

建筑装饰行业海外专题报告

百年检测龙头 BV 成功之道对国内企业有何启示？

分析师：姚遥



SAC 执证号：S0260517070002

SFC CE.no: BMS332



021-60750610



gfyaoyao@gf.com.cn

核心观点：

BV 是全球第二大检测企业，也是全球最大的建工检测龙头企业，成立于 1829 年，2007 年于法国上市，2008 年至 2013 年期间市场表现较好，主要受业绩增长及估值提升驱动。公司凭借强大的品牌、并购实力成为全球检测龙头，我们通过深度研究 BV 集团百年成长历程，挖掘其持续成长的核心竞争力，为国内检测公司的发展提供经验借鉴。

● 国际长期结构性趋势提振 TIC 行业增长前景，国内第三方检测加速

现状：瑞士 NeueZurcher 银行数据显示，2010 年至今全球检测行业复合增速约为 10%，2018 年市场规模达到 16010 亿元，但增速有所下滑，CR4 约为 8%，远高于国内检测行业集中度。而中国 2018 年度检验检测服务业统计结果显示，国内 18 年检测行业规模为 2811 亿元，同比增长 18%，龙头公司实现了高于行业的增速，集中度逐渐提升。

趋势：从国外发展趋势看，长期的结构性趋势提振全球 TIC 行业的增长前景：①新兴国家崛起增加需求；②使用复杂技术增加产品需要执行测试数量、③鼓励公司外包、④公共机构将其控制活动外包均是驱动检测行业发展的动力。而国内目前第三方检测得到认可，鼓励市场化运营，行业发展逐渐提速，龙头公司市占率也逐渐提升。

● 外延并购彰显规模经济效应，五大战略构建竞争优势

发展：BV 在工业革命后开启外延并购，目前在全球检测企业中工程检测首屈一指，长趋势看 BV 集团的人均产值不断提升，证明外延并购确实存在规模效应。国内工程检测龙头国检集团近两年也进入并购高峰期。

优势：BV 在百年历程中构建了自身关键竞争优势：高效的网络+诚信的品牌+认可的技术专长+质量和诚信+可盈利的现金增长模型，国检集团在国内建工建材检测领域的竞争优势与 BV 相似，但需要逐渐向其他行业及地区拓展。

● 跨区域与跨领域布局完善，充分利用杠杆提高 ROE

财务状况：BV 已经发展成为全球的建工检测龙头，收入及利润增速趋于平稳，净利率低于国内检测公司，但是公司杠杆率较高，利用杠杆进行资本扩张提高了自身 ROE 水平，而国检集团目前资产负债率仅为 20%，在国内检测行业增长持续提速的背景下，若公司未来逐步提升自身对负债的利用程度，提高自身的杠杆率，ROE 提升空间还很大。

跨领域&跨区域：BV 目前 6 大业务与全球 4 大地区布局相对完善，而国检集团目前还是以建工建材检测为主，布局在国内沿海省份，发展阶段处于 BV 早期。但国检集团目前的发展战略为跨区域与跨领域布局，与 BV 相得益彰。

● 估值讨论：高增速及流动性溢价导致国内估值高于国外，业绩增长为驱动因素

2013 年至今 BV 集团 PE/EV/EBITDA 估值中枢分别为 30 倍/14 倍。而国检集团和 BV 相比，PE 及 EV/EBITDA 估值水平较高，主要由于国检集团的高增速及国内市场流动性溢价，若公司并购加速并释放利润，业绩有望进一步提升。长期看，业绩高增长的确切性是驱动国检集团股价上涨的主要因素。

● 风险提示：政策风险：行业政策调整导致行业景气度下滑或竞争加剧；并购整合风险：并购公司业绩不及预期。

相关研究：

建筑装饰行业周报:基建投资稳步回升，地产竣工持续回暖，关注专项债政策推进

2019-10-20

建筑装饰行业:行业龙头基本面稳健，继续自下而上关注检测设计

2019-10-13

建筑装饰行业月度分析报告:8月基建投资增速创新高，9月初国常会加码专项债

2019-10-09

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：尉凯旋 021-60750610 yukaixuan@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
国检集团	603060.SH	CNY	23.90	2019/10/7	买入	25.00	0.74	0.90	32.30	26.56	23.58	18.50	16.39	16.46
建研院	603183.SH	CNY	11.41	2019/10/23	买入	14.00	0.40	0.45	28.60	25.41	16.04	14.40	8.55	8.76
苏文科	300284.SZ	CNY	8.52	2019/7/29	买入	11.20	0.80	0.96	10.71	8.88	5.82	4.64	14.98	15.26

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

序	6
国际长期结构性趋势提振 TIC 行业增长前景，国内第三方检测加速	7
国际：长期的结构性趋势提振 TIC 行业的增长前景	7
国内：第三方检测得到认可，鼓励市场化运营，行业发展提速	11
外延并购彰显规模经济效应，五大战略构建竞争优势	18
外延并购助企业扩张加速，规模经济效应显著	18
网络+品牌+技术+资质+可持续增长，五大战略构建公司竞争优势	24
跨区域与跨领域布局完善，充分利用杠杆提高 ROE	29
财务状况：收入增速趋于平稳，杠杆率高提升自身 ROE	29
业务结构：建筑工程检测称王，6 大业务布局完善	32
地区结构：广泛布局，均衡发展，中欧美为重点发力方向	34
客户结构：收入来源多样化，不依赖主要客户	37
估值讨论：高增速及流动性溢价导致国内估值高于国外，业绩增长为驱动因素	38
风险提示	39

图表索引

图 1: BV 股价走势图 (单位: 元/股)	6
图 2: BV 历年收入及利润增速	7
图 3: BV 历年 PE 估值及 EV/EBITDA 估值走势图 (单位: 倍)	7
图 4: 历年全球检测行业市场规模	8
图 5: 全球检测行业 TOP4 龙头企业占比及 BV 占比	8
图 6: 国检集团及华测检测国内市场占有率	8
图 7: 检测行业市场增长驱动因素	9
图 8: TIC 市场的短中期影响因素以及长期结构趋势	10
图 9: 检测行业构成情况	11
图 10: 检测认证行业历史沿革	12
图 11: 检验检测行业收入及同比增速	13
图 12: 检验检测行业机构数量及同比增速	13
图 13: 事业单位制检测机构比重	13
图 14: 检验检测机构属性 (2018 年)	13
图 15: 检测机构所有制结构	14
图 16: 不同所有制机构企业数量 (2016) (单位: 个)	14
图 17: 私营检测机构数量及增速	14
图 18: 各规模检测机构营业收入占比 (2017 年)	15
图 19: 各规模检测机构数量占比 (2017 年)	15
图 20: 检测机构数量行业分布 (2017 年) (单位: 个)	15
图 21: 检测机构收入行业分布 (2017 年) (单位: 亿元)	15
图 22: 对外提供检测报告类型 (百万份)	16
图 23: 检测认证机构数量分布情况	16
图 24: 检测认证机构营业收入分布情况	16
图 25: 高新技术认定企业数量	17
图 26: 认证机构占检测机构总数比例	17
图 27: 历年研发经费支出及科研项目	17
图 28: BV 发展历程	19
图 29: 国检集团发展历程	22
图 30: BV 历年人均产值	24
图 31: BV 战略的竞争优势/克服行业壁垒的需要	26
图 32: BV 战略的竞争优势/克服行业壁垒的需要	26
图 33: BV 战略的关键要素	26
图 34: 国检集团研发支出情况	27
图 35: 国检集团预收款占流动负债比重较高	29
图 36: 国检集团经营性现金流净额	29
图 37: BV 营业收入及增速	29
图 38: BV 净利润及增速	29
图 39: 国检集团营业收入及增速	30

图 40: 国检集团归母净利润及增速	30
图 41: BV 历年销售净利率	30
图 42: BV 历年 ROE (摊薄)	30
图 43: BV 历年资产负债率	31
图 44: BV 历年资产周转率	31
图 45: BV 历年经营性现金流	31
图 46: 检测公司盈利性对比 (2018 年)	32
图 47: 国检收入结构 (2018)	33
图 48: BV 收入结构 (2018)	33
图 49: 华测检测收入结构 (2018)	33
图 50: SGS 收入结构 (2018)	33
图 51: BV 地区收入结构 (2018)	34
图 52: BV 建筑检测业务地区收入结构 (2018)	34
图 53: BV 在华子公司分支机构 (2018)	35
图 54: BV 在华子公司分支机构 (2018)	36
图 55: 国检集团子公司全国分布图	36
图 56: A 股重点检测公司前五大客户占比	37
图 57: BV 历年 PE 估值及 EV/EBITDA 估值	39
图 58: SGS 历年 PE 估值及 EV/EBITDA 估值	39
表 1: BV 2014 年至今并购公司	19
表 2: 国检集团历年并购公司情况	22
表 3: 国检集团资质情况 (2018 年)	28
表 4: 国内外检测公司杜邦分析对比	32
表 5: 检测行业集中度及竞争环境	34
表 6: 检测行业可比公司估值对比 (2019/10/24)	38

序

BV是全球第二大检测企业，也是全球最大的建工检测龙头企业，BV成立于1829年，2007年在巴黎证券交易所上市，自2008年至2013年的5年时间内BV股价由9.5欧元增长至25欧元，累计增长160%，较2009年底低点累计增长超过300%，主要受业绩增长及估值提升驱动。其中，2012年到2013年间，公司业绩增速相对较低，但是公司PE估值大幅提升带动公司股价上涨明显，公司估值上涨一方面是市场整体走势提升，另一方面是公司收入提速明显，外延并购加速预期提升。

公司凭借强大的品牌、并购实力成就全球检测龙头，我们通过深度研究BV集团百年成长历程，挖掘其持续成长的核心竞争力，并分析公司在发展过程中的经验教训，为国内检测公司的发展壮大提供借鉴。

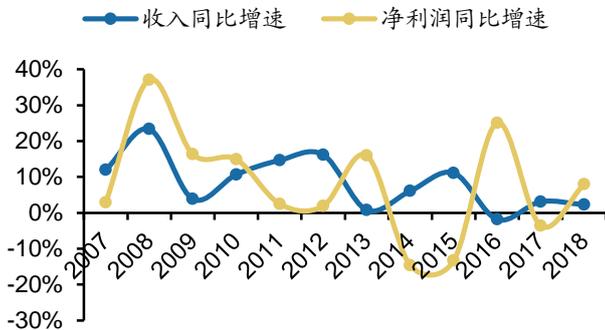
报告分为4部分，第一部分对目前国际和国内检测行业的现状进行分析，深度解析检测行业的发展趋势；第二部分复盘BV的发展史，详解BV的发展模式与战略，进一步和国检集团做比较，发掘其存在的共同点；第三部分从财务数据出发，对BV的现状进行分析，对国检提出借鉴意义，最后对各检测公司进行估值对比。

图 1: BV股价走势图 (单位: 元/股)



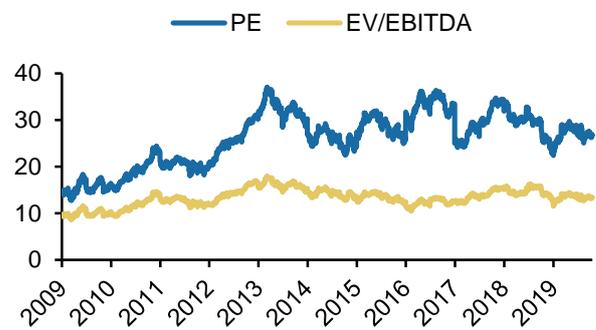
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 2: BV 历年收入及利润增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 3: BV 历年PE估值及EV/EBITDA估值走势图 (单位: 倍)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

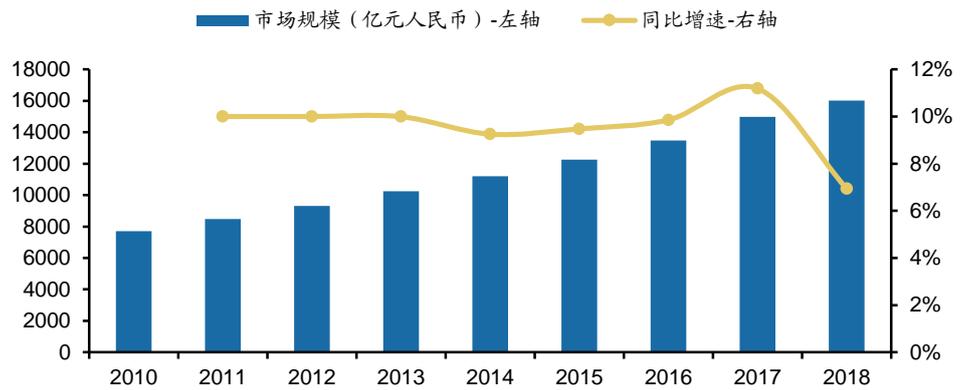
国际长期结构性趋势提振 TIC 行业增长前景, 国内第三方检测加速

国际: 长期的结构性趋势提振 TIC 行业的增长前景

在质量, 健康, 安全, 环保, 性能和社会责任方面的检验, 认证和实验室测试服务通常被称为检验, 测试和认证 (TIC)。TIC服务包括实验室或现场测试, 管理过程审核, 文件检查, 整个供应链中的检查以及数据一致性验证等多种任务。这些活动独立于利益相关者或制造商的要求, 可以由提供TIC服务的企业代表最终用户或购买者, 或者代表公共或私人机构来执行。毫不夸张地说, 所有行业供应链的每个阶段都需要TIC服务。整个TIC市场的规模取决于产品和资产价值以及相关的风险。在短期和中期, 市场规模主要根据通货膨胀, 全球经济活动, 投资和国际贸易而变化。

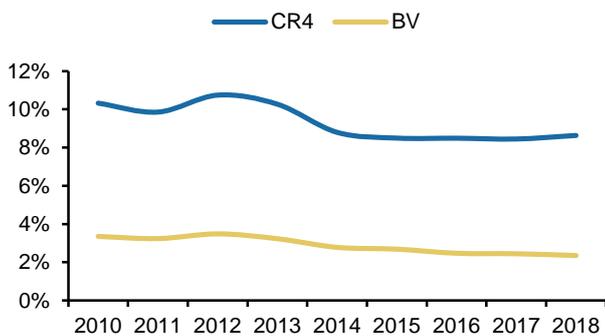
2010年至今, 全球检测市场基本保持10%左右的增速, 目前最大的四家检测公司市场占有率 (SGS、BV、Intertek、Eurofins) 在2013年后基本稳定在8%-9%之间。2018年全球检测市场规模突破1.6万亿元, 达到了16010亿元, 但是行业增速有所下滑。反观国内市场, 国检集团近几年的复合增速基本和国检检测行业增速持平, 而国内检测龙头华测检测市占率逐年提升, 国检集团2018年开启并购路程后市占率也开始有所提升。

图 4: 历年全球检测行业市场规模



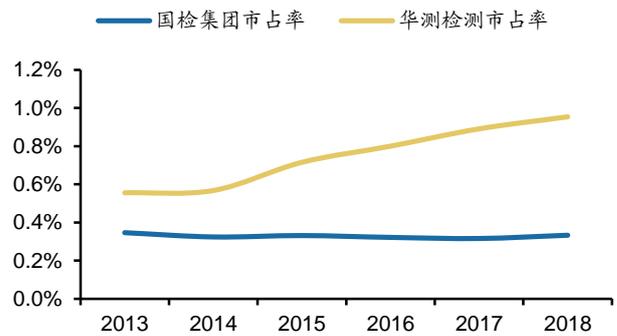
数据来源: NeueZurcher、智研咨询、广发证券发展研究中心

图 5: 全球检测行业TOP4龙头企业占比及BV占比



数据来源: NeueZurcher、智研咨询、广发证券发展研究中心

图 6: 国检集团及华测检测国内市场占有率



数据来源: 市场监管总局、公司财报、广发证券发展研究中心

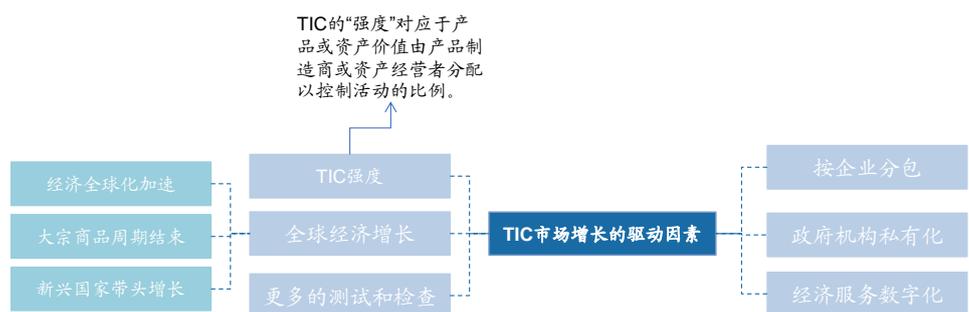
2013年全球检测市场CR4下滑的主要原因为新兴国家发展迅速,检测行业规模持续增长,全球龙头检测公司增速相对平稳,导致集中度略有下滑,而2018年新兴国家经济放缓导致了全球检测行业增速放缓,CR4略有提升。长期看,全球经济增长继续影响市场,在全球化,新兴国家的经济增长以及大宗商品“超级周期”驱动下的一段蓬勃发展的时期之后,TIC市场应继续以较为温和的速度增长:

- 中国加入世贸组织后,世界经济的全球化加速了,全球贸易的增长速度是全球GDP平均增长率的两倍。自2011年以来,全球贸易的增长已经放缓,并且在未来几年中,预计将是全球GDP增长的大约两倍。
- 2000年代初开始的大宗商品超级周期现在已经结束。在未来几年中,商品价格预计将保持低位,从而导致新项目投资(资本支出)和商品交易量的增长更为温和;
- 新兴国家将继续带头增长,尽管步伐不那么持续。成熟和新兴经济体之间的增长差距应缩小。

总的来说，TIC市场增长受以下六个主要因素驱动：

1. 世界经济和国际贸易的整体增长，这将影响到客户愿意在检测服务上花费的支出额；
2. TIC强度，对应于产品制造商或资产经营者分配于控制活动的花费占产品或资产价值的比例。通常，TIC强度在产品或资产价值的0.1%到0.8%之间。TIC市场的总估计价值可以通过将TIC强度乘以制造商、运营商的支出金额得出。从短期来看，这种趋势趋于稳定，但由于更严格的标准和法规，从长期来看，这种趋势会增加；
3. 更多地使用测试和检查来促进和保护交易和操作的倾向；
4. 企业分包；
5. 政府机构的私有化；
6. 经济和服务提供的数字化。

图 7：检测行业市场增长驱动因素

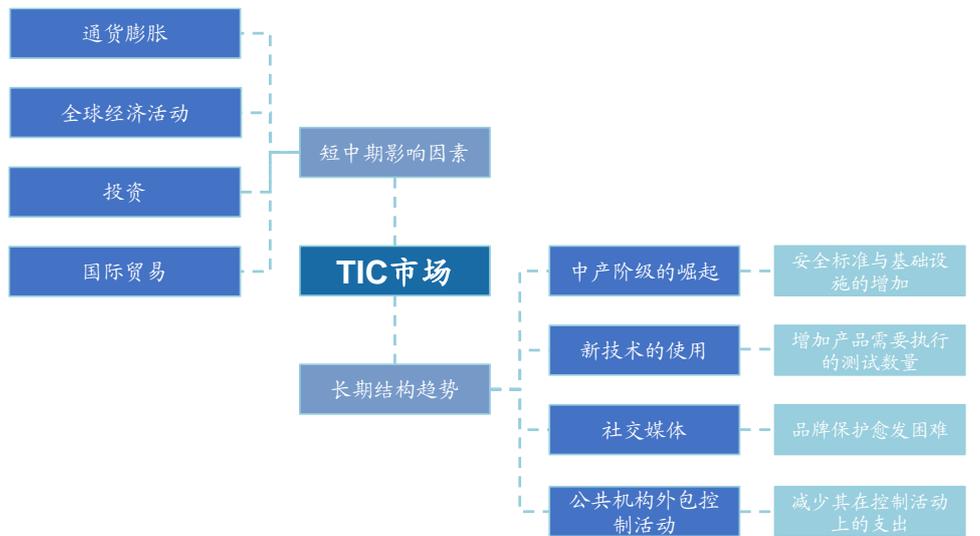


数据来源：BV财报、广发证券发展研究中心

综上所述，我们可以合理预计，四大长期结构趋势将会提振TIC行业的增长前景：

- (1) 新兴国家中产阶级的崛起导致对安全和相应安全标准以及基础设施投资的需求增加；
- (2) 更复杂的技术（如物联网）的应用正在增加每种产品需要执行的测试数量以及需要管理的分包商数量。较短的产品生命周期鼓励公司将越来越多的原型测试和供应链监控外包，以便他们可以对市场趋势做出更快的响应；
- (3) 可以实时共享信息的社交媒体的迅速普及使得全球品牌的保护变得越来越困难。对QHSE问题进行积极的全球管理可为企业提供一种创造价值并保证长期生存的方法；
- (4) 公共机构越来越多地将其控制活动外包给专门的公司，从而可以大大减少在此类活动上的支出。

图 8: TIC市场的短中期影响因素以及长期结构趋势



数据来源: BV财报、广发证券发展研究中心

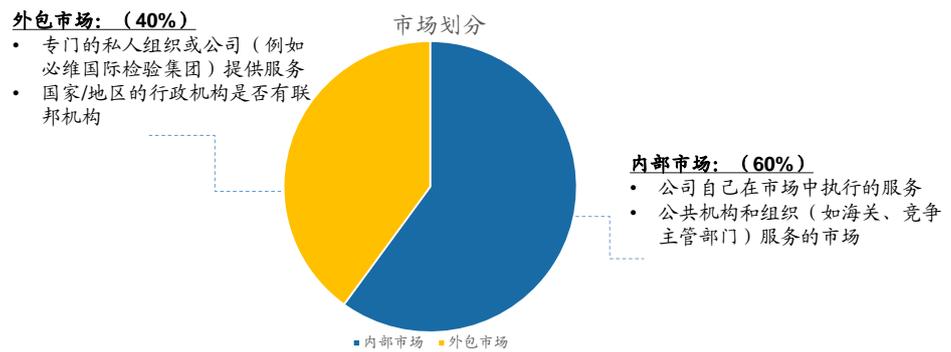
整个TIC市场可分为两个部分:

- **外包市场 (40%)**: 其中由专门的私人组织或公司 (例如BV集团) 提供服务;
- **内部市场 (60%)**: 这部分市场主要包括公司自己执行TIC服务, 作为质量控制和保证的一部分的内部市场以及由公共机构和组织 (例如海关, 竞争主管部门, 港口主管部门或工业健康与安全部门) 服务的市场。

外包的TIC市场还取决于国家/地区的行政机构的组织形式 (是否具有联邦机构) 和相关行业的发展以及开放状况。随着时间的流逝, 无论潜在的宏观经济状况如何, 这些因素都可能对市场规模产生重大影响。因此, 内部与外包之间的平衡每年都会波动, 具体取决于政府实施的政策或行业部门的惯例变化。例如, 在中国, 某些部门正在逐步开放。我国的检测机构可以分为政府检测机构, 企业内部实验室与第三方检测机构三类。政府检测机构主要从政府应保护人们生命财产安全的职责出发, 业务主要涉及市场准入、监督检验检测、CCC认证, 生产许可证、定检、评优、免检等方面。企业内部实验室主要为满足企业自身生产过程中的质量控制要求, 在来料进厂和成品出厂环节进行把关, 并在产品研发过程中提供各项数据以辅助研发工作。独立第三方检测机构包括外资第三方检测机构和民营独立第三方检测机构两大类。可以为企业提供供应商质量控制服务等服务。

根据以上表述, BV所划分的外包市场应该对应于国内的第三方检测市场, 内部市场应该对应于政府检测机构和企业内部实验室所在的市场。

图 9：检测行业构成情况



数据来源：BV财报、广发证券发展研究中心

TIC的行业壁垒

- 竞争者必须以诚信和独立而著称，以便与公司建立长期合作伙伴关系以管理风险；
- 需要在许多国家/地区获得授权和认可以开展业务。获得授权或认可是一个漫长的过程。因此，只有长期经营才能获得广泛的授权和认可。
- 需要在本地和国际层面都有密集的地理网络。本地网络密度对于企业能否推出服务组合并从规模经济中受益尤为重要，而国际网络可以为全球客户的所有设施提供支持；
- 能提供广泛的服务和检查，尤其是针对大客户的服务和检查，只有签订某些大合同才可能尽快在本地企业中脱颖而出；
- 拥有高素质的技术专家。集团团队的技术实力和专业水平可以使公司通过提供高附加值的解决方案而具有竞争优势；
- 拥有国际认可的品牌。

这些进入壁垒使新的全球参与者难以崛起。但必维和国检集团都已经建立起独特的竞争优势，从而使自己检测业务的市场占有率逐年提升，这部分内容后面会在BV和国检的发展战略部分详细介绍。

国内：第三方检测得到认可，鼓励市场化运营，行业发展提速

国内检测行业发展历程：

（1）新中国成立后，我国检验检测行业以农畜产品检验为开端，同时政府开始实行对外贸易的统一管制，不断强化对检验检测市场的管制，统一领导和管理全国的进出口检验机构开展检验检测工作。

（2）改革开放后，我国检验检测行业进入规范化发展阶段，国家成立了专门的计量机构国家计量总局和标准机构国家标准总局，将国家标准局、国家计量局、国家经

委质量局合并后组建国家技术监督局，国家各级质量技术监督部门以及各行业纷纷开始设立检测机构，对相关产品的质量管理提供检验检测服务；同时《中华人民共和国标准化法》正式实施，明确规定将标准划分为强制性标准和推荐性标准，不符合强制性标准的产品禁止进行生产、销售和进口，《中华人民共和国产品质量法》则对不符合国家标准的产品规定了明确的处罚措施。国家各级质量技术监督部门以及各行业纷纷开始设立检测机构，对相关产品的质量管理提供检验检测服务。

(3) 2001年我国加入世贸组织后，各行业逐步打开对外开放的大门，外资检测机构凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验全面进入中国检测市场，成为中国检测市场的重要部分；我国政府逐渐放开对检测市场的监管，指出要推进检验检测机构市场化运营，提升专业化服务水平，由外资检测机构与民营检测机构构成的独立第三方检测主体开始受到认可与重视。

(4) 2013年大部制改革后，国家食品药品监督管理总局、质检局等重新整合，将使我们检测市场迎来一次大规模结构性调整，国有检测机构将会在形式上撤去官方属性，正式参与到民营机构、外资机构的市场竞争中来。推动转企改制、设立行业检测联盟、加入全球认证认可与检验检测多边互认体系，力求全方位提升国内检测行业水平，保障发展质量，提升国际认可度。

图 10: 检测认证行业历史沿革



数据来源：国检集团招股说明书、广发证券发展研究中心

国内检测行业发展现状：

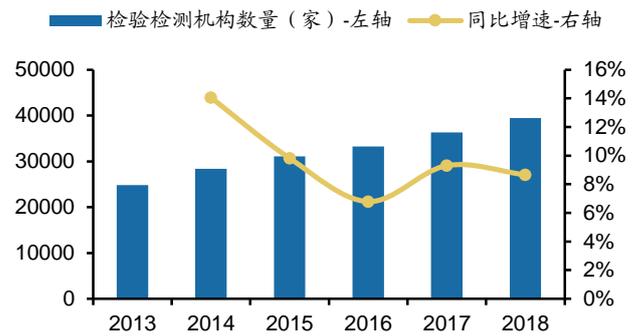
(1) **行业增速快：**市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示，截至2018年底，我国共有检验检测机构39472家，较2017年增长8.66%，全年实现营业收入2810.5亿元，较2017年增长18.21%。从业人员117.43万人，较上年增长4.91%。检测行业收入增速连续多年均在10%以上，且从2015年以后，行业年收入增速逐年提升。

图 11: 检验检测行业收入及同比增速



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

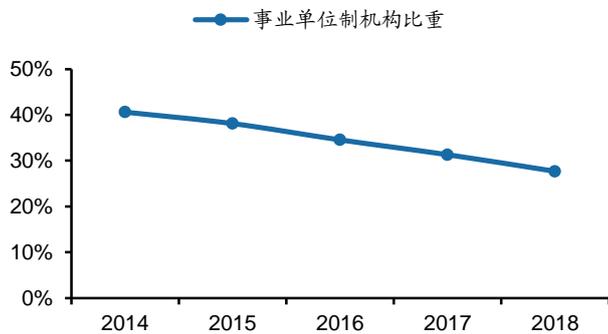
图 12: 检验检测行业机构数量及同比增速



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

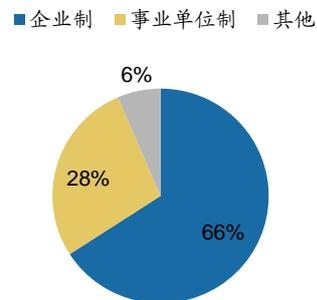
(2) 事业单位改制加速, 私营检测机构增长势头强劲: 2018年, 我国企业制的检验检测机构26000家, 占机构总量的65.87%; 事业单位制10924家, 占机构总量的27.68%。事业单位制检验检测机构占机构总量的比重首次下降到30%以下。近5年, 我国事业单位制检验检测机构的比重分别为40.6%、38.1%、34.54%、31.30%和27.68%, 呈现明显的逐年下降趋势。

图 13: 事业单位制检测机构比重



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

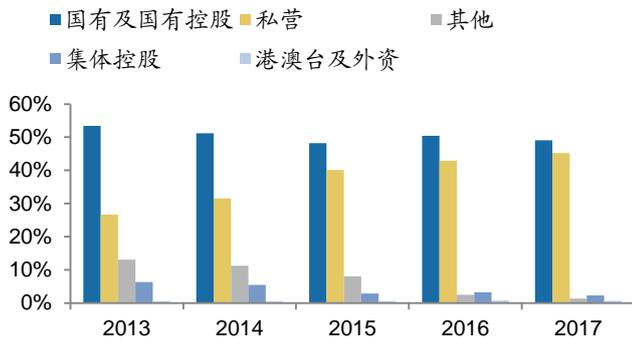
图 14: 检验检测机构属性 (2018年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

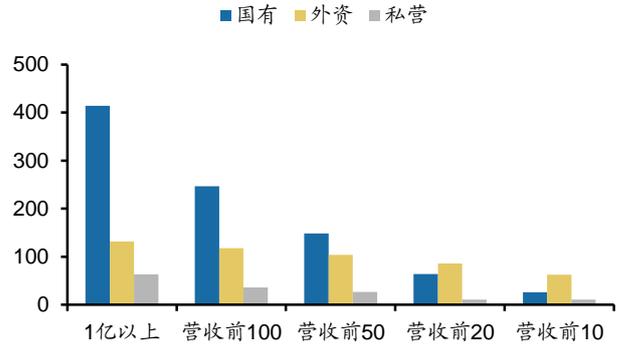
自2011年以来, 国务院指出要推进检验检测机构市场化运营, 提升专业化服务水平, 培育第三方的质量和安全检验、检测、检疫、计量、认证技术服务。中国认证认可检验检测统计分析报告显示, 私营检测机构数量始终保持高速增长态势, 占行业机构总数的26.62%、31.59%、40.16%、42.92%、45.28%、48.72%, 在2015年达到最高同比增速约40%。营业收入方面, 根据官方披露的2016年全国检验检测服务业统计报告, 营收前100名的机构均为国有、外资和私营, 但国有和外资检测机构的实力相对更为强劲, 但未来伴随检测机构去行政化的发展趋势和愈发多样化的检测需求, 民营检测机构的市场份额有望进一步提升, 与外资检测机构之间形成激烈竞争, 并加速行业发展。

图 15: 检测机构所有制结构



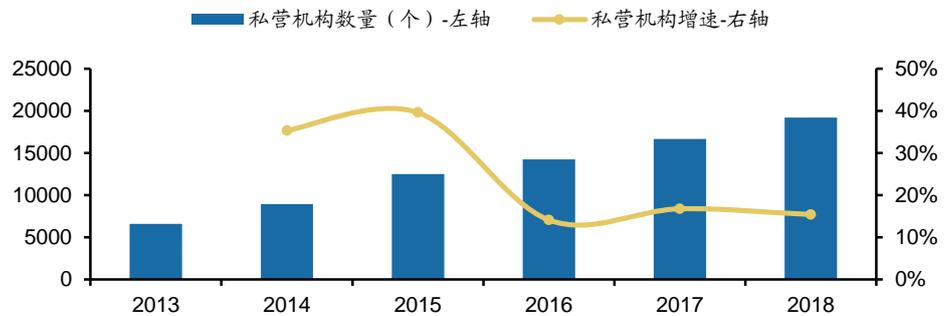
数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 16: 不同所有制机构企业数量 (2016) (单位: 个)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 17: 私营检测机构数量及增速

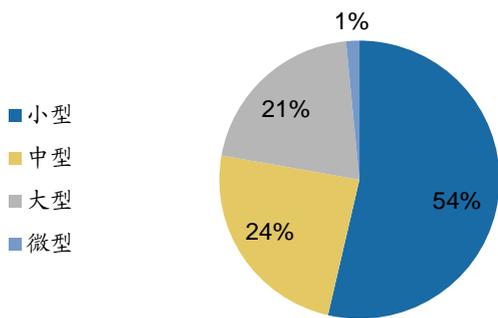


数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

(3) 目前检验检测机构集约化发展势头显著, 规模以上机构数量稳步增长。市场监管总局发布的2018年度检验检测服务业统计结果显示: 2018年全国检验检测服务业中, 规模以上(年收入1000万元以上)检验检测机构数量达到5051家, 营业收入达到2148.8亿元。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的12.8%, 但营业收入占比达到76.5%, 规模效应十分显著。目前, 全国检验检测机构2018年年度营业收入5亿元以上机构有37家, 比2017年多10家; 收入1亿元以上机构有354家, 比2017年多60家; 收入5000万元以上机构有899家, 比2017年多158家。近两年, 规模以上检验检测机构年均增幅超过12%, 年度营业收入平均值达到4254万元, 人均年产值达到46.5万元, 接近外资检验检测机构的人均产值水平。截至2018年底, 全国检验检测服务业上市企业数量97家, 同比去年增长12.79%, 检验检测行业进入资本市场的速度进一步加快。

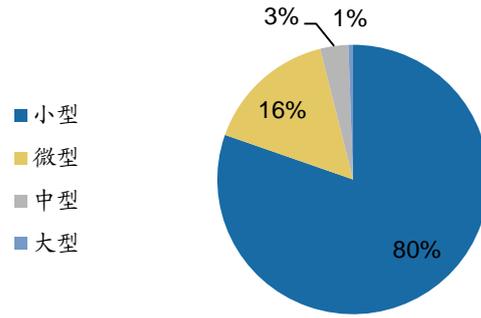
现阶段我国检测认证行业小规模企业众多, 2013年至今, 历年小型机构占总机构数量均达80%以上, 2017年大、中型检测机构数量仅占4%。营收方面, 小型机构占比54%; 数量占比仅4%的大、中型机构创造了行业45%的营业收入, 相反数量占比16%的微型检测机构营收创造仅占1%。

图 18: 各规模检测机构营业收入占比 (2017年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

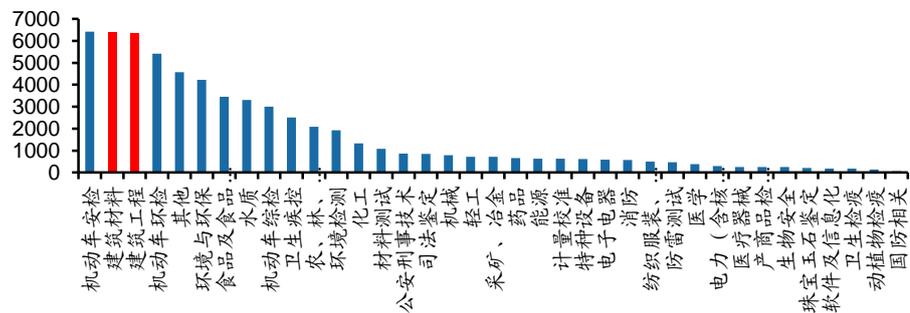
图 19: 各规模检测机构数量占比 (2017年)



数据来源: 市场监管总局、广发证券发展研究中心

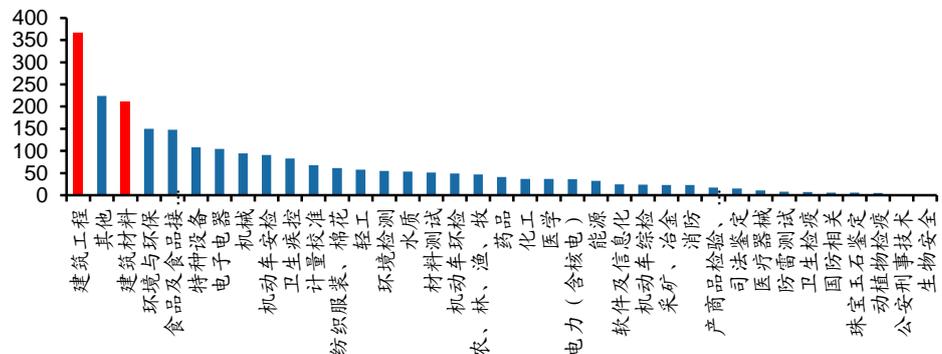
(4) 龙头企业市占率提升: 从行业分布看, 2017年建筑工程领域机构数量略少于机动车安检和建筑材料行业, 在所有行业中位于第三位, 而在收入规模上远领先于其他行业。目前建筑建材检测行业的集中度较低, 龙头公司市占率不高。国检集团目前为建筑建材检测领域的龙头企业, 2018年公司实现营业收入9.37亿元(2017年收入7.52亿元), 而中国认证认可检验检测统计分析报告显示, 建筑工程检测和建筑材料检测2017年行业收入分别为365.5亿元与211亿元, 合计576.5亿元, 国检集团市占率约为1.3%。而国检集团近期收入增速保持在20%以上, 高于行业增速, 在行业增速逐年提升的情况下市占率也持续提升。

图 20: 检测机构数量行业分布 (2017年) (单位: 个)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

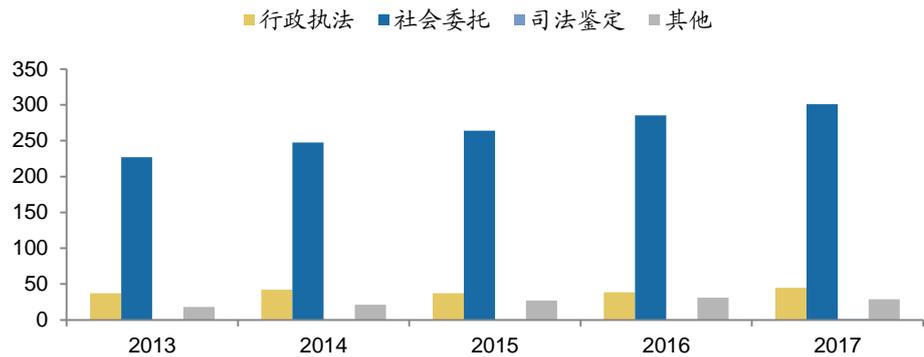
图 21: 检测机构收入行业分布 (2017年) (单位: 亿元)



数据来源: 市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

(5) 市场委托检测成主流，政府指令性业务持续下降：近年来检测行业对外提供的检测报告均以社会委托为主，其次为行政执法，仅有少部分属于司法鉴定报告。2018年，全行业检验检测业务来源中，社会委托的检验检测报告3.76亿份，同比增长24.81%，占比87.7%；仅有0.25亿份报告来自政府指令性任务，占比5.92%，较去年下降43.71%。表明我国检验检测市场进一步成熟，政府导向式的市场色彩进一步淡化。

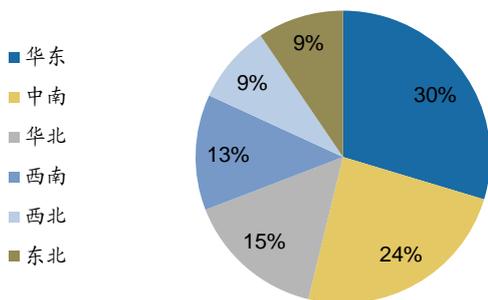
图 22：对外提供检测报告类型（百万份）



数据来源：市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

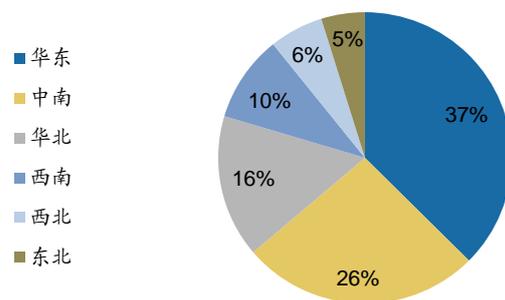
(6) 机构数量及业务分布地域化明显：中国认证认可检验检测统计分析报告显示，全国检测认证机构集中分布在华东和中南地区，且行业60%以上营业收入来自于向华东、中南地区提供的服务。相比之下，我国西部及东北地区检测认证机构的数量较少，同时业务的营收创造能力较弱。

图 23：检测认证机构数量分布情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 24：检测认证机构营业收入分布情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

(7) 科研创新能力不断增强：通过观察市场监管总局发布的检验检测服务业统计结果，近年来，我国每年获得高新技术企业认证的检验检测机构数量逐年增加，在2016年达到最高增速69.22%，近2年来增速有所回落。但在行业整体规模逐年扩大的情况下，获得高新技术企业认证的机构数量占比不断增加，由2013年的2.16%上升至

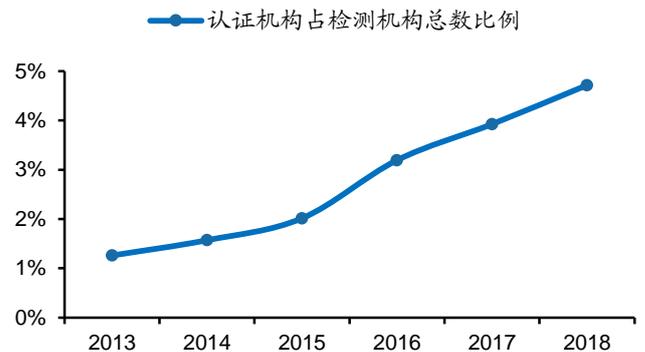
2018年的4.71%。与此同时，行业整体不断加大用于研究与试验发展的支出经费，积极参与科研项目，2018年全年检验检测行业投入研究与试验发展经费支出总计158.38亿元。参与科研项目总计31627项；全行业拥有有效专利48511件，其中有效发明专利23261件，同比增长24.77%。有效发明专利量占有效专利总数比重为47.95%，比2017年上升9.48个百分点。

图 25: 高新技术企业认定企业数量



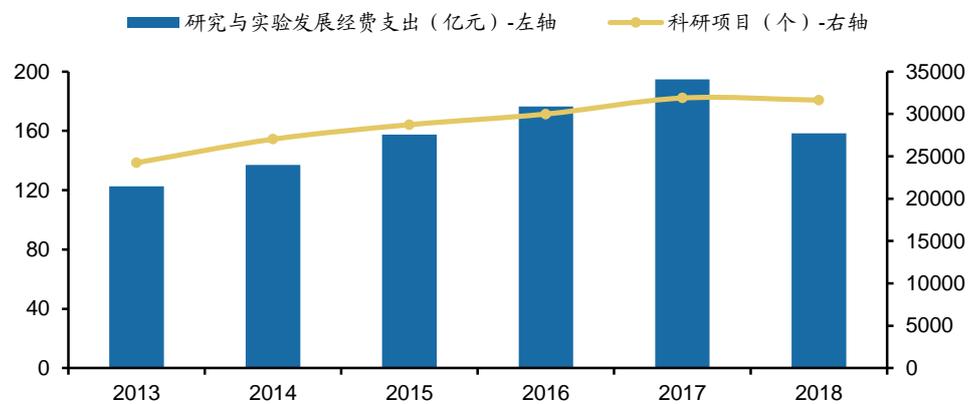
数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 26: 认证机构占检测机构总数比例



数据来源：市场监管总局、广发证券发展研究中心

图 27: 历年研发经费支出及科研项目



数据来源：市场监管总局认可检测司、广发证券发展研究中心

外延并购彰显规模经济效应，五大战略构建竞争优势

外延并购助企业扩张加速，规模经济效应显著

BV集团：工业革命后开启外延并购，工程检测首屈一指

BV集团的前身是海运保险信息办公室。这家公司于1828年成立于比利时的安特卫普，当时其主要业务是提供最新保险费率信息以及船舶设备的状况信息。1829年公司正式更名为Bureau Veritas（必维国际检验集团），并于1833年将总部迁至法国首都巴黎。

1910-1935年，第二次工业革命正如火如荼地进行，而BV集团也抓住了这次机遇，开始逐渐扩张其业务领域。这期间，公司为了响应生产现场材料检验，汽车、客车和卡车定期技术检查，建筑物检验等需求，先后开展了材料控制，机动车服务，建筑物和民用工程控制等多项服务，并在法国政府的委托下，成为了民用航空器适航证书的官方控制机构。

1980年-1990年，BV集团成立了多个分支机构，开始与全球范围内的各国政府合作。到1988年，BV集团认证部已经在第三方管理体系认证市场中占据了可观的市场份额。

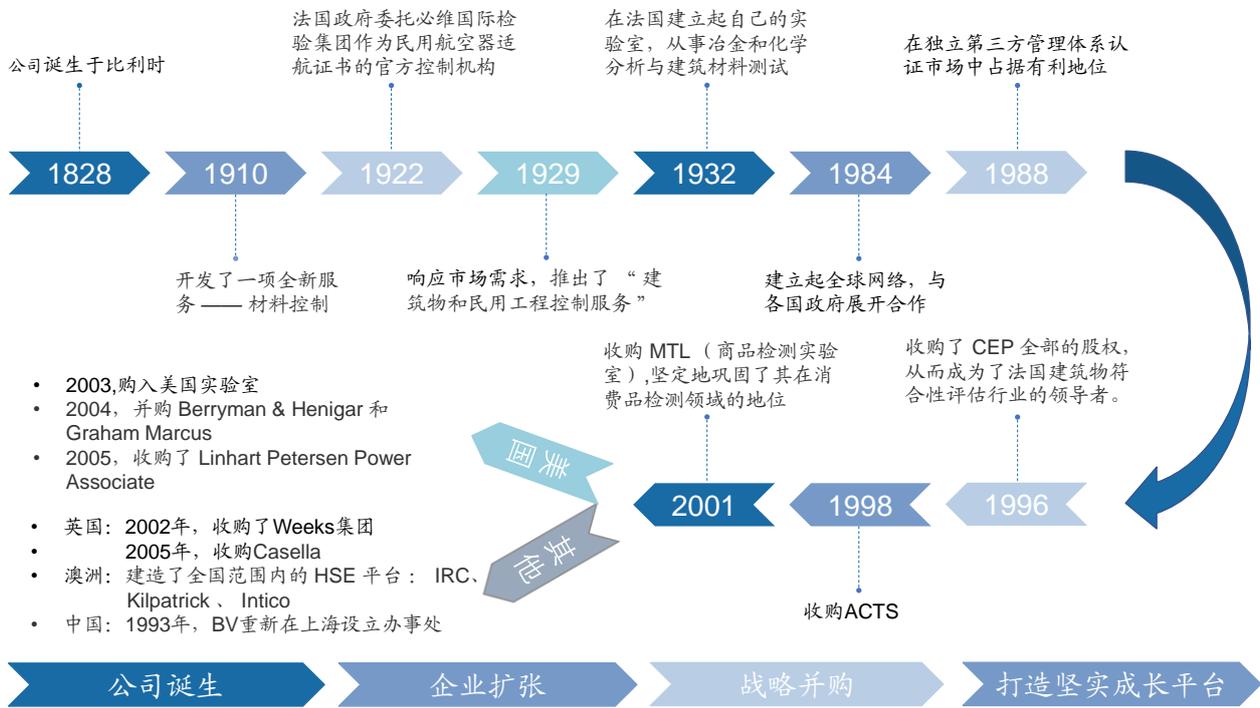
1995年，CGIP和Poincaré Investissement成为了bv集团的新股东，这为企业注入了新的活力。此后，BV集团出于更好地应对各种挑战的目的，开启了一系列并购活动，致力于扩张其全球版图。

1996年，BV集团收购了CEP全部股权，一跃成为法国建筑物符合性评估行业的领导者。

2002年-2005年，必维集团先后收购了美国，英国，澳大利亚的多家公司，大大地提升了其核心竞争力，使其牢牢占据了全球市场的领导者地位。

如今，BV集团在全球140个国家有着七万六千余名员工，它的服务已经覆盖了农产品和大宗商品，工业，建筑工程与设施，船舶与海上设施，认证，消费品等多个领域，仅在2018年一年就创下了48亿欧元的营收，其建筑和基础设施检测服务在同类型公司中排名第一。

图 28: BV发展历程



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: BV 2014 年至今并购公司

公司名称	业务范围	国家及地区
2014		
Maxxam Analytics	消费品检测, 认证, 大宗商品检测	加拿大
Jyutaku	工程检测	日本
Quiktrak	政府检测, 贸易保障检测	美国
Andes Control	大宗商品检测	智利
DTI	工业品检测	美国
Sistema PRI	工程检测	巴西
Analysts Inc	大宗商品检测	美国
MatthewsDaniel	船舶检测	英国
2015		
CTS Ningbo Co.Ltd	消费品检测	中国香港
North Island Labs	消费品检测, 认证, 大宗商品检测	加拿大
Shangdong Chenxin Engineering	工程检测	中国
Ningbo Hengxin Engineering	工业品检测	中国
Beijing Huali BV Technical Service Co.Ltd	消费品检测	荷兰

CIBV	认证	荷兰
Shanghai TJU Engineering Service	工程检测	中国
Hydrocean	船舶检测	法国
Certest	消费品检测	意大利
NCC	消费品检测	巴西/阿根廷
2016		
HCD	建筑与基础设施检测	英国
重庆联盛	建筑与基础设施检测	中国
Summit	石油与石化	美国
TMC	船舶保险	英国
DTS	农产品检测	澳大利亚
VEO	汽车检测	中国
KMA	农产品检测	巴西
Cepas	认证	美国
2017		
Primary Integration Solutions	建筑与基础设施检测	美国
California Code Check	建筑与基础设施检测	美国
INCA	建筑与基础设施检测	墨西哥
Shanghai Project Management	建筑与基础设施检测	中国
McKenzie Group	建筑与基础设施检测	澳大利亚
Schutter Group	农产品检测	荷兰
Siemic	电子设备测试与认证	美国
ICTK	智能支付测试与认证	韩国
IPS Tokai Corporation	电磁兼容性测试	日本
2018		
EMG	建筑与基础设施检测	美国
Shandong Cigna	食品检测与分析	中国
FEAC	食品与环境检测	日本
Permulab	食品与环境检测	马来西亚
Labomag	食品检测与分析	摩洛哥
Lubrication Management	石油检测与分析	西班牙
2019		
Capital Energy	建筑与基础设施检测	法国
Owen Group	建筑与基础设施检测	美国
BVAQ	农产品检测	新加坡
Shenzhen Total-Test Technology	农产品检测	中国

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

国检集团：中国建材总院下属子公司，近两年进入并购高峰期

（一）公司的前身为1984年10月成立的轻工业部机械出口供应公司，企业性质为全民所有制。1992年8月，更名为中国轻工业机械出口供应公司。2005年2月，根据国资委《关于中国建筑材料集团公司与中国轻工业机械总公司、中国建筑材料科学研究院重组方案的批复》，中国轻工业机械出口供应公司的出资人中国轻工业机械总公司划转并入中国建材集团。2005年6月，根据中国建材集团《关于将中国轻工业机械总公司全资企业中国轻工业机械出口供应公司划入中国建筑材料科学研究院的决定》，中国轻工业机械出口供应公司由中国轻工业机械总公司划转至中国建材总院。2005年9月，中国轻工业机械出口供应公司更名为中国建筑材料检验认证中心，企业性质为全民所有制。

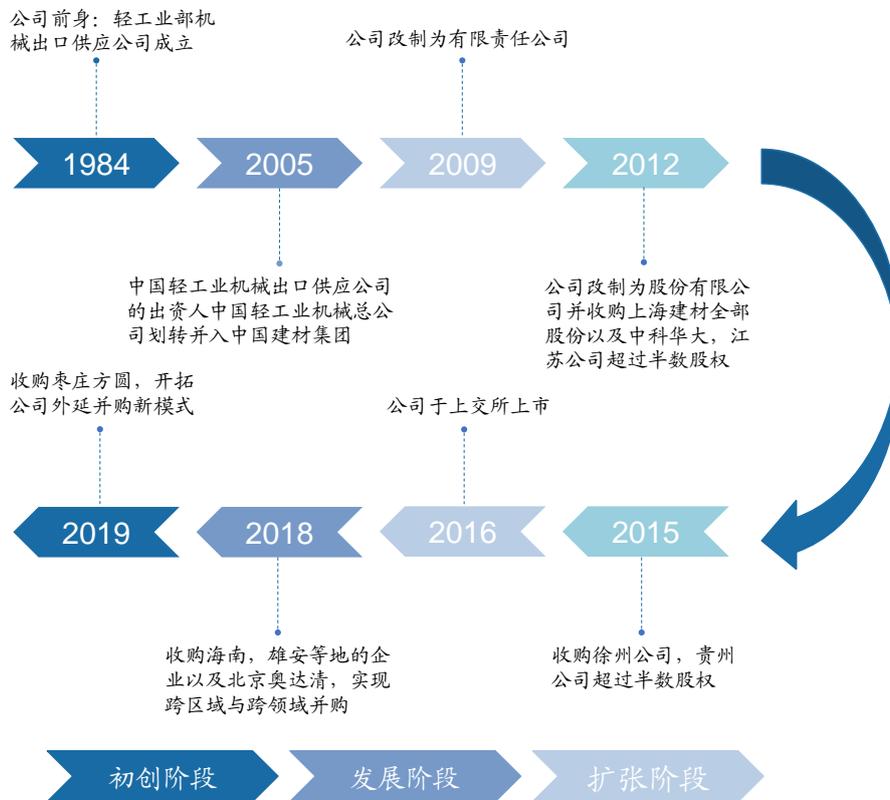
（二）改制设立有限公司：2009年12月，中国建材集团下发《关于中国建筑材料科学研究总院全资子企业中国建筑材料检验认证中心改制方案的批复》，同意认证中心由全民所有制企业改制设立有限责任公司，由中国建材总院与浙江创投共同出资组建。2011年增资至7013万元。

（三）设立股份公司：2011年12月设立股份公司，2013年3月增资至16500万元。

（四）开启并购之路：

- （1）2011年7月、2012年11月分别收购上海众材51%、49%股权；
- （2）2012年11月增资控股浙江公司，并由浙江公司收购并吸收合并浙江中建；
- （3）2012年12月收购广东中科华大70%股权；
- （4）2012年12月收购江苏公司51%股权；
- （5）2015年5月收购徐州公司61%股权；
- （6）2015年6月认购贵州公司51%股权；
- （7）2018年认购海南公司及北京奥达清；
- （8）2019年收购并增资枣庄方圆，开启事业单位改制模式；
- （9）2019年9月收购安徽拓维55%股权；

图 29: 国检集团发展历程



数据来源：公司招股说明书、广发证券发展研究中心

表 2: 国检集团历年并购公司情况

时间	并购对象	主营业务	并购原因	并购结果
2011	上海众材（上海浦东公司分公司）	建设工程技术监督与评估、建设工程检测、建筑设备和材料检测、建设工程项目管理、检测仪器、工程设备及材料的销售	开拓在上海地区的建筑工程检测业务，而上海浦东公司在上海市建筑工程检测领域具有较强市场影响力	两次收购完成后，上海众材成为国检集团全资子公司
2012	浙江公司（前身为中国新材院检测中心）	建筑材料的测试、检验服务	为解决同一控制下的同业竞争	对浙江公司增资 399 万元，占增资后公司股权比例 51%，浙江公司成为控股子公司；并于 2013 年通过浙江公司收购并吸收合并浙江中建
2012	广东中科华大	工程桩质量检测、建设工程质量检测，建筑材料试验，建筑测量，金属材料及构件失效安全分析，以及上述相关技术咨询及技术服务	扩大广东的建筑工程检测业务市场份额及建设华南（广州）基地	收购广东中科华大 70% 股权，成为公司控股子公司
2012	江苏公司（苏州同力工程质量检测技术有限公司）	市政工程、公路工程、土建工程的质量检测及相关技术服务	为进一步扩大苏州的建工检测业务市场份额	收购江苏公司 51% 股权，成为公司控股子公司

2015	徐州公司（徐州市建科技术有限公司）	电子信息技术研发、推广、转让、服务、代理；建筑工程试验与检测；千斤顶校准	拓展江苏徐州检验市场	收购徐州公司 61%股权，成为公司控股子公司
2015	贵州公司（贵州省建筑材料科学研究设计院检测有限公司）	建筑材料检测、建筑工程检测、室内环境质量检测、建筑节能检测、工作场所环境质量检测、工业企业能效测定、环境污染检测	开拓贵州市场	收购贵州公司 51%股权，成为公司控股子公司
2018	北京奥达清	环境检测；仪器设备租赁；信息咨询(不含中介机构服务)；技术服务 建筑工程见证取样、主体结构工程现场检测、地基基础工程检测、建筑外门窗物理性能检测、室内环境质量检测、建筑节能检测、市政工程检测、建设工程质量安全鉴定、电气安全检测、提升设备检测、钢丝绳检测、建筑工程及矿山工程特种劳动防护用品的检测。	加快进军环保检测领域	收购北京奥达清 60%股权，成为公司控股子公司
2018	海南忠科	产品质量检验；节能信息咨询、服务；技术改造与引进、技术培训；节能产品、化工产品（不含危险品）、建材仪器、设备、玻璃器皿、天然砂销售；水泥及新型建筑材料研究开发、试验、技术转让、咨询服务；建筑工程质量检测、建筑材料检测、建筑工程节能检测、工业设备节能检测、环境质量检测。	进一步扩大海南地区业务范围	获得海南忠科增资后 51%的股权
2019	枣庄方圆		进军山东市场，完善公司全国区域战略布局	以现金 1414 万元认缴枣庄方圆新增注册资本 1400 万元，占枣庄方圆增资后 70%股权
2019	安徽拓维	-	开拓食农化工产品和环境检验检测认证市场，进军皖东南市场，完善公司全国区域战略布局，进而不断推进公司业务发展战略规划	以 2940 万元购买安徽拓维检测服务有限公司 55%股权

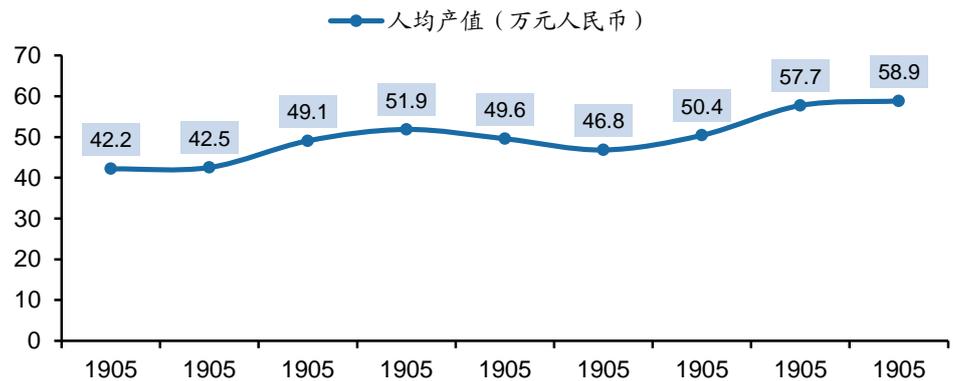
数据来源：公司招股说明书，公司财报，公司公告，广发证券发展研究中心

对于前面我们介绍BV和国检集团的发展历程，可以发现BV和国检集团在发展历程中的一个共同点是：外延并购加速。这基本是检测公司发展过程中扩大规模必经的一个过程，外延并购不仅可以帮助企业快速进入某些特定业务领域以及国家或地区，还可以将知识，技术支持和销售团队分布到特定区域。将来，通过加强区域中心周围的网络组织，企业就可以产生规模效应。具体来说，从销售的角度来看，集团建立起全球网络可以使它能够为全球市场上的重要客户提供服务，这有助于企业迅速战胜竞争对手，占据更高的市场份额。从运营的角度来看，集团可以通过产生规模经济来提高其盈利能力。随着企业内部数字化效率提升，共享办公室，后台职能和IT工具的广泛应用可以分摊开发和复制新服务的成本并在在更大的基础上使检查流程产业化，从而更好地节约运营成本。**截止2018年末，BV人均产值约58.9万元，而国检集团整体人均产值约为46万元左右。随着外延并购公司数量不断增加，公司人**

数不断增长，但是长趋势看公司的人均产值是在不断提升的，彰显了公司发展的规模经济效应。

从国内来看，我国检测行业中的竞争者大多是小规模企业。据统计，历年小型机构占总机构数量均达80%以上。这些小型机构服务能力较弱，大多只能服务于当地的企业。国检集团近些年来多次进行跨领域跨地域收购，已逐步将事业版图拓展到东南沿海以及贵州，陕西等地，为构建全国综合性网络打下了坚实的基础。

图 30: BV历年人均产值



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

网络+品牌+技术+资质+可持续增长，五大战略构建公司竞争优势

BV 发展战略

(1) 高效的全球网络

必维国际检验集团在全球近140个国家/地区拥有1500多个办事处和实验室，特别是在领先的工业化国家/地区（例如法国，美国，加拿大，日本，英国，西班牙，意大利和澳大利亚）具有强大的监管背景并且受到广泛认可。必维国际检验集团还在诸如中国，巴西，智利，哥伦比亚或印度等重要的高潜力经济体中建立了稳固的增长平台，并逐渐拓展在当地的业务。集团通过开设新的办事处和实验室并系统地继续扩大在这些地区的业务在这些市场中发展其各项业务。规模是BV的核心资产之一，可在商业和运营方面提供价值和差异化。

(2) 诚信强大的品牌形象

必维国际检验集团凭借其在技术专长，高质量和诚信方面的长期声誉建立了成功的全球业务。这种声誉是其最宝贵的资产之一，也是BV在全球范围内的竞争优势。

(3) 出色的技术能力

多年来，BV已在众多技术领域获得了技能和专门知识，并在监管环境方面拥有广泛的知识。当前，许多数字技术正在扰乱全球经济和公司的运营模式。其中包括云计算，人工智能（AI），开放应用程序编程接口（API）和区块链等技术。如果能够迅

速吸收这些技术，那么这些技术就可以被利用并成为整个集团TIC活动的变革性手段。为此，必维国际检验集团将其数字化转型计划整合到了2020年战略中，并将其数字化战略的重点放在了三个业务优先事项上：

- **数字效率。**这项活动主要涉及在其现场人员中部署新的数字工具，以推动必维国际检验集团的核心服务的自动化和生产率。
- **新的数字运营模式。**这项活动旨在重塑集团使用数字平台交付服务的方式，以改变客户体验（电子商务，市场等），以及工业4.0技术（例如工业物联网（IIoT）和人工智能，以不同的方式编译和利用测试和检查数据。这里的挑战是加快集团在其服务市场中的增长。
- **新的TIC数字服务。**这项活动使必维国际检验集团能够开发出一个新的市场来测试和认证数字产品和服务，例如网络安全和个人数据保护认证，传感器和连通性测试。

（4）当局和许多认证机构的认可

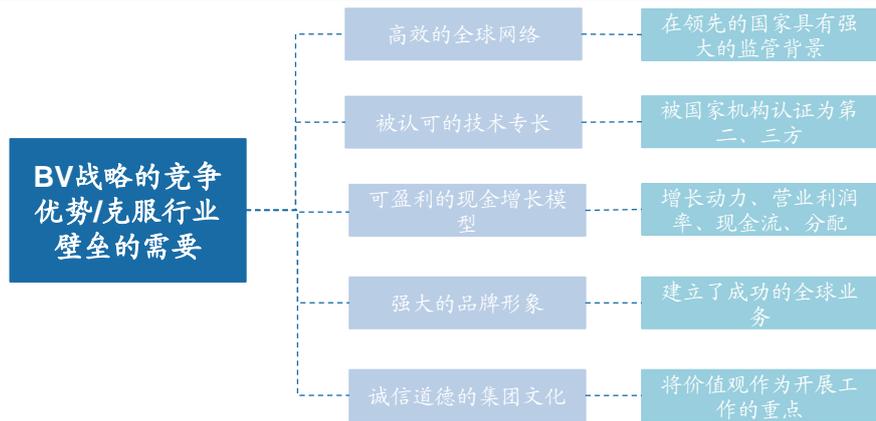
目前，必维国际检验集团已被许多国家和国际授权机构和认证机构认证为第二或第三方。BV不断寻求维持，更新和扩展其认证和授权的产品组合。它受到当局和认证机构的定期检查和审核，以确保其程序，人员资格和管理体系符合必要的标准，规范，指南或规定。

（5）可盈利的现金增长模型

必维国际检验集团的财务模型如下：

- ① **收入增长基于两个增长动力：有机增长和通过收购实现增长。**在2007年至2018年期间，该集团的加权平均年收入增长率为8%。其中不到一半来自自然增长。
- ② **专注于盈利增长：2007年至2018年，调整后的营业利润率平均保持在16%以上；**
- ③ **它产生可观的常规现金流量：在2007年至2018年期间，该集团平均每年产生超过3亿欧元的自由现金流，包括过去五年中的超过4亿欧元；**
- ④ **公司严格的现金分配策略的基础：净债务必须保持在远低于银行的比率，并且集团必须能够为收购提供资金并支付股息。**

图 31: BV战略的竞争优势/克服行业壁垒的需要



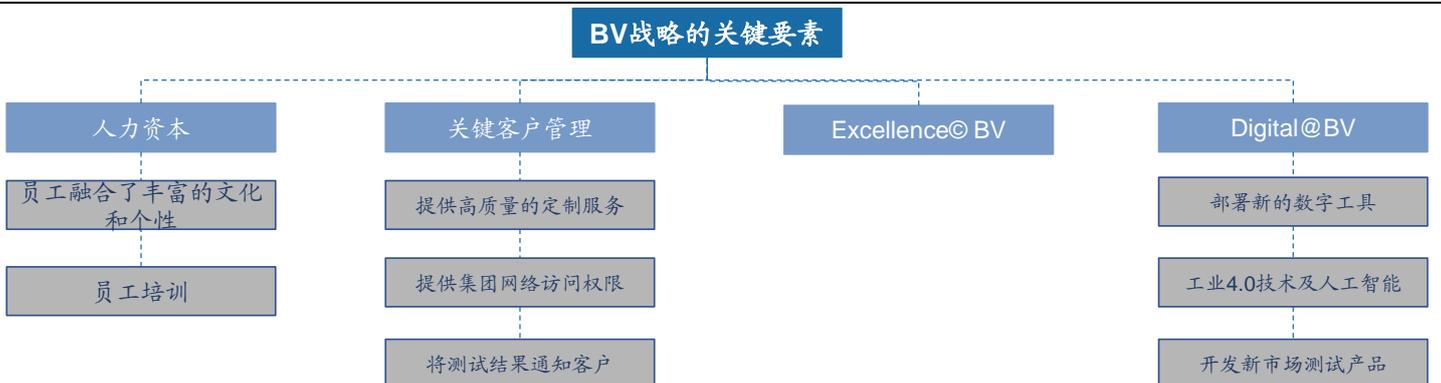
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 32: BV战略的竞争优势/克服行业壁垒的需要



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 33: BV战略的关键要素



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

国检集团竞争优势

(1) 跨区域跨地区并购并进，构建全国综合性检测网络

国检集团公司为建筑工程及建筑材料检测领域龙头企业，目前公司的发展战略是立足主业，发挥优势，做强建工建材板块，同时聚焦价值蓝海，拓展环保、汽车与零部件、消费品、健康与生命科学、食品与农产品检验等领域业务，与大家生命息息相关的领域。公司在2018年收购了一些列公司，通过构建检验认证服务生态体系，逐步成为综合型检验认证集团公司。

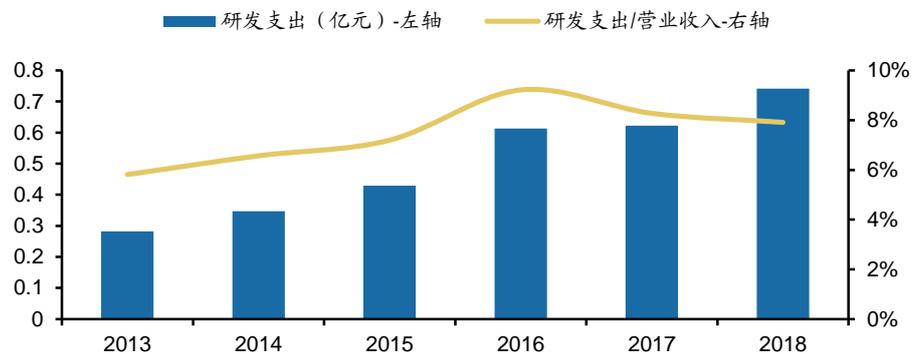
(2) 参与形象工程，构建品牌优势

近年以来，国检集团多次参与包括国家大剧院，京沪高铁，奥运场馆等在内的多项国家级形象工程的检测服务。集团的市场占有率逐年提升，集团的品牌优势已经逐步形成。

(3) 着眼未来，致力研发

公司高比例的研发支出有利于公司稳健增长，国检集团研发支出逐年提升，稳定在集团营业收入的8%-10%左右，且国检集团拥有多项专利，这些软实力在无形中加速了国检集团的成长。

图 34: 国检集团研发支出情况



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

(4) 资质带动业务，国家级检测中心助力发展

受国内检验认证行业的“市场准入制”影响，公司持续推进“资质带动业务”发展模式。截至2018年12月31日，公司及子公司拥有11个国家级检验中心，15个行业级检验中心。国家级检验中心技术力量雄厚，国际互认度高，在检验行业具有较强的品牌影响力和公信力。公司所拥有的国家级、行业级中心与公司的行业地位、权威性相得益彰，成为公司的重要优势。

表 3: 国检集团资质情况 (2018 年)

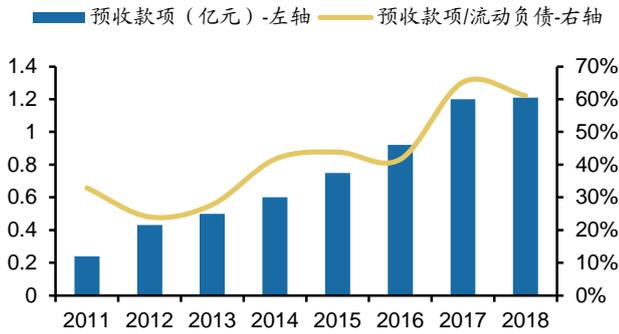
序号	资质主体	级别	所属公司
1	国家建筑材料质量监督检验中心	国家级	国检集团
2	国家水泥质量监督检验中心	国家级	国检集团
3	国家安全玻璃及石英玻璃质量监督检验中心	国家级	国检集团
4	国家建筑卫生陶瓷质量监督检验中心	国家级	陕西公司
5	国家玻璃质量监督检验中心	国家级	秦皇岛公司
6	国家防水与节水材料产品质量监督检验中心	国家级	苏州公司
7	国家建筑材料测试中心	国家级	国检集团
8	国家太阳能光伏(电)产品质量监督检验中心	国家级	国检集团
9	国家绿色墙体材料质量监督检验中心	国家级	西安公司
10	国家建筑工程腐蚀与防护质量监督检验中心	国家级	国检集团
11	国家耐火材料产品质量监督检验中心(北京)	国家级	国检集团
12	国家建筑材料工业铝塑复合材料及遮阳产品质量监督检验测试中心	行业级	国检集团
13	国家建筑材料工业放射性及有害物质监督检验测试中心	行业级	国检集团
14	国家建筑材料工业耐火材料产品质量监督检验测试中心	行业级	国检集团
15	国家建筑材料工业建筑材料节能评价检测中心	行业级	国检集团
16	建筑材料工业环境监测中心	行业级	国检集团
17	国家建筑材料工业太阳能光伏(电)产品质量监督检验中心	行业级	国检集团
18	国家建筑材料工业水泥包装袋质量监督测试中心	行业级	国检集团
19	国家建筑材料工业房建材料及结构安全质量监督检验中心	行业级	北京天誉
20	国家建筑材料工业建筑防水材料产品质量监督检验测试中心	行业级	苏州公司
21	国家建筑材料工业墙体屋面材料质量监督检验测试中心	行业级	西安公司
22	国家建筑材料工业墙体屋面及道路用建筑材料节能评价检验测试中心	行业级	西安公司
23	国家建筑材料工业陶瓷工业能耗测试中心	行业级	陕西公司
24	国家建筑材料工业安防工程产品质量监督检验测试中心	行业级	安徽公司
25	国家建筑材料工业水泥能效环保评价检验测试中心	行业级	安徽公司
26	国家建筑材料工业装饰装修建筑材料质量监督检验测试中心	行业级	浙江公司

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(5) 预收账款多, 现金流好, 发展具有持续性

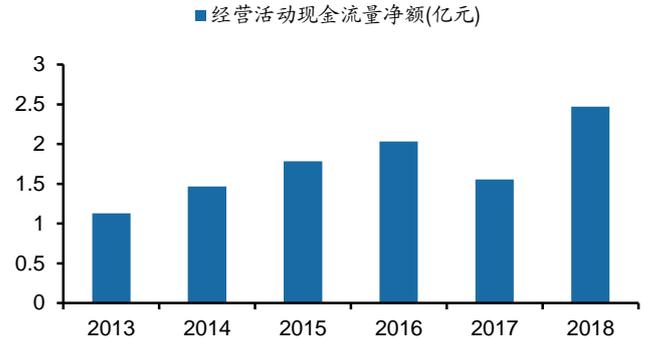
国检集团的流动负债中, 预收款占比较高, 目前公司预收款占流动负债的比重在60%以上。主要因为公司建筑材料检测在业务受理阶段客户就要先缴纳款项, 公司计入预收账款, 所以公司的 较好, 优异的经营与收款模式有助于支撑公司长远发展的可持续性。

图 35: 国检集团预收款占流动负债比重较高



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 36: 国检集团经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

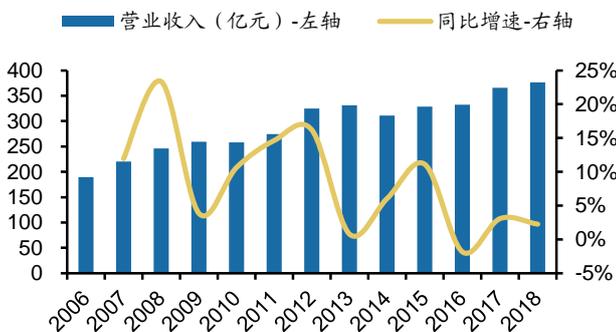
跨区域与跨领域布局完善, 充分利用杠杆提高 ROE

财务状况: 收入增速趋于平稳, 杠杆率高提升自身 ROE

BV 2018年实现营业收入376.32亿元, 同比增长2.26%, 实现净利润26.10亿元, 同比增长7.99%, 收入及业绩增速均趋于平稳。而国检集团近两年收入及利润增速逐年提升, 2018年收入及利润增速均为历史新高, 收入同比增长24.6%, 归母净利润同比增长32.5%。

BV目前已经发展成为全球化多领域的检测龙头, 目前发展速度相对放缓, 而国检集团虽然为中国建工检测龙头企业, 但公司2018年收入仅9.37亿元, 目前国内检测行业还处于蓬勃发展的朝阳阶段, 近几年行业增速也在逐渐提升, 国检集团作为国内建工建材检测龙头企业, 一方面受益于行业增速提升, 一方面龙头市占率提升, 从而展现了高于行业的增速水平。

图 37: BV营业收入及增速



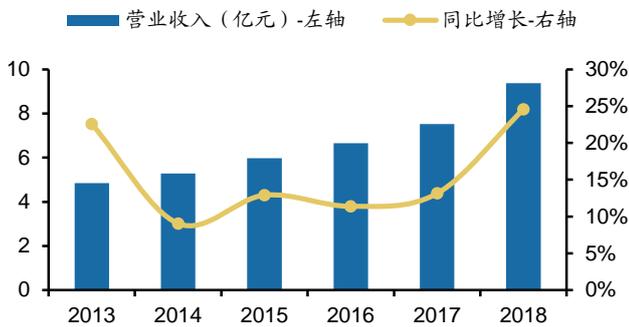
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 38: BV净利润及增速



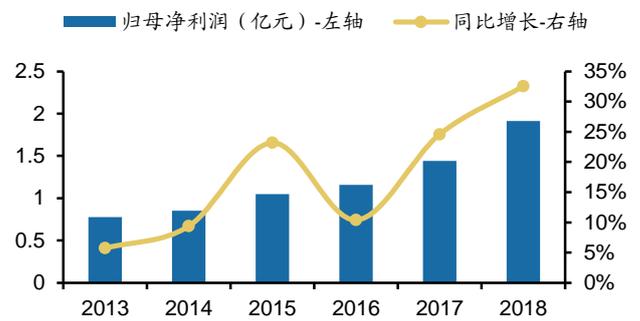
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 39: 国检集团营业收入及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 40: 国检集团归母净利润及增速



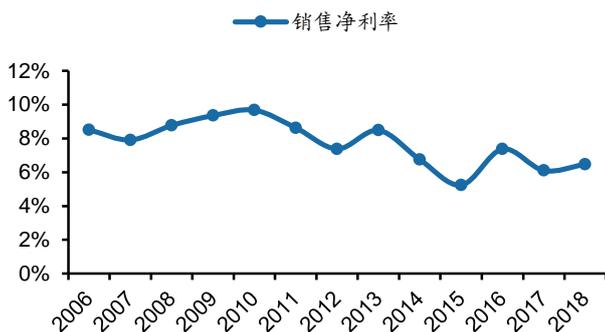
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

BV集团在2013年前业绩基本保持增长，而在2014年和2015年利润出现下滑，公司股价也随之出现下滑。此外，在2014年之前，净利率基本维持在8%以上，随后净利率出现下滑，目前仅为6%左右，长期看ROE在2015年之前整体呈下降趋势，2015年之后开始逐渐提升。

资本结构方面，2011年之后公司资产负债率逐渐小幅提升，对应资产周转率下降，但是2017年和2018年公司资产周转率略有提升。

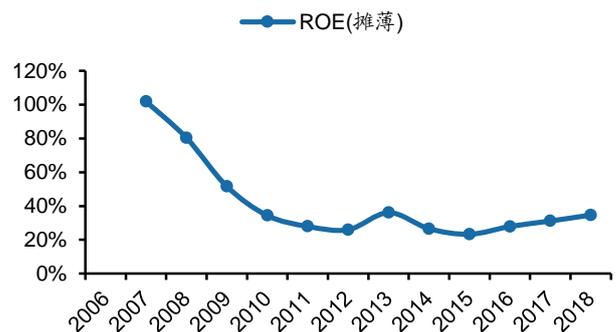
公司经营性现金流长期为正值，且整体逐年增长的趋势，2018年公司经营性现金流净流入约53.8亿元，远高于公司净利润，预计主要为公司折旧摊销费用较高。

图 41: BV历年销售净利率



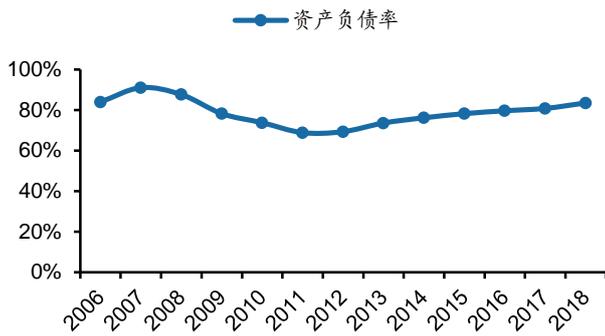
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 42: BV历年ROE (摊薄)



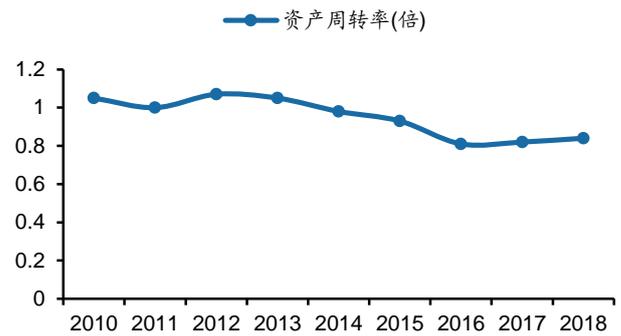
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 43: BV历年资产负债率



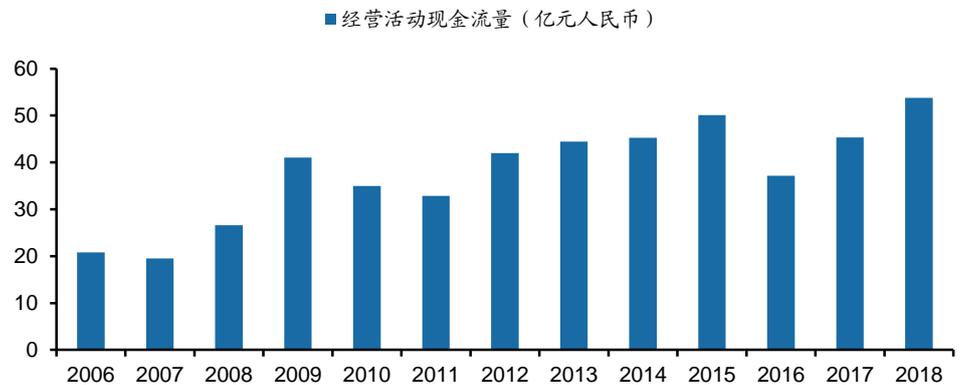
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 44: BV历年资产周转率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 45: BV历年经营性现金流



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

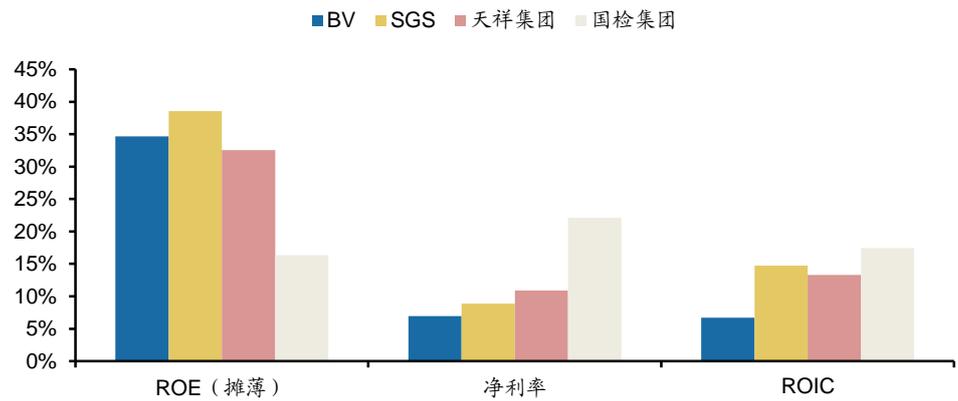
BV 2018年净利率为6.9%，低于国内主要检测公司的净利率，国检集团2018年净利率为22.11%。对比BV与其他国际检测巨头的盈利性，ROE（摊薄）水平较高，2018年为34.67%，仅次于SGS，但是净利率以及ROIC水平较低。

为何BV、SGS等公司净利率明显低于国检集团而ROE水平却较高，对此我们采用杜邦分析法进行拆分：

$$\text{净资产收益率(ROE)} = \text{销售净利率} \times \text{资产周转率} \times \text{权益乘数}$$

虽然BV净利率低于国内企业，但是资产周转率较高，权益乘数较高，即资产负债率较高，国检集团18年末资产负债率仅为19.36%，对应权益乘数较低，说明公司对负债利用不足，但是负债率较低，公司风险也相对较低，若国检集团未来逐步提升自身对负债的利用程度，提高自身的杠杆率，ROE提升空间还很大。

图 46: 检测公司盈利性对比 (2018年)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 4: 国内外检测公司杜邦分析对比

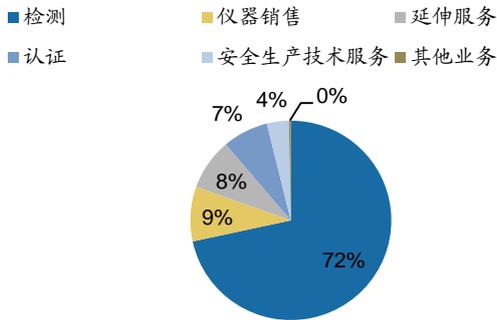
公司	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
BV	31.83%	6.47%	0.84	5.88
SGS	33.23%	8.89%	1.12	3.35
国检集团	18.95%	22.22%	0.65	1.32
华测检测	10.89%	10.58%	0.71	1.45
建研院	9.49%	12.87%	0.55	1.34

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

业务结构: 建筑工程检测称王, 6大业务布局完善

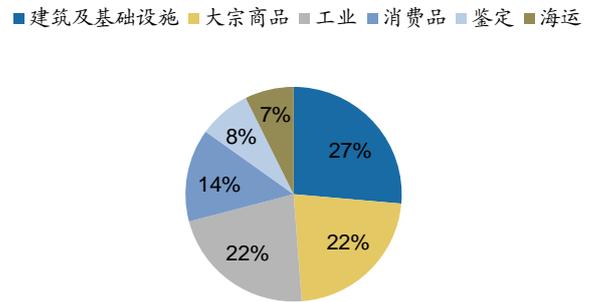
从BV收入结构看,收入全部来源于检测业务,公司27%的收入源于建筑及基础设施,来源于大宗商品和工业检测的收入各占22%,其他为消费品、鉴定以及海运。而国检集团2018年收入中有72%来自于检测业务,还有7%来自于认证业务,检测业务分建工检测和建材检测两部分,其他检测业务收入占比极小。SGS以及华测检测所有的业务收入都来源于检测。其中,SGS检测业务结构相对复杂,根据公司年报,公司检测业务分为9类:石油、天然气和化工服务(18%)、农业服务(16%)、消费者测试服务(15%)、工业服务(14%)、矿产服务(11%)、汽车服务(8%)、环境服务(8%)、系统及服务认证(6%)、政府及机构服务(4%)。

图 47: 国检收入结构 (2018)



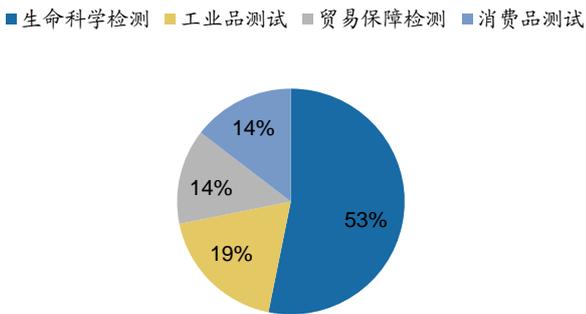
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 48: BV收入结构 (2018)



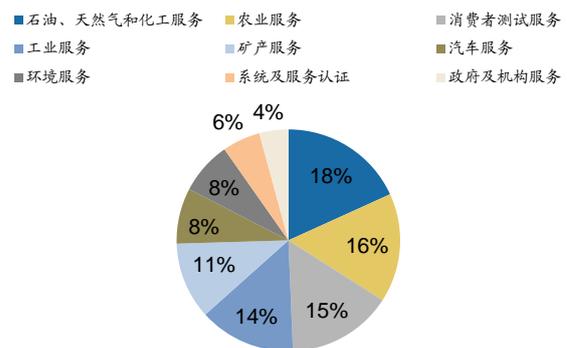
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 49: 华测检测收入结构 (2018)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 50: SGS收入结构 (2018)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

从全球检测市场的竞争格局看, 整体相对分散, 仅政府服务和国际贸易检测相对较高, 船舶与海上设施、大宗商品以及消费品检测行业市场集中度相对一般, 而农产品、工业、建筑与基础设施、认证行业市场集中度较低。

对于建筑与基础设施检测市场而言, 有部分全球参与者, 还有大量当地参与者。此外, 公司占比较高的2个检测行业: ①大宗商品检测行业, 部分全球参与者, 部分区域化组织和专业的本地参与者; ②工业检测行业, 部分大型的欧洲或全球参与者, 大量高度专业化的本地参与者。整体而言, 检测行业市场化分散程度较高, 仅部分行业如船舶与海上设施、大宗商品以及消费品市场分散化成都相对高一点。目前国检集团正在逐步切入环境检测等和建工建材检测相关性较高的检测行业, 在布局建工建材检测的基础上拓展自身的业务范围。

表 5: 检测行业集中度及竞争环境

行业	市场分散化程度	竞争环境
船舶与海上设施	中等	国际船级社协会 (IACS) 的十二个成员对全球船队的 90%以上进行了分类
农产品	高	部分全球参与者, 大量当地参与者
大宗商品	中等	部分全球参与者, 部分区域化组织和专业的本地参与者
政府服务与国际贸易	低	政府服务的四个主要参与者。
工业	高	部分大型的欧洲或全球参与者, 大量高度专业化的本地参与者
建筑与基础设施	高	部分全球参与者, 大量当地参与者
认证	高	部分全球参与者和准国有国家认证机构, 大量本地参与者
消费品	中等	玩具, 纺织品和硬线产品的市场相对集中。电气产品和电子产品的市场分散

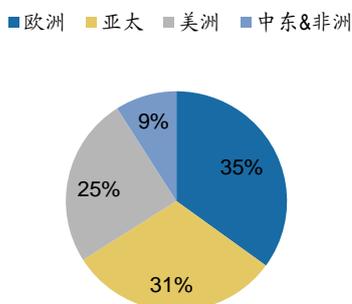
数据来源: BV 公司财报, 广发证券发展研究中心

地区结构: 广泛布局, 均衡发展, 中欧美为重点发力方向

BV 2018年35%的收入来源于欧洲, 31%来源于亚太地区, 25%来源于美洲, 其余 9%来源于中东及非洲。其中, 建筑检测业务中, 55%收入来源于欧洲, 23%收入来源于亚太地区, 其中法国占比41%, 中国占比15%。目前国检集团收入全部来源于中国地区, 暂未在海外成立子公司和实验中心。BV在一开始发展过程中活动范围也仅限于法国境内, 后来逐渐拓展欧洲市场, 21世纪后才逐渐在全球布局, 按照目前国内检测行业的发展速度以及国检集团目前的战略布局, 未来国检集团也将扩大自身的业务地区范围, 逐渐迈向全国化甚至全球化布局。

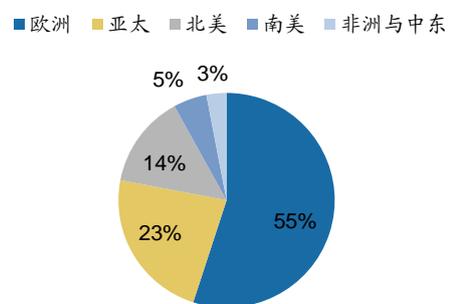
BV在三个地理区域(欧洲/中东/非洲, 美洲和亚太地区)之间平衡全球发展情况。BV将在关键的选定地区利用特定的增长动力: 欧洲, 是发布有关质量, 健康, 安全和环境的标准和法规的参考; 美国经济前景强劲, 许多《财富》500强公司的总部都设在美国, 但这个市场仍然高度分散; 中国, 随着国内TIC市场的逐步开放, 本集团将继续扩大并加强其在发展中市场的地域分布。

图 51: BV地区收入结构 (2018)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 52: BV建筑检测业务地区收入结构 (2018)

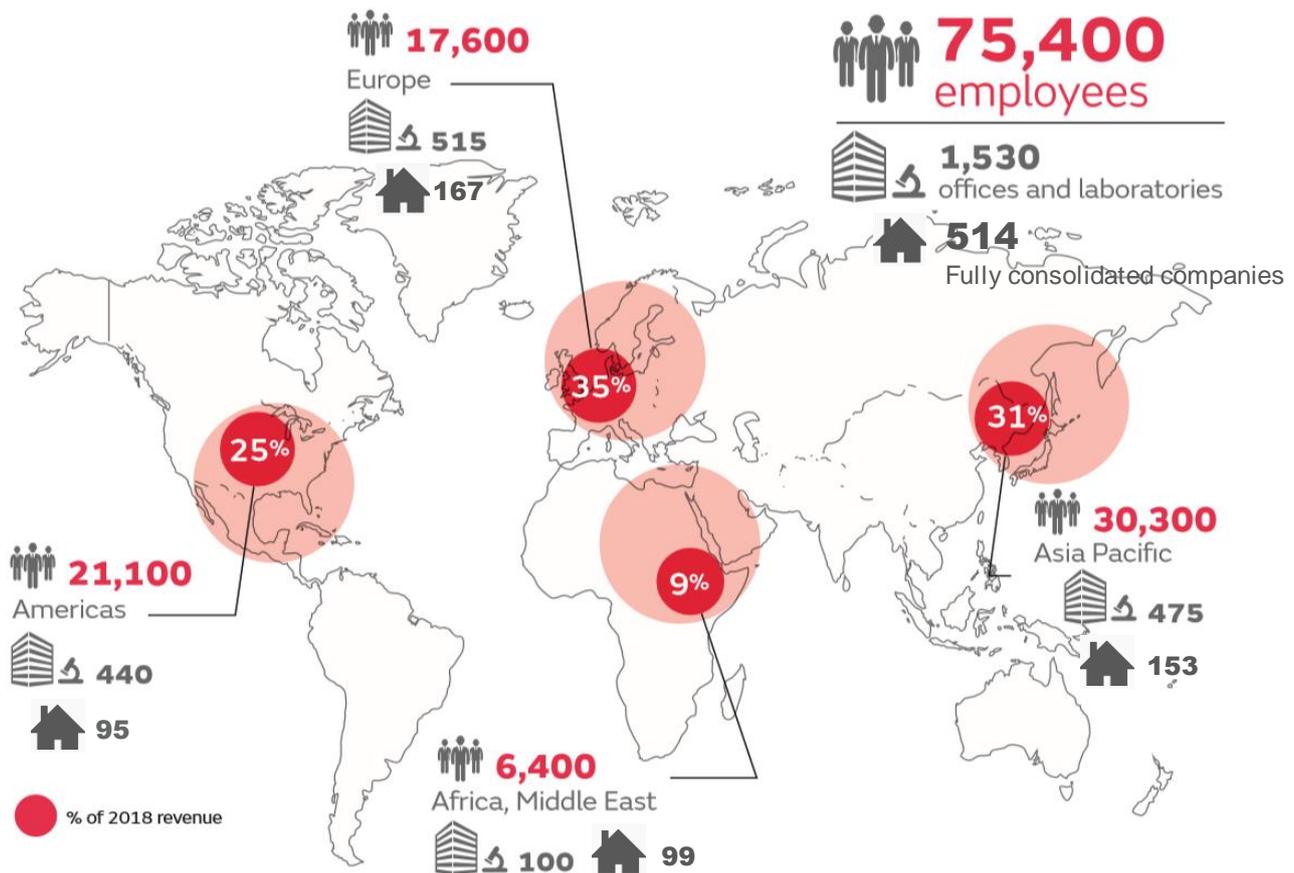


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

截止2018年末，公司员工人数为75400人，共1530个实验室，514个子公司。从分布上看，公司在各地均设立子公司以及实验室并配置了相应的人员，即便在经济相对落后的非洲，公司也配置了99个子公司、100个实验中心以及6400名员工。其中，BV共有42个在华子公司分支机构，主要分布在东部沿海城市，其中浙江、广东以及江苏分别有7个、6个、5个办事处，东部省份以及中部省份基本均设有办事处。

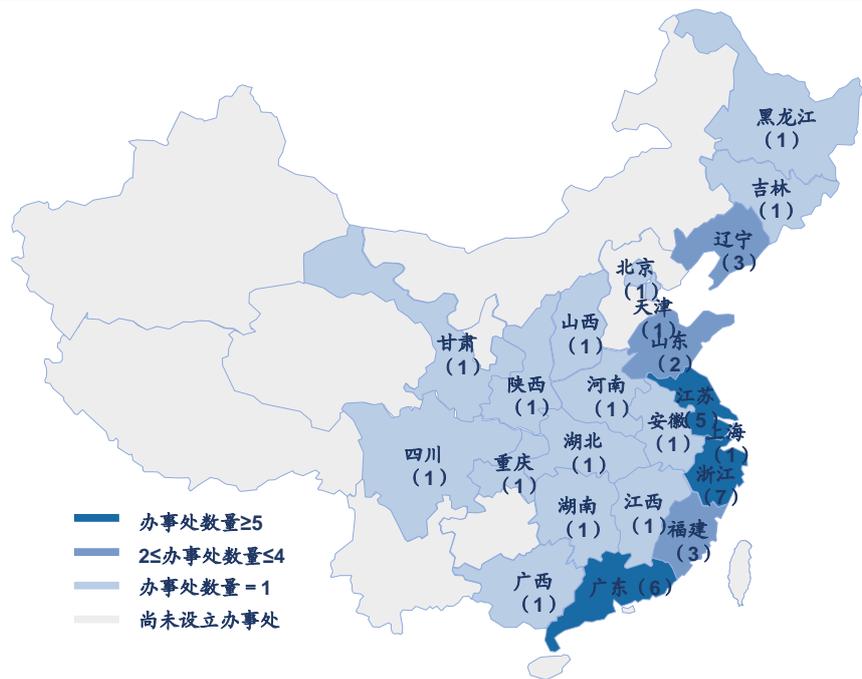
国检集团主要布局在东部沿海省份，但是国检集团目前正在积极进行跨区域与跨领域并购，公司在2018年并购一系列公司，同时进行跨区域与跨领域并购：（1）公司在河北省雄安新区投资设立全资子公司——河北雄安科筑检验认证有限公司，积极服务“雄安”建设；（2）公司收购北京奥达清60%股权，加快进军环保检测领域；（3）公司对海南忠科进行增资，获得其增资后51%的股权，以进一步扩大海南地区业务范围。（4）增资枣庄方圆，开启事业单位改制新模式；（5）近期国检集团收购安徽拓维，弥补了公司在皖南地区分支机构的空白，同时进行跨区域与跨领域并购。

图 53: BV在华子公司分支机构 (2018)



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 54: BV在华子公司分支机构 (2018)



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图 55: 国检集团子公司全国分布图



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

客户结构：收入来源多样化，不依赖主要客户

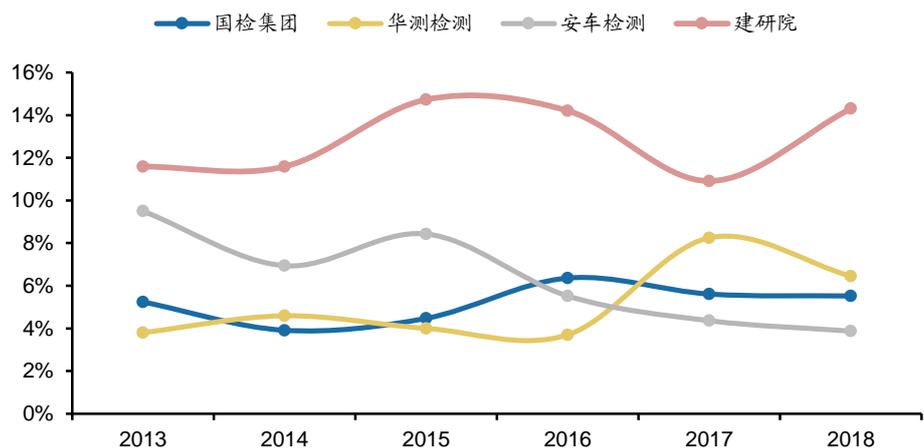
BV 2018年前十大客户收入占比约8%左右，说明了公司收入来源的多样性，公司的收入不依赖主要客户。2018年，其最大客户占合并收入的1.0%，其20个最大客户产生的总收入不到合并收入的12%。但是，本集团的某些业务，特别是消费品，工业和农业食品与商品，在某些客户方面产生了可观的收入。例如，在2018年，消费品和工业业务的最大客户各占该业务收入的3.5%。这两个主要客户的流失可能对相关业务的活动，财务状况，业绩或前景造成重大不利影响。

国检集团2018年前五名客户销售额5172.15万元，占年度销售总额5.52%；其中前五名客户销售额中关联方销售额2277.29万元，占年度销售总额2.43%。而体量相对较小的地方性检测公司建研院客户集中度相对高一些，2018年前五名客户销售额7075.46万元，占年度销售总额14.31%。

主要原因为国内工程检测公司的下游客户主要包括房地产企业、建筑公司和市政单位等，下游企业单位数量众多且市场集中度相对较低，决定发行人客户较为分散的特点；同时公司工程技术业务属于项目型业务，受项目金额、项目建设周期，以及客户项目储备情况（一个项目建设完成后，如果该客户没有后续新项目启动，检测公司与其将不会发生业务）等因素的影响，各类工程技术服务业务的前十大客户会存在一定的波动。

对于检测公司而言，客户集中度低，前五大客户每年都在变动，对单一客户依赖性较弱，相比于品牌知名度较高的检测机构，小型检测机构在吸引客户存在不确定性，如检测行业遇到不景气时期时，小机构很容易被淘汰。

图 56: A股重点检测公司前五大客户占比



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

估值讨论: 高增速及流动性溢价导致国内估值高于国外, 业绩增长为驱动因素

对于检测公司相对估值, 采用比较多的是PE估值和EV/EBITDA估值法:

其中, EV/EBITDA又称企业价值倍数, EV/EBITDA法估值公司价值:

- 公司价值EV=市值+总负债-总现金=市值+净负债
- EBITDA=EBIT+折旧费用+摊销费用
- EBIT=净利润+所得税+利息

相比于PE估值法, EV/EBITDA估值法排除了折旧摊销的影响, 而检测企业折旧摊销费用较高, 所以检测企业采用EV/EBITDA估值方法更为合理。BV的市盈率目前约为27倍, 低于目前国内检测公司的PE估值水平, EV/EBITDA目前约13.3倍, 也低于目前国内检测公司的PE估值水平, 从历史角度看, 公司PE估值最高时约为37倍(SGS约为34倍), 2013年至今PE估值中枢约为30倍; EV/EBITDA估值最高时约为18倍(SGS约为18倍), 2013年至今EV/EBITDA估值中枢约为14倍。

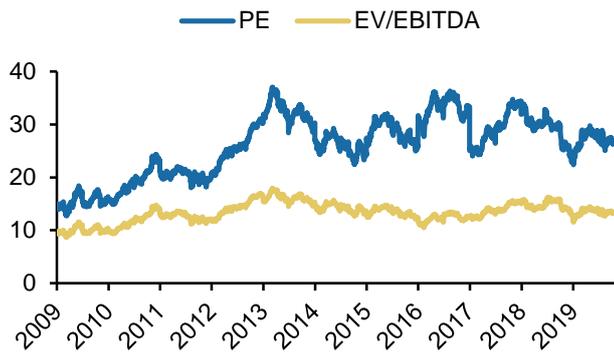
国检集团目前的估值水平低于国内其他主流检测公司的估值, 但是和BV相比, PE及EV/EBITDA估值水平均较高, 但是由于公司发展阶段的不同以及所处市场流动性的不同, 横向比较并不完全具备可比性。目前BV集团基本维持在个位数的业绩增长, 国检集团复合增速约20%, 若公司并购加速并释放利润, 公司业绩有望进一步提升, 与公司目前的EV/EBITDA估值是相匹配的。但是长期看, 业绩的成长性才是驱动公司股价上涨的主要动力。

表 6: 检测行业可比公司估值对比 (2019/10/24)

公司名称	市盈率 PE (TTM)	市净率 PB	EV/EBITDA (倍)
BV	27.2	10.1	13.6
SGS	25.6	11.3	13.2
Intertek	27.9	9.2	15.0
Eurofins	41.3	2.9	18.7
国检集团	37.3	6.3	27.9
华测检测	61.3	8.6	41.0
安车检测	53.9	14.1	69.8

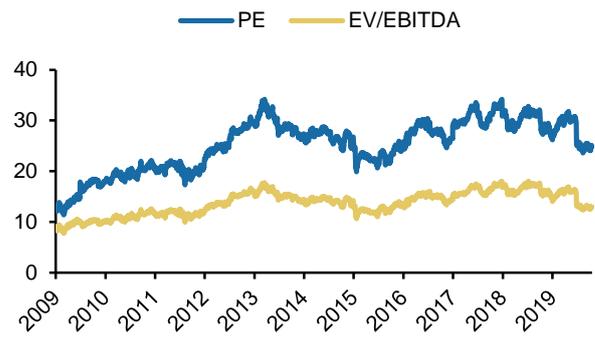
数据来源: Wind、Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 57: BV历年PE估值及EV/EBITDA估值



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 58: SGS历年PE估值及EV/EBITDA估值



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

风险提示

- (1) 政策风险: 行业政策调整导致行业景气度下滑或竞争加剧;
- (2) 并购整合风险: 并购公司业绩不及预期;
- (3) 内生增长风险: 业务扩张所需人才不足、研发能力下滑导致检测能力落后。

广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学工学博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与中国建材(03323)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。