

603060.SH

增持

原评级：未有评级

市场价格：人民币 7.94

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(5.8)	(5.5)	(22.4)	(37.2)
相对上证综指	(3.1)	(2.4)	(17.9)	(25.5)

发行股数 (百万)	803.85
流通股 (百万)	803.85
总市值 (人民币 百万)	6,382.59
3个月日均交易额 (人民币 百万)	24.27
主要股东	
中国建筑材料科学研究总院有限公司	64.38

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2024年1月29日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务：专业服务

证券分析师：陈浩武

(8621)20328592

haowu.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520090006

联系人：郝子禹

ziyu.hao@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122060027

国检集团

检验检测“国家队”，内生外延高质量发展

国检集团是央企控股的国家级检测检验机构，资质齐全、实力雄厚。公司未来在存量房检测、双碳检测、土壤三普等领域具备内生长空间，通过跨领域与跨区域并购实现外延扩张。首次覆盖，给予公司**增持**评级。

支撑评级的要点

- 国检集团检测业务覆盖范围广，实力雄厚，资质过硬。**国检集团是一家国有控股企业，主要从事企业总部管理、产品质量检验、建设工程质量检测及鉴定。其业务范围覆盖了建筑、建材、环境、节能、电子电器、汽车、食品、医疗、计量等领域，服务范围遍及全国。作为国家级的检验认证机构，国检集团拥有一支高素质、专业化的技术团队，拥有先进的检验检测设备和科学的检测方法，可以为广大客户提供公正、权威的检验认证服务。国检集团还拥有国家建筑工程材料质量监督检验中心、国家建筑材料工业技术监督研究中心等国家级检验中心，可以为建材行业提供全方位的检测服务。
- 检测行业当前正经历市场化、规模扩大化、集中化三大趋势。**市场化：“十三五”后检测行业加速从过去的国家垄断向市场化阶段扩张，企业单位占比逐渐扩大，事业单位占比回落。规模扩大化：近年检测行业的市场规模、企业数量、从业人数逐渐提升，且新兴领域检测占比正在扩大。集中化：检测行业由“小而散”正逐渐走向“大而强”。在市场竞争的加剧及国家对检测行业资源整合鼓励的背景下，以并购重组为手段提升行业集中度正成为大势所趋。
- 内生外延加速增长。存量房检测：**过去竣工的房屋已逐渐进入到20-30年房龄，近期陆续出现的房屋倒塌等安全事故促使中央及地方分别出台存量房检测相关的政策，我们测算2024年存量房检测市场空间或将接近500亿元。**双碳检测：**CEA碳交易逐渐进行，CCER在10月重启，随着未来多个重排放行业逐渐被纳入碳交易，与碳相关的检测检验空间有望进一步增加。**环境监测：**土壤三普意义重大，2024年将是外业调查采样的重要时间节点，国检集团共有14家实验室入选国务院“土壤三普”检测实验室。截至2023年11月，公司土壤三普业务已实现合同金额约1.5亿元，超过年初预计，我们预计这部分订单将逐渐在2024年确认。**外延增长：**公司近年逐步加速了对外的跨领域与跨区域并购扩张的节奏，并通过“枣庄模式”打造央地合作机制，强强联合，增强并购扩张效果。

投资建议

- 我们看好公司深化本有竞争优势、跨领域多维度布局拓宽收入来源。我们预计公司2023-2025年实现营收26.3、31.4、37.8亿元，归母净利润2.36、3.16、4.02亿元，对应市盈率27.0、20.2、15.9倍，首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 商誉减值风险，应收账款风险，公信力受到不利事件影响的风险，地产销售持续疲软，存量房检测节奏慢于预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	2,217	2,428	2,627	3,139	3,781
增长率(%)	50.5	9.5	8.2	19.5	20.5
EBITDA(人民币 百万)	519	536	588	726	861
归母净利润(人民币 百万)	253	253	236	316	402
增长率(%)	9.3	0.1	(6.6)	33.7	27.1
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.31	0.31	0.29	0.39	0.50
市盈率(倍)	25.3	25.2	27.0	20.2	15.9
市净率(倍)	4.0	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA(倍)	23.1	18.9	11.3	8.5	6.5
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
股息率(%)	0.7	0.9	1.3	1.7	2.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

国检集团：具备深厚底蕴的检测行业国家队.....	6
检测行业本质在传递信任，降低交易成本.....	6
资质过硬，服务范围广泛的检测检验“国家队”.....	6
检验检测为基础，五大业务支撑发展.....	7
检测行业：空间广阔，集约化、市场化发展.....	12
市场化：国家垄断向市场化发展.....	12
规模扩大化：行业市场空间、机构数量均保持增长.....	12
集中化：由区域化与分散化走向集中.....	15
内生外延多元成长，多领域均具备发展空间.....	18
工程检测：核心主业结构优化，存量房检测贡献增量.....	19
环境检测：土壤三普意义重大，2024年有望加速推进.....	23
双碳业务：双碳政策持续推进，碳检测是关键一环.....	24
外延增长：跨区域多领域并购持续推进，助力公司扩张.....	26
盈利预测与估值.....	28
财务概况.....	28
盈利预测.....	32
估值.....	34
风险提示.....	35

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 检验检测行业产业链.....	6
图表 2. 检验检测行业供需委托关系.....	6
图表 3. 公司发展历程.....	7
图表 4. 公司股权结构（截至 2023 年三季度）.....	7
图表 5. 公司业务板块.....	8
图表 6. 国检集团检测业务流程.....	8
图表 7. 国检集团认证业务流程.....	8
图表 8. 公司主营业务收入持续增长（亿元）.....	9
图表 9. 2014-2021 年净利率与毛利率较高，近期承压回落.....	9
图表 10. 国检集团部分检测项目检测周期.....	9
图表 11. 国检集团国家级与行业级检验中心一览.....	10
图表 12. 公司发布国际\国内标准情况（个）.....	11
图表 13. 公司有效发明专利情况（个）.....	11
图表 14. 公司 2023H1 检测业务收入占比情况.....	11
图表 15. 公司 2023H1 检测业务分项毛利率情况.....	11
图表 16. 检测行业发展历史由国家垄断向市场化过渡.....	12
图表 17. 检测行业市场规模稳步增长.....	13
图表 18. 检验机构数量保持增长.....	13
图表 19. 2022 年检测行业从业人员数量保持增长.....	13
图表 20. 2022 年检测行业每年出具报告数量下降.....	13
图表 21. 企业制机构占比逐渐提升.....	14
图表 22. 民营机构数量与营收增速均跑赢全国整体.....	14
图表 23. 2022 年传统检测业务收入占比下降.....	14
图表 24. 2022 年分领域检测行业收入及增速情况（亿元）.....	15
图表 25. 2022 年小微企业数量小幅增长.....	15
图表 26. 2022 年规上企业数量增速下滑.....	15
图表 27. 规模以上检测机构营收占比高，行业集约化水平逐渐提升.....	15
图表 28. 规模以上检测机构营收占比高，行业集约化水平逐渐提升.....	16
图表 29. 2022 年 73.7% 的检测机构仅在省内提供服务.....	16
图表 30. 2022 年检测机构数量区域分布显著.....	16
图表 31. 2022 年检测行业机构数量区域分布.....	17
图表 32. 2022 年检测行业营收区域分布.....	17
图表 33. 国检集团检验检测业务维持增长（亿元）.....	18
图表 34. 检测检验四大细分营收规模情况（亿元）.....	18

图表 35. 国检集团检验业务市占率保持增长，但空间仍然很大.....	18
图表 36. 国检集团各主要子公司及业务（2022 年）	19
图表 37. 公司营收增速与建工、建材行业检测规模增速同步性强.....	19
图表 38 工程与材料检测是公司收入占比最大的两项检测业务（2023H1）	19
图表 39. 多个省份出台存量房安全检测等相关政策.....	20
图表 40. 1985 年以来建筑业竣工数据.....	21
图表 41. 第七次人口普查抽查的居民住房房龄情况.....	21
图表 42 上海市房屋质量检测收费标准.....	21
图表 43. 存量房检测市场空间测算方法.....	22
图表 44. 存量房检测市场空间测算.....	22
图表 45. 部分地区土壤三普进度安排.....	23
图表 46. 国检集团可提供的土壤检测项目	24
图表 47. 国检集团土壤三普实验室	24
图表 48. 碳交易市场流程图	25
图表 49. 国检集团碳领域相关资质及业务情况.....	26
图表 50. 国检集团跨领域并购标的.....	26
图表 51. 国检集团跨区域并购标的.....	27
图表 52. 并购后（非最新）枣庄方圆的股权结构图.....	27
图表 53. 公司营业收入及增速（单位：万元）	28
图表 54. 公司归母净利及增速（单位：万元）	28
图表 55. 公司历年费用情况（百万元）	28
图表 56. 公司研发费用情况（百万元）	28
图表 57. 营收与预收款增速（2020 年后为合同负债）	29
图表 58. 公司收现比表现较稳定（百万元）	29
图表 59. 公司 2016 年以来 ROE 水平总体稳定（%）	29
图表 60. 近年公司资产负债率有上升趋势（%）	29
图表 61. 固定资产与在建工程占资产比较低（百万元）	30
图表 62. 2022 年公司材料费用占比仍然较低.....	30
图表 63. 2022 年公司员工中技术人员占比 79%.....	30
图表 64. 2022 年公司员工中本科及以上学历人数超过 60%.....	30
图表 65. 国检集团折旧年限.....	30
图表 66. 公司折旧和摊销持续增长（万元）	31
图表 67. 公司折旧和摊销占营业成本比例下降.....	31
图表 68. 同业毛利率比较（%）	31
图表 69. 同业净利率比较（%）	31
图表 70. 同业销售费用率比较（%）	32
图表 71. 同业管理费用率比较（%）	32
图表 72. 同业财务费用率比较（%）	32
图表 73. 同业研发费用率比较（%）	32

图表 74. 公司分业务盈利预测 (万元, %)	33
图表 75. 可比公司估值比较	34
利润表(人民币 百万)	36
现金流量表(人民币 百万)	36
财务指标	36
资产负债表(人民币 百万)	36

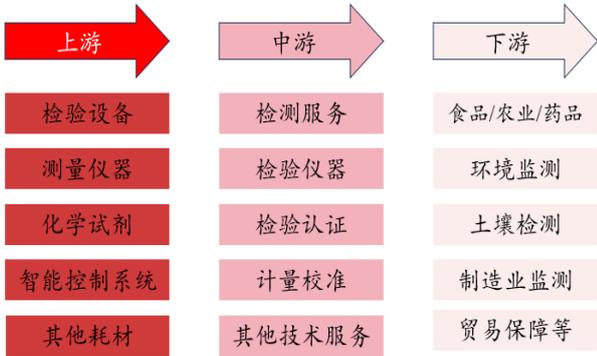
国检集团：具备深厚底蕴的检测行业国家队

检测行业本质在传递信任，降低交易成本

检测行业本质是“传递信任”。检验检测是指检验检测机构接受政府监管机构、生产商或产品用户的委托，通过专业检验设备、测量仪器、化学试剂、智能控制系统等设备在相应标准及技术规范等条件下对鉴定的样品质量、安全、性能、环保等方面指标进行检验检测并出具检验检测报告，从而评定是否符合政府、行业和用户在质量、安全、性能等方面的标准和要求，检验检测肩负着引领产业高质量发展的责任，因此也被誉为“工业之眼”。

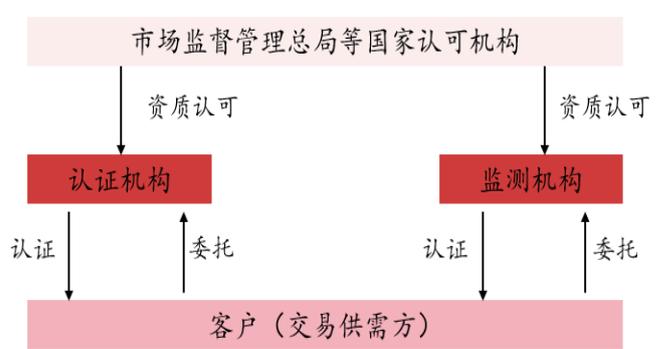
检验检测的社会价值体现于降低交易成本。检验检测行业的参与者主要包括企业自身（供方）、产品购买方（需方）和第三方检验检测机构。第三方检验检测机构在交易工程中缓解产品、服务供需双方之间、企业组织与政府部门之间的信息不对称，增强双方信任，降低交易成本，使交易双方摆脱交易过程中的道德风险、逆向选择等困境。根据国家市场监督管理总局定义，检验检测认证是市场经济条件下加强质量管理、提高市场效率的基础性制度。理论上，在市场经济环境下，双方自发产生的信任缺口，以及双方对交易标的信息不对称的缺口就是检测检验行业的市场空间。

图表 1. 检验检测行业产业链



资料来源：华经产业研究院《2020年中国检验检测行业市场现状分析》，中银证券

图表 2. 检验检测行业供需委托关系



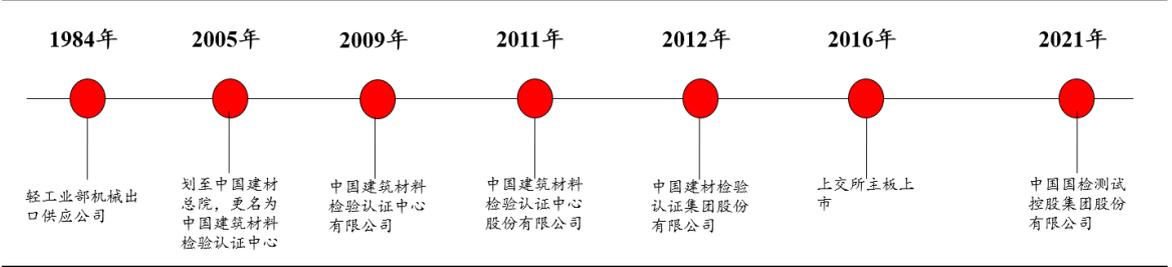
资料来源：华经产业研究院《2020年中国检验检测行业市场现状分析》，中银证券

资质过硬，服务范围广的检测检验“国家队”

国检集团检测业务覆盖范围广，实力雄厚，资质过硬。国检集团是一家国有控股企业，主要从事企业总部管理、产品质量检验、建设工程质量检测及鉴定。其业务范围覆盖了建筑、建材、环境、节能、电子电器、汽车、食品、医疗、计量等领域，服务范围遍及全国。作为国家级的检验认证机构，国检集团拥有一支高素质、专业化的技术团队，拥有先进的检验检测设备和科学的检测方法，可以为广大客户提供公正、权威的检验认证服务。国检集团还拥有国家建筑工程材料质量监督检验中心、国家建筑材料工业技术监督研究中心等国家级检验中心，可以为建材行业提供全方位的检测服务。总的来说，国检集团是一家实力雄厚、专业性强、服务范围广的综合性检验认证机构，在我国检验认证行业中具有重要的地位和影响力。

公司前身是 1984 年成立的轻工业部机械出口供应公司，2005 年被划至中国建材总院，同年公司更名为中国建筑材料检验认证中心。2009 年公司改制，分别于 2009 年/2011 年设立有限公司和股份有限公司。公司于 2016 年 11 月 9 日在上交所成功上市并于 2021 年正式更名为中国国检测试控股集团股份有限公司。公司目前包括检验检测、认证评价、检测仪器及智能制造、计量校准、科研及技术服务等五大业务，公司在全国 22 个省、市、自治区设有 60 余个法人机构、34 个国家及行业产品质量中心。

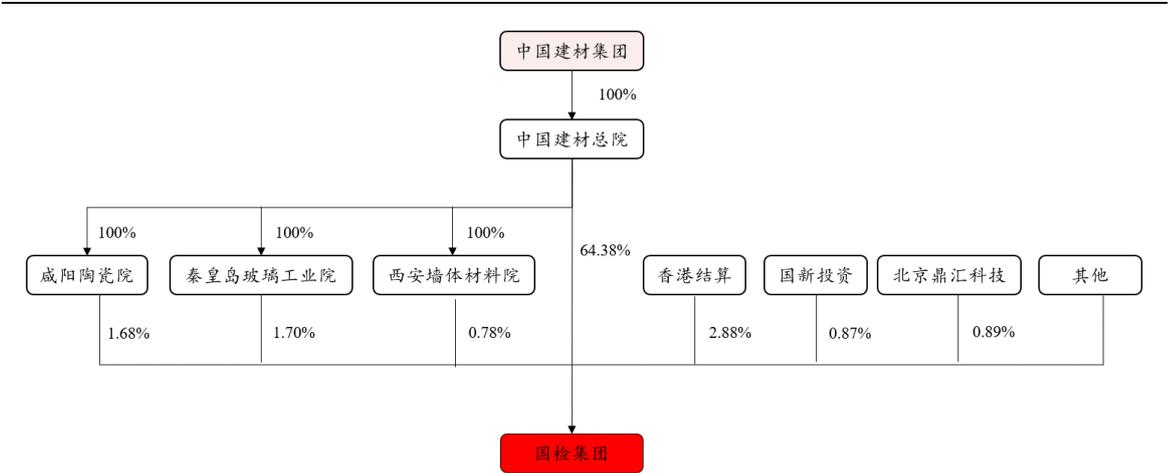
图表 3. 公司发展历程



资料来源：公司招股书，公司官网，中银证券

公司股权结构较为集中，由中国建材总院控股。截至 2023 年三季度末，中国建材总院直接持有公司 64.38% 的股权，并通过咸阳陶瓷院，秦皇岛玻璃工业院和西安墙体材料院间接持有公司 4.16% 的股权。公司隶属于中国建材集团的高技术服务业务板块，是中央企业系统内唯一一家检验认证主板上市公司。

图表 4. 公司股权结构（截至 2023 年三季度）



资料来源：公司公告，中银证券

检验检测为基础，五大业务支撑发展

公司目前拥有五大业务平台：**检验检测、认证评价、检测仪器及智能制造、计量校准、科研及技术服务**。根据 2023 年中报，五大业务收入占比分别为 72.62%/12.18%/8.53%/4.81%/1.68%。

其中**检验检测业务**为公司的核心业务之一，主要包括工程检测、材料检测、环境检测、食品农产品检测等细分领域。

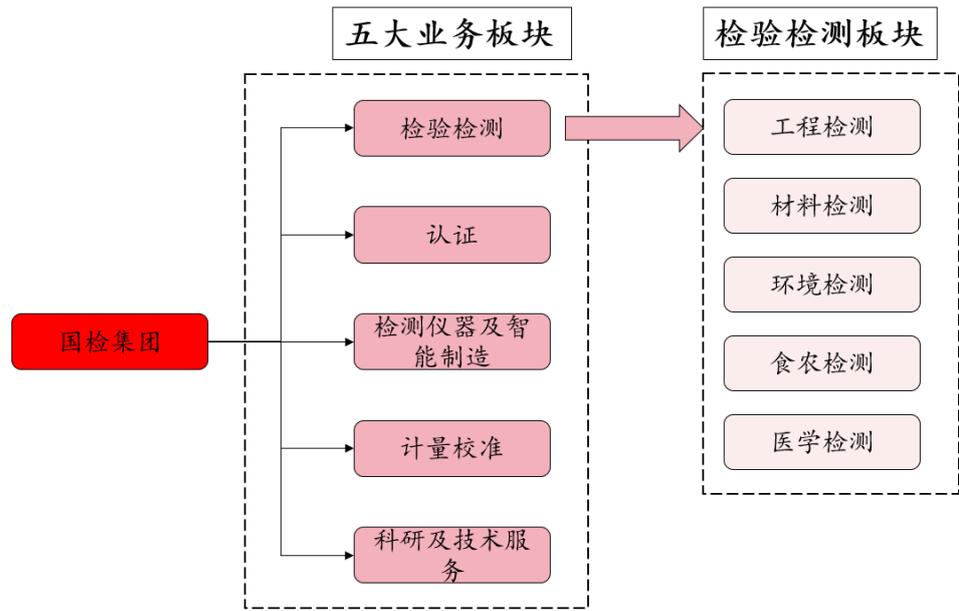
认证业务提供强制性产品认证如包括安全玻璃认证、资质砖认证、汽车用制动器衬片；自愿性产品认证包括一般工业产品以及低碳产品、绿色产品、绿色建材产品等，管理体系认证，服务认证服务等。

检测仪器及智能制造业务为水泥和钢铁企业提供智能检测仪器和设备。

计量校准业务主要包括仪器计量与检定业务，客户覆盖了机械、电子、纺织、医药、建材、化工、检测机构和科研院所等行业。

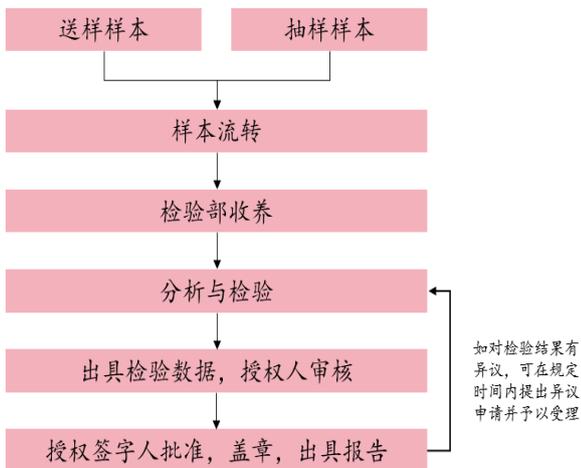
科研及技术服务主要包括低碳业务。公司拥有碳领域内全面国际国内资质，可提供碳排放权交易第三方核查、节能量审核、节能减排技术咨询、清洁生产审核等服务、安全生产技术服务、标准化技术服务、能力验证、专业技术人员培训、职业技能鉴定等。

图表 5. 公司业务板块



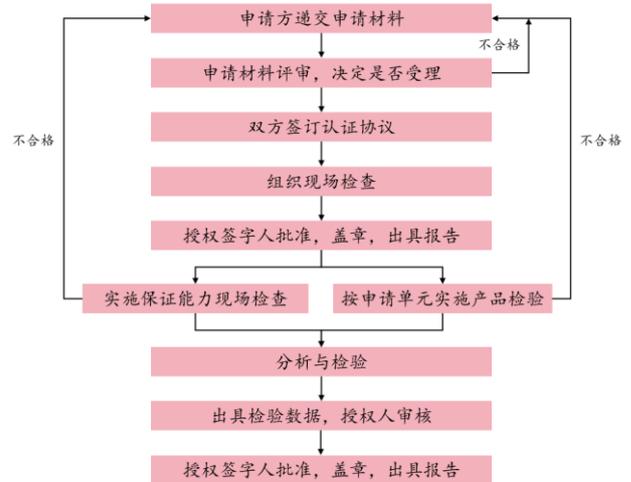
资料来源：公司公告，中银证券

图表 6. 国检集团检测业务流程



资料来源：公司招股书，中银证券

图表 7. 国检集团认证业务流程



资料来源：公司招股书，中银证券

检测检验对象增加，收入保持增长。根据 2023 年中报，公司上半年增扩检测对象 1,000 余个，新增参数 7,600 余个、产品标准 300 余个。此外，公司及子公司共出具了 89.2172 万份检验报告，公司检验检测业务实现收入 72,949.25 万元，同比增长 15.00%；实现毛利 28,899.46 万元，同比增长 18.65%。其中工程检测收入占比 49.16%，毛利率为 39.48%；环境检测收入占比 24.91%，毛利率为 49.76%。随着存量房检测需求的增长和第三次土壤普查的进行，工程检测和环境检测后续仍有增长动力。

分业务结构上，核心业务检验检测持续稳定增长，检测仪器与智能制造业务迎头赶上。根据 2023 年中报，公司认证业务实现收入 4,827.91 万元，同比增长 17.48%；实现毛利 1,916.12 万元，毛利率为 39.69%，同比增长 21.03%。“双碳”战略使得企业向低碳方向转型，市场需求的释放为公司的认证业务包括低碳产品、绿色产品的认证带来快速增长。公司上半年科研及技术服务业务实现收入 8,563.90 万元，同比减少 5.19%；实现毛利额 4,120.56 万元，同比增长 11.87%。低碳业务的技术服务包括供碳排放权交易第三方核查、节能量审核、节能减排技术咨询、清洁生产审核等服务，随着“双碳”政策的不断推进获得更大的发展空间。

图表 8. 公司主营业务收入持续增长（亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9. 2014-2021 年净利率与毛利率较高，近期承压回落



资料来源：公司公告，中银证券

公司业务覆盖广泛，检测周期一般较短。公司及其子公司的检验检测业务包括工程检测、材料检测、环境监测和食农检测等多领域，且几乎涵盖所有建筑材料及构配件和建筑装饰装修材料、建设工程质量的检测领域。一般样品的检验检测在 7 天-3 个月内即可完成，具体周期因具体样品属性、标准要求及运输时间而异。特殊检测项目（如特殊材料或产品的老化、疲劳、盐雾、热循环、热稳定性等特殊性能）周期可能达到 1 年以上。

图表 10. 国检集团部分检测项目检测周期

检测业务分类	一般情况整个周期
化学分析与环境监测	7 天-3 个月
陶瓷及卫生洁具和石材	20 天-2 个月
涂料、油漆	20 天-6 个月
建筑工程产品及材料（砂石、混凝土、砖瓦砌块、建筑防水、堵漏材料、胶黏剂等）	10 天-7 个月
玻璃耐久性	7 天-5 个月
玻璃用材料	10 天-4 个月
门窗幕墙及五金配件	21 天-2 个月
建筑保温绝热材料	7 天-2 个月
建筑节能（外墙外保温系统及其组成材料）	15 天-5 个月
铁路工程材料及构件（声屏障等）	7 天-7 个月
建筑隔声和噪声、建筑防火	7 天-3 个月
防水材料	7 天-5 个月
抗风揭	7 天-2 个月
材料特殊性能：老化、疲劳、盐雾、热循环、热稳定性等	4-14 个月

资料来源：公司招股说明书，中银证券

资质齐全，具备多个国家级和行业级检测中心。国检集团以建筑建材检测业务为基石建立并发展起来，2008 年之前，公司主要业务集中于建筑工程以及建筑材料领域，2012 年起，公司加快并购步伐，历经十余年发展，公司成为国内建筑材料及建设工程领域内极具规模的、综合性的、第三方检验检测服务机构，截至 2023 年 6 月 30 日，公司及子公司拥有 16 个国家级、18 个行业级检验中心，检验检测业务服务能力强，公司综合实力强劲。

图表 11. 国检集团国家级与行业级检验中心一览

序号	资质主体	级别	所属公司
1	国家建筑材料质量检验检测中心	国家级	国检集团
2	国家水泥质量检验检测中心	国家级	国检集团
3	国家安全玻璃及石英玻璃质量检验检测中心	国家级	国检集团
4	国家建筑卫生陶瓷质量检验检测中心	国家级	陕西公司
5	国家玻璃质量检验检测中心	国家级	秦皇岛公司
6	国家防水与节水材料产品质量检验检测中心	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）产品质量检验检测中心	国家级	国检集团
9	国家绿色墙体材料质量检验检测中心	国家级	西安公司
10	国家建筑工程腐蚀与防护质量检验检测中心	国家级	国检集团
11	国家耐火材料产品质量检验检测中心（北京）	国家级	国检集团
12	国家玻璃钢制品质量检验检测中心	国家级	北玻公司
13	国家水泥混凝土制品质量检验检测中心	国家级	苏混公司
14	国家非金属矿制品质量检验检测中心	国家级	咸阳公司
15	国家石材质量检验检测中心	国家级	国检集团
16	国家玻璃纤维产品质量检验检测中心	国家级	南京公司
17	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
18	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
19	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
20	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
21	建筑材料工业环境监测中心	行业级	国检集团
22	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
23	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	北京公司
24	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
25	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
26	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
27	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
28	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
29	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
30	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
31	国家建筑材料工业电子玻璃及智能玻璃（器件）质量监督检验评价中心	行业级	国检集团
32	国家建筑材料工业石材装饰装修质量监督检验中心	行业级	国检集团
33	国家建筑材料工业工业陶瓷产品质量监督检验测试中心	行业级	淄博公司
34	国家建筑材料工业地质工程勘查质量监督检验测试中心	行业级	北京科技

资料来源：2023 年中报，中银证券

“四全”业务架构增强核心竞争力。公司提出了构建“全产品线、全产业链、全服务维度、全服务手段”的“四全”生态型业务体系，致力于为客户提供“一站式”、“1+X”服务。第一，**全产品线**，在建材、建工、环境基础上，继续打造食品、计量校准、仪器装备服务产品线，坚决向综合性机构迈进；第二，**全产业链**，以设计、研发、生产、使用、物流、消费各环节涉及的主体作为服务对象，构建服务能力；第三，**全服务维度**，以质量、安全、环保、绿色发展、企业增效等多视角形成服务能力，建立一站式服务模式；第四，**全服务手段**，完善检测、认证、咨询（解决方案）、管家服务、培训、仪器装备等多品类服务手段，提升服务竞争力。检测行业本质上仍然是服务业，在全产品线、全产业链、全服务维度和全服务手段的加持下，我们预计公司有望在原本拥有的品牌、技术、资质的基础上打造出服务端的第四核心竞争力，进一步巩固护城河。

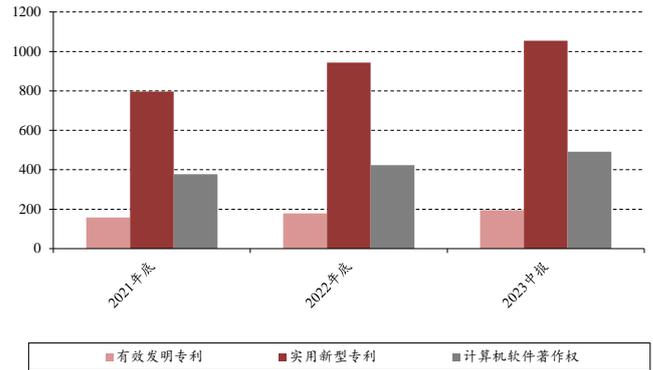
专利数量储备丰富。截至 2023 年中报期末，公司累计发布国际标准 16 项，国家标准、行业标准、地方标准和团体标准 598 项；公司在研国际标准 2 项、国家标准、行业标准、地方标准和团体标准 274 项；完成标准样品和标准物质研制项目 149 项，现行有效 70 项；获得国际专利 2 项，拥有有效发明专利 195 项、实用新型专利 1,054 项、外观设计专利 19 项；拥有计算机软件著作权共计 492 项。

图表 12. 公司发布国际\国内标准情况 (个)



资料来源: 公司公告, 中银证券

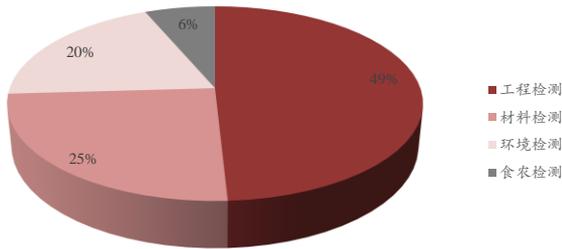
图表 13. 公司有效发明专利情况 (个)



资料来源: 公司公告, 中银证券

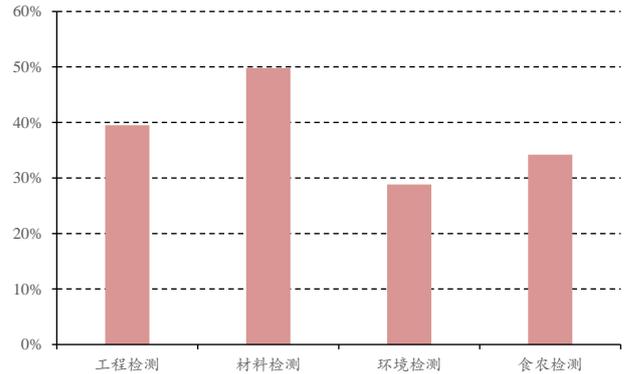
检测业务多赛道布局初见成效, 收入来源不断拓宽。2023年上半年公司检测业务中, 工程检测、材料检测、环境检测、食农检测分别占比49.2%、24.9%、19.6%、6.4%, 毛利率分别为39.5%、49.8%、28.8%、34.2%。检测赛道内部多元化布局与检测产业链多维度布局不断拓宽公司营收来源并提高公司营收抗风险能力。

图表 14. 公司 2023H1 检测业务收入占比情况



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 15. 公司 2023H1 检测业务分项毛利率情况



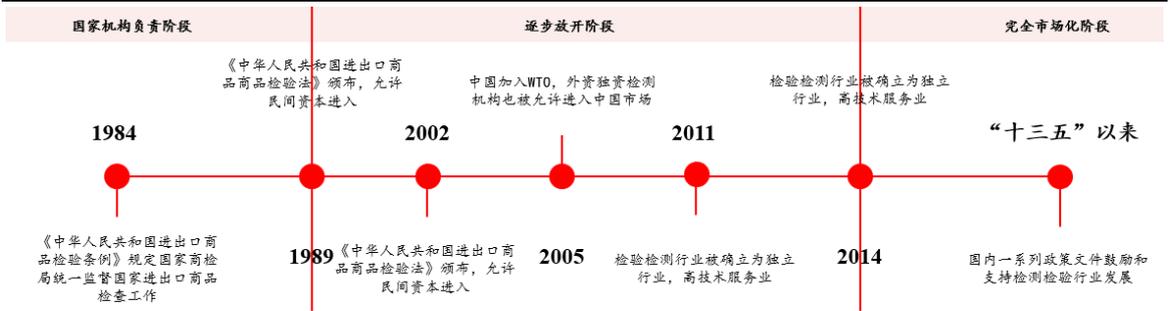
资料来源: 公司公告, 中银证券

检测行业：空间广阔，集约化、市场化发展

市场化：国家垄断向市场化发展

检测行业发展历史是市场化水平不断提高的过程。按照行业内活动主体的不同，国内第三方检测行业发展历程可划分为国家垄断、逐步放开和持续市场化三个阶段。

图表 16. 检测行业发展历史由国家垄断向市场化过渡



资料来源：华经产业研究院《2022年检验检测行业发展历程、上下游产业链、主要产业政策分析及发展建议》，中银证券

国家垄断阶段（1978-1988年）：改革开放后，国内检验检测行业得到了初步发展，但呈现出典型的国家垄断特征。据1984年国务院发布的《中华人民共和国进出口商品检验条例》规定，所有检验检测业务一律由国家机构管理实施，境内不得设立外资检验机构。1989年前，国内检验检测市场被国家垄断，行业内机构均为国营企业和事业单位。

逐步放开阶段（1989-2013年）：1989年，《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，允许民间资本进入市场，为第三方检测机构发展奠定基础。2002年，《中华人民共和国进出口商品检验法》明确了对从事进出口商品检验鉴定经营活动的民事行为的检验资格，界定了行政执法性质的强制性检验检测与民事行为的检验检测业务，进一步放宽第三方检验检测机构准入门槛，以民营机构为代表的企业单位迅速抢占市场份额。2005年中国正式加入WTO，检验检测行业与国际对接，外资独资检测机构也被允许进入中国市场。该阶段国有检测机构利用其传统垄断优势继续占据政府强制性检测市场，独立第三方检测逐渐获得了政府强制性检测市场以外的其余市场。2011年，检验检测行业被确立为独立行业、高技术服务业。

持续市场化阶段（2014年至今）：2014年，《关于整合检验检测认证机构的实施意见》进一步有序开放检验检测市场，打破部门垄断和行业壁垒，鼓励企业机构开展第三方检验检测活动，加大政府购买力度，营造各类主体公平竞争的市场环境。“十三五”以来，国内出台了《国家标准化发展纲要》《关于进一步深化改革促进检验检测行业做优做强的指导意见》《建设高标准市场体系行动方案》等一系列政策文件，鼓励和支持检验检测行业发展。各地政府也围绕“质量强国”的主线，分别推出进一步促进检验检测行业发展的措施，为检验检测行业的快速发展提供了坚实保障。目前，国家政策方针已确认了开放式的市场化发展格局，行业内企业单位数量及比重持续增加，原有强制性检测及认证业务领域也在逐步向非事业单位开放，市场竞争不断加剧。

规模扩大化：行业市场空间、机构数量均保持增长

当前我国检验检测行业发展态势良好。市场规模从2016年2,065.1亿元增长至2022年4,275.8亿元，年复合增长率为12.9%，检测行业“十四五”规划指出，中国经济发展已转向高质量发展阶段，社会主体对产品、服务提出的更高要求形成检验检测行业发展的驱动力，行业空间广阔。截至2022年底，我国获得资质认定和其他专业领域法定资格、资质的各类检验检测机构共有52,769家，共有从业人员154.16万人，拥有各类仪器设备957.54万台套，全部仪器设备资产原值4,744.75亿元，检验检测机构实验室面积10,423.51万平方米。2022年共出具检验检测报告6.5亿份，同比下降5.02%，平均每天对社会出具各类报告177.9万份。

图表 17. 检测行业市场规模稳步增长



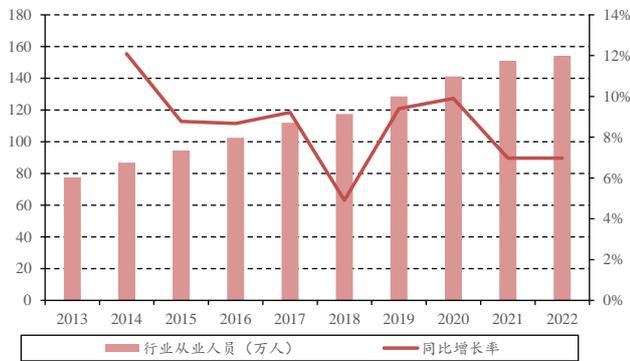
资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 18. 检验机构数量保持增长



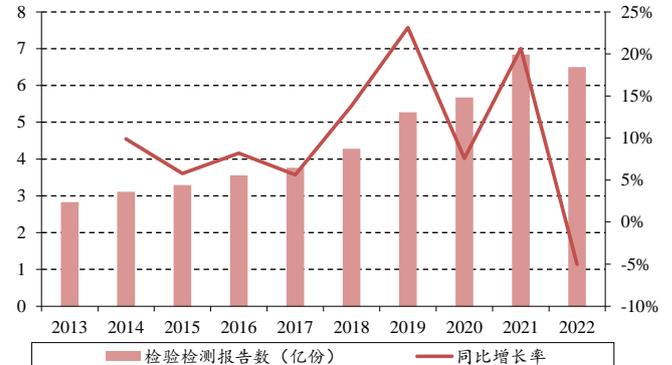
资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 19. 2022 年检测行业从业人员数量保持增长



资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 20. 2022 年检测行业每年出具报告数量下降



资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

基于历史原因，过往检测行业内存在大量事业单位及国有性质的活动经营主体。近年来伴随检测行业市场化，“事转企”不断推动，各类主体参与者此消彼长。按照机构性质差异，可将国内检验检测机构分为三个种类：一是隶属于国家政府机关的事业性检测机构，承担各项法定的强制性检验任务；二是企业性质的第三方检测机构，主要由外资、民营检测机构组成，主要承揽各类市场化机会。三是除上述事业单位和企业单位以外的其他类型机构，包括科研院所和高等学校的实验室等，这类机构自身技术能力较强，主要承担国家和企业的发展项目和研发测试等检验业务。

“十四五”规划等政策加速行业走向市场化、集约化。根据市场监管总局发布的《“十四五”认证认可检验检测发展规划》，检测行业发展的五大主要发展目标是市场化改革取得新进展，国际化发展实现新突破，专业化提升达到新水平，集约化整合形成新格局，规范化发展呈现新面貌。实际上这五大发展目标也是过去十年间检测行业主要的发展趋势。

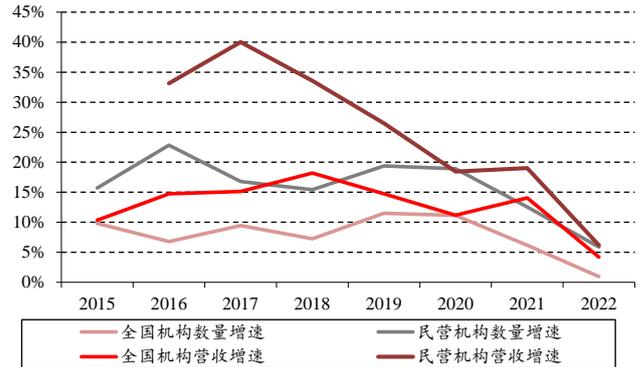
近年民营机构扩张表现优于行业平均水平。根据市场监管总局发布的《全国检验检测服务业统计报告》，2013-2022 年间，事业单位检验机构占比由 2013 年的 42.6% 下降至 2022 年的 19.7%，呈现明显逐年下降趋势，事业单位性质检验检测机构的市场化改革有序推进，以民营机构和为代表的企业单位在扩张速度和营收规模增长方面高于行业整体水平。2022 年，全国取得资质认定的民营检验检测机构共 32,536 家，同比增长 5.89%，而行业层面检测机构数量总体同比增速仅为 1.58%；民营机构营收同比增速为 6.18%，而全国行业营收同比增速为 4.21%；此外，近年来外资检测机构营收复合增速低于行业平均水平，本土企业呈现出竞争优势。

图表 21. 企业制机构占比逐渐提升



资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 22. 民营机构数量与营收增速均跑赢全国整体

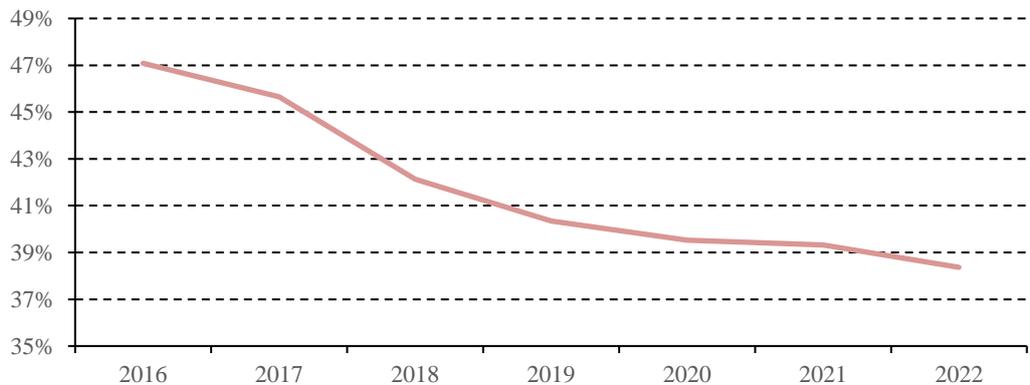


资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

在细分市场方面，以检测对象为依据，可以将检验检测业务分为**传统领域**，包括建筑工程、建筑材料、环境与环保（不包括环境监测）、食品、机动车检验、农产品林业渔业；**新兴领域**，包括电子电器、机械（含汽车）、材料测试、医学、电力（包含核电）、能源和软件及信息化。

2022年，新兴领域共实现收入830.47亿元，同比增长12.6%，传统领域2022年共实现收入1640.37亿元，同比增长2.0%。传统领域占行业总收入的比重仍然呈现下降趋势，由2016年的47.09%下降到2022年的38.36%。随着下游制造业进一步转型升级，我们预计相关新兴领域检测需求将进一步扩大，高营收增速将继续保持。

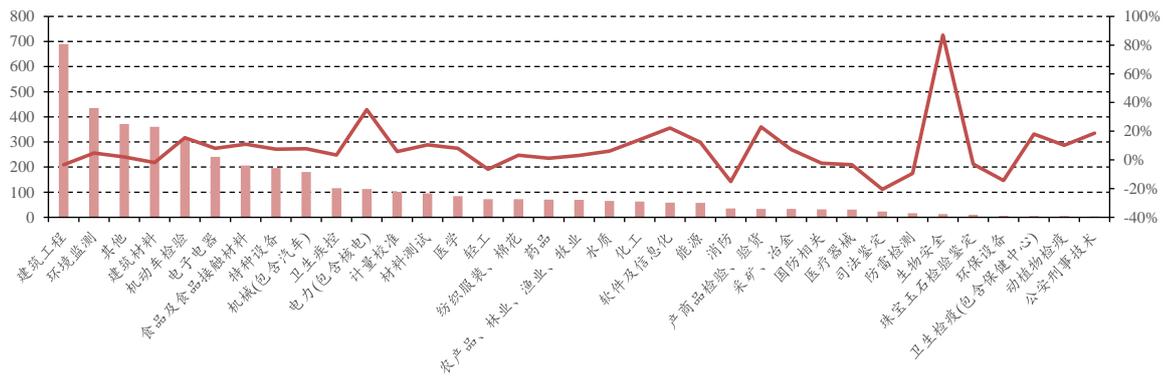
图表 23. 2022 年传统检测业务收入占比下降



资料来源：国家市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

营收排在前十位的检验检测领域为：建筑工程 689.45 亿元、环境监测 435.11 亿元、其他 371.21 亿元、建筑材料 359.95 亿元、机动车检验 308.43 亿元、电子电器 240.88 亿元、食品及食品接触材料 206.76 亿元、特种设备 196.30 亿元、机械（含汽车）180.47 亿元、卫生疾控 116.36 亿元。

图表 24. 2022 年分领域检测行业收入及增速情况 (亿元)

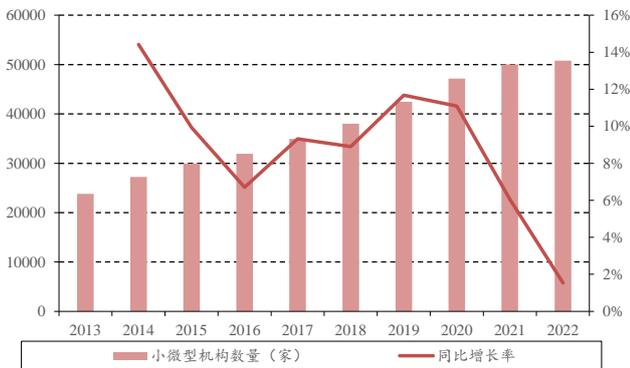


资料来源：国家市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

集中化：由区域化与分散化走向集中

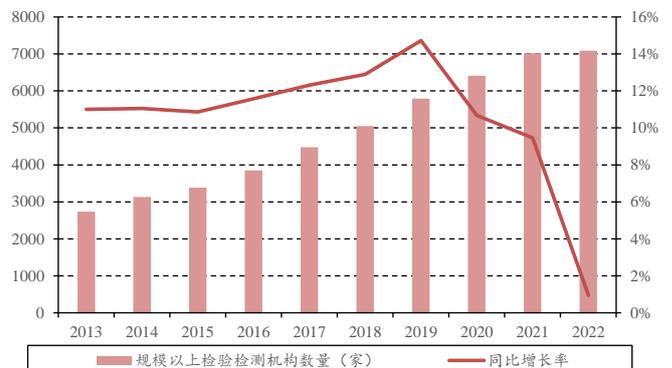
分散化行业格局保持，集约化发展水平提升。检测行业分散化的发展格局与检测业务运输半径限制、下游行业检测需求分散多样紧密相关，2022 年全国检验检测服务业统计简报数据显示，就业人数在 100 人以下的小微型检验机构数量为 50,798 家，占比 96.26%。规模以上检验检测机构数量为 7,088 家，占比 13.43%，同比增长 0.95%，营业收入达到 3364.3 亿元，同比增长 4.21%。规模以上检验检测机构数量仅占全行业的 13.43%，但营业收入占比达到 78.68%，集约化发展趋势显著。随行业日趋成熟，新加入者将逐渐减少，行业集中度提升趋势或逐步明朗。

图表 25. 2022 年小微企业数量小幅增长



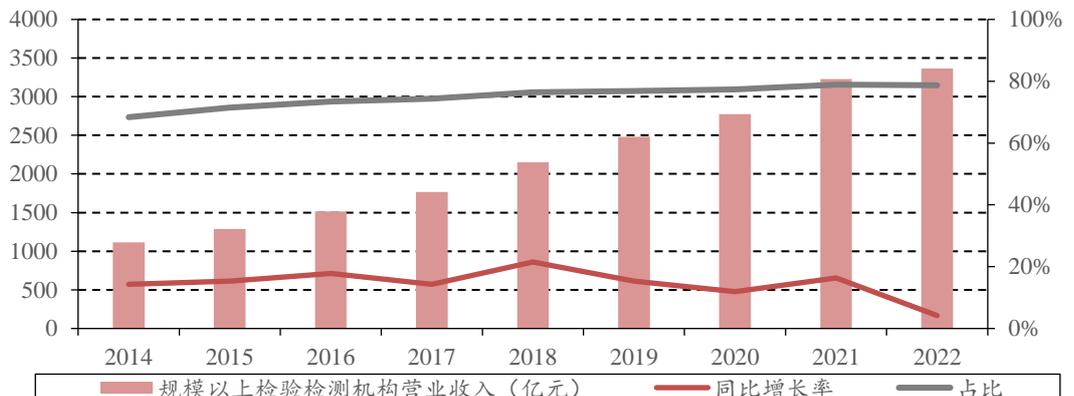
资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 26. 2022 年规上企业数量增速下滑



资料来源：市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

图表 27. 规模以上检测机构营收占比高，行业集约化水平逐渐提升



资料来源：国家市场监督管理总局，仪器仪表行业协会等，中银证券

行业翘楚集中度稳中提高, 业务规模增长空间广阔。2022 年检测行业 CR5 为 3.37%, 同比增长 0.65pct, 集中度稳中不断提高, 其中华测检测、谱尼测试、广电计量、国检集团、苏试试验市占率分别为 1.20%、0.88%、0.61%、0.41%、0.27%。

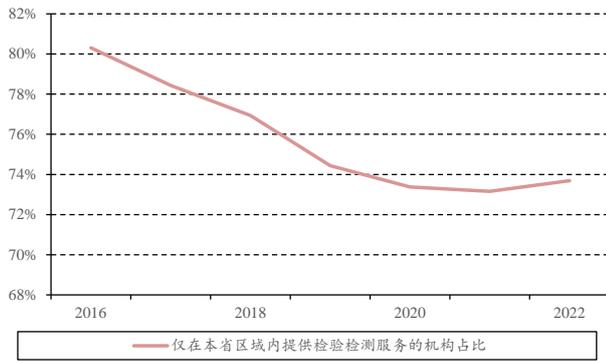
图表 28. 规模以上检测机构营收占比高, 行业集约化水平逐渐提升

2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
企业	市占率 (%)	企业	市占率 (%)	企业	市占率 (%)	企业	市占率 (%)
华测检测	0.99	华测检测	1.00	华测检测	1.06	华测检测	1.20
广电计量	0.49	广电计量	0.51	广电计量	0.55	谱尼测试	0.88
谱尼测试	0.40	谱尼测试	0.40	谱尼测试	0.49	广电计量	0.61
国检集团	0.25	国检集团	0.33	国检集团	0.38	国检集团	0.41
苏试试验	0.16	苏试试验	0.20	苏试试验	0.24	苏试试验	0.27

资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

受运输半径及资质地域保护影响, 检测行业服务半径有限, 因此检测机构呈区域化分散式布局: 1) 运输半径较短。限制源于部分检测样品的特性对运输的安全性(如化工类、防雷检测等)、检测的时效性(如食品类)有要求, 运输距离对检验检测综合影响较大。2) 品牌信誉度及资质地域保护, 资质和监管对服务半径的影响重大, 体现在检测机构资质认证及相关业务开展需满足地方政府监管要求并备案。行业监管多以地级市为单位, 受各地住建委对本行政区域内建材检测机构业务活动有效性管理差异有所不同。除部分国家级检验中心和已实现全国性布局的大型检验认证集团外, 绝大多数检测企业只能在其获取资质的省份或区市开展检测业务。3) 国营检测单位仍然是重要主体。历史上检测服务本身便由国营垄断, 当前检测活动内仍有大量国有性质经营主体, 其公信力较高, 本土化特征显著。2022 年, 73.7%的检验检测机构仅在本省区域内提供检验检测服务, 检验检测业务范围涉及境内外的检验检测机构仅有 318 家。4) 区域性分布显著。由于行业与下游经济活动景气度密切相关, 故检测机构多分布于经济发达地区, 2022 年华东及中南地区集中了全国 55.9%的检测机构, 贡献了 64.7%的营业收入。

图表 29. 2022 年 73.7%的检测机构仅在省内提供服务



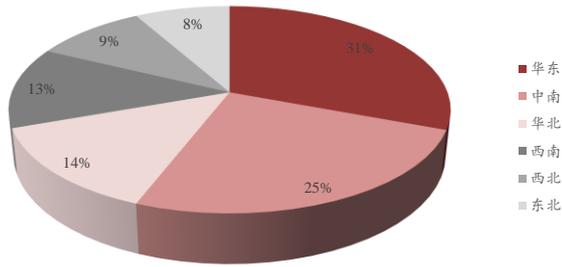
资料来源: 市场监督管理总局, 中银证券

图表 30. 2022 年检测机构数量区域分布显著



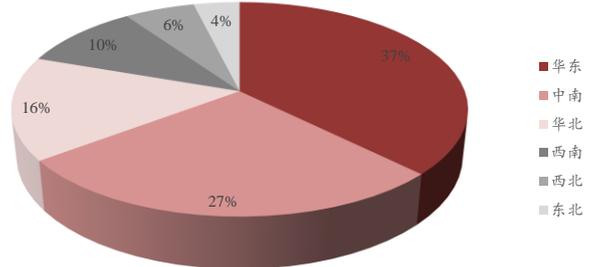
资料来源: 市场监督管理总局, 中银证券

图表 31. 2022 年检测行业机构数量区域分布



资料来源：市场监督管理总局，中银证券

图表 32. 2022 年检测行业营收区域分布



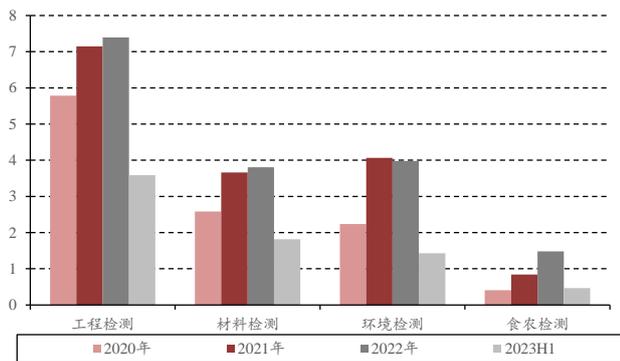
资料来源：市场监督管理总局，中银证券

从“小散弱”走向“大而强”。由于检验检测行业服务半径有限，细分领域众多，且具备人力知识密集型特征，故呈现星罗棋布的分散格局及非本土竞争困难较多的特征，因此跨地域、跨领域并购成为检测企业扩张的重要手段。在市场竞争的加剧及国家对检测行业资源整合鼓励的背景下，以并购重组为手段提升行业集中度正成为大势所趋。

内生外延多元成长，多领域均具备发展空间

检验检测是公司的核心业务，市占率维持提升。检验检测业务进一步由工程检测、材料检测、环境检测、食品农产品检测等细分领域构成，而建工、建材、食品、环境检测也是检测行业的重要项目，行业需求量大，过往的增速也较为稳定。过去三年间，公司四项主要检测业务中，工程检测、材料检测、食农检测都维持增长，环境检测在 2022 年小幅回落。

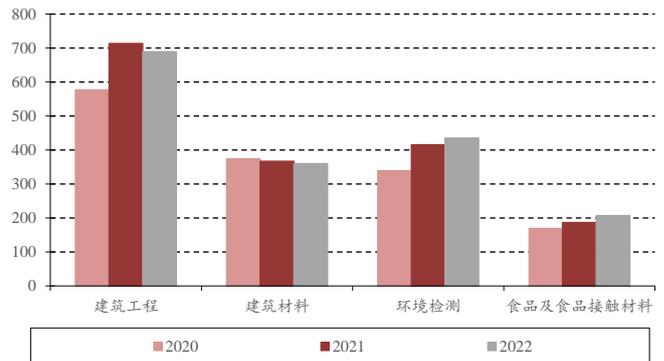
图表 33. 国检集团检验检测业务维持增长（亿元）



资料来源：公司公告，中银证券

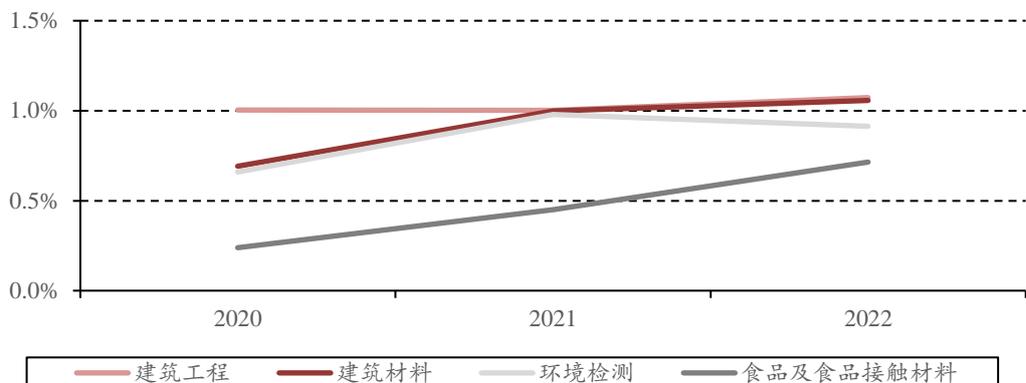
注：工程检测在 2020 年口径为建工检测

图表 34. 检测检验四大细分营收规模情况（亿元）



资料来源：市场监督管理总局，中银证券

图表 35. 国检集团检验业务市占率保持增长，但空间仍然很大



资料来源：公司公告，国家市场监督管理总局，中银证券

国检集团近年来逐步向多领域检测发展，形成了多元建工建材检测经营主体与以国检京诚为主的环境检测经营主体，辽宁奉天和安徽拓维为主的食农检测经营主体。我们认为国检集团仍将投入更多资源持续布局非建工建材领域，在多赛道布局的战略下，公司营收来源结构有望持续优化，新领域快速增长与旧领域集中度提升共同助力营收规模进一步扩大。

图表 36. 国检集团各主要子公司及业务 (2022 年)

公司名称	公司持股比例(%)	主要产品或业务	营业收入 (万元)	净利润 (万元)
国检京诚	73.97	环境检测	39,583.96	4,166.44
湖南公司	72.37	工程检测	8,162.83	1,206.93
上海美诺福	55.00	检测仪器及智能制造	24,552.94	4,403.67
江苏公司	51.00	工程检测	5,668.45	799.97
烟台公司	51.00	工程检测	5,244.00	1,839.62
辽宁奉天	65.00	食农检测	5,715.83	1,393.85
云南公司	60.00	工程检测	5,178.67	1,829.21
安徽拓维	55.00	食农检测	12,012.38	2,512.31
苏州公司	100.00	材料检测	6,024.13	1,692.48

资料来源：公司公告，国家市场监督管理总局，中银证券

工程检测：核心主业结构优化，存量房检测贡献增量

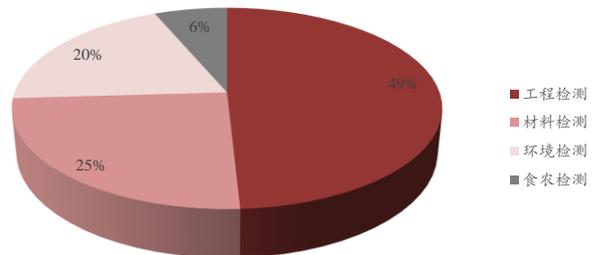
建筑材料与工程检测行业增速高于地产竣工增速，公司营收高于行业增速。公司营收增速与建筑工程检测、建筑材料检测行业整体收入增速以及建筑业竣工增速有较强的同步性。且公司营收增速高于行业规模增速，行业规模增速高于竣工增速。2022 年建工检测、建材行业检测的增速均有所回落，公司营收增速也有些回落，但仍然跑赢行业整体增速。我们认为公司营收增长跑赢建工建材行业增速，主要是由于公司仍处于并购外延扩张阶段，以及公司对环境、食农等检测项目的加速布局。而建工建材的检测行业规模增速多年跑赢建筑竣工增速，我们认为建筑业竣工之外，存量房检测业务已经逐渐见到增量。

图表 37. 公司营收增速与建工、建材行业检测规模增速同步性强



资料来源：市场监督管理总局，公司公告，同花顺 iFinD，中银证券

图表 38 工程与材料检测是公司收入占比最大的两项检测业务 (2023H1)



资料来源：公司公告，中银证券

存量房是指已被购买或自建并取得所有权证书的房屋，其本质是一种存量资产。根据中国人民银行调查统计司数据，2019 年我国城镇住房拥有率已达 96.0%，户均达 1.5 套。根据国际经验，当住房拥有率超过 65%，人均国内生产总值超过 8000 美元，每户平均住房单位数超过 1 套时，住房市场将从增量时代转向存量时代。由此观之，我国房地产市场或已进入存量时代，现有库存的消化或将成为未来很长一段时间内市场的主要目标。

房屋倒塌事故频发催化老旧房屋检测市场需求释放，多地政府部门出台存量房检测相关规定。近年来多次老旧房屋事故后，监管部门的相关管理措施进一步强化，住建部多次开展房屋安全大排查大整治行动，排查覆盖范围不断扩大，从城市老楼危楼逐步延伸到城市及乡镇范围内既有房屋，高度重视既有房屋安全使用安全管理工作。广东、湖南、河南等省市均有推出存量房屋安全鉴定、隐患排查相关文件，存量房检测或有望增加。

图表 39. 多个省份出台存量房安全检测等相关政策

地区	政策法规	时间	主要内容
广东省	《关于自建房屋安全鉴定管理的若干规定（试行）》	2023 年 7 月	<p>自建房有下列情形之一的，房屋使用安全责任人应当按规定委托房屋安全鉴定机构进行自建房屋安全鉴定：</p> <p>（一）根据《自建房屋结构安全排查技术要点（暂行）》初步判定为“存在严重安全隐患”和“存在一定安全隐患”的</p> <p>（二）其他按照国家的法律、法规和政策规定应当进行房屋安全鉴定的。</p>
湖南省	《湖南省房屋安全鉴定暂行管理办法》	2022 年 7 月	<p>（一）房屋明显倾斜、变形，或者房屋基础、梁、柱、楼板、承重墙、外墙等建筑主体或者承重结构发生明显结构裂缝、变形、腐蚀的，应当自发现之日起五日内委托房屋安全鉴定；</p> <p>（二）教育用房、医疗卫生用房、文化场馆、体育场馆、养老服务用房、交通站场、商场等公共建筑实际使用年限达到设计使用年限三分之二的，应当在达到设计使用年限三分之二的当年委托房屋安全鉴定；</p> <p>（三）房屋设计使用年限届满后需要继续使用的，应当在达到设计使用年限的当年委托房屋安全鉴定；其中第二项规定的公共建筑设计使用年限届满的，还应当每五年委托进行一次房屋安全鉴定；</p> <p>（四）设计图纸未标明设计使用年限或者设计图纸灭失的房屋实际使用年限满三十年需要继续使用的，应当在达到三十年的当年委托房屋安全鉴定</p> <p>（五）建筑幕墙自竣工验收交付使用后，房屋安全责任人一般每十年委托房屋安全鉴定机构进行一次房屋安全鉴定。</p>
河南省	《河南省住房和城乡建设厅关于做好房屋安全鉴定管理有关工作的通知》	2022 年 5 月	<p>（一）人员密集公共建筑，应当每 5 年进行一次安全隐患检查；使用满 30 年的居住建筑应当进行首次安全隐患检查，以后每 10 年进行一次安全隐患检查。依据检查结果及时采取相应措施；</p> <p>（二）既有建筑在下列情况下应进行鉴定：达到设计工作年限需继续使用；改建、扩建、移位以及建筑用途或使用环境改变前；遭受灾害或事故后；存在较严重的质量缺陷或损伤、疲劳、变形、振动影响、毗邻工程施工影响；日常使用中发发现安全隐患；有要求需进行质量评价时；</p> <p>（三）既有建筑安全鉴定应同时进行安全性鉴定和抗震鉴定。</p>
上海市	《上海市房屋使用安全管理办法》	2021 年 3 月	<p>房屋使用安全责任人应当根据房屋用途、结构类型、使用年限等情况，对房屋进行常规安全检查，频次不得少于每年一次；汛期前以及遇台风、暴雨等极端异常天气的，还应当对房屋进行专项安全检查。</p> <p>有下列情形之一的，房屋使用安全责任人应当委托房屋检测鉴定单位进行检测鉴定：</p> <p>（一）房屋明显倾斜、变形或者房屋主体结构承重结构发生明显结构裂缝、变形、腐蚀的；</p> <p>（二）房屋外墙墙面开裂、脱落且原因不明，影响公共安全的；</p> <p>（三）房屋设计使用年限届满后需要继续使用的；</p> <p>（四）设计文件未载明设计使用年限或者无法查询设计文件的房屋，实际使用满三十年，需要继续使用的；</p> <p>（五）改变房屋结构或者改变房屋设计用途的；</p> <p>（六）法律、法规、规章以及市政府规定的其他应当进行检测鉴定的情形。</p>
深圳市	《深圳市既有房屋结构安全隐患排查办法》	2020 年 5 月	<p>首次排查，使用满二十年的房屋应当进行首次排查；</p> <p>定期排查，在设计使用年限内，A 类房屋每十年排查一次；B 类房屋每五年排查一次；C 类房屋按照相关要求进行治疗；</p> <p>专项排查，房屋出现下列情形之一的，应当进行专项排查：</p> <p>（一）恶劣天气前后，对危险房屋进行排查；</p> <p>（二）发生自然灾害及重大事故后，对受灾区域房屋开展全面安全排查；</p> <p>（三）上级各部门交办或其他应当进行排查的情形。</p>

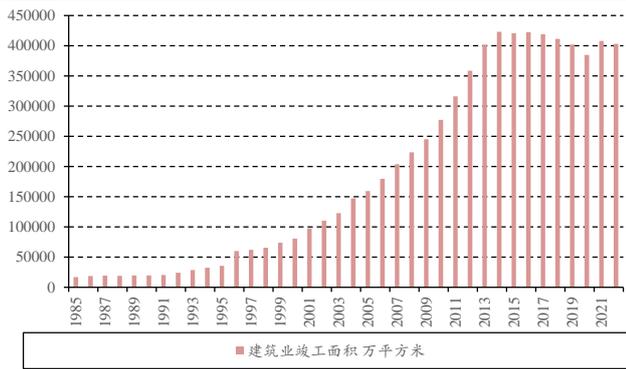
资料来源：各省市住建部，国家市场监督管理总局，中银证券

存量房检测空间测算

计算方法：我们测算 2035 年前的存量建筑检测面积。理论上存量房检测的市场空间=检测建筑面积*单位检测费用。当年检测面积主要由存量建筑规模、房龄、政策要求的检测频率等因素决定，单位检测费用则根据房屋寿命、检测项目内容、检测机构级别、区域经济水平等因素有所不同。

存量房面积：我国统计局逐年披露的建筑业竣工面积数据可追溯至 1985 年，更早的年频数据获取难度较大。2020 年进行的全国人口普查数据披露了抽查的、建国以来每十年竣工的居民存量住房面积数据，我们据此推算更早时间的建筑业整体竣工面积以及存量建筑面积。人口普查数据仅统计居民住房情况，而建筑业竣工数据包含范围更广，但总的趋势是一致的。大多数的房屋建成于 1980 年之后，2000 年之后建成竣工的房屋规模快速扩张。

图表 40. 1985 年以来建筑业竣工数据



资料来源: 同花顺 iFinD, 中银证券

图表 41. 第七次人口普查抽查的居民住房房龄情况

抽查样本	住房面积 (m ²)	占比 (%)
1949 年前	11,767,401	0.23
49-59 年前	11,825,978	0.23
60-69 年前	29,727,764	0.58
70-79 年前	101,907,447	2.00
80-89 年前	430,563,859	8.44
90-99 年前	1,006,559,821	19.74
2000-2009 年	1,640,038,412	32.16
2010-2014 年	1,165,394,214	22.85
2015 年以后	701,551,471	13.76

资料来源: 人口普查年鉴, 中银证券

检测费用: 根据上海市房屋检测中心于 2011 年发布的《上海市房屋质量检测鉴定技术服务收费指导标准》(以下简称《标准》)规定, 住房检测的内容包括房屋完损状况检测、房屋安全检测、房屋损坏趋势检测、房屋结构和使用功能改变检测、房屋抗震能力检测等, 不同类型检测项目的取费标准不同, 住房建筑检测价格在 17-25 元/m² 之间浮动。考虑一线城市建筑结构的复杂性及实际交易过程中的降价现象, 我们假设居民住房的房龄会对检测价格产生一定影响, 高房龄的存量房检测价格会略高于房龄在 10 年之内的新建房屋, 全国其他地区的检测价格或会略低于上海市的价格。

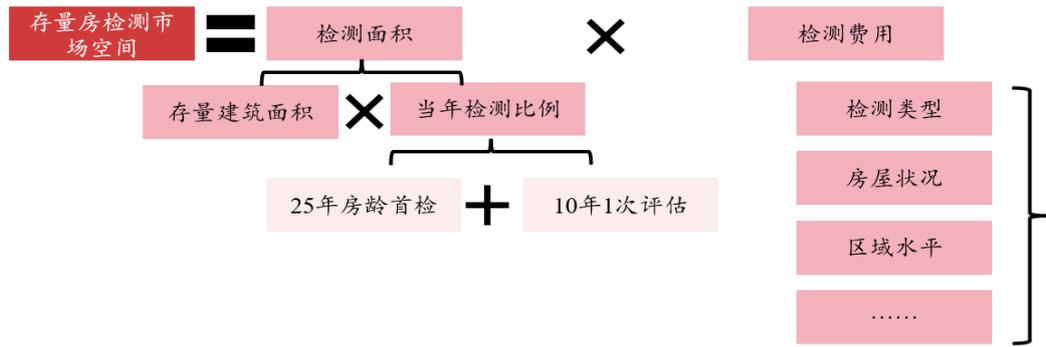
图表 42 上海市房屋质量检测收费标准

检测类型	取费标准 (元/m ²)	
房屋完损状况检测	17	
房屋安全检测	22	
房屋损坏趋势检测/一次	初测	18
	监测	按照勘察设计监测收费标准
	复测	17
房屋结构和使用功能改变检测	25	
房屋抗震能力检测 (抗震鉴定)	25	
优秀历史建筑 (综合) 检测	28	

资料来源: 上海市房屋检测中心《上海市房屋质量检测鉴定技术服务收费指导标准》, 中银证券

检测频次: 不同省市政府对当地建筑的检测频次及标准存在差异。如深圳市于 2020 年颁布的《深圳市既有房屋结构安全隐患排查办法》规定, 使用满二十年的房屋应当进行首次排查; 此后在房屋设计使用年限内, 按照首次排查评定的房屋安全等级, 每 5 年或每 10 年排查一次; 北京市于 2021 年颁布的《北京市房屋建筑安全评估与鉴定管理办法》规定, 使用满 30 年的居住建筑应当进行首次安全评估, 以后应当每 10 年进行一次安全评估等。综合考虑国内多地房屋鉴定政策法规, 我们保守估计全国范围内居住建筑平均于使用年限达 25 年以上时进行首次检测评估, 此后每 10 年进行一次检测评估, 则依此假设, 至 2035 年, 楼龄 25 年以上房屋均需进行至少 1 次评估, 楼龄 35 年以上房屋均需进行至少 2 次评估, 因此至 2035 年, 建成时间在 2009 年之前的房屋均需进行检测评估。

图表 43. 存量房检测市场空间测算方法



资料来源：中银证券

图表 44. 存量房检测市场空间测算

	15-25 年房龄 建筑面积 万平方米	25 年房龄建 筑面积 万平方米	25+10 年房 龄建筑面积 万平方米	25+20 年房 龄建筑面积 万平方米	检测面积 万平方米	当年市场空间 亿元	增速 (%)
检测次数	0.05	1	1	1			
费用：元/平方米	18	20	22	22			
2020 年	1,303,746	65,682.60	19,437.90	14,853.43	165,161	324.1	
2021 年	1,465,094	73,924.90	19,060.70	15,272.91	181,513	355.2	9.6
2022 年	1,644,813	80,714.90	19,723.40	15,704.24	198,383	387.4	9.1
2023 年	1,848,338	97,699.00	19,552.50	16,147.75	225,816	440.3	13.7
2024 年	2,084,053	110,217.10	20,256.30	16,603.79	251,280	489.1	11.1
2025 年	2,345,090	122,827.61	24,045.50	17,072.70	281,200	547.2	11.9
2026 年	2,636,394	147,364.04	28,684.80	18,601.00	326,470	636.0	16.2
2027 年	2,936,924	159,406.20	32,383.30	19,437.90	358,074	697.1	9.6
2028 年	3,210,344	179,673.00	35,666.30	19,060.70	394,917	768.7	10.3
2029 年	3,473,321	203,992.70	60,047.90	19,723.40	457,430	896.1	16.6
2030 年	3,712,720	223,592.02	62,244.00	19,552.50	491,025	961.3	7.3
2031 年	3,920,225	245,401.64	65,682.60	20,256.30	527,352	1,032.7	7.4
2032 年	4,098,969	277,450.22	73,924.90	24,045.50	580,369	1,139.3	10.3
2033 年	4,238,388	316,429.28	80,714.90	28,684.80	637,748	1,255.0	10.2
2034 年	4,368,966	358,736.23	97,699.00	32,383.30	707,267	1,396.9	11.3
2035 年	4,455,929	401,520.93	110,217.10	35,666.30	770,201	1,525.0	9.2

资料来源：同花顺 iFinD，统计局人口普查年鉴，上海市房屋检测中心《上海市房屋质量检测鉴定技术服务收费指导标准》，中银证券

经过以上假设及测算，我们测算得到 2024 年存量房检测空间约 489.1 亿元，随后有望逐年增加，至 2035 年，存量房检测空间有望达到 1525.0 亿元。

国检集团凭借既有优势布局相关业务，该业务未来或将形成可观体量。 存量房检测事关民生安全且具有消费属性，目前公司已针对部分政府机关、企事业单位针对性开展相关业务：在全国范围内有 10 家左右成员单位参与各个省市政府的房屋安全专项整治工作，为政府及相关主管部门提供技术支持与政策建议，有 18 个成员单位具有工程检测资质并可开展相关业务。

公司在主要大城市和沿海地区都有布局，北京天誉、厦门宏业、云南合信、上海公司、湖南公司、浙江公司、海南公司、烟台公司、广东公司等子公司均可开展存量房检测业务；在业务经营方面，公司成立了自建房检测专项工作组统筹进行技术协同和人员协同，确保资源及人员保障公司具备房屋安全排查的信息化技术基础，同时拥有具备自主知识产权的现场监测仪器装备，一方面为公司自身业务提供支持，另一方面为设备销售打造竞争优势。

2022 年收入超过 1 亿元，2023 年维持双位数增速。 根据公司发布的机构调研公告，2022 年国检集团存量房检测业务营业收入突破 1 亿元，且 2023 年各成员单位上半年存量房检测业务的增长为 10%-20%。目前一线城市的建筑工程检测市场中，存量房检测业务占比约为 10%，长期来看，消费需求属性及政策引导下，存量房检测有望成为稳定需求，占比会稳步提升。

