

投资评级：增持（首次）
报告日期：2021年05月11日
市场数据

目前股价	10.16
总市值（亿元）	21.00
流通市值（亿元）	12.84
总股本（万股）	20,665
流通股本（万股）	12,633
12个月最高/最低	15.25/8.69

分析师

分析师：濮阳 S1070519050001

☎ 021-31829703

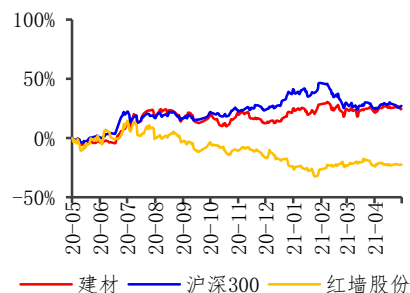
✉ pyang@cgws.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ huajiangyue@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

外加剂主业快速发力，延伸产业链构筑精细化工版图

——红墙股份（002809）公司动态点评

盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1158	1337	1806	2349	2827
(+/-%)	24.3%	15.4%	35.1%	30.1%	20.3%
归母净利润（百万元）	128	142	185	239	286
(+/-%)	87.6%	10.6%	30.6%	28.9%	20.0%
摊薄 EPS	0.62	0.69	0.90	1.15	1.39
PE	16.4	14.9	11.4	8.8	7.4

资料来源：长城证券研究所

核心观点
事件：公司近期发布2021年一季度报及2020年年度报告，对此点评如下：

一、公司一季报及年报点评：全国布局成果初现，业绩逐步提升

■ **全国布局基本完成，一季度归母净利润增长 49.89%，外加剂销量增长超 108%。**公司2021年一季度实现营业收入2.99亿元，同比增长84.05%；归属于上市公司股东的净利润2618.4万元，同比增长49.89%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1953.1万元，同比增长129.78%。公司2018年开始进行的全国销售区域及生产基地布局已基本完成，销售队伍、技术团队、配套生产及管理体系人员已基本搭建完毕，公司从华南市场迈向全国市场拓展的步伐已全面展开，快速增长的效应已开始显现，公司整体销售业绩正逐步提升。一季度公司外加剂销售量约23万吨，同比增长超108%。

■ **2020年公司归母净利润增长 10.59%，各大区域销售呈现较好的发展态势。**《中国混凝土网》公布的信息显示，公司连续多年行业综合实力排名全国前三，广东、广西排名第一。2020年，公司实现营业收入13.37亿元，较上年同期增长15.45%；归属上市公司股东的净利润1.42亿元，较上年同期增长10.59%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.12亿元，较上年同期增长1.22%。根据2020年，公司混凝土外加剂销量实现105.53万吨，较2019年78.75万吨增长34%。2020年外加剂营业收入实现1,218,842,140.54元，较2019年增长16.36%。

■ **截止2020年末，公司员工总数达983人，较2019年年末增长59.32%，其中销售人员同比增长80.58%，助力全国布局。**其中，销售人员2018年为45人，2019年增加到103人，至2020年末，销售人员达到186人，销售人员数量较2019年增长80.58%，2021年公司将继续加大招聘力度，进一步拓展销售队伍力量，为企业发展及全国布局奠定人才基础。在加强市场开拓人员力量的同时，公司也非常注重技术与研发队伍的建设，人员规模也呈现较快的增长趋势。技术人员从2018年的111人，2019年增加到133人，2020年

进一步扩大到 194 人,有力保障了公司的产品研发水平与服务客户的广度与深度。

- 2020 年,公司正式构建全国 7 大销售区域,分别为:华南大区、西南大区、西北大区、华北大区、山东大区、华中大区、华东大区,并以 7 个销售大区为中心,搭建销售团队、技术队伍与管理平台,取得一定成效。2020 年,公司在西南地区实现营收 2.09 亿元,同比增长 39.02%,占公司营业收入的 15.65%;在华东地区实现营收 1.42 亿元,同比增长 26.69%,占公司营业收入的 10.60%。华北地区实现营收 0.77 亿元,同比增长 36.56%,随着公司与河北雄安西混凝土有限公司合作的逐步加深,公司在雄安地区乃至华北地区的市场将得到进一步的扩张。华中市场从零开始,2020 年实现营收 0.39 亿元,取得良好开端。新开拓市场的业绩贡献随着全国市场布局的不断深入正逐步显现。

