2018 年 07 月 10 日
证券研究报告•公司研究报告
国检集团（603060）综合

买入（首次）
当前价：16.35 元
目标价：20.90 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

建材建工检测龙头，向综合性检测迈进

投资要点

- **公司是央企中建材下属的建材、建工领域的检测认证龙头。**国检集团业务起源于 20 世纪 50 年代，经过六十余载的不懈努力，公司已发展成为国内建筑材料及建设工程领域内规模最大的、综合性的、第三方检验认证服务机构。
- **建材、建工是检测行业最重要的细分领域，增速较快。1）行业整体规模和增速：**检测行业整体保持较快增长，2016 年行业营收 2065 亿元，同比增长 14.7%。随着我国经济发展已转向高质量发展阶段，国内检验认证行业整体成长空间巨大。2016 年，全国检验检测服务业营业收入达到 2065 亿元，同比增长 14.7%。**2）建材、建工检测是检测行业最主要的细分领域，合计占比达到 1/4。**2016 年，建材、建工检测行业收入分别达到 324、182 亿元，合计占比达到 1/4。**3）终端消费者对住宅品质的需求，建材、建工检测行业营收增速较快，**明显高于建筑行业整体增速。2016 年，建材、建工检测行业营收增速，建筑行业整体增速分别为 11.1%、6.6%，前者明显高于后者。
- **目前行业仍较分散，向龙头、具备竞争力的企业单位集中。1）规模越大的机构，经营状况越好，收入增长幅度越大。**2016 年，大型检验检测机构实现营收 441.5 亿元，同比增长 23.7%；中型检验检测机构实现营收 487.1 亿元，同比增长 13.2%；小型检验检测机构实现营收 1105.3 亿元，同比增长 12.6%；微型检验检测机构实现营收 31.2 亿元，同比增长 1.1%。**2）事业单位性质的检验检测机构占比持续降低，**企业单位性质的检验检测机构占比持续上升。2016 年，事业单位性质的检验检测机构在总量中的比重首次降到 4 成以下，企业单位的比重将近 6 成，行业结构明显优化。
- **国检集团主导发布行业标准，向综合性检验迈进。1）坚持“技术专利化、专利标准化、标准国际化”的研发思路，提升公司技术影响力。**公司主持制订并已发布的国际标准 9 项，主持制订并已发布的国家、行业和地方标准 289 项；主持在研国际标准 1 项，主持在研的国家和行业标准 217 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 70 项，实用新型专利 202 项，外观设计专利 4 项；拥有计算机软件著作权共计 38 项。**2）收购北京奥达清，进入环保检验领域。**2017 年 12 月公司用 3,289.93 万元自有资金收购北京奥达清环境检测有限公司 60%股权，跨出建材建工检验认证领域，进入环境与环保检验领域，迈出公司跨领域发展的重要一步。
- **盈利预测与投资建议：**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.79 元、0.95 元、1.13 元。公司 2018 年估值相比可比公司较低，给予 2019 年 22 倍目标估值，对应目标价 20.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**同业竞争加剧风险，下游行业周期波动风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，资金注入或不如预期等。

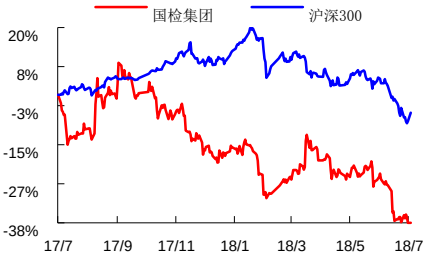
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	752.41	877.98	1032.01	1211.34
增长率	13.14%	16.69%	17.54%	17.38%
归属母公司净利润（百万元）	144.22	174.55	209.15	249.02
增长率	24.57%	21.03%	19.82%	19.06%
每股收益 EPS（元）	0.66	0.79	0.95	1.13
净资产收益率 ROE	14.18%	15.17%	15.96%	16.60%
PE	25	21	17	14
PB	3.29	2.90	2.55	2.23

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：濮阳
执业证号：S1250517090001
邮箱：py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.20
流通 A 股(亿股)	0.64
52 周内股价区间(元)	16.09-28.89
总市值(亿元)	35.97
总资产(亿元)	13.49
每股净资产(元)	4.74

