

垒知集团 (002398)

建设综合技术服务商，有望进军新能源打造新增长极

外加剂+检测业务双轮驱动，新能源业务有望打开成长空间

公司是我国首家整体上市的建筑科研机构，外加剂+检测业务双轮驱动，同时拟进军光伏产业，打造新的增长极：1) 外加剂业务：受益于需求平稳+原材料成本下降带来的盈利弹性，公司优势在于全国化布局更贴近下游客户，拟继续扩张产能提升市占率；技术服务业务：“跨区域、跨领域”发展支撑业绩稳步增长，有效平滑地产周期波动。2) 公司与云南新华、禾迈股份签署合作协议，凭借多年从事绿色建筑、建筑节能解决方案的科技研发及成果转化，有望逐步实现向光伏领域的渗透。我们统计全国 31 个省十四五期间光伏规划新增装机容量可达 514GW，22-25 年分布式光伏投资规模近 8000 亿，行业处于高速增长阶段，公司在新能源领域的发展值得期待。

外加剂市占率持续提升，检测业务“跨区域、跨领域”稳步发展

减水剂行业集中度在持续提升，CR3 由 15 年的 9.2% 提升到 21 年的 18.7%，其中垒知提升 4.0pct 达 7.3%，稳定在行业前二，22 年上半年合成产能达 128.9 万吨。公司 22 年发行 3.96 亿可转债，用于新一轮产能建设，包含 30 万吨聚羧酸减水剂母液，有望支撑未来市占率持续提升。我们认为下半年行业需求有望环比好转，同时受益于原材料环氧乙烷价格走低，H2 减水剂利润弹性较大；公司检测业务实行“跨区域、跨领域”发展战略，在传统建工检测业务稳定发展的同时，电子电气等新领域业务也实现效益化。检测业务受地产影响更小，且毛利率更高，随着内生+外延稳步扩张，中长期增长空间仍大，检测业务有望成为推动公司业绩增长的另一重要引擎。

携手云南新华与禾迈股份，进军光伏市场，有望打开新的成长空间

公司先后与云南新华水利水电投资公司及杭州禾迈股份签署合作协议，拟与前者成立合资公司从事光伏项目开发、建设及运营工作，初步规模 1GW，业总额 40 亿元，与禾迈股份主要就逆变器先进设备应用与推广等方面展开合作。借助云南新华在光伏 EPC 方面丰富的渠道及资源优势，以及禾迈股份在逆变器等设备方面的技术优势，公司有望快速打开光伏新能源市场。根据中国光伏行业协会的预测，22-25 年光伏新增装机容量合计可达 330-395GW，按照分布式占比 50% 以上来计算，对应分布式光伏投资或接近 8000 亿元，而其中光伏组件、逆变器等设备占比达 55%。公司从光伏 EPC 做起，未来有望逐步往上游设备方向延伸，有望打开新的成长空间。

首次覆盖给予“买入”评级

暂不考虑新能源业务利润贡献，预计 22-24 年归母净利润 3.36/4.07/4.87 亿元，对应增速 23.5%/21.3%/19.6%。参考可比公司估值，给予公司 22 年 18 倍目标 PE，对应目标价 8.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：产能投放不及预期、需求下滑、原材料价格大幅上涨、新能源业务拓展进度低于预期、公司流通市值较小等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,870.74	4,917.75	5,193.54	6,159.08	6,984.00
增长率(%)	14.06	27.05	5.61	18.59	13.39
EBITDA(百万元)	680.10	610.29	517.75	616.13	698.68
归属母公司净利润(百万元)	372.45	271.90	335.82	407.27	486.94
增长率(%)	(7.45)	(27.00)	23.51	21.28	19.56
EPS(元/股)	0.52	0.38	0.47	0.57	0.68
市盈率(P/E)	12.31	16.87	13.66	11.26	9.42
市净率(P/B)	1.43	1.34	1.23	1.14	1.04
市销率(P/S)	1.18	0.93	0.88	0.74	0.66
EV/EBITDA	6.76	7.44	6.13	5.08	3.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/装修建材
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.4 元
目标价格	8.46 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	716.59
流通 A 股股本(百万股)	578.13
A 股总市值(百万元)	4,586.18
流通 A 股市值(百万元)	3,700.03
每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	46.21
一年内最高/最低(元)	8.55/5.73

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

林晓龙 联系人
linxiaolong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《建研集团-季报点评:减水剂龙头稳步向前，外延医药 CRO 受益药改新政》 2017-10-22
- 《建研集团-公司深度研究:巩固减水剂行业前二，外延医药 CRO 成长空间巨大》 2017-08-17

内容目录

1. 垒知集团：建设综合技术服务商，外加剂与检测业务双轮驱动	4
2. 外加剂行业：行业集中度提升是长期趋势	8
2.1. 需求：下半年有望开始回暖，中长期维持稳定	8
2.2. 供给：行业集中度提升明显，拟继续扩张提升市占率	10
2.3. 盈利：环氧乙烷价格走低，减水剂毛利率有望提升	11
3. 检测业务：推进“跨区域、跨领域”发展，增长空间大	13
4. 进军光伏新能源领域，打造新的增长极	16
5. 盈利预测与估值	19
6. 风险提示	20

图表目录

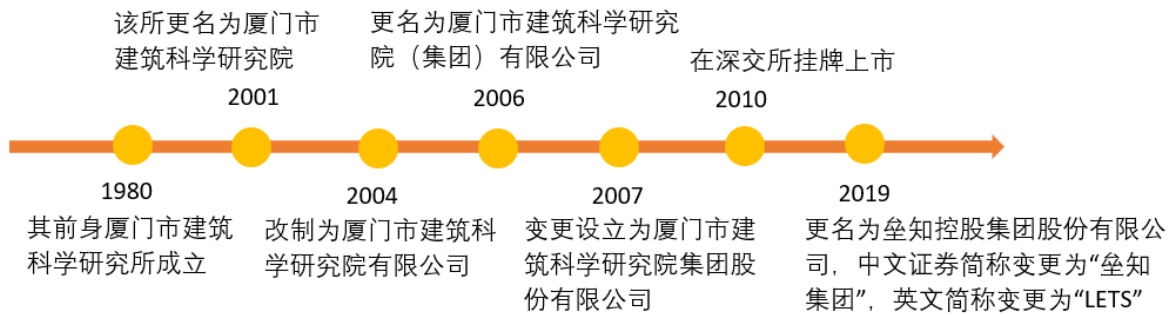
图 1：公司发展路径	4
图 2：公司股权穿透图（截至 2022 年 6 月 30 日）	4
图 3：公司各板块收入占比	5
图 4：公司各板块毛利润占比	5
图 5：公司各业务毛利率	5
图 6：垒知集团业务架构	6
图 7：垒知集团 vs 苏博特产能布局对比	6
图 8：公司与苏博特（固定资产+在建工程）/总资产	7
图 9：公司与苏博特固定资产周转率	7
图 10：我国外加剂产量情况	8
图 11：我国减水剂产量情况	8
图 12：单方混凝土外加剂掺量	8
图 13：我国混凝土预拌率	9
图 14：机制砂逐渐替代天然砂	9
图 15：30 大中城市商品房成交面积当月同比	9
图 16：房地产投资、基础设施建设投资同比增速	9
图 17：环氧乙烷价格走势	11
图 18：公司外加剂业务毛利率与环氧乙烷价格关系	11
图 19：技术服务业务收入及同比增速	13
图 20：技术服务业务净利润及同比增速	13
图 21：技术服务业务毛利率与净利率	13
图 22：健研检测有限公司 ROE	13
图 23：公司技术服务业务增速 vs 狭义基建投资增速	15
图 24：公司技术服务业务增速 vs 地产投资增速	15
图 25：各省十三五及十四五规划新增光伏装机容量对比	16

图 26: 我国光伏装机容量及预测情况	16
图 27: 分布式光伏电站建设成本构成	16
图 28: 2021 年禾迈股份收入结构	17
表 1: 不同减水剂性能比较	8
表 2: 2015-2021 年聚羧酸减水剂供给格局演变	10
表 3: 公司可转债项目投资情况	11
表 4: 公司检测业务跨区域分布情况	14
表 5: 垒知集团与云南新华水利水电投资有限公司《合作框架协议》相关内容	17
表 6: 垒知集团与杭州禾迈电力电子股份有限公司《合作框架协议》相关内容	18
表 7: 分部营收及毛利率预测	19

1. 垒知集团：建设综合技术服务商，外加剂与检测业务双轮驱动

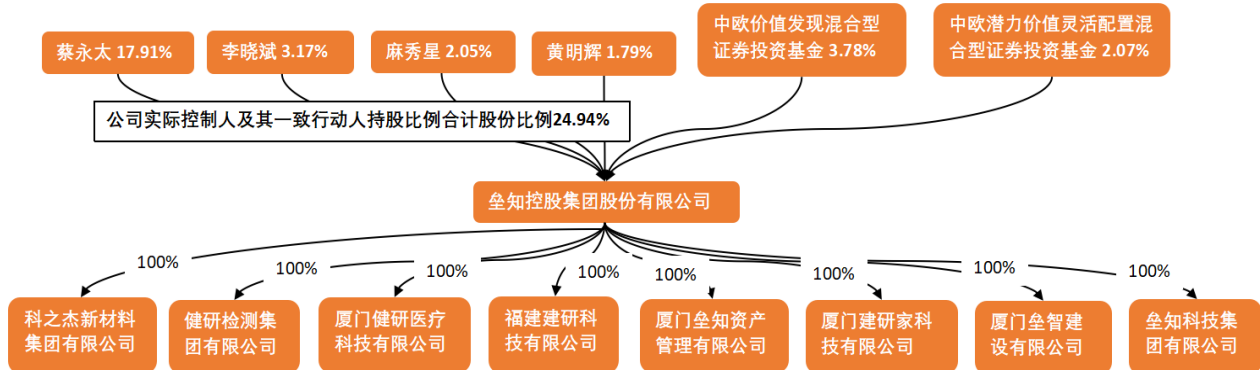
公司前身厦门市建筑科学研究所成立于 1980 年，是厦门市建设系统唯一市属综合性科学研究和技术开发机构。2010 年在深交所挂牌上市，成为中国首家整体上市的建筑科研机构。公司是中国工程检测与认证技术服务领军企业及中国外加剂新材料行业龙头企业，经过近四十年的稳健发展，已成为一家集建设综合技术服务和新型建筑材料研发、生产、销售为一体的建筑类科技产业化集团公司。公司董事长兼总裁蔡永太为公司实际控制人，截至 2022 年 6 月 30 日，蔡永太持股 17.91%，公司实际控制人及其一致行动人持股比例合计 24.94%。

图 1：公司发展路径



资料来源：公司年报，天风证券研究所

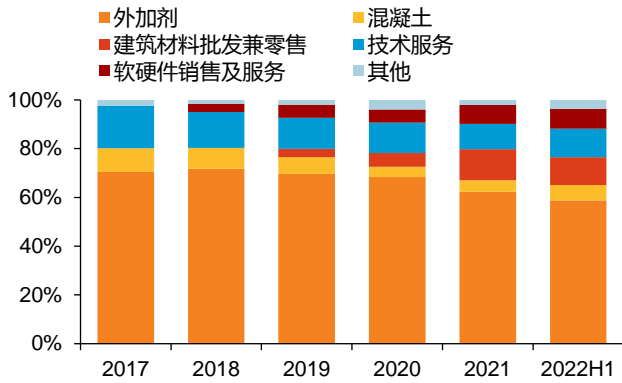
图 2：公司股权穿透图（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

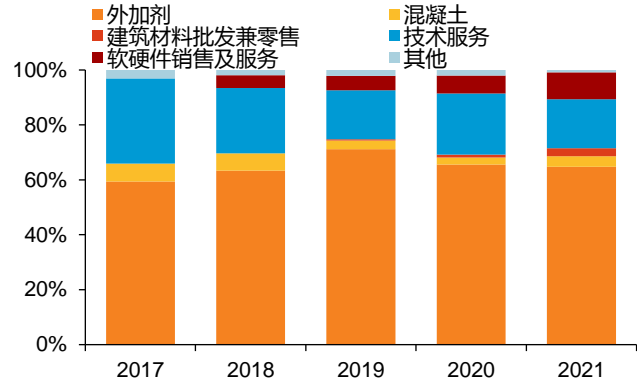
公司业务是建设综合技术服务及新型建筑材料研发、生产和销售，其中，建设综合技术服务以建设工程质量检测业务为主，新型建筑材料业务包括外加剂新材料和商品混凝土，以外加剂新材料业务为主。2021 年公司外加剂业务收入 30.7 亿元，占比达 62%，技术服务收入 5.1 亿元，占比达 10%，技术服务收入占比虽然不高，但其毛利率是各业务中最高的，2020 年之前一直维持在 40%以上，21 年回落到 31.3%，但仍高于外加剂业务的 19%，从毛利润占比来看，检测业务占比达 17.8%，外加剂业务达 64.7%，其他业务均不足 10%。

图 3：公司各板块收入占比



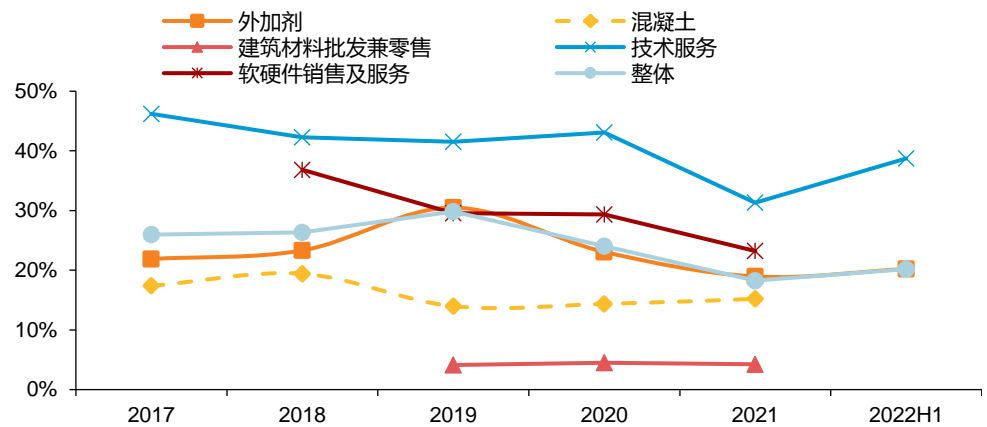
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：公司各板块毛利润占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司各业务毛利率

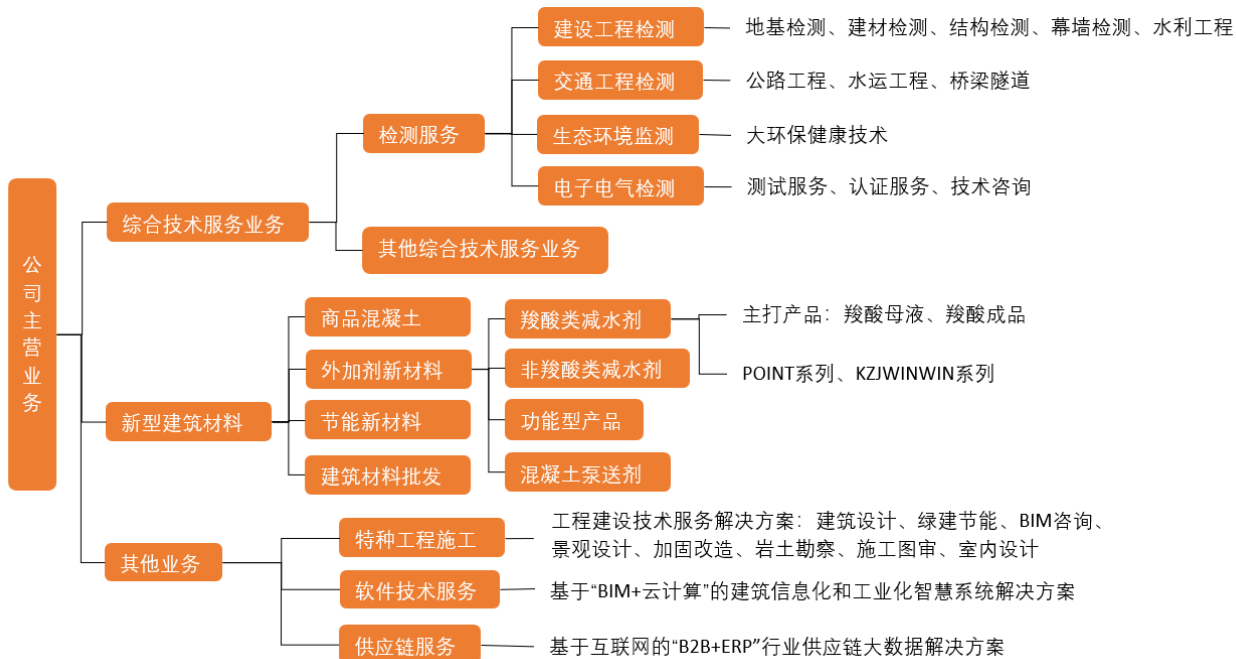


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年公司外加剂业务在多个省份市占率排名第一。外加剂新材料业务板块的主要公司为科之杰新材料集团有限公司，其主要为建筑、核电、港口、桥梁、隧道、公路、高铁、地铁、水利、电力等工程提供高环保、高性能、高寿命混凝土制造和施工解决方案，是混凝土外加剂生产与应用技术集成方案提供商，产业群分布福建、四川、重庆、贵州、河南、陕西、广东、浙江、湖南、江西、江苏、云南、海南、上海、广西、安徽等 16 个省区、直辖市以及马来西亚、菲律宾。作为中国外加剂新材料行业的龙头企业，公司拥有聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等多种外加剂合成生产线，可提供 100 余种混凝土外加剂及相关产品。科之杰新材料集团在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海的市场占有率均排名第一。

公司是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，福建省综合能力最强的工程检测机构。综合技术服务业务板块的主要公司为健研检测集团，其主要为工程可研、建设、运维全寿命周期提供测绘、勘察、设计、检测、评估、咨询和培训等技术服务。健研检测集团产业群分布福建、北京、上海、重庆、海南、云南、深圳等。作为中国建设工程综合技术服务专家，健研检测集团有限公司拥有多领域、全方位的检测与认证实力，具备高资质、高效率的技术服务平台，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，是福建省综合能力最强的工程检测机构，下辖的重庆子公司及海南子公司均为当地资质等级最高的建设工程检测机构，深圳子公司是致力于电子电气检测与认证服务的机构，目前已具备 5G-NR、WiFi6、5G-SAR 等无线通信电子检测资质；此外，凭借多年从事绿色建筑、建筑节能解决方案的科技研发及成果转化，垒知光合建设有限公司已拥有在建筑节能及新能源应用领域的技术研发及应用实力。

图 6：垒知集团业务架构



公司生产基地全国化布局，我们认为服务相应速度更快，民用端渗透率更高。高性能减水剂的原材料主要是聚醚，其原材料为环氧乙烷，聚醚的自主化生产优势在于有效消除了从环氧乙烷到聚醚的生产加工差价对公司采购成本的影响，使得高性能减水剂产品具有更高毛利率，但由于从聚醚到减水剂复配的生产中也会有更多费用产生。与苏博特参与全产业链相比，垒知其工厂的布局更加灵活，目前垒知集团已拥有 17 个生产基地，我们认为对于下游尤其是民用端客户的需求响应更加及时，因此公司在民用端的渗透率也要高于同行。

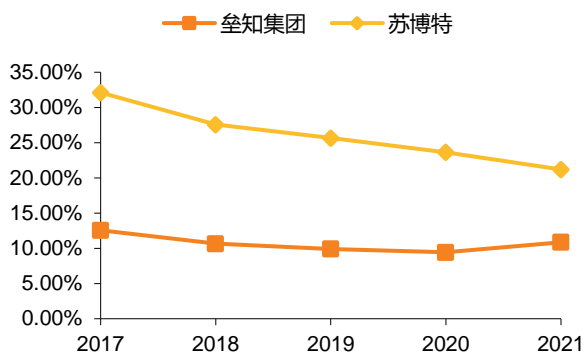
图 7：垒知集团 vs 苏博特产能布局对比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

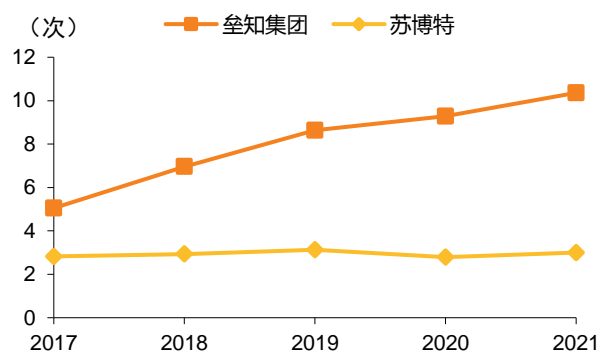
另一方面，公司直接外购聚醚单体的优势则在于属于典型的轻资产结构，具有更高的**固定资产周转率**。2017-2021 年公司固定资产加在建工程占总资产比重均低于 20%，且呈现下降的趋势，从 17 年的 12.56% 下降到 21 年的 10.86%；固定资产周转率呈现上升的趋势，从 17 年的 5.05 上升到 21 年的 10.36。2021 年度公司固定资产加在建工程合计 7.1 亿元，占总资产 65.13 亿元的 10.86%。相比之下苏博特 2017-2021 年固定资产加在建工程占总资产的比重明显更高，固定资产周转率更低。

图 8：公司与苏博特（固定资产+在建工程）/总资产



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：公司与苏博特固定资产周转率



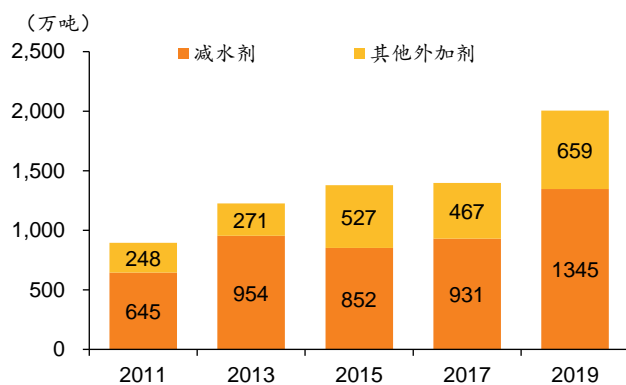
资料来源：Wind、天风证券研究所

2. 外加剂行业：行业集中度提升是长期趋势

2.1. 需求：下半年有望开始回暖，中长期维持稳定

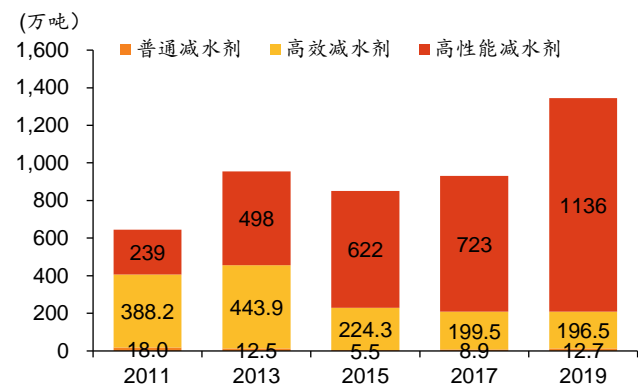
外加剂下游需求稳定，高性能减水剂发展前景光明。混凝土外加剂可分为减水剂和功能性外加剂，其中减水剂的主要作用为：1) 在保持混凝土配合比不变的情况下，改善其工作性；2) 在保持工作性不变的情况下减少用水量，提高混凝土强度；3) 在保持强度不变时减少水泥用量，节约水泥，降低成本。减水剂占外加剂的比重在 60-70%，其中按照性能的区别，减水剂可分为普通减水剂、高效减水剂和高性能减水剂。与其他减水剂相比，高性能减水剂的技术要求最高，性能最好且符合环保要求，在减水剂总产量中占比逐年上涨，从 2007 年 15% 增长至 2019 年 84%，成为目前主流的减水剂。其他外加剂主要包括膨胀剂、引气剂、速凝剂、缓凝剂等。

图 10：我国外加剂产量情况



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》(王玲, 赵霞, 高瑞军)、天风证券研究所

图 11：我国减水剂产量情况



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》(王玲, 赵霞, 高瑞军)、天风证券研究所

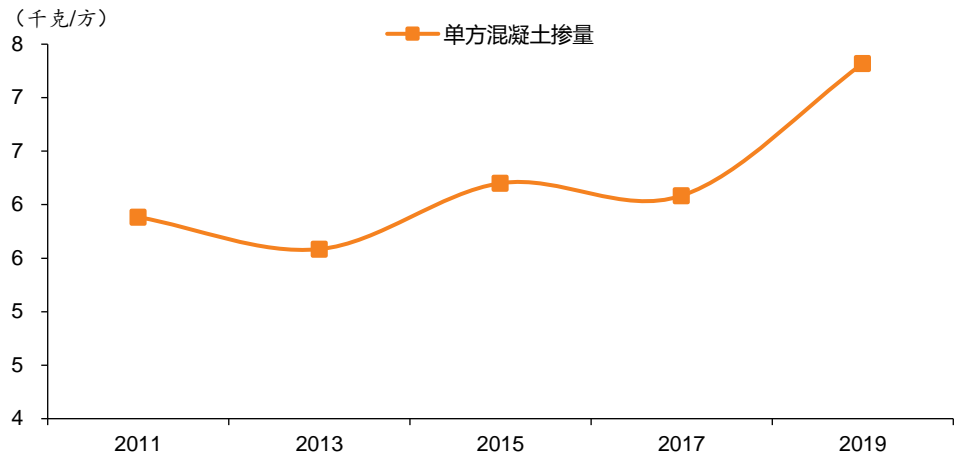
表 1：不同减水剂性能比较

	普通减水剂（第一代）	高效减水剂（第二代）	高性能减水剂（第三代）
减水率	8%-10%	15%-25%	25%-35%
强度	28d 强度比 115%	28d 强度比 120%-135%	28d 强度比 140%
环保性	一般不含有害物质	原材料甲醛和工业萘都是污染物	生产、排放、使用过程中均不含有害物质
相较于上一代优势		原材料供应稳定，成本相对低廉，对各种混凝土适应性广	低掺量、高减水率、高强度、适应性好、不易坍塌、更环保
现状	基本被淘汰	衰退期	主流，具备技术优势

资料来源：华经情报网、天风证券研究所

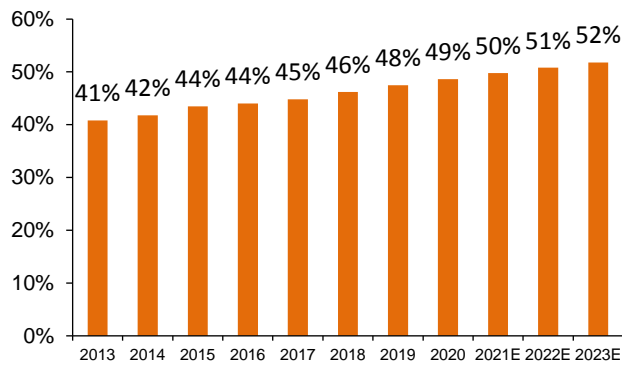
从过去来看，单方混凝土的外加剂掺量在逐渐提升，由 2011 年的 5.9 千克/方提升到 2019 年的 7.3 千克/方，我们认为源于：1) 混凝土预拌率提升，由于预拌混凝土需要在搅拌站进行集中计量拌制后通过运输车运至使用地点，为了在运输过程中保持混凝土的性能不变，所需的减水剂掺量更多；2) 机制砂逐渐替代天然砂，由于与河砂相比，机制砂的性能更差，因此对外加剂的需求有所提升。目前我国混凝土预拌率仅 50% 左右，而发达国家普遍在 70% 以上，我国混凝土预拌率仍有较大提升空间。

图 12：单方混凝土外加剂掺量



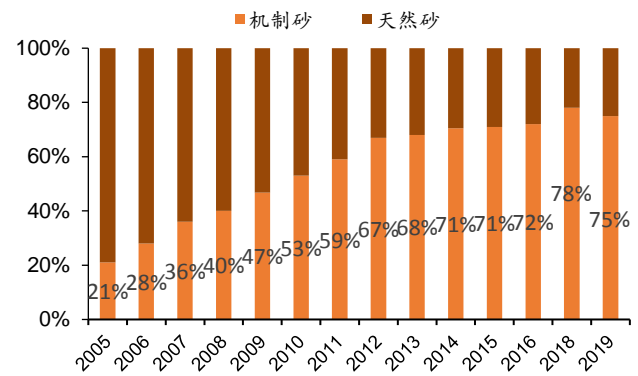
资料来源:《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》,王玲等、天风证券研究所

图 13: 我国混凝土预拌率



资料来源: 云南建投招股说明书、天风证券研究所

图 14: 机制砂逐渐替代天然砂

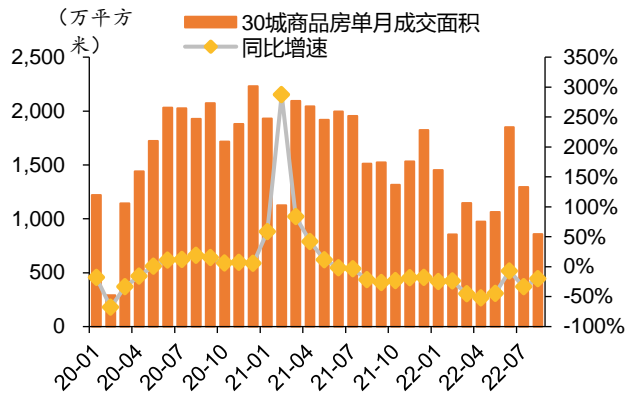


资料来源: 产业信息网、天风证券研究所

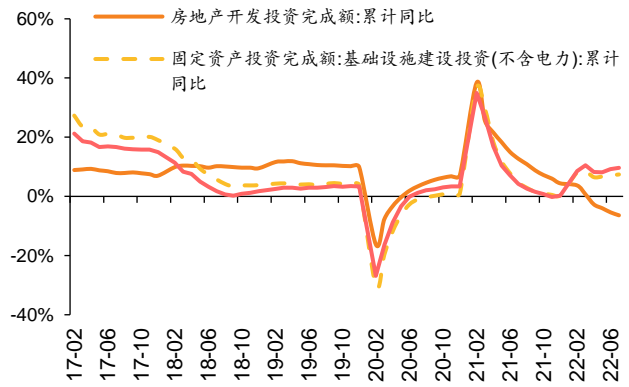
下半年受益于基建发力, 减水剂需求端环比有望出现改善。21 年 Q4 开始地产政策出现放松迹象, 12 月政治局会议指出满足合理住房需求, 我们认为确立本轮地产周期的政策底, 2022 年初多地密集出台因城施策政策助力地产基本面回暖, 1-7 地产销售面积同比下滑 23.1%, 8 月 30 大中城市商品房成交面积同比下滑 20.2%, 下半年降幅有望收窄。基建方面, 22 年 1-7 月狭义基建/广义基建同比分别+7.4%/+9.6%, 7 月单月狭义基建/广义基建同比分别+9.1%/+11.5%, 基建继续发力, 除水利一如既往高增外, 地方主导的市政投资已连续两个月实现单月 15%以上增长。7 月末政治局会议提出“经济大省要勇挑大梁, 有条件的省份要力争完成经济社会发展预期目标”的背景下, 河南、江苏、浙江、广东、四川等省份陆续表态加快项目建设, 下半年基建在低基数的基础上或仍保持较高弹性, 整体来看, 需求端环比或出现改善。

图 15: 30 大中城市商品房成交面积当月同比

图 16: 房地产投资、基础设施建设投资同比增速



资料来源: Wind、天风证券研究所



资料来源: Wind、天风证券研究所

2.2. 供给: 行业集中度提升明显, 拟继续扩张提升市占率

行业集中度持续提升, 垒知聚羧酸减水剂市占率位居行业前二, 未来仍有提升空间。过去几年行业集中度在持续提升, 行业 CR10 市占率由 2015 年的 15% 提升到 21 年的 29%, CR3 由 9.2% 提升到 18.7%, 可以看出头部三家上市公司的份额增长更快。我们认为主要原因可能在于, 随着国家对安全、环保要求的不断提高, 各地执行“退城入园”政策, 部分区域的生产企业和小型外加剂企业迫于国家和地方持续的环保和安全生产监管而停产或退出市场, 头部企业借机进一步扩张。公司 2015 年市占率 3.3%, 2021 年提升至 7.3%, 我们认为未来市占率仍有提升空间, 主要由于 2021 年下半年以来, 地产信用风险频发, 小企业由于规模小、下游客户单一, 因此主动收缩规模, 且在 21 年下半年原材料大幅上涨之时, 小企业由于出现亏损而停止供货, 因此客户出于供货稳定性考虑, 也更愿意和头部企业合作。

表 2: 2015-2021 年聚羧酸减水剂供给格局演变

2015			2017			2019			2021		
公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率	公司	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	市占率
苏博特	25.5	4.1%	科之杰 (垒知)	38.2	5.3%	科之杰 (垒知)	75.0	6.6%	江苏苏博特	104.5	7.7%
科之杰 (垒知)	20.3	3.3%	苏博特	36.7	5.1%	江苏苏博特	74.0	6.5%	科之杰 (垒知)	99.0	7.3%
长安育才	11.6	1.9%	广东红墙	10.7	1.5%	广东红墙	32.0	2.8%	广东红墙	51.5	3.8%
广东红墙	7.9	1.3%	山西凯迪	9.8	1.4%	长安育才	19.4	1.7%	安徽中铁	32.6	2.4%
贵阳绿洲苑	6.4	1.0%	长安育才	9.8	1.4%	安徽中铁	18.2	1.6%	中建新材	26.8	2.0%
华伟银凯	5.4	0.9%	山西康特尔	9.2	1.3%	贵州石博士	13.4	1.2%	长安育才	22.7	1.7%
深圳五山	5.0	0.8%	安徽中铁	9.1	1.3%	华伟银凯	10.9	1.0%	江苏奥莱特	18.0	1.3%
山西凯迪	4.3	0.7%	华伟银凯	7.9	1.1%	广东瑞安	9.5	0.8%	贵州石博士	14.4	1.1%
广东瑞安	3.9	0.6%	广东瑞安	7.5	1.0%	江苏奥莱特	9.4	0.8%	山西铁力	12.0	0.9%
武汉苏博	3.2	0.5%	深圳五山	4.8	0.7%	重庆三圣	9.3	0.8%	江苏超力	10.8	0.8%
CR3		9.2%	CR3		11.8%	CR3		15.9%	CR3		18.7%
CR10		15.0%	CR10		19.9%	CR10		23.9%	CR10		28.8%

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

注：2021 年行业总量由 2019 年数据推算（假设混凝土中减水剂单位掺量不变）

拟进行新一轮产能建设,外加剂收入有望持续增长。公司于 22 年 4 月发行 3.96 亿可转债,拟用于重庆、四川、云南、浙江等项目建设,其中包含三个新建项目与 1 个技改项目。截至 22 年上半年公司合成总产能已达 128.9 万吨,新建项目投产后,预计将增加聚羧酸减水剂母液产能 30 万吨,9 万吨无碱速凝剂产能和 2 万吨砂浆添加剂,重庆、四川项目内部收益率(税后)分别高达 37.72%和 29.31%,新产能的建设有望支撑公司外加剂板块收入持续增长。

表 3: 公司可转债项目投资情况

实施主体	项目名称	项目总投资	建设内容	计划建设周期	预计年均含税收入(万元)	预计年均利润总额(万元)	项目内部收益率(税后)	静态投资回收期(含建设期)
重庆建研科之杰建材有限公司	重庆建研科之杰建材有限公司外加剂建设项目	10,000 万元	年产 10 万吨羧酸系减水剂母液和 3 万吨无碱速凝剂生产线	18 个月	60,600.00 万元	6,410.16 万元	37.72%	4.90 年
科之杰新材料集团四川有限公司	高性能混凝土添加剂生产基地项目	12,500.00 万元	年产 10 万吨羧酸系减水剂母液、3 万吨速凝剂生产线	12 个月	54,500.00 万元	4,754.00 万元	29.31%	4.82 年
科之杰新材料集团(云南)有限公司	高性能混凝土添加剂工程	32,986.00 万元	年产 10 万吨聚羧酸减水剂母液、3 万吨无碱速凝剂、2 万吨砂浆添加剂项目	12 个月	59,500.00 万元	5,036.28 万元	15.28%	6.66 年
科之杰新材料集团浙江有限公司	年产 12.9 万吨高效混凝土添加剂和 6 万吨泵送剂技改项目	4,991.00 万元	对既有老旧项目进行技改,重点提升产能、产效和自动化水平,实现年产 12.9 万吨高效混凝土添加剂(2.8 万吨萘系高效混凝土添加剂,3.6 万吨脂肪族高效混凝土添加剂,5 万吨聚羧酸高效混凝土添加剂,1.5 万吨速凝剂)和 6 万吨泵送剂	18 个月	49,740 万元	2,838.24 万元	26.68%	5.85 年

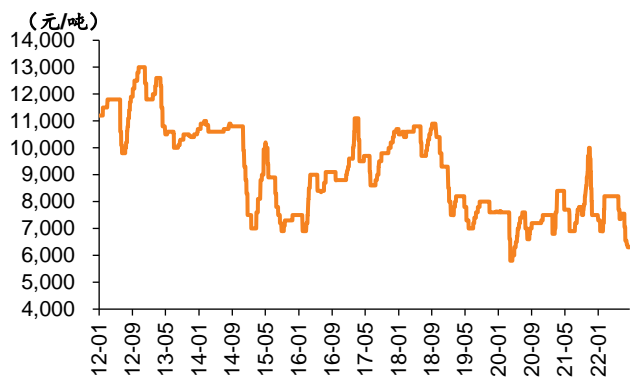
资料来源:公司公告、天风证券研究所

2.3. 盈利: 环氧乙烷价格走低, 减水剂毛利率有望提升

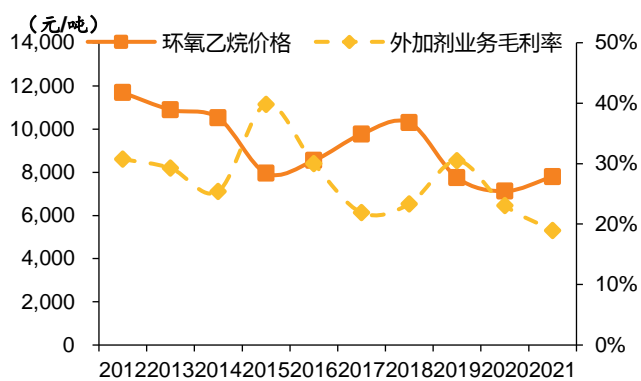
环氧乙烷价格走低, 有助于减水剂毛利率改善。在外加剂生产成本中, 直接材料成本占比 80%, 公司盈利能力受原材料成本影响较大, 其中环氧乙烷是最主要的原材料。从过去来看, 公司外加剂业务毛利率与环氧乙烷价格体现出明显的反向关系。当前国内环氧乙烷价格已跌至 6300 元/吨, 同比低 19%, 环氧乙烷和乙二醇为联产关系, 考虑到下半年乙二醇下游需求较弱, 因此供给端仍然较为充足, 下半年环氧乙烷价格有望继续维持低位, 有利于公司减水剂业务毛利率改善。

图 17: 环氧乙烷价格走势

图 18: 公司外加剂业务毛利率与环氧乙烷价格关系



资料来源: Wind、天风证券研究所

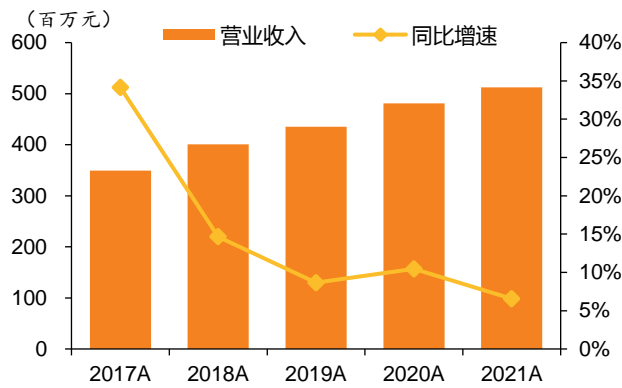


资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3. 检测业务：推进“跨区域、跨领域”发展，增长空间大

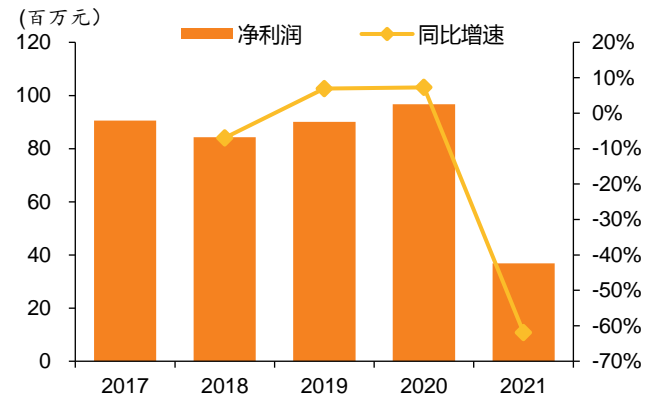
公司技术服务业务以检测业务为主，检测业务具备轻资产，高毛利率的特征。2021年，公司技术服务业务实现营业收入5.12亿元，同比增长6.6%。从历年公司检测业务收入占综合技术服务业务收入的比例来看，公司综合技术服务业务收入约80%来自检测业务。检测行业属于知识技术密集型行业，核心资产为公司人才，生产环节不存在被原材料、半成品等大量占用货币资金的情况，因此公司检测业务属于典型的轻资产结构。公司检测业务也具有很高的毛利率，除2021年外，基本维持在40%以上，净利率维持在20%以上，明显高于公司另一大主营业务外加剂业务的毛利率。

图 19：技术服务业务收入及同比增速



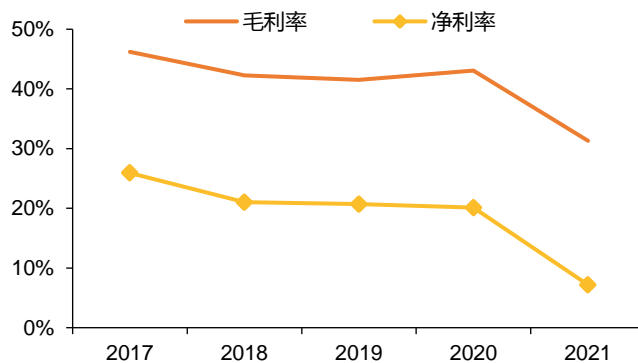
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：技术服务业务净利润及同比增速



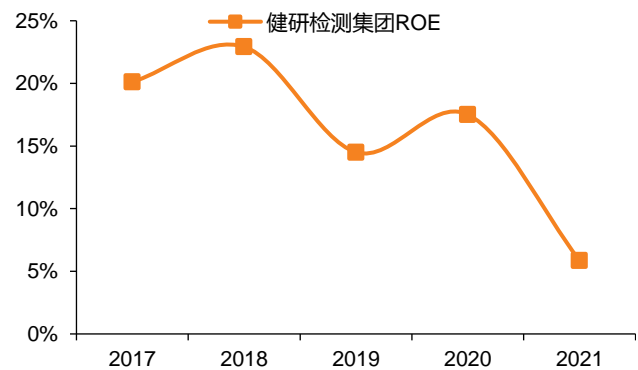
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：技术服务业务毛利率与净利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 22：健研检测有限公司 ROE



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司检测业务“跨区域、跨领域”发展，内生+外延稳步扩张。公司在检测业务实行“跨区域、跨领域”发展战略，以健研检测集团有限公司为核心，在保证已有区域稳定内生增长的同时，通过跨区域外延并购，有效突破分区域监管所带来的壁垒，提高公司检测市场的市占率。健研检测集团产业群分布福建、北京、上海、重庆、海南、云南、深圳等，下辖健研检测集团重庆有限公司、垒智设计集团有限公司、上海健研检测有限公司、健研检测集团（海南）有限公司、云南云检工程技术检测有限公司、健研检测集团深圳有限公司及福建垒知光合有限公司等子公司。健研检测集团有限公司拥有多领域、全方位的检测与认证实力，具备高资质、高效率的技术服务平台，是国内较早实现“跨区域、跨领域”发展的检测与认证机构，下辖的健研检测集团重庆有限公司及健研检测集团（海南）有限公司均为当地资质等级最高的建设工程检测机构，健研检测集团深圳有限公司是致力于电子电气检测与认证服务的机构，目前已具备5G-NR、WiFi6、5G-SAR等无线通信电子检测资质；此外，凭借多年从事绿色建筑、建筑节能解决方案的科技研发及成果转化，垒知光合已拥有在建筑节能及新能源应用领域的技术研发及应用实力。

表 4：公司检测业务跨区域分布情况

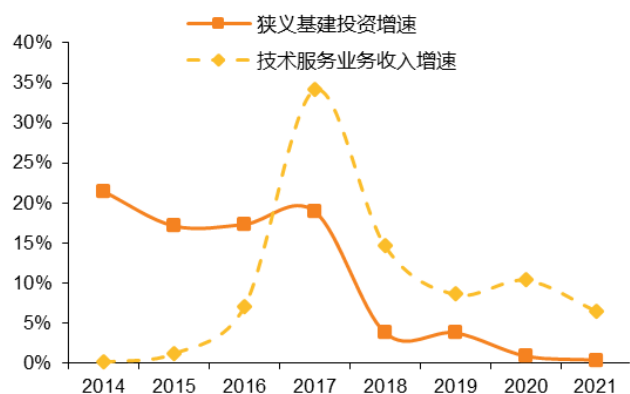
控股子公司	主要经营地	成立或收购年份	成立方式	持股比例	相关资质及地位
健研检测集团有限公司	福建厦门	2004	设立	100%	福建省综合能力最强的工程检测机构，是福建省建设系统最早取得跨建设与交通、水利系统检测资质的检测机构，还获得住建部建筑门窗节能性能标识实验室、测绘乙级资质、消防技术服务机构及社会化环境检测机构等多项外延式检测资质
厦门市建筑科学研究院有限公司	福建厦门	2008	设立	100%	
健研检测集团重庆有限公司	重庆	2008	设立	100%	当地资质等级最高的建设工程检测机构
垒智设计集团有限公司	福建泉州	2010	收购	100%	建筑行业（建筑工程）甲级，岩土勘察专业类（岩土工程）甲级，风景园林工程专项设计乙级，岩土勘察劳务资质（钻探）
上海健研检测有限公司	上海	2010	收购	100%	
健研检测集团（海南）有限公司	海南	2013	设立	100%	当地资质等级最高的建设工程检测机构
云南云检工程技术检测有限公司	云南	2015	收购	51%	
厦门建研消防技术服务有限公司	福建厦门	2018	设立	100%	
海南健研家检测有限公司	海南	2018	设立	100%	
健研检测集团深圳有限公司	深圳	2020	收购	100%	5G-NR、WiFi6、5G-SAR 等无线通信电子检测资质
健研检测集团（福州）有限公司	福建福州	2020	设立	100%	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

积极开拓检测业务新领域，寻求综合技术服务收入新增长点，电子电气检测发展迅猛。公司在传统建工检测业务健康、稳定发展的同时，新领域业务也实现效益化，电子电气、生态环保、桥隧交通、消防维保等新领域业务市场占有率不断提升。其中电子电气检测有望成为最大的增长点，目前健研检测集团已获得澳大利亚 SAA Approvals 认可实验室资质，成为福建省第一家获得澳洲 SAA 资质的独立第三方检测机构。在无线通信领域，取得美国 A2LA，美国 FCC、加拿大 IC 等北美市场实验室认可资质。此外，健研检测集团广泛与国际知名认证机构合作并获得认可，相继取得德国 TUVSUD、加拿大 CSA、德国 TUV 莱茵、德国 DEKRA、澳洲 SAA、瑞士 SGS、法国 Eurofins(欧陆)、法国 BV、西班牙 APPLUS、美国 IAPMOEGS 和美国 UL 等机构认证，成为专业为电子电气企业的产品研发、产品测评、产品通关、产品交付、产品认证提供检测与认证服务的第三方检测机构。21 年厦门、深圳两地电子电气检测中心服务客户数量已超过 300 家，开展智能卫浴、汽车电子、5G-NR、WiFi6、5G-SAR、锂电池等检测业务，21 年电子电气检测业务营业收入已超过 2000 万元。

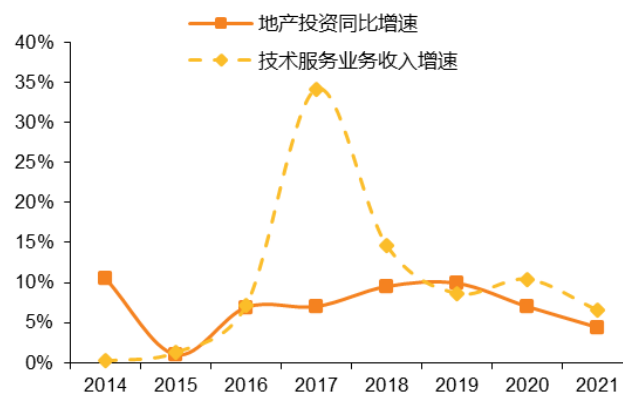
公司检测业务未来发展空间广阔，受宏观经济影响较小。由于检测行业大市场、小公司的特征依然突出，公司通过加大外延并购有望平滑行业弱周期性的波动，历史上看，公司检测业务的营收增速与基建、地产投资相关性较低。公司检测业务收入 16-18 年都保持较高增速，部分源于公司外延并购加大力度。22 年上半年在地产大幅下滑的背景下，公司减水剂业务收入同比下滑 17%，但技术服务业务收入同比仅小幅下滑 6.3%。我们认为随着多样化检测领域发展空间不断拓宽，公司检测业务的市占率仍有望得到快速提升，并有效平滑宏观经济周期的波动。

图 23：公司技术服务业务增速 vs 狭义基建投资增速



资料来源：wind、天风证券研究所

图 24：公司技术服务业务增速 vs 地产投资增速

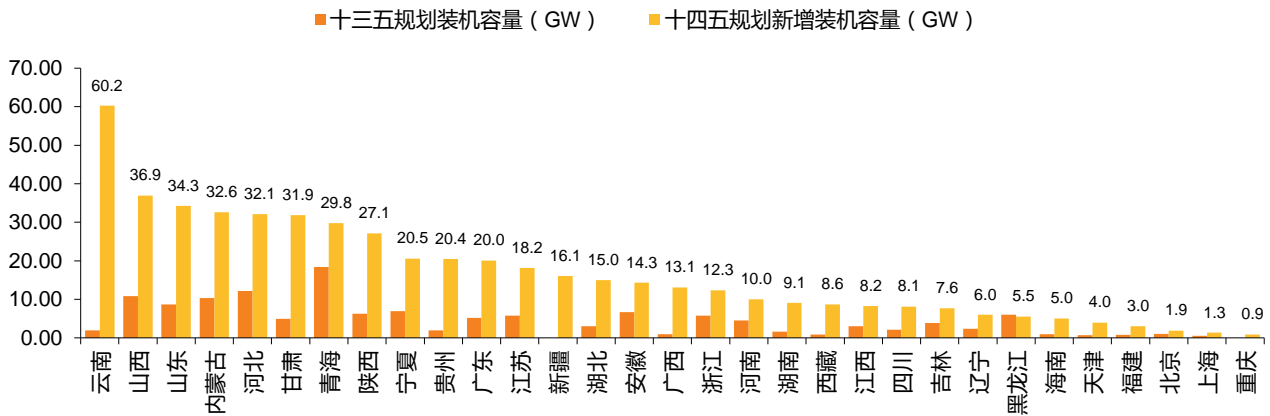


资料来源：wind、天风证券研究所

4. 进军光伏新能源领域，打造新的增长极

政策层面给予较强的驱动力下，近年来我国光伏建设提速节奏明显加快，国家能源局出台的《太阳能发展“十三五”规划》提出，到十三五末光伏累计装机容量达 105GW。而从实际装机量的角度来看，截止 2020 年，我国光伏累计并网装机容量达到 253.47GW，相较能源局十三五规划而言已经超额完成 141.40%，自 2021 年以来，全国各省陆续发布了本省“十四五”期间新能源电力发展规划，其中关于光伏的规划装机容量均有较大幅度的提升。据我们统计全国 31 个省市公布的十四五光伏装机规划，至十四五末，全国光伏累计装机容量有望达 768GW，十四五期间规划的光伏新增装机容量可达 514GW，相较十三五规划而言同比增长 272.8%。

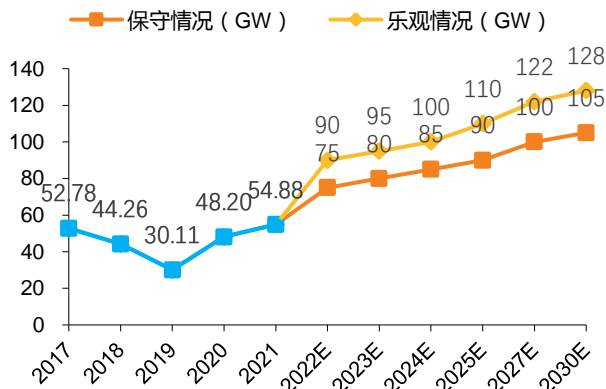
图 25：各省十三五及十四五规划新增光伏装机容量对比



资料来源：各省市市政府，发改委，天风证券研究所

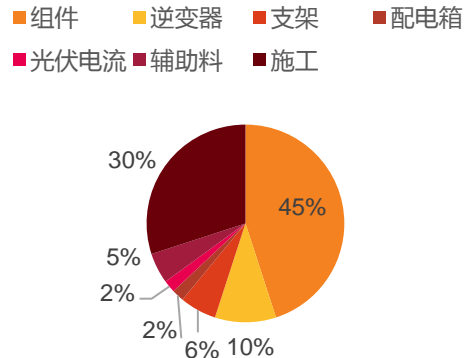
22-25 年分布式光伏投资额有望接近 8000 亿。“双碳”目标叠加整县推进政策，使得 2022-2025 年光伏的装机空间潜力仍较大。根据中国光伏行业协会的预测，保守预计我国 2022 年光伏新增装机容量有望达 75GW，乐观预计下可达 90GW，22-25 年我国光伏新增装机容量合计可达 330-395GW，到 2030 年可达 535-645GW。结合当前以整县推进为代表的众多政策指引，我们认为工商业分布式光伏或将在 2022 年成为发展主流。按照分布式占比 50%，单 GW 投资额 40 亿元来计算，22-25 年分布式光伏投资额接近 8000 亿，行业有望进入发展快车道。从成本端来看，分布式光伏电站投资中，设备费用及施工费用占比较大，主要设备组件、逆变器分别占比 45%、10%，施工占比 30%。

图 26：我国光伏装机容量及预测情况



资料来源：CPIA，天风证券研究所

图 27：分布式光伏电站建设成本构成



资料来源：新源太阳能 AE SOLAR 公众号，天风证券研究所

公司多年来从事绿色建筑、建筑节能解决方案的科技研发及成果转化，是国内知名的绿色建筑及建筑节能技术服务商，凭借过去对建筑科研技术创新及应用经验的积累，2022 年公司开始积极开拓、探索新能源在建筑场景的应用技术，从光伏 EPC 做起，未来有望逐步往上游设备延伸。

携手电力投资公司，进军新能源领域。2022 年 3 月 31 日公司与云南新华水利水电投资有限公司签署《合作框架协议》，双方拟共同成立合资项目公司（垒知占股不多于 10%），并以合资项目公司为主体进行目标项目开发、建设及运营工作，本次合作规模预计在 1GW，总业务额约 40 亿。云南新华水利水电投资有限公司系新华水力发电有限公司的全资子公司，其母公司由军工骨干中央企业中国核工业集团有限公司和水利部综合事业局共同出资设立，兼具中央企业管理优势和水利部行业专业优势，借助云南新华在水利水电、风电、太阳能发电投资开发、运营、维护和检修及水利水电工程施工总承包等方面丰富的渠道、资源优势，公司有望加快新能源业务的延伸与扩张。

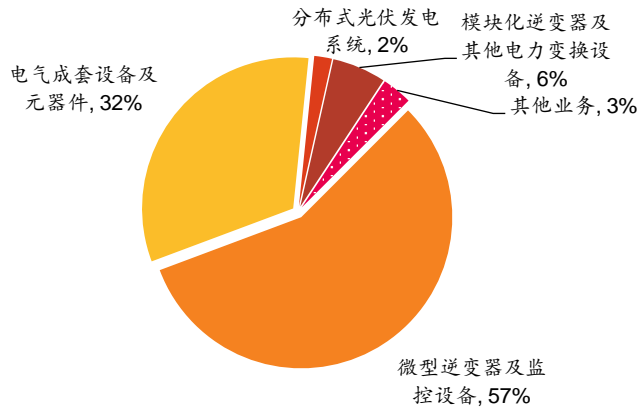
表 5：垒知集团与云南新华水利水电投资有限公司《合作框架协议》相关内容

类别	具体内容
合作方	甲方:云南新华水利水电投资有限公司; 乙方: 垒知控股集团股份有限公司
合作关系	1) 甲乙双方一致同意建立战略合作伙伴关系，一致同意在各自优势领域，以双方的优势资源形成合作与互补，在业务市场协同开展合作。 2) 甲乙双方拟共同成立合资项目公司，以合资项目公司为主体进行目标项目开发、建设及运营工作。
合作项目	合作规模预计在 1GW，总业务额约 40 亿，包括但不限于建筑分布式光伏发电项目以及集中式光伏发电项目。
合作模式	1) 双方共同在项目所在地出资成立相应合资项目公司，开展建设以上合作项目，各合资项目公司甲方占股不少于 90%，乙方占股不多于 10%； 2) 项目合作过程中，甲方负责项目融资，乙方负责在当地递推落实项目以及项目的建设及运维工作； 3) 关于分布式光伏项目，甲乙双方一致同意以相应项目公司为主体与农户或工商业业主签订相关协议，并办理并网接入等相关手续。为抢占市场资源，乙方可以先行成立项目公司开展山东户用分布式、福建户用分布式、广东户用分布式项目屋顶开发工作，项目建设时甲方需参与并指导按甲方标准执行。待本协议生效后，再由甲方按照国有企业收购非国有资产的程序收购先行成立的项目公司不少于 90%的股权。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

与光伏设备企业签署合作协议，进一步拓展新能源业务产业链。公司 22 年 4 月 25 日与杭州禾迈电力电子股份有限公司签署《合作框架协议》，杭州禾迈电力电子股份有限公司是一家以电力电子技术为核心,集研发、生产、销售、服务于一体的高新技术企业，主营产品包括微型逆变器及监控设备、电气成套设备及元器件等，其自主知识产权的微型逆变器技术全球领先，核心产品已远销欧洲、南北美洲、亚非等地区。垒知集团将与禾迈股份就先进设备应用与推广、智能运维、科技合作等方面展开合作，其中包括在垒知集团户用、商业分布式、BIPV 及整县项目上同等性价比优先采购乙方微型逆变器、关断器以及在确定的领域和产品以 OEM 方式合作等。和禾迈股份的合作标志着垒知集团向新能源产业链进一步的延伸，为公司从下游工程建设服务商向上游设备商的转型奠定了基础，而光伏设备是分布式光伏电站中最大的市场，我们认为随着双方合作的深入与推进，垒知集团在新能源领域的发展值得期待。

图 28：2021 年禾迈股份收入结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 6：垒知集团与杭州禾迈电力电子股份有限公司《合作框架协议》相关内容

类别	具体内容
合作方	甲方:垒知控股集团股份有限公司; 乙方: 杭州禾迈电力电子股份有限公司
合作框架内容	1) 先进设备应用与推广。鉴于微型逆变器在户用及商业分布式上的优势应用, 双方共同合作推进微型逆变器、关断器的应用与推广。2) 智能运维。双方共同开展分布式光伏智能运维合作。3) 科技合作。双方发挥各自优势在技术与科研方面加强紧密合作。
先进设备应用与推广的具体内容	1) 甲方同意积极推广乙方先进设备。在甲方户用、商业分布式、 BIPV 及整县项目上同等性价比下优先采购乙方微型逆变器、关断器。2) 乙方同意以优惠价和优先级向甲方供应其所需产品。3) 双方同意在确定的领域和产品以 OEM 方式合作。4) 双方同意通过设立项目公司开展 BIPV 项目合作。5) 双方共同就甲方分布式项目进行微型逆变器与组串式逆变器运行效果对比实验研究, 充分沟通实验方法和设计方案, 并共同分析实验数据, 相应数据成果归双方共同所有。
智能运维方面合作的具体内容	1) 甲方为乙方提供分布式光伏项目运维监测系统的需求, 与乙方分享目前分布式光伏监测系统的优缺点及运维方面的痛点。2) 乙方为甲方引入组件级监测与控制技术, 协助甲方了解组件级监测与控制在分布式光伏项目的重要性与性能增益。同时乙方与甲方分享乙方在户用分布式光伏等运维与商务心得。3) 双方就分布式光伏智能运维的系统改造、技术提升、业务合作乃至合资运维公司建设等方面进行进一步合作探讨。
科技合作的具体内容	1) 甲方发挥自身项目优势, 协助乙方进行实证实验; 乙方发挥自身优势配合甲方解决项目运行中遇到的设备故障、建设运营痛点、技改难题。2) 甲方充分发挥自身持有各类分布式能源项目的优势, 乙方积极发挥自身在设备研发与制造的能力, 双方在光伏、储能等领域进行紧密技术合作与研发合作。3) 双方发挥各自优势, 共同合作开展 BIPV 相关国家及地方标准的申报、编写、修订、审核等工作。

资料来源：公司公告、天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

- 1) **外加剂新材料板块**: 公司 21 年外加剂新材料销量 166 万吨同比提升 15.28%，22 年受地产影响，需求小幅下滑，预计 22 年销量 160 万吨，后面将逐渐好转，且新增产能的释放将持续支撑公司渗透率提升，预计 23-24 年销量保持稳定增长，分别为 187/207 万吨，价格方面，预计 22 年同比略有增长，23-24 年保持稳定。毛利率方面，受益于原材料环氧乙烷价格走低，公司 22 年上半年外加剂毛利率有所恢复，达 20.2%，我们预计全年维持在 20%，23-24 年缓慢提升，分别位 20.5%、21%。
- 2) **技术服务业务**: 21 年公司技术服务业务收入为 5.12 亿元，我们认为未来检测业务跨区域、跨领域增长空间较大，我们预计未来三年公司技术服务业务收入复合增速在 15% 左右，对应 22/23/24 年收入 5.89/6.78/7.79 亿元，毛利率预计和 22 年上半年保持稳定。

表 7: 分部营收及毛利率预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024
外加剂新材料						
销量 (万吨)	117	144	166	160	187	207
单价 (元/吨)	2,022	1,837	1,848	1,903	1,903	1,903
收入 (百万元)	2,366	2,645	3,068	3,045	3,559	3,940
YoY	21%	12%	16%	-1%	17%	11%
毛利率	30.5%	23.1%	18.9%	20.0%	20.5%	21.0%
技术服务业务						
收入 (百万元)	435	481	512	589	678	779
YoY	9%	10%	7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	41.5%	43.1%	31.3%	39.0%	39.0%	39.0%

资料来源: 公司年报、天风证券研究所

公司 22 年上半年实现收入/归母净利润分别为 20.06/1.36 亿元，同比-11.86%/-9.93%，其中 Q2 单季度实现收入/归母净利润分别为 11.23/0.80 亿元，同比-18.90%/+2.27%，在需求承压的背景，单季度净利润仍实现增长，龙头竞争力凸显，随着环氧乙烷价格的回落，我们预计 22 年下半年公司毛利率有望继续恢复。公司将继续保持外加剂+检测双轮驱动发展，同时新能源板块在慢慢培育，未来或成为新的增长极。暂不考虑新能源业务利润贡献，预计 22-24 年归母净利润 3.36/4.07/4.87 亿元，对应增速 23.5%/21.3%/19.6%。参考可比公司估值，给予公司 22 年 18 倍目标 PE，对应目标价 8.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
603916.SH	苏博特	79	18.84	1.39	1.27	1.40	1.74	13.6	14.8	13.4	10.8
002809.SZ	红墙股份	24	11.65	0.70	0.55	0.67	0.87	16.6	21.2	17.3	13.4
603060.SH	国检集团	77	10.65	0.54	0.42	0.43	0.54	19.9	25.4	24.9	19.9
平均值								16.7	20.5	18.6	14.7
002398.SZ	垒知集团	46	6.40	0.52	0.38	0.47	0.57	12.3	16.9	13.7	11.3

注: 数据截至 20220907 收盘, 除垒知集团为天风预测外, 其余公司 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

- 1) **产能投放不及预期：**公司在建项目工期较长，受外部因素影响，施工进度有可能会低于预期，存在产能无法按时释放的风险。
- 2) **需求下滑：**公司下游需求主要以基建和地产为主，若基建投资下半年放缓或者地产销售继续恶化，则公司产品下游需求可能会低于预期，进而影响公司收入。
- 3) **原材料价格大幅上涨：**公司上游原材料主要是环氧乙烷，其价格变动和原油相关性较强，且公司对原材料的议价能力相对较弱，若下半年原油价格大幅上涨，原材料可能一同涨价，则短期毛利率可能存在下滑风险。
- 4) **新能源业务拓展进度低于预期：**公司在光伏系能源方面布局尚处在初步阶段，后续进展以及业绩贡献尚存不确定性。
- 5) **公司流通市值较小。**

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	454.77	576.90	1,122.41	1,172.21	2,006.22
应收票据及应收账款	2,920.17	3,571.41	3,064.78	4,462.98	3,685.02
预付账款	13.63	41.01	15.79	48.32	26.46
存货	150.49	169.82	163.35	236.64	210.18
其他	449.15	540.59	363.23	477.61	426.90
流动资产合计	3,988.21	4,899.72	4,729.57	6,397.77	6,354.78
长期股权投资	151.05	150.82	150.82	150.82	150.82
固定资产	433.45	515.49	444.27	373.04	301.81
在建工程	80.72	191.97	191.97	191.97	191.97
无形资产	140.26	167.08	161.45	155.83	150.21
其他	644.44	584.34	606.24	603.27	590.89
非流动资产合计	1,449.92	1,609.71	1,554.75	1,474.93	1,385.69
资产总计	5,446.81	6,512.86	6,284.32	7,872.70	7,740.47
短期借款	2.96	225.63	100.00	100.00	100.00
应付票据及应付账款	1,846.75	2,445.62	2,025.68	3,247.88	2,724.70
其他	231.96	227.09	315.13	362.12	346.94
流动负债合计	2,081.67	2,898.34	2,440.80	3,709.99	3,171.64
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	32.77	70.36	45.50	49.54	55.13
非流动负债合计	32.77	70.36	45.50	49.54	55.13
负债合计	2,164.55	3,022.45	2,486.31	3,759.53	3,226.78
少数股东权益	68.19	77.83	80.75	84.24	88.38
股本	720.49	720.49	716.59	716.59	716.59
资本公积	354.97	360.89	344.31	344.31	344.31
留存收益	2,230.02	2,445.20	2,724.56	3,059.23	3,455.55
其他	(91.42)	(114.00)	(68.19)	(91.21)	(91.13)
股东权益合计	3,282.26	3,490.40	3,798.01	4,113.16	4,513.69
负债和股东权益总计	5,446.81	6,512.86	6,284.32	7,872.70	7,740.47

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	378.85	274.74	335.82	407.27	486.94
折旧摊销	66.25	73.64	76.85	76.85	76.85
财务费用	0.26	8.24	2.78	15.11	10.45
投资损失	(22.11)	(22.74)	(21.77)	(22.21)	(22.24)
营运资金变动	(212.69)	(162.11)	291.12	(342.94)	355.64
其它	111.77	149.82	3.51	4.25	5.08
经营活动现金流	322.33	321.58	688.30	138.33	912.72
资本支出	155.37	245.44	24.85	(4.04)	(5.59)
长期投资	0.01	(0.23)	0.00	0.00	0.00
其他	(245.48)	(186.44)	(3.08)	26.25	27.83
投资活动现金流	(90.10)	58.78	21.77	22.21	22.24
债权融资	(9.33)	224.55	(132.84)	(14.37)	(9.47)
股权融资	2.69	(74.29)	(31.72)	(96.37)	(91.49)
其他	(99.07)	(417.93)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(105.71)	(267.67)	(164.56)	(110.74)	(100.96)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	126.52	112.69	545.52	49.80	834.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,870.74	4,917.75	5,193.54	6,159.08	6,984.00
营业成本	2,940.71	4,019.15	4,174.91	4,930.92	5,580.59
营业税金及附加	19.27	20.21	21.34	25.31	28.70
销售费用	182.60	205.44	215.53	254.99	286.34
管理费用	133.59	163.43	171.39	203.25	230.47
研发费用	152.11	188.00	198.55	234.84	265.60
财务费用	(0.69)	4.76	2.78	15.11	10.45
资产/信用减值损失	(67.93)	(71.64)	(61.46)	(69.39)	(67.49)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.11	22.74	21.77	22.21	22.24
其他	62.80	66.91	0.00	0.00	0.00
营业利润	426.18	298.74	369.37	447.49	536.59
营业外收入	9.57	4.84	5.33	6.58	5.58
营业外支出	3.23	2.19	2.46	2.62	2.42
利润总额	432.52	301.39	372.24	451.44	539.75
所得税	53.66	26.65	32.92	39.92	47.73
净利润	378.85	274.74	339.32	411.52	492.02
少数股东损益	6.40	2.84	3.51	4.25	5.08
归属于母公司净利润	372.45	271.90	335.82	407.27	486.94
每股收益(元)	0.52	0.38	0.47	0.57	0.68

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	14.06%	27.05%	5.61%	18.59%	13.39%
营业利润	-11.04%	-29.90%	23.64%	21.15%	19.91%
归属于母公司净利润	-7.45%	-27.00%	23.51%	21.28%	19.56%
获利能力					
毛利率	24.03%	18.27%	19.61%	19.94%	20.09%
净利率	9.62%	5.53%	6.47%	6.61%	6.97%
ROE	11.59%	7.97%	9.03%	10.11%	11.00%
ROIC	18.35%	12.55%	12.59%	18.30%	19.38%
偿债能力					
资产负债率	39.74%	46.41%	39.56%	47.75%	41.69%
净负债率	-13.77%	-9.87%	-26.86%	-26.00%	-42.14%
流动比率	1.87	1.66	1.94	1.72	2.00
速动比率	1.80	1.60	1.87	1.66	1.94
营运能力					
应收账款周转率	1.48	1.52	1.57	1.64	1.71
存货周转率	31.39	30.71	31.18	30.80	31.26
总资产周转率	0.78	0.82	0.81	0.87	0.89
每股指标(元)					
每股收益	0.52	0.38	0.47	0.57	0.68
每股经营现金流	0.45	0.45	0.96	0.19	1.27
每股净资产	4.49	4.76	5.19	5.62	6.18
估值比率					
市盈率	12.31	16.87	13.66	11.26	9.42
市净率	1.43	1.34	1.23	1.14	1.04
EV/EBITDA	6.76	7.44	6.13	5.08	3.31
EV/EBIT	7.45	8.42	7.20	5.80	3.72

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com