

建研集团 (002398) / 其他建材

减水剂龙头，盈利迎向上拐点

评级：增持（维持）

市场价格：12.80

目标价格：

分析师：黄诗涛

执业证书编号：S0740517010006

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

分析师：房大磊

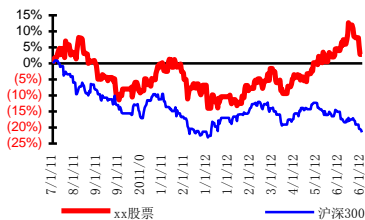
执业证书编号：S0740517020006

Email: fangdl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	343
流通股本(百万股)	252
市价(元)	12.80
市值(百万元)	4390
流通市值(百万元)	3225

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1345	1385	1555	1459	1474
增长率 yoy%	-24.8%	2.9%	12.3%	-6.2%	1.1%
净利润	202	167	200	237	265
增长率 yoy%	-8.9%	-17.2%	19.7%	18.6%	11.5%
每股收益(元)	0.59	0.49	0.58	0.69	0.77
每股现金流量	0.60	0.84	0.27	0.66	0.82
净资产收益率	10.1%	7.9%	8.7%	9.4%	9.5%
P/E	21.7	26.2	21.9	18.4	16.5
PEG	-2.4	-1.5	1.1	1.0	1.4
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

备注：

投资要点

- 公司是减水剂行业龙头，国内首家整体上市的建筑科研机构。目前已形成综合技术服务及外加剂新材料两大主营业务，其中减水剂业务居全国第二，检测业务居福建省第一。2016年公司实现营收13.85亿元，其中外加剂收入为9.10亿元，技术服务收入为2.29亿元。
- 外加剂市场规模超500亿元，具有资金和复配技术优势的龙头有望进一步提升市占率：2015年全国外加剂总产量为1380万吨，总产值超500亿元，减水剂消费量变化与商混基本同步，规模增长趋于稳定。2016年减水剂CR10为18%，行业集中度较低，建研集团减水剂业务市占率为4%。营改增、环保限制等因素将导致小企业退出，具备全国布局能力，技术过硬和资金雄厚的龙头企业具备未来进一步提升市占率的空间。
- 减水剂业务跨区域布局彰显“资金+复配”优势，未来受益增量市场：从2000年成立至今，公司推进“跨区域”发展模式，以并购为主积极外延扩展，在10省、直辖市及海外（菲律宾），共建立14个产业化基地，市占率稳步提升，巩固了中国第二大外加剂生产企业的地位，未来公司将受益“一带一路”、轨道建设和地下管廊建设等重大项目带来的增量市场。
- 减水剂业务毛利率具有逆周期性，17Q1为近年低点，将迎来盈利拐点：减水剂行业作为连接上游大宗化工行业和下游商混行业的中间品行业，其盈利状况表现出一定的逆周期性。在房地产和基建投资增速放缓、减水剂需求增速趋缓，且原材料成本下行时，价格调整的滞后性使得减水剂价格下降幅度小于成本下降幅度，体现为复配企业毛利率逆势提升。预计17年Q1为毛利率低点（25%），有望盈利盈利拐点。
- 检测业务福建第一，在手资金充足保障并购支付能力，助力积极的外延扩张战略：2015年全国检测服务业营收1800亿元，近三年年均增长13%。民营检测机构市场份额接近10%，兼并收购成为了第三方机构通往大型综合检测机构的必经之路。公司积极执行“跨区域、跨领域”的检测业务扩展战略，提出把“加强公司投资项目渠道开发，加速投资并购进程”作为年度工作重点，同时强调在进一步巩固技术服务主业同时，拓展检测新领域业务，延伸大健康消费市场。公司目前在手现金接近6亿元（主要为银行理财）。稳健的经营和充裕的现金使公司具备强大的并购支付能力，为未来检测业务的外延拓展奠定了坚实的基础。
- 投资建议：公司是国内减水剂行业龙头，减水剂业务毛利率具有逆周期性，17Q1为近年低点，有望迎来盈利拐点，强大的并购支付能力将助力公司检测业务继续外延扩张。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.58、0.69、0.77元，当前股价对应PE分别为22、18、16倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：原料成本大幅波动、外延扩张不及预期

内容目录

国内首家整体上市的建筑科研机构，减水剂行业龙头	- 4 -
2010 年上市，高管持股比例高，激励充分	- 4 -
减水剂全国前两强，检测业务福建第一	- 5 -
外加剂市场规模超 500 亿，龙头市占率提升空间大	- 6 -
替代进程加速，三代成为国内减水剂市场主流品种	- 6 -
外加剂市场规模超 500 亿，减水剂消费量趋于平稳	- 7 -
减水剂复配市场集中度低，龙头市占率有望提升	- 8 -
减水剂跨区域布局扩张能力突出，盈利能力有望改善	- 10 -
减水剂业务跨区域布局彰显“资金+复配”优势	- 10 -
“一带一路”、基建业务持续突破，拓展新市场空间值得期待	- 11 -
价格滞后成本波动，盈利水平有望得到改善	- 11 -
民营检测机构增长空间大，公司检测业务外延扩张可期	- 13 -
检测业务具有区域性和资金密集特征，业务领域和规模不断提升	- 13 -
千亿市场规模，民营检测机构快速增长	- 15 -
检测业务“跨区域、跨领域”发展战略，外延扩张值得期待	- 16 -
投资建议	- 18 -
图表 1：中国首家整体上市的建筑科研机构	- 4 -
图表 2：公司董监高成员持股占比较高，激励充分	- 4 -
图表 3：2017Q1 外加剂销量增加带来营收增长	- 5 -
图表 4：原材料价格上涨导致净利润同比下降	- 5 -
图表 5：技术服务业务毛利率较高	- 5 -
图表 6：外加剂和技术服务为公司两大主营业务	- 6 -
图表 7：2016 年公司毛利构成	- 6 -
图表 8：三代减水剂是一种国际公认的安全、绿色环保型高性能减水剂	- 6 -
图表 9：三代减水剂占比达 74%	- 7 -
图表 10：三代减水剂 10 年 CAGR 为 41% (万吨)	- 7 -
图表 11：混凝土外加剂产量保持快速增长 (万吨)	- 7 -
图表 12：2007-2015 年外加剂产值 CAGR 为 13%	- 7 -
图表 14：全国商混、减水剂产量保持平稳增长	- 8 -
图表 15：减水剂产量与商混产量基本同步	- 8 -
图表 16：减水剂市场规模约 300 亿，消费量趋于稳定	- 8 -
图表 17：产业链自上到下逐渐分散	- 9 -
图表 18：2016 年减水剂市场 CR10 为 18.06%	- 9 -
图表 19：2016 年混凝土外加剂前十强企业	- 10 -
图表 20：外加剂业务以收购为主、自建合资为辅形成跨区域扩张	- 10 -
图表 21：环氧乙烷价格底部横整后有所回升	- 11 -
图表 22：成本加成定价对盈利能力的改善尚未体现	- 11 -
图表 23：聚醚单体产业链 (MPEG/APEG/TPEG)	- 12 -

图表 24: 聚醚单体 (APEG) 价格持续上涨 (元/吨)	- 12 -
图表 25: 一季度后减水剂价格开始上扬	- 12 -
图表 26: 环氧乙烷供过于求局面不可避免	- 12 -
图表 27: 预计公司毛利率 18 年 Q2 攀升至高点	- 13 -
图表 28: 减水剂销量与房地产、基建基本同步	- 13 -
图表 29: 公司毛利率具有逆周期性	- 13 -
图表 30: 检测服务贯穿建筑工程建设、使用和拆除全过程	- 14 -
图表 31: 全社会固投完成额保持增长	- 14 -
图表 32: 建筑市场规模不断扩大	- 14 -
图表 33: 建设工程质量检测行业发展推动因素	- 14 -
图表 34: 国内检测服务市场规模约为 1800 亿元	- 15 -
图表 35: 国有和民营检测机构数量占绝大多数	- 15 -
图表 36: 我国检测机构市场格局	- 15 -
图表 37: 上市以来检测业务 CAGR 为 12%	- 16 -
图表 38: 检测产业群跨区域布局	- 16 -
图表 39: 公司检测业务实施“跨区域、跨领域”战略案例	- 17 -
图表 40: 应收账款规模得到有效控制	- 17 -
图表 41: 公司经营稳健, 在手现金充裕	- 17 -

国内首家整体上市的建筑科研机构，减水剂行业龙头

2010 年上市，高管持股比例高，激励充分

- 建研集团是一家集建设综合技术服务和减水剂等新型材料研发、生产、销售为一体的科技型集团企业，公司前身为成立于 1980 年的厦门市建筑科学研究所，2010 年，建研集团成为中国首家整体上市的建筑科研机构，开创了同业的先河。

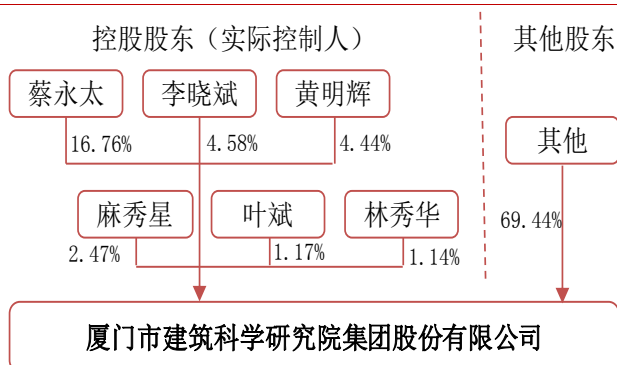
图表 1：中国首家整体上市的建筑科研机构



来源：招股说明书、中泰证券研究所

- 前十名股东多为在公司任职时间超过 10 年的高管，其中实际控制人为蔡永太先生，目前任公司董事长兼总裁，持股比例为 16.76%，李晓斌等 19 位发起人股东为维护公司经营稳定及可持续发展，愿意共同保障蔡永太先生作为公司实际控制人的地位。

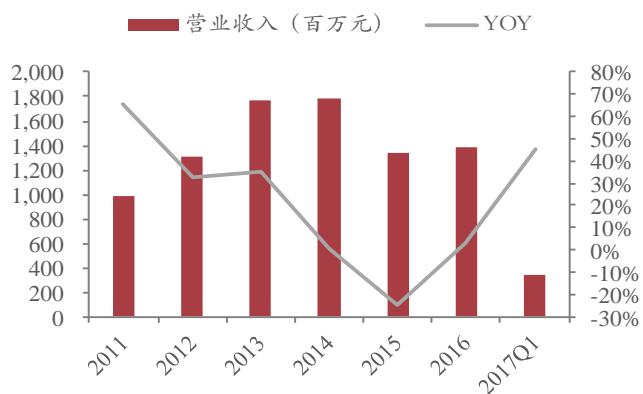
图表 2：公司董监高成员持股占比较高，激励充分



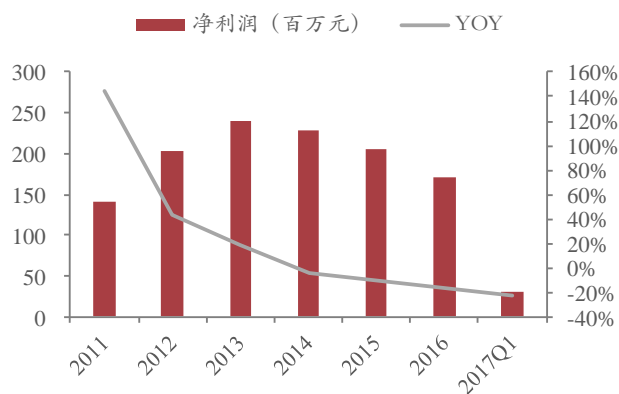
来源：公司公告、中泰证券研究所

减水剂全国前两强，检测业务福建第一

- 2016 年公司实现营业收入 13.85 亿元，同比增长 2.94%，实现净利润 1.70 亿元，同比减少 16.85%。2017Q1 公司实现营业收入 3.40 亿元，同比大幅增长 45.51%，主要源于外加剂和商品混凝土销量增长所致。但由于销量增长以及原材料价格上涨导致营业成本的增长，2017Q1 公司净利润为 0.31 亿元，同比减少 22.98%。近几年公司收入和利润规模整体呈现下降趋势，主要源于公司加强了外加剂销售回款的管控力度，建立了从客户评价到应收账款损失问责的全过程跟踪管理机制，对于回款较差的客户主动淘汰，导致外加剂业务规模和利润有所下降，但现金回款持续改善较为明显，保障了经营质量的同时，也为公司后续业务持续扩张打下基础。

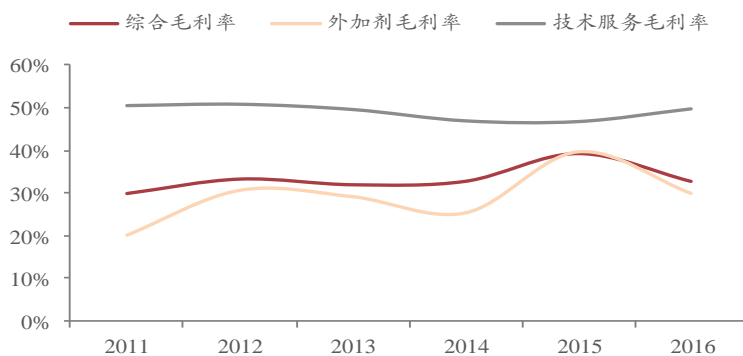
图表 3：2017Q1 外加剂销量增加带来营收增长


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 4：原材料价格上涨导致净利润同比下降


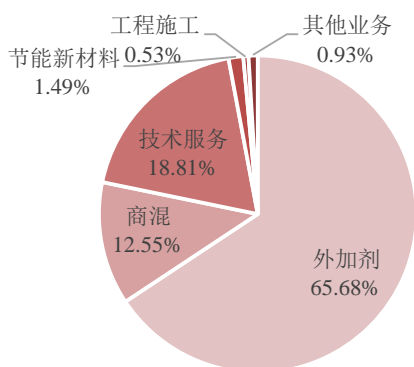
来源：WIND、中泰证券研究所

- 公司历经数十年的发展，目前已形成综合技术服务及外加剂新材料两大主营业务，其中 2016 年外加剂收入为 9.10 亿元，技术服务收入为 2.29 亿元，分别占公司营收的 65.68%和 18.81%，目前公司减水剂业务居全国第二，检测业务居福建省第一。2016 年公司综合毛利率为 32.73%，其中外加剂和技术服务的毛利率分别为 30.03%和 49.67%，毛利贡献比例分别为 60.26%和 28.48%。

图表 5：技术服务业务毛利率较高


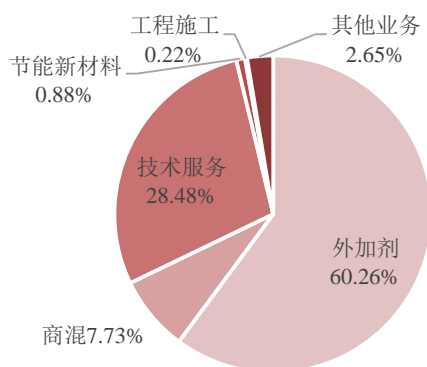
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 6：外加剂和技术服务为公司两大主营业务



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 7：2016 年公司毛利构成



来源：WIND、中泰证券研究所

外加剂市场规模超 500 亿，龙头市占率提升空间大

替代进程加速，三代成为国内减水剂市场主流品种

- 三代减水剂更具有环保和性能优势：**混凝土外加剂是在混凝土、砂浆、净浆拌合时或在额外增加的拌合操作中掺和量等于或小于水泥质量 5%，而使混凝土的正常性能得以按要求改性的一种产品。其中以减水剂的用途最广、用量最大。减水剂的发展经历了三个阶段：以木钙为代表的第一代普通减水剂阶段、以萘系为主要代表的第二代高效减水剂阶段和和目前以羧酸系为代表的第三代高性能减水剂阶段。羧酸系减水剂具有低掺量、高减水增强率、和水泥的适应性好、混凝土坍落度损失小等优点，是一种国际公认的安全、绿色环保型高性能减水剂。

