

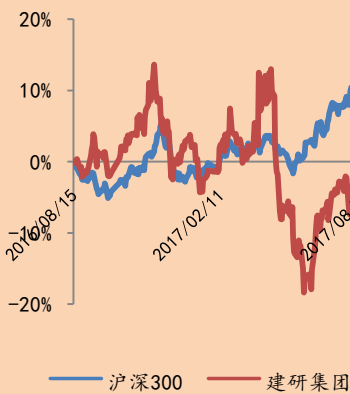


## 建研集团 (002398)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-17

股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 高欣宇  
0551-65161837  
gaoxy\_pro@126.com

联系人: 袁道升  
0551-65161592  
neilyds@163.com

# 业绩增速望迎拐点, 大健康拼图呼之欲出

——2017 年半年度报告点评

事件: 2017 年上半年, 公司实现营业收入 8.21 亿元, 较上年同期 5.61 亿元, 增长 46.38%; 归属上市公司股东的净利润 7,843.67 万元, 较上年同期 8,674.61 万元, 下降 9.58%; 基本每股收益 0.23 元, 较去年同期 0.25 元, 下降 8.00%。

### 主要观点:

#### □ 原材料成本高企致半年报增收不增利, 下半年业绩增速望迎拐点

报告期内营收大幅增长主要因新型建筑材料(外加剂新材料和商品混凝土)销售大幅增长所致, 报告期内公司新型建筑材料实现营收 6.73 亿元, 同比增 51.6%, 占公司营收总额比达 82%。其中外加剂新材料实现营收 5.63 亿元, 同比增 47.5%, 商品混凝土实现营收 1.03 亿, 同比增 89.1%。净利润下滑主要由原材料成本大幅上涨所致, 受环氧乙烷价格大幅上涨影响, 公司新型建筑材料上半年营业成本较去年同期大增 78.9%, 毛利率为 21.3%, 同比减 11.99%。环氧乙烷的价格一季度达到了近四年来的高位, 二季度较一季度已经有较为明显的回落, 以百川资讯燕山石化环氧乙烷价格为例, 目前环氧乙烷价格约 9000 元/吨左右, 较年初高点 11000 左右下降约 20%, 公司二季度实现净利润 4862 万元, 较一季度 3065 万元环比有明显改善。公司下半年业绩增速望迎拐点, 预计前三季度净利润增速约为 0-30%。

#### □ 践行跨区域战略, 壮大水泥外加剂市场份额

公司借助品牌和渠道优势, 进军水泥外加剂新领域, 凭借技术与营销一体化优势, 取得济青高铁、金台铁路以及宁波穿山港等多个高铁项目。报告期内, 公司夯实了区域战略布局, 紧随国家“一带一路”的战略步伐, 积极发展海外业务, 产品远销马来西亚、印尼、印度、俄罗斯、墨西哥、南非等国, 菲律宾产业基地也已建成投产, 具备在菲律宾市场开展业务的基本条件。报告期内, 公司还取得云南招标股份有限公司 20.83% 的股权, 云招股份是云南省规模最大、资质等级最高的招标代理机构和 PPP 项目咨询机构。公司全资子公司科之杰集团投资 1000 万元设立河北科之杰新材料有限公司, 有望分享京津冀协同一体化发展带来的机遇。

#### □ 践行跨领域战略, 外延式扩张进行时

延伸建设综合服务外延: 报告期内公司建设综合技术服务业务实现营收 1.37 亿元, 较去年同期增 24.7%, 毛利率约 40.9%, 较去年同期减 6%, 基本保持稳定。报告期内公司全资子公司收购南京正华捷通电子系统工程有限公司股权, 夯实公司在装配式建筑系统解决方案方面的优势, 推进由检测和设计, 向消防、环保、工业、节能等业务跨领域的外延式发展。向医药大健康领域外延扩张: 报告期内公司以 1.65 亿元收购沈阳亿灵医药科技有限公司 55% 股权, 亿灵医药是中国第一家获得 CNAS 认证的 CRO

公司，是中国第一家以全面合作管理模式与医院合作的临床 CRO 公司，是辽宁省生物等效性及药代动力学博士后工作站，获国家发改委授予中国唯一一家生物等效性及药代动力学检测工程研究中心。标的公司业绩承诺 2017-2020 年度的净利润分别不低于 2,500 万元、3,250 万元、4,225 万元和 5,281.25 万元。参股 20% 与亿灵科创成立新公司，并将亿灵科创名下所有的在研项目、药品批件及相关资产投入标的公司。报告期内公司增资参股深圳长宜科创医药有限公司 20% 股权，向医疗营销渠道产业延伸，以 CRO 为立足点，延伸上游医药、医疗器械研发和下游营销渠道行业，构建医疗大健康产业链。

#### □ 盈利预测与估值

公司是国内减水剂行业龙头，二季度以来盈利持续向好，业绩增速拐点下半年可见。公司践行“跨区域，跨领域”发展战略，外延式扩张从传统的减水剂、检测设计业务到未来跨领域的大健康业务板块布局战略践行清晰可见。新区域、新领域有望迎来新成长。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别 0.59 元、0.75 元、0.91 元，当前股价对应 PE 分别为 22 倍、17 倍、14 倍，给予“买入”评级。

#### 盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1385	1828	2157	2481
收入同比(%)	3%	32%	18%	15%
归属母公司净利润	167	204	261	314
净利润同比(%)	-17%	22%	27%	20%
毛利率(%)	32.7%	30.5%	31.1%	32.1%
ROE(%)	7.8%	9.1%	10.4%	11.3%
每股收益(元)	0.48	0.59	0.75	0.91
P/E	27.13	22.19	17.41	14.47
P/B	2.13	2.02	1.81	1.65
EV/EBITDA	18	26	25	25

资料来源：wind、华安证券研究所

**附录：财务报表预测**

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
<b>流动资产</b>	1,721	3,621	4,994	6,593	<b>营业收入</b>	1,385	1,828	2,157	2,481
现金	67	366	431	496	营业成本	932	1,271	1,486	1,684
应收账款	905	1,195	1,456	1,639	营业税金及附加	12	15	18	22
其他应收款	14	17	21	24	销售费用	127	162	188	221
预付账款	10	(1)	(4)	(8)	管理费用	125	164	193	230
存货	55	65	77	91	财务费用	0	5	3	3
其他流动资产	669	1,979	3,011	4,349	资产减值损失	24	24	25	25
<b>非流动资产</b>	936	893	930	932	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	65	25	32	41	投资净收益	18	10	11	12
固定资产	397	372	347	322	<b>营业利润</b>	183	198	254	308
无形资产	106	99	92	86	营业外收入	24	13	14	15
其他非流动资产	368	398	459	483	营业外支出	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	2,657	4,514	5,924	7,524	<b>利润总额</b>	204	209	265	319
<b>流动负债</b>	458	2,347	3,528	4,918	所得税	34	0	0	0
短期借款	1	1,797	2,875	4,192	<b>净利润</b>	170	209	265	319
应付账款	194	293	345	377	少数股东损益	3	4	4	6
其他流动负债	263	257	308	349	<b>归属母公司净利润</b>	167	204	261	314
<b>非流动负债</b>	22	(128)	(159)	(210)	EBITDA	240	235	289	342
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.48	0.59	0.75	0.91
其他非流动负债	22	(128)	(159)	(210)					
<b>负债合计</b>	480	2,219	3,369	4,708					
少数股东权益	46	51	55	61					
股本	343	346	346	346					
资本公积	577	515	552	548					
留存收益	1,210	1,384	1,602	1,862					
归属母公司股东权益	2,130	2,245	2,500	2,756					
<b>负债和股东权益</b>	2,657	4,514	5,924	7,524					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	288	(1,490)	(946)	(1,173)
净利润	170	204	261	314
折旧摊销	58	32	32	31
财务费用	0	5	3	3
投资损失	(18)	(10)	(11)	(12)
营运资金变动	(191)	(1,750)	(1,260)	(1,540)
其他经营现金	269	29	29	31
<b>投资活动现金流</b>	(310)	113	(33)	7
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(59)	40	(7)	(9)
其他投资现金	(251)	73	(26)	16
<b>筹资活动现金流</b>	(36)	1,702	1,069	1,256
短期借款	(15)	1,797	1,078	1,317
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	3	0	0
资本公积增加	0	(62)	37	(4)
其他筹资现金	(21)	(36)	(46)	(57)
<b>现金净增加额</b>	(58)	324	90	89

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入	2.94%	32.00%	18.00%	15.00%
营业利润	-24.46%	8.06%	28.26%	21.17%
归属于母公司净利润	-17.21%	22.23%	27.48%	20.34%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	32.73%	30.50%	31.10%	32.10%
净利率(%)	12.08%	11.19%	12.08%	12.64%
ROE(%)	7.82%	9.09%	10.38%	11.34%
ROIC(%)	9.99%	11.36%	7.00%	6.31%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	18.08%	49.15%	56.86%	62.57%
净负债比率(%)	16.29%	4.98%	-0.38%	-0.09%
流动比率	3.76	1.54	1.42	1.34
速动比率	3.64	1.51	1.39	1.32
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.51	0.41	0.37
应收账款周转率	1.50	1.77	1.65	1.63
应付账款周转率	6.86	7.50	6.76	6.87
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.59	0.75	0.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	(4.31)	(2.73)	(3.39)
每股净资产(最新摊薄)	6.15	6.49	7.22	7.96
<b>估值比率</b>				
P/E	27.1	22.2	17.4	14.5
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.38	26.06	24.74	24.69

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。