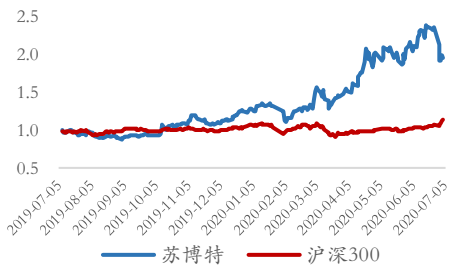
多因素驱动格局改善，新技术助力二次腾飞

投资评级：买入（首次）

报告日期：	2020-07-06
收盘价（元）	27.56
近 12 个月最高/最低（元）	31.96/11.92
总股本（百万股）	311
流通股本（百万股）	131
流通股比例（%）	42.20
总市值（亿元）	82
流通市值（亿元）	35

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：石林
执业证书号：S0010520060001
邮箱：shilin@hazq.com

相关报告

事件：公司发布 2020 年半年度业绩预增公告，预计 2020 年半年度归母净利润为 1.61 亿元到 1.74 亿元，同比增长 20%到 30%。

主要观点：

多因素驱动行业格局优化，下游出现积极变化

减水剂行业从需求端来看，受机制砂占比提升和混凝土原料成本因素影响，单方混凝土减水剂掺量明显提升，尤其聚羧酸减水剂近年需求增速远超下游增速。从集中度角度看，中小企业受资金压力和盈利能力影响，在龙头企业渠道下沉时难以与之竞争；同时行业不规范产能由于“退城入园”等政策将逐步淘汰。多重因素驱动行业迎来二次出清，格局进一步改善。

另外，我们认为减水剂行业下游已经出现一些值得关注的积极变化，其一是**大客户的集采趋势导致中小减水剂企业的中标难度提升**；其二是基建领域受多项政策催化，巨大的需求空间已被打开，**减水剂的市场空间天花板有望得到突破**。

疫情对公司影响相对较小，业绩受益基建板块高景气度

公司近半数营收来自于基建领域，施工进度和稳定性好于地产项目，在特殊时期抗风险能力较强。2020 年一季度，公司营收同比下降 9.03%，在三家减水剂龙头中降幅最小（垒知集团营收同比下降 25.21%，红墙股份营收同比下降 10.67%），且归母净利润同比实现逆势增长 1.19%。进入二季度以来，公司业务重回高增长轨道，发货量迅速提升且降价幅度有限。2020 年半年度公司实现归母净利润预增 20%-30%，据此计算 2020Q2 实现归母净利润同比增长 30.6%-47.1%，超出市场预期。

业绩前低后高，下半年有望再超预期

公司业绩呈现明显的前低后高特点，主要是由于季节性因素及新签订单多于下半年发货。2020 年，我们认为该趋势将更加明显，主要有两个原因：

1）今年上半年疫情的影响较大，尤其是一季度供需两端几乎停滞，而下半年国内疫情对相关下游领域的影响将逐步降至非常小，**需求边际改善的力度会显著大于往年**；

2）伴随多项政策利好出现，今年基建将有可观的增量需求，且大部分增量项目将从下半年开始逐步开工；地产方面，5 月份核心数据出现强势反弹，前期积压的需求已经开始释放。同时地产商 2020 年上半年资金压力较大，在复工复产全面推进的过程中，下半年或将加大推盘力度，使得开工端投资节奏加快。

综合来看，我们认为公司**下半年业绩环比增长的幅度将高于往年，表现有望再超预期。**

技术实力是公司核心壁垒，新材料和新技术带来巨大潜力

公司建有“高性能土木工程材料国家重点实验室”、“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等行业领先的科研平台，在技术人员储备和研发费用上均为业内之最。重大基建项目是公司的传统优势领域，仅今年年初至今，就有多项正在施工或已投入使用的国家重大工程项目中出现过公司的身影，包括深中通道、南京长江第五大桥、白鹤滩水电站等。我们注意到，公司在许多工程项目中扮演的角色已不只是外加剂供应商，而是针对项目实际需要，通过定制化功能性材料、工程技术攻关等方式全方位参与其中，发挥极为关键的作用。

我们认为公司凭借自身强大的技术实力，**正在从减水剂企业成长为综合性的新型土木工程技术和材料供应商。**随着未来数年我国基建领域掀起新一轮高潮，公司多项新材料和新技术的商业化前景潜力巨大，有望再造一个苏博特。

投资建议

我们认为行业格局改善叠加公司技术领先优势，业绩保持高速增长具有确定性。同时公司在费用端的改善将使净利率逐步与高毛利水平相匹配，进一步带来估值提升空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.47/6.11/7.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.44/1.97/2.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

环氧乙烷价格波动的风险；房地产及基建需求不及预期的风险；相关政策实施力度不及预期的风险。

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4031	5311	6336
收入同比(%)	42.78	21.91	31.75	19.30
归属母公司净利润	354	447	611	758
净利润同比(%)	122.02	19.31	37.82	24.71
毛利率(%)	45.44	42.25	41.50	41.50
ROE(%)	14.61	14.86	17.08	17.75
每股收益(元)	1.14	1.44	1.97	2.44
P/E	19.53	15.71	11.50	9.26
P/B	2.51	2.48	2.06	1.70
EV/EBITDA	13	9	6	5

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 行业格局加速改善，下游出现积极变化 5

1.1 需求仍有提升空间，行业增速显著高于下游 5
1.2 多重因素驱动行业二次出清，集中度快速提升 5
1.3 下游出现积极变化，龙头企业充分受益 7

2 技术是核心壁垒，公司将充分分享基建红利 7

2.1 疫情对公司影响相对较小，业绩受益基建板块高景气度 7
2.2 业绩前低后高，下半年有望再超预期 8
2.3 新材料和新技术潜力巨大，有望再造一个苏博特 9

3 盈利预测与投资建议 12

3.1 公司分业务盈利预测 12
3.2 投资建议 12

4 风险提示 12

财务报表与盈利预测 13

图表目录

图表 1 减水剂市场规模测算.....5
图表 2 国家关于“退城入园”的部分重点政策.....6
图表 3 2016 年-2018 年我国聚羧酸减水剂企业前 5 强（按市占率）.....6
图表 4 2020Q1 环氧乙烷出现了较大幅度的降价.....7
图表 5 三家减水剂龙头企业营收增长情况.....8
图表 6 三家减水剂龙头企业归母净利润增长情况.....8
图表 7 基建投资累计同比增速.....9
图表 8 房地产开发投资累计同比增速.....9
图表 9 公司营业收入分布情况.....9
图表 10 公司归母净利润分布情况.....9
图表 11 公司拥有强大的科研平台和团队.....10
图表 12 公司聚羧酸减水剂均价高于竞争对手.....10
图表 13 公司萘系减水剂均价高于竞争对手.....10
图表 14 今年以来公司全方位参与过的重大基建项目情况.....11
图表 15 公司收入历史、预测拆分.....12

1 行业格局加速改善，下游出现积极变化

1.1 需求仍有提升空间，行业增速显著高于下游

目前减水剂的下游需求主要受两个积极因素驱动，获得了总量上的提升：

1） 国家对天然砂石资源的限采政策逐渐趋严，机制砂渗透率迅速提升，在配制等量混凝土的情况下，机制砂会消耗更多的减水剂；

2） 水泥和砂石骨料作为混凝土中成本占比最高的原材料，价格处在上升通道，因此客户从成本角度考虑倾向于使用更多的减水剂来减少其他原材料用量。

我们认为从 2018 年至今，上述两个驱动因素对减水剂需求带来的提升已大部分反映，但中短期内仍有进一步的提升空间。据此，我们对减水剂的市场空间进行了测算。

关键假设如下：

1） 已知 2018 年商品（预拌）混凝土产量 25.47 亿立方米，假设商品混凝土 2018 年占比为 60%，现拌混凝土占 40%，且商品混凝土的渗透率呈逐年提升趋势；

2） 结合近年行业情况，假设混凝土总产量（商品+现拌）增速为 5%；

3） 减水剂主要是商品混凝土使用，假设现拌混凝土不使用减水剂；

4） 此前每方混凝土使用减水剂为 7 公斤左右，受前述因素影响，假设减水剂单方用量逐年提升至 8.5 公斤；

5） 高性能减水剂（聚羧酸系）渗透率逐年提升至 90%左右，其余为高效减水剂（萘系等）。

图表 1 减水剂市场规模测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
混凝土总产量（亿立方米）	42.45	44.57	46.80	49.14	51.60
减水剂单方用量（公斤）	7	8	8	8.5	8.5
商品混凝土占比	60%	65%	65%	70%	70%
现拌混凝土占比	40%	35%	35%	30%	30%
减水剂需求总量（万吨）	1783	2318	2434	2924	3070
高性能减水剂占比	80%	85%	85%	90%	90%
高性能减水剂均价（元/吨）	2300	2300	2300	2300	2300
高效减水剂占比	20%	15%	15%	10%	10%
高效减水剂均价（元/吨）	1800	1800	1800	1800	1800
减水剂市场空间总计（亿元）	392	516	541	658	691

资料来源：中国混凝土网，中国混凝土协会，华安证券研究所

根据测算可知，在渗透率和单方用量等指标的影响下，减水剂市场空间的增速（20%-30%）实际上显著高于下游混凝土行业的增速，其中高性能减水剂的增速更高。

1.2 多重因素驱动行业二次出清，集中度快速提升

根据中国混凝土网的数据以及与业内公司的交流，我们了解到，在 2015-2016 年，由于此前行业低迷期带来的影响，我国外加剂企业经历了第一次初步洗牌，中小企业大量倒闭或关停。在余下的外加剂企业中，保守估计仍有超过半数的企业不具备合成能力、仅通过外购母液的方式进行简单复配后将其出售，行业内真正具备较大规模合成能力，尤其是聚羧酸减水剂母液合成能力的企业占比非常小。

在行业需求有支撑的情况下，预计减水剂行业将迎来第二次中小企业出清时期，主要因素有三个：

1）减水剂行业账期较长，本身对企业会形成较大的资金压力，因此较高的毛利水平是支撑企业生存发展的重要因素。对于只做外购母液复配的中小企业，毛利水平仅

20%左右，在龙头企业渠道下沉且母液不降价的情况下，生存环境将进一步受到挤压。因此不具备合成能力的外加剂企业将最先被淘汰；

2）一方面国家对混凝土性能要求提高，另一方面基建重启的大背景下工程类业务增多，对减水剂定制化程度也相应提高。技术领先的减水剂产品能够做到在实现更优混凝土性能的前提下掺量更少，客户也将更加青睐此类产品。因此，具备技术优势的外加剂龙头企业将更加受益；

3）当前环保政策不断趋严，从减水剂行业来看，主要的两个生产环节合成与复配都有入园要求。对于中小外加剂企业，其生产基地严格执行了入园程序的少之又少，未来面临的只有两个结果：要么被迫关停，要么承担额外的环保成本，导致利润空间被进一步压缩。在此背景下，又会有一批中小外加剂企业选择离开这个行业。

图表 2 国家关于“退城入园”的部分重点政策

时间	相关政策	具体内容
2011 年	《国务院关于坚持科学发展安全发展促进安全生产形势持续稳定好转的意见》	“严格危险化学品安全管理。全面开展危险化学品安全管理现状普查评估，建立危险化学品安全管理信息系统。科学规划化工园区，优化化工企业布局，严格控制城镇涉及危险化学品的建设项目。各地区要积极研究制定鼓励支持政策，加快城区高风险危险化学品生产、储存企业搬迁。”
2014 年	《国务院办公厅关于推进城区老工业区搬迁改造的指导意见》	“合理选择搬迁企业承接地。根据搬迁企业的产业类型、发展方向等条件，引导企业向具备条件的经济技术开发区、高新技术产业开发区等园区搬迁，推动产业集聚发展。冶金、化工、造纸、危险品生产和储运等环境风险较大的搬迁企业，必须迁入依法设立、环境保护基础设施齐全并经规划环境影响评价的产业园区。”
2015 年	《国务院关于印发水污染防治行动计划的通知》	“推动污染企业退出。城市建成区内现有钢铁、有色金属、造纸、印染、原料药制造、化工等污染较重的企业应有序搬迁改造或依法关闭。”
2016 年	《国务院关于印发土壤污染防治行动计划的通知》	“切实加大保护力度。……防控企业污染。严格控制在优先保护类耕地集中区域新建有色金属冶炼、石油加工、化工、焦化、电镀、制革等行业企业，现有相关行业企业要采用新技术、新工艺，加快提标升级改造步伐。”
2016 年	《国务院办公厅关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	“产业布局趋于合理。全面启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作。新建炼化项目全部进入石化基地，新建化工项目全部进入化工园区，形成一批具有国际竞争力的大型企业集团和化工园区。”

资料来源：各部委官方网站，华安证券研究所

根据中国混凝土网统计的数据，我国聚羧酸减水剂行业 CR3 由 2016 的 8.99%提升至 2018 年的 12.50%；CR10 由 2016 年的 17.43%提升至 2018 年的 19.37%。对比 2017 年到 2018 年外加剂行业市占率前三的企业可以发现，混凝土外加剂市场显现出向龙头企业集中的态势，可以预见未来混凝土外加剂行业的集中度将持续提升。

图表 3 2016 年-2018 年我国聚羧酸减水剂企业前 5 强（按市占率）

2016 年		2017 年		2018 年	
江苏苏博特	4.36%	江苏苏博特	4.22%	江苏苏博特	5.48%
科之杰集团	2.97%	科之杰集团	3.53%	科之杰集团	5.39%
安徽中铁	1.66%	广东红墙	1.39%	广东红墙	1.63%
广东红墙	1.34%	长安育才	1.21%	贵州石博士	1.12%
华伟银凯	1.33%	安徽中铁	1.19%	长安育才	1.11%

资料来源：中国混凝土网，华安证券研究所

1.3 下游出现积极变化，龙头企业充分受益

我们认为减水剂行业下游已经出现一些值得关注的积极变化，龙头企业有望进一步受益。其一是**大客户的集采趋势**，这一点与后端建材供应商所面临的商业模式变化较为类似，但对于减水剂来说，实施集采的客户更多集中在基建领域。但无论客户类型如何，集采模式对于供应商产品性能、规模、资质等的高标准严要求都是相似的。未来在大型基建项目乃至地产项目中，中小减水剂企业的中标难度将会提升。

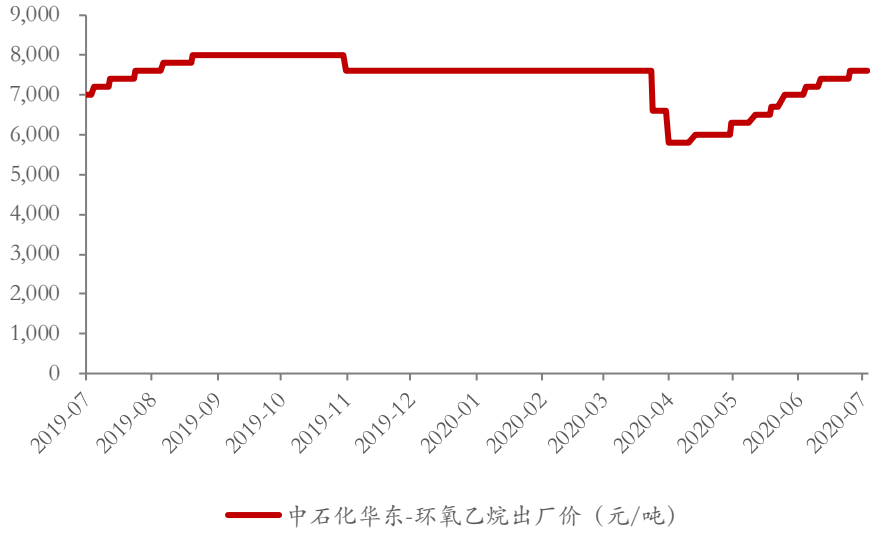
其二是**基建领域巨大的需求空间已被打开**。前文已有相关分析，基建在 2020 年的亮眼表现不仅在于一季度的率先复工，还在于外部环境变化催生的各项政策对中长期基建投资需求的促进。这些政策包括但不限于土地要素市场化改革、专项债加码、REITs 试点、旧改、西部大开发等，政策对基建的加码将在中长期持续显现积极效果，减水剂的下游需求也将得到有力支撑。

2 技术是核心壁垒，公司将充分分享基建红利

2.1 疫情对公司影响相对较小，业绩受益基建板块高景气度

从 2020Q1 业绩来看，减水剂板块净利润下滑幅度较小，一方面基建需求回暖较早，另一方面行业受益主要原材料环氧乙烷价格低位运行。

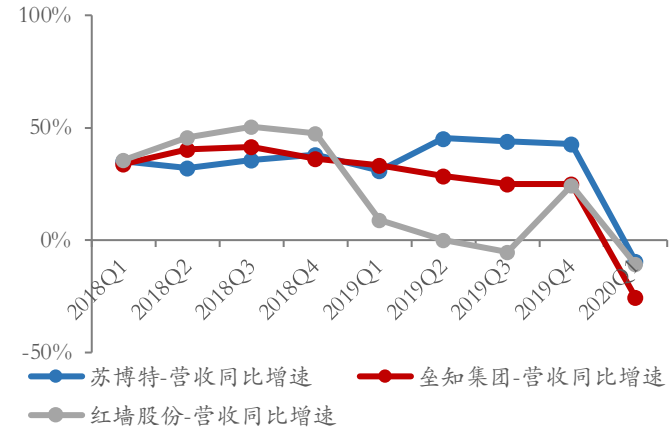
图表 4 2020Q1 环氧乙烷出现了较大幅度的降价



资料来源：wind，华安证券研究所

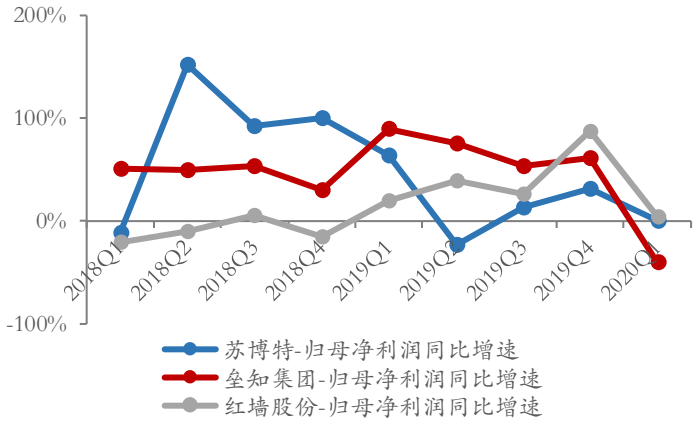
公司近半数营收来自于基建领域，施工进度和稳定性好于地产项目，在特殊时期抗风险能力较强。2020 年一季度，公司营收同比下降 9.03%，在三家减水剂龙头中降幅最小（垒知集团营收同比下降 25.21%，红墙股份营收同比下降 10.67%），且归母净利润同比实现逆势增长 1.19%。

图表 5 三家减水剂龙头企业营收增长情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 三家减水剂龙头企业归母净利润增长情况



资料来源：wind，华安证券研究所

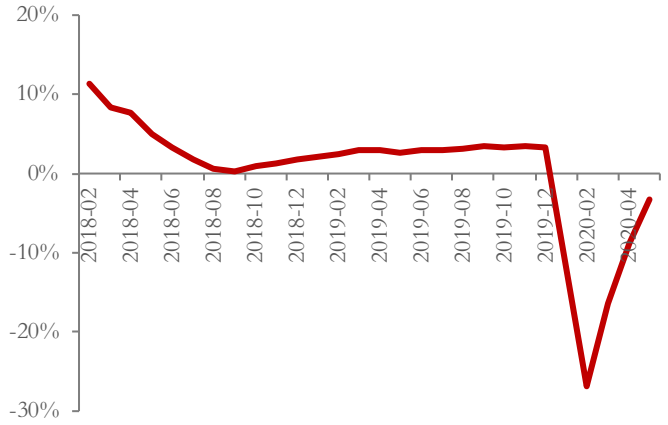
进入二季度以来，公司业务重回高增长轨道，发货量迅速提升且降价幅度有限。2020 年半年度公司实现归母净利润预增 20%-30%，据此计算 2020Q2 实现归母净利润同比增长 30.6%-47.1%，超出市场预期。

2.2 业绩前低后高，下半年有望再超预期

公司业绩呈现明显的前低后高特点，主要是由于季节性因素及新签订单多于下半年发货。2020 年，我们认为该趋势将更加明显，主要有两个原因：

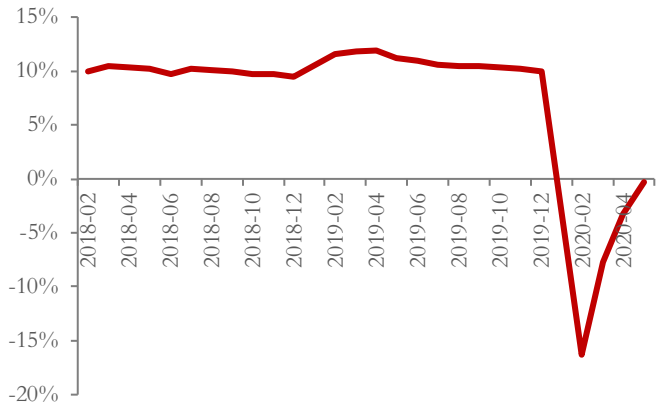
1）今年上半年疫情的影响较大，尤其是一季度供需两端几乎停滞，而下半年国内疫情对相关下游领域的影响将逐步降至非常小，需求边际改善的力度会显著大于往年；

图表 7 基建投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，华安证券研究所

图表 8 房地产开发投资累计同比增速

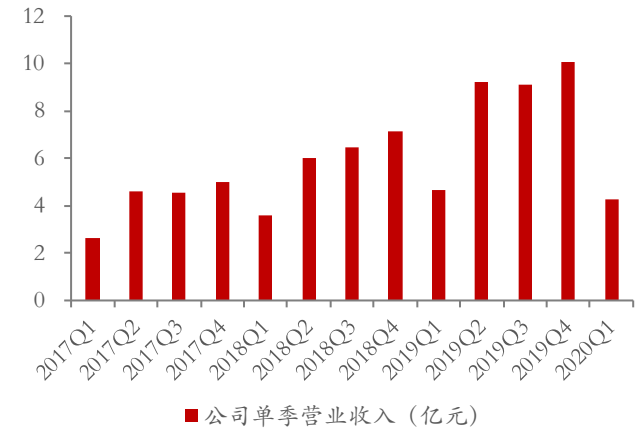


资料来源：国家统计局，华安证券研究所

2）伴随多项政策利好出现，今年基建将有可观的增量需求，且大部分增量项目将从下半年开始逐步开工；地产方面，5 月份核心数据出现强势反弹，前期积压的需求已经开始释放。同时地产商 2020 年上半年资金压力较大，在复工复产全面推进的过程中，下半年或将加大推盘力度，使得开工端投资节奏加快。

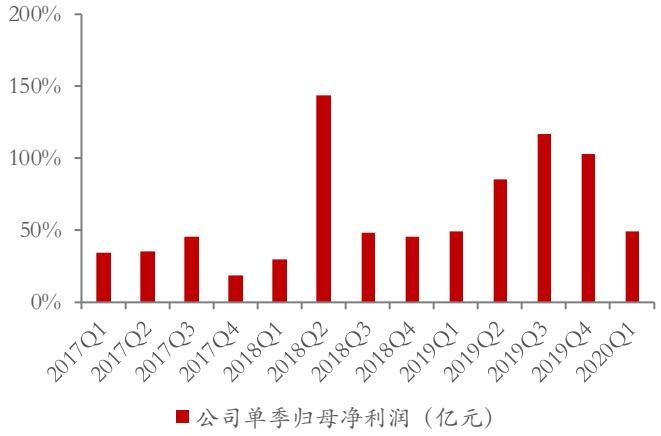
综合来看，我们认为公司下半年业绩环比增长的幅度将高于往年，表现有望再超预期。

图表 9 公司营业收入分布情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 10 公司归母净利润分布情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.3 新材料和新技术潜力巨大，有望再造一个苏博特

公司建有“高性能土木工程材料国家重点实验室”、“江苏省功能性聚醚工程技术研究中心”等行业领先的科研平台，在技术人员储备和研发费用上均为业内之最。

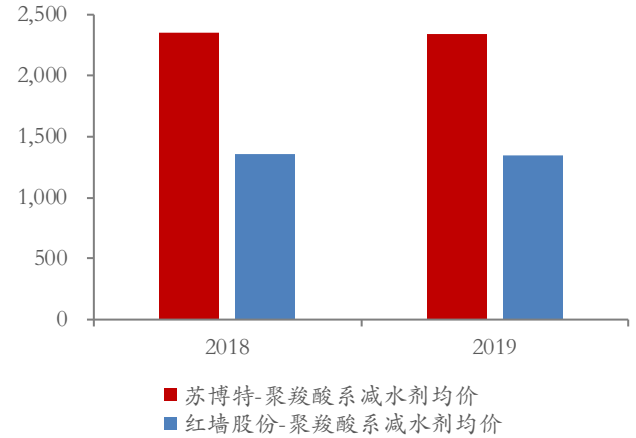
图表 11 公司拥有强大的科研平台和团队



资料来源：公司官网，华安证券研究所

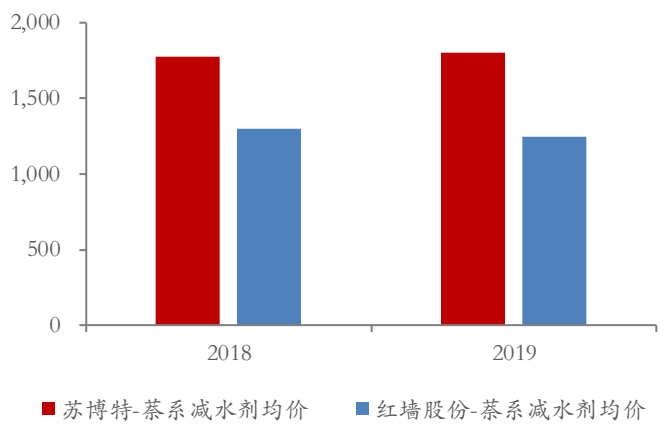
长期来看，技术上的领先优势才是龙头企业的核心竞争力。目前行业因需求格局和竞争格局的变化，尚处于大企业凭借规模优势和资金优势抢占小企业市场份额的阶段；而在龙头企业的市占率到达阶段性高点，而不可避免产生直接竞争的时候，由技术实力带来的产品和服务差异化将成为决定谁能脱颖而出的关键因素。公司产品性能多年来持续领先行业，因此也能够在多数时期保持相对较高的产品价格，降价幅度也比较有限。

图表 12 公司聚羧酸减水剂均价高于竞争对手



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 公司萘系减水剂均价高于竞争对手



资料来源：公司公告，华安证券研究所

重大基建项目是公司的传统优势领域，仅今年年初至今，就有多项正在施工或已投入使用的国家重大工程项目中出现过公司的身影，包括深中通道、南京长江第五大桥、白鹤滩水电站等。我们注意到，公司在许多工程项目中扮演的角色已不只是外加剂供应商，而是针对项目实际需要，通过定制化功能性材料、工程技术攻关等方式全方位参与其中，发挥极为关键的作用。

图表 14 今年以来公司全方位参与过的重大基建项目情况

项目名称	项目阶段	项目地位	面临的难题	公司参与的工作
常泰长江大桥	目前累计完成17000 余方水下混凝土的浇筑工作	长江上第一座集高速公路、普通公路、铁路“三位一体”功能于一身的跨江大桥，公铁两用斜拉桥的“世界第一跨”	因水深大、水流急、沉井井壁结构异常复杂，水下混凝土施工存在稳定性差、极易离析、浇筑不密实等问题	抗分散混凝土与自密实混凝土材料的设计与制备、灌注导管结构及其布置方式优化、灌注工艺参数设计等角度形成了成套技术方案
福能三川平海湾 F 区海上风电场	首桩灌浆施工顺利完成	我国商业化运行的功率最大的海上风电机组	浆体极易出现水下分散导致强度大幅度衰减以及流动性不足，对风机基础的长期运行安全带来严重隐患	采用公司多年科研攻关开发的 JGM®-SP 系列风机基础灌浆料，并提供专业化的系统解决方案
深中通道	首节沉管顺利从浅坞区横移至深坞区	国家“十三五”重大工程和粤港澳大湾区重要过江通道，建成后将有力推进大湾区城市群深度融合发展	在封闭隔仓里实现混凝土填充密实脱空小是一个世界性难题	公司技术团队经过 400 多次实验，从自密实混凝土配比设计、混凝土收缩控制、减水剂定制化生产及浇筑工艺设计优化等方面形成了成套技术方案
南京长江第五大桥	边跨合龙梁段顺利完成吊装	205 国道和 312 国道的过江通道，同时也是南京“高快速路系统”中绕城公路的重要组成部分	国际上超高性能混凝土不能使用粗骨料和必须蒸汽养护的技术难题	主梁桥面板采用公司研发的粗骨料 UHPC，降低桥面板厚度和延长了结构疲劳寿命
太湖隧道	工程主体结构混凝土浇筑已完成超过 40%并在部分区段实现回水	国内最长的湖底隧道项目，苏锡常南部高速公路常州至无锡段的关键性节点工程	裂缝及渗漏问题	公司课题组提出了成套技术方案，随后全程参与工程施工
山东肿瘤医院质子治疗中心	质子区已完成约 50%的混凝土浇筑工作	中国大陆首座真正意义上投入临床应用的质子医院	裂缝控制难度极高，难度等级丝毫不亚于核电工程	公司承担了相关课题研究工作，提出了成套技术方案并在实际工程中进行了应用
平南三桥	管内混凝土灌注工作全部结束	超越四川泸渝高速波司登大桥成为新的“拱桥世界第一跨”	在不良地质条件下修建大跨径钢管混凝土拱桥	全程参与了平南三桥的建设工作，最终在实际工程中采用了水泥水化速率调控技术，并研究采用了自密实、无收缩混凝土技术
白鹤滩水电站	启动基坑进水，标志着大坝已具备挡水度汛条件	仅次于三峡工程的世界第二大千万千瓦级巨型水电站	当地常年受大风天气的影响，混凝土浇筑后养护困难，容易因表面失水而引起开裂	公司减水剂产品很好地保证了水泥水化需要的水分，改善了混凝土抗渗透性
沪苏通长江公铁大桥	已开始正式运营	其主航道桥是我国乃至世界首座千米级公铁两用大型钢桁梁双塔斜拉桥	收缩开裂风险突出，是桥梁工程建设的国际性难题	公司科研团队参与了相关技术攻关项目，并在此基础上研发制备了低温升、高抗裂混凝土材料

资料来源：公司官网，华安证券研究所

我们认为公司凭借自身强大的技术实力，正在从减水剂企业成长为综合性的

新型土木工程技术和材料供应商。随着未来数年我国基建领域掀起新一轮高潮，公司多项新材料和新技术的商业化前景潜力巨大，有望再造一个苏博特。

3 盈利预测与投资建议

3.1 公司分业务盈利预测

图表 15 公司收入历史、预测拆分

单位：亿元		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
高性能减水剂						
营收		18.2	23.27	25.84	34.55	40.77
	同比增速	46.77%	27.86%	11.04%	33.70%	18.03%
毛利率		38.95%	45.00%	42.00%	42.00%	42.00%
高效减水剂						
营收		2.48	2.82	3.20	4.01	4.81
	同比增速	-16.22%	13.71%	13.62%	25.00%	20.00%
毛利率		25.14%	30.00%	25.00%	25.00%	25.00%
功能性材料						
营收		2.43	3.67	5.51	7.60	9.50
	同比增速	74.82%	51.03%	50.14%	37.93%	25.00%
毛利率		38.04%	41.00%	40.00%	40.00%	40.00%
其他业务						
营收		0.04	0.2	0.40	0.80	1.20
	同比增速	0.00%	400.00%	100.00%	100.00%	50.00%
毛利率		44.21%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
检测业务						
营收			3.11	5.36	6.17	7.09
	同比增速			72.50%	15.00%	15.00%
毛利率		48.53%	55.00%	50.00%	50.00%	50.00%
总计						
营收		23.15	33.07	40.32	53.12	63.37
	同比增速	37.88%	42.85%	21.91%	31.75%	19.30%
毛利率		37.37%	44.19%	41.42%	41.33%	41.27%
归母净利润		2.69	3.54	4.47	6.11	7.58
	同比增速	100.75%	31.47%	26.31%	36.89%	23.90%
净利率		11.62%	10.69%	11.08%	11.51%	11.96%

资料来源：公司公告，华安证券研究所预测

3.2 投资建议

我们认为行业格局改善叠加公司技术领先优势，业绩保持高速增长具有确定性。同时公司在费用端的改善将使净利率逐步与高毛利水平相匹配，进一步带来估值提升空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.47/6.11/7.58 亿元，对应 EPS 分别为 1.44/1.97/2.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4 风险提示

环氧乙烷价格波动的风险；房地产及基建需求不及预期的风险；相关政策实施力度不及预期的风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3235	3034	3910	4679
现金	507	166	528	565
应收账款	2392	3007	3795	4229
其他应收款	48	56	80	82
预付账款	84	140	156	198
存货	187	303	341	435
其他流动资产	17	17	17	17
非流动资产	1773	1931	2164	2273
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1188	1313	1510	1593
无形资产	210	228	229	230
其他非流动资	376	390	425	450
资产总计	5008	5621	7081	7798
流动负债	2257	2388	3226	3169
短期借款	870	1200	1400	1400
应付账款	523	576	697	847
其他流动负债	864	612	1129	923
非流动负债	122	122	117	114
长期借款	26	25	21	17
其他非流动负	96	96	96	96
负债合计	2380	2510	3303	3195
少数股东权益	237	273	323	384
股本	311	311	311	311
资本公积	1071	1071	1071	1071
留存收益	1044	1439	1949	2627
归属母公司股	2391	2839	3415	4131
负债和股东权	5008	5621	7081	7798

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	645	-331	620	366
净利润	384	484	660	820
折旧摊销	114	125	148	142
财务费用	58	60	78	80
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	107	-999	-267	-676
其他经营现金	-18	0	0	0
投资活动现金	-594	-280	-378	-246
资本支出	484	158	233	109
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	-109	-122	-144	-137
筹资活动现金	-5	271	120	-83
短期借款	45	330	200	0
长期借款	26	-3	-2	-4
普通股增加	1	0	0	0
资本公积增加	13	0	0	0
其他筹资现金	-76	-56	-78	-80
现金净增加额	46	-340	362	36

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3307	4031	5311	6336
营业成本	1804	2280	2998	3610
营业税金及附加	31	40	53	63
销售费用	586	685	876	1014
管理费用	186	202	266	285
财务费用	58	60	78	80
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	464	583	801	993
营业外收入	0	4	4	4
营业外支出	4	3	3	3
利润总额	460	585	802	994
所得税	76	101	141	174
净利润	384	484	660	820
少数股东损益	30	36	50	61
归属母公司净利润	354	447	611	758
EBITDA	613	763	1019	1205
EPS（元）	1.14	1.44	1.97	2.44

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	42.78%	21.91%	31.75%	19.30%
营业利润	122.02%	25.82%	37.26%	23.99%
归属于母公司净利	32.01%	26.27%	36.55%	24.10%
获利能力				
毛利率(%)	45.44%	43.44%	43.55%	43.03%
净利率(%)	10.72%	10.72%	11.10%	11.50%
ROE(%)	14.61%	15.54%	17.67%	18.15%
ROIC(%)	14.75%	13.39%	16.47%	17.43%
偿债能力				
资产负债率(%)	47.52%	44.59%	46.64%	40.97%
净负债比率(%)	34.11%	39.43%	38.11%	31.48%
流动比率	1.43	1.55	1.54	1.79
速动比率	1.31	1.35	1.38	1.58
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.76	0.84	0.85
应收账款周转率	1.63	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	4.08	0.00	0.00	0.00
每股指标（元）				
每股收益(最新摊	1.14	1.44	1.97	2.44
每股经营现金流	2.08	-1.07	2.00	1.18
每股净资产(最新	8.46	10.02	12.03	14.54
估值比率				
P/E	19.53	15.70	11.50	9.27
P/B	2.51	2.48	2.06	1.70
EV/EBITDA	12.64	11.08	8.18	6.94

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

石林，CFA，马里兰大学金融学硕士，四年投资研究经验。2020 年加入华安证券，任建筑建材行业分析师。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。