

红墙股份 (002809)

证券研究报告

2020年05月27日

混凝土外加剂龙头，积极构筑全国销售网络

深耕华南地区的混凝土外加剂龙头企业

公司专注于混凝土外加剂行业，是集研发、生产、销售和技术服务为一体的混凝土外加剂专业制造商，其产品目前以聚羧酸系高性能减水剂和萘系高效减水剂为主导，根据下游客户的实际需求提供定制化混凝土外加剂产品和整体解决方案。2019年公司实现收入11.58亿元，归母净利润1.28亿元；混凝土外加剂产量79.23万吨，销量78.75万吨，实现营收10.47亿元，毛利率36.49%。

公司现已在全国12个省市范围内设有近20个生产基地，已辐射全国五大主要混凝土外加剂市场。公司连续多年行业综合实力排名全国前三，连续九年被评为“中国混凝土外加剂企业综合十强”并排名广东、广西第一。与华润水泥、上海建工材料工程有限公司、中国建筑、中国铁建、西部建设、宏基管桩和三和管桩在内的下游知名商品混凝土企业和混凝土预制件生产企业建立了长期良好合作关系。

混凝土外加剂减水剂下游需求稳定增长，供给格局有望优化。

混凝土外加剂具有掺量少，功能性强的特点，作为混凝土中重要的组成部分，减水剂的需求相对刚性。下游基础设施建设加码推进、房地产平稳发展，以及预拌混凝土和机制砂使用比例增加，有望为减水剂需求提供增量。混凝土外加剂行业属于充分竞争市场，受到运输费用经济性的限制，市场份额相对较为分散。随着下游地产行业集中度提升、环保政策约束及技术壁垒提高，有望推动行业格局优化。

着力新产品研发，积极构筑全国销售网络

公司未来主要着眼于四个战略发展方向：新产品研发、市场开发及技术营销网络提升、人力资源发展和市场拓展。公司将坚持以市场需求为导向，深入研究和优化混凝土外加剂合成工艺和复配技术，并着力开发具有更优良性价比和市场竞争力的外加剂产品。同时通过与不同区域的外加剂企业合作或者扩大销售规模等方式持续完善全国市场布局。

盈利预测与估值

预计公司2020~2022年净利润分别为160.61、207.00、257.65亿元，按照当前2.04亿股总股本计，对应EPS分别为0.79、1.01、1.26元，现价对应PE分别为15.32、11.89、9.55倍。参考可比公司估值，结合公司近年来的快速发展，以及着力新产品研发，积极构筑全国销售网络，给与公司2020年17倍PE，目标价13.43元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

风险提示：经济增长与宏观经济调控导致行业需求下行风险、应收账款及应收票据管理风险、技术被替代风险、市场竞争风险、主要原材料价格波动风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	931.74	1,157.75	1,347.57	1,707.49	2,169.90
增长率(%)	47.66	24.26	16.40	26.71	27.08
EBITDA(百万元)	106.73	198.48	177.41	231.30	288.61
净利润(百万元)	68.31	128.18	160.61	207.00	257.65
增长率(%)	(15.29)	87.65	25.29	28.89	24.47
EPS(元/股)	0.33	0.63	0.79	1.01	1.26
市盈率(P/E)	36.02	19.19	15.32	11.89	9.55
市净率(P/B)	2.38	2.12	1.81	1.64	1.46
市销率(P/S)	2.64	2.13	1.83	1.44	1.13
EV/EBITDA	15.74	10.79	12.39	9.40	7.19

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	12.06元
目标价格	13.43元

基本数据

A股总股本(百万股)	204.00
流通A股股本(百万股)	129.27
A股总市值(百万元)	2,460.24
流通A股市值(百万元)	1,558.99
每股净资产(元)	9.83
资产负债率(%)	29.29
一年内最高/最低(元)	23.79/12.05

作者

李辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110517040001	
huili@tfzq.com	
唐婕	分析师
SAC执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 深耕华南地区的混凝土外加剂领先企业	4
1.1. 华南地区减水剂龙头企业	4
1.2. 股权结构清晰	5
1.3. 主营业务产销提高带动收入增长，公司内生动力强劲	5
2. 下游需求有望提升，供给格局持续优化	7
2.1. 减水剂：主要的混凝土外加剂，第三代聚羧酸产品是主导	7
2.2. 需求端：终端基建及房地产需求+渗透率提升带来稳定增长	9
2.2.1. 逻辑 1-终端需求量增加：下游基础设施建设加码推进+房地产平稳发展带来	9
2.2.2. 逻辑 2-减水剂使用渗透率提升：混凝土原料变化+混凝土预拌率提升	11
2.3. 供给端：集中度提升潜力大，技术壁垒提高，龙头受益明显	12
3. 红墙股份：具备核心竞争优势的混凝土外加剂龙头	13
3.1. 全国布局积极推进，产销协同效应明显	13
3.2. 基于长期合作累计的产品配方数据库能为客户提供定制化产品和整体解决方案	14
3.3. 强大的专业技术优势和现有研发体系是新产品研发的有力保障	14
3.4. 营销策略以技术为先导、以较高的品牌知名度积累优质大客户资源	15
3.5. 着力新产品研发，积极构筑全国销售网络	16
4. 盈利预测与估值	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1：公司主营业务及所处产业链位置	4
图 2：2019 年公司分产品收入占比情况	4
图 3：2019 年公司产品产能结构（单位：万吨）	4
图 4：2018 和 2019 年公司五大区营收情况（单位：百万元）	5
图 5：2019 年公司分区域收入占比情况	5
图 6：公司股权架构图	5
图 7：公司历年营业收入及净利润情况	6
图 8：公司各产品历年毛利率情况	6
图 9：公司分产品收入增长和增速（单位：百万元）	6
图 10：公司主要产品产量和销量增长情况（单位：万吨）	6
图 11：2006-2020 年间我国混凝土外加剂行业销售规模	7
图 12：2005-2017 年间我国混凝土外加剂行业规模	7
图 13：2019 年我国外加剂在混凝土成本中的比重示意图	7
图 14：2018 年我国各类混凝土外加剂使用量占比情况	7
图 15：2011-2017 年间我国聚羧酸系减水剂快速发展	8
图 16：2011-2017 年间我国聚羧酸系减水剂产量占比变化情况	8
图 17：红墙股份主要产品布局	8

图 18: 2020 年我国各基础设施项目总数量	9
图 19: 2020 年我国各省基础设施项目建设	9
图 20: 我国房地产新房开工面积回升 (单位: 万平方米)	10
图 21: 我国房屋施工面积回升 (单位: 万平方米)	10
图 22: 2001-2017 年我国混凝土产量 YOY 与建筑业产值 YOY	10
图 23: 2009-2018 年我国混凝土产量 YOY 与减水剂产量 YOY	10
图 24: 我国预拌混凝土渗透率与发达国家相比仍有较大差距	11
图 25: 2013-2018 年间我国预拌混凝土渗透率逐渐提升	11
图 26: 2002-2018 年间我国天然砂和机制砂使用情况对比	11
图 27: 2013-2019 年间我国混凝土外加剂行业 CR3 销量情况	12
图 28: 2013-2019 年间我国混凝土外加剂行业 CR3 净利润情况	12
图 29: 2010-2018 年间我国房地产行业集中度提升	13
图 30: 2013-2018 年间我国聚羧酸系减水剂行业集中度提升	13
图 31: 公司历年销售人员数量变化情况	14
图 32: 公司现有战略布局	14
图 33: 公司历年研发费用情况 (单位: 百万元)	14
图 34: 2019 年公司专利情况	14
图 35: 公司合作大客户	15
图 36: 公司未来发展主要战略方向	16
表 1: 我国混凝土外加剂分类及功能	7
表 2: 我国减水剂产品分类及前景	8
表 3: 2020 年我国下游建筑行业目标	9
表 4: 我国老旧小区改造分类	10
表 5: 2018 年中国聚羧酸系减水剂企业综合 10 强	12
表 6: 我国“退城入园”部分政策梳理	12
表 7: 盈利预测	17
表 8: 可比公司估值	17

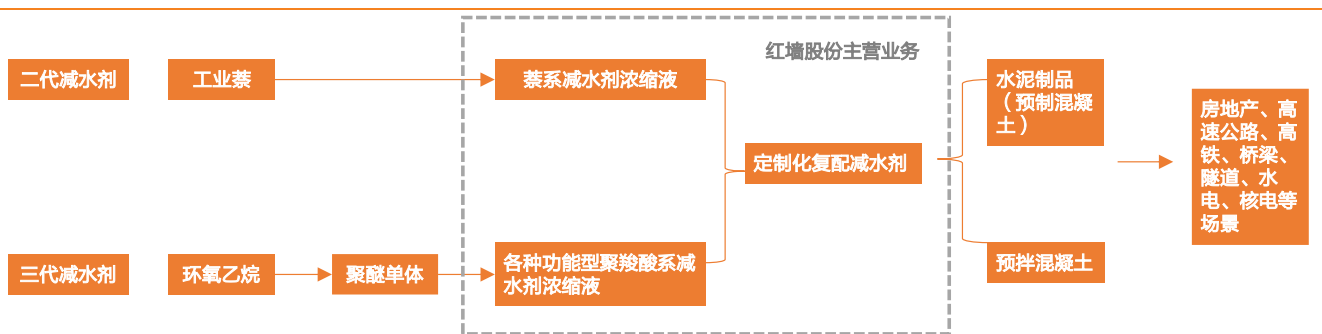
1. 深耕华南地区的混凝土外加剂领先企业

1.1. 华南地区减水剂龙头企业

广东红墙新材料股份有限公司（以下简称“红墙股份”或“公司”）于 2005 年在广东惠州注册成立，是集研发、生产、销售和技术服务为一体的混凝土外加剂专业制造商，现已成为华南地区混凝土外加剂行业的龙头企业。公司连续多年行业综合实力排名全国前三，连续多年被评为“中国混凝土外加剂企业综合十强”并排名广东、广西第一。

