

建筑建材小组

闵雄军

Tel: 021-68634518-8054

E-Mail: mxj2851@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8603

E-Mail: gw2603@xcsc.com

发行上市资料:

股票代码: 002389

发行前股本: 9000 万股

本次发行股本: 3000 万股

占发行后比例: 25.00%

主承销商: 广发证券

网下发行不超过: 600 万股

网上发行数量约: 2400 万股

网下缴款及网上申购日期:

2010 年 4 月 26 日

合理价值区间: 19.8-21.8 元

建议询价区间: 16.5-19.8 元

投资要点

- **固定资产投资、房地产开发投资持续向好为公司提供良好的发展背景。**公司主营业务以建设科技为核心, 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, 经营范围主要面向建筑工程、市政工程、公路工程、桥梁工程、铁路工程、港口工程, 以及其他大型基础设施等多个领域, 具体为建设工程综合服务、商品混凝土、混凝土减水剂。我们预计 10 年城镇 FAI 投资增速为 30%, 而房地产开发投资增速为 20-25%, 持续向好的投资增速为公司的增长提供了良好的背景。
- **公司技术优势较为明显且具有持续性。**公司研发投入占总收入超过 4%。持续较高的投入使公司成为建筑工程中的高科技企业。目前公司在工程综合服务方面的技术主要有: 建筑幕墙物理性能大型检测系统的开发、超声波法检测大口径灌注桩混凝土质量的应用、城市工程地质信息智能系统; 在减水剂方面主要有: 新型聚羧酸系高性能减水剂的研制开发、Point-AC 砷抗氯离子渗透增强剂的研制、Point 可再分散聚合物粉末的研制。
- **海西区域经济、节能建筑与智能建筑提升公司估值。**公司地处厦门, 在国家海西区域经济政策支持下必然受益明显; 公司建设工程综合服务中, 包括节能示范工程、智能建筑综合布线系统检测均属于国家政策大力支持的行业, 未来发展前景广阔。
- **区域与产能扩张给公司带来较好成长性。**公司是行业内极少数跨区域的独立第三方检测机构, 同时借助本次募集资金, 公司产能瓶颈得以解决, 收入结构也会得以优化, 未来成长性较好。

盈利预测与估值

- 我们预计建研集团 10-12 年摊薄后每股收益分别为 0.66 元、1.15 元与 1.60 元。我们认为公司的合理价值为 19.8-21.78 元, 建议询价区间 16.5-19.8 元。
- 风险因素: 宏观经济下滑、应收账款回收风险、市场区域依赖风险。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	3.50	3.23	5.09	8.85	11.71
同比增长(%)	-17	-7	58	74	33
净利润(亿)	0.56	0.69	0.79	1.38	1.92
同比增长(%)	-20	23	16	75	39
摊薄每股收益(元)	0.47	0.57	0.66	1.15	1.60

目录

一、建研集团所处行业简介.....	4
1、下游需求分析.....	4
(1) 下游行业整体情况.....	4
(2) 细分子行业情况.....	4
3、公司主要竞争对手.....	7
(1) 建设综合技术服务.....	7
(2) 商品混凝土.....	8
(3) 混凝土减水剂.....	8
二、建研集团简介.....	9
1、建研集团的历史发展.....	9
2、建研集团的竞争优势.....	9
(1) 人才优势.....	9
(2) 技术优势.....	10
(3) 资质优势.....	10
(4) 行业经验.....	10
三、募投项目分析.....	11
1、年产 5 万吨羟酸系减水剂项目.....	11
2、年产 120 万方预拌混凝土项目.....	11
3、近摄工程检测项目同安基地项目.....	11
四、盈利预测与估值.....	11
1、建研集团的主营业务分析.....	11
(1) 收入分析.....	11
(2) 毛利及毛利率分析.....	12
2、盈利预测与估值.....	13
五、风险提示.....	14
1、宏观经济下滑.....	14
2、应收帐款回收风险.....	14
3、市场竞争风险.....	14

图目录

图 1 行业增幅比较.....	4
-----------------	---

图 2FAI 投资及增速	5
图 3 建研集团营业收入来源	11
图 4 建研集团毛利来源	12
图 5 建研集团毛利率	12

表目录

表 1 建研集团历史发展	9
表 2 建研集团募投项目	11
表 3 建研集团未来 3 年收入预测	12
表 4 建研集团未来 3 年盈利预测	13
表 5 可比上市公司估值	13

