

分析师：徐永超
执业证书编号：S0050209050129
Tel：010-59355747
Email：xuyc@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



建研集团(002398.SZ)

驱动力源于减水剂业务扩张

投资要点

- 1、2011年上半年，公司实现营业收入4.32亿元，同比增长89%；营业利润6558万元，同比增长1.83倍；净利润5312万元，同比增长1.26倍；每股收益0.34元。公司业绩大幅增长的主要原因在于混凝土外加剂收入的快速增长及盈利水平的提升。混凝土外加剂的“跨区域”发展成果明显，重庆、贵州基地实现放量；营业利润率同比提高5.1个百分点至15.2%，一方面在于10年底二代减水剂提价而原材料工业萘价格有所下滑，另一方面，尽管三代减水剂毛利率有所下滑，但其附加值显著高于二代减水剂，销售比例的提升推动整体盈利水平提高。
- 2、受益于减水剂产品升级与商混普及：（1）三代减水剂因其环保、性能等优势，对二代减水剂的替代是大势所趋，目前我国三代减水剂处于推广阶段，市场普及率不到20%，替代空间巨大。（2）随着禁现政策的推广，商品混凝土的普及率将快速提升，从而拉动减水剂规模的扩张。
- 3、产能快速扩张：减水剂行业市场集中度较低，大型企业的市场重合度不高，公司抓住机遇通过新建与收购，实现产能快速扩张。目前公司拥有福建、贵州、重庆、河南等4个减水剂生产基地，分别覆盖东南、西南、中原地区，区域布局不断完善。募投项目漳州5万吨产能将陆续投产；贵州、重庆基地改扩建2万吨及1万吨产能在建。
- 4、盈利预测及评级：预计公司11-13年EPS分别为0.80元、1.19元、1.63元，三年净利润复合增速为64%，对应12年PE17.36倍；同时考虑到市场扩容及公司产能快速增长，给予“增持”评级。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	594.44	1033.80	1442.45	1931.73
增长率(%)	63.38	73.91	39.53	33.92
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	57.50	124.95	185.33	254.17
增长率(%)	-16.27	117.30	48.33	37.14
毛利率(%)	23.63	25.43	25.70	25.32
净资产收益率(%)	5.11	10.00	12.91	15.04
EPS(元)	0.37	0.80	1.19	1.63
P/E(倍)	55.94	25.74	17.36	12.66
P/B(倍)	2.91	2.57	2.24	1.90

来源：公司年报、民族证券

建筑建材

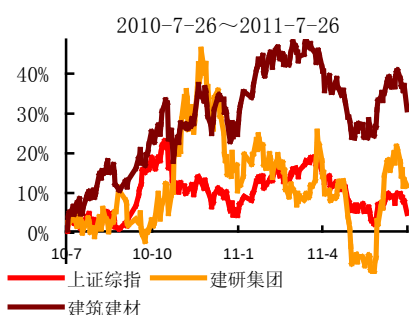
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	28.56元

市场数据

市价(元)	20.62
上市的流通A股(亿股)	0.39
总股本(亿股)	1.56
52周股价最高最低(元)	16.26-36.2
上证指数/深证成指	2688.75/11966.24
2010年股息率	0.00%

52周相对市场表现



相关研究

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	990	1,094	1,284	1,547
现金及等价物	647	674	767	920
应收帐款类	287	340	415	503
存货	26	38	47	55
其它流动资产类	30	42	55	69
非流动资产	355	412	469	523
长期股权投资	5	5	5	5
非营业投资	23	23	23	23
固定资产及其他	320	379	435	486
递延所得税资产	8	5	7	10
资产总计	1,346	1,506	1,753	2,070
流动负债	202	217	271	324
短期借款	-	-	-	-
应付帐款类	163	168	205	237
预收账款	7	8	12	16
其它流动负债类	31	40	54	71
非流动负债	12	32	39	42
长期借款	-	30	36	38
其它非流动负债	12	2	3	4
负债合计	214	249	310	366
少数股东权益	7	7	8	9
归属于母公司所有者权益	1,125	1,250	1,435	1,690
负债和股东权益	1,346	1,506	1,752	2,064

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-22	77	169	233
净利润	58	125	186	255
资产减值准备	9	6	9	12
折旧和摊销	19	21	25	28
公允价值变动损失	-	-	-	-
财务费用	-5	4	6	6
投资收益	-	-	-	-
营运资本变动	-99	-82	-55	-73
递延税款变化	-3	2	-1	4
投资活动现金流	-137	-80	-80	-80
资本支出	-110	-80	-80	-80
其它	-27	-	-	-
融资活动现金流	748	30	4	-0
权益性融资	810	0	0	-0
负债净变化	-68	34	10	6
财务费用	5	-4	-6	-6
现金净增加额	589	27	93	153

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	1,034	1,442	1,932
营业成本	454	771	1,072	1,443
营业税金及附加	11	17	23	29
营业费用	28	31	40	50
管理费用	42	68	88	109
财务费用	-5	4	6	6
资产减值损失	9	6	9	12
公允价值变动收	-	-	-	-
投资净收益	-	-	-	-
营业利润	56	135	205	284
营业外收入	10	8	8	8
营业外支出	0	-	-	-
利润总额	65	143	213	292
所得税	8	18	27	36
净利润	58	125	186	255
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	57	125	185	254
摊薄 EPS (元)	0.37	0.80	1.19	1.63
EBITDA	78	167	244	330

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	63.38%	73.91%	39.53%	33.92%
营业利润	-23.80%	142.83%	51.18%	38.59%
归属母公司净利	-16.27%	117.30%	48.33%	37.14%
获利能力				
毛利率	23.63%	25.43%	25.70%	25.32%
净利率	9.67%	12.09%	12.85%	13.16%
ROE	8.30%	10.52%	13.80%	16.27%
偿债能力				
资产负债率	15.89%	16.51%	17.69%	17.71%
流动比率	4.91	5.05	4.74	4.78
速动比率	4.73	4.79	4.46	4.50
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.73	0.89	1.01
应收帐款周转率	2.59	3.30	3.82	4.21
应付帐款周转率	3.08	4.63	5.73	6.52
摊薄每股指标				
每股收益	0.37	0.80	1.19	1.63
每股经营现金		0.49	1.08	1.50
每股净资产	7.21	8.01	9.20	10.83
估值比率				
P/E	2.86	2.57	2.24	1.90
P/B	55.94	25.74	17.36	12.66

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

徐永超：建筑建材行业分析师。工学学士、经济学硕士，2007年毕业于南京大学商学院。实业和证券研究双重背景：4年建筑行业从业经验，任职于中国中铁，从事工程管理、经营预算等工作；2年证券行业研究经验，先后在天相投顾、民族证券从事行业研究工作，善于从投资和基本面两个角度挖掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn