

分析师：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490511040002
联系人：	邹戈	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn		

稳步挺进河南市场，跨区域开启新一轮扩张

事件描述

- 公司今日发布对外投资公告：拟使用 500 万自有资金设立河南科之杰新材料有限公司，生产、销售混凝土外加剂，以拓展河南市场业务；
- 公司前日发布中报预增公告：2011 年半年度归属于上市公司股东的净利润约为 5,064.20-5,770.83 万元，比上同期相比增长幅度在 115-145%之间，大幅超出此前预期的 20-50%，折 EPS0.37 元（全面摊薄）。

事件评论

第一，中报业绩超预期，减水剂业务是最大“功臣”

中报预增 115-145%，与此前预期的 20-50%相比，出现大幅提高，我们之前一直强调的拐点逻辑得到了公司业绩的最好印证。业绩大幅增长的原因来自减水剂和混凝土两块业务：

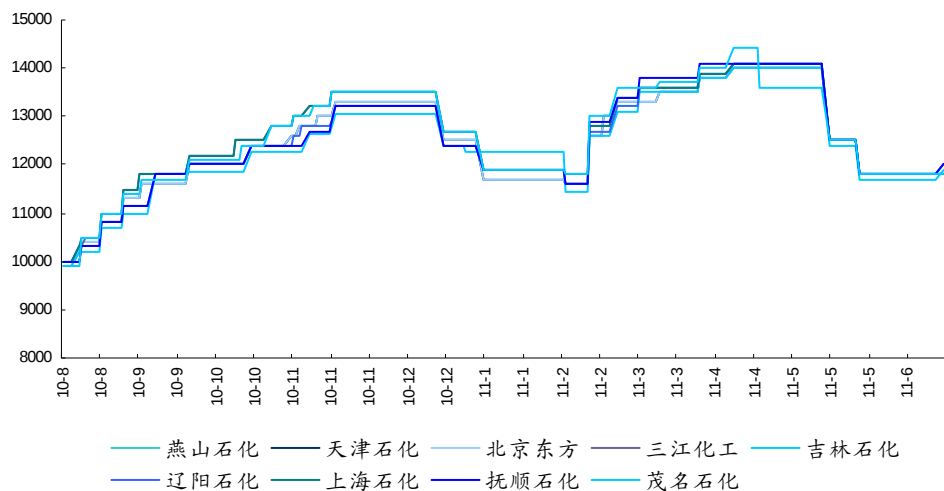
✚ 混凝土外加剂的“跨区域”扩张成果明显，销售收入比去年同期大幅增长，销售毛利率有所提升，产品的盈利相比去年同期大幅度增长；

✚ 商品混凝土销售毛利率相比去年同期大幅提升，产品的盈利相比去年同期大幅度增长。

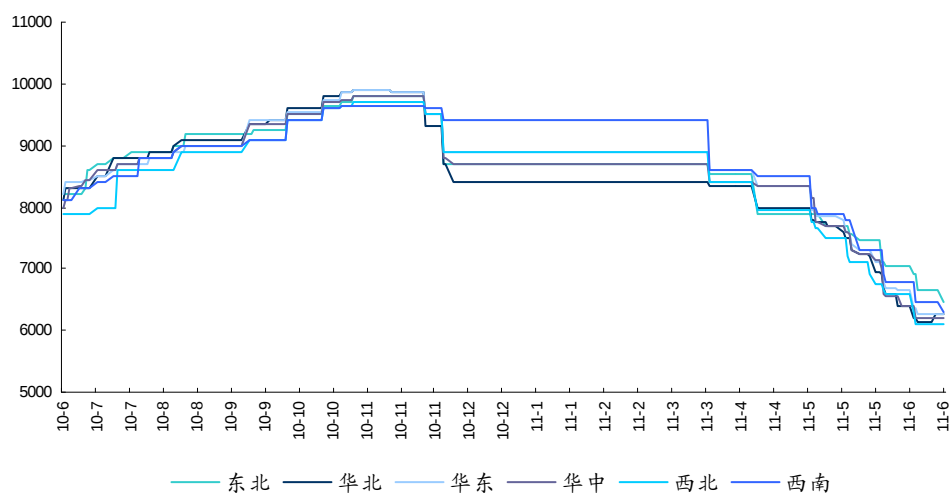
由于混凝土业务的占比一直不大，可以说，减水剂是此次业绩大增的最大功臣，今年上半年该业务的表现量价齐升：

✚ 事实上，自公司去年开始实施跨区域战略以来，减水剂业务的异地扩张就一直在持续，目前第一阶段的扩张已基本完成，贵州、重庆基地均开始走量。我们从近年的营收情况可见，2009 年 1.2 亿，2010 年 2.7 亿，预计今年的营业收入将达到 6-7 亿，保持翻倍的增长。

✚ 尽管去年量的增长也较大，但受制于上游原材料成本上升，公司盈利水平处在较低水平。公司在 11 月底对减水剂进行了提价，同时聚羧酸和萘系减水剂的上游环氧乙烷以及工业萘价格在今年上半年均出现较大幅度的下滑；再加上随着三代对二代替代进程的加快，公司产品结构中，三代减水剂的占比越来越高，目前约为 40%。三大因素共同影响下，减水剂业务的盈利能力得到了较大幅度的提升。

图 1：环氧乙烷价格持续下滑


资料来源：长江证券研究部

图 2：工业萘价格持续下滑


资料来源：长江证券研究部

第二， 紧缩环境公司受益，继续异地扩张战略，挺进河南市场，减水剂开启新一轮“跑马圈地”

公司此次跨区域扩张比较稳健，在河南设立减水剂子公司，初期仅是销售，随着市场的打开，再逐步建立较为完整的混凝土外加剂生产基地，符合减水剂行业重市场（渠道）、轻生产的模式。

其次，本次投资总额虽小，但效果有望显著。我们可以看到公司去年投资 300 万收购贵州建材、投资 1314 万收购重庆建研已经取得显著效果，公司上半年减水剂收入和利润大幅增长大部分是贵州、重庆市场所贡献。

我们认为公司选择河南市场作为继西南市场后新一轮扩张的切入点非常有远见。比较河南与其他省份的情况，我们发现：河南地区 2010 年水泥产量约为 11576 万吨，与其可比的省份主要是江苏、广东、浙江、山东。在同等的水泥产量水平下，河南省的预拌混凝土产量远低于这几个省份，说明目前河南省混凝土的预拌率还很低。随着国家“禁现”的愈发严厉，预拌混凝土将得到迅速发展，基数较低的河南市场将凸显其广阔空间。公司的减水剂业务也将充分享受河南市场预拌混凝土的高速发展。

表 1: 河南地区预拌混凝土产量小, 未来发展空间大

省(市)	设计能力/万 m ³	实际产量/万 m ³	产能利用率	企业总数/个	水泥产量
江苏	43628	19326	44.30%	643	15573
广东	30206	11577	38.33%	470	11481
浙江	19456	11058	56.84%	347	11067
山东	16000	10907	68.17%	604	14587
安徽	11100	4717	42.50%	226	7722
辽宁	9000	4865	54.06%	196	4833
重庆	6985	2978	42.63%	75	4533
云南	6534	2124	32.51%	117	5548
河南	6196	2737	44.17%	93	1576

资料来源: 中国建筑材料协会, 长江证券研究部

目前紧缩环境下, 公司显著受益——减水剂是垫资销售模式, 公司作为行业唯一一家上市企业(浙江龙盛有一部分是减水剂业务), 相比竞争对手的捉襟见肘, 公司手头现金充裕, 更容易抢占市场。此次挺进河南市场是公司减水剂业务跨区域战略的又一次拓展, 至此, 公司将规划实现厦门、贵州、重庆和河南四个减水剂基地, 有助于实现公司减水剂业务向全国拓展的目标。上一轮的跨区域扩张已经开始贡献利润, 新一轮的区域扩张将是公司保持未来高成长的保证。

第三, 替代加速、市场份额非常低: 公司增长受宏观调控影响小

现代工程建设的发展不仅对混凝土材料的各种建筑性能要求越来越高, 对其建设速度、经济、节能也提出了要求。聚羧酸系减水剂是目前减水剂中最先进的高性能品种, 相比萘系减水剂, 聚羧酸系更易配置高强及高性能混凝土, 并且更加节能环保。目前其应用范围受限的主要原因有两个: 1、减水剂是一种特殊商品, 不同规格的混凝土的掺量不同, 需要用户进行多次试配, 更换新产品成本较高; 2、价格偏高, 下游客户对价格较为敏感。不过这两个限制因素目前正在逐步减弱: 一方面聚羧酸系减水剂国内自 2000 年开始使用以来已经有 10 年多, 占减水剂的份额也达到近 20%, 逐步的推广让市场更好的认识其优越性, 中期的推广速度将加快; 另一方面, 上游环氧乙烷价格开始持续回落, 市场已处在自发替代阶段。基于此, 我们判断聚羧酸减水剂的替代将加速。

市场目前比较担忧减水剂受宏观调控的影响会比较大, 毕竟减水剂行业与建筑建材高度相关。事实上, 其受宏观调控的影响远小于建筑建材行业。比较几个行业在 05、08 年宏观紧缩周期的产量增速发现: 水泥和房地产开发投资增速出现较大幅度下滑, 但减水剂行业, 特别是聚羧酸减水剂行业始终保持高速增长态势。原因主要是减水剂的主要应用领域商品混凝土占混凝土的比重逐年提高, 聚羧酸用量占减水剂比重逐年提高, 替代性需求有效保障了其销量。未来国家将进一步推广使用商混, 由此, 我们也相信减水剂行业, 特别是具备替代趋势的聚羧酸系减水剂将维持较快增长, 宏观调控的影响较小。

表 2: 减水剂行业受宏观调控影响较小

	水泥产量增速	房地产开发投资增速	商混产量增速	减水剂产量增速	聚羧酸减水剂产量增速
2004	14.44%	30.20%	33%	23%	33%
2005	10.47%	19.77%	29%	23%	150%
2006	17.34%	22.99%	31%	25%	200%
2007	11.74%	30.43%	22%	25%	176%
2008	2.38%	20.90%	17%	15%	46%
2009	18.38%	18.48%	14%	20%	49%
2010	13.84%	33.22%	22%	22%	48%

资料来源: 长江证券研究部(注: 减水剂掺量增速 04 和 05、06 和 07 用的是年复合增速)

第四，市场预期较低，公司拐点已至，维持“推荐”评级

公司快速扩张仍将持续进行，今年以来减水剂原材料成本一直处在下降趋势有望带来毛利率的进一步提升，带来业绩超预期，2010 年为了配合异地扩展战略，公司大幅扩招人员，人工、运输大幅增长，今年增长幅度将趋缓，同时西南生产基地投产将带来运输费用的降低，经营杠杆有望带来利润大幅增长。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.84、1.48、2.30，对应 PE 分别为 23、13、9，我们看好公司未来 3 年的高成长，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	1073	1542	2159	货币资金	647	499	545	770
营业成本	454	796	1104	1511	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	140	277	438	648	应收账款	280	506	727	1018
% 营业收入	23.6%	25.8%	28.4%	30.0%	存货	26	46	63	87
营业税金及附加	11	19	28	39	预付账款	12	21	29	39
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	其他流动资产	4	6	8	11
销售费用	28	41	59	76	流动资产合计	990	1116	1428	2003
% 营业收入	4.8%	3.8%	3.8%	3.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	42	64	85	119	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.1%	6.0%	5.5%	5.5%	长期股权投资	5	5	5	5
财务费用	-5	-10	-9	-12	投资性房地产	23	23	23	23
% 营业收入	-0.9%	-1.0%	-0.6%	-0.5%	固定资产合计	80	246	309	284
资产减值损失	9	14	13	18	无形资产	68	64	61	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	21	21	21	21
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	8	2	2	2
营业利润	56	150	263	409	其他非流动资产	152	152	152	152
% 营业收入	9.4%	13.9%	17.1%	18.9%	资产总计	1346	1628	2001	2547
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	65	150	263	409	应付款项	163	286	397	543
% 营业收入	11.0%	13.9%	17.1%	18.9%	预收账款	7	12	18	25
所得税费用	8	18	31	49	应付职工薪酬	2	4	5	7
净利润	58	132	232	360	应交税费	8	16	26	39
归属于母公司所有者的净利润	57.5	131.4	231.1	359.1	其他流动负债	21	36	50	68
少数股东损益	0	0	1	1	流动负债合计	202	355	496	682
EPS (元/股)	0.48	0.84	1.48	2.30	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-6	53	202	334	递延所得税负债	3	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	9	9	9	9
收回现金	0	0	0	0	负债合计	214	364	505	691
长期股权投资	-58	0	0	0	归属于母公司	1125	1256	1487	1846
无形资产投资	0	0	0	0	所有者权益				
固定资产投资	-61	-211	-165	-122	少数股东权益	7	7	8	10
其他	-418	0	0	0	股东权益	1132	1264	1496	1856
投资活动现金流净额	-536	-211	-165	-122	负债及股东权益	1346	1628	2001	2547
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	816	0	0	0	EPS	0.479	0.842	1.481	2.302
银行贷款增加 (减少)	-77	0	0	0	BVPS	9.37	8.05	9.53	11.84
筹资成本	2	10	9	12	PE	41.01	23.34	13.27	8.54
其他	-32	0	0	0	PEG	0.49	0.28	0.16	0.10
筹资活动现金流净额	708	10	9	12	PB	2.10	2.44	2.06	1.66
现金净流量	166	-148	46	224	EV/EBITDA	35.16	13.70	7.02	4.19
					ROE	5.1%	10.5%	15.5%	19.4%

分析师介绍

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

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。