一、建研集团所处行业简介

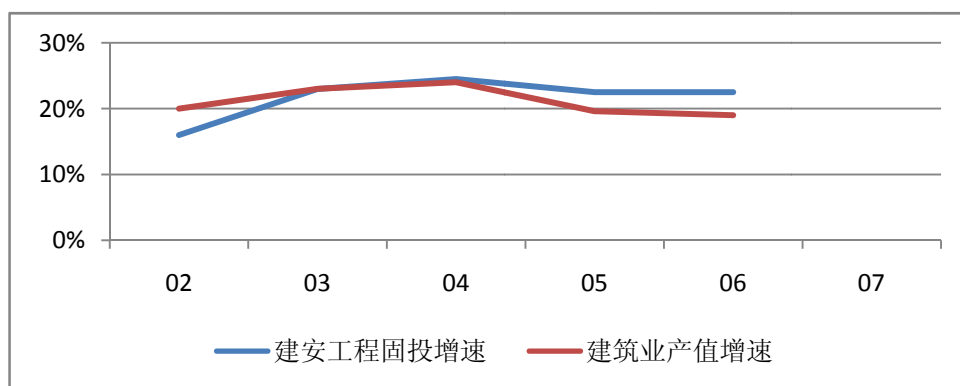
1、下游需求分析

(1) 下游行业整体情况

目前，公司主营业务以建设科技为核心，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，经营范围主要面向建筑工程、市政工程、公路工程、桥梁工程、铁路工程、港口工程，以及其他大型基础设施等多个领域。

公司业务与我国国民经济的整体走势及固定资产投资规模增长水平、建筑业增长水平紧密相关。2000 年以来，随着我国宏观经济进入新一轮的景气周期，全社会固定资产投资增速自1999 年触底反弹后开始急速上升，近五年一直维持在24%或以上的高位，而建筑工程安装固定资产投资占全社会固定资产投资总额的60%以上，国内建筑业由此也连续几年保持了产值与利润增速均超过20%以上的持续高景气局面。

图 1 行业增幅比较



数据来源：国家统计局

(2) 细分子行业情况

公司的业务可以划分为3个细分子行业：建设综合技术服务、商品混凝土、混凝土减水剂。

1) 建设综合技术服务

本公司的建设综合技术服务以须拥有法定检测资质的建设工程质量检测业务为主。建设工程质量检测是指建设工程质量检测机构接受委托，依据国家有关法律、法规和工程建设强制性标准与相关规范，对涉及结构安全、建筑物使用功能和进入施工现场的建筑材料、构配件、半成品、设备的检测。建设工程质量检测机构是指接受政府部门、司法机关、社会团体、企业、公众的委托，对给定的产品、过程和服务，依据国家现行的法律、法规和技术标准规定，通过技术作业，确定其一个或多个特

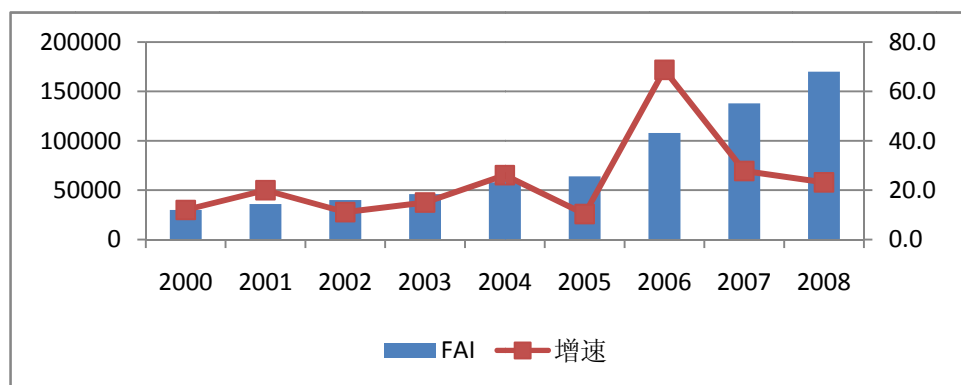
性，并向委托方出具具有法律效力的检测报告，实施有偿服务并承担相应法律责任的社会中介机构。建设工程质量检测与鉴定服务始终贯穿、伴随建筑工程的建设全过程（包括工程立项、施工、竣工、验收交付使用）、使用全过程（包括改建、扩建，过程安全性、可靠性和使用寿命鉴定）和拆除全过程。

建设工程质量检测行业在我国已有20余年的发展历史，行业发展初期，检测机构可以分为三类：科研院所内部的教学科研性质的试验室、各级质量监督管理部门设立的具有政府行政职能的监督检测室和建筑施工企业的内设试验室。随着我国加入WTO，检测机构根据国际惯例必须成为具有独立法人资格的机构，即独立的第三方服务中介机构。2001年，建设部为加强建设工程质量检测工作，推动建设工程质量检测机构的深化改革，起草并发布了《关于建设工程质量检测机构深化改革的指导意见》，明确了建筑质量检测机构是实施有偿服务并承担相应法律责任具有独立法人地位的社会中介机构，突出了检测机构的市场化、社会化特征。由于定位逐步明确，各类建筑质量检测机构自2001年下半年起陆续开始进行市场化转变。在目前全国近5,000家工程质量检测机构中，多数检测机构已经完成市场化改造，成为具有独立法人资格的检测企业。上述三类检测机构形式中的企业试验室作为企业的质量保证内控机构，由于独立性原则，已不能对外承接委托检测、鉴定检测和抽样（见证）检测等业务，退出了检测市场。随着国家建筑质量监督管理机构的职责发生巨大转变，从过去“直接核验工程质量”转变为对工程进行“竣工验收备案”，从过去建筑质量的直接责任承担者转变为依法监督、检查和管理市场各个主体对建筑质量是否履行应有责任的监督者，各级质量监督管理部门设立的带有政府职能的监督检测室也逐步退出市场。因此，类似本公司由科研院所组建的独立第三方检测单位正逐步成为检测市场的主流机构。特别是随着国家对建设质量的重视和国民质量保证意识的提升，建设工程质量检测行业在过往五年里迅猛发展。

总体来看，建设工程质量检测行业今后的发展动力主要来自于以下几方面：

i) 国内固定资产投资增长带来的建筑市场规模的扩大

图 2FAI 投资及增速



数据来源：国家统计局

1999年以来，伴随着我国房地产市场的复苏，我国经济进入新一轮景气周期，全

社会固定资产投资总额增速持续在高位运行，近年来，建筑业总产值增速也一直保持在20%的高位。

ii) 新兴的建设工程质量检测需求不断增加

建筑业的迅速发展推动了新材料、新结构、新工艺和新设备的出现，也带动了新材料、新结构、新工艺及新设备的研发、检测等技术服务需求。除建筑材料检测、地基基础检测、混凝土结构检测等基于结构安全目的的传统检测项目外，近几年新兴出现了钢结构检测、室内空气质量检测、桥梁检测、建筑起重机械设备检测、建筑智能设备检测、建筑电器设备检测及建筑节能检测等各类新型检测需求。

iii) 老建筑的维护、拆除和定期寿命检测带来的业务需求逐步扩大

建筑物自交付使用后，在自然因素（风、雨、雷、电、阳光辐射等）及人为因素的作用下不可避免地面临材料劣化及结构劣化的过程，即存在使用寿命的判定问题。原有建筑技术及设计水平不够科学，以及维护保养不佳等原因，都将影响建筑物的结构安全和使用功能，如我国80年代经济发展起步初期的建筑物大多为砖混结构，由于设计水平、施工水平和建筑材料自身质量的原因，普遍存在质量或安全隐患。

根据建设部颁布的《城市危险房屋管理规定》，房屋所有人有险不查或损坏不修的应承担民事或行政责任。房屋建筑在使用过程中，必须对其进行定期检测和周期性维修，以保持房屋状态良好，延长房屋使用寿命。一般而言，各类房屋的维修周期是：砖木结构房屋12-15年，砖混结构房屋15-20年，钢筋混凝土结构房屋20-25年，当这些建筑物达到设计的使用年限之后，为了确保继续使用的安全性，需对其进行质量鉴定，确保不存在安全隐患。而房屋建筑在使用过程中，也必须对其进行定期检测和周期性维修，以保持房屋状态良好，延长房屋使用寿命。在对建筑物进行大修、加固、拆除之前，亦需要由建设工程质量检测机构对现有建筑物如地基、框架等进行安全性鉴定、检测与评估，出具房屋损坏趋势说明，而后根据鉴定结果，方可实施各类大修或加固工程。检测机构收取的检测费用根据房屋的年代、检测深浅难易程度而定。

随着时间的推移，我国上世纪末经济大发展时期所建造的大量建筑将步入老龄化阶段。可以预期，老建筑的维护、拆除及定期检测业务规模将逐步扩大。

2) 商品混凝土

商品混凝土亦称预拌混凝土，是将水泥、集料（砂石）、水、混凝土外加剂、以及矿物掺合料等组分按一定比例，在集中搅拌站经计量、拌制后出售，并采用混凝土搅拌运输车，在规定时间内运抵使用地点的混凝土拌合物。商品混凝土主要分为通用混凝土和特制混凝土，其中通用混凝土主要用于普通工业及民用建筑，特制混凝土包括高强混凝土（强度等级在C50以上）、大流动性混凝土（坍落度大于180mm）、自流平混凝土、抗渗混凝土、抗折混凝土、高性能混凝土、纤维增强混凝土等，主要用于高层建筑、隧道、桥梁、海港、道路等工程。

由于商品混凝土易凝结、高运输成本的产品特性，供应运输时间应控制在2小时左右，运输半径约为25公里，因此目前商品混凝土行业主要表现为区域性竞争。

根据中国混凝土网的统计资料，上海建工材料、华润水泥、上海建工构件的混凝土业务位居国内三甲，除华润水泥依托遍布全国的水泥制造网络开展商品混凝土供应业务外，其余厂商均依托区域优势占据区域市场较高市场份额。

我国商品混凝土发展至今取得了很大的进步，但是商品混凝土占混凝土总量的比例仍然较低，美国、英国、德国、日本和韩国等国混凝土商品化率已高达80%以上，我国作为混凝土使用量居全球首位的国家，其商品混凝土的使用比例仅为20%。现场搅拌混凝土严重影响了建筑工人的工作环境质量和居民的居住环境质量，同时限制了工程建设的施工速度，工程质量难以得到有效保障。随着我国城市化和工业化进程的不断发 展，国家对环境和能源的关注，可以预见，商品混凝土使用率将逐年提高，未来几年商品混凝土行业仍将保持稳定增长。

3) 混凝土减水剂

我国从20世纪80年代起使用混凝土外加剂，但由于商品混凝土使用率较低等因素的影响，混凝土外加剂在我国发展较为缓慢，地区间发展很不平衡，至今仍没有在我国广泛地普及使用。

随着我国经济的快速发展，商品混凝土使用率逐渐提高，混凝土外加剂的使用率也逐年提高，使用混凝土外加剂的混凝土量占混凝土总量的比例已从过去的15%增加到30%左右，上海、北京、深圳、杭州、广州、天津等经济发达地区城市已达50%-60%。但整体来说，目前混凝土外加剂在我国的平均使用率仍然偏低，与发达国家80%以上的使用率相去甚远。

截至2007 年末，全国共有1,500 余家混凝土外加剂生产企业，其中合成高效减水剂企业350家，规模以上企业近80家；全国混凝土外加剂总产量达424.79万吨，各种合成减水剂产量为284.54万吨，其中萘系减水剂产量197.42万吨（以粉剂计算，折算为含固量30%-35%终端产品约为540万吨），年销售收入约178.6亿元（含膨胀剂、速凝剂等其他外加剂），位居世界第一，其中以萘系为主的第二代减水剂占减水剂使用量超过80%。

3、公司主要竞争对手

(1) 建设综合技术服务

福建省建筑工程质量监督检测中心站

福建省建筑工程质量监督检测中心站成立于1984 年4 月，为福建建工集团总公司下属检测机构。目前该站下设建筑材料、建筑结构、地基基础、建筑物理与设备和建筑物可靠性鉴定五个专业检测室及福建省建筑门窗(幕墙)质量监督检验站，2008 年3 月，其获得福建省建设厅颁发的建设工程质量检测综合资质，涵盖了建设系统全部14 项专项检测资质。福建省建筑工程质量监督检测中心与本公司的竞争主要集中在建筑地基基础工程、建筑主体结构工程、建筑幕墙工程、建筑工程可靠性鉴定等多个领域，与本公司相比，其在厦门及周边地区的市场份额较低。

