



证券研究报告 • 上市公司调研

建筑和工程

加快异地收购扩张，减水剂龙头率先迈开全国布局之路

事件

11月1日下午，我们走访了建研集团，与公司证券事务代表柯麟祥先生，高级投资经理张晓斌先生就公司业务，行业情况及未来战略进行了交流。

结论

科研院所转型，工程检测+新型建材双箭齐发。公司前身为厦门市建筑科学研究院，后改制为民营企业，从事的主要业务为建设综合技术服务和新型建筑材料——商品混凝土、混凝土外加剂的研发、生产和销售。公司上市后在手资金充裕，上市以来持续利用超募资金收购和新设混凝土外加剂生产基地及工程检测类公司，不断扩大业务规模，加快全国布局。

混凝土外加剂逐渐成为收入和利润主体。公司业务主要为建设综合技术服务和产品销售。其中产品销售又包括混凝土、混凝土外加剂（减水剂）和加气混凝土砌块等其他产品。近年来伴随公司减水剂产能和市场的不断拓张，其在收入和利润中的占比已经逐渐提高。截至到2011年中报，混凝土外加剂占公司整体收入的61.8%，占毛利的47.5%，已经超越技术服务成为收入和利润的最大贡献主体。

减水剂市场空间广阔，三代聚羧酸系具备替代优势，高于行业增长。2010年我国商混产量接近10亿立方，减水剂消费量在425万吨，我们推算未来五年减水剂市场的消费量将达到1156万吨，复合增速大约在22%。三代聚羧酸系减水剂凭借性能及环保优势脱颖而出，呈现出高于行业平均的增长，我们认为高铁项目只是三代产品替代萘系减水剂的短期驱动外因，未来基础设施和民用建筑对高质量混凝土需求的增加才是高性能减水剂的长期驱动力。根据国外混凝土减水剂行业的发展经验，未来我国羧酸系减水剂占减水剂总量的比例将持续提升。

减水剂业务：走异地扩张之路，后续仍有新产能摄入。公司正从以萘系减水剂为主的第二代混凝土外加剂逐步转变为以羧酸系减水剂为主的第三代高性能混凝土外加剂供应商。销售模式以直销为主。目前二代产品合计产能8.2万吨；三代产品合计8万吨，销售量占比各半。市场区域主要包括福建全省及广东、江西的部分区域。从业内企业整体竞争态势来看，公司利用技术及资金优势已经逐渐迈开了向全国布局的步伐，主动走出华南、涉足需求旺盛但竞争较弱的西南市场，今年又新设了河南科之杰、陕西科

建研集团 (002398)

首次评级

增持

田东红

tiandonghong@csc.com.cn

010-85130599

执业证书编号：S1440510120013

韩梅

hanmei@csc.com.cn

010-85130212

执业证书编号：S1440510120033

当前股价：21.64 元

目标价格 6 个月：25.00 元

调研日期：2011 年 11 月 1 日

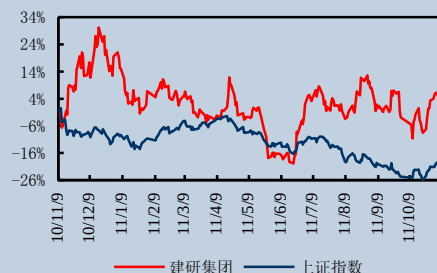
发布日期：2011 年 11 月 9 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.55/1.42	7.72/12.38	4.40/24.39
12 月最高/最低价 (元)		36.2/16.26
总股本 (万股)		15600.00
流通 A 股 (万股)		3900.00
总市值 (亿元)		33.76
流通市值 (亿元)		8.44
近 3 月日均成交量 (万)		102.62
主要股东		
蔡永太		17.71%

股价表现





之杰和广东科之杰，进一步扩大业务版图，具备先发优势。

混凝土保持现有产能，砌砖业务今年表现不错。公司混凝土产能目前 90 万方，去年亏损 1000 多万，今年上半年盈利 500 多万，未来没有继续扩张的规划，毛利率会保持在一个合理的水平。今年混凝土砌砖业务表现不错，目前产能 50 万方，今年开始利润有明显增长，1-9 月份盈利 600 多万。

工程检测稳步增长。公司建筑工程检测业务属轻资产，投入不大，占用资金不多，是很好的现金流业务，有助于为减水剂业务的扩张提供现金流，主要门槛来自资质和人员，业务扩张需要大幅增加检测人员。近两年异地扩张及人员增加带来了管理成本上升，影响了毛利率。预计未来该块业务呈现稳定增长态势。

盈利预测与估值。

我们预计公司 2011-2012 年实现收入 9.65 亿元和 13.15 亿元，同比增长 62.3%和 36.3%；实现归属于母公司净利 1.24 亿元和 1.67 亿元，同比增长 115.9%和 34.2%，预计每股收益 0.80 元和 1.07 元。公司目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 27 倍和 20 倍。我们看好减水剂行业近五年的发展走势，公司作为三代产品的龙头企业享有更快的发展速度，首次给予“增持”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	594.44	964.72	1,315.17	1,863.16
营业收入增长率	63.38%	62.29%	36.33%	41.67%
EBITDA（百万）	68.80	158.14	208.21	293.33
EBITDA 增长率	-21.77%	129.86%	31.66%	40.88%
净利润（百万）	57.50	124.12	166.52	240.36
净利润增长率	-16.27%	115.86%	34.16%	44.34%
ROE	5.11%	9.94%	11.76%	14.52%
EPS（元）	0.520	0.796	1.067	1.541
P/E	41.62	27.20	20.27	14.05
P/B	2.31	2.08	1.83	1.57
EV/EBITDA	28.34	12.04	8.73	5.80

公司概况：科研院所转型，工程检测+新型建材双箭齐发

持续推进收购兼并，加快全国布局

公司前身为创办于 1980 年的厦门市建筑科学研究所，主要从事建设领域新技术、新工艺、新材料和新设备的开发、推广和应用。1985 年设立厦门市建筑工程检测中心站，开始从事建设工程质量检测业务；2000 年开始逐步进入到混凝土外加剂的研发、生产和销售领域；2003 年设立天润锦龙开始商品混凝土的生产和销售。2004 年 4 月，厦门市建筑科学研究院改制为厦门市建筑科学研究院有限公司，从事的主要业务为建设综合技术服务和新型建筑材料——商品混凝土、混凝土外加剂的研发、生产和销售。

公司去年 5 月上市，募集资金主要用在漳州建设年产 5 万吨羧酸系减水剂及 120 万方混凝土项目搬迁。上市后公司在手资金充裕，之后持续利用超募资金收购和新设混凝土外加剂生产基地及工程检测类公司，不断扩大业务规模，加快全国布局。

表 1：公司控股及参股子公司一览

公司名称	控股比例	设立时间	具体业务
福建科之杰科技有限公司	100%	2000.04.13	投资控股型，控股福建科之杰新材料 49%，漳州 40%，厦门天润匠心 40%
厦门科之杰建设工程有限公司	100%	2002.03.05	补强、加固、防水等特种工程施工
厦门营造建筑设计有限公司	18%	2002.03.15	建筑工程设计
厦门天润锦龙建材有限公司	80%	2003.10.29	商品混凝土研发、生产、销售
厦门市工程检测中心有限公司	100%	2004.05.24	建设工程质量检测与鉴定服务
福建科之杰新材料有限公司	100%	2004.08.10	混凝土外加剂研发、生产、销售
厦门常青树建材开发有限公司	100%	2005.06.06	投资控股型公司，控股福建常青树 100%
福建常青树建材开发有限公司	100%	2005.11.21	节能型蒸压加气混凝土砌块研发、生产和销售
漳州科之杰新材料有限公司	100%	2008.02.01	混凝土外加剂研发、生产、销售
重庆天润匠心建设工程检测有限公司	100%	2008.03.05	建设工程质量检测与鉴定服务
厦门天润匠心工程设计研究院有限公司	100%	2008.05.16	建筑工程设计
重庆市建研科技有限责任公司（收购）	76.23%	2010.06.24	混凝土外加剂研发、生产、销售
上海中浦勘察技术研究所（收购）	100%	2010.07.21	建设工程质量检测与鉴定服务
贵州建工建材有限公司（收购）	100%	2010.10.20	混凝土外加剂研发、生产、销售
北京国芳矿业投资有限公司（收购）	51%	2010.12.17	地质勘察，矿产资源开发
河南科之杰（新设）	100%	2011.06.28	混凝土外加剂研发、生产、销售
陕西科之杰（新设），与两自然人合资	70%	2011.08.23	混凝土外加剂研发、生产、销售
广东科之杰（新设），与广东奥克及徐州 吉兴三方共同合资	70%	2011.11.03	生产、销售高性能混凝土用羧酸系减水剂

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

业务结构：混凝土外加剂逐渐成为收入和利润主体

公司业务主要为建设综合技术服务和产品销售。其中产品销售又包括混凝土、混凝土外加剂（减水剂）和加气混凝土砌砖等其他产品。近年来伴随公司减水剂产能和市场的不断拓张，其在收入和利润中的占比已经逐渐提高。截至到 2011 年中报，混凝土外加剂占公司整体收入的 61.8%，占毛利的 47.5%，已经超越技术服务成为收入和利润的最大贡献主体。

图 1：公司业务产品收入结构

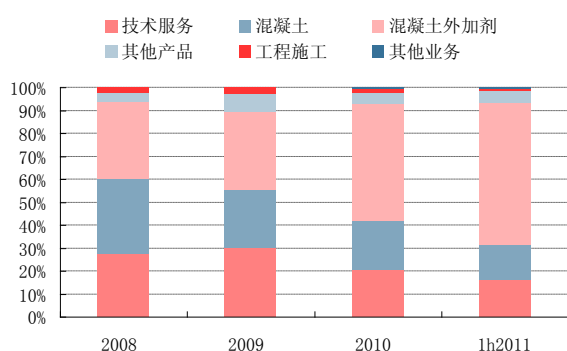
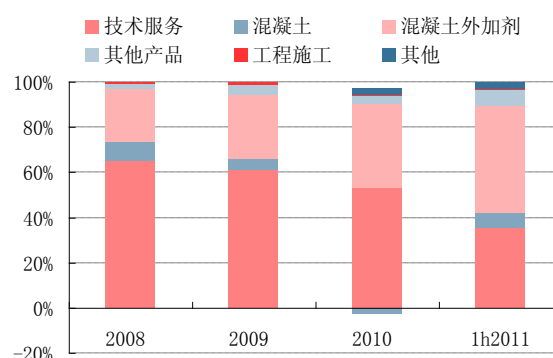


图 2：公司业务产品毛利结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

从增长速度来看，减水剂业务从 2010 年开始发力，增长超过 150%，到今年上半年其收入同比增长更是接近 250%。技术服务业务则保持稳步增长。混凝土业务去年增长很快，但今年增速开始放缓。

从盈利情况来看，技术服务毛利率水平最高，近两年伴随收购及异地扩张，人员和管理成本上升，毛利率水平有所下降，但基本上仍保持在 50% 以上。外加剂业务去年受成本上升影响毛利率下降明显，今年小幅回升，基本保持在 20% 左右。混凝土的毛利率波动较大，去年出现了亏损，今年上半年毛利率回升到 10%。综合来看，今年毛利率稳中有升。

图 3：公司分业务收入增长率

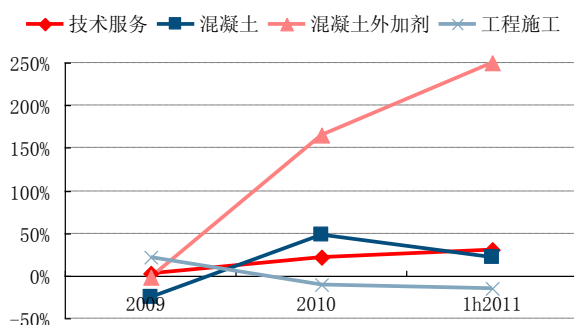
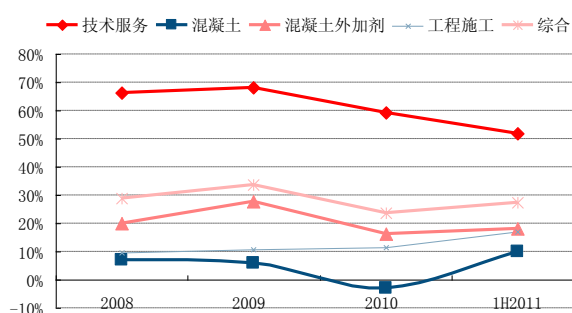


图 4：公司分业务毛利率情况



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

减水剂行业：市场空间广阔，聚羧酸系产品具备替代优势

伴随商混使用比例提高减水剂市场空间广阔

减水剂是指在混凝土和易性及水泥用量不变条件下，能减少拌合用水量、提高混凝土强度；或在和易性及强度不变条件下，节约水泥用量的外加剂。目前主要应用于预拌混凝土中。预拌混凝土又称商品混凝土，其特点是工厂内集中搅拌，市场化供应；具体是指将水泥、集料、水及根据需要掺入的外加剂和掺和料等组分按一定比例集中在搅拌站（厂），经计量、拌制后出售，并用运输车在规定时间内运抵使用地点的混凝土拌和物。混凝土集中拌制有利于采用新技术，提高机械化、自动化程度，严格控制拌制工艺，提高计量精度，确保混凝土工程质量，降低消耗，提高劳动生产率；同时还可以加快工程进度，提高建筑工业化水平和行业的整体素质。

根据中国混凝土与水泥制品协会预拌混凝土分会的一篇研究报告，称据不完全统计，到 2010 年，我国混凝土总用量达到了 30 亿立方，已建成预拌混凝土站厂 5000 多家，年设计生产能力达到 15 亿立方，实际产量接近 10 亿立方。北京、上海、广州、南京、沈阳、大连、常州等城市应用的预拌混凝土量已达到该城市混凝土总用量的 60% 以上。

全国混凝土总量 2010 年约为 30 亿立方，目前预拌混凝土占比约 30%，按照发达国家预拌混凝土占 80%，还有很大的发展空间。预计今后五年内，我国预拌混凝土产能将达到 30 亿立方，实际产量达到 27 亿立方。

2010 年我国商混产量接近 10 亿立方，减水剂消费量在 425 万吨，以此推算则每方商混大约消耗 4.25 公斤减水剂，按此比例测算，则未来五年减水剂市场的消费量将达到 1156 万吨，复合增速大约在 22%。

表 2：减水剂市场需求测算

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
混凝土（亿方）	30	33.6	37.0	39.9	42.7	45.3
增速		12%	10%	8%	7%	6%
商品混凝土占比	33%	40%	45%	50%	55%	60%
商品混凝土（亿方）	10	13.4	16.7	20.0	23.5	27.2
实际减水剂消费量（万吨）	425	571	707	848	998	1154
增速		34.40%	23.75%	20.00%	17.70%	15.64%

资料来源：中国混凝土与水泥制品协会，中信建投证券研究发展部

羧酸系减水剂具备替代优势，增长高于行业平均增速

目前市场上常用的几种减水剂为：一代产品木质素磺酸钠盐减水剂，二代产品萘系高效减水剂，脂肪族高效减水剂，氨基酸高效减水剂，三代产品聚羧酸高性能减水剂等。从性能上来看，与萘系等第二代减水剂相比，聚羧酸高性能减水剂具有掺量低、减水率高、混凝土拌合物坍落度保持性能优异、增强效果显著、低收缩、碱低含量、引气量适中、环保性能好等一系列优点，对于混凝土的综合性能有质的提高。

日本是研究和应用聚羧酸类减水剂最多也是最成功的国家，1995 年以后聚羧酸系减水剂在日本的使用量就超过了传统的萘系减水剂，1998 年底聚羧酸系减水剂产品已占有高性能 AE 减水剂产品总数的 60% 以上，其主要生产厂商有花王、竹本油脂、日本制纸、藤泽药品等。目前欧美对聚羧酸使用量已经达到 80% 以上。

高铁项目是短期催化剂，长期是一个逐步替代的过程

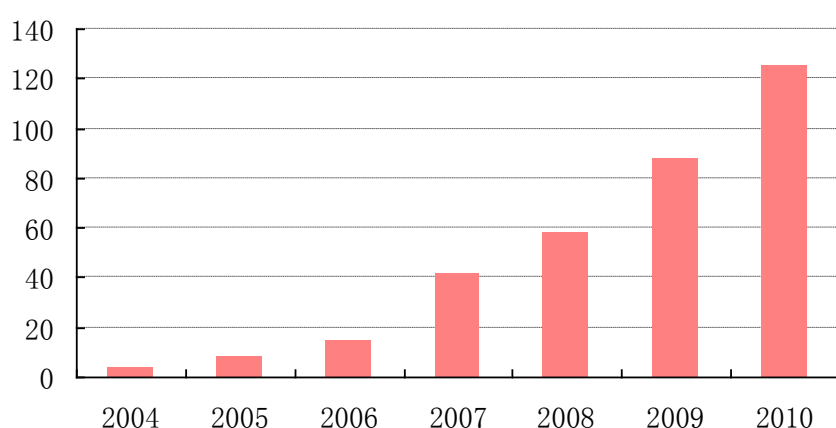
我国外加剂的起步较国外稍晚，但是发展迅速。2006 年以来，在高速铁路的带动下，聚羧酸系高性能减水剂获得了爆发式增长，其产量从 2006 年的 15 万吨增长到 2010 年的 125 万吨，06-09 年年用量 CAGR 高达 104%，预计 10-12 年仍将需要 126 万吨聚羧酸类减水剂。

据了解，前期制约三代聚羧酸对二代产品的替代的主要壁垒包括：三代价格比二代价格贵；掌握聚羧酸生产以及复配工艺相对较弱；对混凝土配料中的辅材包括砂、粉煤灰等原材料的要求相对较高；与萘系的不兼容，混凝土商在换代过程中需要进行全套设备的清洗或者另为配置设备。

我们认为制约替代的前两个因素在逐步消解，从价格来看，公司介绍如按含固量 40% 计算，则三代聚羧酸系减水剂目前售价在 8000 多元/吨，而二代萘系减水剂的价格在 2000 多元/吨。按业内人士介绍，一般 9% 的聚羧酸相当于 30% 的萘系，而 9% 的聚羧酸价格一般为 2000 块左右，萘系的 30% 一般为 1800 元左右，价格相差不多。从中长期来看，羧酸系减水剂原料上游环氧乙烷的产能在进一步扩产，价格会逐步走低，而萘系减水剂原料工业萘和甲醛上游煤焦油产能受限，价格会逐步走高，两者的原材料成本差异将会逐步缩小。从技术普及来看，伴随国内企业对聚羧酸生产工艺的进一步掌握深化这些壁垒正在被克服，我们认为高铁项目只是三代产品替代萘系减水剂的短期驱动外因，是推广三代产品的一个催化剂。后期各区域混凝土的配料差异过大，以及替代过程中的成本等因素会压制替代更换的速度，对萘系产品的替代将是一个更为缓和的过程，未来基础设施和民用建筑对高质量混凝土需求的增加才是高性能减水剂的长期驱动力。

目前聚羧酸减水剂仅占减水剂市场 30% 左右的份额，相比国外 65% 以上的市场占比尚有很大发展空间。根据国外混凝土减水剂行业的发展经验，羧酸系减水剂将以其优越的产品性能，以高于减水剂行业平均水平的速度快速增长，羧酸系减水剂占减水剂总量的比例将持续提升。

图 5：聚羧酸系减水剂产量



资料来源：中国混凝土网, 中信建投证券研发部

环氧乙烷价格拐点将至，聚羧酸减水剂成本有望再次回落

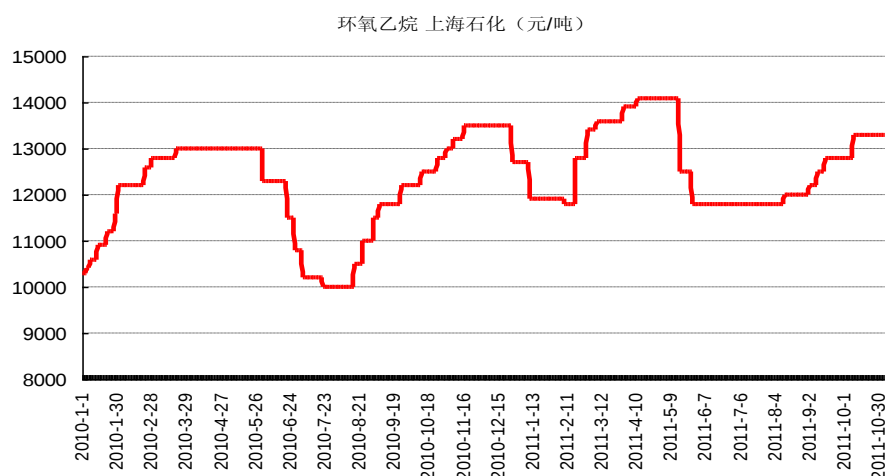
三代产品聚羧酸系减水剂的主要原材料是聚醚单体，而聚醚单体又主要来自于环氧乙烷（EO），环氧乙烷

(EO) 没有进出口, 国内环氧乙烷下游厂家不得不依赖国内大石化企业生产的环氧乙烷。从聚羧酸生产方面来说, 每吨 PCE 产品需要聚乙二醇产品 (M/A/TPEG) 0.75-0.9 吨, 而生产每吨聚乙二醇产品需要 0.8 吨环氧乙烷, 所以 EO 价格直接影响到聚羧酸减水剂原料价格。

近期乙二醇市场行情偏淡, 市场报盘价格在 9000-9050 元/吨附近, 而根据以往的乙二醇与环氧乙烷市场均衡的价格比, 环氧乙烷市场合理售价应在 12300 元左右, 环氧乙烷的利润明显高于乙二醇, 各厂家纷纷将生产线投入到环氧乙烷的生产中, 那么市场供不应求的局面, 马上就会被打破。另一方面, 随着年末的到来, 下游的需求量将逐渐减少, 按照历年环氧乙烷的价格走势, 我们化工行业预计环氧乙烷价格拐点即将出现, 未来几个月会呈现回落态势, 或触及本来最低点 11500 元/吨左右。

图 6: 环氧乙烷价格走势

单位: 元/吨



资料来源: 百川资讯, 中信建投证券研发部

竞争格局: 区域为王, 各自称霸

因为减水剂主要为商混服务, 需要针对不同地区不同材质原料生产的混凝土的特性进行定制化生产, 因此受制于下游商混行业区域性的特征, 减水剂市场也呈现出明显的区域化特征。主要的几家龙头公司仍以当地市场作为主要销售区域。

截止 2011 年 6 月, 据不完全统计, 国内聚羧酸减水剂合成厂家已超过 150 家, 总生产能力超过 300 万吨, 完全能满足市场 160 万吨左右的需求。其中, 江苏博特新材料有限公司 2011 年上半年各种浓度产品销售约 9 万吨, 折合 20% 约 7.6 万吨, 聚羧酸销量增长约 40%, 保持全国第一。辽宁科隆精细化工股份有限公司和福建科之杰新材料有限公司的聚羧酸销量大幅增长, 增长率约为 100%。辽宁科隆精细化工股份有限公司基本完成从原材料供应商向优质聚羧酸母液提供商的成功转型, 母液市场占有率不断提高, 约占全国聚羧酸母液市场的 40% 左右。而建研集团减水剂的业务平台——福建科之杰新材料有限公司得益于福建混凝土市场的快速增长以及西南贵州市场的开拓, 聚羧酸减水剂约占企业所有减水剂销量的 50%, 聚羧酸替代其它减水剂的工作卓有成效, 上市后资本实力加强也有利于市场的开拓。

从今年业内企业整体竞争态势来看, 建研集团利用上市优势已经逐渐迈开了向全国布局的步伐, 主动走出

华南、涉足需求旺盛但竞争较弱的西南市场，具备先发优势。

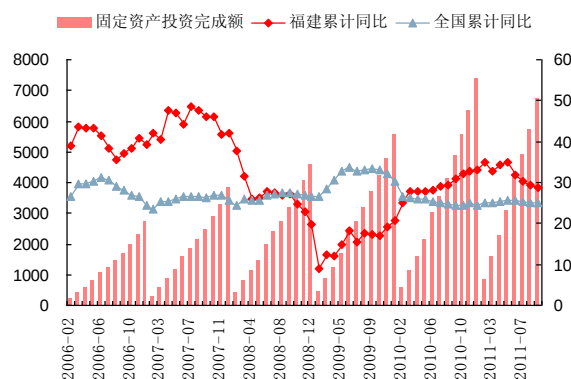
表 3：2011 年上半年聚羧酸减水剂十强企业排名

排名	公司	2011 年上半年合成量 (吨)	2011 年合成量 E (吨)	市场占有率
1	江苏博特新材料有限公司	76200	180000	10.2%
2	辽宁科隆精细化工有限公司	59400	120000	7.9%
3	福建科之杰新材料有限公司	29000	70000	3.9%
4	北京市建筑工程研究院	25000	60000	3.3%
5	山西黄腾化工有限公司	22000	60000	2.9%
6	武汉格瑞林建材化工股份有限公司	21000	45000	2.8%
7	山东华伟银凯建材有限公司	20000	50000	2.7%
8	北京建工新兴科贸有限公司	19900	40000	2.7%
9	陕西省建筑高新技术开发公司	19200	40000	2.6%
10	深圳市五山建材实业有限公司	18000	40000	2.4%

注：据中国混凝土网不完全统计，数据为企业所有 PCE 产品折合 20% 浓度计算的合成产量，购入母液复配销售不纳入统计。

资料来源：中国混凝土网，中信建投证券研究部

图 7：福建省固定资产投资及其增速



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 8：重庆市固定资产投资及其增速

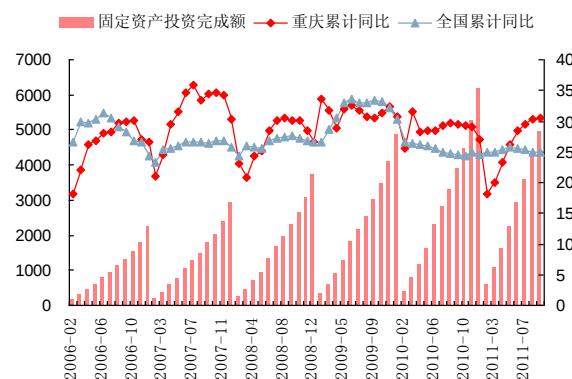
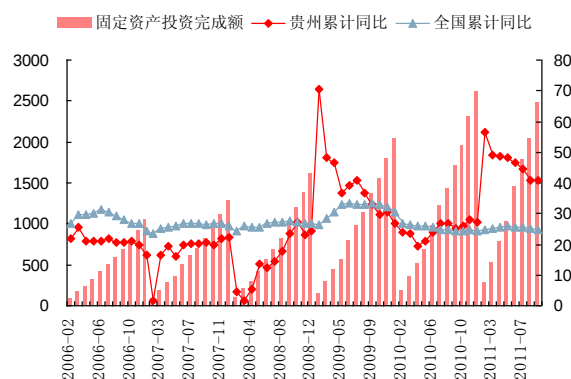
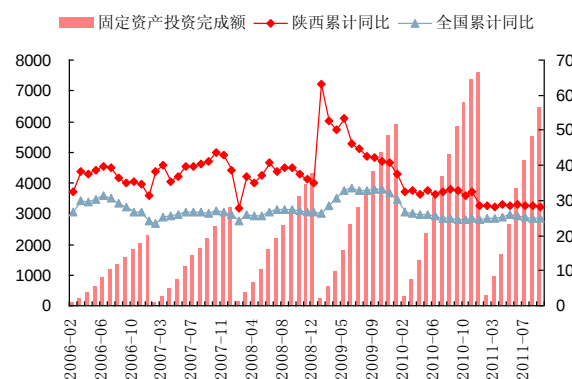


图 9：贵州省固定资产投资及其增速



资料来源：wind，中信建投证券研发部

图 10：陕西省固定资产投资及其增速



公司业务分析

减水剂业务：走异地收购扩张之路，后续仍将摄入新产能

二三代产品齐拓展

公司产品包括萘系、脂肪族系、羧酸系减水剂，并从以萘系减水剂为主的第二代混凝土外加剂逐步转变为以羧酸系减水剂为主的第三代高性能混凝土外加剂供应商。公司销售模式以直销为主，产品直接面向商品混凝土供应商、混凝土构件生产商和大型建设工程。目前，公司市场区域主要包括福建全省及广东、江西的部分区域。去年收购了重庆建研和贵州建工，将业务拓展到了西南区域市场。今年又新设了河南科之杰、陕西科之杰和广东科之杰，进一步扩大业务版图。

公司目前二代产品包括福建科之杰（原有）3.2 万吨和去年收购的重庆建研 5 万吨，合计 8.2 万吨；三代产品包括漳州（募投项目）5 万吨和去年收购的贵州建工 3 万吨，合计 8 万吨。其中，漳州项目今年 5 月 1 日投产，预计两年后达产 100%，目前上半年产量 1 万多吨。贵州收购项目上半年生产 5000 多吨。重庆地区混凝土主要用河砂做原材料，不适合用三代产品，因此主要做二代产品，预计今年上半年盈利 400 多万。

表 4：公司现有减水剂产能分布情况

产品类别	公司区域	产能（万吨）
二代产品	福建科之杰（原有）	3.2
	重庆建研（收购）	5
三代产品	漳州科之杰（募投）	5
	贵州建工（收购）	3

资料来源：中信建投证券研究发展部

明年除现有产能逐步放量以外，还包括今年新设的两个项目带来的增量：一是今年新设河南科之杰，主要是二代产品，预计产能在 2-3 万吨，目前已经开始生产；二是陕西科之杰，该项目一期投资 1000 万，与另外两个自然人合资。这个项目要重新拿地，原来这 2 个个人投资者手中有一些外加剂的单子会移到新公司来，但是进展没有那么快。预计到投产还需要一年多的时间。

从产销量情况来看，公司目前二代产品占 50-55%，三代占 45%。

充分利用资金技术优势，走异地扩张的发展道路

公司外加剂业务在福建省市场份额 40% 以上，算是很高的。未来的发展思路更多是异地扩张，而主要方式就是收购。公司目前在手现金较为充裕。减水剂业务主要服务混凝土，而下游这块呈现明显的区域性各自为霸的特征，所以新进入者比较难，要切入这些新市场更适合收一些当地的公司。目前外加剂市场的参与者包括各地建科院，一些化工企业（如奥克、浙江龙盛）和中小私营企业（买粉剂来复配）。

公司异地扩张的优势一方面来自于技术优势，科研院所的技术沉淀，以及多年来积累的大量配方解决方案，二是资金优势，建筑企业需要 3 个月的垫资期，一些小的私营企业很难进入，而公司上市后资金充裕，可有效支撑业务的扩大。三是已经建立起来的直销渠道以及配置的大量的专业销售人员。外加剂业务的拓展人员培养很重要，公司是先把技术人员派到当地，再进行培养。一般本科毕业 1 年多就能出师，而这些技术人员自身就

是销售人员，通过技术指导推动销售业务的扩大。

盈利能力受成本制约大，考虑进一步与上游公司合作

混凝土外加剂产品原材料占成本的比重高达 90%以上，因此毛利率受原材料产品价格走势波动影响明显。

公司表示今年混凝土外加剂毛利率比去年高的主要原因有：1 原材料绑定，2 产量放大了之后固定成本摊销。目前二代产品毛利率在 22-23%，三代产品略高两至三个点。目前以闭口合同为主，公司现在致力于改成跟原材料挂钩的半开口的合同。

公司计划未来向上游延伸产业链，主要是三代产品化工类的公司合作，意在摆脱受制于原材料影响的格局。目前国内市场上出现的羧酸减水剂母液一般以聚乙二醇单甲醚(MPEG)、烯丙基聚乙二醇(APEG)、甲基西基聚氧乙烷(TPEG)三种主要原料不同技术路线合成。今年 11 月，公司与广东奥克及徐州吉兴三方共同合资成立广东科之杰，计划生产、销售高性能混凝土用羧酸系减水剂。奥克股份是国内最大的环氧乙烷精细化工新材料企业，也是在环氧乙烷精细加工领域引领行业发展的龙头企业，这一战略合作表明公司已经在逐渐向上游延伸，未来有望进一步稳定成本。

混凝土及其它产品：混凝土保持现有产能，砌砖业务今年表现不错

混凝土产能情况：公司原计划是新建与搬迁后产能合计共 120 万方。但目前新建 90 万方已经完成，但是搬迁的 30 万方没有做。公司表示，现有 90 万方产能满负荷也能到 120 万方。未来没有产能扩张计划。

经营情况：混凝土业务去年亏损 1000 多万，主要原因是一是水泥提价，二是基地搬迁成本增加。今年上半年盈利 500 多万，三季度到 9 月份盈利增速也不低于上半年。预计全年 1000 多万。公司表示厦门整个地区原来 07 年有 1200 多万方产量，后来下降到去年的 700 万方。企业产能超过供应量导致大家去年都不怎么挣钱，因此对未来也没有打算扩大生产。因此今年整体形势相对较好。

对未来的判断：商品混凝土毛利率不会很高，产能增长也不会高，大家动力都不大，后期会保持一个合理的利润水平。

砌砖业务今年增长情况不错。公司目前拥有混凝土砌块 50 万方，主要是在福建常青树建材有限公司旗下运作。该块业务毛利率比混凝土相对稳定，今年开始利润有明显增长，1-9 月份表现不错，盈利 600 多万。

工程检测业务：维持稳步增长

公司建筑工程检测业务属轻资产，投入不大，占用资金不多，是很好的现金流业务，有助于为减水剂业务的扩张提供现金流，主要门槛来自资质和人员，业务扩张需要大幅增加检测人员。

去年下半年公司收购了上海中浦勘察技术研究所和北京国芳矿业投资有限公司，将业务版图进一步外延。但技术服务的异地扩张也导致了毛利率的下降，一方面人员增加，管理成本上升，另一方面各地技术检测业务价格不一，像重庆地区的价格就相对较低，目前微利。

我们预计未来该块业务增长较为稳定，维持在 15%-20%的增速。



盈利预测与估值

我们预计公司 2011-2012 年实现收入 9.65 亿元和 13.15 亿元，同比增长 62.3%和 36.3%；实现归属于母公司净利 1.24 亿元和 1.67 亿元，同比增长 115.9%和 34.2%，预计每股收益 0.80 元和 1.07 元。

分项粗略估算：技术检测收入 160 个亿，按净利率 25%,4000 多万；减水剂 6.6 个亿，10%的净利，约 6600 多万；混凝土上半年 500 多万，全年 1000 多万；砌砖 800 多万，加总约 1.24 个亿。明年预计减水剂做到 10 个多亿的收入，对应净利润 1 个多亿。保守假设技术检测增长 20%（4800 万），混凝土不挣钱，砌砖维持今年水平 800 万，则加总约 1.56 亿元，对应每股收益 1 元。

公司目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 27 倍和 20 倍。我们看好减水剂行业近五年的发展趋势，公司作为三代产品的龙头企业享有更快的发展速度，首次给予“增持”评级,目标价 25 元。

表 5：损益表

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594.44	964.72	1,315.17	1,863.16
增速	63.4%	62.3%	36.3%	41.7%
减：业务成本	453.95	684	940	1,336
营业税费营业税金及附加	10.63	17	24	33
毛利率	23.6%	29.1%	28.6%	28.3%
销售费用	28.41	57.88	76.28	104.34
管理费用	42.31	62.71	81.54	111.79
财务费用	(5.27)	(3.35)	(3.68)	(4.19)
资产减值损失	8.67	5.00	8.00	8.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	55.75	141.57	189.92	274.14
加：营业外收入	9.91	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	0.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	65.49	141.57	189.92	274.14
减：所得税	7.78	16.99	22.79	32.90
净利润	57.71	124.58	167.13	241.24
归属于母公司所有者的	57.50	124.12	166.52	240.36
净利润(元)				
少数股东损益	0.21	0.46	0.62	0.89
EPS	0.5200	0.796	1.067	1.541

资料来源：中信建投证券研究发展部



风险分析

应收账款管理风险

建设行业具有工程项目工程量大、复杂程度高、建设周期长等特点，行业普遍存在应收账款的回款时间相对较长的特点。2008，2009，2010 年和 2011 年前三季度公司各期末应收账款余额占营业收入比分别为 36.84%，44.53%，44.67%和 55%，呈现逐年增加的趋势。虽然公司的客户主要集中于行业内知名的、规模较大的国家或省市级建筑工程公司，客户信誉等级高，而且公司对客户信用等级的评定、信用额度的使用、货款结算等环节都进行了严格规定，并提取足额的坏账准备，应收账款总体质量较高，但仍不排除随着公司业务规模的进一步扩大，应收账款余额继续增加，从而增大了应收账款的回收风险，以及由此引起的流动资金较为紧张的风险。

异地扩张及人员快速增加带来成本上升

伴随业务的拓展，公司人员快速扩张。今年初员工共有 1000 多人，现在已经扩张到 1400 多号人。新增 400 多人。其中检测中心增加 50-60 号人（包括去年泉州设计院收购的增加人数）。异地扩张的战略会增加管理成本，短期人员的大幅增加也会带来经营成本的上升。

原材料价格波动风险

公司销售的产品主要为商品混凝土和混凝土外加剂，其中商品混凝土的原材料成本占该产品生产成本的比重每年均保持在 60%以上，而混凝土外加剂的原材料成本占该产品生产成本的比重历年均高达 90%以上，原材料价格的波动对公司的盈利能力影响较大。



分析师介绍

田东红：经济学硕士，建筑建材行业首席分析师。5 年建材行业从业经历，11 年证券行业研究经历。09 年《今日投资》评为最佳独立分析师和最佳行业分析师。2010 年带领团队获得新财富非金属建材行业最佳分析师第五名。

韩梅：对外经济贸易大学金融学硕士，建材行业研究员。3 年证券行业从业经验。2010 年新财富非金属建材行业最佳分析师（团队）第五名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010