

分析师： 邹戈，刘元瑞 (8621)68751757 zouge@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

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

“跨区域、跨领域”持续进行中——建研集团自建和收购公告点评

事件描述

12月16日，建研集团发布公告，主要内容如下：

- 全资子公司厦门市工程检测中心有限公司与龙海市工程建设质量管理协会共同以现金出资300万元设立龙海市龙建工程检测有限公司，开展工程检测与技术服务；其中公司间接持股45%。
- 公司拟以不高于320万元价格收购北京国芳矿业投资有限公司51%股权。

事件评论

第一， 时隔20天，“跨区域、跨领域”战略再有进展

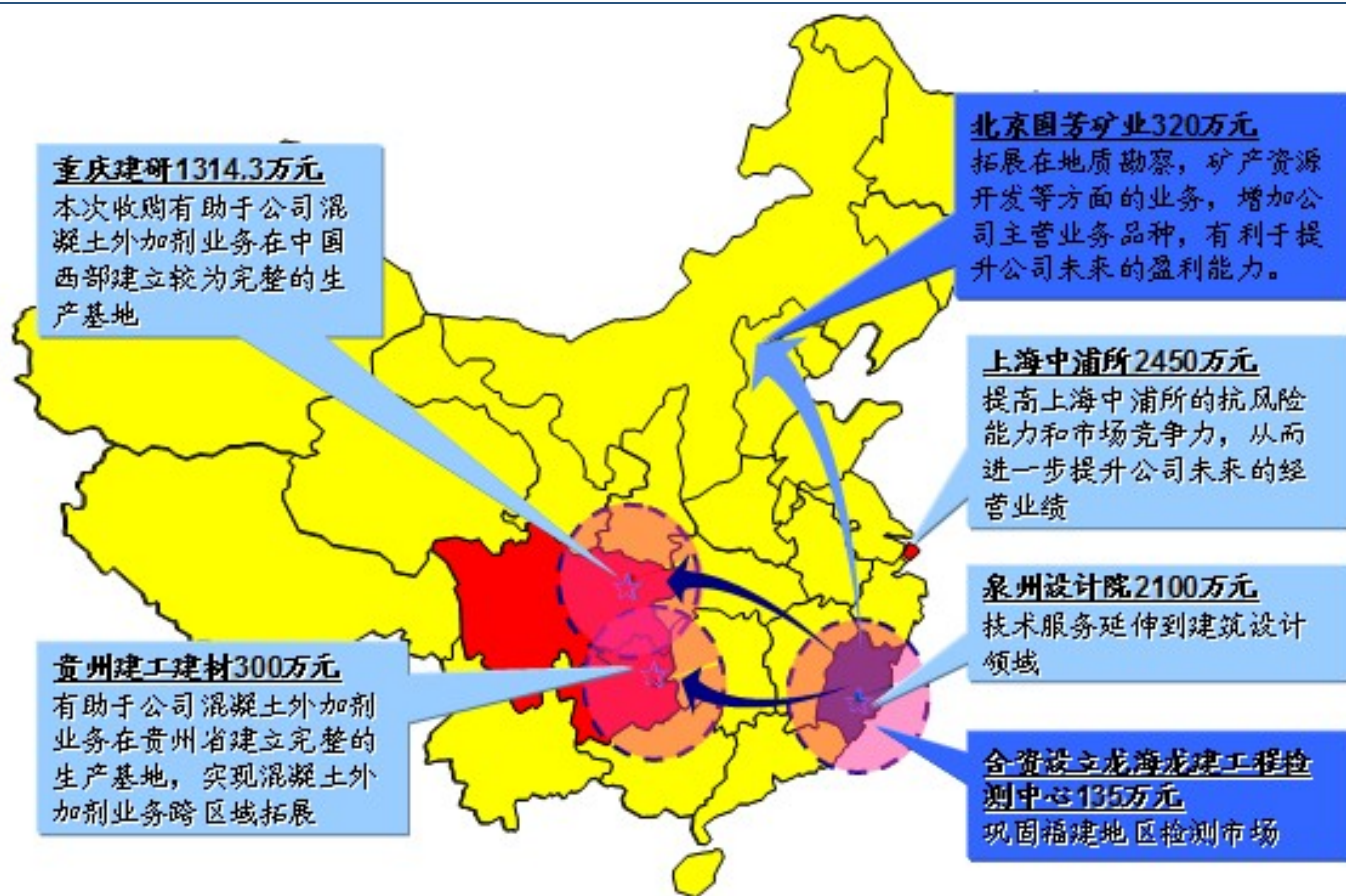
继11月26日，竞拍泉州市建筑设计院整体产权成功后，时隔20天，公司再度出击，分别在北京和福建龙海进行了一次收购、一次自建，“跨区域、跨领域”战略再有进展，向其全国性布局发展目标更近一步。

图1：2010年，建研集团“跨区域、跨领域”发展进程



资料来源：长江证券研究部

图 2：建研集团“跨区域、跨领域”的布局详情



资料来源：长江证券研究部

第二，龙海地区再布点，跨区域发展充分分享海西建设

截止目前海峡西岸经济区扩张，包括福建福州、厦门、泉州、漳州、龙岩、莆田、三明、南平、宁德以及福建周边的浙江温州、丽水、衢州；江西上饶、鹰潭、抚州、赣州；广东梅州、潮州、汕头、揭阳共计 20 市。我们发现，公司检测业务在福建地区的布局基本均属于海西经济区，此次在龙海将新设的检测中心同样也是。

龙海市的布局符合公司检测的跨区域发展战略；漳州市是海西建设重点区域，龙海市隶属于漳州市，素有“海西建设，漳州先行，龙海率先”的称号；公司前期已经在龙海市做了市场开拓，本次通过与本地工程建设质量管理协会合作，全面进入该市场，将充分分享海西建设。

图 3：公司在福建地区检测业务布局均属海西经济区

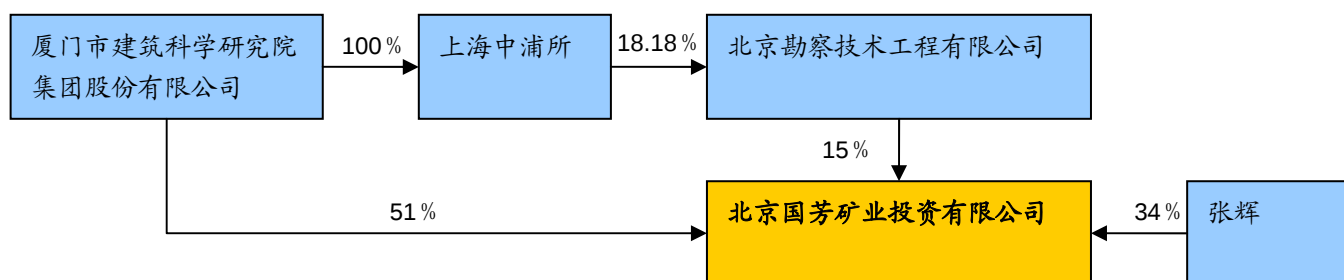


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，收购国芳矿业，继续跨领域发展

公司收购北京国芳矿业投资有限公司是**前期布局的延伸**；北京国芳矿业投资有限公司其中 15% 的股权属于北京勘察技术工程有限公司，而公司前期全资收购的上海中浦勘察技术研究院有限公司持有北京勘察技术工程有限公司 18.18% 的股权。

图 4：收购国芳矿业后股权结构



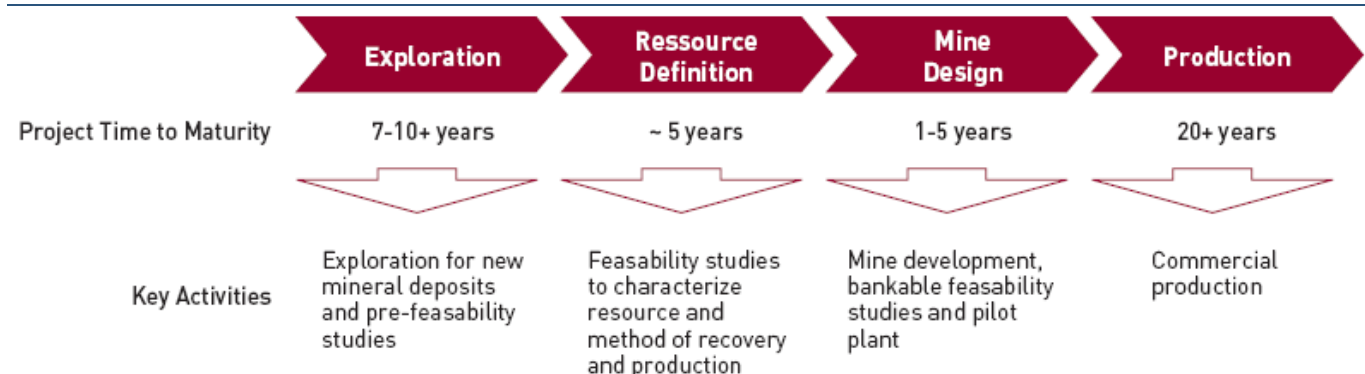
资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们要指出的是，虽然表面上看来，勘探好像与公司原有业务相关性不强，事实上仍然属于检测业务的跨领域发展，而不是随便的业务多元化。国芳矿业具有对地质、矿产的物理、化学检测能力，其主要业务地质调查和矿产勘察正是通过检测来实现的，因此，从这一角度来看，国芳矿业的经营范围属于矿物检测的范畴，公司对其收购仍然是检测业务的跨领域发展。

实际上，从国外经验来看，国际检测巨头 BV 也涵盖了矿物检测业务：Bureau Veritas 的矿物检测业务覆盖了整个矿

物生产产业链，从勘察，到评估，到开发设计，再到最后的开采、交易，其提供的服务中就包括协助客户进行地质勘探以确定矿资源储量和对矿资源开发利用的设计。

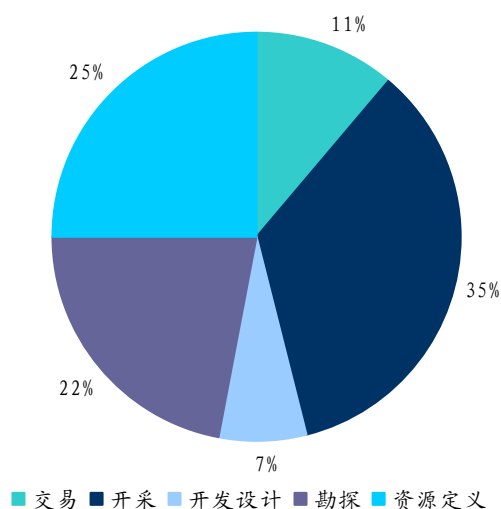
图 5：矿物检测业务覆盖了整个矿物生产产业链



资料来源：BV2009 年报，长江证券研究部

07 年，全球第二检测机构 BV 通过收购正式进入矿物检测领域，截至 09 年，BV 通过不断的收购扩张在该领域已取得显著成绩，矿物检测业务收入在其工业检测业务总收入占比达到 22%，其中与国芳矿业主营业务相类似的业务收入占矿物检测总收入比重高达 53%，业务空间较大。

图 6：2009 年 BV 在矿物检测业务中各细分阶段的收入占比



资料来源：BV2009 年报，长江证券研究部

第四，检测与聚羧酸共同发展更有利

针对近期市场上产生的关于公司战略不清晰，同时既生产混凝土外加剂，又开展工程检测业务，是否会影响检测业务的独立性，从而不利于公司发展的疑问，我们分析如下：

- 混凝土外加剂与建筑检测协同发展是行业普遍存在的现象。业内很多生产混凝土外加剂的企业都是由地方建科院发展而来的，比如重庆建科院、河北建科院、福建省建科院等，检测同时也是他们的主营业务，并且两类业务协同发展的历史已经超过了 20 年。
- 在市场化运作下，两类业务不仅不会相互制约，反而会相互促进。若公司的检测能力不客观，客户自然不会选择它；同样，若公司的混凝土外加剂质量低劣，那么客户也会质疑公司的检测水平；从这个角度来看，这两类业务一起发展有利于两业务共同进步。

因此，公司的聚羧酸减水剂业务和检测业务协同发展不会影响单个业务的发展，反而会产生 1+1 大于 2 的效应。

第三，并购有望持续超预期，全国性扩张蓝图已现，维持“推荐”评级

本次收购符合我们对公司的投资逻辑：通过收购逐步做全国性的扩张！当前公司业绩底部已现，面对行业和公司双拐点的到来，公司不仅对即将出现爆发式增长的聚羧酸减水剂业务提前进行了全国布局，在建设综合技术服务领域，也持续稳步的“跨区域、跨领域”发展，在这两个核心业务的协同发展下，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 12 月 16 日收盘价 33.67 元，PE 分别为 70.44、29.67、18.85，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 20529 万元（扣除此次并购和合资设立），未来在异地扩张有望持续超预期，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。