

# 垒知集团 (002398.SZ)

## 减水剂+检测双轮驱动，公司步入快速发展通道

公司评级	买入
当前价格	10.88 元
合理价值	16.17 元
报告日期	2020-05-27

### 核心观点:

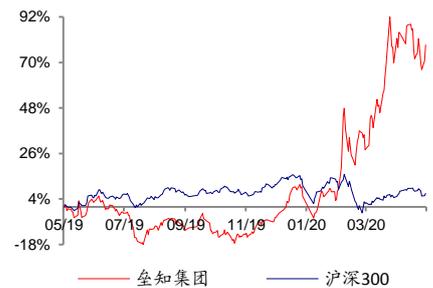
- **减水剂+检测双轮驱动，业绩高增+ROE 抬升。**公司主营业务为综合技术服务及外加剂新材料，目前已成为国内减水剂行业龙头及福建省工程检测龙头。公司为科研院所改制而来，有技术研发能力，运营能力也强。近三年业绩持续高增长，ROE 持续抬升且仍有提升空间。
- **减水剂行业垒知集团与苏博特“二超多强”格局已成，公司竞争力突出，市占率有望持续提升。**我们测算目前国内减水剂行业市场规模 400-500 亿元，“二超多强”格局形成。公司综合竞争力主要体现在布局优势、技术服务优势和资金优势三个方面：(1)减水剂有很强的运输半径限制，公司优良布局带来更低的成本、更好的服务；(2)科研院所背景，技术服务能力强，客户粘性高；(3)更低的资产负债率和更好的运营效率，更大的加杠杆空间。多因素助推减水剂行业集中度加速提升。
- **检测行业高景气，公司跨领域跨区域拓展，蓄势待发。**检测行业需求景气度较高，近几年全行业一直保持双位数增长；同时事业单位改制加速，民营检测机构增长势头强劲。从资质角度看，公司之子公司健研检测集团是福建省综合能力最强的工程检测机构，同时具备公路水运工程试验检测机构公路工程综合甲级资质。公司采取跨区域&跨领域并行的战略，跨领域方面，由传统建筑工程检测到开展交通工程检测，再向电子电器等工业品检测方向发展；跨区域方面，工程检测市场化进程不断加快的背景下，重庆检测、上海中浦、海南天润、云南云检等子公司区域市占率不断提升。
- **投资建议：**预计公司 2020-2022 年归母净利润同比增速分别为 32.9%/29.9%/26.6%。我们参考可比公司估值，考虑到公司未来三年较好的成长性，对于公司 2020 年预测 EPS 0.77 元/股给予 21x PE 估值，对应公司合理价值为 16.17 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**减水剂下游需求不确定性；检测业务拓展不及预期。

### 盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,716	3,394	4,087	5,248	6,588
增长率(%)	35.9	25.0	20.4	28.4	25.5
EBITDA(百万元)	351	534	713	923	1,163
归母净利润(百万元)	249	402	535	695	879
增长率(%)	30.4	61.5	32.9	29.9	26.6
EPS(元/股)	0.36	0.58	0.77	1.00	1.27
市盈率(P/E)	12.48	10.39	14.09	10.85	8.57
市净率(P/B)	1.26	1.48	2.25	1.86	1.53
EV/EBITDA	8.19	7.39	9.68	7.06	5.16

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 相对市场表现



### 分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

### 分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意，邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 联系人:

尉凯旋 021-60750610

yukaixuan@gf.com.cn

### 联系人:

李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

## 目录索引

一、减水剂+检测双轮驱动，业绩高增+ROE 抬升 .....	5
(一) 减水剂+检测业务双轮驱动 .....	5
(二) 科研院所背景，经营能力强 .....	6
(三) 最近三年业绩高增，ROE 持续抬升 .....	8
二、减水剂行业“二超多强”格局已成，公司竞争力突出，市占率有望持续提升 .....	10
(一) 减水剂行业市场规模 400-500 亿元，“二超多强”格局已形成 .....	10
(二) 垒知集团全方位领先，综合竞争力突出 .....	13
(三) 多因素助推减水剂行业集中度加速提升 .....	18
三、检测行业高景气，公司跨领域跨区域拓展，蓄势待发 .....	21
(一) 检测行业高景气，民营企业崛起，品牌公信力加强 .....	21
(二) 公司“跨区域&跨领域”拓展，逐步布局建筑工程、交通工程、工业品多领 域，蓄势待发 .....	24
四、投资建议：未来三年公司有望快速增长，“买入”评级 .....	27
(一) 盈利预测：减水剂+检测业务双发力，未来三年业绩持续快速增长 .....	27
(二) 估值探讨 .....	28
五、风险提示 .....	29

## 图表索引

图 1: 垒知集团发展历程.....	5
图 2: 2019 年垒知集团主要子公司 .....	6
图 3: 2019 年垒知集团各业务收入结构 .....	6
图 4: 2019 年垒知集团各业务毛利结构 .....	6
图 5: 截止 2020 年一季报垒知集团股权结构图 .....	7
图 6: 建材细分行业龙头公司 2019 年研发费用/收入 .....	7
图 7: 建材细分行业龙头公司 2019 年员工情况 .....	7
图 8: 三家减水剂企业 ROA.....	8
图 9: 三家减水剂企业净经营周期 (单位: 天) .....	8
图 10: 垒知集团营业收入及增速.....	8
图 11: 垒知集团归母净利润及增速 .....	8
图 12: 垒知集团毛利率及净利率水平 .....	9
图 13: 垒知集团期间费用率 .....	9
图 14: 垒知集团 ROE 各项分拆指标均在逐年改善.....	9
图 15: 减水剂的应用领域.....	10
图 16: 外加剂行业上下游产业链图 .....	11
图 17: 国内聚羧酸系减水剂产量占比 .....	12
图 18: 2018 年减水剂销售十强及聚羧酸减水剂占比.....	12
图 19: 我国聚羧酸减水剂历年销量 .....	12
图 20: 2018 年聚羧酸减水剂十强市占率 .....	13
图 21: 垒知集团外加剂生产基地发展历程 .....	14
图 22: 2019 年垒知集团外加剂生产基地分布 .....	14
图 23: 2019 年苏博特生产基地分布 .....	15
图 24: 三家减水剂企业减水剂业务毛利率 .....	15
图 25: 三家减水剂企业净利率 .....	15
图 26: 三家减水剂企业销售费用率 .....	16
图 27: 三家减水剂企业运输费用率 .....	16
图 28: 三家减水剂企业总资产周转率 (单位: 次) .....	16
图 29: 2019 年三家减水剂企业销售和技术人员占比.....	17
图 30: 2019 年三家减水剂企业研发费用占比.....	17
图 31: 三家减水剂企业应收账款及应收票据占总资产比重.....	17
图 32: 三家减水剂企业固定资产占总资产比重.....	17
图 33: 三家减水剂企业有息负债率 .....	18
图 34: 中国机制砂与砂石骨料总消费量.....	19
图 35: 2019 年混凝土的成本构成.....	20
图 36: 检验检测行业收入及同比增速 .....	21
图 37: 检验检测行业机构数量及同比增速 .....	21
图 38: 事业单位制检测机构比重.....	22
图 39: 检验检测机构属性 (2018 年) .....	22

图 40: 私营检测机构数量及增速.....	22
图 41: 检测机构收入行业分布 (2018 年) (单位: 亿元) .....	23
图 42: 检测机构数量行业分布 (2018 年) (单位: 个) .....	23
图 43: 2018 年我国检测市场各细分行业集中度及增速 .....	23
图 44: 垒知集团综合技术服务业务收入及同比增速.....	24
图 45: 垒知集团综合技术服务业务毛利及同比增速.....	24
图 46: 垒知集团综合技术服务业务收入、毛利占比.....	24
图 47: 垒知集团综合技术服务业务毛利率情况.....	24
图 48: 健研检测集团检测认证业务情况.....	25
图 49: 2019 年垒知集团检测业务发展战略 .....	26
图 50: 垒知集团 PE (TTM) -band .....	29
表 1: 可比公司杜邦分析对比 (2019 年) .....	9
表 2: 垒知集团非公开发行股票募集资金投向 .....	18
表 3: 2019 年垒知集团综合技术服务业务资质 .....	27
表 4: 垒知集团检测、外加剂业务盈利预测表 (单位: 万元) .....	28
表 5: 外加剂可比公司估值对比 (2020/05/27) .....	29
表 6: 检测可比公司估值对比 (2020/05/27) .....	29

## 一、减水剂+检测双轮驱动，业绩高增+ROE 抬升

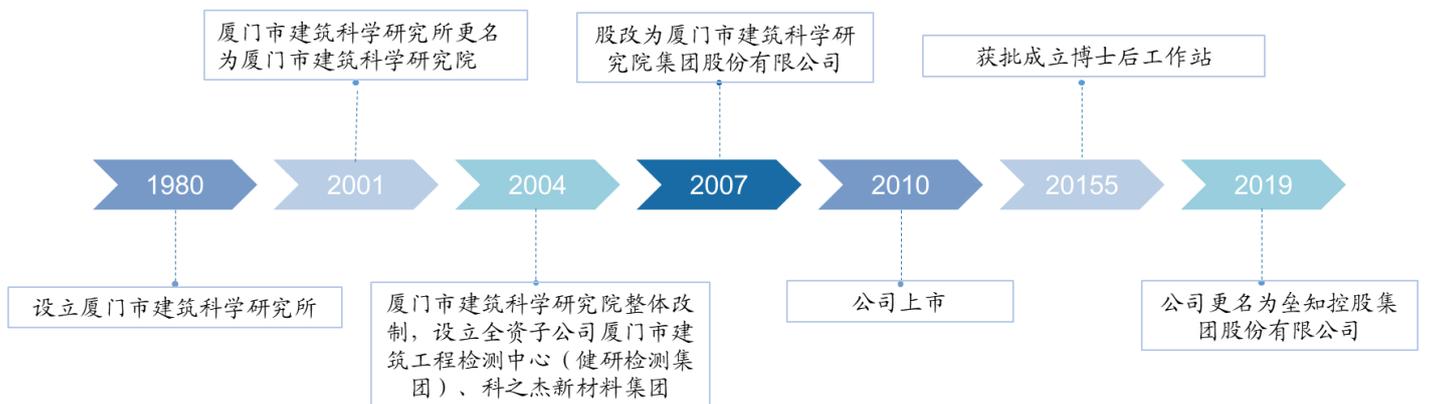
### （一）减水剂+检测业务双轮驱动

垒知集团于1980年经政府批准设立，原名为厦门市建筑科学研究院集团股份有限公司，2004年公司改制，厦门市建筑科学研究院工会委员会代表厦门市建筑科学研究院符合持股条件的部分职工作为出资人和1名自然人蔡永太共同出资组建成立厦门市建筑科学研究院，完成了厦门市建筑科学研究院整体改制工作。并于同年分别设立全资子公司厦门市建筑工程检测中心（后改名为健研检测集团）与科之杰新材料集团。2010年公司在中国深圳证券交易所成功上市，成为中国首家整体上市的建筑科研机构。历经四十年的稳步发展，公司已形成外加剂新材料和综合技术服务两大主营业务：

**（1）外加剂业务：**科之杰新材料集团有限公司主要为建筑、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，旗下控股20家子公司，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、河北、云南、海南、上海等15省直辖市以及马来西亚、菲律宾；其中，福建、贵州、海南、重庆、陕西、上海等地市场占有率均排名第一。

**（2）检测业务：**健研检测集团有限公司在全国开展工程可研、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，工程领域包括建设、市政、公路、港口和铁路等，同时还为环境卫生、工业品等多领域提供检测与认证服务。目前旗下控股10家子公司，参股3家公司，产业群分布福建、北京、上海、重庆、海南、云南等。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，下辖的健研检测集团重庆有限公司及海南天润工程检测有限公司均为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也是当地资质等级最高、技术力量雄厚的综合性设计企业，并于2020年2月2日成功取得公路水运工程试验检测机构公路工程综合甲级资质。

图 1：垒知集团发展历程

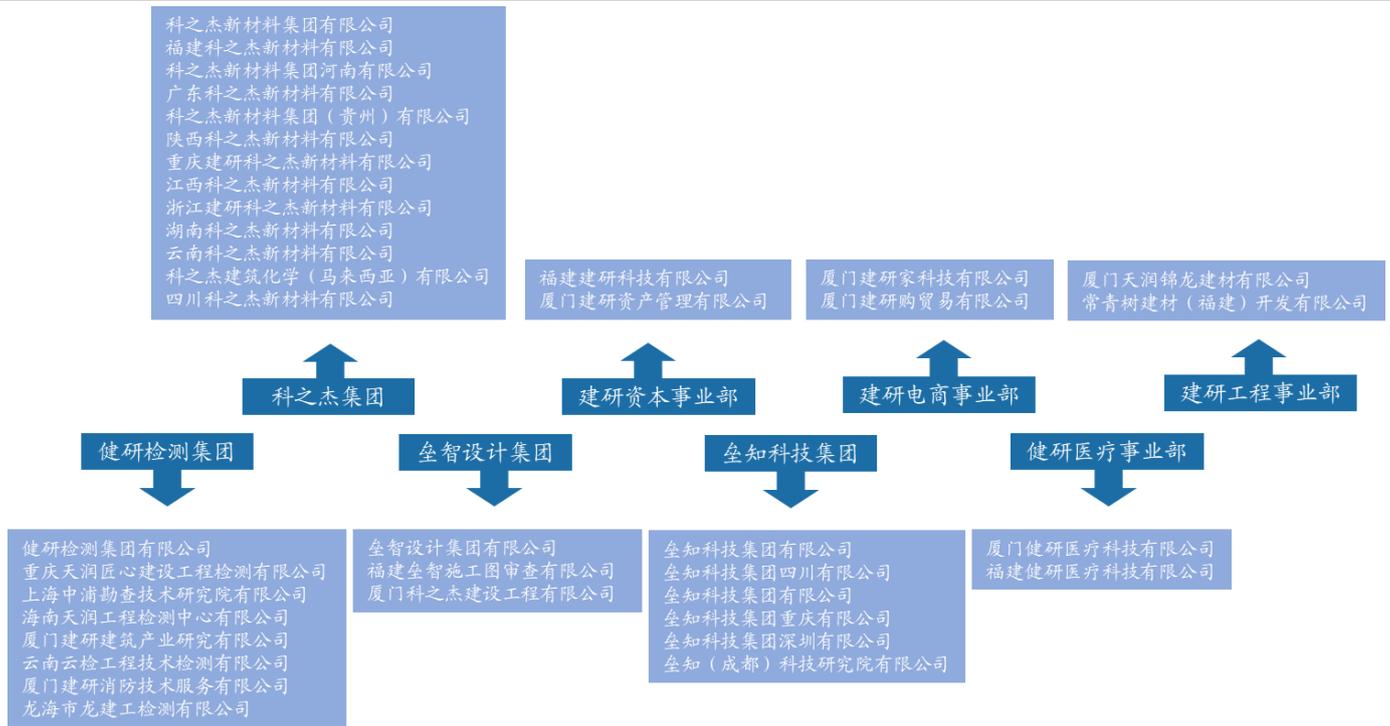


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

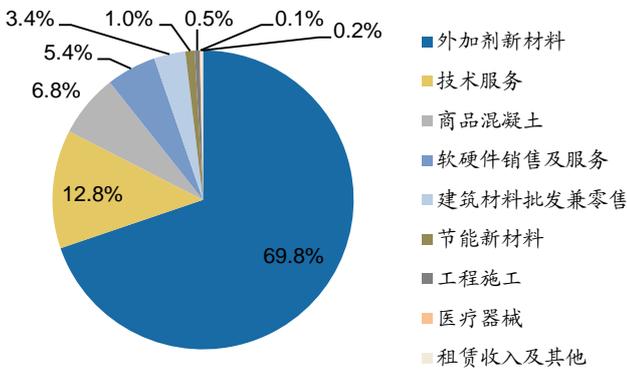
请务必阅读末页的免责声明

图 2：2019年垒知集团主要子公司



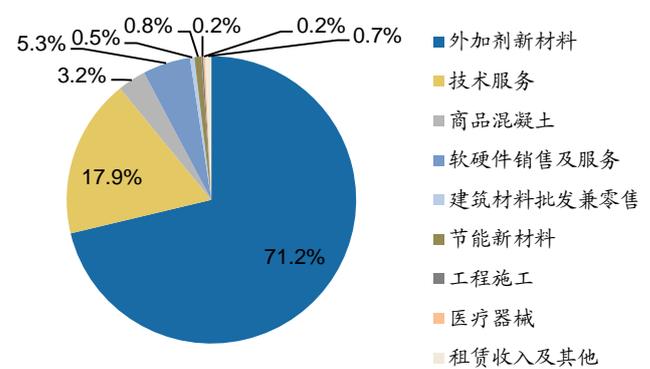
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 3：2019年垒知集团各业务收入结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：2019年垒知集团各业务毛利结构



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）科研院所背景，经营能力强

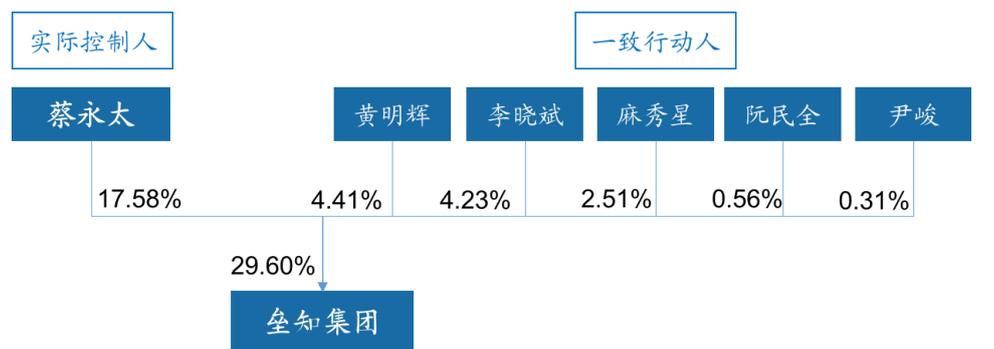
因公司由科研院所改制而来，股权结构相对分散、团队整体素质较高。

2004年公司改制，厦门市建筑科学研究院工会委员会代表厦门市建筑科学研究院符合持股条件的部分职工作为出资人和1名自然人蔡永太共同出资组建成立厦门市建筑科学研究院。公司目前的实际控制人为蔡永太先生，教授级高级工程师，国务院

特殊津贴专家。公司董事兼副总经理麻秀星女士与李晓斌先生同为教授级高级工程师。蔡永太先生直接持有公司股权17.58%，而黄明辉、李晓斌、麻秀星、阮民全以及尹峻为一致行动人，2017年10月27日麻秀星、李晓斌、黄明辉、阮民全、尹峻5位自然人股东签署了表决权《授权委托书》，委托人将其合计持有的垒知集团42577257股股份所对应的表决权无条件、不可撤销地委托给蔡永太行使，占垒知集团总股本比例的12.30%。本次表决权委托完成后，蔡永太拥有表决权的股份占垒知集团总股本的29.88%。目前公司实际控制人蔡永太及一致行动人共持有公司股权29.60%。

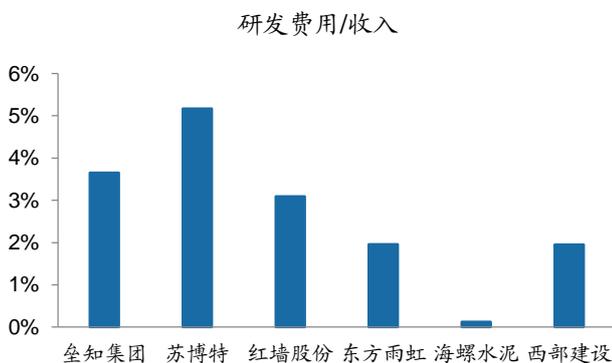
公司团队整体素质较高，截止2019年底，公司硕士及博士学历员工158人，占公司员工总数的7%；本科及以上学历员工1224人，占公司员工总数的52%；公司研发费用占收入比重3.65%；这些指标和苏博特类似（苏博特也是科研院所改制），都明显高于相邻相关行业龙头公司。

图 5：截止2020年一季报垒知集团股权结构图



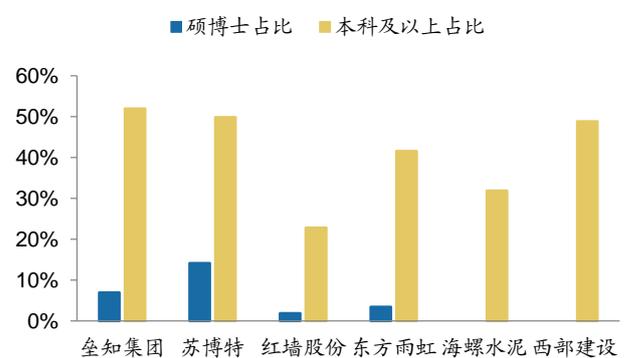
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 6：建材细分行业龙头公司2019年研发费用/收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

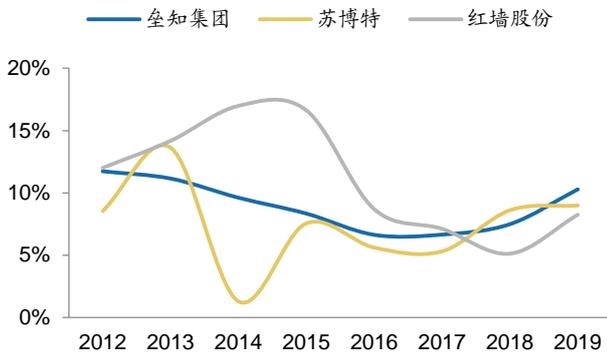
图 7：建材细分行业龙头公司2019年员工情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

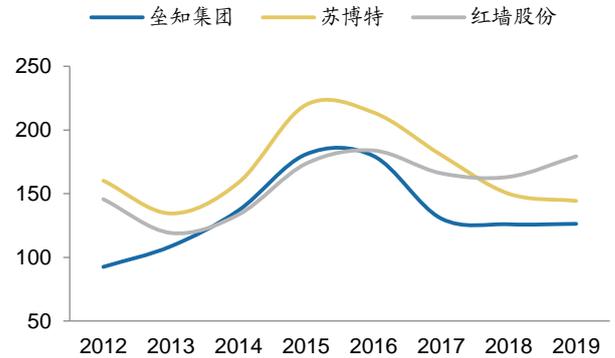
虽然公司由科研院所改制成立，但有较强的经营能力。我们可以比较三家减水剂企业两个最核心的经营指标——ROA和净经营周期（应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数），2019年垒知集团均处于最好水平。

图 8：三家减水剂企业ROA



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 9：三家减水剂企业净经营周期 (单位: 天)



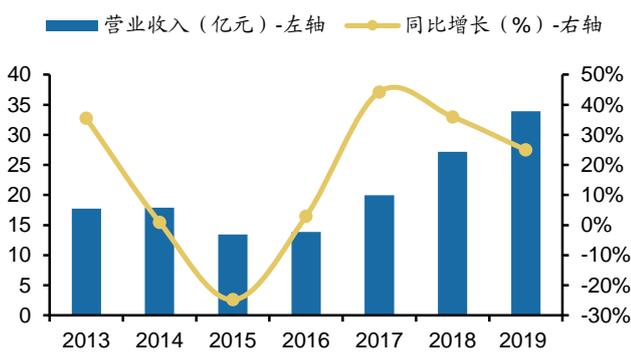
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

### (三) 最近三年业绩高增，ROE 持续抬升

**近三年业绩快速增长:** 公司近三年收入复合增速为35%，归母净利润复合增速为34%，业绩增速连续三年提升。2019年公司收入增速高达25%，归母净利润增速为62%。

**ROE持续提升与现金流大幅改善:** 盈利能力方面，近三年公司ROE持续提升，从2016年的8.1%提升到2019年的15.2%。此外，长期以来，公司的有息负债都很少（2019年为1298万元），2019年现金流表现优异（2019年经营性净现金流为3.08亿元，同比增长296%）。

图 10：垒知集团营业收入及增速



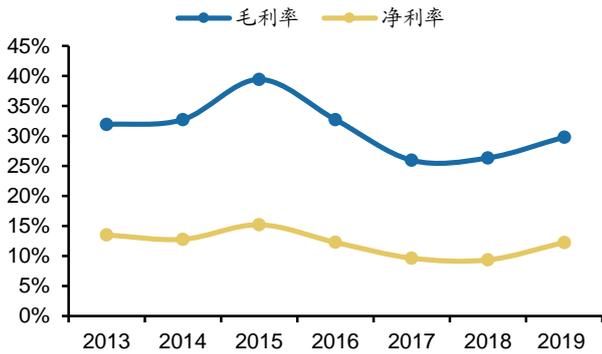
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 11：垒知集团归母净利润及增速



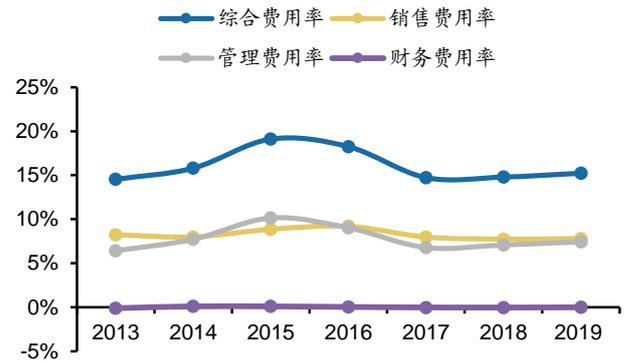
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 12: 垒知集团毛利率及净利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 13: 垒知集团期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

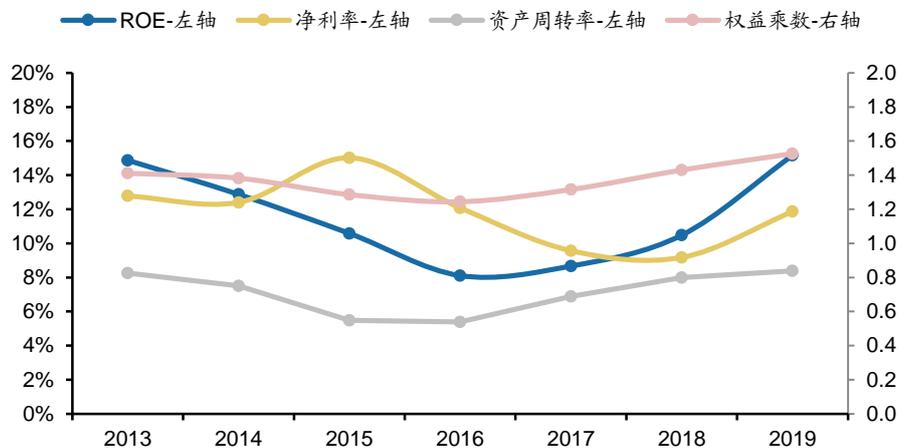
**杜邦分析:** 公司近三年ROE提升, 一方面资产周转率和权益乘数不断提升, 另外一方面, 2019年公司净利率水平也出现提升。与同行相比, 公司ROE水平略低于苏博特而明显高于红墙股份, 进一步进行杜邦分析拆分, 公司净利率水平和资产周转率在可比公司中最高, 但是因为权益乘数较低而导致公司ROE略低于苏博特, 主要因为公司没有有息债务, 自身负债率较低。公司ROE仍有较大提升潜力。

表 1: 可比公司杜邦分析对比 (2019年)

公司名称	ROE	净利率	资产周转率	权益乘数
垒知集团	15.2%	11.86%	0.84	1.53
苏博特	15.8%	10.72%	0.77	1.91
红墙股份	11.7%	11.07%	0.74	1.42

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 14: 垒知集团ROE各项分拆指标均在逐年改善



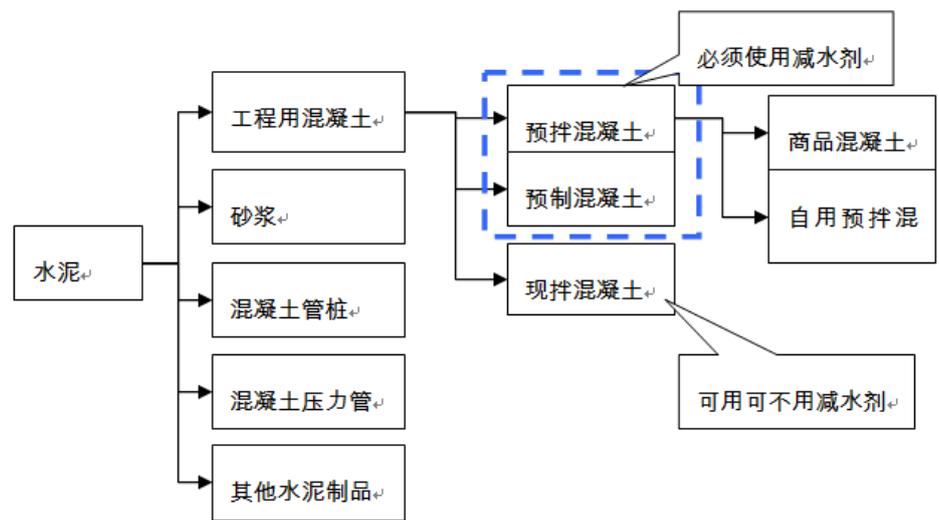
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 二、减水剂行业“二超多强”格局已成，公司竞争力突出，市占率有望持续提升

### （一）减水剂行业市场规模 400-500 亿元，“二超多强”格局已形成

根据中国混凝土网，减水剂下游主要应用于预拌及预制混凝土，其商品混凝土为最主要应用产品，占比在70%以上。

图 15：减水剂的应用领域



数据来源：中国混凝土网，广发证券发展研究中心

减水剂需求主要受三个因素驱动：一是城镇化建设带来混凝土需求增加，这个和水泥需求驱动力是一致的。

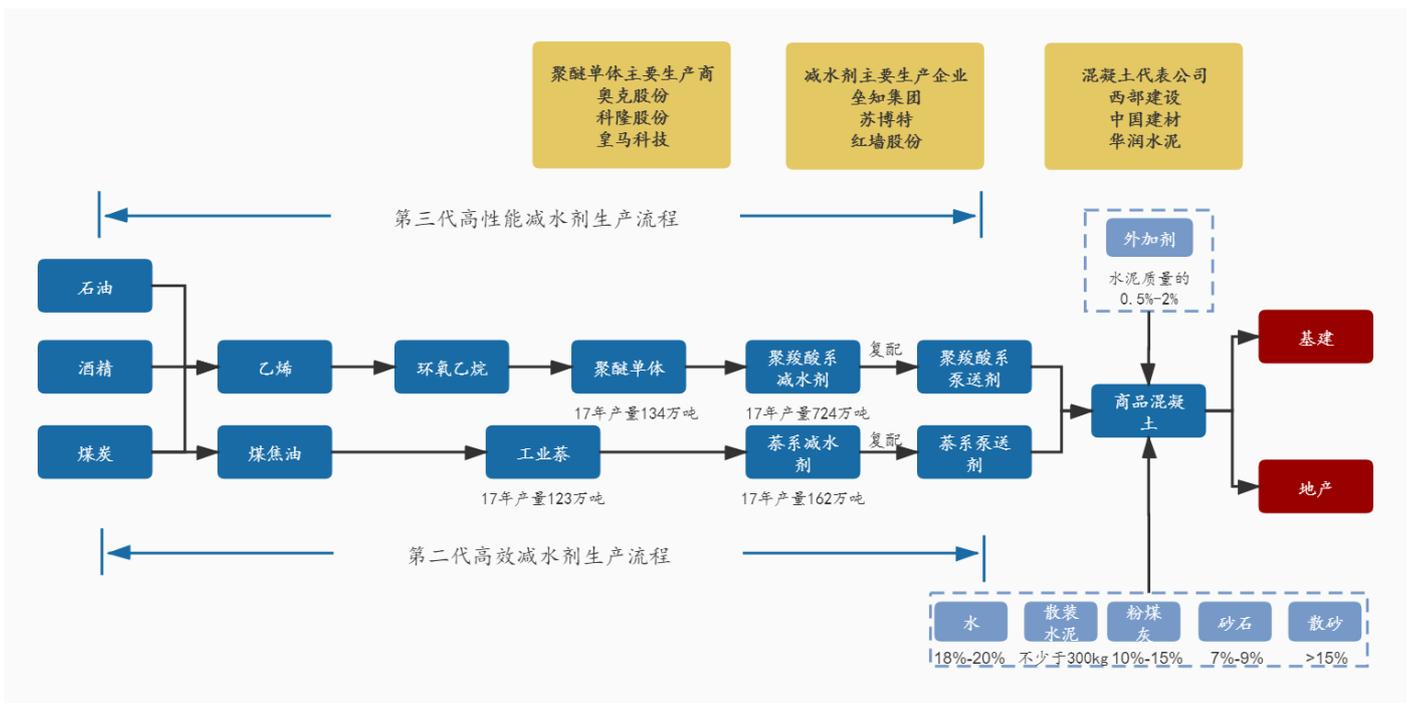
二是混凝土预拌/预制化率提升带来减水剂在混凝土中用量提升；由于分散于工地现场搅拌的混凝土受技术设备的限制，质量不够均匀且会造成大气和噪音污染，而混凝土搅拌站从原材料到产品生产过程都有严格的控制管理、计量准确、检验手段完备，使预拌/预制混凝土的质量得到充分保证，2003年商务部、公安部、建设部、交通部发布了《关于限期禁止在城市城区现场搅拌混凝土的通知》，为预拌/预制混凝土的快速健康发展提供了保障，目前预拌/预制化率已经较高了（可以从水泥散装化率间接体现：水泥散装率近年来在不断提升，预计目前已接近70%）。

三是单位（每立方）混凝土中减水剂的用量变化，尤其近几年随着机制砂普遍使用后减水剂的单位用量明显提升。在垒知集团子公司科之杰科研人员发表《机制砂对混凝土性能影响及解决措施》论文中指出，随着机制砂的用量的提升，为了达到同样的混凝土初始坍落度及扩展度，外加剂掺量需要提高。在机制砂占比由0%提升至100%的过程中，达到同样的混凝土初始坍落度及扩展度，外加剂（10%的含固量）掺量由1.8%提升至2.2%，单位用量提升幅度达到22%。即使如此，机制砂占比高的混凝土经时损失依旧变大，含气量降低，主要原因在于机制砂中石粉含量要

高于河砂，机制砂颗粒呈不规则形状，导致混凝土初始流动性差，经时损失大，因此要求混凝土减水剂质量要好（减水率要高，保坍性能要好）、单位用量要足。在机制砂对河砂的替代过程中，为了保证初始坍落度及扩展度，减水剂（尤其是第三代聚羧酸减水剂）的单位用量提升，这也使得减水剂行业总体需求增长更有弹性。

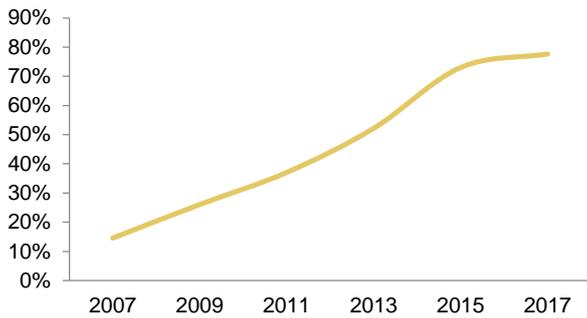
从结构来看，减水剂产品分三代：以木质素类为代表的第一代普通减水剂、以萘系为代表的第二代高效减水剂和以聚羧酸系为代表的第三代高性能减水剂。第一代木质素类减水剂已经逐渐退出历史舞台；第二代高效减水剂以萘系为代表，除此之外还有脂肪族、氨基磺酸盐等高效减水剂。萘系减水剂具有减水率高、与多种水泥适应性较强等优点，在我国占据了较长时间的主流。随着聚羧酸系减水剂技术成熟，产品可靠性增加，原料环氧乙烷价格走低，聚羧酸系减水剂在近十年中基本完成对萘系减水剂的替代，2017年全国聚羧酸系减水剂产量占减水剂总量78%，这一比重在2009年仅为26%。根据2018年中国混凝土网“东科杯”及“奥克杯”评比的外加剂综合十强及聚羧酸系减水剂十强榜单显示，各大主流企业2018年聚羧酸系减水剂占比均已在80%左右的水平。

图 16: 外加剂行业上下游产业链图



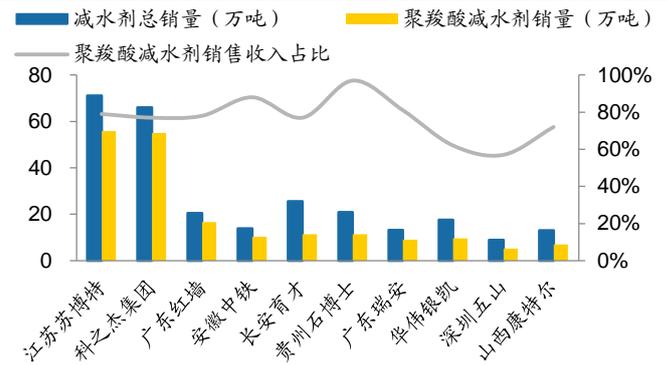
数据来源：《我国混凝土外加剂对工业萘需求的展望》（孙振平等著，2010年），《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》（王玲等著，2018年），广发证券发展研究中心

图 17: 国内聚羧酸系减水剂产量占比



数据来源:《我国混凝土外加剂对工业萘需求的展望》(孙振平等著, 2010年),《我国混凝土外加剂行业最新研发进展和市场动态》(王玲等著, 2018年), 广发证券发展研究中心

图 18: 2018 年减水剂销售十强及聚羧酸减水剂占比

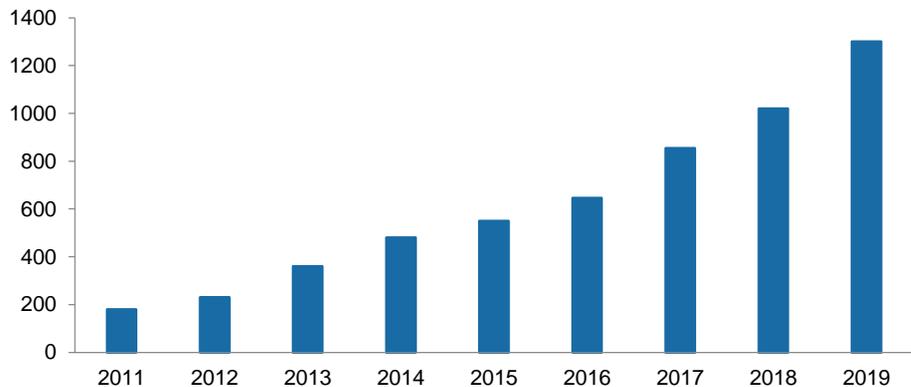


数据来源: 中国混凝土网, 广发证券发展研究中心

这四个因素共同驱动减水剂尤其是聚羧酸减水剂需求持续增长, 根据中国混凝土网, 聚羧酸减水剂从2011年的180万吨增长至2019年1300万吨, 年复合增速达28%; 考虑到混凝土预拌/预制化率、减水剂单位用量(机制砂普遍使用)仍有一定提升空间, 其未来需求肯定要比水泥好。

图 19: 我国聚羧酸减水剂历年销量

聚羧酸减水剂销量 (万吨)



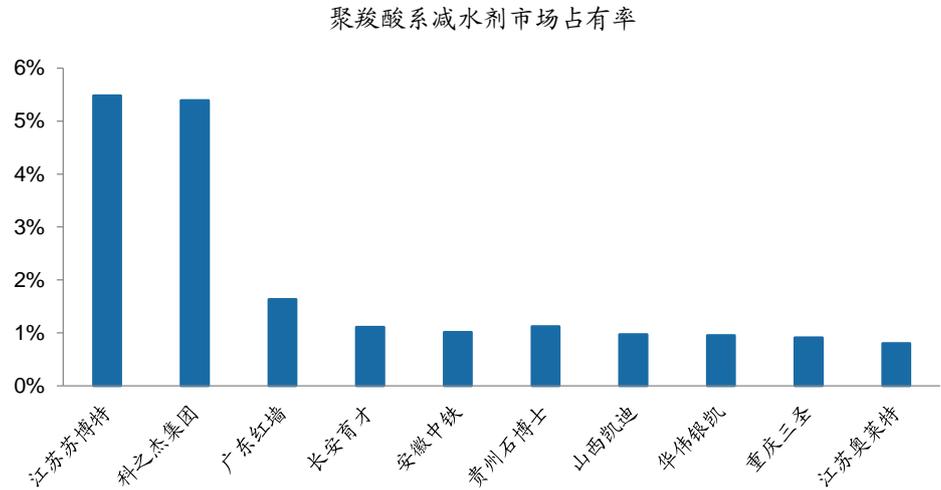
数据来源: 中国混凝土网, 广发证券发展研究中心

根据2019年聚醚单体产量及单吨聚羧酸减水剂(20%含固量)的聚醚单体消耗量, 我们测算2019年聚羧酸系减水剂的规模约1300万吨, 按照3000-4000元/吨的单价测算, 聚羧酸系减水剂的市场规模约为400~500亿元。2019年工业萘产量133万吨, 我们根据下游消费量及单耗测算, 2019年萘系减水剂的规模约170万吨, 按照3000-4000元/吨的单价测算, 萘系减水剂的市场规模约为51~68亿元。综合来看, 2019年萘系及聚羧酸系减水剂行业产量约1470万吨, 行业规模451~568亿元。

从行业格局来看, “二超多强”格局已形成, 但行业集中度仍然较低。根据2018年中国混凝土网“东科杯”及“奥克杯”评比的外加剂综合十强及聚羧酸系减水剂十

强榜单显示，一方面，二超（苏博特和科之杰）规模领先同行甚多（背后是综合竞争力的大幅领先），另一方面行业整体集中度仍较低，苏博特与科之杰（垒知集团子公司）市占率均为5%左右，未来提升空间仍然很大。

图 20: 2018年聚羧酸减水剂十强市占率



数据来源：中国混凝土网，广发证券发展研究中心

## （二）垒知集团全方位领先，综合竞争力突出

结合减水剂行业的赛道特点，垒知集团的综合竞争力主要体现在布局优势、技术服务优势和资金优势三个方面。

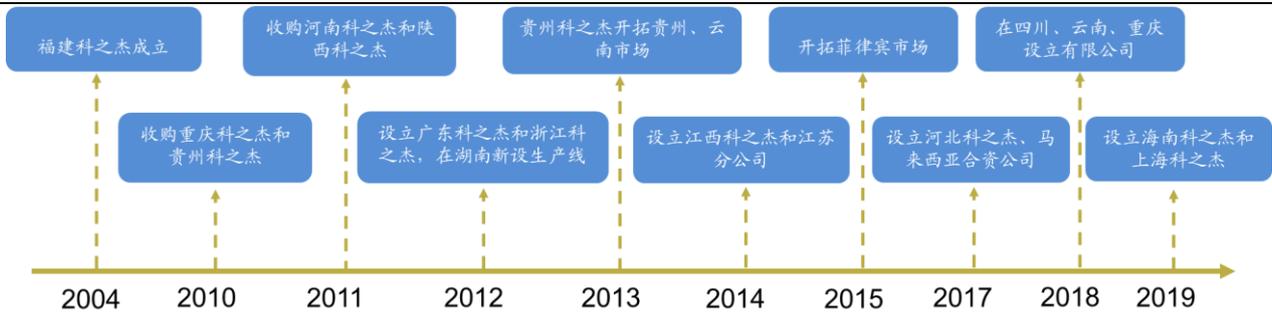
### 1. 减水剂有很强的运输半径限制，公司优良布局带来更低的成本、更好的服务

从减水剂上游原材料来看，由于环氧乙烷具有易燃易爆的特点，不易进行长途运输，使得聚醚单体的产能主要集中在环氧乙烷工厂周边（主要分布在辽宁、吉林、北京、上海、江苏等地），这使得贴近聚醚单体产地进行减水剂生产能节约运输费用，而且母液生产也需要在化工产业园区内；从下游需求来看，泵送剂（复配液）单价相对较低、化学液体包装和运费较贵，有很强的运输半径限制，同时由于减水剂定制化属性较强，而且机制砂普遍使用使得服务频率增加，越靠近终端客户布局能更好更及时服务；这样综合来看，生产布局好的企业（靠近上游原材料产地和终端市场）能享有更低的成本、提供更好更及时的服务，其竞争力也更强。

垒知集团（科之杰）采用“母液基地属地化+子公司运营”方式。垒知集团一级子公司科之杰运营外加剂业务，旗下控股20家子公司，产业群分布全国15省或直辖市以及马来西亚、菲律宾，拥有13个生产基地。公司在生产基地同时设立母液厂和复配厂，将母液厂分散到各个属地能更快更好的满足客户定制化需求；同时子公司属地化运营，管理模式容易复制，运营效率高。从垒知集团生产基地的布局节奏来看，公司以大本营福建为中心向全国扩张，2010年公司布局西南市场，2011年布局中西部的河南和陕西市场，2012年布局广东、浙江及湖南市场，2014年布局江西市场，2015年开始开拓海外市场，2017年布局河北、湖北市场，2019年布局海

南和上海市场，基本已经涵盖华南、华东、西南与北方地区主要市场。

图 21: 垒知集团外加剂生产基地发展历程



数据来源：建研集团招股说明书、垒知集团年报、募集说明书，广发证券发展研究中心

图 22: 2019年垒知集团外加剂生产基地分布



数据来源：建研集团招股说明书、垒知集团年报、募集说明书，广发证券发展研究中心

值得说明的是，与垒知不同的是，苏博特采用“母液基地集中化+属地建复配厂”方式：苏博特在江苏南京、泰州、天津与乌鲁木齐四地集中规模化建设四个母液合成基地，同时在南京及泰兴建设两个聚醚基地，母液及聚醚生产具备规模效应；且聚醚生产基地靠近主要原材料环氧乙烷供应商中国石化化工销售华东分公司（上海）和三江化工（浙江嘉兴）。聚醚生产基地供应苏博特母液合成基地聚醚需求，四大母液合成基地则供应在全国各属地复配厂的母液需求。

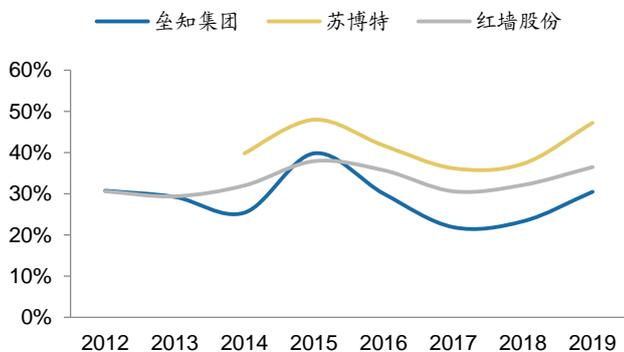
图 23：2019年苏博特生产基地分布



数据来源：苏博特招股说明书、年报、募集说明书，广发证券发展研究中心

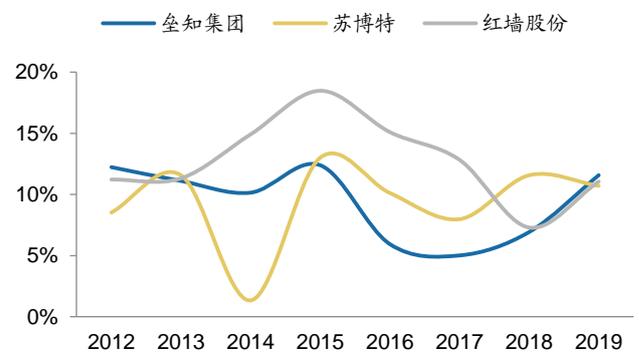
苏博特与垒知集团生产基地的布局差异体现在两家企业的毛利率及运输费用上面：苏博特的物流运输费用核算到销售费用里，使得毛利率较高，但同时销售费用率（销售费用里的运输费用/收入）也较高；垒知集团因为分基地的模式，采购物流费用进生产成本，销售物流费用归集在销售费用，这也使得垒知集团毛利率较低，但同时销售费用率（销售费用里的运输费用/收入）也较低。不过从最近7年的净利润率数据来看，苏博特和垒知集团净利润中枢基本接近，说明毛利率和费用率上的差异主要是会计处理方式带来。

图 24：三家减水剂企业减水剂业务毛利率



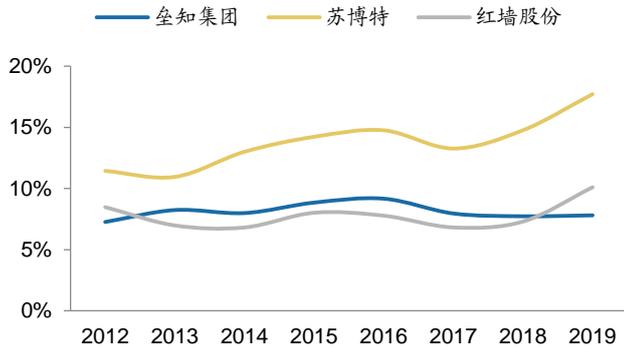
数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心

