

公司研究/首次覆盖

2018年12月04日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 18.81
合理价格区间(元): 21.79~27.04

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

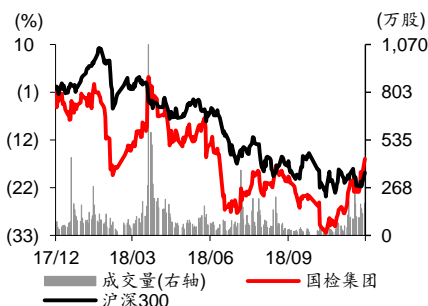
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

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

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

高质量稳健增长的建材工程检测龙头

国检集团(603060)

建材工程检测龙头, 首次覆盖“买入”评级

国检集团是国内建材及工程领域规模最大的综合性、第三方检验认证服务机构。检测行业大市场小公司特征明显, 公司资质/研发/品牌/网络/资金优势突出, 有望通过内生(四大募投基地稳步推进+自建、工程检测行业的龙头企业, 业务覆盖建工建材检测、认证、延伸服务、仪器新网点)+外延(集团资产注入+大部制改革下的收购机会), 实现市场份额的快速提升。我们预计 2018-2020 年净利润 CAGR24.3%, 预计 18-20 年 EPS 分别为 0.84/1.04/1.26 元, 当前估值低于可比公司, 首次覆盖予以“买入”评级。

资质/研发/品牌/网络优势齐备, 现金流优异

公司由中国建筑材料科学研究总院内部检测认证资源整合而来, 聚焦建材建工检测, 2017 年检测收入占比 71%, 毛利占比 76%。公司拥有齐全的建材工程检测资质, 11 个国家级检测中心和 14 个行业级检验中心, 近五年研发投入占收入比重均超过 7%, 品牌、研发优势突出。目前已在全国设立 28 个分子公司, 有助于为客户提供一站式、本地化服务。建材检测和认证业务一般采取预收款政策, 公司经营性现金流净额占净利润比重均超 100%, 2018 年 9 月末资产负债率仅 19%, 零有息负债。

检测行业大市场小公司, 多因素促行业集中度提升

2013-17 年, 中国检测市场规模从 1399 亿元增长至 2377 亿元, CAGR 达 14%, 质量要求提升+研发加速促进第三方检测需求加速释放, 预计到 2020 年检测市场规模超过 3000 亿元, 目前数量占比约 96% 的检测机构仍是百人以下的小微机构, 但大型检测机构盈利水平好于小微机构, 预计未来随着检测机构规范化管理加强+事业制单位转企业制提速+检测机构品牌效应加强, 行业集中度将逐步提升。根据认监委数据, 2016 年建筑工程和建筑材料市场规模为 324 亿和 182 亿, 是最大的两个检测细分领域, 国检作为行业龙头, 市占率仅 1.3%, 有望充分受益于大部制改革带来的收购机会。

业务领域区域扩张有望加快, 集团整合改革催生并购机遇

公司围绕主业重点向绿色低碳延伸, 2013-17 年延伸业务营收 CAGR 达 26%, 并已在环境检测、绿色建材评价和碳排放领域取得突破。公司 IPO 募投资金用于四大检测基地扩项建设, 西北/华东项目进展快速, 服务能力全面提升可期。目前两材重组已顺利完成, 公司具备丰富的并购重组经验和优异的财务条件, 按上市时避免同业竞争承诺, 集团内检测认证资源整合须于 19 年 11 月前完成, 2015 年中材集团下属主要检测机构的检测业务收入约占公司收入 10%, 有望增厚公司净利润。此外, 国有检验检测机构改革加快有望为公司外延提供新增市场机遇。

利润稳健增长, 估值低于可比公司

我们认为国检集团有望依托中建材集团资源和自身品牌、研发、网络优势, 在仅考虑内生增长前提下, 我们预计 18-20 年 EPS 为 0.84/1.04/1.26 元, 对应三年 CAGR 24.3%, 当前股价对应 22/18/15x P/E, 位于历史估值低位, 也显著低于可比公司平均水平。利用相对估值法, 参考可比公司 2019 年平均 PE (26x) 和 EV/EBITDA (16x) 作为估值的上下限, 给予公司目标价 21.79-27.04 元/股, 首次覆盖“买入”评级。未来催化剂包括: 1) 集团资产注入启动; 2) 利润增长超预期; 3) 并购速度超预期。

风险提示: 收购进度及整合能力不及预期、网点布局进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	220.00
流通 A 股 (百万股)	63.83
52 周内股价区间 (元)	15.09-23.21
总市值 (百万元)	4,138
总资产 (百万元)	1,494
每股净资产 (元)	5.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	665.01	752.41	917.91	1,152	1,418
+/-%	11.39	13.14	22.00	25.48	23.07
归属母公司净利润 (百万元)	115.77	144.22	185.80	229.20	276.93
+/-%	10.39	24.57	28.83	23.35	20.83
EPS (元, 最新摊薄)	0.53	0.66	0.84	1.04	1.26
PE (倍)	35.74	28.69	22.27	18.06	14.94

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

建材工程检测龙头企业，技术研发背景突出	4
建材建工检测龙头，控股股东研发实力突出	4
四大优势：资质、研发、品牌、网络优势	5
商业模式占优，现金充裕无有息负债	9
检测市场空间广阔，行业集中度可期	11
中国检测市场：远期 3000 亿+市场，逐步开放，整合在即	11
建材工程检测：检测最大下游市场，龙头市占率提升可期	15
内生加快领域区域扩张，外延加速成长	18
围绕建工建材检测主业拓展和服务延伸	18
加强网点布局，全面提升本地化服务	20
集团整合有望加快，机构改革催生并购机遇	21
利润稳健增长，估值低于可比公司	25
预计 18-20 年净利润复合增速为 24.3%	25
首次覆盖“买入”评级，目标价 21.79-27.04 元	26
风险提示	27

图表目录

图表 1： 2013-2017 年公司主营业务收入构成	4
图表 2： 2013-2017 年各项业务毛利率	4
图表 3： 公司股权关系架构图（截至 18 年 3 季报）	5
图表 4： 中国建筑材料科学研究总院背景	5
图表 6： 国检集团资质优势突出	7
图表 7： 研发费用占营业收入比重	8
图表 8： 国检集团累积专利数目	8
图表 9： 主要检测类公司利润率比较	8
图表 10： 2015 年全国检测机构业务服务范围概览	9
图表 11： 2016 年全国检测机构业务服务范围概览	9
图表 12： 经营性现金流/净利润（2013-2017）	9
图表 13： 应收账款周转天数（2013-2017）	9
图表 14： 16Q2-18Q3 预收账款增速与营收增速比较（%）	10
图表 15： 公司（固定资产+在建工程）/总资产比重	10
图表 16： 公司近五年 ROE 走势	10
图表 17： 中国检测市场规模（2013-2017）	11
图表 18： 2016 年检测收入来源分析（亿元，%）	11
图表 19： 检测行业发展阶段图	12
图表 20： 中国检测企业研发占收入比重较高	12

图表 21: 2008-2016 中国专利申请数与 GDP 比较	12
图表 22: 2013-17 年检测行业机构数量 (个, 右轴 YOY)	13
图表 23: 2013-2017 年检测企业占比情况	13
图表 24: 民营检测机构普遍较小 (2016 年, 单位: 个)	13
图表 25: 行业人均产值逐步提升 (2013-2017 年, 单位: 万元)	13
图表 26: 2016 年不同类别机构总收入同比增速	13
图表 27: 2016 年不同大小机构营业利润率	13
图表 28: 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	14
图表 29: 2013-17 年我国检测行业事业单位制与企业制机构占比 (%)	14
图表 30: 2016 年检测市场规模 (亿元, %)	15
图表 31: 2016 年检测机构数量结构图 (家, %)	15
图表 32: 国检建筑工程检测收入&毛利率 (百万元, %)	15
图表 33: 国检建筑材料检测收入&毛利率 (百万元, %)	15
图表 34: 国检收入增速与基建投资增速相关度低	16
图表 35: 国检收入增速与房地产新开工面积增速相关度低	16
图表 36: BV 工程业务收入增速、总收入增速和 GDP 增速关系	16
图表 37: 安全玻璃、瓷质砖领域市场占比	17
图表 38: 强制性产品认证指定实验室名录及业务范围 (更新至 2018 年 8 月 22 日)	17
图表 39: 主要检测企业员工数量比较	18
图表 40: 主要检测企业人均产值比较	18
图表 41: 横向产业链重点向绿色、低碳延伸	19
图表 42: 纵向产业链重点向品质、大客户深化	20
图表 43: 公司及其子公司出具检验报告及占比	20
图表 44: 公司四大募投基地建设情况	21
图表 47: 分部营收预测 (单位: 百万元)	26
图表 48: 分部毛利润预测 (单位: 百万元)	26
图表 49: 可比公司估值表 (2018/12/3)	27
图表 50: 国检集团历史 PE-Bands	27
图表 51: 国检集团历史 PB-Bands	27

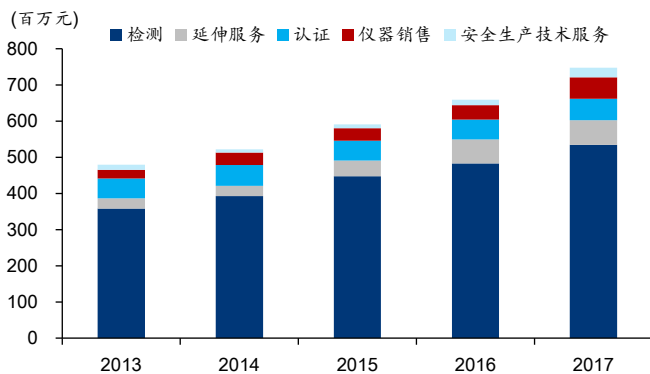
建材工程检测龙头企业，技术研发背景突出

建材建工检测龙头，控股股东研发实力突出

国内建材建工检测行业龙头，借助资本市场迎来快速扩张期。中国建材检验认证集团股份有限公司前身为轻工业部机械出口供应公司，2005年划转并入中国建材总院，由中国建筑材料科学研究总院内部检测认证资源整合组建，2016年11月9日在上海证券交易所A股主板成功上市。公司检验认证业务脱胎于控股股东中国建筑材料科学研究总院，由早期的国家建筑材料测试中心等国家级中心和行业级中心孕育而来，现已经发展成为国内建筑材料及建设工程领域内规模最大的综合性、第三方检验认证服务机构。服务对象包括建筑材料生产和流通企业、建设工程建设及施工单位、太阳能光伏生产及应用企业、碳排放权交易单位、各级政府质量和安全生产监督主管部门及消费者等。

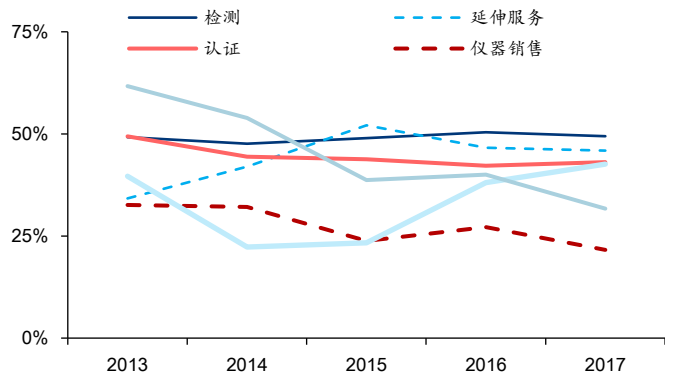
公司主营业务聚焦检测技术服务，同时提供认证、安全生产技术服务、检验仪器研发销售、延伸等综合性解决方案。2017年公司主要收入来源于质检技术服务行业，主要包括检测服务、延伸服务、认证、仪器销售、安全生产技术服务，收入占比分别为71%、9.1%、7.8%、7.8%和3.6%，其中检测服务中建筑工程检测收入占比约71%。2017年公司毛利主要来源于源于检测服务、延伸服务、认证、仪器销售、安全生产技术服务，毛利率分别49.4%、45.9%、43.1%、21.6%和42.6%，毛利占比分别为76.1%、9.1%、7.3%、3.7%和3.3%。

