

分析师： 刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邹戈，周旭辉 (8621)68751757 zhouxuhui1007@gmail.com

布局合理，并购提速--建研集团增资贵州科之杰及竞拍泉州设计院产权点评

事件描述

11月26日，建研集团公布了竞拍泉州建设院产权及增资贵州科之杰的公告，主要内容如下：

- 公司董事会同意公司以不低于 2,100 万元的价格参与竞拍泉州市建筑设计院整体产权[包括泉州设计院及其两家下属公司（泉州市泉建工程施工图审查有限公司、泉州市泉建工程设计咨询有限公司）的全部资产和负债及工会结余货币资金]。
- 全资子公司福建科之杰新材料有限公司与非关联自然人曾宪才先生共同以货币资金方式对子公司贵州科之杰新材料有限公司增资人民币 1,500 万元(其中福建科之杰增资 960 万元、曾宪才增资 540 元),用于补充其经营所需流动资金。本次增资完成后，公司通过全资子公司福建科之杰持有贵州科之杰 70%股权、曾宪才持有贵州科之杰 30%股权。

事件评论

第一， 公司上市之后不到半年内，已经进行了四次收购

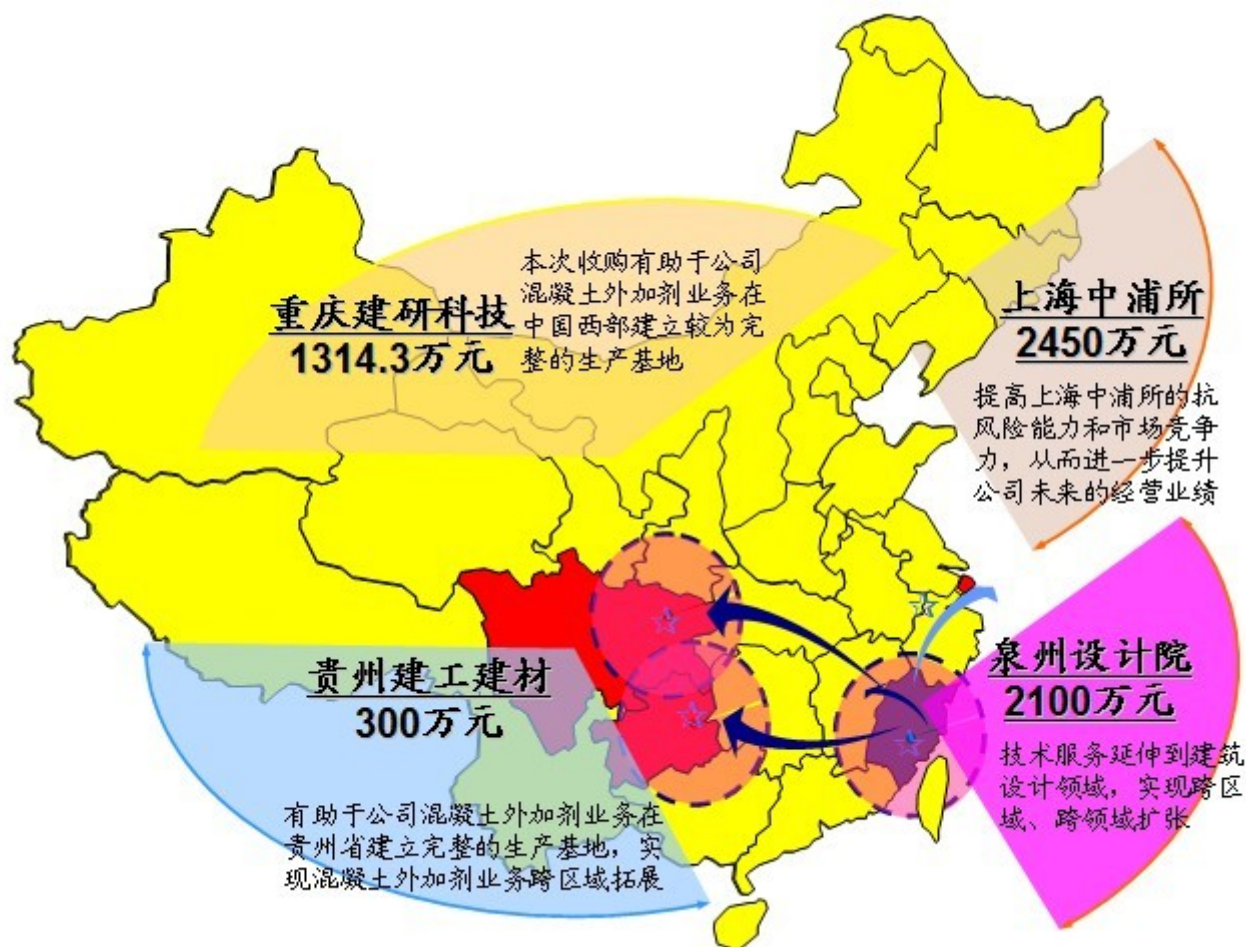
公司上市以后，获得超募资金 40,998.34 万元，公司利用超募资金频繁进行收购。贵州建工建材与泉州设计院已经分别是第三、四起收购了。

图 1：建研集团收购的时间节点



资料来源：长江证券研究部

图 2：建研集团收购的详情



资料来源：长江证券研究部

第二，并购符合公司发展战略，将成为未来业绩引擎

增资贵州建工建材，目的是为了开拓贵州乃至西南的混凝土外加剂市场。根据我们 11 月 17 日的报告《聚羧酸系减水剂行业深度分析：海阔天空，谁主沉浮？》观点：国内聚羧酸系减水剂行业正处在爆发式增长阶段，2015 年相对 2007 年有 17 倍空间，建研集团凭借先发优势和战略布局，有望甩开竞争对手，成为未来的行业领袖。而贵州的增资将进一步加快公司在全国的布局，巩固其先发优势。

收购泉州设计院将公司技术服务从检测延伸至设计行业，实现了服务方式的提升，进一步推动了公司跨区域、跨领域的跨越式发展。通过并购实现跨区域的扩张也符合行业的特点。

第三，公司处在业绩拐点上，并购有望持续超预期，维持“推荐”评级

当前公司业绩正处在底部拐点上，随着未来聚羧酸产能的释放、异地进一步布局，技术服务跨区域、跨领域的跨越式发展，混凝土业务的见底复苏，我们认为未来业绩大幅反转是大概率事件。

我们预测公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.478、1.135、1.786 元，对应 PE 分别为 60.85、25.62、16.28，目前公司手头现金充裕（三季报货币现金有 7.6 亿元），超募资金余额仍有 20984 万元，未来在异地扩张步伐上有望超预期，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	09A	10E	11E	12E	资产负债表 (百万元)	09A	10E	11E	12E
营业收入	364	541	934	1295	货币资金	58	708	660	754
营业成本	242	398	645	869	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	122	143	289	426	应收账款	166	247	427	592
% 营业收入	33.5%	26.4%	31.0%	32.9%	存货	10	16	27	36
营业税金及附加	8	12	20	28	预付账款	8	13	22	29
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	9	22	37	52	流动资产合计	252	999	1159	1444
% 营业收入	2.6%	4.0%	4.0%	4.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	27	39	68	94	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	-4	-11	-11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	-0.7%	-1.2%	-0.9%	固定资产合计	174	359	483	548
资产减值损失	2	8	18	17	无形资产	54	51	49	46
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	1	2	2
营业利润	73	66	156	246	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	20.1%	12.2%	16.7%	19.0%	资产总计	483	1412	1694	2041
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	57	0	0	0
利润总额	79	66	156	246	应付款项	126	208	336	453
% 营业收入	21.7%	12.2%	16.7%	19.0%	预收账款	2	3	6	8
所得税费用	10	8	20	31	应付职工薪酬	1	2	3	4
净利润	69	57	136	215	应交税费	6	7	14	21
归属于母公司所有者的净利润	68.7	57.3	136.2	214.4	其他流动负债	6	11	17	23
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	199	230	376	508
EPS (元/股)	0.57	0.48	1.14	1.79	长期借款	20	20	20	20
现金流量表 (百万元)	2009A	20010E	2011E	2012E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	70	69	100	196	递延所得税负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	其他非流动负债	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	负债合计	219	250	396	528
无形资产投资	0	0	0	0	归属于母公司	261	1159	1295	1509
固定资产投资	-59	-205	-159	-113	少数股东权益	3	3	3	4
其他	0	0	0	0	股东权益	264	1162	1298	1513
投资活动现金流净额	-59	-205	-159	-113	负债及股东权益	483	1412	1694	2041
债券融资	0	0	0	0	基本指标	09A	10E	11E	12E
股权融资	0	840	0	0	EPS	0.572	0.478	1.135	1.786
银行贷款增加 (减少)	9	-57	0	0	BVPS	2.90	12.87	10.79	12.58
筹资成本	24	4	11	11	PE	50.81	60.85	25.62	16.28
其他	-51	0	0	0	PEG	1.10	1.32	0.56	0.35
筹资活动现金流净额	-18	787	11	11	PB	10.02	2.26	2.70	2.31
现金净流量	-7	650	-49	94	EV/EBITDA	39.90	33.26	15.49	9.67
					ROE	26.3%	4.9%	10.5%	14.2%

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士，行业研究员

邹戈，上海交通大学安泰经济与管理学院会计系毕业，从事建材行业研究

周旭辉，复旦大学管理学院企业管理系毕业，从事建材行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。