



建材行业“稳增长”系列报告(二)混凝土外加剂：需求增加、结构升级 A 与 B 机会共存



混凝土外加剂：工程项目的“幕后英雄”

混凝土外加剂，是指在混凝土拌合前或拌合过程中加入，用以改善新拌混凝土和（或）硬化混凝土性能的物质。混凝土外加剂的特点是品种多、掺量小，在混凝土改性中起到重要作用。减水剂在混凝土外加剂中占比约为 2/3，是外加剂中最主流的产品。其中的聚羧酸减水剂具有低掺量、高减水等优点，可配制高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土；相比于其他类型减水剂，聚羧酸系减水剂合成工艺无废液、废气、废渣排放等因素，是绿色环保型高性能减水剂，在环保和效能上优势较为明显。随着产能扩大和渗透率提升，聚羧酸减水剂已成为当前我国减水剂生产和消费的主要品种。

重大项目建设提速，外加剂需求有望增加

在“稳增长”预期持续升温的背景下，重大工程项目规划增加且建设进度提前而带来的混凝土的需求增长，将同时增加混凝土外加剂的需求。并且，以各省发布的政府工作报告来看，交通、水利工程等基础设施建设在重大项目中占比较大，而上述工程建设对于混凝土的性能要求较高，而高性能减水剂对于满足混凝土的泵送施工需要以及特殊混凝土工程的减振乃至免振的需求，相比于其他类型的外加剂具有明显优势，因此，能够实现工程项目“量身定制”的高性能减水剂的需求占比将有望进一步增加。

行业集中度提升趋势延续，龙头技术与服务优势凸显 2020 年，减水剂行业 CR3 为 15.34%，虽然近年来龙头企业的市占率显著提升，但行业

集中度仍然很低，具备较大的提升空间。我们认为随着龙头企业的规模不断扩大和中小企业的出清，减水剂企业的定价能力将有望提升；与此同时，下游包括商混站在内的主要客户集中度也在不断提升，而直销渠道的工程类大客户对减水剂逐渐采用集采模式，行业 B 端属性越来越强将带来产品定价的规范化，对于龙头企业来说实质上增强了议价能力并提升了产业链地位。另外，机制砂占比提升使得减水剂用量增加的同时，客户对减水剂性能的要求整体提升，由此带来定制化需求和产品溢价提升，而这部分红利将由综合实力强的龙头企业独享。

强者恒强格局清晰， α 与 β 机会共存

外加剂行业主要的三家上市公司相继发布扩产计划，我们认为在需求端存在催化和龙头持续扩产的驱动下，减水剂行业在短期和中期仍将维持较高景气度，龙头企业也具备较高的业绩确定性。

我们当前继续看好减水剂板块的投资机会，主要基于：

1) 需求端受混凝土预拌率提升、机制砂渗透率提升、水泥和砂石骨料涨价等多因素驱动，增速（尤其是聚羧酸减水剂需求增速）将显著高于下游混凝土行业增速；

2) 减水剂行业存在技术和服务两方面的壁垒，新进入者若想进一步获得较大的市场份额，并占据产业链中毛利较高的环节，也就是针对客户需求进行定制化母液复配和配套服务，则将面临较高的进入门槛；

3) 行业集中度提升是必然趋势，同时 2022 年也将加速演绎。客观因素包括环保整治带来的产能出清、中小企业因环保成本/长账期/低毛利等原因导致的主动或被动退出；主观因素包括龙头企业不断抢占市场份额，资本市场的融资助力将会进一步加强龙头企业在资金和研发上的壁垒；

4) 集中度提升、需求总量提升、需求结构变化、规模效应提升等因素会逐步增强龙头企业的产业链地位，进而增强对上下游的议价能力。

投资建议

我们认为苏博特目前尚存在较大预期差，alpha 机会值得关注。公司除减水剂主业之外的功能性材料业务体现出公司与竞争对手迥异的底层产品逻辑，未来将能够复制减水剂业务的成功，且市场空间天花板远高于减水剂。我们认为公司的技术壁垒和所处市场的广阔空间尚未被充分认识，未来有望不断突破成长边界，成长为综合性新型土木工程技术和材料供应商。

风险提示

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38638

