

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		

业绩符合预期，减水剂业务趋势向上——建研集团业绩快报点评

事件描述

建研集团今日公布 2011 年半年度业绩快报，其主要内容为：

- 报告期内实现营业收入 43254.79 万元、营业利润 6558.18 万元、利润总额 6614.08 万元，同比分别增长 88.62%、182.72%、136.00%；
- 实现归属母公司净利润 5312.03 万元，同比增长 125.52%，折 EPS 为 0.34 元。

事件评论

第一，跨区域发展迎来量利齐升，业绩增长符合预期

报告期内，公司实现营业收入 43254.79 万元，同比增速为 88.62%；归属净利润同比增速更是高达 125.52%，业绩的释放印证了我们此前提出的拐点逻辑。

- 营业收入大幅增加：混凝土外加剂的“跨区域”扩张成果明显，目前第一阶段已基本完成，贵州、重庆基地均开始走量，减水剂销量呈现翻倍的增长。同时，商品混凝土和建设综合技术服务的销售收入同比也有一定幅度增加。
- 业绩增速大幅高于营收增速主要是由于混凝土外加剂和商品混凝土毛利率有所提升，特别是减水剂业务，在产品提价、上游原材料环氧乙烷和工业萘价格大幅降价以及公司产品结构调整的共同影响下，盈利能力明显提升。
- 利润总额同比增速低于营业利润增速主要是由于政府补助的大幅减少。去年上半年公司确认了高新技术企业扶持专项资金等政府补助，而今年上半年公司政府补助确认明显减少，若高新技术公司仍不变，预计下半年或将有所增加。

第二，减水剂继续异地扩张战略，增长受宏观紧缩调控影响较小

减水剂行业的特点是重市场（渠道）、轻生产的发展模式。公司作为行业唯一一家上市企业，资金充足，更容易抢占市场。不久前，公司在河南设立减水剂子公司，依托销售打开市场，再建立完善的外加剂生产基地，并随着国家“禁现”的愈发严厉，以及河南市场预拌混凝土的高速发展，减水剂业务将充分收益。届时公司将形成了厦门、贵州、重庆和河南四个减水剂基地，继续向实现公司减水剂业务布局全国的目标前进。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。

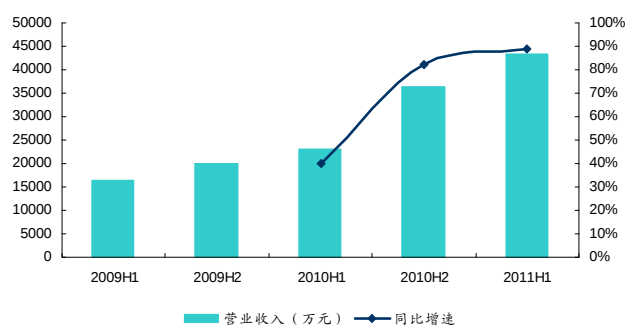
另外，我们在此前的点评报告中论证了：尽管减水剂行业与建筑建材高度相关，但由于商混比例提高和三代减水剂替代趋势的存在使得公司减水剂业务受宏观调控的影响远小于建筑建材行业。未来国家将进一步推广使用商混，具备替代趋势的聚羧酸系减水剂将维持较快增长。

第三， 预期业绩高速增长，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。

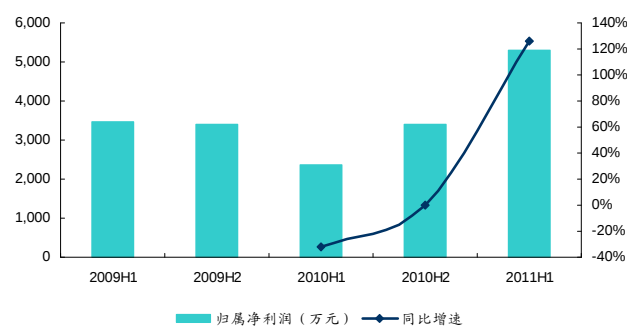
附图：

图 1：2011 上半年营业收入快速增长



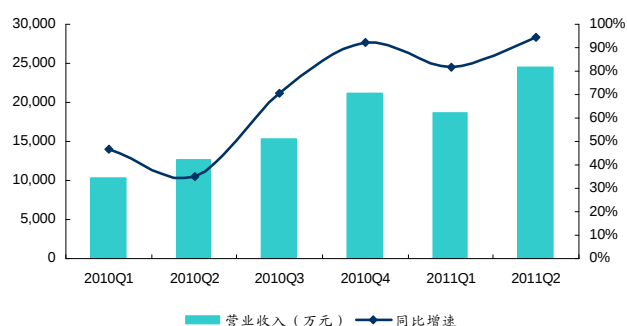
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：2011 上半年归属净利润同比翻了一倍多



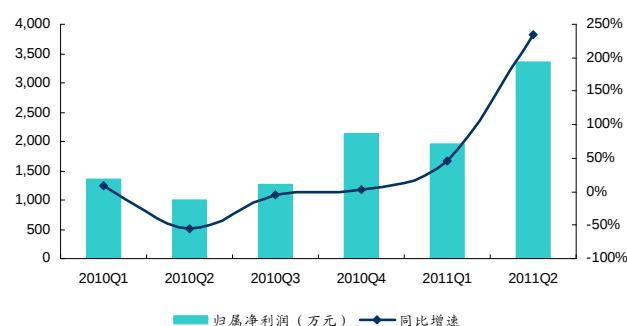
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：各季度营收保持高速稳定增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：二季度归属净利润同比增长了两倍多



资料来源：公司公告，长江证券研究部

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。