

2017年07月24日

国检集团 (603060.SH)

动态分析

下游需求景气、业务版图扩张，业绩增速有望持续提升

投资要点

- 下游需求饱满、期间费用率回落，业绩增速有所提升：**2017年上半年公司预计实现营业收入 3.40 亿元，归母净利润 5,723.18 万元，分别同比增长 19.95%和 32.01%；公司 2012-2016 年业绩增速较为平缓，营业收入和净利润的年复合增速分别为 16%和 12%，进入 2017 年业绩增速有所提升，我们认为主要受益于下游行业需求扩张；另外上年第一季度公司期间费用率较高，本报告期有所回落。①2016 年我国建材行业景气度提升，水泥、平板玻璃产量有所回升，砖产量、瓷质砖产量保持平稳增长；建筑工程方面，我国房地产开发投资施工房屋面积“十二五”初期增速较高，虽 2014 年以来增速有所放缓，但仍存在潜在的建筑工程质量检测需求。公司下游需求饱满，随着检测认证行业市场集中度提高、新检测认证项目的出现，公司业务规模有望扩张。②2016 年第一季度公司管理费用率 28.52%，2017 年第一季度回落至 24.42%，管理费用率的有效控制使得公司 2017 年第一季度实现营业收入和归母净利润分别同比增长 23.65%和 136.78%，对 2017 年半年度业绩增长情况产生影响。
- 行业资质壁垒高，公司具备先行优势：**检测机构须经省级以上人民政府计量行政部门对其评审并颁发《计量认证证书》，从事建设工程质量检测业务，须再经国务院建设主管部门审批颁发《建设工程质量检测机构资质证书》；认证机构同样必须经过国家认监委审批并颁发的《认证机构批准书》。截至 2016 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有 8 家国家级检验中心，15 家行业级检验中心，在业内具备竞争优势。按照“2013 年全国 2.5 万家检验检测机构平均营业收入 563 万元”测算，公司 2013 年 4.78 亿元营业收入约占全国市场份额的 0.34%；按照截至 2016 年 6 月 30 日的有效证书数量计算，公司在安全玻璃认证领域市场份额为 83.51%，瓷质砖认证领域市场份额为 71.06%，凸显公司在专业领域竞争力。
- 外延并购经验丰富，业务版图有望扩张：**自 2009 年开始，公司对厦门宏业、上海众材、北京厦荣、浙江公司、广东中科华大、江苏公司、徐州公司和贵州公司进行了收购，初步完成全国性布局，在北京、上海、广州、西安、咸阳、合肥、苏州、杭州、厦门、秦皇岛、天津、成都、徐州、贵阳等地设 24 家分子公司。2016 年 11 月公司成功登陆资本市场，未来有望进一步通过外延并购的方式做大做强。
- 投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.66、0.78 和 0.89 元，给予公司增持-B 建议，6 个月目标价为 26.39 元，相当于 2017 年 40 倍的动态市盈率。
- 风险提示：**下游需求不及预期

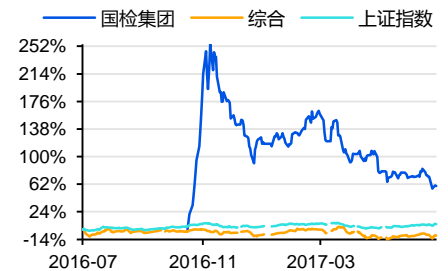
综合 | 综合 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	26.39 元
股价(2017-07-21)	22.95 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,049.00
流通市值 (百万元)	1,262.25
总股本 (百万股)	220.00
流通股本 (百万股)	55.00
12 个月价格区间	12.05/52.47 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.69	-23.4	-7.47
绝对收益	-8.81	-21.35	

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

宋怡萱
 songyixuan@huajinsec.cn
 021-20655737

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	597.0	665.0	798.8	948.9	1,108.0
同比增长(%)	12.9%	11.4%	20.1%	18.8%	16.8%
营业利润(百万元)	128.5	131.7	173.6	205.4	237.0
同比增长(%)	25.8%	2.5%	31.9%	18.3%	15.4%
净利润(百万元)	104.9	115.8	146.0	172.4	196.0
同比增长(%)	23.2%	10.4%	26.1%	18.1%	13.7%
每股收益(元)	0.48	0.53	0.66	0.78	0.89
PE	48.1	43.6	34.6	29.3	25.8
PB	11.9	5.4	4.8	4.5	4.0

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、下游需求饱满、期间费用率回落，业绩增速有所提升	4
二、行业资质壁垒高，公司具备先行优势	6
三、外延并购经验丰富，业务规模有望扩张	6
四、投资建议	6
五、风险提示	6

