【温馨提示】请勿将华西证券研究报告转发给他人 p1

2020 年 07 月 15 日

业绩下修略低于预期，仍看好龙头集中度提升

垒知集团(002398)

评级：	买入	股票代码：	002398
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	12.6/5.08
目标价格：	13.09	总市值(亿)	75.48
最新收盘价：	10.9	自由流通市值(亿)	60.38
		自由流通股数(百万)	553.94

事件概述。垒知集团发布业绩预告修正，预计 2020H1 归母净利润同比变化-20%至 10%（原：0-30%），对应 Q2 净利润 1.12-1.74 亿元，同比变化-4.1%至 48.9%。

▸ **Q2 销量增长强劲，二季度毛利率略低于预期。**公司业绩略低于市场预期，我们估算公司 Q2 外加剂销量同比上升 30-35%左右，销量增长强劲且快于行业增速；成本端原材料环氧乙烷变动节奏是先一季度末暴跌二季度匀速上涨，环氧价格从底部累计上升 1800 元/吨，接近暴跌前高点，然而公司产品调价存在一定滞后，预计公司 6 月外加剂业务毛利率受到较大影响（测算环比和同比下滑 4 个百分点左右），我们测算 2020H1 公司外加剂业务利润仅同比上升 10%左右，是公司下调业绩预告的主要原因。此外，判断混凝土业务利润因 6 月雨季影响、成本上升，利润同比大幅减少，使得利润增速低于预期。

▸**检测业务 Q2 环比恢复较为良好。**由于检测业务需要人员进行现场工作，公司 Q1 检测业务受疫情影响较大，业务几乎停滞 2 个月；但随着 Q2 各地逐渐解封，公司检测业务恢复情况良好。我们判断 6 月公司出具报告较为集中，从而使得 H1 检测业务收入、利润降幅环比 Q1 大幅收窄。

▸**行业龙头集中度提升逻辑清晰，中期看好公司份额提升。**在 1）机制砂占比提升，下游对于外加剂企业产品质量、技术服务要求提高，2）头部企业加速全国化扩张的背景下，我们认为中期内行业集中度快速提升逻辑仍然清晰，未来苏博特、垒知集团双寡头预计大幅跑赢行业平均，中长期配置价值仍高。此外，由于环氧乙烷价格回升后目前持稳，我们预计公司提价后，7 月起毛利率将逐渐改善，且我们预计下半年新增重点工程预计发力，拉动外加剂主业提速增利。

投资建议。暂时维持盈利预测不变。预计 2020/2021 年归母净利润 5.22/6.77 亿元，同比增长 29.7%/29.6%。维持目标价 13.09 元及“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2715.70	3393.52	4109.62	5234.93	6691.69
YoY（%）	35.94%	24.96%	21.10%	27.38%	27.83%
归母净利润(百万元)	249.13	402.44	522.06	676.78	890.72
YoY（%）	30.37%	61.54%	29.72%	29.64%	31.61%
毛利率（%）	26.35%	29.83%	31.43%	31.85%	32.19%
每股收益（元）	0.36	0.58	0.75	0.98	1.29
ROE	10.07%	14.20%	15.96%	17.56%	19.27%
市盈率	30.30	18.76	14.46	11.15	8.47

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：戚舒扬
邮箱：qisy@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070002
联系电话：0755-23948865

分析师：郁晾
邮箱：yuliang@hx168.com.cn

【温馨提示】请勿将华西证券研究报告转发给他人 p2

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3393.52	4109.62	5234.93	6691.69
YoY(%)	24.96%	21.10%	27.38%	27.83%
营业成本	2381.36	2818.06	3567.67	4537.85
营业税金及附加	19.26	23.33	29.72	37.99
销售费用	265.00	320.92	408.79	522.55
管理费用	128.07	155.09	197.56	252.54
财务费用	-0.36	-3.76	-6.77	-10.66
资产减值损失	5.26	62.00	62.00	62.00
投资收益	20.47	20.47	20.47	20.47
营业利润	479.07	604.44	805.34	1065.63
营业外收支	-0.37	16.55	18.05	18.05
利润总额	478.70	620.98	823.38	1083.67
所得税	62.21	80.70	123.51	162.55
净利润	416.49	540.28	699.88	921.12
归属于母公司净利润	402.44	522.06	676.78	890.72
YoY(%)	61.54%	29.72%	29.64%	31.61%
每股收益	0.58	0.75	0.98	1.29

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	254.08	457.58	741.47	1117.32
预付款项	21.09	21.09	21.09	21.09
存货	96.12	113.75	144.00	183.16
其他流动资产	2738.84	3227.59	3995.65	4989.93
流动资产合计	3110.13	3820.01	4902.22	6311.51
长期股权投资	151.04	151.04	151.04	151.04
固定资产	400.63	383.97	395.82	420.16
无形资产	124.11	119.85	115.58	111.32
非流动资产合计	1338.92	1316.08	1291.71	1264.81
资产合计	4449.05	5136.09	6193.93	7576.31
短期借款	12.98	12.98	12.98	12.98
应付账款及票据	1311.58	1552.11	1964.97	2499.32
其他流动负债	192.58	184.46	222.73	272.26
流动负债合计	1517.15	1749.55	2200.68	2784.57
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	33.39	33.39	33.39	33.39
非流动负债合计	33.39	33.39	33.39	33.39
负债合计	1550.53	1782.94	2234.07	2817.95
股本	692.51	692.51	692.51	692.51
少数股东权益	63.90	82.12	105.22	135.62
股东权益合计	2898.52	3353.15	3959.86	4758.36
负债和股东权益合计	4449.05	5136.09	6193.93	7576.31

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	416.49	540.28	699.88	921.12
折旧和摊销	57.62	40.84	42.38	44.90
营运资金变动	-185.46	-273.97	-347.19	-449.56
经营活动现金流	308.30	333.74	420.15	541.55
资本开支	-97.64	-63.45	-61.95	-61.95
投资	-26.17	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-188.84	-42.98	-41.48	-41.48
股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
债务募资	12.98	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-143.49	-87.26	-94.77	-124.22
现金净流量	-24.03	203.50	283.90	375.85

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力（%）				
营业收入增长率	24.96%	21.10%	27.38%	27.83%
净利润增长率	61.54%	29.72%	29.64%	31.61%
盈利能力（%）				
毛利率	29.83%	31.43%	31.85%	32.19%
净利润率	12.27%	13.15%	13.37%	13.77%
总资产收益率 ROA	9.05%	10.16%	10.93%	11.76%
净资产收益率 ROE	14.20%	15.96%	17.56%	19.27%
偿债能力（%）				
流动比率	**2.05**	**2.18**	**2.23**	**2.27**
速动比率	1.97	2.11	2.15	2.19
现金比率	0.17	0.26	0.34	0.40
资产负债率	34.85%	34.71%	36.07%	37.19%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.84	0.86	0.92	0.97
每股指标（元）				
每股收益	0.58	0.75	0.98	1.29
每股净资产	4.09	4.72	5.57	6.68
每股经营现金流	0.45	0.48	0.61	0.78
每股股利	1.15	0.10	0.13	0.18
估值分析				
PE	18.76	14.46	11.15	8.47
PB	1.48	2.31	1.96	1.63

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁晾：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层
网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。