

公司研究/首次覆盖

2019年11月05日

建材/其他建材 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 11.35
合理价格区间(元): 11.40~12.16

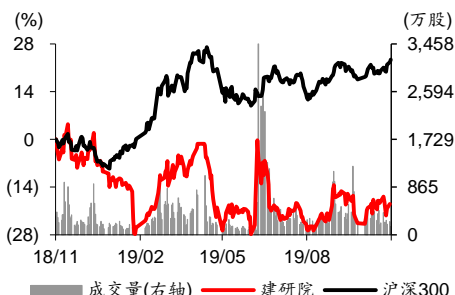
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

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

王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

苏州建工检测龙头，一体化服务能力突出 建研院(603183)

苏州建工检测龙头，一体化服务能力突出，首次覆盖“增持”评级

公司是苏州地区建工检测龙头，2018年建工检测收入1.95亿元，占比39%，工程检测毛利率高达69%，毛利润贡献比例达到58%，同时公司拟收购中测行实现区域扩张，预计该收购对公司EPS增厚将有正面作用。我们认为公司工程技术服务方面一体化综合服务能力突出，能够为客户提供集研发、生产、施工、检测、监理等全产业链综合技术服务。新型建材方面，受益于绿色建筑政策机遇，公司采取直销方式助推销量增长，预计公司2019-2021年EPS分别为0.38/0.44/0.51元，首次覆盖给予“增持”评级，目标价11.40~12.16元（30~32x 2019E P/E）。

工程检测：区域龙头，积极布局一站式检测，外延收购扩大区位优势

公司是江苏最大的建工检测公司之一，凭借核心竞争力形成较高的议价能力，形成区域性规模竞争优势。公司积极布局能效测评、工程鉴定等附加值高的检测业务，高品质的一站式检测服务能力进一步提高议价能力。公司通过收购省内检测公司拓展省内业务区域。19年，公司拟收购上海中测行，实现跨区域发展，根据业绩承诺测算，假设公司完成收购交易以及配套融资，并于19年底并表，该交易将增厚20/21年EPS 22%/19%。

设计+施工+监理一体化优势突出，绿色建筑受益政策支持

公司凭借完善的资质体系以及较强的技术实力，可以为客户提供从城市规划、项目设计、招投标服务、工程检测、工程专业施工、工程监理、合同能源管理到新型建材销售等一系列优质、全面的服务，有利于降低沟通成本，增强客户粘性。公司在建筑设计方面加大研发力度，融入生态环保理念，建立了完善的绿色建筑设计体系，在绿色建筑和节能减排领域研发实力雄厚，在既有建筑节能改造、合同能源管理等方面取得较大进展。

新型建材：直销模式助推销量增长，新型建材面临政策机遇

2019年，公司采取直销方式，加大对市场推广与宣传的投入，利用区域优势，充分发挥子公司姑苏新材的产能（主要以姑苏牌防水材料为主），实现销售额增长。2012年至今，多部门陆续颁布了多项政策规划，大力推行绿色建筑建设。绿色建筑规划将带动新型建材产业发展，作为其中的重要类别，防水材料的应用范围将越来越广，公司新型建材业务将面临重大机遇。

持续受益绿色建筑产业政策，首次覆盖“增持”评级

受益于绿色建筑政策，公司工程技术、新型建材两大业务板块增长空间广阔；公司作为江苏省内主导企业，通过外延并购扩大区位优势。我们预计公司19-21年EPS 0.38/0.44/0.51元（不考虑收购），当前股价对应29.9/25.8/22.1x P/E，假设公司完成中测行收购交易以及配套融资，则对应20/21年21.4/18.6xP/E。参考可比公司2019年32x估值，给予公司30~32x 2019E P/E，目标价11.40~12.16元，首次覆盖“增持”评级。

风险提示：地产投资增速放缓超预期；利润率下滑；绿色建筑政策落地不及预期；中测行业业绩表现不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	175.03
流通A股(百万股)	103.97
52周内股价区间(元)	10.13-20.66
总市值(百万元)	1,987
总资产(百万元)	981.80
每股净资产(元)	4.16

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)	443.99	494.61	602.41	707.85	801.98
+/-%	13.24	11.40	21.80	17.50	13.30
归属母公司净利润(百万元)	65.98	64.60	66.38	76.91	89.84
+/-%	20.02	(2.09)	2.75	15.87	16.81
EPS(元, 最新摊薄)	0.38	0.37	0.38	0.44	0.51
PE(倍)	30.11	30.75	29.93	25.83	22.11

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

投资要点	4
综合技术服务商，新型建筑前景广阔	5
建设综合技术服务商，技术、建材双轮驱动	5
聚焦江苏市场，收购拓展业务区域，具备全产业链优势	6
工程技术服务为主导，多项业务共同推进	8
检测市场空间广阔，内生+外延逐步扩张	10
建工检测市场空间大，但区域性明显	10
苏州检测龙头，盈利能力突出，外延实现扩张	11
收购中测行，实现跨地域扩张，增厚公司业绩	12
地方设计主导企业，绿色建筑持续推进	14
竞争格局高度分散，集中度有望提升	14
技术、渠道是核心竞争力，绿色建筑或成行业导向	15
地方设计主导企业，绿色建筑领军企业	16
业绩快速增长，首次覆盖“增持”评级	19
预计 19-21 年净利润增速分别为 2.7%/15.9%/16.8%	19
首次覆盖“增持”评级，目标价 11.40~12.16 元	21
风险提示	22

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构图（截至 2019 年中报）	5
图表 3：公司 2018 年主营业务及占比	6
图表 4：2014-2019H1 公司营业总收入及增速	6
图表 5：2014-2019H1 公司归母净利润及增速	6
图表 6：2014-2017Q1 地区收入占比	7
图表 7：2017 年 1-3 月各业务地区收入占比	7
图表 8：2018 年度对公司合并利润贡献率达到 10%的控股子公司经营情况（万元）	7
图表 9：公司部分资质	7
图表 10：公司 2017-2018 年研发费用情况	8
图表 11：2013-2018 年各业务收入占比	8
图表 12：2013-2018 年各业务毛利润占比	8
图表 13：2013-2018 年公司各业务毛利率	8
图表 14：2014-2018 年防水卷材和防水涂料销售量	9
图表 15：2013-2016 年防水卷材和防水涂料占新型建筑材料的收入比例	9
图表 16：2013-2018 年工程监理营业收入	9
图表 17：2013-2018 工程监理毛利	9
图表 18：2013-2018 年我国检测市场规模	10

图表 19: 2013-2018 年我国检测行业机构数量	10
图表 20: 2018 年建工建材检测是检测最大的下游行业市场规模分布	10
图表 21: 建工检测行业规模及增速	11
图表 22: 建材检测行业规模及增速	11
图表 23: 2013-2018 年建研院检测收入及其增速	11
图表 24: 2013-2018 年主要业务毛利率	11
图表 25: 建研院检测收入增速及苏州房地产开发投资完成额增速	12
图表 26: 2015-2018 年苏州基础设施建设投资额及同比增速	12
图表 27: 子公司吴江检测营业收入及增速	12
图表 28: 子公司吴江检测净利润及增速	12
图表 29: 2017-2018 年公司毛利率	13
图表 30: 2017-2018 年经营活动产生的现金流/净利润	13
图表 31: 完成收购, 19 年底并表后 EPS 变化率测算	13
图表 32: 完成收购及配套融资, 19 年底并表后 EPS 变化率测算	13
图表 33: 2006-2018 我国勘察设计市场规模及增速	14
图表 34: 2018 年勘察设计行业收入来源	14
图表 35: 2006-2018 我国勘察设计企业总数及平均收入	14
图表 36: 2018 年勘察设计行业从业人员及人均产值	14
图表 37: 国内比较知名的勘察设计企业	15
图表 38: 2006-2018 我国勘察设计企业平均收入及增速	15
图表 39: 2006-2018 我国勘察设计企业平均员工数量及增速	15
图表 40: 设计行业公司核心竞争力解析	16
图表 41: 我国推行绿色建筑相关政策	16
图表 42: 2013-2018 年公司工程设计业务营收占比	17
图表 43: 2013-2018 年公司工程设计业务毛利率	17
图表 44: 牡丹江阳明新城绿色“梦想城”城市总体规划	18
图表 45: 武汉东湖高新区光谷绿色生态科技产业园	18
图表 46: 分部营收预测 (单位: 百万元)	20
图表 47: 分部毛利润预测 (单位: 百万元)	20
图表 48: 2018 年建研院管理费用率显著高于多数同行	21
图表 49: 2015-2018 年公司管理费用拆分	21
图表 50: 建研院历史股价涨跌幅和上证综指历史价格涨跌幅	21
图表 51: 建研院历史超额收益	21
图表 52: 可比公司估值表 (2019/11/5)	22
图表 53: 建研院历史 PE-Bands	22
图表 54: 建研院历史 PB-Bands	22

投资要点

工程检测区域龙头议价能力较高，外延收购实现扩地域扩张。公司是江苏省内最大的建工检测公司之一，凭借核心竞争能力形成较高的议价能力，形成区域性规模竞争优势。公司积极布局能效测评、工程鉴定等附加值高的检测业务，高品质的一站式检测服务能力进一步提高议价能力。公司通过收购吴江检测、常熟检测、太仓检测等检测公司，拓展省内业务区域。2019年，公司拟收购上海中测行，进一步强化核心检测业务，提升检测业务的服务水平和竞争实力，实现跨区域发展，扩大区位优势。

设计、施工、监理、检测、建材销售等一体化服务优势突出。公司的主营业务包括工程技术服务以及新型建筑材料生产销售，经过多年发展，所提供的产品和服务基本涵盖了工程技术服务的主要环节，形成了集工程设计、工程咨询、工程监理、工程检测、防水保温及加固工程施工、新型建筑材料销售于一体的全产业链服务体系，同时积极拓展环境检测、洁净检测方面的业务，全产业链优势在建筑科学研究院中较为突出。通过业务的全面布局，有助于增强公司在拓展业务时的协同效应，全面化的服务也有利于降低沟通成本，增强客户粘性，提高公司的核心竞争力。

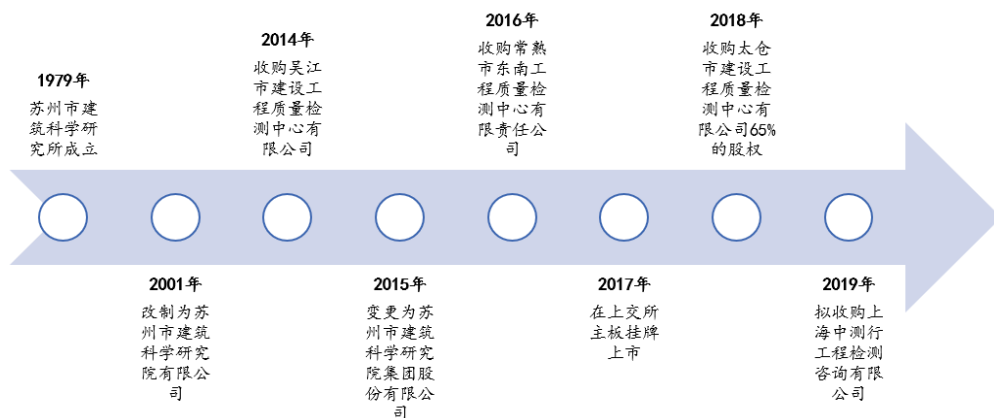
收购中测行对业绩增厚较为显著。2019年5月30日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）》，拟通过发行股份及支付现金的方式对上海中测行工程检测咨询有限公司进行收购同时发行股份募集配套资金，中测行是上海市内检测项目最全的检测机构之一，主营业务为工程检测，毛利润和现金流较高，本次交易完成后，建研院将进一步强化核心检测业务，提升检测业务的服务水平和竞争实力，扩大区位优势。根据业绩承诺测算，假设公司完成收购交易，并于2019年底并表，20/21年EPS将分别提升33%/29%（与原预测数相比），假设公司完成收购交易以及配套融资，并于2019年并表，20/21年EPS将分别提升22%/19%。

