

苏博特 (603916)

证券研究报告

2022 年 07 月 24 日

短期受益于基建弹性，中长期新材料提供成长性

减水剂主业稳步增长，新材料开始发力

我们认为随着公司产能投放+渗透率提升，减水剂主业有望保持平稳增长，下半年行业β好转或将推动公司基本面和估值修复，而中长期功能性材料、高分子卷材等业务成长空间更大，估值中枢有望逐步抬升。维持 22-24 年净利润预测 6.57/7.94/9.35 亿元，目标价 29.64 元（对应 22 年 19 倍目标 PE），维持“买入”评级。

下半年行业β有望好转，公司盈利α优势明显

我们认为下半年地产或呈弱复苏态势，而基建投资有望进一步发力，其中重大水利、新能源基建、交通相关项目或是主要方向，公司在重点工程中中标率更高，总量优势明显，背后是人才（拥有 2 名院士，300 余位硕、博士）和技术（应对复杂工程经验更足）硬实力支撑，公司重点工程收入占比约 40%，有望充分受益于基建投资提速。供给端，近几年行业集中度在持续提升，CR3 由 15 年的 9.2% 提升到 21 年的 18.7%，其中苏博特提升 3.6pct 达 7.7%，21 年居行业第一。20 年/21 泰兴/大英基地相继投产，产能实现翻倍增长，未来广东江门、连云港基地投产，将支撑主业市占率继续提升。我们判断 22 年行业价格竞争有望趋缓，21Q3 以来受益于产品提价+环氧乙烷价格稳定，公司毛利率已进入上行通道，且相比同行优势明显，未来在费用端若继续优化，盈利能力还有进一步提升的空间。

功能性材料、高分子卷材业务打开长期成长空间

公司功能性材料主要用于重点交通工程、新能源基础设施建设等。公司 20/21 年功能性材料产能分别为 23/40 万吨，江苏句容产能建成后将再增 37 万吨，17-21 年收入 CAGR 达 41%，远超减水剂的 25%。我们认为以海上风电为代表的新能源等领域需求成长性更好，测算十四五期间海上风电灌浆料新增需求将达到 32.5 亿元，若公司市占率达到 50% 则对应 16 亿收入，公司已打破国外品牌垄断，未来有望逐步实现国产替代。另外公司拟投资 1.2 亿元，用于 1000 万平米/年高分子防水卷材产能建设，开始从“刚性防水”向“柔性防水”延伸，有助于完善公司整体的业务布局，打开新的成长空间。

股价复盘：弹性高于周期股，新材料属性或逐步被认可

过去市场在大多数时间仍在按照传统周期股来对公司进行定价，但相比传统水泥股，苏博特股价弹性更高，11 月受海上风电装机扩容事件催化，股价大幅上涨，反映出了市场对苏博特在海上风电灌浆料方面竞争力与发展前景的认可。后续来看，我们认为基建发力+地产复苏有望共同驱动公司基本面改善，估值或迎来修复，而中长期随着功能性材料收入占比的提升，新材料属性或逐步被市场认可，估值中枢有望抬升，继续看好公司中长期投资价值。

风险提示：产能投放不及预期，需求下滑，原材料价格上涨，测算偏差等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,652.25	4,521.84	5,453.40	6,418.86	7,466.36
增长率(%)	10.45	23.81	20.60	17.70	16.32
EBITDA(百万元)	953.80	1,126.62	1,101.83	1,294.03	1,491.26
净利润(百万元)	440.77	532.82	657.01	793.99	934.68
增长率(%)	24.40	20.88	23.31	20.85	17.72
EPS(元/股)	1.05	1.27	1.56	1.89	2.22
市盈率(P/E)	20.20	16.71	13.55	11.21	9.52
市净率(P/B)	2.57	2.26	2.03	1.80	1.58
市销率(P/S)	2.44	1.97	1.63	1.39	1.19
EV/EBITDA	8.39	9.70	7.75	6.05	5.07

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	20 元
目标价格	29.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	420.31
流通 A 股股本(百万股)	418.54
A 股总市值(百万元)	8,406.18
流通 A 股市值(百万元)	8,370.90
每股净资产(元)	9.53
资产负债率(%)	40.53
一年内最高/最低(元)	29.31/16.18

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《苏博特-季报点评:Q1 利润稳中有增，龙头竞争力彰显》 2022-04-29
- 2 《苏博特-年报点评报告:净利率体现强 α，继续看好公司成长性》 2022-04-16
- 3 《苏博特-公司点评:减水剂/功能性材料皆有潜力，继续看好公司成长性》 2022-01-05

内容目录

1. 需求：地产出现拐点，基建下半年弹性高	3
2. 供给：产能扩张支撑主业增长，集中度提升逻辑持续兑现	4
3. 盈利：近半年毛利率明显高于同行，费用率有优化空间	6
4. 功能性材料、高分子卷材业务贡献中长期成长性	8
5. 股价复盘：弹性高于周期股，新材料属性或逐步被认可	10
6. 风险提示	11

图表目录

图 1：房地产土地购置面积累计同比增速	3
图 2：房地产新开工面积累计同比增速	3
图 3：房地产销售面积累计同比增速	3
图 4：30 大中城市商品房成交面积当月同比	3
图 5：房地产投资、基础设施建设投资同比增速	4
图 6：各减水剂公司 21 年员工学历构成（人员/占比）	4
图 7：苏博特下游需求分布	4
图 8：苏博特减水剂销量及同比增速	5
图 9：苏博特减水剂产能情况	5
图 10：苏博特高性能减水剂价格及同比增速	6
图 11：减水剂企业单季度毛利率	6
图 12：环氧乙烷价格（国内）	6
图 13：减水剂公司期间费用率比较	7
图 14：2021 年苏博特 vs 垒知集团销售费用率	7
图 15：2021 年苏博特 vs 垒知集团管理费用率	7
图 16：公司功能性材料收入及同比增速	8
图 17：公司各业务收入占比	8
图 18：我国海上风电装机规模	9
图 19：21 年以来苏博特走势复盘	10
表 1：2015-2021 年聚羧酸减水剂供给格局演变	5
表 2：苏博特功能性材料产能情况	8
表 3：可比公司估值表	10

1. 需求：地产出现拐点，基建下半年弹性高

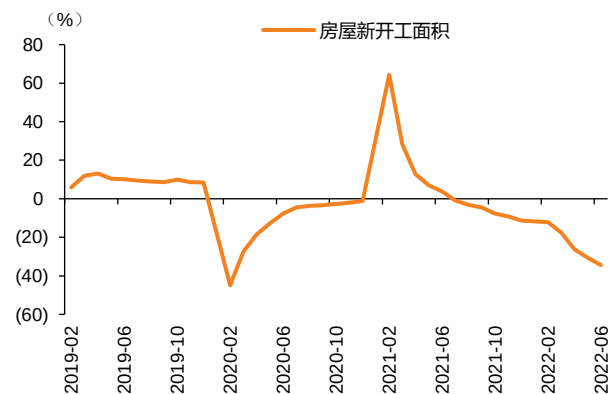
5、6月单月地产销售面积降幅收窄，基本面底部或已出现。21年Q4开始地产政策出现放松迹象，12月政治局会议指出满足合理住房需求，确立本轮地产周期的政策底，2022年初多地密集出台因城施策政策，3月金融委会议提出要重视房地产风险化解，二季度央地政策协同发力（放松限购、下调首套房贷利率、5年期LPR利率下降等），1-5月销售/土地购置/新开工面积同比-23.6%/-45.7%/-30.6%，单月同比-31.8%/-43.1%/-41.9%，降幅均有一定收窄，我们判断总体上与疫情缓解、基数降低和需求缓慢改善有关，后续销售和新开工均将迎来低基数期。6月地产销售面积同比下降18.3%，延续回暖态势，我们认为基本面底部或已出现，7月30大中城市商品房成交面积降幅虽然再次下探，但我们认为下半年大方向上仍然会延续弱复苏的发展趋势，地产链建材后续发货端有望迎来逐步改善。

图 1：房地产土地购置面积累计同比增速



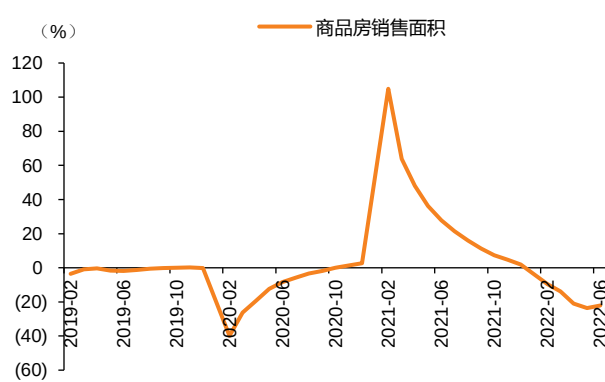
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：房地产新开工面积累计同比增速



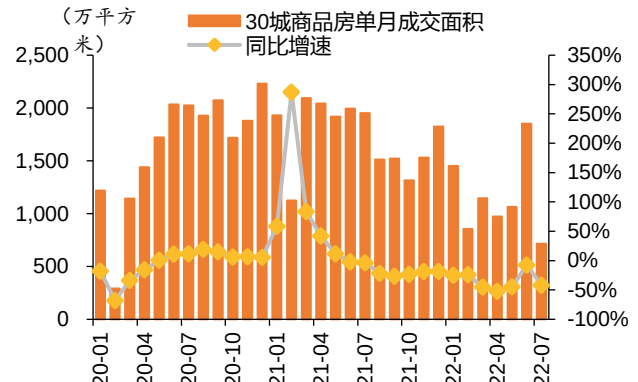
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 3：房地产销售面积累计同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

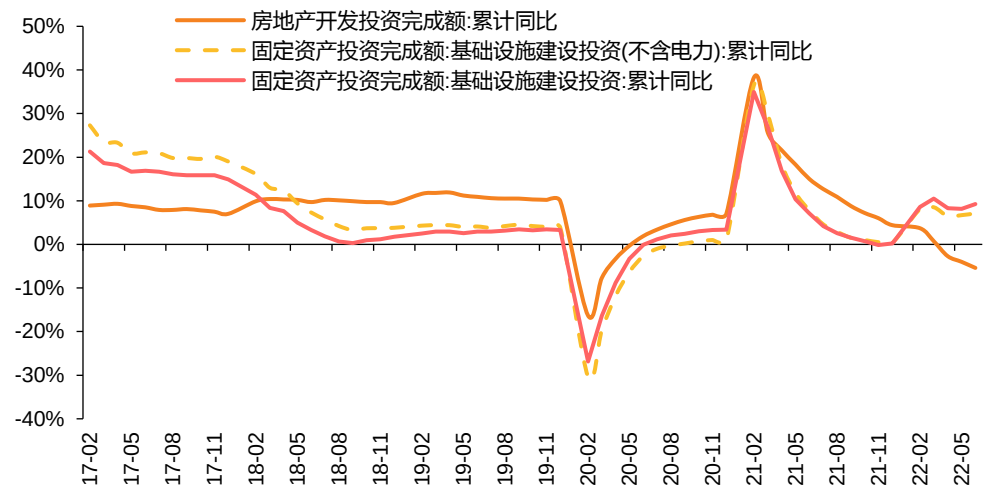
图 4：30 大中城市商品房成交面积当月同比



资料来源：Wind、天风证券研究所

下半年基建有望迎来政策兑现期。22年以来，政策端多次强调“适度超前开展基础设施投资”、“发挥有效投资”，稳增长相关政策不断发力，22年1-6月狭义基建/广义基建同比分别+7.1%/+9.3%，6月单月狭义基建/广义基建同比分别+8.2%/+12%（增速环比+0.9/+4.1pct），广义基建单月实现两位数增速，我们认为Q3后基建进入由政策落地带来的基本面兑现期，考虑到专项债8月底前基本使用到位，后续或将由政府特殊金融工具、政府性基金收入和支出结余等接力，下半年基建在低基数的基础上或仍保持较高弹性。从结构来看，重大水利、新能源基建（抽水蓄能、风光水电等）、交通相关项目成为发力主要方向。

图 5：房地产投资、基础设施建设投资同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司下游需求中工程占比约 40%，有望充分受益于下半年基建高弹性。重点工程项目周期长，难度大，因此对减水剂的品牌、服务和产品要求更高。苏博特已和中铁、中交、中核、三峡等央企各局深化战略合作关系，全面参与了川藏铁路、深中通道、广东风电、常泰大桥等重点工程，中标率更高，总量优势明显，其背后是研发优势支撑。公司是拥有两名院士的减水剂上市公司，董事长缪昌文院士、董事刘加平院士分别担任国家重点实验室首席科学家和主任，除此之外，公司还拥有博士或硕士学位人员 300 余人，硬实力明显优于同行。从需求结构来看，公司在工程领域收入占比达 40%，有望充分受益于下半年基建高弹性，而剩余 60%主要以房地产项目为主，地产基本面的改善也将带动公司民用端需求好转。

图 6：各减水剂公司 21 年员工学历构成（人员/占比）

	苏博特		垒知集团		红墙股份	
博士	29	1.0%	5	0.2%	0	0
硕士	356	12.7%	172	5.9%	0	0
本科	1100	39.1%	1506	51.4%	215	25.4%
专科	487	17.3%	612	20.9%	220	26.0%
其他学历	842	29.9%	637	21.7%	410	48.5%

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：苏博特下游需求分布



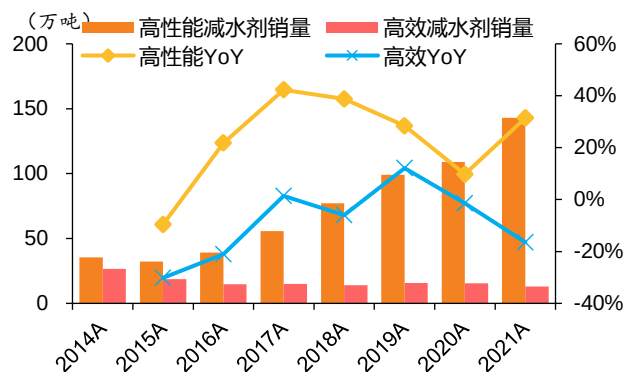
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 供给：产能扩张支撑主业增长，集中度提升逻辑持续兑现

产能投放加快，全国化布局基本形成。公司目前已在江苏、天津、新疆、四川等多地拥有生产基地，近几年产能加快投放，泰兴基地 20 年投产，产品除面向华东本地之外，还可辐射华中及华南等其他地区，大英基地 21 年投产，填补了西南地区合成基地的空白，21 年底高性能减水剂合成产能达 61 万吨，较 20 年几乎实现翻倍增长，公司目前规划的还有

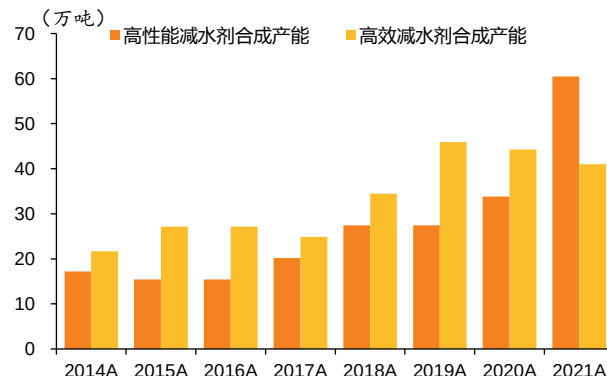
广东江门以及连云港项目，其中广东江门基地包括 10 万吨聚羧酸系高性能减水剂母液、27 万吨聚羧酸系高性能减水剂成品、6 万吨速凝剂、1 万吨阻锈剂，有望于今年下半年投产，江门基地投产后公司全国布局将基本形成，及时响应与交付能力得到提升，在华南地区市占率也有望快速提升，另外公司拟在连云港徐圩新区投资建设年产 80 万吨建筑用化学功能性新材料项目（其中聚醚产能 30 万吨，高性能减水剂成品产能预计 50 万吨），支撑减水剂主业持续增长。

图 8：苏博特减水剂销量及同比增速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 9：苏博特减水剂产能情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

行业集中度持续提升，苏博特 21 年市占率位居行业第一。过去几年行业集中度在持续提升，行业 CR10 市占率由 2015 年的 15% 提升到 21 年的 29%，CR3 由 9.2% 提升到 18.7%，可以看出头部三家上市公司的份额增长更快。2021 年我们预计苏博特市占率约为 7.7%，相较于 2015 年提升 3.6pct，未来我们认为行业集中度的提升趋势仍然可能延续，且有可能加快：一是未来工程端需求前景要好于民用地产业，而小企业由于产品力较弱，在工程领域和大企业 pk 处于弱势；二是随着苏博特产能布局的完善，响应能力明显提升，在空白领域民用端市场逐渐抢占小企业份额，且 21 年以来受整个地产行业资金短缺和大宗商品涨价影响，下游客户对成本更加看重，苏博特的优势将进一步发挥。

表 1：2015-2021 年聚羧酸减水剂供给格局演变

2015			2017			2019			2021		
公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率
苏博特	25.5	4.1%	科之杰 (垒知)	38.2	5.3%	科之杰 (垒知)	75.0	6.6%	江苏苏博特	104.5	7.7%
科之杰 (垒知)	20.3	3.3%	苏博特	36.7	5.1%	江苏苏博特	74.0	6.5%	科之杰 (垒知)	99.0	7.3%
长安育才	11.6	1.9%	广东红墙	10.7	1.5%	广东红墙	32.0	2.8%	广东红墙	51.5	3.8%
广东红墙	7.9	1.3%	山西凯迪	9.8	1.4%	长安育才	19.4	1.7%	安徽中铁	32.6	2.4%
贵阳绿洲苑	6.4	1.0%	长安育才	9.8	1.4%	安徽中铁	18.2	1.6%	中建新材	26.8	2.0%
华伟银凯	5.4	0.9%	山西康特尔	9.2	1.3%	贵州石博士	13.4	1.2%	长安育才	22.7	1.7%
深圳五山	5.0	0.8%	安徽中铁	9.1	1.3%	华伟银凯	10.9	1.0%	江苏奥莱特	18.0	1.3%

山西凯迪	4.3	0.7%	华伟银凯	7.9	1.1%	广东瑞安	9.5	0.8%	贵州石博士	14.4	1.1%
广东瑞安	3.9	0.6%	广东瑞安	7.5	1.0%	江苏奥莱特	9.4	0.8%	山西铁力	12.0	0.9%
武汉苏博	3.2	0.5%	深圳五山	4.8	0.7%	重庆三圣	9.3	0.8%	江苏超力	10.8	0.8%
CR3		9.2%	CR3		11.8%	CR3		15.9%	CR3		18.7%
CR10		15.0%	CR10		19.9%	CR10		23.9%	CR10		28.8%

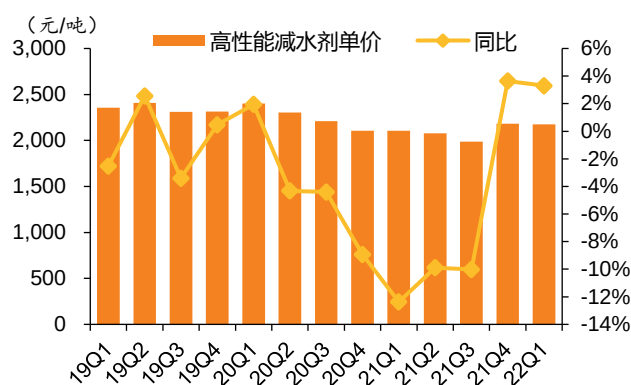
资料来源：中国混凝土网、《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》，王玲等、天风证券研究所

注：2021 年行业总量由 2019 年数据推算（假设混凝土中减水剂单位掺量不变）

3. 盈利：近半年毛利率明显高于同行，费用率有优化空间

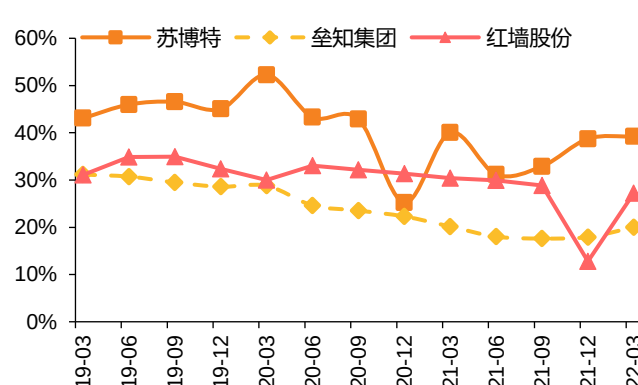
提价带动毛利率恢复，产业链一体化优势明显。21 年公司产品价格自年初开始逐季下降，我们认为主要因行业竞争加剧，但 Q3 能耗双控导致原材料价格快速上涨，公司于 9 月份对产品进行提价，Q4 开始提价效果逐渐显现，高性能减水剂售价环比上涨 10%，22 年年初继续维持高位，Q1 价格同比高 3%，带动毛利率自 21Q4 开始明显上涨，我们判断全年价格有望保持稳定；而成本端来看，7 月初环氧乙烷市场价 7550 元/吨，年同比高 650 元/吨，涨幅有限，后续波动较 21 年预计会有所减弱，且公司环氧乙烷-聚醚-减水剂的一体化产业链也使得原材料价格波动对公司影响更小，公司 22Q1 毛利率为 39.2%，相比来看，垒知集团和红墙股份分别位 20.0%和 27.2%，苏博特盈利能力优势明显。

图 10：苏博特高性能减水剂价格及同比增速



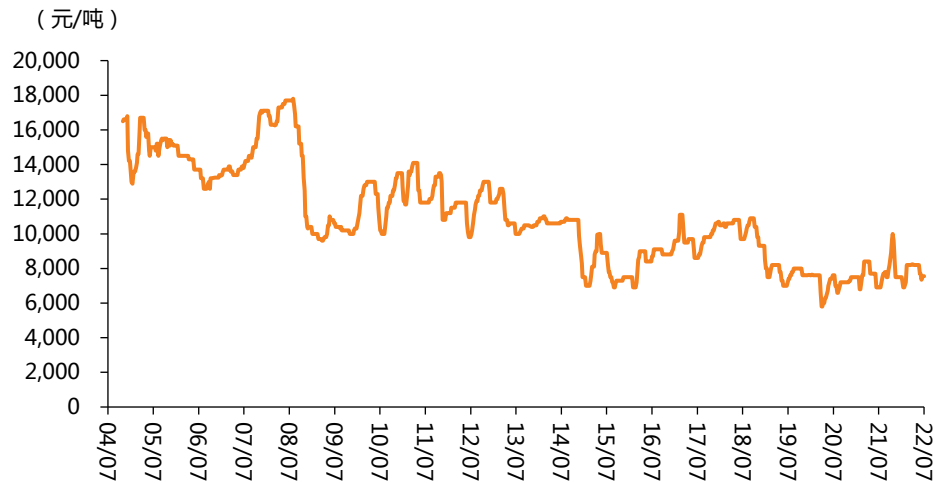
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 11：减水剂企业单季度毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

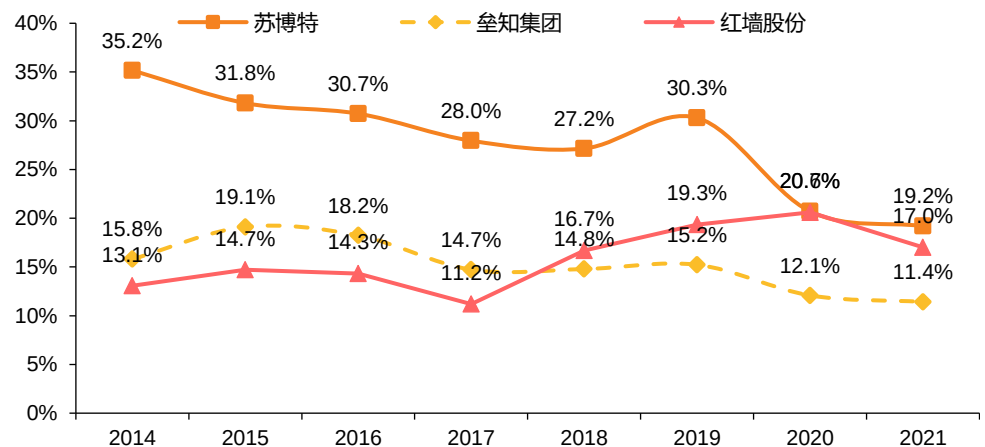
图 12：环氧乙烷价格（国内）



资料来源: Wind、天风证券研究所

费用率高于同行，优化空间大。苏博特费用支出处于同业上市公司中最高水平，2021 年期间费用率 19.2%，而同行垒知集团和红墙股份分别只有 11.4%和 17%，和垒知集团相比，苏博特销售/管理/财务/研发费用率分别高 3.2/2.5/1.1/1.1pct，研发的高投入是支撑公司产品创新的基础，销售费用和管理费用率主要由于苏博特职工薪酬、差旅费、业务招待费等较高，也体现出公司对于员工的高激励，但整体而言，我们认为苏博特的费用水平或有一定的优化空间，若未来实现进一步优化，则会推动整体利润率进一步提升。

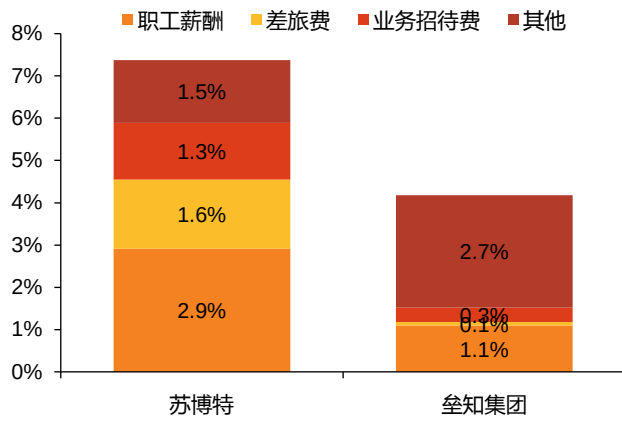
图 13：减水剂公司期间费用率比较



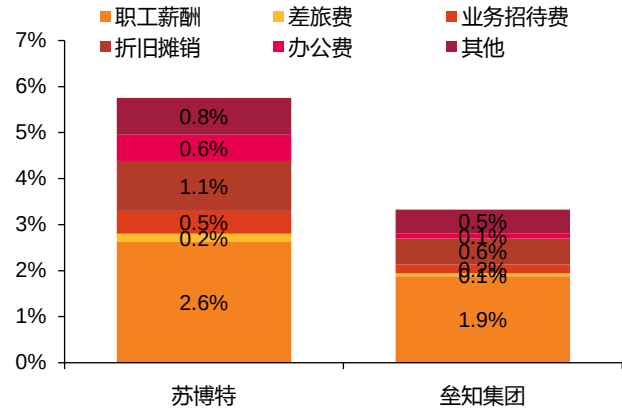
资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 14：2021 年苏博特 vs 垒知集团销售费用率

图 15：2021 年苏博特 vs 垒知集团管理费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 功能性材料、高分子卷材业务贡献中长期成长性

公司功能性材料主要包括化学外加剂、高性能水泥基材料和交通材料三大类，下游主要应用于重点交通工程、新能源基础设施建设等，受益于下游需求高增，近年来发展迅速。公司 20 年功能性材料产能仅有 23 万吨左右，21 年四川大英基地“高性能土木工程材料产业基地项目”投产，功能性材料产能几乎实现翻倍，同时公司继续推进江苏句容“年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目”，投产后产能或将再次迎来接近翻倍增长。

表 2：苏博特功能性材料产能情况

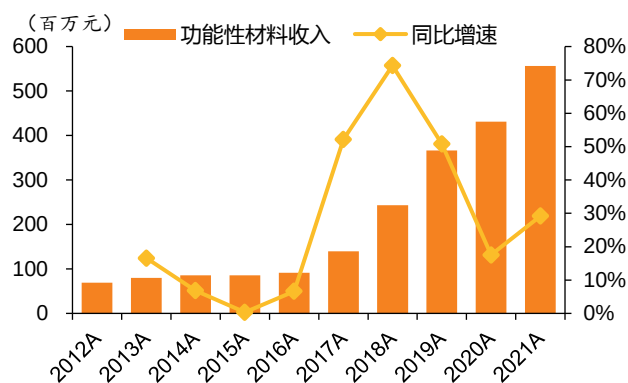
公告时间	项目名称	产能情况	建成时间
/	/	总产能 20 万吨左右，其中主要是抗裂防渗外加剂、早强剂、提升耐久性外加剂、灌浆材料等	上市之前
2019.9	四川大英“西部高性能土木工程材料产业基地项目”	年产 30 万吨高性能聚羧酸系列外加剂、年产 10 万吨速凝剂、年产 10 万吨功能性无机材料	2021.4
2021.9	江苏句容年产 37 万吨高性能土木工程材料产业化基地项目	年产 37 万吨新型道路功能材料、高性能灌浆材料、超高性能水泥基材料、修补加固材料及工程纤维	在建中

资料来源：招股说明书、募集说明书、公司官网、天风证券研究所

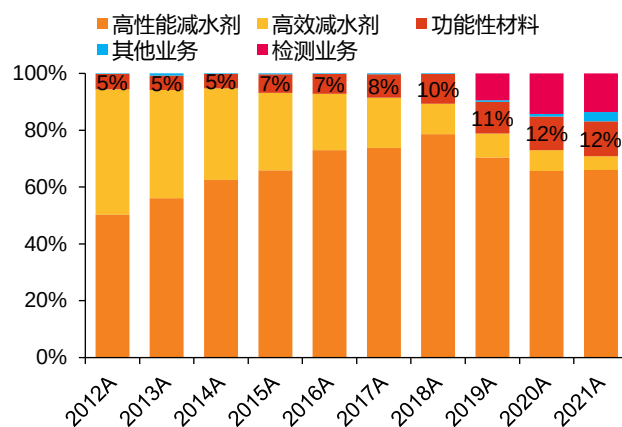
公司自 2017 年上市以来，功能性材料收入复合增速达 41%，超过高性能减水剂的 25%，功能性材料持续创造和引领市场需求，在行业中处于领先地位。随着市场对于功能性材料的性能和作用的认识不断提升，产品应用领域不断扩大，目前已成为公司重要的增长极，21 年占收入比重虽只有 12%，但我们认为其下游以海上风电为代表的新能源等领域需求成长性更好，随着产能加快投放，收入占比有望继续提升。

图 16：公司功能性材料收入及同比增速

图 17：公司各业务收入占比



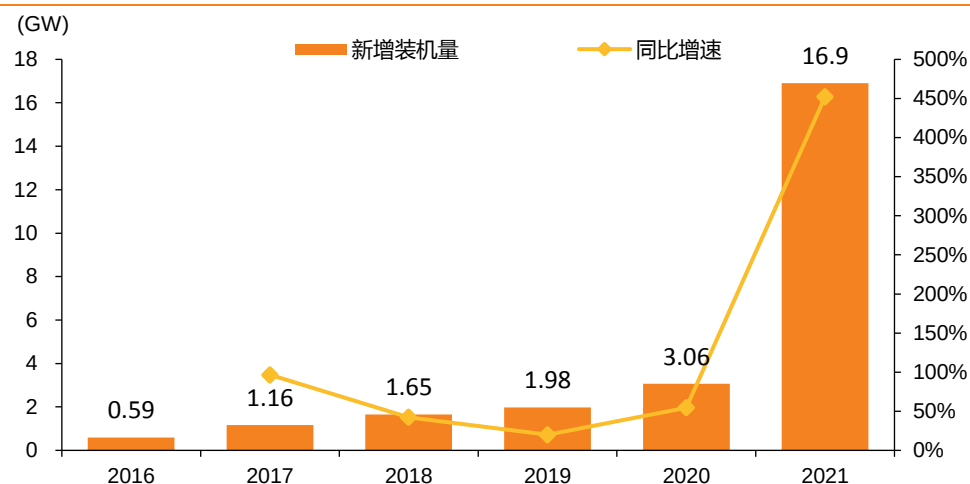
资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

预计十四五期间海上风电灌浆料需求将达到 32.5 亿。风电灌浆料是由高强度水泥、矿物掺合料，合理分级的骨料和特殊的添加剂制成的水泥基干粉状材料，主要用于风电设备安装工程的注浆。公司是国内首家通过中国船级社 CCS 证的海上风电灌浆料供应商，其自主研发和生产的风电基础灌浆料，产品性能已达到国际领先水平，已应用于多个海上风电项目，打破了海上风电高强灌浆料国外品牌的垄断，并与三峡新能源、中广核新能源、国家能源龙源集团等央企业主建立了长期的战略合作关系。十四五期间海上风电项目建设将步入快车道，截至今年 6 月，各沿海省份海上风电开发目标已超过了 5000 万千瓦，按照单 GW 对应灌浆料需求 1.3 万吨，单吨 5000 元价格计算，十四五期间海上风电灌浆料新增市场规模将达到 32.5 亿元，假设公司市占率达到 50%，对应公司收入近 16 亿元，因此风电灌浆料未来放量值得期待。

图 18：我国海上风电装机规模



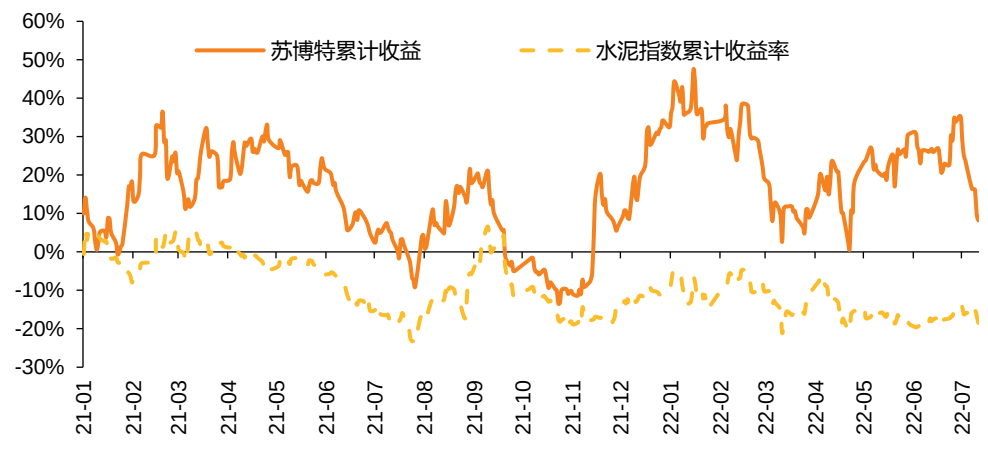
资料来源：国家能源局、CWEA、智研咨询、天风证券研究所

公司 22 年 6 月成功发行 8 亿元可转债，拟投资 1.2 亿元，用于 1000 万平米/年高分子防水卷材产能建设。近年来，公司在扩展混凝土外加剂业务的同时，不断对防水与修复功能性材料领域布局，我们认为相比于混凝土外加剂，未来建筑防水需求增长空间更大，而高分子防水材料凭借其性能强、使用寿命长、施工便捷等优势、绿色环保等优势，在建筑防水材料中的渗透率有望持续提升，通过本次项目建设，公司将实现从“刚性防水”向“柔性防水”业务的延伸，完善公司整体的业务布局，实现公司业务多元化协同发展的战略规划，有望打开新的成长空间。

5. 股价复盘：弹性高于周期股，新材料属性或逐步被认可

从过去来看，公司股价走势和水泥指数走势大致相同，反映了市场在大多数时间仍在按照传统周期股来对公司进行定价，但相比传统水泥股，公司股价弹性更高。2021 年 11 月 18、19 日公司股价连续两天涨停，主要受海上风电装机扩容事件催化，相关概念股受到市场追捧，而公司股价的上涨也反映出了市场对苏博特在海上风电灌浆料方面竞争力与发展前景的认可，12 月开始稳增长预期持续升温，期间公司股价最高涨幅达 42.1%（21.12.02-22.1.19），远高于水泥指数涨幅。22 年初以来，公司股价出现回撤，一方面因基建受制于资本金等因素影响，实物工作量落地进度较慢，同时地产基本面下滑叠加突发疫情影响导致稳增长实际落实效果不佳，而 3 月份以来公司股价的波动也主要以交易稳增长预期为主。后续来看，我们认为基建端资金掣肘问题在逐步解决，下半年有望看到实物工作量加快落地，另一方面地产基本面已出现向上拐点，有望共同驱动公司基本面改善，估值或迎来修复，而中长期随着功能性材料收入占比的提升，新材料属性或逐步被市场认可，估值中枢有望抬升，继续看好公司中长期投资价值。

图 19：21 年以来苏博特走势复盘



资料来源：Wind、天风证券研究所

公司系国内减水剂行业龙头，下游需求中重点工程领域占比相对更高，有望充分受益经济稳增长建设，随着新基地投产，公司服务响应能力将进一步加强，市占率有望持续提升，且费用端仍有优化空间。同时功能性材料需求前景更好，下游海上风电等领域十四五期间或迎来加快发展，公司加快功能性材料产能扩张进度，江苏句容 37 万吨功能性材料项目投产后产能将接近翻倍；公司拟布局防水业务，未来有望打开新的成长空间。我们维持 22-24 年归母净利润预测 6.57/7.94/9.35 亿元，参考可比公司，维持公司 22 年 19x 目标 PE，目标价 29.64 元，维持“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
002398.SZ	垒知集团	47	6.58	0.52	0.38	0.51	0.63	12.7	17.3	12.9	10.4
002809.SZ	红墙股份	19	9.33	0.69	0.55	0.67	0.87	13.5	17.0	13.9	10.7
603060.SH	国检集团	91	12.50	0.54	0.42	0.43	0.54	23.1	29.8	29.1	23.1
002271.SZ	东方雨虹	1,084	43.02	1.44	1.67	2.08	2.67	29.9	25.8	20.7	16.1
平均值								19.8	22.5	19.1	15.1
603916.SH	苏博特	89	21.14	0.84	1.05	1.27	1.56	25.2	20.2	16.7	13.5

注：数据截至 20220718 收盘，除苏博特为天风预测外，其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) **产能投放不及预期：**公司目前在建项目有广东江门和江苏句容基地，拟建项目是连云港基地，受疫情、天气等因素影响，施工进度有可能会低于预期，存在产能无法按时释放的风险。
- 2) **需求下滑：**公司下游需求主要以基建和地产为主，若基建投资下半年放缓或者地产销售未能延续好转，则公司产品下游需求可能会低于预期，进而影响公司收入。
- 3) **原材料价格大幅上涨：**公司上游原材料主要是环氧乙烷，其价格变动和原油相关性较强，且公司对原材料的议价能力相对较弱，若下半年原油价格大幅上涨，原材料可能一同涨价，则短期毛利率可能存在下滑风险。
- 4) **测算偏差：**市占率计算过程中存在主观推算，可能存在偏差。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	986.42	841.72	1,247.85	2,046.21	2,421.76
应收票据及应收账款	2,676.16	3,322.54	3,645.69	4,199.58	4,511.17
预付账款	97.25	99.23	192.53	123.08	238.06
存货	315.02	462.36	358.37	628.65	493.83
其他	81.00	232.07	273.05	378.22	356.50
流动资产合计	4,155.85	4,957.93	5,717.49	7,375.74	8,021.33
长期股权投资	88.44	94.64	94.64	94.64	94.64
固定资产	1,433.60	1,585.19	1,438.07	1,290.95	1,143.82
在建工程	82.19	19.27	19.27	19.27	19.27
无形资产	247.97	369.29	356.54	343.79	331.04
其他	321.58	454.07	351.90	328.20	309.80
非流动资产合计	2,173.78	2,522.45	2,260.42	2,076.84	1,898.57
资产总计	6,412.52	7,569.65	7,977.90	9,452.58	9,919.89
短期借款	785.27	699.59	600.00	600.00	600.00
应付票据及应付账款	851.25	1,362.86	1,029.03	1,920.77	1,420.09
其他	739.10	680.78	1,246.07	1,181.30	1,383.36
流动负债合计	2,375.62	2,743.23	2,875.10	3,702.06	3,403.45
长期借款	33.23	300.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	126.00	151.43	124.64	134.02	136.70
非流动负债合计	159.23	451.43	324.64	334.02	336.70
负债合计	2,647.66	3,304.12	3,199.74	4,036.08	3,740.14
少数股东权益	301.57	334.94	393.83	464.52	547.87
股本	350.26	420.31	420.31	420.31	420.31
资本公积	1,788.04	1,730.96	1,730.96	1,730.96	1,730.96
留存收益	1,391.27	1,798.00	2,272.57	2,842.19	3,513.84
其他	(66.27)	(18.68)	(39.51)	(41.49)	(33.23)
股东权益合计	3,764.86	4,265.53	4,778.16	5,416.49	6,179.75
负债和股东权益总计	6,412.52	7,569.65	7,977.90	9,452.58	9,919.89

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	493.46	598.94	657.01	793.99	934.68
折旧摊销	136.96	180.43	159.87	159.87	159.87
财务费用	47.26	43.78	52.98	66.37	81.24
投资损失	(2.63)	(12.10)	(4.91)	(6.54)	(7.85)
营运资金变动	(389.07)	(706.55)	(45.24)	(2.58)	(551.27)
其它	47.39	231.44	86.53	98.53	115.99
经营活动现金流	333.37	335.93	906.24	1,109.64	732.66
资本支出	473.63	342.03	26.79	(9.38)	(2.67)
长期投资	88.44	6.20	0.00	0.00	0.00
其他	(1,088.74)	(806.22)	(31.88)	15.93	10.52
投资活动现金流	(526.67)	(457.99)	(5.09)	6.54	7.85
债权融资	(124.94)	151.65	(269.11)	(63.64)	(77.55)
股权融资	598.41	(90.75)	(225.91)	(254.19)	(287.41)
其他	5.24	(112.26)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	478.71	(51.35)	(495.02)	(317.82)	(364.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	285.41	(173.41)	406.13	798.36	375.55

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,652.25	4,521.84	5,453.40	6,418.86	7,466.36
营业成本	2,253.88	2,925.93	3,501.08	4,097.21	4,761.97
营业税金及附加	31.59	39.46	47.58	56.01	65.15
销售费用	307.79	333.45	398.10	465.37	537.58
管理费用	225.44	260.30	310.84	362.67	418.12
研发费用	175.91	219.59	264.83	311.07	361.09
财务费用	47.20	54.33	52.98	66.37	81.24
资产/信用减值损失	(37.36)	(51.63)	(40.18)	(43.05)	(44.95)
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.00	0.00	0.00
投资净收益	2.63	12.10	4.91	6.54	7.85
其他	52.69	42.09	0.00	0.00	0.00
营业利润	592.49	686.23	847.72	1,023.66	1,204.12
营业外收入	1.44	0.91	0.93	1.09	0.97
营业外支出	5.47	1.97	3.79	3.75	3.17
利润总额	588.46	685.16	844.86	1,021.00	1,201.92
所得税	95.00	86.22	106.32	128.48	151.25
净利润	493.46	598.94	738.54	892.52	1,050.67
少数股东损益	52.69	66.12	81.53	98.53	115.99
归属于母公司净利润	440.77	532.82	657.01	793.99	934.68
每股收益（元）	1.05	1.27	1.56	1.89	2.22

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	10.45%	23.81%	20.60%	17.70%	16.32%
营业利润	27.82%	15.82%	23.53%	20.75%	17.63%
归属于母公司净利润	24.40%	20.88%	23.31%	20.85%	17.72%
获利能力					
毛利率	38.29%	35.29%	35.80%	36.17%	36.22%
净利率	12.07%	11.78%	12.05%	12.37%	12.52%
ROE	12.73%	13.56%	14.99%	16.03%	16.60%
ROIC	18.76%	18.90%	19.54%	23.73%	28.94%
偿债能力					
资产负债率	41.29%	43.65%	40.11%	42.70%	37.70%
净负债率	-4.46%	4.29%	-9.20%	-22.80%	-26.00%
流动比率	1.70	1.77	1.99	1.99	2.36
速动比率	1.58	1.61	1.86	1.82	2.21
营运能力					
应收账款周转率	1.44	1.51	1.57	1.64	1.71
存货周转率	14.56	11.63	13.29	13.01	13.30
总资产周转率	0.64	0.65	0.70	0.74	0.77
每股指标（元）					
每股收益	1.05	1.27	1.56	1.89	2.22
每股经营现金流	0.79	0.80	2.16	2.64	1.74
每股净资产	8.24	9.35	10.43	11.78	13.40
估值比率					
市盈率	20.20	16.71	13.55	11.21	9.52
市净率	2.57	2.26	2.03	1.80	1.58
EV/EBITDA	8.39	9.70	7.75	6.05	5.07
EV/EBIT	9.56	11.20	9.06	6.91	5.68

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com