相关研究

目 录

1 公司简介：建材、建工检验认证领域龙头企业 1

2 行业分析：长期市场容量可观，行业增速明确 2

2.1 建材、建工检测是检测行业最主要的细分领域 2

2.2 目前行业仍较分散，向龙头、具备竞争力的企业单位集中 3

3 公司分析：主导发布行业标准，向综合性检验迈进 5

3.1 源于中建材科学研究总院资源整合，专注检测服务 5

3.2 已发布 9 项国际标准，技术储备充足 7

3.3 布局环保检验，向综合性检验迈进 7

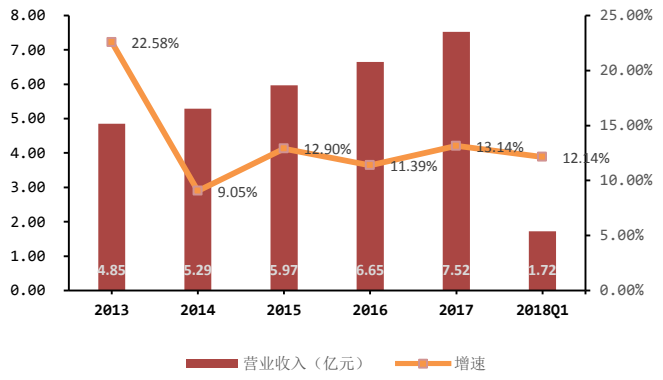
4 盈利预测与投资建议 9

5 风险提示 10

1 公司简介：建材、建工检验认证领域龙头企业

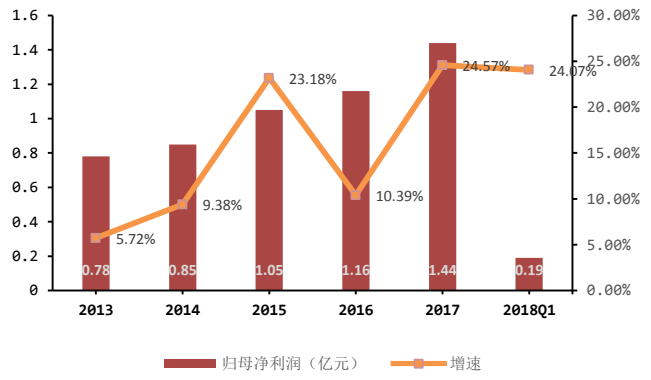
建筑材料和建设工程领域的检测认证龙头。国检集团业务起源于 20 世纪 50 年代，经过六十余载的不懈努力，公司已发展成为国内建筑材料及建设工程领域内规模最大的、综合性的、第三方检验认证服务机构。公司的主营业务包括检验、认证、安全生产技术服务、检验仪器设备研发销售、延伸服务五大综合业务平台，可为客户提供关于质量、安全、环保、绿色、节能等综合性解决方案。除检测认证服务外，公司还开展建材、建筑领域专用检测仪器设备的研发、生产、销售；开展标准物质（含标准样品）研发与销售、为客户提供安全生产技术服务等业务，并提供标准化技术服务、能力验证、专业技术人员培训、职业技能鉴定等延伸服务。公司于 2014 年 11 月 28 日获得了联合国清洁发展机制（CDM）项目指定经营实体（DOE）资质，成为建材行业首家、国内第七家联合国清洁发展机制的第三方审定与核查机构。

图 1：公司 2013 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

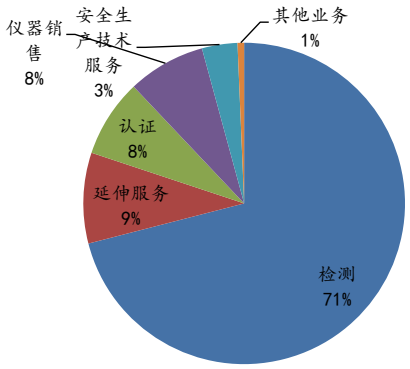
图 2：公司 2013 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

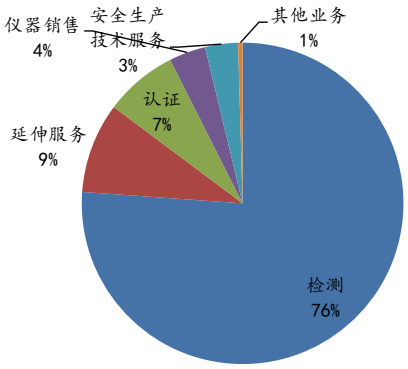
公司主营业务结构：2017 年公司主要收入来源于质检技术服务行业，主要源于质检服务、认证服务、延伸服务、产品销售、安全生产技术服务，收入占比分别为 71.45%、7.90%、9.19%、7.87%和 3.59%。2017 年公司毛利主要来源于源于质检服务、认证服务、延伸服务、产品销售、安全生产技术服务，毛利占比分别 49.37%、43.08%、45.87%、21.62%和 42.63%。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年主营业务毛利情况



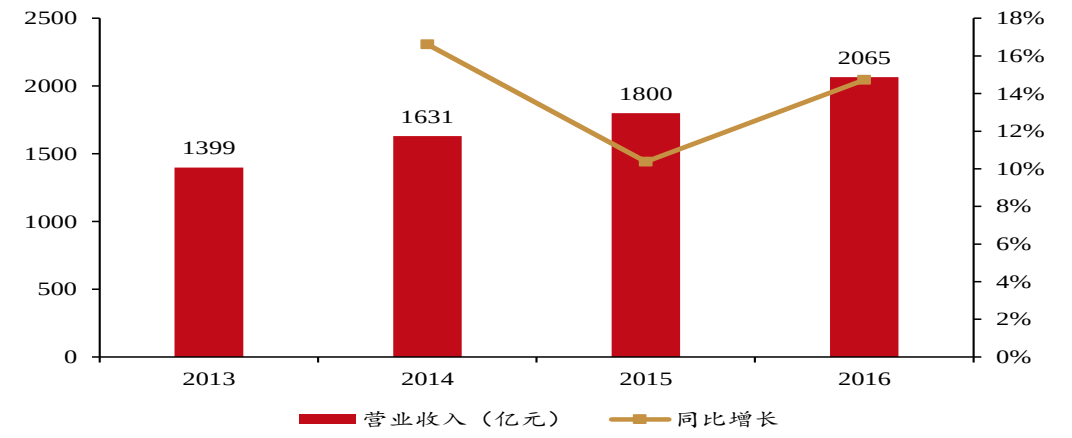
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：长期市场容量可观，行业增速明确

2.1 建材、建工检测是检测行业最主要的细分领域

检测行业整体保持较快增长，2016 年行业营收 2065 亿元，同比增长 14.7%。随着我国经济发展已转向高质量发展阶段，国内检验认证行业整体成长空间巨大。2016 年，全国检验检测服务业营业收入达到 2065 亿元，同比增长 14.7%。

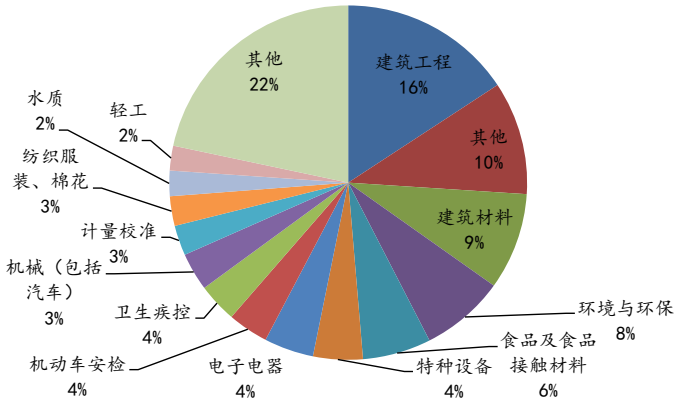
图 5：全国检验检测服务业营业收入



数据来源：国家质检总局，西南证券整理

建材、建工检测是检测行业最主要的细分领域，合计占比达到 1/4。2016 年，建材、建工检测行业收入分别达到 324、182 亿元，合计占比达到 1/4。

图 6：2016 年按专业领域划分的检验检测机构营收情况



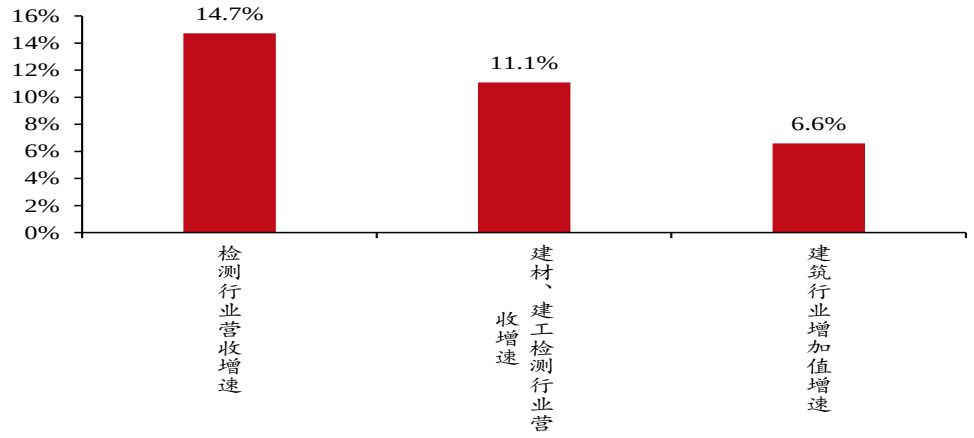
数据来源：国家质检总局，西南证券整理

市场前景广阔，新检验、认证项目不断涌现。受益于我国经济持续增长和国民对产品质量、安全、环保、节能性能的要求不断提高，我国检测认证行业将持续增长。2013 年 2 月，国家发改委、认监委联合发布《低碳产品认证管理暂行办法》。在此背景下，低碳产品认证以及温室气体排放审查相关认证业务也营运而生，并迅速发展。新检测方法、更先进的仪器

设备或全自动化化管理程序替代现有检测方法，可一定程度上减小检测误差、缩短检测周期、使流程更为简单和便捷，成为行业发展趋势。在国内，检验认证地位作用不断提升、政策力度不断加大，成为国家治理体系的重要环节。

终端消费者对住宅品质的需求，使得建材、建工检测行业营收增速明显高于建筑行业整体增速。近年来，虽然中国政府针对房地产市场进行了调控，但调控并不是要压制国民对住宅品质、面积日益增长的需求，而是抑制过分将房地产作为投资品的扭曲投资需求。2016年，建材、建工检测行业营收增速，建筑行业整体增速分别为 11.1%、6.6%，前者明显高于后者。

图 7：2016 年建材、建工检测行业营收增速明显高于建筑行业整体增速

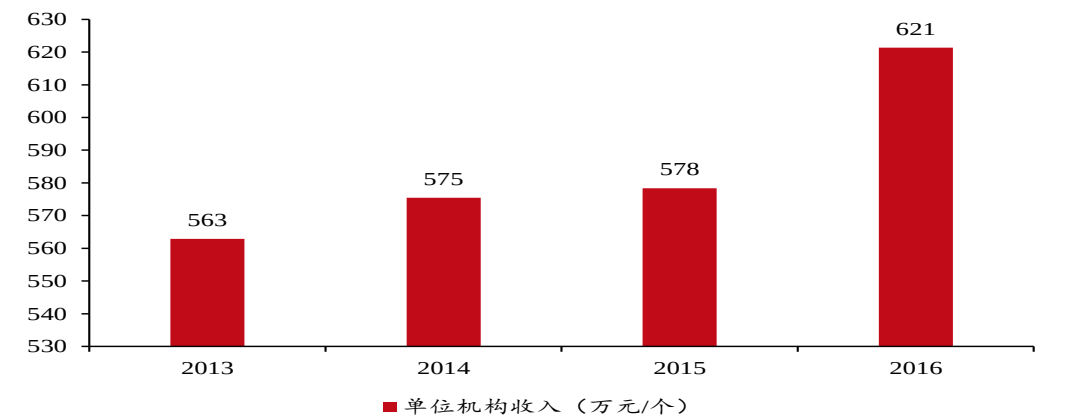


数据来源：国家质检总局，西南证券整理

2.2 目前行业仍较分散，向龙头、具备竞争力的企业单位集中

机构多，业务杂，国内市场竞争格局，从业机构“小弱散”，市场集中度逐年提高。一方面，从行业机构分布上，机构数量大，机构规模小，机构平均收入仅为 620 万元左右；另一方面，从业务类型上，客户需求多样，差异明显，单个合同金额小；国内机构我国检验认证行业发展不充分，专业能力不足，从业机构“小弱散”现象突出，从业人员专业能力存在短板，国内机构与国外巨头相比存在多方面差距。国有机构虽然仍占主体，但外资和民营机构的数量和市场份额增幅领先，检验检测认证市场开放度、竞争度不断增强，多元化、差异化趋势明显；从市场格局看，检验检测认证机构并购重组日趋活跃，市场集中度逐年提高。

图 8：机构数量大，机构规模小，机构平均收入仅为 620 万元左右



数据来源：国家质检总局，西南证券整理

细分市场竞争状况呈现较大差异，集中化是必然的趋势。检测认证行业需要行政审批后方可开展相应的检测认证业务，不同检测认证项目的获批机构数量差异较大，其相应的细分市场竞争状况也呈现较大差异。对于检测方法成熟、技术要求较低的项目，如建筑工程基础材料，水泥、沙石、钢筋、和混凝土等常规检测项目，通过资质审批的企业众多，竞争激烈；对于部分对设备先进性、人员和技术专业性要求较高或新开发的检验项目或方法，例如能效测评业务和特种玻璃检测等业务，通过审批的企业较少，竞争较少。从市场格局上，条块分割的市场导致各个细分领域相对独立，难以通过资本快速复制。因此，检验认证行业规模化，集中化是必然的趋势，并购重组也是行业机构进入新领域、扩大规模的通行做法。

规模越大的机构，经营状况越好，收入增长幅度越大。2016 年，大型检验检测机构实现营收 441.5 亿元，同比增长 23.7%；中型检验检测机构实现营收 487.1 亿元，同比增长 13.2%；小型检验检测机构实现营收 1105.3 亿元，同比增长 12.6%；微型检验检测机构实现营收 31.2 亿元，同比增长 1.1%。

表 1：大中小微型检验检测机构营收及增长情况

	营收（亿元）	比上年增长（%）
大型	441.54	23.74
中型	487.1	13.19
小型	1105.29	12.56
微型	31.18	1.07

数据来源：国家质检总局，西南证券整理

事业单位性质的检验检测机构占比持续降低，企业单位性质的检验检测机构占比持续上升。2016 年，事业单位性质的检验检测机构在总量中的比重首次降到 4 成以下，企业单位的比重将近 6 成，行业结构明显优化。

表 2：2013-2016 年各类机构在总量中占比变化情况（%）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
企业单位	54.58	56.1	59.97	63.22
事业单位	42.55	40.58	38.09	34.54
其他机构	2.87	3.32	1.94	2.24

数据来源：国家质检总局，西南证券整理

3 公司分析：主导发布行业标准，向综合性检验迈进

3.1 源于中建材科学研究总院资源整合，专注检测服务

国检集团系控股股东中国建筑材料科学研究总院内部检验认证资源整合而来。经过多年的技术积累，中国建筑材料科学研究总院在建筑材料及建筑工程检验认证方面积累了雄厚的技术力量。凭借着强大的技术实力、规范的管理模式、完善的机构设置、良好的服务质量，以及多年在建材检验认证服务领域所树立的市场公信力，在市场开拓方面具有品牌优势，赢得客户认可，为公司的品牌树立奠定了扎实的业务基础，形成良性循环。

表 3：2017 年国检集团主营业务收入及毛利润构成（元）

类别	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
检验服务	534,072,283.22	270,408,920.45	49.37	10.61	12.99	减少 1.06 个百分点
认证服务	59,026,296.35	33,599,494.14	43.08	8.70	7.10	增加 0.85 个百分点
延伸服务	68,653,715.35	37,162,544.50	45.87	2.61	3.91	减少 0.68 个百分点
产品销售	58,841,941.05	46,119,258.17	21.62	48.06	59.34	减少 5.55 个百分点
安全生产技术服务	26,859,287.45	15,408,504.16	42.63	75.82	62.91	增加 4.54 个百分点

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 4：2016 年国检集团主营业务收入及毛利润构成（元）

类别	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
检验服务	482,826,254.64	239,327,204.10	50.43	7.99	4.88	增加 1.47 个百分点
认证服务	54,302,674.22	31,370,883.27	42.23	-1.32	1.37	减少 1.53 个百分点
延伸服务	66,908,839.20	35,764,428.69	46.55	52.32	70.00	减少 5.56 个百分点
产品销售	39,742,545.93	28,944,209.64	27.17	15.54	10.42	增加 3.38 个百分点
安全生产标准化	15,276,778.49	9,458,010.42	38.09	46.66	18.44	增加 14.75 个百分点

数据来源：公司公告，西南证券整理

国检集团专注于检测服务领域。并获得多项重要资质、开发新的检测项目。2017 年，公司完成“国家绿色墙体材料质量监督检验中心”建设，获批筹建“国家建筑工程腐蚀与防护质量监督检验中心”，完成认证机构自愿性产品认证领域 PV13（电动机、发电机、发电成套设备和变压器）业务扩项，取得核证碳标准（VCS）资质的认证机构、金属及非金属矿山安全生产标准化一级企业评审单位资质，并在北京、上海、江苏、厦门等重要城市获批放射性物质运输检测、公共场所卫生技术服务、司法鉴定等多项资质。

国检集团积极探索从单一产品检测向综合技术服务转型发展之路。继创造了“三峡服务模式”（全程驻厂监造）、“上海迪士尼服务模式”（作为第二方参与检测）等多种检验检测市场服务模式后，2017 年公司被主办方指定完成厦门金砖五国会议配套工程环保监控服务，并有序推进北京城市副中心建设项目，又成功承接了青岛奥帆中心改造项目。这一系列的重大工程项目的实施，完善并巩固了“国检集团高环保、无异味精品装修控制体系”这一综合服务模式，使公司在国内高规格装修环保控制方面处于绝对领先的地位。另一方面，公司市场开发部门不断进行市场开发模式创新。公司市场开发团队除了与多家知名建材生产企业继

续保持长期、稳定的合作关系外，还陆续与一些知名房地产商、施工单位签订了合作协议。通过“知名房地产商”与“知名检验认证机构”的强强联合，实现共赢。

公司服务能力涵盖所有建筑材料及建设工程质量的检验领域，处于领域发展的优势地位。公司在河北省雄安新区投资设立全资子公司——河北雄安科筑检验认证有限公司，积极服务“雄安”建设；公司收购北京奥达清 60%股权，加快进军环保检测领域；公司对海南忠科进行增资，获得其增资后 51%的股权，以进一步扩大海南地区业务范围。公司控股子公司厦门宏业的净利润对公司净利润影响达到 10%以上，厦门宏业 2017 年度实现主营业务收入 9,992.18 万元，主营业务毛利 4,881.66 万元。

表 5：2017 年重大股权投资（万元）

公司名称	注册资本（万元）		持股比例（%）		投资金额（万元）	资金来源	公告索引
	投资前	投资后	投资前	投资后			
上海众材	6,000	15,500	100	100	9,500	募集资金	2017-012
陕西公司	2,000	7,700	100	100	5,700	募集资金	2017-012
广东中科华大	1,000	2,601	70	88.46	6,500	募集资金	2017-047
中存公司	--	10,000	--	65	6,500	合作方借款	2017-039
湖北碳权交易公司	12,000	33,000	0	9.09	3,300	自有资金	--

注：公司新设中存公司，期末尚未实际出资，因此，相应投资金额未累计到报告期投资额中。数据来源：公司公告， 西南证券整理

表 6：主要控股参股公司分析（万元）

公司名称	公司持股比例	主要产品或业务	注册资本	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
厦门宏业	55%	建筑工程检验	1,645.65	6,460.68	4,604.72	9,992.18	1904.78	1,707.86
江苏公司	51%	建筑工程检验	1,066.00	3,117.93	2,181.51	2,162.75	345.03	293.25
北京天誉	85.826%	技术检测	5,800.00	12,422.31	6,969.21	3,989.20	672.32	571.85
苏州公司	100%	防水产品检验	3,300.00	6,823.90	5,990.25	3,464.46	804.79	766.03
上海众材	100%	建筑工程检验	15,500.00	19,346.73	19,079.24	10,202.68	675.75	804.49

数据来源：公司公告，西南证券整理

进一步设立发展战略，建设一流检验认证集团。公司近期目标：在未来五年内，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，进一步兼并重组建工建材检验认证机构，整合优质建工建材检验认证资源，拓展主业业务市场份额，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、计量校准等近相关业务延伸，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。同时，公司也设立了中长期目标，未来 15 年内，公司将坚持创新发展的理念，通过强化品牌战略、业务重组、能力建设和资本运营，构建上下游产业链和跨领域、跨业态相互融合促进的立体发展模式，打造包括标准制修订、检验技术和仪器研发、检验认证和鉴证评估服务、质量改进和提升整体解决方案等在内的全面生态体系，实现在建工建材检验认证领域达到国际领先、国内一流，在环境与环保、汽车与零部件、消费品、健康与生命科学、食品与农产品检验和仪器设备研发生产销售以及计量校准等七个领域占据相当市场规模和较强实力的现代化综合型检验认证服务机构。全面实现规模效应，技术、管理、服务和品牌优势明显，营业收入、人均产值、市场占有率和企业市值大幅提升，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。

业务范围横向发展和市场纵向发展，拓宽多渠道盈利点。公司凭借自身技术实力、规范管理和服务质量，不断扩大能力业务范围；在公司已有业务能力基础上，积极探索从单一产品检测向综合技术咨询服务转型，继续完善和创造新的服务模式；公司业务开发部门不断进行市场开发模式创新，对重要客户定制相应合作方式，保持公司与重要客户长期稳定的合作关系；积极参与“一带一路”建设，加快在国际重点区间的布局。2018 年，公司计划实现营业收入 8.61 亿元，利润总额 2.01 亿元。

3.2 已发布 9 项国际标准，技术储备充足

坚持“技术专利化、专利标准化、标准国际化”的研发思路，提升公司技术影响力。公司获得国家科技进步二等奖一项。截至 2017 年 12 月 31 日，公司研发投入为 6,225.39 万元，占当期营业收入的 8.27%；主持制订并已发布的国际标准 9 项，主持制订并已发布的国家、行业和地方标准 289 项；主持在研国际标准 1 项，主持在研的国家和行业标准 217 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 70 项，实用新型专利 202 项，外观设计专利 4 项；拥有计算机软件著作权共计 38 项。

截至 2017 年年底，公司共成功发布 9 项国际标准，体现极强技术实力。2017 年 9 月，由公司主导制订的国际标准 ISO20407:2017《精细陶瓷（高性能陶瓷，高技术陶瓷）-室温下陶瓷粘结界面在固定振幅条件下拉伸和剪切疲劳性能试验方法》在 ISO 总部正式出版。至此，公司共成功发布 9 项国际标准，其中，ISO 国际标准 7 项，IEC 国际标准 2 项。国际标准 ISO20407 是高性能陶瓷与其它固体材料之间粘结界面的性能测试方法标准，突破了陶瓷材料作为结构材料应用过程中界面疲劳性能没有任何评价方法的技术瓶颈。该国际标准的成功发布，为准确评价固定振幅条件下陶瓷材料的界面拉伸和剪切疲劳性能提供技术支持，有利于发挥陶瓷材料的工程应用价值、降低安全事故的发生率，对于保障整个粘结结构的安全性和可靠性，优化生产工艺，尤其对军工产品和国防建设有重要的意义。

3.3 布局环保检验，向综合性检验迈进

业务领域横向拓宽，向综合性检验认证机构转型。公司战略规划在未来五年内，立足于建材和建筑工程领域，进一步兼并重组建工建材检验认证机构，整合优质建工建材检验认证资源，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、计量校准等近相关业务延伸，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。中长期战略，未来 15 年，实现在建工建材检验认证领域达到国际领先、国内一流，在环境与环保、汽车与零部件、消费品、健康与生命科学、食品与农产品检验和仪器设备研发生产销售以及计量校准等七个领域占据相当市场规模和较强实力的现代化综合型检验认证服务机构。

斩获多项检测资质，延伸新的检测项目。2017 年,公司获得多项重要资质、开发新的检测项目。2017 年，公司完成“国家绿色墙体材料质量监督检验中心”建设，获批筹建“国家建筑工程腐蚀与防护质量监督检验中心”，完成认证机构自愿性产品认证领域 PV13（电动机、发电机、发电成套设备和变压器）业务扩项，取得核证碳标准（VCS）资质的认证机构、金属及非金属矿山安全生产标准化一级企业评审单位资质，并在北京、上海、江苏、厦门等重要城市获批放射性物质运输检测、公共场所卫生技术服务、司法鉴定等多项资质。报告期内，公司积极参与城市轨道交通建设、保障住房、核电站、机场码头、国家部委等大型公共建筑

工程的配套施工过程检测和质量保障工作。2017 年，公司及子公司共出具了 48.13 万份检验报告，公司检验业务实现收入 5.34 亿元，同比增长 10.61%；实现毛利额 2.64 亿元，同比增长 8.28%。

表 7：国检集团检测项目

检测业务范围	具体检测额内容
化学分析与环境检测	无机非金属原料、耐火材料、化工产品、金属材料、建筑及装饰装修材料有害物质、环境质量、环境治理产品评价、有机无机复合材料剖析、未知样品的无机或有机成分定性定量
工程材料及构件	水泥及原燃材料、新型墙体材料、混凝土及组成材料、防水材料、保温材料、金属材料、电缆、扣件、建筑构件、门窗幕墙、橡胶支座、沥青、声屏障等
装饰装修材料	油漆涂料、胶黏剂、天然和人造石材、瓷砖、卫生洁具、水嘴阀门、管材管件、地板、木制品、石膏板、遮阳产品、厨卫家具、五金水暖、金属装饰材料等
安全玻璃及特种玻璃材料	平板玻璃、安全玻璃（汽车、建筑、高速机车、磁悬浮列车、轨道车辆、飞机、船舶用）、石英玻璃、家居玻璃、节能玻璃、电子玻璃、玻璃组件用材料（PVB 胶片、EVA 胶片、密封胶、汽车和建筑用安全膜等）
工业窑炉材料	定型、不定型耐火材料及制品、保温绝热材料、陶瓷窑具、精细陶瓷、特种工业陶瓷等
环境评价与检验	室内空气质量、环境污染、环境噪音、管道隔声、电离电磁辐射、震动及降噪等
建筑节能检验	外墙外保温系统及组成材料、保温防火材料、建筑节能能效测评、工业窑炉节能检测评价、建设部门窗节能标识等
建设工程检验	工程专项检验（建筑幕墙、钢结构工程、结构工程、地基基础、建筑智能等）、见证检验、空气质量验收、钢结构防火检验等，上海众材、厦门宏业和苏州同力还具有地基基础检测资质和能力
材料的自然环境腐蚀与老化	曝晒场（海南、新疆、漠河）和老化实验室（盐雾、紫外、氙灯、恒温恒湿、高温高湿、干燥等多种气氛）

数据来源：公司公告，西南证券整理

收购北京奥达清，进入环保检验领域。2017 年 12 月公司用 3,289.93 万元自有资金收购北京奥达清环境检测有限公司 60%股权，跨出建材建工检验认证领域，进入环境与环保检验领域，迈出公司跨领域发展的重要一步。北京奥达清公司是新三板上市公司，主要从事环境与环保检验领域，其检测能力、服务范围等在北京地区具有优势，公司设有独立的检验检测实验室，实验室面积 2000 平米，主要进行环境或与环境相关的检测，检测范围涵盖水、气、噪声、固废等。

表 8：奥达清财务摘要（万元）

年份	营业总收入	营业成本	毛利	毛利率
2015 年度	2,031.73	796.29	1,235.44	60.81%
2016 年度	2,577.87	1,068.14	1,509.73	58.56%

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：根据行业增速，公司作为龙头有望市占率进一步提升，主营的检测业务需求持续增长，预计 2018-2020 年公司可以在检测业务量的增速分别为 15%、15%、15%。

假设 2：根据公司主营的认证业务需求的增长情况，预计 2018-2020 年公司可以在认证业务量的增速分别为 12%、10%、10%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 9：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
检测	收入	534.07	614.18	706.31	812.25
	增速	10.61%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	49.37%	49.37%	49.37%	49.37%
认证	收入	59.03	66.11	72.72	80.00
	增速	8.71%	12.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	43.08%	43.08%	43.08%	43.08%
延伸服务	收入	68.65	72.08	77.13	84.84
	增速	2.60%	5.00%	7.00%	10.00%
	毛利率	45.87%	45.87%	45.87%	45.87%
仪器销售	收入	58.84	85.32	119.45	155.28
	增速	48.06%	45.00%	40.00%	30.00%
	毛利率	21.62%	21.62%	21.62%	21.62%
安全生产技术服务	收入	26.86	40.29	56.41	78.97
	增速	75.79%	50.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	42.63%	42.63%	42.63%	42.63%
其他	收入	4.96	4.13	2.89	2.03
	增速	-16.64%	-16.64%	-30.00%	-30.00%
	毛利率	31.65%	31.65%	31.65%	31.65%
合计	收入	752.41	877.98	1,032.01	1,211.34
	增速	13.14%	16.69%	17.54%	17.38%
	毛利率	46.03%	45.60%	45.08%	44.71%

数据来源：公司公告，西南证券

表 10：可比公司估值对比表

公司名	公司代码	股价（元）	股本（亿股）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
					TTM	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E
华测检测	300012.SZ	5.80	16.58	96.14	1.06	2.52	3.54	90.9	38.2	27.1
安车检测	300572.SZ	47.71	1.21	57.76	0.87	1.26	1.86	66.4	45.9	31.0
建研院	603183.SH	20.66	1.25	25.85	0.63	NA	NA	41.1	NA	NA

公司名	公司代码	股价（元）	股本（亿股）	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
					TTM	2018E	2019E	TTM	2018E	2019E
电科院	300215.SZ	5.93	7.58	44.97	1.29	NA	NA	34.8	NA	NA

数据来源：公司公告，西南证券整理

预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.79 元、0.95 元、1.13 元。公司 2018 年估值相比可比公司较低，给予 2019 年 22 倍目标估值，对应目标价 20.9 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

同业竞争加剧风险，下游行业周期波动风险，并购事项进度或不及预期，并购企业业绩实现或不及承诺风险，资金注入或不如预期等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	752.41	877.98	1032.01	1211.34
营业成本	406.09	477.61	566.75	669.73
营业税金及附加	4.71	5.50	6.47	7.59
销售费用	21.67	25.28	29.72	34.89
管理费用	166.02	188.77	216.72	248.32
财务费用	-1.43	-5.39	-7.10	-8.76
资产减值损失	3.68	3.00	5.00	3.00
投资收益	8.23	16.00	20.00	21.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	6.00	10.00	13.00
营业利润	174.73	205.21	244.46	290.56
其他非经营损益	5.97	14.00	18.00	22.00
利润总额	180.70	219.21	262.46	312.56
所得税	25.48	31.35	37.35	44.56
净利润	155.22	187.86	225.10	268.01
少数股东损益	11.00	13.31	15.95	18.99
归属母公司股东净利润	144.22	174.55	209.15	249.02

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	155.22	187.86	225.10	268.01
折旧与摊销	35.28	54.96	57.29	62.60
财务费用	-1.43	-5.39	-7.10	-8.76
资产减值损失	3.68	3.00	5.00	3.00
经营营运资本变动	-17.72	-41.49	-50.93	-59.28
其他	-19.52	-19.00	-25.00	-24.00
经营活动现金流净额	155.51	179.94	204.36	241.57
资本支出	-45.79	-5.51	-32.27	-61.10
其他	-71.26	16.00	20.00	21.00
投资活动现金流净额	-117.05	10.49	-12.27	-40.10
短期借款	-42.92	0.00	0.00	0.00
长期借款	-18.41	10.00	10.00	10.00
股权融资	-8.64	0.00	0.00	0.00
支付股利	-35.20	-43.85	-53.07	-63.59
其他	-18.06	5.39	7.10	8.76
筹资活动现金流净额	-123.22	-28.46	-35.97	-44.83
现金流量净额	-84.76	161.97	156.12	156.64

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	326.02	487.98	644.10	800.74
应收和预付款项	150.52	176.08	207.60	244.20
存货	12.12	14.25	16.91	19.98
其他流动资产	269.80	314.83	370.06	434.36
长期股权投资	33.00	33.00	33.00	33.00
投资性房地产	32.71	32.71	32.71	32.71
固定资产和在建工程	367.68	321.40	294.63	284.46
无形资产和开发支出	118.47	116.35	119.15	128.86
其他非流动资产	26.06	25.02	23.97	22.93
资产总计	1336.38	1521.62	1742.13	2001.24
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	169.35	197.93	233.12	274.01
长期借款	0.00	10.00	20.00	30.00
其他负债	72.71	75.35	78.65	82.45
负债合计	242.06	283.29	331.76	386.46
股本	220.00	220.00	220.00	220.00
资本公积	444.11	444.11	444.11	444.11
留存收益	364.63	495.33	651.41	836.83
归属母公司股东权益	1028.74	1159.44	1315.52	1500.95
少数股东权益	65.58	78.89	94.84	113.83
股东权益合计	1094.32	1238.33	1410.36	1614.78
负债和股东权益合计	1336.38	1521.62	1742.13	2001.24

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	13.14%	16.69%	17.54%	17.38%
营业利润增长率	32.70%	17.44%	19.13%	18.86%
净利润增长率	21.48%	21.03%	19.82%	19.06%
EBITDA 增长率	24.64%	22.15%	15.65%	16.89%
获利能力				
毛利率	46.03%	45.60%	45.08%	44.71%
三费率	24.75%	23.77%	23.19%	22.66%
净利率	20.63%	21.40%	21.81%	22.12%
ROE	14.18%	15.17%	15.96%	16.60%
ROA	11.62%	12.35%	12.92%	13.39%
ROIC	20.57%	22.38%	25.80%	28.47%
EBITDA/销售收入	27.72%	29.02%	28.55%	28.43%
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.61	0.63	0.65
固定资产周转率	2.59	2.96	3.87	4.72
应收账款周转率	9.57	9.01	9.04	9.04
存货周转率	32.87	36.22	36.37	36.30
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.48%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	18.11%	18.62%	19.04%	19.31%
带息债务/总负债	0.00%	3.53%	6.03%	7.76%
流动比率	4.11	4.61	4.88	5.02
速动比率	4.05	4.54	4.81	4.95
股利支付率	24.41%	25.12%	25.37%	25.54%
每股指标				
每股收益	0.66	0.79	0.95	1.13
每股净资产	4.97	5.63	6.41	7.34
每股经营现金	0.71	0.82	0.93	1.10
每股股利	0.16	0.20	0.24	0.29

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	208.58	254.78	294.65	344.41
PE	24.94	20.61	17.20	14.44
PB	3.29	2.90	2.55	2.23
PS	4.78	4.10	3.49	2.97
EV/EBITDA	15.14	11.80	9.70	7.88
股息率	0.98%	1.22%	1.48%	1.77%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn