

建研集团 (002398.SZ)

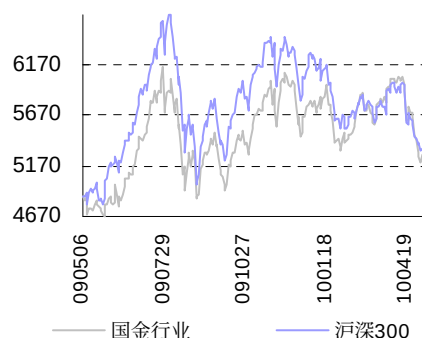
新股研究

目标价格(人民币)：21.63-25.24 元

长期竞争力评级：等于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	28.00
发行 A 股数量(百万股)	30.00
总股本(百万股)	120.00
国金建筑施工指数	5287.12
沪深 300 指数	3036.39
中小板指数	6136.49



海西优秀的建设技术服务商

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.621	0.763	0.721	0.872	1.015
每股净资产(元)	2.36	2.90	9.15	10.02	11.03
每股经营性现金流(元)	0.45	0.78	0.93	1.20	1.56
市盈率(倍)	N/A	N/A	38.82	32.13	27.59
行业优化市盈率(倍)	28.46	48.03	48.03	48.03	48.03
净利润增长率(%)	-15.76%	22.89%	26.04%	20.83%	16.43%
净资产收益率(%)	26.29%	26.29%	7.88%	8.70%	9.20%
总股本(百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源：公司年报、国金证券研究所

基本结论

- 公司是海西地区建设工程质量检测龙头，公司主营建设工程质量检测、商品混凝土、混凝土外加剂三大业务，是福建省内检测规模、技术等均排名第一的建设工程检测机构，在厦门地区拥有约 60%的市场占有率，行业优势地位显著；同时公司在商品混凝土、混凝土外加剂业务方面拥有业内领先技术优势。
- 海西建设为公司发展创造良好外部环境：在国家调控投资过热的宏观背景下，海西是能够有效规避政策调控风险的区域之一，而公司工程检测及商品混凝土业务有望借此契机实现快速发展，同时外加剂业务凭借其第三代可实现混凝土全标号应用技术领先优势，市场占有率有望进一步扩大。
- 公司工程技术检测业务上的优势地位保证了未来业绩增长的稳定性，而商品混凝土业务正处于复苏周期，混凝土外加剂业务有望凭借技术优势获得市场占有率快速提升，故我们认为公司未来整体业绩将保持稳定增长势头。
- 盈利预测方面：我们预测 2010~2012 年，公司归属母公司净利润分别为 0.87、1.05、1.22 亿元，同比增长 26.04%、20.83%、16.43%。按照发行 3000 万股本，即按照总股本 1.2 亿股计算，全面摊薄后 EPS 分别为 0.721 元、0.872 元、1.015 元。
- 鉴于公司在建设工程质量检测领域的领先地位以及混凝土外加剂业务未来良好的成长性，我们给予公司 2010 年 30~35 倍 PE，对应公司的合理估值区间为 21.63~25.24 元/股。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130208120261
 (8621)61038234
 hegww@gjzq.com.cn

内容目录

公司系建设工程质量检测领域首家上市企业	3
公司股权结构及发行情况	3
公司涉足技术服务与产品制造两个领域，工程检测业务盈利能力突出	3
工程质量检测业务保证公司业绩的稳定性	5
建设工程质量检测行业具有一定的半市场化特征	5
海西建设保证了公司工程检测业务未来的稳定发展	6
新型建材业务更看好混凝土外加剂未来成长性	7
外加剂业务有望成为公司新的利润增长点	7
公司混凝土业务依然处于缓慢复苏过程中	7
募投项目情况分析	8
盈利预测与说明	8
股票估值与定价	9
风险提示	9
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

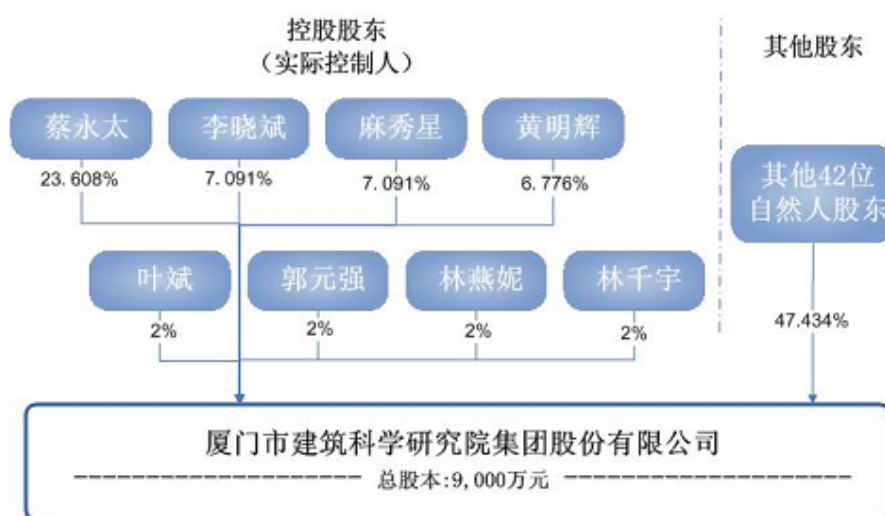
图表 1：公司发行人股东、控股股东（实际控制人）结构图	3
图表 2：本次发行前后公司股本情况	3
图表 3：公司业务架构	4
图表 4：09 年公司主营业务收入构成	4
图表 5：09 年公司主营业务毛利构成	4
图表 6：公司技术服务业务毛利率远高于商品混凝土和混凝土添加剂业务	5
图表 7：建设工程质量检测服务贯穿于建筑工程全过程	5
图表 8：公司工程检测业务集中在福建地区	6
图表 9：福建省社会固定资产投资增速保持较高水平	7
图表 10：福建省建筑企业总产值增速保持较高水平	7
图表 11：公司募投项目情况	8
图表 12：公司销售预测表	9

公司系建设工程质量检测领域首家上市企业

公司股权结构及发行情况

- 公司前身是成立于 1980 年的市属事业性质科研机构——厦门市建筑科学研究所，经一系列改制，与 2007 年正式变更为建筑类科技产业化股份公司。
- 公司上市前，其股东蔡永太、李晓斌、麻秀星、黄明辉、叶斌、郭元强、林燕妮和林千宇 8 人合计持有公司股份 47,309,400 股，占公司现有股本总额的 52.6%，实际控制着公司的经营决策与管理，并于 2007 年 10 月 9 日签订了《一致行动人协议书》，为公司一致行动实际控制人。

图表1：公司发行人股东、控股股东（实际控制人）结构图



来源：国金证券研究所

- 发行前公司总股本为 9000 万股，本次拟发行 3000 万股流通股，发行后公司总股本 12000 万股。

图表2：本次发行前后公司股本情况

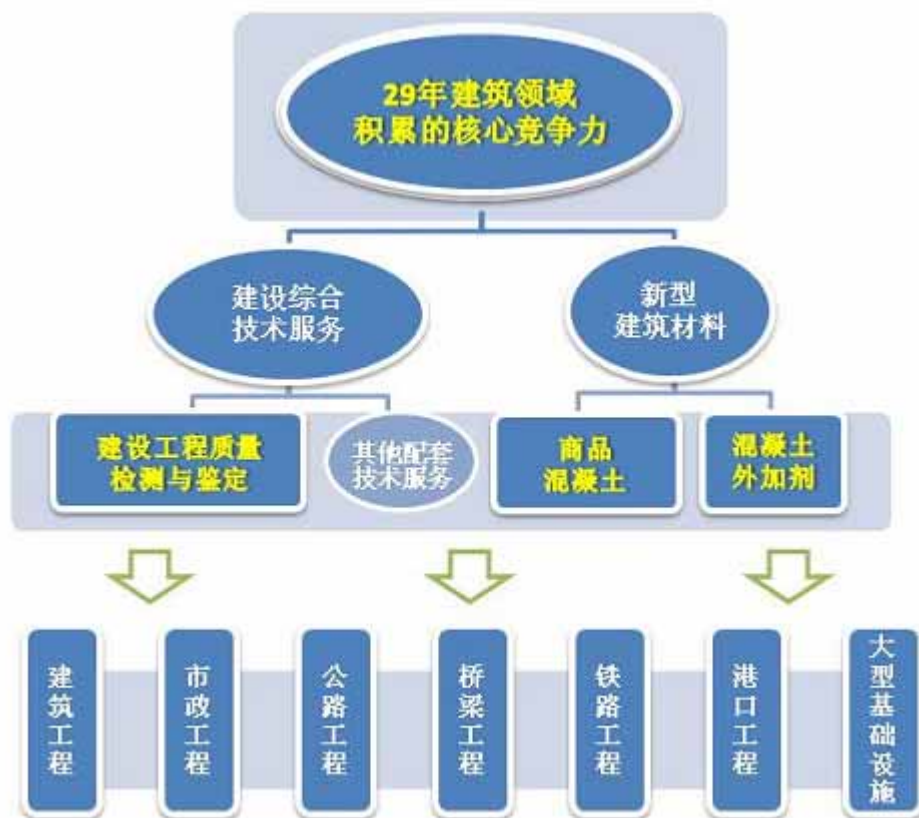
股东名称	发行前		发行后	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
8位一致行动实际控制人	4,731	52.57	4,731	39.42
其他42位自然人股东	4,269	47.43	4,269	35.58
公众投资者	-	-	3,000	25.00
合计	9,000	100.00	12,000	100.00

来源：国金证券研究所

公司涉足技术服务与产品制造两个领域，工程检测业务盈利能力突出

- 公司目前业务主要由两部分构成，一部分是建筑综合技术服务业务，其中主要又以建设工程质量检测为主；另一部分业务为新型建筑材料制造与销售，主要分为商品混凝土和混凝土添加剂两部分子业务。

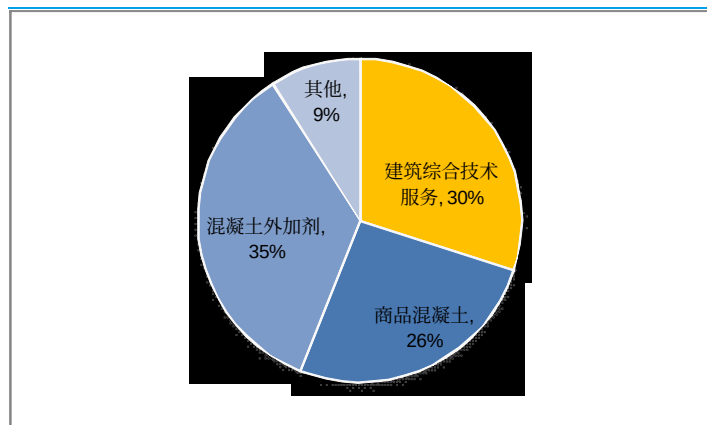
图表3：公司业务架构



来源：国金证券研究所

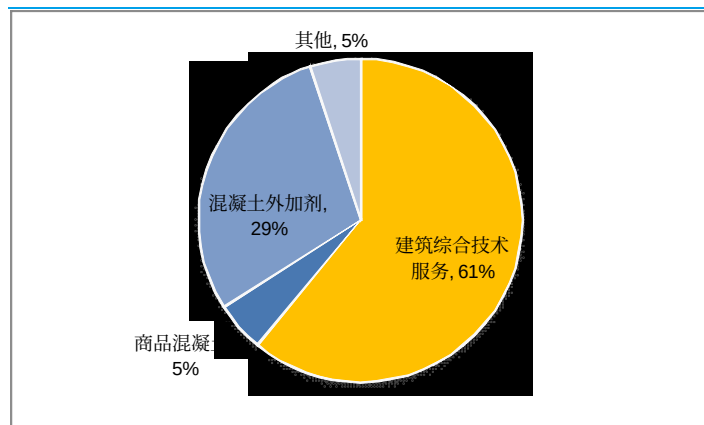
- 在上述业务中，表现最突出的是建筑综合技术服务业务(主要为工程检测业务)，其在公司 09 年主营业务收入构成的占比仅有 30%，毛利占比却达到 61%，是公司当前各项业务中盈利能力最强的一项。

图表4：09 年公司主营业务收入构成



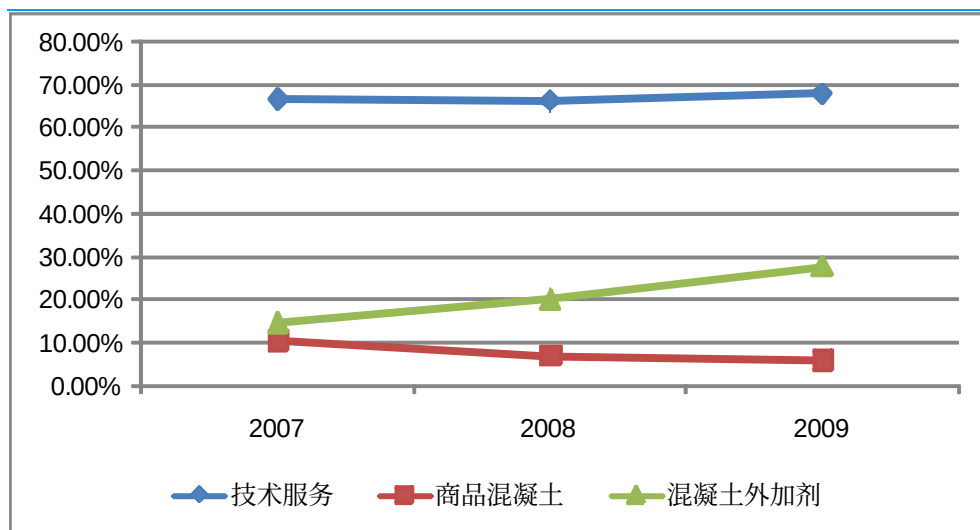
来源：国金证券研究所

图表5：09 年公司主营业务毛利构成



- 公司技术服务业务毛利率显著高于其他行业，主要在于：
 - 一方面，该项业务对于企业核心技术、人才、设备等方面要求高，属于建筑行业的高端技术服务领域；
 - 另一方面，行业进入门槛高，获取建设工程质量检测资质难度大，缺乏相关硬性要求的一般企业难以获得该项资质，进而无法进入该市场。

图表6：公司技术服务业务毛利率远高于商品混凝土和混凝土添加剂业务



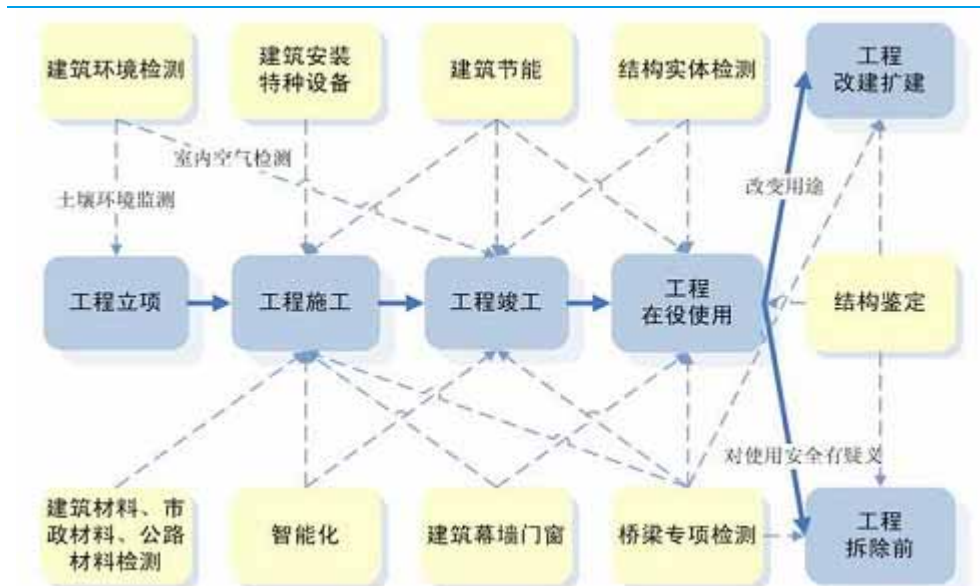
来源：国金证券研究所

工程质量检测业务保证公司业绩的稳定性

建设工程质量检测行业具有一定的半市场化特征

- 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。
- 建设工程质量检测与鉴定服务贯穿于建筑工程建设（包括工程立项、施工、竣工、验收交付使用）、使用（包括改建、扩建，过程安全性、可靠性和使用寿命鉴定）和拆除的全过程，具体如下：

图表7：建设工程质量检测服务贯穿于建筑全过程



来源：国金证券研究所

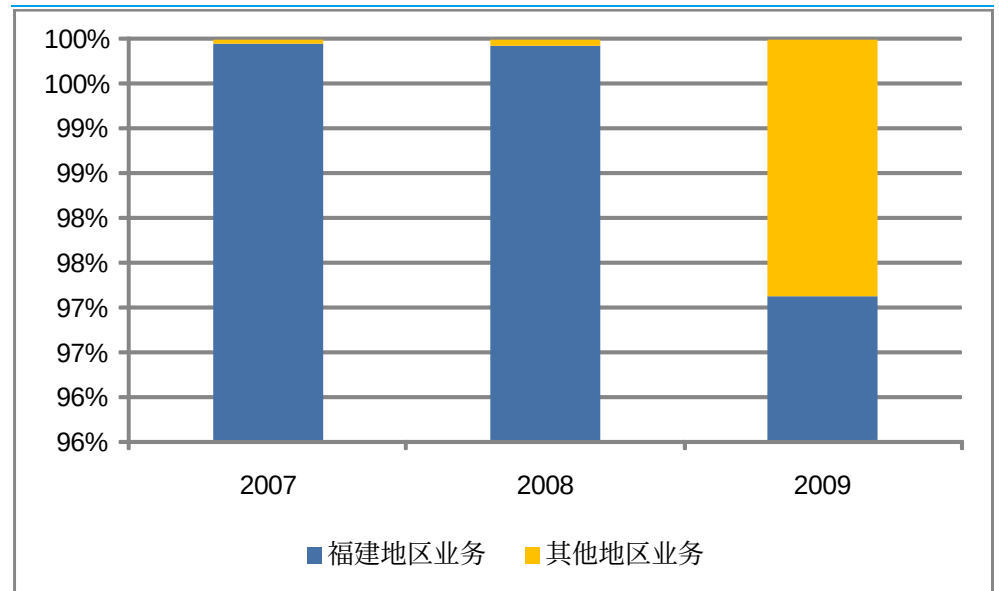
- 建设工程质量检测行业特点：
 - **政策导向性**：检测机构的市场准入、资质划分均是由省级建设主管部门决定，并由其对地域内的检测机构资质的授予实行严格审查；

- **地域性**：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，检测的时效性要求必需在异地设立办事机构和实验室才能实现跨地域发展；
- **定价受政府管控**：由地方政府根据相关法律、法规和当地发展状况，不定期颁布各类检测项目收费的上限标准。因此检测行业的竞争主要集中于检测机构的检测资质、提供的服务水平、出具报告的权威性等方面，而非价格方面；
- **政府逐渐退出**：随着政府职能的转变，逐步退出市场，使得市场化程度高不断提高，实力强的检测机构逐渐成长为市场主导地位。

海西建设保证了公司工程检测业务未来的稳定发展

- **公司是海西地区建设工程质量检测龙头**：公司是福建省内检测规模、技术等均排名第一的建设工程检测机构，子公司厦门检测中心是福建省内两家拥有全部 14 项专项资质的综合机构之一，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；

图表8：公司工程检测业务集中在福建地区



来源：国金证券研究所

- **海西建设将带来业绩的稳步提升**：一方面，建设工程质量检测由于国家法规强制规定而成为建筑市场必不可少的一个分支产业，这使得公司拥有固定的市场来源；另一方面，公司该项业务主要集中在福建地区，伴随海西基础设施建设步伐的逐渐加快，相关建筑工程检测需求将保持稳步上市势头，公司作为区域龙头企业将受益最大。