

公司研究/公告点评

2019年11月11日

公用事业/环保 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 21.99  
合理价格区间(元): 24.36~26.10

**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

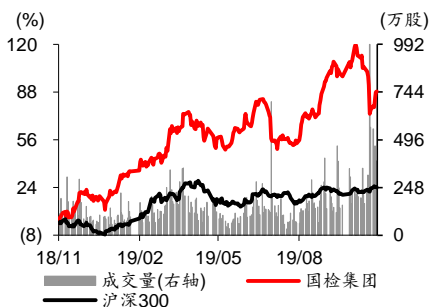
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

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

相关研究

- 1《国检集团(603060 SH,买入): Q3 业绩低于预期,不改长期价值》2019.11
- 2《国检集团(603060,买入): 业绩略低于预期,看好 2H 成长加速》2019.07
- 3《国检集团(603060,买入): Q1 业绩符合预期,重组获重要进展》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 收购集团优质资产, 外阜扩张加速

## 国检集团(603060)

### 收购集团优质资产, 外阜扩张加速

公司公告: 1) 集团检验检测业务整合方案, 涉及南玻院、北玻院等 8 家单位, 交易标的 2018 年合计收入 7471 万元, 模拟利润总额 3176 万元, 通过收购集团优质资产, 完成解决同业竞争承诺, 同时公司获取多个优质国家级、行业级优质实验室, 业务范围扩充至玻璃纤维、玻璃钢、复合材料、地质勘察、化妆品、药品、保健品、高品质摩擦材料、石材检测等领域; 2) 拟以 8100 万元现金购买云南合信 60% 股权, 进一步拓展在西南地区的检测业务。考虑到交易尚未完成, 暂时维持 19-21 年 EPS 预测 0.68/0.87/1.08 元, 公司“跨地域、跨领域”战略持续推进, 维持“买入”评级。

### 集团材料检测资产品牌力强, 定价合理

苏混检测 65% 股权及北京晶体院 100% 股权为国检集团直接收购, 剩余 6 家机构均采用国检与对应主体成立合资公司 (国检认购 51% 股权), 由合资公司承接原主体检测业务资产与负债方式整合。天山检测及工陶院用资产法评估, 收购价格分别对应 18 年 1.0x 和 1.8x pb, 剩余 6 家机构采用收益法评估, 平均对应 19 年 13x PE, 6 家合计 19-21 年扣非归母净利润承诺为 0.23/0.25/0.29 亿, 20/21 年同比+16%/12%。此次收购涉及的集团材料检测资产为在地质、石材、玻纤、玻璃钢、混凝土等领域拥有几十年行业影响力的检测机构, 对于国检业务领域的拓展及品牌力提升有重大意义。

### 收购云南合信 60% 股权, 西南地区业务开拓加速

国检拟以 8,100 万元购买云南合信 60% 股权, 该标的 2018 年实现收入 5396 万元, 净利润 1947 万元, 2018 年底净资产 2248 万元, 承诺 19-21 年净利润不低于 1950/1689/1677 万元, 此次收购对应 20 年 PE 为 8.2x, 定价合理。国检集团此前在华北和华东经营较好, 但在西南地区较为薄弱, 此次收购有助于进一步拓展国检在西南地区 (云南、贵州、四川等) 的检验检测业务, 尽快实现公司的跨地域布局, 加强区域综合竞争力, 是公司上市后继收购海南南忠科, 推进枣庄模式后建工检测跨地域的又一重大举措。

### 维持盈利预测, 维持“买入”评级

此次公告的收购共涉及国检出资约 2.5 亿元, 截至 19Q3 公司拥有类现金 5.3 亿, 无有息负债, 同时公告拟更改 0.94 亿元募集资金用途, 此次所有交易尚需股东大会审议。参考业绩承诺, 假设 2019 年底完成交易, 我们估计 8 家机构合计对 20 年归母净利润贡献约 0.15 亿元, 云南合信贡献 20 年归母净利 0.1 亿元, 合计 0.25 亿元。考虑到交易尚未完成, 暂时维持 19-21 年 EPS 预测 0.68/0.87/1.08 元。考虑公司下游建工建材市场相对成熟, 参考可比公司 20 年平均 32x P/E, 给予公司 20 年 28-30 x 目标 P/E, 上调目标价至 24.36-26.10 (前值 21.08-22.44 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 收购标的利润不达预期, 局部地区建工检测竞争加剧。

公司基本资料

总股本 (百万股)	308.00
流通 A 股 (百万股)	308.00
52 周内股价区间 (元)	16.49-28.81
总市值 (百万元)	6,773
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)	46.96	35.43	32.24	25.23	20.45