图表1：2013-2017年公司主营业务收入构成



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

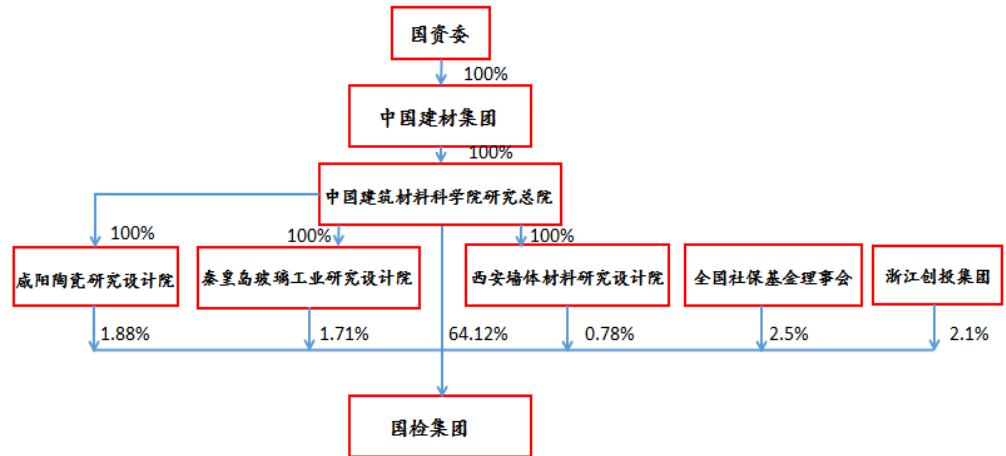
图表2：2013-2017年各项业务毛利率



资料来源：公司财报，华泰证券研究所

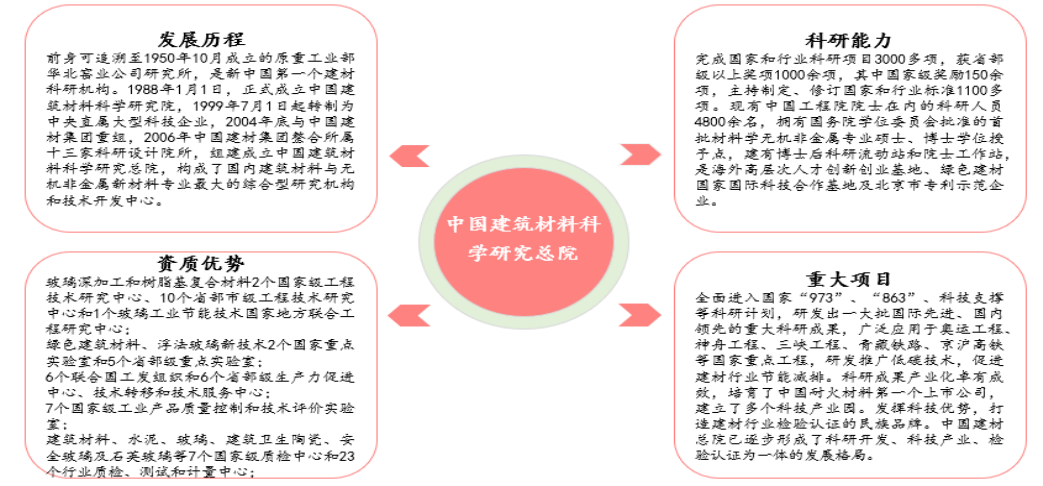
控股股东中国建材总院是国内非金属建材领域研发实力最强的公司。公司控股股东为中国建筑材料科学研究总院，18年9月末直接持有公司64.12%股权，并通过咸阳院、秦皇岛院、西安院间接持股4.37%，控股股东合计持有公司68.49%股权。中国建材总院前身可追溯至1950年10月成立的原重工业部华北窑业公司研究所，是新中国第一个建材科研机构，2004年底与中国建材集团重组，2006年通过整合中国建材集团所属十二家科研设计院组建成立，2017年由全民所有制企业改制为有限责任公司，是国内建筑材料与无机非金属材料专业规模最大、实力最强的科研开发机构之一。根据建材总院官网显示，总院拥有2个国家级工程技术研究中心、10个省部市级工程技术研究中心和1个国家地方联合工程研究中心。除公司外，建材总院还主要持有另一个上市平台瑞泰科技(002066.SZ)40%股权，主要从事耐火耐磨材料的研发生产。2015年末，中国建材总院总资产121亿元，净资产56亿元，当年实现净利润5.36亿元。

图表3： 公司股权关系架构图（截至18年3季报）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 中国建筑材料科学研究总院背景



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

四大优势：资质、研发、品牌、网络优势

公司拥有齐全的建材工程检测领域资质，有助于为客户提供一站式服务。我国对检验认证行业实施资质认定制度，资质是检测认证行业的主要壁垒，截至2018年6月末，公司及子公司拥有11个国家级检测中心，14个行业级检验中心。检测业务方面，公司及其子公司服务能力几乎涵盖所有建筑材料及构配件和建筑装饰装修材料、建设工程质量的检测领域，是细分领域内可检测项目及参数最齐全的企业之一，也是“安全玻璃产品”、“瓷质砖”、“溶剂型木器涂料”和“混凝土外加剂”等强制性产品认证检测指定机构，以及水泥、耐火材料、建筑防水卷材、铝合金建筑型材等生产许可证检测机构。

认证业务方面，公司能够提供强制性产品认证、自愿性产品认证（包括一般工业产品以及低碳产品、光伏产品、绿色建材产品认证等）、管理体系认证、服务认证服务，有效认证客户六千余家，其中国外客户两百余家，是承担“安全玻璃”、“瓷质砖”和“混凝土防冻剂”强制性产品认证工作的指定认证机构。

图表5：国检集团国家级与行业级检测中心分布

序号	资质主体	级别	所属公司
1	国家建筑材料质量监督检验中心	国家级	国检集团
2	国家水泥质量监督检验中心	国家级	国检集团
3	国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检验中心	国家级	国检集团
4	国家建筑卫生陶瓷质量监督检验中心	国家级	陕西公司
5	国家玻璃质量监督检验中心	国家级	秦皇岛公司
6	国家防水与节水材料产品质量监督检验中心	国家级	苏州公司
7	国家建筑材料测试中心	国家级	国检集团
8	国家太阳能光伏（电）产品质量监督检验中心	国家级	国检集团
9	国家绿色墙体材料质量监督检验中心	国家级	西安公司
10	国家建筑工程腐蚀与防护质量监督检验中心	国家级	国检集团
11	国家耐火材料产品质量监督检验中心（北京）	国家级	国检集团
12	国家建筑材料工业铝塑复合材料及遮阳产品质量监督检验测试中心	行业级	国检集团
13	国家建筑材料工业放射性及有害物质监督检验测试中心	行业级	国检集团
14	国家建筑材料工业耐火材料产品质量监督检验测试中心	行业级	国检集团
15	国家建筑材料工业建筑材料节能评价检测中心	行业级	国检集团
16	建筑材料工业环境监测中心	行业级	国检集团
17	国家建筑材料工业太阳能光伏（电）产品监督检验测试中心	行业级	国检集团
18	国家建筑材料工业房建材料及结构安全质量监督检验中心	行业级	北京天誉
19	国家建筑材料工业建筑防水材料产品质量监督检验测试中心	行业级	苏州公司
20	国家建筑材料工业墙体屋面材料质量监督检验测试中心	行业级	西安公司
21	国家建筑材料工业墙体屋面及道路用建筑材料节能评价检验测试中心	行业级	西安公司
22	国家建筑材料工业陶瓷工业能耗测试中心	行业级	陕西公司
23	国家建筑材料工业安防工程产品质量监督检验测试中心	行业级	安徽公司
24	国家建筑材料工业水泥能效环保评价检验测试中心	行业级	安徽公司
25	国家建筑材料工业装饰装修建筑材料质量监督检验测试中心	行业级	浙江公司

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

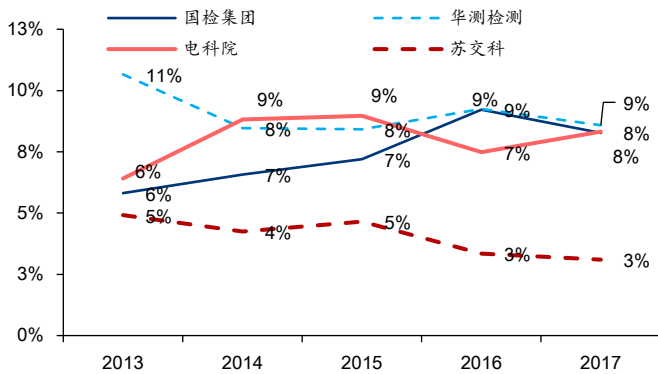
图表6: 国检集团资质优势突出

序号	资质主体	业务核心及特色
1	第一检验认证院	下设4大专业检测部门、3个国家级检测中心、2个行业级质监中心及1个职业技能鉴定站, 主要承担装饰装修材料、腐蚀与防护材料、建筑工程材料的有害物质限量、安全环保、物理性能、失效分析等项目的检验认证工作。
2	第二检验认证院	下设保温与土木检验室、门窗与幕墙检验室、板材与防水加固检验室、建筑节能检验室、混凝土检验室、环境与家具检验室等6个专业检验室, 业务领域包含财主材料检验, 专项检验, 工程材料检验, 工程技术服务以及开展绿色建材评价及各类建筑材料认证。
3	第三检验认证院	<p>检验鉴定: 建材产品的放射性核素检测、环境放射性水平评价; 防雷装置检测; 钢结构工程材料检测、新建房屋主体结构及钢结构检测、既有房屋办理产权证时所需的检测鉴定、新建房屋开工证逾期所需的检测鉴定、公共维修基金使用前所需的房屋维修工程鉴定、房屋发生功能变更或达到设计年限时所需的检测鉴定、灾后房屋的安全性检测鉴定、既有幕墙安全性/自爆及坠落风险检测鉴定、建筑工程领域发生法律纠纷时的司法鉴定、装配式建筑构件及整体安全性检测鉴定、各种工程有限元仿真数值模拟等。</p> <p>认证类: 质量管理体系/环境管理体系/职业健康安全管理体系/能源管理体系认证、自愿性产品认证/低碳产品认证/绿色产品认证;</p> <p>技术服务类: 清洁生产、能源审计、节能量审核、体系建设、实验室认可咨询等;</p> <p>检测评价类: 窑炉能效检测评价、污染物监测评价;</p> <p>培训类: 体系内审员、外审员、CCC内审员等培训业务;</p> <p>碳排放相关业务: 清洁发展机制(CDM)项目审定/核证、中国温室气体自愿减排(C CER)项目审定/核证、VCS项目审定/核证、温室气体排放(GHG)核查、碳排放体系相关业务、14064认证、碳足迹相关业务。</p>
4	水泥检验认证院	隶属于国家水泥质检中心的机构: 全国水泥标准化技术委员会水泥及原材料化学分析工作组; 国家标准样品技术委员会建筑材料分委会; 建筑材料国家标准样品研制中心; CNAS认可的能力验证提供者; 中国水泥协会质量专业委员会。
5	玻璃与光伏产品检验认证院	<p>认证: 安全玻璃CCC产品认证, 中空玻璃节能认证, 贴膜玻璃产品认证, 汽车玻璃安装服务认证, 低能耗钢化玻璃认证, 建筑玻璃绿色产品认证, 太阳能光伏产品“领跑者”系列认证, 绿色太阳能、绿色建筑光伏产品认证, QMS, EMS, OHSAS, EnMS等</p> <p>检验: 玻璃及玻璃相关材料委托检验, 光伏电站、光伏组件、光伏部件、光伏材料检验, 国家监督抽查检验, 玻璃及光伏产品国内外各类认证检验等科研、标准: 国家级项目研究、国际(ISO/IEC)标准编制、国家和行业标准起草;</p> <p>设备及其它: 玻璃与光伏检测仪器研发、门窗节能性能标识测评、钢化玻璃均质炉校准等</p>
6	耐火产品检验认证院	国内工业窑炉自身权威检测机构, 承担水泥、玻璃、冶金、石化、电力、工业固体废物及生活垃圾处理等行业耐火材料、隔热保温材料检测及咨询评估服务; 拥有多台/套国际一流的耐火材料检测设备, 是国内唯一能进行玻璃窑内耐火材料全项检测的机构。
7	安全与环保科学研究院	致力于帮助企业提高安全管理水平, 为企业提供安全生产标准化咨询、评审等服务; 整合业界师资力量, 为企业提供定制化的安全培训服务; 协助企业建立预测预警信息系统、企业安全生产综合信息管理系统, 实现企业安全管理信息化系统; 大力发展环保、职业卫生检测与评价业务, 为企业提供安全、环保、健康一站式服务。
8	中央研究院	设有测试标准室、可靠性评价室、政策研究室。针对陶瓷、玻璃、复合材料等行业发展中的共性关键技术难题和前沿技术需求, 中央研究院以技术创新为导向, 以陶瓷复合材料(-70摄氏度-2200摄氏度)、建筑玻璃结构功能一体化两个行业检测技术及技术标准化为支撑, 利用中国硅酸盐学会测试技术分会平台和检验认证行业发展趋势等政策研究, 有效为行业提供检测解决方案及技术咨询服务, 同事积极整合自主研发的测试新技术、新方法、新仪器设备资源, 全面开展面向市场的科技成果转化及产业化服务, 加快实现测试技术服务于检测产业合作的共同发展。
9	绿色产品认证院	先后成为全国绿色建材三星级评价机构、工信部工业节能与绿色发展评价中心、中国绿色产品认证建材组组长单位、国家绿色产品评价标准化总体组成员。可提供与绿色评价、认证相关的一站式服务, 具体包括: 绿色建材产品认证; 绿色建材评价标识; 绿色制造评价(绿色工厂、绿色园区、绿色供应链); 生命周期评价(LCA)、环境产品声明(EPD)与碳足迹评价; 建材产品儿童安全级认证; 绿色建筑选用产品证明商标; 新型建材成果转化一站式技术服务。

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

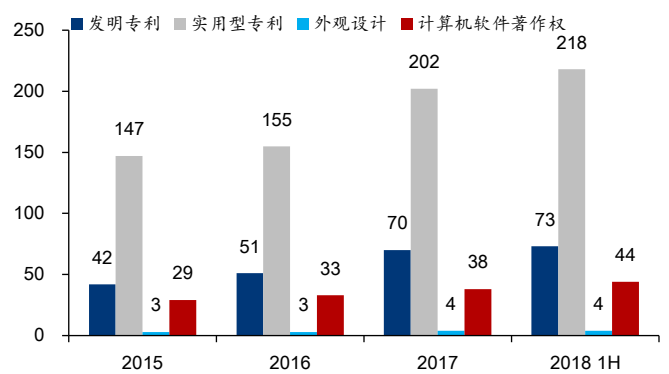
研发投入占比高，参与多项国家国际标准编制。我们认为，高研发投入占比是驱动检测类公司维持高利润率的重要因素。截至 2018 年 6 月 30 日，公司上半年研发投入 3,491 万元，占当期营业收入的 8.9%，在可比公司中处于较高水平且总体保持上升趋势。公司主持制订并已发布的国际标准 9 项，国家、行业和地方标准 309 项；主持在研国际标准 2 项、国家和行业标准 238 项；承担标准样品研复制项目 71 项，现有标准样品 59 项；获发明专利 73 项，实用新型专利 218 项，外观设计专利 4 项；拥有计算机软件著作权共计 44 项。

图表7： 研发费用占营业收入比重



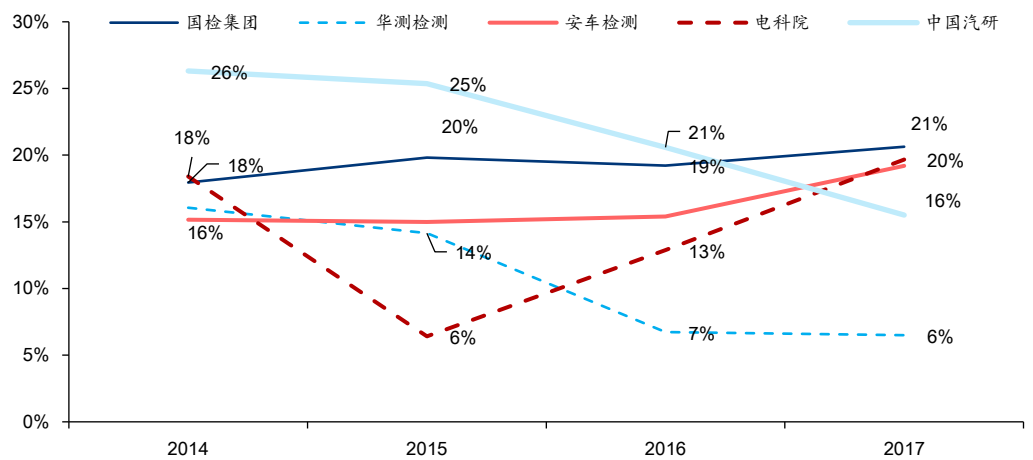
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 国检集团累积专利数目



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9： 主要检测类公司利润率比较

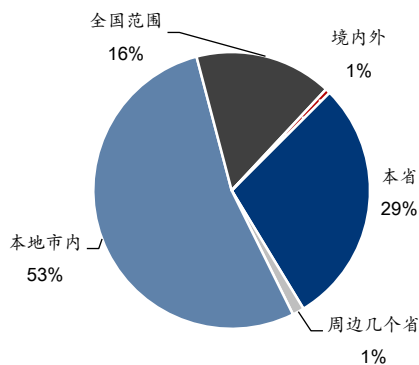


资料来源：Wind，华泰证券研究所

参与大量高规格形象工程检测业务，品牌优势突出。公司先后参与奥运场馆、三峡水利枢纽工程、京沪高铁、哈大高铁、国家大剧院、北京市政、首都国际机场、奥组委办公大楼、航空航天工程、北京地铁、南水北调、APEC 场馆、G20 会议场馆等国家重点工程的建筑材料和建设工程检验，取得了优异的成绩。根据公司 IPO 招股说明书，截至 2016 年 6 月末，公司在安全玻璃产品和瓷质砖产品的强制认证领域中市占率分别高达 83.51%、71.06%，强大的品牌优势是公司业务收费价格的保证。

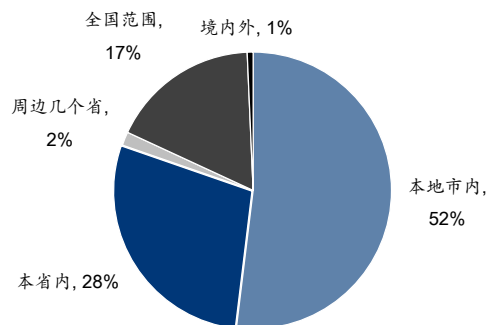
公司初步完成全国化布局，“一站式”集成服务及本地化服务优势突显。受各地住建委区域管理和建材本身运输半径的影响，建材建工检测存在一定的区域特征，目前我国大部分检测机构主要服务本地需求，具有全国服务能力的是少数。根据 2015-16 年的全国检验检测服务业报告，全国检测企业具备全国范围服务能力的机构数量占比分别为 16%/17%，超过一半的检测机构仅能服务本地市内。而截至 2018 年 6 月底，公司在北京、上海、广州、西安、厦门、苏州、杭州、咸阳、秦皇岛、天津、合肥等地已设立 28 个分子公司，初步完成全国性布局，未来在“一站式”集成服务及本地化服务上将占据更多优势。

图表10: 2015年全国检测机构业务服务范围概览



资料来源:《2015年度全国检验检测服务业报告》, 华泰证券研究所

图表11: 2016年全国检测机构业务服务范围概览

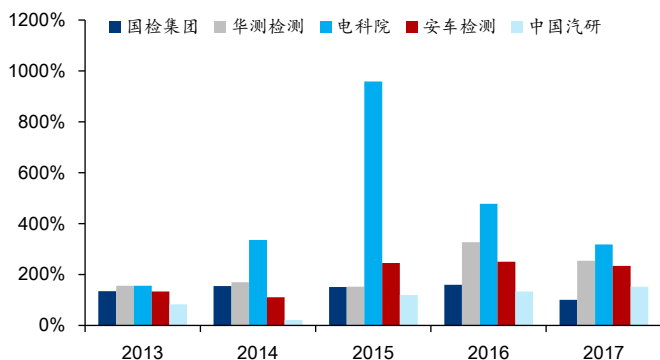


资料来源:《2016年度全国检验检测服务业报告》, 华泰证券研究所

商业模式占优, 现金充裕无有息负债

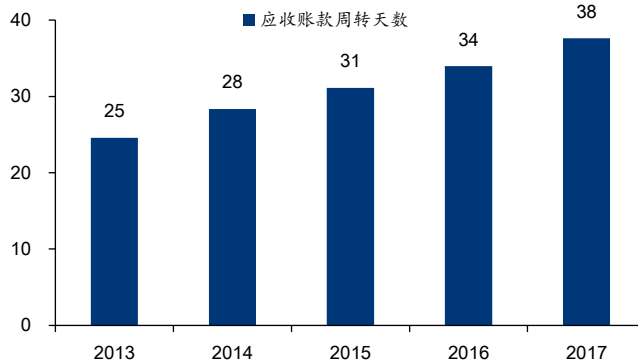
建材检测和认证业务一般采用预收款政策, 生产环节占款少现金流充沛。建筑材料检测和认证业务周期一般较短, 部分建材检测参数只需1周时间。业务流程主要包括业务受理阶段(大约1-2个工作日)——实验室检测及报告复核出具阶段(大约7天-3个月, 部分业务1年以上)——报告发送及售后维护阶段(大约1天至2个月)。检测认证业属于知识技术密集型行业, 核心是人才, 生产环节不存在被原材料、半成品等大量占用货币资金的情况, 因此公司总体现金流情况好, 应收账款周转天数总体维持在一个月左右。2014-16年, 公司经营性现金流净额基本占到净利润的150%以上, 2017年受上市后检测业务规模扩张等因素影响, 经营性现金流净额占净利润比重为100%。

图表12: 经营性现金流/净利润(2013-2017)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

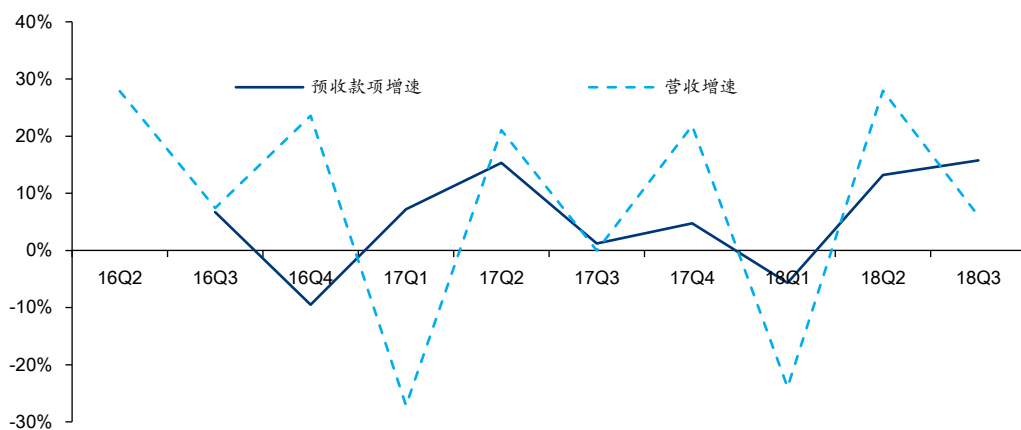
图表13: 应收账款周转天数(2013-2017)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2016年Q2以来, 除Q4以外, 公司预收账款增速基本领先营收增速一个季度。由于检测认证业务基本采取预收款制度, 公司在开具报告前已收得款项, 因此预收款和营收增长之间存在领先滞后关系。2016年以来, 除Q4由于年末集中预收付, 且次年Q1受工程施工淡季影响, 二者关系不强外, Q1-Q3预收款增速领先营业收入增速约一个季度, 我们认为预收款是收入判断的较好指标。2018年1-9月公司预收账款148亿元, 累计同比增长29%, 我们预计后期可确认收入仍将维持较快增长。

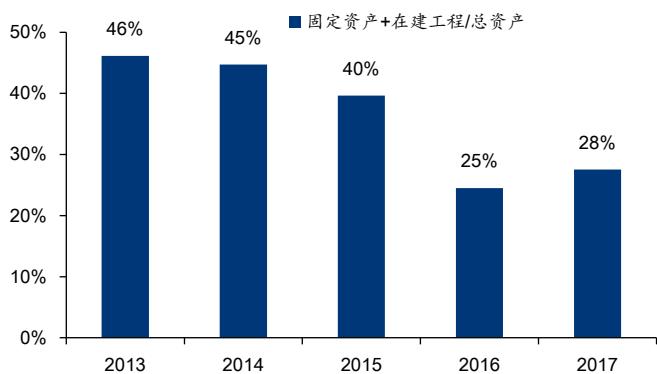
图表14: 16Q2-18Q3 预收账款增速与营收增速比较 (%)



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

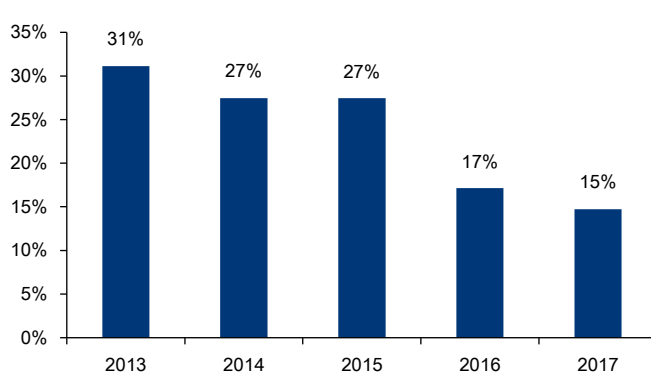
轻资产高 ROE, 无有息负债, 外延扩张具备财务支撑。2018 年前三季度, 公司固定资产加在建工程合计 3.37 亿元, 占总资产 13.02 亿元的 26%, 其中在建工程以生产基地募投项目为主; 流动资产 8 亿元, 货币资金和理财资金合计 6.1 亿元, 属于典型的轻资产结构。由于公司优异的预收款模式及坚实的技术资质壁垒, 公司持续保持高盈利水平, 上市前两年扣非 ROE 在 25%左右, 而 2011-2013 年, ROE 更是保持 30%左右, 近两年上市初期受募资影响 ROE 有所下降, 但我们预计公司随着募投项目落地和区域领域业务的扩张, 上市后 ROE 仍有较大的提升空间。公司目前无长短期有息负债, 仅少部分经营性负债, 今年 9 月末公司资产负债率为 19%, 剔除预收账款后仅 9%。充足的在手现金及低负债率为公司外延扩张提供了优异的财务条件。

图表15: 公司 (固定资产+在建工程)/总资产比重



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表16: 公司近五年 ROE 走势



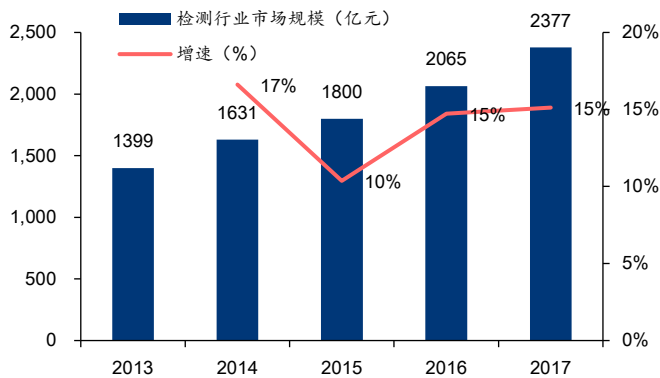
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

检测市场空间广阔，行业集中度可期

中国检测市场：远期 3000 亿+市场，逐步开放，整合在即

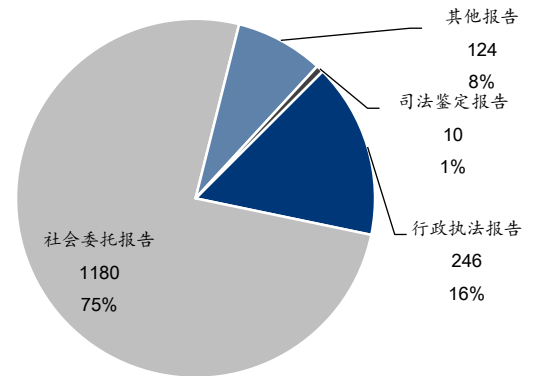
我国检测市场 17 年市场规模已达 2377 亿元。根据国家认监委的数据，2013-17 年，中国检测市场规模从 1399 亿元增长至 2377 亿元，CAGR 为 14%。若 18-20 年我国检测市场维持 10% 的 CAGR，则到 2020 年我国检测市场将超过 3000 亿元。2016 年，我国检测市场空间为 2065 亿元，其中事业单位收入为 835 亿元，占比 40%。2016 年我国检测业务收入主要来自社会委托和行政执法，分别占 75% 和 16%。

图表17：中国检测市场规模（2013-2017）



资料来源：国家认监委，华泰证券研究所

图表18：2016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

我国检测行业最早垄断在政府手中，逐步向民营、外资检验检测机构放开，过程大概可以分为四个阶段：**1) 阶段一：国家检验检测机构负责所有商检业务：**1989年前，国家商检局为统一监督管理全国进出口商品检验检测工作的主管机关，各地商检局及其分支机构负责监督管理本地区的进出口商品检验检测工作，所有业务一律由国家检验检测机构实施，并特别规定在中国境内不得设立外国检验机构。**2) 阶段二：开始对外资和民间资本开放检验市场：**1989年，《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，明确了各地商检机构负责对规定的商品实施强制性检验检测。取消了中国境内不允许设立外国检验机构的条款，同时规定，国家商检部门可以按照国家有关规定，通过考核，许可符合条件的国内外检验机构承担委托的进出口商品检验鉴定业务。**3) 阶段三：加入WTO后，对外开放力度进一步加大：**2001年我国加入WTO时承诺，4年内允许外资进入中国的服务贸易市场。2002年我国修改《中华人民共和国进出口商品检验法》，进一步明确了从事进出口商品检验鉴定经营活动的民事行为的检验资格，明确界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务。2005年12月11日之后，中国政府根据加入WTO承诺，允许外资独资进入中国的服务贸易市场。**4) 阶段四：13年大部制改革和14年质检系统改革文件加速我国检测市场迅速开放，民营检测机构数目快速增长：**2013年大部制改革后，国家食品药品监督管理总局、质检局等重新整合，2014年2月质检总局发的《关于整合检验检测认证机构的实施意见》拉开了质检系统改革的序幕，文件中明确指出减少检验检测认证项目的行政许可，有序开放检验检测认证市场，打破部门垄断和行业壁垒，鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，积极发展混合所有制检验检测认证机构。根据认监委数据，事业单位占比从2013年的43%下降到2017年的31%，民营检测机构数目从2013年的6614家增长到2017年的16660家，数量占比由27%提升到46%。

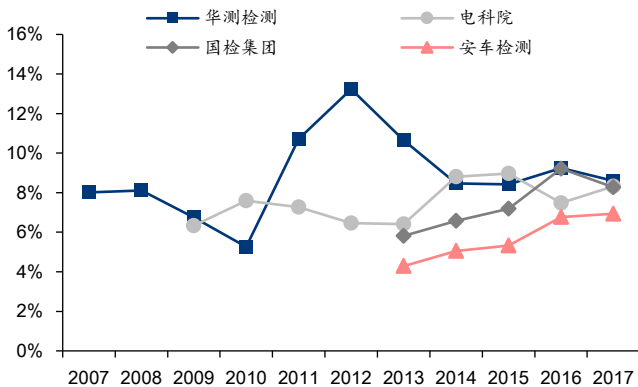
图表19: 检测行业发展阶段图



资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

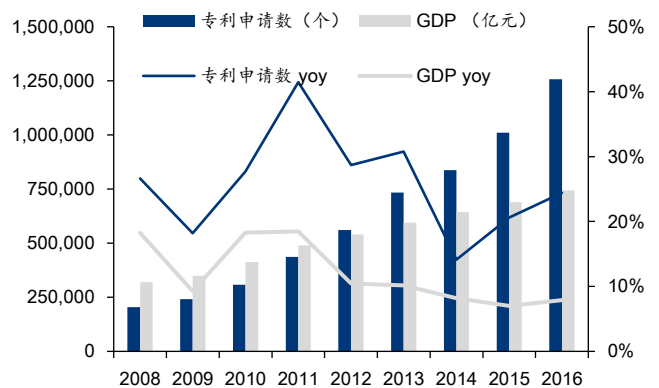
质量要求提升+研发加速促进第三方检测需求加速释放。1) 政策要求的高标准及人民产品质量意识的提高双重动力驱动第三方检测: 多个行业中检测标准不断升级, 增加的检测指标不断拓宽检测的市场方向, 缺陷产品召回制度不断完善, 产品品质要求不断提升; 2) 第三方检测逐步替代企业自检是发展方向: 第三方机构具有规模效应, 检测成本低于企业内部自检, 第三方检测机构的检测结果相较于企业自检公信力更强; 3) 企业研发及新产品迭代周期加快: 新产品开发的最初阶段需要大量的检测服务, 而企业研发支出越高则意味着更短的设计周期及更快的产品更替, 自2008年来, 我国专利申请年增速一直保持在20%左右及以上, 对第三方检测行业意味着更多的原样测试机会。

图表20: 中国检测企业研发占收入比重较高



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

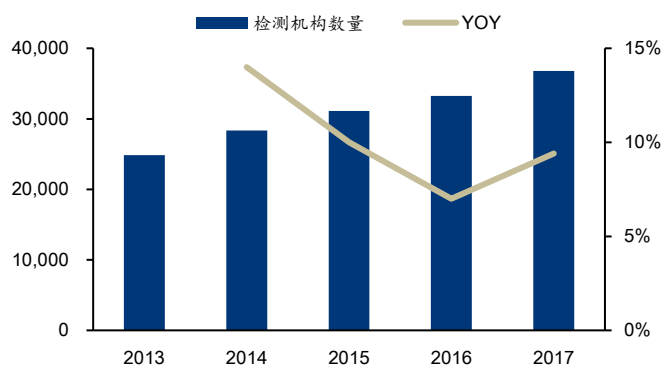
图表21: 2008-2016 中国专利申请数与 GDP 比较



资料来源: 世界知识产权组织, 华泰证券研究所

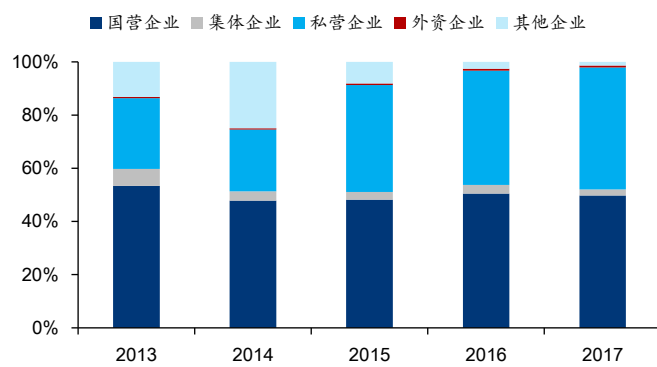
目前竞争呈现小散多的竞争格局, 2017年全国检测机构超3万家, 平均收入仅715万。根据国家认监委发布的《2017年度全国检验检测服务业报告》, 2017年我国检测机构为36797家, 同比增长9.4%, 共实现营业收入2632.5亿元, 平均收入仅715万。2017年检测机构中以国有企业为主, 国营企业18066家, 私营企业16660家, 集体企业842家, 外资企业257家, 其他企业502家, 行业人均产值逐步提升。行业平均收入较低主要因为民营企业的数目占比高, 数量占比已经达到46%, 但规模小, 收入低, 业务主要来自社会委托, 2016年民营检测机构平均收入仅有410万元, 显著低于外资和国有检测机构。

图表22: 2013-17年检测行业机构数量(个, 右轴 YOY)



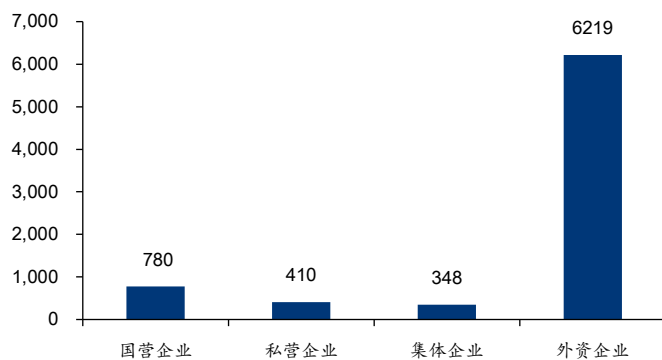
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表23: 2013-2017年检测企业占比情况



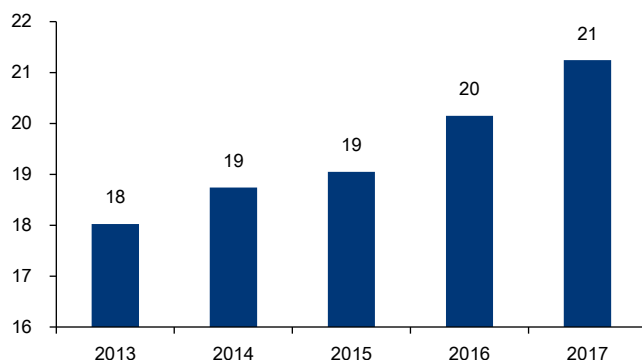
资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

图表24: 民营检测机构普遍较小(2016年, 单位: 个)



资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

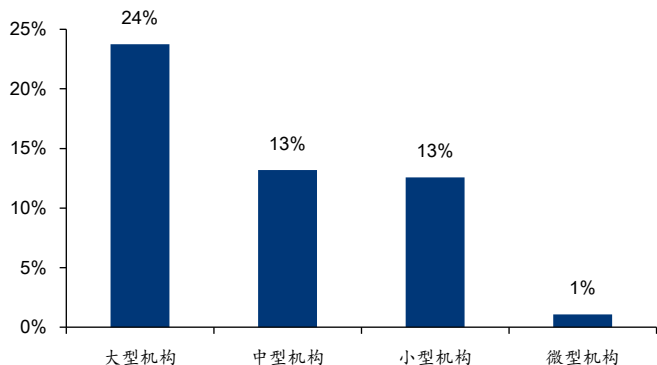
图表25: 行业人均产值逐步提升(2013-2017年, 单位: 万元)



资料来源: 国家认监委, 华泰证券研究所

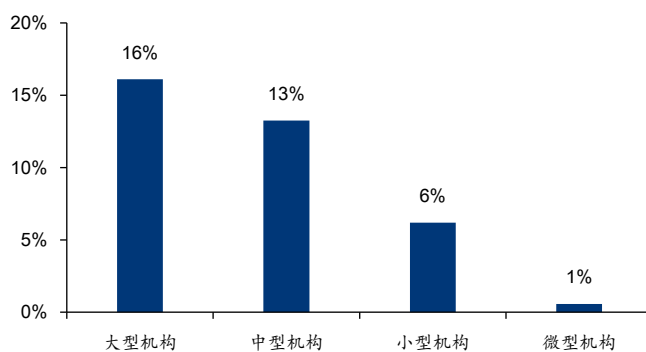
大企业收入增速和盈利水平平均好于小企业。根据《2016年度全国检验检测服务业报告》，2016年，大型检验检测机构（从业人数大于等于300人）实现营收441.5亿元，同比增长24%；中型检验检测机构（从业人员大于等于100人但小于300人）实现营收487.1亿元，同比增长13%；小型检验检测机构（从业人员大于等于10人但小于100人）实现营收1105.3亿元，同比增长13%；微型检验检测机构（期末从业人员小于10人）实现营收31.2亿元，同比增长1%。从盈利水平来看，大型机构的盈利水平明显好于小型企业。2016年我国检测机构中100人以下的小微企业占比达到96%，我们认为随着检测行业规范监管力度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26: 2016年不同类别机构总收入同比增速



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

图表27: 2016年不同大小机构营业利润率

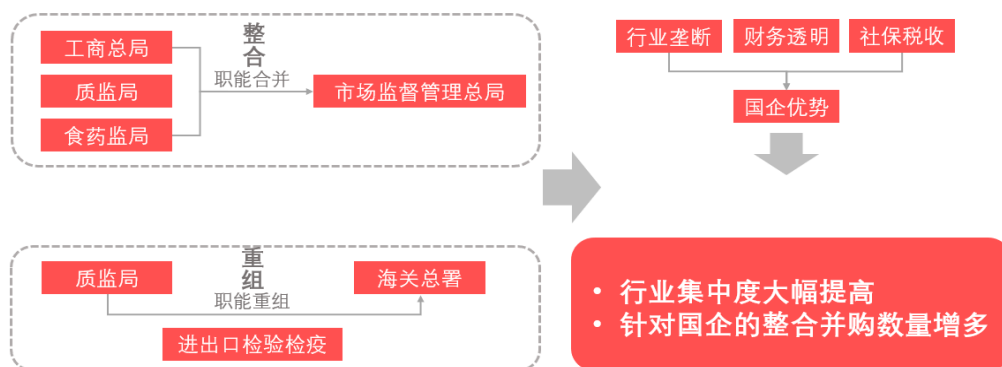


资料来源: 《2016年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

检测机构规范化管理，竞争激烈加速小微民营企业末位淘汰。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民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，中小型民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 年仅在本地市内有检测业务的机构占比过半，随着龙头企业在全国不断扩张，这部分企业被兼并/淘汰的概率将越来越大。

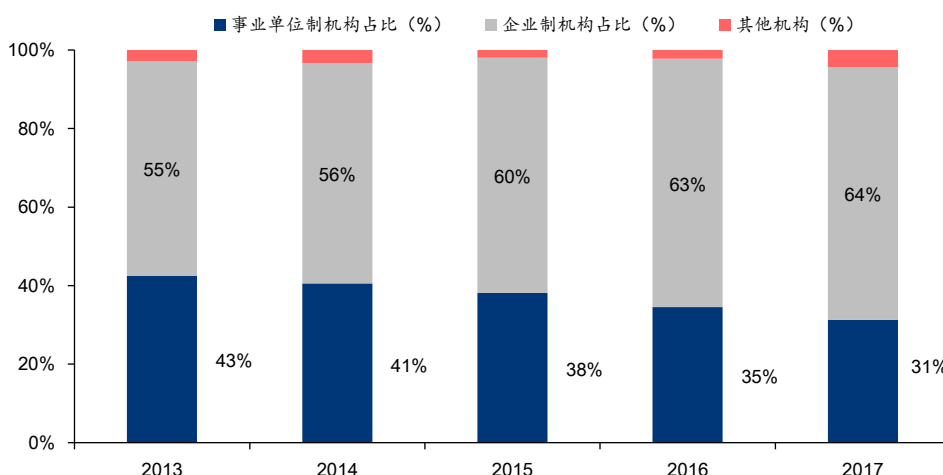
大部制改革以及事业制转企业制浪潮中，伴随大量兼并收购机会。2017 年我国事业制检测机构数目为 11369 家，占比为 31%，未转制前难以收购，近些年，随着政府对国有检测企业转制的放开，越来越多事业单位制的企业正在转企业制，伴随着大量收购兼并机会。2018 年 3 月全国人大通过国务院机构改革方案，将工商总局，质监局，以及食药监局等市场管理单位职能合并，组建市场监督管理总局。将原归属质监局的进出口检验检疫的职能归入海关总署。预计整体方案和各省的具体人事变动将于 2018 年底前完成，随着新机构职能和人事变动的确立，检测行业事业制单位转制有望迎来新的高潮。

图表28： 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29： 2013-17 年我国检测行业事业单位制与企业制机构占比 (%)



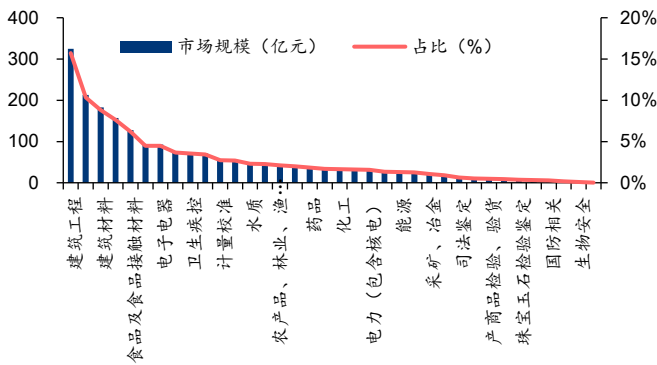
资料来源：国家认监委，华泰证券研究所

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，设计品种范围更广泛。根据 2017 年质检总局缺陷产品召回监管工作发布会数据，汽车行业 2017 年召回频次同比增长 77%，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。

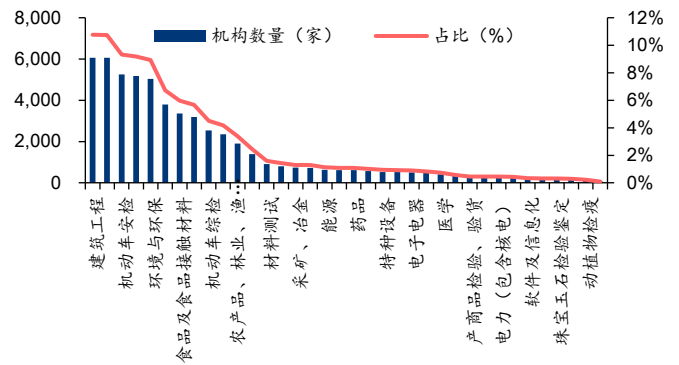
建材工程检测：检测最大下游市场，龙头市占率提升可期

建工建材检测是检测最大的两个分支，合计市场规模超过500亿元。根据2016年度全国检验检测服务业统计报告，2016年建筑工程和建筑材料市场规模为324亿和182亿，是最大的两个检测细分领域，分别占比16%和9%。2016年我国建筑工程和建筑材料领域的检测机构数量分别为6064和6053家，分别占比11%和11%。

图表30：2016年检测市场规模（亿元，%）



图表31：2016年检测机构数量结构图（家，%）

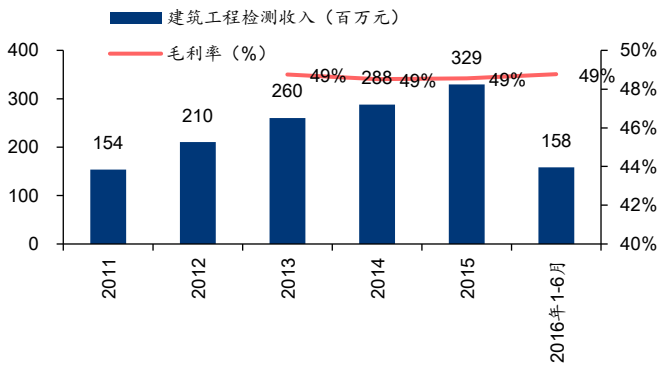


资料来源：《2016年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

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

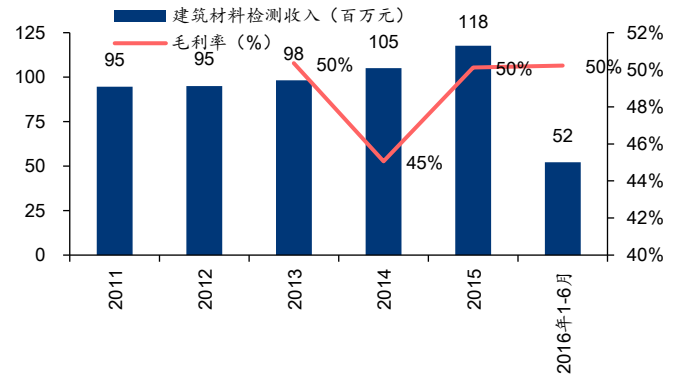
国检集团市占率仅1.3%，提升可期。按照全国检验检测报告里的建工建材市场规模测算市占率，国检市占率出现缓慢提升，从15年的1.308%提升到16年的1.312%。随着公司上市后服务网络不断延伸，凭借公司的资质、研发、品牌优势，我们预计公司市占率提升可期。

图表32：国检建筑工程检测收入&毛利率（百万元，%）



资料来源：国检招股书，华泰证券研究所

图表33：国检建筑材料检测收入&毛利率（百万元，%）

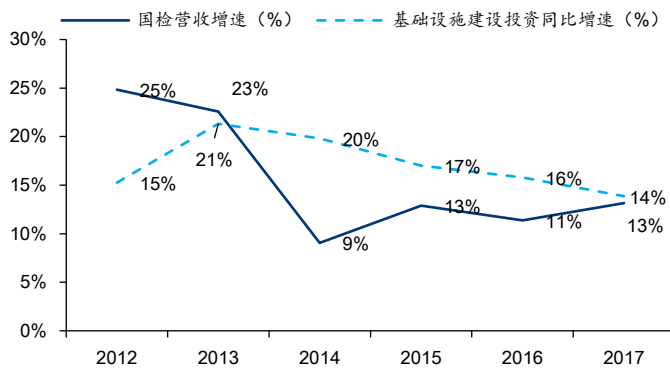


资料来源：国检招股书，华泰证券研究所

国企或更受益于事业单位改制机会。国有检测机构通常资质水平较高，运作财务较规范，人员素质较高，是相对理想的收购对象，在事业制单位转企业制的背景下，提供大量收购机会，国检集团具备央企背景，政府关系及融资成本方面具有相对优势，有望充分受益于事业单位改制机会。

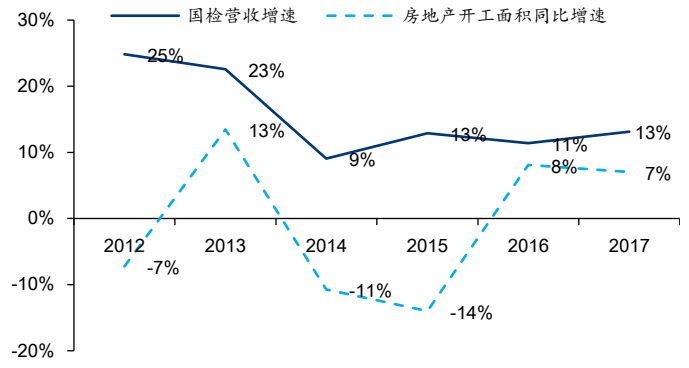
公司的收入和建筑市场波动相关性较弱。公司的检测业务超过70%收入来自建筑工程检测，其中新建工程占比80%以上，存量工程检测占比小，但增速高。目前公司市占率低，收入增速和基建投资、房地产新开工面积的相关度很低。建材检测是按产品批次抽检，与建材总产量的相关性较低，同时公司对建材客户加大安全生产培训，环保培训，碳排放的第三方服务业务量增加。

图表34： 国检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

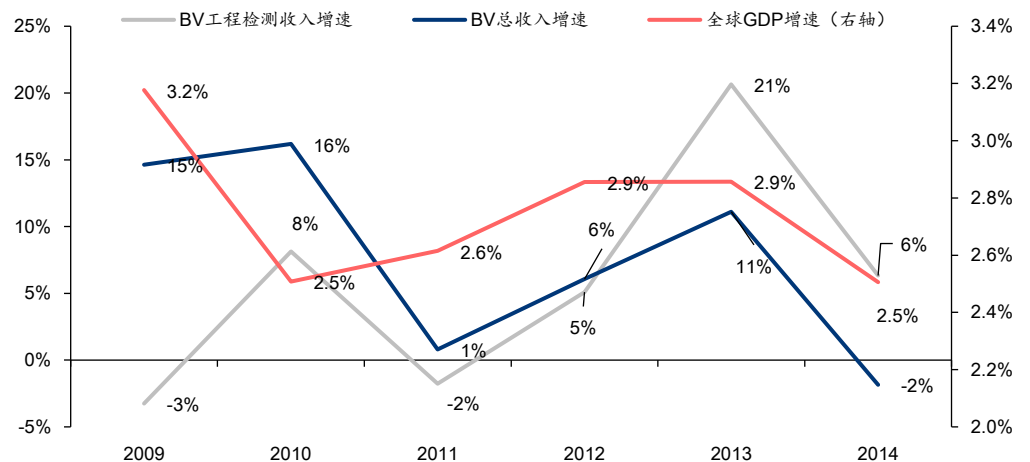
图表35： 国检收入增速与房地产新开工面积增速相关度低



资料来源：Wind，华泰证券研究所

从全球建筑检测 BV 的经营数据看，建筑检测与全球 GDP 增速并无明显相关性。由于巨头检测公司服务网络遍布全球，服务领域覆盖面广，其营收增速一定程度上受到全球经济发展的影响，但由于全球检测行业大市场、小公司的特征依然突出，全球检测龙头企业的营收增速与 GDP 增速相关性较低，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，检测龙头企业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36： BV 工程业务收入增速、总收入增速和 GDP 增速关系



资料来源：BV 年报，华泰证券研究所

国检在安全玻璃产品、瓷质砖产品强制认证领域具有绝对优势。强制认证领域资质门槛较高，国内经 CCC 指定的承担强制性产品认证的机构共 26 家，国检主要从事安全玻璃产品、瓷质砖产品和装饰装修产品中的下列产品--溶剂型木器涂料的强制认证业务。从事瓷质砖产品强制认证业务的机构共有四家，包括国检集团、中国质量认证中心(CQC)、北京国建联信认证中心有限公司 (GJC)和方圆标志认证集团有限公司 (CQM)。截至 2016 年 6 月末，国检在安全玻璃、瓷质砖的市场占有率分别是 83.51%和 71.06%。

图表37：安全玻璃、瓷质砖领域市场占比

业务种类	市场占比	计算方式
安全玻璃	83.51%	截至 2016 年 6 月 30 日，中国安全玻璃 CCC 有效证书数量为 18,178 张，其中中国检集团有效证书数量为 15,180 张。
瓷质砖	71.06%	截至 2016 年 6 月 30 日，中国瓷质砖 CCC 有效证书数量为 2,661 张，其中中国检集团有效证书数量为 1,891 张。
混凝土防冻剂	-	截至 2016 年 6 月 30 日，中国混凝土防冻剂 CCC 有效证书数量为 594 张，其中中国检集团有效证书数量为 0 张。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表38：强制性产品认证指定实验室名录及业务范围（更新至2018年8月22日）

序号	实验室编号	实验室名称	指定业务范围	法人名称
1	4101	国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检验中心/国家建筑材料测试中心	CNCA-C13-01：安全玻璃 CNCA-C21-01：装饰装修产品 中的下列产品--瓷质砖	中国建材检验认证集团股份有限公司
2	4201	国家玻璃质量监督检验中心	CNCA-C13-01：安全玻璃中的 下列产品--汽车安全玻璃、建筑 安全玻璃	中国建材检验认证集团 秦皇岛有限公司
3	9601	国家建筑卫生陶瓷质量监督检验中心	CNCA-C21-01：装饰装修产品 中的下列产品--瓷质砖	中国建材检验认证集团 (陕西)有限公司
4	15901	中国建材检验认证集团 浙江有限公司	CNCA-C13-01：安全玻璃中的 下列产品--建筑安全玻璃	中国建材检验认证集团 浙江有限公司
5	16201	中国建材检验认证集团 苏州有限公司	CNCA-C13-01：安全玻璃中的 下列产品--建筑安全玻璃	中国建材检验认证集团 苏州有限公司

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

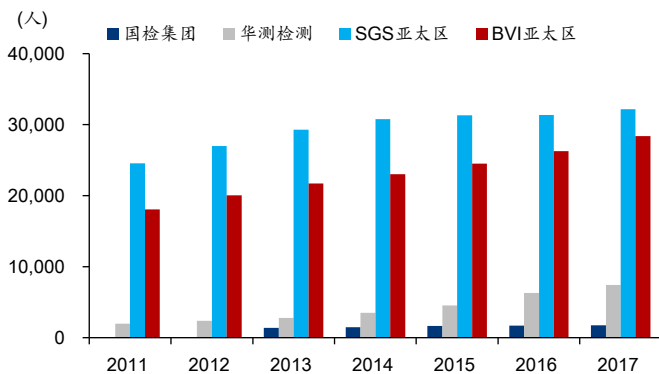
内生加快领域区域扩张，外延加速成长

围绕建工建材检测主业拓展和服务延伸

聚焦检测业务，继续做强做大建材建工检测主业。检验业务是公司的传统和核心业务之一，公司及子公司服务能力几乎涵盖所有建筑材料及构配件和建筑装饰装修材料、建设工程质量的检测领域。而我国的检验认证行业发展不充分，大行业小公司特征突出，公司作为建材建工检测领域的龙头企业，未来市占率提升可期。

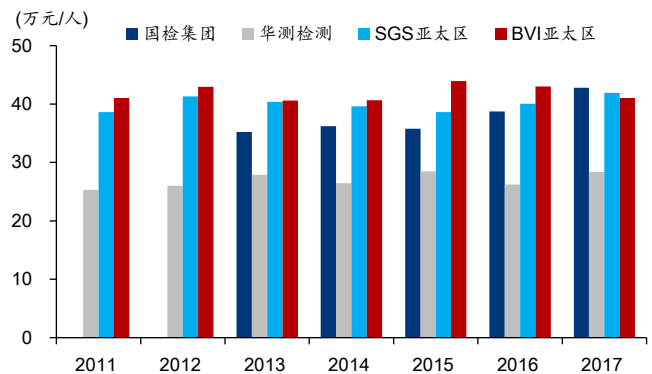
与可比检测公司相比，公司由于聚焦建材建工领域检测，员工数量和检测延伸领域较少，2013-17 年公司人均产值为 37.8 万元，低于国际巨头 SGS 在亚太区的 40.1 万元和 BV 的 41.8 万元。但公司上市以来人均产值快速提升，2017 年人均产值首次突破 40 万元达到 42.8 万元，并超过 SGS (41.9 万元) 和 BV (41.0 万元) 等国际检测巨头在亚太地区的人均产出。总体来看，若未来随着人员扩充和全面实现规模效应，公司人均产值维持在国际可比检测巨头水平，那么主业市场份额有望快速提升。根据公司年报和招股说明书等材料披露，公司将通过强化募投基地建设，进一步兼并重组建工建材检验认证机构，做大做强建工建材检验认证主业，将公司打造成一个在国内极具影响力、力争年收入突破 15 亿元的检验认证集团公司。

图表39：主要检测企业员工数量比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表40：主要检测企业人均产值比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

围绕建工建材检测主业，未来横向产业链重点向绿色低碳延伸。近些年来，由于建设工程事故问题，比如自如甲醛事件等使得人民群众对于建材建工的安全问题愈发关注，建工建材监管趋严，使得建筑材料与建筑工程质量的检测需求快速增长，新技术和新政策催生和扩展了室内空气质量检测、建筑物能效测评和老旧建筑维护检测（结构安全诊断、加固、保温）等各种新型检测需求。

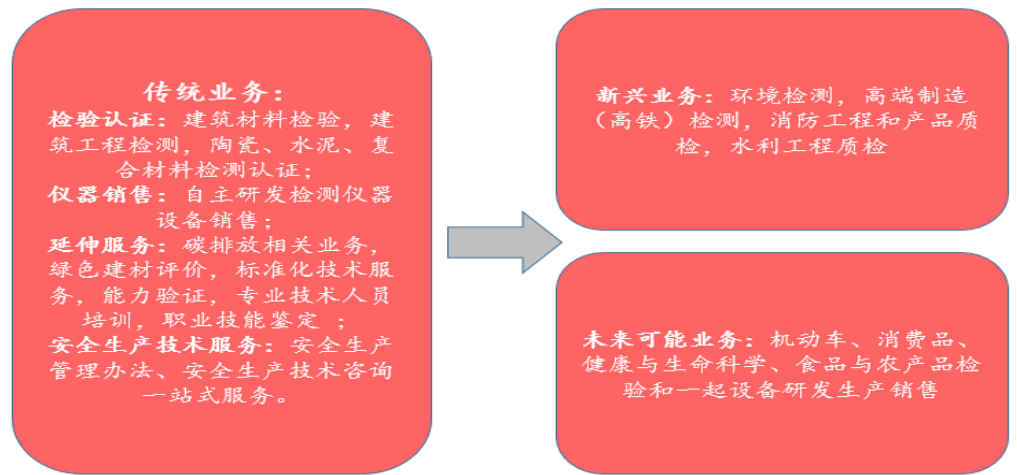
围绕建材建工检测主业，公司为业主能够提供多样化的综合技术延伸服务，其中绿色建材评价认证是重点发展方向之一。公司作为国内绿色建材评价、认证技术研究的发源地和领跑者，是全国首批三星级绿色建材评价机构，是目前各评价机构中唯一具备覆盖导则所有指标类型服务资质与能力的机构，可在全国范围内开展三星级绿色建材评价工作，并可在陶瓷、耐火、光伏等领域开展绿色制造评价相关工作。公司已在国内率先开发了建材产品分级认证，并颁发了国内首张绿色建材认证 AAA 级证书。

同样的，公司在碳排放相关业务方面也具备行业领先优势，先后取得了联合国清洁发展机制（CDM）项目指定经营实体（DOE）资质、中国温室气体自愿减排交易项目（CCER）审定与核证资质、核证碳标准（VCS）资质的认证机构等国际主流温室气体减排机制第三方核查服务机构资质，并积极参与国内减少温室气体排放的第三方核查服务工作，为控制和减少中国温室气体排放做出重要贡献。此外，公司还先后取得北京、广东、河北等近 20 个省市自治区、计划单列市碳排放权交易第三方核查机构资质或四方抽查资格，累计审核企业 1000 余家。

随着我国对环境保护的日益重视与企业环保意识的增强，公司延伸业务形成了对检测认证核心业务的有利补充，市场需求空间大，营业收入快速增长。延伸服务所涵盖业务范围较广，公司已在碳排放业务和绿色建材评价业务中取得较大优势。2013-17 年公司延伸业务营业收入从 0.28 亿元增加至 0.69 亿元，CAGR 达 25.52%，延伸业务毛利从 0.09 亿元增长至 0.31 亿元，CAGR 为 35.11%，实现快速增长。

布局环境环保检测，向综合性检测机构转型。2018 年，国检为布局环保检测，加速向综合性机构转变，收购奥达清环境检测公司，收购价格为 3289.93 万元，取得奥达清 60% 股权，其检测能力、服务范围等在北京地区具有优势。2012 年，公司全面通过了 ISO9001 质量管理体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证，从制度和体系上有效提高了公司的质量管理水平。环境检测；仪器设备租赁；信息咨询（不含中介服务）；技术服务。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

图表41： 横向产业链重点向绿色、低碳延伸

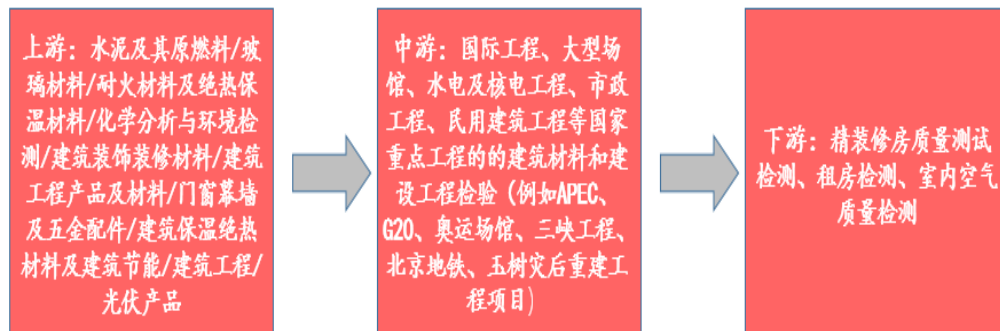


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

建筑安全玻璃检验认证政策红利，公司盈利未来可期。2017 年 7 月 28 日，国家认监委 2017 年第 20 号公告公布的《强制性产品认证目录产品与 2017 年 HS 编码对应参考表》表中，建筑安全玻璃在列，具体包括其他层压安全玻璃，其他钢化安全玻璃，中空或真空隔温、隔音玻璃组件，其他多层隔温、隔音玻璃组件。我国强制性产品管理规定，产品认证证书上没有标明有效期，证书的有效性由日常检查和监督来维持。认证中心委托与其签有跟踪检查协议的指定检验机构对获得产品认证证书和允许使用“认证标志”产品的生产厂，进行跟踪检查。检查频次每年不少于一次，检查结果合格，证书继续有效。公司占据国内安全玻璃强制性检验与认证领域的优势，政策利好有望助推公司未来盈利进一步增长。

围绕核心客户集中度提升，公司积极深化大地产商业务开拓。建材检测认证行业主要服务于建筑材料生产企业和工程建设单位，行业发展与建材工业和房地产开发投资保持同步增长。近几年随着地产行业集中度快速提升，公司及子公司与万科、恒大等知名大型地产商开始商谈合作，截至目前虽未有披露协议或订单，但我们预计与大地产商合作房屋精装修检测已成为公司短期内重要的战略目标，积极开拓与房地厂商合作业务未来可期。

图表42： 纵向产业链重点向品质、大客户深化



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

加强网点布局，全面提升本地化服务

公司实验室已初步形成全国布局，本地化服务能力有望进一步增强。国检集团目前拥有包括北京总部在内，覆盖华北、华南、华东、西北、西南等区域共二十三家分支机构，是A股首家“中国”字头、集检验认证为一体的上市公司。2017年公司本部、上海众材、厦门宏业、北京天誉、江苏公司等出具的检测报告数量在集团内占比均高于5%，公司已基本具备全国化的本地服务能力。

图表43： 公司及其子公司出具检验报告及占比

序号	公司	2017 (份)	占比 (%)	2016 (份)	占比 (%)	2015 (份)	占比 (%)	2014 (份)	占比 (%)	2013 (份)	占比 (%)
1	国检集团	56,713	11.78%	61,329	11.69%	64,606	12.190%	63,500	12.46%	53,016	11.77%
2	苏州公司	7,341	1.53%	6,481	1.23%	5,248	0.990%	5,640	1.11%	5,529	1.23%
3	秦皇岛公司	1,589	0.33%	1,052	0.20%	1,153	0.220%	1,480	0.29%	1,373	0.30%
4	陕西公司	4,676	0.97%	5,300	1.01%	4,165	0.790%	4,869	0.96%	4,785	1.06%
5	西安公司	1,050	0.22%	1,562	0.30%	1,489	0.280%	984	0.19%	1,609	0.36%
6	上海众材	160,836	33.42%	156,300	29.78%	160,930	30.350%	159,863	31.37%	108,319	24.05%
7	北京天誉	38,884	8.08%	12,087	2.30%	9,453	1.780%	-	-	-	-
8	厦门宏业	171,331	35.60%	226,420	43.14%	197,200	37.200%	131,600	25.83%	110,314	24.50%
9	北京厦荣	-	-	-	-	29,745	5.610%	60,249	11.82%	82,734	18.37%
10	安徽公司	431	0.09%	117	0.02%	58	0.010%	40	0.01%	20	0.00%
11	浙江公司	6,547	1.36%	5,020	1.14%	5,296	1.000%	5,055	0.99%	5,239	1.16%
12	广东中科华大	4,844	1.01%	5,959	1.13%	8,390	1.580%	6,490	1.27%	7,646	1.70%
13	江苏公司	26,159	5.44%	41,959	7.99%	40,276	7.600%	69,804	13.70%	69,730	15.48%
14	贵州公司	370	0.08%	834	0.16%	1,819	0.340%	-	-	-	-
15	徐州公司	480	0.10%	426	0.08%	336	0.060%	-	-	-	-
	合计	481,251	100%	524,846	100%	530,164	100%	509,574	100%	450,314	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募投资金用于建设四大检测基地，西北/华东服务能力全面提升可期。公司自2016年以来，着手建立华北、华东、华南、西北四大基地，短期目标为将公司打造成在国内极具影响力、力争年收入突破15亿元的检验认证集团公司。截至2018年半年度报披露日，华东（上海）基地建设项目完成93%，华北（北京）基金建设项目完成46%，华南（广州）基地建设项目完成27%，西北基地建设项目完成55%，我们预计年内西北基地将建设完毕，明年华东基地将建设完毕。华南基地因为土地更换有所滞后，各地均在做检测机构产业园，目前该基地处于设计阶段，华北基地由于北京副中心规划迟迟未定而造成建设期不及预期，我们预计两个基地将于2021年后建成。

图44： 公司四大募投基地建设情况

项目名称	2018H1 工程进度	公司预计投产	主要实验室及部门	项目经济效益分析
华北基地	46%	2020 年以后	建筑工程结构检验实验室 建筑工程材料检验实验室 玻璃产品检验实验室 金属装饰产品与管材检验实验室 耐火材料物化性能检验实验室 材料分析与安全检验实验室 水泥产品检验及能效测评实验室 涂料及胶黏剂检验实验室 陶瓷与石材产品检验实验室	年销售收入 25,409 万元， 年利润总额 8,388.万元， 年净利润 6,291 万元，内部收益率（税前） 23.87%，内部收益率（税后）18.05%，静态投资回收期（税后）6.90 年。
华东基地	93%	2019 年	建筑工程结构检验实验室、建筑工程材料检验实验室、金属装饰产品与管材检验实验室、材料分析与安全检验实验室、涂料及粘剂检验实验室、陶瓷与石材检验实验室、安全生产技术服务及认证部	项目达产后，年销售收入 18,055.68 万元，年利润总额 4,903.74 万元，年净利润 3,677.80 万元，内部收益率（税前） 20.76%，内部收益率（税后）15.39%，静态投资回收期（税后）6.47 年
华南基地	27%	2020 年以后	建筑工程结构检验实验室、建筑工程材料检验实验室、材料分析与安全检验实验室、陶瓷与石材产品检验实验室、涂料及粘胶剂检验实验室、产品加工销售部门	项目达产后，年销售收入 8,713.68 万元，年利润总额 2,038.05 万元， 1,528.53 万元，内部收益率（税前）22.45%， 内部收益率（税后） 17.34%，静态投资回收期（税后）7.23 年
西北基地	55%	2018 年底	建筑工程结构检验实验室、建筑工程材料检验实验室、材料分析与安全检验实验室、陶瓷与石材产品检验实验室、检测仪器加工实验室	本项目达产后，年销售收入 7,302.48 万元，年利润总额 2,138.31 万元， 年净利润 1,817.56 万元，内部收益率（税前） 20.10%，内部收益率（税后）17.24%，静态投资回收期（税后）5.97 年

资料来源：公司 IPO 招股说明书，公司 2018 年半年度报告，华泰证券研究所

中长期规划布局高远，全国基地建设有望加快。根据企业年报和招股说明书等材料披露，到 2020 年，公司将立足于建材和建筑工程领域，夯实现有五大业务平台，强化募投基地建设，进一步兼并重组检验认证机构，整合优质检验认证资源，拓展主营业务市场份额，做大做强建工建材检验认证主业。同时发挥建工建材检验认证技术、人才、客户等资源优势，向消防工程和产品、水利工程质量检验、检验仪器设备生产销售、计量校准等相关业务延伸，将公司打成一个在国内极具影响力、力争年收入突破 15 亿元的检验认证集团公司。中长期规划，到 2025 年致力于打造成为国内领先并在国际上具有广泛知名度、美誉度和较强市场竞争力的第三方检验认证集团公司。若要完成中长期布局规划，我们预计在目前的区域性特征背景下，大型综合检测机构在全国每个地级市都至少有一个服务机构，预计需要 300 余家分支机构，而目前公司只有 28 个机构。按公司目前 1 个实验室 3000-5000 万年收入，300 家分支机构年收入有望接近 BV/SGS 等巨头在亚太区的百亿营收规模。

集团整合有望加快，机构改革催生并购机遇

两材重组顺利完成，公司上市时避免同业竞争承诺有望加快集团内检测认证资源整合。公司在 2016 年 11 月 IPO 时，中国建材集团和中国中材集团曾针对解决同业竞争问题，承诺“将在重组完成后三年内，以停止经营相竞争业务的方式，或者将相竞争业务纳入到国检集团经营的方式，或者将相竞争业务转让给无关联关系第三方的方式，避免与国检集团的同业竞争。”公司作为集团内重要的建筑材料及建筑工程检测品牌商，又是中国建材研究院总院的两大上市平台之一，我们预计两材重组完成后，相关资产整合工作有望加速。

公司具备并购外延的丰富经验和财务条件。在 IPO 之前，公司为扩大业务规模进行了一系列并购或重组，陆续通过收购厦门宏业（2009 年）、上海众材（2011-2012 年）、广东中科华大（2012 年）、江苏公司（2012 年）、徐州公司（2015 年）和贵州公司（2015 年）等当地建筑工程检测领域处于领先地位的企业，初步完成全国整体战略布局。2017 年 3 月，公司子公司北京天誉吸收合并北京厦荣工程检测有限责任公司实施完毕。此外，公司目前零有息负债，货币现金充裕，未来加杠杆空间较大，我们预计优异的财务条件有助于公司加快承接集团内检测认证资源整合。

图表45： 2009-2015 年公司主要收购项目经营范围及服务能力

被收购公司名称	收购后股权比例	经营范围	服务能力
中国建材检验认证集团厦门宏业有限公司	55%	公司经营范围：其他质检技术服务；特种设备检验检测；消防安全评估；消防设施维护、保养、检测；地质勘查技术服务；其他未列明专业技术服务业（不含需经许可审批的事项）；新材料技术推广服务；节能技术推广服务；其他技术推广服务；科技中介服务；合同能源管理；其他未列明科技推广和应用服务业；工程和技术研究和试验发展；气象服务；建设工程勘察设计；基础地质勘查；环境保护监测。	有建筑地基基础工程检测、建筑主体结构检测等 18 个专项资质，是海西最具影响力的检测企业之一
上海众材工程检测有限公司	100%	建设工程技术监督、技术咨询，建设工程项目管理，建设工程质量检测（凭资质经营），工程材料及设备的检测，机电设备安装建设工程专业施工，建筑装饰装修建设工程专业施工，建筑智能化建设工程专业施工，合同能源管理，计算机软件开发，检测技术的研究、开发及相关技术咨询服务，工程测量勘察，岩土工程勘察，自有房屋租赁，物业管理，停车场（库）收费，环境卫生检测与评价、安全检测与评价、消防设施维护保养检测、消防安全评估的服务，企业安全生产技术咨询，工程测量，不动产测绘，企业管理咨询，认证服务。	15 项资质证书，21 篇论文发表，已取得上海高新技术企业认证，拥有 1 项发明、17 项实用新型专利、5 项软件著作权，上海市高新技术成果转化项目 1 项，获得了“上海市科技小巨人培育企业”的殊荣，在上海检测行业中公司连续多年获得上海市检测行业最高奖“检测杯”综合奖；连续两年获得上海市“诚信创建企业”荣誉称号。
广东中科华大工程技术检测有限公司	70%	工矿企业气体监测；放射性污染监测；光污染监测；环境保护监测；生态监测；桩基检测服务；基坑监测服务；建筑材料检验服务；房屋安全鉴定；施工现场质量检测；空气污染监测；噪声污染监测；无损检测；环境标志认证；水土保持监测；电能质量监测；计量认证（具体范围见计量认证证书及其附表）；公路与桥梁检测技术服务；管理体系认证（具体业务范围以认证机构批准书或其他相关证书为准）；产品认证（具体业务范围以认证证书或其他相关证书为准）；室内环境检测；装修质量鉴定；实验室检测	9 项专利，7 项软件著作权，3 个资质认证
中国建材检验认证集团江苏有限公司	51%	经营范围为：工程勘察、设计、物探测试检测监测、测量；测绘；建筑工程能效测评、能源审计、分项计量、绿色建筑、绿色建材评价技术服务；碳排放核查；建设工程安全评价、安全鉴定；建设工程质量检测；企业管理咨询、认证；建材检验及技术培训（不含国家统一认可的职业资格证书类培训）；计算机软件、检测技术以及仪器设备研究开发与销售。	14 项专利，10 个软件著作权，6 个资质证书
中国建材检验认证集团徐州有限公司	61%	市政工程、公路工程、土建工程的质量检测。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

资产注入可期，集团协同效应有望逐步体现。根据公司2016年招股书披露，中国中材集团及其下属企业共有5个国家级质检中心、2个行业级质检中心等资质，检测范围包括了石材、水泥、陶瓷、玻璃纤维产品、非金属矿制品、混凝土制品、玻璃钢制品、地质勘查等。这些检测机构分散在中国中材集团下属的不同法人主体中，且检测业务在各家法人主体中均为非主营业务；并且各家机构检测业务和范围相对单一，无法形成合力为客户提供一站式检测服务。彼时中国中材集团下属主要检测机构的检测业务收入合计约为4,000-5,000万元，约占国检集团15年收入的10%。若资产整合加速，我们预期将增厚上市公司盈利。

国有检验检测机构改革迎来整合期，行业供给侧改革有望加快龙头企业做强做大。我国检测认证行业属于典型的“大行业小公司”格局，存在大量中小规模的检测认证机构，但超过一半的机构仅能服务本地市，竞争实力较弱。部分低端检测业务以价格竞争为唯一手段，造成行业内无序竞争。根据中国合格评定国家认可委员会（CNAS）秘书处发布的通告，截至2018年8月31日，CNAS认可各类认证机构、实验室及检验机构三大门类共计十四个领域的10243家机构。累计暂停各类机构的认可资格1452家，累计撤销各类机构的认可资格668家，累计注销各类机构的认可资格817家。

根据质检总局等32个部门于2016年联合印发的《认证认可检验检测发展“十三五”规划》，加快国有检验检测认证机构改革和推动检验检测认证供给侧改革都是“十三五”期间的重点任务。**加快国有检验检测认证机构改革方面**，鼓励引入社会资本参与国有机构改革，推动具备条件的国有检验检测认证机构上市。推动检验检测认证供给侧改革，引导国有检验检测认证资源向关系行业发展的关键领域聚焦，向技术密集、资源密集的基础性、战略性领域集中。推动检验检测认证事业单位分类改革，明确公益类检验检测认证机构的功能定位，加快具备条件的经营性事业单位与行政部门脱钩、转企改制，完善过渡政策。**推动检验检测认证供给侧改革方面**，以检验检测认证机构整合为契机，促进现有检验检测认证资源整体优化、检验检测认证机构做强做大，引导从业机构提升高效优质服务供给能力。加强新建检验检测认证机构的科学论证和统筹规划，充分发挥市场的决定性作用和各项准入制度的导向性作用，力争“十三五”末基本构建形成适应经济新常态要求、符合经济社会发展布局、区域行业发展协调、具有较强服务提供能力的检验检测认证市场格局。

根据2015年3月10日的《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》，明确区分公益类和经营类两类检验检测认证机构，到2020年基本完成质检系统检验检测认证机构政事分开、管办分离、转企改制等改革任务，形成一批具有知名品牌的综合性检验检测认证集团。因此，我们预计2019-2020年检验检测认证机构行业整合尤其是国有机构改革有望加快，本轮机构改革加快将推动龙头企业发掘在地区和行业并购整合中的新机遇。根据该规划，2020年全国检验检测认证服务业营收总规模要达到3000亿元，较2015年的1935亿元需实现9.17%的年复合增长；对外出具检验检测报告数4.4亿张，较2015年的3.29亿张CAGR为6%；出具有效认证证书总数240万张，较2015年的145.8万张CAGR为10.48%，行业收入增速超过检验检测报告数增速，我们预计行业龙头优势将进一步突出。

图表46： 各省市检验检测机构改革相关概述

省市名称	时间	文件或事件名称	相关表述
陕西省	2015 年 7 月 7 日	陕西省检验检测认证机构整合方案	推进跨部门、跨行业、跨层级整合，支持鼓励并购重组，做强做大检验检测认证机构。
甘肃省	2015 年 12 月 22 日	甘肃建材检验检测认证集团成立	由省建材科研设计院作为试点单位牵头组建，打造西北地区建筑建材类检验检测认证行业的领军型骨干企业，到 2020 年经营收入突破 5 亿元。
广州市	2016 年 8 月 16 日	广州检验检测认证集团组建方案	组建广州检验检测认证集团，力争在 3-5 年内以资产为纽带开展资源整合，做强做大集团，资产规模达 50 亿元，业务收入超过 35 亿元，力争上市。
辽宁省	2018 年 6 月 1 日	辽宁省省直公益性事业单位优化整合方案	整合原隶属于 9 个省直部门的 20 家事业单位，正式成立辽宁省检验检测认证中心，实现标准、计量、检验检测和认证认可等“一站式服务”。
云南省	2018 年 7 月 5 日	云南省检验检测认证机构省直事业单位剥离式整合改革的实施意见(征求意见稿)	在部门内进行剥离式改革，整合社会公益类职能职责，组建省政府直属事业单位，包括组建云南检验检测认证集团股份有限公司、云南产品质量检验检测有限责任公司等。

资料来源：各省市政府官网，华泰证券研究所

利润稳健增长，估值低于可比公司

预计 18-20 年净利润复合增速为 24.3%

预计公司 2018-2020 年 3 年净利润复合增速为 24.3%。公司作为建工建材检测龙头，有望依托品牌优势不断拓展业务。仅考虑内生增长，我们预计 2018-2020 年公司归母净利润 1.9/2.3/2.8 亿元，对应 EPS 0.84/1.04/1.26 元，三年净利润复合增速为 24.3%。

检测业务：18-20 年收入增速分别为 21%/27%/23%，毛利率稳定在 49%。公司未来有望依托中建材集团和自身过硬品牌维持业务稳定增长，随着四大基地逐步达产提升公司实验室服务能力，我们预计公司 18-20 年检测业务收入增速将分别为 21%/27%/23%。公司品牌效应有望使公司维持较高毛利率，我们预计 18-20 年公司检测业务毛利率有望稳定在 49%。考虑到公司四大募投基地的相继投入和现有基地的业务培育趋于成熟，我们预计建筑工程检测 18-20 年收入增速分别为 15%/20%/20%；而中材集团资源整合和可能的外延有望增厚建材领域检测收入的增长，我们预计公司建筑材料检测 18-20 年收入增速分别为 20%/40%/30%。环境检测 2018 年并购奥达清后，全年收入预计为 2500 万元，19-20 年随着整合效应逐渐体现，收入增速分别为 40%/30%。

延伸服务业务：18-20 年收入增速稳定在 20%，毛利率稳定在 47%。随公司产业链一体化服务持续推进，预计公司延伸服务业务增速将高于检测业务收入增速，将稳定在 20%。预计毛利率将稳定在 47%。

认证业务：18-20 年收入增速 22%/15%/10%，毛利率稳定在 43%。公司传统认证业务主要服务于玻璃和瓷制砖等强制性产品认证领域，相对稳健，但随着低碳产品、光伏产品和绿色建材等自愿性产品认证的快速增长，我们预计公司 18-20 年收入增速将分别为 22%/15%/10%。由于公司采用高端服务定价模式，我们认为公司 18-20 年毛利率有望稳定在 43%。公司 18H1 认证业务实现收入 3246 万元，同比增长 21.73%。

仪器销售业务：18-20 年收入增速维持在 20%，毛利率稳定在 30%。公司仪器销售业务与延伸服务业务关联性较高，预计 18-20 年收入增速或将保持在 20%，毛利率有望稳定在 30%左右。

安全生产技术业务：18-20 年收入增速稳定在 50%，毛利率稳定在 43%。安全生产技术服务为公司重点发展业务，我们认为该业务收入增速有望高于公司平均增速。我们预计 18-20 年公司安全生产技术服务收入增速将稳定在 50%，毛利率有望稳定在 43%。

图表47： 分部营收预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	597	665	752	918	1,152	1,418
YOY	13%	11%	13%	22%	25%	23%
检测	447	483	534	647	820	1,010
YOY	14%	8%	11%	21%	27%	23%
占公司收入百分比	75%	73%	71%	70.5%	71.1%	71.2%
延伸服务	44	67	69	82	99	119
YOY	57%	52%	3%	20%	20%	20%
占公司收入百分比	7%	10%	9%	9.0%	8.6%	8.4%
认证	55	54	59	72	83	91
YOY	-4%	-1%	9%	22%	15%	10%
占公司收入百分比	9%	8%	8%	7.8%	7.2%	6.4%
仪器销售	34	40	59	71	85	102
YOY	0%	16%	48%	20%	20%	20%
占公司收入百分比	6%	6%	8%	7.7%	7.4%	7.2%
安全生产技术服务	10	15	27	40	60	91
YOY	17%	47%	76%	50%	50%	50%
占公司收入百分比	2%	2%	4%	4.4%	5.2%	6.4%
其他服务	6	6	5	5	5	6
YOY	-10%	-4%	-17%	5%	5%	5%
占公司收入百分比	1%	1%	1%	0.6%	0.5%	0.4%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48： 分部毛利润预测（单位：百万元）

	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利	279	317	346	430	537	661
毛利率	47%	48%	46%	47%	47%	47%
检测	219	244	264	320	402	495
毛利率	49%	50%	49%	49%	49%	49%
延伸服务	23	31	31	39	46	56
毛利率	52%	47%	46%	47%	47%	47%
认证	24	23	25	31	36	39
毛利率	44%	42%	43%	43%	43%	43%
仪器销售	8	11	13	21	25	31
毛利率	24%	27%	22%	30%	30%	30%
安全生产技术服务	2	6	11	17	26	39
毛利率	23%	38%	43%	43%	43%	43%
其他服务	2	2	2	2	2	2
毛利率	39%	40%	32%	32%	32%	32%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

首次覆盖“买入”评级，目标价 21.79-27.04 元

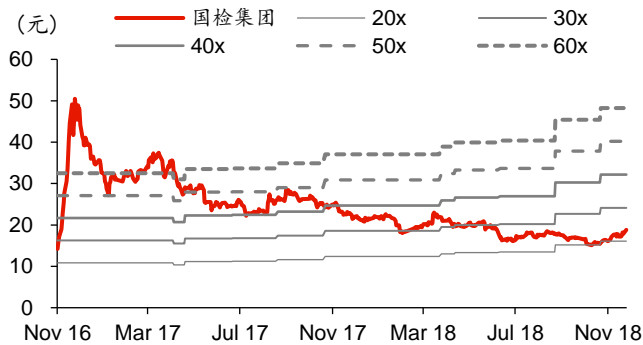
采用 P/E 和 EV/EBITDA 两种估值方法，给予公司目标价 21.79-27.04 元/股，首次覆盖“买入”评级。公司有望依托中建材集团资源和自身品牌、研发、网络优势，维持稳健增长，在仅考虑内生增长前提下，我们预计 2018-2020 年 EPS0.84/1.04/1.26 元，当前股价对应 22/18/15x P/E，位于历史估值低位，也显著低于可比公司平均估值水平。参考可比公司 2019 年平均 P/E 为 26x，给予公司 2019 年 26x P/E，对应目标价 27.04 元。参考可比公司 19 年平均 16x EV/EBITDA，给予公司 19 年 16x EV/EBITDA，对应公司目标市值 47.9 亿，对应目标价 21.79 元/股。综合以上，给予公司目标价 21.79-27.04 元/股，首次覆盖“买入”评级。

图表49: 可比公司估值表 (2018/12/3)

股票简称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率 (x)			EV/EBITDA (x)			来源
		2018/12/3	2018/12/3	18E	19E	20E	18E	19E	20E	
华测检测	300012.SZ	6.28	10,409	42	29	22	21	16	12	Wind
安车检测	300572.SZ	45.00	5,448	44	30	22	40	27	19	Wind
中国汽研	601965.SH	6.84	6,636	16	13	10	9	8	6	Wind
金城医学	603882.SH	22.02	10,083	44	36	28	23	19	15	Wind
苏试试验	300416.SZ	19.80	2,684	32	22	15	16	12	10	Wind
平均值				36	26	19	22	16	13	
国检集团	603060.SH	18.81	4,138	22	18	15	17	14	11	华泰

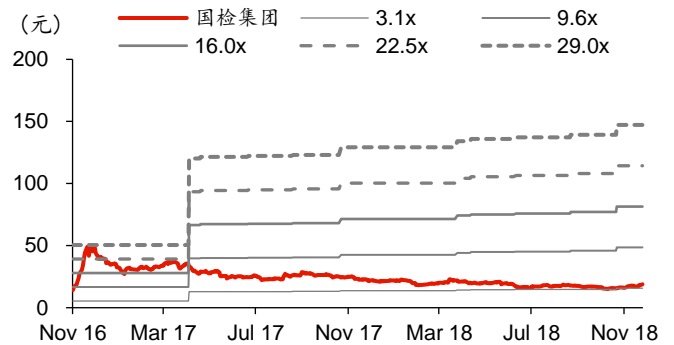
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 国检集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表51: 国检集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

收购进度及整合能力不及预期。根据公司年报和招股说明书披露,公司未来计划通过加强收购提升在建材工程领域检测市占率以及进行横向扩张,外延收购进度以及并购整合的不确定性较强。

网点布局进度不及预期。公司目前在全国 28 个分支机构,计划大力拓展网点提升服务能力,网点布局进度不及预期将会导致服务能力跟不上,从而导致收入利润增速低于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	800.54	758.46	868.71	938.78	1,103
现金	408.83	326.02	401.23	416.38	515.99
应收账款	67.34	89.93	110.01	142.24	181.42
其他应收账款	7.98	12.40	15.12	18.98	23.36
预付账款	31.21	47.47	57.09	71.92	88.47
存货	12.59	12.12	14.57	18.36	22.58
其他流动资产	272.60	270.52	270.68	270.90	271.16
非流动资产	480.31	577.92	658.73	1,078	1,517
长期投资	0.00	33.00	33.00	33.00	33.00
固定投资	260.70	319.39	341.31	473.45	744.26
无形资产	56.91	55.52	54.22	52.99	51.83
其他非流动资产	162.70	170.01	230.20	518.08	687.93
资产总计	1,281	1,336	1,527	2,016	2,620
流动负债	220.88	184.36	219.44	287.94	645.81
短期借款	42.92	0.00	0.00	0.00	283.50
应付账款	24.17	26.68	32.09	40.43	49.73
其他流动负债	153.79	157.67	187.35	247.52	312.58
非流动负债	74.56	57.70	57.70	288.07	305.77
长期借款	18.41	0.00	0.00	230.37	248.06
其他非流动负债	56.15	57.70	57.70	57.70	57.70
负债合计	295.44	242.06	277.14	576.01	951.58
少数股东权益	57.06	65.58	79.75	97.23	118.35
股本	220.00	220.00	220.00	220.00	220.00
资本公积	452.75	444.11	444.11	444.11	444.11
留存公积	255.61	364.63	506.44	678.95	885.96
归属母公司股东权益	928.36	1,029	1,171	1,343	1,550
负债和股东权益	1,281	1,336	1,527	2,016	2,620

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	203.35	155.51	224.45	293.38	364.35
净利润	115.77	144.22	185.80	229.20	276.93
折旧摊销	31.89	35.28	39.16	45.75	60.43
财务费用	3.78	(1.43)	(1.57)	3.17	15.04
投资损失	(0.34)	(8.23)	(13.17)	(15.80)	(18.96)
营运资金变动	36.38	(31.02)	0.05	13.58	9.78
其他经营现金	15.86	16.68	14.17	17.48	21.12
投资活动现金	(328.42)	(117.05)	(106.80)	(448.74)	(480.97)
资本支出	68.80	95.22	116.17	460.73	496.13
长期投资	0.00	33.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	259.62	(11.17)	(9.36)	(12.00)	(15.16)
筹资活动现金	365.60	(123.22)	(42.43)	170.51	216.23
短期借款	(1.02)	(42.92)	0.00	0.00	283.50
长期借款	(20.57)	(18.41)	0.00	230.37	17.70
普通股增加	55.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	452.75	(8.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(120.56)	(53.26)	(42.43)	(59.86)	(84.96)
现金净增加额	240.52	(84.76)	75.21	15.15	99.61

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	665.01	752.41	917.91	1,152	1,418
营业成本	348.44	406.09	488.34	615.21	756.78
营业税金及附加	4.08	4.71	5.75	7.22	8.88
营业费用	19.54	21.67	28.46	35.71	43.94
管理费用	154.97	166.02	202.54	248.39	298.60
财务费用	3.78	(1.43)	(1.57)	3.17	15.04
资产减值损失	2.86	3.68	4.48	5.63	6.93
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.34	8.23	13.17	15.80	18.96
营业利润	131.68	174.73	220.79	274.54	333.65
营业外收入	18.75	6.64	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.62	0.67	0.67	0.67	0.67
利润总额	149.80	180.70	230.12	283.86	342.98
所得税	22.02	25.48	30.14	37.18	44.93
净利润	127.77	155.22	199.98	246.68	298.05
少数股东损益	12.00	11.00	14.17	17.48	21.12
归属母公司净利润	115.77	144.22	185.80	229.20	276.93
EBITDA	165.16	184.11	226.90	285.96	364.64
EPS (元, 基本)	0.53	0.66	0.84	1.04	1.26

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	11.39	13.14	22.00	25.48	23.07
营业利润	2.45	32.70	26.36	24.34	21.53
归属母公司净利润	10.39	24.57	28.83	23.35	20.83
获利能力 (%)					
毛利率	47.60	46.03	46.80	46.59	46.61
净利率	17.41	19.17	20.24	19.90	19.54
ROE	17.13	14.74	16.90	18.24	19.14
ROIC	22.53	18.27	20.12	19.79	18.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.07	18.11	18.14	28.57	36.32
净负债比率 (%)	25.95	0	0	39.99	55.86
流动比率	3.62	4.11	3.96	3.26	1.71
速动比率	3.57	4.05	3.89	3.20	1.67
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.58	0.64	0.65	0.61
应收账款周转率	10.60	9.57	9.18	9.13	8.76
应付账款周转率	17.80	15.97	16.62	16.97	16.79
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.66	0.84	1.04	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	0.71	1.02	1.33	1.66
每股净资产(最新摊薄)	4.22	4.68	5.32	6.10	7.05
估值比率					
PE (倍)	35.74	28.69	22.27	18.06	14.94
PB (倍)	4.46	4.02	3.54	3.08	2.67
EV_EBITDA (倍)	23.92	21.46	17.41	13.81	10.83

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 2018 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

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

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