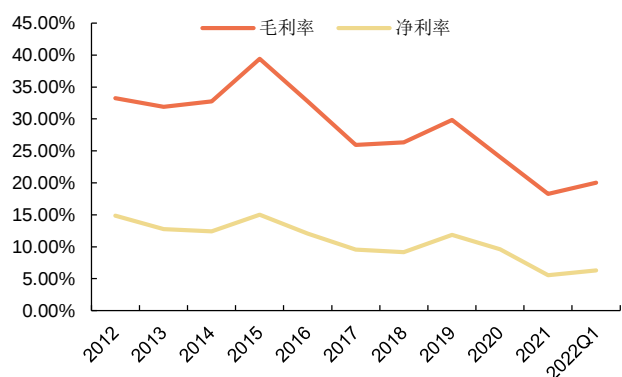


资料来源：奥克股份年报，申港证券研究所

垒知集团处在加快市场布局的压力期，规模增长同时盈利能力有所承压。自 2020 年 Q2 开始，公司采取较为积极的定价策略，在实现产能快速去化的同时，毛利率有所承压。主因是公司规模增长较快的中南市场（两广、湖南等地）竞争较为激烈，该地区综合毛利率低于华东、西南约 5pcts。2020 年公司毛利率下滑 5.76pcts，其中运输费用调至营业成本影响约 3pcts，2021 年毛利率进一步下滑约 5.76pcts。

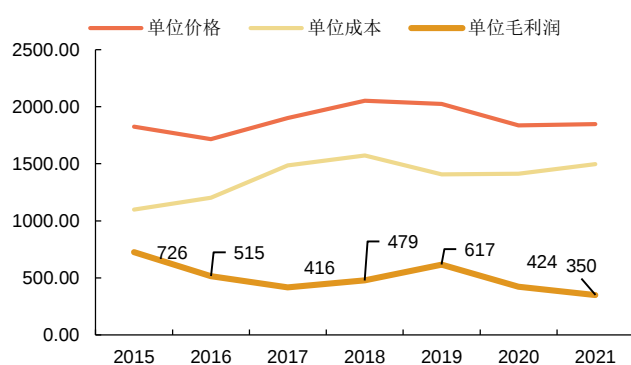
图48：垒知集团综合毛利率与净利率

图49：垒知集团外加剂新材料单位价格与成本（元/吨）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

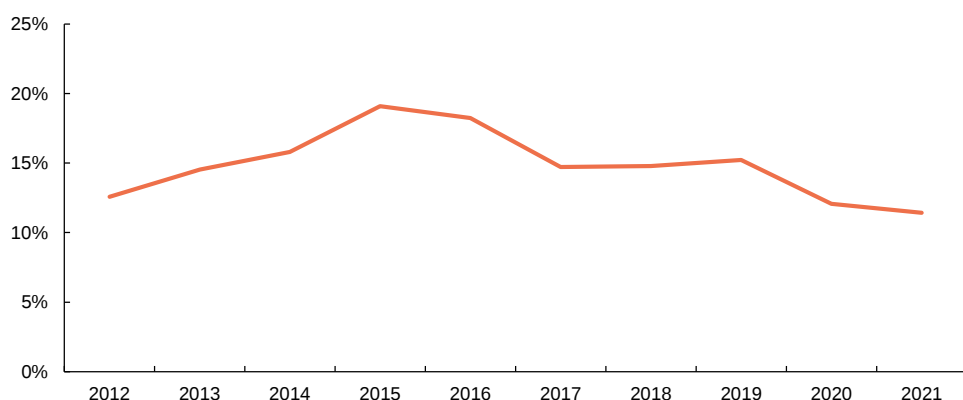
*2020 年起运输费用转至营业成本降低毛利率约 3%



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

市场份额提升后, 盈利能力有望触底回升。规模扩张期后, 公司有望凭借客户粘性实现一定提价改善毛利率, 此外公司将加大力度开拓工程市场, 获多更多高端客户, 销售功能更为复杂的外加剂产品, 持续提升盈利能力。规模的提升也将助力公司摊薄费用率从而实现更高的净利率。