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 拟收购标的情况汇总

简称	方式	主业	地址	2018收入 (万元)	2018利润 (万元)	2018利润 率(%)	2018年净资 产(万元)	评估价值 (万元)	参考方法	权益比例 (%)	交易支付 (万元)	利润承诺(扣非净利润) (万元)		(万元)	预计2020年归母 利润(万元)
												2019	2020	2021	
天山检测	合资设立 公司收购	水泥、砂石、混凝 土外加剂等建材检 测	新疆乌鲁 木齐	148	-93	亏损	191	185	资产法	51%	94	无	无	无	-
苏混检测	收购	水泥混凝土制品检 测	江苏苏州	1,087	572	53%	206	4,818	收益法	65%	3,138	391	460	517	299
工陶院	合资设立 公司收购	陶瓷、复合材料、 耐火材料检测	山东淄博	276	54	20%	306	530	资产法	51%	561	无	无	无	28
地勘院	合资设立 公司收购	地质勘查、工程骨 料、化妆品、药品 、保健品等材料	北京	989	233	24%	949	3,180	收益法	51%	1,785	156	220	262	112
咸阳院	合资设立 公司收购	非金属矿制品检测	陕西咸阳	773	275	36%	150	2,400	收益法	51%	1,530	200	225	254	115
北玻院	合资设立 公司收购	玻璃钢、复合材料 检测	北京	1,231	567	46%	807	4,767	收益法	51%	2,438	422	456	499	232
南玻院	合资设立 公司收购	玻璃纤维、复合材 料及制品检测行业	江苏南京	2,716	1,502	55%	1,035	13,600	收益法	51%	6,936	1,039	1,198	1,339	611
晶体院	收购	石材检测	北京	250	67	27%	51	610	收益法	100%	610	54	60	67	60
云南合信	收购	工程检测	云南昆明	5,396	1,947	36%	2,248	13,848	收益法	60%	8,100	1,950	1,689	1,677	1,013
<b>合计</b>				<b>12,867</b>	<b>5,123</b>	<b>40%</b>					<b>25,192</b>	<b>4,212</b>	<b>4,308</b>	<b>4,615</b>	<b>2,470</b>

注: 1. 前8家标的为同一控制下收购, 18年利润显示利润总额, 利润率显示利润总额率; 云南合信为非同一控制下企业合并, 18年显示净利润口径;  
2. 天山检测及山东工陶院用资产法定价, 无盈利承诺, 其余7家标的收益法定评估价值, 19-21年承诺利润均为扣非净利润口径

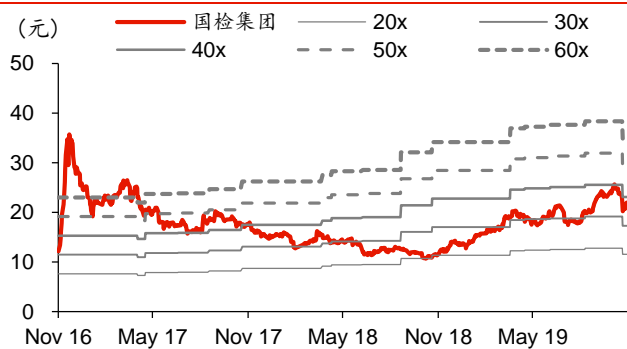
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2019/11/10)

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
		2019/11/10	2019/11/10		19E	20E	19E	20E	19E	20E	
华测检测	300012.SZ	13.98	23,172	51	40	7	6	14%	15%	Wind	
安车检测	300572.SZ	46.99	9,100	42	29	9	7	22%	25%	Wind	
中国汽研	601965.SH	7.40	7,178	15	13	1	1	9%	10%	Wind	
金域医学	603882.SH	53.90	24,680	62	48	11	9	17%	18%	Wind	
苏试试验	300416.SZ	27.40	3,715	41	31	4	4	10%	12%	Wind	
平均值			13,569	42	32	7	5	15%	16%		
国检集团	603060.SH	21.99	6,773	32	25	5	4	16%	18%	华泰	

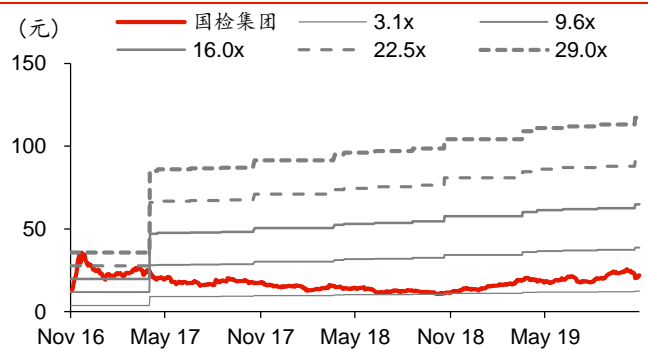
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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)	46.96	35.43	32.24	25.23	20.45
PB (倍)	6.58	5.79	4.81	4.20	3.64
EV_EBITDA (倍)	26.87	21.26	18.10	13.64	10.84

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，需在允许的范围内使用，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