

建研集团 002398.SZ

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

未来成长看异地业务拓展的成效 —— 建研

集团新股分析报告

2010.4.26

投资要点:

- 公司前身是厦门市建筑科学研究院, 目前已发展成以建设科技为核心, 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, 形成了建设综合技术服务、混凝土外加剂和商品混凝土三项主营业务均衡发展的稳定格局。
- 建筑工程质量检测未来行业发展的主要驱动力量来自以下几个方面: 1、固定资产投资增加导致建筑质量检测业务量大量增加; 2、新兴的建设工程质量检测需求不断增加; 3、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; 4、检测技术的新发展引发新的市场需求和新的业务品种。国内混凝土减水剂市场正面临产品升级换代机会。目前, 国内减水剂市场以第二代减水剂为主, 约占到 80%左右, 三代减水剂共存。预计到 2012 年, 国内萘系减水剂的市场占有率将降到 50%以下, 羧酸系减水剂市场占比将达到 30%以上, 仅商品混凝土领域对羧酸系减水剂的需求就达到 250 万吨 - 300 万吨, 考虑到铁路、公路、水利水电等大型单体工程和混凝土预构件厂商领域的需求, 市场潜力更为巨大。
- 公司检测是福建地区龙头企业, 目前正向重庆及福建周边省份拓展; 同时公司拥有福建省规模最大、技术实力最强的混凝土外加剂业务, 是国内少数几家完全掌握羧酸系高效减水剂合成与应用技术的企业之一。公司相对于行业同类企业的竞争优势体现: 人才及管理优势; 技术优势; 资质优势。
- 公司此次拟向社会公开发行人 3000 万股, 募集资金将主要用于三大项目: 1、年产 5 万吨羧酸系减水剂项目; 2、年产 120 万方预拌混凝土扩建搬迁项目; 3、建筑工程检测中心同安基地项目。
- 公司 2010 年、2011 年每股收益约为 0.67 元、0.86 元。根据比较, 我们认为给予公司 10 年 30-35 倍左右的市盈率相对合理, 大体上可以得出公司二级市场上的合理价格大概为 20.10 元 - 23.45 元。

财务摘要	2008A	2009A	2010E	2011E
主营收入(百万元)	382.80	363.83	437.47	549.81
收入同比	-20.35%	-4.96%	20.24%	25.68%
净利润(百万元)	55.88	68.67	80.07	103.07
净利同比	-15.77%	22.89%	16.60%	28.72%
EPS(元)	0.47	0.57	0.67	0.86
EPS 同比	-14.97%	21.27%	17.54%	28.36%
PE(倍)	-	-	-	-

注: 每股收益发行后总股本摊薄后计算

数据来源: 公司公告

建筑建材

评级:	无评级
合理价格区间:	20.10-19.38
上市首日价格预测:	32.20-36.40

发行价格:	28.00
-------	-------

2010.4.26

基础数据

总市值(百万元)	
发行后总股本/发行规模(百万股)	120/30
资产负债率(%)	45.3
净资产收益率(%)	29.83
每股净资产(元)	2.90

解文杰	行业研究员
执业证书编号	S0820208110015
电话	021-32229888*3506
邮箱	xiewenjie@ajzq.com

相关报告

一、公司概况

1.1、 公司基本情况

公司前身是厦门市建筑科学研究院，经过30年的发展，目前已发展成以建设科技为核心，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，形成了建设综合技术服务、混凝土外加剂和商品混凝土三项主营业务均衡发展的稳定格局。

建筑综合技术服务方面。公司是福建省内业务收入、检测能力和检测技术均排名第一的建设工程检测机构，是我国海峡西岸经济区建设综合技术服务的龙头企业，也是国内少数几家实现跨省发展的第三方建设工程质量检测中介机构之一。目前福建省共有140余家检测机构，而厦门检测中心是福建省内拥有建设系统全部14项专项资质的两家综合性检测机构之一。

