

区域商混龙头，多业务协同并进

三圣特材（002742.SZ）

核心观点：

暂无评级

合理估值区间 19.5-24 元

分析师

傅盈

☎：021-20252605

✉：fuying@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050008

龙婧、范晓佳对本报告亦有贡献

相关研究

- 公司为重庆地区商混及减水剂生产龙头企业之一。公司产品主要为商品混凝土、外加剂（公司生产减水剂、膨胀剂）和硫酸。2013 年营业收入/归母净利润为 11.74 亿/1.03 亿元，2011-2013 年公司营业收入 CAGR 为 23.95%，净利润 CAGR 为 17.80%，公司平均 ROE 为 22.04%。潘先文、周廷娥夫妇为公司控股股东，发行前合计持股比例为 75.47%。
- 城镇化进程及“禁现”政策范围的扩大支撑商混及减水剂行业需求，预计商混及减水剂行业未来三年增速将分别为 8%、9%。商混行业主要推动力为固定资产投资，2013 年我国城镇化率达到 53.70%，未来城镇化进程的深入将不断带动固定资产投资需求，从而拉动商混及减水剂需求。同时，我国混凝土商品化率目前仅为 42%，未来有很大提升空间。随着“禁现”（禁止现场搅拌混凝土）政策范围的进一步扩大，混凝土商品化率将逐步提升，拉动行业需求。目前商混及减水剂行业企业数量众多，集中度较低，行业内主要竞争对手有中国建材、建研集团等。
- 公司竞争优势：（1）产业一体化优势：公司同时拥有商品混凝土及减水剂生产线，销售渠道协同，有助于推动产品渠道扩张。（2）技术优势：公司目前已拥有硬石膏制硫酸、膨胀剂和减水剂生产应用、混凝土生产等自身的技术体系，获得专利 15 项。（3）资源优势：公司现已取得采矿权的石膏矿区面积达 1.6957 平方公里，储量为 907.2 万吨。
- 公司未来成长驱动因素：（1）西部开发战略奠定未来市场需求：随着区域发展政策的推动，未来十年西部地区，特别是以成渝为中心的西南地区的发展建设将给该地区商品混凝土及外加剂行业提供充足的市场空间，从而拉动行业市场容量的增长。（2）产能投放加速：公司本次募集资金将投放 1.2 亿元于 10 万吨/年羧酸系减水剂技改项目，投放 2.8 亿元于 30 万吨/年硫酸联产 25 万吨/年混凝土膨胀剂技改项目用以扩大产能，提高未来盈利。（3）巩固核心区域基础，区域扩张持续：公司将在我国硬石膏资源丰富的地区，以新建或收购方式，按照公司现有业务协同发展模式“复制”设立子公司，拓展市场区域。
- 风险因素：业务领域集中风险、投增速大幅波动风险、应收账款风险等。
- 合理估值区间 19.5-24 元。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 1.49/1.50/1.75 元，可比公司 2015 年 PE 均值为 14 倍，我们认为可给予公司 15 年 13-16 倍 PE，合理价值区为 19.5-24 元，合理市值为 18.7-23.0 亿元。

主要经营指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	1342.23	1592.19	1818.57	1173.97
增长率（%）	10.57%	14.33%	18.62%	14.22%
归母净利润（百万）	102.55	107.15	144.14	168.17
增长率（%）	0.07%	4.49%	34.53%	16.67%
每股收益	1.424	1.488	1.502	1.752

数据来源：wind，中国银河证券研究部 注：假定公司 2015 年公开发行 2400 万股，计算 2013-2016 年 EPS 所用总股本分别为 7200、7200、9600、9600 万股

目 录

一、区域商混及减水剂龙头	4
1. 公司概况	4
2. 业务构成：商品混凝土与减水剂	5
3. 区域结构：巩固核心市场，区域拓展加快	6
二、行业需求增速平稳，商品化率持续提升	7
1 商品混凝土及外加剂行业未来需求强劲	7
2. 重庆硫酸产业需求缺口持续	9
3. 行业竞争格局：集中度逐步提升	10
三、公司财务分析：营收增速平稳，收现比有所下降	12
1 盈利能力	12
2. 偿债能力	13
3. 资产周转能力	13
4. 现金流量	14
四、竞争优势：产业链一体化与资源储备	14
1. 产业一体化优势	14
2. 技术优势	15
3. 资源优势	16
五、未来业绩驱动因素：产能投放与区域扩张并行	16
1. 西部开发战略奠定未来市场需求	16
2. 产能投放加速	17
3. 巩固核心区域基础，区域扩张持续	18
六、募投项目分析	18
七、盈利预测与估值	19
1. 盈利预测	19
2. 合理估值与建议	20

表 格 目 录

表 1 公司大事记	4
表 2 行业政策	9
表 3 商品混凝土及减水剂产值测算	9

表 4 硫酸生产企业分布情况	11
表 5 盈利能力分析 (万元)	12
表 6 公司获得专利列表	16
表 7 “两江新区投资规划”	17
表 8 募投项目介绍 (万元)	19
表 9 公司收入预测表 (百万元)	19
表 10 FCF 计算 (百万元)	20
表 11 估值参数假定	20
表 12 A 股可比公司估值情况	20

插图目录

图 1 公司股权架构图 (IPO 前)	4
图 2 公司产品及发展模式	5
图 3 2011-2014H1 主营收入及增速 (亿元)	5
图 4 2011-2014H1 业务板块收入情况 (亿元)	5
图 5 2012、2013 主营业务收入增长情况	6
图 6 2011-2014H1 主营业务收入占比情况	6
图 7 2011-2014H1 业务收入区域构成	6
图 8 商品混凝土行业发展历程	7
图 9 2008-2013 年商品混凝土产量 (亿立方米)	7
图 10 2007-2013 年混凝土外加剂产量 (万吨)	7
图 11 2007-2013 年混凝土外加剂产值 (亿元)	7
图 12 2013 年我国外加剂产量种类分布	8
图 13 2005-2013 年固定资产投资完成额	8
图 14 2005-2013 年我国城市化状况	8
图 15 2005-2013 年重庆硫酸产量	10
图 16 2013 年我国商品混凝土企业前五强	10
图 17 2013 年重庆商品混凝土企业前五强	10
图 18 2013 年我国外加剂销售前五强 (亿元)	11
图 19 2013 年主营业务毛利占比情况	12
图 20 2011-2013 年主营业务毛利率情况	12
图 21 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较	13
图 22 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率	14
图 23 2013 年同行业上市公司存货周转率比较	14
图 24 公司经营活动产生的现金流量净额 (万元)	14
图 25 公司产品上下游业务链	15
图 26 公司技术研发部架构	15
图 27 2005-2013 年重庆 GDP 及固定资产投资额	17
图 28 2013 年业务板块产能、产量及产能利用率情况	18

一、区域商混及减水剂龙头

1. 公司概况

1.1 发展历程

重庆三圣特种建材股份有限公司（本报告中简称“三圣特材”）成立于 2002 年，2010 年完成整体变更，设立股份公司。公司专注于石膏综合利用的研究和产品开发，主营业务为商品混凝土及外加剂等新型环保建筑材料和硫酸等硫系列产品的研发、生产、销售。

表 1 公司大事记

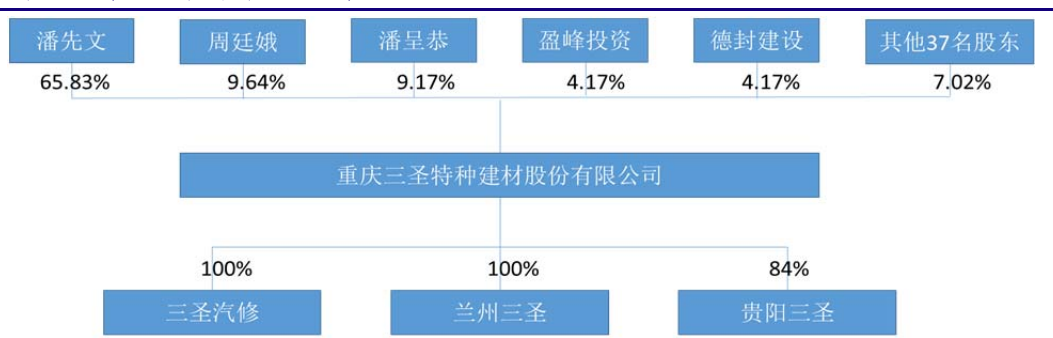
时间	事件	详细信息
2002.05	成立	江北特材成立，注册资本 500 万元
2010.03	改制	变更为重庆三圣特种建材股份有限公司，股本总额 6,600 万元

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

1.2 股权结构

公司控股股东为潘先文，持有公司 65.83% 的股份；共同实际控制人为潘先文和周廷娥夫妇，共计持有公司 75.47% 的股份。本次公司拟发行新股不超过 2,400 万股，公司股东拟公开发售股份不超过 1,500 万股，发行后股权结构未有重大变化。

图 1 公司股权架构图（IPO 前）

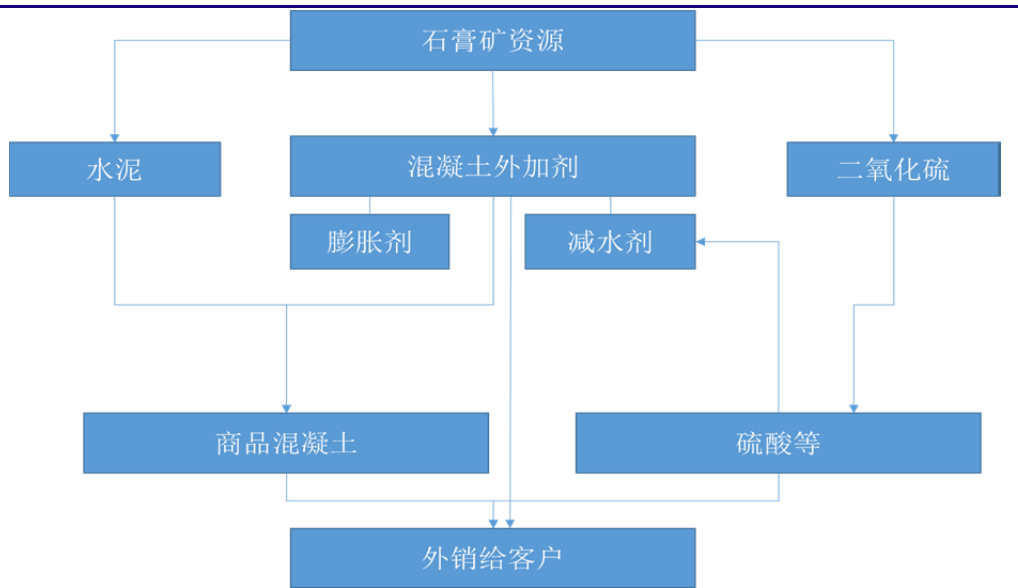


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

1.3 发展模式

公司主要产品包括商品混凝土、膨胀剂、减水剂和硫酸等。公司多元产品协同发展，且产品间构成上下游业务链，形成了化工业务与建材业务协同发展模式。该模式具有明显的成本优势，因而增强了公司竞争力。

图 2 公司产品及发展模式



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2. 业务构成：商品混凝土与减水剂

公司主营业务收入逐年增长，商品混凝土业务占最大比重。2011-2013 年，主营业务保持快速增长，营业收入由 2011 年的 8.48 亿元提升至 2013 年的 11.74 亿元，2012、2013 年的增速分别为 25.24%、10.57%，CAGR 为 17.68%，主要是商品混凝土业务快速增长所推动。2011-2013 年商品混凝土业务占比均保持在 68%以上，2013 年上升至 75.94%，商品混凝土和外加剂业务占到公司主营收入的 93%以上，2013 年达到了 98%。

图 3 2011-2014H1 主营收入及增速（亿元）

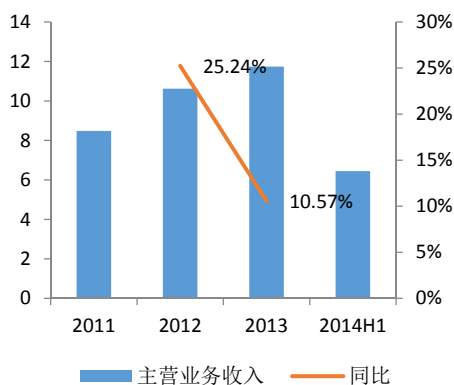
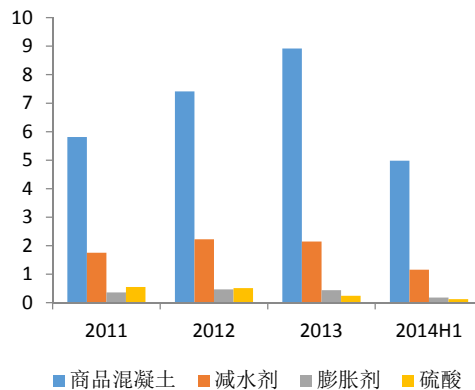


图 4 2011-2014H1 业务板块收入情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

业务板块增长情况各异。商品混凝土业务由 2011 年的 5.81 亿元增至 2013 年的 8.92 亿元，CAGR 为 23.91%，减水剂业务由 2011 年的 1.75 亿元增至 2013 年的 2.15 亿元，这主要系固定资

产投资及房地产投资的持续快速增长,公司对商品混凝土及外加剂业务的产能进行了扩张。截止 2014 年 6 月 30 日,公司商品混凝土和减水剂的产能分别比 2011 年提高了 190%和 395%。硫酸业务收入呈不断下降趋势,主要系 2013 年以来,国内硫酸市场及价格等持续表现低迷,公司硫酸销售量及收入等也一定程度上受到影响,不过硫酸业务占比较小,不足 2%。

图 5 2012、2013 主营业务收入增长情况

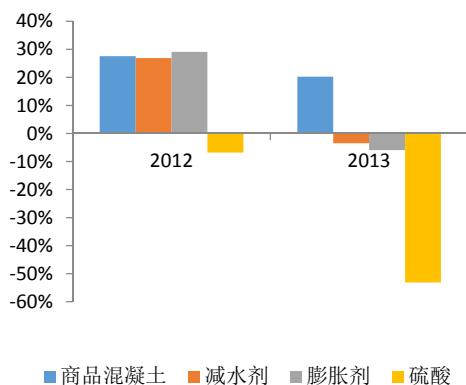
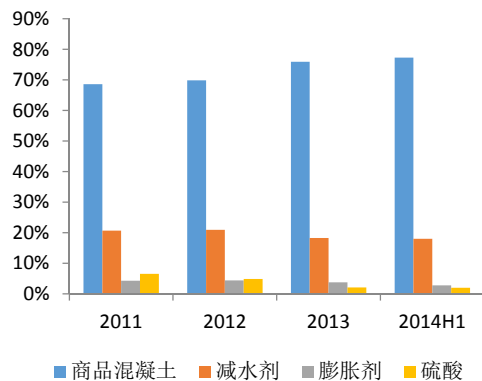


图 6 2011-2014H1 主营业务收入占比情况



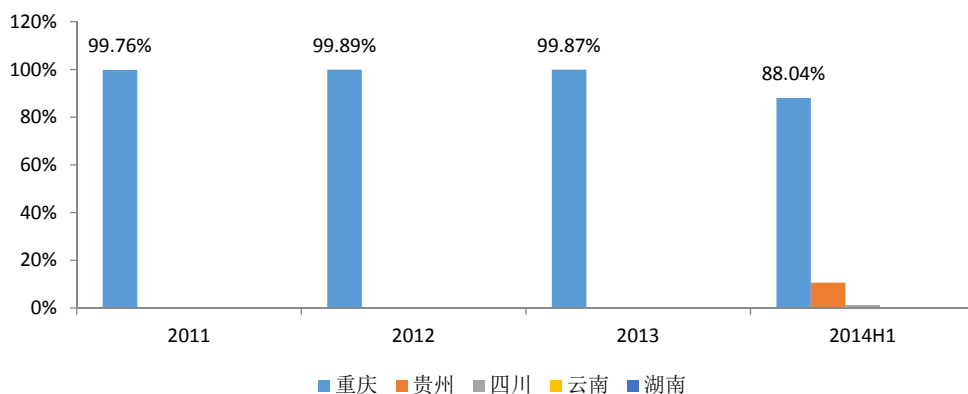
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

3. 区域结构: 巩固核心市场, 区域拓展加快

重庆为核心, 辐射周边地区。受产品运输半径的影响, 公司业务收入来源集中在重庆地区, 2011-2013 年重庆地区收入占公司营收的 99%以上。2014 年, 随着子公司贵阳三圣商品混凝土生产线的建成投产, 贵州地区收入比重提高, 达到 10.65%。

图 7 2011-2014H1 业务收入区域构成



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

二、行业需求增速平稳，商品化率持续提升

1 商品混凝土及外加剂行业未来需求强劲

1.1 行业高速发展，需求持续增长

我国商品混凝土行业自 1949 年以来经历三个发展阶段，1990 年后进入高速发展期。2008-2013 年商品混凝土产量的 CAGR 达 26.05%。

图 8 商品混凝土行业发展历程

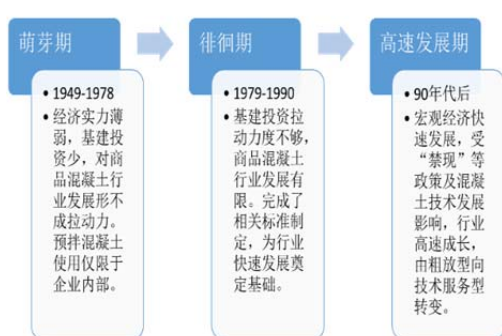
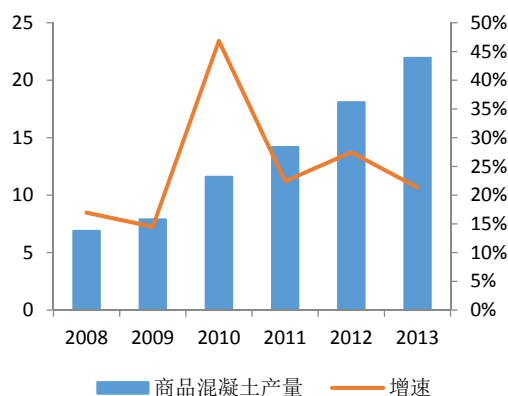


图 9 2008-2013 年商品混凝土产量（亿立方米）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

资料来源：中国混凝土网，中国银河证券研究部

外加剂作为商品混凝土生产所需材料，其需求与混凝土市场发展紧密相关。2007-2013 年，我国混凝土外加剂产量由 424.79 万吨增长到 1225.25 万吨，CAGR 达 19.31%；混凝土外加剂产值由 178.7 亿元增长到 496.61 亿元，CAGR 达 18.57%。外加剂中占比最多的是减水剂，2013 年我国商品混凝土外加剂中减水剂占比为 77.89%。

图 10 2007-2013 年混凝土外加剂产量（万吨）

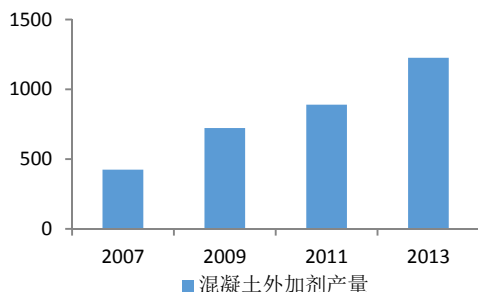
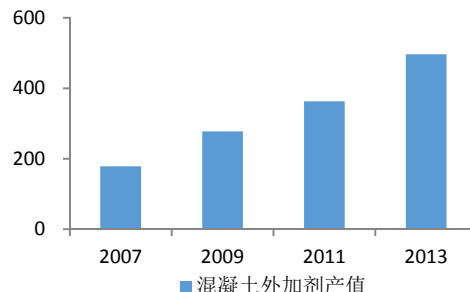


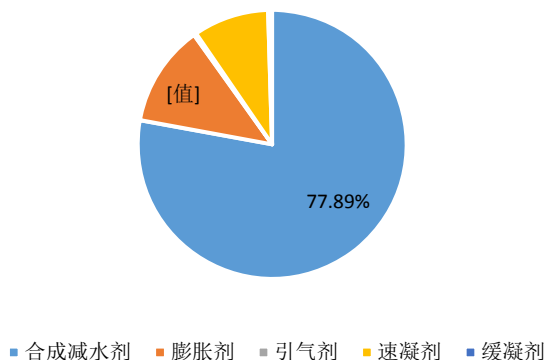
图 11 2007-2013 年混凝土外加剂产值（亿元）



资料来源：混凝土外加剂协会，中国银河证券研究部

资料来源：混凝土外加剂协会，中国银河证券研究部

图 12 2013 年我国外加剂产量种类分布

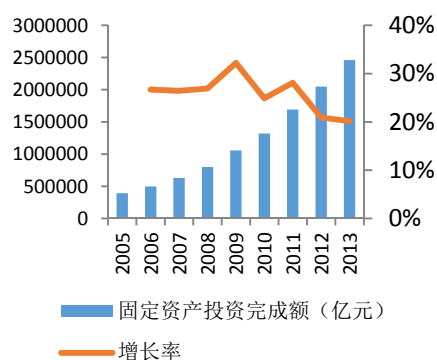


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

1.2 固定资产投资及“禁现”政策维持行业增速

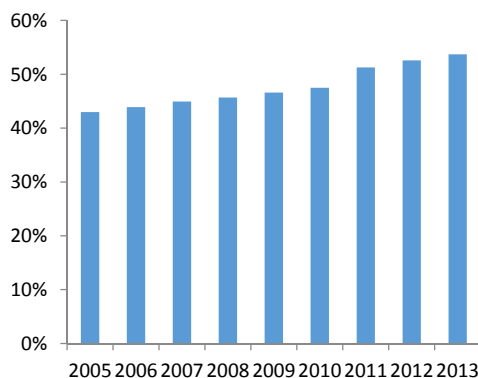
城市化步伐所需固定资产投资拉动商品混凝土及外加剂持续需求。商品混凝土行业主要受固定资产投资推动，2001 至 2013 年，我国固定资产投资完成额 CAGR 达 22.77%。目前，我国正处于城市化加快发展进程，2013 年我国城市化率达到 53.70%，提前完成“十二五”期间 51.5% 的目标。据估计，我国城市化率每提高 1%，约需新增固定资产投资 6.6 万亿。我国自 2000 年以来城市化率 CAGR 为 3.08%，据此测算，2020 年我国城市化率将达到 66.38%，新增固定资产投资共计 83.69 万亿。

图 13 2005-2013 年固定资产投资完成额



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 14 2005-2013 年我国城市化状况



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

“禁现”政策进一步提高混凝土商品化率。自 2003 年国家规定首批“禁现”（禁止现场搅拌混凝土）城市开始，国内商品混凝土市场进入快速发展期，商品化率由 2006 年的 18% 增长至 2013 年的约 42%。但相比主要发达国家的超过 80%、大部分国家超过 60% 的水平，中国商品混凝土市场还有很大的发展空间。2011 年 8 月，商务部发布《关于“十二五”期间加快散装水泥发展的指导意见》，提出进一步加大“禁现”城市范围。可以预见我国商品混凝土使用率将稳步提高，商品混凝土及外加剂行业仍将保持快速发展态势。

表 2 行业政策

颁布时间	政策名称	详细内容
2003.10	《关于在城市城区现场搅拌混凝土的通知》	对首批 124 个城市“禁现”作出了明确的规定
2008.08	《循环经济促进法》	鼓励发展散装水泥，推广使用商品混凝土和预拌砂浆
2011.8	《关于印发“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》	推广使用新型建材和再生建材，继续推广使用散装水泥

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

1.3 产值测算

由于在实际应用中，萘系减水剂及聚羧酸系减水剂产品的使用量合计占整个混凝土外加剂使用总量的 75% 以上，因此减水剂的需求基本能代表整个混凝土外加剂市场的需求情况。

2008-2013 年，中国进入五年建设高峰期，基础设施建设投资从 38468.7 亿元增至 93621.0 亿元，复合增长率达 19.47%。水泥产量从 13.9 亿吨增长至 24.1 亿吨，复合增长率达 11.70%。2014 年上半年水泥产量增速有所回落，为 3.58%；预计全年增长 4% 左右，达 25.11 亿吨。

我们预计 2014-2016 年中国基础建设进入调整期，水泥及混凝土需求增速为 4%，假设混凝土商品化率每年增长 2%，2016 年到达 48%，则 2016 年商品混凝土总产值达 9940 亿元，增速约为 8%；减水剂总市场规模约达 300 亿元，增速约为 9%。

表 3 商品混凝土及减水剂产值测算

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
水泥产量（亿吨）	19	21	22	24	25	26	27
混凝土用量（亿方）	40	44	47	52	54	56	58
商品混凝土产量（亿方）	12	15	18	22	24	26	28
商品混凝土产值（亿元）	4260	5325	6390	7810	8520	9230	9940
商品化率	29%	35%	40%	42%	44%	46%	48%
减水剂产量（万吨）/商品混凝土产量（亿方）：倍	36	34	33	32	32	32	32
减水剂产量：（万吨）	426	517	601	700	768	832	896
减水剂产值：（亿元）	149	179	210	245	269	291	314

资料来源：Wind，中国混凝土网，中国产业信息网，中国银河证券研究部

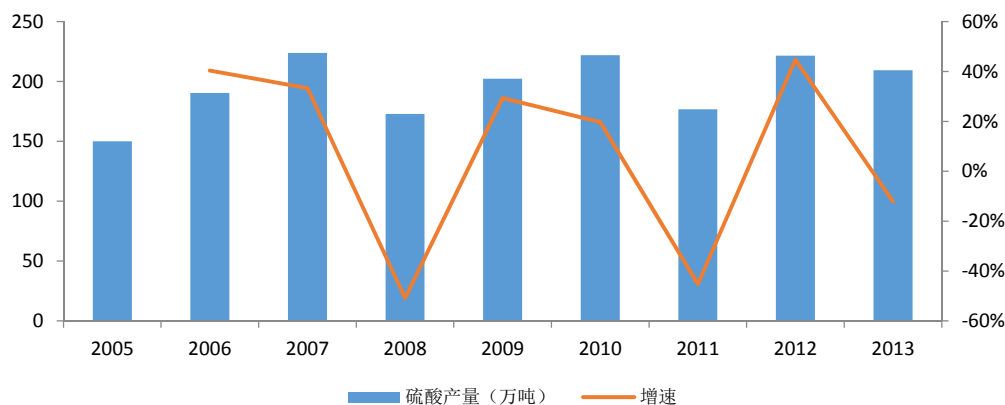
2. 重庆硫酸产业需求缺口持续

硫酸具有一定的运输半径，公司的市场主要集中于重庆及周边地区。重庆的硫酸产量从 2005 年的 150 万吨上升到 2013 年的 209 万吨，CAGR 为 4.25%。

目前，重庆地区硫酸行业整体装置产能约 250 万吨左右，不能满足行业增长需求，硫酸缺口约在 60 万吨以上。随着长寿化工园区及周边地区用酸工业的发展，特别是重庆市 MDI 一体化

项目的规划实施，中石油 1,000 万吨级炼油装置的建设，重庆地区的硫酸需求量将稳定上升。预测未来几年将保持 10% 的需求增速。

图 15 2005-2013 年重庆硫酸产量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

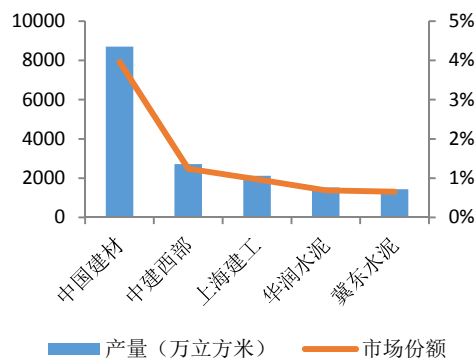
3. 行业竞争格局：集中度逐步提升

2.1 商品混凝土：区域性竞争为主

我国商品混凝土生产企业数量众多，行业集中度低。因运输半径所决定，行业主要体现为区域性竞争，尚未形成在全国市场中占有绝对优势的企业。2013 年，我国商品混凝土行业前十强生产企业合计产量规模为 2.04 亿立方米，合计产量占全行业总产量 9.30% 左右。

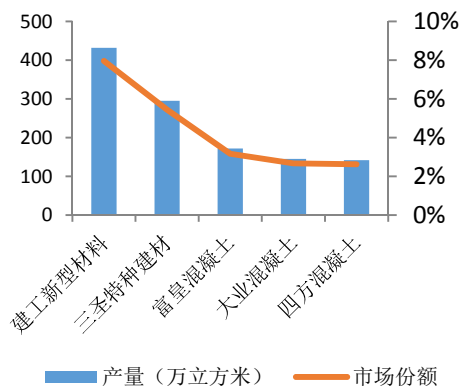
就重庆市而言，商品混凝土企业数量较多，但与全国同行业公司相比，规模普遍较小。2013 年，重庆市商品混凝土年产量为 5425.86 万立方米，公司占其中的 294.95 万立方米，在重庆市的占有率为 5.44%。

图 16 2013 年我国商品混凝土企业前五强



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

图 17 2013 年重庆商品混凝土企业前五强

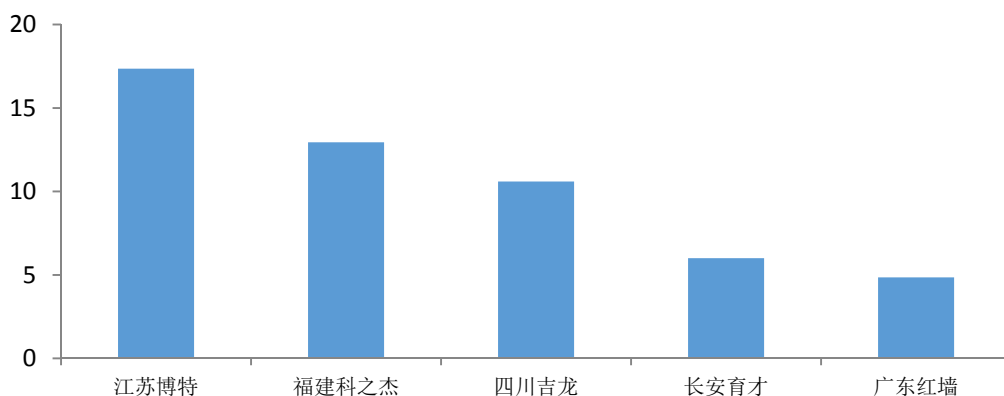


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

2.2 混凝土外加剂：竞争激烈，国外企业进入

我国外加剂行业企业数量众多，集中度较低，竞争较为激烈。作为世界上最大的混凝土外加剂需求国，我国巨大的市场空间也吸引了外国混凝土外加剂企业的进入，目前因国外公司产品价格相对较高等原因，其在我国的市场份额相对较低，但未来有可能成为国内减水剂生产企业强有力的竞争对手。

图 18 2013 年我国外加剂销售前五强（亿元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2.3 硫酸：区域性强，集中度高

我国硫酸行业整体集中度较高，由于存在一定的经济运输半径，区域特征较为明显。我国硫酸资源主要分布于湖北、安徽及西南地区，硫酸生产主要集中在湖北、云南、山东、贵州、江苏、安徽和四川 7 省，占全国的 60% 以上。

表 4 硫酸生产企业分布情况

分类	地域分布	企业规模
硫磺制酸企业	121 家，集中在云南、贵州、四川、重庆、江苏、浙江、山东，占硫磺制酸总产量的 90% 以上	以 20 万吨以上的大中型装置为主
有色冶炼制酸企业	123 家，主要集中在安徽、江西、甘肃、云南等有色金属矿产区，产量前 10 家大型企业产量占冶炼酸总量的 48.8%	铜陵有色、金川镍业、江西铜业 3 家产量超过 170 万吨
硫铁矿制酸企业	约 235 家，分布较分散，产业集中度低	小型企业占多数

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

三、公司财务分析：营收增速平稳，收现比有所下降

2011-2013 年，公司主营业务收入持续增长，2013 年较 2011 年增长了 38.48%。归母净利润呈稳步增长状态，2012 与 2013 年分别增长 17.48%和 0.07%。综合毛利率维持在较稳定的水平，均在 20%左右。

表 5 盈利能力分析（万元）

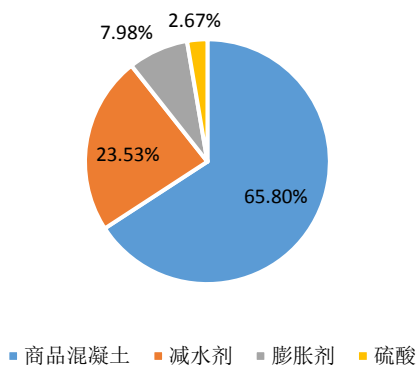
	2011	2012	2013
营业收入	84778.09	106173.7	117397.02
YOY (%)	N/A	25.24%	10.57%
毛利	17295.07	21458.23	22451.35
YOY (%)	N/A	24.07%	4.63%
归母净利润	8723.26	10248.09	10254.94
YOY (%)	N/A	17.48%	0.07%
毛利率	20.40%	20.21%	19.12%
净利率	10.29%	9.65%	8.72%
收现比	0.78	0.64	0.51
付现比	0.68	0.58	0.51

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

1 盈利能力

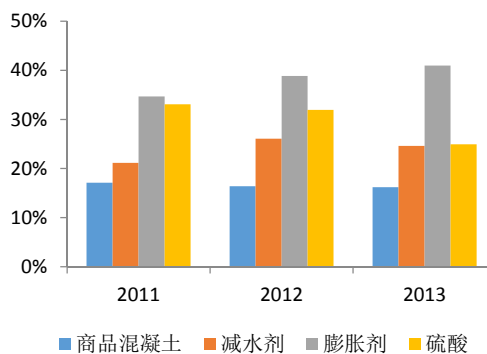
公司的毛利逐年增长，主要为商品混凝土及外加剂所贡献，其中商品混凝土毛利占比在 2011-2013 年分别为 60.81%、56.93%和 65.61%。

图 19 2013 年主营业务毛利占比情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

图 20 2011-2013 年主营业务毛利率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

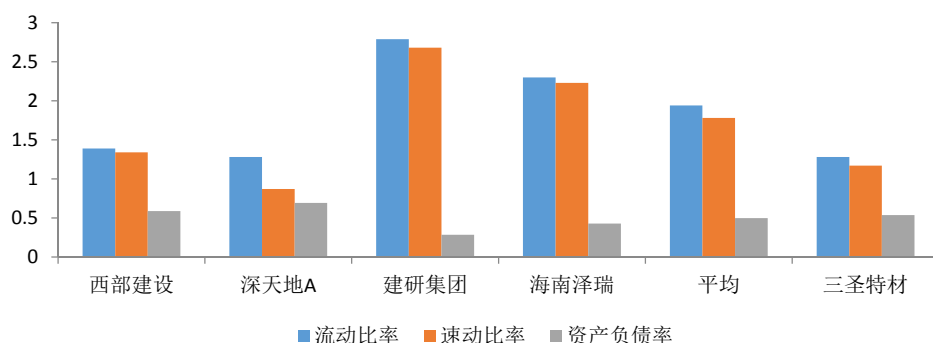
2011-2013 年，商品混凝土的毛利率分别为 17.09%、16.40%和 16.19%，呈轻微下降趋势，这主要受产品销售价格下降所致；减水剂的毛利率基本稳定，保持在 20%以上，波动主要受原材料价格影响；膨胀剂的毛利率较高，为 35%左右，且呈逐年上升趋势；硫酸毛利率呈不断下滑

趋势，2013 年下降 6.99%，主要原因在于销售单价下降。2013 年公司硫酸销售均价为 323.39 元，相比 2012 年销售均价 419.21 元，同比下降 22.86%。

2. 偿债能力

2011-2013 年，公司的流动、速动比率不断提高，但仍低于同行业可比上市公司平均值。公司的资产负债率与同行业上市公司相当，但公司目前融资渠道相对单一，以银行借款为主，2011-2013 年，银行借款占负债总额比重分别达 58.21%、65.08%、52.09%。

图 21 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率比较



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

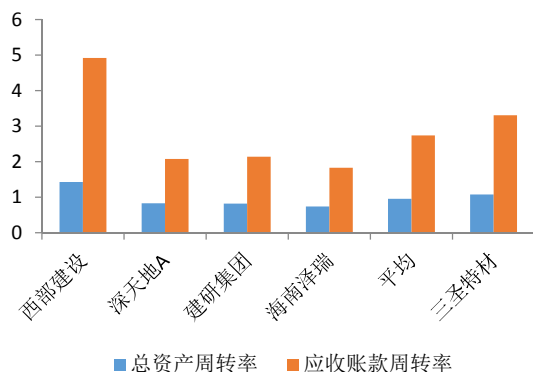
3. 资产周转能力

公司资产规模快速增长但总资产周转率却保持在 1 以上且呈小幅上升趋势，体现出公司较强的资产管理能力。公司的总资产周转率高于同行业上市公司的平均水平，资产周转能力较强。

公司 2011-2013 年的应收账款周转率分别为 4.41、4.99 和 3.20，受宏观经济形势及市场资金流动性影响存在小幅波动。与同行业水平相比，基本保持一致，公司应收账款周转情况良好。

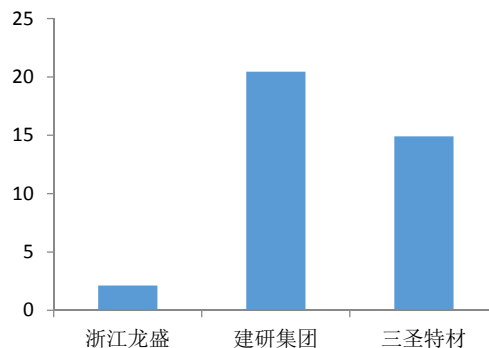
公司存货周转率没有因公司业务及产能的扩张而大幅波动，存货周转天数保持在 25 天左右，体现出公司资产运营能力及对市场需求的把握能力较强。与同行业上市公司相比，公司存货周转率水平处于行业正常水平范围内，存货管理能力良好。（公司的存货主要是外加剂，商品混凝土无存货，因此同业比较对象选取与前述不一样）

图 22 2013 年同行业上市公司偿债能力相关比率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 23 2013 年同行业上市公司存货周转率比较

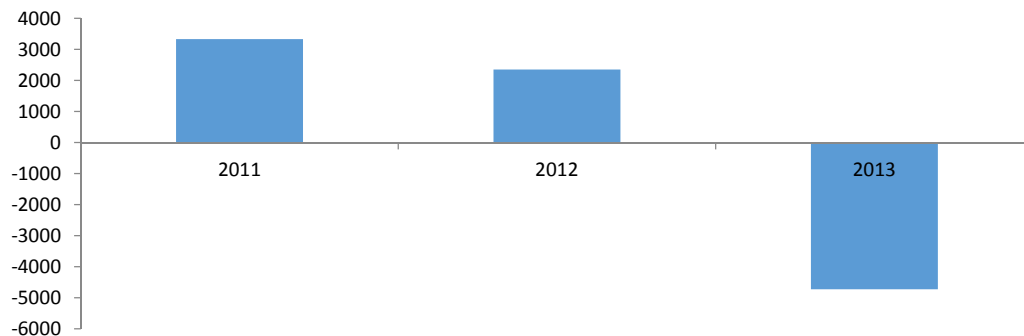


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

4. 现金流量

2013 年, 公司经营活动产生的现金流量净额为负数, 这是由于公司回收的货款部分为银行承兑汇票所致。若考虑应收票据因素, 2013 年修正过后的自由现金流量为 3,383.16 万元。公司经营活动产生的现金流量整体良好, 可以保证公司正常生产经营对现金的需要。

图 24 公司经营活动产生的现金流量净额 (万元)



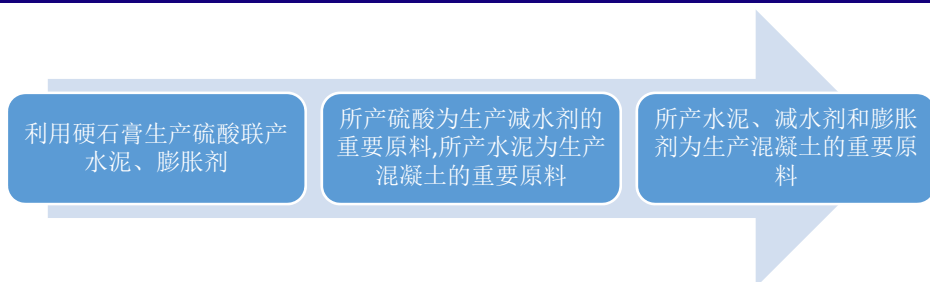
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

四、竞争优势: 产业链一体化与资源储备

1. 产业一体化优势

公司的产品具有紧密相关性, 构成上下游业务链。产业一体化有效降低了相关原材料市场波动对生产经营的影响, 同时, 由于产品共享市场资源, 下游销售将有效带动了上游产品市场的开拓, 有利于节约成本, 提高利润。

图 25 公司产品上下游业务链



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

同时，建材与宏观经济周期关联性较大，而硫酸业务与宏观经济周期关联性较小，这有效降低了宏观经济周期所致公司经营风险。

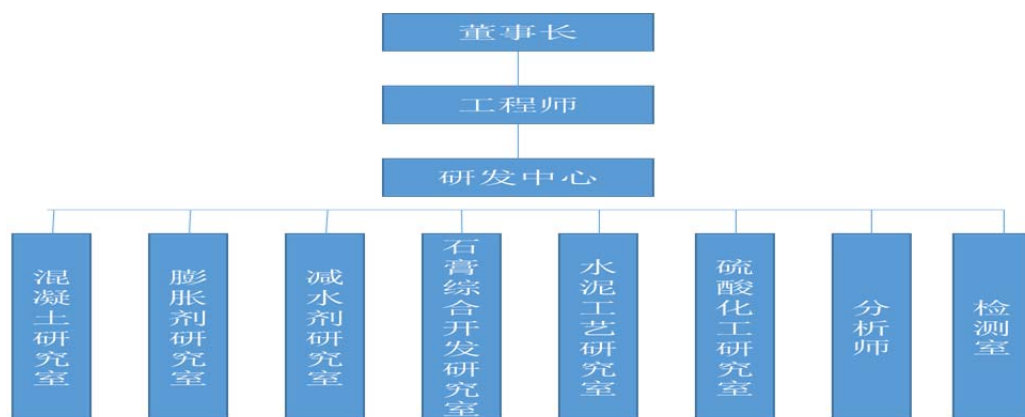
2. 技术优势

公司已形成硬石膏制硫酸、膨胀剂和减水剂生产应用、混凝土生产等自身的技术体系。其中，公司自主研发的硬石膏制硫酸联产膨胀剂或水泥工艺拓展了获取硫资源的途径，对降低我国硫资源长期对外高依存度具有积极的战略意义；硬石膏制酸联产膨胀剂工艺在国家严格限制铝粘土开采的政策背景下，通过硬石膏煅烧产生 CaO 熟料，有效解决了膨胀剂行业发展面临的优质铝粘土原料需求瓶颈问题。

公司重视技术创新工作，设置有研发中心。公司的技术研发由总工程师直接负责，实行以项目为中心的管理模式。技术中心负责公司产品开发研发至试生产阶段的全流程管理及相关技术管理工作，下设研究室、分析检验部等职能部门，已形成具有健全体系、合理结构，能够协调运行的研发体系。

目前公司已获得 15 项专利，其中发明专利 6 项，实用新型专利 9 项。

图 26 公司技术研发部架构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

表 6 公司获得专利列表

序号	名称	类型
1	一种石膏制备硫酸联产水泥的工艺	发明
2	一种膨胀剂及其制备方法	发明
3	一种膨胀熟料、膨胀剂及其制备方法	发明
4	一种二氧化硫工业原料气的制备方法	发明
5	一种石膏生产液体二氧化硫的方法	发明
6	一种石膏为原料生产焦亚硫酸钠或亚硫酸钠的方法	发明
7	一种二氧化硫工业原料气的生产系统	实用新型
8	一种石膏制备硫酸联产膨胀熟料的生产系统	实用新型
9	一种石膏制备硫酸联产膨胀剂的生产系统	实用新型
10	一种石膏为主料制备膨胀剂的生产系统	实用新型
11	一种石膏为主料制备膨胀熟料的生产系统	实用新型
12	一种石膏制备二氧化硫原料气的生产系统	实用新型
13	一种液体二氧化硫的生产系统	实用新型
14	一种焦亚硫酸钠的生产系统	实用新型
15	一种石膏制备液体二氧化硫的方法	实用新型

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3. 资源优势

公司已有石膏储量 907.2 万吨，为生产经营提供可靠保障。由于石膏资源的分散性和市场的区域性，所以一般应在石膏资源所在地建厂。公司所在地具有丰富的石膏资源，现已探明石膏矿石储量达 7.3 亿吨，矿床远景规模资源储量达 10 亿吨，其中 90% 以上为硬石膏。公司现已取得采矿权的石膏矿区面积达 1.6957 平方公里，储量为 907.2 万吨，公司生产经营的基础原材料将供应充分。

五、未来业绩驱动因素：产能投放与区域扩张并行

公司未来的整体战略是以技术创新促发展，完善以石膏综合利用为基础的多元业务协同发展模式，并通过该模式的深化和复制拓展市场区域，着力将公司打造成石膏资源综合利用的行业领跑者和国内一流的新型建筑材料生产企业。

1. 西部开发战略奠定未来市场需求

重庆及周边地区基础设施建设将保持高速增长。重庆定位“长江上游经济中心”、“西部增长极”、“国家中心城市”，经济和社会快速发展。重庆年 GDP 增速较快，2011 年增速为全国第一、2012 年全国第二、西部第一。2013 年，重庆市 GDP 达到 12,656 亿元，同比增长 12.3%，高出全国平均水平 4.6%；2013 年固定资产投资达到 10,290.95 亿元，首次突破 1 万亿元，同比增长 19.5%。截止 2013 年底，城市化率为 58.34%。根据重庆市政府发展规划，重庆在 2020

年底使城市化率达到 70%，也就是在今后 7 年城市化率以年均增加 1.67%，重庆市固定资产投资对商品混凝土需求量拉动较大。

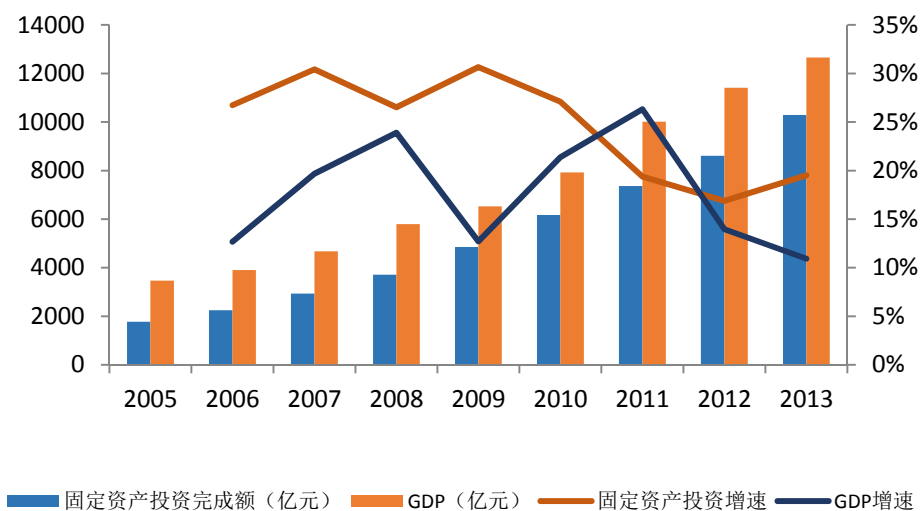
区域发展规划的实施提升行业发展空间。2012 年 2 月颁布了《西部大开发“十二五”规划》，明确提出将重庆打造成内陆经济开放型战略高地；2010 年 5 月 4 日国务院正式批复了重庆市政府提交的“两江新区”规划。根据规划，到 2020 年“两江新区”将布局实施 200 个重大项目，共投资 6,200 亿元；此外“成渝统筹城乡综合配套改革试验区”、“成渝经济规划”也先后获得国家批复及实施。由此预见，未来十年西部地区，特别是以成渝为中心的西南地区经济和社会发展将给该地区商品混凝土及外加剂行业提供充足的市场空间。

表 7 “两江新区投资规划”

类别	项目个数	投资额
基础设施	75	2,040 亿元
重大产业	100	4,000 亿元
公共服务	25	130 亿元

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 27 2005-2013 年重庆 GDP 及固定资产投资额



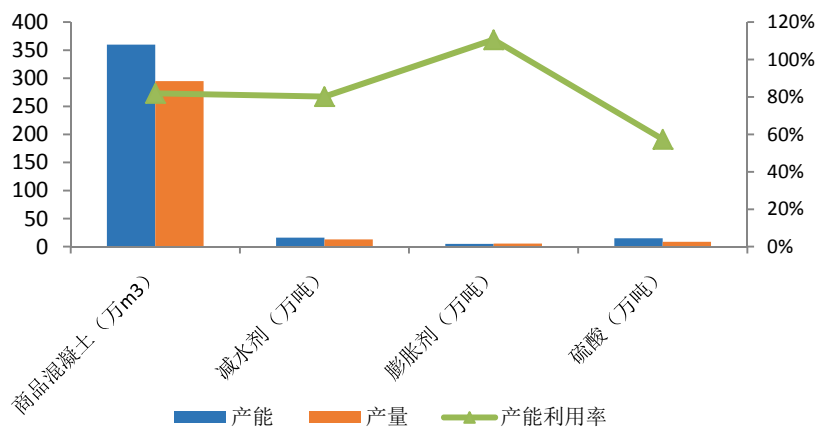
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

2. 产能投放加速

面对高涨的市场需求，目前公司产能不足，募集资金部分用于扩张产能。随着近年来重庆区域经济的高速发展，公司的业务处于高速增长的态势之下，主要产品商品混凝土及外加剂的市场需求量持续增长，亟需扩大生产能力。同时，目前重庆地区硫酸行业整体装置产能约 250 万吨左右，不能满足行业增长需求，硫酸缺口约在 60 万吨以上。未来五年内，长寿化工园区及其周边地硫酸需求量缺口约 100 万吨 / 年。

本次募集资金部分用于年产 10 万吨羧酸系减水剂技改项目及 30 万吨/年硫酸联产 25 万吨/年混凝土膨胀剂技改项目，建成后公司产能得到较大释放，提高公司的营业收入与利润。

图 28 2013 年业务板块产能、产量及产能利用率情况



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3. 巩固核心区域基础，区域扩张持续

未来，公司将在我国硬石膏资源丰富的地区，以新建或收购方式，按照公司现有业务协同发展模式“复制”设立子公司，拓展市场区域，使公司成为战略布局更加合理，规模效应更加显著，产品覆盖地域更广的全国性公司。

六、募投项目分析

10 万吨/年羧酸系减水剂技改项目。聚羧酸系减水剂正处于快速推广应用时期，未来，聚羧酸系高性能减水剂市场占比将快速增长。项目完全达产后年销售收入为 42,168.24 万元，年净利润为 1,701.99 万元，经济效益良好。

30 万吨/年硫酸联产 25 万吨/年混凝土膨胀剂技改项目。公司目前拥有 15 万吨/年硫酸联产 20 万吨/年水泥、5 万吨/年膨胀剂的装置能力，从单产品来看公司相比同行业而言规模偏小。本次募投完全达产后公司产品规模有大幅提升，效益将得到明显释放，成本相比较现在一定程度下降，产品将具有更强的市场竞争力。据测算，完全达产后本项目年销售收入为 27,416 万元（不含税），项目年净利润为 6,784 万元。

石膏及建材研发中心项目。公司研发中心建成后可依托公司的产业化力量和中心科研资源，充分调动科研人员的积极性，不断开拓国际国内一流产品，力求与时代同步，占领国内市场，打造成为全国石膏产业化研发中心和混凝土外加剂研发检测中心，促进我国相关产业的快速健康发展。

表 8 募投项目介绍（万元）

序号	募集资金项目使用	项目投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
1	年产 10 万吨羧酸系减水剂技改项目	12,000	12,000
2	30 万吨/年硫酸联产 25 万吨/年混凝土膨胀剂技改项目	28,008	28,008
3	石膏及建材研发中心项目	39,04.90	3,904.90
合计		43,912.90	43,912.90

