

建研集团 (002398.SZ)

公司研究/调研简报

检测业务发展良好，减水剂业务高速增长但有隐忧

—建研集团 (002398.SZ) 调研简报

民生精品---调研简报/建材行业

2012 年 1 月 9 日

近日，我们对公司的主要经营状况、检测业务的扩张情况和减水剂生产状况等进行了调研。公司以检测业务为基础，以减水剂业务为主要拓展方向，同时重视基地建设和人才培养，我们看好公司未来的发展。

➤ 突围薄弱地区，开拓减水剂市场

2010 年我国水泥产量 18.6 亿吨，其中 60% 的水泥用于混凝土的生产。根据搅拌方式的不同，混凝土分为预拌混凝土和现拌混凝土，其中预拌混凝土由于在组织材料、配比和施工方式等方面的显著优势，成为未来混凝土的主流趋势。目前我国混凝土总量约为 30 亿立方，商业混凝土产量约为 10 亿立方，“十二五”期间，国家要求提高商混预拌比例，预计“十二五”末我国商业混凝土比例将上升至 50%，未来市场空间广阔。

作为商业预拌混凝土的必备添加剂——减水剂，在混凝土总成本中的占比约为 3%-5%，但每立方米混凝土的减水剂用量约为 2.5-4.5kg，2010 年我国减水剂消费总量约为 425 万吨，其中二代减水剂占比 67%，三代减水剂占比 28%。与二代减水剂相比，三代羧酸系减水剂在性能上更加优越，对混凝土的性能改善效果更好，但由于三代减水剂的主要原料环氧乙烷价格较高，在很长一段时间内减水剂市场将仍然以二代为主；另外，由于三代减水剂的生产设备与二代减水剂生产设备的较大差异性，使替换成本较大。因此在我国这个替代时间将较长，预计三代减水剂的占比从目前的 30% 左右提升到 60% 尚需十年的时间。

目前，我国减水剂行业上属于成长的中前期，各地减水剂市场竞争较小，中小企业和大企业并存，市场覆盖重合度较低，大企业之间尚未出现激烈的正面交锋。目前，前十大减水剂企业的市场占有率总和仅为 25%，尚未形成规模效应。随着行业的发展和整合，预计小企业会在日益加剧的竞争中逐渐退出市场，各地将形成以大企业为主导的区域性市场。未来几年，受益于商业混凝土占比的提升，减水剂行业仍将继续快速发展，市场容量将进一步扩大。

表 1: 2010 年减水剂企业销售收入 (亿元)

公司	收入 (亿元)
山东万山	12
江苏博特	11
吉龙化学	10
华伟银凯	3.6
广东红墙	3.4
天津飞龙	3.0
建研集团	2.7
山西黄腾	2.7
深圳五山	2.4
天津襄阳	2.0

资料来源：中国混凝土网，民生证券研究所整理

早在八十年代，公司已形成了检测服务、商业混凝土和混凝土外加剂三大业务，2007 年开始，公司侧重发展减水剂业务，其它两项业务占比有所下降。

目前公司减水剂业务收入占比超过 60%，毛利占比近半，从 2010 年期增长速度超过 150%，成为公司最大的业务板块。2011 年前三季度减水剂收入 5.1 亿元，其中二代减水剂销量 11.5 万吨，三代减水剂销量 2.7 万吨。

2010 年开始，公司在原有厦门基地的基础上，通过收购方式迅速在中西部地区建立生产基地，同时进一步巩固南方市场，在福建、广东地区也新建立基地组织生产。目前公司共有用已建成和在建的减水剂生产基地 7 个，主要情况如下图所示：

谨慎推荐

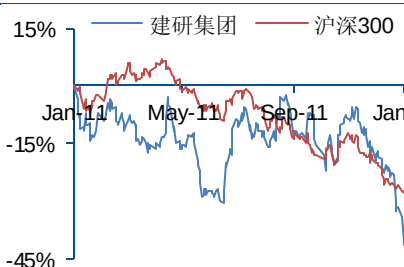
首次评级

目标价：-

交易数据 (2012-1-9)

收盘价 (元)	14.60
近 12 个月最高/最低	24.21/13.35
总股本 (百万股)	156
流通股本 (百万股)	39
流通股比例%	51.1
总市值 (亿元)	22.8
流通市值 (亿元)	5.7

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：王小勇

执业证书编号：S1090209120321

电话：(86755)22662099

Email: wangxiaoyong@mszq.com

段然：(86755)22662122

Email: duanran@mszq.com

相关研究

表 2：公司减水剂主要生产线一览

基地名称	年产能	达产情况	股权比例
厦门基地	3 万吨二代，0.8 万吨三代	完全达产	100%
漳州基地	5 万吨三代	预计 2012 年中达产	100%
贵州基地	3 万吨三代	基本达产	70%
重庆基地	5 万吨二代	完全达产	76.23%
河南基地	二代	试生产	100%
陕西基地	三代	在建	70%
广东基地	三代	在建	70%

资料来源：民生证券研究所整理

目前公司拥有二代（萘系）混凝土减水剂产能 8 万吨，三代（羧酸系）混凝土减水剂产能 8.8 万吨，二代减水剂均价在 2000-3000 元/吨，三代减水剂均价在 8000 多元/吨。由于水泥和砂石质地的不同，导致了减水剂的生产个性化强，客户需求多样，因此在价格上可比性较小。

厦门基地是公司减水剂生产的首个基地，由于市场的需求，主要生产二代减水剂。目前主要客户来自于房建企业、基础设施建设等大型工程，需求较为分散，整体呈现供不应求的局面，因此公司去年利用上市募投资金在漳州开辟新基地以满足市场需求。2011 年上半年公司在福建省内共销售二代减水剂 4.8 万吨，三代减水剂 1.3 万吨。由于公司在厦门地区减水剂市场的市场占有率约为 43%，因此具有较大的话语权。去年由于工业萘价格提升，公司对二代减水剂产品一次性提价 300 元/吨，有效保障公司的盈利水平，也足见公司在厦门及福建地区的控制力。未来公司将在此地区进一步开拓三代减水剂市场，提高利润率。

由于公司目前主要的减水剂市场在福建、广东和江西地区，因此公司于 2011 年斥资 3500 万元在广东茂名建立另一减水剂生产基地——广东科之杰，贴近市场（茂名地处广东和广西交界处，市场覆盖面积大）的同时与广东奥克合作，有利于对于上游原材料（环氧乙烷）价格成本的控制，同时对运费的节省也有很大帮助。目前，广东基地尚在草创阶段，产能未作公布。

由于目前减水剂市场覆盖率低，公司在有效控制华南市场的同时，积极开拓其它有利市场。2010 年公司以 1300 万和 300 万收购了重庆建研和贵州建工建材，分别生产二代和三代减水剂，目前都已经达产，面向西部需求市场。由于重庆地区多为长江河砂，决定了基地只能生产二代减水剂，同时重庆市场开放程度高，由于国家对于西部建设的支持使重庆、贵州等地基础设施建设力度不减，给予减水剂产品更大的利润空间；同时此区域没有大型减水剂企业控制，成为公司全国部署的第一步。2010 年重庆和贵州地区减水剂收入 2.7 亿元，实现翻倍增长；2011 年上半年贵州地区销售三代减水剂 0.4 万吨，重庆地区销售二代减水剂 2.7 万吨。目前公司在重庆、贵州的减水剂市场占有率已接近 10%。

此外，为了进一步扩大市场，公司于 2011 年在河南和陕西分别斥资 500 万和 3500 万建立减水剂生产基地，进军中部市场。由于河南省内需求全部为二代减水剂，又考虑到三代减水剂的替代周期较长，因此河南基地将建设二代减水剂生产线。由于河南基地原有基础较好，改造时间短，预计 2012 年上半年有望达产。陕西基地目前尚处于土地证办理阶段，预计 2 年内可达产，截至到目前，河南和陕西基地的减水剂产能未作公布。

► 检测业务为其他业务的展开提供坚实保障

公司以建筑工程检测业务起家，由于检测业务资质认定复杂，门槛较高，且为国家强制规定的业务，因此客户关系较为稳定，具有较强的依赖性和确定性。目前此项业务已成为公司的“现金牛”业务，为公司减水剂业务的进一步发展奠定了良好的基础。

2010 年公司检测业务实现收入约 1.3 亿元，同比增长 21.41%。随着公司减水剂业务的突飞猛进，检测业务的收入占比出现下降，约为 22%-23%，但毛利占比则一直维持在 60%以上。目前检测业务每年发出报告 30 万份左右，每单收入 450-500 元，总体收入仍以每年 10%左右的速度增长。2011 年上半年公司实现检测收入 7638 万元，毛利率 51.89%。由于检测业务具有稳定的高毛利率，因此有效保证了公司经营毛利率维持在较高水平。

作为福建省内两家拥有建设系统全部 14 项建设工程质量检测专项资质的综合性机构，公司是唯一一家取得跨建设与交通两项检测资质的检测机构，多年来在福建省内形

成良好的口碑和稳定的客户群，省内检测业务市场占有率高达 60%。

从 2010 年开始，公司开始开拓厦门以外地区的检测业务市场，在省内及省外的重庆、上海等地通过收购方式建立研究院开展检测业务。2010 年公司检测业务收入同比增长 30%，是由于公司在省内认可度高，在福建省内除厦门外地区检测业务开展较为顺利，贡献了其中的大部分利润；但由于检测业务客户稳定性高，同时由于终身问责制造成本地化倾向严重，目前重庆和上海市场尚属投资阶段，公司通过接受低利润率的项目做起逐步抢占市场，建立口碑。目前，公司已在重庆地区取得全部资质，成为该地区第五个综合甲级检测机构，2010 年公司在重庆市实现 5000 多万元检测收入，同比增长四倍；上海地区尚未取得全部资质，但其价值已高于收购之前，处在进一步升值的通道中。

► 混凝土产品以质取胜，处于平稳发展期

公司混凝土产品拥有约 90 万方实际产能，30 万方产能正在搬迁改建中，总共 120 万方计划产能，2010 年公司混凝土产品实现收入月 1.4 亿元，同比增长 48.6%；2011 年上半年公司实现混凝土收入 7880 万元，毛利率约为 10%。由于公司混凝土产品市场主要来自于厦门及其周边地区，并且混凝土运输的有效半径仅为 20 公里左右，因此目前公司混凝土基地主要集中在福建省厦门市和漳州市，其中漳州市混凝土产品目前尚需厦门运输过去，并不自行生产。

目前公司混凝土需求主要来自于保障房建设、基础设施建设等房地产相关领域，需求较为分散，没有长期稳定客户。主要原因是公司自 2010 年起提出混凝土的发展目标是“保质优于保量”，不追求低效率的增长，因此目前公司混凝土产品的生产和销售较为平稳，厦门地区市场占有率排名第五，并无意向向厦门以外地区扩张。

2010 年由于水泥价格上涨，造成混凝土成本提高（水泥和河砂单价平均上涨 10% 和 22%），对于已处于微利阶段的混凝土行业来说影响较大，造成厦门全混凝土行业的亏损，公司混凝土业务也亏损 1000 多万元，毛利率下降至 -2.95%。今年由于原材料的价格较为稳定，需求平稳增长，公司混凝土业务已实现扭亏，毛利率也已恢复到正常水平。

► 投资建议

公司以检测业务为基础，积极开拓减水剂市场，同时重视基地建设和人才培养，我们看好公司未来的发展。我们预计公司 2011-2013 年检测业务收入分别为 1.6 亿元、1.84 亿元和 2.3 亿元；混凝土业务收入分别为 1.68 亿元、1.94 亿元和 2.32 亿元；混凝土外加剂（减水剂）业务收入分别为 5.67 亿元、8 亿元和 10.3 亿元，对应 2011-2013 年公司年营业收入为 9.36 亿元、12.24 亿元和 15.5 亿元，分别增长 57%、31%和 27%；归属于母公司净利润分别为 1.25 亿元、1.75 亿元和 2.48 亿元，分别增长 115%、40%和 42%。因此预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.8 元，1.12 元和 1.59 元，给予“谨慎推荐”评级。

► 风险提示

公司减水剂业务属于预先垫资销售型行业，营运资金对于业务具有举足轻重的作用。目前公司依靠检测业务较快的现金回笼速度来弥补减水剂业务的资金缺口，对其有效补充。但随着公司减水剂业务的快速扩张，处于平稳增长中的检测业务（由于原有市场有限，新开拓的市场短期内无法迅速成长）将可能无法满足减水剂业务的垫资需求，因此公司减水剂生产经营中较易出现资金周转风险；

混凝土减水剂成本中原材料占比较高，二代减水剂的主要原料工业萘和三代减水剂的主要原料环氧乙烷价格长期内趋于下降，但短期波动风险仍然存在。去年公司二代减水剂产品提价便是工业萘价格上涨使然；另外作为混凝土产品重要原材料的水泥价格也存在波动风险，公司在福建地区的水泥采购较分散，议价能力不强，给混凝土生产经营造成风险；

检测业务人力成本占比较大，目前公司在上海和重庆的检测业务刚刚展开，都处于投资阶段，由于检测业务的异地扩张过程较缓慢，因此在投资期内存在人力成本上升，管理成本增加的风险；

此外，如果经济下行速度过快，则存在系统性风险。

分析师与联系人简介

王小勇，重庆建筑大学技术经济及管理硕士，水电建筑工程学士，4年相关行业工作经验、4年证券行业从业经验。2011年2月加盟民生证券，主要研究建筑工程及建材行业，卖方分析师金牛奖2010年第三名、2011年第五名；水晶球2010年、2011年第三名；新财富2010年、2011年第四名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	sz_liuyi@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。