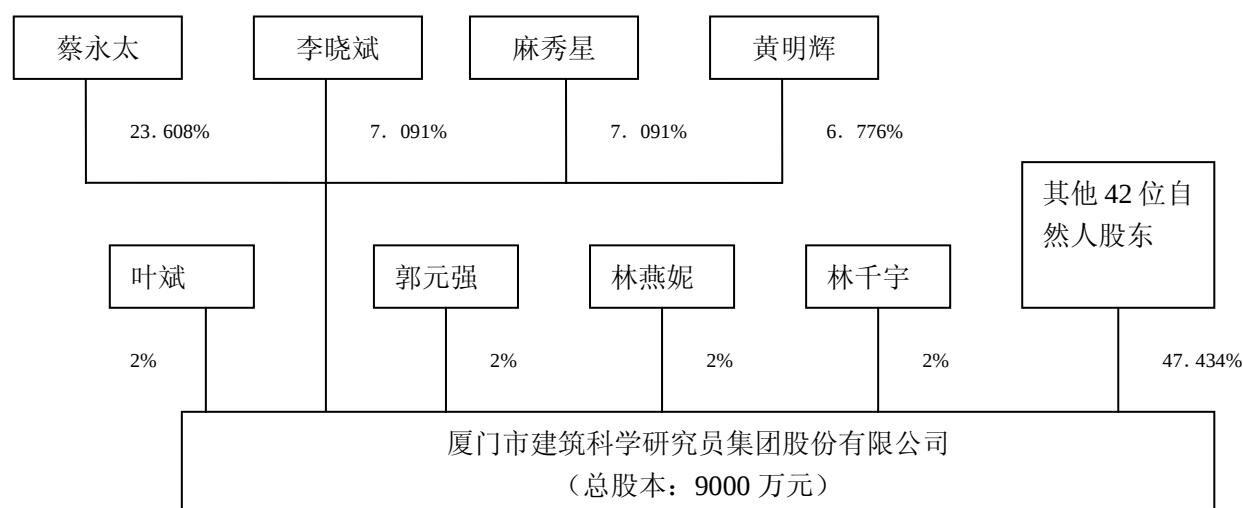
混凝土外加剂方面。公司拥有福建省规模最大、技术实力最强的混凝土外加剂业务，是国内少数几家完全掌握羧酸系高效减水剂合成与应用技术的企业之一。

商品混凝土方面。公司是福建省混凝土工程技术研究中心的技术依托单位，是厦门市最早将磨细矿粉应用于商品混凝土生产的企业之一，是福建发展较快、质量控制水平最高的商品混凝土生产厂商之一。

1.2、 公司股权结构

公司股东主要由50位自然人组成，公司此次发行3000万股，发行后总股本达到12000万股，公司董事长蔡永太的持股比例由原先的23.608%下降到17.706%，目前仍为第一大股东。

图1：发行前公司股权结构及控股股东一览



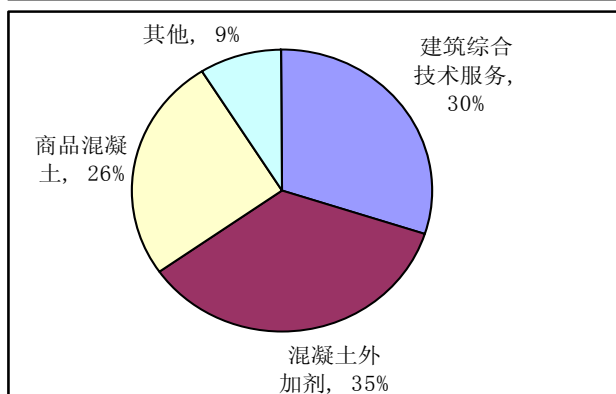
资料来源：公司招股意向书

1.3、 公司收入及毛利结构

公司目前主要从事建筑综合技术服务、混凝土外加剂、商品混凝土等三大业务，三块业务所占比例分

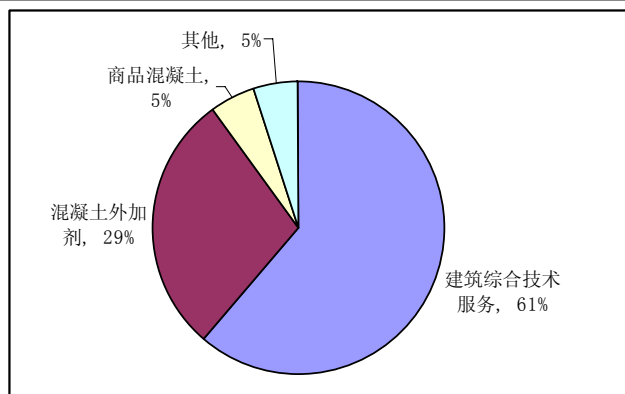
别为 30%、35%、26%，基本上都为 1/3 左右；但三块业务的赢利能力差别很大，建筑综合技术服务的毛利率达到 61%，混凝土外加剂次之，约为 29%，而商品混凝土的毛利率最低，09 年仅为 5%左右。

图 2：公司主营业务收入构成



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

图 3：公司主营业务毛利构成



资料来源：公司招股意向书，爱建证券研究总部

二、行业及公司分析

公司业务主要涉及建筑质量检测、混凝土减水剂及商品混凝土三大部分，从业务看点、毛利贡献等角度，我们重点来看前两项业务。

2.1、建筑质量检测行业

2.1.1、建筑工程质量检测行业——检测领域不断拓展

近年来，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。建设工程质量检测行业存在如下一些特点：1、具有一定的政策导向性；2、具有一定地域性特征。以省级区域划分的资质审查注册制度决定了检测机构的服务范围以所在省为主，只有资金实力雄厚和专业人才众多的大型检测机构方具备跨地域发展的能力；3、收费标准由政府根据行业特点颁布上限标准；4、政府职能的转变给行业发展带来巨大发展空间。

建筑工程质量检测一方面由于国家法规强制规定成为建筑市场必不可少的一个分支产业，使得其拥有固定的市场来源；另一方面，由于其面向全社会、新客户和新品种的需求在近年内不断增加，行业发展前景广阔。我们认为，未来行业发展的主要驱动力量来自以下几个方面：

- 1、固定资产投资增加导致建筑质量检测业务量大量增加；
- 2、新兴的建设工程质量检测需求不断增加。
- 3、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；
- 4、检测技术的新发展引发新的市场需求和新的业务品种；

2.1.2、公司检测是福建地区龙头企业，目前正向重庆及福建周边省份拓展

公司是国内最早从事建设综合技术服务的机构之一，建设工程质量检测服务收入规模居国内前列，并且多年以来检测项目数量及检测业务收入均排名福建省第一位。目前，公司在厦门及周边地区拥有 60%的市

场占有率，在桩基检测、建筑幕墙检测、结构无损检测、室内环境检测等检测领域中，拥有国内领先的技术水平。技术服务收入是公司最主要的利润来源，2007-2009 年，该项业务的毛利率分别为 6738.11 万元、7152.47 万元和 7474.12 万元，占公司毛利总额的比重均在 55%以上，呈逐年稳步增长趋势。

厦门检测中心的技术水平和管理水平在福建省乃至全国均处于领先地位，具备向福建省以外地区进行技术辐射的能力。目前厦门检测中心的大部分业务已覆盖至福建省漳州、龙岩、泉州、三明等地区，分别在漳州、龙岩、三明、晋江、南安等地注册设立分公司为公司跨越式发展奠定了坚实基础。2008 年 3 月，本公司设立重庆天润匠心，拟进军西南建设综合技术服务市场，并于 2008 年 11 月取得相关资质证书，成为重庆市第五家建设工程综合类检测机构。

我们认为，建筑检测业务目前存在一些地方保护和地方原有关系的问题，对于一家福建本省的地方企业，我们对于其能够理顺福建本地关系的能力充满信心，但是今后该块业务的成长性关键还是在于异地扩张的成效，一方面能否通过设立分公司的方式来拓展，一方面可以通过直接收购异地类似业务的公司进而运用该公司的资源进行业务开拓。

2.2、混凝土减水剂行业

2.2.1、国内混凝土减水剂市场正面临产品升级换代机会

混凝土外加剂是在混凝土、砂浆、净浆拌合时或在额外增加的拌合操作中掺和量等于或少于水泥质量 5%，而使混凝土的正常性能得以按要求改性的一种产品。混凝土外加剂品种多、掺量小，其中以减水剂的用途最广、用量最大。

