东兴证券 DONGXING SECURITIES

混凝土减水剂：产业链地位提升下的行业价值重估

——当前时点我们如何看减水剂

2020 年 08 月 04 日

看好/维持

建材 | 行业报告

分析师	罗四维 电话：010-66554047 邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
分析师	赵军胜 电话：010-66554088 邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
研究助理	韩宇 电话：010-66554042 邮箱：hanyu_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070045

投资摘要：

混凝土众多的“SKU”对减水剂企业的服务提出了高要求。混凝土的最基础配方包含水泥、砂子、石子三种，视工程项目要求会加入掺合料和外加剂，而以减水剂为主的外加剂能显著改善混凝土的性能，减水剂的主要功用是提高混凝土的和易性和流变性，使其满足施工泵送要求，同时也能减少混凝土对水的使用，从而可以在水灰比保持不变的前提下减少水泥的使用量。由于我国幅员辽阔，混凝土的基础原材料砂子、石子以及掺合料等质量因地域而有较大的差异，因而混凝土本身就存在较多的“SKU”，再加之各个工程项目的施工状况对混凝土的需求较为多样，因而减水剂企业对商混企业或工程项目的现场服务就显得尤为重要。

服务属性和头部化趋势相互强化，助推产业链地位加速提升。2016 年以来，混凝土的原材料水泥和砂石发生了两点较大的变化，一是水泥和砂石价格的大幅攀升，二是天然砂禁采所带来的机制砂使用占比的提升。一方面，水泥和砂石价格的上升对商混企业的成本端带来较大压力，商混企业更依赖于减水剂企业的服务来对混凝土配合比进行改良，以减少水泥和砂石的使用，另一方面，机制砂使用占比的提升推升了每方混凝土所需要的减水剂的使用量，机制砂质量较天然砂差，这也使商混企业更依赖于减水剂企业的服务，总的来看，原材料端这两方面的变化对减水剂企业的配方制定能力和需求响应速度更加依赖，而龙头企业在这方面具备绝对的优势，由此在产业链中的地位得到提升，再加之 2016 年以来减水剂行业集中度进入加速提升阶段，头部化趋势带来的规模化优势同样促进了龙头企业产业链地位的提升，服务属性提升和头部化趋势相互强化，减水剂龙头的产业链地位也进入加速提升阶段。

投资策略：看好行业双强苏博特和垒知集团业绩与估值的双升。历经 2016-2017 的艰难时刻，减水剂行业凤凰涅槃，迎来拐点，行业加速向龙头公司集中的同时，产业链地位也正大幅提升，头部化趋势和产业链地位提升给龙头公司带来的是业绩和经营质量的同步改善，以及周期性的减弱，在这样的背景下，减水剂行业龙头跑马圈地投放产能，业绩和经营质量的改善具备持续性，其价值有望获得市场重估，我们看好创新驱动增长，龙头地位稳固的苏博特以及产能布局全国，市占率提升弹性高的垒知集团。

风险提示：地产和基建增速不及预期、龙头企业产能投放进度不及预期、环保政策力度减弱。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS（元）				PE				PB	评级
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
苏博特	1.14	1.43	1.91	2.35	27.09	21.59	16.17	13.14	3.82	强烈推荐
垒知集团	0.58	0.79	1.07	1.34	18.72	13.75	10.15	8.10	2.67	强烈推荐
红墙股份	1.07	1.33	1.67	1.99	13.56	10.91	8.69	7.29	2.52	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 混凝土众多的“SKU”对减水剂企业的服务提出了高要求 3
1.1 强度、和易性、耐久性以及成本节约是配合比设计考虑的四大要素 3
1.2 混凝土配合比“SKU”众多，需要因地制宜进行现场服务 3
2. 服务属性和头部化趋势相互强化，助推产业链地位加速提升 4
2.1 原材料价格上升和砂石质量变差使得商混企业加重了对减水剂厂商的依赖 4
2.2 集中度提升效应外溢，加速产业链地位的提升 7
2.3 产业链地位提升加速中，头部化趋势和龙头经营质量改善还将继续 8
3. 看好行业双强苏博特和垒知集团业绩与估值的双升 9
3.1 苏博特：技术驱动的外加剂龙头，市占率加速提升 10
3.2 垒知集团：疫情影响已过，市占率提升继续 11
4. 风险提示 11
相关报告汇总 12

插图目录

图 1： 混凝土的各组成相 3
图 2： 2016 年以来全国水泥价格持续上行，创下史上最长景气周期 4
图 3： 砂石矿山数量不断减少（单位：个） 5
图 4： 中国碎石价格指数一路上行 ..... 错误!未定义书签。
图 5： 混凝土的成本构成 5
图 6： 机制砂在逐渐实现对天然砂的完全替代 6
图 7： 机制砂与天然河砂的分计筛余 6
图 8： 机制砂在所用砂子中占比提升对减水剂使用量影响的测算（在初始流动性相同的前提下） 7
图 9： 减水剂行业集中度提升的推动因素 7
图 10： 2016-2019 年间聚羧酸减水剂行业 CR3 上升速度快于 CR10 8
图 11： 推动减水剂行业产业链地位提升的因素不断强化，行业产业链地位进入加速提升期 8
图 12： 行业龙头应收和应付账款周转天数之差 2016 年以来趋势下行 9
图 13： 苏博特和垒知集团经营活动净现金在 2019 年出现较大改善 单位：亿元 9
图 14： 苏博特和垒知集团 2015 年以来存货周转率不断上升 9
图 15： 减水剂双强苏博特和垒知集团有望迎来业绩与估值的双升 10

表格目录

表 1： 混凝土原材料质量差异会对混凝土性能产生较大影响 3

1. 混凝土众多的“SKU”对减水剂企业的服务提出了高要求

1.1 强度、和易性、耐久性以及成本节约是配合比设计考虑的四大要素

混凝土的最基础配方包含水泥、砂子、石子三种，视工程项目要求会加入掺合料和外加剂，而以减水剂为主的外加剂会改善混凝土的性能，减水剂的主要功用是提高混凝土的和易性和流变性，使其满足施工泵送要求。

图1：混凝土的各组成相



资料来源：砼话，东兴证券研究所

混凝土配合比设计需满足四个基本要求：

①满足混凝土设计的**强度等级（水泥强度和水灰比是最关键因素）**；

②满足施工要求的混凝土**和易性（减水剂的主要功用）**；

③满足混凝土使用要求的**耐久性**；

④满足上述条件下做到节约水泥和降低混凝土成本。

1.2 混凝土配合比“SKU”众多，需要因地制宜进行现场服务

混凝土的配合比设计是**非常复杂、服务属性较重**的工作，并没有一个标准的配方可以在全国范围内的工程项目上通行，这是由于我国地域辽阔，构成混凝土的原材料砂子、石子、粉煤灰甚至是水泥等性能各异，商品混凝土配合比需要根据原材料的技术性能和各地不同的建筑工程技术规范来进行设计，**要按合同要求设计出满足建筑工程的结构类型、强度等级、部位、气候条件、运距等涉及多达 10 余个相关因素的混凝土配合比**。

表1：混凝土原材料质量差异会对混凝土性能产生较大影响

原材料种类	对混凝土性能影响
水泥	1、强度：水泥强度是直接影响到混凝土强度的最重要指标；2、碱含量：水泥碱含量过高会破坏混凝土结构；3、细度或比表面积：水泥比表面积越大，越容易使混凝土出现温度裂缝；4、安定性：水泥安定性不良会使得混凝土构件产生膨胀性裂缝；5、烧失量：烧失量大会导致混凝土。

砂子	1、级配：砂石粒径增大会使混凝土和易性变差，影响混凝土强度；2、云母含量：含量高会降低混凝土强度；3、含泥量：含泥量高会使得和易性变差，强度下降；4、氯化物：混凝土中含氯离子会破坏钢筋质量，导致混凝土膨胀破坏。
粉煤灰	1、细度：粉煤灰细度越大，混凝土的耐久性越差；2、烧失量：烧失量过高会严重影响混凝土含气量的控制。

资料来源：网络公开资料整理、东兴证券研究所

混凝土可以根据强度来分为从 C10-C100 共 19 个等级，从 C10-C60 常用的最基本混凝土配合比只有 11 个。但要满足上述提到的 10 余个相关因素，仅凭 11 个基准配合比是远远不够的，以 C30 为例，必须事先有适应上述不同工程情况条件下的配合比应急处理预案，如 C30 梁板柱、C30 道路等多达 6 个以上，再加上满足抗渗、自密实等不同性能要求的混凝土配合比，多达数十个，这样看来，满足业主对混凝土从 C10-C60 的要求，就要多达上百个，甚至更多，再加上季节和气温变化，混凝土配合比设计就更加复杂。

为了满足工程项目对混凝土性能的多样需求，**商品混凝土企业都会设立专门的实验室来针对客户需求进行混凝土配合比的实验和设计**，如主营混凝土的上市公司西部建设的混凝土产品出厂之前，要先试制样品在实验室中观察 2-3 天性能后再提供给客户。