表 1: 公司分区域收入情况: 亿元

分地区收入	2016	2017	2018	2019	2020	20 年增速: %
华南	3.48	5.18	7.54	8.33	8.44	1%
西南	-	-	0.43	1.50	2.09	39%
华东	0.38	0.83	0.95	1.12	1.42	27%
华中	-	-	-	-	0.39	-
华北	-	-	-	0.56	0.77	38%

资料来源:公司公告,长城证券研究所

二、公司产销量不断提升,巩固主业发展

- 2020 年,公司全年重点布局华东、华中、山东及西北市场,全国市场基本完成布局。公司已经在全国十六省设有 20 多个生产基地,从 2020 年 6 月在长沙设立子公司后在华中地区设立生产基地并开拓华中市场,2020 年 11 月收购山东众方德建材有限公司 100% 股权并布局山东市场,2021 年 1 月拟投资 2.2 亿元在陕西建设外加剂研发中心及年产 15 万吨高性能混凝土外加剂项目,2021 年 2 月拟在安徽投资 3.5 亿元投资建设混凝土外加剂及精细化工等项目。公司推动一系列全国布局,为未来发展打下坚实基础。公司构建七大销售区,分别是华南大区、西南大区、西北大区、华北大区、山东大区、华中大区以及华东大区,并以七个销售大区为中心搭建销售团队、技术部队与管理平台。公司不断开拓市场布局全国,优势得到进一步加深。
- 2020 年,公司外加剂产品中的聚羧酸减水剂、萘系减水剂销售量分别为 94.77 万吨、10.76 万吨,同比分别增加 49%和减少 28%。聚羧酸减水剂销售量近几年保持高增长,2020 年同比增长 49%;萘系减水剂销售量 2015 年到 2019 年维持 20%左右增速,2020 年同比下降 28%至 10.76 万吨;水泥产品销售量变化较大。

表 2: 产品产销分析对比

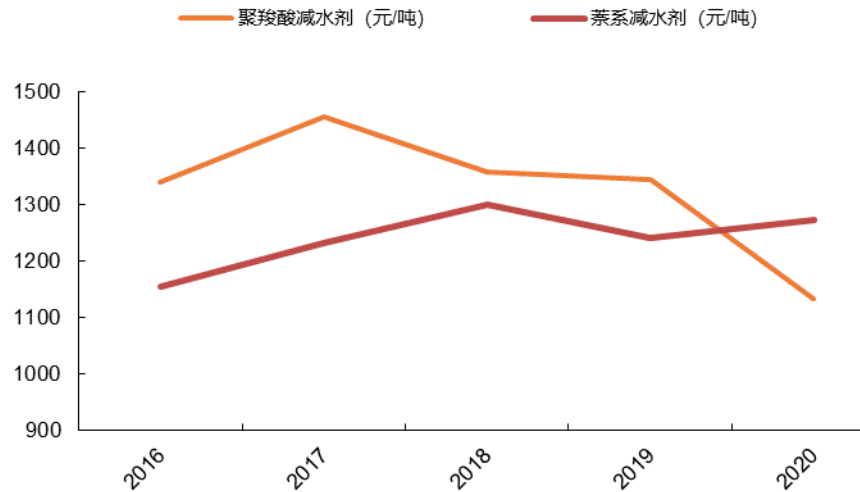
行业分类	项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019	2020
聚羧酸减水剂	销售量	万吨	22.97	22.01	27.93	44.4	63.77	94.77
	增速	%		-4%	27%	59%	44%	49%
萘系减水剂	生产量	万吨	22.41	22.42	27.77	44.81	64.32	96.39
	销售量	万吨	8.52	8.49	10.47	12.53	14.98	10.76

剂	增速	%	0%	23%	20%	20%	-28%
	生产量	万吨	8.11	8.62	10.44	12.57	14.91
水泥	销售量	万吨	9.07	16.16	28.3	46.48	30.77
	增速	%	78%	75%	64%	-34%	-4%

资料来源：公司官网，长城证券研究所

- 2020年，公司聚羧酸减水剂与萘系减水剂单价分别为1134.33元/吨、1273.23元/吨，同比分别下降16%和增长3%，聚羧酸系减水剂价格下降主要受2020年环氧乙烷原材料整体价格下降的影响。公司聚羧酸减水剂2016年至2020年单价呈现下降趋势，其中2020年单价下降15.69%至1134.33元/吨。萘系减水剂单价2018年至2020年保持稳定，2020年价格为1273.23元/吨。

图1：聚羧酸减水剂与萘系减水剂单价对比



资料来源：公司年报，长城证券研究所

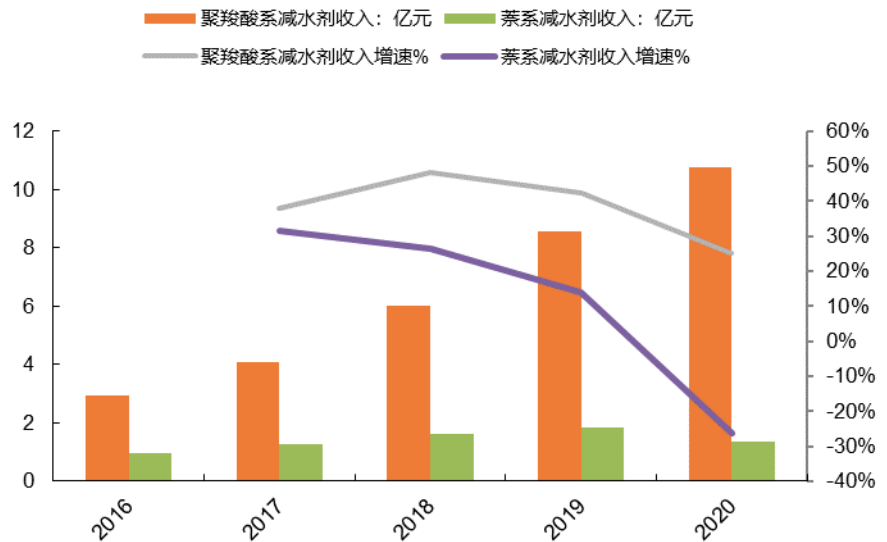
图2：环氧乙烷现货价



资料来源: Wind, 长城证券研究所

- 从分产品收入情况看, 2020 年公司聚羧酸减水剂与萘系减水剂收入分别同比增长 25%和减少 26%, 较 2019 年的增速略有下降。近年来公司外加剂业务收入逐年增长, 2020 年聚羧酸减水剂收入增速下降主要受价格下降的影响, 而萘系减水剂收入增速下降主要是受销量下降的影响, 目前聚羧酸减水剂已成为市场主流。

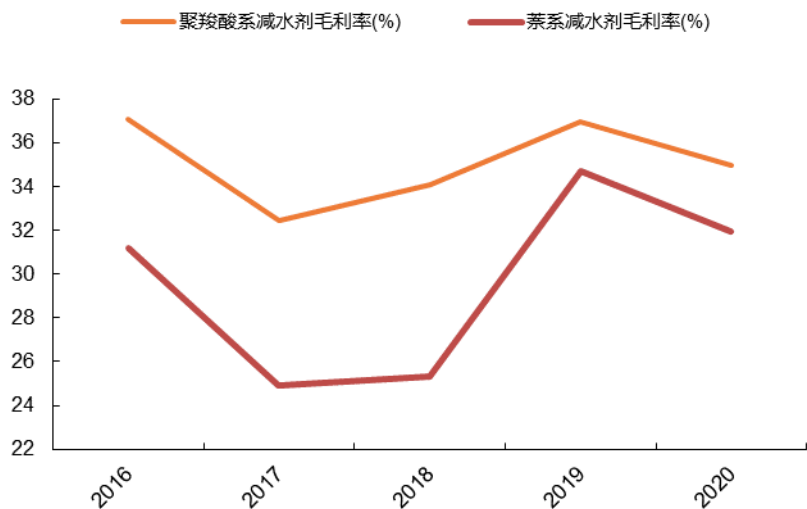
图 3: 聚羧酸减水剂与萘系减水剂收入情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