图50: 垒知集团期间费用率逐年降低

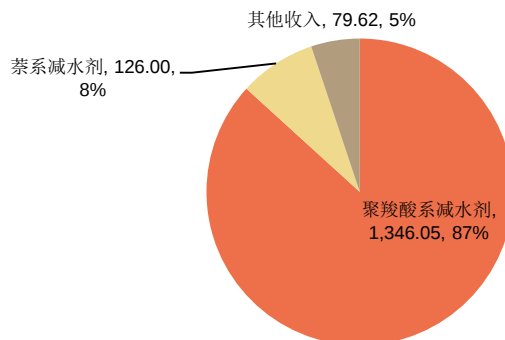


资料来源: Wind, 申港证券研究所

4. 核心标的之三: 两广巨头红墙股份

红墙股份常年位居外加剂行业综合实力第三位, 目前产品涵盖高性能减水剂及其他各类外加剂。产品主要用于商品混凝土、预制构件生产商及大型基建工程等领域。减水剂产品中以第三代高性能聚羧酸减水剂为主, 营收占比达 87%。

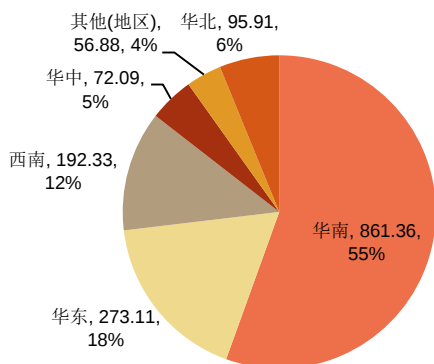
图51: 红墙股份产品结构 (百万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

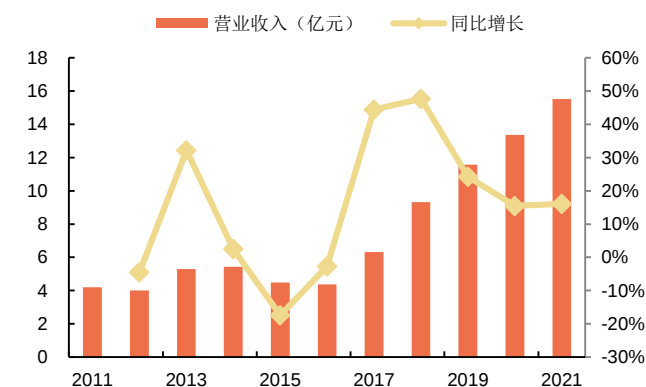
公司区域性巨头特征显著, 华南地区营收占比达 55%, 广东、广西两省市占率排名第一。公司 2020 年逐步完成搭建全国生产与销售团队, 2021 年开始进入收获期, 华东、华北、华中市场营收分别增长 92.8%、25.18%、84.38%。

图52: 红墙股份业务集中于华南地区 (百万元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图53: 红墙股份营收稳健增长

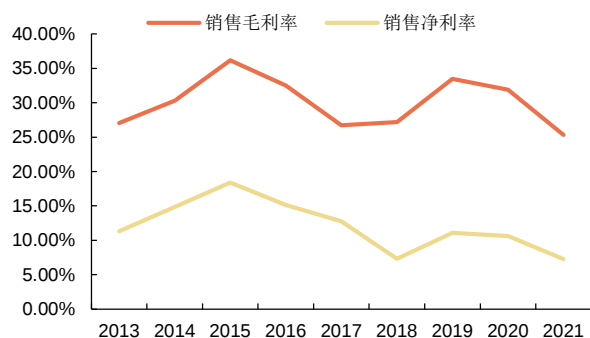


资料来源: Wind, 申港证券研究所

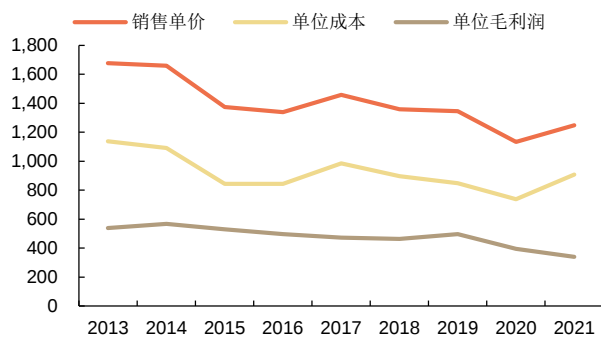
红墙股份生产与销售模式与垒知集团类似, 聚醚单体及丙烯酸为主要原材料, 盈利能力波动主要来自于上游原材料成本变化。2021 年公司聚醚采购价格上升 8.97%, 丙烯酸同比上涨 57.47%, 对公司盈利能力产生一定冲击。公司同比调整了产品销售价格, 2021 年产品销售均价上升 10.25%。

图54: 红墙股份盈利能力有一定波动性

图55: 红墙股份聚羧酸减水剂价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

公司着眼于向上游聚醚合成环节延伸降低采购成本。红墙股份现有高性能减水剂合成产能 16.24 万吨，2021 年产能利用率 60.35%，合成产能并未完全消化。因此公司布局重点在于向上游延伸，目前正在推进广东惠州基地建设，利用当地环氧乙烷加工产能，建设 15 万吨聚醚合成产能，以解决自身采购需求。同时进军精细化工领域，建设 7 万吨表面活性剂装置。

表5：红墙股份扩产计划

项目名称	产品类型	实施地点	实施主体	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
惠州市红墙化学有限公司年产 32 万吨环氧乙烷及环氧丙烷衍生物项目	15 万吨减水剂聚醚 7 万吨非离子表面活性剂 2 万吨聚醚多元醇 4 万吨丙烯酸羟酯 4 万吨聚羧酸高性能减水剂	惠州市大亚湾石化区 C4 地块(惠州大亚湾经济技术开发区)	惠州市红墙化学有限公司	66,071.00	56,000.00

资料来源: 红墙股份募集可转债说明书, 申港证券研究所

5. 2020 年超额收益复盘

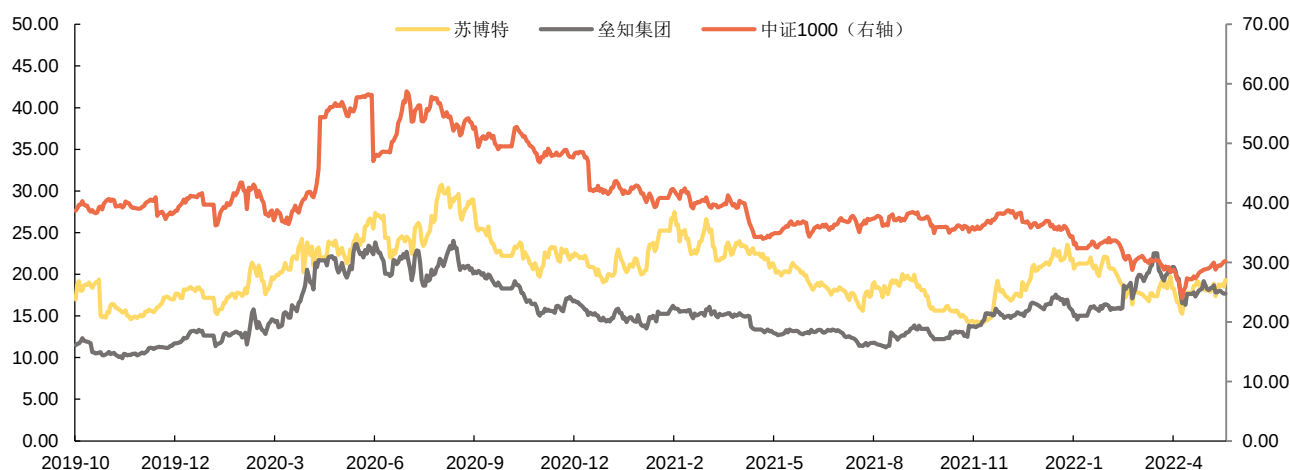
2020 年疫情前后减水剂板块有着强劲行情，主线是业绩驱动，过程中受到政策预期催化。2019 年 10 月 8 日启始至 2020 年 8 月，减水剂行业主要标的超额收益显著，苏博特最大区间涨幅达 203.95%，垒知集团最大区间涨幅为 120.9%，而同期中证 1000 最大涨幅仅为 42.05%。