公司产品目前以聚羧酸系高性能减水剂和萘系高效减水剂为主导，根据下游客户的实际需求提供定制化混凝土外加剂产品和整体解决方案。产品涵盖聚羧酸系减水剂、萘系减水剂、聚羧酸保塌保塑剂、聚萘保塌保塑剂、早强剂、缓凝剂、引气剂等各类外加剂和部分水泥经销业务。公司与华润水泥、上海建工材料工程有限公司、中国建筑、中国铁建、西部建设、宏基管桩和三和管桩在内的下游知名商品混凝土企业和混凝土预制件生产企业建立了长期良好合作关系。2019 年公司实现收入 11.58 亿元，归母净利润 1.28 亿元。

图 1：公司主营业务及所处产业链位置

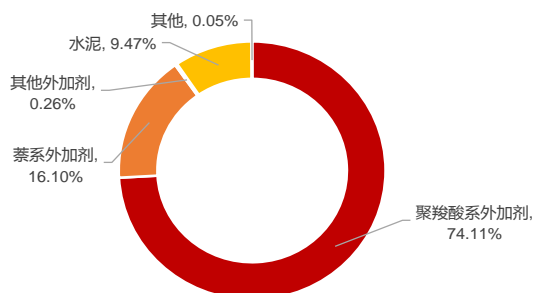


资料来源：公司招股说明书、公司公告、天风证券研究所

定制化产品：红墙股份针对不同品质的水泥、骨料和外加剂适应性问题，为客户提供定制化配方和整体解决方案。公司 2019 年混凝土外加剂产量 79.23 万吨，销量 78.75 万吨，实现营收 10.47 亿元，毛利率 36.49%。公司根据客户所使用的混凝土中各种材料的特性，对照其长期积累的配方数据库进行调配和试验，并结合客户的使用成本，制定出最适合客户的混凝土原料外加剂解决方案。

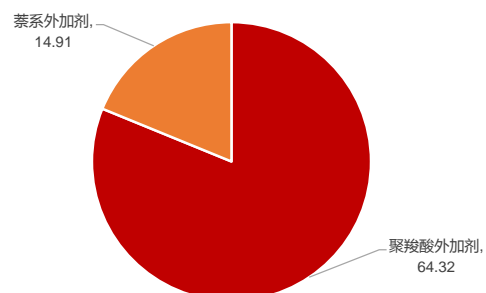
布局全国：公司现已在全国 12 个省市范围内设有近 20 个生产基地，已辐射全国五大主要混凝土外加剂市场，能够高效地满足客户的需求并具备服务大型集团客户的能力。同时，公司基于已经开拓的全国混凝土外加剂市场，根据主要市场区域设立了华南、华东、华中、西南和北方五个大区。2019 年华南和西南地区营收占比最高，华南地区实现营收 8.32 亿元，占比 71.93%；西南地区实现营收 1.5 亿元，占比 12.99%。

图 2：2019 年公司分产品收入占比情况



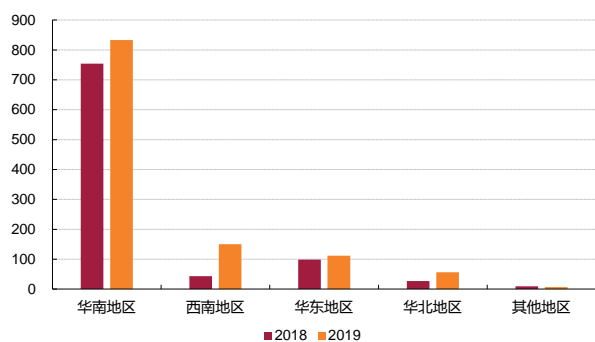
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 3：2019 年公司产品产能结构（单位：万吨）



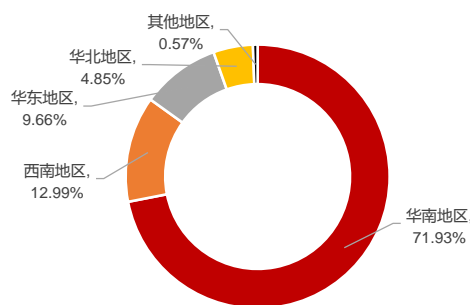
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 4： 2018 和 2019 年公司五大区营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 5： 2019 年公司分区域收入占比情况



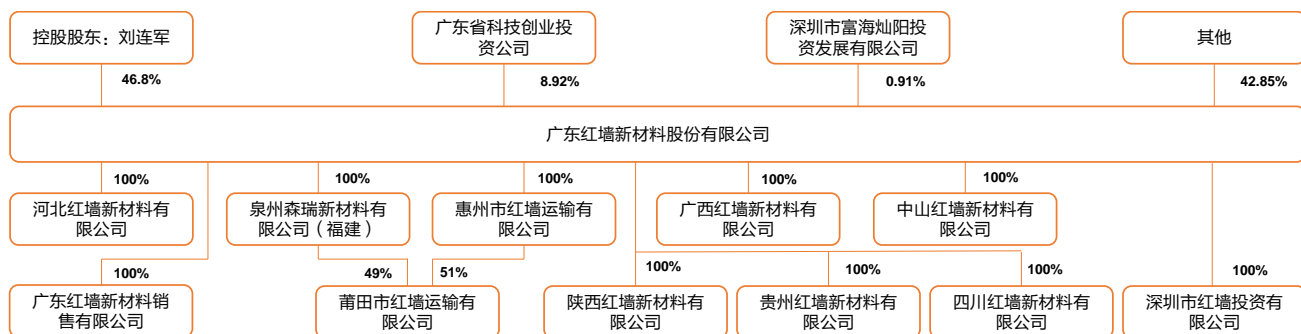
资料来源：公司年报、天风证券研究所

1.2. 股权结构清晰

公司前身为红墙化学建材有限公司（以下简称“红墙有限”），成立于 2005 年 3 月 31 日。2010 年 9 月 10 日，根据红墙有限董事会决议，整体变为股份有限公司并于惠州市工商局登记注册成立，注册资本为 5,250 万元。

2016 年 8 月 23 日，红墙股份在深圳证券交易所首次公开发行，主要发起人为广东省科技创业投资有限公司（以下简称“广东科创”）、公司现任董事长、总裁刘连军。目前，前 10 大股东中公司刘连军先生持有公司 46.8% 股份，广东科创持有公司 8.92% 股份，吴尚立先生持有公司 1.20% 股份，珠海市富海灿阳投资发展有限公司持有 0.91% 股份。因此，刘连军先生为公司实际控制人，持股比例较高，股权结构稳定。

图 6：公司股权架构图



资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 主营业务产销提高带动收入增长，公司内生动力强劲

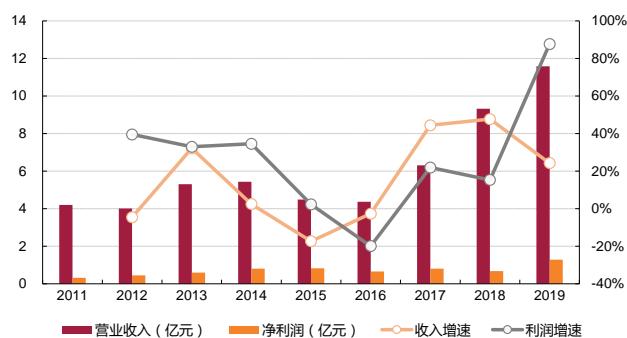
聚羧酸系减水剂是公司营业收入及利润的主要来源。2019 年公司实现营业收入 11.58 亿元，其中聚羧酸系外加剂 8.58 亿元，萘系外加剂 1.86 亿元，占比分别为 74.11%、16.10%；公司实现毛利 3.87 亿元，其中聚羧酸系外加剂 3.17 亿元，萘系外加剂 6466 万元，占比分别为 82.0%和 16.6%。2016 至 2019 年，公司聚羧酸系外加剂收入及毛利占比均超过 60%且持续提升，是收入及利润的主要来源。

主营业务收入扩大源自于生产规模和销售量的同步提升。2016~2019 年，公司营业收入从

4.37 亿元增长至 11.58 亿元，主要系聚羧酸系和萘系减水剂收入规模随产销量增加呈持续扩大趋势。公司积极完善全国生产基地布局，截止 2019 年，已经在 12 个省市范围内设立了近 20 个生产基地，完成了覆盖全国五大主要混凝土外加剂市场区域的目标。与此同时，公司大力引进优秀的销售人才，完善销售激励制度，积极拓展销售网络，不断开拓新市场。2019 年公司新增销售人员 50 多人，同比增加 128%。

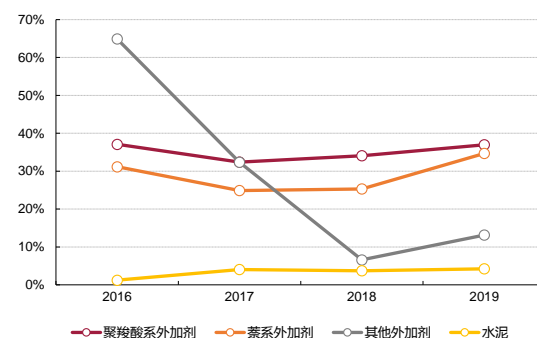
此外，公司根据不同的市场特性制定相应的人员激励制度，调动其积极性。随着销售人员的投放和激励制度的推进，公司在西南和华北地区的业绩都有大幅提升。2019 年西南地区实现营收 1.5 亿元，同比增长 247.3%；华北地区实现营收 5610 万元，同比增长 110.0%。

图 7：公司历年营业收入及净利润情况



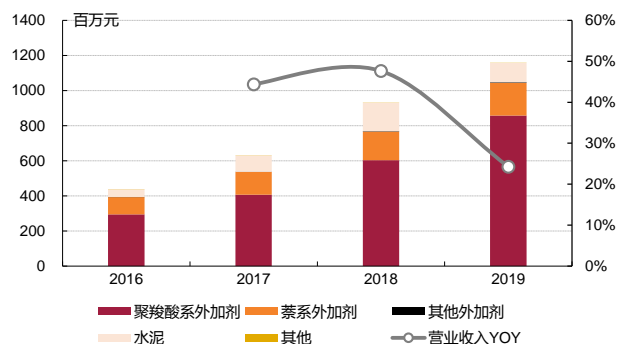
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 8：公司各产品历年毛利率情况



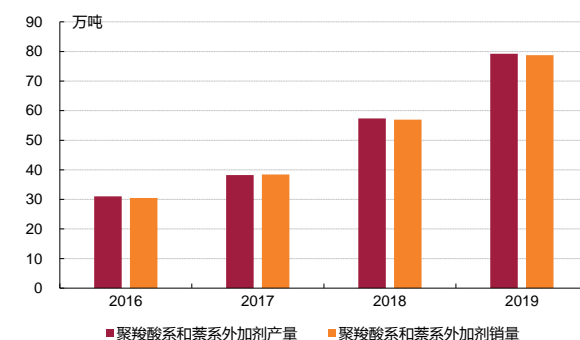
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 9：公司分产品收入增长和增速（单位：百万元）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 10：公司主要产品产量和销量增长情况（单位：万吨）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

高毛利产品占比提升带动结构优化。公司主要产品聚羧酸系外加剂占营收的比例从 2016 年的 67.47% 提升至 2019 年的 74.11%，且聚羧酸系外加剂毛利率 2016~2019 年始终稳定在 30% 以上。公司主要产品高毛利的维持一定程度上得益于公司在 2017 年与上游原材料供应商奥克股份签署了战略合作协议，在保证原材料供应量的同时稳定采购价格，为公司产品研发、降低成本、稳定大宗原材料采购提供了强有力的保障。

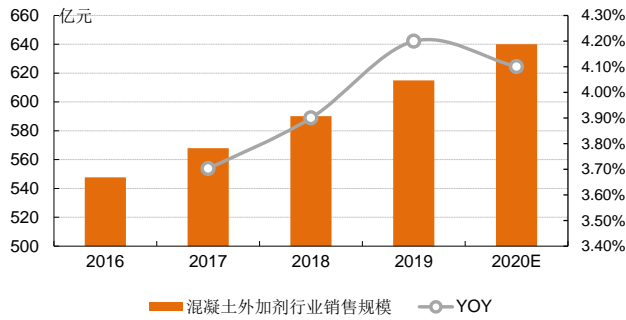
依托规模和结构优化带来的动力，公司净利润从 2016 年 0.66 亿元增长至 2019 年 1.28 亿元，其中 2018 年公司收入规模延续增长且毛利率水平持续提高，但因期间费用有明显增长，主要系管理费用由于当期需要终止实施 2017 年限制性股票激励计划确认股份支付费用而大幅增加，拖累净利润。

2. 下游需求有望提升，供给格局持续优化

2.1. 减水剂：主要的混凝土外加剂，第三代聚羧酸产品是主导

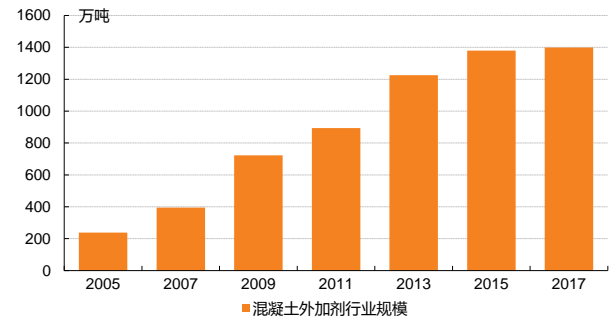
混凝土外加剂是一种在混凝土搅拌之前或拌制过程中加入的、用来改善新拌混凝土和（或）硬化混凝土性能的物质，是混凝土中必不可少的第五组成部分。混凝土外加剂可以在保持水泥强度及和易性不变的情况下，节省水泥用量 10~20%，并提高其耐久度，因此对混凝土行业有着不可或缺的作用。混凝土外加剂的特点是品种多、掺量小、对混凝土性能影响较大，在建筑领域应用广泛。2019 年混凝土外加剂市场销售规模达 614.88 亿元。

图 11：2006-2020 年间我国混凝土外加剂行业销售规模



资料来源：中国混凝土与水泥制品协会、观研天下、天风证券研究所

图 12：2005-2017 年间我国混凝土外加剂行业规模



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

根据国家标准 GB8075-87 将混凝土外加剂分为四类，使用不同品种的混凝土外加剂，可以达到不同的功能性改善。

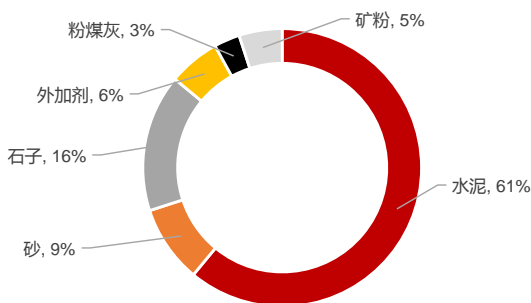
表 1：我国混凝土外加剂分类及功能

产品	功能
减水剂，引气剂和泵送剂等	改善混凝土拌合物流变性能
缓凝剂，早强剂和速凝剂	调节混凝土凝结时间，硬化性能
引气剂，防水剂和阻锈剂等	改善混凝土耐久性
加气剂，膨胀剂，防冻剂，着色剂，防水剂和泵送剂	改善混凝土其他性能

资料来源：中国水泥网、天风证券研究所

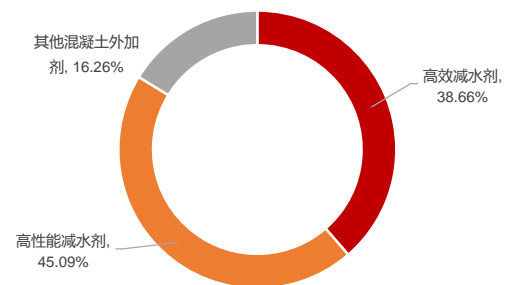
减水剂是最重要的混凝土外加剂，使用量占比超过八成。减水剂的主要作用是延缓水泥硬化时间，从而减少单位用水量。2018 年我国减水剂在各类混凝土外加剂的产量中占比超过 80%，是混凝土外加剂中的主要品种。

图 13：2019 年我国外加剂在混凝土成本中的比重示意图



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 14：2018 年我国各类混凝土外加剂使用量占比情况



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

根据相关国家标准，按照减水率的高低，可将减水剂分为普通减水剂（第一代）、高效减水剂（第二代）和高性能减水剂（第三代）。根据原材料对不同产品的适应性，高效减水剂和高性能减水剂在市场现处于共存状态。

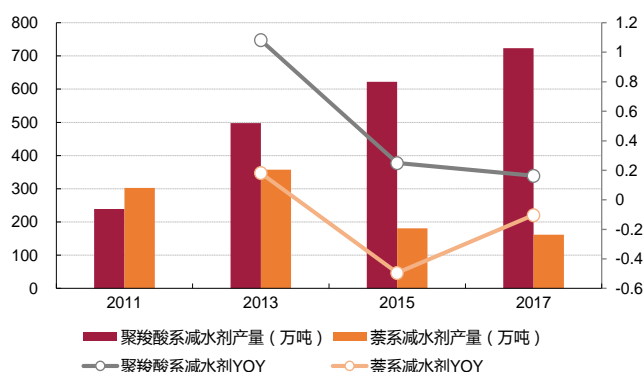
2017 年聚羧酸高性能减水剂产量占比 77.63%；其次是萘系高效减水剂，占比 21.41%。和其他减水剂相比，高性能减水剂的性能最好且具有环保属性，因此成为了现代混凝土外加剂的重要发展方向。

表 2：我国减水剂产品分类及前景

名称	主要产品类型	产品前景
普通减水剂	木质素磺酸盐类减水剂	社会效益显著、但由于原料来源不稳定，导致性能波动较大，限制了其应用范围。
高效减水剂	萘系减水剂、脂肪	具有较成熟的销售市场，应用技术较完善，在中低强度的混土应用方面具有显著的技术与经济优势，预计在未来相当长时间内仍是我国市场主流产品。
高性能减水剂	聚羧酸系减水剂	分子结构自由度高，可调可控性强，可根据工程需要实现“量身定制”，从而成为了现代混凝土外加剂的重点研究领域和重要发展方向。

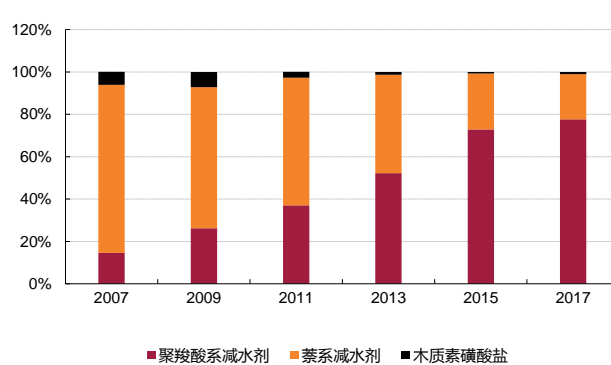
资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 15：2011-2017 年间我国聚羧酸系减水剂快速发展



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

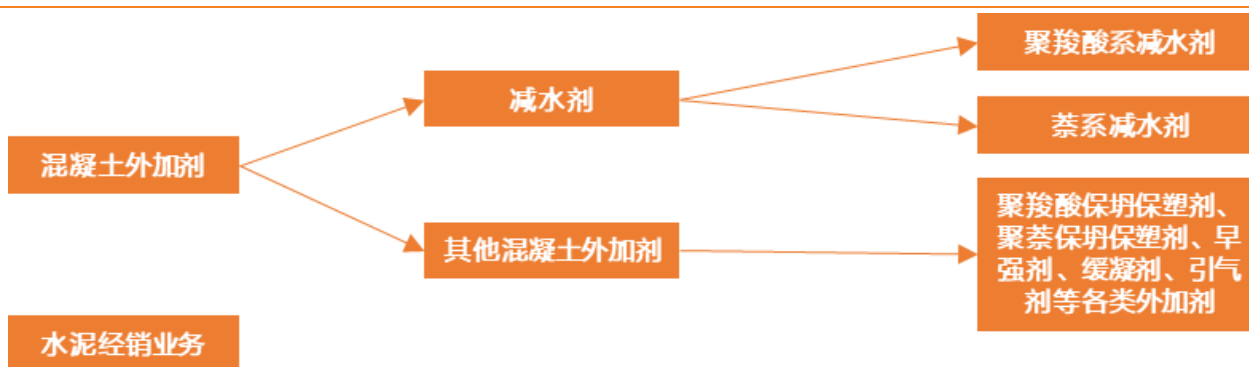
图 16：2011-2017 年间我国聚羧酸系减水剂产量占比变化情况



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

红墙股份主要产品涵盖高效减水剂和高性能减水剂，以合成阶段所生产的萘系减水剂及聚羧酸系减水剂母液为基础，通过在母液中添加其他材料和水复配成不同浓度、具有差异化性能的外加剂最终产品。

图 17：红墙股份主要产品布局



资料来源：公司年报、天风证券研究所

2.2. 需求端：终端基建及房地产需求+渗透率提升带来稳定增长

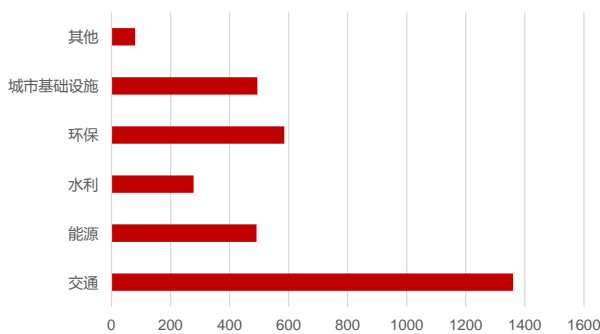
2.2.1. 逻辑 1-终端需求量增加：下游基础设施建设加码推进+房地产平稳发展带来

政策持续加码，新旧基建投资增速有望回暖，预计带动混凝土和减水剂需求提升

随着新冠疫情防控形势的持续向好，4月17日中央政治局会议指出要以更大的宏观政策力度、积极的财政政策和稳健的货币政策对冲疫情影响。财政部前期已分两批提前下达2020年新增地方政府专项债额度1.29万亿元，截至4月15日，完成发行11607亿元，并4月底提前下达第三批2020年地方政府新增专项债券额度1万亿元。此次专项债重点用于重大基础设施项目建设，主要包括交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域；同时，结合疫情防控和投资需求变化等适当优化投向，将国家重大战略项目单独列出、重点支持；增加城镇老旧小区改造领域投入，允许地方投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目。

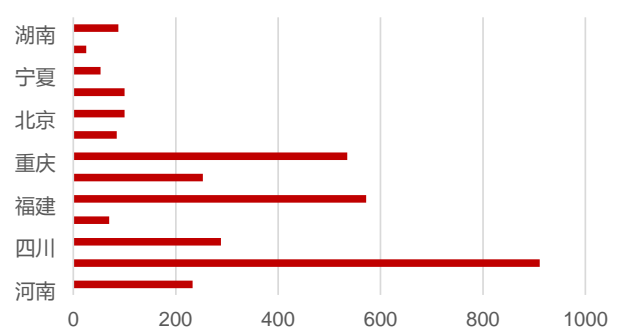
同时，2020年也是全面建成小康社会和“十三五”规划全面收官之年，各类建筑目标完成之年，行业需求预计可观。此外，2019年12月发改委审核的固定资产157个项目13292亿（交通运输、能源、高新技术和水利等领域），年前项目就已到位，现正进入加速施工阶段。这些都利于混凝土及混凝土外加剂行业的持续发展。

图 18：2020 年我国各基础设施项目总数量



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 19：2020 年我国各省基础设施项目建设



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

表 3：2020 年我国下游建筑行业目标

项目名称	2020 目标	2020 市场规模 (万亿)
装配式建筑	全国装配式建筑占新建建筑比例达到 30%以上；2018 完成约 13.8%	2
海绵城市	城市建成区 20%以上的面积达到目标要求	1.4
5G 基站建设	2020 年上半年与中国电信力争完成 47 个城市、10 万基站的建设任务，三季度力争完成全国 25 万基站建设	>1
绿色建筑	新开工建筑 30%达到绿色建筑标准	>1.3
城市地下综合管廊	建成一批具有国际先进水平的地下综合管廊并投入运营，并基本完成现有的城镇棚户区、城中村和危房改造。2020 年地铁总长度将超过 6000 公里（2017 年 4700 公里）（增速 14.47%）	-

资料来源：中国水泥网、天风证券研究所

房地产政策维持往年基调，老旧小区改造有望创造新需求

房地产维持“住房不炒”的政策基调不变，房屋建筑投资主要着眼于民生工程，保障房和老旧小区改造。2019年6月国家部署推进城镇老旧小区改造，具体可以分为基础类改造、完善类改造和提升类改造三类。据初步估算旧改投资总额将高达4万亿元。具体来看，根据住建部摸排结果，全国2000年以前建成的老旧小区有近17万个、建筑面积约40亿平。2020年4月国常会明确，2020年改造项目3.9万个，涉及居民近700万户，比2019年增加一倍。

表 4：我国老旧小区改造分类

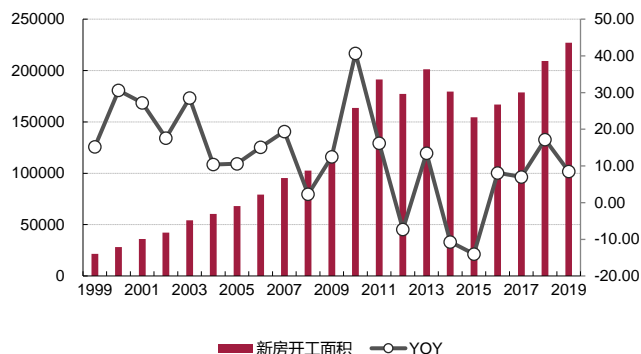
分类	内容
基础类改造	包括拆违拆临、安防、环卫、消防、道路、照明、水电气暖、光纤、建筑物修缮、管线规整等，旨在解决基础设施老化等问题
完善类改造	包括加装电梯、停车场、物业用房、无障碍设施等，旨在完善配套设施、提升小区整体环境。
提升类改造	包括完善社区养老、托幼、家政、卫生防疫、助餐等，旨在提升社区公共服务水平。

资料来源：中国房地产协会官方网站、天风证券研究所

新开工房屋面积和房屋施工面积出现回升

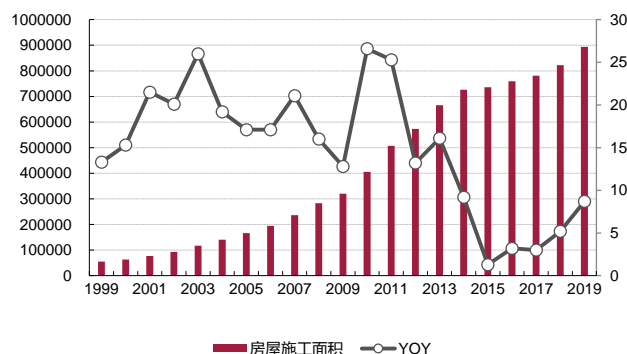
2019 年 12 月份，100 个城市新建商品住宅存销比即库存去化周期为 9.6 个月（库存去化周期即存销比=月末新建商品住宅库存面积/最近六个月新建商品住宅成交面积平均值），已经位于历史较低位置。新房开工面积增速虽从 2018 年的 17.2% 回落至 2019 年的 8.5%，但当前货币政策较为宽松，2020 年 4 月房屋施工面积累计同比增长 2.5%；新房开工面积累计同比减少 27.2%，预计 2020 年房地产正增长概率较大，混凝土及混凝土外加剂需求有望保持稳定。作为混凝土中重要的组成部分，减水剂的需求相对刚性，其增长主要随下游混凝土生产及应用于基础设施建设以及房地产建设的增长而持续发展。

图 20：我国房地产新房开工面积回升（单位：万平方米）



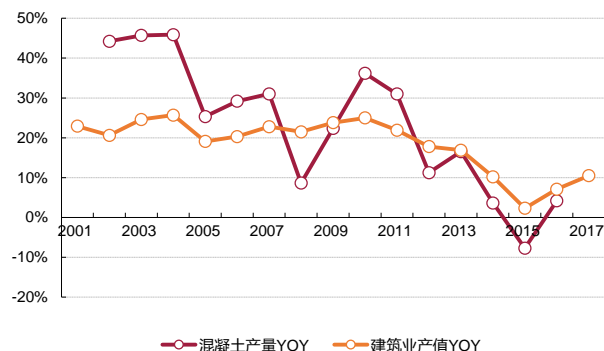
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 21：我国房屋施工面积回升（单位：万平方米）



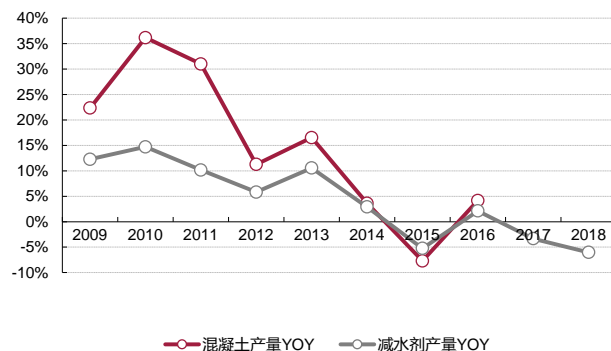
资料来源：WIND、天风证券研究所

图 22：2001-2017 年我国混凝土产量 YOY 与建筑业产值 YOY



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 23：2009-2018 年我国混凝土产量 YOY 与减水剂产量 YOY



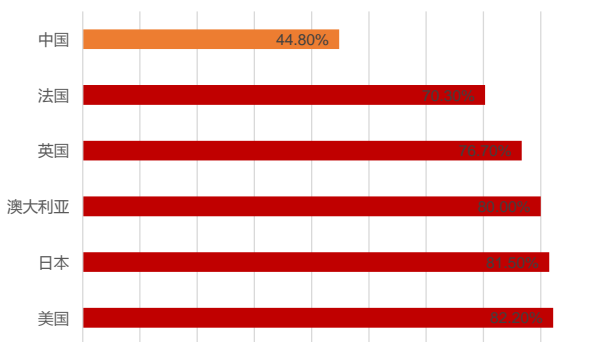
资料来源：WIND、国家统计局、天风证券研究所

2.2.2. 逻辑 2-减水剂使用渗透率提升：混凝土原料变化+混凝土预拌率提升

混凝土预拌率逐渐提升，有望提振减水剂需求

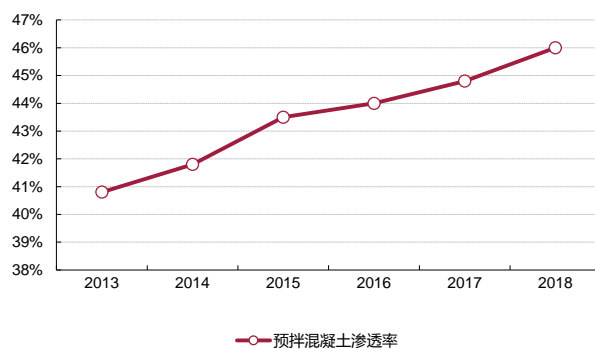
混凝土生产主要分为预拌和现场搅拌两种形式，其中预拌形式需要通过专业搅拌站进行生产。和现场搅拌相比，预拌更加符合日趋严格的环保要求，同时对减水剂的使用需求更加专业规范，单方掺量也更加充足。近年来我国混凝土预拌率已经从 2013 年的 40.8% 提升至 2018 年的 46% 左右，但仍与发达国家普遍 70% 以上的预拌率存在差距。随着日渐趋严的环保政策及监管，我国混凝土预拌率预计还将逐渐提升，从而提振减水剂需求。

图 24：我国预拌混凝土渗透率与发达国家相比仍有较大差距



资料来源：前瞻产业研究、天风证券研究所

图 25：2013-2018 年间我国预拌混凝土渗透率逐渐提升



资料来源：中国建筑业协会混凝土分会、天风证券研究所

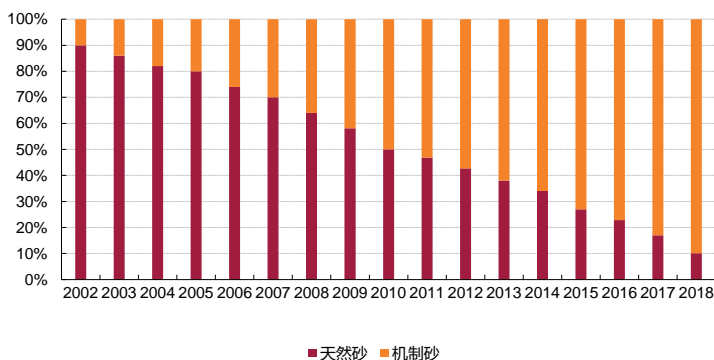
天然砂的开采逐渐收紧，机制砂使用比例提升带来减水剂行业新机遇

砂石是混凝土生产中重要的原料，占原材料成本的 50% 以上。近年来，由于国家环保政策需求、河道治理趋严，天然河砂开采受限，机制砂使用比例显著提升（由 2009 年的 41.9% 提升至 2018 年的 89.9%。）

机制砂多由尾矿研磨而成，含水量以及和易性远不及天然河沙。因此机制砂使用量的提升，使得混凝土对于减水剂的要求逐渐提升。另一方面，由于机制砂性能的统一性不如天然砂，在机制砂使用比例提高的情况下，混凝土生产对专业技术人员在现场指导调配减水剂的需求更高。从而使得减水剂行业服务属性及在产业链中的地位相较以往得到提升，技术和专业性更强的头部企业有望抢占更多市场份额。

此外，需注意到，机制砂的开采也开始逐渐收紧。2019 年 5 月自然资源部办公厅生态环境部发布《关于加快推进露天矿山综合整治工作实施意见的函》，严格控制新建露天矿山建设项目，重点区域原则上禁止新建露天矿山建设项目。因此，无论是河砂还是机制砂，供应都在趋紧导致砂石质量下降，这就要求减水剂企业能够有配套的高性能产品来平衡行业的发展缺陷，而更具备专业技术能力的龙头企业则更能适应产业的变化需求从而抓住机遇。

图 26：2002-2018 年间我国天然砂和机制砂使用情况对比



资料来源：中国砂石协会、天风证券研究所

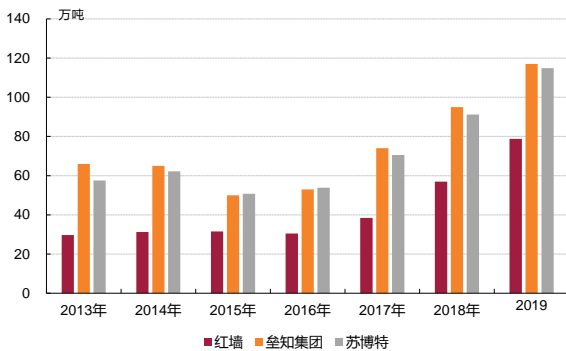
2.3. 供给端：集中度提升潜力大，技术壁垒提高，龙头受益明显

减水剂行业供给相对分散，近年呈现逐步集中化趋势

混凝土外加剂行业属于充分竞争市场，市场份额相对较为分散。据 CCPA 外加剂应用技术分会“2016 年年度外加剂行业发展报告”中指出，我国外加剂有近 6000 家公司，其中包含具备一定研发能力和合成技术的业内领先企业以及大量不具备合成能力，仅通过外购粉剂复配后出售的小型企业。由于混凝土外加剂受到运输费用经济性的限制，使得行业存在明显的区域性特征，从而给一些规模相对较小的企业在当地占据一定市场份额的可能性。

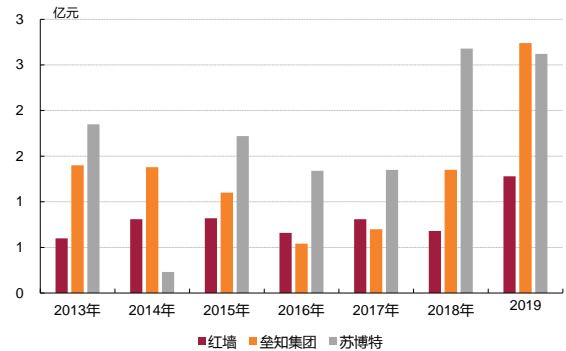
但近些年，随着大企业不断提高自身的研发和合成实力并扩大规模，行业整体集中度逐步提高，逐渐由分散竞争型向低集中竞争型过度。外加剂行业 CR3 的市场占有率从 2016 年的 5.23% 提升至 2018 年的 10.06%，预计 2019 年 CR3 的市占率将提高到 12% 左右。

图 27：2013-2019 年间我国混凝土外加剂行业 CR3 销量情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 28：2013-2019 年间我国混凝土外加剂行业 CR3 净利润情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

表 5：2018 年中国聚羧酸系减水剂企业综合 10 强

企业名称	减水剂总销量 (万吨)	减水剂产能 (万吨)	市占率
江苏苏博特	55.89	68.50	5.48%
科之杰集团 (垒知集团子公司)	55.00	83.00	5.39%
广东红墙	16.59	24.00	1.63%
长安育才	11.34	22.00	1.11%
安徽中铁	10.33	21.00	1.01%
贵州石博士	11.43	30.00	1.12%
山西凯迪	9.91	30.00	0.97%
华伟银凯	9.64	17.50	0.95%
重庆三圣	9.27	30.00	0.91%
江苏奥莱特	8.20	15.00	0.80%

资料来源：中国混凝土网、天风证券研究所；注：聚羧酸减水剂销量以 20% 浓度计算

环保政策约束及技术壁垒提高

混凝土外加剂行业的母液合成环节是化学环节，需要有合格的环评手续，对于复配点要求是备案制并要求进入工业园区，甚至是专门的化工园区。2016 年以来，中央政府陆续出台一系列化工企业“退城入园”政策。由于工业园区往往对于企业规模以及污染排放有着一定要求，随着“退城入园”的执行，相当一部分规模小、环保能力不达标的小型减水剂企业预计将逐渐被淘汰。同时，2017 年 4 月环保部印发《国家环境保护标准“十三五”发展规划》也标志着环保监督的收紧，提高行业门槛，加快淘汰不达标技术及设备，为行业龙头的发展提供了更大的空间。

表 6：我国“退城入园”部分政策梳理

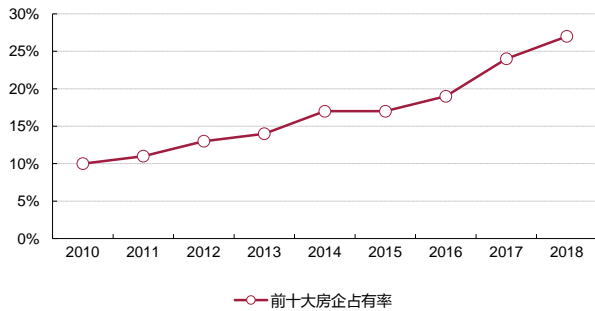
时间	事件
2016 年 11 月	国务院发布《关于印发危险化学品安全综合治理方案的通知》，要求人口密集区域全面开始制定退城入园政策
2017 年 1 月	国务院发布《安全生产“十三五”规划》，要求到 2020 年人口密集区危险化学品企业全部启动搬迁
2017 年 9 月	国务院发布《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，中小企业和特大企业分别应于 2020/2025 年前完成搬迁

资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

房地产行业集中度提升，大客户抬高上游减水剂行业的准入门槛

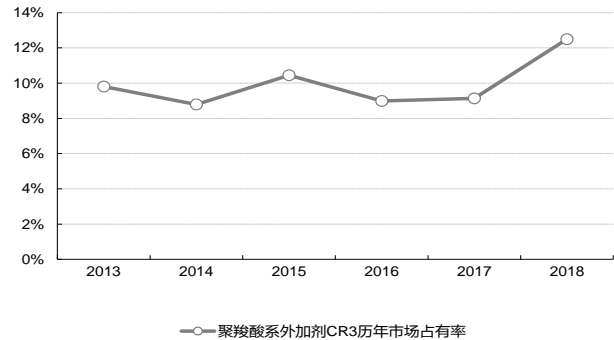
近年来随着融资政策趋严和单体项目规模提升，地产行业集中度逐渐提升。其中 CR10（销售面积口径）从 2010 年的 10% 提升至 2018 年的 27%。同时，地产头部企业对于上游战略合作伙伴资金实力、产品质量、成本等有着较高的要求，大客户开始直接对有实力的减水剂企业进行集中采购和战略合作，减水剂行业内领先企业可以借助其研发、生产和专业性占据竞争优势，挤占小企业的市场份额。

图 29：2010-2018 年间我国房地产行业集中度提升



资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

图 30：2013-2018 年间我国聚羧酸系减水剂行业集中度提升



资料来源：中国混凝土网、天风证券研究所

混凝土原材料质量下降对外加剂生产企业配方的调整能力及反应速度要求变高，行业服务属性提升、技术门槛提高

不同外加剂具有不同特性且会受原材料价格波动影响其性价比，因此掌握不同产品的合成能力、提供高性价比的产品是占领市场竞争优势地位的关键因素。同时，由于不同客户对混凝土外加剂的特性要求不同、同一客户在原材料的变化以及不同工程中对混凝土外加剂要求的特性均有所不同，这就需要混凝土外加剂企业自身拥有快速调整复配配方以及协助客户调节混凝土配合比的能力。因此大企业凭借专业的合成技术、配方调节能力和研发能力占据更多优势，行业集中度提升。

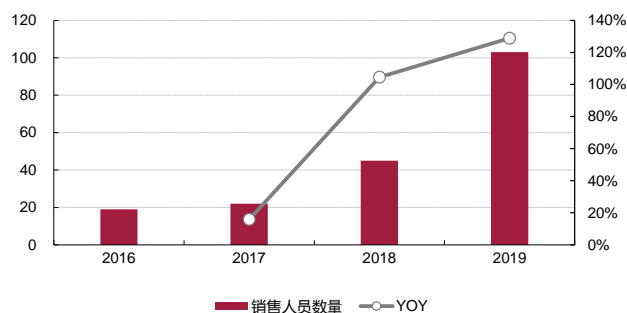
3. 红墙股份：具备核心竞争优势的混凝土外加剂龙头

3.1. 全国布局积极推进，产销协同效应明显

公司在深耕华南和华东市场的同时积极推进全国布局。2018 年，公司通过设立全资子公司四川红墙和贵州红墙，完成了我国西南区域主要混凝土外加剂市场布局；通过设立全资子公司陕西红墙，完成了我国西北区域主要混凝土外加剂布局。此外，公司以河北红墙为重点依托不断开拓华北市场。截止至 2019 年，公司在全国 20 个省市范围内设立的近 20 个生产基地已经完全覆盖全国五大主要混凝土外加剂市场。

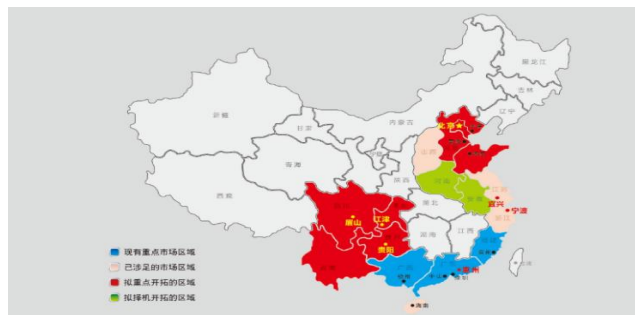
公司产能提升与销售半径扩大产生协同效应。随着公司产能逐年提升，主要减水剂产品 2019 年比 2018 年同比增产 38.08%，其中聚羧酸系外加剂同比增加 43.54%；萘系外加剂同比增加 18.62%。与之相对应的是公司积极拓展销售网络，在主要五大市场区域大力引进销售人才，2019 年销售人员较上年同期增加了 128%。随着销售人员的投放和公司有效的激励制度，新开拓市场业绩显著提升。2019 年西南地区营收同比增加 247.30%；华北地区同比增长 110.04%。

图 31：公司历年销售人员数量变化情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 32：公司现有战略布局



资料来源：公司官网、天风证券研究所

3.2. 基于长期合作累计的产品配方数据库能为客户提供定制化产品和整体解决方案

公司采用客户提供定制化配方和整体解决方案的经营模式，更好的解决了外加剂与混凝土原材料的适应性问题。公司依据客户所使用的混凝土中各种材料的特性，对照配方数据库进行调配和多次试验，同时结合客户使用成本，制定出最适合客户混凝土原料的外加剂解决方案。

配方数据库是公司根据已自主研发并规模合成生产聚羧酸系减水剂、聚羧酸保坍保塑剂、萘系减水剂、萘系保坍保塑剂、葡萄糖酸钠外加剂等多种外加剂产品，以及泵送剂、缓凝剂、早强剂、防冻剂、引气剂、防水剂、速凝剂等其他外加剂产品，通过与不同地区的大量混凝土搅拌站和预制混凝土构件生产企业的长期合作累积而成。

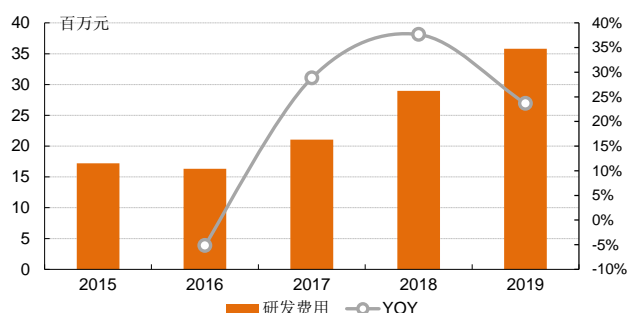
公司以强大的配方数据库为支撑的定制化整体解决方案能在客户变换原材料时及时反应，也能满足客户对质量稳定性或混凝土特殊性能的需求并提供高性价比的产品和服务。

3.3. 强大的专业技术优势和现有研发体系是新产品研发的有力保障

合成是混凝土外加剂企业生产端的核心环节，对企业的技术及工艺水平提出了更高要求，因此也是产业链利润核心环节。

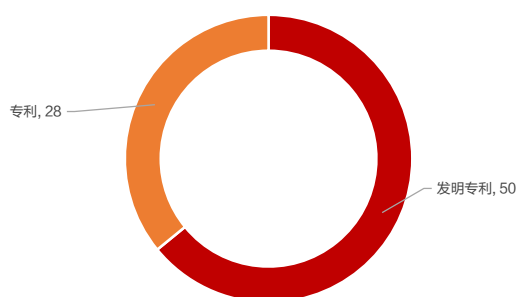
公司具备自主研发、合成新型差异化外加剂的技术力量。公司现有研发团队对各类外加剂与混凝土原料的适应性进行了多年理论和实践研究，具备通过高分子结构设计手段，采用高新技术合成多功能性外加剂产品的能力，以不断满足下游市场多样化需求。同时公司还拥有单独设计聚羧酸外加剂原材料聚醚大单体。公司力争开发出尖端独特功能化大单体，希望在未来聚羧酸技术的竞争中取得领先优势。

图 33：公司历年研发费用情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 34：2019 年公司专利情况



资料来源：公司年报、天风证券研究所

先进的研发体系和专业的研发团队。公司建立了专业化的研发平台和专门的研发机构，搭建了具备先进技术水平和研发经验的研发团队；组建了“广东省混凝土外加剂工程技术研究中心”省级工程技术研究中心；研发中心及技术服务中心被广东省经信委、广东省

财政厅、广东省国税局、广东省地税局以及海关总署广东分署认定为省级企业技术中心。子公司广西红墙的技术中心也被认定为广西壮族自治区企业技术中心。

2019年，公司新建混凝土外加剂研发中心及混凝土工程技术研究中心投入使用，公司研发硬实力得到进一步提升，对研发人才的吸纳培养起到积极作用。同时也有利于公司通过新品开拓提高产品质量、降低产品成本，提高公司经济效益。

研发团队方面，公司引入功能性材料专家团队加盟，大力提升公司在功能性材料领域的研发能力，并相继与清华大学、同济大学、重庆大学、华南理工大学等签署产学研合作协议，为公司产品研发、课题研究提供支持。2019年度公司相继推出无碱速凝剂、脱模剂、应用于高标号混凝土、管桩机布料的降粘型减水剂大单体及减水剂、石膏专用减水剂、装配式建筑预制混凝土纳米早强剂、新型保塌剂 JST7、余废混凝土处理剂等新产品。此外，公司在技术研发方面也取得了一定成果，截至目前公司所获专利数量位列同行业公司前茅。

3.4. 营销策略以技术为先导、以较高的品牌知名度积累优质大客户资源

公司拥有具备技术水平的专业销售工程师团队，采用以技术为先导的营销策略，产品销售与技术服务相融合的营销模式。公司既可以客户提供初步的可行性产品方案，同时对客户的具体需求做出及时反馈，力求更快更好的解决客户的常规性技术问题。公司建立了完备的销售-研发-技术服务互动优化体系。一方面，销售团队在对客户的需求和混凝土原材料构成进行充分了解和分析的基础上，根据技术服务中心试配效果为客户量身定制外加剂产品方案，同时也可以根据研发团队最新研发成果向客户推荐效果更好性价比更高的新产品；另一方面，具有丰富混凝土行业从业经验及技术服务水平的技术服务团队，可对销售团队和客户反馈的产品现时需求、新增需求给与及时反馈，为客户提供精确、高效的技术服务。

公司长期注重品牌建设，在业内具有较高的知名度。混凝土外加剂属于功能性材料，由于其在混凝土中的掺量较小，但对混凝土的性能影响较大的特性，混凝土企业在选择外加剂产品时非常注重公司品牌。红墙股份自成立以来一直非常注重品牌建设，长期不懈地坚持“品质第一、服务客户”宗旨，先后获得“广东省著名商标”、“广东省优秀企业”、“2011年度用户推荐中国混凝土外加剂最佳品牌企业”等多项荣誉称号，公司生产的“红墙牌混凝土外加剂”于2011年12月、2014年12月和2017年12月连续三次被评为广东省名牌产品，形成良好的品牌效应。

公司长期服务于业内知名企业。公司多年来凭借持续稳定的产品质量、高性价比、优质的技术服务和解决技术难题的能力在业内树立了良好的口碑，获得大客户认可。截止2019年末，全国预拌混凝土十强企业，公司已在服务的客户已有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、中国建筑、中交等央企及其关联企业在全国范围内展开业务合作。同时，公司也与华润水泥、三和管桩、宏基管桩、上海建工等知名企业长期合作。

图 35：公司合作大客户



资料来源：公司官网、公司年报、天风证券研究所

3.5. 着力新产品研发，积极构筑全国销售网络

在 2019 年年报中，公司提出未来四个主要战略发展方向：

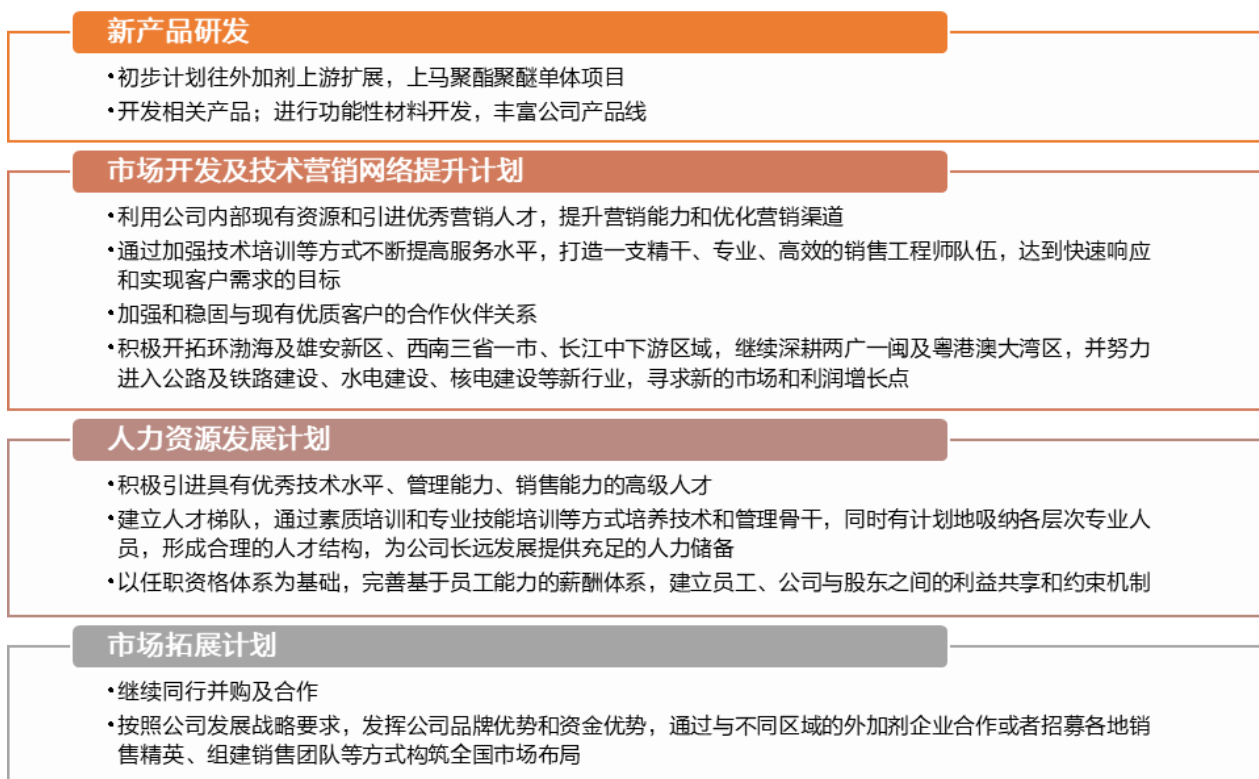
1. 新产品研发：公司将利用已建成的企业研发中心，以现有技术为基础，构建以创新为导向的研发体系。同时，公司将继续以市场需求为导向，深入研究和优化混凝土外加剂合成工艺和复配技术，并着力开发具有更优良性价比和市场竞争力的外加剂产品。

2. 市场开发及技术营销网络提升计划：公司将坚持“质量、价格、服务”三者的有机结合，在不断提高产品质量的同时，通过优化合成技术和复配技术控制成本和费用，并坚持为客户提供完善的售前售后技术服务，维护并深化与现有优质客户的长期合作关系，同时积极开拓新区域、新行业和新客户。

3、人力资源发展计划：公司将坚持以人为本的管理理念，按照“任人唯贤、用其所长、人尽其才”的原则，进一步优化人才结构。

4、市场拓展计划：持续发力拓展销售网络，坚持完善、巩固全国市场布局。

图 36：公司未来发展主要战略方向



资料来源：公司年报、公司公告、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

预计公司 2020~2022 年净利润分别为 160.6、207.0、257.7 亿元，按照当前 2.04 亿股总股本，对应 EPS 分别为 0.79、1.01、1.26 元，现价对应 PE 分别为 15.32、11.89、9.55 倍。

表 7：盈利预测

单位：百万元，CNY	2018	2019	2020	2021	2022
营业总收入	931.74	1,157.75	1,347.57	1,707.49	2,169.90
混凝土外加剂	768.47	1047.49	1231.85	1586.00	2042.38
水泥	162.55	109.64	115.12	120.88	126.92
其他主营业务	0.72	0.61	0.61	0.61	0.61
营业成本	678.23	770.23	932.89	1185.09	1511.57
混凝土外加剂	521.53	665.25	822.25	1068.92	1389.60
水泥	156.48	104.98	110.52	116.04	121.85
其他主营业务	0.21	0.00	0.12	0.12	0.12
毛利	253.51	387.51	414.69	522.40	658.35
混凝土外加剂	246.94	382.24	409.60	517.08	652.78
水泥	6.06	4.66	4.60	4.84	5.08
其他主营业务	0.50	0.61	0.49	0.49	0.49
毛利率(%)	27.2%	33.5%	30.8%	30.6%	30.3%
混凝土外加剂	32.1%	36.5%	33.3%	32.6%	32.0%
水泥	3.7%	4.3%	4%	4%	4%
其他主营业务	69.4%	100.0%	80%	80%	80%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

参考可比公司估值，结合公司近年来的快速发展，以及着力新产品研发，积极构筑全国销售网络，给与公司 2020 年 17 倍 PE，目标价 13.43 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

表 8：可比公司估值

公司名称	PE2018	PE2019	PE2020	PE2021	PB
苏博特	22.21	38.43	17.32	13.56	2.80
垒知集团	18.72	19.99	14.79	11.58	2.29
平均值	20.46	20.28	16.05	12.57	2.54
红墙股份	19.19	19.99	15.02	12.25	1.93

资料来源：wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、公司业务发展与固定资产投资密切相关。业务增长受经济增长与宏观经济调控导致的波动风险。
- 2、公司应收账款与建筑行业的回款特点密切相关，公司正常资金周转和业绩受应收账款及票据管理风险。
- 3、我国混凝土外加剂行业中技术储备是核心竞争力。公司核心技术意外外泄、关键技术人才流失或研发团队未能及时跟进最新技术导致的技术被替代风险。
- 4、我国混凝土外加剂行业是充分竞争市场，行业竞争激烈。公司存在未来市场开拓不利、现有市场份额被竞争对手蚕食的市场竞争风险。
- 5、公司原材料成本占主营业务成本较高，主要原料价格波动风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	267.61	301.80	350.37	375.65	477.38
应收票据及应收账款	802.03	659.39	987.65	1,051.85	1,118.05
预付账款	17.32	26.39	12.09	40.57	31.20
存货	49.19	54.01	74.75	84.86	122.76
其他	113.55	467.34	278.96	293.95	434.35
流动资产合计	1,249.69	1,508.93	1,703.82	1,846.87	2,183.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	87.70	141.06	159.79	198.46	236.09
在建工程	21.97	0.83	36.50	69.90	71.94
无形资产	20.22	19.71	19.02	18.32	17.63
其他	40.82	18.39	10.60	11.88	13.62
非流动资产合计	170.71	179.99	225.91	298.57	339.28
资产总计	1,420.41	1,688.92	1,929.73	2,145.44	2,523.03
短期借款	80.00	170.30	99.33	102.63	106.54
应付票据及应付账款	269.33	305.23	328.57	494.60	573.54
其他	34.73	52.88	144.37	45.90	160.30
流动负债合计	384.06	528.41	572.27	643.13	840.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.51	0.35	0.51	0.46	0.44
非流动负债合计	0.51	0.35	0.51	0.46	0.44
负债合计	384.57	528.76	572.78	643.59	840.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	126.38	120.00	204.00	204.00	204.00
资本公积	545.31	454.18	454.18	454.18	454.18
留存收益	1,017.63	1,040.53	1,152.95	1,297.85	1,478.21
其他	(653.49)	(454.55)	(454.18)	(454.18)	(454.18)
股东权益合计	1,035.83	1,160.16	1,356.95	1,501.85	1,682.21
负债和股东权益总	1,420.41	1,688.92	1,929.73	2,145.44	2,523.03

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	68.31	128.18	160.61	207.00	257.65
折旧摊销	14.59	17.25	6.30	8.63	11.02
财务费用	0.46	(11.76)	(15.27)	(19.57)	(23.72)
投资损失	(6.64)	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(160.45)	(648.77)	(23.54)	(51.55)	(43.56)
其它	44.01	450.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	(39.72)	(65.10)	128.09	144.51	201.40
资本支出	37.61	49.11	59.84	80.05	50.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(168.86)	(10.34)	(119.84)	(160.05)	(100.02)
投资活动现金流	(131.25)	38.78	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	80.00	170.30	99.33	102.63	106.54
股权融资	48.24	22.38	99.64	19.57	23.72
其他	(185.00)	(114.72)	(218.48)	(161.43)	(179.92)
筹资活动现金流	(56.76)	77.96	(19.52)	(39.23)	(49.66)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(227.73)	51.64	48.57	25.28	101.73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	931.74	1,157.75	1,347.57	1,707.49	2,169.90
营业成本	678.23	770.23	932.88	1,185.08	1,511.56
营业税金及附加	5.34	5.93	7.75	9.45	11.87
营业费用	68.26	116.61	101.07	119.52	151.89
管理费用	82.01	83.74	94.33	119.52	151.89
研发费用	16.27	35.82	40.43	51.22	65.10
财务费用	(11.04)	(12.08)	(15.27)	(19.57)	(23.72)
资产减值损失	12.39	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.64	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(15.75)	2.79	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	89.39	154.71	186.38	242.24	301.31
营业外收入	1.35	2.90	4.54	2.93	3.45
营业外支出	1.64	1.32	1.97	1.65	1.65
利润总额	89.10	156.29	188.95	243.52	303.12
所得税	20.79	28.10	28.34	36.53	45.47
净利润	68.31	128.18	160.61	207.00	257.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	68.31	128.18	160.61	207.00	257.65
每股收益(元)	0.33	0.63	0.79	1.01	1.26

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	47.66%	24.26%	16.40%	26.71%	27.08%
营业利润	0.21%	73.08%	20.47%	29.97%	24.38%
归属于母公司净利润	-15.29%	87.65%	25.29%	28.89%	24.47%
获利能力					
毛利率	27.21%	33.47%	30.77%	30.59%	30.34%
净利率	7.33%	11.07%	11.92%	12.12%	11.87%
ROE	6.59%	11.05%	11.84%	13.78%	15.32%
ROIC	13.05%	14.49%	14.40%	17.28%	19.39%
偿债能力					
资产负债率	27.07%	31.31%	29.68%	30.00%	33.33%
净负债率	-18.11%	-11.33%	-18.50%	-18.18%	-22.05%
流动比率	3.25	2.86	2.98	2.87	2.60
速动比率	3.13	2.75	2.85	2.74	2.45
营运能力					
应收账款周转率	1.37	1.58	1.64	1.67	2.00
存货周转率	20.81	22.44	20.93	21.40	20.90
总资产周转率	0.70	0.74	0.74	0.84	0.93
每股指标(元)					
每股收益	0.33	0.63	0.79	1.01	1.26
每股经营现金流	-0.19	-0.32	0.63	0.71	0.99
每股净资产	5.08	5.69	6.65	7.36	8.25
估值比率					
市盈率	36.02	19.19	15.32	11.89	9.55
市净率	2.38	2.12	1.81	1.64	1.46
EV/EBITDA	15.74	10.79	12.39	9.40	7.19
EV/EBIT	18.23	11.81	12.85	9.77	7.48

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com