

“跨地域、跨领域”战略再添2子

国检集团(603060)

评级:	买入	股票代码:	603060
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	29.44/16.5
目标价格:	25.6	总市值(亿)	104.07
最新收盘价:	17.24	自由流通市值(亿)	104.07
		自由流通股数(百万)	603.68

▶事件概述。6月30日晚，公司公告以3217.5万元的对价收购烟台方圆计量设备校准技术有限公司（后文简称“烟台方圆”）65%股权（公司直接持股14%，控股子公司烟台建工持股51%），后者承诺2021-2023年税后净利润不低于613/665/672万元（2020年：610.7万元）；同日，公司公告，以5882.5万元的对价，收购辽宁奉天检测技术有限公司（后文简称“辽宁奉天”）65%股权，后者承诺2021-2023年，税后净利润不低于1210/1316/1377万元（2020年：1067万元）。

▶标的实力强劲，收购价格合理，环渤海经济圈布局深化。根据公司公告披露，烟台方圆是山东省目前校准能力范围最大的第三方校准机构，具有较强的技术实力与资质优势，辽宁奉天经营业务主要包括食品检测，主要经营地域为东三省。根据收购公告测算，公司收购烟台方圆、辽宁奉天的对价分别为8.1x 2021E PE及7.5x 2021E PE，考虑到目前上市检测企业估值普遍在35x动态PE以上，我们认为公司此次收购的对价较为合理。此外，由于公司此前已经通过央地合作模式进入枣庄市场，我们认为此次公司对于辽宁、山东两家机构的收购，将进一步深化公司在环渤海经济圈的布局，并加强该区域的业务、资源协同。

▶跨地域跨领域战略进一步加速，综合检验检测集团初成型。根据主要子公司收入，我们估算2020年，公司环境及食品检测业务收入占公司总收入16-18%左右，同比提升10-12个百分点；根据公告披露，2020年辽宁奉天收入4265万元左右，据此我们估算在辽宁奉天收购完成后，环境及食品检测收入占比将提升至19-21%左右，跨领域发展更进一步，并且在公司布局相对较弱的东北市场竞争力显著提升。根据公司年报披露，2020年，公司先后收购广州京诚与湖南同力，扩充了在环境领域的布局的同时加强华中、华南区域竞争力，近两年来跨地区、跨领域发展明显加速，综合检验检测集团已初步成型。此外，根据公告数据测算，2020年烟台方圆、辽宁奉天净利润率42%/25%，高于公司整体及绝大多数子公司净利润率，因此我们认为此次收购不会对公司净利润率造成负面影响。

▶背靠集团资源，内生+外延并举，发展或继续加速。公司收购安徽建筑材料研究所后，水泥材料检测实力进一步增强，而作为中建材集团旗下企业，公司潜在可以对接大量中建材资产，进行建材检验、碳核查及设备改造，“碳中和”背景下公司建筑建材及新材料检测业务内生增长动力十足。同时，我们预计公司十四五期间也将继续进行外延并购，进一步完善公司网络化布局，并增加公司机构密度。从公司收购历史来看，公司多数情况下会让原股东保留一定持股比例，放大杠杆效应同时也有利于充分调动原股东积极性，有利于并购整合后持续增长。我们认为内生及外延并举下，公司十四五期间将加速向综合检测集团迈进。目前公司股价对应我们盈利预测仅35x 2021 PE左右，显著低于其余上市检测企业，我们认为市场低估了公司成长为综合检测集团的速度与潜力。

投资建议。考虑到公司收购完成后业务将加速，提高2022~2023年收入预测，同时由于新收购两家企业利润率较高，小幅提升毛利率假设。对应上调2022/2023年收入预测4.64%/4.61%至22.67/27.28亿元，上调归母净利润预测9.75%/9.93%至3.85/4.65亿元。给予公司基于2022年的盈利预测估值40xPE，对应上调目标价至25.6元（原：23.2元，除权后），维持“买入”评级。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1107.28	1472.77	1790.17	2266.75	2728.38
YoY (%)	12.43%	33.01%	21.55%	26.62%	20.36%
归母净利润(百万元)	208.35	231.30	291.71	385.06	465.38
YoY (%)	3.67%	11.02%	26.11%	32.00%	20.86%
毛利率 (%)	45.31%	45.84%	46.74%	47.88%	48.09%
每股收益 (元)	0.35	0.38	0.48	0.64	0.77
ROE	16.57%	16.76%	16.96%	19.35%	20.10%
市盈率	49.95	44.99	35.68	27.03	22.36

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

邮箱: qisy@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

分析师: 郁暲

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120521050001

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1472.77	1790.17	2266.75	2728.38	净利润	286.52	361.34	476.98	576.47
YoY (%)	33.01%	21.55%	26.62%	20.36%	折旧和摊销	83.21	85.36	93.87	108.63
营业成本	797.59	953.42	1181.48	1416.20	营运资金变动	-43.70	-196.47	-65.66	-61.91
营业税金及附加	8.32	10.11	12.81	15.41	经营活动现金流	342.08	222.24	477.20	595.20
销售费用	49.96	55.50	70.27	84.58	资本开支	-346.98	-314.58	-314.58	-314.58
管理费用	200.86	238.09	294.68	354.69	投资	-188.42	0.00	0.00	0.00
财务费用	2.01	2.12	2.00	0.34	投资活动现金流	-339.89	-309.36	-309.36	-309.36
资产减值损失	5.13	5.13	5.13	5.13	股权募资	84.26	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.21	5.21	5.21	5.21	债务募资	0.68	0.00	0.00	0.00
营业利润	312.53	383.77	521.80	638.02	筹资活动现金流	-7.34	-131.81	-123.09	-147.20
营业外收支	14.10	35.42	35.42	35.42	现金净流量	-5.15	-218.93	44.75	138.64
利润总额	326.63	419.19	557.22	673.45	主要财务指标				
所得税	40.11	57.85	80.24	96.98	成长能力 (%)				
净利润	286.52	361.34	476.98	576.47	营业收入增长率	33.01%	21.55%	26.62%	20.36%
归属于母公司净利润	231.30	291.71	385.06	465.38	净利润增长率	11.02%	26.11%	32.00%	20.86%
YoY (%)	11.02%	26.11%	32.00%	20.86%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.38	0.48	0.64	0.77	毛利率	45.84%	46.74%	47.88%	48.09%
资产负债表 (百万元)					净利率率	19.45%	20.18%	21.04%	21.13%
货币资金	308.21	89.28	306.51	272.66	总资产收益率 ROA	9.57%	11.64%	12.47%	13.68%
预付款项	92.60	92.60	92.60	92.60	净资产收益率 ROE	16.76%	16.96%	19.35%	20.10%
存货	27.09	32.39	40.14	48.11	偿债能力 (%)				
其他流动资产	450.04	665.28	426.52	874.35	流动比率	1.61	1.78	2.33	2.26
流动资产合计	877.94	707.07	1038.24	1115.24	速动比率	1.39	1.47	2.03	1.97
长期股权投资	79.80	79.80	79.80	79.80	现金比率	0.56	0.22	0.69	0.55
固定资产	792.63	790.28	918.18	1100.69	资产负债率	29.09%	20.71%	19.53%	18.24%
无形资产	133.74	123.22	112.71	102.19	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1539.95	1799.46	2050.46	2286.71	总资产周转率	0.69	0.73	0.81	0.84
资产合计	2417.89	2506.53	3088.70	3401.94	每股指标 (元)				
短期借款	5.62	5.62	5.62	5.62	每股收益	0.38	0.48	0.64	0.77
应付账款及票据	88.43	105.71	130.99	157.01	每股净资产	2.29	2.56	3.01	3.55
其他流动负债	451.66	285.97	308.96	331.87	每股经营现金流	0.57	0.37	0.79	0.99
流动负债合计	545.71	397.29	445.57	494.50	每股股利	1.69	0.15	0.19	0.23
长期借款	38.02	38.02	38.02	38.02	估值分析				
其他长期负债	119.63	119.63	119.63	119.63	PE	44.99	35.68	27.03	22.36
非流动负债合计	157.65	157.65	157.65	157.65	PB	8.55	6.72	5.73	4.86
负债合计	703.36	554.94	603.22	652.15					
股本	431.20	603.68	603.68	603.68					
少数股东权益	334.06	403.69	495.62	606.71					
股东权益合计	1714.54	2124.07	2485.48	2922.28					
负债和股东权益合计	2417.89	2679.01	3088.70	3574.42					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。