资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

七、盈利预测与估值

1. 盈利预测

公司 2013 年收入/归母净利润 11.74/1.02 亿元，营收主要包括商品混凝土、减水剂、膨胀剂和硫酸。公司所处行业在未来面临良好的发展前景，具备业绩持续增长的能力，因此，我们预计公司未来三年营业收入年均复合增速在 15.7% 左右。

表 9 公司收入预测表（百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	847.78	1061.74	1173.97	1342.23	1592.19	1818.57
增长率		25.24%	10.57%	14.33%	18.62%	14.22%
商品混凝土	581.40	741.49	891.54	1052.02	1199.30	1343.22
增长率		27.54%	20.24%	18.00%	14.00%	12.00%
减水剂	175.25	222.37	214.59	227.47	261.59	324.37
增长率		26.89%	-3.50%	6.00%	15.00%	24.00%
膨胀剂	36.02	46.51	43.74	39.37	78.73	98.42
增长率		29.12%	-5.96%	-10.00%	100.00%	25.00%
硫酸	55.10	51.35	24.08	23.36	52.55	52.55
增长率		-6.81%	-53.11%	-3.00%	125.00%	0.00%
其他	0.01	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
增长率		100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

在上述假设下，经模型测算，公司 2014 年、2015 年和 2016 年归母净利润分别为 1.07 亿元、1.44 亿元和 1.68 亿元，复合增长率为 18.01%，按发行后总股本 9600 万股计算的 2014/15/16 年 EPS 分别为 1.49/1.50/1.75 元。

2. 合理估值与建议

按照上述盈利预测，我们假定公司主营业务收入未来三年（2014-2016 年）仍将保持 15.7% 的年均复合增速，永续阶段增长率 2%。

表 10 FCF 计算（百万元）

	2014	2015	2016
EBIT	136.95	173.73	202.56
所得税率	16.00%	16.00%	16.00%
EBIAT	115.04	145.94	170.15
加：折旧和摊销	50.91	55.16	46.45
减：运营资金追加	18.82	68.62	64.48
资本性支出	40.00	51.00	47.85
FCF	107.12	81.48	104.26

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

表 11 估值参数假定

股票 Beta	1.06	T	17.00%
无风险利率	2.5%	Ka	8.86%
风险溢价	6.00%	Ke	8.86%
有息负债总额（D）	357.6	E/（D+E）	70.00%
现金和投资（百万元）	147.6	D/（D+E）	30.00%
Kd	5.50%	WACC	7.59%

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

结合上述参数假定，我们得到公司绝对 DCF 估值价格为 21.43 元。

参考相近公司的估值情况，结合公司未来的成长性（2014-2016 年 EPS 分别为 1.49/1.50/1.75 元），我们认为公司相对合理价值区间为 19.5-24 元（对应 15 年 13-16 倍 PE），合理市值为 18.7-23.0 亿元。

表 12 A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
002302	西部建设	14.43	0.79	0.75	1.01	1.40	18.27	19.24	14.29	10.31
002398	建研集团	17.45	0.86	0.93	1.14	1.43	20.29	18.76	15.31	12.20
600449	宁夏建材	11.21	0.63	0.76	0.91	1.02	17.79	14.75	12.32	10.99
行业平均							18.78	17.58	13.97	11.17

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

注：表中收盘价为 2015 年 2 月 3 日价格，EPS 取自万得一致预测

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,062	1,174	1,342	1,592	1,819	货币资金	102	135	148	278	344
营业成本	847	949	1,113	1,311	1,492	存货	60	67	79	93	106
毛利率	20.2%	19.1%	17.1%	17.7%	18.0%	应收账款	243	467	518	615	702
营业税金及附加	6	7	8	10	11	其他流动资产	113	137	166	197	225
营业费用	27	26	30	35	40	流动资产	517	806	911	1,183	1,377
营业费用率	2.58%	2.23%	2.20%	2.20%	2.20%	固定资产	314	384	380	381	385
管理费用	48	49	56	67	76	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	4.47%	4.19%	4.19%	4.19%	4.19%	无形资产	52	51	50	48	47
财务费用	13	25	20	11	1	其他长期资产	2	46	51	53	58
财务费用率	1.26%	2.09%	1.47%	0.66%	0.08%	非流动资产	368	481	481	482	490
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	886	1,287	1,392	1,665	1,866
营业利润	117	109	113	156	195	短期借款	248	305	308	0	0
营业利润率	11.05%	9.29%	8.45%	9.80%	10.70%	应付账款	65	225	264	311	354
营业外收入	4	13	14	16	6	其他流动负债	68	102	139	168	192
营业外支出	0	1	0	0	0	流动负债	381	632	710	479	546
利润总额	121	121	128	172	200	长期负债	0	59	50	50	50
所得税	18	19	20	27	32	其他长期负债	1	1	1	1	1
所得税率	15.1%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%	非流动性负债	1	60	51	51	51
少数股东损益	0	0	0	0	0	负债合计	382	692	761	530	597
归母净利润	102	103	107	144	168	股本	72	72	72	96	96
净利率	9.65%	8.74%	7.98%	9.05%	9.25%	资本公积	173	173	123	488	488
EPS (元)	1.07	1.07	1.12	1.50	1.75	股东权益合计	498	586	621	1,126	1,260
						少数股东权益	0	1	1	1	1
						负债股东权益总计	886	1,287	1,392	1,665	1,866

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	102	103	107	144	168	增长率 (%)					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	25.2	10.57	14.33	18.62	14.22
折旧和摊销	42	48	51	55	46	营业利润	14.4	(6.95)	3.94	37.58	24.74
营运资金变动	-137	-221	-20	-69	-65	净利润	17.4	0.07	4.49	34.53	16.67
其他	17	24	22	14	5	利润率 (%)					
经营现金流	24	-47	160	144	154	毛利率	20.2	19.12	17.06	17.68	17.95
资本支出	-33	-86	-40	-51	-48	EBIT Margin	12.5	12.12	10.06	10.69	10.96
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	16.4	16.17	13.85	14.15	13.51
资产变卖	0	0	-10	-5	-5	净利率	9.65	8.74	7.98	9.05	9.25
其他	0	0	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-33	-86	-50	-56	-53	净资产收益率	20.6	18.93	17.75	16.50	14.10
发行股票	73	2	-50	389	0	总资产收益率	11.5	9.45	8.01	9.44	9.53
负债变化	32	71	-6	-308	0	其他 (%)					
股息支出	0	0	-21	-29	-34	资产负债率	43.0	53.75	54.67	31.81	31.96
其他	-73	85	-20	-11	-1	所得税率	15.0	15.73	16.00	16.00	16.00
融资现金流	32	158	-98	42	-35	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	23	25	13	130	66						

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

傅盈，非金属建材行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国建材(3323.HK)、中国联塑(2128.HK)、山水水泥(0691HK)、信义玻璃(0868.HK)

A 股：友邦吊顶(002178.SZ)、建研集团(002398.SZ)、东方雨虹(002271.SZ)、帝龙新材(002447.SZ)、旗滨集团(601636.SZ)、开尔新材(300234.SZ)、中国玻纤(600176.SH)、万年青(000789.SZ)、北新建材(000786.SZ)、天山股份(000877.SZ)、长海股份(300196.SZ)、上峰水泥(000672.SZ)、海螺水泥(600585.SZ)、纳川股份(300198.SZ)、北京利尔(002392.SZ)、菲利华(300395.SZ)、道氏技术(300409.SZ)等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼	上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层	深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座	海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn