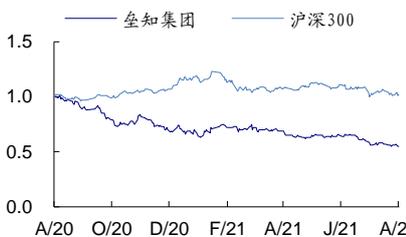


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
垒知集团(002398)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 09 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	720/561
总市值/流通(百万元)	4,352/3,388
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	11.45/5.92

相关研究报告:

《垒知集团-002398-2020 年年报点评: 两大业务逆势扩张, 看好未来成长性》——2021-04-01
 《垒知集团-002398-2020 年中报点评: 业务拓展稳步推进, 稳健成长可期》——2020-08-25
 《垒知集团-002398-2019 年财报点评: 业绩高速增长, 双引擎提供未来持续发展动力》——2020-04-02
 《建研集团-002398-2018 年三季报点评: 双引擎助力业绩增长, 竞争力持续增强》——2018-11-02
 《建研集团-002398-2017 年年报点评: 双主业同步发展, 竞争力持续增强》——2018-04-09

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521040002

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
市场开拓顺利, 盈利能力小幅承压
● 收入规模大幅增长, 业绩受成本端拖累

2021H1 公司实现营收 22.76 亿元, 同比大幅增长 50.7%, 主要由于外加剂、建筑材料批发等收入同比增长所致, 归母净利润 1.51 亿元, 同比下降 13.9%, 主要是原材料价格增长所致, EPS 为 0.21 元/股, 其中 Q2 单季度收入和净利润为 13.85 亿(+31.0%)和 0.78 亿(-35.8%)。

● 费用端保持优化, 现金流小幅承压

公司上半年外加剂和检测业务收入分别为 14.23 亿和 2.51 亿, 分别同比+36.30%和+16.74%; 两大业务毛利率分别为 18.48% (-6.38pct) 和 34.80% (-7.76pct), 主要原因系原材料价格增长所致。报告期内, 公司费用率在收入规模扩大下保持摊薄优化, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.99% (-0.5pct)、3.27% (-0.3pct)、0.09% (+0.2pct) 和 3.36% (-0.6pct)。报告期内, 应收账款周转率持续提升至 0.87 次, 同比提高 14.47%, 经营活动现金流净额为-1.37 亿, 同比减少 1.12 亿, 主要系支付给职工及支付各项费用、税费增加所致。

● 区域市场开拓顺利, 市占率稳步提高

公司外加剂板块区域市场占有率稳步提高, 其中广东区域营收增长超 100%, 湖南区域、云贵桂区域营收增长超 50%, 接连中标众多工程项目。检测业务板块营业规模进步扩大, 健研检测重庆公司 2021 年新签合同金额超过 8400 万元, 上海、云南、海南等区域市场开拓顺利, 市场占有率稳步提升, 电子电气、公路桥梁等检测业务开拓成效显著。整体来看, 上半年东北华北、中南、西南地区收入分别大幅增长 437.5%、126.12%和 48.41%。

● 中长期增长潜力可期, 维持“买入”评级

公司作为国内外外加剂和福建省建设工程质量检测龙头企业, 充分发挥品牌效应, 不断适应市场发展需求, 运用多元的营销模式及布局完善的营销网络, 不断开拓、深耕潜在市场。同时, 公司正通过夯实主营和延伸发展的策略, 进一步提升综合实力和核心竞争力, 短期受成本因素影响业绩小幅承压, 中长期增长潜力可期, 预计 21-23 年 EPS 为 0.56/0.73/0.87 元/股, 对应 PE 为 10.7/8.3/6.9x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 业务拓展不及预期; 成本上涨超预期; 需求不及预期。
盈利预测和财务指标

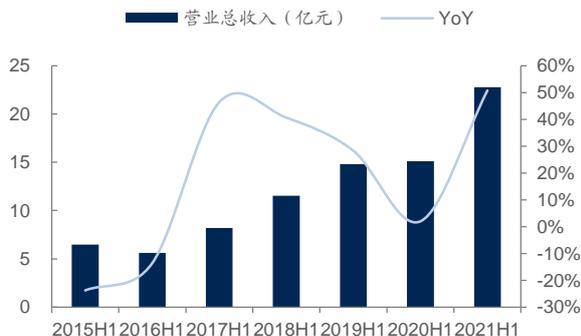
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,394	3,871	5,222	6,710	7,911
(+/-%)	25.0%	14.1%	34.9%	28.5%	17.9%
净利润(百万元)	402	372	390	506	603
(+/-%)	61.5%	-7.5%	4.7%	29.8%	19.2%
摊薄每股收益(元)	0.58	0.54	0.56	0.73	0.87
EBIT Margin	17.7%	15.4%	12.1%	11.8%	11.8%
净资产收益率(ROE)	14.2%	11.6%	11.1%	12.9%	13.7%
市盈率(PE)	10.4	11.2	10.7	8.3	6.9
EV/EBITDA	8.7	9.7	10.4	9.5	8.9
市净率(PB)	1.48	1.30	1.19	1.06	0.95

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

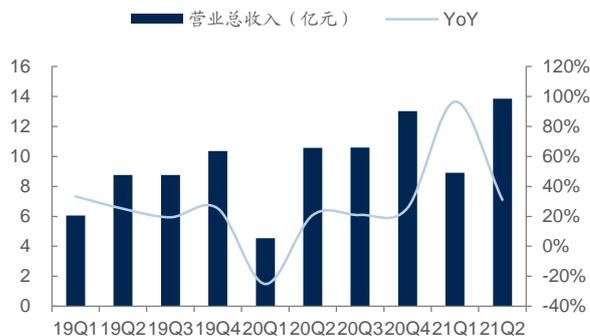
收入规模大幅增长，业绩受成本端拖累。2021H1 公司实现营收 22.76 亿元，同比大幅增长 50.7%，主要由于外加剂、建筑材料批发等收入同比增长所致，归母净利润 1.51 亿元，同比下降 13.9%，主要是原材料价格增长所致，EPS 为 0.21 元/股，其中 Q2 单季度收入和净利润为 13.85 亿 (+31.0%) 和 0.78 亿 (-35.8%)。

图 1：公司营业收入及同比增速



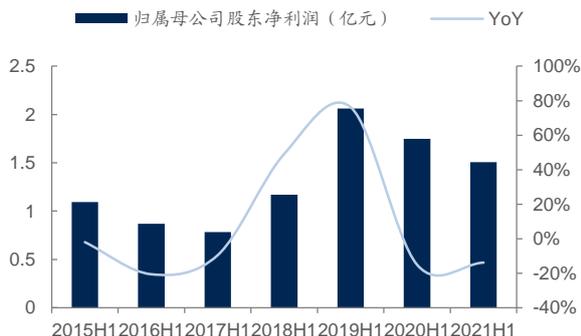
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



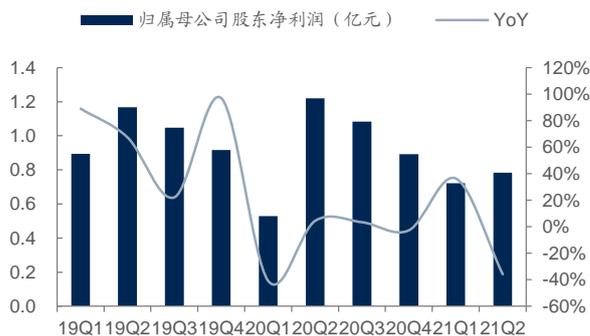
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

费用端保持优化，现金流小幅承压。公司上半年外加剂和检测业务收入分别为 14.23 亿和 2.51 亿，分别同比+36.30%和+16.74%；两大业务毛利率分别为 18.48% (-6.38pct) 和 34.80% (-7.76pct)，主要原因系原材料价格增长所致。报告期内，公司费用率在收入规模扩大下保持摊薄优化，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.99% (-0.5pct)、3.27% (-0.3pct)、0.09% (+0.2pct) 和 3.36% (-0.6pct)。报告期内，应收账款周转率持续提升至 0.87 次，同比提高 14.47%，经营活动现金流净额为-1.37 亿，同比减少 1.12 亿，主要系支付给职工及支付各项费用、税费增加所致。

图 5: 公司外加剂业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司检测业务收入及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司外加剂业务毛利率



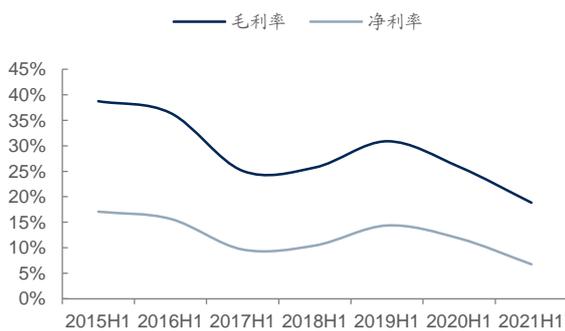
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司检测业务毛利率



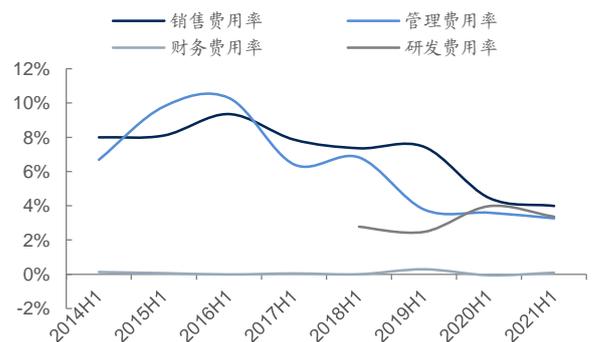
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司综合毛利率和净利率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司期间费用率 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 公司应收账款周转率 (次)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司经营净现金流及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

区域市场开拓顺利, 市占率稳步提高。公司外加剂板块区域市场占有率稳步提高, 其中广东区域营收增长超 100%, 湖南区域、云贵桂区域营收增长超 50%, 接连中标众多工程项目。检测业务板块营业规模进步扩大, 健研检测重庆公司 2021 年新签合同金额超过 8,400 万元, 上海、云南、海南等区域市场开拓顺利, 市场占有率稳步提升, 电子电气、公路桥梁等检测业务开拓成效显著。整体来看, 上半年东北华北、中南、西南地区收入分别大幅增长 437.5%、126.12%和 48.41%。

中长期增长潜力可期, 维持“买入”评级。公司作为国内外外加剂和福建省建设工程质量检测龙头企业, 充分发挥品牌效应, 不断适应市场发展需求, 运用多元的营销模式及布局完善的营销网络, 不断开拓、深耕潜在市场。同时, 公司正通过夯实主营和延伸发展的策略, 进一步提升综合实力和核心竞争力, 短期受成本因素影响业绩小幅承压, 中长期增长潜力可期, 预计 21-23 年 EPS 为 0.56/0.73/0.87 元/股, 对应 PE 为 10.7/8.3/6.9x, 维持“买入”评级

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	455	520	667	809	营业收入	3871	5222	6710	7911
应收款项	2950	3900	4912	5849	营业成本	2941	4146	5375	6368
存货净额	150	216	282	338	营业税金及附加	19	26	33	39
其他流动资产	208	265	350	408	销售费用	183	225	268	293
流动资产合计	3997	5135	6445	7637	管理费用	134	194	240	275
固定资产	514	589	683	790	财务费用	(1)	(7)	(9)	(11)
无形资产及其他	140	135	129	123	投资收益	22	10	10	10
投资性房地产	644	644	644	644	资产减值及公允价值变动	(0)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	151	165	172	182	其他收入	(191)	(183)	(210)	(242)
资产总计	5447	6668	8074	9377	营业利润	426	456	591	705
短期借款及交易性金融负债	3	3	3	3	营业外净收支	6	0	0	0
应付款项	1847	2672	3535	4273	利润总额	433	456	591	705
其他流动负债	282	358	487	560	所得税费用	54	59	77	91
流动负债合计	2132	3033	4026	4836	少数股东损益	6	7	9	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	372	390	506	603
其他长期负债	33	35	36	38					
长期负债合计	33	35	36	38	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2165	3068	4062	4874	净利润	372	390	506	603
少数股东权益	68	74	81	90	资产减值准备	32	19	11	15
股东权益	3214	3526	3931	4413	折旧摊销	63	63	75	87
负债和股东权益总计	5447	6668	8074	9377	公允价值变动损失	(0)	10	10	10
					财务费用	(1)	(7)	(9)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(70)	(150)	(158)	(224)
每股收益	0.54	0.56	0.73	0.87	其它	(27)	(14)	(4)	(6)
每股红利	0.08	0.11	0.15	0.17	经营活动现金流	371	318	440	486
每股净资产	4.64	5.09	5.67	6.37	资本开支	(165)	(161)	(185)	(213)
ROIC	19%	18%	21%	23%	其它投资现金流	20	0	0	0
ROE	12%	11%	13%	14%	投资活动现金流	(145)	(175)	(192)	(223)
毛利率	24%	21%	20%	20%	权益性融资	154	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	12%	12%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	17%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(56)	(78)	(101)	(121)
收入增长	14%	35%	29%	18%	其它融资现金流	(66)	0	0	0
净利润增长率	-7%	5%	30%	19%	融资活动现金流	(24)	(78)	(101)	(120)
资产负债率	41%	47%	51%	53%	现金净变动	201	65	147	142
息率	1.3%	1.9%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	254	455	520	667
P/E	11.2	10.7	8.3	6.9	货币资金的期末余额	455	520	667	809
P/B	1.3	1.2	1.1	0.9	企业自由现金流	349	301	422	465
EV/EBITDA	9.7	10.4	9.5	8.9	权益自由现金流	282	307	430	475

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032