

公司研究/首次覆盖

2019年05月22日

建材/水泥 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 6.09  
合理价格区间(元): 7.23~8.74

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

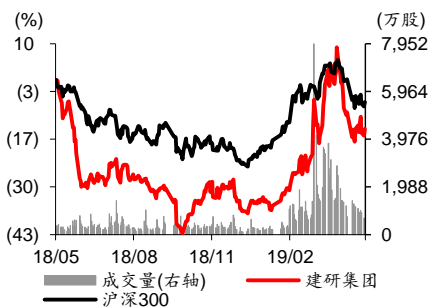
**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**李振兴** 010-56793969  
联系人 li.zhenxing@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 建设综合服务商迎新一轮快速增长

## 建研集团(002398)

### 建设综合服务商迎新一轮快速增长, 首次覆盖“买入”评级

建研集团是我国首家整体上市的建筑科研机构, 我们认为公司迎来新一轮快速增长期, 有望出现 2011-2012 年快速增长时期股价超额收益显著增加的走势, 理由如下: 1) 外加剂业务: 需求平稳, 行业集中度提升, 成本快速下降毛利率提升推动净利润快速增长; 2) 检测业务: 推进“跨区域、跨领域”发展战略, 内生+外延稳健增长; 3) 建筑信息化与智能化服务业务: 增加下游建筑客户协同。我们判断公司 19/20 年利润增速 50%/22%, EPS0.54、0.66 元, 目前股价对应 19/20E P/E 11x/9x, 显著低于可比公司, 采用分部估值法, 目标价 7.23-8.74, 对应 13-16x 19 年目标 PE, 首次覆盖“买入”评级。

### 外加剂龙头, 受益于集中度提升+毛利率提升

2015 年我国混凝土外加剂销售产值为 552 亿元, 行业集中度从 17 年开始显著提升, 驱动因素包括: 1) 环保趋严, 小厂退出; 2) 下游客户集中度提升, 对品牌、服务能力及资金实力要求提升; 3) 行业利润率下滑, 部分企业主动退出, 建研目前在全国有 15 个生产基地, 贴近上游奥克的聚醚产地, 技术服务团队实力较强, 伴随着 17-20 年进入新一轮产能快速投放周期, 预计收入端将保持较快增长。19Q1 成本端环氧乙烷快速下跌, 而区域议价能力提升带来减水剂产品价格调整较少, 行业龙头公司 19Q1 毛利率显著回升, 预计建研外加剂业务 19/20 年净利润增速 64%/27%。

### 厦门建工检测龙头, 积极实践多地域+多领域扩张

建工建材检测行业集中度低, 根据认监委数据, 2017 年我国建工/建材检测市场规模分别为 365/211 亿元, 建工检测资质地域性显著, 建材检测受制于材料特性及运费经济性等限制也具有一定地域性, 外地新设实验室或外地收购是实现外地扩张的主要手段, 公司目前在厦门建工检测市场市占率第一, 利润率稳定在 30% 以上, 通过“自建+收购”拓展外地业务, 目前在重庆、上海、海南、云南也有布局, 并公告河北和上海两家机构的意向收购, 2018 年厦门检测收入 2.6 亿元, 外地 1.4 亿元。公司积极拓展电子电气、环保、交通、消防等新领域的检测业务, 向综合型检测机构迈进。

### 首次覆盖买入评级, 目标价 7.23-8.74 元

我们预计公司 19-21 年 EPS 0.54/0.66/0.79 元, 同比增长 50%/22%/19%, 当前股价对应 11/9x 2019/20E P/E, 位于历史估值低位, 也显著低于可比公司平均估值水平。预计 19 年净利润拆分为外加剂 2.2 亿元+检测 1 亿元+其他 0.5 亿元(混凝土 0.2+软件服务 0.2+其他 0.1 亿元), 参考可比公司估值, 采用分部估值法, 给予外加剂/检测/其他业务 13-15x/15-20x/13-15x 2019E P/E 估值, 目标价 7.23-8.74 元/股, 首次覆盖买入评级。催化剂包括: 1) 业绩增速超预期; 2) 外延并购落地等。

风险提示: 地产投资增速放缓超预期, 外加剂业务现金流恶化。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	692.62
流通 A 股 (百万股)	525.43
52 周内股价区间 (元)	4.05-14.34
总市值 (百万元)	4,218
总资产 (百万元)	3,607
每股净资产 (元)	3.70

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1,998	2,716	3,340	4,071	4,815
+/-%	44.24	35.94	22.99	21.87	18.29
归属母公司净利润 (百万元)	191.09	249.13	374.17	457.73	544.54
+/-%	14.23	30.37	50.19	22.33	18.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.28	0.36	0.54	0.66	0.79
PE (倍)	22.07	16.93	11.27	9.22	7.75

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

建研集团：外加剂与检测业务双轮驱动增长 .....	5
建设综合技术服务商，外加剂与检测业务双轮驱动 .....	5
核心竞争力：全国服务网络布局+注重研发与品牌 .....	7
外加剂行业：受益供给侧改革，17 年行业集中度快速提升 .....	10
外加剂行业集中度提升利好行业龙头企业 .....	10
19Q1 环氧乙烷价格快速下跌，毛利率进入向上通道 .....	14
较好的基地布局+轻资产商业模式助力获取更多市场份额 .....	16
检测业务现金流优异，内生+外延稳步扩张 .....	21
我国检测市场：19 年预计 3000 亿市场，建工建材检测最大细分市场 .....	21
规范化管理+大部制改革+品牌效应提升驱动行业集中度提升 .....	23
公司检测业务未来发展空间广阔，内生+外延稳步扩张 .....	25
业绩快速增长，首次覆盖“买入”评级 .....	28
预计 19-21 年净利润增速分别为 50%/22%/19% .....	28
首次覆盖“买入”评级，目标价 7.23-8.74 元 .....	30
风险分析 .....	32

## 图表目录

图表 1：公司发展历程 .....	5
图表 2：公司实际控制人及其一致行动人结构图 .....	5
图表 3：2015-2018 年各业务收入占比 .....	6
图表 4：2015-2018 年各业务毛利润占比 .....	6
图表 5：公司三大传统业务毛利率 .....	6
图表 6：2010-2017 年检测收入占技术服务收入比重 .....	6
图表 7：公司建设综合技术服务业务分类 .....	7
图表 8：公司主要技术研究与应用 .....	8
图表 9：2012-2018 年公司与主要竞争对手研发费用率 .....	8
图表 10：公司 2015-2018 年研发投入情况 .....	9
图表 11：三代减水剂比较 .....	10
图表 12：三代聚羧酸减水剂历年消费量占比 .....	10
图表 13：减水剂行业产业链 .....	11
图表 14：减水剂销量与预拌混凝土和水泥产量相关性高 .....	11
图表 15：预拌混凝土产量增速与地产投资增速相关度高 .....	12
图表 16：2017 年混凝土外加剂企业综合十强明细 .....	12
图表 17：减水剂行业三大龙头企业减水剂销量增速与预拌混凝土产量增速比较 .....	13
图表 18：公司外加剂主要产品情况 .....	13
图表 19：2017-2018 年公司前五大销售客户情况 .....	14
图表 20：苏博特前五大销售客户情况 .....	14

图表 21: 2017-2018 年苏博特减水剂成本结构分析 .....	14
图表 22: 外加剂新材料价格与各原材料价格 (元/吨) .....	15
图表 23: 外加剂原材料价格 (元/吨) 与原油价格 (美元/桶) .....	15
图表 24: 减水剂龙头企业单季度毛利率 (%) 与单季度环氧乙烷价格 (元/吨) 关系 ..	15
图表 25: 2010-2018 年建研集团外加剂吨毛利与吨收入 (元/吨) .....	16
图表 26: 建研集团外加剂销售价格和环氧乙烷价格呈正相关 .....	16
图表 27: 聚醚单体产业链 .....	17
图表 28: 2014-2018 年公司与苏博特外加剂产品毛利率比较 .....	17
图表 29: 2014-2018 年公司与苏博特外加剂产品销售费用率比较 .....	17
图表 30: 奥克股份全国生产基地布局 .....	17
图表 31: 公司与苏博特 (固定资产+在建工程) /总资产比重比较 .....	18
图表 32: 公司与苏博特固定资产周转率比较 .....	18
图表 33: 建研集团外加剂业务国内生产基地布局 .....	18
图表 34: 苏博特聚醚生产基地主要分布区域 .....	18
图表 35: 苏博特 2017-2018 年产能与开工情况 .....	18
图表 36: 建研集团 2018 年外加剂业务区域市场占有率 .....	19
图表 37: 建研集团 2018 年收入的区域分布 .....	19
图表 38: 苏博特 2018 年收入的区域分布 .....	19
图表 39: 红墙股份 2018 年收入的区域分布 .....	19
图表 40: 减水剂聚醚总需求量 2016 年区域分布 .....	19
图表 41: 建研集团外加剂产能及同比增速 .....	20
图表 42: 建研集团外加剂销量及同比增速 .....	20
图表 43: 2013-2018 年我国检测市场规模 .....	21
图表 44: 2017 年检测收入来源分析 (亿元, %) .....	21
图表 45: 我国检测企业研发占收入比重较高 .....	21
图表 46: 2008-2018 我国专利申请数与 GDP 比较 .....	21
图表 47: 2013-2018 年我国检测行业机构数量 .....	22
图表 48: 2013-2017 年检测企业数量占比情况 .....	22
图表 49: 民营检测机构普遍较小 (2016 年平均收入, 单位: 万元) .....	22
图表 50: 行业人均产值逐步提升 (2013-2017 年, 万元/人/年) .....	22
图表 51: 2017 年建工建材检测是检测最大的下游行业市场规模分布 (亿元) .....	22
图表 52: 建工检测行业规模及增速 (%) .....	23
图表 53: 建材检测行业规模及增速 (%) .....	23
图表 54: 2017 年不同类别机构总收入同比增速 .....	23
图表 55: 2017 年不同大小机构营业利润率 (企业类) .....	23
图表 56: 2016 年全国检测机构业务服务范围概览 .....	24
图表 57: 2018 年大部制改革: 三局合一落地, 加速国有检测机构兼并重组 .....	24
图表 58: 2013-2017 年我国检测行业事业单位制与企业制机构占比 .....	25
图表 59: 2012-2018 年建研集团技术服务收入及其增速 .....	25
图表 60: 2012-2018 年建研集团技术服务业务毛利率 .....	25
图表 61: 2015-2018 年健研检测集团有限公司利润及增速 .....	26

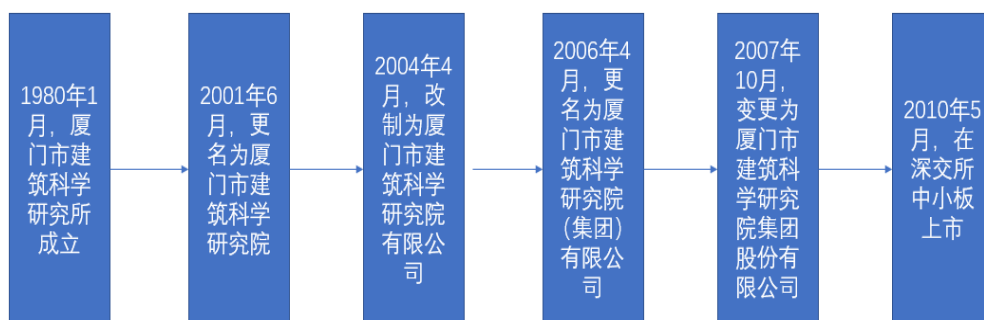
图表 62: 2015-2018 年健研检测集团有限公司 ROE .....	26
图表 63: 公司检测业务跨区域分布情况 .....	27
图表 64: 公司通过收购取得的检测业务控股子公司收购情况.....	27
图表 65: 公司技术服务收入增速与基建投资增速相关度低 .....	27
图表 66: 公司技术服务收入增速与房地产投资增速正相关 .....	27
图表 67: 分部营收预测 (单位: 百万元) .....	29
图表 68: 分部毛利润预测 (单位: 百万元) .....	29
图表 69: 建研集团历史股价涨跌幅和深证成指历史价格涨跌幅 .....	30
图表 70: 建研集团历史超额收益 .....	30
图表 71: 可比公司估值表 (2019/5/21) .....	31
图表 72: 建研集团历史 PE-Bands .....	31
图表 73: 建研集团历史 PB-Bands .....	31
图表 74: 建研集团收入增速与房地产投资增速 .....	32
图表 75: 2012-18 建研集团与苏博特、红墙股份应收账款周转天数 (天) .....	32
图表 76: 2012-18 年建研集团与苏博特、红墙股份经营性现金流/净利润.....	32
图表 77: 2012-2018 年建研集团与苏博特、红墙股份收现比 .....	33
图表 78: 2012-2018 年建研集团与苏博特、红墙股份付现比 .....	33

## 建研集团：外加剂与检测业务双轮驱动增长

### 建设综合技术服务商，外加剂与检测业务双轮驱动

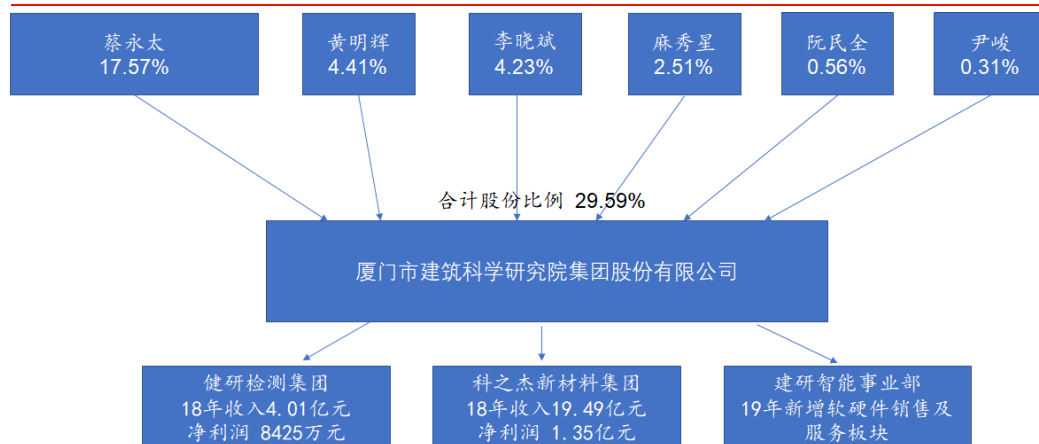
**综合性建筑技术平台企业，深耕建筑科学研究。**公司前身厦门市建筑科学研究所成立于1980年，是厦门市建设系统唯一市属综合性科学研究和技术开发机构。2010年在深交所中小板上市，成为中国首家整体上市的建筑科研机构。公司是中国海峡西岸经济区建设综合技术服务的领军企业，近四十年来深耕建筑科学研究与科技成果转化，已发展成为一家集新技术、新产品、新装备和新工艺的研发、制造、推广和服务为一体科技型集团企业。公司董事长兼总裁蔡永太为公司实际控制人，据公司18年年报，蔡永太持股17.57%，公司实际控制人及其一致行动人黄明辉、李晓斌、麻秀星、阮民全、尹峻持股比例合计29.59%。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

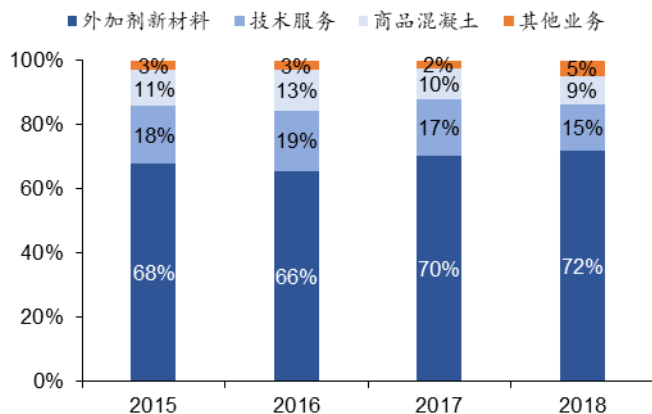
图表2：公司实际控制人及其一致行动人结构图



资料来源：公司2018年年报，华泰证券研究所

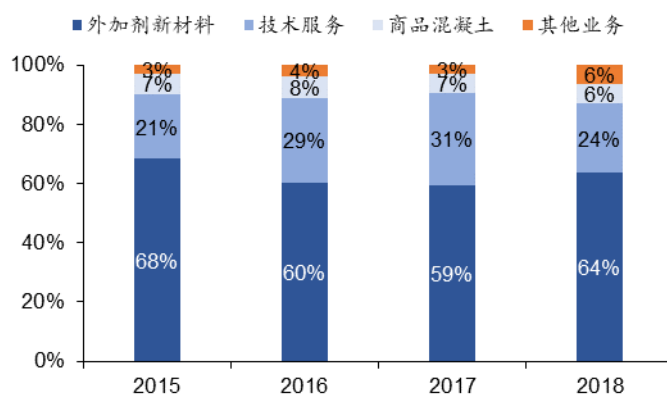
**三大传统业务起家，外加剂与建筑检测业务双轮驱动。**公司三大传统业务分别为混凝土外加剂业务、建筑综合技术服务业务以及商品混凝土业务。据公司2018年年报，公司外加剂业务收入为19.49亿元，贡献了72%的营业收入；技术服务收入为4.01亿元，收入占比15%；商品混凝土业务收入为2.32亿元，收入占比9%。技术服务收入占比虽然不高，但技术服务毛利率明显要比其他两大传统业务毛利率高，保持在40%以上，使得2018年技术服务业务的毛利润占比达到24%。而建筑检测业务约占技术服务收入的90%，因此公司混凝土外加剂与建筑检测业务是公司的两大核心业务。

图表3：2015-2018年各业务收入占比



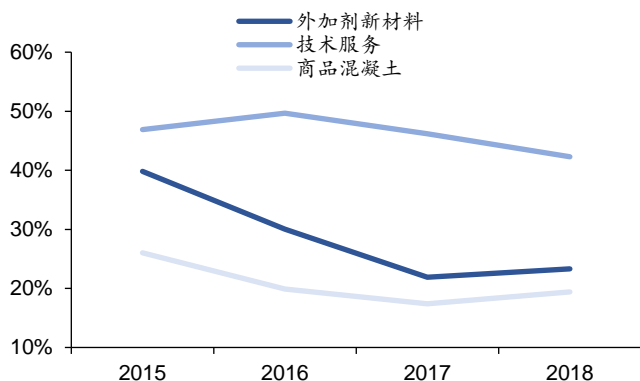
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2015-2018年各业务毛利占比



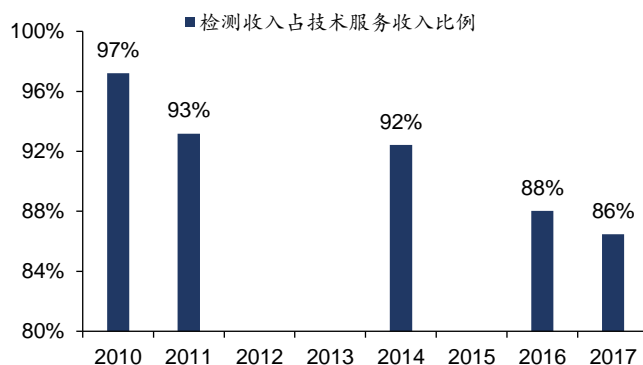
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司三大传统业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2010-2017年检测收入占技术服务收入比重



资料来源：Wind，华泰证券研究所

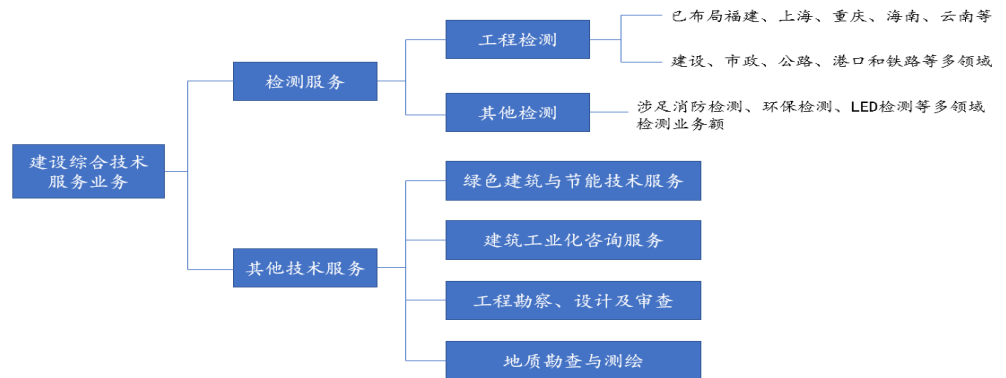
注：部分年份检测业务收入未公布

**中国外加剂新材料行业龙头。**公司外加剂业务以科之杰新材料集团为核心，是中国外加剂新材料行业龙头，主要为建筑、核电、港口、桥梁、隧道、公路、高铁、地铁、水利、电力等工程提供高环保、高性能、高寿命混凝土制造和施工解决方案，是混凝土外加剂生产与应用技术集成方案提供商。公司外加剂共拥有 15 个产业基地，服务范围辐射全国；在马来西亚拥有 1 个产业基地，已建成投产。公司拥有聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等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，根据调研纪要，公司目前在福建、重庆、贵州及陕西省占率均排名第一。同时公司在国家“一带一路”的指引下，也积极开拓外加剂新材料海外市场，提升科之杰“点石牌”外加剂在海外的知名度，为公司国际化提前布局。

**中国海峡西岸经济区建设综合技术服务领军企业。**公司综合技术服务以健研检测集团为核心，是中国海峡西岸经济区建设综合技术服务领军企业，主要为工程可研、建设、运维全生命周期提供测绘、勘察、设计、检测、评估、咨询和培训等技术服务。公司综合技术服务业务主要是工程建材检测，目前在全国主要集中在 4 个区域，旗下控股 10 家子公司，参股 3 家公司，产业群分布福建、北京、上海、重庆、海南、云南等。公司在综合技术服务业务实行“跨区域、跨领域”发展战略，在确保公司传统检测业务健康稳定发展的同时，积极开拓新领域业务，实现效益化，电子电气、生态环保、桥隧交通、消防维保等新领域业务市场占有率不断提升。目前，公司电子电气检测中心已建成并投入运营，并已获得 CNAS、德国 TUV SUD、加拿大 CSA、德国 TUV 莱茵、澳洲 SAA 等机构认证，成为专

业为电子电气企业的产品研发、产品测评、产品通关、产品交付、产品认证提供检测与认证服务的第三方检测机构。

**图表7： 公司建设综合技术服务业务分类**



资料来源：华泰证券研究所

**中国建筑信息化与智能化服务商，逐步布局 B2B、BIM 等新产业。**公司建研智能事业部是中国建筑行业信息化和智能化服务商，创新建立并提供基于互联网的“B2B+ERP+OA”行业供应链大数据服务，以“建研家商城”为平台。2016 年 4 月，公司“建研家商城”上线，致力于深耕建筑业供应链的 B2B 网上商城。2018 年 3 月，公司与南京正华（现更名为垒知科技集团）签订《购买资产协议》，收购垒知科技集团 100% 股权，收购金额 1.8 亿元，购买日为 2018 年 3 月 31 日。垒知科技集团承诺在 2018 至 2020 年实现净利润分别不少于 1,500 万元、2,000 万元、2,500 万元。通过对垒知科技集团的收购，公司进军 BIM 建筑信息化与工业化领域。至今，公司以 BIM 咨询服务为核心，深化装配式建筑全流程整合研究，创新建立并提供基于“BIM+建筑”的建筑信息化和工业化智慧系统服务。

### 核心竞争力：全国服务网络布局+注重研发与品牌

**专业科研团队成就公司业内领先技术水平。**公司高度重视研发投入，经过数十年的发展和积累，已经形成了以集团技术与信息中心为主、各子公司技术部门参与的较完善的科研体系，拥有 200 多人的专业研发团队。公司在建筑领域，尤其是在建设综合技术服务、混凝土施工、混凝土外加剂等多个领域积累了雄厚的技术力量。在建设综合技术服务领域，公司积累了丰富的行业技术经验，在基桩检测、建筑幕墙检测、结构无损检测、室内环境检测等方面技术水平处于业内领先水平；在混凝土外加剂领域，公司逐步形成了合成技术、复配技术、应用技术三大自主研发体系，自主研发出萘系、脂肪族系、氨基磺酸系以及第三代羧酸系高效减水剂合成工艺，生产控制水平处于业内领先地位；在商品混凝土领域，公司出产的商品混凝土在质量与成本两方面达到厦门市领先水平，是厦门市最早将磨细矿粉应用于商品混凝土生产的企业之一，不仅提高了所生产混凝土的耐久性，还促进了工业废渣的利用，依托公司自有的混凝土添加剂改性技术，目前公司所生产混凝土的工业废渣利用率在厦门市居于领先水平，公司原材料成本具有明显的竞争优势。

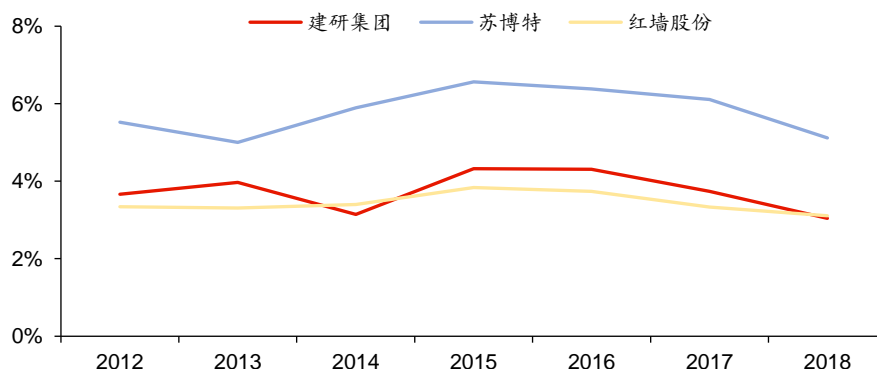
图表8：公司主要技术研究与应用

新型建筑材料的研制与开发	高性能混凝土与商品砂浆研究	特种混凝土研究开发与工程应用，混凝土耐久性能评估与寿命预测提升技术，绿色高性能混凝土的研制与应用，预拌砂浆、特种砂浆等系列砂浆的开发与应用，矿渣、钢渣、粉煤灰、脱硫石膏等固体废弃物资源化利用，预拌混凝土与预拌砂浆绿色生产集成技术。
	商品混凝土用系列添加剂的研制与开发	聚羧酸系高性能减水的研制与应用，改性木质素磺酸钠减水剂的研制，引气剂、助磨剂等各类添加剂的研制，PC住宅产业化配套高性能添加剂的开发研制，湿拌砂浆、干粉砂浆添加剂的研制应用，地铁预制管片专用添加剂的开发，低碱、无碱液体速凝剂的开发与应用，低粘度、低敏感、高性能聚羧酸减水剂的开发。
	自保温墙体材料及其配套材料的研制与开发	蒸压加气混凝土砌块生产及改性技术研究，蒸压加气混凝土砌块施工及设计关键技术研究，蒸压加气混凝土砌块配套砂浆、界面剂研究。
建筑综合服务研究	工程质量检测与鉴定	建筑材料及建筑环境质量检测与鉴定技术，地基基础与岩土工程检测与鉴定技术，工程结构安全性检测与鉴定技术，建筑幕墙门窗、建筑设备、建筑智能化质量检测与鉴定技术，市政、桥梁、公路、铁路、港口工程质量检测与鉴定技术，建筑幕墙门窗、建筑节能、建筑热工、建筑声学检测与鉴定技术，建筑消防、建筑智能化、建筑空调质量检测与鉴定技术，建筑机械检测与鉴定技术。
	岩土工程技术研究	桩基检测与试验，桩基工程理论研究，地基处理技术，刚性桩复合地基技术，城市地下空间与地下工程，桩基施工技术与管理控制，地基及桩基工程事故处理，边坡与基坑工程，勘查与物探技术，岩土勘察与设计，环境岩土工程，新材料岩土。
	建（构）筑物鉴定与加固技术	既有建筑鉴定与加固改造技术，风貌建筑鉴定与修缮改造技术，火灾后建筑物的鉴定与加固改造技术，建筑结构耐久性鉴定与加固改造技术，构筑物（筒仓、烟囱、水池等）鉴定与加固改造技术，户外广告设施钢结构鉴定与加固改造技术。
	建筑能效测评与建筑节能技术研究	围护结构能效测评，用能设备系统能效测评，可再生能源利用系统评估，公共建筑和居住建筑的能耗模拟，门窗热工性能模拟，建筑外环境对建筑能耗影响模拟评估，建筑能耗统计、能源审计和能耗监测技术。
	绿色建筑评价与咨询	节地与室外环境，节能与能源利用，节水与水资源利用，节材与材料资源利用。
	健康建筑评价与咨询	绿色健康园区规划，绿色养老建筑设计解决方案，健康建筑设计解决方案，绿色装修设计解决方案，室内空气质量研究，建筑声、光、热舒适研究，绿色健康物业运营管理。
	海绵城市规划与设计	建筑与小区，城市道路与广场，城市公园与绿地，城市水系。
	智慧建筑关键技术研究及咨询	建筑信息模型（BIM）设计、施工、运维全过程咨询与智慧管理，装配式建筑信息化关键技术研究及解决方案提供，基于“BIM+”的智慧城建技术研究与应用。
	环境保护验收与环境监测技术研究	建设项目环境保护验收，水质监测与评价研究，土壤监测与修复研究，气体监测与防护研究，噪声监测与控制研究。
	电子电气检测与认证服务	电磁兼容测试，光性能测试，安全及可靠性测试。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

虽然公司研发费用率不是很高，基本保持在 3%-4% 的水平，但公司研发投入金额不断增加，2018 年研发投入 8,262 万元，同比增长 11%。公司 2018 年度共拥有 255 个研发人员，研发人员数量占比 12%，新增科技项目 52 项，科技奖励 4 项，发表论文 138 篇，授权专利 72 件，科技资质 5 个，科技平台 6 个。

图表9：2012-2018 年公司与主要竞争对手研发费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所



**图表10： 公司 2015-2018 年研发投入情况**

	2015	2016	2017	2018
研发人员数量 (人)	148	155	161	255
研发人员数量占比	9%	9%	10%	12%
YOY	-	9%	3%	29%
研发投入金额 (百万元)	58	60	75	83
YOY	-	3%	25%	11%
新增授权专利 (项)	24	47	60	72
累计获得授权专利 (项)	75	122	182	254
新申报专利 (项)	44	88	93	-

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**2017 年实施限制性股票激励计划，激励优化。**公司 2017 年 3 月公告实施限制性股票激励计划，激励人数 216 人，2017 年 6 月完成授予，共 129 名激励人员（其中高层管理人员 6 人），合计授予 339 万股，授予价格为每股 9.48 元。解锁条件为以 2016 年为基准年，2017、2018 和 2019 年公司的营业收入增长率分别不低于 20%、44%和 72%，2017、2018 和 2019 年公司的扣非净利润增长率分别不低于 10%、20%和 30%，授予日满 12 个月后进入解锁期，三个解锁期分别解锁比例为 30%/30%/40%。公司 2017 营业收入增长率 44%，扣非净利润增长率 16%，达到解锁条件；2018 年营业收入增长率 36%，扣非净利润增长率 41%，达到解锁条件。

## 外加剂行业：受益供给侧改革，17年行业集中度快速提升

### 外加剂行业集中度提升利好行业龙头企业

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（或）硬化混凝土性能的物质，已成为现代混凝土中除水泥、砂、石、水之外不可或缺的第五组分。混凝土外加剂的特点是品种多、掺量小，在混凝土改性中起到重要作用，使用不同品种的混凝土外加剂，可以达到不同的效果。混凝土外加剂按照用途可以分为两大类：**1）改善混凝土拌合物变性能的混凝土外加剂，一般称为减水剂**，按照减水率的高低，分为普通减水剂、高效减水剂、高性能减水剂等；**2）其他功能性外加剂**，包括调节混凝土凝结时间、硬化性能的混凝土外加剂，如缓凝剂、早强剂和速凝剂等；改善混凝土耐久性的混凝土外加剂，如防腐剂、引气剂、防水剂、阻锈剂等；以及抗裂防渗外加剂，如膨胀剂、减缩剂等。

