

## 快速崛起的混凝土外加剂新秀

——红墙股份（002809）深度报告

2018年09月06日

推荐/首次

红墙股份	深度报告
------	------

### 报告摘要:

**行业集中度提高将带动公司业绩进一步增长。**混凝土外加剂是公司的主营业务，由于技术壁垒、资金壁垒等原因，行业集中度将进一步提高。2017年公司营收6.3亿元，同比增长44.4%；2018年上半年公司营收4.8亿元，同比增长71.8%；预计公司外加剂业务仍将快速增长。

**基础建设计划将刺激行业增长。**2018年中央基建投资安排5376亿元，比2017年增加300亿元。同时，各省发改委陆续公布2018年重大项目投资计划，16省总计投资计划近2万亿。此番基础建设投资预计将增加混凝土以及混凝土外加剂的需求量。

**募投项目将助力公司进一步发展。**在基建及建筑业带动下，混凝土及混凝土外加剂需求量将有所提升，而湖北省为代表的华中地区属于我国混凝土使用量较高、增长较快的区域之一，对混凝土外加剂的需求量同样较大，前景可观。公司变更募投项目，投资控股3家在湖北的子公司，在华中地区拥有生产基地并完善现有产能布局；2018年，公司先后设立四川红墙新材料有限公司、陕西红墙新材料股份有限公司、贵州红墙新材料有限公司，进一步推动公司全国化布局战略目标的实现。

**股权激励计划保证核心团队稳定。**公司于2017年及今年7月实施了限制性股票激励计划，又在8月实施了股票期权激励计划，涉及公司三分之一以上的公司员工，此次激励计划范围之广，能够有效激励员工工作热情，保证核心团队稳定。

**盈利预测及投资评级。**预计公司18-20年EPS为0.84、1.02和1.37元，对应PE为21、17和13倍，结合行业及公司现状和前景，首次给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	436.92	630.99	1,059.64	1,474.37	1,898.53
增长率(%)	-2.68%	44.42%	67.93%	39.14%	28.77%
归母净利润(百万元)	66.14	80.64	104.65	128.08	171.39
增长率(%)	-19.92%	21.94%	29.77%	22.38%	33.82%
净资产收益率(%)	7.47%	8.45%	10.85%	12.71%	15.95%
每股收益(元)	0.99	0.67	0.84	1.02	1.37
PE	89.61	26.07	20.79	17.12	12.75
PB	6.69	4.46	2.28	2.18	2.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 分析师:

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

张明烨

010-66554024

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517120002

### 研究助理:

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

hongchong@dxzq.net.cn

徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	17.5-40.6
总市值(亿元)	22.64
流通市值(亿元)	10.87
总股本/流通A股(万股)	12504/6068
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.4

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

1. 《基础化工行业2018半年度策略报：围绕油价、环保和需求三个维度优选周期子行业》2018-06-28

## 目录

1. 公司运营良好，有一定的成长空间 .....	4
1.1 公司经营稳健，盈利能力卓越 .....	4
1.2 募投项目将巩固公司地位 .....	4
1.3 员工持股有效保证了公司核心团队的稳定 .....	5
2. 行业下游需求回升，拉动企业业绩进一步增长 .....	7
2.1 行业市场集中度正在提高 .....	7
2.2 建筑行业回暖给混凝土外加剂行业带来增长新契机 .....	8
2.3 政府继续加大基础建设计划 .....	9
2.4 “一带一路”、城镇化一体化建设规划等有力带动投资加速增加 .....	11
3. 公司致力于构建一体化经营模式 .....	13
3.1 公司不断完善市场布局，在全国多地设立子公司及生产基地 .....	14
3.2 公司设立了自己独特的营销渠道，优势明显 .....	15
3.3 公司不断加大研发投入力度，完善企业自有研发中心 .....	17
4. 盈利预测与估值 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 表格目录

表 1：公司募投项目 .....	4
表 2：新增控股子公司财务情况（万元） .....	5
表 3：限制性股票激励计划分配情况 .....	6
表 4：股票期权激励计划分配情况 .....	6
表 5：中国聚羧酸减水剂生产企业前 10 强（按市场占有率） .....	8
表 6：各省 2018 年基础建设计划 .....	9
表 7：中国近几年在“一带一路”建设中承包的部分项目 .....	11
表 8：我国城镇化程度与其他国家对比 .....	12
表 9：红墙股份直销模式下主要客户 .....	16
表 10：红墙股份根据市场需求研发的新型产品 .....	17
表 11：发行人的主要产品技术以及环保技术 .....	18
表 12：可比公司估值（截止 2018 年 09 月 03 日收盘） .....	21
表 13：公司盈利预测表 .....	22

## 插图目录

图 1：近年营业利润率与其他公司对比 .....	4
图 2：近年净利率与其他公司对比 .....	4

图 3：公司股票激励计划员工分类.....	6
图 4：目前持股员工所占比例以及技术人员中持股员工所占比例 .....	7
图 5：混凝土外加剂行业的所处的位置 .....	7
图 6：多家公司 2017 年营业收入大幅增长.....	8
图 7：建筑行业总产值.....	8
图 8：建筑业景气指数与水泥产量对比 .....	9
图 9：我国混凝土 2000 年来产量情况.....	9
图 10：人均国民收入与城市人口比例 .....	12
图 11：红墙股份一体化经营模式图.....	13
图 12：红墙股份的子公司遍布全国各地 .....	14
图 13：公司在各地区的业务收入增长情况（百万） .....	14
图 14：红墙股份与竞争对手费用率对比 .....	15
图 15：红墙股份销售流程 .....	16
图 16：红墙股份直销、经销对比 .....	17
图 17：公司的产品配方数据库运作模式 .....	19
图 18：公司研发平台组织结构 .....	19
图 19：公司近年研发费用 .....	20
图 20：公司各类员工占比 .....	20

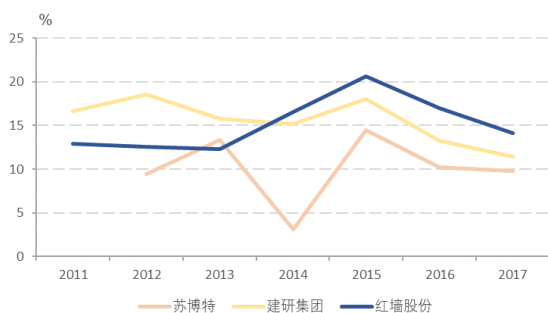
## 1. 公司运营良好，有一定的成长空间

红墙股份是一家专业从事混凝土外加剂研发、生产、销售的上市公司。公司的主要产品包括聚羧酸减水剂、萘系减水剂、防冻剂、砂浆缓凝剂、增强剂等混凝土外加剂。公司自 2006 年成立以来经营状况良好，规模不断扩大。公司销售收入、利税连续七年广东省混凝土外加剂排名第一，是珠三角地区的混凝土外加剂行业的龙头企业之一。

### 1.1 公司经营稳健，盈利能力卓越

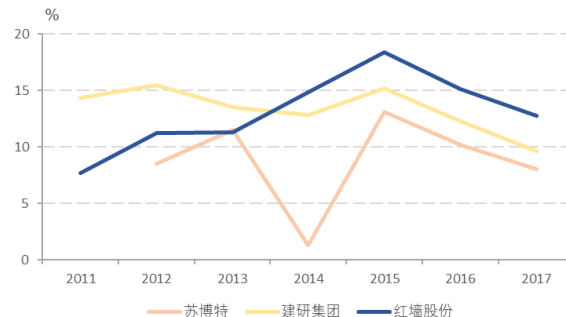
公司坚持精细化管理理念，推行目标成本及投入产出管理，能够将企业的利润率保持在一个较高的水平上。同时公司自建营销渠道、运输公司，能够有效提高销售、运输中的效率，提高公司的盈利能力。公司运营良好，盈利能力强，公司的营业利润率与净利润率红墙股份与已经上市的主要竞争对手相比，从 2014 年开始，其营业利润率、净利润率超越其他两位竞争对手。

图 1：近年营业利润率与其他公司对比



资料来源：WIND、公司公告、东兴证券研究所

图 2：近年净利率与其他公司对比



资料来源：WIND、公司公告、东兴证券研究所

### 1.2 募投项目将巩固公司地位

目前，公司在整个行业中位列第三，属于典型的第一梯队的企业，公司在聚羧酸减水剂市场的占有率在 2017 年为 1.39%，随着公司各个新设、新建子公司陆续投产及并购企业的快速扩张，预计公司的市场占有率会有进一步的提升。并且随着市场监管进一步严格，以及环保的压力，行业中小规模企业会不断减少，企业的规模优势、技术资源实力、品牌优势会进一步凸显，公司有望成为行业集中度提高中的获益者。

公司通过公开上市募集资金加大产能投放，不断扩大公司各个子公司的生产能力，并利用募集资金建立新的研发中心，不断提高公司的产品创新能力。

表 1：公司募投项目

项目名称	实施主体	实施地点
河北红墙新材料有限公司年产 20 万吨高性能混凝土外加剂项目（一期投产）	河北红墙	河北省沧州市渤海新区化工产业园区

武汉苏博新型建材有限公司	红墙股份	武汉市青山区都市工业园
黄冈苏博新型建材有限公司	红墙股份	武穴市花桥镇
湖北苏博新材料有限公司	红墙股份	潜江市杨市工业园
企业研发中心项目	红墙股份	石湾镇永石大道东侧科技产业园内
广东红墙新材料股份有限公司年产 5.5 万吨高性能混凝土外加剂项目（终止）	红墙股份	钦州市钦北区大垌镇皇马工业集中区四区内
广西红墙新材料有限公司年产 3 万吨聚羧酸减水剂大单体项目（终止）	广西红墙	广西红墙所在地

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

河北红墙年产 20 万吨高性能混凝土外加剂项目包括萘系减水剂 15 万吨/年、聚羧酸系减水剂 3 万吨/年、葡萄糖酸钠外加剂 1 万吨/年以及脂肪族减水剂 1 万吨/年。根据该项目的可行性研究报告，项目完全达产后年可实现销售收入 4000 多万元截至 2018 年 3 月 15 日，该项目已投入募集资金 2041 万元，基本完成了一期工程建设，达产后可拥有聚羧酸系减水剂每年 1 万吨生产能力。

河北红墙项目后期、广东红墙项目、广西红墙项目因市场及供应渠道变化等原因已经终止，改为收购武汉苏博新型建材有限公司、黄冈苏博新型建材有限公司、湖北苏博新材料有限公司三家公司股权。以湖北省为代表的华中地区属于我国混凝土使用量较高、增长较快的区域之一，对混凝土外加剂的需求量同样较大，前景可观。三家公司在 2017 年的营业总收入达到 1.4 亿元，2018 年二季度开始进入公司报表合并范围，并表营业收入为 7900 万元，为公司贡献超过 30% 的营收增长。公司通过实施本次收购，成为三家标的公司的控股股东，将在华中地区拥有生产基地并完善现有产能布局，进一步推动公司全国化布局战略目标的实现。

**表 2：新增控股子公司财务情况（万元）**

项目		2017 年	2018 年 1-2 月
武汉苏博	营业收入	10134.7	2625.7
	净利润	839.3	382.0
黄冈苏博	营业收入	2448.4	257.8
	净利润	182.6	-30.8
武汉苏博	营业收入	1399.4	500.0
	净利润	36.4	10.3

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 1.3 员工持股有效保证了公司核心团队的稳定

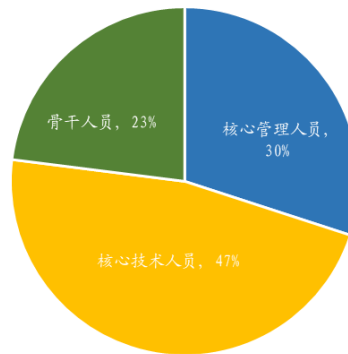
公司于 2018 年 7 月，实施了限制性股票激励计划，其中公司董事、副总裁张小富先生占本次股票激励计划的 22.22%，其余份额全部归属公司的核心管理人员、核心业务（技术人员）、骨干员工共 112 人。本次股票激励计划所涉及股份占公司总股本的 1.08%。

表 3：限制性股票激励计划分配情况

员工	职务	获限制性股票数量 (股)	占本次计划比例	占总股本比例
张小富	董事、副总裁	300000	22.22%	0.24%
核心管理人员、核心业务人员(技术人员)、骨干员工 112 人		1050000	77.78%	0.84%
合计		1350000	100%	1.08%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：公司股票激励计划员工分类



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司于 2018 年 8 月又实施了股票期权激励计划，其中包括公司董事、副总裁何元杰和张小富，以及核心管理人员、核心技术（业务）人员、骨干员工等共 76 人。本次股票期权激励计划所涉及股份占公司总股本的 1.6%。

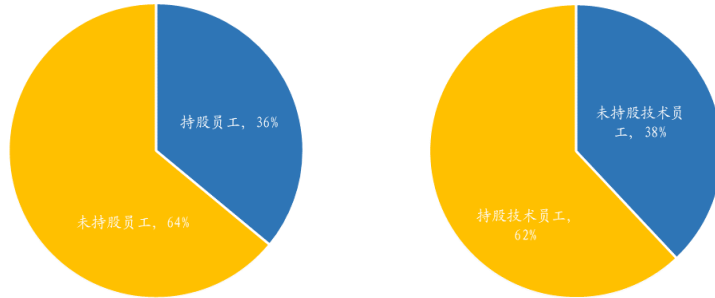
表 4：股票期权激励计划分配情况

姓名	职务	获得股票期权数量 (万份)	占本计划比例	占总股本比例
何元杰	董事、副总裁	4.14	2.07%	0.03%
张小富	董事、副总裁	2.49	1.25%	0.02%
核心管理人员、核心业务人员(技术人员)、骨干员工 76 人		193.37	96.68%	1.55%
合计		200	100%	1.60%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

截止 2017 年底公司总人数 314 人，今年激励计划涉及员工占公司总员工 1/3 以上，涉及范围广泛，能够将员工利益与公司经营业绩绑定，有效激励员工提高经营效率，提高企业业绩。

图 4：目前持股员工所占比例以及技术人员中持股员工所占比例



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

## 2. 行业下游需求回升，拉动企业业绩进一步增长

混凝土外加剂行业是一个以生产聚羧酸类减水剂、萘系减水剂等种类的减水剂以及各种保坍剂、增稠抗离析剂等用于改善混凝土性能的物质，该行业的上游行业包括工业萘、聚醚/聚酯单体、甲醛、硫酸、液碱等化工行业；下游行业主要包括商品混凝土行业以及预制混凝土构件生产行业，并终应用到道路、桥梁等基础设施建设、建筑工程、水利及核电工程等涉及固定资产投资的行业。