综合技术服务商，新型建筑前景广阔

建设综合技术服务商，技术、建材双轮驱动

综合性高新技术企业，致力建筑科学研究。公司前身苏州市建筑科学研究所成立于 1979 年，是全民所有制科研事业单位，2017 年 9 月 5 日在上交所主板挂牌上市。公司自成立以来，致力于建筑行业高新技术的开发与应用，历经三十余年的积累与沉淀，现已发展成为集研发、生产、施工、技术服务等于一体的综合性、集团性高新技术企业。

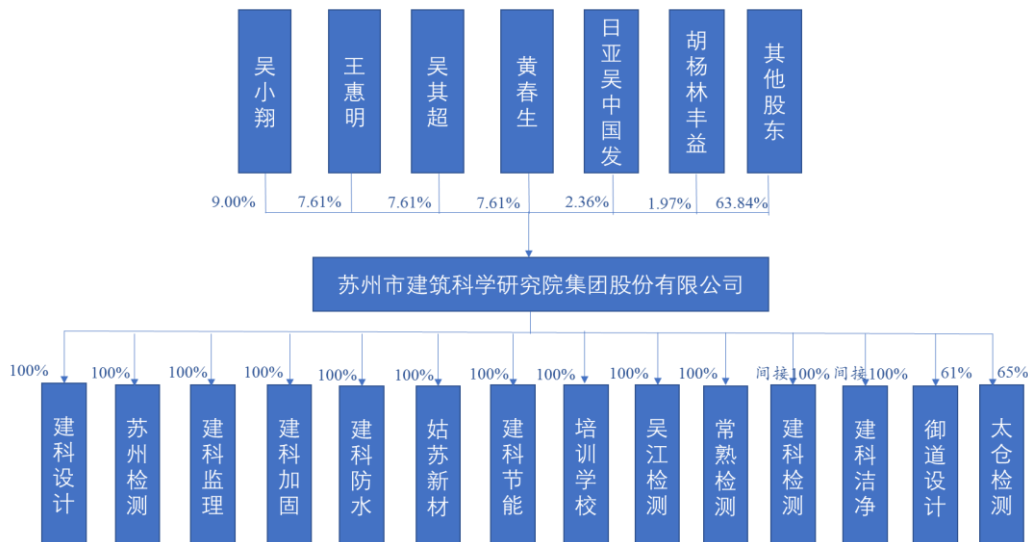
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

核心利益深度绑定，激励机制激发活力。公司控股股东、实际控制人为吴小翔、王惠明、吴其超、黄春生四人，吴小翔为公司的董事长、总经理，王惠明、吴其超、黄春生均为公司的董事、高级管理人员，四人持股比例合计 31.8%。公司于 2018 年 4 月 28 日公布《2018 年限制性股票激励计划（草案）》，激励人数 47 人，2018 年 6 月完成授予，合计授予 190.4 万股，授予价格为每股 13.32 元。公司 2018 年营业收入增长率 10%，扣非净利润增长率 10.58%，达到解锁条件。实施股权激励提升员工工作积极性，有利于激发公司活力。公司下属有苏州检测、吴江检测、建科设计等 12 个全资子公司，2 个控股子公司，分别承担工程检测、工程设计等业务，各大业务条线分类清晰。

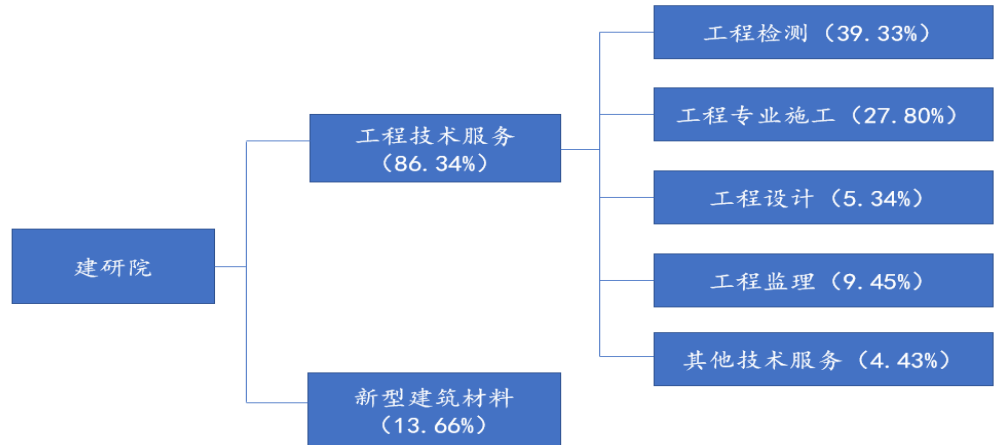
图表2：公司股权结构图（截至 2019 年中报）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

工程技术与新型建材双轮驱动，提供综合技术服务。公司的主营业务包括工程技术服务以及新型建筑材料生产销售，为客户提供集研发、生产、施工、技术服务等于一体的综合技术服务。其中，工程技术服务包括工程检测、工程专业施工（保温、防水、加固）、工程设计以及工程监理等，主要以工程检测为主；新型建筑材料包括防水卷材、防水涂料、保温材料、混凝土外加剂、建筑结构胶等产品的研发、生产和销售，主要以姑苏牌防水材料为主，生产销售由子公司姑苏新材承担。

图表3： 公司 2018 年主营业务及占比

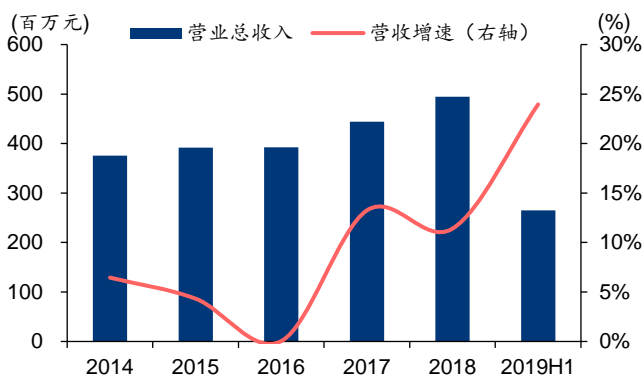


资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

聚焦江苏市场，收购拓展业务区域，具备全产业链优势

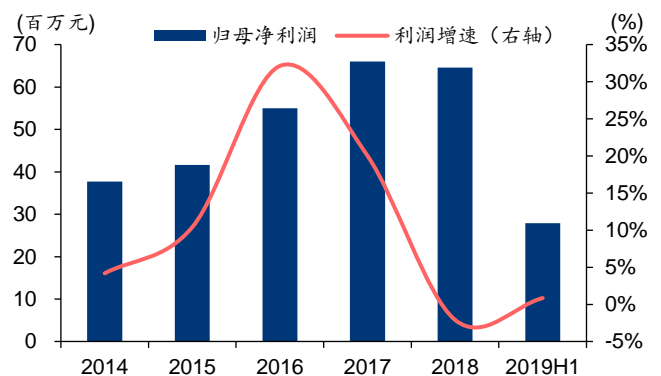
营收增速稳步上行，利润增速有所下降。2014-2018年，公司营业总收入/归母净利润分别由 3.76/0.38 亿元增长至 4.95/0.65 亿元，CAGR+7.1%/+14.4%。2019H1 公司实现营业总收入/归母净利润 2.65/0.28 亿元，同比增长 23.95%/0.85%。2016-2019H1，公司营收增速稳定上行。2016年，公司收入增速为 0 而利润增速高达 32.1%，主要系毛利率较低的新型建材业务收入同比减少 26.9%。2014-2017年，公司利润增速均高于收入增速，2018年，利润增速大幅下降，因坏账损失同比增加 130%，主要是计提应收账款减值准备 1506 万元，若扣除此项坏账损失后，公司净利润增速为 20.1%。

图表4： 2014-2019H1 公司营业总收入及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

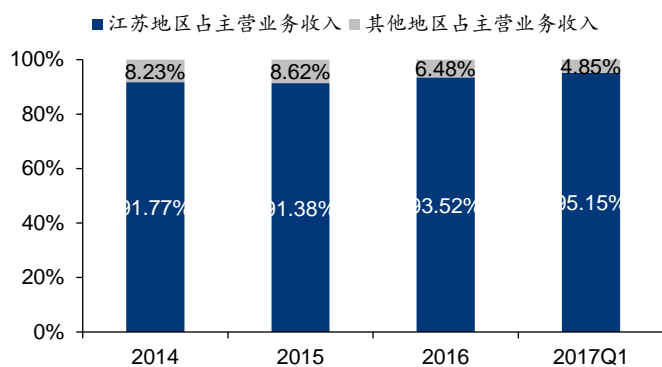
图表5： 2014-2019H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

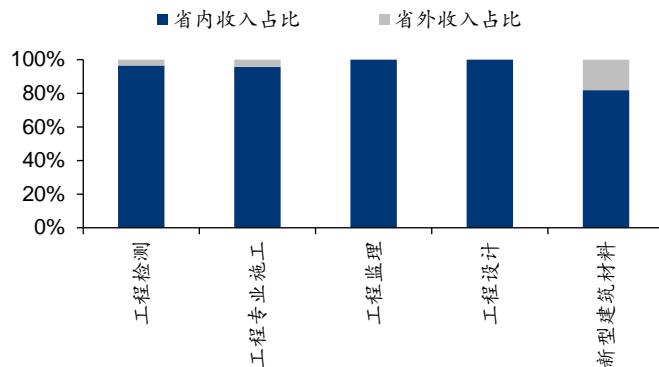
目前业务聚焦江苏市场。苏州是江苏省内最大的细分市场，根据调研，公司预计 2019 年苏州建工检测市场规模约 20 亿，占江苏省市场规模的 1/3。公司当前业务主要集中在江苏地区，2018 年公司检测业务总收入 1.95 亿元，其中苏州工程检测收入 1.57 亿元，占比 80.5%。

图表6: 2014-2017Q1 地区收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 2017年1-3月各业务地区收入占比



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

多次收购拓展业务区域, 全产业链竞争优势凸显。公司2014年12月收购吴江检测, 2016年1月收购常熟检测, 2018年收购太仓市建设工程质量检测中心有限公司65%的股权, 逐步拓展在江苏苏州外其他地区的业务, 提升公司的地区行业影响力和竞争力。2018年, 子公司吴江检测营业收入/净利润分别为3056/996万元, 占公司主营业务收入/净利润的6.2%/15.4%。2019年6月, 公司拟购买上海中测行工程检测咨询有限公司100%股权, 实现跨区域发展, 扩大区位优势。公司经过多年发展, 所提供的产品和服务基本涵盖了工程技术服务的主要环节, 形成了集工程设计、工程咨询、工程监理、工程检测、防水保温及加固工程施工、新型建筑材料销售于一体的全产业链服务体系, 同时积极拓展环境检测、洁净检测方面的业务, 全产业链优势在建筑科学研究院中较为突出。

图表8: 2018年度对公司合并利润贡献率达到10%的控股子公司经营情况(万元)

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	表决权比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
苏州检测	13,500	建设工程检测业务	100%	100.00%	33,151	27,661	15,707	5,683
建科设计	500	建筑工程设计、设计总承包等	100%	100.00%	1,686	821	3,001	696
吴江检测	1,500	建设工程检测业务	100%	100.00%	5,731	4,535	3,056	996

资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

资质齐全, 多业务条线共同推进。公司的资质较为完备, 各项业务均已获对应资质。全资子公司苏州检测、吴江检测和常熟检测均拥有建筑工程质量检测机构资质证书和计量认证证书, 出具的检测报告具有法律效力, 其中苏州检测于1991年在苏州地区率先通过了计量认证(CMA), 于2004年通过了中国合格评定国家认可委员会(CNAS)认证。

图表9: 公司部分资质

序号	资质名称	资质等级
1	工程勘察资质证书	-
2	城乡规划编制资质证书	-
3	特种专业工程(结构补强)专业承包	不分等级
4	江苏省民用建筑能效测评机构资格认定证书	-
5	工程设计资质证书	甲级
6	防水防腐保温工程专业承包	一级
7	工程监理资质证书	-
8	工程招标代理机构资质证书	-

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

重视科研工作, 建设科研平台体系。公司2018年研发人员数量占比6.86%, 研发费用1964万元, 同比增长4%, 占营业收入的3.95%。新立项科研项目15项, 新获授权专利22项, 科技论文121篇。公司已经建设完备的科研创新平台体系, 拥有“江苏省企业院士工作站”、“江苏省高性能建筑材料工程技术研究中心”、“江苏省低碳建筑技术研究与工程应用工程技术研究中心”、“苏州市海绵城市建设工程技术研究中心”等研发平台。

图表10： 公司 2017-2018 年研发费用情况

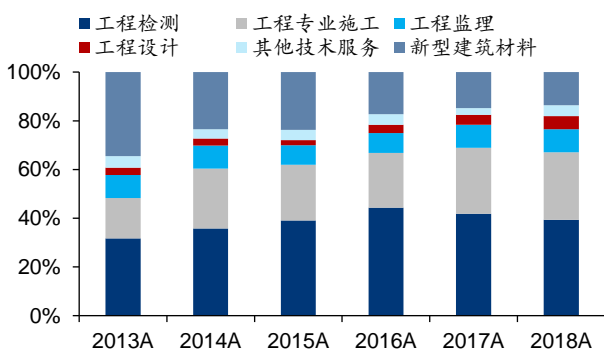
	2017	2018
研发费用金额（万元）	1890	1964
YOY	-2%	4%
占营业收入比重	4.3%	4.0%
研发人员数量（人）	71	78
研发人员数量占比	7.1%	6.9%
新增授权专利（项）	7	22
累计获得授权专利（项）	90	112
新申报专利（项）	13	31

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

工程技术服务为主导，多项业务共同推进

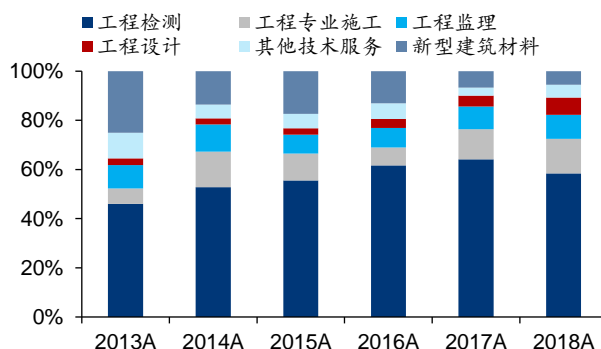
工程技术服务为主导，新型建材同步推进。2018年，公司工程技术服务收入为4.27亿元，约占集团总收入的86%，其中工程技术服务主要以工程检测和工程专业施工为主，2018年工程检测/工程专业施工收入占比分别达39%/28%；公司18年新型建筑材料收入为6758万元，收入占比14%。从毛利率来看，工程检测业务的毛利率较高，且自2013年以来呈上升趋势，2018年达69%，相比之下，工程施工业务和新型建材业务毛利率略低，18年分别为24%/19%，新型建材业务毛利率自17年以来连续两下下滑，主要系原材料价格上涨影响。除上述业务之外，公司工程技术服务中的工程监理、工程设计以及其他技术服务占比均不足10%，但是业务的盈利水平较高，18年工程监理/工程设计/其他技术服务毛利率分别为49%/61%/55%，对整体毛利润的贡献分别为10%/7%/5%。

图表11： 2013-2018 年各业务收入占比



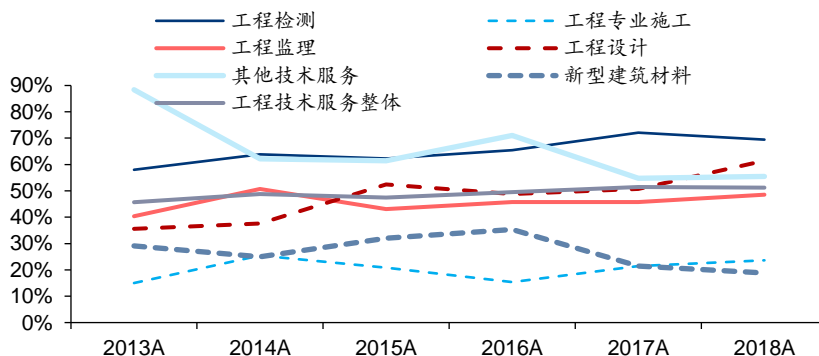
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表12： 2013-2018 年各业务毛利润占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

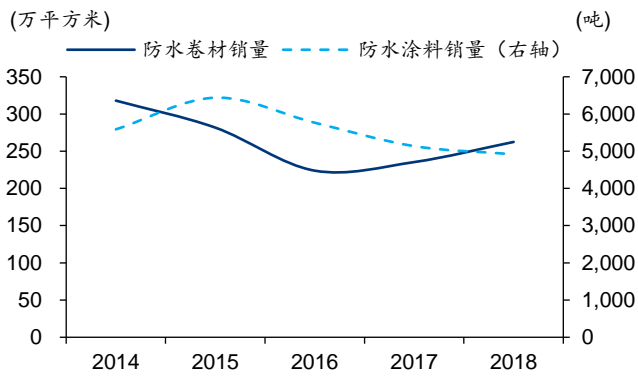
图表13： 2013-2018 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

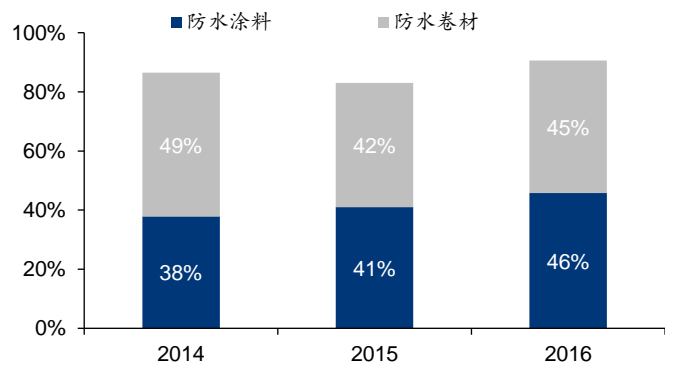
防水材料销量下降，直销新模式助推销售额回升。在新型建筑材料领域，公司主要集中于防水卷材和防水涂料等防水材料的生产、研发和销售。公司的新型建筑材料生产销售主要由子公司姑苏新材承担，先后推出了“姑苏”系列防水卷材、防水涂料、混凝土外加剂、建筑结构胶、保温材料等产品，荣获“江苏省著名商标”、“苏州名牌产品”等荣誉。2014-2016年，防水卷材和防水涂料合计占新型建筑材料的收入比例为 86.5%/83.0%/90.6%。2014-2016年，防水卷材和防水涂料销量整体呈下降趋势，主要因销售价格没有因原材料价格下降而及时调整，导致销路受阻。同时，公司着力提升在工程技术服务领域的市场竞争地位，在新型建筑材料销售领域的市场推广与宣传的投入相对较少。2019年，公司采取直销方式，利用区域优势，充分发挥姑苏新材的产能，19H1实现销售额增长40%。

图表14： 2014-2018年防水卷材和防水涂料销售量



资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

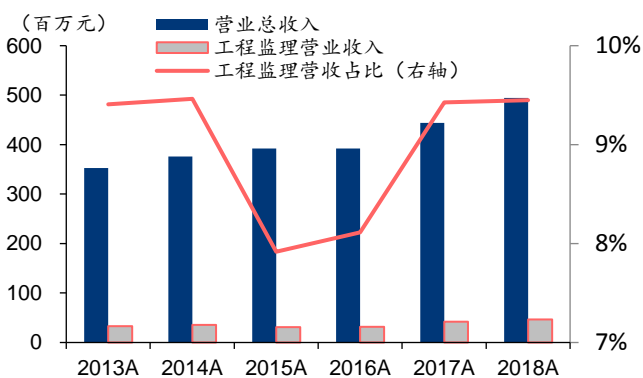
图表15： 2013-2016年防水卷材和防水涂料占新型建筑材料的收入比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

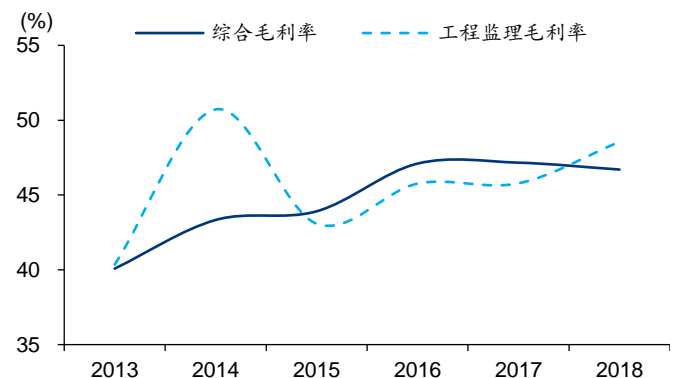
工程监理营收占比稳定，毛利率稳中向好。工程监理是监理单位接受建设单位的委托，对工程建设实施监督的专业性、科学性、独立性的服务活动。公司的监理业务主要由子公司建科监理承担。2013-2018年，公司工程监理业务营收占比维持在8%-10%区间，工程监理业务毛利率小幅提升，2015年后与综合毛利率走势基本一致，2015-2018年，工程监理毛利率和综合毛利率分别由43%/44%缓慢提升至49%/47%。

图表16： 2013-2018年工程监理营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17： 2013-2018 工程监理毛利