图 25：三家减水剂企业净利润率



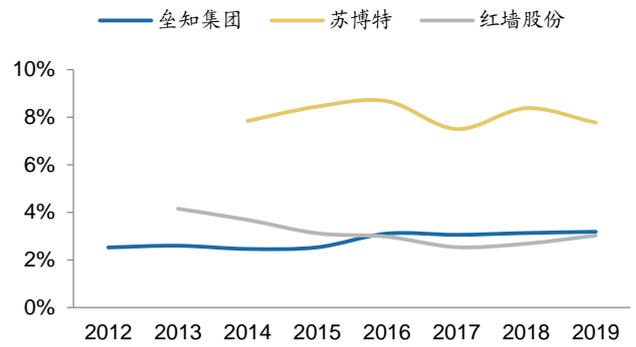
数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心；垒知集团为子公司科之杰的净利润率

图 26: 三家减水剂企业销售费用率



数据来源: 苏博特、垒知集团、红墙股份年报, 广发证券发展研究中心

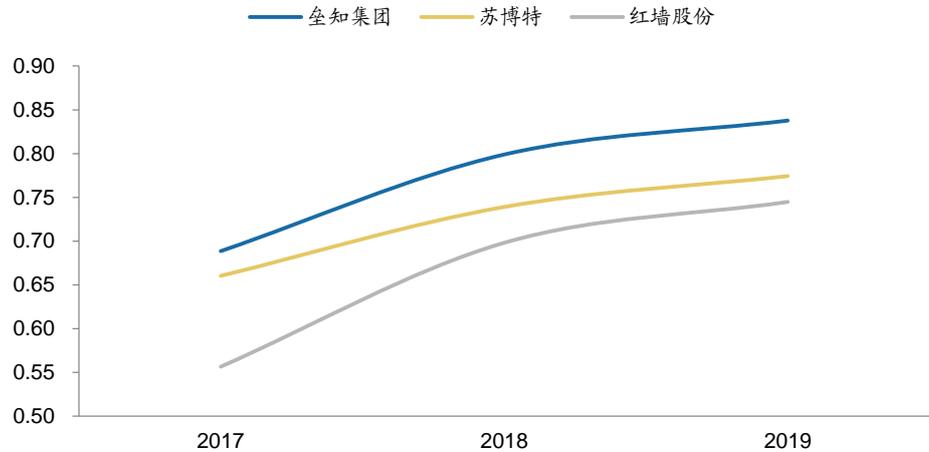
图 27: 三家减水剂企业运输费用率



数据来源: 苏博特、垒知集团、红墙股份年报, 广发证券发展研究中心

垒知集团的这种布局优势在财务上最直接的体现就是资产周转率更高。我们比较三家减水剂公司总资产周转率, 垒知集团的运营效率在三家企业里遥遥领先。

图 28: 三家减水剂企业总资产周转率 (单位: 次)



数据来源: 苏博特、红墙股份、垒知集团年报, 广发证券发展研究中心

## 2. 科研院所背景, 技术服务能力强, 客户粘性高

减水剂具备定制化服务属性, 尤其是机制砂普遍使用、骨料和水泥持续高价背景下, 下游混凝土客户对减水剂企业服务能力更加看重 (能更好帮助客户降低综合成本)。

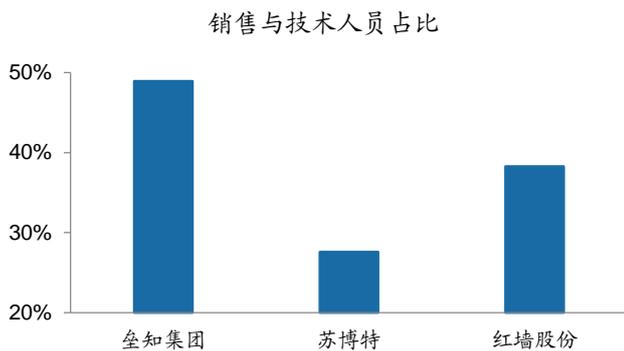
垒知集团是科研院所出身, 管理层均为技术出身, 具备技术研发能力 (前文已有分析)。

从技术平台及研发实力来看, 2019年垒知集团共拥有国家级科技平台2个、省级科技平台4个、市/区级科技平台8个及产学研合作平台3个。科技资质共30个, 国家级

高新技术企业11家，2019年子公司科之杰新材料集团有限公司被评为国家知识产权优势企业与工信部工业企业知识产权运用试点企业。同时日常技术服务具有明显的KNOW HOW特点，规模越大、技术研发实力越强的企业经验积累越多，现场技术服务能力越强，从这点来看，垒知集团的技服优势明显。

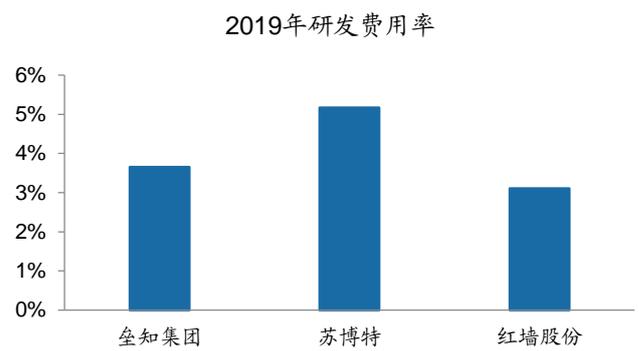
从技术服务人员配置角度来看，截止2019年底，公司技术人员共857人，占公司员工总数的36.5%，销售和技术人员占比达到48.9%；作为对比，苏博特销售与技术人员占比27.6%，红墙股份为38.2%，均低于垒知集团。减水剂业务服务属性明显在提升，垒知集团为后续业务发展准备更充分。

图 29: 2019年三家减水剂企业销售和技术人员占比



数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心

图 30: 2019年三家减水剂企业研发费用占比

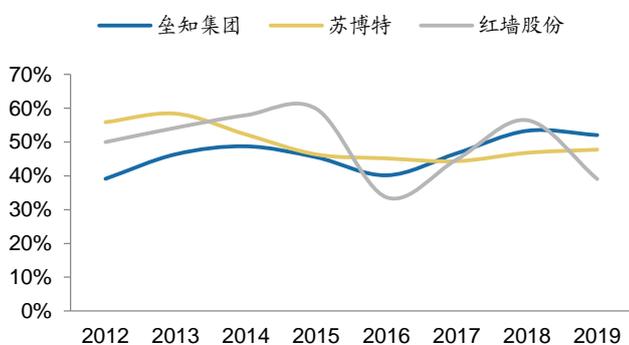


数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心

### 3. 更低的资产负债率和更好的运营效率，更大的加杠杆空间

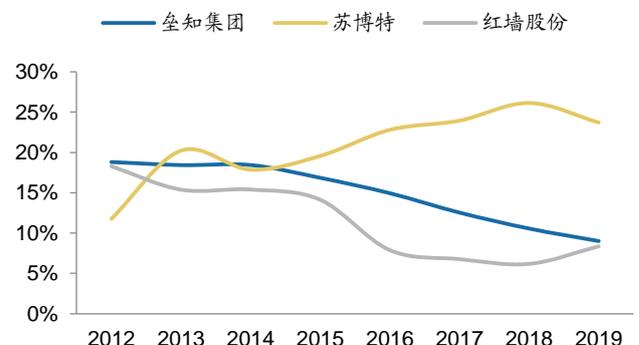
减水剂业务固定资产很轻，但是营运资金压力大，我们可以从三家减水剂公司报表可以体现：三家企业应收账款及应收票据占总资产的比重均在40%以上，而垒知集团和红墙股份固定资产占总资产的比重仅为10%左右（苏博特约25%，主要原因在于公司沿产业链向上扩张聚醚产能，而聚醚资产较重）。营运资金成为减水剂企业业务增长的瓶颈。

图 31: 三家减水剂企业应收账款及应收票据占总资产比重



数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心

图 32: 三家减水剂企业固定资产占总资产比重

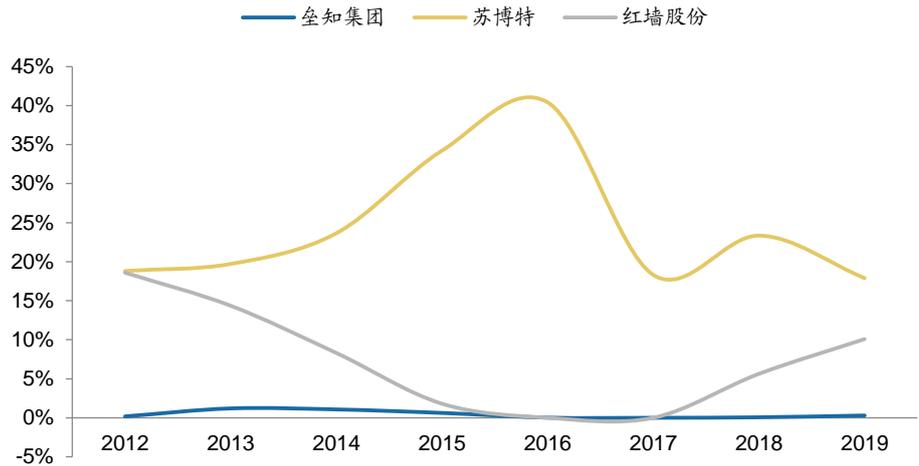


数据来源：苏博特、垒知集团、红墙股份年报，广发证券发展研究中心

从三家减水剂公司财务数据对比来看，一方面垒知集团的净经营周期更短（前文已经说明），说明垒知集团日常运营耗用的营运资金相对更少；另一方面垒知集团有着极低的有息负债率。

2020年4月9日，垒知集团预计定向增发募资4.4亿元，用于建设重庆及云南外加剂子公司合计54万吨高性能混凝土外加剂项目，以及补充流动资金2.85亿元；定增将为未来业务拓展蓄势。

图 33: 三家减水剂企业有息负债率



数据来源：苏博特、红墙股份、垒知集团年报，广发证券发展研究中心

表 2: 垒知集团非公开发行股票募集资金投向

序号	实施主体	项目名称	项目总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	重庆建研科之杰建材有限公司	重庆年产 26 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	10,000.00	6,900.00
2	云南科之杰新材料有限公司	云南年产 28 万吨高性能混凝土外加剂建设项目	32,986.00	8,600.00
建设项目小计			42,986.00	15,500.00
3	补充外加剂业务流动资金		28,500.00	28,500.00
合计			71,486.00	44,000.00

数据来源：垒知集团非公开发行股票预案，广发证券发展研究中心

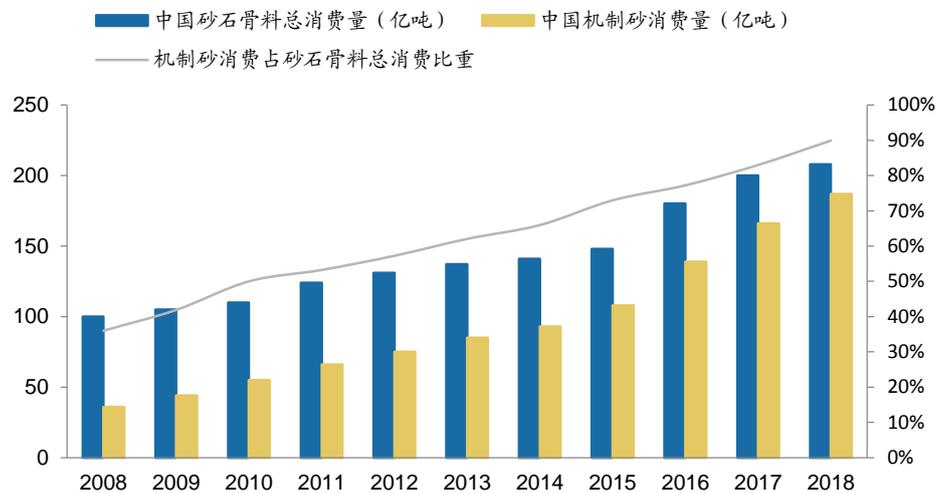
### （三）多因素助推减水剂行业集中度加速提升

一是机制砂普遍应用使得大企业优势更加明显。

机制砂已逐步替代河砂成为砂石骨料的首选品。根据中国砂石协会，目前，我国砂石骨料年用量超过200亿吨，是目前开采量最大的矿产资源。从砂石骨料的消费结构来看，机制砂的消费量逐年快速增长，2018年已达到187亿吨，其占砂石骨料总消费量的比例由2008年的36%提升至2018年的90%。从主要消费区域来看，砂石骨料区域消费能力差异表现较为明显，东部经济发达省份和中西部快速发展省份对砂石骨料消耗能力强劲，例如年消费量超过10亿吨的省份有江苏、河南、山东、广东及四川；热点区域骨料消费集聚化越来越明显，泛长三角、长江中游集群、成渝