图 5：混凝土外加剂行业的所处的位置



资料来源：CNKI、东兴证券研究所

### 2.1 行业市场集中度正在提高

混凝土外加剂行业是一个市场竞争程度较高的市场，市场较为分散，企业数量众多，根据中国混凝土与水泥制品协会发布的《2016 年度外加剂行业发展报告》不完全统计数据，目前我国外加剂生产厂家接近 6,000 多家，其中化学合成生产企业有 500 多家。截至 2018 年 8 月，共有 209 家减水剂生产企业通过了铁路减水剂产品认证并获得产品认证证书。随着防水剂行业的监管越来越严格，环保要求越来越高，势必导致外加剂行业中的优势企业能够不断蚕食市场，提高市场集中度。

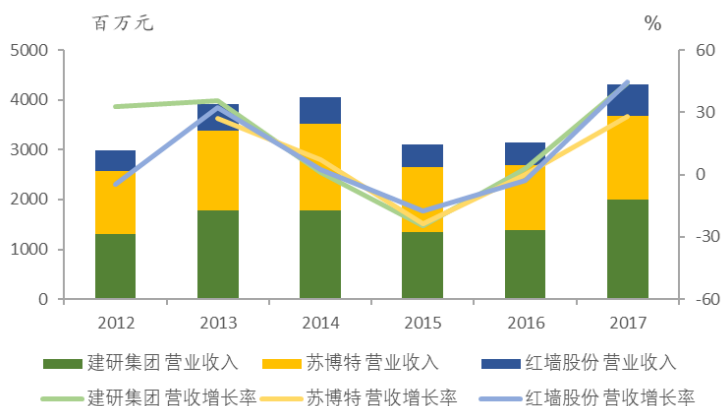
表 5: 中国聚羧酸减水剂生产企业前 10 强 (按市场占有率)

2014 年		2015 年		2016 年		2017 年	
企业名称	市场占有率	企业名称	市场占有率	企业名称	市场占有率	企业名称	市场占有率
江苏苏博特	4.26%	江苏苏博特	4.64%	江苏苏博特	4.36%	江苏苏博特	4.22%
科之杰集团	2.82%	科之杰集团	3.70%	科之杰集团	2.97%	科之杰集团	3.53%
天津飞龙	1.71%	长安育才	2.11%	安徽中铁	1.66%	广东红墙	1.39%
广东红墙	1.65%	广东红墙	1.44%	广东红墙	1.34%	长安育才	1.21%
长安育才	1.51%	贵阳绿洲苑	1.16%	华伟银凯	1.33%	安徽中铁	1.19%
武汉格瑞林	1.38%	华伟银凯	0.98%	山西凯迪	1.32%	山西凯迪	1.16%
山西凯迪	1.33%	深圳五山	0.91%	贵阳绿洲苑	1.21%	山西康特	1.10%
山西黄腾	1.32%	天津飞龙	0.84%	长安育才	1.21%	华伟银凯	0.96%
华伟银凯	1.25%	山西凯迪	0.78%	江苏奥莱特	1.14%	广东瑞安	0.78%
吉龙化学	1.12%	江苏奥莱特	0.73%	山西黄腾	0.89%	江苏奥莱特	0.71%

资料来源: 中国混凝土网、东兴证券研究所

目前, 聚羧酸行业集中度 CR4 为 10.35%, 属于竞争性市场, 但多家企业开始显示出勃勃野心。其中, 红墙股份、建研集团、苏博特的营业收入在 2017 年均大幅上涨, 说明上市公司正在迅速扩大市场占有率。市场集中度在未来将有所提高。

图 6: 多家公司 2017 年营业收入大幅增长



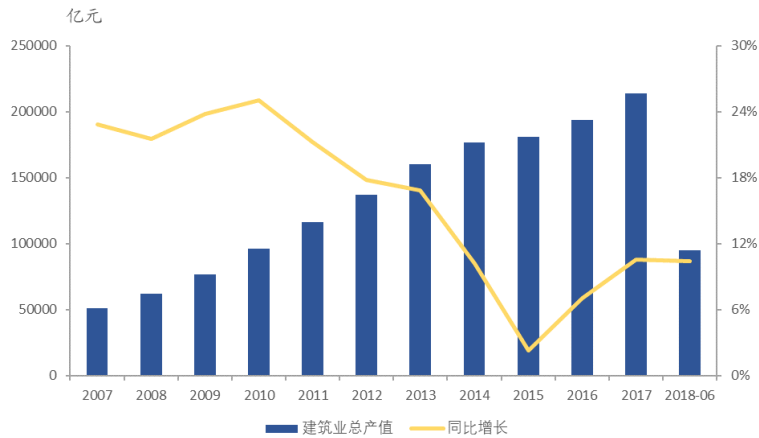
资料来源: WIND、东兴证券研究所

## 2.2 建筑行业回暖给混凝土外加剂行业带来增长新契机

我国建筑行业总产值增长率自 2015 年跌入谷底后, 近两年又有所回升, 2016 年、2017 年建筑行业总产值增长率分别为 7.09%、10.53%, 均超过我国的经济增长速度。根据国家统计局公布的数据, 2018 年半年度建筑业生产总值达 94790 亿元, 同比增速高达 10.39%。建筑行业总产值增速持续带动混凝土外加剂的需求增加。

图 7: 建筑行业总产值





资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

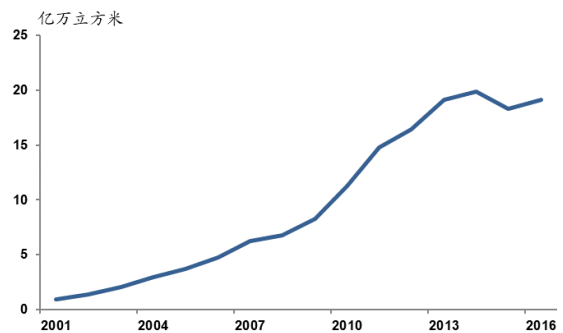
近些年来, 水泥产量一直与建筑业景气指数相关, 而 16 年来建筑业景气指数逐渐攀升, 必然刺激水泥的需求量。目前水泥正处于年内周期的低谷期, 到下半年开始预计市场便会逐渐回升。从混凝土产量来看, 我国预拌混凝土的产量自 2015 年有所下滑后, 2016 年产量也开始增加。

图 8: 建筑业景气指数与水泥产量对比



资料来源: WIND、东兴证券研究所

图 9: 我国混凝土 2000 年来产量情况



资料来源: WIND、东兴证券研究所

### 2.3 政府继续加大基础建设计划

基建投资作为中国经济的“调节器”, 受到宏观政策的主导。由于 2017 年 1~11 月中央公共财政收入累计同比增速较上年大幅攀升 2.7 个百分点, 2018 年的财政支出意愿明显增强。2018 年, 中央基建投资安排 5376 亿元, 比 2017 年增加 300 亿元。

同时, 各省发改委陆续公布 2018 年重大项目投资计划, 16 省总计投资计划近 2 万亿, 其中广东、浙江、新疆、四川、湖南等地今年计划完成重点项目投资规模均超过千亿元。此番大力的投资计划将大幅刺激水泥及混凝土外加剂行业的增长。

表 6: 各省 2018 年基础建设计划

省份	基础建设计划
陕西	计划投资 <b>5000 亿元</b> ，安排省级重点项目 <b>600 个</b> ，安排新开工项目 <b>100 个</b> 。将以打造交通枢纽省份、加快建设综合交通运输体系为路径，着力完善交通运输基础设施网络，计划完成 <b>交通投资 700 亿元</b> 。
山西	发布重点工程项目建议名单，这份公示名单包括了前期项目和建设项目两部分内容，共 <b>216 项</b> ，其中公路项目 15 项。
浙江	综合交通建设计划投资 <b>2150 亿元</b> ，较 2017 年计划增长 <b>15%</b> ，围绕“四大建设”推进杭州铁路西站等基础设施重大项目。
广东	全省交通运输基本建设计划完成投资 <b>1200 亿元</b> ，其中：高速公路 <b>880 亿元</b> ，普通国省道 <b>120 亿元</b> ，农村公路 <b>100 亿元</b> ，港口项目 <b>65 亿元</b> ，航道项目 <b>20 亿元</b> ，客货运站场及其他项目 <b>15 亿元</b> 。
河南	拟完成交通基础设施建设投资 <b>880 亿元</b> 左右，将统筹推进全省综合交通网络和枢纽设施建设。全年交通基础设施建设计划完成投资 <b>472 亿元</b> 。
福建	交通运输计划完成 <b>850 亿元</b> 。其中，普通公路建设计划完成投资 <b>410 亿元</b> ，高速公路计划完成建设投资 <b>310 亿元</b> 。
新疆	将完成重点基础设施投资 <b>4500 亿元</b> 以上，加速公路、铁路、机场、水利和能源等项目建设。
湖南	拟投资近 <b>2000 亿元</b> ，建设 <b>192 个</b> 重点项目。铁路、高速公路、机场等公共服务为主的民生基础设施项目仍然是投资建设重点，共 <b>55 个</b> 项目，今年计划投资 <b>855.9 亿元</b> 。
四川	预计投资 <b>5717.2 亿元</b> 。其中， <b>254 个</b> 为基础设施项目、 <b>343 个</b> 为产业项目、 <b>62 个</b> 为民生工程及社会事业项目、 <b>41 个</b> 为生态建设和环境保护项目。
安徽	将完成交通建设投资 <b>700 亿元</b> 。新增高速公路 160 公里、通车里程达到 4830 公里以上；确保合肥新桥机场旅客吞吐量突破 1000 万人次；完成港口吞吐量 5.3 亿吨，集装箱 150 万标箱。
江西	交通计划完成投资 <b>600 亿元</b> 。同比增长 <b>34%</b> 。其中，内河水运 <b>30 亿元</b> 、高速公路 <b>100 亿元</b> 、普通国省道 <b>290 亿元</b> 、农村公路 <b>180 亿元</b> 。今年还将有一大批重点交通工程开工及续建。
辽宁	公路水路交通建设计划投资 <b>130 亿元</b> 。将扩大基础设施有效供给，突出抓好 10 件重点民生实事，包括新改建农村公路 <b>3500 公里</b> 。
青海	将完成交通运输固定资产投资 <b>456 亿元</b> 。其中，续建项目完成投资 <b>350 亿元</b> ，新建项目完成投资 <b>76 亿元</b> ，农村公路完成投资 <b>30 亿元</b> 。
湖北	<b>武汉市</b> 本级政府投资计划为 <b>702.51 亿元</b> ，主要用于城市基础设施建设，如长江新城、长江主轴的建设，东湖生态景观亮化工程、地铁 7 号线 1 期、地铁 2 号线南延线、地铁 5 号线、武九铁路搬迁及配套工程等项目。
河北	全年完成投资 <b>8000 亿元</b> 。将着力推进京津冀协同发展，强力实施重点项目“438”工程，省重点项目安排 400 项左右，市级抓好 3000 项左右。
重庆	全面推进重庆连接周边省及京津冀、长三角、珠三角、海西、中原、关中、滇中、长株潭、兰西等主要城市群的 8 个方向高速铁路通道建设

资料来源：各省政府网站、东兴证券研究所

## 2.4 “一带一路”、城镇化一体化建设规划等有力带动投资加速增加

受益于“一带一路”建设、城镇一体化建设、雄安新区建设等政策的出台以及加速推进，我国的固定资产投资预计未来几年还要进一步增加。根据商务部的统计，今年上半年，在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程合同额 477.9 亿美元，占同期总额的 44.8%；完成营业额 389.5 亿美元，占同期总额的 53.5%。在 24 个“一带一路”沿线国家在建境外经贸合作区 82 家，新增投资 25.9 亿美元。

表 7：中国近几年在“一带一路”建设中承包的部分项目

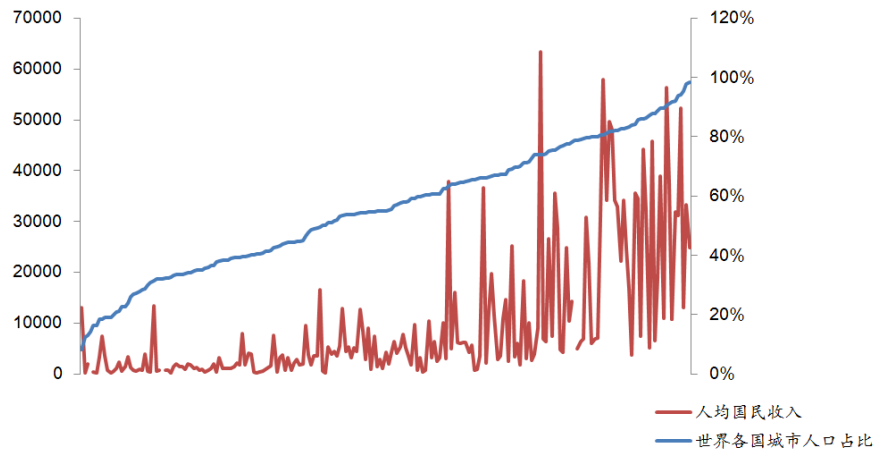
项目名称	国家	承建单位	项目概况
哈萨克斯坦公路项目，希塔段公路项目	哈萨克斯 坦	中国水电 16 局	西姆肯特到塔什干段公路项目，修复总长 32 公里，设计为双向 4 车道，共计 64 公里
加蓬利伯维尔至各省会收费国道整治、扩建	加蓬	中国路桥	项目全长 800 多公里，主线穿越加蓬的 5 个重要省份
达拉苏夫至亚考朗道路改造修复项目	阿富汗	中国路桥	全场 178 公里，工期 3 年半，由亚洲开发银行投资，总投资 2.05 亿人民币
斯里兰卡南部高速延长线项目	斯里兰卡	中国港湾	全长 25 公里，投资额约 18 亿，工期约 36 个月
连接塔那那利佛和塔马塔夫的塔塔高速公路、纳林达深水港及 5A 国道改建工程	马达加斯 加	中国交建	中国交建与马达加斯加政府连续签订了这三个商务合同
牙买加路网二期项目，曼德拉贡路子项目	牙买加	中国港湾	合同金额约 3.53 亿美元，工期 24 个月
喀喇昆仑公路升级改造二期喀维连至塔科特段	巴基斯坦	中国路桥	合同金额 13.15 亿美元，工期 42 个月
柬埔寨 11 号公路项目	柬埔寨	中国路桥	是连接柬埔寨主干线 1 号公路和 7 号公路的次干线，全场 96.481 公里
缅甸思度-高加力公路项目	缅甸	中国路桥	位于缅甸南部克伦邦，总长约 65 公里
斯里兰卡南部高速公路 1 标段	斯里兰 卡	中国港湾	中国港湾承建第一标段，全长 34.5 公里
菲律宾桑莱新国际机场吹填与开发项目和桑莱大道公路项目	菲律宾	中国港湾	总投资 76 亿美元，公路部分约 1.06 亿美元
刚果布市政公路	刚果布	中交二航 局	国庆庆典项目，全长 24.75 公里
德黑兰北方高速路项目	伊朗	中国路桥	全长约 68 公里，合同金额约 31.5 亿美元
国家 2 号公路蒙比利-韦索段	刚果布	中国路桥	全场 193 公里，合同期 42 个月，合同金额 3.65 亿美元
达吉公路项目	孟加拉	中国水利	总长 139.35 公里，总金额约 11.5 亿人民币，计划工

		水电第八工程局	期 36 个月
捷斯至提伐瓦纳公路	塞内加尔	中国水电国际	全长 23 公里，中标额 1.75 亿美元
艾尔西亚公路项目	玻利维亚	中国水电	全长 28 公里，位于科恰班巴省
埃塞俄比亚甘贝拉公路项目	埃塞俄比亚	中铁 25 局	总投资 3.98 亿元，全场 103 公里
鲁雷纳瓦克公路项目	玻利维亚	中铁国际	全长 508.07 公里，总投资 5.79 亿美元
阿尔及利亚东西高速路改造	阿尔及利亚	中铁十九局	全长 143 公里，分 4 个标段，分别由 4 个工程局施工
印尼万鸦老至比通高速公路	印度尼西亚	中国建筑	位于印尼北苏拉威西省，项目全长 7 公里，合同金额近 9000 万美元
赞比亚东部省 150 公里道路项目	赞比亚	中国建筑	该项目是赞比亚国家发展战略“连接赞比亚 8000”公路的一部分

资料来源：中国混凝土网、东兴证券研究所

另外，我国目前的城市人口占总人口的比重仅为 57.90%，在世界所有国家中排名第 125，位于中等稍偏下的位置，远低于美国、日本、韩国等国家的比例。而我国的人均收入排在世界第 70 位，未来几年我国城镇一体化建设还有很大的发展空间，城镇一体化的发展将为混凝土行业、混凝土外加剂行业的发展带来新的增长机会。

图 10：人均国民收入与城市人口比例



资料来源：世界银行、东兴证券研究所

表 8：我国城镇化程度与其他国家对比

国家名称	简称	城市人口占比	排名
冰岛	ISL	94.32%	8
日本	JPN	94.32%	9

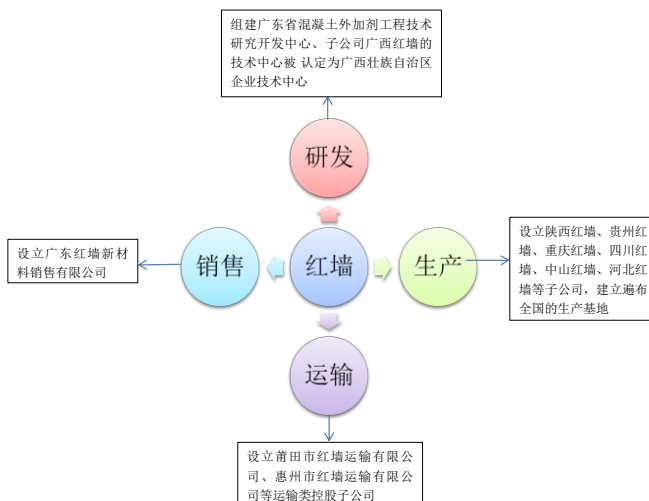
荷兰	NLD	91.52%	15
丹麦	DNK	88.01%	25
巴西	BRA	86.17%	30
英国	GBR	83.07%	37
韩国	KOR	82.71%	39
加拿大	CAN	82.18%	41
美国	USA	81.96%	43
法国	FRA	79.98%	51
墨西哥	MEX	79.78%	52
希腊	GRC	78.64%	56
古巴	CUB	77.30%	62
刚果(布)	COG	66.21%	93
爱尔兰	IRL	63.83%	105
中国	CHN	57.90%	125
泰国	THA	52.67%	142
菲律宾	PHL	44.23%	159
印度	IND	33.54%	196

资料来源: 世界银行、东兴证券研究所

### 3. 公司致力于构建一体化经营模式

红墙股份致力于打造一体化的经营模式, 不仅在全国多地拥有生产基地, 还设立了自己的运输公司、研发机构、营销网络。通过一体化的经营模式, 提高经营效率, 打造属于自己的竞争优势。

图 11: 红墙股份一体化经营模式图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

### 3.1 公司不断完善市场布局，在全国多地设立子公司及生产基地

公司下设十一家全资子公司：泉州森瑞新材料有限公司、广西红墙新材料有限公司、河北红墙新材料有限公司、中山市红墙新材料有限公司、惠州市红墙运输有限公司、莆田红墙运输有限公司、广东红墙新材料销售有限公司、深圳市红墙投资有限公司、陕西红墙新材料有限公司、四川红墙新材料有限公司、贵州红墙新材料有限公司。这些子公司遍布全国各地，公司通过投资设立这些子公司不断完善市场布局。

除此之外公司还控股了三家子公司：武汉苏博新型建材有限公司、湖北苏博新材料有限公司、黄冈苏博新材料有限公司。

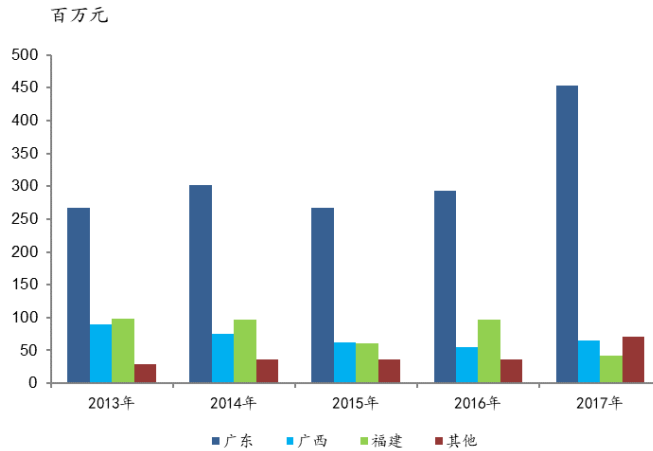
图 12：红墙股份的子公司遍布全国各地



资料来源：公司网站、东兴证券研究所

公司以两广为基点，通过在各地设立子公司和生产基地建立了覆盖全国各地的生产网络通过这些网络，公司不断开发全国各地的市场，扩大自己在全国各地的销售额。尤其是自 2017 年来，公司在全国多地设置的子公司开始投产，公司在除广东、福建、广西以外的其他地区的销售收入稳步增长，2017 年公司的其他地区的销售收入增长率高达 96%。此外公司于 2018 年公告投资设立 4 家新的子公司，不断完善公司市场布局，预计公司在其他地区的营业收入将进一步增长。

图 13：公司在各地区的业务收入增长情况（百万）



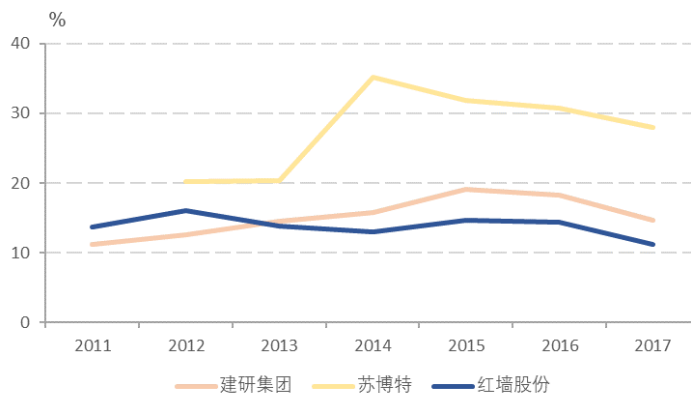
资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

### 3.2 公司设立了自己独特的营销渠道, 优势明显

公司采用以技术为先导的营销策略, 采取产品销售与技术服务相融合的营销模式。力图在业内打造一支具有一定技术水平的专业销售工程师队伍, 一方面在开拓新客户时能为其提供初步的可行性产品方案, 另一方面也可帮助客户解决一部分技术性售后问题。

同时, 公司还在全国各地的子公司建立营销部门, 并建立专门的销售、运输类子公司, 致力于打造属于自己的专业化营销渠道, 有效提高自己的营销效率。公司2012-2017年的销售费用占比明显低于公司的两个已经上市的主要竞争对手。

图 14: 红墙股份与竞争对手费用率对比

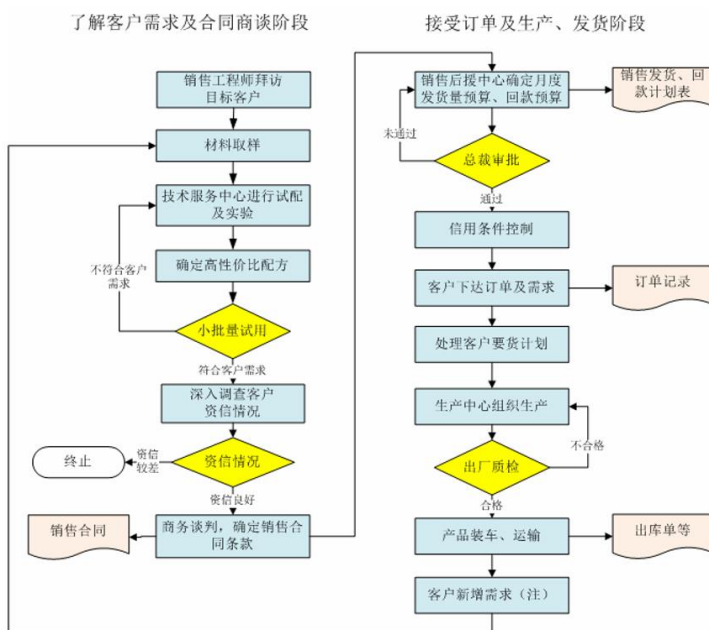


资料来源: WIND、公司公告、东兴证券研究所

公司采用以技术为先导的营销策略, 针对不同客户的需求、客户建设项目使用的材

料、混凝土的特点研制出不同的产品，并进行多次调配、实验，研发出能够有效满足客户需求的产品。并且在与客户进行合作前，公司会对客户的资信、经营状况进行严格的调查，根据客户资信状况确定与客户的合作条件，充分保证了客户的质量。目前公司已与多家混凝土厂商生产商建立了长期合作关系。主要客户包括华润水泥下属的多家全资或控股混凝土公司、三和管桩等众多行业内知名企业。

图 15：红墙股份销售流程



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 9：红墙股份直销模式下主要客户

客户名称	销售产品	客户经营范围及规模
华润水泥下属混凝土子公司	聚羧酸系、萘系	华润水泥是华南区域具竞争力的水泥和商品混凝土供应商，在中国水泥行业中具有重要地位。
宏基管桩	水泥、萘系	管桩年生产能力 1200 多万平方米、商品混凝土年生产能力达 150 万立方米。
惠州大亚湾华冠混凝土制品有限公司	聚羧酸系	混凝土及其制品生产、销售
上海麦斯特建工高科技建筑化工有限公司	聚羧酸系	2002 年正式投产，厂区占地面积 22000 平方米，公司主要从事混凝土外加剂生产与销售
三和管桩	萘系、聚羧酸系	三和管桩是国内规模大、实力雄厚的管桩生产商之一。
上海建工材料工	聚羧酸系	上海建工集团子公司，年产商品混凝土近 2000 万立

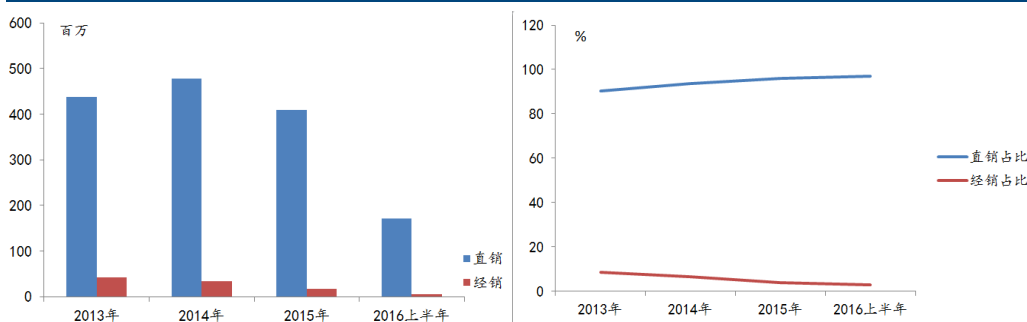


程有限公司		方米, 在全国同行业中处于领先地位。
广西金洪混凝土有 限公司及其关联方	聚羧酸系	公司拥有 8 条全自动预拌商品混凝土生产线, 年产能为 500 万立方米商品混凝土。

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

直销模式是公司的主要销售模式, 随着公司自有的营销渠道的不断完善, 自身销售能力的不断增强, 直销模式下的销售收入占比越来越高, 经销模式、代理模式下销售收入占比越来越低, 而到了 2017 年, 公司已经完全不存在代理模式下的销售收入。

**图 16: 红墙股份直销、经销对比**



资料来源: 公司网站、东兴证券研究所

### 3.3 公司不断加大研发投入力度, 完善企业自有研发中心

公司目前拥有多种混凝土外加剂的合成与复配技术, 可以满足客户对混凝土外加剂不同性能的需求, 为客户提供定制化产品配方和整体解决方案。公司现有研发团队通过对各类混凝土原料的研究, 通过高分子结构设计手段, 采用高新技术合成多功能型外加剂产品。

**表 10: 红墙股份根据市场需求研发的新型产品**

产品名称	产品类型	作用
HQ-1	聚羧酸保塌保塑剂	能够有效解决混凝土砂、石、泥土含量高, 环境温差大引发的塌损大问题
HQ-3	聚羧酸保塌保塑剂	能够有效解决减水剂塌损快、制备高标号混凝土时柔顺性差的问题
HQ-5	聚羧酸和易性调整剂	有效解决砂石料、煤灰造成的混凝土和易性问题有效解决
HQ-6	免蒸养聚羧酸减水剂	可以降低管桩生产企业在蒸养环节的能源消耗和废气排放
HQ-7	砂浆聚羧酸减水剂	可以有效解决保水剂与减水剂相容性差的问题
HQ-8	砂浆缓凝时间调	可以有效解决保水剂与减水剂相容性差的问题

## 节剂

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

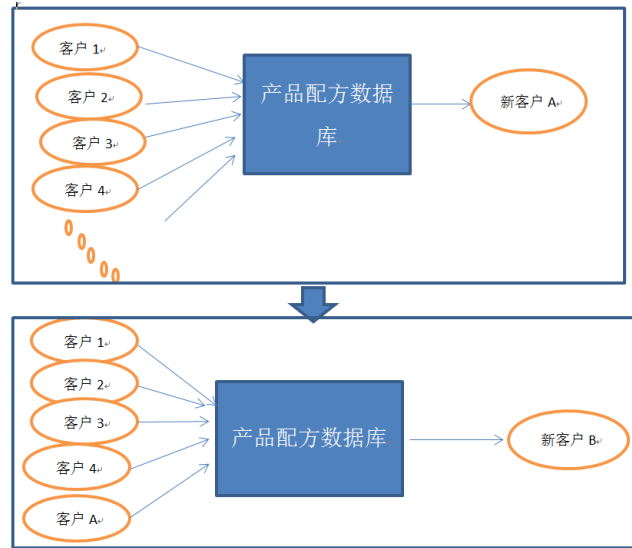
表 11：发行人的主要产品技术以及环保技术

技术种类	技术名称	作用
聚羧酸系减水剂合成技术	高减水高保塌聚羧酸系减水剂合成技术	采用此技术合成的聚羧酸系减水剂具有减水率高、保塌性好、与水泥及其他混凝土原材料适应性强的特点。
	低温聚合合成聚羧酸减水剂技术	采用低温聚合制备聚羧酸减水剂技术时，减少了对锅炉的使用，提高了生产过程的环保性
	保坍型聚羧酸系减水剂合成技术	通过改变合成滴加温度、保温时间制备出坍落度保持较好的聚羧酸系减水剂，其坍落度经时 120 分钟损失量小于 20mm。
	应用于管桩的免蒸养聚羧酸减水剂合成技术	可以在不使用锅炉高温蒸养的情况下使管桩达到同样强度，大大降低了管桩企业使用煤作为锅炉燃料而带来的煤烟排放。
	应用于管桩的聚羧酸系减水剂合成技术	通过高分子设计，改善聚羧酸系减水剂对水泥、活性掺合料及砂石料的适应性，提高了聚羧酸系减水剂在管桩生产应用中的稳定性。
	聚羧酸保塌保塑剂合成技术	所合成产品解决了聚羧酸系减水剂对砂石料含泥量的敏感性难题，大幅度提高聚羧酸系减水剂的适用性。
	新聚酯类聚羧酸系减水剂合成技术	通过高分子设计，采用创新技术合成适应低碱、高碱水泥的聚酯类聚羧酸系减水剂。此类减水剂具有良好的分散性能及保塌性能。
	适用于聚羧酸系减水剂的消泡剂合成技术	采用先进的合成、复配技术制备的新型消泡剂，可适用于聚羧酸系减水剂，具有不离析分层、消泡功能长、稳定性好的优点。
	砂浆聚羧酸减水剂合成技术	其水溶物兼具酯化基团的保水增稠特性与聚羧酸基团的减水特性，解决了保水剂与减水剂相容性差的问题。
	砂浆缓凝时间调节剂	砂浆缓凝时间调节剂需与砂浆聚羧酸减水剂复合应用，可将湿拌砂浆缓凝的时间稳定控制在 5-70 小时的范围。
茶系减水剂合成技术	茶系从低纯度到高纯度减水剂合成技术	可针对高碱水泥和缺硫水泥等不同胶凝材料选用不同的茶系减水剂，以及适应市场要求的茶系减水剂。
	粗萘与萘油复合合成技术	该产品与茶系复配可得到适应性较好、性价比较高的终端产品。
	萘系高效减水剂产品合成技术	所得到的萘系减水剂减水率比相同含固量的茶系减水剂提高了 20%，可与茶系减水剂复配成性价比更优的终端成品。
聚萘磺酸保塌保塑剂合成技术	聚萘磺酸保塌保塑剂合成技术	通过高分子结构设计，利用高新合成手段制备的新型减水剂，突破了聚羧酸减水剂不能和聚萘磺酸盐减水剂混合使用的限制。
	葡萄糖酸钠生产技术—多相催化氧化法生产葡萄糖酸钠技术	该技术使用以活性炭为载体的贵金属催化剂，以空气中的氧气作为反应物生产葡萄糖酸钠。
环保技术—茶系减水剂合成生产尾气回收再利用技术	公司利用工业萘升华的物理性质，发明了用冷凝釜回收工业萘技术，再用碱液喷淋含有二氧化硫和磺化产物等的酸性尾气，对喷淋中和后所形成的液体进行回收再利用。	

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

此外公司基于长期、广泛业务合作积累了丰富的产品配方数据库，公司在与不同地区、不同环境的企业长期合作的过程中，不断积累经验，扩充企业的产品配方数据库。然后再以强大的产品数据库作为支撑，为客户提供定制化的服务和解决方案。既能在客户变换原材料时快速反应，满足客户对质量稳定性或混凝土特殊性能的需求，又能在开发新客户时提供高性价比的产品和服务。

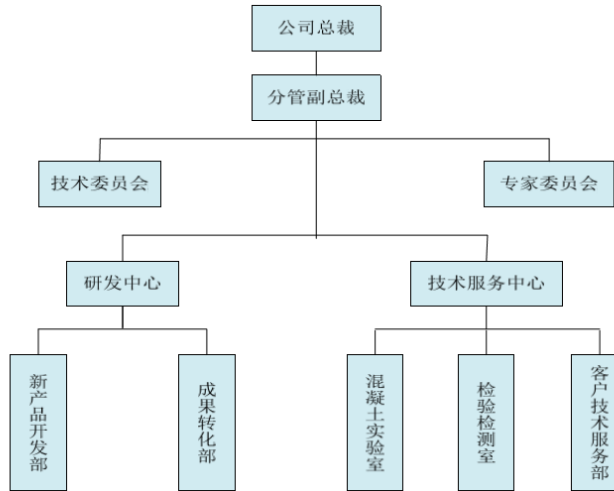
**图 17：公司的产品配方数据库运作模式**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司建立了专业化的研发平台和研发机构，组建了“广东省混凝土外加剂工程技术研究中心”这一省级工程技术研究中心，公司的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被认定为广西壮族自治区企业技术中心，公司的新的研发中心目前正在建设中。公司目前已申请专利 81 项，其中包含 56 项发明专利，专利数量位列同行业公司前茅。

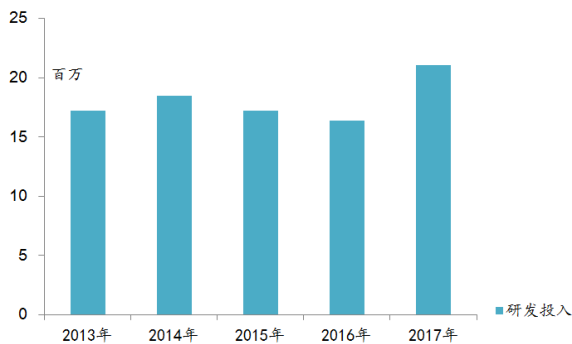
**图 18：公司研发平台组织结构**



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

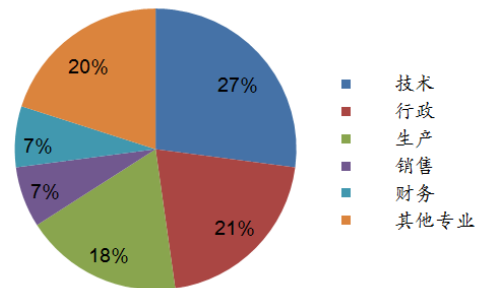
除此之外，公司在研发方面的投入始终高于公司营业收入的 3%，公司的技术人员占比高达 27%，在基础化工行业中位于第 11。公司在 2017 年实施的限制性股票激励计划中，技术员工更是占了计划所涉及员工的 47%，技术员工中，64%都参与了该股票激励计划。

图 19：公司近年研发费用



资料来源：WIND、公司公告、东兴证券研究所

图 20：公司各类员工占比



资料来源：WIND、公司公告、东兴证券研究所

## 4. 盈利预测与估值

预计公司 18-20 年 EPS 为 0.84、1.02 和 1.37 元，对应 PE 为 21、17 和 13 倍，首次给予公司“推荐”评级。

盈利预测关键假设：

1. 原材料供应稳定且价格不出现大幅波动
2. 混凝土及混凝土外加剂价格维持稳定。

3. 需求稳定且市场环境不会显著恶化。

表 12：可比公司估值（截止 2018 年 09 月 06 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
002398.SZ	建研集团	5.02	0.55	0.38	0.50	27	13	10
603916.SH	苏博特	13.66	0.44	-	-	39	-	-
<b>002809.SZ</b>	<b>红墙股份</b>	<b>17.47</b>	<b>0.67</b>	<b>0.84</b>	<b>1.02</b>	<b>26</b>	<b>21</b>	<b>17</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 5. 风险提示

主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

表 13: 公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元								
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	913.55	1123.69	1291.01	1543.88	1976.79	<b>营业收入</b>	436.92	630.99	1059.64	1474.37	1898.53						
货币资金	210.69	475.51	226.04	73.72	94.93	<b>营业成本</b>	295.00	462.25	769.44	1090.36	1388.97						
应收账款	231.31	340.10	571.14	794.68	1023.30	营业税金及附加	3.03	4.04	6.79	9.44	12.16						
其他应收款	6.41	40.26	44.08	48.27	52.86	营业费用	33.65	42.56	73.33	101.21	129.28						
预付款项	8.03	6.62	11.02	15.62	19.89	管理费用	31.53	44.24	87.21	119.52	151.60						
存货	28.08	40.36	67.18	95.21	121.28	财务费用	-2.53	-16.23	-9.72	-1.81	7.98						
其他流动资产	317.19	0.51	1.53	1.56	1.59	资产减值损失	1.98	6.19	5.54	0	0						
<b>非流动资产合计</b>	105.19	125.53	120.87	115.83	110.48	公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0						
固定资产	80.26	84.47	77.73	72.51	66.98	<b>营业利润</b>	74.26	89.20	127.05	155.64	208.53						
无形资产	21.47	20.67	20.71	20.75	20.78	营业外收入	5.98	9.37	4.87	5.13	5.40						
其他非流动资产	2.82	6.74	6.87	6.94	7.01	营业外支出	1.46	2.96	4.00	4.21	4.43						
<b>资产总计</b>	1018.74	1249.22	1411.88	1659.71	2087.27	<b>利润总额</b>	78.78	95.62	127.92	156.56	209.50						
<b>流动负债合计</b>	131.99	294.23	413.50	613.01	966.32	所得税	12.65	14.98	20.03	24.52	32.81						
短期借款	0.00	0.00	0.00	75.02	312.37	<b>净利润</b>	66.14	80.64	107.89	132.04	176.69						
应付账款	23.40	37.35	62.17	88.10	112.23	少数股东损益	0.00	0.00	3.24	3.96	5.30						
预收款项	1.67	2.15	3.61	5.03	6.48	归属母公司净利润	66.14	80.64	104.65	128.08	171.39						
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	88.46	92.82	126.99	163.75	226.71						
<b>非流动负债合计</b>	0.82	0.67	0.68	0.69	0.71	<b>EPS (元)</b>	0.99	0.67	0.84	1.02	1.37						
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>											
应付债券	0	0	0	0	0		2016	2017A	2018E	2019E	2020E						
<b>负债合计</b>	132.81	294.90	414.18	613.70	967.03	<b>成长能力</b>											
少数股东权益	0.00	0.00	3.24	7.20	12.50	营业收入增长	-2.7%	44.4%	67.9%	39.1%	28.8%						
实收资本(或股	80.00	125.04	125.04	125.04	125.04	营业利润增长	-19.9%	20.1%	42.4%	22.5%	34.0%						
资本公积	434.56	401.27	401.27	401.27	401.27	归属于母公司净利润	-19.9%	21.9%	29.8%	22.4%	33.8%						
未分配利润	340.86	390.92	422.53	456.44	518.24	<b>获利能力</b>											
归属母公司股东	885.93	954.32	994.46	1038.81	1107.74	毛利率(%)	32.5%	26.7%	27.4%	26.0%	26.8%						
<b>负债和所有者</b>	1018.74	1249.22	1411.88	1659.71	2087.27	净利率(%)	15.1%	12.8%	10.2%	9.0%	9.3%						
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	15.6%	6.5%	6.5%	7.6%	8.0%						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	7.5%	8.5%	10.8%	12.6%	15.8%						
<b>经营活动现金</b>	90.16	-53.15	-179.25	-141.64	-103.88	<b>偿债能力</b>											
净利润	66.14	80.64	107.89	132.04	176.69	资产负债率(%)	13.0%	23.6%	29.3%	37.0%	46.3%						
折旧摊销	12.60	13.70	9.25	9.64	10.05	流动比率	6.92	3.82	3.12	2.52	2.05						
财务费用	0.15	0	0.46	2.52	10.51	速动比率	6.71	3.68	2.96	2.36	1.92						
应收账款减少	-16.07	-108.79	-231.04	-223.54	-228.62	<b>营运能力</b>											
预收账款增加	0.92	0.48	1.46	1.41	1.45	总资产周转率	0.57	0.56	0.80	0.96	1.01						
<b>投资活动现金</b>	-327.76	248.99	-5.24	0.54	0.72	应收账款周转率	0.98	1.10	1.16	1.08	1.04						
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.69	7.61	7.73	7.26	6.93						
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>											
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.99	0.67	0.84	1.02	1.37						
<b>筹资活动现金</b>	365.01	78.15	-64.98	-11.22	124.38	每股净现金流(最新摊)	1.59	2.19	-2.00	-1.22	0.17						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	11.07	7.63	7.95	8.31	8.86						
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>											
普通股增加	20.00	45.04	0	0	0	P/E	89.61	26.07	20.79	17.12	12.75						
资本公积增加	375.75	-33.30	0	0	0	P/B	6.69	4.46	2.28	2.18	2.04						
<b>现金净增加额</b>	127.42	273.98	-249.47	-152.32	21.21	EV/EBITDA	64.62	40.72	16.04	13.83	10.94						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明辉

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

### 徐昆仑

清华大学化学工程硕士、学士，曾就职于中石油石油化工研究院。三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。