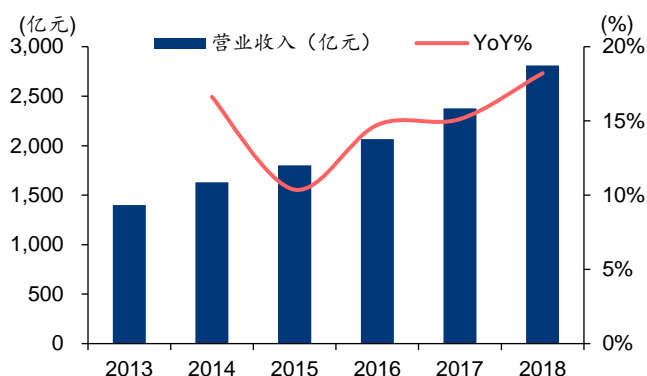
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

检测市场空间广阔，内生+外延逐步扩张

建工检测市场空间大，但区域性明显

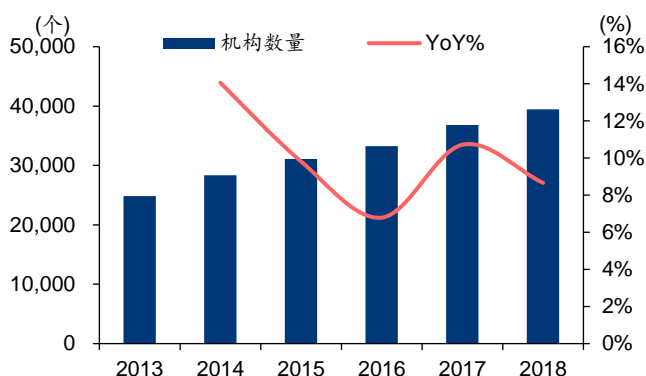
检测市场空间广阔，经济活跃地区集中分布。根据各年度检验检测服务业统计分析报告，2013-2018年，中国检测市场规模从1399亿元增长至2811亿元，CAGR+14%。若19年我国检测市场维持10%的增速，2019年我国检测市场规模将接近3000亿元。2018年，我国检测行业机构数量近4万家，YoY+9%。检测机构主要集中在经济活跃的区域。从地域层面来看，广东、江苏、北京、上海等区域的实验室分布广泛。2018年，江苏省检验检测机构共2221家，营收244.71亿元，同比增长14.9%。

图表18：2013-2018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

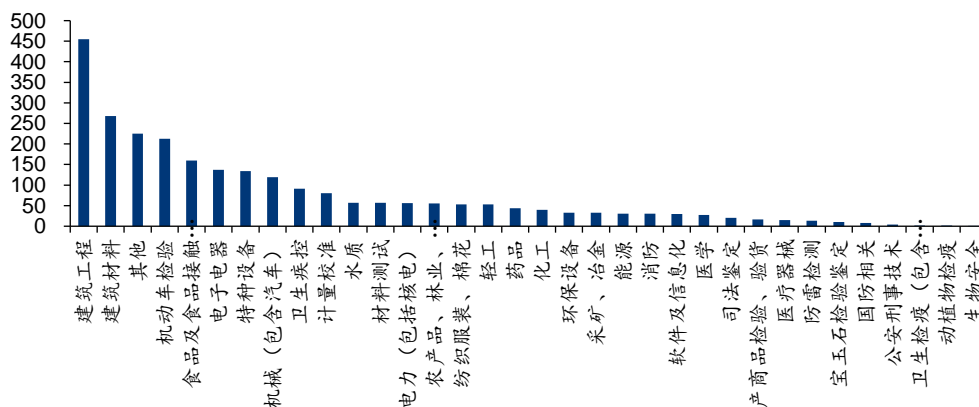
图表19：2013-2018年我国检测行业机构数量



资料来源：国家认监委，华泰证券研究所

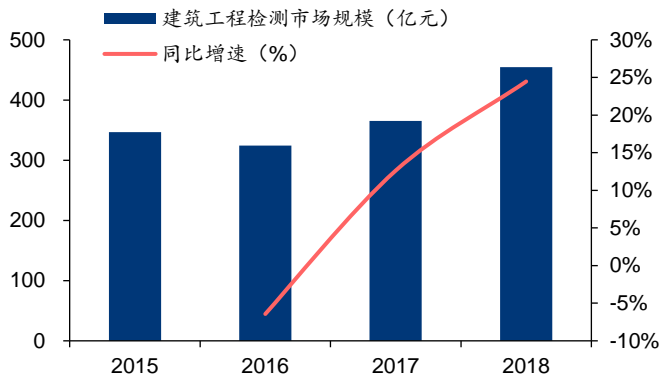
建工建材检测是最大的下游行业。公司检测业务主要是建筑工程检测，根据2018年度全国检验检测服务业统计报告，2018年建筑工程和建筑材料市场规模为455和268亿，是最大的两个检测细分领域，分别占比18%和10%，同比增速24%和27%，因城镇化的推进、房地产市场和城市轨道交通的发展，建工检测的市场需求不断增加，同时随着社会质量意识的提高而不断被重视。

图表20：2018年建工建材检测是检测最大的下游行业市场规模分布



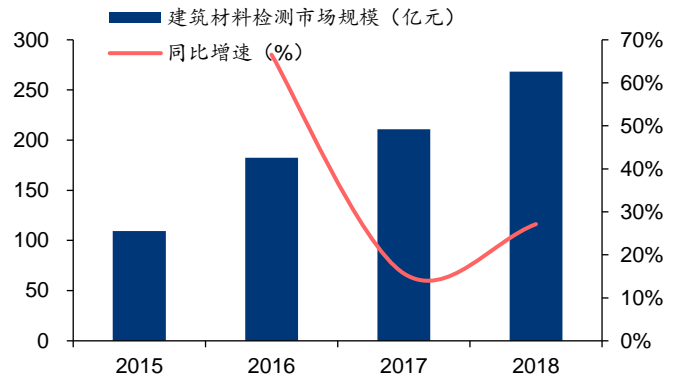
资料来源：《2018年度全国检验检测服务业报告》，华泰证券研究所

图表21: 建工检测行业规模及增速



资料来源:《2018年度全国检验检测服务业报告》,华泰证券研究所

图表22: 建材检测行业规模及增速



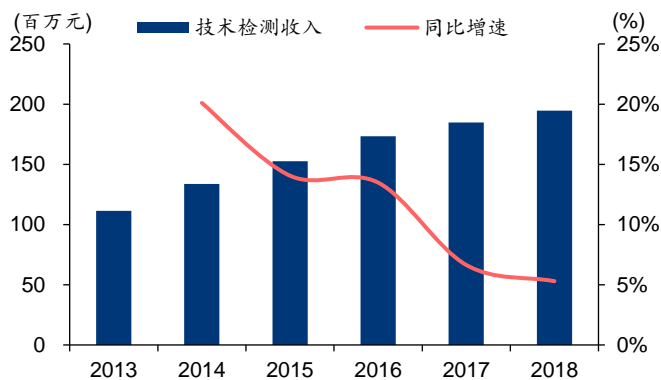
资料来源:《2018年度全国检验检测服务业报告》,华泰证券研究所

中国建工检测具有强制性,资质壁垒较高,区域性明显,市场化程度低。根据我国《建设工程质量管理条例》、《建设工程质量检测管理办法》等规定,工程项目建设单位必须委托具有相应资质的检测机构,对涉及结构安全项目进行抽样检测和对进入施工现场的建筑材料、构配件进行见证取样检测,工程项目质量检测是法律法规的强制性要求。**从事建设工程质量检测业务,需要在获得认监委CMA证书的基础上,再经住建主管部门审批并颁发《建设工程质量检测机构资质证书》**;从事公路水运工程试验检测,需要经交通运输部基本建设质量监督总站评定并颁发《等级证书》,已通过计量认证的检测机构扩展新项目同样需要提交相应行政部门审批发放资质。除了认监委的证书,检测机构还需要地方建设部门的资质,这也使得建工检测的地域性比较明显,检测机构基本以市/区为单位开展业务。同时,结构检测,地基,勘察等需要去工程现场,而建筑材料取样也有一定时效性,从交通、成本、便利性考虑,也存在检测半径有限的情况。

苏州检测龙头,盈利能力突出,外延实现扩张

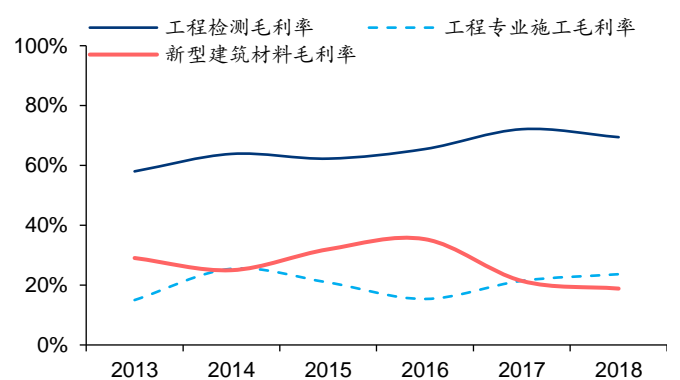
检测毛利率维持高位,业务收入增速略有放缓。2018年,公司工程检测毛利率为69%,主要受益于公司凭借其区域性规模竞争优势形成的较高的议价能力。同时,公司积极布局能效测评、工程鉴定等附加值高的检测业务,高品质的一站式检测服务能力进一步提高了公司的核心竞争力。公司在苏州地区业务饱满,区域化集中经营形成的本地化规模优势有利于节约成本。2014-2018年,公司检测业务营收由1.34亿元增长至1.95亿元,但增速逐渐放缓,由2014年的20%下降至2018年的5%。

图表23: 2013-2018年建研院检测收入及其增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

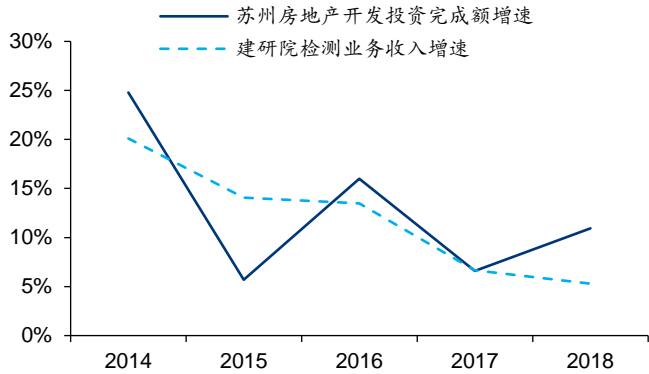
图表24: 2013-2018年主要业务毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

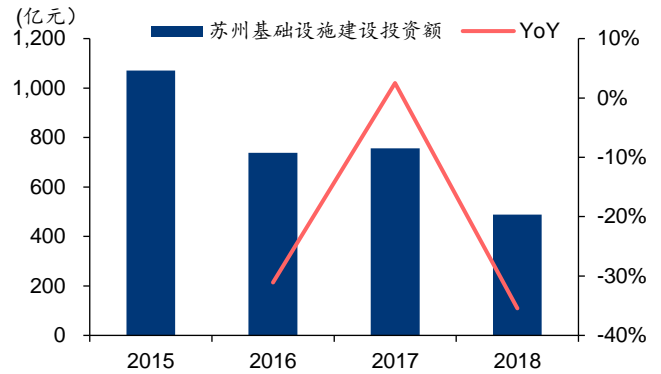
建工检测业务呈现一定弱周期性。2015-2018年，苏州房地产开发投资增速有所下滑，且基础设施建设投资较为疲软，对公司的需求造成一定影响。区域集中虽有利于公司在区域内的专业化经营，但受单一区域需求下降的影响也更大。如果公司不能成功拓展江苏省外市场，巩固并提高来自江苏省外的业务量，将会对公司的经营带来一定的风险。

图表25: 建研院检测收入增速及苏州房地产开发投资完成额增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

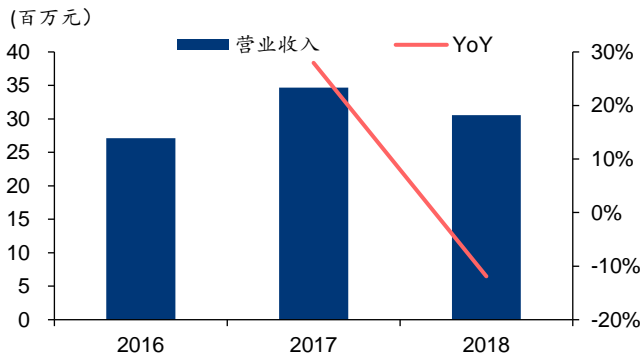
图表26: 2015-2018年苏州基础设施建设投资额及同比增速



资料来源: 苏州市人民政府, 华泰证券研究所

积极通过外延方式巩固公司在苏州地区检测业务的优势。公司积极通过外延方式来实现区域扩张, 2014年12月公司以现金支付的方式收购吴江检测100%的股权, 收购价格3980万元; 2016年1月, 公司以现金支付方式收购常熟检测100%的股权, 收购价格626.63万元。吴江检测、常熟检测主营业务均为建筑工程质量检测, 其中吴江检测2016-2018年收入平均增速为6.2%, 净利润平均增速高达59.0%, 因毛利率有所提升。

图表27: 子公司吴江检测营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表28: 子公司吴江检测净利润及增速

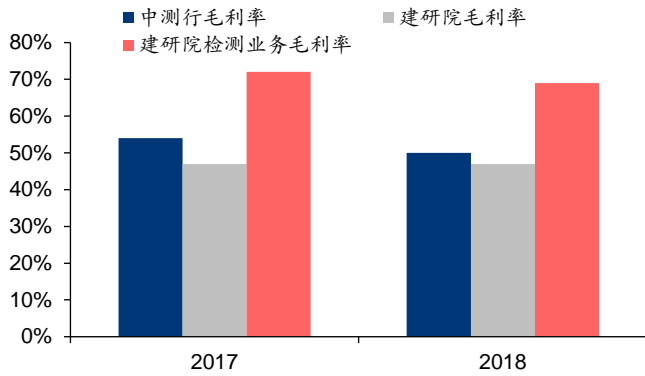


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

收购中测行, 实现跨地域扩张, 增厚公司业绩

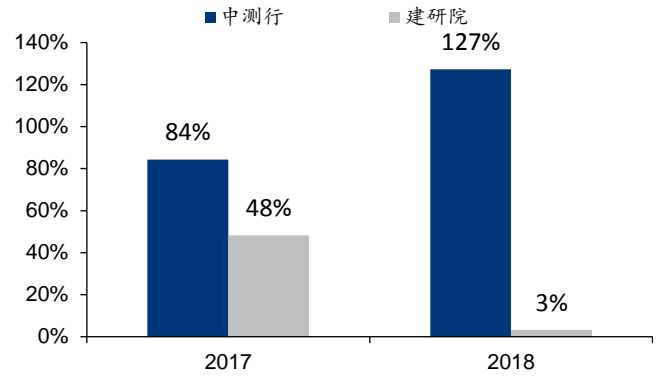
公司拟通过收购中测行, 实现跨区域发展。上海中测行是上海市内检测项目最全的检测机构之一, 拥有工程试验检测机构综合甲级、工程勘察乙级资质证书、建设工程质量检测机构资质、公路工程桥梁隧道工程专项资质等资质。中测行主营业务为工程检测, 毛利润和现金流较高。2018年, 中测行毛利率高达50%, 经营活动产生的现金流/净利润高达127%, 显著高于建研院。2019年5月30日, 公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书(草案)》, 拟通过发行股份及支付现金的方式购买上海中测行工程检测咨询有限公司100%股权, 中测行承诺在2019-2022年净利润分别不低于3200万元、3424万元、3664万元、3920万元。本次交易完成后, 建研院将进一步强化核心检测业务, 进一步提升检测业务的服务水平和竞争实力, 扩大区位优势。

图表29: 2017-2018年公司毛利率



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表30: 2017-2018年经营活动产生的现金流/净利润



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

本次交易包括发行股份及支付现金购买资产与发行股份募集配套资金两个部分, 在收购交易中, 建研院拟通过发行股份及支付现金的方式购买冯国宝等 11 名自然人所持有的中测行 100% 股权。交易总价为 2.9 亿元, 其中, 股份对价的比例占交易总价的 70%, 金额 2.03 亿元, 发行数量预计 1584 万股; 现金对价的比例占交易总价的 30%, 金额为 0.87 亿元; 在配套融资中, 公司拟向通过非公开发行股票的方式募集配套资金, 总额不超过 1.99 亿元, 发行股份数量不超过 1690 万股, 拟用于补充上市公司的流动资金、支付并购交易中的现金对价, 但最终配套融资发行成功与否不影响发行股份及支付现金购买资产的实施。截至 2019 年 10 月 21 日公告, 此次交易尚需获得中国证监会的批准。根据业绩承诺测算, 假设公司完成收购交易, 并于 2019 年底并表, 20/21 年 EPS 将分别提升 33%/29% (与原预测数相比), 假设公司完成购买收购交易以及配套融资, 并于 2019 年并表, 20/21 年 EPS 将分别提升 22%/19%。

图表31: 完成收购, 19年底并表后 EPS 变化率测算

假设公司完成收购, 2019年底并表

并表前	2019	2020	2021
营业收入 (百万元)	602	708	802
归母净利润 (百万元)	66	77	90
总股本 (百万股)	175	175	175
EPS (元/股)	0.38	0.44	0.51

并表后	2019	2020	2021
营业收入 (百万元)	602	868	970
归母净利润 (百万元)	66	111	126
总股本 (百万股)	175	191	191
EPS (元/股)	0.38	0.58	0.66
EPS变化率	0%	33%	29%

注: 中测行收入及利润按承诺数额预测

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

图表32: 完成收购及配套融资, 19年底并表后 EPS 变化率测算

假设公司完成收购及配套融资, 2019年底并表

并表前	2019	2020	2021
营业收入 (百万元)	602	708	802
归母净利润 (百万元)	66	77	90
总股本 (百万股)	175	175	175
EPS (元/股)	0.38	0.44	0.51

并表后	2019	2020	2021
营业收入 (百万元)	602	868	970
归母净利润 (百万元)	66	111	126
总股本 (百万股)	175	208	208
EPS (元/股)	0.38	0.53	0.61
EPS变化率	0%	22%	19%

注: 中测行收入及利润按承诺数额预测

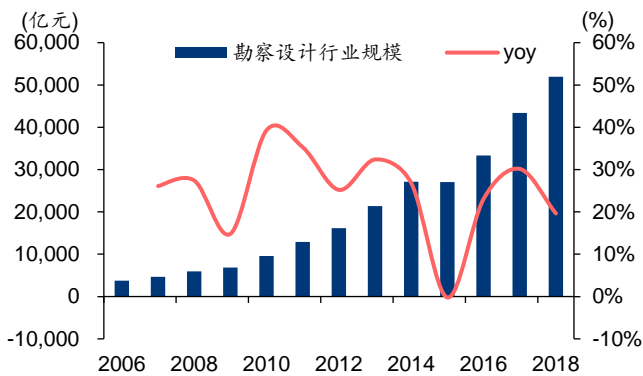
资料来源: 公司公告, Wind, 华泰证券研究所

地方设计主导企业，绿色建筑持续推进

竞争格局高度分散，集中度有望提升

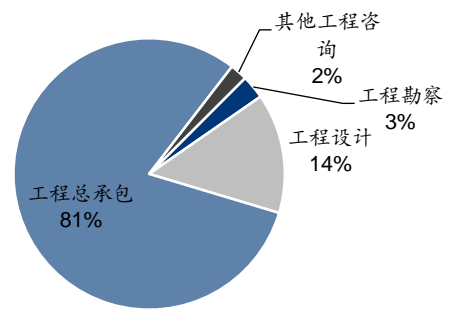
市场规模较大，高速增长持续，工程设计占比下降。我国工程勘察设计行业起步于建国初期，发展至今已有60余年。随着国民经济的快速增长、房屋建筑类固定资产投资规模的增加以及相关法律、法规、政策等的不断完善，勘察设计行业取得了长足发展。2006-2018年我国勘察设计市场规模从0.37万亿元增长至5.19万亿元，CAGR+24.58%，其中工程设计市场规模从959亿元增长至4609亿元，CAGR+13.98%，规模占比由25.81%降至8.88%。若我国勘察设计市场规模维持15%的增速，2019年我国勘察设计市场规模将达到5.97万亿元。若工程设计规模占比维持在8%，2019年我国工程设计市场规模将达到4776亿元。

图表33：2006-2018 我国勘察设计市场规模及增速



资料来源：住建部，华泰证券研究所

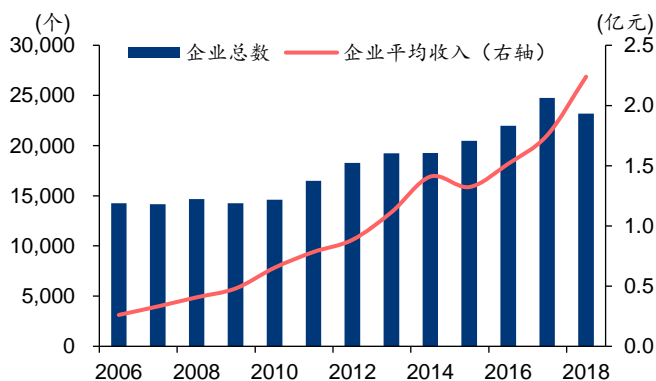
图表34：2018年勘察设计行业收入来源



资料来源：住建部，华泰证券研究所

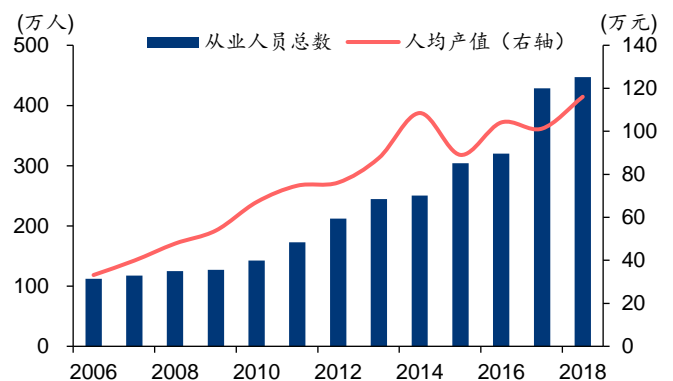
大行业小公司，竞争格局高度分散。2018年，我国共有勘察设计企业2.32万家，同比减少6.35%，共实现营业收入5.19万亿元，平均每家企业仅2.24亿元。2018年，我国工程勘察设计行业年末从业人员447.3万人，同比增加4.4%，人均产值为116万元。我国勘察设计行业企业数量较多，单个企业市场占有率较低，竞争格局高度分散。

图表35：2006-2018 我国勘察设计企业总数及平均收入



资料来源：住建部，华泰证券研究所

图表36：2018年勘察设计行业从业人员及人均产值



资料来源：住建部，华泰证券研究所

竞争格局高度分散，目前仅有少数地区知名企业。总体来看，目前国内工程勘察设计行业集中度较低，行业内企业的市场份额均不高，仅有少数地区知名企业，市场竞争激烈，缺乏行业龙头，形成了高度分散的市场竞争格局。多数企业的勘察设计业务具有较强的地区性，我国目前暂时还未出现能够在全国具有重大影响力的规模化企业，仅有少数地区龙头企业。随着行业竞争的加剧，具备较强技术创新水平、人才储备充足以及优秀服务能力的企业将进一步做大做强，实现自身业务规模的持续增长。

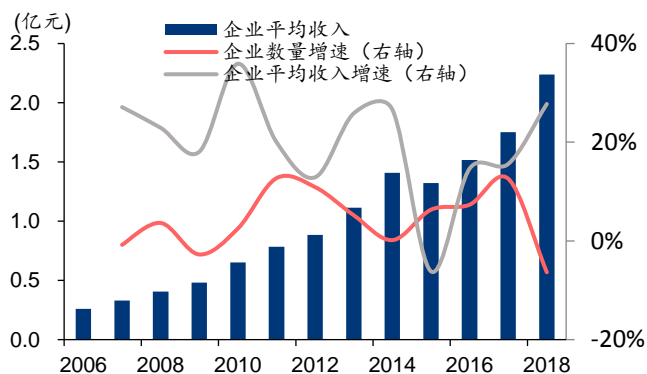
图表37：国内比较知名的勘察设计企业

中国建筑科学研究院	上海市建筑科学研究院（集团）有限公司
东南大学建筑设计研究院有限公司	中衡设计集团股份有限公司
启迪设计集团股份有限公司	厦门市建筑科学研究院集团股份有限公司

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

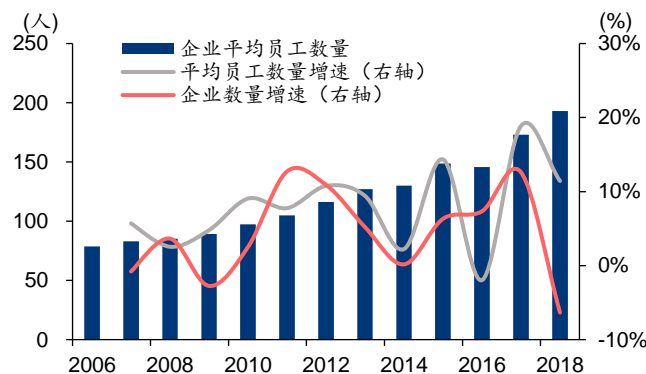
企业规模稳步提升，集中度逐步提升。2006-2018年，我国勘察设计企业总数由1.43万家提升至2.32万家，CAGR+4.13%，企业平均收入由0.26亿元提升至2.24亿元，CAGR+19.64%，企业平均员工数量由79人增长至193人，CAGR+7.77%。2006-2018年，我国勘察设计行业企业平均收入增速及企业平均员工数量增速大幅高于企业数量增速，2018年企业数量实现负增长，企业平均收入增速持续回升至27.75%，平均员工数量增速维持在11.4%的高位，我们认为单个企业规模正持续扩大，企业数量正逐渐缩减，集中度逐步提升。

图表38：2006-2018 我国勘察设计企业平均收入及增速



资料来源：住建部，华泰证券研究所

图表39：2006-2018 我国勘察设计企业平均员工数量及增速



资料来源：住建部，华泰证券研究所

行业整合有望提速，龙头市占率提升空间较大。建科集团作为全国最大的建筑设计公司，在工程设计行业的市占率由2015年的1.27%提升至2018年的1.29%，我国设计龙头市占率仍具有较大的提升空间。我们认为未来在固投增速逐步进入低增速新常态后，工程设计市场主体数量中长期继续下降仍是大趋势，行业整合有望继续提速，龙头公司市占率有望提升。

技术、渠道是核心竞争力，绿色建筑或成行业导向

技术、渠道是核心竞争力，地域优势逐渐弱化。设计行业作为以技术为基础的智力密集型行业，技术是企业创造价值的核心优势，由于短时间内难以被复制，技术构成了设计行业的核心壁垒。渠道是企业获取项目并实现营收的重要途径，与经营历史和现有资源密切相关，短时间内同样难以被复制。对项目当地经济地理资料的掌握是企业竞标时的重要竞争力，但随着市场开放程度逐渐提高，企业间的差距逐步缩减，地域优势逐渐弱化。

图表40：设计行业公司核心竞争力解析

核心技术与服务能力	渠道及业主合作关系	对当地经济地理资料的掌握
<ul style="list-style-type: none"> 既包括独有的技术能力，如大桥、山区公路等高技术难度工程的设计等，也包括全过程服务能力，能否为业主提供勘察设计外的其余项目管理服务 在短时间内竞争对手复制难度较大 	<ul style="list-style-type: none"> 各地设计院由于历史原因与主管部门或地方投资平台形成的绑定或良好的合作关系 改制后仍然保持国有身份的设计院在省内市场项目获取方面仍具有明显优势，但民营设计院的渠道优势将逐渐趋于弱化 对于市场化程度高的建筑设计行业，渠道优势仍然是判断公司竞争力的重要指标 	<ul style="list-style-type: none"> 由于设计项目往往时间紧张，因此提前对项目当地水文地质及经济人文资料的掌握是竞标时的明显优势，过去由于行业地域分割，本地设计院形成了较为明显的优势 设计行业改制后市场逐步开放，跨省竞争逐渐频繁，而省外设计院内当地资料的了解程度也逐渐提高，省内设计院优势弱化

资料来源：《铁路勘察设计企业核心竞争力评价研究》，华泰证券研究所

建筑节能成工作重点，绿色建筑或将成为行业导向。2012年5月，住建部发布《“十二五”建筑节能专项规划》，首次提出促进建筑节能向绿色、低碳转型。随后，国务院、住建部、江苏省财政厅等部门陆续颁布了多项政策规划，大力推行绿色建筑、新型建筑建设，建筑节能成为建筑设计的工作重点。

图表41：我国推行绿色建筑相关政策

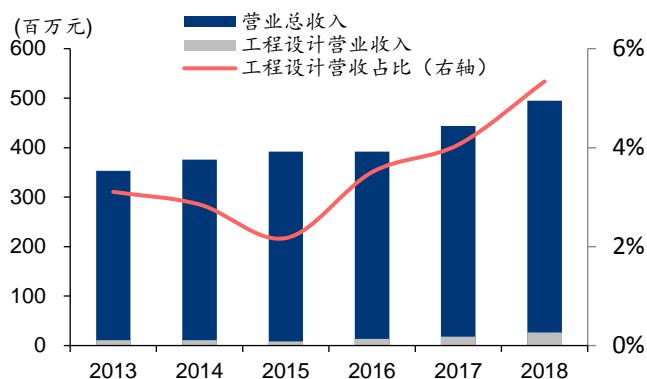
时间	政策
2012年2月	国务院发布《质量发展纲要（2011-2020年）》，要求在高层建筑、住宅建筑、交通设施、清洁能源和新能源、工业建筑等重要工程领域拥有一批核心技术，工程中节能、环保、安全、信息、智能技术含量显著增加。
2012年5月	住建部发布《“十二五”建筑节能专项规划》。提出促进建筑节能向绿色、低碳转型。根据不同建筑类型的特点，将绿色指标纳入城市规划和建筑的规划、设计、施工、运行和报废等全寿命周期各阶段监管体系中，最大限度地节能、节地、节水、节材，保护环境和减少污染，开展绿色建筑集中示范，引导和促进单体绿色建筑建设，推动既有建筑的改造。
2014年3月	国务院发布《国家新型城镇化规划（2014-2020年）》，明确提出：适应新型城镇化发展要求，提高城市规划科学性，加强空间开发管制，健全规划管理体制机制，严格建筑规范和质量管控，强化实施监督，提高城市规划管理水平和建筑质量。
2014年7月	住建部印发《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，提出要提升建筑业技术能力，积极推动以节能环保为特征的绿色建造技术的应用。
2017年1月	江苏省住建厅发布了《江苏省“十三五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，明确提出江苏省城镇民用建筑实现绿色建筑全覆盖，绿色建筑的内涵与质量稳步提升；居住建筑室内环境显著改善；实现建筑节能水平的持续提升，新建建筑节能标准从65%逐步提高到75%；大力推动既有建筑和社区的节能改造、绿色化改造和适老化改造，促进既有建筑与社区的功能与环境性能提升；绿色建筑普及发展，新建城镇民用建筑均按照一星级及以上绿色建筑标准建设。
2017年2月	国务院发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，明确提出要提升建筑设计水平，突出建筑使用功能及节能、节水、节地、节材和环保等要求，提供功能适用、经济合理、安全可靠、技术先进、环境协调的建筑设计产品。
2018年12月	住建部发布包括《海绵城市建设评价标准》《绿色建筑评价标准》在内的10项标准，旨在适应中国经济由高速增长阶段转向高质量发展阶段的新要求，以高标准支撑和引导我国城市建设、工程建设高质量发展。
2019年6月	江苏省住房城乡建设厅在南京组织召开全省绿色建筑与建设科技工作座谈会，会上强调，各地和相关部门要进一步优化和强化绿色建筑发展的顶层设计，引导新建建筑从提高建筑设计水平到适宜技术体系应用、建造方式、地域建筑风貌特色彰显等方面进行综合集成和实践。

资料来源：住建部，国务院，江苏省住建厅，华泰证券研究所

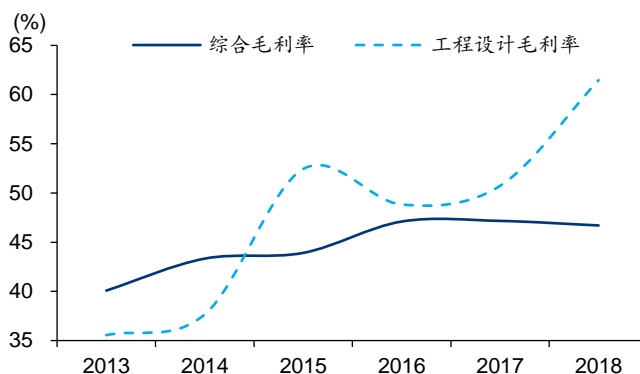
地方设计主导企业，绿色建筑领军企业

地方设计主导企业，资质齐全，具有较高的设计水准。公司的工程设计业务主要由子公司建科设计承担，建科设计是建筑工程甲级设计院，兼有城市规划资质。公司作为设计行业老牌企业，长期推进设计和检测业务协同发展，在城市景观、小区规划、工业与民用建筑、市政工程等方面均有建树，具有较高的设计水准，在苏州地区具有较高的知名度。公司拥有35年园林设计的底蕴积淀，多年以来深耕江苏市场，特别是苏州市场，是苏州工程设计龙头企业。此外，公司还将业务范围扩展至浙江等地，综合竞争力较强。

工程设计营收占比先降后升，毛利率稳步上行。2013-2018年，公司工程设计业务营收占比由3.11%上升至5.34%，其中2014-2015年，受到宏观经济形势、下游房地产开发投资放缓等不利因素的影响，工程设计业务收入有所下降，导致营收占比下降。工程设计业务毛利率稳步上行，由2013年的37.66%上升至2018年的61.46%，提升23.80pct，大幅高于综合毛利率6.62pct的提升幅度。其中2015年公司毛利率上升14.78pct，主要系公司2015年度承接的光谷动力节能环保科技企业孵化器（加速器）、光谷动力产业园项目等项目毛利率较高。

图表42： 2013-2018年公司工程设计业务营收占比


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表43： 2013-2018年公司工程设计业务毛利率


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

收费标准计划上调，盈利能力有望提升。设计行业的收费标准曾经历过一次上调，目前实行的是90年代初的收费标准，由于人力成本的增长，行业收费标准有望再次上调。但目前各省实际使用的设计标准未统一，上调收费标准需要进行统一协调。根据调研，目前江苏省住建厅正在处理调整收费标准的申请，未来公司有望借助调高收费标准提升营业收入。

融入生态环保理念，建立绿色建筑体系。随着绿色建筑、生态城市的兴起，公司在建筑设计方面融入更多的生态环保理念，建立了涵盖建筑节能、热环境与能耗控制、节能材料、生态经验等领域的完善的绿色建筑体系。同时，公司在海绵城市设计领域也有所拓展，2015年已完成太仓市海绵城市建设规划研究项目，2016年承接了苏州吴中太湖新城海绵城市控制性详细规划项目。公司完成的案例还包括牡丹江阳明新城绿色“梦想城”城市总体规划、武汉东湖高新区光谷绿色生态科技产业园等项目。

图表44: 牡丹江阳明新城绿色“梦想城”城市总体规划



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表45: 武汉东湖高新区光谷绿色生态科技产业园



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

研发实力雄厚, 积极推广成果应用。公司在绿色建筑和节能减排领域研发实力雄厚, 拥有数十名中高级研究人才, 配备充足而完备的硬件设施。近年来, 公司科研队伍建设沿着高职称、高学历、高水平、年轻化的方向稳步前进, 并引入了一批有海外工作背景的高水平专家, 在绿色建筑领域进行了深入的研究, 发表过多篇研究论文。研发的多项技术成果经市场推广应用, 经济效益与社会效益十分良好。

继续加大研发力度, 大力发展绿色产业。近年来, 随着节能环保政策和理念的加强, 公司继续加大技术研发力度, 大力发展绿色产业, 在绿色建筑设计咨询、既有建筑节能改造、合同能源管理等方面取得较大进展。根据19年半年报, 公司刚刚编制了《建研院科研创新规划》, 落实“高质量发展、绿色发展”的新要求, 建设高水平科研人才队伍, 加强科技成果推广转化。公司将在绿色建筑、既有建筑改造、建筑垃圾综合利用、海绵城市等领域不断探索创新, 进一步加强EPC总承包、BIM技术、海绵城市、美丽乡村建设、特色小镇建设方面的业务推广。

业绩快速增长，首次覆盖“增持”评级

预计 19-21 年净利润增速分别为 2.7%/15.9%/16.8%

预计 19-21 年工程检测业务收入增速分别为 20.0%/16.0%/12.0%，毛利率分别为 64.4%/63.4%/62.4%。公司是江苏省内最大的建工检测公司之一，区域性规模竞争优势明显，公司的高品质一站式检测服务提高了其议价能力，建工工程检测是检测行业中最大的细分行业，根据 2018 年度全国检验检测服务业统计报告，2018 年建筑工程市场规模为 455 亿，同比增速高达 25%，15-18 年 CAGR 为 9%，预计未来 5 年建工检测行业复合增速约为 10%，市场空间广阔，公司多次收购省内检测公司，拓展省内业务区域，实现跨区域发展，扩大区位优势，随着未来检测行业市场化程度逐渐提高，公司检测业务收入有望提速，预计 19-21 年工程检测业务收入增速分别为 20.0%/16.0%/12.0%，18 年公司检测业务毛利率高达 69.4%，主要因为公司在苏州市规模效应较高（18 年苏州占比仍有 80.5%），公司拟收购的中测行 18 年毛利率为 50%，未来随着公司逐渐实现跨区域发展，参考国检集团毛利率情况（国检集团已在全国布局，18 年为 48.0%），公司未来毛利率预计小幅下行，预计 19-21 年工程检测业务毛利率分别为 64.4%/63.4%/62.4%。

预计 19-21 年工程专业施工业务收入增速分别为 24%/20%/15%。公司的工程专业施工业务主要包括建筑防水、建筑保温及结构加固业务，占公司收入比重超过 20%，2018 年收入增速达 14.7%。19 年以来中央多次提及老旧小区改造，7 月政治局会议再次明确实施老旧小区改造。我们预计政策推动下全国范围老旧小区改造有望提速，老旧小区改造主要包括基础设施整治、房屋综合整治、公共设施整治、安防、消防改造、建筑节能改造、适老化改造等方面内容，预计旧改将催生大量施工需求。公司是江苏省首批获得特种专业资质（结构补强）的专业结构加固公司，拥有防水防腐保温工程企业一级资质，具有较大的市场影响力，根据调研，公司 18 年成立 4 个研究所，专门研究城市更新内容，未来有望充分受益于旧改实现收入的快速提升，预计 19-21 年工程检测业务收入增速分别为 24.0%/20.0%/15.0%；工程施工成本以人工成本为主，合同价格随施工要求的增高而增高，我们预计 19-21 年合同价格及人工成本维持稳定，毛利率稳定在 22.6%。

预计 19-21 年新型建筑材料业务收入增速分别为 25%/20%/15%。2019 年，公司采取直销方式，利用区域优势，充分发挥姑苏新材的产能，上半年实现销售额增长 40%，随着绿色建材法规政策的制定及实施，新型城镇化建设将为新型建筑材料产业的发展提供重大机遇，节约能源、低毒环保、性能优良、可循环的建筑防水材料需求将不断提升，公司新型建筑材料业务有望充分受益。过去因公司采取经销方式，经销商积极性差使得公司销量承压，收入增速较低，公司未来有望通过积极推广直销以及合理定价持续提升新型建筑材料销量，我们预计公司 19-21 年新型建筑材料业务收入增速分别为 25%/20%/15%。公司新型建材业务毛利率较低，主要因为收入体量较小，单位产品成本分摊较多，未来随着体量逐渐扩大，单位成本有望降低，但公司为加快销量增长或需要将价格进行同步下调，预计公司 19-21 年新型建筑材料毛利率维持稳定，为 17.8%。

图表46：分部营收预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	392	444	495	602	708	802
YOY	0.0%	13.2%	11.4%	21.8%	17.5%	13.3%
工程技术服务	323	377	427	518	606	685
YOY	8.5%	16.5%	13.4%	21.3%	17.1%	13.0%
占公司收入百分比	82.4%	84.8%	86.3%	86.0%	85.7%	85.5%
工程检测	173	185	195	233	271	303
YOY	13.5%	6.6%	5.3%	20.0%	16.0%	12.0%
占公司收入百分比	44.2%	41.6%	39.3%	38.7%	38.3%	37.8%
工程专业施工	88	120	137	170	205	235
YOY	-1.9%	36.6%	14.7%	24.0%	20.0%	15.0%
占公司收入百分比	22.4%	27.0%	27.8%	28.3%	28.9%	29.3%
工程监理	32	42	47	56	64	72
YOY	2.5%	31.6%	11.7%	20.0%	15.0%	12.0%
占公司收入百分比	8.1%	9.4%	9.4%	9.3%	9.1%	9.0%
工程设计	14	18	26	32	36	41
YOY	61.5%	31.1%	46.5%	20.0%	15.0%	12.0%
占公司收入百分比	3.5%	4.1%	5.3%	5.3%	5.1%	5.1%
其他技术服务	17	12	22	26	30	34
YOY	2.0%	-27.0%	80.4%	20.0%	15.0%	12.0%
占公司收入百分比	4.2%	2.7%	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
新型建筑材料	68	65	68	84	101	117
YOY	-26.9%	-3.5%	3.4%	25%	20%	15%
占公司收入百分比	17.3%	14.7%	13.7%	14.0%	14.3%	14.5%

资料来源：wind，华泰证券研究所

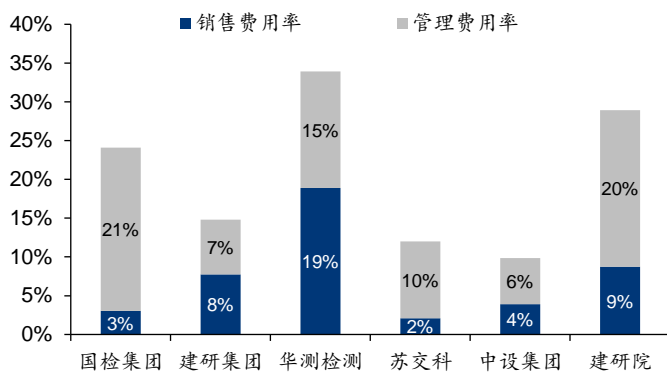
图表47：分部毛利润预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利	185	209	231	262	303	339
毛利率	47.1%	47.2%	46.7%	43.6%	42.8%	42.2%
工程技术服务	160	194	219	247	285	318
毛利率	49.5%	51.5%	51.2%	47.8%	47.0%	46.4%
工程检测	113	133	135	150	172	189
毛利率	65.5%	72.1%	69.4%	64.4%	63.4%	62.4%
工程专业施工	13	26	33	39	46	53
毛利率	15.4%	21.4%	23.6%	22.6%	22.6%	22.6%
工程监理	15	19	23	26	29	33
毛利率	45.8%	45.8%	48.6%	45.6%	45.6%	45.6%
工程设计	7	9	16	18	21	23
毛利率	48.8%	50.7%	61.4%	57.4%	57.4%	57.4%
其他技术服务	12	7	12	15	17	19
毛利率	71.0%	54.8%	55.4%	55.4%	55.4%	55.4%
新型建筑材料	24	14	13	15	18	21
毛利率	35.3%	21.4%	18.8%	17.8%	17.8%	17.8%

资料来源：wind，华泰证券研究所

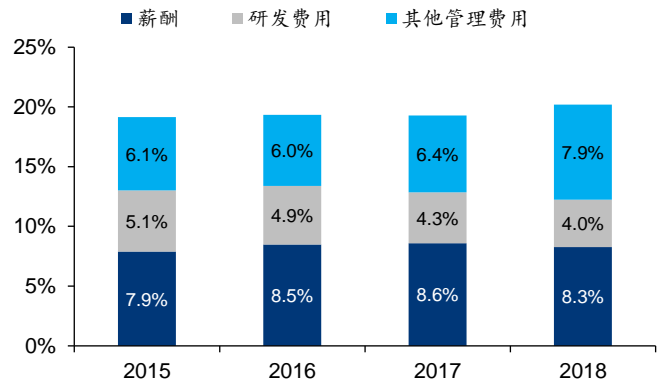
目前公司管理费用率显著高于同行，拖累公司净利率。建研院15-18年管理费用率平均为19%，显著高于可比公司平均水平，因薪酬和研发费用较高，15-18年管理费用中薪酬平均占收入的8.3%，15-18年管理费用中研发费用平均占收入的4.6%，构成管理费用率中的主要项目，预计未来随着收入的增长，将存在较明显的下行空间。

图表48: 2018年建研院管理费用率显著高于多数同行



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 2015-2018年公司管理费用拆分



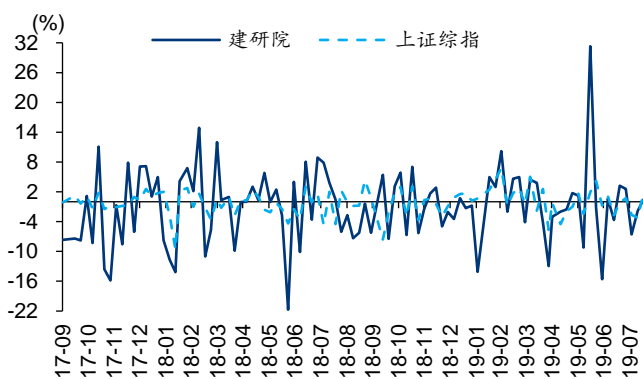
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计 19-21 年期间费用率微降, 净利率分别为 11.0%/10.9%/11.2%。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 28.3%/27.2%/26.1%, 三项费用增速 19-21 年分别为 19.5%/13.2%/8.7%, 公司净利率预计在 19-21 年分别为 11.0%/10.9%/11.2%。我们预计公司 19/20/21 年利润分别为 0.66/0.77/0.90 亿元, YoY+2.7%/15.9%/16.8%。

首次覆盖“增持”评级, 目标价 11.40~12.16 元

上市以来建研院一次超额收益明显增加和两次超额收益明显减少: 2018年4月-2018年6月和2019年1月-2019年2月超额收益明显减少, 主要原因是公司去年工程施工回款风险控制不足, 现金流表现较差。2019年5月-2019年6月超额收益明显增加, 主要原因是公司实行了限制性股票激励计划。公司2018年4月公告实施限制性股票激励计划, 有望激发员工活力, 推动公司业绩。19年公司拟收购中测行实现省外市场扩张, 同时公司将加速绿色建筑业务布局, 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50: 建研院历史股价涨跌幅和上证综指历史价格涨跌幅



资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表51: 建研院历史超额收益



资料来源: wind, 华泰证券研究所

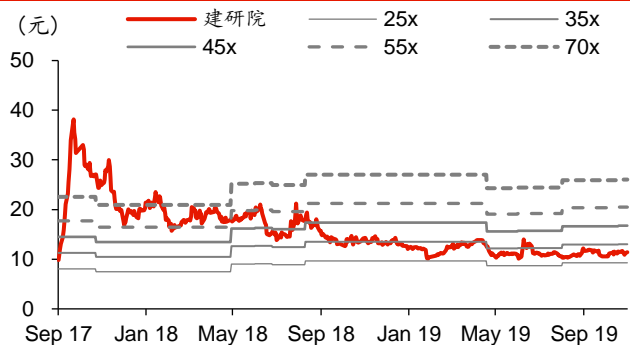
首次覆盖“增持”评级。公司是苏州地区建工检测和工程设计行业主导公司, 持续收购扩张产能布局, 强劲的研发能力加速业务的成长。在建工检测方面, “内生(发挥苏州地区龙头区域优势, 积极布局能效测评)+外延(积极并购)”增长加速。在工程设计方面, 充分把握绿色建筑推广机遇, 发挥技术优势, 加大研发力度, 积极推广研发成果。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 0.38/0.44/0.51 元(不考虑收购), 当前股价对应 29.9/25.8/22.1xP/E, 假设公司完成收购交易以及配套融资, 则对应 20/21 年 21.4/18.6xP/E。参考可比公司 2019 年 32x 估值, 给予公司 30~32x 2019E P/E, 目标价 11.40~12.16 元, 首次覆盖“增持”评级。

图表52: 可比公司估值表 (2019/11/5)

公司名称	市值(百万)		每股收益(元/股)			P/E (x)			每股净资产(元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
	股价	元)	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
国检集团	20.75	6,391	0.87	0.72	0.87	23.85	28.82	23.85	3.80	4.40	5.08	5.46	4.71	4.09	16.35	16.75	17.53
苏博特	14.68	4,560	0.87	0.98	1.32	16.87	14.98	11.12	3.57	4.08	4.67	4.11	3.60	3.14	10.48	14.86	15.56
华测检测	13.94	23,106	0.16	0.27	0.35	87.13	51.63	39.83	1.64	1.87	2.17	8.50	7.45	6.43	10.37	15.79	17.52
平均值						42.62	31.81	24.93				6.02	5.25	4.56	12.40	15.80	16.87
建研院	11.35	1,987	0.37	0.38	0.44	30.75	29.93	25.83	3.99	4.29	4.65	2.85	2.64	2.44	9.62	10.10	10.10

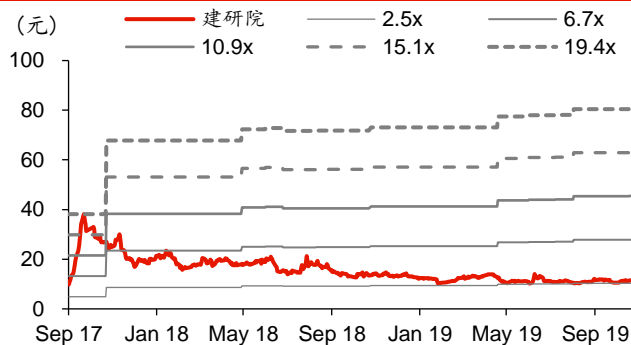
资料来源: wind, 华泰证券研究所 (盈利预测均来自 wind 一致预期)

图表53: 建研院历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表54: 建研院历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

- (1) **投资增速放缓超预期。**公司的工程技术、建材业务的增长都与房地产、基建投资增速正相关,受投资增速放缓的影响较大,一旦投资放缓超预期,可能导致公司收入增长不及预期。
- (2) **利润率下滑风险。**公司当前利润水平较高,主要系公司在苏州地区的规模效应较强,如果公司未来持续进行外地扩张,可能会对公司的盈利能力造成影响,使得公司利润率下降。
- (3) **绿色建筑政策落地不及预期。**绿色建筑是公司的业务发展重点,与绿色建筑政策执行效率密切相关,一旦绿色建筑政策落地不及预期,可能导致公司业绩增长不及预期。
- (4) **并购标的表现不及预期。**公司通过收购中测行拓展业务区域,虽然中测行已按照目前经营能力和未来的发展前景对未来净利润作出了承诺,但受宏观经济、市场环境等影响,仍然存在业绩无法实现的风险。

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	634.08	654.24	691.25	720.76	826.87
现金	199.39	268.72	199.36	142.99	172.07
应收账款	202.52	262.54	338.34	397.56	450.42
其他应收账款	6.87	7.29	8.88	10.44	11.82
预付账款	15.92	11.13	14.36	17.09	19.57
存货	58.21	73.70	95.06	113.13	129.57
其他流动资产	151.17	30.85	35.25	39.56	43.40
非流动资产	207.68	304.93	381.84	472.15	492.99
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	96.72	158.40	176.96	226.58	276.97
无形资产	47.61	46.20	44.84	43.51	42.23
其他非流动资产	63.35	100.33	160.04	202.06	173.79
资产总计	841.76	959.17	1,073	1,193	1,320
流动负债	194.17	245.92	306.60	363.01	415.76
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	110.67	121.42	156.61	186.37	213.47
其他流动负债	83.50	124.50	149.99	176.64	202.29
非流动负债	1.57	3.76	3.76	3.76	3.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1.57	3.76	3.76	3.76	3.76
负债合计	195.75	249.68	310.36	366.77	419.52
少数股东权益	1.37	11.47	11.47	11.47	11.47
股本	88.00	125.10	175.03	175.03	175.03
资本公积	332.45	329.29	329.29	329.29	329.29
留存公积	224.19	268.99	246.94	310.35	384.56
归属母公司股东权益	644.64	698.01	751.26	814.67	888.87
负债和股东权益	841.76	959.17	1,073	1,193	1,320

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	31.80	2.11	28.54	61.28	83.26
净利润	65.98	64.60	66.38	76.91	89.84
折旧摊销	8.66	11.64	14.12	16.54	19.92
财务费用	(0.21)	(0.67)	(3.29)	(2.70)	(2.23)
投资损失	(0.29)	(5.94)	(2.97)	0.00	0.00
营运资金变动	(49.13)	(90.52)	(45.70)	(29.47)	(24.28)
其他经营现金	6.80	23.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(176.07)	60.86	(88.06)	(106.85)	(40.77)
资本支出	35.11	73.65	90.36	106.18	40.10
长期投资	139.00	(134.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.96	(0.51)	(2.30)	0.67	0.67
筹资活动现金	251.73	5.97	(9.85)	(10.79)	(13.41)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	22.00	37.10	49.92	0.00	0.00
资本公积增加	237.92	(3.17)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(8.20)	(27.97)	(59.77)	(10.79)	(13.41)
现金净增加额	107.46	68.93	(69.37)	(56.36)	29.08

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	443.99	494.61	602.41	707.85	801.98
营业成本	234.58	263.62	340.02	404.63	463.46
营业税金及附加	2.91	3.41	4.16	4.88	5.53
营业费用	42.83	43.25	50.00	57.34	63.36
管理费用	85.61	80.20	123.49	138.03	148.37
财务费用	(0.21)	(0.67)	(3.29)	(2.70)	(2.23)
资产减值损失	6.78	15.58	12.05	14.16	16.04
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.29	5.94	2.97	0.00	0.00
营业利润	73.47	77.36	81.22	94.19	110.12
营业外收入	6.77	0.81	0.81	0.81	0.81
营业外支出	0.30	0.29	0.29	0.29	0.29
利润总额	79.94	77.89	81.75	94.72	110.64
所得税	14.05	14.64	15.37	17.81	20.80
净利润	65.89	63.24	66.38	76.91	89.84
少数股东损益	(0.08)	(1.36)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	65.98	64.60	66.38	76.91	89.84
EBITDA	86.19	115.42	98.81	119.46	141.10
EPS (元, 基本)	0.38	0.37	0.38	0.44	0.51

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	13.24	11.40	21.80	17.50	13.30
营业利润	13.21	5.29	4.99	15.97	16.91
归属母公司净利润	20.02	(2.09)	2.75	15.87	16.81
获利能力 (%)					
毛利率	47.16	46.70	43.56	42.84	42.21
净利率	14.86	13.06	11.02	10.87	11.20
ROE	13.56	9.62	9.16	9.82	10.55
ROIC	18.70	20.17	13.82	13.66	14.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.25	26.03	28.92	30.75	31.79
净负债比率 (%)	0	0	0	0	0
流动比率	3.27	2.66	2.25	1.99	1.99
速动比率	2.97	2.36	1.94	1.67	1.68
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.55	0.59	0.62	0.64
应收账款周转率	2.51	2.13	2.01	1.92	1.89
应付账款周转率	2.18	2.27	2.45	2.36	2.32
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.37	0.38	0.44	0.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.01	0.16	0.35	0.48
每股净资产(最新摊薄)	3.68	3.99	4.29	4.65	5.08
估值比率					
PE (倍)	30.11	30.75	29.93	25.83	22.11
PB (倍)	3.08	2.85	2.64	2.44	2.23
EV_EBITDA (倍)	22.25	16.62	19.41	16.06	13.59

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