

**建筑材料**

署名人: 李凡

S0960209060268

0755-82026745

**6-12 个月目标价:** 28.00 元

当前股价: 21.72 元

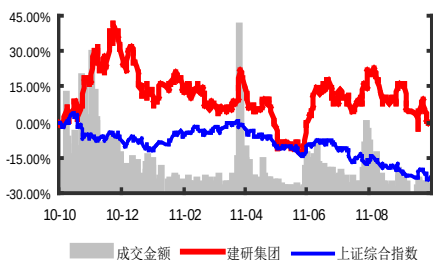
评级调整: 维持

**基本资料**

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2463.05 |
| 总股本(百万)   | 156     |
| 流通股本(百万)  | 39      |
| 流通市值(亿)   | 8       |
| EPS (TTM) | 0.71    |
| 每股净资产 (元) | 7.26    |
| 资产负债率     | 15.9%   |

**股价表现**

| (%)    | 1M   | 3M    | 6M     |
|--------|------|-------|--------|
| 建研集团   | 4.37 | 6.05  | 4.17   |
| 上证综合指数 | 0.93 | -5.31 | -13.66 |



**相关报告**

公司点评报告:《合资设立广东科之杰, 减水剂业务异地扩张再下一城》, 2011-11-03  
公司深度报告:《检测为“需”, 减水剂为“锋” 13 年或是公司业绩爆发时点》, 2011-11-01

**建研集团**

**002398**

**推荐**

**四季度业绩将和三季度持平, 异地扩张须突破人才瓶颈**

事件: 我们于 11 月 16 日走访了建研集团, 和公司的证券事务代表柯麟祥先生和高级投资经理张晓斌先生就投资者所关心的**公司未来盈利的增长情况、减水剂业务异地扩张和产能释放情况、房产调控大背景下四季度的盈利情况**进行了交流。现将交流内容总结如下。

**调研纪要:**

■ **公司未来盈利的增长将主要来自减水剂业务。**作为公司传统主营业务的检测业务至 07 年以来保持年均 10% 左右的增长。尽管公司从 10 年开始检测业务由于向厦门之外的市场开拓, 收入增长了 30% 多, 但由于厦门之外的市场的毛利要低于厦门地区 (10 年检测毛利同比下滑 8 个多点), 收入的快速增长并未带来利润的同步提升。11 年上半年亦如此, 收入同比增长 30%, 但利润却只同比增长了 13% (毛利较 10 年下滑 8 个点)。检测业务由于采取项目终身负责制, 异地扩张难度较大 (要在其他地区开展业务, 必须设立全资子公司且存在地方保护)。同安募投项目投产虽能够帮助公司进一步抢占福建地区的市场份额, 但鉴于仅福建市场成长空间有限, 且新市场的毛利率较低, 未来公司检测业务的盈利能力持续快速增长的条件不具备。混凝土业务盈利能力的波动性较大, 公司 10 年在该项业务上是亏损的, 今年实现了盈利但毛利率仅有 10%。我们认为混凝土行业激烈的竞争态势短期难以改观, 微利状态将会持续较长的时间, 因此混凝土业务也不具备成为公司未来盈利的主要增长点。因此, 公司未来盈利的增长将主要由减水剂业务推动。

■ **布点广东茂名, 折射出公司异地扩张的“选地标准”。**公司在异地扩张目标地的选择上是很讲究的。潜在的异地扩张的落脚点须具备以下几个条件: 第一, 要有较大的市场容量; 第二, 竞争相对温和; 第三, 有好的合作者。公司在广东茂名布点, 向东可以进军广东的珠三角市场, 向南可以觊觎海南市场, 向北可以辐射广西市场, 第一个条件满足; 广东 (仅有广东红墙较大)、海南和广西都缺少实力较强的减水剂厂商, 竞争相对温和, 第二个条件满足; 奥克是公司最大的原材料聚醚单体 (三代主要原材料) 的供应商, 与奥克合作设立子公司可以加强对原材料供给和成本的控制, 第三个条件满足。因此公司布点茂名, 实乃绝妙之笔, 但又完全在情理之中。

**主要财务指标**

| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 594   | 1000  | 1205  | 1986  |
| 同比(%)         | 63%   | 68%   | 21%   | 65%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 57    | 125   | 163   | 286   |
| 同比(%)         | -16%  | 117%  | 31%   | 75%   |
| 毛利率(%)        | 23.6% | 26.2% | 27.5% | 28.4% |
| ROE(%)        | 5.1%  | 10.1% | 11.7% | 17.0% |
| 每股收益(元)       | 0.37  | 0.80  | 1.05  | 1.83  |
| P/E           | 56.43 | 26.04 | 19.88 | 11.36 |
| P/B           | 2.88  | 2.63  | 2.33  | 1.93  |
| EV/EBITDA     | 37    | 17    | 12    | 7     |

资料来源: 中投证券研究所

- **减水剂业务的布点已经能够辐射全国大部分地区。**在广东茂名成功布点后，公司减水剂业务的辐射范围将扩至全国的大部分地区：漳州基地和厦门基地以福州为中心同时辐射华南地区；茂名基地与漳州和厦门基地互为犄角，控制华南地区并辐射西南地区；重庆基地、陕西基地和河南基地成三角之势，控制华中地区，同时辐射西北、华北地区。各地的产能分布为：厦门基地（3万吨二代+0.8万吨三代，完全达产，100%股权）；漳州基地（5万吨三代，已达产60%，明年年中完全达产，100%股权）；贵州基地（3万吨三代，基本达产，70%股权）；河南基地（二代，开始试产，100%股权）；重庆基地（5万吨二代，完全达产，76.23%股权）；陕西基地（三代；投产时间较慢，70%股权）；茂名基地（三代；70%股权）。
- **厂房等相关基建完成后，扩产能较为容易和灵活。**减水剂业务生产线建设的周期一般为两年，但在厂房等基建完成后，扩产能的周期很短。拿漳州的木头项目来说，计划是两年之后完全投产，但细看的话，两年的时间中前期的准备工作（包括项目谈判、拿地、建厂房等基础设施）占了大部分，而在厂房等基建完成后，上生产线是比较快的（五万吨产能的生产线包括试产在内应该在6个月左右）。因此对于公司来说，产能不是制约其扩张的关键因素，关键还在于市场需求。此外，由于减水剂行业轻固定资产这一特点（漳州5万吨产能项目的固定资产投入不过5000万左右，仅占项目投入总额的50%左右），固定资产折旧成本较小，能够较好地抵御较差市场环境。
- **异地扩张“钱和人”一个都不能少，公司短期技术人员短缺。**减水剂行业的回款周期一般在3-6个月，1个亿左右的收入需要2500万-5000万元的现金垫支，因此对现金流的要求很高。公司能够领先竞争对手快速地异地扩张在于抢先借力资本市场以及检测业务能够给公司带来持续稳定的现金流。此外减水剂行业的另一个特点是，不仅卖产品，而且卖服务，即不是将减水剂卖给客户就完事了，还需要有技术人员给客户提供持续的技术支撑，帮助客户解决减水剂在实际应用时产生的问题。一般来讲，2000万元的减水剂收入需要相应配置2-3个技术人员。公司11年的减水剂业务收入较10年增长近一倍，因此理论上要求相应的技术人员的数目也要求增加一倍。但是公司的技术人员是以招收建材相关专业的应届毕业生进行内部培养为主（公司认为自己培养的技术人员对公司的忠诚度高，因此将坚持这一模式），而相应的培养周期为1-2年。因此公司现在确实面临着技术人才紧缺的局面。明年随着公司产能的进一步释放，我们认为公司将面临更为严峻的技术人员短缺问题。
- **四季度的业绩将和三季度持平，全年大局已定，调高之前我们对公司11年EPS 0.78元的预测至0.80元。**公司11年上半年减水剂业务收入为3.1亿，其中三代销量为1.7万吨（贵州0.4万吨，福建1.3万吨，40%含固量），二代销量为7.5万吨（福建4.8万吨，重庆2.7万吨，40%含固量）；11年第三季度减水剂业务的收入为2亿元左右，其中三代销量为1万吨，二代销量为4万吨（皆为40%含固量）。房地产调控致全国的房地产投资增速在10月份出现了明显的下滑，但是公司减水剂业务的销售情况保持稳定，没有明显受到房地产调控的负面影响（厦门、重庆、贵州等地的房地产投资依旧维持高速增长的态势），好于我们之前的预期，故11年业绩大局已定。我们将公司11年的EPS从原先的0.78元调高至0.80元。维持推荐的评级。

附：相关图表

图 1：三大业务毛利占比的变动情况

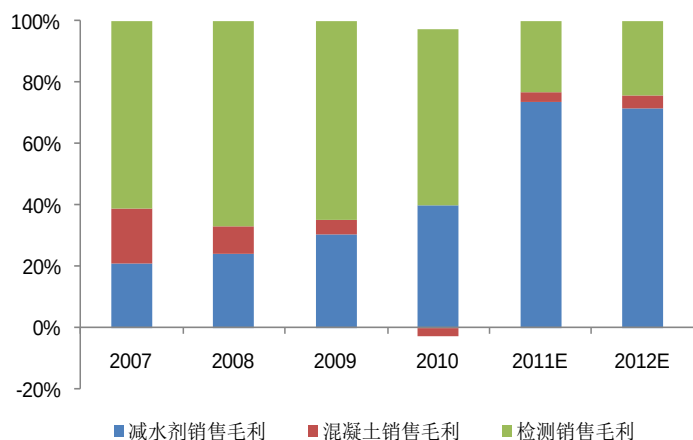
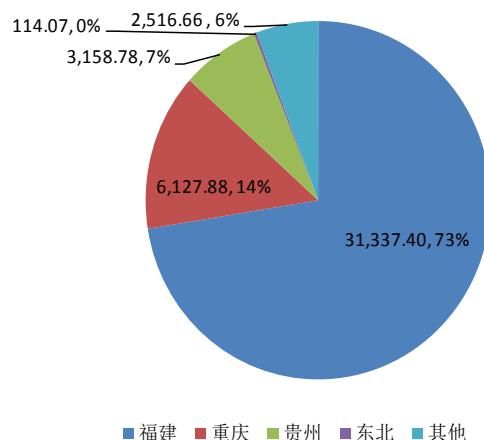
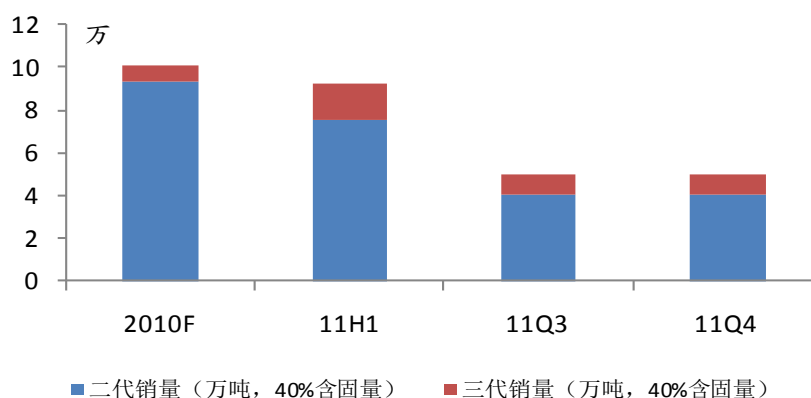


图 2：分地区收入分布情况



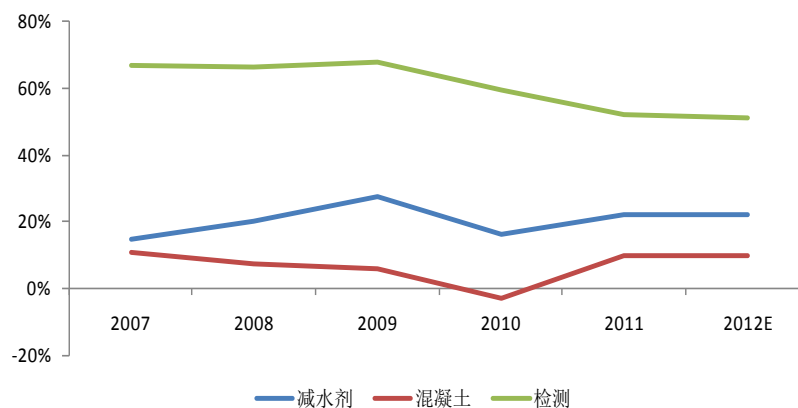
资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 3：二代和三代减水剂 10 年以来的销量情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

图 4：三大主营业务毛利的变动情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 990  | 1143  | 1316  | 1825  |
| 现金             | 647  | 512   | 572   | 624   |
| 应收账款           | 266  | 500   | 590   | 953   |
| 其它应收款          | 15   | 25    | 30    | 50    |
| 预付账款           | 12   | 19    | 23    | 37    |
| 存货             | 26   | 48    | 52    | 85    |
| 其他             | 25   | 40    | 48    | 75    |
| <b>非流动资产</b>   | 355  | 427   | 471   | 460   |
| 长期投资           | 5    | 5     | 6     | 8     |
| 固定资产           | 197  | 286   | 327   | 311   |
| 无形资产           | 68   | 66    | 64    | 62    |
| 其他             | 86   | 70    | 74    | 79    |
| <b>资产总计</b>    | 1346 | 1570  | 1787  | 2285  |
| <b>流动负债</b>    | 202  | 320   | 373   | 587   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 83   | 140   | 166   | 270   |
| 其他             | 119  | 179   | 207   | 317   |
| <b>非流动负债</b>   | 12   | 12    | 11    | 10    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 12   | 12    | 11    | 10    |
| <b>负债合计</b>    | 214  | 332   | 384   | 597   |
| 少数股东权益         | 7    | 7     | 8     | 8     |
| 股本             | 120  | 156   | 156   | 156   |
| 资本公积           | 803  | 767   | 767   | 767   |
| 留存收益           | 202  | 309   | 472   | 758   |
| 归属母公司股东权益      | 1125 | 1231  | 1395  | 1680  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1346 | 1570  | 1787  | 2285  |

现金流量表

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -6   | -30   | 141   | 82    |
| 净利润            | 58   | 125   | 164   | 286   |
| 折旧摊销           | 19   | 30    | 41    | 47    |
| 财务费用           | -5   | -10   | -5    | -7    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -89  | -151  | -58   | -243  |
| 其它             | 12   | -24   | -1    | -1    |
| <b>投资活动现金流</b> | -536 | -97   | -85   | -37   |
| 资本支出           | 61   | 100   | 80    | 30    |
| 长期投资           | -4   | 1     | 1     | 2     |
| 其他             | -479 | 3     | -4    | -5    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 708  | -8    | 5     | 7     |
| 短期借款           | -57  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | -20  | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 30   | 36    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 776  | -36   | 0     | 0     |
| 其他             | -21  | -8    | 5     | 7     |
| <b>现金净增加额</b>  | 166  | -135  | 61    | 52    |

利润表

| 会计年度            | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 594  | 1000  | 1205  | 1986  |
| <b>营业成本</b>     | 454  | 738   | 874   | 1422  |
| <b>营业税金及附加</b>  | 11   | 18    | 22    | 36    |
| <b>营业费用</b>     | 28   | 55    | 60    | 99    |
| <b>管理费用</b>     | 42   | 57    | 69    | 111   |
| <b>财务费用</b>     | -5   | -10   | -5    | -7    |
| <b>资产减值损失</b>   | 9    | 10    | 10    | 10    |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 56   | 132   | 176   | 315   |
| <b>营业外收入</b>    | 10   | 10    | 10    | 10    |
| <b>营业外支出</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 65   | 142   | 186   | 325   |
| <b>所得税</b>      | 8    | 17    | 22    | 39    |
| <b>净利润</b>      | 58   | 125   | 164   | 286   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 57   | 125   | 163   | 286   |
| <b>EBITDA</b>   | 69   | 152   | 212   | 355   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.48 | 0.80  | 1.05  | 1.83  |

主要财务比率

| 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 63.4  | 68.1% | 20.5% | 64.9% |
| 营业利润            | -23.8 | 137.0 | 33.3% | 79.1% |
| 归属于母公司净利润       | -16.3 | 116.7 | 31.0% | 75.0% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 23.6  | 26.2% | 27.5% | 28.4% |
| 净利率             | 9.7%  | 12.5% | 13.5% | 14.4% |
| ROE             | 5.1%  | 10.1% | 11.7% | 17.0% |
| ROIC            | 9.7%  | 15.2% | 18.6% | 26.1% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 15.9  | 21.1% | 21.5% | 26.1% |
| 净负债比率           | 0.00  | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率            | 4.91  | 3.58  | 3.52  | 3.11  |
| 速动比率            | 4.78  | 3.43  | 3.38  | 2.96  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.65  | 0.69  | 0.72  | 0.98  |
| 应收账款周转率         | 3     | 3     | 2     | 3     |
| 应付账款周转率         | 5.28  | 6.62  | 5.71  | 6.52  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.37  | 0.80  | 1.05  | 1.83  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.04 | -0.19 | 0.90  | 0.52  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 7.21  | 7.89  | 8.94  | 10.77 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 56.43 | 26.04 | 19.88 | 11.36 |
| P/B             | 2.88  | 2.63  | 2.33  | 1.93  |
| EV/EBITDA       | 37    | 17    | 12    | 7     |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

李凡, 中投证券研究所建材行业首席分析师, 管理学硕士, 4 年行业从业经验, 6 年证券行业从业经验。

高熠, 中投证券研究所建材行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2011 年加入中投证券。

主要研究覆盖公司: 海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、\*ST 双马、南玻 A、金晶科技、海螺型材、鲁阳股份、海鸥卫浴、成霖股份、建研集团。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434