福建省建设工程检测鉴定中心

福建省建设工程检测鉴定中心原名福建省抗震防灾技术中心，目前拥有建筑地基基础工程检测、建筑主体结构工程现场检测、建筑钢结构工程检测、建筑工程材料检测、市政工程材料检测和建筑工程可靠性鉴定等6个专项资质。福建省建设工程检测鉴定中心在建筑工程可靠性鉴定领域拥有较强的实力，在福建省内拥有较高的市场份额，与本公司的竞争也主要在此领域。

厦门市宏业工程建设技术公司

厦门市宏业工程建设技术公司成立于1994年10月，原名厦门市宏业建设工程技术咨询公司，该公司现有工程技术人员四十余名，其中高级职称十名，中级职称二十余名。公司经营范围：建设监理、技术咨询、技术培训、桩基质量检测（含静载和小应变）、工程技术文件资料编印、新技术、新工艺、新材料推广应用、工程结算、工程标志牌设计等。厦门市宏业工程建设技术公司与本公司的竞争主要集中于建筑地基基础工程、建筑主体结构工程、建筑工程材料等几个方面。

（2）商品混凝土

厦门路桥翔通股份有限公司

厦门路桥翔通股份有限公司系从事商品混凝土生产、水泥制品和砼结构构件制造的国有控股公司，2007年该公司生产商品混凝土220万方，位列福建省商品混凝土行业第一名，厦门路桥翔通股份有限公司在市政工程领域具有较高的市场占有率。

厦门市路桥混凝土工程有限公司

厦门市路桥混凝土工程有限公司成立于2003年10月，是厦门市路桥建设投资总公司控股的专业建筑材料生产供应企业，主营预拌商品混凝土的生产和输送，兼营其他建筑材料的生产加工及批发零售业务。

（3）混凝土减水剂

厦门宏发先科化工建材有限公司

厦门宏发先科化工建材有限公司的前身厦门宏发贸易有限公司创办于1993年，专业从事混凝土外加剂、防水剂的开发、研制、生产和销售，拥有混凝土外加剂年生产能力3万吨，在厦门及周边地区具有一定的市场占有率。

福建省建筑科学研究院技术开发部

福建省建筑科学研究院技术开发部成立于1990年10月，是福建省建筑科学研究院下属的开发型企业，开发了包括萘系、羧酸系减水剂，泵送剂，防水剂等在内的系列混凝土外加剂产品，是本公司在福建省的竞争对手之一。

江西武冠新材料股份有限公司

江西武冠新材料股份有限公司的前身是中国人民解放军赣西防水材料厂，是建筑防水材料和混凝土外加剂专业生产厂商之一，该公司的混凝土外加剂均为萘系等第二代混凝土减水剂。根据2007年中国混凝土网数据，该公司销量23.21万吨，实现销

售收入4.18 亿元，其在混凝土膨胀剂和防水剂领域具有较强的竞争优势，是本公司在江西省的主要竞争对手。

广东柯杰外加剂科技有限公司

广东柯杰外加剂科技有限公司成立于1999 年，位于广东佛山，是一家专业从事混凝土外加剂与油田化学品的研发与生产的高新技术企业，是本公司在广东省的主要竞争对手。

二、建研集团简介

1、建研集团的历史发展

表 1 建研集团历史发展

时间	事件
2001 前	市属事业性质单位。
2004 前	市属性质综合性科研机构。
2006	面向建设工程的科技型企业。
2007	着力科技化的集团公司
至今	科技产业化集团公司

数据来源：招股说明书

2、建研集团的竞争优势

（1）人才优势

建研集团根据自身经营特点与企业文化，建立了以集团人力资源部、各子公司及各业务部门为内部培训主体，并与行业交流、专业培训公司专题培训等外部培训相结合的多层次、富有成效的人才培养机制，按年度、季度滚动计划全公司范围内的培训日程，持续提高员工素质；公司具有科学的组织架构及岗位设置，通过制定《集团部门与岗位设置说明书》、《岗位设置与管理规定》、《集团人力资源管理三年规划》等，对公司及各子公司的部门与岗位设置进行科学规划，对各部门职责、各岗位的任职资格与职责进行准确定位与描述，让员工入司伊始即对个人职业发展做好规划，便于快速融入企业，迅速成长；针对新员工设立“导师制”，由骨干员工作为新员工的导师，及时给新员工指导，并定期评价培训效果，使公司人才保持良好的延续性；公司还通过长期动态的人才招聘制度，多渠道、有计划、有针对性地开展招聘工作，建立了中长期的人才储备库，为公司跨区域、跨行业的快速发展奠定人才基础。

（2）技术优势

厦门建科院前身是成立于1980年的科研院所，主要从事建设领域新技术、新工艺、新材料、新设备的开发、推广和应用，经过30年的积累，公司在建筑领域，尤其是在建设综合技术服务、混凝土施工、混凝土外加剂等多个领域积累了雄厚的技术力量。

公司具有自主创新的技术开发能力。厦门建科院是福建省混凝土工程技术研究中心的技术依托单位，该中心是福建省科技厅批准设立的唯一一所省级混凝土工程技术研究中心，也是福建省硬件设施最先进的水泥基材料及配套材料的研究测试中心，公司还是厦门市建筑节能工程技术研究中心的技术依托单位。公司建有完善的研发组织机构体系，制定了富有成效的研发激励制度，与重庆大学、东南大学、厦门大学、华侨大学等高校建立了良好的科研和人才培养合作关系。多年来，公司承担了20余项厦门市建设与管理局、厦门市科学技术局在建设科学领域的科研项目与科技计划。

（3）资质优势

建研集团的建设综合技术服务业务范围广泛，资质等级高，综合实力强。厦门检测中心是福建省内两家拥有建设系统全部14项建设工程质量检测专项资质的综合机构之一，同时还是福建省建设系统唯一一家取得跨建设与交通两系统检测资质的检测机构。此外，还拥有建设部康居认证中心授权认证资格，厦门检测中心还是福建省内少数几家获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书和检查机构认可证书的机构，也是福建省同业中唯一进入法院“司法鉴定人名册”的机构。厦门检测中心业务范围涉及建筑工程、市政工程、交通工程、铁路工程及桥梁、港口等其他大型基础设施等领域，专业覆盖建筑材料、地基基础、建筑主体结构工程、建筑幕墙工程、建筑工程室内环境、钢结构工程、建筑智能化系统工程、市政工程材料、桥梁工程、建筑工程可靠性、建筑节能工程、建筑门窗、建筑工地特种设备及建筑安装设备、公路工程综合、水运工程材料、水运工程结构等众多专项方面。

（4）行业经验

建研集团的建设综合技术服务业务范围广泛，资质等级高，综合实力强。厦门检测中心是福建省内两家拥有建设系统全部14项建设工程质量检测专项资质的综合机构之一，同时还是福建省建设系统唯一一家取得跨建设与交通两系统检测资质的检测机构。此外，还拥有建设部康居认证中心授权认证资格，厦门检测中心还是福建省内少数几家获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书和检查机构认可证书的机构，也是福建省同业中唯一进入法院“司法鉴定人名册”的机构。厦门检测中心业务范围涉及建筑工程、市政工程、交通工程、铁路工程及桥梁、港口等其他大型基础设施等领域，专业覆盖建筑材料、地基基础、建筑主体结构工程、建筑幕墙工程、建筑工程室内环境、钢结构工程、建筑智能化系统工程、市政工程材料、桥梁工程、建筑工程可靠性、建筑节能工程、建筑门窗、建筑工地特种设备及建筑安装设备、公路工程综合、水运工程材料、水运工程结构等众多专项方面。

三、募投项目分析

建研集团本次拟募集资金约 3.06 亿，主要用于以下项目：

表 2 建研集团募投项目

	总额	第一年	第二年
年产 5 万吨羟酸系减水剂	17,691	9,191	8,500
年产 120 万方预拌混凝土项目	15,673	8,001	7,672
建设工程检测项目同安基地	5,939	971	4,968
合计	39,303	18,163	21,140

数据来源：招股说明书

单位：万元

1、年产 5 万吨羟酸系减水剂项目

项目建成投产后可实现年销售收入 46,550 万元。本项目内部收益率 26.50%，静态投资回收期 4.59 年，财务净现值 19,945 万元。项目经济效益良好，具备财务可行性。

2、年产 120 万方预拌混凝土项目

本项目建成达产后年销售收入 35,910 万元，项目内部收益率为 22.24%，静态投资回收期 4.96 年，财务净现值为 11,354 万元，财务上具有良好的经济效益。

3、近摄工程检测项目同安基地项目

本项目建成后年平均营业收入 4,628 万元，本项目内部收益率为 40.10%，静态投资回收期 3.36 年，财务净现值为 8,727.63 万元。项目经济效益良好，具备财务可行性。

综上，募集项目不仅是必要的，而且可以提升建研集团的产能、盈利能力，因而在经济上也是可行的。

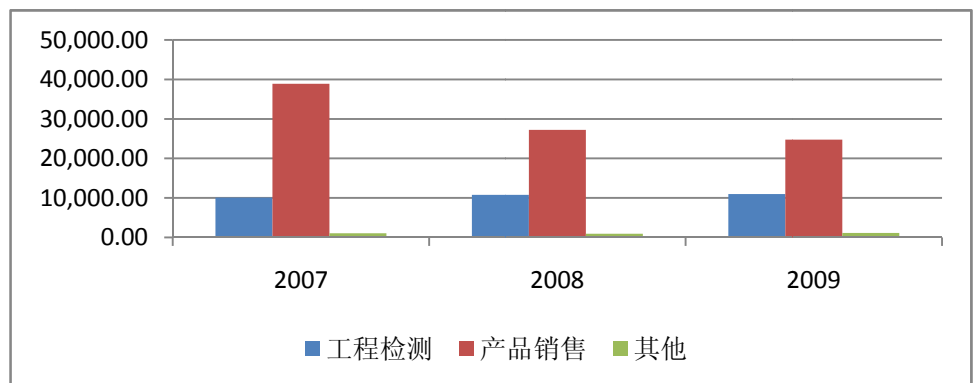
四、盈利预测与估值

1、建研集团的主营业务分析

(1) 收入分析

按产品区分，建研集团的营业收入如下：

图 3 建研集团营业收入来源



数据来源: 招股说明书

根据上述行业的基本分析, 公司业务结构及各季度业务占比情况, 我们预计建研集团 10-12 年营业收入如下表:

表 3 建研集团未来 3 年收入预测

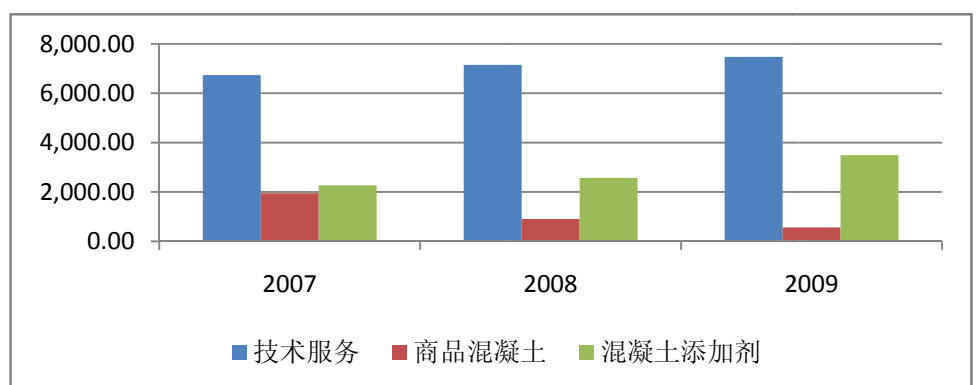
	2010	2011	2012
工程检测	1.32	1.65	2.00
混凝土	1.41	1.80	2.16
减水剂	1.90	4.60	6.40
其他	0.46	0.81	1.06
合计	5.09	8.86	11.71

数据来源: 招股说明书

单位: 亿元

(2) 毛利及毛利率分析

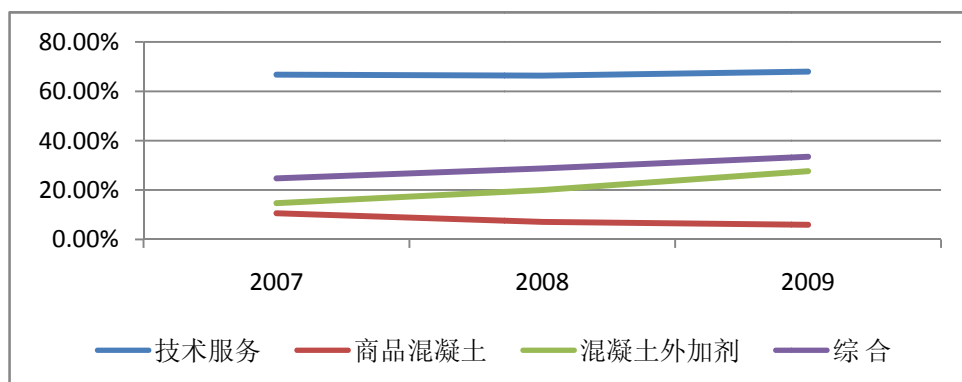
图 4 建研集团毛利来源



数据来源: 招股说明书

与营业收入来源对应, 公司的主要毛利也是来产品销售。

图 5 建研集团毛利率



数据来源：招股说明书

总体而言，技术服务毛利率来保持稳定，商品混凝土毛利率逐步下滑，而减水剂由于技术升级而逐步攀升。考虑公司各项产品的占比，我们预计建研集团 10-12 年毛利率分别为：29.00%、31.00%、32.50%。

2、盈利预测与估值

假设前提：

- 1、宏观经济形势不发生重大变化。
- 2、募投项目正常投产，且产能可以被有效消化。
- 3、市场竞争不会急剧恶化。

基于以上假设，我们预计建研集团 2010 年、2011 年与 2012 年的主营业务收入分别为 3.28 亿、3.94 亿与 6.63 亿，净利润分别为 0.60 亿、0.75 亿与 1.29 亿，按发行后总股本 13500 万股计算，合每股收益分别为 0.44 元、0.56 元与 0.96 元。

表 4 建研集团未来 3 年盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	5.09	8.85	11.71
同比增长(%)	58	74	33
净利润(亿)	0.79	1.38	1.92
同比增长(%)	16	75	39
摊薄每股收益（元）	0.66	1.15	1.60

数据来源：湘财证券研究所

表 5 可比上市公司估值

	昨收	2008PE	2009PE	2010PE
西部建设	35.06	45	41	33

青松建化	23.65	71	32	26
东方雨虹	34.19	41	68	47
北新建材	15.39	68	30	24
均值			42.7	32.5

数据来源：WIND，湘财证券研究所

选取以上的平均估值，按 10 年盈利 30-33 倍估值计算为 19.8-21.78 元。我们认为建研集团的合理价值为 13.6-16.8 元，建议询价区间为 16.5-19.8 元。

五、风险提示

1、宏观经济下滑

公司作为建设综合技术服务以及新型建筑材料提供商，业务发展与建筑市场运行情况密切相关，建筑行业受宏观调控政策、经济运行周期的综合影响。如果国家宏观经济政策发生重要调整，我国经济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动而公司未能对由此带来的建筑市场，尤其是区域内建筑市场的波动有合理预期并相应调整公司的经营策略，则将会对公司未来的发展产生一定的负面影响，公司的业务增长速度可能放缓，甚至受市场环境因素影响出现收入下降。

2、应收帐款回收风险

建设行业具有工程项目量大、复杂程度高、建设周期长等特点，行业普遍存在应收账款的回款时间相对较长的特点。公司各期末应收账款余额相对较大，报告期各期末应收账款余额分别为13,292.65 万元、15,099.30 万元和17,427.84万元，呈现逐年增加的趋势。虽然公司的客户主要集中于行业内知名的、规模较大的国家或省市级建筑工程公司，客户信誉等级高，而且公司对客户信用等级的评定、信用额度的使用、贷款结算等环节都进行了严格的内部控制，并提取充足的坏账准备，应收账款总体质量较高，报告期内发生的坏账损失占公司主营业务收入总额的比例仅为 0.02%，但仍不排除随着公司业务规模的进一步扩大，应收账款余额继续增加，从而增大了应收账款的回收风险，以及由此引起的流动资金较为紧张的风险。

3、市场竞争风险

公司建设综合技术服务与新型建筑材料的主要销售区域为福建省。2007年、2008年和2009年，公司在福建地区的销售额占同期主营业务收入的比重分别为99.95%、99.94%和97.14%，公司主营业务区域性特征明显。近年来，公司在巩固主营业务区域市场地位的同时，积极拓展省外市场，并已取得良好成效，但在新进市场培育成熟前，公司主要业务存在对区域性市场依赖较大的风险。如果福建市场出现需求萎缩或增速放缓的情形，将会对公司主营业务产生不利影响，从而影响公司经营业绩和财务状况。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。