集群、中原集群、珠三角、京津冀、关中集群七大板块集聚了我国砂石骨料市场消费量的六成以上。

图 34: 中国机制砂与砂石骨料总消费量



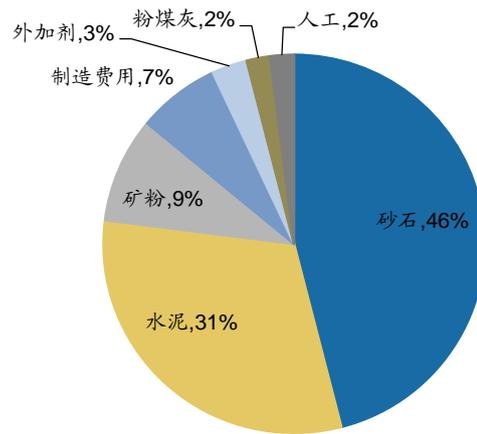
数据来源: 中国砂石协会, 广发证券发展研究中心

机制砂由于性能较差而且不稳定, 一方面对减水剂单位用量会提升 (前文已分析), 另一方面对现场服务要求和服务频次提升, 具备技术服务优势和布局优势 (更方便服务) 的大减水剂企业将更具竞争力。与天然砂相比, 机制砂具有颗粒粗糙、棱角多、级配差、石灰石粉含量高、性能波动率大等缺点, 在使用机制砂配制混凝土时易出现离析、泌水、工作性差等现象; 对于机制砂的生产来说, 会伴随着部分石灰石粉的出现, 石灰石粉的含量以及化学成分对混凝土的工作性和强度有着较大的影响; 高强度等级混凝土由于胶材用量多, 经常存在粘、重的问题, 施工中增加了泵送阻力, 加之机制砂中石粉含量高, 进一步增加了混凝土浆体中细粉颗粒含量, 使上述问题加重。机制砂对减水剂性能和现场服务提出更高要求; 龙头企业的技术服务实力更强、布局更贴近客户, 能更好、更有效率解决机制砂在混凝土实际应用中的问题。

**二是水泥砂石价格持续高位, 技服能力强、能帮助下游客户降低综合成本的大企业更具优势。**

混凝土成本构成中, 砂石与水泥占到大头 (成本合计占比约80%), 尤其是近年来受矿山整治及水泥供给格局优化影响, 砂石及水泥价格持续上涨, 预计未来几年将持续保持高位运行。减水剂在混凝土成本中仅占 2%-3%, 但却对改善混凝土性能及稳定性、减少水泥用量至关重要。在这个背景下, 减水剂对混凝土企业重要性在提升, 技服能力强、能帮助下游客户降低综合成本的大企业将格局优势。

图 35: 2019年混凝土的成本构成



数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

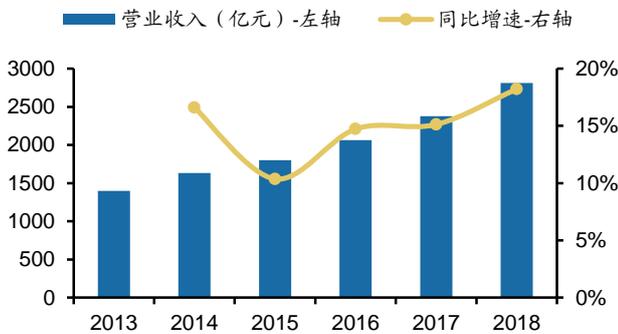
三是混凝土行业集中度、企业的平均规模在逐步提升, 对上游减水剂企业的营运资金要求更高, 具有资金实力雄厚的大企业优势更加明显。

### 三、检测行业高景气，公司跨领域跨区域拓展，蓄势待发

#### （一）检测行业高景气，民营企业崛起，品牌公信力加强

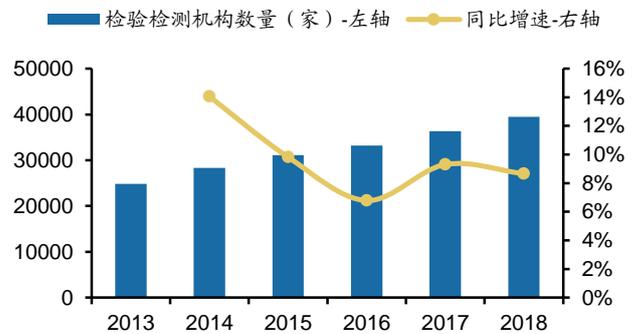
**1. 行业增速快：**市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示，截至2018年底，我国共有检验检测机构39472家，较2017年增长8.66%，全年实现营业收入2810.5亿元，较2017年增长18.21%。从业人员117.43万人，较上年增长4.91%。检测行业收入增速连续多年均在10%以上，且从2015年以后，行业年收入增速逐年提升。

图 36: 检验检测行业收入及同比增速



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 37: 检验检测行业机构数量及同比增速

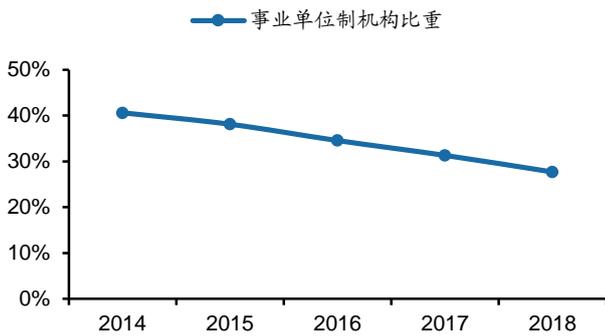


数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

**2. 事业单位改制加速，民营检测机构增长势头强劲：**2018年，我国企业制的检验检测机构26000家，占机构总量的65.87%；事业单位制10924家，占机构总量的27.68%。事业单位制检验检测机构占机构总量的比重首次下降到30%以下。近5年，我国事业单位制检验检测机构的比重分别为40.6%、38.1%、34.54%、31.30%和27.68%，呈现明显的逐年下降趋势。

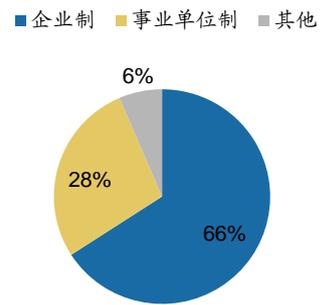
自2011年以来，国务院指出要推进检验检测机构市场化运营，提升专业化服务水平，培育第三方的质量和安全检验、检测、检疫、计量、认证技术服务。中国认证认可检验检测统计分析报告显示，私营检测机构数量始终保持高速增长态势。根据官方披露的全国检验检测服务业统计报告，营收前100名的机构均为国有、外资和私营，但国有和外资检测机构的实力相对更为强劲，但未来伴随检测机构去行政化的发展趋势和愈发多样化的检测需求，民营检测机构的市场份额有望进一步提升，与外资检测机构之间形成激烈竞争，并加速行业发展。

图 38: 事业单位制检测机构比重



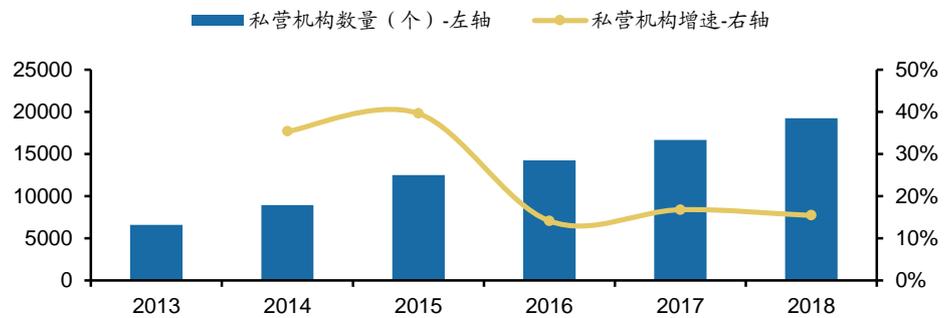
数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 39: 检验检测机构属性 (2018年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

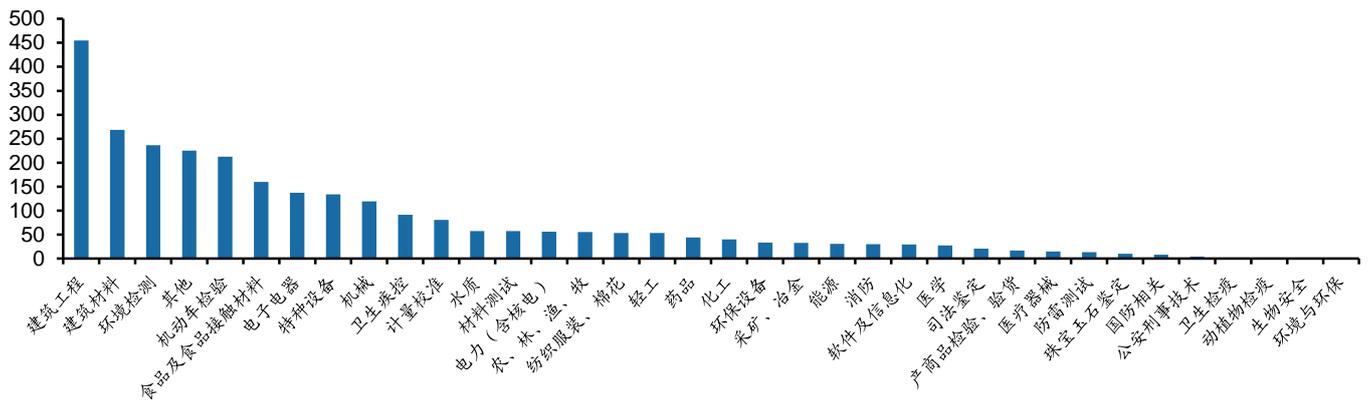
图 40: 私营检测机构数量及增速



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

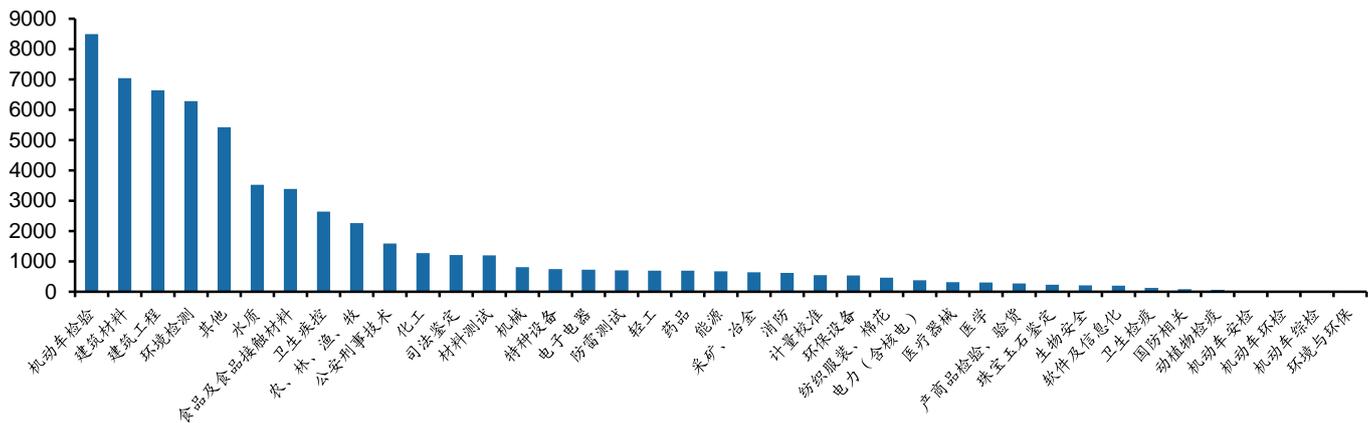
**3. 工程检测市场空间广阔, 行业集中度在提升:** 从行业分布看, 2018年建筑工程领域机构数量略少于机动车安检和建筑材料行业, 在所有行业中位于第三位, 而在收入规模上远领先于其他行业。目前建筑建材检测行业的集中度较低, 龙头公司市占率不高。但是目前检验检测机构集约化发展势头显著, 规模以上机构数量稳步增长。市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示: 2018年全国检验检测服务业中, 规模以上(年收入1000万元以上)检验检测机构数量达到5051家, 营业收入达到2148.8亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的12.8%, 但营业收入占比达到76.5%, 规模效应显著。目前, 全国检验检测机构2018年年度营业收入5亿元以上机构有37家, 比2017年多10家; 收入1亿元以上机构有354家, 比2017年多60家; 收入5000万元以上机构有899家, 比2017年多158家。近两年, 规模以上检验检测机构年均增幅超过12%, 年度营业收入平均值达到4254万元, 人均年产值达到46.5万元, 接近外资检验检测机构的人均产值水平。

图 41: 检测机构收入行业分布 (2018年) (单位: 亿元)



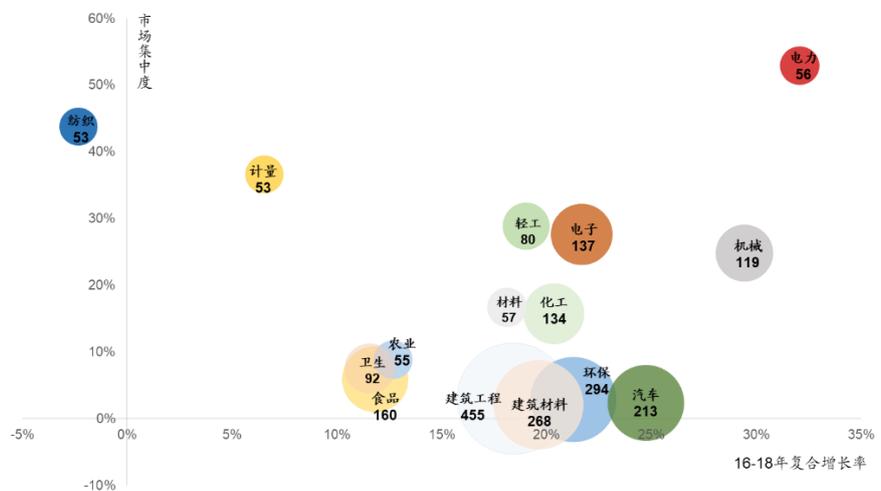
数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 42: 检测机构数量行业分布 (2018年) (单位: 个)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

图 43: 2018年我国检测市场各细分行业集中度及增速



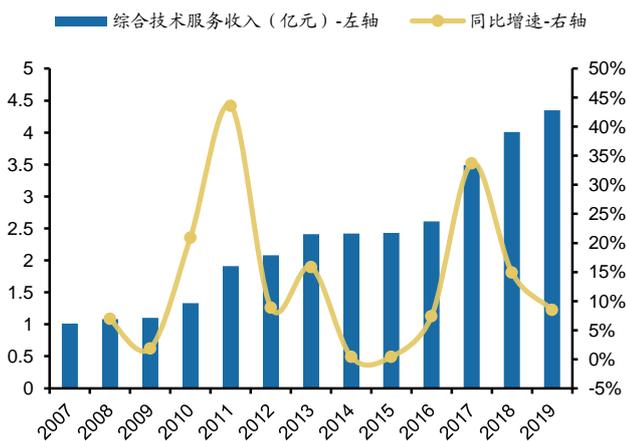
数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

(二) 公司“跨区域&跨领域”拓展，逐步布局建筑工程、交通工程、工业品多领域，蓄势待发

1. 受厦门地区竞争加剧影响，公司综合技术服务业务增速有所放缓，但整体保持稳健增长。公司综合技术服务业务主要包含检测认证业务以及设计勘测业务，2019年公司下属子集团健研检测集团综合技术服务业务实现营业收入4.53亿元，同比增长8.5%，净利润9009.30万元，同比增长6.9%。公司2019年综合技术服务业务毛利率为41.6%，净利率为20.7%，虽然公司检测业务近两年的毛利率虽略有下滑，预计主要受检测业务盈利变差影响，但是整体仍维持较高盈利水平。

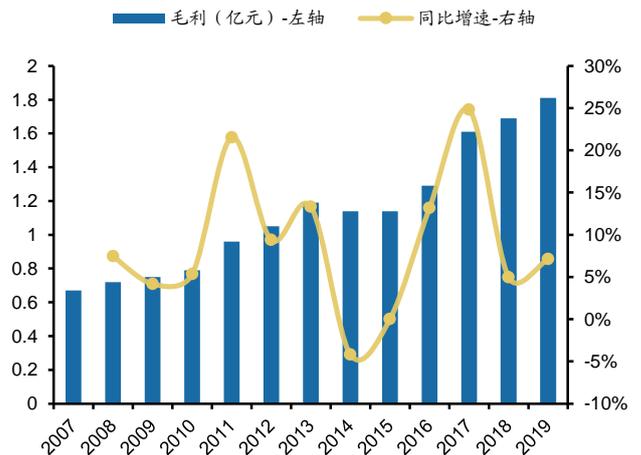
公司检测业务主体为全资子公司健研检测集团，健研检测集团是福建省规模最大的、资质最全的建设工程质量检测龙头企业，净利率长期维持在30%左右。从公司近期数据看，受厦门地区检测业务竞争加剧影响，公司2019年综合技术服务净利润出现一定下滑，但是随着价格战结束，预计厦门地区业务将逐渐好转。

图 44: 垒知集团综合技术服务业务收入及同比增速



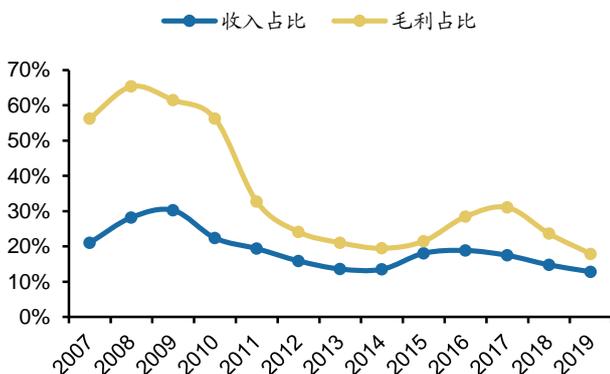
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 45: 垒知集团综合技术服务业务毛利及同比增速



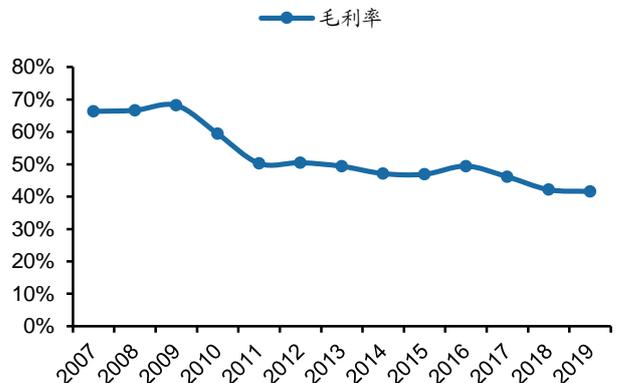
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 46: 垒知集团综合技术服务业务收入、毛利占比



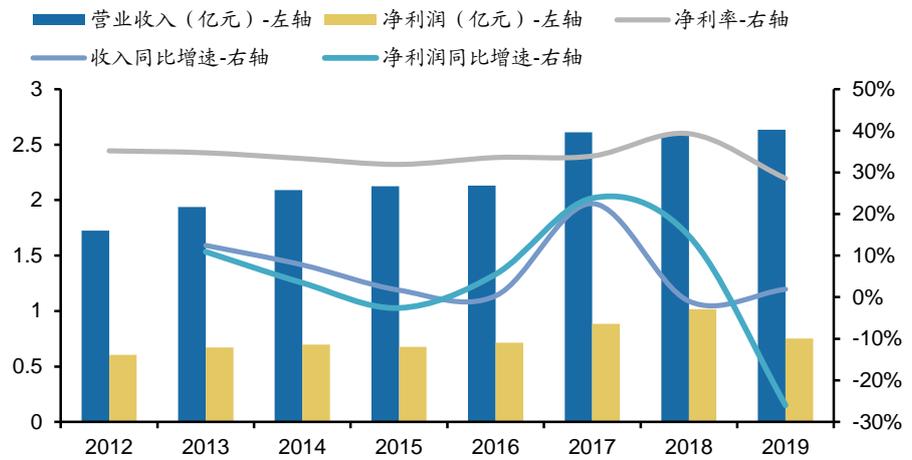
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 47: 垒知集团综合技术服务业务毛利率情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 48: 健研检测集团检测认证业务情况



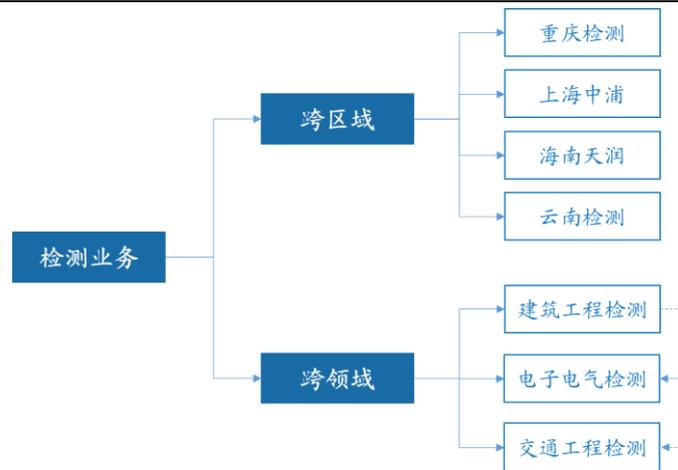
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 2. 公司检测业务以“跨区域，跨领域”发展作为自身发展战略。

跨领域方面，公司检测业务发展战略由传统建筑工程检测到2020年开始开展交通工程检测，再向电子电器等工业品检测发展。公司于2020年2月2日成功取得公路水运工程试验检测机构公路工程综合甲级资质，该项资质将有利于公司在全国范围内开展交通工程检测业务，为公司未来检测业务盈利提升贡献力量；此外，公司将着力提升电子电气、生态环境等检测业务的效益转化速度，延伸电子电气认证服务范围，为综合技术服务实力的提升再造新亮点。2019年初建成的电子电气检测中心运行情况良好，业绩贡献比例快速提升，截至2019年末，电子电器检测业务营业收入已超过300万元，预计2020年公司电子电器检测业务将有明显增长。此外，在国家环保政策不断趋严的背景下，公司进一步加大了对生态环境监测业务的投入，持续扩充环境监测可检参数，延续了环境监测业务营业收入的增长势头。

跨区域方面，工程检测与认证服务市场化进程不断加快的背景下，公司通过收购异地布局，重庆检测、上海中浦、海南天润、云南云检等子公司区域市场占有率不断提升。

图 49：2019年垒知集团检测业务发展战略



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

**3. 资质齐全构建公司检测业务核心竞争力：**从公司资质角度看，健研检测集团是福建省综合能力最强的工程检测机构，拥有CMA资质认定、CNAS实验室认可与检验机构认可、福建省建设工程质量检测机构综合类检测、公路工程综合甲级、公路工程桥梁隧道工程专项、水利工程质量检测甲级（混凝土工程类与岩土工程类）、水运工程材料乙级、水运工程结构乙级等多项重要资质，是福建省内拥有全部15项建设工程质量检测专项资质的检测机构之一，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，同时还是厦门、泉州中级人民法院司法鉴定机构及福建省建筑能效测评机构；此外，公司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。

在电子电气检测认证方面，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。

同时广泛与国际知名认证机构合作并获得认可，相继取得德国TUV SUD、加拿大CSA、德国TUV莱茵、澳洲SAA、瑞士SGS、法国Eurofins(欧陆)、美国IAPMO EGS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。

海南天润具有海南省建设工程质量检测机构资质，具备开展见证取样检测、地基与基础工程检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、建筑外门窗检测和建筑节能工程检测6大类检测项目的资质，是海南省建设工程最高检测资质机构之一。

除检测业务外，公司综合技术服务业务中还有一部分设计勘察业务，主体为子公司垒智设计集团，垒智设计集团拥有的建筑行业（建筑工程）甲级，岩土勘察专业类（岩土工程（勘察，设计，物探测试检测监测））甲级，风景园林工程专项设计乙级，房建一类A施工图审查资质，目前已形成行业内的三驾马车，齐头并进，共同发展，极大地增强了公司在行业内的竞争力，提升了公司在全国市场上的建筑技术服务综合实力。

表 3: 2019年垒知集团综合技术服务业务资质

公司名称/业务名称	资质情况
健研检测集团	CMA 资质认定 CNAS 实验室认可与检验机构认可 福建省建设工程质量检测机构综合类检测 公路工程综合甲级 公路工程桥梁隧道工程专项 水利工程质量检测甲级 水运工程材料乙级 水运工程结构乙级
电子电气检测认证	澳大利亚 SAA Approvals 认可实验室资质
海南天润	见证取样检测 地基与基础工程检测 主体结构工程现场检测 钢结构工程检测、 建筑外门窗检测 建筑节能工程检测
垒智设计集团	建筑行业（建筑工程）甲级 岩土勘察专业类甲级 风景园林工程专项设计乙级 房建一类 A 施工图审查资质

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

## 四、投资建议：未来三年公司有望快速增长，“买入”评级

### （一）盈利预测：减水剂+检测业务双发力，未来三年业绩持续快速增长

**1. 营业收入：**公司为外加剂龙头企业，业务主要为外加剂和检测两块业务，其他业务还包括商品混凝土销售、软硬件销售及服务、建筑材料批发兼零售等。分业务看：

**外加剂业务：**公司外加剂业务2019年实现营业收入23.7亿元，同比增长21.4%，毛利率30.5%。减水剂行业格局较好，龙头公司市占率持续提升，带动收入快速增长；同时考虑到疫情影响，预计公司外加剂2020-2022年分别实现营业收入29.3/39.6/51.5亿元，同比增速分别为24%/35%/30%。

**检测业务：**公司检测业务2019年实现营业收入4.4亿元，同比增长8.7%，毛利率41.5%。内生方面，厦门地区建筑工程检测竞争趋缓，公司建筑工程业务有望逐渐复苏；预计2020年公司电子电器检测和交通工程检测收入将实现放量。预计公司检测业务

2020-2022年分别实现营业收入5.1/6.0/6.9亿元，同比增速分别为18%/16%/16%。

预计公司2020-2022年分别实现营业收入40.9/52.5/65.9亿元，同比增速分别为20.4%/28.4%/25.5%；预计公司2020-2022年分别实现归母净利润5.35/6.95/8.79亿元，同比增速分别为32.9%/29.9%/26.6%。

**2. 毛利率：**公司2019年综合毛利率29.8%。减水剂业务考虑到行业格局转好以及服务属性加强，预计毛利率将稳中有升；检测业务考虑到厦门地区建筑工程检测竞争趋缓，预计毛利率将趋于平稳；综合来看，预计公司2020-2022年毛利率分别为31.1%/31.4%/31.6%。

表 4：垒知集团检测、外加剂业务盈利预测表（单位：万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>检测</b>					
营业收入	40067	43536	51372	59592	69126
增长率	14.6%	8.7%	18.0%	16.0%	16.0%
毛利	16945	18076	21576	25029	29033
毛利率	42.3%	41.5%	42%	42%	42%
<b>外加剂</b>					
营业收入	194922	236625	293415	396110	514943
增长率	38.5%	21.4%	24.0%	35.0%	30.0%
毛利	45463	72143	93893	126755	164782
毛利率	23.3%	30.5%	32.0%	32.0%	32.0%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## （二）估值探讨

外加剂行业可比公司主要为苏博特与红墙股份，可比公司2020年平均PE为16.2倍，公司主要竞争对手苏博特2020年PE约17倍。检测行业可比公司主要为国检集团与建研院两家工程检测公司，以及华测检测、安车检测、电科院、苏试试验等其他检测公司，可比公司2020年PE估值均值约33倍。公司为外加剂龙头企业，减水剂与检测业务双轮驱动。外加剂行业格局较好，龙头公司市占率持续提升，带动收入快速增长；检测业务高景气，公司“跨区域&跨领域”拓展，逐步布局建筑工程、交通工程、工业品多领域，蓄势待发。我们预计公司2020年EPS为0.77元，参考外加剂可比公司估值及检测可比公司估值，考虑到公司未来三年较好的成长性，给予公司2020年21x PE估值，对应公司合理价值为16.17元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 外加剂可比公司估值对比 (2020/05/27)

证券代码	公司简称	PE				PB (LF)
		TTM	2020E	2021E	2022E	
603916.SH	苏博特	22.17	17.32	13.56	10.94	3.14
002809.SZ	红墙股份	19.09	15.02	12.25	10.10	2.10
平均		20.63	16.17	12.91	10.52	2.62

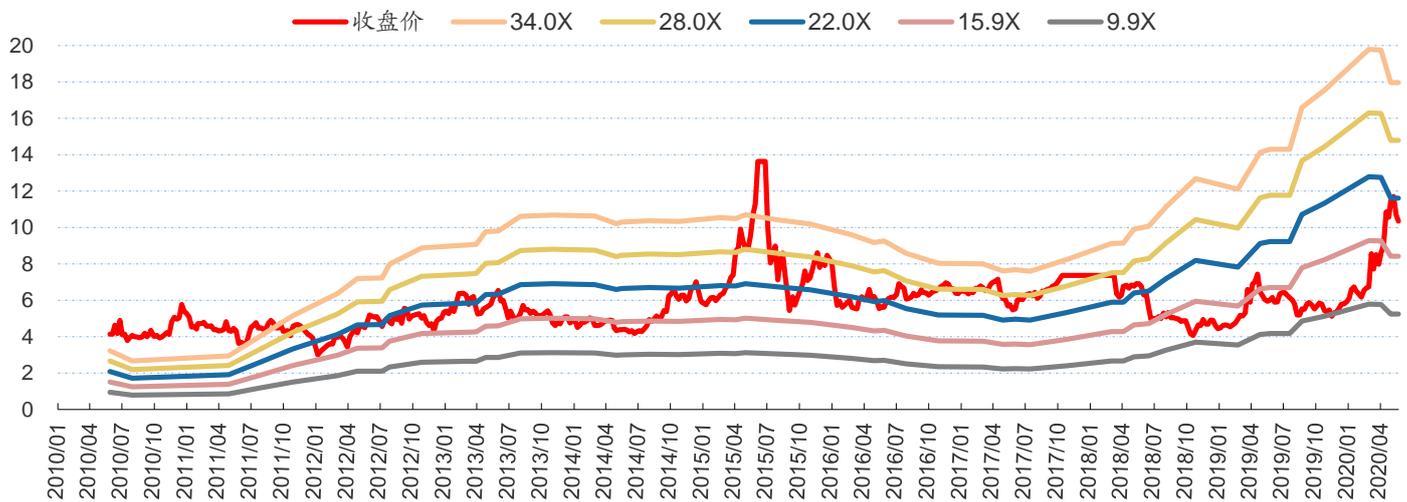
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 6: 检测可比公司估值对比 (2020/05/27)

证券代码	公司简称	PE				PB (LF)
		TTM	2020E	2021E	2022E	
603060.SH	国检集团	45.91	27.39	22.78	19.13	5.65
603183.SH	建研院	27.62	19.11	17.35	15.80	2.24
300012.SZ	华测检测	65.80	52.06	40.80	33.13	9.31
300572.SZ	安车检测	58.91	36.07	25.93	20.04	11.80
300215.SZ	电科院	46.23	26.50	19.24	15.45	2.40
300416.SZ	苏试试验	55.07	35.15	26.97	20.68	5.50
平均		49.92	32.71	25.51	20.71	6.15

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 50: 垒知集团PE (TTM) -band



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 五、风险提示

(一) 外加剂业务: 下游对减水剂需求减少, 公司市占率提升不及预期。

(二) 检测业务: 交通工程检测以及汽车电子检测推进不及预期, 厦门地区工程检测业务竞争加剧。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>2,480</b>	<b>3,110</b>	<b>3,685</b>	<b>4,874</b>	<b>6,299</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>78</b>	<b>308</b>	<b>517</b>	<b>515</b>	<b>630</b>
货币资金	235	254	637	1,033	1,540	净利润	254	416	554	723	916
应收及预付	1,964	2,470	2,640	3,394	4,266	折旧摊销	55	58	59	63	67
存货	85	96	105	133	167	营运资金变动	-246	-185	-118	-302	-398
其他流动资产	196	290	304	314	326	其它	14	20	21	31	45
<b>非流动资产</b>	<b>1,173</b>	<b>1,339</b>	<b>1,376</b>	<b>1,402</b>	<b>1,413</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>107</b>	<b>-189</b>	<b>-117</b>	<b>-118</b>	<b>-122</b>
长期股权投资	123	151	156	164	173	资本支出	-39	-98	-132	-130	-133
固定资产	386	401	357	299	224	投资变动	-170	-26	-5	-8	-10
在建工程	4	40	48	64	81	其他	316	-65	20	20	20
无形资产	106	124	152	171	191	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-118</b>	<b>-143</b>	<b>-17</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
其他长期资产	554	623	663	703	743	银行借款	2	13	-3	0	0
<b>资产总计</b>	<b>3,653</b>	<b>4,449</b>	<b>5,062</b>	<b>6,275</b>	<b>7,712</b>	股权融资	4	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,099</b>	<b>1,517</b>	<b>1,589</b>	<b>2,080</b>	<b>2,601</b>	其他	-124	-156	-14	-1	-1
短期借款	2	13	10	10	10	<b>现金净增加额</b>	<b>66</b>	<b>-24</b>	<b>383</b>	<b>397</b>	<b>507</b>
应付及预收	960	1,354	1,400	1,840	2,303	<b>期初现金余额</b>	<b>52</b>	<b>119</b>	<b>254</b>	<b>637</b>	<b>1,033</b>
其他流动负债	137	150	180	230	288	<b>期末现金余额</b>	<b>119</b>	<b>95</b>	<b>637</b>	<b>1,033</b>	<b>1,540</b>
<b>非流动负债</b>	<b>28</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>	<b>33</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	28	33	33	33	33						
<b>负债合计</b>	<b>1,127</b>	<b>1,551</b>	<b>1,623</b>	<b>2,113</b>	<b>2,634</b>						
股本	693	693	693	693	693						
资本公积	259	230	230	230	230						
留存收益	1,547	1,911	2,446	3,140	4,019						
归属母公司股东权益	2,474	2,835	3,356	4,050	4,929						
少数股东权益	51	64	83	112	149						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,653</b>	<b>4,449</b>	<b>5,062</b>	<b>6,275</b>	<b>7,712</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,716</b>	<b>3,394</b>	<b>4,087</b>	<b>5,248</b>	<b>6,588</b>
营业成本	2,000	2,381	2,817	3,602	4,509
营业税金及附加	17	19	24	30	38
销售费用	210	265	317	404	507
管理费用	110	128	153	194	240
研发费用	83	124	123	157	198
财务费用	-1	0	-2	-4	-6
资产减值损失	45	5	-41	-51	-66
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	27	20	20	20	20
<b>营业利润</b>	<b>292</b>	<b>479</b>	<b>652</b>	<b>851</b>	<b>1,076</b>
营业外收支	2	0	0	1	1
<b>利润总额</b>	<b>294</b>	<b>479</b>	<b>652</b>	<b>851</b>	<b>1,077</b>
所得税	40	62	98	128	162
<b>净利润</b>	<b>254</b>	<b>416</b>	<b>554</b>	<b>723</b>	<b>916</b>
少数股东损益	5	14	19	29	37
<b>归属母公司净利润</b>	<b>249</b>	<b>402</b>	<b>535</b>	<b>695</b>	<b>879</b>
EBITDA	351	534	713	923	1,163
EPS (元)	0.36	0.58	0.77	1.00	1.27

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	35.9%	25.0%	20.4%	28.4%	25.5%
营业利润增长	28.5%	63.8%	36.1%	30.4%	26.5%
归母净利润增长	30.4%	61.5%	32.9%	29.9%	26.6%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	26.3%	29.8%	31.1%	31.4%	31.6%
净利率	9.4%	12.3%	13.6%	13.8%	13.9%
ROE	10.1%	14.2%	15.9%	17.1%	17.8%
ROIC	12.4%	17.2%	21.7%	25.3%	28.3%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	30.9%	34.9%	32.1%	33.7%	34.2%
净负债比率	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%
流动比率	2.26	2.05	2.32	2.34	2.42
速动比率	2.16	1.97	2.24	2.26	2.34
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.84	0.86	0.93	0.94
应收账款周转率	1.59	1.54	1.56	1.56	1.56
存货周转率	25.49	26.37	26.84	27.04	27.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.36	0.58	0.77	1.00	1.27
每股经营现金流	0.11	0.45	0.75	0.74	0.91
每股净资产	3.57	4.09	4.85	5.85	7.12
<b>估值比率</b>					
P/E	12.48	10.39	14.09	10.85	8.57
P/B	1.26	1.48	2.25	1.86	1.53
EV/EBITDA	8.19	7.39	9.68	7.06	5.16

## 广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富非金属类建材行业第二名。

谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。

李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。