

**002398.SZ**
**买入**

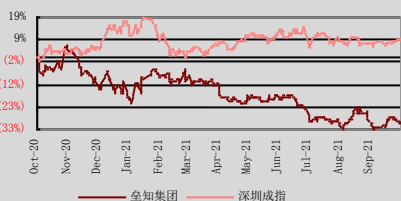
原评级: 买入

市场价格: 人民币 6.03

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 垒知集团 2021 年三季报点评。

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(24.7)	(1.3)	(5.9)	(30.7)
相对深证成指	(21.8)	(1.7)	(8.1)	(39.2)

发行股数(百万)	720
流通股(%)	78
总市值(人民币 百万)	4,345
3个月日均交易额(人民币 百万)	46
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
蔡永太	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以 2021 年 10 月 27 日收市价为标准

**相关研究报告**

《垒知集团: 成本拖累公司增收不增利, 集中度提升证实》20210824

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

证券分析师: 余斯杰

(8621)20328217

sijie.yu@bocichina.com.cn

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060001

证券分析师: 陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090006

# 垒知集团

## 现金流状况有所改善, 关注技改产能提质增效

公司发布 2021 年三季报, 前三季度公司营收 35.63 亿元, 同增 38.7%; 归母净利润 2.32 亿元, 同减 18%; EPS 0.32 元/股。前三季度销售商品提供劳务的现金流 28.65 亿元, 现金净流量 1.22 亿元。

**支撑评级的要点**

- **Q3 增收不增利, 现金流有所改善:** Q3 公司营收 12.9 亿元, 同增 21.5%, 归母净利润 0.82 亿元, 同减 24.6%。销售商品提供劳务的现金流入 9.83 亿元, 经营活动现金流净额 2.59 亿元。公司营收稳步增长, 利润承压下滑, 亮点在于三季度现金流有所改善。
- **毛利率环比小幅下滑, 费用率平稳:** Q3 毛利率 17.6%, 净利率 6.5%, 环比分别下滑 0.4%, 上升 0.7%。公司盈利能力相较二季度总体持平。四项费用率合计 11.3%, 环比上升 1.2pct, 同比上升 0.2pct, 公司的费用管控仍然有提升空间。主要原材料价格环比持稳, 丙烯酸价格上涨较多, 公司利润率水平稳定。开工低迷, 水泥产量回落的三季度中, 公司仍然保持营收增长, 主要是集中度提升带来的市场份额扩大。
- **嘉善基地有望提质增效, 改善毛利率:** 9 月份浙江嘉善基地已技改完成, 嘉善产能恢复后将 18% 的产品由国外代工转为自产, 可降低 5% 的成本, 提升 1 个点的毛利率。福建古雷项目进展相对较慢, 预计要到明年完成; 目前整体供应方面存在一定的压力, 如果古雷项目顺利完成, 可以将古雷作为供应华南的基地, 由供应商生产母液输送到广东, 20 万吨产能能够支撑广东的产品供应。

**估值**

- 考虑到目前公司成本压力较大, 我们下调公司盈利预测。预计 2021-2023 年, 公司营收分别为 51.3、62.0、74.6 亿元; 归母净利润分别为 3.4、5.1、5.5 亿元; EPS 为 0.47、0.71、0.76 元, 考虑公司销量持续中高速增长, 行业集中逻辑仍在兑现, 维持公司**买入**评级。

**评级面临的主要风险**

- 化工材料保供稳价不及预期, 下半年基建增速不及预期, 产能风险。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	3,394	3,871	5,125	6,195	7,458
变动(%)	25	14	32	21	20
净利润(人民币 百万)	402	372	341	512	549
全面摊薄每股收益(人民币)	0.559	0.517	0.473	0.710	0.762
变动(%)	61.4	(7.5)	(8.6)	50.2	7.3
市场预期每股收益(人民币)			0.660	0.820	1.000
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.533	0.738	0.825
调整幅度(%)			(11.3)	(3.8)	(7.6)
全面摊薄市盈率(倍)	10.8	11.7	12.8	8.5	7.9
价格/每股现金流量(倍)	36.4	19.5	(82.2)	374.7	144.2
每股现金流量(人民币)	0.17	0.31	(0.07)	0.02	0.04
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.8	10.3	6.6	5.9
每股股息(人民币)	0.19	0.08	0.07	0.11	0.11
股息率(%)	3.2	1.3	1.2	1.8	1.8

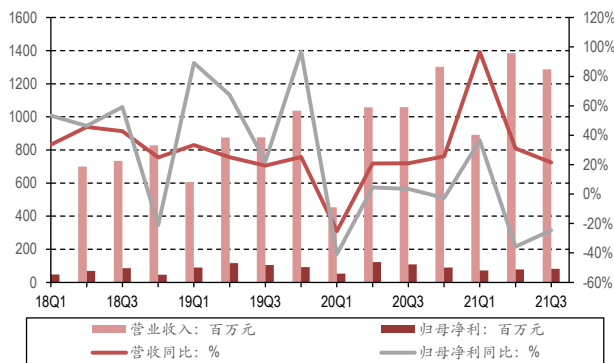
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 一、Q3 营收增长 21.5%，归母净利下降 24.6%

**事件：**公司发布 2021 年三季报，前三季度公司营收 35.63 亿元，同增 38.7%；归母净利 2.32 亿元，同减 18%；EPS0.32 元/股。Q3 公司营收 12.9 亿元，同增 21.5%，归母净利 0.82 亿元，同减 24.6%。前三季度销售商品提供劳务的现金流 28.65 亿元，现金净流量 1.22 亿元；Q3 销售商品提供劳务的现金流入 9.83 亿元，经营活动现金流净额 2.59 亿元。公司营收稳步增长，利润承压下滑，亮点在于三季度现金流显著改善。

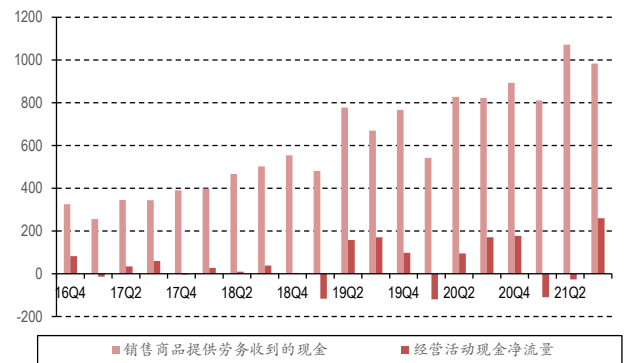
**毛利率环比小幅下滑，费用率平稳：**Q3 毛利率 17.6%，净利率 6.5%，环比分别下滑 0.4%，上升 0.7%。公司盈利能力相较二季度总体持平。四项费用率合计 11.3%，环比上升 1.2pct，同比上升 0.2pct，公司的费用管控仍然有提升空间。

图表 1. Q3 营收同增 21.5%，归母净利同降 24.6%



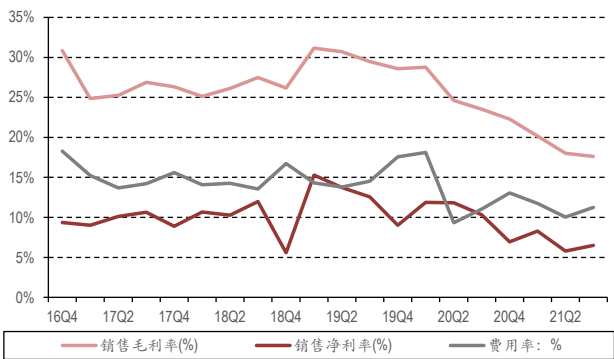
资料来源：公司财报，中银证券

图表 2. Q3 现金流显著改善



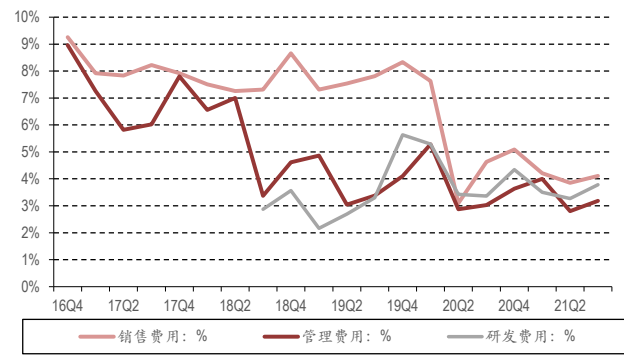
资料来源：公司财报，中银证券

图表 3. 2021Q3 毛利率同比下降 6.6pct



资料来源：公司财报，中银证券

图表 4. 费用率环比下降，同比上升



资料来源：公司财报，中银证券

## 二、成本压力环比平稳，集中度提升是营收增长的主要原因

**化工品涨价显著拖累公司利润：**公司主营业务减水剂的原材料主要包括环氧乙烷、工业萘、甲醛和丙烯酸，在上半年涨价的基础上，Q3 仍保持上涨。四大原材料中，环氧乙烷、工业萘与甲醛价格环比 Q2 相对稳定，同比去年依然是涨幅显著；而丙烯酸价格则在三季度显著上升，三季度均价环比上升 42.8%，是公司成本压力的重要来源。在开工低迷，水泥产量稳中有落的三季度中，公司仍然保持营收增长，主要是集中度提升带来的市场份额扩大。

图表 5. Q3 甲醛价格平稳, 10 月份以来涨价显著



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. Q3 工业萘价格环比上升 0.3%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 7. Q3 环氧乙烷价格环比下降 4.3%



资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. Q3 丙烯酸均价环比上涨 42.8%, 压力显著



资料来源: 公司财报, 中银证券

### 三、关注公司产能变动情况

**嘉善基地有望提质增效, 改善毛利率:** 据公司公开交流, 浙江嘉善基地已技改完成, 嘉善产能恢复后会将 18% 的产品由国外代工转为自产, 可降低 5% 的成本, 提升 1 个点的毛利率。福建古雷项目进展相对较慢, 预计要到明年完成; 目前整体供应方面存在一定的压力, 如果古雷项目顺利完成, 可以将古雷作为供应华南的基地, 由供应商生产母液输送到广东, 20 万吨产能能够支撑广东的产品供应。

图表 9. 2021Q3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q3	2021Q3	同比增长(%)
营业收入	1,058.71	1,286.65	21.53
营业税及附加	4.65	4.53	(2.66)
净营业收入	1,054.06	1,282.13	21.64
营业成本	809.61	1,059.95	30.92
销售费用	49.04	52.83	7.74
管理费用	67.64	89.51	32.32
财务费用	0.30	2.31	674.49
资产减值损失	(14.24)	(17.53)	(23.13)
营业利润	127.72	75.54	(40.85)
营业外收入	0.38	0.22	(40.57)
营业外支出	0.58	0.75	29.62
利润总额	127.51	75.01	(41.17)
所得税	18.00	(8.49)	(147.17)
少数股东损益	1.09	1.73	57.80
归属母公司股东净利润	108.42	81.78	(24.57)
扣除非经常性损益的净利润	262.68	208.53	(20.62)
每股收益(元)	0.15	0.11	(26.67)
扣非后每股收益(元)	0.38	0.30	(21.05)
毛利率(%)	23.53	17.62	减少 5.91 个百分点
净利率(%)	10.34	6.49	减少 3.85 个百分点
销售费用率(%)	4.63	4.11	减少 0.53 个百分点
管理费用率(%)	6.39	6.96	增加 0.57 个百分点
财务费用率(%)	0.03	0.18	增加 0.15 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2021Q1-3 业绩摘要表

(人民币, 百万)	2020Q1-3	2021Q1-3	同比增长(%)
营业收入	2,568.99	3,562.66	38.68
营业税及附加	12.97	13.84	6.68
净营业收入	2,556.02	3,548.82	38.84
营业成本	1,929.12	2,906.88	50.68
销售费用	116.35	143.58	23.41
管理费用	182.04	240.41	32.06
财务费用	(0.59)	4.40	845.81
资产减值损失	(6.01)	23.09	484.29
营业利润	334.53	247.25	(26.09)
营业外收入	1.58	5.00	216.87
营业外支出	0.74	1.05	42.13
利润总额	335.37	251.21	(25.10)
所得税	47.05	13.66	(70.97)
少数股东损益	5.04	5.25	4.09
归属母公司股东净利润	283.29	232.30	(18.00)
扣除非经常性损益的净利润	160.97	134.91	(16.19)
每股收益(元)	0.39	0.32	(17.95)
扣非后每股收益(元)	0.23	0.19	(17.39)
毛利率(%)	24.91	18.41	减少 6.50 个百分点
净利率(%)	11.22	6.67	减少 4.56 个百分点
销售费用率(%)	4.53	4.03	减少 0.50 个百分点
管理费用率(%)	7.09	6.75	减少 0.34 个百分点
财务费用率(%)	(0.02)	0.12	增加 0.15 个百分点

资料来源: 万得, 中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	3,394	3,871	5,125	6,195	7,458
销售成本	2,381	2,941	4,193	4,930	5,988
经营费用	412	335	564	681	820
息税折旧前利润	522	492	423	654	738
折旧及摊销	58	66	68	91	115
经营利润(息税前利润)	464	425	355	563	623
净利息收入/(费用)	0	1	8	7	6
其他收益/(损失)	20	28	13	13	13
税前利润	465	426	363	570	629
所得税	62	54	22	58	80
少数股东权益	14	6	7	11	12
净利润	402	372	341	512	549
核心净利润	382	344	327	498	536
每股收益(人民币)	0.559	0.517	0.473	0.710	0.762
核心每股收益(人民币)	0.531	0.477	0.454	0.692	0.744
每股股息(人民币)	0.192	0.077	0.070	0.110	0.110
收入增长(%)	25	14	32	21	20
息税前利润增长(%)	58	(8)	(17)	59	11
息税折旧前利润增长(%)	50	(6)	(14)	55	13
每股收益增长(%)	61	(7)	(9)	50	7
核心每股收益增长(%)	69	(10)	(5)	52	7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	465	426	363	570	629
折旧与摊销	58	66	68	91	115
净利息费用	(0)	(1)	(8)	(7)	(6)
运营资本变动	(192)	95	270	408	456
税金	190	175	91	107	225
其他经营现金流	(595)	(250)	(115)	(160)	(295)
经营活动产生的现金流	308	322	128	194	213
购买固定资产净值	98	141	201	201	201
投资减少/增加	0	(32)	(12)	(12)	(12)
其他投资现金流	(91)	19	7	6	6
投资活动产生的现金流	(189)	(90)	(181)	(182)	(183)
净增权益	(122)	(77)	0	0	0
净增债务	13	13	0	0	0
支付股息	139	58	50	79	79
其他融资现金流	104	16	0	1	1
融资活动产生的现金流	(143)	(106)	(50)	(79)	(79)
现金变动	(24)	126	(103)	(67)	(49)
期初现金	235	643	779	676	609
公司自由现金流	119	232	(53)	12	30
权益自由现金流	236	261	(52)	12	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	643	779	676	609	560
应收帐款	2,344	2,950	3,895	4,695	5,638
库存	96	150	190	223	262
其他流动资产	284	263	263	263	263
流动资产总计	3,367	4,142	5,023	5,789	6,723
固定资产	401	433	567	680	770
无形资产	124	140	136	131	126
其他长期资产	558	681	685	686	687
长期资产总计	1,082	1,255	1,388	1,497	1,583
总资产	4,449	5,397	6,411	7,286	8,306
应付帐款	1,312	1,847	2,602	3,046	3,683
短期债务	13	3	3	3	3
其他流动负债	193	232	191	172	61
流动负债总计	1,517	2,082	2,796	3,221	3,747
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	33	33	36	43	54
股本	693	720	720	720	720
储备	2,206	2,562	2,859	3,302	3,784
股东权益	2,899	3,282	3,580	4,023	4,505
少数股东权益	64	68	75	86	98
总负债及权益	4,449	5,397	6,411	7,286	8,306
每股帐面价值(人民币)	3.93	4.46	4.86	5.46	6.12
每股有形资产(人民币)	5.59	6.58	8.26	9.48	10.90
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.83)	(0.99)	(0.88)	(0.78)	(0.70)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	15.4	12.7	8.2	10.6	9.9
息税前利润率(%)	13.7	11.0	6.9	9.1	8.3
税前利润率(%)	13.7	11.0	7.1	9.2	8.4
净利率(%)	12.3	9.8	6.8	8.4	7.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.2	2.0	1.8	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	1434.8	711.9	54.4	94.2	115.9
净权益负债率(%)	(20.6)	(22.6)	(17.8)	(14.0)	(11.2)
速动比率(倍)	2.2	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	10.8	11.7	12.8	8.5	7.9
核心业务市盈率(倍)	11.4	12.6	13.3	8.7	8.1
市净率(倍)	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
价格/现金流(倍)	36.4	19.5	(82.2)	374.7	144.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	8.0	8.8	10.3	6.6	5.9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	10.3	14.2	13.5	13.1	12.8
应收帐款周转天数	252.1	278.2	277.4	276.6	275.9
应付帐款周转天数	201.0	229.2	226.5	225.5	224.5
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	34.4	14.9	14.8	15.5	14.4
净资产收益率(%)	14.4	11.5	9.7	13.0	12.5
资产收益率(%)	9.4	7.0	5.4	7.2	6.8
已运用资本收益率(%)	13.7	11.2	9.2	12.4	11.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371