

建研集团 (002398)

17H2减水剂业务底部回升，“金砖会议”助推海外业务

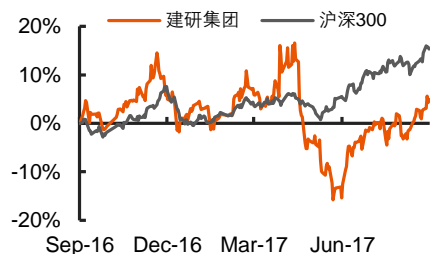
强烈推荐 (首次)

现价: 13.62 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.xmabr.com
大股东/持股	蔡永太/17.76%
实际控制人	蔡永太
总股本(百万股)	346
流通 A 股(百万股)	256
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	47.14
流通 A 股市值(亿元)	34.87
每股净资产(元)	6.34
资产负债率(%)	20.80

行情走势图



证券分析师

严晓情 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号
S1060117080044
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **减水剂龙头地位稳固，外延布局 CRO 行业：**建研集团是国内减水剂龙头（排名第二，市占率 3.95%），拥有外加剂新材料与工程检测（福建省内第一）两大主营业务。2017 年 7 月公司成功收购亿灵医药切入 CRO 行业，未来将布局医疗大健康产业链。2017 年 3 月公司推出股权激励计划，解锁条件 17-19 年净利润较 16 年增长不低于 10%、20%、30%。员工持股深度绑定高管利益，将助力公司业绩重回增长轨道。
- **需求回暖叠加成本回落，减水剂业务盈利将底部回升：**公司积极推动减水剂业务全国化布局，受益 17 年以来固投增速维持高位，17H1 公司减水剂实现收入 5.63 亿元，YoY+47.5%，毛利率为 22.2%，同比下降 13.6pct，主要是 16H2 以来二代/三代减水剂原材料工业萘、环氧乙烷价格大幅上涨所致。17H2 以来，受益原材料价格回落，减水剂价差扩大，公司减水剂业务盈利将底部回升。此外，公司把握“金砖国家”与“一带一路”政策利好，积极开拓海外市场，目前公司在菲律宾生产线已经投产，未来有望为公司打开成长空间。
- **外延切入 CRO 行业，布局医疗大健康产业链：**2017 年 7 月公司通过收购亿灵医药 55% 股权切入 CRO 行业，并通过增资入股深圳亿灵科创与长宜科创，布局医疗大健康产业链。我国 CRO 行业保持快速增长，2016 年销售规模达 462 亿元，YoY+22%。受益一致性评价加速推进，CRO 行业将迎来新一轮发展契机。随着未来布局持续深入，医疗大健康业务有望成为公司新的业绩增长点。
- **检测行业空间广阔，公司外延成长值得期待：**我国检验检测行业收入规模保持快速增长，2016 年实现收入 2065 亿元，YoY+14.72%。受益国家政策推动，民营机构占比持续提升，16 年达到 43%。检测业务具有较强区域性，公司积极推动检测业务外延式发展，推动全国化布局。目前，公司目前旗下控股 7 家子公司，参股 3 家公司，产业群分布福

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1345	1,385	1,991	2,579	3,131
YoY(%)	-24.8	2.9	43.7	29.5	21.4
净利润(百万元)	202	167	224	296	390
YoY(%)	-8.9	-17.2	33.6	32.4	31.8
毛利率(%)	39.4	32.7	29.6	30.5	31.6
净利率(%)	15.0	12.1	11.2	11.5	12.5
ROE(%)	10.0	7.8	9.7	11.5	13.2
EPS(摊薄/元)	0.58	0.48	0.65	0.86	1.13
P/E(倍)	23.3	28.2	21.1	15.9	12.1
P/B(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

建全省、北京、上海、重庆、海南、云南等区域。随着公司积极向轨交、消防和环保等领域拓展，公司检测业务成长值得期待。

- **盈利预测与投资建议：**公司是减水剂行业龙头，受益国内需求回暖与减水剂成本回落，17H2 公司减水剂业务盈利将底部回升。公司紧握“金砖峰会”与“一带一路”政策利好，积极开拓减水剂海外市场，将打开成长空间。公司通过外延切入 CRO 行业，未来将布局医疗大健康产业链。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.65 元和 0.86 元，对应当前股价 PE 分别为 21.1 倍和 15.9 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**外加剂业务开拓不及预期；应收账款回收风险。

正文目录

一、 减水剂龙头地位稳固，外延布局 CRO 行业	6
1.1 公司简介	6
1.2 减水剂龙头地位稳固，拓展 CRO 业务打造新增长点	6
1.3 股权激励绑定员工利益，释放业绩成长动力	8
二、 需求回暖叠加成本回落，17H2 减水剂盈利将底部回升	8
2.1 减水剂消费量趋于稳定，行业整合利好龙头企业	8
2.2 公司减水剂业务辐射全国，强化专业服务助力市场开拓	10
2.3 投资回暖提振减水剂需求，主业重回增长轨道	11
2.4 借力“一带一路”与“金砖峰会”，积极开拓海外市场	13
2.5 原材料价格逐步回调，17H2 减水剂盈利将底部回升	13
三、 外延切入 CRO 行业，布局医疗大健康产业链	14
3.1 CRO 行业保持高速增长，渗透率不断提升	14
3.2 一致性评价加速推进，CRO 行业迎发展契机	16
3.3 布局医疗大健康产业链，打造业绩新增长点	17
四、 检测行业空间广阔，公司外延成长值得期待	17
4.1 检测行业空间广阔，民营机构占比持续提升	17
4.2 外延式发展突破区域限制，公司检测业务成长可期	19
五、 盈利预测与投资建议	20
六、 风险提示	21

图表目录

图表 1	公司历史发展概况	6
图表 2	公司股权结构	6
图表 3	17 年上半年公司营收快速增长	7
图表 4	17 年上半年公司归母净利润降幅收窄	7
图表 5	公司主营业务构成情况	7
图表 6	公司主要业务毛利率历史变动情况	7
图表 7	2016 年减水剂行业十强情况	7
图表 8	混凝土减水剂行业产业链	8
图表 9	减水剂主要品种类型	9
图表 10	减水剂消费总量趋于稳定	9
图表 11	聚羧酸减水剂占减水剂消费量比重持续提升	9
图表 12	2016 年减水剂企业十强市占率情况	9
图表 13	2016 年聚羧酸减水剂企业十强市占率情况	9
图表 14	减水剂业务国内各区域布局情况	10
图表 15	公司属于减水剂行业第一梯队	11
图表 16	公司聚羧酸减水剂销售额占比持续提升	11
图表 17	16 年公司聚羧酸减水剂销量占比达 79%	11
图表 18	17H1 外加剂业务收入同比增长 48%	12
图表 19	公司华东地区减水剂收入占比超过 50%	12
图表 20	减水剂业务各地区收入增长情况	12
图表 21	华东地区固定资产投资增速维持高位	12
图表 22	西南地区固定资产投资维持高增长	12
图表 23	聚羧酸系减水剂产业链布局	13
图表 24	聚羧酸系减水剂原材料价格逐步回调	14
图表 25	萘系减水剂原材料价格逐步走低	14
图表 26	16 年公司减水剂吨成本同比上涨 9.4%	14
图表 27	16 年公司减水剂毛利下滑 29%	14
图表 28	新药研发流程及与“医药研发服务外包”业务关系	15
图表 29	CRO 上下游产业链示意图	15
图表 30	我国制药企业 R&D 费用占收入比重持续提升	15
图表 31	全球医药研发支出保持稳定增长	15
图表 32	全球 CRO 渗透率不断提升	16
图表 33	中国 CRO 行业规模保持快速增长	16
图表 34	全球 CRO 行业规模保持稳定增长	16
图表 35	公司 CRO 业务布局情况	17
图表 36	收购、参股公司业绩承诺情况	17

图表 37	检测业务贯穿工程建设全生命周期	18
图表 38	我国检验检测服务业营业收入保持快速增长	18
图表 39	民营检测机构占比持续提升	18
图表 40	综合技术服务业务增速回升，毛利率延续下滑趋势	19
图表 41	17H1 公司检测业务收入增速大幅回升	19
图表 42	17H1 毛利率下滑影响公司净利润增速	19
图表 43	公司建设工程检测业务布局情况	20
图表 44	可比公司估值水平	21

一、减水剂龙头地位稳固，外延布局 CRO 行业

1.1 公司简介

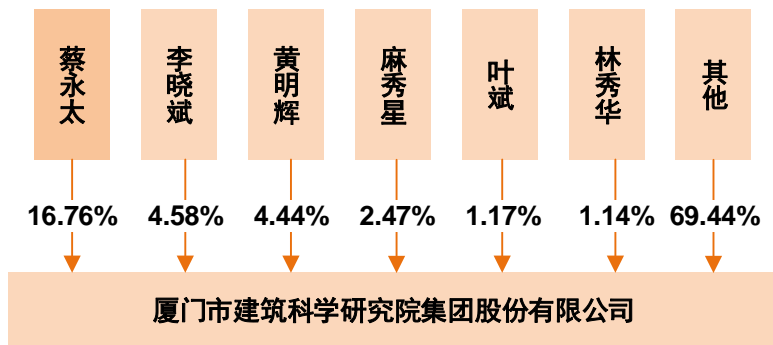
建研集团是一家集建设综合技术服务和新型材料研发、生产、销售为一体的科技型集团企业，是国内最早从事建设综合技术服务的机构之一，是我国海峡西岸经济区建设综合技术服务的龙头企业，也是国内外外加剂新材料行业的龙头企业。

图表1 公司历史发展概况



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表2 公司股权结构

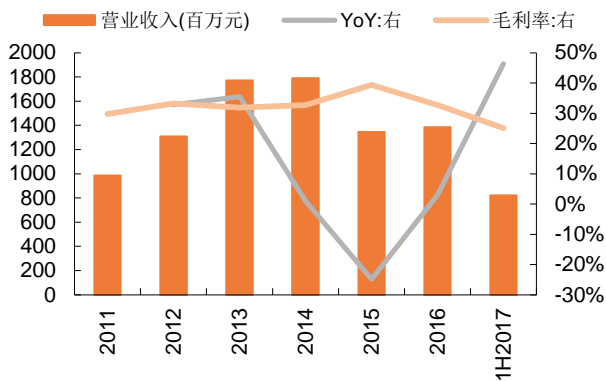


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 减水剂龙头地位稳固，拓展 CRO 业务打造新增长点

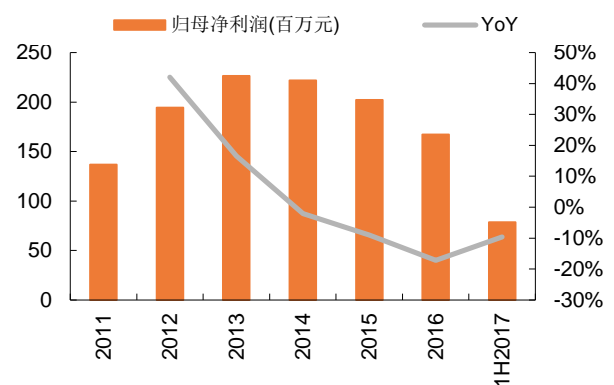
2017 年上半年公司营业收入大幅增长，实现收入 8.20 亿元，同比增长 46.38%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比减少 9.6%。公司主营业务主要包括外加剂、技术服务和商品混凝土业务等，17H1 三项业务占比分别为 68.6%、16.6%和 12.5%。17H1 公司收入大幅增长主要由于减水剂以及商品混凝土的销量大幅增长，但由于 16 年下半年以来减水剂原材料价格上涨，导致减水剂毛利率持续下滑，17H1 公司综合毛利率为 25.09%，同比下滑了 11.25pct。从公司的业务规模上看，2011 年以来公司持续在混凝土外加剂行业和聚羧酸减水剂行业排名第二，龙头地位持续稳固。

图表3 17年上半年公司营收快速增长



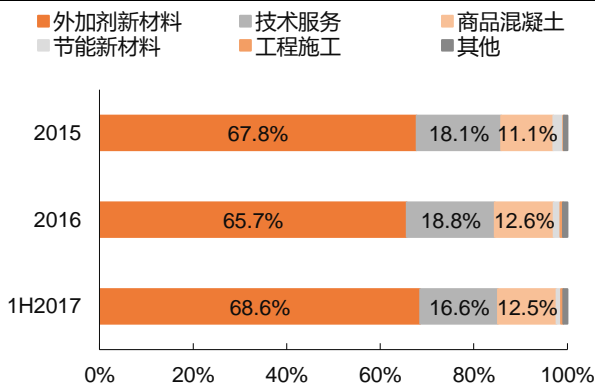
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 17年上半年公司归母净利润降幅缩窄



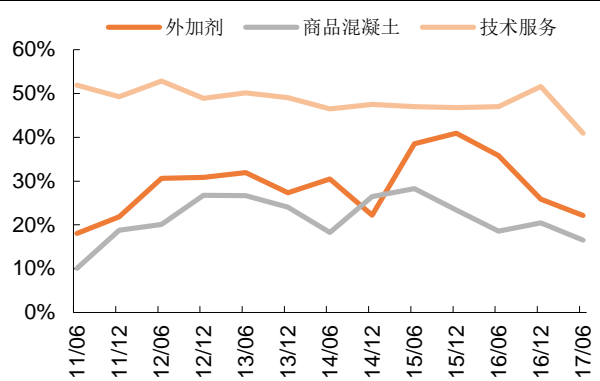
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司主营业务构成情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 公司主要业务毛利率历史变动情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2016年减水剂行业十强情况

	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	38.1	29.1	56.4	4.73%
科之杰集团	31.8	25.3	42.9	3.95%
广东红墙	11.5	8.8	21.9	1.43%
长安育才	10.5	7.7	32.5	1.31%
安徽中铁	11.1	10.1	28.0	1.38%
贵阳绿洲苑	8.8	8.3	25.0	1.10%
广东瑞安	8.2	5.2	29.0	1.02%
华伟银凯	8.8	6.0	26.7	1.09%
山西凯迪	8.9	5.7	22.5	1.11%
深圳五山	7.6	4.3	20.0	0.95%

资料来源：水泥混凝土网、平安证券研究所

1.3 股权激励绑定员工利益，释放业绩成长动力

公司于 17 年 3 月份发布限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 411.3 万股，占总股本 1.2%，其中首次授予 377 万股，授予对象公司董事、高管和核心业务骨干共 216 名，授予价格为每股 9.58 元。本次限制性股票激励计划覆盖面积广，深度绑定了核心高管与业务骨干的利益。本次授予的限制性股票分三次解锁，解锁比例为 30%、30%、40%，解锁条件为：17-19 年归母净利润较 16 年的增长率分别不低于 10%、20%、30%，17-19 年营业收入较 16 年的增长率分别不低于 20%、44%、72%。此次方案中的解锁条件将激励管理层与核心骨干努力改善公司经营情况，有助于使公司业绩重回增长轨道。

二、需求回暖叠加成本回落，17H2 减水剂盈利将底部回升

2.1 减水剂消费量趋于稳定，行业整合利好龙头企业

由于环保与性能等因素要求，聚羧酸减水剂（即第三代减水剂）得到普遍推广，减水剂一般用于商品混凝土生产和预制构件生产，目前随着房地产行业投资持续下滑，减水剂行业总量趋于稳定。目前减水剂行业集中度较低，CR10 占比仅为 18%，随着行业竞争恶化，未来小企业将加速推出，企业市占率提升空间大。

减水剂消费量趋于稳定，聚羧酸减水剂成为行业主流

混凝土外加剂是指在混凝土拌合前或拌合过程中加入，用以改善新拌混凝土和硬化混凝土性能的物质，其中用量最大的为减水剂。减水剂主要应用于商品混凝土和预制混凝土构件的生产，最终应用到基础设施建设、建筑工程、水利核电工程等涉及固定资产投资行业中。2014 年以来，由于房地产行业投资增速与基建投资增速逐步放缓，减水剂消费量整体区域稳定，截止 2016 年，全国消费减水剂总量为 804 万吨，处于历史高位。

按照减水率高低以及制作方法的的不同，可将减水剂分为普通减水剂、高效减水剂和高性能减水剂（聚羧酸减水剂）。由于聚羧酸系减水剂具有低掺量、高减水等优点，且可配制出高强、超高强、高耐久性和超流态混凝土。此外，相比其他类型减水剂，聚羧酸系减水剂合成工艺无废液、废气、废渣排放等因素，属于环保型混凝土外加剂。近年来聚羧酸减水剂消费量占比持续提升，截止 2016 年，聚羧酸减水剂消费量占减水剂总消费量已达 74%，成为行业主流产品。

图表8 混凝土减水剂行业产业链



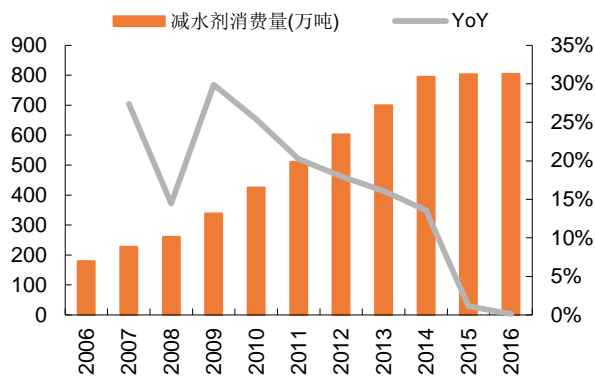
资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

图表9 减水剂主要品种类型

类型	主要品种	减水率	生产原材料
普通减水剂	木质素磺酸盐类减水剂	8%-13%	造纸工业废液
高效减水剂	萘系减水剂等	14%-24%	工业萘
高性能减水剂	聚羧酸系减水剂	≥25%，可达 40%以上	聚醚/聚醚单体、环氧乙烷、丙烯酸

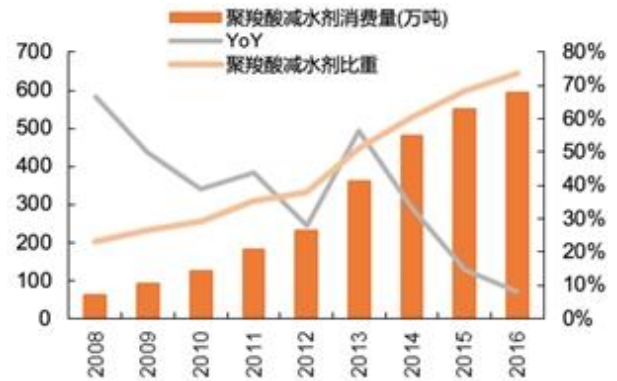
资料来源：苏博特招股书、平安证券研究所

图表10 减水剂消费总量趋于稳定



资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

图表11 聚羧酸减水剂占减水剂消费量比重持续提升

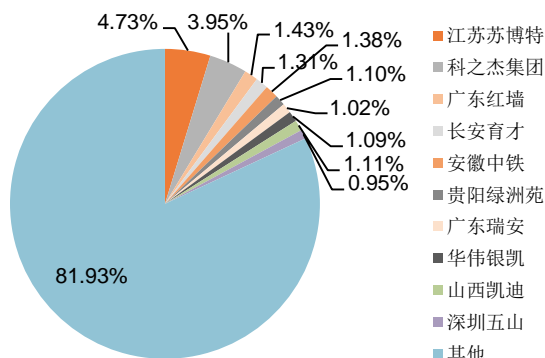


资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

减水剂行业市场集中度低，行业整合利好龙头企业

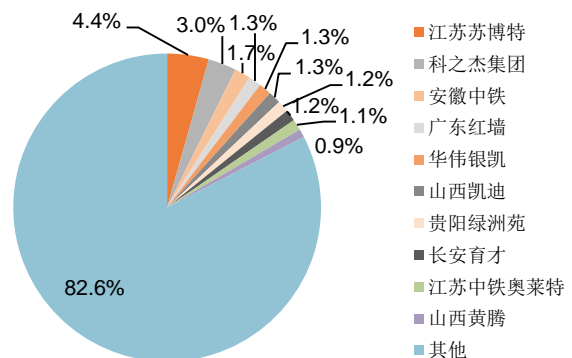
减水剂行业市场集中度较低，截止 2016 年，减水剂行业的 CR10 占比仅为 18.07%，在聚羧酸减水剂板块中，CR10 占比为 17.4%，其中位于行业第二的科之杰集团（建研集团全资子公司）的市场占有率分别为 3.95%和 3.0%。由于减水剂行业生产存在垫资的普遍现象，在目前环保督查持续升级的大背景下，区域小产能有望加速推出市场，龙头企业凭借去定制化研发能力与后期服务能力有望进一步提高市占率。

图表12 2016 年减水剂企业十强市占率情况



资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

图表13 2016 年聚羧酸减水剂企业十强市占率情况



资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

2.2 公司减水剂业务辐射全国，强化专业服务助力市场开拓

减水剂行业区域性特征明显，公司“跨区域”布局打开市场空间

由于水泥、砂石等混凝土原材料受运输半径限制区域性较强，为使外加剂更好地适应各种原材料的品质与性能，充分发挥其功能，外加剂必须因地制宜进行调配，因此呈现出较强的区域性。作为中国前二强的混凝土外加剂生产商，公司积极推进“跨区域”发展模式，目前已在全国范围内建设了14个外加剂新材料产业基地，分布于福建、重庆、贵州、河南、陕西、浙江、广东、湖南、江苏、江西等地，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，也有助公司打开市场空间。

图表14 减水剂业务国内各区域布局情况

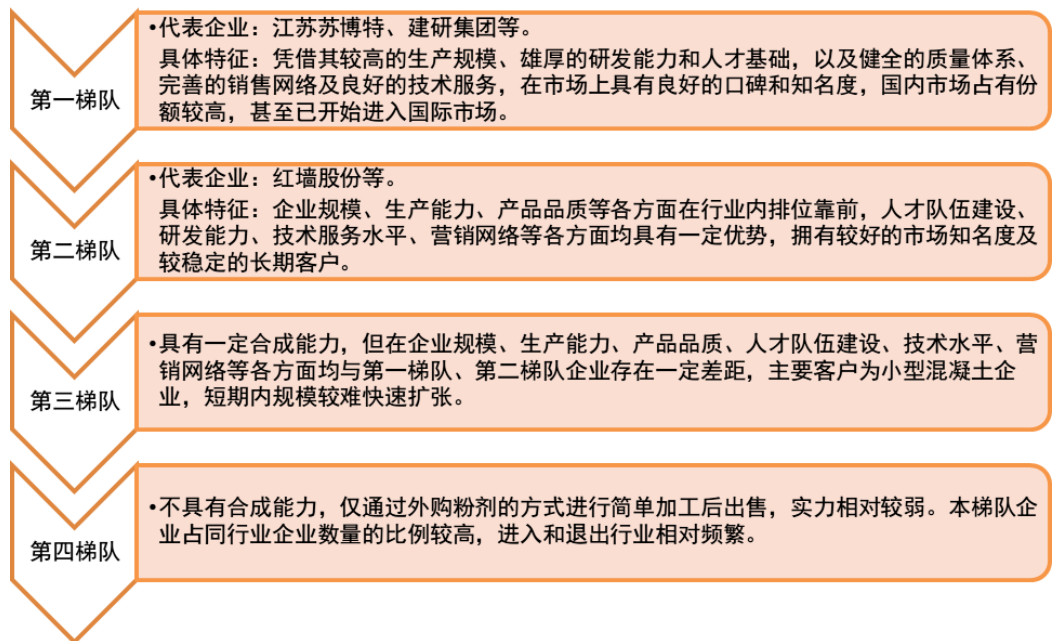


资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司研发实力强，强化专业服务助力市场开拓

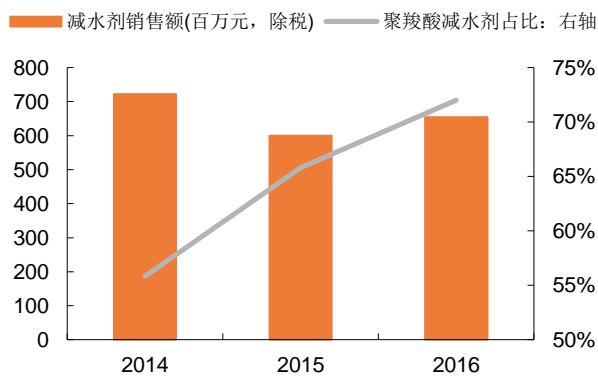
作为中国前二强的混凝土外加剂生产与应用技术集成方案提供商，具备全国领先的研发能力，能够根据客户需求为其提供定制化外加剂产品，并提供现场技术指导。由于外加剂成本仅占商品混凝土4-5%左右，因此企业对价格的高低敏感度较低，质量保障与定制化生产成为企业拓展大客户的关键。公司持续强化自身研发能力，积极拓展大客户，公司业绩将快速回升。

图表15 公司属于减水剂行业第一梯队



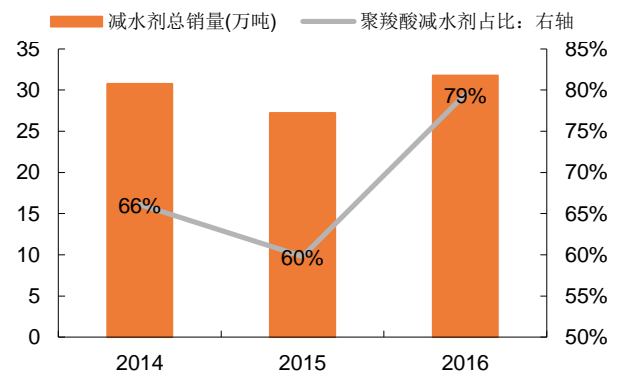
资料来源：红墙股份招股书，平安证券研究所

图表16 公司聚羧酸减水剂销售额占比持续提升



资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

图表17 16年公司聚羧酸减水剂销量占比达79%

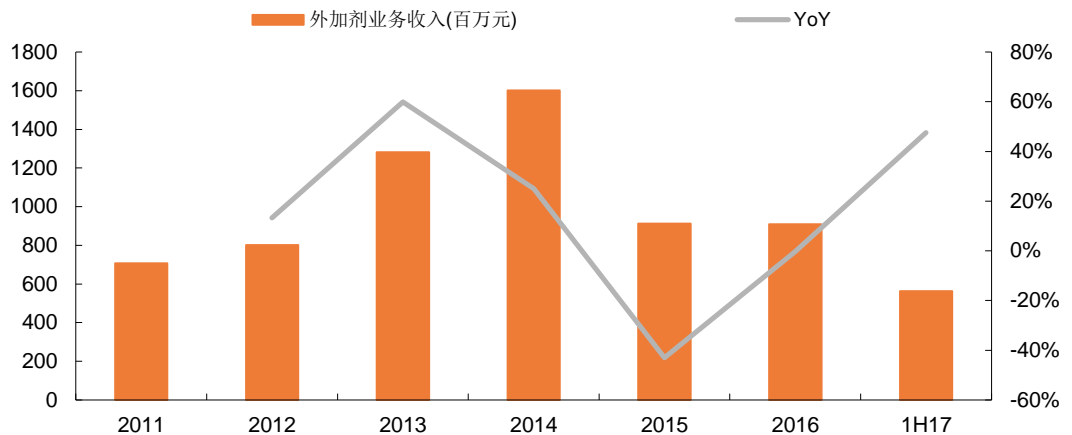


资料来源：中国混凝土网、平安证券研究所

2.3 投资回暖提振减水剂需求，主业重回增长轨道

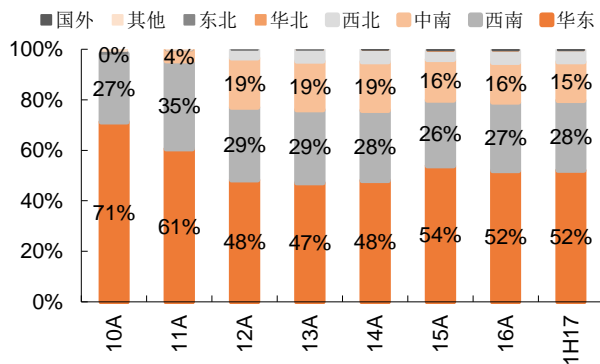
17年上半年，公司减水剂销售额出现大幅增长，实现销售收入5.63亿元，YoY+47.51%。分区域看，目前公司减水剂业务的收入主要集中在华东、西南和中南地区，2017年各区域外加剂业务收入占比分别为39%、21%和12%。2017年上半年，公司减水剂业务占比靠前的华东，西南和中南等地区减水剂业务收入均实现快速增长，其中华东地区和西南地区17H1的收入同比增速均超过了50%，主要由于华东地区与西南地区基建投资发力，助推固定资产投资维持高速增长，减水剂需求显著复苏。

图表18 17H1 外加剂业务收入同比增长 48%



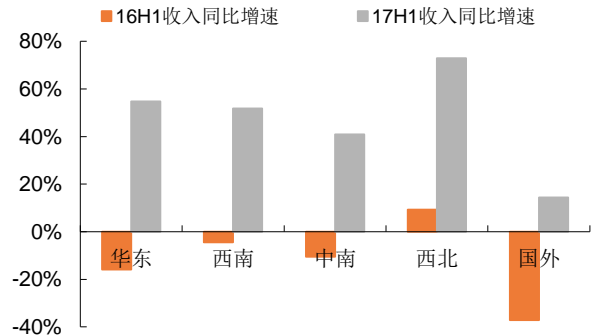
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表19 公司华东地区减水剂收入占比超过 50%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

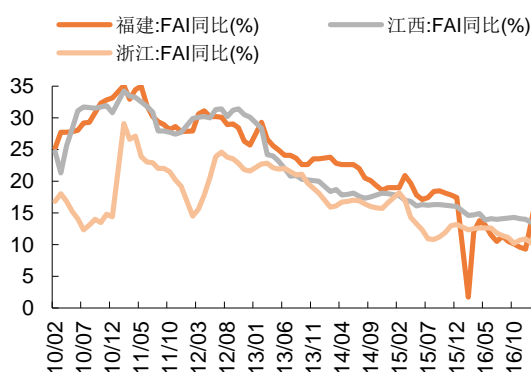
图表20 减水剂业务各地区收入增长情况



备注：华东地区收入剔除天润锦龙和厦门检测

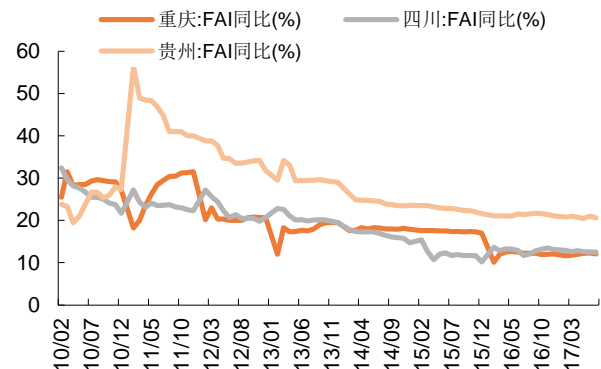
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 华东地区固定资产投资增速维持高位



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表22 西南地区固定资产投资维持高增长



资料来源：Wind、平安证券研究所

2.4 借力“一带一路”与“金砖峰会”，积极开拓海外市场

公司在不断开拓国内市场的同时，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，这标志着科之杰“点石牌”外加剂新材料国际化进程的进一步实现。

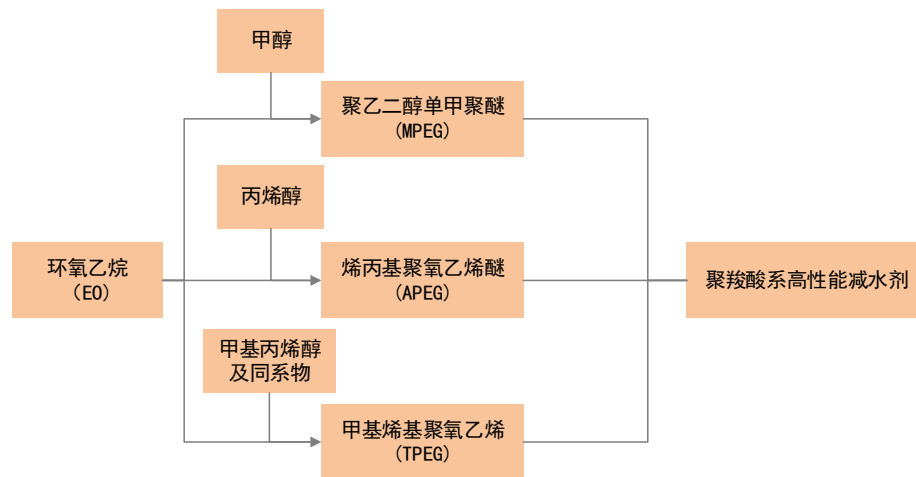
2017年9月3日~5日，2017年“金砖五国峰会”将于厦门召开，本次会议作为“一带一路”国际合作高峰论坛后的又一个国际间合作协调会议，公司将充分受益。一方面，此次金砖峰会是厦门市有史以来承办的最高规格的国际会议，一方面推动厦门及福建地区的城市基础设施建设，另一方面进一步推动了福建地区的对外开放。公司作为福建省本地的高新技术企业，背靠福建自贸区强大的区位优势，未来有望乘政策东风，加速开拓海外市场，推动公司减水剂业务国际化发展。

2.5 原材料价格逐步回调，17H2 减水剂盈利将底部回升

根据中国混凝土与水泥制品协会数据：目前每吨聚羧酸减水剂产品需要聚乙二醇产品(M/A/TPEG) 0.75-0.9吨，而生产每吨聚乙二醇产品需要0.8吨环氧乙烷，所以环氧乙烷价格直接影响到聚羧酸减水剂原料价格。

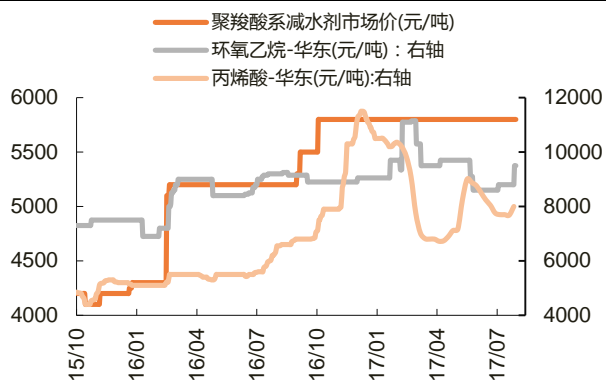
由于受到2016年下半年原材料环氧乙烷与工业萘价格上涨，公司2016年减水剂吨成本较15年增加了9.4%，而公司减水剂受到下游需求不振影响，吨价格下滑了0.59%，导致公司减水剂吨毛利下滑了29%。2017年上半年，由于减水剂原材料价格持续上涨，减水剂价格没有及时调整，导致公司毛利率进一步下滑。17年6月份以来，由于减水剂上游煤炭价格与原有价格有所回落，环氧乙烷与成本市场价开始逐步下行，下半年公司盈利空间将得到改善。

图表23 聚羧酸系减水剂产业链布局



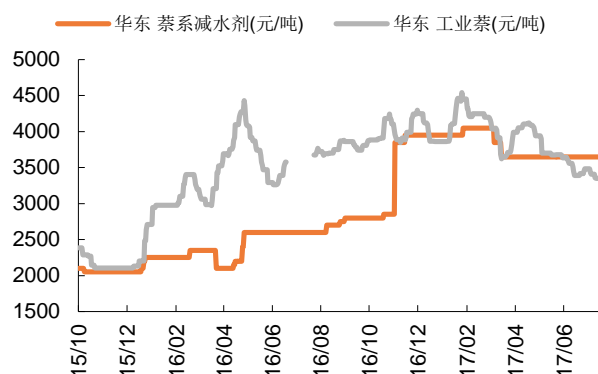
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表24 聚羧酸系减水剂原材料价格逐步回调



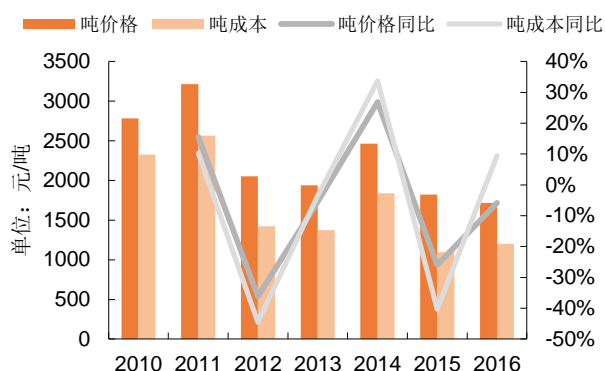
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表25 萘系减水剂原材料价格逐步走低



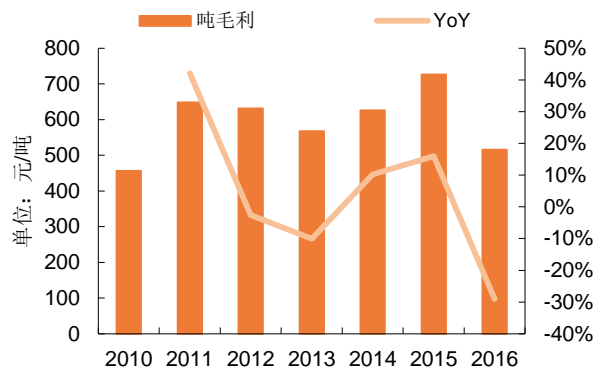
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表26 16年公司减水剂吨成本同比上涨9.4%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 16年公司减水剂毛利下滑29%



资料来源：公告、平安证券研究所

三、外延切入 CRO 行业，布局医疗大健康产业链

3.1 CRO 行业保持高速增长，渗透率不断提升

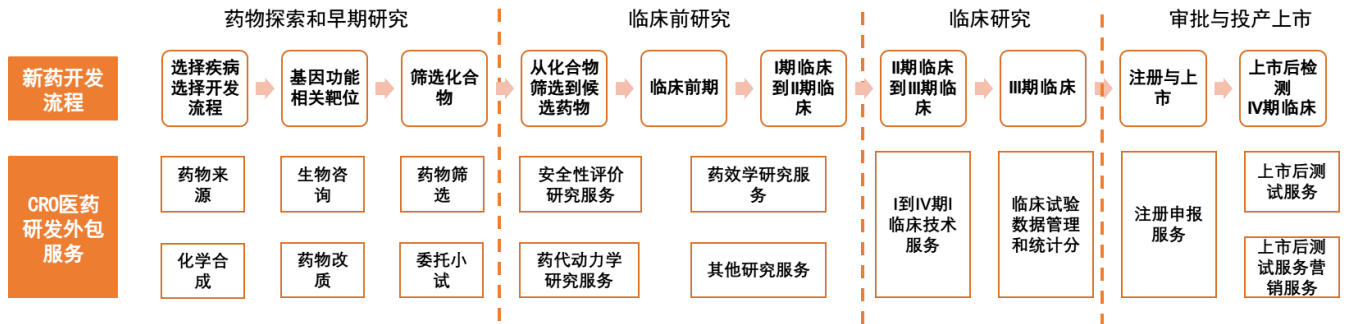
CRO (Contract Research Organization) 为“合同研究组织”，又称为“医药研发外包”，是通过合同形式向制药企业提供专业化的新药临床研究外包服务的一种科学性或者商业性的研究机构，分为临床前 CRO 和临床试验 CRO。

作为新药研发领域中社会化专业化分工的必然产物，CRO 企业以其成本优势、效率优势等特点实现了快速壮大，已逐渐成为医药研发产业链中不可或缺的环节。经过几十年的发展，CRO 行业已经拥有一个相对完备的技术服务体系，提供的技术服务几乎涵盖了药物研发的整个过程，成为全球制药企业缩短新药研发周期、实现快速上市的重要途径，是医药研发产业链中不可缺少的环节。

2011 年以来，我国 CRO 行业规模保持快速增长，根据 CFDA 南方医药经济研究所数据显示，2016 年我国 CRO 行业规模将达到 462 亿元，同比增长 22%，2011-2016 年复合增速将达到 27.0%。从

全球范围内看，CRO 行业规模保持稳定增长，预计 16 年实现收入 317 亿美元，同比增长 8%。全球 CRO 渗透率不断提升，预计 2016 年已经达到 46%，2020 年有望上升至 54%。

图表28 新药研发流程及与“医药研发服务外包”业务关系



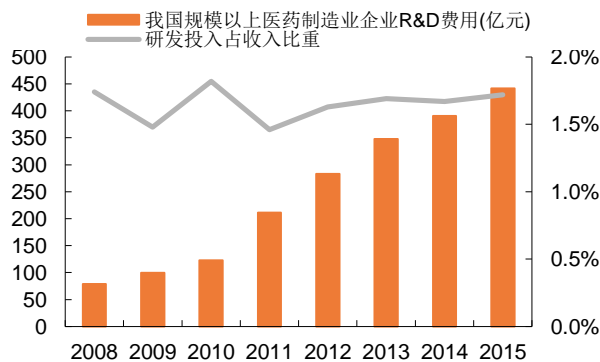
资料来源：CFDA、平安证券研究所

图表29 CRO 上下游产业链示意图



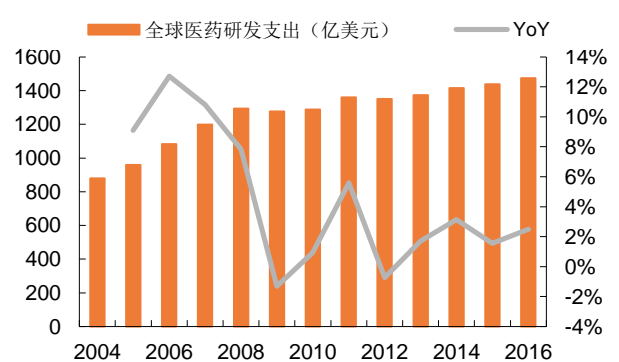
资料来源：中为咨询、平安证券研究所

图表30 我国制药企业 R&D 费用占收入比重持续提升



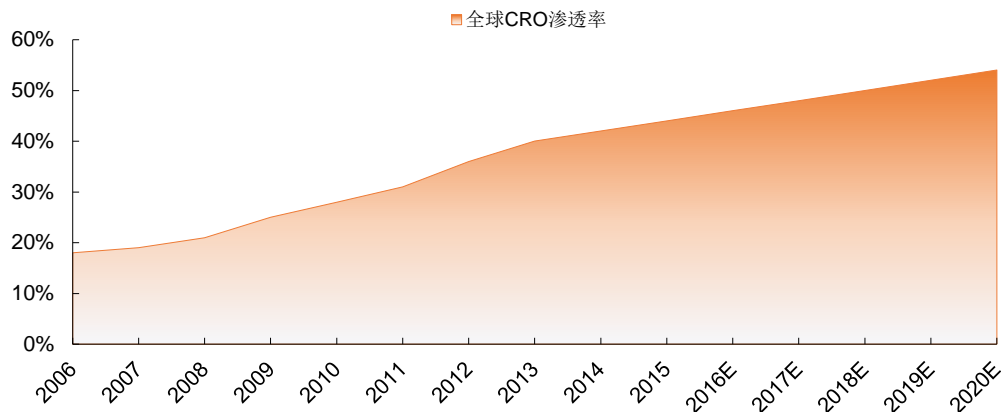
资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表31 全球医药研发支出保持稳定增长



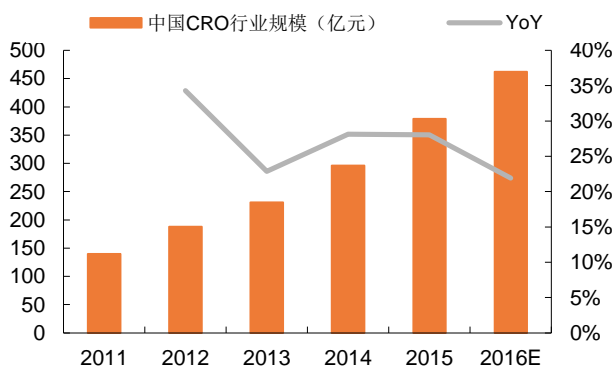
资料来源：Evaluate Pharma、前瞻产业研究院、平安证券研究所

图表32 全球 CRO 渗透率不断提升



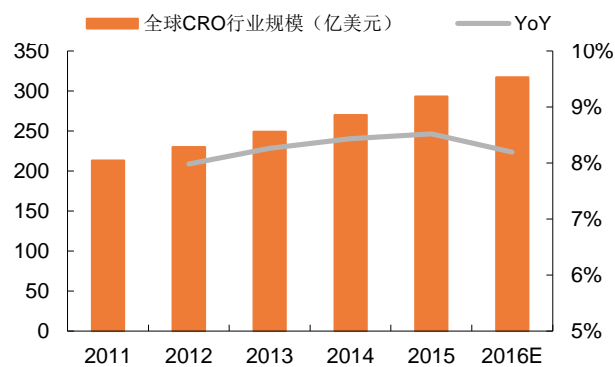
资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

图表33 中国 CRO 行业规模保持快速增长



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所、平安证券研究所

图表34 全球 CRO 行业规模保持稳定增长



资料来源：CFDA 南方医药经济研究所、平安证券研究所

3.2 一致性评价加速推进，CRO 行业迎发展契机

2016 年 3 月以来，随着国务院下达关于一致性评价的 8 号文，CFDA 不断出台有关一致性评价的政策法规，未来一年内，数千例的药学研究有望转化为 BE 试验，直接带动 CRO 行业业绩的增长。2017 年 8 月 25 日，CFDA 发布了《总局关于仿制药质量和疗效一致性评价工作有关事项的公告(2017 年第 100 号)》。文件从新设审批部门，明确审批流程及审批时限，设立“通过一致性评价”标识等方面加强了一致性评价的可执行性，加快政策落地。

此外，2017 年 5 月 19 日，国务院正式发布了《关于修改〈医疗器械监督管理条例〉的决定》，规定对医疗器械临床试验机构实行备案管理，未来政策持续落地将助推国内医疗器械产品加速进入临床阶段，在目前国内企业临床能力经验普遍欠缺的情况下，CRO 企业将成为协助他们参与临床试验的重要保障。

3.3 布局医疗大健康产业链，打造业绩新增长点

2017年7月，公司以1.65亿元收购了临床CRO行业的沈阳亿灵医药55%股权。此次收购是公司实施“跨领域”发展战略的重要举措。亿灵医药主营业务为释药技术、人体生物等效性试验和药代动力学研究、II-IV期临床研究，该公司是中国第一家获得CNAS认证的CRO公司，也是中国唯一一家由国家发改委授予的生物等效性及药代动力学检测工程研究中心。亿灵医药拥有丰富的临床研究资源，与中国1/3的临床基地有项目合作，与辽宁省内11家基地组成战略联盟，有固定的SMO合作方，深度了解中国临床研究的现状，是国内药物临床试验机构资源最丰富的CRO之一。亿灵医药承诺：1) 2017-2020年分别实现净利润2500万元、3250万元、4225万元和5281万元；2) 期末应收帐额余额不超过年度销售收入总额的30%，且无应收帐款账龄超120天。亿灵医药增长动力充足，未来将有助于增厚上市公司业绩。

公司在收购亿灵医药的基础上，还增资入股了深圳长宜科创（20%股权）与福建健研科创（20%股权）。公司在亿灵医药CRO临床医疗服务平台的基础上，向上游投资医药（医疗器械）研发与下游医疗营销渠道产业进行延伸，将有助于公司构建医疗大健康产业链，未来将为公司打造新的业绩增长点。

图表35 公司CRO业务布局情况

公告时间	标的名称	形式	金额(万元)	持股比例	主营业务	收购/投资目的
2017-7-26	沈阳亿灵医药科技有限公司	收购	16,500	55%	专业医药研发 合同外包服务 (CRO)	公司依托亿灵医药的平台优势构建建研医疗技术服务板块,延伸医疗大健康技术服务市场,为公司打造医疗健康主营业务奠定基础。
2017-7-26	深圳长宜科创医药有限公司	增资 参股	3,000	20%	药品和医疗器械代理商	基于并购CRO临床医疗服务平台、投资医药(医疗器械)研究机构之后,向医疗营销渠道产业延伸。
2017-7-26	福建健研科创医药科技有限公司(暂定)	增资 参股	5,000	20%	医药技术开发、转让、医药咨询	参股医药(医疗器械)研发项目,介入临床前(即CRO前)领域,可进一步提升CRO的市场竞争实力。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表36 收购、参股公司业绩承诺情况

单位：万元	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
亿灵医药	2,500	3,250	4,225	5,281	-	-
深圳长宜科创医药	1,000	2,500	4,000	-	-	-
辽宁亿灵科创	-	-	2,000	3,000	4,000	5,000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

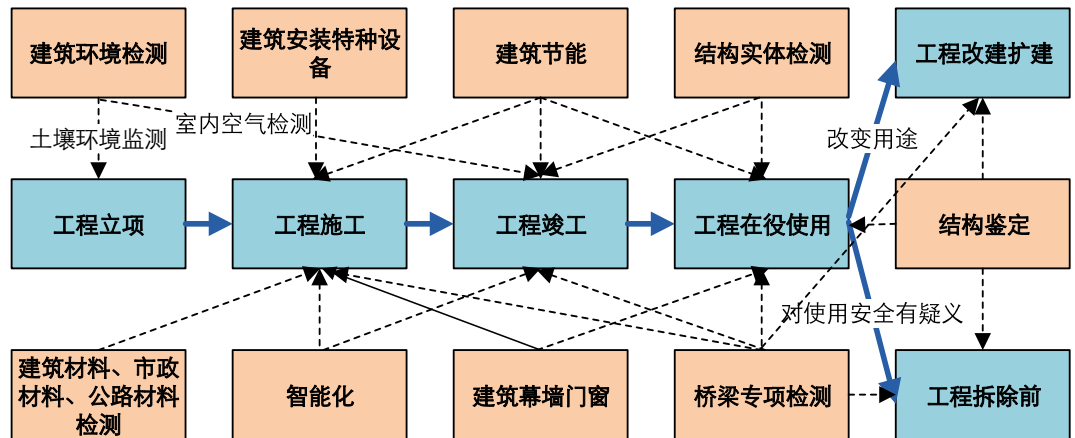
四、检测行业空间广阔，公司外延成长值得期待

4.1 检测行业空间广阔，民营机构占比持续提升

建研集团的建设综合技术服务以建设工程质量检测业务为主。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。因此工程检测与鉴定服务始终贯穿、伴随建筑工程的建设全过程（包括工程立项、施工、竣工、验收交付使用）、使用全过程（包括改建、扩建，过程安全性、可靠性和使用寿命鉴定）和拆除全过程。

图表37 检测业务贯穿工程建设全生命周期

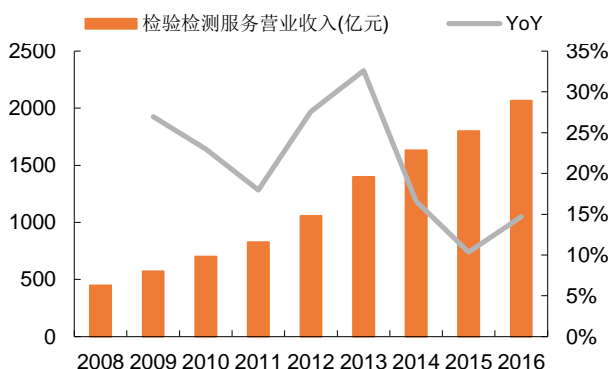


资料来源：公司招股书、平安证券研究所

检验检测行业规模持续提升，政策释放民营结构发展空间。我国检验检测行业收入规模保持快速增长，2016 年实现收入 2065 亿元，同比增长了 14.72%。受我国政策利好推动，我国民营检测机构快速发展，机构占比持续提升，截止 16 年，我国检测机构中民营企业占比达到了 43%，较 15 年扩大了 3pct。

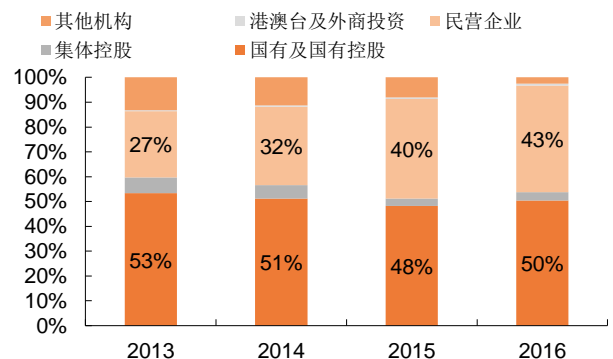
区域限制机构业务扩张，外延并购成公司发展关键手段。以省级区域划分的资质审查注册制度决定了检测机构的服务范围以所在省为主。同时由于建设工程质量检测本身需要配备一大批大型的检测设备，并且检测具有明显的时效性要求，因此申请异地开展检测服务时，必需在异地设立办事机构和实验室，配备专业人才和专用设备，一定程度限制了跨地域的发展。在目前行业区域性特征明显的情况下，外延并购成为公司扩大业务规模，加强市场布局的重要手段。

图表38 我国检验检测服务业营业收入保持快速增长



资料来源：质检总局、前瞻研究院、平安证券研究所

图表39 民营检测机构占比持续提升



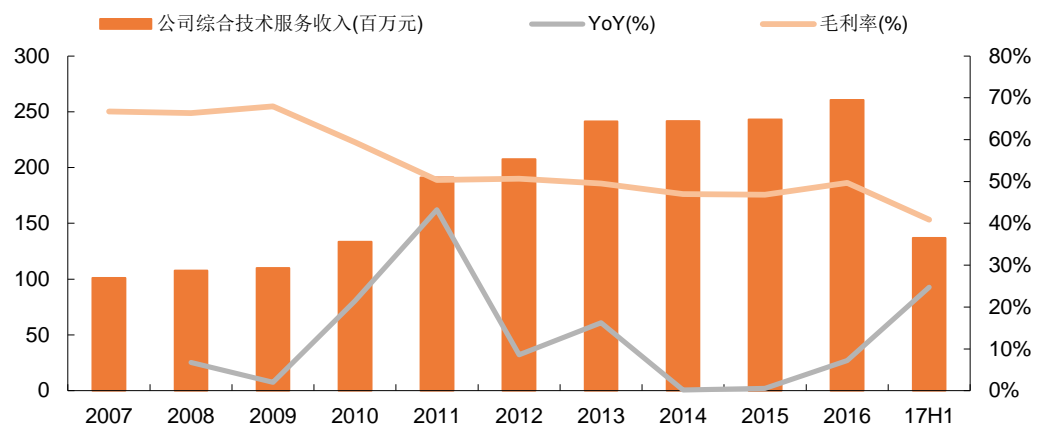
资料来源：质检总局、平安证券研究所

4.2 外延式发展突破区域限制，公司检测业务成长可期

公司积极打造涵盖“勘查、勘察、设计、检测、鉴定和咨询”等方面的建设全寿命技术服务商，持续实施“跨区域”发展战略。目前，公司目前旗下控股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，各子公司检测资质齐全、区域优势明显，成长性将逐步显现。17年上半年，由于建研集团合并报表范围扩大（新增云南云检），建研集团检测业务收入增速大幅回升，实现收入1.12亿元，YoY+18%。上半年建研集团检测业务实现净利润2926万元，YoY-4%，主要由于17年上半年人工费上涨，公司检测业务毛利率有所下滑。随着未来集团对新收购的工程检测子公司的管控与支持不断加强，子公司的检测装备将得到升级，助力子公司生产效率提升，检测业务毛利率将逐步回升至行业平均水平（45~50%）。

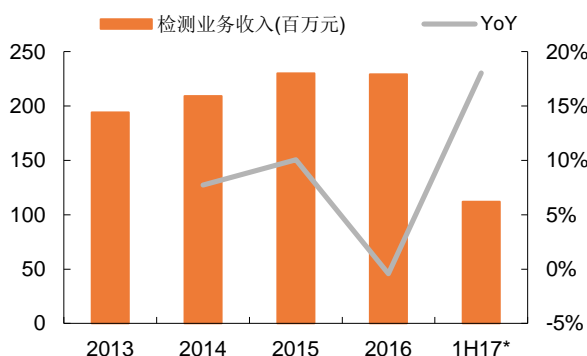
公司在确保传统检测业务稳步发展的同时，积极挖掘其他领域的潜能，积极向轨道交通检测、工程竣工分户验收、消防设施维护与保养、环境监测等新领域业务等领域拓展，业绩贡献比例不断提升，检测业务未来外延发展可期。

图表40 综合技术服务业务增速回升，毛利率延续下滑趋势



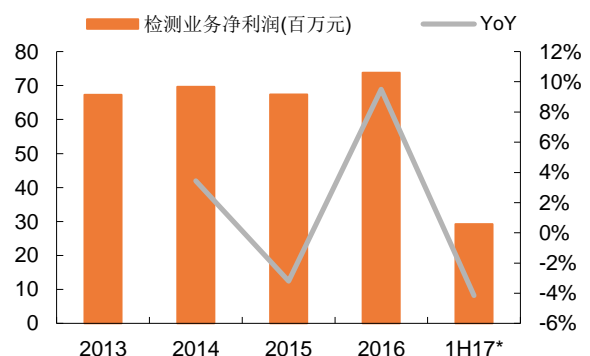
资料来源：质检总局、前瞻研究院、平安证券研究所

图表41 17H1 公司检测业务收入增速大幅回升



资料来源：质检总局、平安证券研究所

图表42 17H1 毛利率下滑影响公司净利润增速



资料来源：质检总局、平安证券研究所

图表43 公司建设工程检测业务布局情况

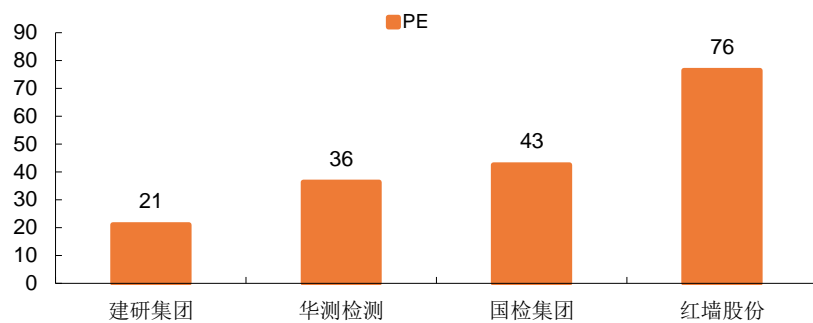
控股子公司	成立/收购时间	取得方式	持股比例	资质介绍
厦门市工程检测中心有限公司	2004.5	自建	100%	CMA 国家计量认证，CNAS 中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书、建设部康居认证中心授权认证资格、水利工程质量检测甲级资质、消防技术服务机构二级资质、测绘乙级资质、社会化环境检测机构资质、厦门市绿色建材评价机构资质及厦门市绿色建筑标识评价机构资质等多项外延式检测资质
重庆天润匠心建设工程检测有限公司	2008.3	收购	100%	当地资质最高的建设工程检测机构，取得重庆市质量技术监督局、重庆市建设委员会颁发的计量认证证书和建设工程综合类检测资质证书。
厦门建研建筑产业研究有限公司	2008.5	自建	9%	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。
上海中浦勘查技术研究院有限公司	2010.7	收购	100%	建设工程检测资质及乙级测绘资质。
泉州市建筑设计院有限公司	2010.12	收购	100%	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。拥有的岩土工程设计与勘察甲级资质、建筑工程设计甲级资质、施工图审查一类 A 资质。
海南天润工程检测有限公司	2013.7	自建	60.00%	具有海南省建设工程质量检测机构资质，具备开展见证取样检测、地基与基础工程检测、主体结构工程现场检测、钢结构工程检测、建筑外门窗检测和建筑节能工程检测 6 大类检测项目的资质，是海南省建设工程最高检测资质机构之一，并且已取得海南省司法厅正式授予的司法鉴定许可证。
云南云检工程技术检测有限公司	2015.9	收购	51.00%	覆盖地基基础工程、主体结构工程、钢结构工程、公路市政工程、灯具检测等十个大项，具备云南省司法厅授予的工程质量司法鉴定资质。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

公司是减水剂行业龙头，受益国内需求回暖与减水剂成本回落，17H2 公司减水剂业务盈利将底部回升。公司紧握“金砖峰会”与“一带一路”政策利好，积极开拓减水剂海外市场，将打开成长空间。公司通过外延切入 CRO 行业，未来将布局医疗大健康产业链。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.65 元和 0.86 元，对应当前股价 PE 分别为 21.1 倍和 15.9 倍，参考可比公司估值水平（减水剂业务：红墙股份，检测业务：华测检测、国检集团），目前公司估值水平低于可比公司平均估值，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表44 可比公司估值水平



备注：其中华测检测、国检集团为万得一致预期，红墙股份为PE-TTM

资料来源：Wind、平安证券研究所

六、风险提示

外加剂业务开拓不及预期；应收账款回收风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1721	2057	2158	2674
现金	67	5	54	169
应收账款	891	1100	1142	1363
其他应收款	14	26	26	37
预付账款	10	13	17	19
存货	55	78	85	110
其他流动资产	683	836	833	976
非流动资产	936	1123	1283	1421
长期投资	65	126	187	248
固定资产	397	517	615	691
无形资产	106	111	111	111
其他非流动资产	368	370	371	371
资产总计	2657	3180	3441	4096
流动负债	458	782	774	1066
短期借款	1	1	1	1
应付账款	194	412	364	564
其他流动负债	263	369	410	501
非流动负债	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	22	22	22
负债合计	480	804	797	1088
少数股东权益	46	53	60	68
股本	343	346	346	346
资本公积	577	577	577	577
留存收益	1210	1405	1659	1989
归属母公司股东权益	2130	2323	2584	2940
负债和股东权益	2657	3180	3441	4096

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	288	191	293	346
净利润	170	230	303	398
折旧摊销	58	52	68	84
财务费用	0	5	7	6
投资损失	-18	-22	-27	-32
营运资金变动	57	-75	-58	-110
其他经营现金流	21	0	0	0
投资活动现金流	-310	-217	-202	-191
资本支出	21	126	99	77
长期投资	-57	-61	-61	-61
其他投资现金流	-347	-152	-164	-174
筹资活动现金流	-36	-36	-42	-41
短期借款	-15	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	3	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-21	-39	-42	-41
现金净增加额	-58	-62	50	115

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1385	1991	2579	3131
营业成本	932	1400	1791	2142
营业税金及附加	12	16	22	27
营业费用	127	161	219	266
管理费用	125	143	193	235
财务费用	0	5	7	6
资产减值损失	24	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	18	22	27	32
营业利润	183	266	353	467
营业外收入	24	13	14	15
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	204	277	364	479
所得税	34	46	61	80
净利润	170	230	303	398
少数股东损益	3	7	7	8
归属母公司净利润	167	224	296	390
EBITDA	260	328	432	560
EPS (元)	0.48	0.65	0.86	1.13

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	2.9	43.7	29.5	21.4
营业利润(%)	-24.5	45.2	32.7	32.3
归属于母公司净利润(%)	-17.2	33.6	32.4	31.8
获利能力				
毛利率(%)	32.7	29.6	30.5	31.6
净利率(%)	12.1	11.2	11.5	12.5
ROE(%)	7.8	9.7	11.5	13.2
ROIC(%)	7.8	9.8	11.6	13.4
偿债能力				
资产负债率(%)	18.1	25.3	23.2	26.6
净负债比率(%)	-3.1	-0.2	-2.0	-5.6
流动比率	3.8	2.6	2.8	2.5
速动比率	3.6	2.5	2.7	2.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	1.5	2.0	2.3	2.5
应付账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.65	0.86	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.55	0.85	1.00
每股净资产(最新摊薄)	6.15	6.71	7.47	8.49
估值比率				
P/E	28.18	21.09	15.92	12.08
P/B	2.21	2.03	1.82	1.60
EV/EBITDA	18.1	14.6	11.0	8.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033