- 从分产品毛利率情况看, 2020 年公司聚羧酸系减水剂毛利率及萘系减水剂毛利率分别达 34.93%、31.96%, 同比分别下降 2.04%、2.73%。近年来公司聚羧酸系减水剂毛利率维持较高水平, 2020 年受产品价格的影响略有下降。

图 4: 聚羧酸减水剂与萘系减水剂毛利率情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所

三、产业链向上游延伸，构筑精细化工产业版图

- 2020年，公司全年重点布局华东、华中、山东及西北市场，已基本完成全国市场的基地布局，提升了客户尤其集团客户服务能力，为未来发展奠定基础。2020年6月18日，公司在长沙、怀化设立生产基地，开拓华中市场；2020年11月24日，公司收购山东众方德建材有限公司100%股权，布局山东；2021年1月27日，拟在陕西省渭南市渭北煤化工工业园区投资2.2亿元；2021年2月2日，拟在安徽省天长市化工集中区投资3.5亿元。截止2020年末，全国预拌混凝土十强企业中，公司服务的客户已有6家。全国重点预制混凝土桩企业15强企业中，前5强企业均为公司服务的客户。同时，公司继续与中国中铁、中国铁建、中建、中交等央企及其关联企业在全国范围内展开业务合作。

表 3: 2020 年公司项目基地布局情况

时间	公告	内容
2020/6/18	关于设立全资子公司并完成工商注册登记的公告	在湖南省长沙市设立全资子公司，在湖南长沙、怀化设立生产基地，开拓华中市场。
2020/11/24		收购山东众方德建材有限公司100%股权，并于2020年12月21日取得新泰市行政审批服务局换发的营业执照，布局山东市场。
2021/1/8	关于签署投资协议的公告	将在惠州大亚湾经济技术开发区内投资建设年产12万吨环氧乙烷衍生物及5万吨聚羧酸减水剂及复配项目，项目总投资概算约5.443亿元
2021/1/27	关于全资子公司与渭北煤化工园区管理委员会签订《入园协议书》的公告	拟在陕西省渭南市渭北煤化工工业园区投资2.2亿元，建设外加剂研发中心及年产15万吨高性能混凝土外加剂项目。
2021/2/2	关于与天长市铜城镇人民政府签订《投资协议书》的公告	拟在安徽省天长市化工集中区投资3.5亿元，投资建设混凝土外加剂及精细化工等项目。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

- 2021年4月，公司公开发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币5.2亿元，用于年产28万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目及安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目，项目建设期均为18个月。1) 年产28万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目。公司拟投资5.443亿元，项目建设期为18个月。主要生产精细化工类产品，计划建设年产15万吨减水剂聚醚生产线、年产7万吨非离子表面活性剂生产线、年产3万吨聚醚多元醇生产线和年产3万吨丙烯酸羟酯生产线。2) 安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目。公司拟投资3.5亿元。出于项目整体建设规划需要，将该项目分两期建设。本次公开发行可转换公司债券募集资金将用于一期项目建设，建设期为18个月，投资额为1.5亿元，主要生产混凝土外加剂产品。

表 4: 公司募集资金投资项目

序	项目名称	实施地点	实施主体	项目总投资	募集资金拟投	项目建设期
---	------	------	------	-------	--------	-------

号				资金额 (亿元)	入金额(亿元)	(月)
1	年产 28 万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目	广东省惠州市大亚湾石化产业园	惠州市红墙化学有限公司	5.44	2.70	18
2	安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目(一期)	安徽省滁州市天长市化工集中区	安徽红墙新材料有限公司	1.50	1.00	18
3	补充流动资金项目	-	-	1.50	1.50	-
	合计			8.44	5.20	-