商混企业如此的生产特性，决定了其对配套的减水剂性能和配方要求千变万化，复配站在得到合成基地运输过来的母液之后，要根据客户的需求进行配方制定，有时也需要合成基地配合完成母液分子结构的改变，**减水剂企业的服务对商品混凝土的按需生产至关重要。**

2. 服务属性和头部化趋势相互强化，助推产业链地位加速提升

2.1 原材料价格上升和砂石质量变差使得商混企业加重了对减水剂厂商的依赖

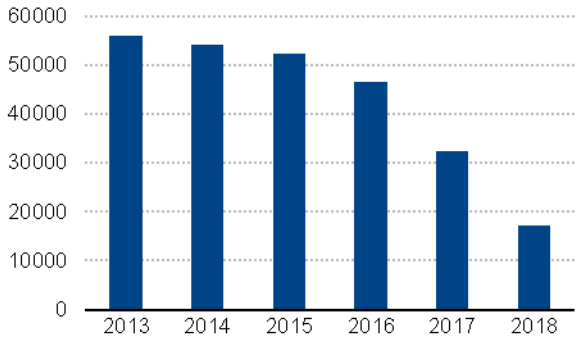
水泥、砂子和石子在混凝土中的成本占比在 66%左右，2016 年以来，水泥行业开启了主要由供给侧所驱动的波澜壮阔的历史最长景气周期，水泥价格中枢一直呈现上行态势。近年来，混凝土的重要组成相砂子的供应出现了较大短缺，由两方面因素所驱动，一是由于对河道的治理使得天然河砂的供应减少，二是生态环保治理之下，国家对环保不达标矿山加强治理，中小矿山不断退出，机制砂的供应量也趋于减少，供应出现短缺的同时，下游地产投资韧性和基建增速回升带来混凝土需求的高涨，砂石价格出现大幅上升。

图2：2016 年以来全国水泥价格持续上行，创下史上最长景气周期 单位：元/吨



资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：砂石矿山数量不断减少（单位：个）



资料来源：中国砂石协会，东兴证券研究所

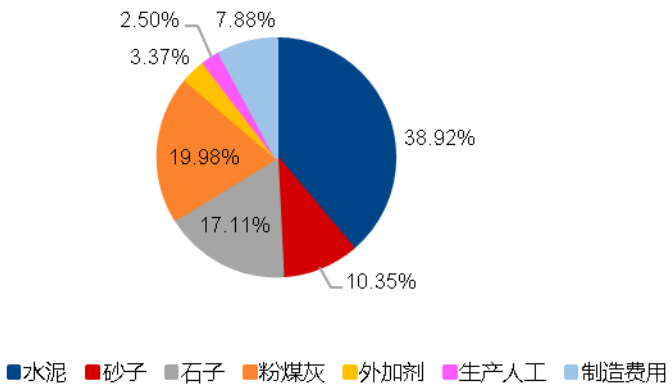
图4：全国骨料综合离岸价格



资料来源：中国砂石骨料网数据中心，东兴证券研究所

水泥和砂石价格的大幅上升给商混企业的成本端带来较大压力，商混企业开始通过寻求减水剂厂商的支持，对混凝土的配合比进行改良，以减少水泥以及砂石的使用量，对外加剂配方的调整以及用量的提升即可实现商混企业的这些诉求，外加剂在混凝土生产成本中的占比仅为 3%左右，通过减水剂配方调整和用量提升来应对其他原材料成本的上升具有较高的性价比，对商混企业来说，减水剂生产企业对商混企业的服务越来越重要。

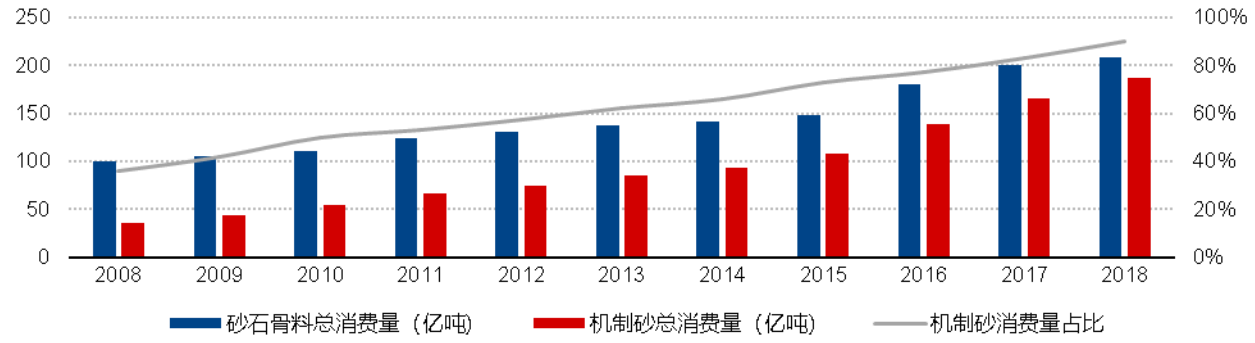
图5：混凝土的成本构成



资料来源：百度百科，东兴证券研究所

另一方面，在多年的无序开采之后，天然河砂资源逐渐枯竭，天然河砂来料质量开始变差，并且国家对河道的治理也使得河砂供应紧张，机制砂占比开始提升，2008-2018 年间，机制砂的渗透率由 36.00%上升至 89.90%，大幅提升 54 个百分点，近年来国家对河砂和海砂的不规范开采的治理越发严格，河砂和海砂的开采预计会进一步受到限制，机制砂大概率将实现对天然砂的完全替代。

图6：机制砂在逐渐实现对天然砂的完全替代



资料来源：中国砂石协会，东兴证券研究所

在机制砂实现对天然砂完全替代的过程之中，会对减水剂的使用带来两方面的变化：一是增强商混企业对减水剂厂商的依赖，二是提高混凝土单方减水剂的用量，这背后的原因，源于机制砂与天然河砂的差异性。

首先，机制砂与河砂的级配分布存在很大的差异，机制砂是典型的“两头多中间少”级配分布，颗粒形状也不规则，而天然河砂具有光滑的颗粒表面和近乎圆形的粒形，具有立方体和棱角状型的机制砂颗粒相互咬合，流动阻力大，**会增加混凝土的用水量**。

其次，机制砂存在一部分粒径小于 75μm 的石粉，石粉的比表面积效应、重力效应使得其增加了固体物的总体比表面积，**增加了对用水量的需求。同时由于机制砂较大的表观密度，会增加混凝土拌和物在搬运和捣实过程中的离析倾向**，加剧混凝土泌水和塑性沉降收缩，影响混凝土表面的耐久性。

总之，机制砂使用占比的增多会导致混凝土单方用水量的提升和性能的下降。

图7：机制砂与天然河砂的分计筛余



资料来源：砼话，东兴证券研究所

单方用量提升方面，在混凝土配合比不变的条件下，机制砂使用占比提升所导致的单方用水量上升会改变混凝土的水灰比，为了保持水灰比（前文提到过，水灰比是影响混凝土强度的关键因素），减少加水量，就需要添加更多的减水剂。根据论文《机制砂对混凝土性能影响及解决措施》，**如果要达到同样的初始流动性，**

机制砂在砂子中使用的占比由 0%提高到 100%，那么减水剂的用量占混凝土质量之比会由 1.8%提高到 2.2%，用量增幅在 20%左右。同时，根据调研反馈，2016-2019 年间每方混凝土的减水剂用量由过去的 8-9 千克提升到了 10 千克，增幅在 10-20%左右。

图8：机制砂在所用砂子中占比提升对减水剂使用量影响的测算（在初始流动性相同的前提下）

实验编号	用水量占比	水泥占比	粉煤灰占比	矿粉占比	河砂占比	机制砂占比	石子占比	减水剂掺量占混凝土质量之比
1	7.14%	13.57%	2.18%	2.31%	**30.25%**	**0.00%**	44.54%	**1.80%**
2	7.14%	13.57%	2.18%	2.31%	**21.18%**	**9.08%**	44.54%	**1.90%**
3	7.14%	13.57%	2.18%	2.31%	**15.13%**	**15.13%**	44.54%	**2.00%**
4	7.14%	13.57%	2.18%	2.31%	**9.08%**	**21.18%**	44.54%	**2.10%**
5	7.14%	13.57%	2.18%	2.31%	**0.00%**	**30.25%**	44.54%	**2.20%**

资料来源：《机制砂对混凝土性能影响及解决措施》、东兴证券研究所

针对机制砂使用占比提升带来的混凝土性能的下降，商混企业出于控制产品质量的考虑，会更依赖减水剂厂商根据混凝土原材料制定出合适的减水剂配方。

综合以上，我们认为，不论是水泥和砂石价格的上涨，还是机制砂使用占比的提升，都将加重商混企业对减水剂企业的依赖，使得减水剂企厂商对商混企业的服务更加重要，特别是苏博特和垒知集团作为行业龙头长期以来积累了服务全国项目的丰富经验以及强大的配方库，能够迅速响应工程项目的需求进而提供合适的减水剂配方，进而在产业链中的地位得到提升。