图56：19 年底至今减水剂主要标的累计涨幅



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图57: 19年底至今减水剂主要标的市盈率变动 (PE-TTM)



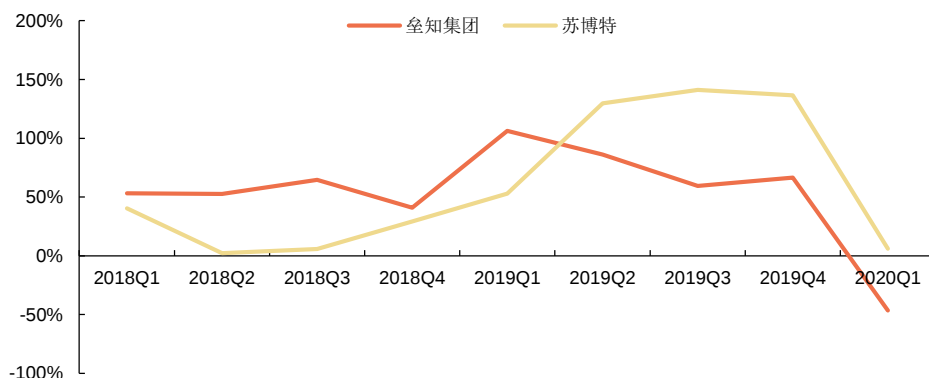
资料来源: Wind, 申港证券研究所

第一阶段：2019年10月至2020年3月，业绩驱动传统行业中的价值发现，认知变化带动估值显著抬升。

- ◆ 在2019年10月以前，减水剂行业主要标的的股价表现较为平淡，估值在较低位置徘徊，以苏博特为例，估值中枢在15倍左右。站在行情启动前的视角，市场对与水泥相关标的的信心相对有限，成长性存疑，估值无抬升空间。
- ◆ 然而减水剂行业在2019年Q1以来已展现了较为出色的成长性，一方面聚羧酸减水剂本身作为新材料替代有着较高成长性，企业营收的持续增长被充分认知；另一方面在于原材料成本下滑带来的盈利能力回升，19年业绩较18年大幅度改善。
- ◆ 2019年10月减水剂行业较高的景气度逐渐被市场认知，3季报前行情启动，估值显著抬升。在对Q3、Q4业绩高度确定的增速下，此轮上涨一直持续至2020

年疫情爆发前。

图58：外加剂行业历史业绩显著提升



资料来源：Wind，申港证券研究所

第二阶段：2020年3月至2020年5月，强预期催化，出色历史业绩共振，疫后逆周期调节预期及年报业绩高景气促进股价加速上涨。

- ◆ 2020年疫情冲击后，财政发力新基建等逆周期调节手段的必要性成为市场共识，同时中央提升专项债额度带来更高的确定性。在基建发力的预期下，减水剂板块继续录得超额收益。
- ◆ 3月底伊始减水剂行业主要企业披露2019年年报，苏博特年度净利同增32.01%，垒知集团年度净利同增61.54%。在业绩刺激下二者均大幅跑赢市场，这一阶段低估值且业绩改善幅度较大的垒知集团收益率超越苏博特。

第三阶段：2020年5月至2020年8月，业绩真空期横盘波动后，强劲中报业绩促进再次上涨。

- ◆ 5-6月股价表现以震荡波动为主。经过前期超1倍的涨幅后，减水剂板块进入横盘整理期。该阶段处于政策与业绩的真空期，前期较强的政策预期已被市场充分认知，短期内缺少刺激上涨的催化剂。
- ◆ 业绩增速差异使得苏博特与垒知集团股价表现分化。7月底苏博特出色的中报业绩让市场再次形成共识，超额收益显著。苏博特20Q2归母净利润同增37.88%，而垒知集团因定价策略变化使得净利仅增长4.5%，业绩分化使得股价表现亦有差异，该阶段苏博特继续上涨而垒知集团无较强股价表现。

估值变动：上涨后估值中枢回归约15倍附近，强预期兑现后估值回落。

- ◆ 在20年上涨过程中，垒知集团与苏博特估值水平均有不同程度抬升，苏博特在股价高点PE（TTM）超30倍，垒知集团估值高点接近25倍。
- ◆ 股价顶早于业绩增速顶，短期快速上涨后二者估值水平持续消化直至2021年末。
- ◆ 进入2022年垒知集团因业绩表现不佳，估值被动抬升至15倍以上。而当前苏博特估值约19倍，略高于2019年行情启动前约15倍的估值水平，2022年4月以来苏博特相对中证1000超额收益显著，实际已隐含稳增长下基建投资强度加大的政策预期。

6. 投资建议：顺应产业周期布局 稳增长支撑下需求拐点将至

混凝土商品化率提升及功能升级是行业大势，外加剂属这一趋势最受益品种。无论是混凝土强度提升亦或是抗渗、抗腐蚀等功能升级，均离不开更大的外加剂用量。过去 8 年外加剂行业持续的成长性与水泥平稳的需求曲线分化，未来这一趋势仍将延续，当前行业龙头接近满产的第三代减水剂产能是行业景气度的最佳印证。

基本面仍疲软，稳增长投资端支撑在路上。2022 年伊始外加剂行业遭遇疫情封控以及地产开工低迷的双重影响，基本面仍偏低迷，以关联品种水泥观察，至 5 月水泥产量同比下滑 14.03%。而投资端拉动正在路上，2022 年前五月固定资产投资新开工项目总投资额同比提升 23.3%，新开工项目混凝土需求在 3-6 个月后进入顶峰期，稳增长投资端对水泥相关产业的拉动作用将在下半年逐渐显现，7、8 月雨季淡季后发力愈加明显。

稳地产也是稳增长，地产销售有望在轮番政策刺激下缓慢回暖，5 月已吹响环比回暖的号角，地产销售的边际改善趋势愈加明确。而与外加剂息息相关的地产开工也有望在销售回暖后触底，叠加 2021 年下半年地产开工基数偏低，Q3 有望迎来地产开工端增速的最低点，下半年地产端对混凝土需求的拖累效应将大幅缩减。届时减水剂板块有望迎来基本面回暖的强现实与基建投资强预期的和谐共振，超额收益可期。

政策预期催化的行情偏阶段性，建议把握业绩边际改善的主线，先于业绩底布局。当下市场对稳增长发力投资端的方向上没有分歧，政策预期已催化苏博特持续两月的超额收益，在业绩真正改善前我们判断政策预期催化的行情偏阶段性，短期仍将有波折。更好的布局时点在 Q3 业绩改善前，强预期与强现实共振催化的方向清晰且明确。建议首选工程市场优势显著充分受益稳增长的核心标的苏博特，建议关注 2022 年新产能加速释放进入收获期的垒知集团。

7. 风险提示

稳增长政策未达预期、地产销售持续低迷、原材料成本继续上涨。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上