国际减水剂的发展经历三个阶段：以木钙为代表的第一代普通减水剂阶段、以萘系为主要代表的第二代高效减水剂阶段和目前以羧酸系为代表的第三代高性能减水剂阶段。目前，在欧美、日本等发达国家第三代羧酸系减水剂已占到混凝土减水剂市场的 60%，而国内减水剂市场以第二代减水剂为主，约占到 80%左右，三代减水剂共存。2006 年是国内羧酸系高性能减水剂的起步年，但是羧酸系减水剂以其高效减水率、良好的坍落度保持性能和环保特性得到大量推广应用，以高于减水剂行业平均水平的速度快速增长，羧酸系减水剂占比将持续提升。预计到 2012 年，国内萘系减水剂的市场占有率将降到 50%以下，羧酸系减水剂市场占比将达到 30%以上，仅商品混凝土领域对羧酸系减水剂的需求就达到 250 万吨 - 300 万吨，考虑到铁路、公路、水利水电等大型单体工程和混凝土预构件厂商领域的需求，市场潜力更为巨大。

2.2.2、公司拳头产品第三代减水剂是未来一个重要看点

公司拥有福建省规模最大、技术实力最强的混凝土外加剂业务，是国内少数几家完全掌握羧酸系高效减水剂合成与应用技术的企业之一。子公司科之杰新材料是全国混凝土外加剂十大供应商之一，也是国内铁路客运专线高性能混凝土用外加剂产品供应商之一；公司在第三代羧酸系减水剂掌握了具有国际先进水平的合成与应用技术，先后独立开发了 5 条合成工艺路径，申请了 4 项发明专利；2009 年度公司销售混凝土外加剂 6.42 万吨，在福建省商品混凝土外加剂市场占有率达到 43.2%。2007-2009 年，公司混凝土外加剂的销售毛利分别为 2268.04 万元，2571.05 万元和 3492.00 万元，年均复合增长率达到 24.08%。

公司方面表示，将在未来 3 年，根据市场发展需求，抓住减水剂产品更新换代的机会，扩大羧酸系减水剂产品的生产规模，并在羧酸系减水剂上游产业中寻求投资机会，以技术、资源、市场构筑较强的竞争优势，将产品销售区域扩展至广东、江西、浙江、广西、重庆等地，将科之杰新材料发展成为国内最具影响力的专业混凝土添加剂产品及技术提供商之一。目前，公司在重庆市场已经取得明显突破，中标成为重

重庆市混凝土行业龙头企业中冶建工集团混凝土有限公司、重庆同舟实业集团混凝土公司减水剂供应商，并与重庆建工新型建材有限公司等公司达成初步的合作意向。2009 年重庆地区的外加剂销售量已超过 900 万元，已目前在履行合同预计，2010 年供应量将超过 5000 吨。公司将以重庆市场为依托，构建区域中心，为公司覆盖西南，进军中西部混凝土减水剂市场奠定初步基础。

表 1：2009 年度科之杰新材料在福建省商品混凝土外加剂市场占有率情况表

单位：吨

项目	厦门地区	漳州地区	泉州地区	福建及周边地区	龙岩、三明及周边地区	合计
公司外加剂销量	22292.66	11378.58	9829.99	9884.41	6636.65	60022.29
市场总销量	42000	12000	35000	42500	7500	139000
市场占有率	53%	95%	28%	19%	88%	43.2%

数据来源：福建省商品混凝土协会统计数据

三、公司相对于行业同类企业的竞争优势体现

3.2.1、人才及管理优势

公司拥有高素质、年轻化的人才队伍，并且拥有的建设综合技术服务领域各类专业技术人才数量和质量均居同行业前列。同时，公司管理团队大部分毕业于国内建筑工程领域著名高校并拥有丰富的建筑行业管理经验，公司已形成自身独特高效的管理模式，充分发挥了公司及其下属子公司的规模效应和整合协同效应，保证了生产经营的有序运转、生产效率的持续提高和公司的可持续快速发展。

3.2.2、技术优势

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，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。公司是国内最早一批专业从事建设综合技术服务业务的机构，目前，公司已经完成上万个项目的检测、鉴定工作，积累了丰富的行业技术经验。

公司在混凝土外加剂领域逐步形成了合成技术、复配技术、应用技术三大自主研发体系，自主研发出羧系、脂肪族系、氨基磺酸系以及第三代羧酸系高效减水剂合成工艺。尤其是在第三代羧酸系减水剂领域，公司掌握了具有国际先进水平的合成与应用技术，并突破了羧酸系减水剂仅在高标号混凝土使用的传统观念，将羧酸系减水剂成功应用到 C40 以下低标号混凝土，并批量供应。公司第三代羧酸系减水剂在中国大陆地区第一条大断面海底隧道翔安海底隧道的成功应用受到了国家交通部的肯定，并成为全国三大样板工程之一。

3.2.3、资质优势

公司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，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。

四、募集资金投向项目

本次募集资金投资项目及核准情况如下：

表 2：公司发行募集资金投入项目及投入时间进度表

单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入	募集资金运用计划	
				第一年	第二年
1	年产 5 万吨羧酸系减水剂项目	17691	17691	9191	8500
2	年产 120 万方预拌混凝土扩建搬迁项目	16228	15673	8001	7672
3	建筑工程检测中心同安基地项目	6160	5939	971	4968
合计		40079	39303	18163	21140

注：上表中所述“第一年”指本次募集资金到位后的第 12 个月份，以后类推。

资料来源：公司招股意向书

此次募投项目将对公司产生以下方面影响：

1、年产 5 万吨羧酸系减水剂项目和年产 120 万方预拌混凝土扩建搬迁项目为扩大公司产能项目，公司目前减水剂现有产能 4.06 万吨，投产后总产能将达到 9.06 万吨，其中羧酸系减水剂（含固量 40%）合成产能现有 0.86 万吨，投产后将达到 5.86 万吨；而到 2012 年，福建、广东、江西和浙江四省份商品混凝土与大型单体工程领域对羧酸系减水剂的总需求就达到 130-160 万吨；建筑工程检测中心同安基地项目有利于公司延伸建设综合技术服务价值链，提高技术服务能力。

2、对公司盈利能力的影响。本次募集资金投资的三个项目将大幅提高公司的核心竞争力和工程承接能力，间接推动公司销售收入和利润的大幅增长。同时，根据可行性报告的预测，混凝土减水剂项目建成投产后可实现年销售收入 46550 万元，商品混凝土项目建成投产后年销售收入 35910 万元。

五、盈利预测及估值

5.1、盈利预测

表 3：建研集团盈利预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	480.62	382.80	363.83	437.47	549.81
减：营业成本	361.54	272.57	241.84	290.79	365.46
营业税金及附加	7.70	7.71	7.87	9.46	11.89
营业费用	9.04	7.91	9.31	11.19	14.06
管理费用	16.94	24.51	26.52	31.89	40.08
财务费用	-0.94	3.76	2.72	0.77	-2.26
资产减值损失	6.13	-0.71	2.42	2.00	2.00
加：投资收益	-1.92	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	78.30	67.05	73.16	91.38	118.58
加：其他非经营损益	3.54	1.47	5.62	3.00	3.00
利润总额	81.84	68.53	78.78	94.38	121.58
减：所得税	11.69	12.94	9.97	14.15	18.24
净利润	70.14	55.59	68.82	80.23	103.34
减：少数股东损益	3.80	-0.30	0.14	0.16	0.21
归属母公司股东净利润	66.34	55.88	68.67	80.07	103.07

资料来源：爱建证券研究总部

5.2、估值

根据上面盈利预测给出的业绩预测，公司 2009 年、2010 年、2011 年每股收益（按此次发行后总股本摊薄计算）约为 0.57 元、0.67 元、0.86 元。按照公司 09 年、10 年的业绩以及中小板上市公司的市盈率水平情况，我们给予公司 10 年 30-35 倍左右的市盈率相对合理，大体上可以得出公司级市场上的合理价格大概为 20.10 元 - 23.45 元。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内;

卖出: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

● 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。