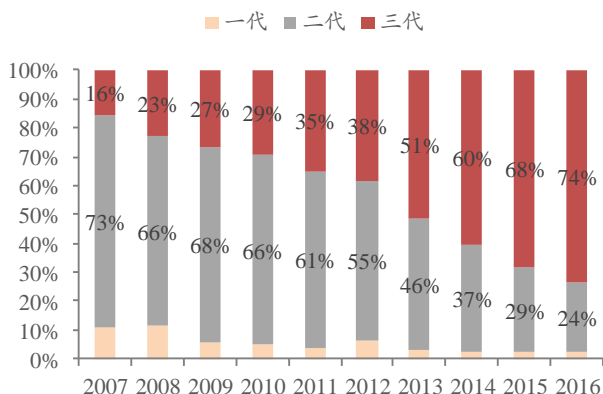
图表 8：三代减水剂是一种国际公认的安全、绿色环保型高性能减水剂

项目	三代聚羧酸减水剂	二代萘系减水剂	对比结果
对混凝土耐久性的影响	无氯离子，硫酸钠含量一般 < 0.5%	氯离子含量 1% 左右，硫酸钠含量：5% 左右	一般在相同混凝土等级的条件下用聚羧酸减水剂混凝土的耐久性一般比用萘系减水剂混凝土高
产品储存	一般在零下 15 度以上可以存放 18 个月而不变质	零下 5 度左右会出现分层结晶等状况，而且一般保质期为半年左右	聚羧酸减水剂对存放条件要求不高，且保质期长。
混凝土强度	配置的混凝土早期强度高、最高强度可达到 130MPa 以上	配置的混凝土无早强性、且最高强度很难达到 70MPa 以上	聚羧酸减水剂可制备早强性混凝土，特别适用于预制混凝土中。由于其高强度，使其在高层建筑、水利、海工、桥梁、铁路等工程中得到大量应用。
混凝土操作性	高减水率：可达 40% 以上高保坍性：混凝土可达到 2 小时不损失及良好的水泥适应性	减水率：一般为 20% 左右保坍性：一般 0.5 小时混凝土即有损失，还需通过缓凝剂调节（加入混凝土后对强度有影响）水泥适应性不好	聚羧酸减水剂可大大降低混凝土用水量，来提高混凝土强度，而且保坍性好，为远距离输送混凝土带来很大方便。而且其具有良好的水泥适应性，对各种水泥均能达到很好的效果
环保性	无需使用甲醛和其他有害化工原料，同时也无游离甲醛、氯等有害物质产生	含有过多的甲醛，不符合减水剂“绿色化”的要求	聚羧酸减水剂被公认为环保型的“绿色”减水剂，是生产“绿色”混凝土的优选材料
经济性	8% 固含量的聚羧酸泵送剂和 33% 固含量的萘系泵送剂功效相仿，换算下来两者价格相差不大		随着聚羧酸减水剂行业产能规模扩大、单位成本下降，以及原料环氧乙烷价格下降、萘系原料工业萘价格上涨的共同作用下，聚羧酸减水剂终端应用成本已低于萘系减水剂。

来源：科隆精化招股说明书、中泰证券研究所

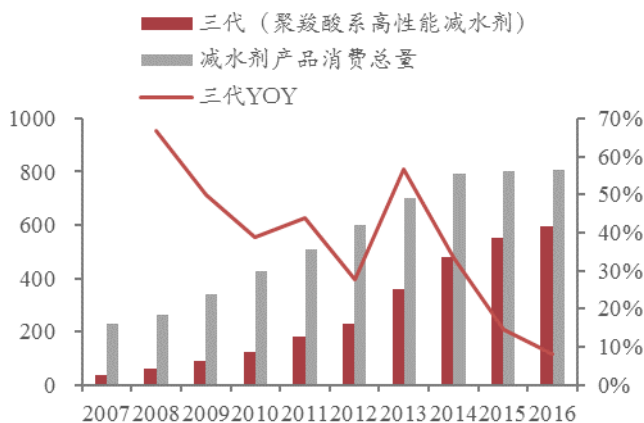
- **三代经济性逐渐显现，已成主要消费品种：**随着聚羧酸减水剂行业产能规模扩大、单位成本下降，且在环保和效能上优势明显，聚羧酸减水剂的渗透率逐年攀升，2013年第一次超过萘系减水剂成为我国减水剂生产和消费的主要品种。根据中国混凝土网的数据，2016年全国减水剂消费总量为805万吨，其中聚羧酸减水剂消费为594万吨，同比增长8%，占比为74%，10年CAGR为41%，对第二代减水剂的替代进程进一步加快。

图表 9：三代减水剂占比达 74%



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 10：三代减水剂 10 年 CAGR 为 41% (万吨)

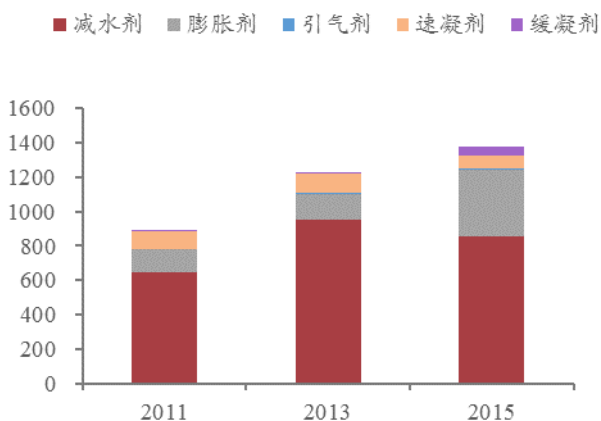


来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

外加剂市场规模超 500 亿，减水剂消费量趋于平稳

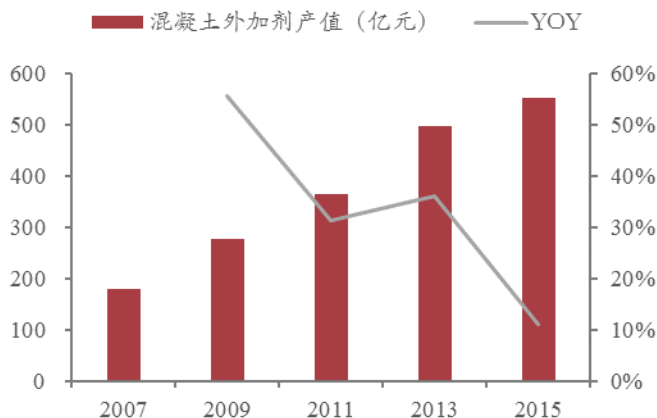
- 根据中国建材联合会混凝土外加剂分会的调研数据显示，2015年中国混凝土外加剂总产量为1380.36万吨，折合外加剂销售产值552.1亿元。与2013年相比，产量增长了12.7%，总产值增长了11.2%。2007年-2015年全国混凝土外加剂总产值CAGR为13.36%。

图表 11：混凝土外加剂产量保持快速增长 (万吨)



来源：中国建材联合会、中泰证券研究所

图表 12：2007-2015 年外加剂产值 CAGR 为 13%

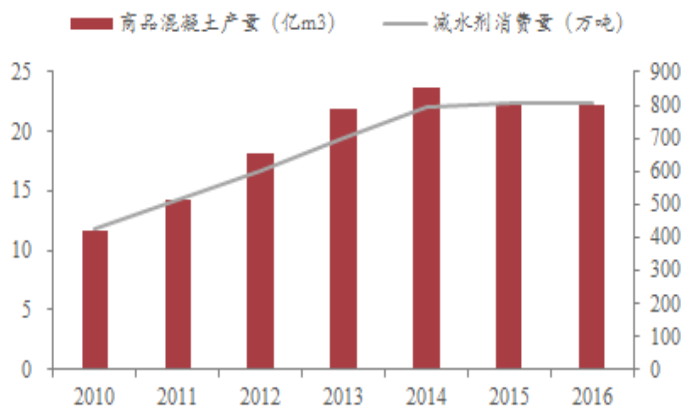


来源：中国建材联合会、中泰证券研究所

- **外加剂中用量最大的为减水剂，规模增长与商混同步。**我国商品混凝土产量经过10年的快速增长，近几年已经进入平稳增长阶段，2016年全国商混产量为22.29亿m³，与前一年持平，根据全国水泥产量估算我国

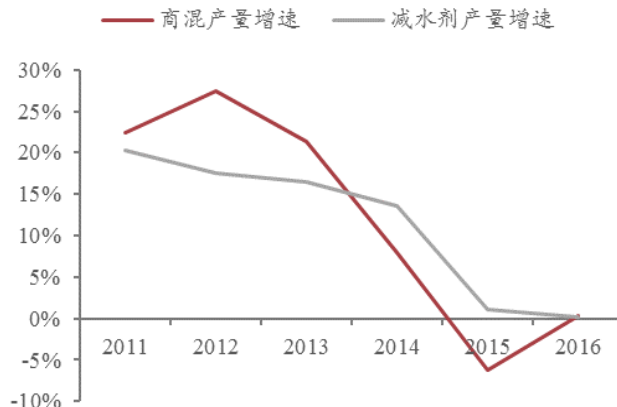
商混普及率在 46%左右。从近年变化趋势来看，减水剂消费量变化与商混产量基本同步，减水剂消费量/商混产量的值也保持相对稳定，假设商混普及率保持 2016 年 46%的水平，预计今年减水剂市场规模约为 300 亿元。

图表 13：全国商混、减水剂产量保持平稳



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 14：减水剂产量变化与商混产量基本同步



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 15：减水剂市场规模约 300 亿，消费量趋于稳定

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
全国水泥产量 (亿吨)	18.68	20.63	21.84	24.14	24.76	23.48	24.03	24.51	25.00	25.50
混凝土水泥用量 (亿吨)	11.21	12.38	13.10	14.48	14.86	14.09	14.42	14.71	15.00	15.30
全国混凝土用量 (亿 m³)	37.36	41.26	43.68	48.28	49.52	46.96	48.06	49.02	50.00	51.00
商品混凝土产量 (亿 m³)	11.60	14.20	18.10	21.96	23.71	22.23	22.29	22.55	23.00	23.46
商混普及率	31%	34%	41%	45%	48%	47%	46%	46%	46%	46%
减水剂消费量 (万吨)	425	511	601	700	795	804	805	812	828	845
减水剂(万吨) /商混 (亿 m³)	37	36	33	32	34	36	36	36	36	36
减水剂市场规模 (亿元)	149	179	210	245	278	281	282	284	290	296

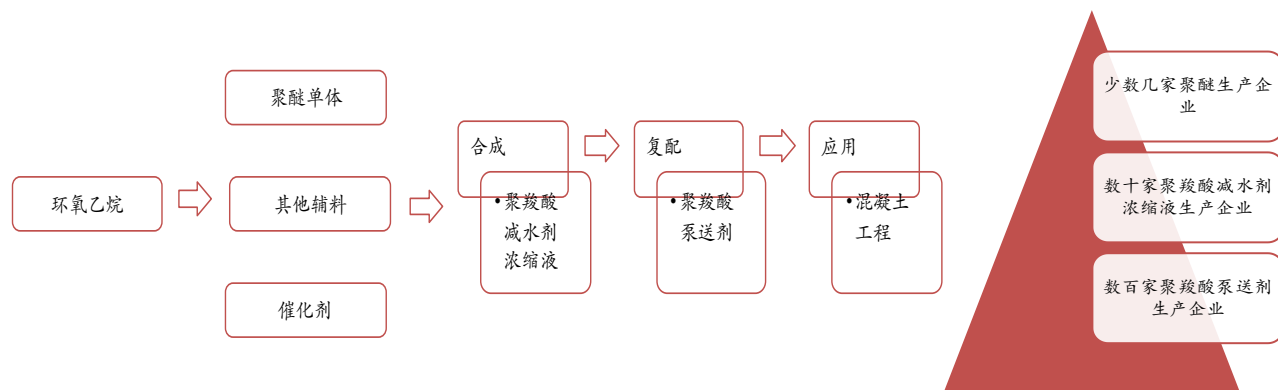
来源：中泰证券研究所

减水剂复配市场集中度低，龙头市占率有望提升

- **产业链自上到下逐渐分散：**聚羧酸减水剂行业本身的产业链条较长、环节较多，从上游至下游至少包括了聚醚单体、聚羧酸减水剂浓缩液、泵送剂三个环节。
 - ✓ **产业链上游：**由于聚醚单体的生产技术要求高，原材料环氧乙烷又属于易燃易爆危险化学品，国内目前只有少数几家企业掌握了聚醚单体的全部生产技术并实现了量产，行业集中度高。
 - ✓ **产业链中游：**聚羧酸减水剂浓缩液的生产企业可分为两类：一类是以对外销售为主的、专业生产聚羧酸减水剂浓缩液的企业；另一类是将聚羧酸减水剂浓缩液继续用于复配生产泵送剂的生产企业，该类企业占浓缩液生产企业的大多数。浓缩液运输半径较长，这一领域有数十家生产企业，集中度较高。

- ✓ **产业链下游：**泵送剂含水量高、运输成本高，且在该种业务模式下，企业需要解决终端市场回款慢、资金压力较大、需大量建设复配企业等问题。因此除了少数几家全国布局的大企业，还存在数量众多的当地复配企业，集中度较低。

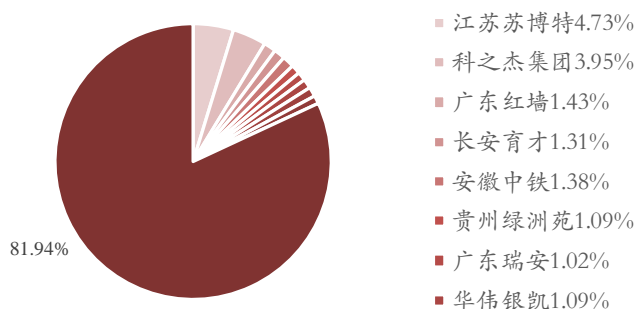
图表 16：产业链自上到下逐渐分散



来源：科隆精化招股说明书、中泰证券研究所

- **具有资金和复配技术优势的龙头有望进一步提升市占率：**根据中国混凝土网站统计的数据显示，2016年减水剂市场CR10为18.06%，行业集中度较低。行业前两大企业为江苏苏博特和建研集团旗下的科之杰集团，两者均实现了全国布局，2016年减水剂销量分别为38.11万吨和31.77万吨，减水剂市场市占率分别为4.73%和3.95%。减水剂复配行业具有区域性特点，小企业众多，但随着环保标准的不断提高，以及营改增使得小企业经营成本增加；再加上2014和2015连续两年的不景气导致众多小企业因亏损退出了行业，因此龙头企业2017Q1销量普遍快速增长，建研集团和红墙股份一季度营收分别增长了45%和61%。此外复配环节产品标准化程度低、通常需要直接接触商混客户进行定制化服务，附加值较大，且往往需要垫资销售，因此具备全国布局能力，技术过硬和资金雄厚的龙头企业具备未来进一步提升市占率的空间。

图表 17：2016年减水剂市场CR10为18.06%



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 18：2016 年混凝土外加剂前十强企业

	减水剂总销量 (万吨)	聚羧酸减水剂销量 (万吨)	减水剂产能 (万吨)	减水剂市占率
江苏苏博特	38.11	29.08	56.42	4.73%
科之杰集团	31.77	25.25	42.94	3.95%
广东红墙	11.5	8.82	21.86	1.43%
长安育才	10.54	7.65	32.50	1.31%
安徽中铁	11.1	10.06	28.00	1.38%
贵州绿洲苑	8.84	8.25	25.00	1.09%
广东瑞安	8.2	5.2	29.00	1.02%
华伟银凯	8.81	6.03	26.67	1.09%
山西凯迪	8.91	5.74	22.50	1.11%
深圳五山	7.63	4.28	20.00	0.95%

来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

减水剂跨区域布局扩张能力突出，盈利能力有望改善

减水剂业务跨区域布局彰显“资金+复配”优势

- 辐射全国中心市场的跨区域扩张：**科之杰新材料集团是建研集团旗下科技先导型企业集团，致力于混凝土外加剂相关技术的研发与成果转化工作。从 2000 年成立至今，科之杰推进“跨区域”发展模式，跨福建、重庆、贵州、河南、陕西、广东、浙江、湖南、江西、江苏等 10 省直辖市及海外（菲律宾），共建立 14 个产业化基地。作为中国前二强的混凝土外加剂生产企业，公司是同行业中发展速度最快的企业，拥有多种外加剂合成生产线，可提供 50 余种混凝土外加剂及相关产品。
- 以并购为主积极外延扩展，市占率进一步提升。**减水剂复配市场具有区域性、资金密集型的特点，科之杰集团凭借强大的复配实力和上市公司的资金实力，以收购为主、自建和合资为辅，14 个外加剂产业基地形成了涵盖长江与黄河流域在内的环状辐射带，实现对全国中心市场的功能辐射。积极的外延拓展使得公司在混凝土外加剂市场的市占率提升到了 5% 左右，稳固了中国第二大外加剂生产企业的地位。

图表 19：外加剂业务以收购为主、自建合资为辅形成跨区域扩张

减水剂子/分公司	设立时间	设立方式	投资额 (万元)	股权占比
KZJ ROCK (菲律宾)	2015.05	合资	47	40%
科之杰江苏分公司	2014.07	自建	-	100%
江西科之杰	2014.05	收购	2309	100%
浙江科之杰	2012.10	收购	12000	100%
湖南科之杰	2011.11	合资	3500	70%
广东科之杰	2011.08	合资	3500	70%
陕西科之杰	2011.06	自建	500	100%
河南科之杰	2010.10	收购	300	100%
贵州科之杰	2010.06	收购	1500	76.23%

来源：公司公告、中泰证券研究所

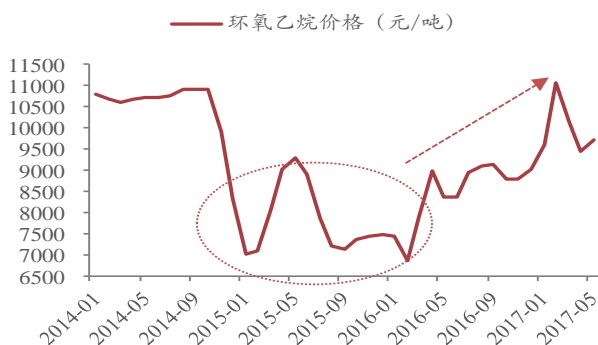
“一带一路”、基建业务持续突破，拓展新市场空间值得期待

- **布局“一带一路”，拓展海外增量市场：**公司凭借品牌优势，不断开拓业务渠道，以“主攻国内，开发海外，提升定位，专项专研”的国际化战略为目标，产品远销马来西亚、印尼、印度、俄罗斯、墨西哥、南非等国。2015年5月公司与菲律宾当地企业合资设立减水剂生产企业KZJ ROCK已建成投产，具备在菲律宾市场开展业务的基本条件。2017年，“一带一路”发展战略持续加快，公司紧随国家跨境投资发展步伐，充分利用内、外部资源，优化产业结构，在提升国内市场份额的同时，不断攻克海外市场。
- **高铁项目有所突破，基建市场带来新业务领域扩张：**除了传统业务，公司外加剂事业部也积极把握新兴业务带来的机遇和契机。在高铁项目领域，2016年公司取得济青高铁、金台铁路以及宁波穿山港等多个高铁项目，为公司在高铁项目领域的业务拓展打下坚实的基础。未来国内将继续加强轨道交通、地下综合管廊、民用航空、电信基础设施等重大项目建设，减水剂业务有望受益这些项目带来的增量市场。

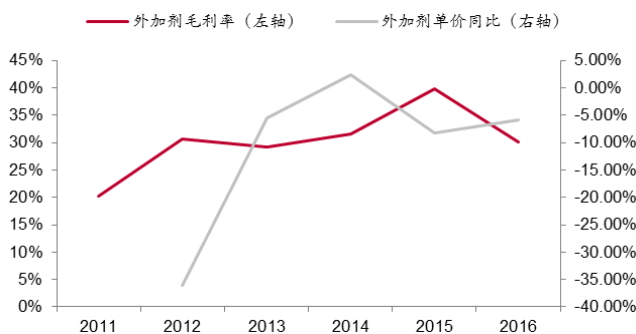
价格滞后成本波动，盈利水平有望得到改善

- **原料成本对盈利影响较大，价格调整滞后超过2-3个月。**减水剂浓缩液产品标准化程度高，运输半径较大，而减水剂泵送剂运输半径较小，具有区域性特征，且复配环节的定制服务要求较高，因此复配环节相比浓缩液生产环节的毛利率通常高8-10个百分点，以同时生产浓缩液和泵送剂的科隆精化为例，2015年浓缩液的毛利率为19.99%，泵送剂的毛利率为39.36%。此外复配企业直接与商混企业对接，往往需要垫资销售，销售回款延后2-3个月，因此上游原材料涨跌反映到减水剂单价和毛利率上往往需要超过2-3个月的延后，而原材料成本占总成本的80%左右，因此原材料环氧乙烷的价格对公司的盈利能力影响较大。
- **短期调价对盈利影响尚未体现，看好盈利空间改善趋势。**
- ✓ **短期来看，2015年下半年至2016年上半年，环氧乙烷价格处于近十年底部，公司减水剂价格和毛利率也有一定的下滑；2016年底至2017年一季度减水剂原材料聚醚单体的价格集体上扬，由于垫资销售导致的减水剂价格调整相对于原材料价格有超过2-3个月的延后，因此调价对盈利能力的改善尚未显现，预计下半年将对公司的减水剂单价和毛利带来积极的改善。**

图表 20：环氧乙烷价格底部横整后有所回升



图表 21：成本加成定价对盈利能力的改善尚未体现

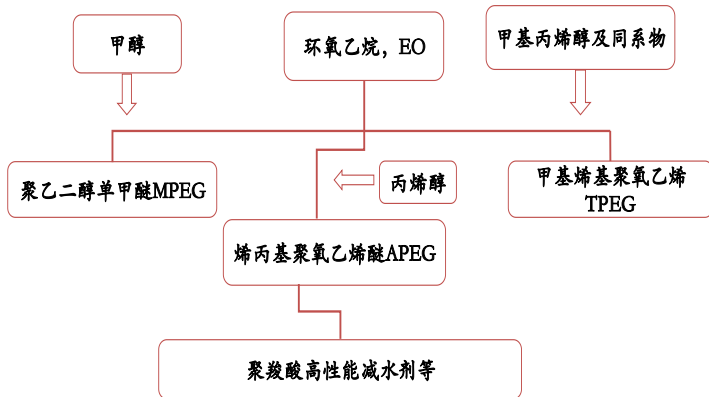


来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

来源：WIND、中泰证券研究所

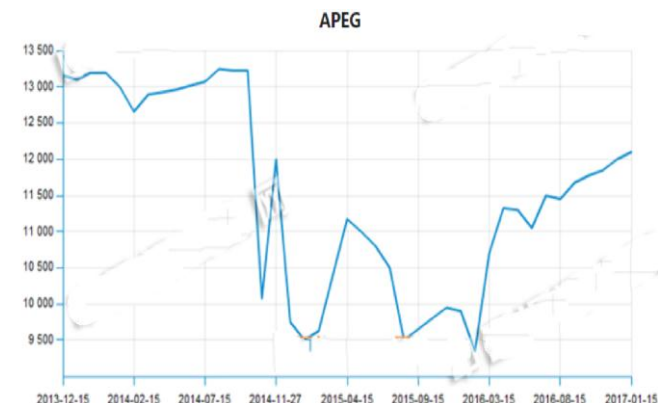
- ✓ 原料成本下行趋势，盈利空间有望改善。十一五、十二五期间全国环氧乙烷产能保持快速增长，复合增长率分别为 22.42%和 20.3%，根据中国混凝土网的数据，预计到 2020 年全国环氧乙烷产能将达到 455 万吨，十三五期间的复合增长率将达到 50.33%，因此环氧乙烷供大于求的局面将不可避免。同样因为减水剂价格与原材料成本存在滞后性，当环氧乙烷价格开始回落，减水剂价格的下降幅度将小于原料价格下降幅度，盈利有向上空间。

图表 22：聚醚单体产业链 (MPEG/APEG/TPEG)



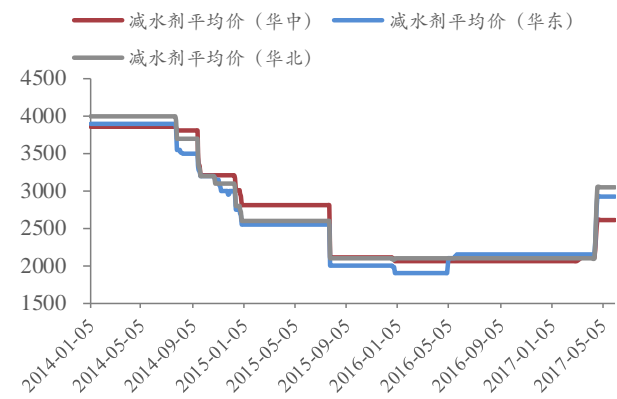
来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 23：聚醚单体 (APEG) 价格持续上涨 (元/吨)



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 24：一季度后减水剂价格开始上扬



来源：WIND、中泰证券研究所

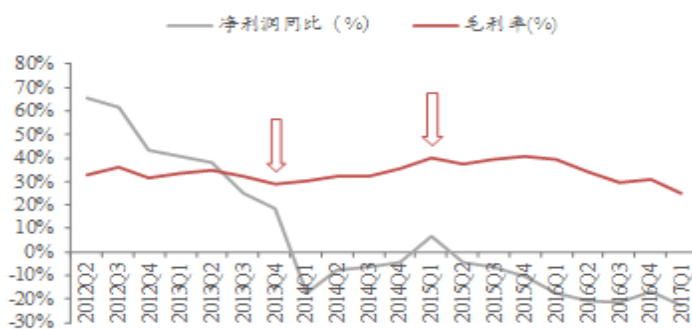
图表 25：环氧乙烷供过于求局面不可避免



来源：中国混凝土网、中泰证券研究所

- 公司减水剂业务毛利率逆周期性，预计 17Q1 为近年低点，有望迎来盈利拐点。减水剂行业作为连接上游大宗化工行业和下游商混行业的中间品行业，其盈利状况表现出一定的逆周期性。在房地产和基建投资增速放缓、减水剂需求增速趋缓，且原材料成本下行时，价格调整的滞后性使得减水剂价格下降幅度小于成本下降幅度，体现为复配企业毛利率逆势提升。从公司毛利率的角度看，13 年 Q4 是低点（28%），15 年高点 Q1（40%），16 年 Q1 高点（39%）。17 年 Q1 低点（25%），预计 18 年 Q2 攀升至高点。

图表 26：预计公司毛利率有望迎来改善



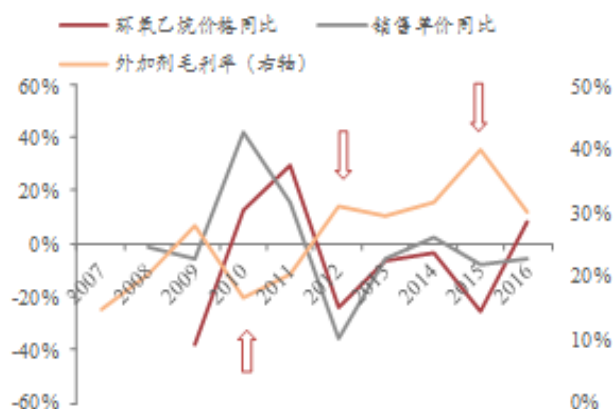
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 27：减水剂销量与房地产、基建基本同步



来源：WIND、中国混凝土网、中泰证券研究所

图表 28：公司毛利率具有逆周期性



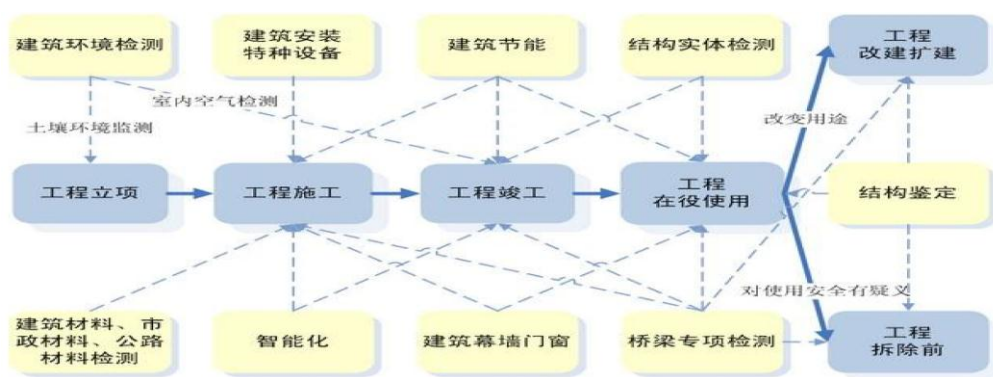
来源：WIND、中泰证券研究所

民营检测机构增长空间大，公司检测业务外延扩张可期

检测业务具有区域性和资金密集特征，业务领域和规模不断提升

- 建设工程质量检测是指建设工程质量检测机构接受委托，依据国家有关法律、法规和工程建设强制性标准与相关规范，对涉及结构安全、建筑物使用功能和进入施工现场的建筑材料、构配件、半成品、设备的检测。建设工程质量检测与鉴定服务始终贯穿、伴随建筑工程的建设、使用和拆除的全过程。
- 检测行业具有一定的地域性，客户送检时往往会选择距离较近的检测机构，因此销售与服务网络的建立对检测机构获得订单具有较高重要性。此外检测行业对检测设备要求较高，属于典型的资金密集型行业，其中多数高端设备还需要从国外引进，需要在开设初始，投入相对较多的资金。区域性以及资金密集型决定了检测企业实现快速扩张往往采用兼收并购的外延式拓展方式。

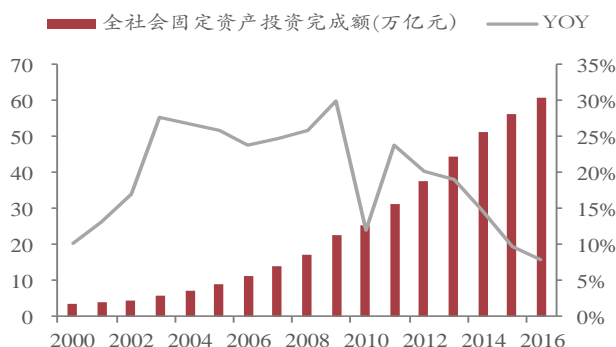
图表 29：检测服务贯穿建筑工程建设、使用和拆除全过程



来源：招股说明书、中泰证券研究所

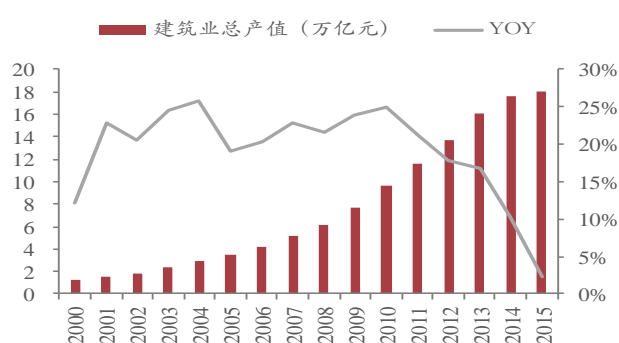
■ **建筑工程新兴结构、工艺等推动工程检测需求规模不断扩大。**2016 年全社会固定资产投资完成额为 60.65 万亿元，10 年 CAGR 为 16.0%；2015 年全国建筑业总产值为 18.08 万亿元，10 年 CAGR 为 15.8%。建筑业的迅速发展推动了新材料、新结构、新工艺和新设备的出现，由此带来的新兴建设工程质量检测需求不断增加。此外检测技术的发展、区域城市群发展的推动以及社会建筑安全意识的不断提高都推动了建筑检测行业的不断发展。

图表 30：全社会固投完成额保持增长



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 31：建筑市场规模不断扩大



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 32：建设工程质量检测行业发展推动因素

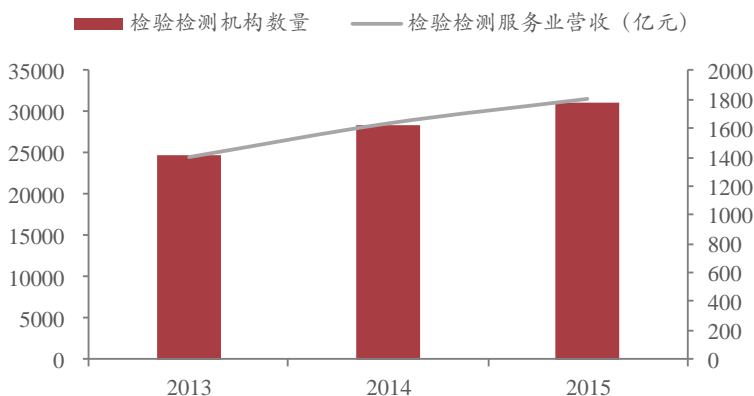
推动因素	具体内容
国内固定资产投资增长带来的建筑市场规模的扩大	2016 年全社会固定资产投资完成额为 60.65 万亿元,10 年 CAGR 为 16.0%;2015 年全国建筑业总产值为 18.08 万亿元,10 年 CAGR 为 15.8%
新兴的建设工程质量检测需求不断增加	建筑业的迅速发展推动了新材料、新结构、新工艺和新设备的出现,也带动了新材料、新结构、新工艺及新设备的研发、检测等技术服务需求。
老建筑的维护、拆除和定期寿命检测带来的业务需求逐步扩大	建筑物自交付使用后,在自然因素及人为因素的作用下不可避免地面临材料劣化及结构劣化的过程,即存在使用寿命的判定问题。
检测技术的新发展引发新的市场需求和新的业务品种	主要表现在由人工检测向自动化检测技术发展,由破损类检测向无损检测技术发展,以及计算机信息技术的大量应用。
区域城镇群协调发展规划促进区域建筑业及建设综合技术服务业务的快速发展	城市群战略性规划的不断完善,对作为经济发展基础的建筑业发展具有明显的刺激作用,与建筑业关系密切的建设综合技术服务也将获益匪浅。
国家对建筑安全重视力度的加大促进建设工程质量检测业务发展	随着社会的不断进步,国民的建筑安全意识得到逐步提高,国家对各类建筑物尤其是公共场所的建筑安全问题重视力度加大

来源：招股说明书、中泰证券研究所

千亿市场规模，民营检测机构快速增长

- **检测行业规模快速增长：**根据国家质监总局发布的《2015年度检验检测统计发布信息》数据显示：从机构数量看，截至2015年底，全国各类检验检测机构共计31122家，较2014年度增长9.82%，近三年年均增长11.92%。从营业收入看，全国检验检测服务业营业收入1799.98亿元，较上年增加10.37%，近三年年均增长13.45%，远高于全国GDP的增长水平。

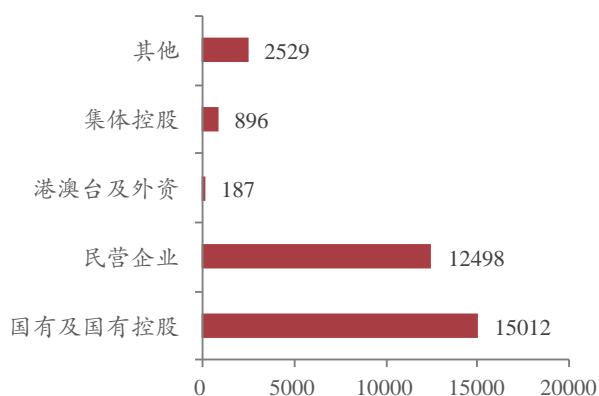
图表 33：国内检测服务市场规模约为 1800 亿元



来源：国家质检总局、中泰证券研究所

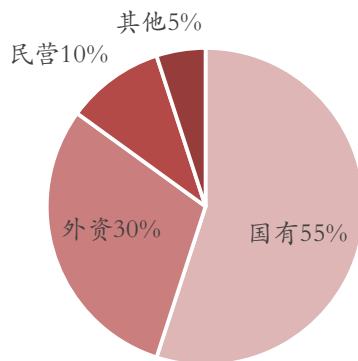
- **第三方检测机构迎来发展契机：**我国检测行业的参与者按照企业性质可划分为政府检测机构、企业内部实验室与第三方检测机构三类。独立第三方检测机构包括外资独立第三方检测机构和民营独立第三方检测机构两大类。由于独立第三方检测机构处于交易双方的利益之外，所出具的检测数据具有独立性及公正性的特点，因此已被市场各方所广泛接受。
- **民营检测机构增长空间巨大：**在全国检测市场中，国有检测机构利用传统垄断优势占据了55%以上的市场份额；外资检测机构利用其成熟的市场运作经验及在出口贸易检测业务中的天然优势占据了市场30%以上的市场份额；民营检测机构起步晚，资本实力小，经过几年的快速发展，市场份额接近10%。

图表 34：国有和民营检测机构数量占绝大多数



来源：国家质检总局、中泰证券研究所

图表 35：我国检测机构市场格局



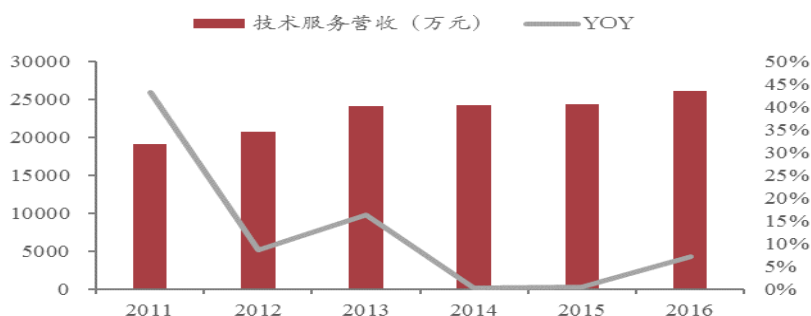
来源：国家质检总局、中泰证券研究所

- 从产权性质来看，国有及国有控股 15012 家，集体控股 896 家，民营企业 12498 家，港澳台及外商投资企业 187 家，其他机构 2529 家。近三年来，民营检验检测机构保持高速增长，数量年均增长超过 30%，营业收入年均增长超过 17%；外资检验检测机构在华业务发展迅速，2015 年营业收入同比增长 28.7%。这表明，在 2003 年检测行业向民营第三方机构开放后，民营机构成为推动检验检测市场发展的生力军。未来随着各个行业的进一步放开以及相关政策的完善，民营第三方机构将继续保持快速增长。

检测业务“跨区域、跨领域”发展战略，外延扩张值得期待

- 公司于 1985 年开始从事建筑工程检测业务，目前旗下控股 7 家子公司，参股 3 家公司，产业群分布福建全省、北京、上海、重庆、海南、云南等。其中厦门市工程检测中心有限公司是福建省资质最高、规模最大、技术水平领先，横跨建设、市政、公路、港口和铁路等多行业的工程检测鉴定机构。2016 年公司检测业务营收 2.61 亿元，同比增长 7.17%，上市以来 CAGR 达到 12%。

图表 36：上市以来检测业务 CAGR 为 12%



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 37：检测产业群跨区域布局

技术服务子公司	简介和区域地位
厦门市工程检测中心有限公司	福建省资质最高、规模最大、技术水平领先，横跨建设、市政、公路、港口和铁路等多行业的工程检测鉴定机构
重庆天润匠心建设工程检测有限公司	当地资质最高的建设工程检测机构
厦门建研建筑产业研究有限公司	致力于绿色建筑和建筑工业化研究和实践海西绿色建筑科技创新平台依托机构
泉州市建筑设计院有限公司	泉州市资质等级最高、规模最大、技术力量最雄厚的一所综合性设计企业。
上海中浦勘查技术研究院有限公司	致力于地质勘查与大地测绘科学研究院与技术应用专业从事桩基检测、工程物探、工程测绘及工程监测等
海南省天润工程检测有限公司	当地资质最高的建设工程检测机构
云南云检工程技术检测有限公司	专业从事工程检测、市政（道路）工程检测、司法鉴定等具备云南省司法厅授予的工程质量司法鉴定资质

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 积极执行“跨区域、跨领域”的检测业务扩展战略。检测行业具有一定地域性，目前全国 82% 以上的检验检测机构仅在本省区域提供服务，提供全国性服务的机构数量偏少；同时大部分检测业务单价较小，对价格敏感性不高，这些特点一方面决定了一家检测企业具有竞争力的前提

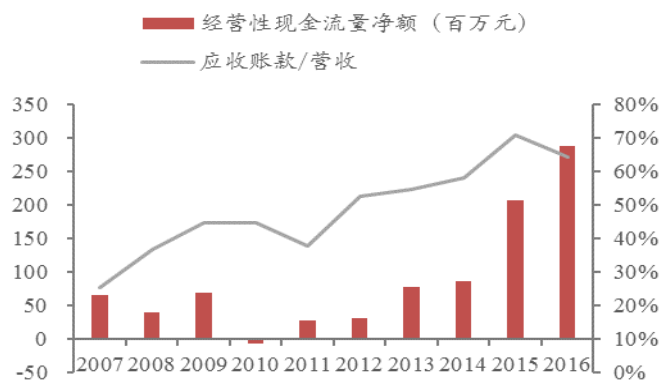
为：具有高规格的资质、领先的技术水平和靠近客户的服务网络；另一方面，培育一个具有竞争力的检测品牌周期较长，因此兼并收购成为了通往大型综合检测机构的必经之路。建研集团的检测业务确立了“跨区域、跨领域”战略，积极拓展综合技术服务业务，分别于 2015 年 6 月和 2017 年 5 月入股有棵树和云招股份，有力拓展和延伸了检测业务的服务领域。公司在 2016 年报中，首次提出把“加强公司投资项目渠道开发，加速投资并购进程”作为年度工作重点，同时强调在进一步巩固技术服务主业同时，拓展检测新领域业务，延伸大健康消费市场，未来外延并购落地值得期待。

图表 38：公司检测业务实施“跨区域、跨领域”战略案例

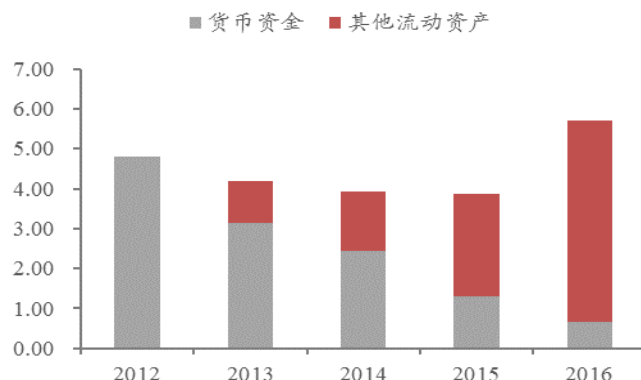
时间	公司	投资额 (万元)	股权 占比	简介	对公司影响
2017.05	云南招标 股份有限 公司	4125	21%	云招股份是目前云南省规模最大、资质等级最高的招标机构和 PPP 咨询服务机构，专业从事国内外招标、政府采购和咨询。	此次竞拍成功后，公司共持有云招股份 42.50% 的股权，成为云招股份的第一大股东。此举加大了对云贵川中国西南地区工程服务市场拓展力度，未来公司将在西南地区大力拓展建筑、交通、水利工程等领域的综合技术服务业务，响应国家战略，紧抓契机，投身“一带一路”项目建设中。
2015.06	深圳市有 棵树科技 股份有限 公司	16000	10%	有棵树目前已挂牌新三板，是新三板唯一一家同时覆盖出口和海淘双向业务的跨境电商企业。集团定位于互联网+跨境贸易，双向业务协同发展，深度布局跨境电商全产业链，致力于构建全球商品贸易流通体系。	公司成为有棵树第二大股东，能为公司拓展“互联网+建研”战略，提供多层次的“互联网+”技术支持和帮助。有利于公司检测业务实施“跨区域、跨领域”战略，并向贸易品、消费品、健康产品检测延伸。

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 在手现金充足，保障外延扩张战略有效推进。**减水剂行业的销售特征决定了减水剂生产企业应收账款规模较大，近几年公司严格控制应收账款账期和规模，2016 年公司应收账款为 8.91 亿，较上年下降 0.62 亿元，其中大部分账龄小于一年，应收账款/营业收入下降 7 个百分点。2016 年公司经营性现金流量净额为 2.88 亿元，同比增长 39%，此外公司在手现金接近 6 亿元（主要为银行理财）。稳健的经营和充裕的现金使公司具备强大的并购支付能力，为未来检测业务的外延拓展奠定了坚实的基础。

图表 39：应收账款规模得到有效控制


来源：WIND、中泰证券研究所

图表 40：公司经营稳健，在手现金充裕


来源：WIND、中泰证券研究所

投资建议

- **减水剂业务跨区域布局彰显“资金+复配”优势，未来受益增量市场：**从 2000 年成立至今，公司推进“跨区域”发展模式，以并购为主积极外延扩展，在 10 省、直辖市及海外（菲律宾），共建立 14 个产业化基地，市占率稳步提升，巩固了中国第二大外加剂生产企业的地位，未来公司将受益“一带一路”、轨道建设和地下管廊建设等重大项目带来的增量市场。
- **减水剂业务毛利率具有逆周期性，预计 17Q1 为近年低点，有望迎来盈利拐点：**在房地产和基建投资增速放缓、减水剂需求增速趋缓，且原材料成本下行时，价格调整的滞后性使得减水剂价格下降幅度小于成本下降幅度，体现为复配企业毛利率逆势提升。17 年 Q1 为毛利率低点（25%），预计 18 年 Q2 攀升至高点。
- **检测业务福建第一，在手资金充足保障并购支付能力，助力积极的外延扩张战略：**公司积极执行“跨区域、跨领域”的检测业务扩展战略，提出把“加强公司投资项目渠道开发，加速投资并购进程”作为年度工作重点，同时强调在进一步巩固技术服务主业同时，拓展检测新领域业务，延伸大健康消费市场。公司目前在手现金接近 6 亿元（主要为银行理财）。稳健的经营和充裕的现金使公司具备强大的并购支付能力，为未来检测业务的外延拓展奠定了坚实的基础。
- **盈利预测及估值：**公司是国内减水剂行业龙头，减水剂业务毛利率具有逆周期性，我们预计 2017Q1 为近年低点，有望迎来盈利拐点，强大的并购支付能力将助力公司检测业务继续外延扩张。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 0.58、0.69、0.77 元，当前股价对应 PE 分别为 22、18、16 倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**原料成本大幅波动，外延扩张不及预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1721	1809	2037	2342	营业收入	1385	1555	1459	1474
货币资金	67	78	274	565	营业成本	932	1034	897	893
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	12	12	12	12
应收账款	891	960	1012	1022	销售费用	127	124	124	121
其他应收款	14	19	18	18	管理费用	125	140	146	133
存货	55	55	48	49	财务费用	0	1	-0	3
非流动资产	936	1014	944	887	资产减值损失	24	28	27	25
可供出售金融资产	202	202	202	202	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	65	70	70	70	投资收益	18	15	18	17
投资性房地产	21	22	21	21	营业利润	183	230	272	305
固定资产	397	423	385	340	营业外收入	24	15	16	17
在建工程	0	25	13	6	营业外支出	3	3	3	3
油气资产	0	0	0	0	利润总额	204	243	285	318
无形资产	106	102	96	90	所得税	34	39	46	51
资产总计	2657	2823	2982	3230	净利润	170	204	239	267
流动负债	458	477	384	366	少数股东损益	3	4	2	3
短期借款	1	45	0	0	归属母公司净利润	167	200	237	265
应付票据	181	103	90	89	EPS(元)	0.49	0.58	0.69	0.77
应付账款	194	186	179	161					
其他	83	143	115	116	主要财务比率				
非流动负债	22	0	13	10	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
其他	22	0	13	10	营业收入增长率	2.9%	12.3%	-6.2%	1.1%
负债合计	480	477	396	377	营业利润增长率	-24.5%	25.8%	18.1%	12.0%
股本	343	343	343	343	净利润增长率	-17.2%	19.7%	18.6%	11.5%
资本公积	577	577	577	577	盈利能力				
未分配利润	1161	1327	1564	1829	毛利率	32.7%	33.5%	38.5%	39.4%
少数股东权益	46	50	52	55	净利率	12.1%	12.9%	16.3%	18.0%
股东权益合计	2177	2346	2585	2853	ROE	7.9%	8.7%	9.4%	9.5%
负债及权益合计	2657	2823	2982	3230					
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	18.1%	16.9%	13.3%	11.7%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	流动比率	3.76	3.79	5.31	6.39
净利润	170	200	237	265	速动比率	3.64	3.68	5.19	6.26
折旧和摊销	52	55	60	62	营运能力				
资产减值准备	24	-83	3	1	资产周转率	53.9%	56.8%	50.3%	47.5%
无形资产摊销	5	5	5	5	应收帐款周转率	132.7%	153.1%	140.6%	137.7%
公允价值变动损失	0	0	0	0	每股资料(元)				
财务费用	0	1	-0	3	每股收益	0.49	0.58	0.69	0.77
投资损失	-18	-15	-18	-17	每股经营现金	0.84	0.27	0.66	0.82
少数股东损益	3	4	2	3	每股净资产	6.22	6.70	7.39	8.16
营运资金的变动	57	19	81	29	估值比率(倍)				
经营活动产生现金	288	93	227	282	PE	26.2	21.9	18.4	16.5
投资活动产生现金	-310	-91	14	12	PB	2.1	1.9	1.7	1.6
融资活动产生现金	-36	9	-44	-3					
现金净变动	-58	11	196	291					
现金的期初余额	117	67	78	274					
现金的期末余额	58	78	274	565					

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。