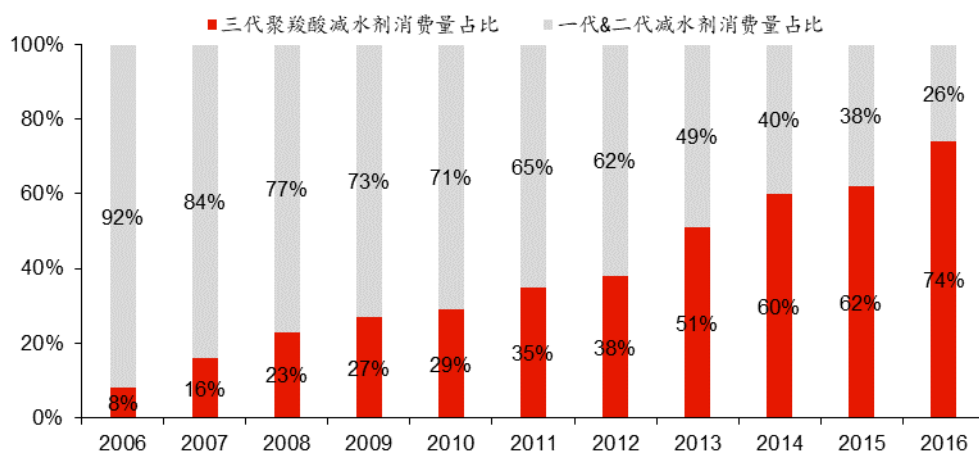
减水剂发展至今，诞生了三代产品，三代产品替代一代&二代产品仍有超20%空间。第一代普通减水剂，以木质素磺酸盐类减水剂为代表，诞生于上世纪30年代，工艺落后，减水率低，快被市场淘汰；第二代高效减水剂以萘系减水剂为代表，诞生于60年代，由于生产和使用过程中污染较为严重，随着环保趋严，市场占有率逐年下降；第三代高性能减水剂，以聚羧酸减水剂为代表，性能强（保坍好、掺量低、减水率高）且环保，获得了快速地推广应用，消费量占比由2006年的8%增长到2016年的74%，已成为市面上的主流产品。

图表11：三代减水剂比较

	减水率 (%)	掺量 (%)	坍落度 (mm)	泌水率比 (%)	含气量 (%)	抗压强度比 (%)			净浆流动度 (mm)			主要原材料
						3d	7d	28d	初始	1h	2h	
一代木钙	9.4	0.3	160	48	2.8	115	110	108	180	170	145	造纸工业废液
二代萘系	22.4	0.6	172	95	1.4	145	140	128	220	140	100	工业萘、甲醛
三代聚羧酸	30.1	0.2	189	22	3.0	180	162	139	260	265	245	环氧乙烷、丙烯酸

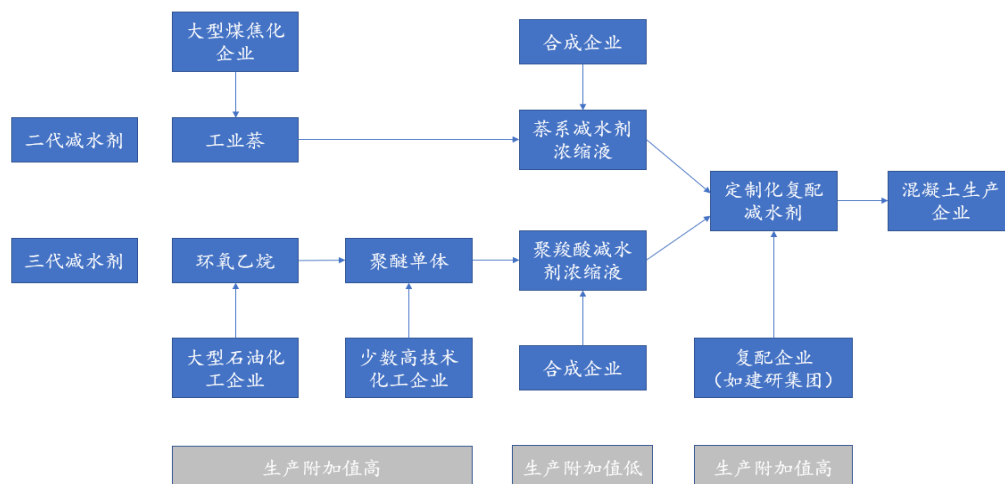
资料来源：公司招股说明书，智研咨询，华泰证券研究所

图表12：三代聚羧酸减水剂历年消费量占比



资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

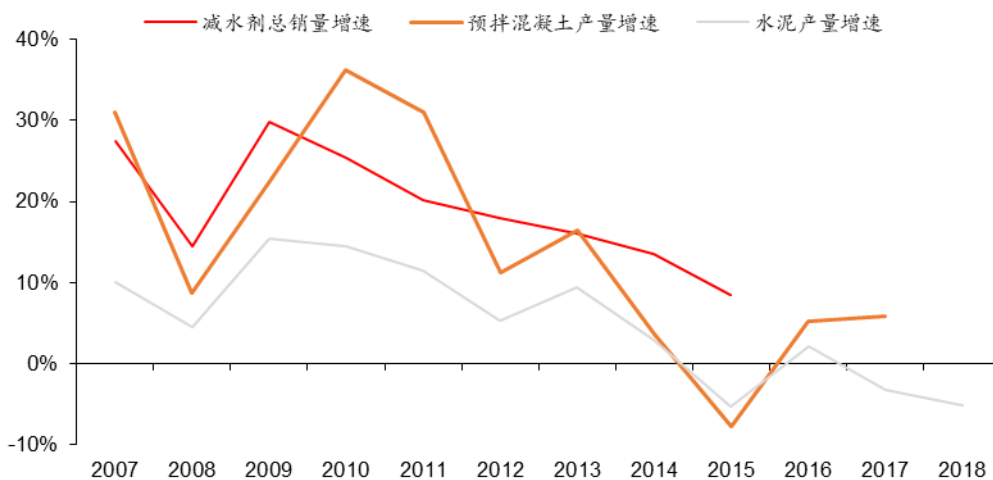
**图表13： 减水剂行业产业链**



资料来源：《2017-2022年中国混凝土外加剂行业市场运营态势及发展前景预测报告》，华泰证券研究所

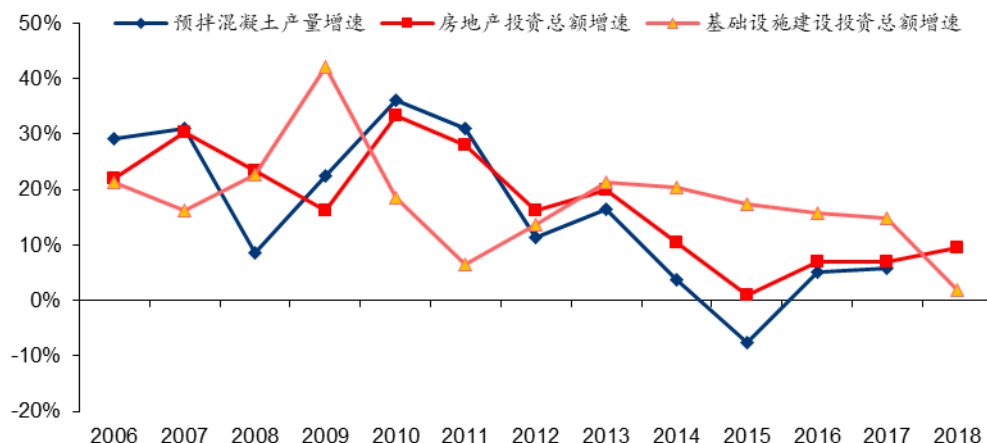
外加剂的需求受宏观经济影响较大，具有一定周期性。外加剂需求与下游的商品混凝土和水泥产量直接相关，商品混凝土和水泥的产量又取决于地产和基建投资增速，尤其是房地产投资的增速，与宏观经济相关性较高，具有一定周期性。

**图表14： 减水剂销量与预拌混凝土和水泥产量相关性高**



资料来源：国家统计局，Wind，2017年中国聚羧酸减水剂行业发展趋势及市场前景预测，2015-2022年中国商品混凝土行业市场研究与投资前景分析报告，华泰证券研究所

图表15: 预拌混凝土产量增速与地产投资增速相关度高



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计 2017 年我国混凝土外加剂市场达 620 亿元规模。根据《我国混凝土外加剂产量统计分析 & 未来市场发展预测》，2015 年我国混凝土外加剂总产量为 1,380 万吨，较 2013 年增长 13%，其中减水剂 852 万吨、功能性外加剂 528 万吨；2015 年我国混凝土外加剂销售产值为 552 亿元，较 2013 年增长 11%，参考 2016/2017 年预拌混凝土产量增速 5%/7%，假设外加剂行业增速与预拌混凝土产量增速一致，则预计 2017 年外加剂行业规模为 620 亿元。由于中国地域辽阔、水泥品种多样、砂石集料质量千差万别、混凝土服役环境差异大，加上施工企业和商品混凝土搅拌站现场技术人员水平参差不齐，因此混凝土外加剂生产企业复配技术水平、现场技术服务质量是产品达到预期效果的关键。

外加剂行业集中度较低。根据中国混凝土网,2017 年混凝土外加剂行业 CR10 仅为 20%，行业集中度不高，这主要是由于外加剂行业的特性决定的。以常见的减水剂为例，减水剂进入壁垒较低，固定资产投入不高；同时减水剂原料不稳定，如环氧乙烷易燃易爆，不利于远程运输，因此减水剂的生产合成对当地上游企业原材料的供应非常依赖，具有强地域性；而由于减水剂行业对上游企业原材料提供商依赖程度高，议价能力不强。

图表16: 2017 年混凝土外加剂企业综合十强明细

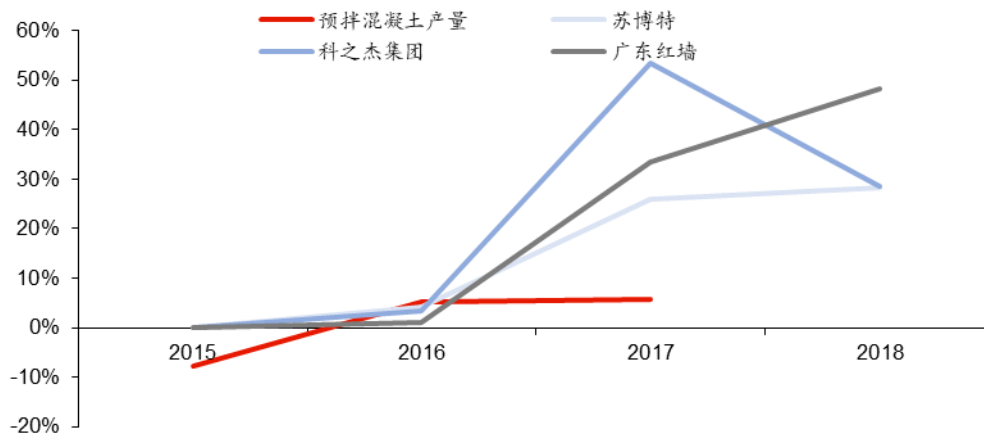
排名	公司名称	减水剂总销量 (万吨)	聚羧酸减水剂		产能利用率	市占率
			销量 (万吨)	减水剂总产能 (万吨)		
1	苏博特	48	37	60	80%	5%
2	科之杰集团	49	38	68	72%	5%
3	广东红墙	15	11	23	68%	2%
4	长安育才	14	10	28	49%	2%
5	安徽中铁	10	9	30	33%	1%
6	广东瑞安	9	8	29	32%	1%
7	深圳五山	9	5	20	44%	1%
8	山西凯迪	11	10	23	49%	1%
9	山西康特尔	11	9	17	64%	1%
10	华伟银凯	9	8	21	40%	1%
	合计					20%

资料来源: 中国混凝土网, 华泰证券研究所

外加剂行业集中度持续提升，助力公司外加剂业务快速增长。2016 年开始，外加剂三大龙头企业苏博特、科之杰集团（建研子公司）与广东红墙外加剂销量增速开始快于减水剂行业平均增速，2017 年变得更加显著，苏博特、科之杰集团与广东红墙减水剂销量增速分别为 26%、53%、33%，明显高于预拌混凝土产量增速（可以近似混凝土外加剂行业增速）。主要三个原因：1）减水剂行业属于精细化工行业，2017 年环保要求提升，很多小企业环保不达标被关停；2）油价上涨、聚醚价格上涨导致外加剂企业原材料成本上升，

毛利率从2015与2016年的30%多下降到2017与2018年的20%多，同时，外加剂行业需要部分给下游企业垫资，2018年金融市场融资环境较差，导致很多产能利用率低、融资能力差的小企业主动退出外加剂市场；3) 外加剂行业的下游客户的集中度在不断提升，使得他们对产品的要求也越来越高，也推动了外加剂行业集中度的提升。

**图表17： 减水剂行业三大龙头企业减水剂销量增速与预拌混凝土产量增速比较**



资料来源：中国混凝土网“东科杯”，智研咨询，华泰证券研究所（注：无2018年预拌混凝土产量增速）

建研集团外加剂产品包括萘系、脂肪族系、羧酸系减水剂，并从以萘系减水剂为主的第二代混凝土外加剂逐步转变为以羧酸系减水剂为主的第三代高性能混凝土外加剂。其中公司的“点石”牌高性能混凝土外加剂被列为2007年度福建省建设科技成果推广项目，并在2007年经国家铁道部检验合格成为国内客运专线高性能混凝土用外加剂产品，标志着“点石”牌高性能混凝土外加剂产品质量与性能达到国内先进水平。2009年公司自主研发开发的“Point 点石”牌混凝土外加剂被全国高科技建筑建材产业化委员会品牌评价中心评为“中国混凝土外加剂行业最具影响力品牌”。公司所处行业的下游行业包括房地产行业、建筑施工行业、水泥制品行业等，重要客户包括浙江八达建设集团有限公司、福建三建工程有限公司、福建建工集团、中国建筑第四工程局、福建省永泰建筑工程公司、厦门路桥翔通股份有限公司等。据公司2018年报，2018年度公司前五大客户销售额合计1.9亿元，占营业总收入的7.01%，仍然比较分散。

**图表18： 公司外加剂主要产品情况**

公司外加剂产品类别	主要产品
高效减水剂	Point-100 型混凝土减水剂，Point-200 型混凝土减水剂，Point-300 型混凝土早强减水剂，Point-400 型缓凝高效减水剂，Point-500 型混凝土改进型（缓凝）高效减水剂，Point-600 型超早强高效减水剂，Point-800 氨基磺酸盐高效土减水剂，Point-A 型混凝土高效减水剂，Point-TK 型混凝土减水剂，Point-S 型聚羧酸高效减水剂。
其他减水剂	Point-1000 型混凝土高效泵送剂，Point-B 型桩杆混凝土高效增强剂，Point-K 型混凝土抗折增强剂，Point-PSA 灌注桩流化增强剂，Point-HF（低泌水、微膨胀）高性能灌浆外加剂，Point-JK10 型混凝土快速修补剂，Point-JK24 型混凝土快速修补剂，Point-JGM 高效无收缩灌浆剂，Point-V 混凝土抗裂防渗增强剂，Point-SRA 型混减缩剂，Point-CRA 型混凝土阻裂剂，Point-J 型混凝土界面处理剂，Point-AC 混凝土抗氯离子渗透增强剂，Point-TH1A 型混凝土高效减水剂，Point-SN 混凝土速凝剂。

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表19: 2017-2018年公司前五大销售客户情况

公司前五大客户	2018年		2017年	
	销售额(亿元)	占营业总收入比例	销售额(亿元)	占营业总收入比例
1	0.62	2.28%	0.51	2.54%
2	0.34	1.25%	0.47	2.34%
3	0.33	1.22%	0.26	1.29%
4	0.33	1.21%	0.25	1.24%
5	0.28	1.05%	0.23	1.16%
合计	1.9	7.01%	1.71	8.57%

资料来源: 公司2017年报, 公司2018年报, 华泰证券研究所

图表20: 苏博特前五大销售客户情况

2017年一季度			2016年		2015年			
苏博特前五大客户	销售额(万元)	占营业总收入比例	苏博特前五大客户	销售额(万元)	占营业总收入比例	苏博特前五大客户	销售额(万元)	占营业总收入比例
中国中铁股份有限公司	1,644	6.24%	中国铁建股份有限公司	7,433	5.66%	中国交通建设股份有限公司	6,897	5.25%
中国建材股份有限公司	1,366	5.18%	中国中铁股份有限公司	6,677	5.08%	中国电力建设股份有限公司	4,947	3.76%
中国铁建股份有限公司	1,326	5.03%	中国交通建设股份有限公司	5,793	4.41%	中国建筑股份有限公司	4,543	3.46%
中国交通建设股份有限公司	957	3.63%	中国电力建设股份有限公司	5,321	4.05%	中国中铁股份有限公司	4,539	3.45%
中国电力建设股份有限公司	836	3.17%	中国建材股份有限公司	4,159	3.17%	中国铁建股份有限公司	4,276	3.25%
合计	6,129	23.25%	合计	29,383	22.36%	合计	25,202	19.18%

