

建研集团(002398)

研究员: 朱勤 执业证书编号: s0570510120057

☎ 025-83290910(办公室) ✉ chuqinghome@163.com

🌐 http://sns.zhangle.com/space.php?uid=4104

减水剂业务进入快速成长期

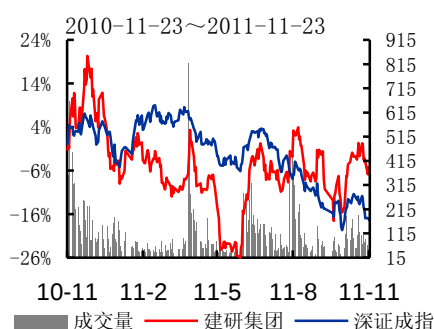
投资评级: 推荐(首次评级)

建筑材料

当前价格(元): 20.86

目标价格(元): 25.75

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **减水剂业务的快速增长提升公司竞争力。**减水剂行业处于导入期, 此时抢占足够的市场份额将保证公司在行业进入成长期时维持竞争优势。公司在重庆和贵州的扩张已经初见成效, 11 年上半年公司在两地的销售收入增幅分别达到 661.39% 和 368.92%, 随着公司在河南、陕西及广东子公司的建立, 市场份额有望进一步提升。公司目前二代产品(萘基)包括福建科之杰 3 万吨和重庆建研 5 万吨, 合计 8 万吨; 三代产品(羧酸系)包括漳州(募投项目) 5 万吨和贵州建工 3 万吨, 合计 8 万吨(含固量 40%)。其中, 漳州项目今年 5 月 1 日投产, 预计今年产量为 2 万吨; 公司减水剂产量上升到行业第三位。

◆ **建筑工程检测业务为公司提供稳定现金流。**2011 年上半年公司检测业务的收入同比增长了 31.13%, 毛利率水平为 51.89%, 同比下降了 10.42%, 收入的增长反映出公司检测业务总量仍然处于不断增加的状态, 而毛利率的下降主要由于公司异地扩张带来的费用上升; 在检测业务报价保持稳定的情况下, 公司的毛利率水平会随着异地扩张的完成逐步得到提高。

◆ **混凝土业务收入将维持现有规模。**目前, 公司混凝土产能 120 万方, 实际投产的产能为 90 万方, 从调研情况看公司未来不准备对混凝土业务进行产能的扩张, 混凝土业务在公司总收入的比例将出现下降。

◆ **盈利预测与评级。**预计公司 2011-2012 年归属于母公司净利 1.16 亿元和 1.61 亿元, 同比增长 102% 和 39%, 每股收益 0.74 元和 1.03 元。动态 PE 分别为 29 倍和 21 倍, 估值不高; 给予“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	15600.00
流通 A 股(万)	3900.00
52 周内股价区间(元)	16.26-36.2
总市值(亿)	32.54
总资产(亿)	14.38
每股净资产(元)	7.67

主要经营指标预测

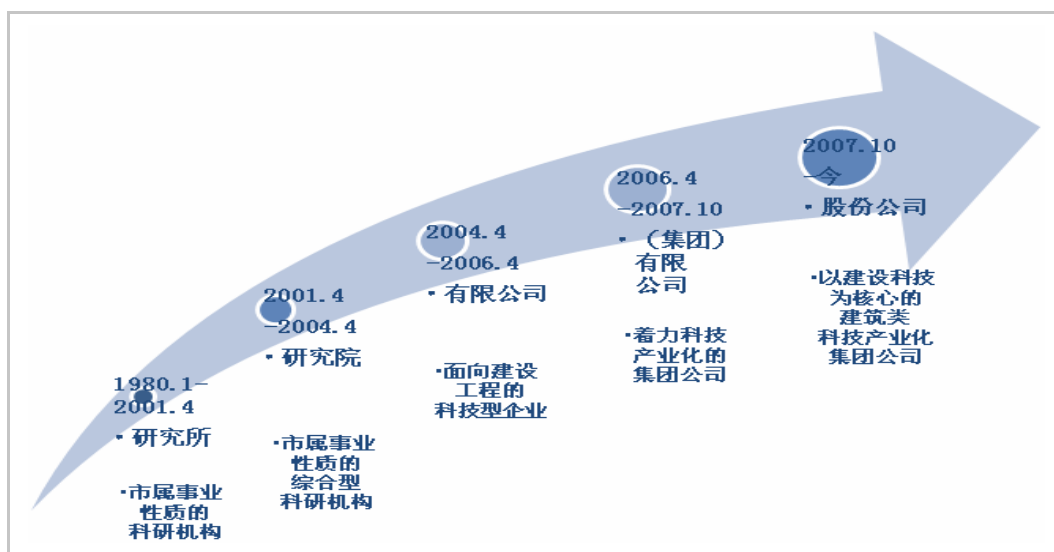
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	5.94	10.98	13.89	16.86
+/-%	63.39	85	27	21
净利润(百万)	57.50	116	161	200
+/-%	-16.14	102	39	24
EPS(元)	0.52	0.74	1.03	1.28
P/E	40.12	28.73	20.71	16.65

民营体制下的研究所

公司发展历程

公司前身是成立于 1980 年成立的全民所有制事业单位——厦门市建筑科学研究所，于 2004 年整体改制为厦门市建筑科学研究院有限公司，并于 2006 年更名为厦门市建筑科学研究院（集团）有限公司。厦门建科院是集建设综合技术服务和新型建筑材料研发、生产、销售为一体的建筑类科技产业化集团公司，经营范围主要面向建筑工程、市政工程、公路工程、桥梁工程、铁路工程、港口工程，以及其他大型基础设施等多个领域。

图表 1：公司发展历程



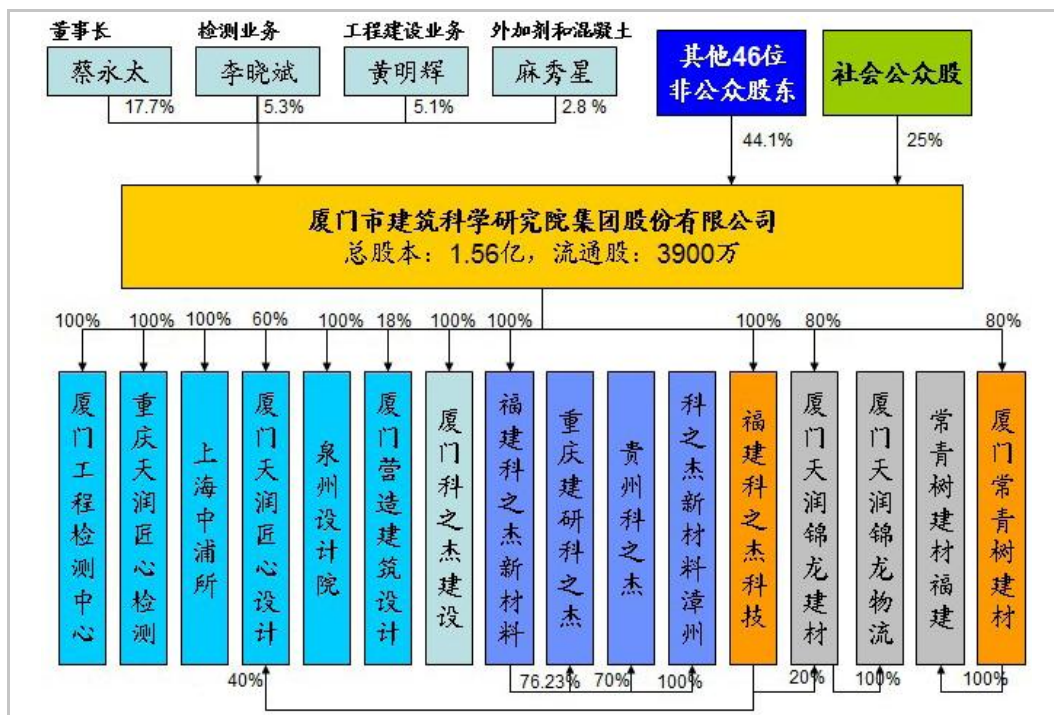
资料来源：公司公告，华泰证券

股权激励保障骨干队伍稳定

公司 50 名非公众股东均为直接出资人且任职于公司重要岗位，持股合计 75%。其中董事长蔡永太持股达 17.7%，公司董事、监事、高级管理人员及核心技术人员持股合计达 35.66%。股权激励措施使公司的股价与员工的利益联系更加紧密，有利于公司核心人员的稳定。

公司从 2007 年转为股份制公司以来，主要的管理和技术人员保持了稳定；在转型的过程中，公司注意到了原有科研体系在市场营销方面的劣势，适时制定了销售人员的业绩奖励政策，并予以实施，从而较好的保障了销售人员的利益，公司的核心销售团队的稳定是公司业绩能够出现快速增长的重要因素；公司由事业单位向股份制公司的转型比较成功。

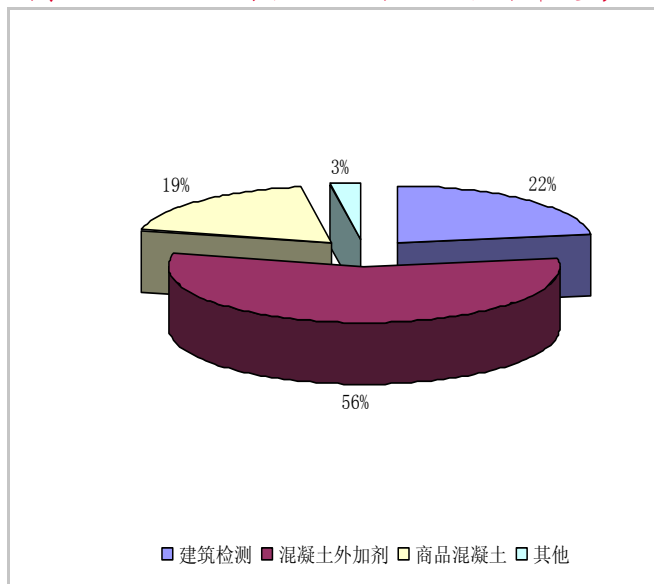
图表 2: 公司股权结构



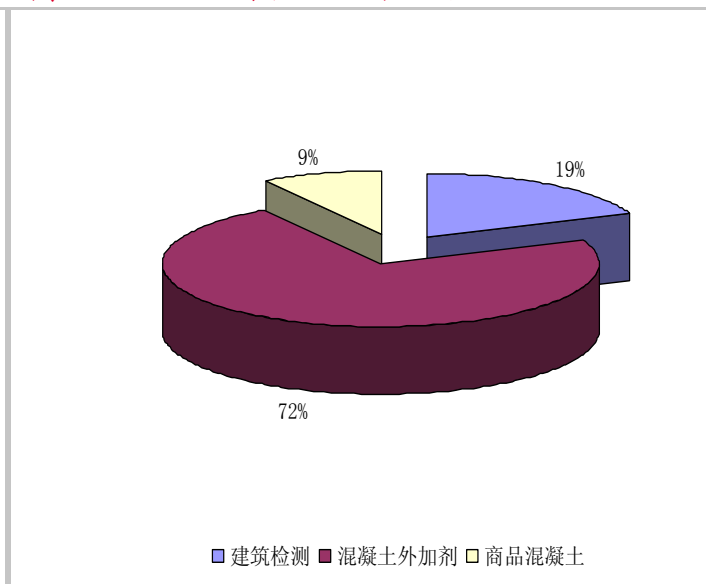
资料来源: 公司公告

混凝土减水剂正在成为公司收入增长来源

图表 3: 2010 公司收入结构 (扣除内部交易) 图表 4: 2011 公司收入结构预测



资料来源: 华泰证券



资料来源: 华泰证券

从收入结构可以看出, 公司的主要营业收入来自于混凝土外加剂、建筑检测和商品混凝土。随着公司混凝土外加剂异地扩张的产能逐步释放, 混凝土外加剂的收入将快速增长; 而建筑检测业务和商品混

凝土业务受区域限制比较明显，收入将保持基本稳定；所以，11 年公司的产品收入中混凝土外加剂的比例将达到 72% 以上。

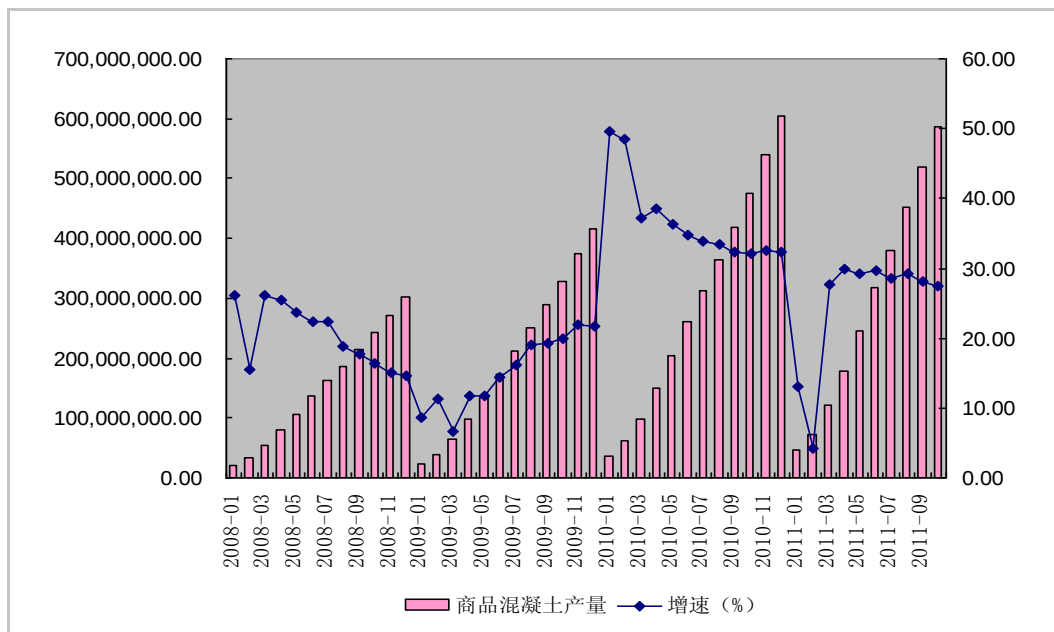
减水剂业务进入快速成长期

商品混凝土的增长将拓展减水剂的市场空间

◆ 商品混凝土是建筑行业节能减排的重要手段

目前我国建筑形式以多层和高层为多，建筑结构以现浇混凝土、框架结构和砖混结构为主，由于墙面平整度差，抹灰量大，除现浇需要大量混凝土，还需要大量抹灰砂浆和砌筑砂浆，建筑结构的特点决定了我国混凝土用量和墙体砌筑及地面抹灰砂浆用量大。自 2000 年以来，我国每年平均房屋竣工面积 20 亿平方米，约消耗 6 亿吨标煤，占社会总能耗的 30%。建筑能耗占全国总能耗的比例已由 27.6% 上升到 33% 以上，推广节能建筑已成为未来建筑业发展的重点。发展商品混凝土，采用工厂化生产，使用早强减水剂等外加剂技术，每立方米预拌混凝土中配比水泥用量可减少 80 公斤，可节省水泥生产原材料等资源消耗 80 公斤以上；每立方米商品混凝土综合利用粉煤灰 80-100 公斤。国家自 2003 年起不断出台专门政策禁止现拌，支持预拌；在政策支持下，国内商品混凝土保持了较快的发展速度。

图表 5：商品混凝土产量（立方米）及增速（%）



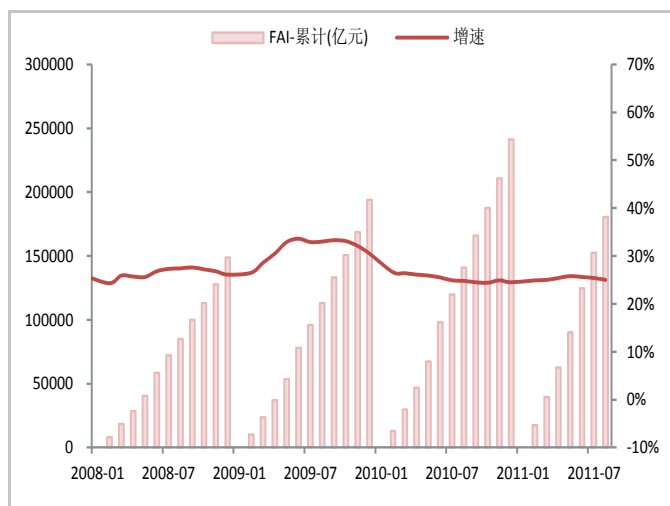
资料来源：WIND

◆ 商品混凝土市场进入快速成长期

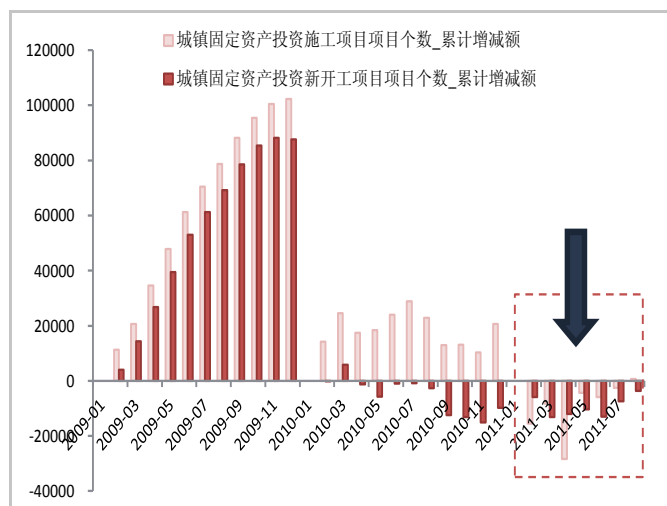
1. 固定资产投资推动混凝土需求

图表 6：固定资产投资规模及增速

图表 7：施工与新开工项目出现下降



资料来源：华泰证券



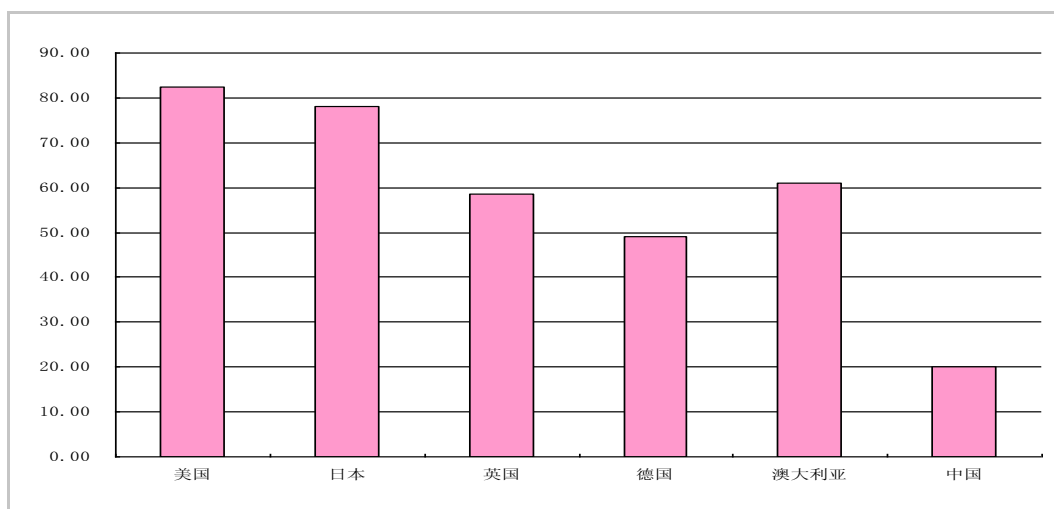
资料来源：华泰证券

“十二五”期间投资仍然是中国经济的主要引擎，城镇化和基础设施建设空间依然广阔。我们预计明年地方政府换届带来的投资动能仍然不小，而铁道部资金紧张问题亦将由政府主导解决。高铁仍会被迫缓建，但十二五整体投资规模料不会出现大幅缩水，如果资金问题得到妥善解决，未来仍会平稳释放混凝土需求。此外，1.8万亿的水利投资和3600万套保障房工程仍然对行业构成利好；因此，混凝土总体需求仍将保持平稳增长的态势。

商混使用比例较低，发展空间较大。

据不完全统计，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。从可统计的数据来看，2010年商业混凝土的产量为6.03亿立方米，同比增长32.32%，约占国内混凝土使用总量的20.1%。从数据来看，我国商业混凝土在混凝土中的使用比例明显偏低，商业混凝土发展空间较大。

图表 5: 商品混凝土在混凝土中的使用比例:

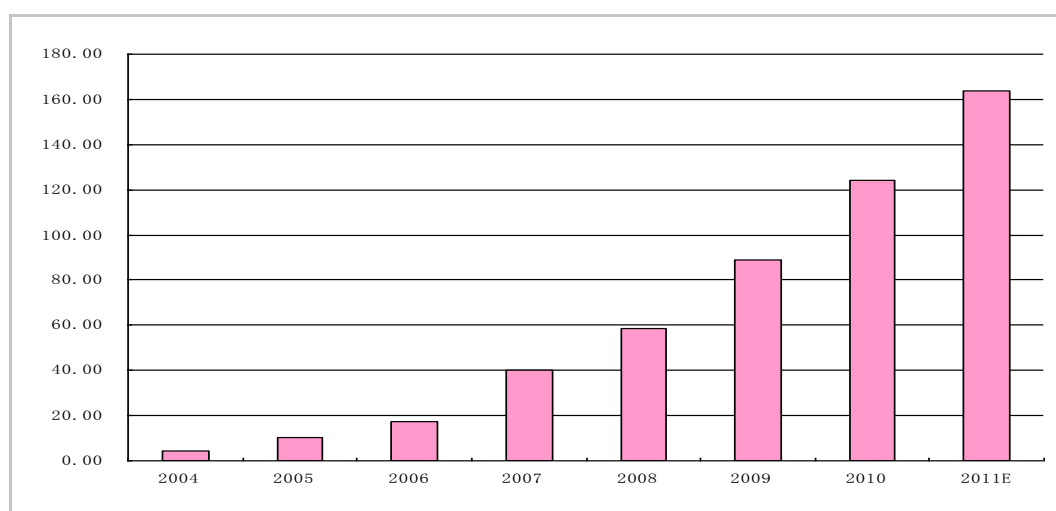


资料来源：中国混凝土网

◆ 减水剂是重要的混凝土添加剂，市场空间迅速成长

减水剂是混凝土外加剂中最重要的品种之一，可以单独使用，也可与其他功能性组分复配成复合外加剂，用来改善混凝土的许多性能。据检测，减水剂可明显减少拌和混凝土时所加入的水量（20-28%），大大提高混凝土浆料的流动性能、混凝土的强度（20%以上）和寿命（一倍以上），并可以提高工程的质量，降低成本，满足现代建筑对混凝土性能提出的各种特殊要求，在工程建设、节能领域、工程经济、劳动保护及环境保护方面具有重要的现实意义受宏观经济运行情况的影响，预计 2010 年 - 2012 年，我国商品混凝土产量平均增速将达到 25%，2012 年我国商品混凝土产量将达 11.79 亿立方米，按平均每立方掺 6 公斤高效减水剂计，约需高效减水剂 707.4 万吨。

图表 5：高效减水剂【羧酸系（浓度 20%）】产量快速增长：



资料来源：中国混凝土网

公司在减水剂市场具备竞争优势

根据中国建筑材料联合会公布的新修订的《GB8076 混凝土外加剂》标准，按照减水率的高低，可将减水剂分为普通减水剂（以木质素磺酸盐类减水剂为代表）、高效减水剂（包括萘系减水剂、萘系减水剂、洗油系减水剂、氨基磺酸盐减水剂、脂肪族减水剂、密胺系减水剂等）和高性能减水剂（以聚羧酸系减水剂为代表）三类。目前，效果最好、性能最优、受到国家支持应用的是聚羧酸系高性能减水剂。减水剂的广泛应用促进了我国混凝土新技术的发展，已经逐步成为优质混凝土必不可少的材料。

目前，奈基和羧酸系的高效减水剂是减水剂行业的主流产品，羧酸系高性能减水剂同传统萘系减水剂相比，在减水率、保坍性方面具有十分明显的优势。随着混凝土商品化率的提高，混凝土的运输距离不断延长、泵送比例逐步提高，对混凝土的流动性及保坍性要求日益提高，羧酸系减水剂在传统的低强度混凝土领域的使用也逐步得到重视。同时由于羧酸系高性能减水剂可以大幅度提高粉煤灰、矿粉等矿物掺合料在混凝土中的使用比例，达到降低成本的目的，在商品混凝土行业竞争加剧的情况下，羧酸系减水剂得到混凝土行业青睐是必然的发展趋势。

◆ 快速扩产抢占市场份额

根据中国混凝土网资料，2010 年整个减水剂行业的产值在 200 亿元左右，销售收入上 10 亿的仅有三家，分别是江苏博特，山东万山和吉龙化学，减水剂行业前 5 名的企业仅占有了行业总产量的 27%，而最近三年减水剂需求复合增速超过 25%，行业集中度不高，市场空间快速增长反映出行业仍然处于导入期，此时抢占足够的市场份额将保证公司在行业进入成长期时维持竞争优势。公司在重庆和贵州的扩张已经初见成效，11 年上半年公司在两地的销售收入增幅分别达到 661.39% 和 368.92%，通过与当地研究机构的合作，公司可以迅速切入外地市场，扩大公司产品的市场份额；随着公司在河南、陕西及广东子公司的建立，公司的异地扩张将进一步加速，市场份额有望进一步提升。公司的经营策略符合行业的发展趋势，我们看好公司在减水剂行业的扩张模式。

公司目前二代产品（萘基）包括福建科之杰 3 万吨和去年收购的重庆建研 5 万吨，合计 8 万吨；三代产品（羧酸系）包括漳州（募投项目）5 万吨（含固量 40%）和去年收购的贵州建工 3 万吨（含固量 40%），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%，预计今年产量为 2 万吨。公司减水剂产量由 2007 年的行业第 10 位上升到今年上半年的行业第三位。

图表 6：2010 年减水剂行业主要生产企业及市场份额：

企业名称	产值（亿元）	市场份额
山东万山	12	6%
江苏博特	10	5%
吉龙化学	10	5%
华伟银凯	4	2%
广东红墙	4	2%
天津飞龙	2	1%
科之杰	2	1%

资料来源：中国混凝土网，华泰证券

◆ 研发优势满足客户差异化需求

减水剂行业的研发壁垒主要体现在要能合理配置出在减水率、保坍性方面等符合客户要求的混凝土产品，这些配方需要时间和经验的积累；公司自 2000 年开始从事混凝土外加剂的研究开发工作，长期的经验积累使公司的研发力量能够对客户的需求迅速做出反应，调配出符合客户需求的混凝土产品。

同时，公司在羧酸系减水剂合成、复配和应用领域取得了突破，成为国内少数几家完全掌握羧酸系减水剂合成与应用技术的企业之一。公司先后独立开发了 5 条合成工艺路径，申请 4 项相关发明专利，并采用低温酯化和一步共聚改性技术，将羧酸系减水剂成功应用到 C40 以下低标号混凝土，并批量供应，拓展了产品应用范围。

◆ 资金优势是重要的竞争力来源

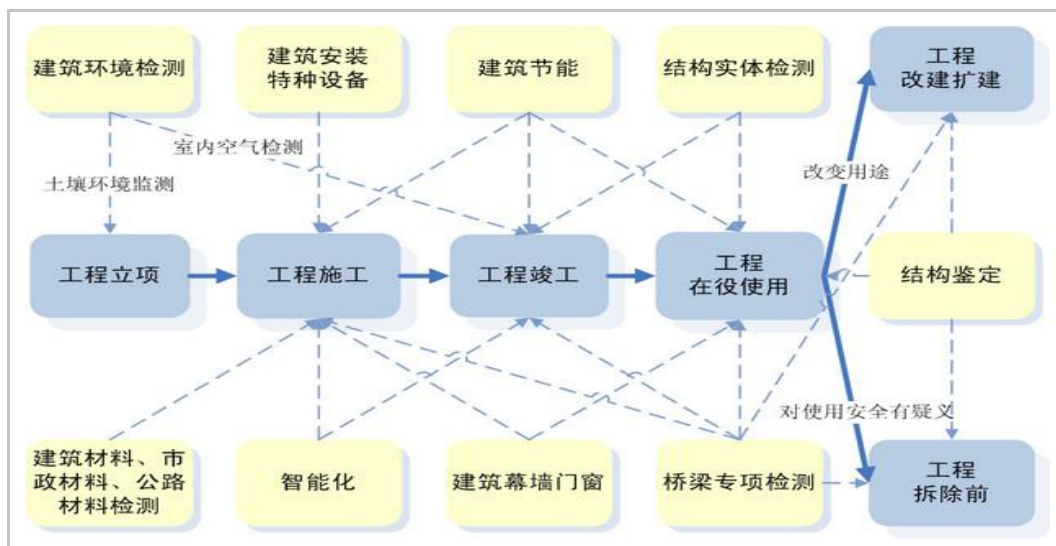
公司是目前唯一一家主营收入来自于混凝土减水剂的上市公司，公司 10 年上市后超募资金 4 亿元，2011 年三季报来看货币资金有 5.8 亿元，资产负债率 15.35%，资金优势明显。

减水剂行业的销售特点是需要对下游的混凝土企业垫资销售，每销售 5 万吨的减水剂约需要配套资金 3000-5000 万元，垫资周期一般为三个月；销售中对流动资金的要求大幅提高了行业的进入门槛，公司上市

后获得的资金优势将有力的推动产品销售，竞争优势明显。

建筑工程检测业务为公司其他业务发展提供稳定现金支持

图表 7：公司建筑工程检测业务流程



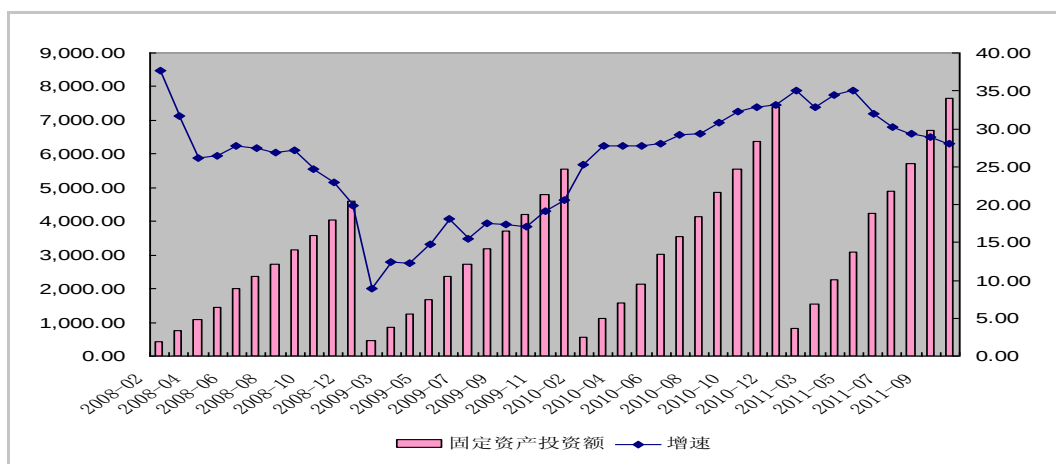
资料来源：公司公告

建设工程质量检测由于国家法规强制规定而成为建筑市场必不可少的一个分支产业，从全国来看，除中国建筑科学院下属的国家建筑工程质量监督检测中心面向全国开展业务，主要承担国家监督抽查、仲裁、实行生产许可证产品、认证产品的检验以及新产品鉴定和委托检验等工作外，各地建设工程质量检测机构均主要面向区域内市场开展业务。

福建省目前共有 140 余家检测机构，其中厦门市 8 家。在 2003 年福建省建设厅颁发的工程综合类甲级检测单位名单中仅有厦门市建筑工程检测中心与福建省建筑工程质量监督检测中心站两家机构；公司在厦门市及其周边检测市场的市场份额约为 64%，龙头地位明显。

固定资产投资的稳步增长保障检测业务的市场空间

图表 8：福建省固定资产投资规模：



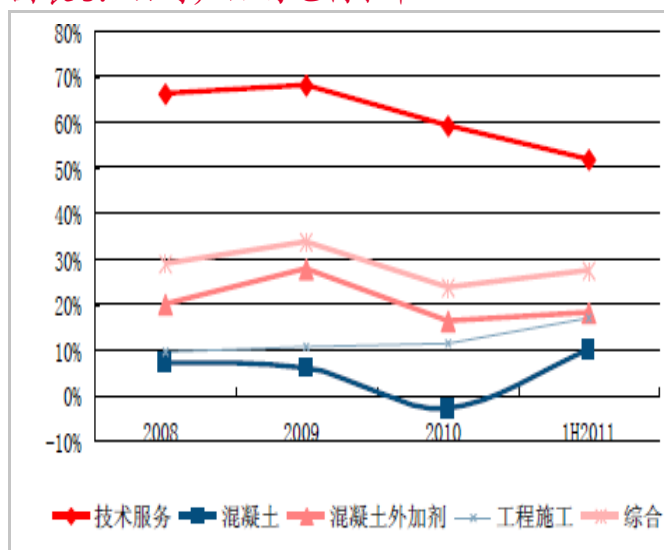
资料来源：中国混凝土网

新建基础建设项目稳步增长。福建省目前是沿海地区建筑业总产值最低的省份，随着海峡西岸城市群规划的获批，两岸经贸合作的不断加深，福建省目前已成为沿海地区建筑业总产值增长速度最快的省份，固定资产投资增速达到 28%，高于 25% 的全国平均水平，新建项目的检测市场规模处于稳步扩张中。

老建筑的维护、拆除和定期寿命检测给业务增长带来支撑。根据建设部颁布的《城市危险房屋管理规定》，房屋所有人有险不查或损坏不修的应承担民事或行政责任。房屋建筑在使用过程中，必须对其进行定期检测和周期性维修，以保持房屋状态良好，延长房屋使用寿命。一般而言，各类房屋的维修周期是：砖木结构房屋 12-15 年，砖混结构房屋 15-20 年，钢筋混凝土结构房屋 20-25 年，当这些建筑物达到设计的使用年限之后，为了确保继续使用的安全性，需对其进行质量鉴定，确保不存在安全隐患。随着时间的推移，我国上世纪末经济大发展时期所建造的大量建筑将步入老龄化阶段。可以预期，老建筑的维护、拆除及定期检测业务规模将逐步扩大。

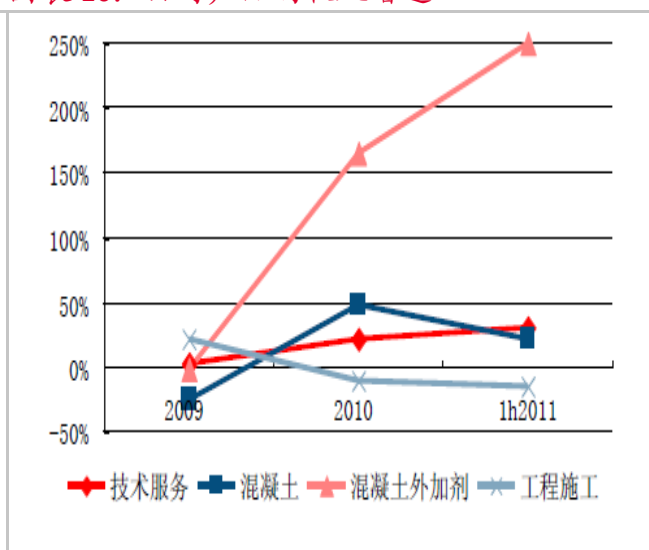
检测业务的收入将保持稳定增长，是公司稳定的现金流来源

图表 9：公司产品的毛利水平



资料来源：华泰证券

图表 10：公司产品的收入增速



资料来源：华泰证券

2011 年上半年公司检测业务的收入同比增长了 31.13%，毛利率水平为 51.89%，同比下降了 10.42%，收入的增长反映出公司检测业务总量仍然处于不断增加的状态，而毛利率的下降主要由于公司异地扩张带来的费用上升；在检测业务报价保持稳定的情况下，公司的毛利率水平会随着异地扩张的完成逐步得到提高。

公司的检测业务的高毛利水平可以给公司其他业务的发展带来良好的现金支持，是公司稳步发展的基础。

混凝土业务收入在公司主营收入中比例将下降

2010 年公司混凝土业务出现较大亏损，主要原因是厦门地区需求大幅萎缩由 09 年的年需求 1200 万方

下降为 10 年的 700 万方，本地的混凝土供应商众多，竞争激烈；同时福建水泥价格持续上涨带来混凝土成本高涨，导致公司的混凝土业务出现亏损。2011 年厦门地区的混凝土总体需求量维持在 700 万方左右，随着一些小型的混凝土供应商退出市场，行业的供求关系有所好转，公司的混凝土业务能够扭亏为盈，业务的毛利水平维持在 10% 左右的水平，对公司整体业绩贡献不大。

目前，公司混凝土产能 120 万方，实际投产的产能为 90 万方，从调研情况看公司未来不准备对混凝土业务进行产能的扩张，混凝土业务在公司总收入的比例将出现下降。

盈利预测及评级

图表 11：主要产品收入预测表：

	2011	2012	2013
减水剂销售（含固量 40%）			
销量（万吨）	13	17	21
收入（万元）	88200	114660	141639
成本（万元）	67914	87141.6	107645.64
毛利	20286	27518.4	33993.36
毛利率	23%	24%	24%
建筑工程检测			
收入（万元）	11900	14042	16570
成本（万元）	5831	6740.16	7953.6
毛利	6069	7301.84	8616.4
毛利率	51%	52%	52%
混凝土销售			
收入（万元）	9710	10240	10375
成本（万元）	8739	9216	9337.5
毛利	971	1024	1037.5
毛利率	10%	9%	10%
合计			
收入	109810	138942	168583
成本	82484	103097.76	124935.74
毛利	27326	35844.24	43647.26
毛利率	28%	28.3%	28.67%

资料来源：华泰证券研究所

我们预计公司 2011-2012 年实现收入 10.98 亿元和 13.89 亿元，同比增长 85% 和 27%；实现归属于母公司净利 1.16 亿元和 1.61 亿元，同比增长 102% 和 39%，每股收益 0.74 元和 1.03 元。公司目前股价对应 2011-2012 年 PE 分别为 29 倍和 21 倍，低于公司三年复合业绩增速，股价合理；我们看好减水剂行业未来五年的发展趋势，公司在行业里较强的竞争力将保障公司业绩的增长，首次给予“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	990	1356	1588	1850
现金	647	733	795	895
应收账款	266	497	630	760
其它应收款	15	23	31	37
预付账款	12	24	29	35
存货	26	43	55	66
其他	25	36	47	57
非流动资产	355	295	266	241
长期投资	5	2	3	3
固定资产	197	191	175	154
无形资产	68	66	64	63
其他	86	35	24	21
资产总计	1346	1650	1854	2091
流动负债	202	419	496	582
短期借款	0	19	13	15
应付账款	83	215	260	304
其他	119	184	223	262
非流动负债	12	2	-8	-18
长期借款	0	-7	-18	-27
其他	12	8	10	9
负债合计	214	420	487	563
少数股东权益	7	7	7	7
股本	120	156	156	156
资本公积	803	767	767	767
留存收益	202	300	437	598
归属母公司股东权益	1125	1223	1360	1521
负债和股东权益	1346	1650	1854	2091

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-6	37	113	149
净利润	58	116	161	200
折旧摊销	19	24	26	27
财务费用	-5	6	5	3
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-89	-104	-90	-90
其它	12	-5	11	8
投资活动现金流	-536	39	3	-1
资本支出	61	0	0	0
长期投资	-4	-14	-3	1
其他	-479	24	0	-0
筹资活动现金流	708	10	-54	-48
短期借款	-57	19	-6	2
长期借款	-20	-7	-11	-10
普通股增加	30	36	0	0
资本公积增加	776	-36	0	0
其他	-21	-2	-37	-40
现金净增加额	166	86	62	100

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	1098	1389	1686
营业成本	454	825	1031	1249
营业税金及附加	11	6	8	9
营业费用	28	44	60	71
管理费用	42	79	99	121
财务费用	-5	6	5	3
资产减值损失	9	7	7	7
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	56	132	180	226
营业外收入	10	9	9	9
营业外支出	0	8	6	6
利润总额	65	132	183	228
所得税	8	16	22	28
净利润	58	116	161	200
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	116	161	200
EBITDA	69	162	211	255
EPS (元)	0.48	0.74	1.03	1.28

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	63.4%	84.7%	26.5%	21.3%
营业利润	-23.8%	136.6%	36.3%	25.5%
归属于母公司净利润	-16.3%	102.0%	38.7%	24.4%
获利能力				
毛利率	23.6%	24.9%	25.8%	25.9%
净利率	9.7%	10.6%	11.6%	11.9%
ROE	5.1%	9.5%	11.8%	13.2%
ROIC	11.0%	26.4%	32.1%	36.3%
偿债能力				
资产负债率	15.9%	25.5%	26.3%	26.9%
净负债比率	0.00%	2.94%	-1.05%	-2.24%
流动比率	4.91	3.24	3.20	3.18
速动比率	4.78	3.14	3.09	3.07
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.73	0.79	0.85
应收账款周转率	3	3	2	2
应付账款周转率	5.28	5.54	4.33	4.42
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.74	1.03	1.28
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.24	0.73	0.95
每股净资产(最新摊薄)	7.21	7.84	8.72	9.75
估值比率				
P/E	44.64	28.73	20.71	16.65
P/B	2.28	2.73	2.45	2.19
EV/EBITDA	19	8	6	5

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现 20% 以上;

推荐: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;

观望: 市场表现在 -5% ~ +5% 之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现 5% 以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。