2.2 集中度提升效应外溢，加速产业链地位的提升

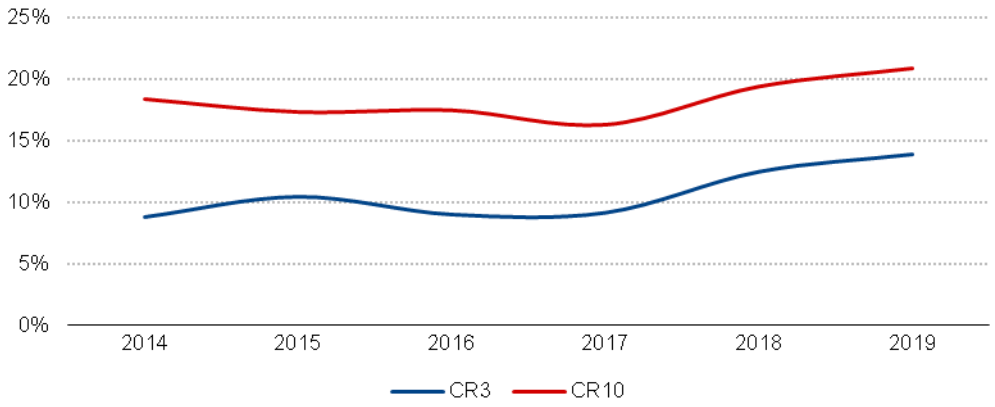
正如我们在上一份行业深度报告《混凝土减水剂行业：潮起双强立，风正一帆悬》中所提到的，在退城入园的环保和安全要求、下游地产和基建客户集中度提升以及产品定价模式的改变三重因素的驱动之下，减水剂行业 2016-2019 年 4 年间集中度加速提升，行业 CR3 由 8.99%提升至 13.93%，提升了 4.94 个百分点，而 CR10 由 17.43%提升至 20.85%，提升了 3.42 个百分点，CR3 的上升速度快于 CR10，进入到了集中度加速提升的发展阶段。

图9：减水剂行业集中度提升的推动因素



资料来源：中国混凝土网，东兴证券研究所

图10：2016-2019 年间聚羧酸减水剂行业 CR3 上升速度快于 CR10



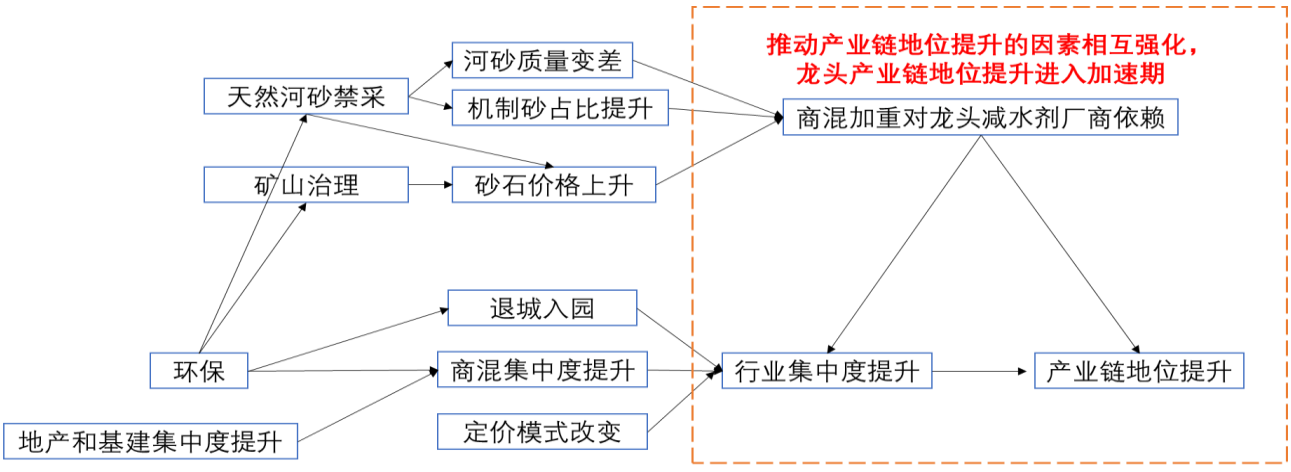
资料来源：中国混凝土网，东兴证券研究所

市场份额向行业头部企业集中之时，由于头部企业规模化效应愈来愈强，其在上下游间的议价能力也不断得到提升，在服务属性提升使得减水剂行业产业链地位提升的基础上，集中度提升的外溢效应加速了减水剂行业产业链地位的提升。

