

其他建材

署名人: 李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@cjis.cn

6-12 个月目标价：

当前股价: 15.45 元

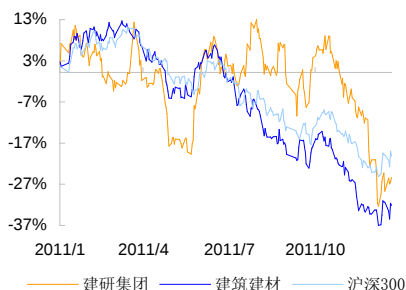
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2319.12
总股本(百万)	156
流通股本(百万)	39
流通市值(亿)	6
EPS	0.48
每股净资产(元)	9.37
资产负债率	15.89%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
建研集团	-14.78	-21.64	-23.96
建筑建材	4.40	-14.18	-28.89
沪深 300 指数	5.02	-3.06	-19.10


相关报告

建研集团-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
 建研集团-检测为“需”, 减水剂为“锋” 13 年或是公司业绩爆发时点 2011-11-01
 四季度业绩和三季度持平, 异地扩张须突破人才瓶颈 2011-11-18

建研集团
002398
推荐
减水剂异地扩张致公司收入规模、销售毛利率齐升

公司今日披露了 2011 年度业绩预告修正公告: 2011 年度归属于上市公司股东的净利润为 1.29-1.47 亿元, 较去年同期增长 125%-155%。

投资要点:

- **减水剂业务的异地扩张及三代占比提升致公司收入规模、销售毛利率齐升, 是利润大幅增长的主因。**公司三大主营业务技术服务、混凝土和减水剂预计分别增长 20%、10%和 110%。减水剂收入的大幅提升将使得公司 11 年的销售收入达 10 亿左右的规模, 较 10 年几乎翻番。与此同时, 减水剂收入中毛利较高的三代收入占比由 10 年的 20%大幅提升至 11 年的 46%, 加之混凝土扭亏为盈, 虽然技术服务由于异地扩张致毛利率小幅下降, 公司 11 年的销售毛利率仍较 10 年提升 3 个百分点左右。因此减水剂业务的快速异地扩张是公司 11 年度利润大幅增长的主因。
- **减水剂业务重点布局西部利于公司规避地产调控风险, 12 年减水剂业务仍将较快增长。**公司在本部之外的减水剂业务的产能重点布局在西部的重庆、贵州、陕西等地区, 而这些地区受房地产调控的影响较小, 且 12 年西部地区的基建投资增速仍将保持较高水平, 因此我们认为 12 年西部地区减水剂的需求仍将比较旺盛, 这可以从公司四季度减水剂业务良好的销售情况得到验证。因此我们认为公司 12 年的减水剂业务能够较好地规避房地产调控的不利影响实现较快增长。
- **公司近日收购的“银洲砼材”资产将增厚公司 12 年的 EPS 0.1 元。**按照郑州市市场 4 亿元的市场规模以及“银洲砼材”20%的市场份额估算, 公司此次收购保守估计将给公司增加 1.2 亿元的收入, 增厚 12 年 EPS0.1 元左右。
- **维持“推荐”评级。**预计 11-13 年 EPS 分别为 0.87 元/1.13 元/1.78 元, 当前股价对应 12 年 PE 为 13.5 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示:

- 1. 宏观经济下行以及地产调控致需求增速低于预期; 2. 原材料成本上涨致销售毛利率降低。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	594	1053	1371	2100
收入同比(%)	63%	77%	30%	53%
归属母公司净利润	57	135	176	277
净利润同比(%)	-16%	135%	30%	58%
毛利率(%)	23.6%	27.5%	27.5%	28.0%
ROE(%)	5.1%	10.9%	12.4%	16.3%
每股收益(元)	0.37	0.87	1.13	1.78
P/E	41.32	17.56	13.52	8.58
P/B	2.11	1.91	1.68	1.40
EV/EBITDA	25	10	7	5

资料来源: 中投证券研究所

一、减水剂业务异地扩张、三代收入占比提升致公司收入规模和销售毛利率齐升

公司三大主营业务技术服务、混凝土和减水剂预计分别增长 20%、10%和 110%。减水剂收入的大幅提升将使得公司 11 年的销售收入达 10 亿左右的规模，较 10 年几乎翻番。与此同时，减水剂收入中毛利较高的三代收入占比由 10 年的 20%大幅提升至 11 年的 46%，加之混凝土扭亏为盈，虽然技术服务由于异地扩张致毛利率小幅下降，公司 11 年的销售毛利率仍较 10 年提升 3 个百分点左右。

图 1 公司主营业务历年毛利占比情况

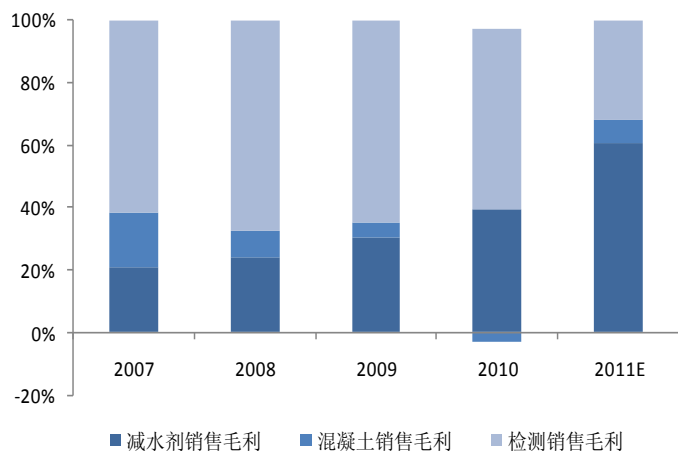
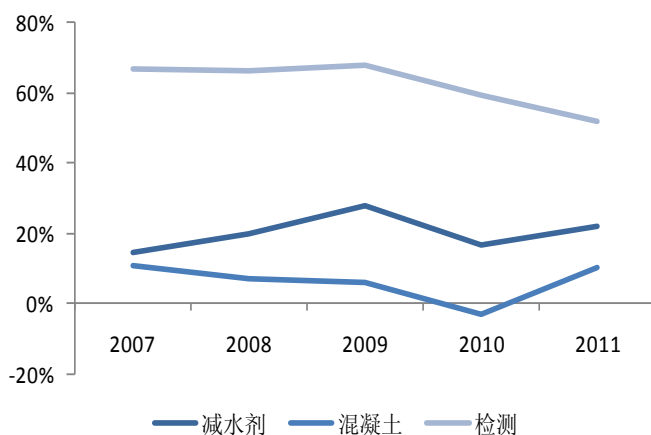


图 2 公司主营业务历年销售毛利率变动情况



资料来源：公司公告，中投证券研究所

二、减水剂业务重点布局西部利于公司规避房地产调控风险，12 年减水剂业务仍将较快增长。

公司在本部之外的减水剂业务的产能重点布局在西部的重庆、贵州、陕西等地区，11 年这些地区减水剂业务的收入占比已经达到 30%，未来随着区域内减水剂产能的逐步达产，收入占比还将继续提升。而这些地区受房地产调控的影响较小，且 12 年西部地区的基建投资增速仍将保持较高水平，因此我们认为 12 年西部地区减水剂的需求仍将比较旺盛，这可以从公司四季度减水剂业务良好的销售情况得到验证。因此我们认为公司 12 年的减水剂业务能够较好地规避房地产调控的不利影响实现较快增长。

图 3 公司减水剂分地区收入占比

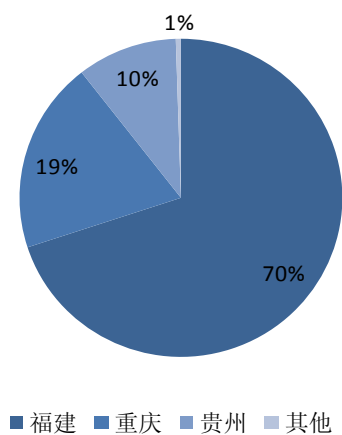
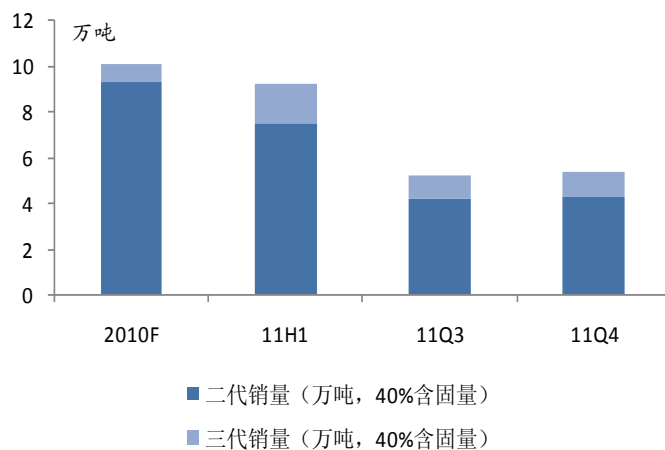


图 4 公司减水剂产品销量情况



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
流动资产	990	1164	1386	1875
现金	647	500	539	604
应收账款	266	527	672	1008
其他应收款	15	26	34	53
预付账款	12	20	26	39
存货	26	50	60	91
其他流动资产	25	42	55	80
非流动资产	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
其他非流动资产	86	70	74	79
资产总计	1346	1591	1856	2335
流动负债	202	330	420	622
短期借款	0	0	0	0
应付账款	83	145	189	287
其他流动负债	119	185	231	334
非流动负债	12	12	11	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	11	10
负债合计	214	342	431	632
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	320	495	772
归属母公司股东权益	1125	1242	1418	1695
负债和股东权益	1346	1591	1856	2335

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-6	-42	119	95
净利润	58	136	176	278
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	-174	-92	-222
其他经营现金流	12	-24	-1	-1
投资活动现金流	-536	-97	-85	-37
资本支出	61	100	80	30
长期投资	-4	1	1	2
其他投资现金流	-479	3	-4	-5
筹资活动现金流	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
其他筹资现金流	-21	-8	5	7
现金净增加额	166	-147	40	65

利润表

会计年度	2010	2011	2012	2013
营业收入	594	1053	1371	2100
营业成本	454	764	993	1512
营业税金及附加	11	19	25	38
营业费用	28	58	69	105
管理费用	42	60	78	118
财务费用	-5	-10	-5	-7
资产减值损失	9	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	56	153	202	325
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	65	163	211	334
所得税	8	27	35	57
净利润	58	136	176	278
少数股东损益	0	0	0	1
归属母公司净利润	57	135	176	277
EBITDA	69	173	238	365
EPS (元)	0.48	0.87	1.13	1.78

主要财务比率

会计年度	2010	2011	2012	2013
成长能力				
营业收入	63.4	77.1	30.2	53.2
营业利润	-23.8	174.5	31.8	61.0
归属于母公司净利润	-16.3	135.3	29.9	57.6
获利能力				
毛利率	23.6	27.5	27.5	28.0
净利率	9.7%	12.8	12.8	13.2
ROE	5.1%	10.9	12.4	16.3
ROIC	9.7%	16.3	19.0	24.6
偿债能力				
资产负债率	15.9	21.5	23.2	27.1
净负债比率	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	4.91	3.53	3.30	3.02
速动比率	4.78	3.38	3.16	2.87
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.72	0.80	1.00
应收账款周转率	3	3	2	3
应付账款周转率	5.28	6.71	5.95	6.35
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.87	1.13	1.78
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	-0.27	0.77	0.61
每股净资产(最新摊薄)	7.21	7.96	9.09	10.86
估值比率				
P/E	41.32	17.56	13.52	8.58
P/B	2.11	1.91	1.68	1.40
EV/EBITDA	25	10	7	5

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±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，7 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，经济学硕士，2011 年加入中投证券。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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