

公司研究/季报点评

2019年11月01日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 20.23  
合理价格区间(元): 21.08~22.44

**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

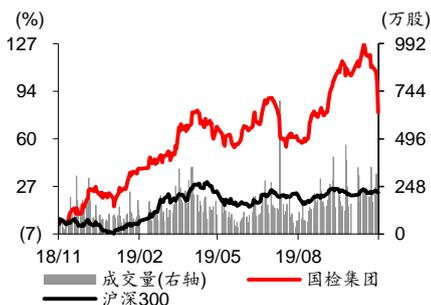
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《国检集团(603060,买入): 业绩略低于预期, 看好 2H 成长加速》2019.07
- 2 《国检集团(603060,买入): Q1 业绩符合预期, 重组获重要进展》2019.04
- 3 《国检集团(603060,买入): 业绩符合预期, 期待外延加速》2019.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q3 业绩低于预期, 不改长期价值

## 国检集团(603060)

### 业绩低于预期, 并购落地或增厚全年利润

公司公告 19Q3 实现营业收入 2.4 亿 (+3.9%), 实现归母净利润 4114 万 (-31.9%), 扣非归母净利润 3311 万 (-35.1%), 低于市场预期, 主要受广东、厦门区域竞争激烈建工业务盈利能力下滑拖累。公司披露拟收购中材集团旗下 8 家机构检验检测业务, 公司预计四季度有望成功完成并购, 预计增厚全年利润。考虑到建工业务毛利率或略低于预期, 及公司费用率略超预期, 我们适当下调 19-21 年盈利预测至 2.10/2.68/3.31 亿 (前值为 2.26/2.84/3.35 亿)。当前可比公司 19 年平均 P/E 为 42x, 给予公司 19 年 31-33 x 目标 P/E, 目标价 21.08-22.44 元, 维持“买入”评级。

### 毛利率小幅下降, 销售现金流回款情况良好

公司 19Q3 实现收入 2.4 亿 (+3.9%), 4114 万 (-31.9%), 低于市场预期, 我们判断 19Q3 业绩低于预期主要受以下因素影响: 1) 19Q3 收入同比 +3.9% 增幅较小, 毛利率 42.5% (-8.8pct), 主因物流因素拖累母公司收入下滑 1% 至 1.14 亿, 同时激烈的区域竞争影响广东及厦门地区子公司盈利表现; 2) 管理费用同比增加 1697 万, 系公司从 7 月 1 日起上调社保基数。19Q3 实现经营性现金净流入 2286 万元 (同比减少 5801 万元), 其中销售商品收到现金基本持平, 经营性现金流出同比增加 4972 万元, 主因支付的成本、工资及各项税费均同比增加。

### 收购进军食品检测行业, 继环境检测之后跨领域扩张再下一城

公司于 2019 年 10 月 1 日披露以 2,940 万元购买安徽拓维 55% 股权, 公司预计本年度可完成收购, 或增厚公司全年业绩。安徽拓维为宣城市食品检测领域领军企业, 我们认为公司有望借此次收购持续推进“跨地域, 跨领域”战略, 国检集团作为建筑建工检测领域龙头, 继收购环境检测公司之后, 今年继续落地食品检测领域, 跨领域扩张为公司迈向综合性服务的必经一环。我们预计三季报后, 集团内建材检测资产整合有望加速, 推进枣庄剩余 4 区 1 县建工资质整合, 未来有望实现异地复制, 看好公司长期通过“内生+外延”稳健增长。

### 预计 19Q4 环比好转, 小幅下调 19 盈利, 维持买入

我们预计公司四季度并购进程有望继续推进 (公司拟收购中材集团旗下咸阳非金属矿研究设计院、南京玻璃纤维研究设计院等 8 家机构检验检测业务), 同时公司预计母公司经营情况环比好转。考虑到建工业务毛利率或略低于预期, 及公司费用率或超预期, 我们适当下调 19-21 年 EPS 至 0.68/0.87/1.08 元 (前值为 0.73/0.92/1.09 元)。考虑公司 Q3 业绩略低于预期且下游市场发展相对成熟, 当前可比公司 19 年平均 P/E 为 42x, 给予公司 19 年 31-33 x 目标 P/E, 目标价 21.08-22.44 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 中材集团旗下业务及安徽拓维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)	308.00
流通 A 股 (百万股)	89.36
52 周内股价区间 (元)	16.00-28.81
总市值 (百万元)	6,231
总资产 (百万元)	1,658
每股净资产 (元)	4.04

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)	752.41	937.31	1,125	1,433	1,786
+/-%	13.14	24.57	20.04	27.40	24.61
归属母公司净利润 (百万元)	144.22	191.15	210.07	268.46	331.18
+/-%	24.57	32.54	9.90	27.80	23.36
EPS (元, 最新摊薄)	0.47	0.62	0.68	0.87	1.08
PE (倍)	48.01	36.22	32.96	25.79	20.91

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测调整概览

图表1: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
收入增速 (%)	20.3%	19.8%	17.3%	20.0%	27.4%	24.6%	-0.3	7.6	7.3
毛利率 (%)	45.4%	45.1%	44.9%	44.8%	45.8%	45.9%	-0.6	0.7	1.1
期间费用率 (%)	15.9%	14.2%	13.4%	17.1%	17.7%	17.4%	1.1	3.5	4.1
净利率 (%)	20.1%	21.0%	21.1%	18.7%	18.7%	18.5%	-1.4	-2.3	-2.6
归母净利润 (百万元)	226	284	335	210	268	331	-7%	-5%	-1%
EPS (元)	0.73	0.92	1.09	0.68	0.87	1.08	-7%	-5%	-1%

资料来源: 华泰证券研究所

### 下调盈利预测, 维持“买入”评级

考虑到建工业务利润率或略低于预期, 及费用率或超预期, 我们适当下调 19-21 年盈利预测至 2.10/2.68/3.31 亿 (前值为 2.26/2.84/3.35 亿)。考虑公司 Q3 业绩略低于预期且下游市场发展相对成熟, 当前可比公司 19 年平均 P/E 为 42x, 给予公司 19 年 31-33 x 目标 P/E, 目标价 21.08-22.44 元, 维持“买入”评级。

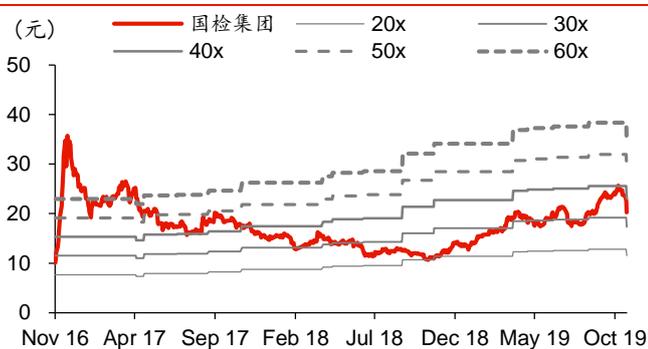
图表2: 可比公司估值表 (2019/10/31)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE		来源
		2019/10/31	2019/10/31	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
华测检测	300012.SZ	14.00	23,205	51	40	7	6	14%	15%	Wind		
安车检测	300572.SZ	46.80	9,063	43	30	9	7	22%	25%	Wind		
中国汽研	601965.SH	7.43	7,207	15	13	1	1	9%	10%	Wind		
金城医学	603882.SH	53.23	24,373	61	47	10	8	17%	18%	Wind		
苏试试验	300416.SZ	27.00	3,661	40	30	4	4	10%	12%	Wind		
平均值			13,502	42	32	7	5	15%	16%			
国检集团	603060.SH	20.23	6,231	30	23	5	4	16%	18%	华泰		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

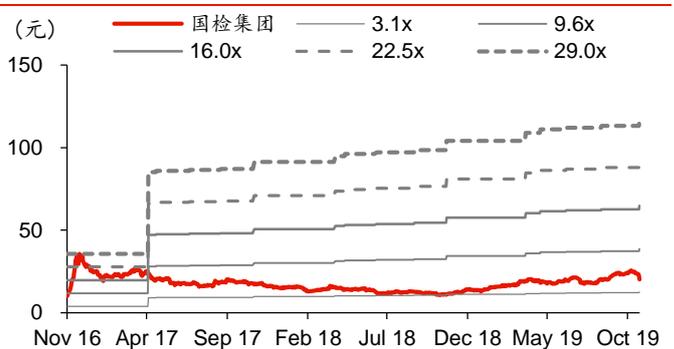
## PE/PB - Bands

图表3: 国检集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 国检集团历史 PB-Bands



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	758.46	888.52	904.46	1,266	1,505
现金	326.02	291.31	266.02	567.50	728.66
应收账款	89.93	130.29	154.04	187.82	234.04
其他应收账款	12.40	11.82	14.18	18.07	22.52
预付账款	47.47	54.05	65.96	82.46	102.45
存货	12.12	10.59	11.90	14.62	18.02
其他流动资产	270.52	390.47	392.36	395.46	399.00
非流动资产	577.92	680.77	1,437	1,588	1,770
长期投资	33.00	33.42	33.42	33.42	33.42
固定投资	319.39	393.06	573.90	871.04	1,081
无形资产	55.52	58.64	61.56	64.28	66.81
其他非流动资产	170.01	195.65	768.00	619.30	588.50
资产总计	1,336	1,569	2,341	2,854	3,274
流动负债	184.36	197.69	800.33	1,086	1,229
短期借款	0.00	0.00	500.00	500.00	500.00
应付账款	26.68	21.24	25.92	32.40	40.25
其他流动负债	157.67	176.46	274.41	553.62	689.16
非流动负债	57.70	106.06	106.06	106.06	106.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	57.70	106.06	106.06	106.06	106.06
负债合计	242.06	303.75	906.39	1,192	1,335
少数股东权益	65.58	96.15	113.79	136.33	164.14
股本	220.00	220.00	308.00	308.00	308.00
资本公积	444.11	437.61	437.61	437.61	437.61
留存公积	364.63	511.78	663.55	867.94	1,117
归属母公司股东权益	1,029	1,169	1,409	1,614	1,863
负债和股东权益	1,336	1,569	2,429	2,942	3,362

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	155.51	246.88	337.47	591.59	515.74
净利润	144.22	191.15	210.07	268.46	331.18
折旧摊销	35.28	46.24	57.73	77.70	100.02
财务费用	(1.43)	(1.49)	8.61	18.77	16.84
投资损失	(8.23)	(14.99)	(17.98)	(21.58)	(25.90)
营运资金变动	(31.02)	(0.80)	60.89	225.19	65.28
其他经营现金	16.68	26.77	18.15	23.06	28.32
投资活动现金	(117.05)	(226.93)	(795.86)	(207.27)	(255.86)
资本支出	95.22	107.79	800.00	215.01	267.92
长期投资	33.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(11.17)	119.15	(4.14)	(7.74)	(12.06)
筹资活动现金	(123.22)	(53.51)	433.09	(82.84)	(98.72)
短期借款	(42.92)	0.00	500.00	0.00	0.00
长期借款	(18.41)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	88.00	0.00	0.00
资本公积增加	(8.64)	(6.51)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(53.26)	(47.00)	(154.91)	(82.84)	(98.72)
现金净增加额	(84.76)	(33.56)	(25.29)	301.49	161.16

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	752.41	937.31	1,125	1,433	1,786
营业成本	406.09	509.34	621.62	777.12	965.47
营业税金及附加	4.71	4.96	5.95	7.58	9.45
营业费用	21.67	28.62	35.48	46.64	59.90
管理费用	103.77	123.22	147.92	188.44	234.81
财务费用	(1.43)	(1.49)	8.61	18.77	16.84
资产减值损失	3.68	8.58	10.30	13.12	16.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	8.23	14.99	17.98	21.58	25.90
营业利润	174.73	225.91	249.43	322.01	399.97
营业外收入	6.64	12.58	12.58	12.58	12.58
营业外支出	0.67	0.88	0.88	0.88	0.88
利润总额	180.70	237.62	261.13	333.72	411.68
所得税	25.48	30.41	33.42	42.71	52.69
净利润	155.22	207.20	227.71	291.00	358.98
少数股东损益	11.00	16.05	17.64	22.54	27.81
归属母公司净利润	144.22	191.15	210.07	268.46	331.18
EBITDA	246.36	311.31	365.81	485.23	610.40
EPS (元, 基本)	0.47	0.62	0.68	0.87	1.08

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	13.14	24.57	20.04	27.40	24.61
营业利润	32.70	29.29	10.41	29.10	24.21
归属母公司净利润	24.57	32.54	9.90	27.80	23.36
获利能力 (%)					
毛利率	46.03	45.66	44.75	45.79	45.95
净利率	19.17	20.39	18.67	18.73	18.54
ROE	14.74	17.39	16.29	17.76	19.05
ROIC	27.12	27.63	20.56	21.57	26.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	18.11	19.36	37.31	40.52	39.72
净负债比率 (%)	0	0	55.16	41.94	37.44
流动比率	4.11	4.49	1.13	1.17	1.22
速动比率	4.05	4.44	1.12	1.15	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.65	0.58	0.55	0.58
应收账款周转率	9.57	8.51	7.91	8.39	8.47
应付账款周转率	15.97	21.26	26.37	26.65	26.58
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.62	0.68	0.87	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.80	1.10	1.92	1.67
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.80	4.58	5.24	6.05
估值比率					
PE (倍)	48.01	36.22	32.96	25.79	20.91
PB (倍)	6.73	5.92	4.91	4.29	3.72
EV_EBITDA (倍)	27.44	21.72	18.48	13.93	11.08

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