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

- **本次可转债募投项目将利于公司业务向产业链上游延伸,保障聚醚大单体等原材料的自给供应,降低成本,提升竞争力。**通过年产 28 万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目,公司将充分利用大亚湾石化产业园的环氧乙烷及环氧丙烷原料资源、优越的地理位置、便捷的海运条件等优势,有效降低公司生产成本,提高竞争力,将公司业务向产业链上游延伸,进一步优化公司业务结构;通过安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目,公司将实现现有主要产品的产能增长,开拓在华东地区的混凝土外加剂市场,完善公司整体业务布局,进一步巩固公司市场地位,并实现节能减排,促进公司业务可持续发展。
- **公司积极布局精细化工版图,改善公司现金流情况,完善公司产品结构。**公司可利用中海壳牌石油化工有限公司的环氧乙烷、环氧丙烷资源,以及惠州大亚湾石化产业园丰富的石化资源,进入精细化工领域,为公司进军精细化工领域打好基础。此项目投资将促使公司在实现产业转型升级目标的同时,培育技术含量高、附加值高的精细化工项目,进一步推进公司在精细化工领域的布局。公司进入精细化工版块,鉴于精细化工行业的销售收款方式与混凝土外加剂行业的不同,随着项目投产,未来将会对公司资产周转效率产生积极影响,也将进一步改善公司目前的现金流。
- **在拓展精细化工板块上,公司具备成熟的投资条件和技术条件,且华南地区有着巨大的市场需求,有利于公司盈利能力提升。**石化产业是惠州两大支柱产业之一,并具备相关的政策支持。公司经过近几年的发展,国内环氧乙烷和环氧丙烷下游衍生物行业已取得较大的技术壁垒突破,公司现有研发团队通过对混凝土外加剂上游产品多年的研究,现已具备向混凝土外加剂产业链上游拓展业务的技术条件。公司已经为本项目的实施储备了完备的工艺技术,并建立了一支涵盖产品研发、生产管理及市场销售等各方面的专业化团队,包括多名深耕相关领域十年以上的技术专家、生产工程师以及销售人员。同时,广东省乃至华南地区是环氧乙烷及环氧丙烷衍生物的消耗大省,广东省环氧乙烷及环氧丙烷衍生物的需求量仍有较大比例依赖省外供应。公司本

次募投项目的实施可打通广东省乃至华南地区环氧乙烷及环氧丙烷相关产品产业链中间环节，填补本地区相关产业的供给缺口，从而进一步提升公司盈利能力。

四、投资建议：公司一季度业绩高增，外加剂主业在全国布局的背景下快速发力，同时延伸产业链构筑精细化工版图，首次给与增持评级。预计公司 2021~2023 年归母净利润分别达到 1.9、2.4、2.9 亿元，增速分别为 35%、30%、20%，对应市盈率 11、9、7 倍。考虑到公司可转债募投项目需要建设期，故此次盈利预测未考虑精细化工板块的盈利情况。公司全国布局基本完成，投建惠州市大亚湾石化产业园年产 28 万吨环氧乙烷及环氧丙烷下游衍生物建设项目及安徽红墙天长化工集中区生产基地建设项目，将业务向产业链上游延伸，同时积极布局精细化工版图带来增长空间。