2.3 产业链地位提升加速中，头部化趋势和龙头经营质量改善还将继续

我们认为，行业集中度加速提升和商混企业加重对减水剂厂商的依赖这双重因素会不断相互强化，从而使得减水剂行业产业链地位进入加速提升期：一方面，行业向头部集中带给龙头企业规模化优势，使其面对上下游的议价能力增强，龙头企业产业链地位得到提升，另一方面，服务属性的升高主要体现在对减水剂厂商配方制定能力和需求响应速度的要求越来越高，而龙头企业在这些方面相较中小企业有绝对的优势，这不仅使得龙头企业在面对下游时的议价能力得到增强，并且又加速了市场份额向头部集中的趋势，强化了龙头企业的规模化优势，进一步地提升了龙头企业的产业链地位。

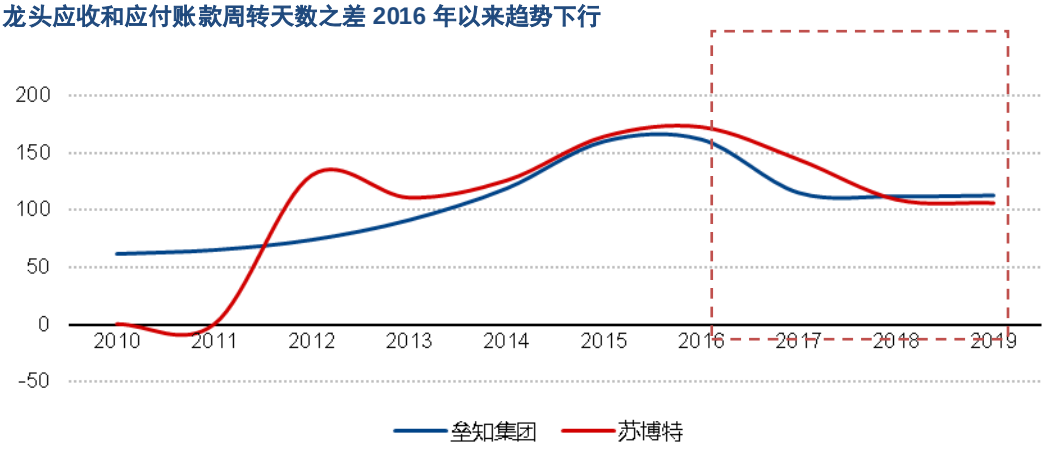
图11：推动减水剂行业产业链地位提升的因素不断强化，行业产业链地位进入加速提升期



资料来源：wind，东兴证券研究所

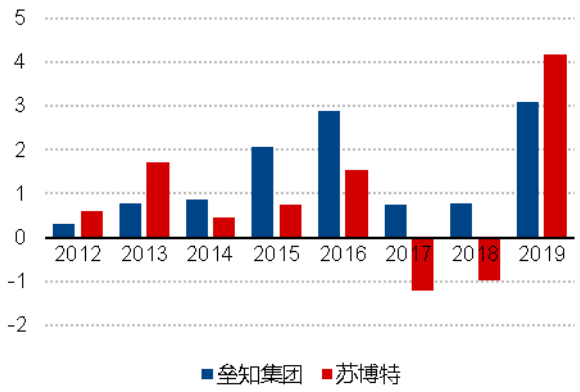
具体到财务数据方面，体现为行业双强苏博特和垒知集团应收和应付账款的周转天数之差在 2016 年出现拐点并趋势下行，同时存货周转率也不断升高，并且龙头公司经营质量提升在 2019 年开始体现在现金流层面，经营活动净现金双双出现了较大幅度改善。

图12：行业龙头应收和应付账款周转天数之差 2016 年以来趋势下行



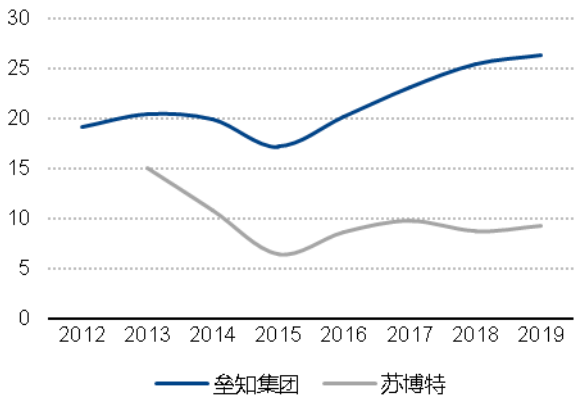
资料来源：wind，东兴证券研究所

图13：苏博特和垒知集团经营活动净现金在 2019 年出现较大改善 单位：亿元



资料来源：wind，东兴证券研究所

图14：苏博特和垒知集团 2015 年以来存货周转率不断上升



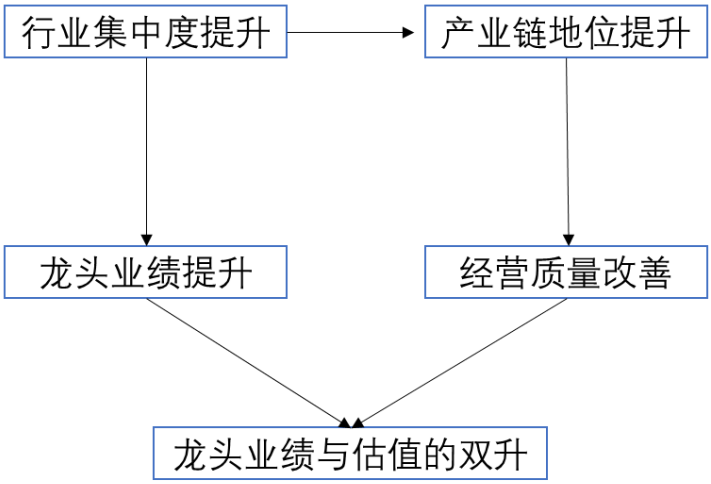
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 看好行业双强苏博特和垒知集团业绩与估值的双升

历经 2016-2017 的艰难时刻，减水剂行业凤凰涅槃，迎来拐点，行业加速向龙头公司集中，同时行业服务属性增强，集中度提升和服务属性增强的两因素互相强化，推动减水剂龙头的产业链地位也正大幅提升，头部化趋势和产业链地位提升给龙头公司带来的是业绩和经营质量的同步改善，以及业绩周期性的减弱，在这样

的背景下，龙头公司价值有望获得市场重估，我们看好创新驱动增长，龙头地位稳固的苏博特以及产能布局全国，市占率提升弹性高的垒知集团。

图15：减水剂双强苏博特和垒知集团有望迎来业绩与估值的双升



资料来源：wind，东兴证券研究所

3.1 苏博特：技术驱动的外加剂龙头，市占率加速提升

行业绝对龙头，市占率加速提升。公司是混凝土外加剂行业的绝对龙头企业，测算 2019 年市占率为 9.43%，领先第二名垒知集团 2 个百分点左右，2016 年以来，在环保退城入园、产品定价模式改变以及下游商混企业集中度升高三重因素的带动之下，混凝土外加剂行业格局明显改善，市场份额加速向头部企业集中，公司 2019 年市占提升 2.32 个百分点，快于 2018 年 1.16 个百分点的提升速度，在行业集中度迎来加速提升之时，公司今明两年皆有产能投放，2021 年产能较 2018 年有望翻倍；

高研发带来技术领先，产业链地位提升议价能力增强。公司坚持高举高打的产品创新战略，研发费用占营收之比保持在 5%以上，为行业最高，高研发投入带来性能领先的强大产品力，产品吨均价保持在 2200 元左右，为行业最高，近年来，随着机制砂使用占比提升及天然砂石来料质量变差，下游混凝土企业对外加剂提供商的服务能力及产品配方性能提出更高要求，公司作为行业龙头直接受益于此，凭借技术领先的产品和强大的配方库迅速响应客户需求，自身产业链地位得到提升，抢占中小企业退出后的市场份额；

成本端下降提升毛利，基建投资带动需求向上。公司混凝土外加剂的原材料为石化产品，成本占比在 80%左右，新冠疫情以来，国际原油价格大幅下跌，将直接带动公司原材料成本下降，新冠疫情后基建托底经济确定性大大增强，预计全年增速在 10%以上，公司作为基建专业户（基建收入占比 40%以上），在产品需求端将有直接受益。

疫情是公司质地的试金石，强大产品力和议价能力得到体现。2020Q1 由于新冠疫情导致的下游需求停滞，公司混凝土外加剂业务整体销量下滑 33.87%，与此同时，原材料环氧乙烷、甲醛、工业萘价格分别同比下降 7.36%、9.97%、8.98%，销量和原材料价格共降的背景之下，公司主要产品高性能减水剂、高效减水剂、功能性材料价格分别同比上升 1.91%、6.63%、11.2%，验证了公司产品创新战略之下强大的产品力和产业链地位提升带来的强大议价能力，根据公司 2019 年报，外加剂收入占到公司总收入的 90%左右，成本降而价格升推动外加剂业务毛利水平升高，进而带动 2020Q1 公司整体毛利率同比大增 9.19 个百分点。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 40.07 亿元、49.83 亿元和 61.50 亿元，归属于母公司的净利润为 4.44 亿元、5.92 亿元和 7.28 亿元，对应的 EPS 分别为 1.43、1.91 和 2.35 元，对应的动态 PE 分别为 22 倍、16 倍和 13 倍，考虑到公司作为行业龙头，综合竞争优势突出，议价能力提升，高研发投入带来强大产品力，维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

3.2 垒知集团：疫情影响已过，市占率提升继续

疫情对公司负面影响已经过去，减水剂龙头进入市占率提升阶段。公司是减水剂行业龙头，公司在福建、重庆、贵州、陕西等市场市占第一，在江浙沪地区市占第二。2020 年 1 季度主要受疫情影响销量同比下降近 20%左右，但是随着公司的努力在 3 月下旬销量同比已经开始正增长，公司受疫情的负面影响已经过去。

疫情对行业的供需态势产生积极影响，公司进入到良好的发展外部环境当中。下游客户集中度提升、退城入园的环保要求以及 2016 年以来行业定价模式的改变，公司刚好集中资源在加速自身市场占有率的提升，2020 年将有新产能逐步投放。

减水剂盈利水平稳定，检测业务刚性支出拉低业绩。公司作为龙头经营稳健，减水剂业务毛利率水平保持稳定态势。2020 年 1 季度利润下降幅度大于收入降幅主要是检测业务受疫情影响较大，支出相对刚性拉低了公司的利润率水平。

全国布局将继续发挥先发优势，保证市占率提升继续。公司全国布局使得公司能够及时有效地响应下游客户的问题，保证产品的使用效果。同时存货少，周转率快，运输费用较低。公司产品具备很高的性价比和综合竞争优势，一旦行业发生变化公司将受益变化最大。全国布局将使得公司具备先发优势，成为公司市占率提升的基础和保障。

大股东和员工参与定增，进一步激励员工深度参与公司发展。公司发布定增预案，大股东和员工均参与增发，持股期限为 36 个月，显现大股东和员工对于公司发展的信心，也让员工深度参与公司发展。

通过定增募集资金的方式投资建设重庆年产 26 万吨高性能混凝土外加剂建设项目和云南年产 28 万吨高性能混凝土外加剂建设项目，为公司集中度提供产能和资源基础。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 到 2022 年的营业收入为 42.6 亿元、57.53 亿元和 71.88 亿元，归属于母公司的净利润为 5.45 亿元、7.40 亿元和 9.27 亿元，对应的 EPS 分别为 0.79、1.07 和 1.34 元，对应的动态 PE 分别为 14 倍、10 倍和 8 倍，考虑到公司作为行业龙头，综合竞争优势突出，受疫情负面影响已经过去，全国布局进入市占率快速提升阶段，维持公司为“强烈推荐”的投资评级。

4. 风险提示

地产和基建增速不及预期、龙头企业产能投放进度不及预期、环保政策力度减弱。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司财报点评	苏博特（603916）2020 年一季报点评：产品力强大，基建和行业格局改善带来业绩高确定性	2020-04-28
公司财报点评	苏博特（603916）2019 年年报点评：产业链地位提升助推业绩高增和现金流大幅改善	2020-04-17
行业深度报告	混凝土减水剂行业深度报告：潮起双强立，风正一帆悬	2020-04-13
公司财报点评	垒知集团（002398）2019 年年报点评：议价能力提升，业绩高增长持续	2020-03-31
公司事件点评	垒知集团（002398）：定增助力全国布局，龙头集中度加速提升	2020-03-05
公司财报点评	垒知集团（002398）2019 年业绩快报点评：全国布局优势逐步显现	2020-02-27
公司深度报告	垒知集团（002398）深度报告：致高行远	2020-01-03
公司财报点评	苏博特（603916）2019 年三季度业绩预告点评：业绩持续提升，技术优势为增长奠定基石	2019-10-16
公司财报点评	苏博特（603916）2019 年半年报点评：行业集中度加速提升，公司扣非业绩增长显著	2019-08-28
公司深度报告	基础化工公司深度报告之苏博特：技术领先的混凝土外加剂龙头	2019-05-17
公司财报点评	苏博特（603916）2019 年一季报点评：混凝土外加剂龙头优势凸显，技术领先带动增长	2019-04-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 第 4，2015 年第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

研究助理简介

韩宇

应用经济学硕士，四川大学金属材料工程学士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事建材行业研究。

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研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。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，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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526