

投资评级 优于大市 首次覆盖

需求仍疲软，盈利能力小幅回升

股票数据

11月04日收盘价(元)	5.80
52周股价波动(元)	5.40-8.55
总股本/流通A股(百万股)	717/582
总市值/流通市值(百万元)	4156/3378

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.2	-9.0	-1.0
相对涨幅(%)	5.4	0.4	9.3

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 冯晨阳

Tel: (021)23212081

Email: fcy10886@htsec.com

证书: S0850516060004

分析师: 申浩

Tel: (021)23154114

Email: sh12219@htsec.com

证书: S0850519060001

分析师: 潘莹练

Tel: (021)23154122

Email: pyl10297@htsec.com

证书: S0850517070010

投资要点:

事件: 公司公布2022年三季报, 2022年Q3实现营业收入约10.5亿元、同比下降18.22%, 归母净利润约7379万元、同比降约9.76%, 扣非归母净利润约6685万元、同比降约9.19%。

点评:

- **房地产需求拖累公司收入。** 无论公司混凝土外加剂业务或检测技术服务业务, 均与下游地产的建设施工强度密切相关。房地产开发投资完成额: 建筑工程累计同比增速持续下滑, 2022年9月底的累计降幅已接近9%, 受此影响, 公司Q3收入同比下降18.22%, 幅度上和2022Q2相当, 行业需求暂未见明显好转。
- **原材料压力缓解, 盈利能力小幅回升。** 公司减水剂原材料聚羧酸减水剂单体价格近期有所回落、同比下降幅度较大, 我们预计公司减水剂毛利率有所好转。从综合毛利率看, 22Q3为20.97%, 同比环比分别提升3.4pct、0.6pct。由于22Q3收入同比降幅近20%, 22Q3销售、管理+研发费用率同比分别增加0.6pct、0.9pct。22Q3净利率为6.86%, 同比微增0.4pct。
- **践行跨区域、跨领域战略, 精耕细作提升市占率。** 公司检测业务践行“跨区域、跨领域”的战略, 目前服务范围除涵盖建设工程外, 还有电子电气、生态环境、消防安全等领域, 下游行业范围愈发广泛, 检测资质更加完备; 外加剂领域公司已有较为广泛的产业群, 遍布全国16省直辖市及菲律宾, 扎根当地市场, 精耕细作提升市占率, 目前公司在福建、贵州、重庆、海南、陕西、上海市占率已排名第一。
- **给予“优于大市”评级。** 公司认为公司两大业务市占率仍低, 检测业务盈利能力强、进入壁垒高, 外加剂业务产能布局广、服务能力强, 两大业务齐头并进、精耕细作, 市占率提升可期。我们预计公司2022-2024年收入分别为45.94、52.96、60.92亿元, EPS分别约0.44、0.54、0.62元, 给予2022年PE16-20倍, 合理价值区间7.04-8.80元, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。
- **风险提示。** 下游房地产需求持续下滑, 原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3871	4918	4594	5296	6092
(+/-)YoY(%)	14.1%	27.0%	-6.6%	15.3%	15.0%
净利润(百万元)	372	272	318	387	445
(+/-)YoY(%)	-7.5%	-27.0%	17.1%	21.6%	15.0%
全面摊薄EPS(元)	0.52	0.38	0.44	0.54	0.62
毛利率(%)	24.0%	18.3%	20.2%	20.4%	20.4%
净资产收益率(%)	11.6%	8.0%	8.7%	9.7%	10.2%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

外加剂: 2022 年受房地产需求下滑及疫情散发拖累, 外加剂市场需求下滑, 假定 2022 年收入同比下降 10%, 2023-2024 年恢复增长; 随着原材料价格下行, 预计 2022 年毛利率有所恢复, 2023-2024 年毛利率继续小幅提升。

技术服务: 2022-2024 年技术服务的增速趋势与外加剂已至, 2022 年受行业需求影响同比下滑 5%, 2023-2024 年恢复增长; 虽 2022H1 毛利率高达 38.75%, 为审慎起见假定 2022-2024 年毛利率为 32%与 2021 年水平相若。

表 1 分项收支预测

		2020	2021	2022E	2023E	2024E
外加剂	收入: 百万元	2645	3068	2761	3175	3651
yoy		11.8%	16.0%	-10.0%	15.0%	15.0%
毛利率		23.1%	19.0%	21.5%	22.0%	22.0%
技术服务	收入: 百万元	481	512	487	560	644
yoy		10.5%	6.6%	-5.0%	15.0%	15.0%
毛利率		43.1%	31.3%	32.0%	32.0%	32.0%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 海通证券研究所