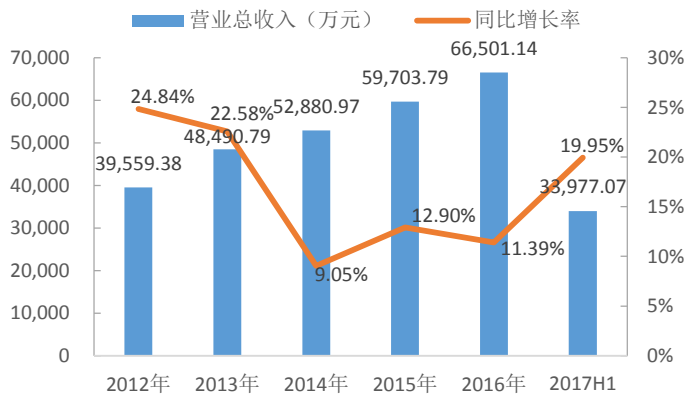
图表目录

图 1：公司营业收入增长情况	4
图 2：公司归母净利润增长情况	4
图 3：我国水泥产量增长状况	4
图 4：我国平板玻璃产量增长状况	4
图 5：我国砖产量增长状况	5
图 6：我国瓷质砖产量增长状况	5
图 7：我国房地产开发投资施工房屋面积（万平方米）	5
图 8：公司单季度期间费用率情况	5
表 1：公司历次并购事项	6

一、下游需求饱满、期间费用率回落，业绩增速有所提升

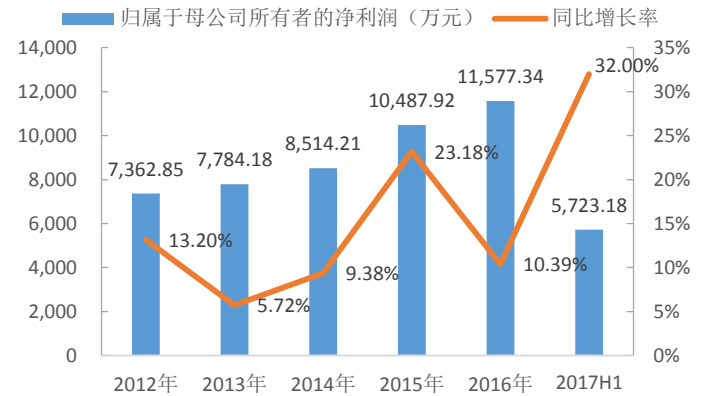
2017 年上半年公司业绩增速有所提升：公司 2017 年半年度业绩快报显示，报告期内公司预计实现营业收入 3.40 亿元，归母净利润 5,723.18 万元，分别同比增长 19.95%和 32.01%；公司 2012-2016 年业绩增速较为平缓，营业收入和净利润的年复合增速分别为 16%和 12%，进入 2017 年业绩增速有所提升，我们认为主要受益于下游行业需求扩张；另外上年第一季度公司期间费用率较高，本报告期有所回落。

图 1：公司营业收入增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

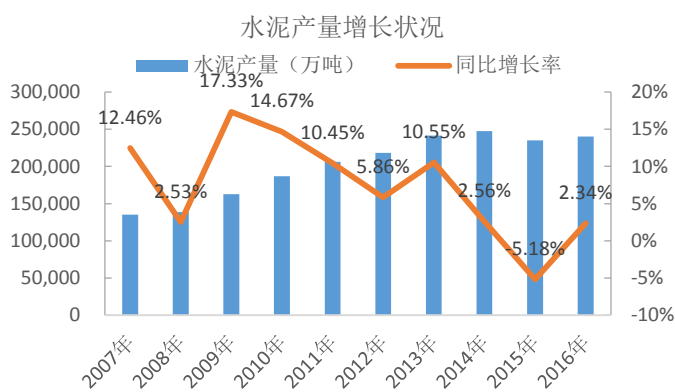
图 2：公司归母净利润增长情况



资料来源：wind，华金证券研究所

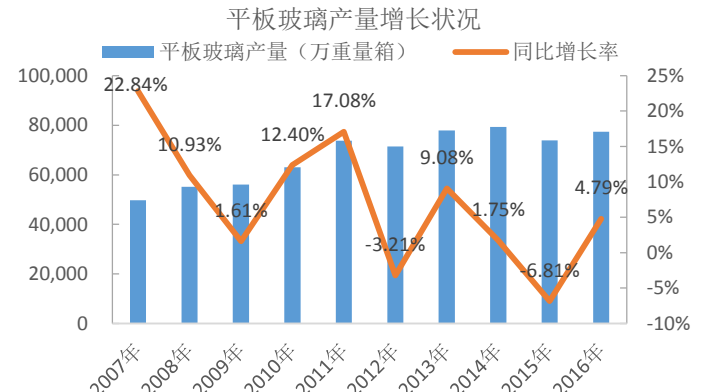
下游需求饱满，业务规模有望扩张：2016 年我国建材行业景气度提升，水泥、平板玻璃产量有所回升，砖产量、瓷质砖产量保持平稳增长；建筑工程方面，我国房地产开发投资施工房屋面积“十二五”初期增速较高，虽 2014 年以来增速有所放缓，但仍存在潜在的建筑工程质量检测需求。从以上建材以建筑工程两方面看，公司下游需求饱满，随着检测认证行业市场集中度提高、新检测认证项目的出现，公司业务规模有望扩张。

图 3：我国水泥产量增长状况



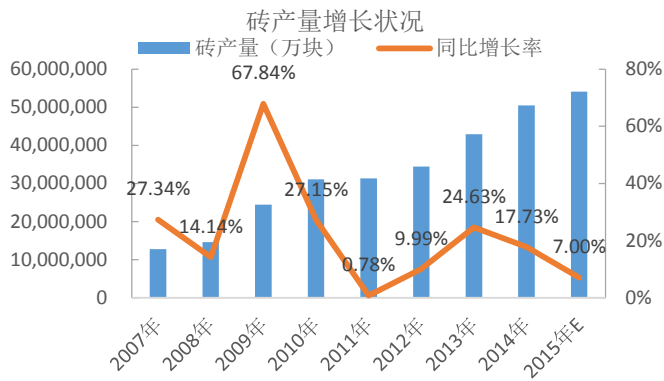
资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：我国平板玻璃产量增长状况



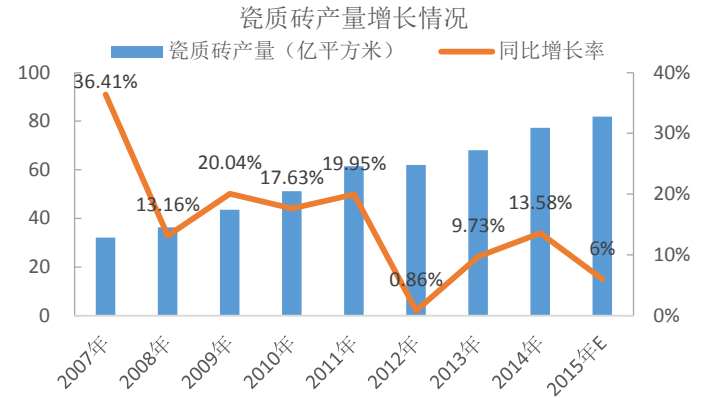
资料来源：wind，华金证券研究所

图 5：我国砖产量增长状况



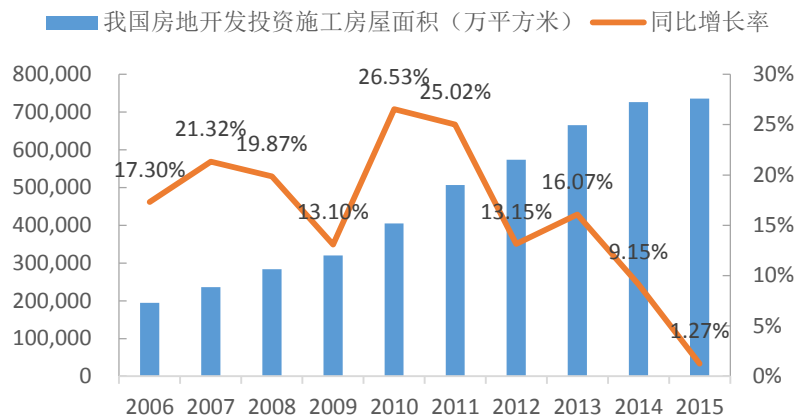
资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：我国瓷质砖产量增长状况



资料来源：wind，华金证券研究所

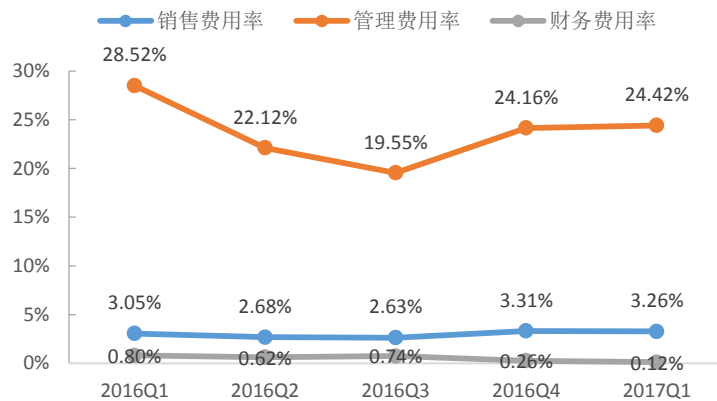
图 7：我国房地产开发投资施工房屋面积（万平方米）



资料来源：wind，华金证券研究所

上年第一季度公司期间费用率较高，本报告期有所回落：2016 年第一季度公司管理费用率 28.52%，2017 年第一季度回落至 24.42%，管理费用率的有效控制使得公司 2017 年第一季度实现营业收入和归母净利润分别同比增长 23.65%和 136.78%，对 2017 年半年度业绩增长情况产生影响。

图 8：公司单季度期间费用率情况



资料来源：wind，华金证券研究所

二、行业资质壁垒高，公司具备先行优势

检测机构须经省级以上人民政府计量行政部门对其评审并颁发《计量认证证书》，从事建设工程质量检测业务，须再经国务院建设主管部门审批颁发《建设工程质量检测机构资质证书》；认证机构同样必须经过国家认监委审批并颁发的《认证机构批准书》。截至 2016 年 12 月 31 日，公司及子公司拥有 8 家国家级检验中心，15 家行业级检验中心，在业内具备竞争优势。按照“2013 年全国 2.5 万家检验检测机构平均营业收入 563 万元”测算，公司 2013 年 4.78 亿元营业收入约占全国市场份额的 0.34%；按照截至 2016 年 6 月 30 日的有效证书数量计算，公司在安全玻璃认证领域市场份额为 83.51%，瓷质砖认证领域市场份额为 71.06%，凸显公司在专业领域竞争力。

三、外延并购经验丰富，业务规模有望扩张

自 2009 年开始，公司对厦门宏业、上海众材、北京厦荣、浙江公司、广东中科华大、江苏公司、徐州公司和贵州公司进行了收购，初步完成全国性布局，在北京、上海、广州、西安、咸阳、合肥、苏州、杭州、厦门、秦皇岛、天津、成都、徐州、贵阳等地设 24 家分子公司。2016 年 11 月公司成功登陆资本市场，未来有望进一步通过外延并购的方式做大做强。

表 1：公司历次并购事项

并购时间	标的名称
2009 年	厦门宏业 55%股权
2011 年 7 月	上海众材 51%股权
2012 年 11 月	上海众材 49%股权
2012 年 11 月	浙江公司 51%股权
2012 年 12 月	广东中科华大 70%股权
2012 年 12 月	江苏公司 51%股权
2015 年 5 月	徐州公司 61%股权
2015 年 6 月	贵州公司 51%股权

资料来源：招股说明书，华金证券研究所

四、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.66、0.78 和 0.89 元，给予公司增持-B 建议，6 个月目标价为 26.39 元，相当于 2017 年 40 倍的动态市盈率。

五、风险提示

下游需求不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	597.0	665.0	798.8	948.9	1,108.0	年增长率					
减:营业成本	318.2	348.4	422.3	501.5	584.0	营业收入增长率	12.9%	11.4%	20.1%	18.8%	16.8%
营业税费	3.4	4.1	4.8	5.6	6.7	营业利润增长率	25.8%	2.5%	31.9%	18.3%	15.4%
销售费用	17.1	19.5	23.9	27.8	32.7	净利润增长率	23.2%	10.4%	26.1%	18.1%	13.7%
管理费用	122.4	155.0	170.9	206.2	245.4	EBITDA 增长率	18.8%	2.0%	23.2%	15.3%	13.7%
财务费用	5.1	3.8	1.2	-	-	EBIT 增长率	19.7%	1.3%	29.0%	17.5%	15.4%
资产减值损失	2.3	2.9	2.3	2.5	2.5	NOPLAT 增长率	20.5%	1.4%	28.7%	17.7%	15.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.6%	72.8%	-27.9%	-5.5%	6.8%
投资和汇兑收益	-	0.3	0.1	0.1	0.2	净资产增长率	23.4%	106.1%	13.6%	8.8%	12.3%
营业利润	128.5	131.7	173.6	205.4	237.0						
加:营业外净收支	10.3	18.1	17.8	20.4	18.8	盈利能力					
利润总额	138.9	149.8	191.4	225.8	255.8	毛利率	46.7%	47.6%	47.1%	47.2%	47.3%
减:所得税	20.5	22.0	28.6	33.4	37.9	营业利润率	21.5%	19.8%	21.7%	21.6%	21.4%
净利润	104.9	115.8	146.0	172.4	196.0	净利润率	17.6%	17.4%	18.3%	18.2%	17.7%
						EBITDA/营业收入	26.7%	24.5%	25.1%	24.3%	23.7%
						EBIT/营业收入	22.4%	20.4%	21.9%	21.6%	21.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	34.3%	23.1%	17.0%	19.2%	16.6%
货币资金	169.6	408.8	701.7	795.6	926.6	负债权益比	52.2%	30.0%	20.5%	23.8%	19.9%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.53	3.62	4.64	4.43	5.50
应收帐款	64.4	75.3	76.3	110.2	110.1	速动比率	1.49	3.57	4.60	4.37	5.44
应收票据	1.3	1.8	0.9	2.7	1.7	利息保障倍数	25.99	35.82	150.00		
预付帐款	20.2	31.2	21.1	42.7	34.9	营运能力					
存货	6.0	12.6	8.5	15.7	13.8	固定资产周转天数	136	133	112	86	66
其他流动资产	0.0	270.8	90.3	120.3	160.5	流动营业资本周转天数	-17	55	66	26	33
可供出售金融资产	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	流动资产周转天数	127	287	383	377	379
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	34	38	34	35	36
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	4	5	5	5	5
投资性房地产	33.1	32.2	32.2	32.2	32.2	总资产周转天数	401	544	593	542	511
固定资产	232.2	260.7	238.1	215.6	193.0	投资资本周转天数	214	259	235	161	139
在建工程	56.1	53.4	53.4	53.4	53.4						
无形资产	67.3	56.9	53.9	51.0	48.0	费用率					
其他非流动资产	76.5	76.1	71.2	66.7	64.2	销售费用率	2.9%	2.9%	3.0%	2.9%	3.0%
资产总额	727.5	1,280.9	1,348.7	1,507.1	1,639.3	管理费用率	20.5%	23.3%	21.4%	21.7%	22.1%
短期债务	43.9	42.9	-	-	-	财务费用率	0.9%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%
应付帐款	21.1	45.2	17.2	60.7	35.3	三费/营业收入	24.2%	26.8%	24.5%	24.7%	25.1%
应付票据	-	-	-	-	-	投资回报率					
其他流动负债	105.9	132.8	176.4	184.7	191.4	ROE	24.8%	12.5%	14.0%	15.3%	15.7%
长期借款	39.0	18.4	-	-	-	ROA	16.3%	10.0%	12.1%	12.8%	13.3%
其他非流动负债	39.6	56.1	36.1	43.9	45.4	ROIC	31.9%	32.9%	24.5%	40.0%	48.8%
负债总额	249.5	295.4	229.7	289.4	272.1	分红指标					
少数股东权益	55.1	57.1	73.9	93.9	115.7	DPS(元)	0.54	0.16	0.13	0.43	0.31
股本	165.0	220.0	220.0	220.0	220.0	分红比率	112.6%	30.4%	20.0%	54.3%	34.9%
留存收益	258.0	708.4	825.1	903.9	1,031.4	股息收益率	2.3%	0.7%	0.6%	1.9%	1.4%
股东权益	478.0	985.4	1,119.1	1,217.7	1,367.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.48	0.53	0.66	0.78	0.89
净利润	118.3	127.8	146.0	172.4	196.0	BVPS(元)	1.92	4.22	4.75	5.11	5.69
加:折旧和摊销	30.0	31.9	25.5	25.5	25.5	PE(X)	48.1	43.6	34.6	29.3	25.8
资产减值准备	2.3	2.9	-	-	-	PB(X)	11.9	5.4	4.8	4.5	4.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	51.5	-32.9	16.8	30.9	28.9
财务费用	5.8	4.7	1.2	-	-	P/S	8.5	7.6	6.3	5.3	4.6
投资损失	-	-0.3	-0.1	-0.1	-0.2	EV/EBITDA	23.3	29.1	22.2	18.8	16.1
少数股东损益	13.5	12.0	16.9	20.0	21.9	CAGR(%)	17.6%	19.5%	19.7%	17.6%	19.5%
营运资金的变动	50.3	-214.9	148.6	3.2	-50.9	PEG	2.7	2.2	1.8	1.7	1.3
经营活动产生现金流量	178.4	203.3	338.0	221.0	192.3	ROIC/WACC	3.1	3.2	2.4	3.8	4.7
投资活动产生现金流量	-44.6	-328.4	0.1	0.1	0.2						
融资活动产生现金流量	-52.1	365.6	-45.2	-127.3	-61.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn