

三圣特材 (002742): 区域型商品混凝土龙头企业

建筑材料

报告日期: 2015年2月5日

主要财务指标 (单位: 百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,174	1,271	1,533	1,756
(+/-)	10.6%	8.3%	20.6%	14.5%
营业利润	109	110	146	172
(+/-)	-6.9%	1.1%	32.2%	17.6%
归属于母公司的净利润	103	103	134	157
(+/-)	0.1%	0.4%	29.9%	17.4%
每股收益	1.07	1.07	1.39	1.64
市盈率	-	-	-	-

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	7200/0
流通市值 (亿元)	-
每股净资产 (元)	8.99
资产负债率 (%)	53.64

- **公司是区域龙头企业:** 公司专注于石膏 (主要成份为 CaSO₄) 综合利用的研究和产品开发, 充分利用公司所在地丰富的石膏资源优势, 经过多年生产经营, 形成了从石膏开采到深加工的较为完善的业务循环体系及基于石膏综合利用的多元业务协同发展的模式。公司目前业务涵盖基于石膏中钙(Ca) 的综合利用而形成的商品混凝土及外加剂等新型环保建筑材料的研发、生产、销售和基于石膏中硫(S) 的综合利用而形成的硫酸等硫系列产品的研发、生产、销售。

- **公司主营业务突出:** 公司作为重庆市主要的商品混凝土生产企业之一, 在近 10 年的市场开拓中积累了广泛且优质的客户资源, 商品混凝土销售订单充足, 公司商品混凝土业务呈持续快速增长态势, 产能利用率高于重庆地区同行业平均水平。从而保证了公司业绩快速增长, 2011-2014 年公司分别实现营业收入 8.48 亿元、10.62 亿元、11.74 亿元和 12.71 亿元, 实现年复合增长 14.73%。净利润也从 2011 年的 0.87 亿元上升至 14 年的 1.01 亿元, 年复合增长率为 5.1%。

- **公司竞争优势:** 1) 资源优势; 2) 协同发展优势; 3) 循环经济优势; 4) 区位地利优势; 5) 技术优势; 6) 品牌优势。

- **募投项目:** 公司拟公开发行不超过 2400 万股 A 股, 募集资金扣除发行费用后, 拟全部投向年产 10 万吨羧酸系减水剂技改项目、30 万吨/年硫酸联产 25 万吨/年混凝土膨胀剂技改项目 和石膏及建材研发中心项目。

- **盈利预测与估值。** 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, 公司主要产品商品混凝土、混凝土外加剂的市场需求量持续增长, 亟需扩大生产能力。我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 12.71、15.33 和 17.56 亿元, 实现归属母公司净利润 1.03、1.34 和 1.57 亿元, EPS 分别为 1.07、1.39 和 1.64 元 (考虑 IPO 发行后股本为 9600 万股计算)。我们结合建筑材料行业其他上市公司平均估值, 我们认为合理估值范围为 15 年 15-20 倍 PE, 对应价格区间为 20.85-27.8 元。

- **风险提示:** 1) 宏观经济周期风险; 2) 原材料价格波动风险。

华鑫证券 研究发展部
 研究员: 汤峰
 执业证书编号 S1050513090001
 021-51793725
 tangfeng@cfsc.com.cn

1、公司是区域龙头企业

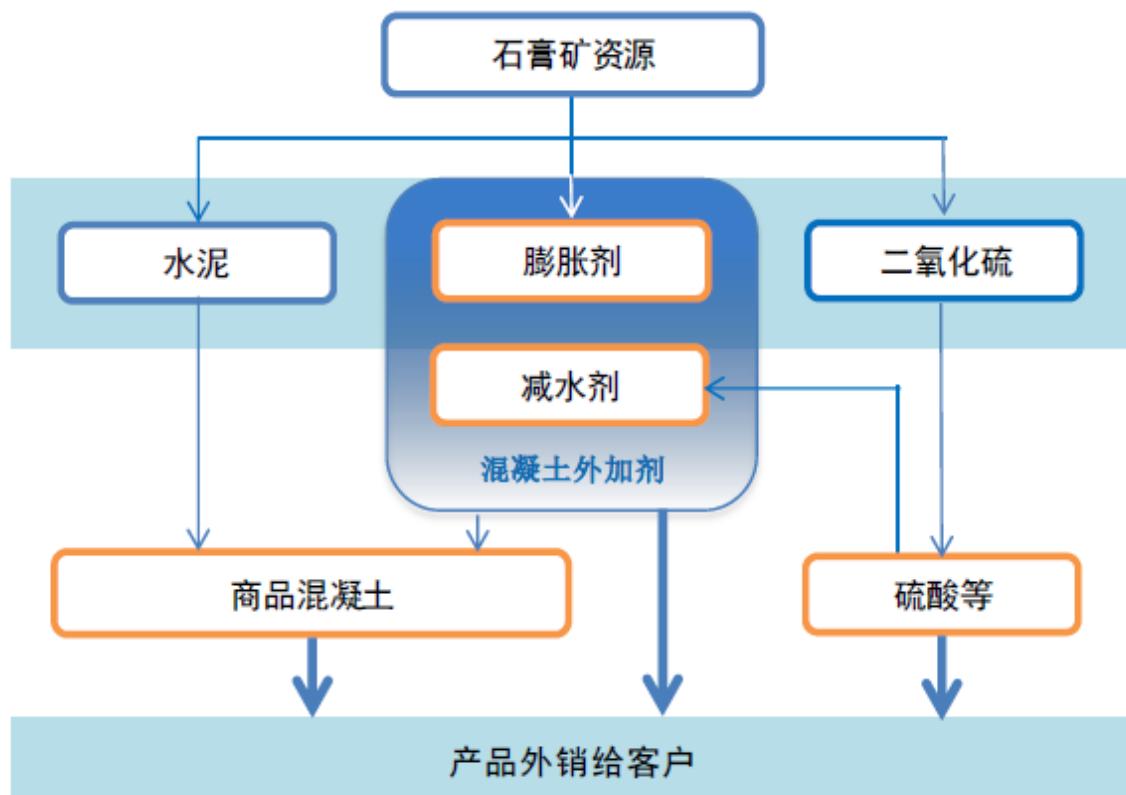
公司专注于石膏（主要成份为CaSO₄）综合利用的研究和产品开发，充分利用公司所在地丰富的石膏资源优势，经过多年生产经营，形成了从石膏开采到深加工的较为完善的业务循环体系及基于石膏综合利用的多元业务协同发展的模式。公司目前业务涵盖基于石膏中钙（Ca）的综合利用而形成的商品混凝土及外加剂等新型环保建筑材料的研发、生产、销售和基于石膏中硫（S）的综合利用而形成的硫酸等系列产品研发、生产、销售。

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，对我国现有的以硫磺、硫铁矿、冶炼烟气制酸为主的格局形成了有益的补充，为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高铝粘土开采的政策背景下，通过硬石膏煅烧产生的氧化钙（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；同时，硬石膏制酸联产膨胀剂或水泥工艺也解决了传统建材和化工生产中的“三废”问题，无“废渣”和“废水”排放，CO₂和SO₂气体排放量远低于行业水平，优于国家标准，体现出低碳、节能、环保和经济的特点。《产业结构调整指导目录（2011年本）》明确将“硫、钾、硼、锂等短缺化工矿产资源勘探开发及综合利用；尾矿、废渣等资源综合利用”列为鼓励类产业。

公司主要产品包括商品混凝土、减水剂、膨胀剂、硫酸等。公司多元产品协同发展，各产品间相互独立对外销售，同时，各产品又具有紧密的相关性，产品间构成上下游业务链，公司所产硫酸、焦亚硫酸钠部分自用作为生产减水剂的原料，所产减水剂和膨胀剂部分自用于满足生产商品混凝土所需外加剂原料，公司所产水泥全部自用作为生产商品混凝土的原料。

公司利用硬石膏生产膨胀剂，利用硬石膏为原料制取硫系列产品联产水泥、膨胀剂，石膏的价值得到了充分开发及提升，形成了化工业务与建材业务协同发展模式。

图表 1：公司主要产品



资料来源：招股说明书，华鑫证券研发部

图表 2：公司主要产品应用代表性工程

商品混凝土应用工程



重庆江北机场二期航站楼



重庆轨道交通3号线

减水剂应用工程



重庆市奥林匹克体育中心



重庆国际会展中心

膨胀剂应用工程



云南昆明机场



重庆世贸中心

本公司控股股东为潘先文先生，持有公司股份47,398,869股，占公司本次发行前总股本的65.83%。本公司实际控制人为潘先文和周廷娥夫妇，潘先文先生和周廷娥女士合计直接持有公司股份54,337,495股，占公司本次发行前总股本的75.47%。

图表 3：发行前股权结构图

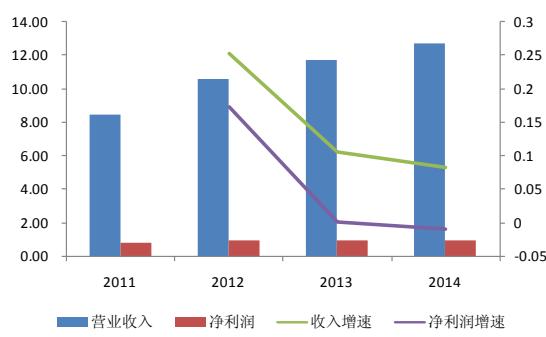


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2、公司主营业务突出

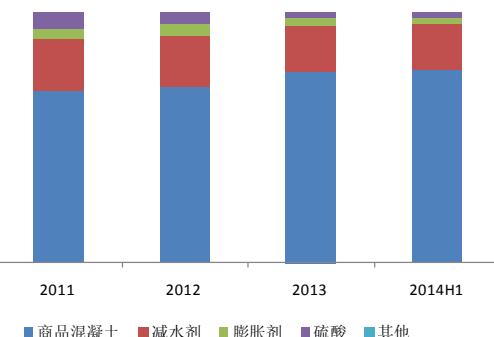
公司作为重庆市主要的商品混凝土生产企业之一，在近10年的市场开拓中积累了广泛且优质的客户资源，商品混凝土销售订单充足，公司商品混凝土业务呈持续快速增长态势，产能利用率高于重庆地区同行业平均水平。从而保证了公司业绩快速增长，2011-2014年公司分别实现营业收入8.48亿元、10.62亿元、11.74亿元和12.71亿元，实现年复合增长14.73%。净利润也从2011年的0.87亿元上升至14年的1.01亿元，年复合增长率为5.1%。

图表 4：公司历年业绩



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 5：公司主要产品占比



资料来源：wind，华鑫证券研发部

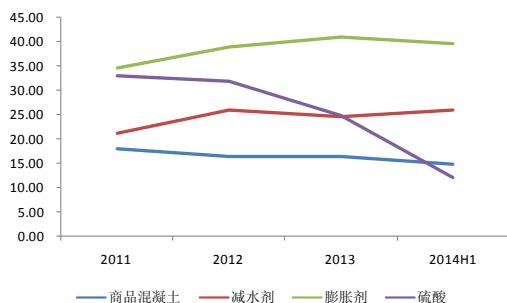
公司主要产品商品混凝土业务的快速发展得益于公司所处市场的地位。重庆定位于“长江上游经济中心”、“西部增长极”、“国家中心城市”，经济和社会快速发展。重庆固定资产及基础设施建设投资的高速增长，拉动了商品混凝土及外加剂区域市场容量的迅速增长，为公司的发展提供了市场的地利。公司商品混凝土产品2011-2014年1-9月份分别实现销售收入5.8亿元、7.4亿元、8.9亿元和7.1亿元，保持了快速增长态势。

公司另一主要产品减水剂随着12年前的快速增长，近2年来维持稳定的增速。2011-2012年减水剂销售收入同比增长了27.21%和26.89%，这主要是因为12年减水剂销售量同比增加32.83%；2013年，公司减水剂收入同比下降3.5%，主要原因是2013年销售单价同比下降5.87%。2014年1-9月销售收入

又呈现出稳步上升趋势，同比增长5.9%。这主要受益与重庆固定资产及基础建设投资带动了建材市场的发展，是商品混凝土及其附属行业需求持续增长，从而使公司减水剂业务保持快速发展。

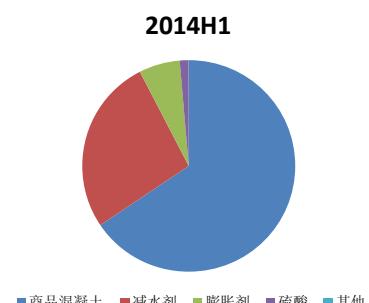
公司膨胀剂及硫酸业务因受到产能限制及原材料供应瓶颈等因素影响，其销售量及收入一定程度上受到影响。

图表 6：公司各产品毛利率



资料来源：wind，华鑫证券研发部

图表 7：公司毛利占比



资料来源：wind，华鑫证券研发部

随着公司业务规模的逐步扩大，公司毛利逐年增长，公司商品混凝土及外加剂业务是公司毛利的主要来源，其中商品混凝土对公司毛利贡献最大，，2011-2014年9月各期，商品混凝土毛利占公司毛利总额的比重分别为60.81%、56.93%、65.80%和65.76%。

公司综合毛利率2014年1-9月为18.29%，虽较2011-2013年的平均20%左右的毛利率略低，但仍保持行业领先地位。

随着商品混凝土销售单价下降，虽商品混凝土单位成本同比有所回落，但降幅略小于销售价格跌幅，从而使商品混凝土毛利率逐年下滑，2012-2014年9月其毛利率分别下滑了0.69、0.24和0.57个百分点，这也直接导致公司综合毛利率逐年略有下滑。

公司减水剂毛利率近年来较为稳定，保持在25%上下，减水剂毛利率的波动主要受原材料价格波动而引发产品单位成本变动所致。其2012年度减水剂毛利率较之2011年上升4.92个百分点，主要是因减水剂主要原材料，特别是工业萘等价格下降所致。

公司膨胀剂毛利率较高，毛利率保持在35%左右，主要得益于公司的资源优势及产品的品牌优势。2011-2014年1-9月其毛利率分别为34.67%、38.86%、40.98%和39.78%。

公司硫酸业务受到销售单位下降所致，其毛利率呈现明显下滑态势，但由于其占比较小从而对公司综合毛利率影响甚微。

目前公司业务收入来源集中在重庆及周边地区，其中重庆地区市场对收入的贡献占公司营业收入的90%左右，14年随着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升。

公司为实施“走出去”战略，先后于2013年8月成立了兰州三圣特种建材有限公司和贵阳三圣特种建材有限公司，布局在国家级新区兰州新区及贵安新区，新区的建设势必带动区域建设市场的增长，因此公司“走出去”的战略布局为公司稳定发展争取了市场地利条件，为公司未来业绩提供了保障。

3、公司竞争优势

(一) 资源优势

公司专注于石膏综合利用的研究和产品开发，石膏是公司生产经营活动的资源基础。公司所在地具有丰富的石膏资源，探明石膏矿石储量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矿区面积达1.6957平方公里，储量为907.2万吨。充足的石膏资源为公司生产经营的稳定性、持续性提供了可靠保障。

(二) 协同发展优势

公司充分利用石膏资源优势，经过多年生产经营，形成了从石膏开采矿石到石膏深加工的多元业务协同发展的模式。公司的主要产品包括商品混凝土、膨胀剂、减水剂等新型环保建筑材料和硫酸。公司产品具有紧密的相关性，公司利用硬石膏生产膨胀剂，利用硬石膏为原料生产硫酸联产水泥、膨胀剂，所产硫酸为生产减水剂的重要原料，所产水泥、减水剂和膨胀剂等为生产商品混凝土的重要原料。公司产品间构成上下游业务链，有效降低了相关原材料市场波动对公司生产经营的影响，同时，公司产品共享市场资源，下游产品的销售有效带动了公司上游产品市场的开拓，节约了公司产品销售及市场开拓的整体成本。

石膏(CaSO₄)为公司多元业务共同的资源基础。公司自主研发的硬石膏制硫酸联产膨胀剂或水泥工艺，利用石膏的钙(Ca)组份生产水泥和膨胀剂等建材产品，利用石膏中的硫(S)组份制取硫酸等硫系列化工产品，建材业务与化工业务协同发展，石膏的价值得到了充分开发及提升，有效节约了资源及生产成本，增加了石膏资源的附加价值。

多元业务协同发展模式，有效分散了公司经营风险。公司建材业务与宏观经济周期关联性较大，周期性特征明显，而硫酸业务与宏观经济周期关联性相对较小，能有效降低宏观经济周期引致的公司经营风险，提高公司经营的安全性。同时，公司可根据产品的市场情况，通过外加剂及硫酸等产品外销或自用比例调节，降低产品市场风险，提高公司盈利水平。

(三) 循环经济优势

公司以循环经济理念指导对石膏矿资源的深度开发，将循环经济理念应用于实际生产，实施节能减排，发展低碳经济、循环经济。

经过多年的技术研发和建设，公司已经形成一定规模的以硬石膏为原材料生产硫酸联产膨胀剂或水泥、以硫酸为原材料生产减水剂、以水泥和外加剂等为原材料生产商品混凝土的多元业务体系。

(四) 区位地利优势

公司地处我国西部重庆，地利优势明显。重庆定位于“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。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个百分点，固定资产投资达到11,205亿元，首次突破1万亿元，同比增长19.5%。未来，随着“西部大开发”战略的深入实施，“成渝统筹城乡综合配套改革试验区”、“成渝经济区”、“两江新区”等区域发展政策的推动以及重庆市现任领导班子主推的“五大功能区”建设，重庆固定资产投资及基础设施建设仍将保持高速增长，从而拉动商品混凝土及外加剂区域市场容量的增长，为公司的发展提供了市场的地利。而公司所在地三圣镇具有丰富的石膏资源，为公司的发展提供了资源的地利。

(五) 技术优势

公司注重技术研发，通过引进、合作开发和自身研发等多途径，形成了硬石膏制硫酸、膨胀剂和减水剂生产应用、混凝土生产等自身的技术体系，为公司的生产经营提供了有力的技术支撑。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，对我国现有的以硫磺、硫铁矿、冶炼烟气制酸为主的格局形成了有益的补充，为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的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。

(六) 品牌优势

公司“三圣”商标为国家驰名商标。公司为中国混凝土与水泥制品协会膨胀混凝土分会副理事长单位、中国非金属矿工业协会石膏专业委员会副理事长单位、中国建筑业协会混凝土分会理事单

位、中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会理事单位、中国建筑材料联合会石膏建材分会会员单位、重庆市建筑外加剂协会会长单位、重庆市混凝土协会副会长单位、重庆市硅酸盐学会理事单位。公司各项业务以“三圣”的品牌为依托，凭借着强大的技术实力，规范的管理模式、完善的机构设置、良好的服务模式，以及多年来在行业积累的经验及市场地位，在市场开拓方面具有得天独厚的品牌优势，各项业务均得到了客户的高度认可，同时与客户建立了良好的合作关系。

4、募投项目：

公司拟公开发行不超过2400万股A股，募集资金扣除发行费用后，拟全部投向年产10万吨羧酸系减水剂技改项目、30万吨/年硫酸联产25万吨/年混凝土膨胀剂技改项目 和石膏及建材研发中心项目，具体投资计划如下表：

图表 8：公司募投项目

单位：万元					
序号	项目	总投资额	拟投入募集资金金额	建设期	项目备案情况
1	年产10万吨羧酸系减水剂技改项目	12,000	12,000	24个月	北碚区经信委备案项目编码313109C314235466
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	15个月	北碚区经信委备案项目编码313109C314235467
3	石膏及建材研发项目	3,904.90	3,904.90	15个月	北碚区发改委备案项目编码313109M74410043167
合计		43,912.90	43,912.90	--	--

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

5、公司盈利预测及估值：价值区间为 18.15-24.2 元/股

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，公司主要产品商品混凝土、混凝土外加剂的市场需求量持续增长，亟需扩大生产能力。我们预计公司2014-2016年营业收入分别为12.71、15.33和17.56亿元，实现归属母公司净利润1.03、1.34和1.57亿元，EPS分别为1.07、1.39和1.64元（考虑IPO发行后股本为9600万股计算）。我们结合建筑材料行业其他上市公司平均估值，我们认为合理估值范围为15年15-20倍PE，对应价格区间为20.85-27.8元。

图表 9：估值参考

证券代码	证券简称	股价	EPS				PE(倍)			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002398	建研集团	16.91	0.86	0.93	1.14	1.42	19.66	18.23	14.88	11.93
002302	西部建设	13.96	0.87	0.75	1.01	1.40	16.05	18.67	13.88	9.98
600585	海螺水泥	19.58	1.77	2.25	2.52	2.82	11.06	8.71	7.78	6.94
行业平均								15.20	12.18	9.62

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

6、风险提示

- 1) 宏观经济周期风险
- 2) 原材料价格波动风险

图表 10：公司盈利预测表

单位：万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	106,174	117,397	127,098	153,313	175,607
增长率(%)	25.2%	10.6%	8.3%	20.6%	14.5%
减：营业成本	84,715	94,946	102,949	124,144	142,147
综合毛利率(%)	20.2%	19.1%	19.0%	19.0%	19.1%
减：营业税金及附加	647	673	724	859	983
销售费用	2,742	2,622	3,114	3,450	3,863
管理费用	4,751	4,924	5,338	6,362	7,235
财务费用	1,340	2,457	2,860	3,066	3,512
期间费用率	8.3%	8.5%	8.9%	8.4%	8.3%
资产减值损失	252	863	1,080	843	702
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	11,727	10,913	11,032	14,589	17,164
增长率(%)	14.4%	-6.9%	1.1%	32.2%	17.6%
加：营业外收入	362	1,291	1,271	1,227	1,405
减：营业外支出	24	60	102	31	35
利润总额	12,064	12,144	12,201	15,785	18,533
增长率(%)	17.4%	0.7%	0.5%	29.4%	17.4%
减：所得税	1,816	1,910	1,891	2,407	2,826
实际所得税率(%)	15.1%	15.7%	15.5%	15.3%	15.3%
净利润	10,248	10,234	10,310	13,378	15,707
归属于母公司所有者净利润	10,248	10,255	10,295	13,378	15,707
增长率(%)	17.5%	0.1%	0.4%	29.9%	17.4%
净利润率(%)	9.7%	8.7%	8.1%	8.7%	8.9%
少数股东损益	0	-21	15	0	0
总股本（万股）	0	9,600	9,600	9,600	9,600
基本每股收益（元/股）	#DIV/0!	1.07	1.07	1.39	1.64

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

研究员简介

汤 峰：英国伦敦大学伯贝克学院，金融学硕士，2012年2月加盟华鑫证券研发部。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>