资料来源: 苏博特招股说明书, 华泰证券研究所

## 19Q1 环氧乙烷价格快速下跌, 毛利率进入向上通道

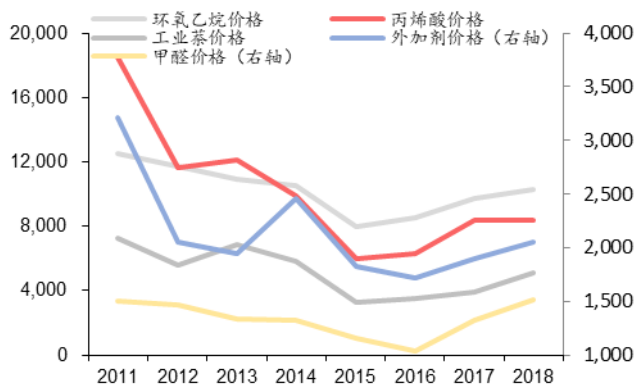
外加剂价格受原材料价格波动影响较大。苏博特减水剂的直接材料成本占其营业成本约90%，直接人工与制造费用占比很小。据建研集团公司2018年年报，公司销售的外加剂新材料的原材料占其营业成本的比重历年均在80%以上。市场目前流行的三代聚羧酸减水剂主要原材料为聚醚单体，聚醚单体的上游原材料为环氧乙烷，环氧乙烷转化为聚醚单体的转化率约为97%。二代萘系减水剂主要原材料为工业萘和甲醛。2014-2016年环氧乙烷、工业萘与甲醛价格都出现较大幅度下降，外加剂价格也随着大幅下降，降幅高达30%；2016年以后环氧乙烷、工业萘与甲醛价格开始回升，外加剂价格也随着上涨，2016-2018年累计增长20%。而环氧乙烷、工业萘与甲醛均为原油提炼产物。

图表21: 2017-2018年苏博特减水剂成本结构分析

	2017年苏博特成本结构		原材料成本占比	2018年苏博特成本结构	
	成本(亿元)			成本(亿元)	原材料成本占比
高性能减水剂	7.56		高性能减水剂	11.11	
直接材料	6.95	92%	直接材料	10.26	92%
直接人工	0.18	2%	直接人工	0.22	2%
制造费用	0.44	6%	制造费用	0.63	6%
高效减水剂	2.24		高效减水剂	1.86	
直接材料	1.98	89%	直接材料	1.64	88%
直接人工	0.12	5%	直接人工	0.12	7%
制造费用	0.14	6%	制造费用	0.10	5%

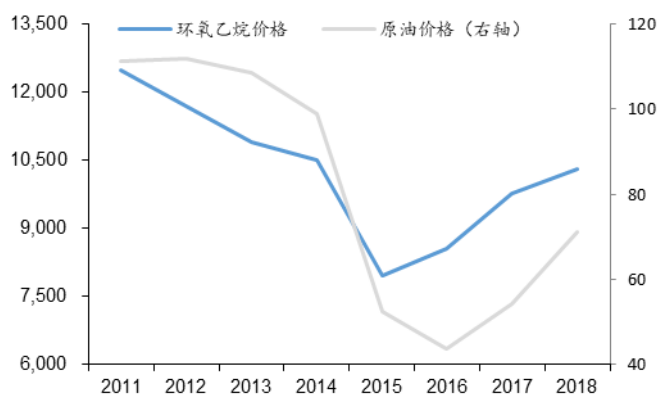
资料来源: 苏博特2017年年报, 苏博特2018年年报, 华泰证券研究所

图表22: 外加剂新材料价格与各原材料价格(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

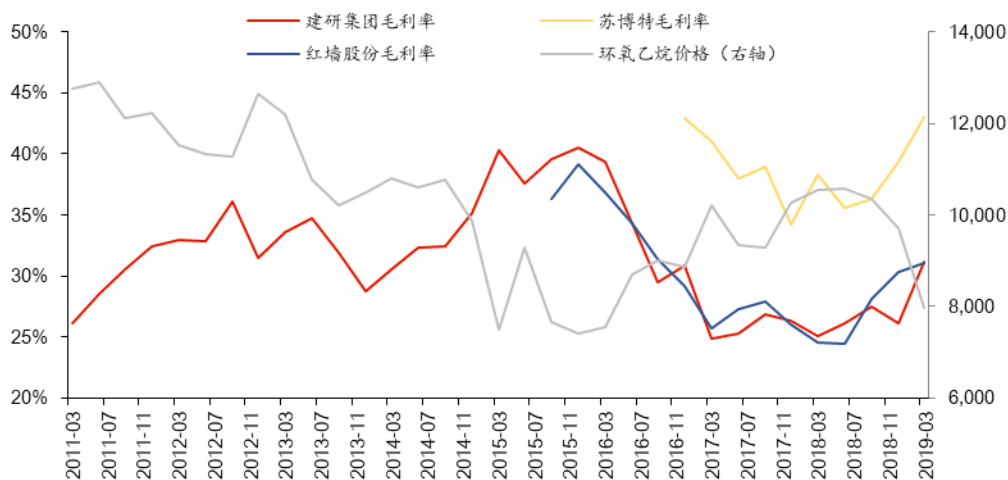
图表23: 外加剂原材料价格(元/吨)与原油价格(美元/桶)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

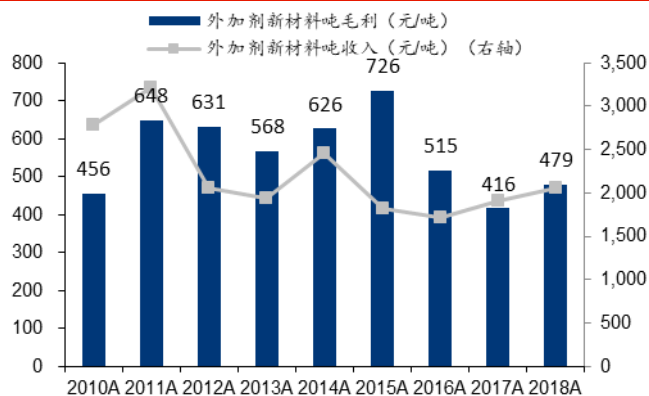
**19q1 环氧乙烷价格快速下跌, 毛利率进入向上通道。**一般在原材料价格急跌的时候, 价格调整幅度不及原材料波动大, 同时调整具有一定滞后性, 对外加剂生产企业利好, 在原材料价格快速上涨的时候, 对外加剂企业利空, 目前随着服务频次增加、供给侧改革后外加剂企业区域集中度提升, 外加剂行业的周期性也在逐渐减弱。从2016年到2018年上半年, 环氧乙烷价格不断攀升, 减水剂企业毛利率随之不断下滑。2018年下半年开始, 环氧乙烷价格开始下跌, 19q1更是出现快速下跌, 伴随着2017年以来供给侧改革的效果显现和下游客户对服务频次要求的增加, 在外加剂行业需求平稳增长背景下, 外加剂价格基本稳定, 减水剂企业毛利率19q1开始进入向上通道。

图表24: 减水剂龙头企业单季度毛利率(%)与单季度环氧乙烷价格(元/吨)关系



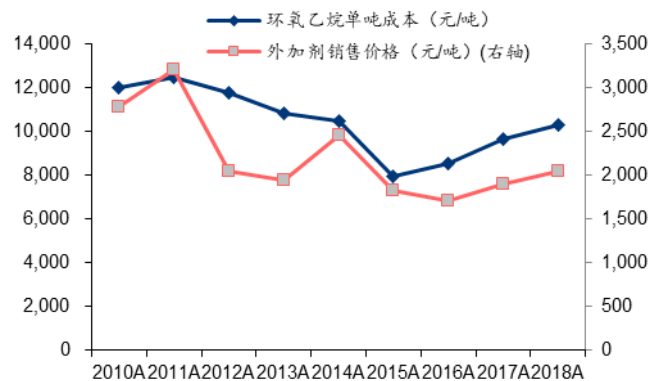
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 2010-2018年建研集团外加剂吨毛利与吨收入(元/吨)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表26: 建研集团外加剂销售价格和环氧乙烷价格呈正相关



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

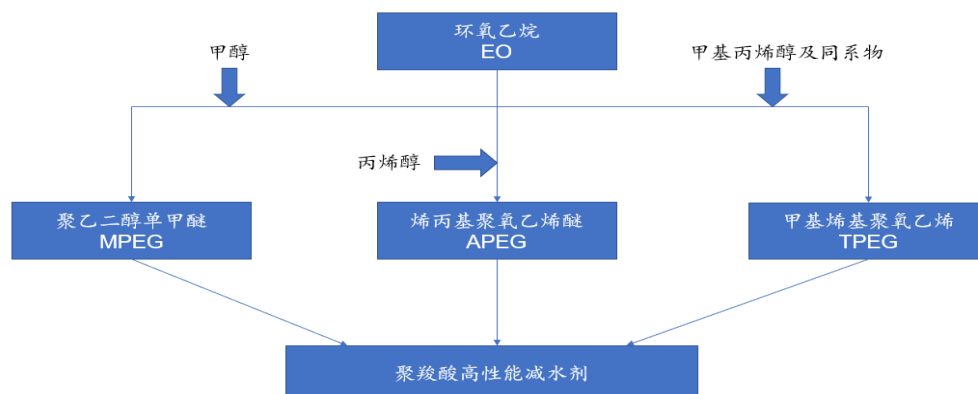
### 较好的基地布局+轻资产商业模式助力获取更多市场份额

建研集团不参与聚醚单体的自主化生产,具备轻资产、高固定资产周转率的特征。目前市场上最为流行的减水剂为聚羧酸高性能减水剂,是由环氧乙烷先合成聚醚单体,再由聚醚单体通过复配环节生成减水剂。与苏博特参与全产业链相比,建研集团并不参与聚醚单体的生产,而是采用直接外购聚醚单体的模式,重点主要放在减水剂的定制化复配上。而公司减水剂业务的主要竞争者苏博特从环氧乙烷到聚醚的合成都是自主化生产,拥有三大基地来支撑所有聚醚的产量。聚醚的自主化生产优势在于有效消除了从环氧乙烷到聚醚的生产加工差价对公司采购成本的影响,使得高性能减水剂产品具有更高毛利率,但由于从聚醚到减水剂复配的生产中会有更多运费产生,所以苏博特销售费用率高。而建研直接外购聚醚单体的优势则在于属于典型的轻资产结构,具有更高的固定资产周转率。2014-2018年公司固定资产加在建工程占总资产比重均低于20%,且呈现下降的趋势,从14年的19%下降到18年的11%;固定资产周转率呈现上升的趋势,从14年的4.1上升到18年的7.0。2018年度公司固定资产加在建工程合计3.9亿元,占总资产36.53亿元的11%。相比之下苏博特2014-2018年固定资产加在建工程占总资产的比重明显更高,且呈现上升的态势,从14年的18%上升到18年的28%;固定资产周转率更低,呈现下降的趋势,从14年的5.1下降到18年的2.9。

公司聚醚单体的主要供应商为奥克股份,产能布局全国,保障公司上游原材料供应。奥克股份主要从事环氧乙烷的精深加工,主要产品有聚醚单体、聚乙二醇和环氧乙烷,目前是国内环氧乙烷精深加工的龙头企业,据公司2018年报,公司主导产品聚羧酸减水剂聚醚单体在国内占有40%以上的市场份额。2018年奥克的营业收入为74.49亿元,其中聚醚单体产品的营业收入为51.26亿元,占比68.82%。奥克有位于江苏、四川、广东、湖北、辽宁、吉林的六大生产基地,拥有120万吨乙氧基化装置战略布局,辐射全国市场,贴近建研集团的大多数生产基地,有较强的产品供应保障能力。

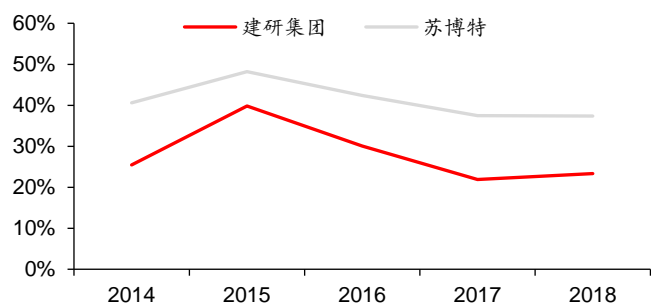


**图表27： 聚醚单体产业链**



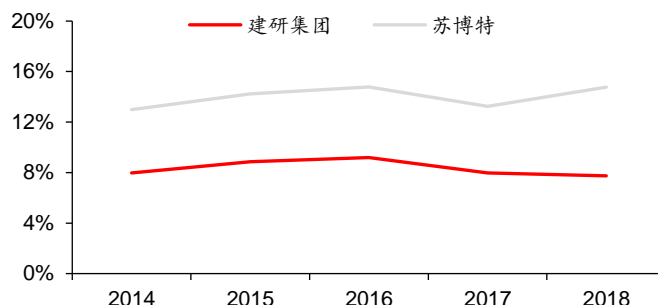
资料来源：中国混凝土网，华泰证券研究所

**图表28： 2014-2018 年公司与苏博特外加剂产品毛利率比较**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表29： 2014-2018 年公司与苏博特外加剂产品销售费用率比较**



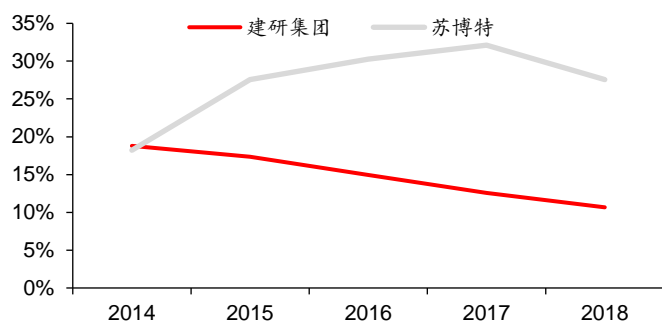
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表30： 奥克股份全国生产基地布局**



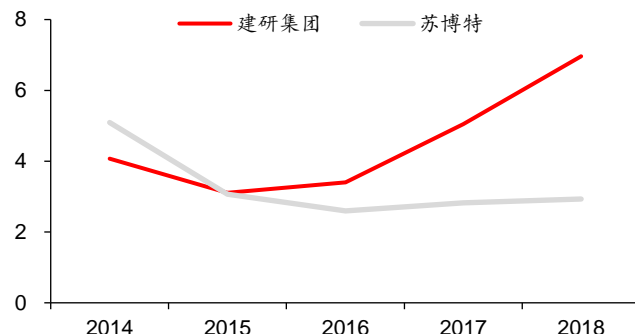
资料来源：奥克股份 2018 年报，华泰证券研究所

图表31: 公司与苏博特(固定资产+在建工程)/总资产比重比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表32: 公司与苏博特固定资产周转率比较



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

全国生产基地布局更加贴合客户, 从而提升公司竞争力。减水剂产品具有一定的运输半径限制, 公司全国产业基地布局, 有助于为客户开展更好服务, 建研集团外加剂共拥有 15 个产业基地, 其中全国 14 个, 服务范围辐射全国; 在马来西亚拥有 1 个产业基地, 已建成投产。公司拥有聚羧酸合成、萘系合成、脂肪族合成、氨基合成等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, 目前在福建、重庆、贵州及陕西省占率均排名第一。同时公司在国家“一带一路”的指引下, 也积极开拓外加剂新材料海外市场, 提升科之杰“点石牌”外加剂在海外的知名度, 为公司国际化提前布局。

图表33: 建研集团外加剂业务国内生产基地布局



资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 华泰证券研究所

图表34: 苏博特聚醚生产基地主要分布区域



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

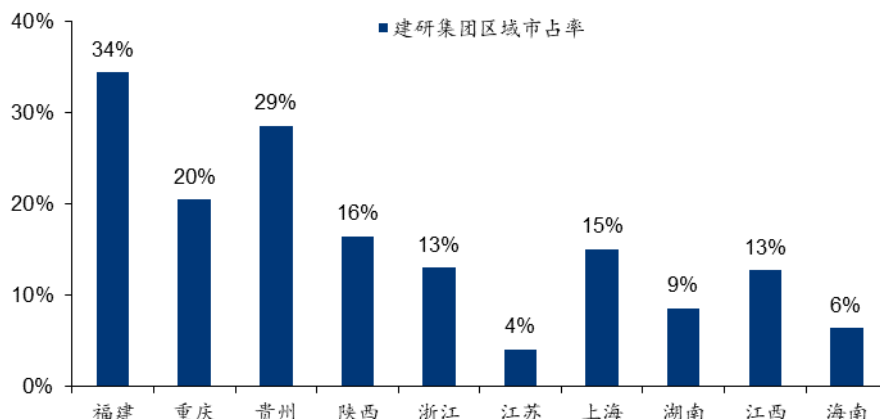
图表35: 苏博特 2017-2018 年产能与开工情况

主要厂区或项目	2018 年				2017 年			
	设计产能 (万吨)	产能利用率	在建产能 (万吨)	在建产能预计完工时间	设计产能 (万吨)	产能利用率	在建产能 (万吨)	在建产能预计完工时间
高性能减水剂合成	27.4	81.6%	无	无	20.2	90.8%	7.2	2018 年投产
高效减水剂合成	23.4	32.6%	无	无	24.9	34.3%	26	2018 年投产

资料来源: 苏博特 2017 年报, 苏博特 2018 年报, 华泰证券研究所

区域集中度高, 提升议价能力。建研集团外加剂业务主要集中在江浙沪、福建、广东、西南, 在福建、重庆、贵州及陕西当地市占率均排名第一。苏博特外加剂业务主要集中在江苏, 根据调研, 目前在江苏省市占率达到 40%-50%, 在新疆市占率超过 20%。

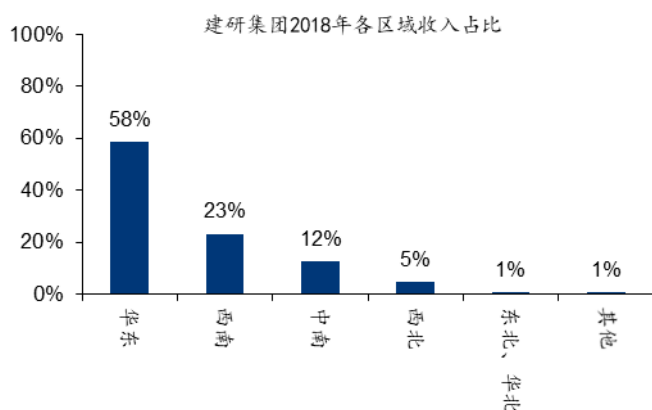
**图表36：建研集团 2018 年外加剂业务区域市场占有率**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

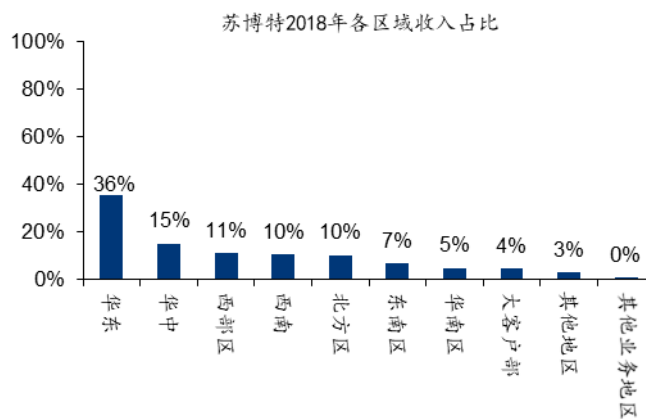
建研集团收入主要来源于华东和西南地区，2018年这两块区域的收入合计占比81%；苏博特业务收入重点在华东区域，尤其是在江苏；红墙股份业务收入主要来源于华南地区，2018年华南地区的收入高达81%。通过减水剂聚醚总需求量2016年区域分布推断出减水剂总需求量主要集中在华东和中南地区。

**图表37：建研集团 2018 年收入的区域分布**



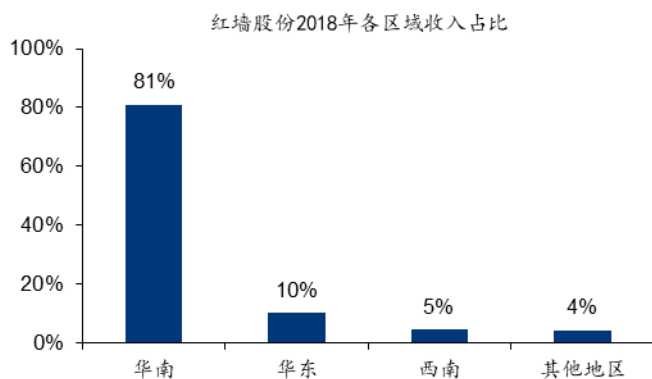
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表38：苏博特 2018 年收入的区域分布**



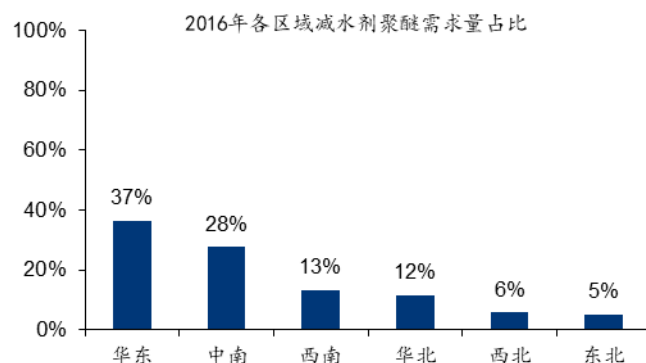
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表39：红墙股份 2018 年收入的区域分布**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

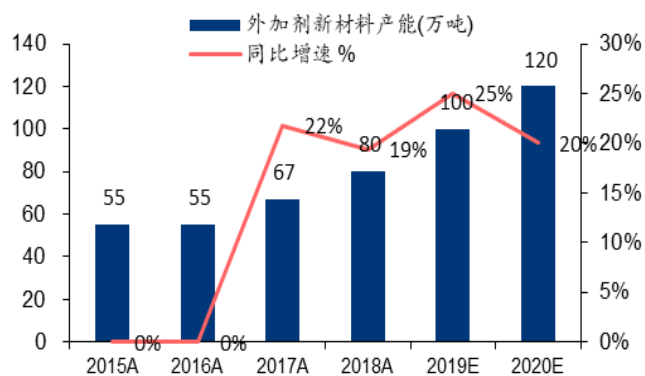
**图表40：减水剂聚醚总需求量 2016 年区域分布**



资料来源：中国混凝土网，华泰证券研究所

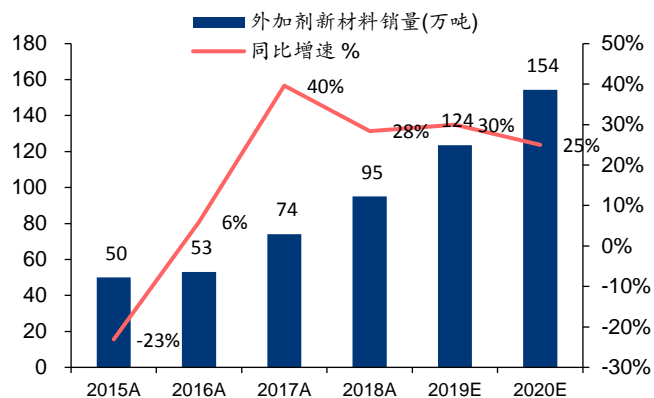
**建研集团将步入新一轮产能快速扩张期。**根据调研，建研集团的外加剂业务将主要通过自建方式扩张，我们预计公司19-20年步入新一轮产能快速扩张期，预计到年底外加剂产能分别为100/120万吨/年，产能增速分别达到25%/20%。

**图表41：建研集团外加剂产能及同比增速**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表42：建研集团外加剂销量及同比增速**



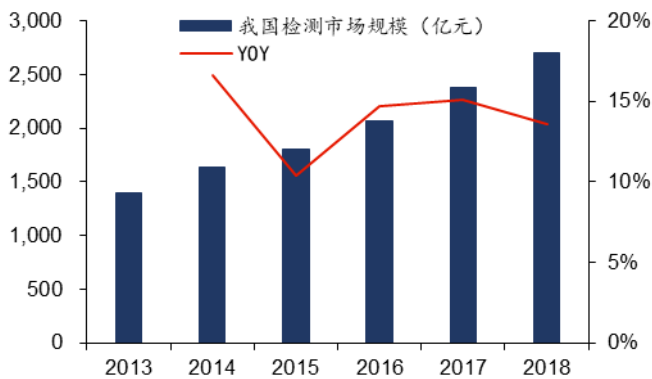
资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：产能指合成产能，销量指合成母液和成品的和，合成母液的含固量通常是40%-50%，而成品要经过复配，含固量在20%-30%左右，18年销量中20%左右是母液，80%是成品，合计95万吨。

## 检测业务现金流优异，内生+外延稳步扩张

### 我国检测市场：19年预计3000亿市场，建工建材检测最大细分市场

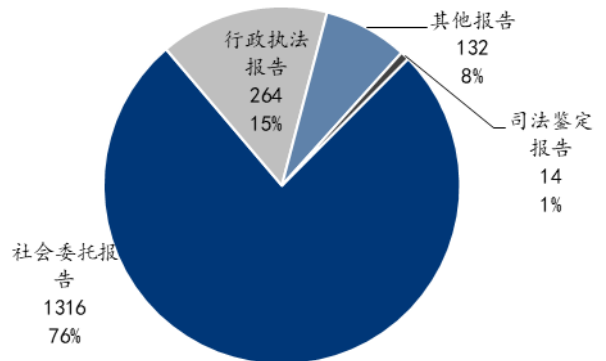
我国检测市场18年市场规模超过2700亿元。根据国家认监委的数据，2013-18年，中国检测市场规模从1399亿元增长至超过2700亿元，CAGR为14%。若19年我国检测市场维持10%的CAGR，则2019年我国检测市场将接近3000亿元。2017年，我国检测市场空间为2377亿元，其中事业单位收入为859亿元，占比36%。2017年我国检测业务收入主要来自社会委托和行政执法，分别占76%和15%。

图表43：2013-2018年我国检测市场规模



资料来源：国家认监委，华泰证券研究所

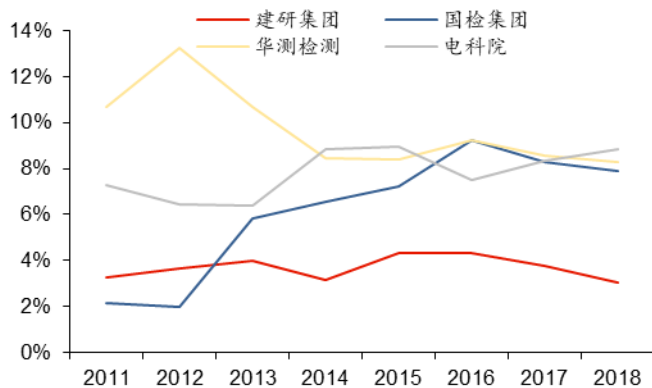
图表44：2017年检测收入来源分析 (亿元, %)



资料来源：前瞻研究院，华泰证券研究所

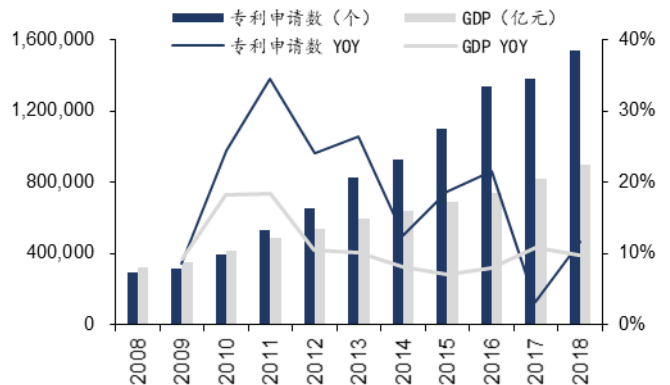
**质量要求提升+研发加速促进第三方检测需求加速释放。**1) 政策要求的高标准及人民产品质量意识的提高双重动力驱动第三方检测：多个行业中检测标准不断升级，增加的检测指标不断拓宽检测的市场方向，缺陷产品召回制度不断完善，产品品质要求不断提升；2) 第三方检测逐步替代企业自检是发展方向：第三方机构具有规模效应，检测成本低于企业内部自检，第三方检测机构的检测结果相较于企业自检公信力更强；3) 企业研发及新产品迭代周期加快：新产品开发的最初阶段需要大量的检测服务，而企业研发支出越高往往意味着更短的设计周期及更快的产品更替，自2008年来，我国专利申请年增速一直保持着较快增长，对第三方检测行业意味着更多的原样测试机会。

图表45：我国检测企业研发占收入比重较高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46：2008-2018年我国专利申请数与GDP比较

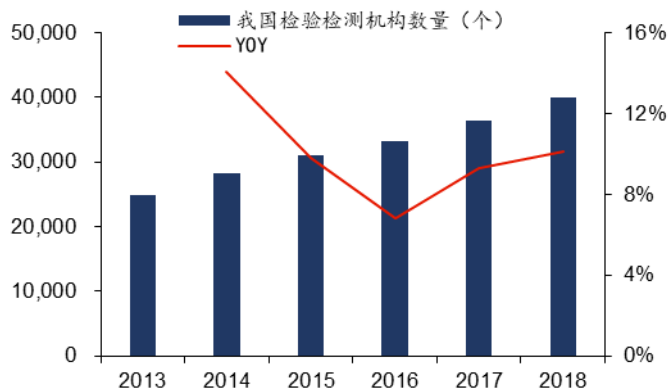


资料来源：国家知识产权局，华泰证券研究所

目前呈现小散多的竞争格局，2018年我国检验检测机构近4万家，平均收入仅675万。据国家认监委网站，2018年我国检验检测机构近4万家，同比增长10%，共实现营业收入超过2700亿元，平均收入仅675万。检测机构中以国有企业为主，2017年检测机构中国营企业18066家，私营企业16660家，集体企业842家，外资企业257家，其他企

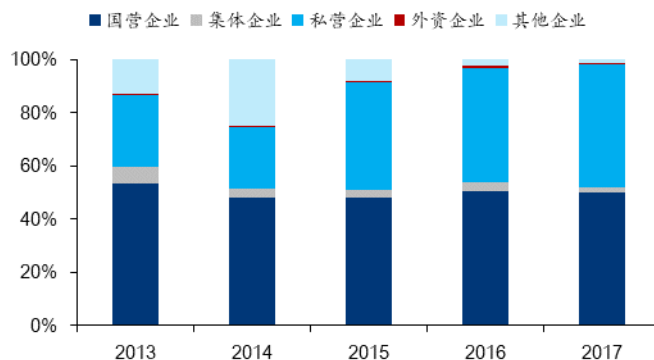
业 502 家，行业人均产值逐步提升。行业平均收入较低主要因为民营企业的数目占比高，数量占比已经达到 46%，但规模小，收入低，业务主要来自社会委托，2016 年民营检测机构平均收入仅有 410 万元，显著低于外资和国有检测机构。

图表47: 2013-2018 年我国检测行业机构数量



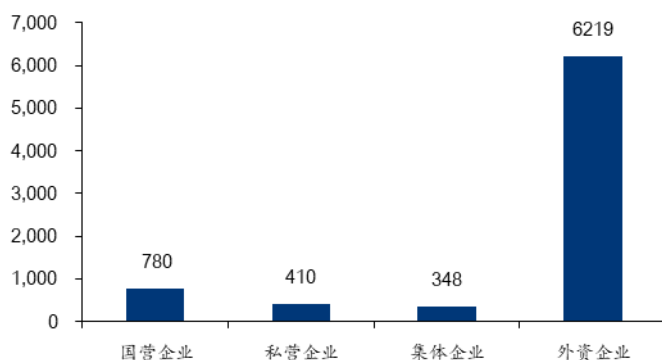
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表48: 2013-2017 年检测企业数量占比情况



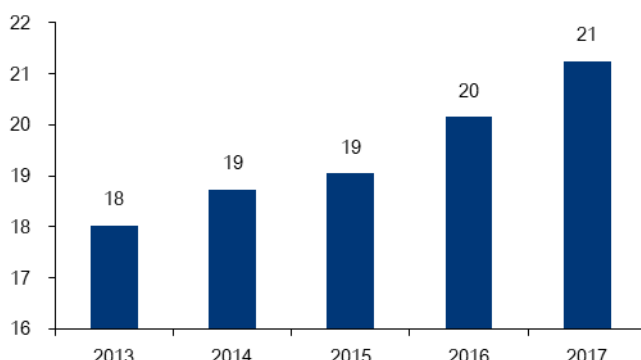
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表49: 民营检测机构普遍较小 (2016 年平均收入, 单位: 万元)



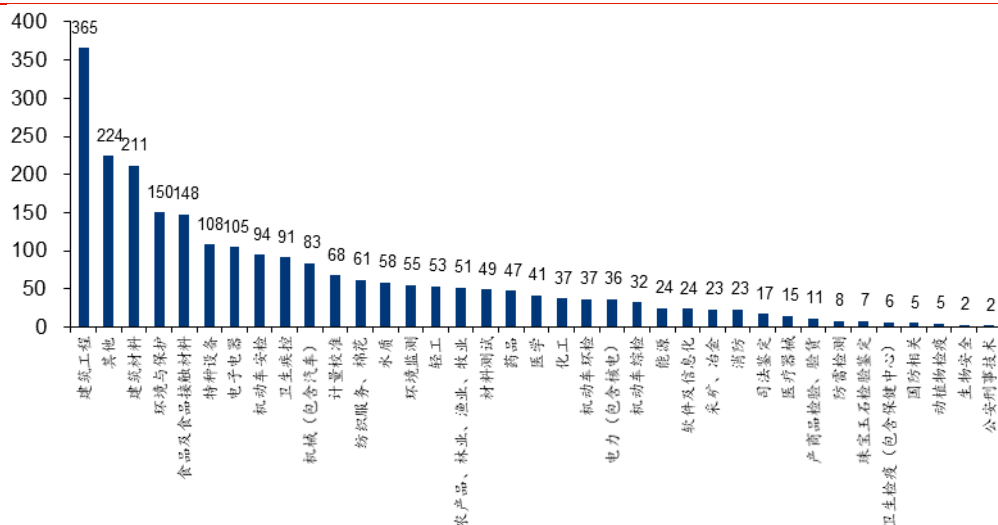
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表50: 行业人均产值逐步提升 (2013-2017 年, 万元/人/年)



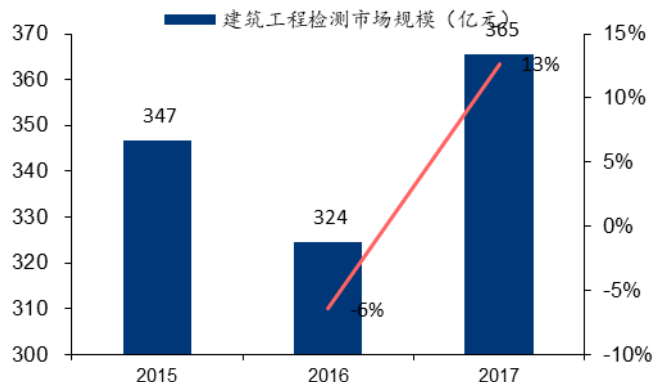
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表51: 2017 年建工建材检测是检测最大的下游行业市场规模分布 (亿元)



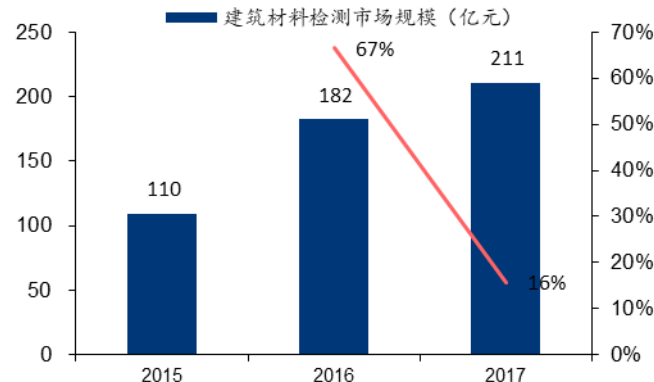
资料来源: 《2017 年度全国检验检测服务业报告》, 华泰证券研究所

图表52: 建工检测行业规模及增速 (%)



资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表53: 建材检测行业规模及增速 (%)

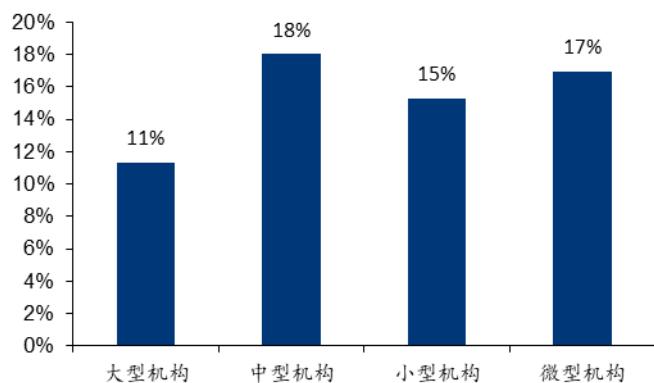


资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

### 规范化管理+大部制改革+品牌效应提升驱动行业集中度提升

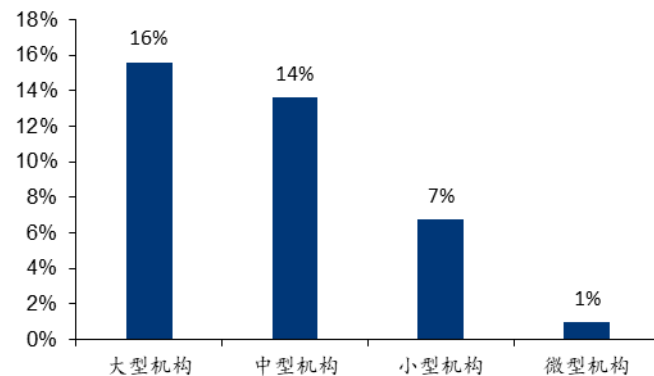
**大企业盈利水平平均好于小企业。**根据《2017年度全国检验检测服务业报告》，2017年大型检验检测机构（从业人数大于等于300人）实现营收492亿元，同比增长11%；中型检验检测机构（从业人员大于等于100人但小于300人）实现营收575亿元，同比增长18%；小型检验检测机构（从业人员大于等于10人但小于100人）实现营收1275亿元，同比增长15%；微型检验检测机构（期末从业人员小于10人）实现营收36亿元，同比增长17%。从盈利水平来看，大型机构的盈利水平明显好于小型企业。2017年我国检测机构中100人以下的小微企业数量占比达到96%，我们认为随着检测行业规范监管力度提升以及下游企业对产品质量控制要求提升，龙头品牌效应加强，规模及盈利水平较快提升，小微企业正在逐步被挤出市场或者被大机构收购整合。

图表54: 2017年不同类别机构总收入同比增速



资料来源: 《2017年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

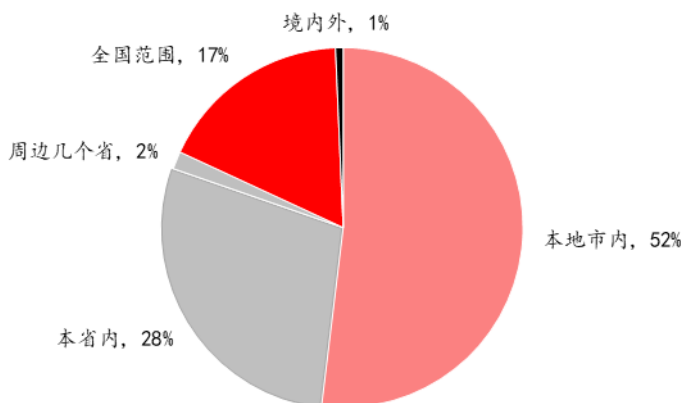
图表55: 2017年不同大小机构营业利润率 (企业类)



资料来源: 《2017年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

**检测机构规范化管理，竞争激烈加速小微私营企业末位淘汰。**由于检测行业现金流好，且各个地方大型企业较少，行业发展前期有大量私营企业进入检测行业。我们预计未来随着龙头检测行业业务覆盖地区不断扩张，中小型私营企业在不具备竞争优势的前提下或被迫降低价格参与竞争。2016年80.3%检验检测机构仅为本省提供服务，典型“本地化”特征。未来随着龙头检测行业业务覆盖地区不断扩张，中小型私营企业或被迫降低价格参与竞争，导致其收入和研发投入下降，竞争力进一步降低，逐步被市场所淘汰。

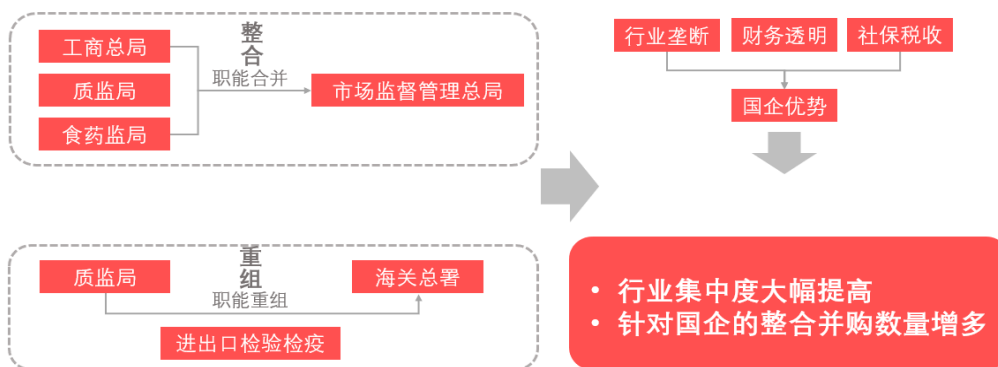
**图表56： 2016年全国检测机构业务服务范围概览**



资料来源：《2016年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

**大部制改革以及事业制转企业制浪潮中，伴随兼并收购机会。**2017年我国事业制检测机构数目为11369家，占比为31%，未改制前难以收购，近些年，随着政府对国有检测企业转制的放开，越来越多事业单位制的企业正在转企业制，伴随着大量收购兼并机会。2018年3月全国人大通过国务院机构改革方案，将工商总局，质监局，以及食药监局等市场管理单位职能合并，组建市场监督管理总局。将原归属质监局的进出口检验检疫的职能归入海关总署。随着新机构职能和人事变动的确立，检测行业事业制单位改制19-20年有望迎来新的高潮。

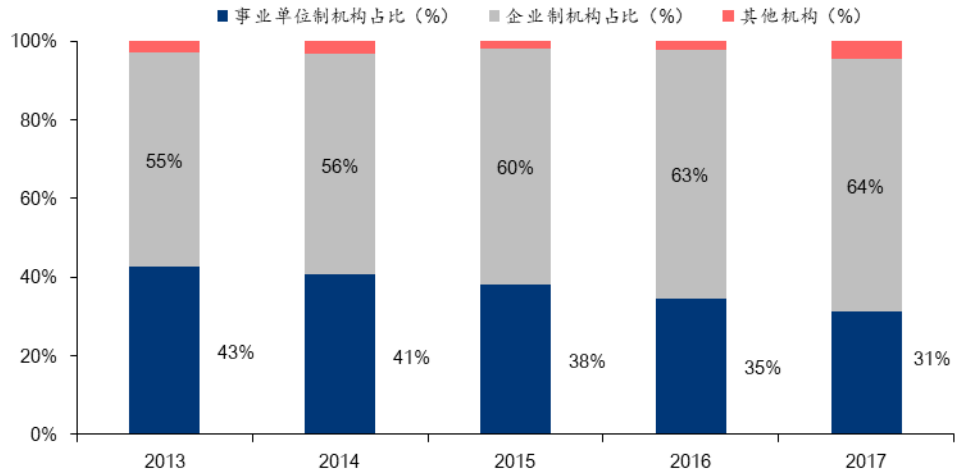
**图表57： 2018年大部制改革：三局合一落地，加速国有检测机构兼并重组**



资料来源：国家认监委，华泰证券研究所



**图表58： 2013-2017年我国检测行业事业单位制与企业制机构占比**



资料来源：国家认监委，华泰证券研究所

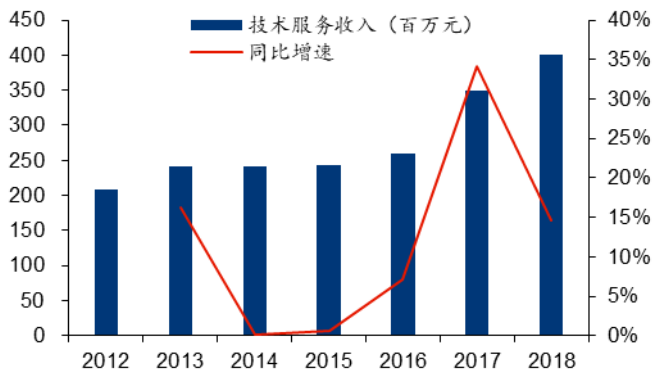
随着经济发展，人们对质量、健康、安全和环境的要求提升，驱动检测机构品牌效应提升。国务院分别在2004年和2016年颁布实施了缺陷汽车产品召回制度和缺陷消费品召回制度来规范加强缺陷产品的召回。制度执行以来，国内消费品召回活动频次快速增加，涉及品种范围更广泛。根据国家质检总局公布数据，汽车行业2016-2018年召回数量连续三年突破千万辆规模，2018年召回数量超过1200万辆。面对日益增长的召回事件，对于企业来说，使用第三方检测机构性价比更高。

### 公司检测业务未来发展空间广阔，内生+外延稳步扩张

公司是福建建工建材检测龙头。公司检测业务目前覆盖区域主要是福建省、重庆、上海、云南、海南。健研检测集团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，拥有全部15项建设工程质量检测专项资质的综合检测机构之一，据调研，目前公司在厦门建工检测市占率50%。

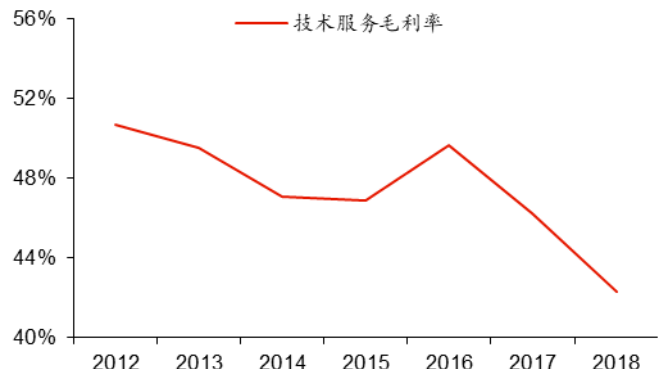
公司技术服务业务以检测业务为主，检测业务具备轻资产，高毛利率的特征。2018年，公司建研技术事业部（健研检测集团）综合技术服务业务保持基本平稳发展态势，实现营业收入4.01亿元，同比增长15%。从历年公司检测业务收入占综合技术服务业务收入的比例来看，公司综合技术服务业务收入约90%来自检测业务。检测行业属于知识技术密集型行业，核心资产为公司人才，生产环节不存在被原材料、半成品等大量占用货币资金的情况，因此公司检测业务属于典型的轻资产结构。公司检测业务也具有很高的毛利率，多年在40%-50%区间波动，明显高于公司另一大主营业务外加剂业务的毛利率。

**图表59： 2012-2018年建研集团技术服务收入及其增速**



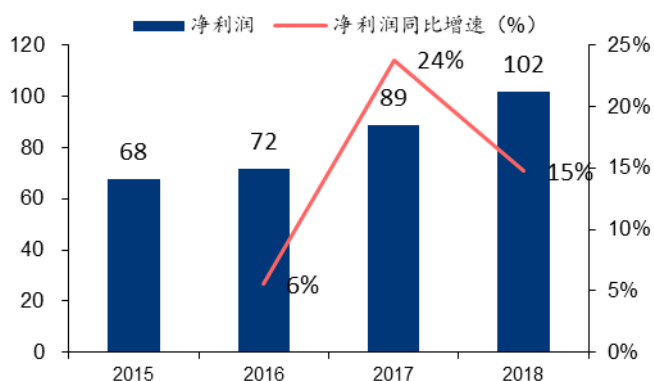
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表60： 2012-2018年建研集团技术服务业务毛利率**



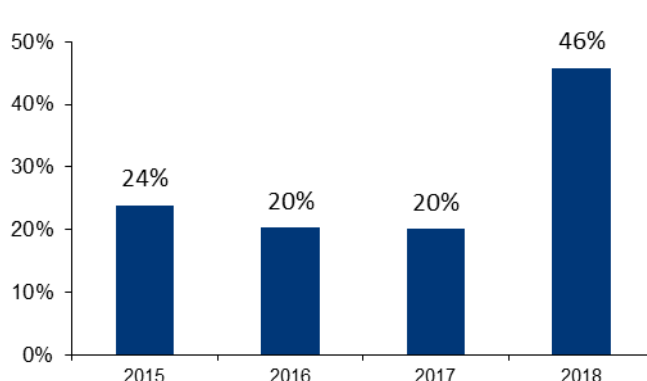
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表61： 2015-2018年健研检测集团有限公司利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所 注：该子公司主要是厦门建工建材检测收入

图表62： 2015-2018年健研检测集团有限公司 ROE



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**检测行业实行分区域监管，带来区域性壁垒。**检测行业实行分区域监管，各个省份建筑检测规范不同，各地政府对当地检测市场进行定价和监管，为检测行业带来区域性壁垒。建工检测资质区域属性，使得跨区域扩张难度较大，成本较高。分区域监管无形中为当地检测企业打造了资质、客户群的壁垒。跨区域外延并购是企业对外扩张，完成全国布局较为理想的战略布局。

**公司检测业务“跨区域、跨领域”发展，内生+外延稳步扩张。**公司在检测业务实行“跨区域、跨领域”发展战略，以健研检测集团有限公司为核心，在保证已有区域稳定内生增长的同时，通过跨区域外延并购，有效突破分区域监管所带来的壁垒，提高公司检测市场的市占率。公司产业群分布福建、上海、重庆、海南、云南等地，下辖重庆天润匠心建设工程检测有限公司、厦门建研建筑产业研究有限公司、上海中浦勘查技术研究院有限公司、垒智设计集团有限公司、海南天润工程检测有限公司和云南云检工程技术检测有限公司等子公司。其中，健研检测集团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；重庆天润匠心建设工程检测有限公司及海南天润工程检测有限公司均为当地资质最高的建设工程检测机构；垒智设计集团有限公司是当地资质等级最高、技术力量雄厚的一所综合性设计企业。

**检测业务 2018 年还有两个意向收购有望增厚公司业绩，增加跨区域+跨领域检测领域。**2018年9月，公司全资子公司健研检测与河北浦安签订《股权收购意向书》，拟使用自有资金6,300万元收购河北浦安70%股权，河北浦安承诺在2019-2022年净利润分别不低于900万元、1,080万元、1,296万元、1,555万元，对应19-20 P/E为10x/8x。河北浦安是河北省第一批省级服务业标准化示范单位，取得了河北省环境保护厅、河北省安监局、河北省气象厅、河北省质量技术监督局等多个行政主管部门的认可或许可，主营业务覆盖环境检测、职业病危害因素检测及评价、防雷检测、公共卫生检测、洁净室检测及室内空气检测等六大类。收购河北浦安旨在布局京津冀，使得公司检测业务辐射至华北地区。

**意向收购上海众合，进一步完善上海地区建工建材检测资质。**2018年10月，公司全资子公司健研检测与上海众合签订《股权收购及增资意向书》，拟使用自有资金5,610万元收购上海众合25.5%股权，再通过增资实现51%股权，河北浦安承诺在2019-2022年净利润分别不低于1,800万元、2,160万元、2,592万元、3,110万元，对应19-20 P/E为12x/10x。上海众合是上海市第一家民营工程检测单位，综合实力较强，具备建筑材料甲级、建筑节能甲级、地基基础甲级、主体结构甲级、室内环境甲级、钢结构乙级、通风空调乙级、建筑幕墙及门窗乙级、变形测量、套内质量、能效测评等检测资质。收购上海众合旨在扩充公司在上海及长三角地区的业务服务范围，与公司全资子公司上海中浦勘查技术研究院有限公司形成业务互补，进一步开拓上海及长三角地区建设综合服务市场，提升公司在建筑、交通等领域的综合技术服务实力。

**图表63： 公司检测业务跨区域分布情况**

控股子公司	主要经营地	成立或收购年份	成立方式	持股比例
健研检测集团有限公司	福建厦门	2004	设立或投资取得	100%
重庆天润匠心建设工程检测有限公司	重庆	2008	设立或投资取得	100%
厦门建研建筑产业研究有限公司	厦门	2008	设立或投资取得	100%
上海中浦勘查技术研究院有限公司	上海	2010	收购取得	100%
泉州市建筑设计院有限公司(现更名为“垒智设计集团有限公司”)	福建泉州	2010	收购取得	100%
海南天润工程检测有限公司	海南	2013	设立或投资取得	60%
云南云检工程技术检测有限公司	云南	2015	收购取得	51%
厦门建研消防技术服务有限公司	福建厦门	2018	设立或投资取得	70%
海南健研家检测有限公司	海南	2018	设立或投资取得	100%

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

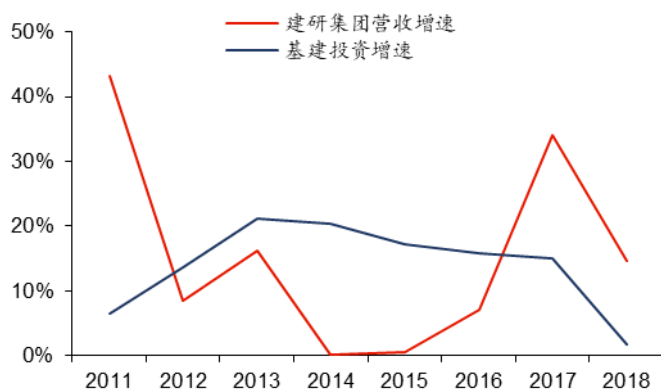
**图表64： 公司通过收购取得的检测业务控股子公司收购情况**

通过收购取得的控股子公司	收购首次公告时间	并表时间	收购金额(万元)	支付方式	收购后股权比例	承诺净利润(万元)			
						2015	2016	2017	2018
上海中浦勘查技术研究院有限公司	2010/7/21	2010/7/31	2,450	现金支付	100%	-	-	-	-
泉州市建筑设计院有限公司(现更名为“垒智设计集团有限公司”)	2010/11/26	2010/12/31	2,100	现金支付	100%	-	-	-	-
云南云检工程技术检测有限公司	2015/9/7	2017/2/25	1,530	现金支付	51%	153	199	259	336

资料来源：华泰证券研究所

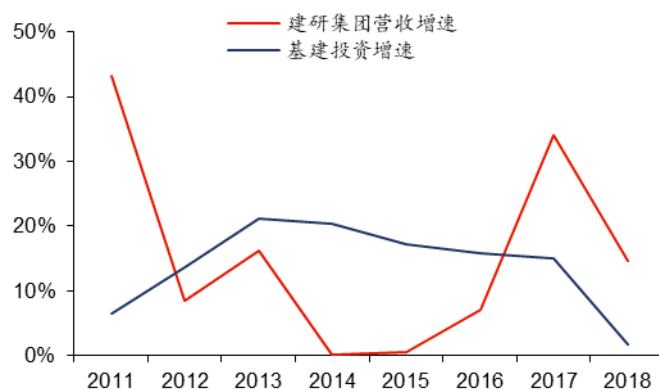
**公司检测业务未来发展空间广阔，受宏观经济影响较小。**由于检测行业大市场、小公司的特征依然突出，公司通过加大外延并购有望平滑行业弱周期性的波动，历史上看，公司检测业务的营收增速与基建投资增速相关性较低，但与地产相关性有一定相关性，值得注意的是公司检测业务收入16-18年都保持较高增速，部分源于公司外延并购加大力度。我们认为随着居民生活品质提升，多样化检测领域发展空间宽广，公司检测业务的市占率仍有望得到快速提升，并平滑行业的需求波动。

**图表65： 公司技术服务收入增速与基建投资增速相关度低**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表66： 公司技术服务收入增速与房地产投资增速正相关**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**积极开拓检测业务新领域，寻求综合技术服务收入新增长点。**公司在传统检测业务健康、稳定发展的同时，新领域业务也实现效益化，电子电气、生态环保、桥隧交通、消防维保等新领域业务市场占有率不断提升。目前，公司电子电气检测中心已建成并投入运营，并已获得CNAS、德国TUV SUD、加拿大CSA、德国TUV莱茵、澳洲SAA等机构认证，成为专业为电子电气企业的产品研发、产品测评、产品通关、产品交付、产品认证提供检测与认证服务的第三方检测机构。同时，公司运用丰富的实验室管理经验及有利资源，以医疗器械销售为切入点，延伸医疗大健康产业，取得西门子医疗福建省总代，主要做销售代理和外加服务。

## 业绩快速增长，首次覆盖“买入”评级

### 预计 19-21 年净利润增速分别为 50%/22%/19%

预计 19-21 年外加剂业务收入增速分别为 26%/25%/20%，毛利率稳定在 27%。18 年公司外加剂业务实现收入约 19.5 亿元，YoY +39%（销量达到 95 万吨，YoY +28% & 价格 2052 元/吨，YoY +8%），吨毛利由 17 年的 416 元提升到 479 元，实现净利润 1.35 亿元，吨净利由 17 年的 95 提升到 142（同比+47 元/吨）。由于 Q1 环氧乙烷价格大幅下跌，而减水剂价格端相对稳健，参考公司 Q1 综合毛利率 31.2% 及公司调研情况，预计 19 年前 4 月毛利率已经恢复到 30%。考虑到公司的产能扩张计划，我们预计公司 19-21 年外加剂业务收入增速分别为 26%/25%/20%，参考 11-18 年外加剂业务平均毛利率水平 27%，预计公司自身过硬品牌优势和行业龙头地位有望使公司 19-21 年外加剂业务毛利率维持在 27%。

预计 19-21 年技术服务业务收入增速分别为 20%/15%/15%，毛利率稳定在 42%。18 年公司技术服务业务实现收入 4 亿元（主要建工建材检测），YoY +15%，但公司技术服务业务毛利率由 17 年的 46% 下降到 18 年的 42%，主要因为收入结构转变和竞争加剧，公司厦门地区收入 2.6 亿元，YoY -1%，收入增长主要来自于云南、重庆、海南、上海等外地检测业务扩张，公司在厦门建工检测市场市占率 50%，拥有最高资质，利润率显著高于外阜。公司未来有望依托“跨区域、跨领域”和“内生+外延”的发展战略稳步扩张，我们预计公司 19-21 年技术服务业务收入增速分别为 20%/15%/15%。18 年海南天润、上海中浦等地由于业务初期，处于微亏状态，预计 19 年均能实现扭亏为盈，19-21 年随着公司检测业务整合效应逐渐体现对利润率与人均产值有正面影响，但伴随着外地收入占比提升又会对利润率有负面影响，预计公司 19-21 毛利率有望与 18 年基本持平，稳定在 42%。

商品混凝土业务将保持稳定，预计 19-21 年收入增速维持在 4%，毛利率稳定在 19%。公司商品混凝土业务主要为建设工程与建筑商提供定制化的各类混凝土及其配套服务，随着商品混凝土需求趋于饱和，公司商品混凝土业务将保持稳定，参考 12-18 年平均收入增速 4%，预计 19-21 年公司商品混凝土业务收入增速维持在 4%，考虑到混凝土的供需结构比较稳定，预计毛利率 19-21 年有望稳定在 18 年的毛利率水平 19%。

预计 19-21 年软硬件销售业务收入增速分别为 30%/30%/25%，毛利率稳定在 37%。根据调研，考虑到 19 年国内 autodesk 总代数目由 4 家减少为 3 家，有利于垒知获取更大市场份额，有望超额完成利润承诺，预计 19-21 年公司软硬件销售业务收入增速分别为 30%/30%/25%，考虑到垒知的竞争格局稳定，预计未来毛利率有望稳定在 37%。

预计 19-21 年期间费用率微降，净利率维持在约 11%。参考 17-18 年费用率情况，预计随着收入规模的扩大，公司期间费用率将稳中微降，预计 19-21 年分别为 14.8%/14.5%/14.2%，三项费用增速 19-21 年分别为 23%/19%/16%，考虑到随着收入快速增长，费用中固定部分将被摊薄，假设 19-21 年销售费用率为 7.7%/7.5%/7.4%，19-21 年管理费用率为 7.1%/7.0%/6.9%，财务费用基本维持不变。公司净利率预计在 19-21 年维持在约 11%。我们预计公司 19/20/21 年利润分别为 3.7/4.6/5.4 亿元，YoY +50%/22%/19%，预计 19 年外加剂业务净利润 2.2 亿元（销量 124 万吨，吨净利 178 元）+检测 1 亿元（2018 年 0.84 亿元利润基础上，同比增长 20%）+混凝土 0.2 亿元（同比增长 4%）+软件服务 0.2 亿元（利润承诺）+其他 0.1 亿元（同比持平）。

图表67: 分部营收预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,385	1,998	2,716	3,340	4,071	4,815
增长率(Y-o-Y)	2.9%	44.2%	35.9%	23.0%	21.9%	18.3%
外加剂新材料	910	1,407	1,949	2,458	3,072	3,687
YOY	-0.2%	54.7%	38.5%	26.1%	25.0%	20.0%
占公司收入百分比	65.7%	70.4%	71.8%	73.6%	75.5%	76.6%
商品混凝土	174	195	232	241	250	259
YOY	16.0%	12.4%	18.8%	3.7%	3.7%	3.7%
占公司收入百分比	12.6%	9.8%	8.5%	7.2%	6.1%	5.4%
技术服务收入	261	349	401	481	553	636
YOY	7.2%	34.2%	14.6%	20.0%	15.0%	15.0%
占公司收入百分比	18.8%	17.5%	14.8%	14.4%	13.6%	13.2%
软硬件销售及服务		0	90	117	152	190
YOY				30.0%	30.0%	25.0%
占公司收入百分比				3.5%	3.7%	3.9%
其他	41	46	44	44	44	44
YOY	0.7%	12.2%	-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
占公司收入百分比	3.0%	2.3%	1.6%	1.3%	1.1%	0.9%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表68: 分部毛利润预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利	453	519	716	972	1,183	1,400
毛利率	32.7%	26.0%	26.3%	29.1%	29.1%	29.1%
外加剂新材料	273	308	455	664	830	995
毛利率	30.0%	21.9%	23.3%	27.0%	27.0%	27.0%
商品混凝土	35	34	45	47	48	50
毛利率	19.9%	17.4%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
技术服务收入	129	161	169	203	234	269
毛利率	49.7%	46.2%	42.3%	42.3%	42.3%	42.3%
软硬件销售及服务			33	43	56	70
毛利率			36.8%	36.8%	36.8%	36.8%
其他	16	15	13	15	15	15
毛利率	39.7%	33.0%	30.3%	34.4%	34.4%	34.4%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 首次覆盖“买入”评级，目标价 7.23-8.74 元

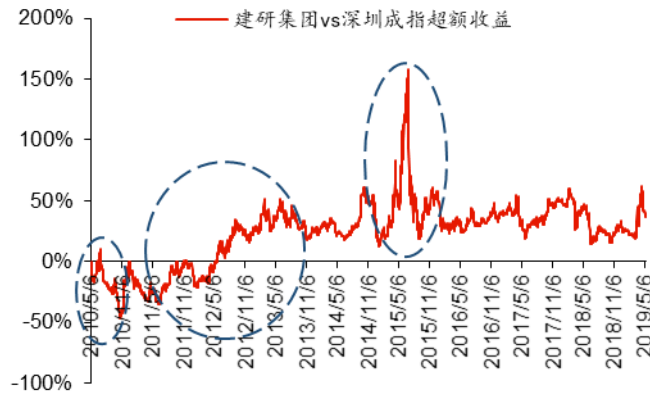
复盘了建研集团两次超额收益明显增加和两次超额收益明显减少：**2010年7月-2010年10月超额收益明显减少**，主要原因是公司主要原材料采购价格在此期间持续走高，同时公司大力执行“跨区域、跨领域”发展，新市场开拓前期费用高、运输成本增加，但市场正在培育未能立刻变现，从而导致公司虽然营收大幅增长，但净利润却反而大幅下滑，盈利能力表现差。**2011年6月-2013年3月超额收益明显增加**，主要原因是公司2011-2012年业绩和归母净利润超预期，营业收入分别同比增长66%/33%，归母净利润分别同比增长138%/42%。**2015年2月-2015年6月超额收益明显增加**，主要原因是：1) 股市处于大牛市，从2015年初开始一路攀升，6月达到最高点；2) 公司业务转型落地，业务发展重心从外加剂业务转到检测业务，成为新一轮快速增长点；3) 国家陆续出台打破检测行业相关壁垒的相关政策，公司检测业务外延并购15年持续落地；4) 2015年5月7日公司发布公告在菲律宾设立合资公司，首次进军海外市场。**2015年7月-2015年9月超额收益明显减少**，主要原因是在此期间公司公布15年半年报，营收和归母净利润都低于预期，同比负增长。我们预计公司19-21年将再次开启一轮快速增长时期，有望实现超额收益显著增加。19年地产建安投资保持较快增长推动外加剂行业需求平稳增加，外加剂行业集中度持续提升，叠加成本快速下降带来毛利率恢复，公司外加剂业务开启快速增长通道，同时公司将加大投资力度，通过内生+外延推动检测业务较快增长，我们预计公司未来超额收益会显著增加。

图表69：建研集团历史股价涨跌幅和深证成指历史价格涨跌幅



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表70：建研集团历史超额收益



资料来源：Wind，华泰证券研究所

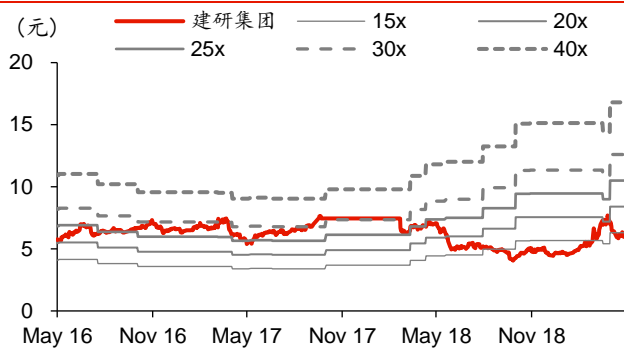
采用分部估值法，给予公司目标价 7.23-8.74 元/股，首次覆盖“买入”评级。公司是外加剂行业龙头公司，其全国产能布局和产品研发能力加速业务的成长，在检测方面，“内生（厦门外地区加大业务拓展力度，提升人均产值）+外延（积极并购）”增长加速。我们预计2019-2021年EPS 0.54/0.66/0.79元，当前股价对应11/9/8x P/E，位于历史估值低位，也显著低于可比公司平均估值水平。采用分部估值方法，1) 参考外加剂行业可比公司2019年平均P/E为14x，给予公司外加剂业务13-15x 2019目标PE，目标市值28.6-33.0亿元；2) 参考检测行业可比公司2019年平均P/E 26x，考虑到公司建工建材检测业务有弱周期性，同时内生增长速度较慢，应在可比公司估值基础上给予一定折价，给予公司检测业务15-20x目标PE，对应15-20亿目标市值；3) 剩余混凝土业务+软件服务+其他施工业务等合计0.5亿利润，由于剩余业务比较复杂，有低增长的混凝土也有较快增长的软件服务业务，综合参考公司外加剂主业估值区间，给予13-15x目标PE，对应6.5-7.5亿目标市值，综合以上，公司2019年目标市值为50.1-60.5亿元，对应公司目标价7.23-8.74元/股（13-16x 2019E P/E），首次覆盖“买入”评级。

图表71: 可比公司估值表 (2019/5/21)

公司名称	股价	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
国检集团	24.91	5,480	0.87	1.07	1.29	28.6	23.3	19.3	5.32	6.12	7.08	4.7	4.1	3.5	16%	17%	18%
华测检测	9.48	15,713	0.16	0.24	0.31	59.3	39.5	30.6	1.64	1.85	2.12	5.8	5.1	4.5	10%	13%	15%
中国汽研	7.08	6,869	0.41	0.52	0.60	17.3	13.6	11.8	4.56	5.14	5.74	1.6	1.4	1.2	9%	10%	10%
苏试试验	18.18	2,465	0.53	0.69	0.89	34.3	26.3	20.4	5.87	6.41	7.07	3.1	2.8	2.6	9%	11%	13%
<b>检测行业平均值</b>						<b>34.9</b>	<b>25.7</b>	<b>20.5</b>				<b>3.8</b>	<b>3.4</b>	<b>2.9</b>	<b>11%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>
苏博特	12.46	3,871	0.87	0.91	1.22	14.3	13.7	10.2	6.74	7.46	8.27	1.8	1.7	1.5	13%	12%	15%
红墙股份	17.35	2,082	0.54	1.17	1.33	32.1	14.8	13.0	8.20	9.84	11.16	2.1	1.8	1.6	7%	12%	12%
<b>减水剂行业平均值</b>						<b>23.2</b>	<b>14.3</b>	<b>11.6</b>				<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>10%</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>
建研集团	6.09	4,218	0.36	0.54	0.66	16.9	11.3	9.2	3.57	4.04	4.60	1.7	1.5	1.3	10%	14%	15%

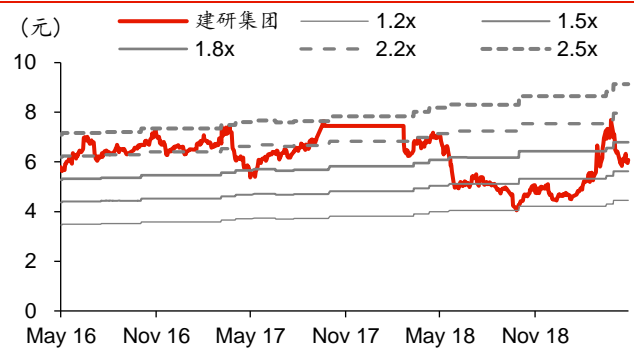
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表72: 建研集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表73: 建研集团历史 PB-Bands

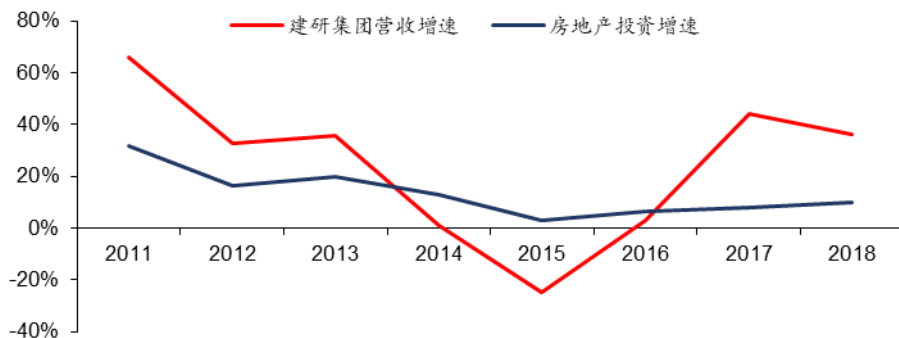


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 风险分析

**地产投资增速放缓超预期。**公司的三大传统业务的增长都与房地产投资增速正相关，受地产投资增速放缓的影响较大，一旦地产投资放缓超预期，可能导致公司收入增长不及预期。

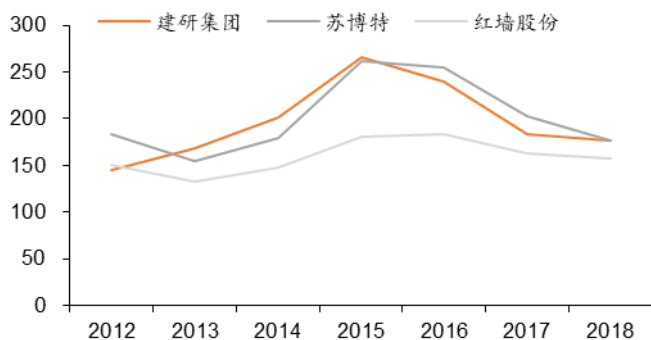
图表74：建研集团收入增速与房地产投资增速



资料来源：华泰证券研究所

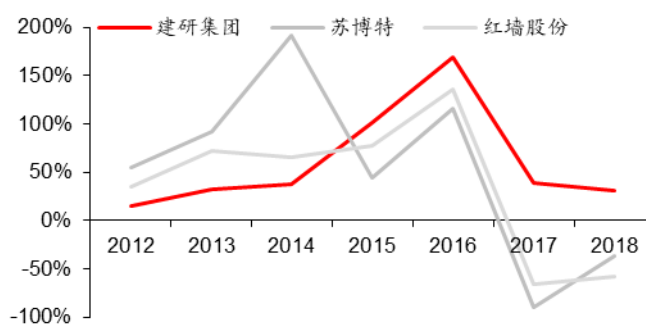
**外加剂业务现金流恶化。**建研集团与苏博特、红墙股份应收账款周转天数 2012-2015 年均呈现变长的趋势，尤其在 2015 年行业需求差的时候达到顶峰，随着 2016 年建筑行业需求复苏，三家公司应收状况周转天数均逐渐变短，但历年基本都在 150 天以上，说明公司存在应收账款周转天数过长、回款较慢的风险。2017 年以前苏博特收现比很高，均高于 100%，建研集团与红墙股份收现比相对较低；从 17 年开始行业对下游垫款现象普遍，收现比均低于 80%，减水剂企业经营性现金流/净利润比重普遍大幅下降。但建研集团采购付现比低，对上游供应商具有较强赊购能力，一定程度上降低了建研集团对下游垫款存在的现金流紧张的风险。

图表75：2012-18 建研集团与苏博特、红墙股份应收账款周转天数(天)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

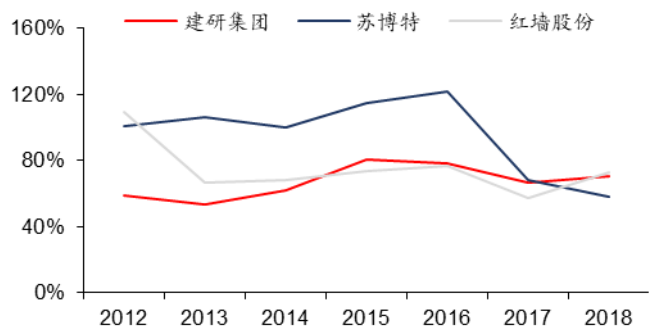
图表76：2012-18 年建研集团与苏博特、红墙股份经营性现金流/净利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

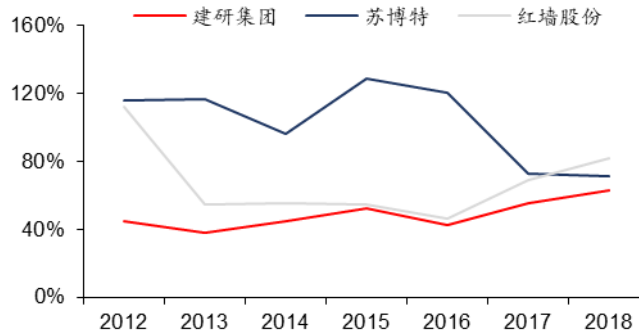


图表77: 2012-2018年建研集团与苏博特、红墙股份收现比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表78: 2012-2018年建研集团与苏博特、红墙股份付现比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,152	2,480	2,993	3,677	4,454
现金	115.00	235.33	342.38	530.66	821.53
应收账款	1,148	1,518	1,802	2,149	2,484
其他应收账款	35.76	25.59	31.48	38.36	45.38
预付账款	19.49	15.61	18.48	22.54	26.66
存货	72.43	84.52	100.07	122.03	144.33
其他流动资产	761.38	600.14	699.03	814.74	932.67
非流动资产	992.99	1,173	1,216	1,217	1,203
长期投资	116.38	123.11	123.11	123.11	123.11
固定投资	394.44	385.69	381.72	362.05	341.39
无形资产	102.63	106.30	109.84	113.24	116.52
其他非流动资产	379.55	558.37	601.82	618.93	621.62
资产总计	3,145	3,653	4,210	4,895	5,657
流动负债	793.72	1,099	1,322	1,613	1,908
短期借款	0.00	2.20	0.00	0.00	0.00
应付账款	370.91	350.73	415.28	506.37	598.92
其他流动负债	422.81	746.39	907.12	1,106	1,309
非流动负债	26.74	27.78	27.78	27.78	27.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	26.74	27.78	27.78	27.78	27.78
负债合计	820.46	1,127	1,350	1,640	1,936
少数股东权益	44.84	51.49	59.43	69.14	80.70
股本	346.12	692.62	692.62	692.62	692.62
资本公积	599.21	259.03	259.03	259.03	259.03
留存公积	1,367	1,547	1,849	2,233	2,689
归属母公司股东权益	2,280	2,474	2,800	3,185	3,641
负债和股东权益	3,145	3,653	4,210	4,895	5,657

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	74.70	77.89	231.26	294.95	399.02
净利润	191.09	249.13	374.17	457.73	544.54
折旧摊销	56.15	55.48	58.44	61.46	64.10
财务费用	(0.47)	(0.86)	(1.54)	(2.67)	(4.55)
投资损失	(29.69)	(26.52)	(26.52)	(26.52)	(26.52)
营运资金变动	(170.22)	(255.60)	(199.44)	(222.98)	(208.32)
其他经营现金	27.84	56.27	26.16	27.93	29.78
投资活动现金	(26.46)	106.58	(75.67)	(36.52)	(23.62)
资本支出	35.01	41.39	100.20	61.06	48.15
长期投资	24.18	12.66	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(32.73)	(160.63)	(24.54)	(24.54)	(24.54)
筹资活动现金	(54.51)	(118.05)	(49.14)	(70.15)	(84.53)
短期借款	(0.50)	2.20	(2.20)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	3.39	346.51	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	21.82	(340.18)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(79.23)	(126.57)	(46.94)	(70.15)	(84.53)
现金净增加额	(6.27)	66.43	106.45	188.28	290.88

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,998	2,716	3,340	4,071	4,815
营业成本	1,479	2,000	2,368	2,888	3,416
营业税金及附加	14.93	17.37	21.37	26.04	30.80
营业费用	159.30	210.22	258.55	306.96	358.29
管理费用	135.31	192.17	236.36	283.98	331.11
财务费用	(0.47)	(0.86)	(1.54)	(2.67)	(4.55)
资产减值损失	24.06	45.49	55.95	68.18	80.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.69	26.52	26.52	26.52	26.52
营业利润	227.67	292.44	442.62	541.84	644.77
营业外收入	2.40	3.03	3.03	3.03	3.18
营业外支出	0.97	1.33	1.33	1.33	1.33
利润总额	229.10	294.14	444.31	543.54	646.62
所得税	36.26	39.72	62.20	76.10	90.53
净利润	192.84	254.42	382.11	467.44	556.10
少数股东损益	1.75	5.29	7.94	9.72	11.56
归属母公司净利润	191.09	249.13	374.17	457.73	544.54
EBITDA	263.04	349.80	512.56	625.91	742.07
EPS (元, 基本)	0.56	0.36	0.54	0.66	0.79

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	44.24	35.94	22.99	21.87	18.29
营业利润	24.31	28.45	51.35	22.42	19.00
归属母公司净利润	14.23	30.37	50.19	22.33	18.97
获利能力 (%)					
毛利率	25.96	26.35	29.10	29.06	29.07
净利率	9.57	9.17	11.20	11.24	11.31
ROE	8.67	10.48	14.19	15.30	15.96
ROIC	8.00	11.37	16.36	18.69	20.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.08	30.85	32.07	33.51	34.22
净负债比率 (%)	0	0.20	0	0	0
流动比率	2.71	2.26	2.26	2.28	2.33
速动比率	2.62	2.18	2.19	2.20	2.26
营运能力					
总资产周转率	0.69	0.80	0.85	0.89	0.91
应收账款周转率	1.96	2.04	2.01	2.06	2.08
应付账款周转率	5.23	5.54	6.18	6.27	6.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.36	0.54	0.66	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.11	0.33	0.43	0.58
每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.57	4.04	4.60	5.26
估值比率					
PE (倍)	22.07	16.93	11.27	9.22	7.75
PB (倍)	1.85	1.70	1.51	1.32	1.16
EV_EBITDA (倍)	15.29	11.50	7.85	6.43	5.42

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com