表 2 A 股同类可比上市公司估值

代码	简称	收盘价 (元)	EPS (元/股) 一致预期			PE (倍)			PB (倍)
		2022/11/4	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	(按最新每股净资产计算)
603916.SH	苏博特	15.78	1.27	1.20	1.55	12.4	13.1	10.2	1.6
603183.SH	建研院	4.85	0.28	0.18	0.28	17.5	26.9	17.4	1.7
603060.SH	国检集团	10.93	0.35	0.40	0.51	31.5	27.2	21.5	5.0
平均值						20.5	22.4	16.3	2.8

资料来源: Wind, 海通证券研究所。注: 可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。注: 可比公司主营为检测或混凝土外加剂。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	4918	4594	5296	6092
每股收益	0.38	0.44	0.54	0.62	营业成本	4019	3664	4213	4850
每股净资产	4.74	5.09	5.56	6.09	毛利率%	18.3%	20.2%	20.4%	20.4%
每股经营现金流	0.45	0.76	0.02	0.71	营业税金及附加	20	23	26	30
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	205	193	222	256
P/E	15.29	13.06	10.74	9.34	营业费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
P/B	1.22	1.14	1.04	0.95	管理费用	163	152	175	201
P/S	0.85	0.90	0.78	0.68	管理费用率%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	13.41	6.39	5.96	5.02	EBIT	286	484	563	637
股息率%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	5	7	2	5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
毛利率	18.3%	20.2%	20.4%	20.4%	资产减值损失	-7	-5	-5	-5
净利润率	5.5%	6.9%	7.3%	7.3%	投资收益	23	23	26	30
净资产收益率	8.0%	8.7%	9.7%	10.2%	营业利润	299	355	432	498
资产回报率	4.2%	5.4%	4.8%	6.1%	营业外收支	3	2	2	2
投资回报率	6.9%	10.1%	10.9%	11.4%	利润总额	301	357	434	500
盈利增长 (%)					EBITDA	369	569	658	743
营业收入增长率	27.0%	-6.6%	15.3%	15.0%	所得税	27	36	43	50
EBIT 增长率	-28.9%	69.1%	16.4%	13.2%	有效所得税率%	8.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润增长率	-27.0%	17.1%	21.6%	15.0%	少数股东损益	3	3	4	4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	272	318	387	445
资产负债率	46.4%	36.2%	49.1%	38.9%					
流动比率	1.66	2.37	1.71	2.12	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.58	2.25	1.63	2.02	货币资金	577	1117	831	1024
现金比率	0.20	0.65	0.24	0.42	应收账款及应收票据	3571	2357	4413	3385
经营效率指标					存货	170	131	211	184
应收账款周转天数	202.61	200.00	200.00	200.00	其它流动资产	585	452	584	567
存货周转天数	14.35	15.00	15.00	15.00	流动资产合计	4903	4056	6038	5160
总资产周转率	0.82	0.74	0.76	0.80	长期股权投资	151	151	151	151
固定资产周转率	10.36	7.81	7.30	7.19	固定资产	515	661	790	905
					在建工程	192	175	165	159
					无形资产	167	190	213	236
					非流动资产合计	1610	1793	1965	2128
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	6513	5849	8004	7288
净利润	272	318	387	445	短期借款	226	226	226	226
少数股东损益	3	3	4	4	应付票据及应付账款	2446	1219	2995	1855
非现金支出	154	160	175	190	预收账款	6	0	0	0
非经营收益	-34	-12	-15	-19	其它流动负债	275	269	307	351
营运资金变动	-74	73	-534	-109	流动负债合计	2952	1714	3528	2432
经营活动现金流	322	542	17	512	长期借款	0	0	0	0
资产	-104	-266	-266	-266	其它长期负债	70	403	403	403
投资	7	0	0	0	非流动负债合计	70	403	403	403
其他	156	23	26	30	负债总计	3022	2117	3931	2836
投资活动现金流	59	-243	-240	-236	实收资本	720	717	717	717
债权募资	225	333	0	0	归属于母公司所有者权益	3413	3651	3988	4363
股权募资	7	-23	0	0	少数股东权益	78	81	85	89
其他	-500	-70	-63	-83	负债和所有者权益合计	6513	5849	8004	7288
融资活动现金流	-268	240	-63	-83					
现金净流量	113	540	-286	193					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯晨阳 建筑建材行业
申浩 建筑建材行业
潘莹练 建筑建材行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鲁阳节能,天山股份,中国巨石,东鹏控股,帝欧家居,松霖科技,华瓷股份,南玻 A,华新水泥,三棵树,华达新材,雨中情,马可波罗,皇派家居,伟星新材,兔宝宝,凯盛科技,祁连山,冀东水泥,科顺股份,亚士创能,玉马遮阳,海螺水泥,中材科技,东方雨虹,再升科技,宁夏建材,雄塑科技,山东玻纤,惠达卫浴

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。