风险提示：环氧乙烷等价格上涨或超预期；下游混凝土需求或低于预期；环保政策或出现反复；行业竞争加剧；应收账款回收进度低于预期等

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1157.75	1336.56	1806.09	2349.45	2827.34	成长性					
营业成本	770.23	910.59	1201.00	1564.16	1887.11	营业收入增长	24.3%	15.4%	35.1%	30.1%	20.3%
销售费用	116.61	144.92	195.83	254.74	306.56	营业成本增长	13.6%	18.2%	31.9%	30.2%	20.6%
管理费用	83.74	89.78	121.32	157.82	189.92	营业利润增长	73.1%	-11.4%	57.7%	28.7%	19.9%
研发费用	35.82	42.78	57.81	75.20	90.50	利润总额增长	75.4%	5.3%	30.6%	28.9%	20.0%
财务费用	-12.08	-2.06	0.97	3.37	1.11	归母净利润增长	87.6%	10.6%	30.6%	28.9%	20.0%
其他收益	1.66	1.68	1.68	1.68	1.68	盈利能力					
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	33.5%	31.9%	33.5%	33.4%	33.3%
营业利润	154.71	137.10	216.16	278.22	333.62	销售净利率	11.1%	10.6%	10.3%	10.2%	10.1%
营业外收支	1.57	27.49	-1.19	-1.19	-1.19	ROE	11.0%	10.8%	12.4%	13.8%	14.2%
利润总额	156.29	164.59	214.97	277.03	332.43	ROIC	12.4%	11.5%	12.8%	14.9%	16.0%
所得税	28.10	22.85	29.84	38.46	46.15	营运效率					
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	10.1%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
归母净利润	128.18	141.75	185.13	238.58	286.29	管理费用/营业收入	7.2%	6.7%	6.7%	6.7%	6.7%
						研发费用/营业收入	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
资产负债表						财务费用/营业收入	-1.0%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
						投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动资产	1508.93	1726.76	2401.51	3005.96	3319.67	所得税/利润总额	18.0%	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
货币资金	301.80	135.25	563.93	733.59	882.80	应收账款周转率	1.58	1.73	1.85	1.85	1.85
应收票据及应收账款合计	659.39	885.59	1066.93	1473.02	1583.57	存货周转率	14.93	14.66	14.66	14.66	14.66
其他应收款	29.27	15.78	45.10	34.10	61.21	流动资产周转率	0.84	0.83	0.87	0.87	0.89
存货	54.01	70.20	93.62	119.74	137.68	总资产周转率	0.74	0.73	0.78	0.78	0.81
非流动资产	179.99	237.66	274.24	307.79	324.61	偿债能力					
固定资产	141.06	194.46	231.54	265.54	282.88	资产负债率	31.3%	33.4%	44.2%	47.7%	44.6%
资产总计	1688.92	1964.43	2675.75	3313.75	3644.28	流动比率	2.86	2.63	2.03	1.90	2.04
流动负债	528.41	655.69	1181.88	1581.30	1625.54	速动比率	1.87	1.58	1.42	1.42	1.55
短期借款	170.30	60.22	540.63	637.32	674.36	每股指标 (元)					
应付款项	305.23	538.47	574.30	874.95	873.53	EPS	0.62	0.69	0.90	1.15	1.39
非流动负债	0.35	0.20	0.20	0.20	0.20	每股净资产	5.61	6.33	7.23	8.38	9.77
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	-0.17	0.07	0.07	0.70	0.84
负债合计	528.76	655.88	1182.08	1581.50	1625.74	每股经营现金/EPS	-0.28	0.10	0.07	0.61	0.61
股东权益	1160.16	1308.54	1493.67	1732.25	2018.54	估值					
股本	120.00	206.65	206.65	206.65	206.65	PE	16.43	14.86	11.37	8.83	7.36
留存收益	586.35	699.88	885.01	1123.58	1409.87	PEG	0.67	0.72	0.29	0.38	0.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	PB	1.82	1.61	1.41	1.22	1.04
负债和权益总计	1688.92	1964.43	2675.75	3313.75	3644.28	EV/EBITDA	11.53	10.89	8.53	6.34	5.02
现金流量表						EV/SALES	1.71	1.52	1.15	0.86	0.67
						EV/IC	1.48	1.48	1.02	0.85	0.70
经营活动现金流	-65.10	-60.00	13.49	145.50	173.41	ROIC/WACC	1.58	1.46	1.62	1.90	2.01
其中营运资本减少	-171.00	-147.03	-200.27	-132.06	-157.30	REP	0.94	1.02	0.63	0.45	0.35
投资活动现金流	38.78	5.31	-64.24	-69.16	-60.13						
其中资本支出	46.35	79.14	36.58	33.55	16.82						
融资活动现金流	77.96	-128.15	479.44	93.32	35.93						
净现金总变化	51.64	-182.84	428.68	169.66	149.21						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因、不因、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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>