环境检测：土壤三普意义重大，2024 年有望加速推进

土壤三普事关国计民生，意义重大，正稳步推进。2022 年 2 月，国务院印发《关于开展第三次土壤普查的通知》（以下简称《通知》），决定自 2022 年起开展第三次全国土壤普查。土壤三普目的是为全面查明查清我国土壤类型及分布规律、土壤资源现状及变化趋势，真实准确掌握土壤质量、性状和利用状况等基础数据，提升土壤资源保护和利用水平，为守住耕地红线、优化农业生产布局、确保国家粮食安全奠定坚实基础，为加快农业农村现代化、全面推进乡村振兴、促进生态文明建设提供有力支撑。

2023-2024 年是土壤普查工作的关键阶段。土壤‘三普’按照一年试点、两年铺开、一年收尾的时间安排进度展开。《通知》要求，2022 年完成工作方案编制、技术规程制定、工作平台构建、外业采样点规划布设、普查试点，开展培训和宣传等工作，启动并完成全国盐碱地普查，2023—2024 年，组织开展多层次技术实训指导，完成外业调查采样和内业测试化验，开展土壤普查数据库与样品库建设，形成阶段性成果。外业调查采样时间截至 2024 年 11 月底。2025 年上半年，完成普查成果整理、数据审核，汇总形成第三次全国土壤普查基本数据；下半年，完成普查成果验收、汇交与总结，建成土壤普查数据库与样品库，形成全国耕地质量报告和全国土壤利用适宜性评价报告。重庆、广西等多地已陆续公布土壤普查进度要求。

图表 45. 部分地区土壤三普进度安排

地区	第三次土壤普查进度安排
全国	2022 年，完成工作方案编制、技术规程制定、工作平台构建、外业采样点规划布设、普查试点，开展培训和宣传等工作，启动并完成全国盐碱地普查。 2023—2024 年，组织开展多层次技术实训指导，完成外业调查采样和内业测试化验，开展土壤普查数据库与样品库建设，形成阶段性成果。外业调查采样时间截至 2024 年 11 月底。 2025 年上半年，完成普查成果整理、数据审核，汇总形成第三次全国土壤普查基本数据；下半年，完成普查成果验收、汇交与总结，建成土壤普查数据库与样品库，形成全国耕地质量报告和全国土壤利用适宜性评价报告。
重庆	2022 年启动普查，并在江津区和南川区开展试点； 2023—2024 年全面开展普查，外业采样于 2024 年 10 月底前全部完成； 2025 年进行成果汇总、验收总结。
广西	2023 年 2 月 17 日，广西第三次全国土壤普查全面铺开。预计全区要完成 10 万个土壤表层样点调查采样，2023 年要完成 70% 以上的调查采样任务。
河南	2023 年 4 月 7 日，4 月 7 日，河南省第三次全国土壤普查工作培训班举行，标志着第三次全国土壤普查工作在河南全面启动。兰考、舞阳、邓州、潢川 4 县（市）开展了土壤普查试点，2023 年将在试点经验的基础上，在 154 个县（市、区）全面开展土壤普查，争取年底前调查采样完成 90% 以上，样品制备完成 50%，检测化验完成 30%。
青海	2023 年 4 月 10 日，随着青海省第三次全国土壤普查领导小组会议暨土壤普查动员部署会的召开，青海省全面启动第三次全国土壤普查。 此次普查于 2023—2024 年全面铺开，至 2025 年进行成果汇总、验收、总结，将在全省 45 个县（区）初步布设 45171 个样点，其中，耕地 16708 个，园地 1511 个，林地 1901 个，草地 24099 个，盐碱地 952 个。
深圳	2023 年 7 月 25 日，深圳市第三次全国土壤普查启动仪式在光明区双晖稻田农场举行，动员部署和全面铺开深圳市土壤三普工作。

资料来源：中国政府网，各地方政府官网，澎湃新闻等，中银证券

开展土壤三普是守牢耕地红线、确保国家粮食安全的重要基础、为支撑未来农业现代化和粮食安全的战略目标提供重要保障，具有极其重要的战略意义。同时，土壤三普还将为制定更加科学、合理的土地利用和保护政策提供重要依据，为推动我国生态文明建设和可持续发展注入新的动力。

土壤三普要求高，壁垒高。上一次土壤普查是 1979 年的第二次土壤普查，距今已有 44 年时间。自然条件的变化以及我国的城镇化率提升等人类活动使土地性质已发生较多改变，土地由荒地变为住宅、工厂、铁路公路等变化比较普遍，土壤质量情况、后备耕地规模等均需要在本次普查中得到结果。因此，此次普查的重要性很高，对检测企业的要求和壁垒也非常高。国家对承接第三次土壤普查的检测实验室从资质条件、能力证明、人员队伍、场所环境、设备设施、检测方法、质量保证等方面均有要求。国检集团将充分发挥自身在土壤检测领域的技术优势，为此次普查工作提供科学的检测数据支撑，不断提升技术水平和服务质量，做优做强做大农业板块业务。通过此次普查为国家在保障耕地资源、保护生态环境、推进农业高质量发展、促进“碳中和”等方面重大政策的制定提供有力决策依据。

图表 46. 国检集团可提供的土壤检测项目

项目	详细内容
土壤物理性质	容重、土粒密度、田间持水量、土壤机械组成、水稳定性大团聚体组成、最大吸湿量等检测项目；
土壤肥力检测	有机质、全氮、全磷、全钾、水解性氮、有效磷、速效钾、缓效钾、阳离子交换量等检测项目；
金属元素	砷、汞、铅、铬、镉、铜、锌、镍；钙、镁、钠等检测项目；
元素有效态	有效（铜、铁、锰、锌、钼、硼、铅、镉、硫、硅）等检测项目；
元素交换态	交换性钙、镁；交换性盐基、交换性盐基（钾、钠、钙、镁）等检测项目；
盐分及其他	土壤全盐量、钾离子、钙离子、钠离子、镁离子、氯离子、硫酸根、碳酸根和重碳酸根离子，碳酸钙等三普其他所有项目。

资料来源：公司官网，中银证券

国检集团积极发挥央企担当，高质量推进土壤三普工作。资质层面，公司具备全部土壤三普理化性状指标检测能力及所需的仪器设备和专业技术，能够满足国家土壤普查对于检测实验室相关的要求。截至 2023 年中报期，国检集团共有 14 家实验室入选国务院“土壤三普”检测实验室，2 家实验室成为外业采样实验室，实验室数量约占全国整体数量的 2.5%。根据公司发布的机构调研公告，截至 2023 年 11 月，公司土壤三普业务已实现合同金额约 1.5 亿元，超过年初预计，我们预计这部分订单将逐渐在 2024 年确认。

图表 47. 国检集团土壤三普实验室

国检集团土壤三普检测实验室	
国检集团总部	国检京诚
内蒙京诚	青岛京诚
江苏京诚	新疆京诚
山西京诚	陕西京诚
安徽京诚	北京奥达清
国检集团土壤三普外业采样实验室	
安徽拓维	湖南华科

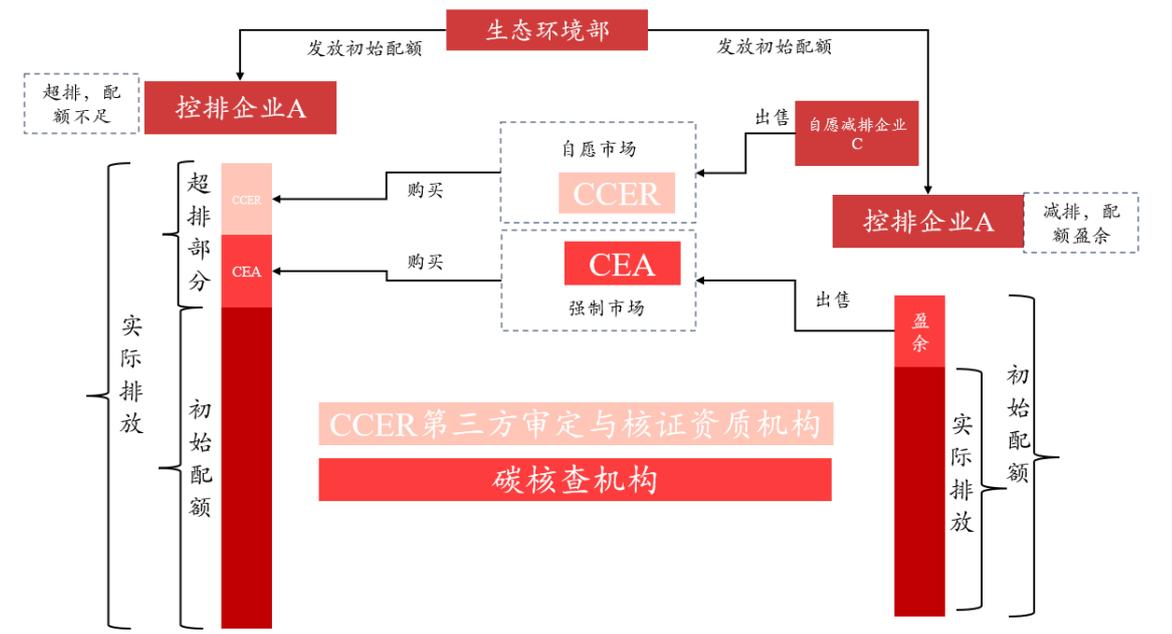
资料来源：公司公告，中银证券

土壤污染普查十年一次，后续环境检测板块或有周期性表现。根据《中华人民共和国土壤污染防治法》，国务院统一领导全国土壤污染状况普查。国务院生态环境主管部门会同国务院农业农村、自然资源、住房城乡建设、林业草原等主管部门，**每十年至少组织开展一次全国土壤污染状况普查。**我们预计在土壤普查完成后，每十年仍然会有一次全国土壤污染状况普查，届时，公司环境检测板块或有周期性需求支撑。

双碳业务：双碳政策持续推进，碳检测是关键一环

碳排放交易制度逐渐完善，配额为主，自愿减排为补充。为低成本、高效地通过市场化的手段来促进企业降低碳排放，进而控制中国碳排放总量，碳交易制度应运而生。在“双碳”政策目标的大背景下，中国碳排放权交易制度逐步完善。我国的碳交易主要由两部分构成，配额交易（CEA）与自愿减排交易（CCER），CEA 为主要交易方式，CCER 为补充。碳排放配额交易属于强制交易，在生态环境部确定的国家及各省、自治区和直辖市的排放配额总量的基础上，由地方生态环境主管部门分配给控排企业一定碳排放额度，配额和实际排放之间的缺口与盈余可以进行交易。自愿减排机制则由卖方企业自发将温室气体减排项目，进行量化、核证、通过全国温室气体自愿减排交易市场出售，而买方则可以以此抵销超额排放。

图表 48. 碳交易市场流程图



资料来源：生态环境部，碳排放交易网，碳资讯，中银证券整理

CEA 规模逐渐提升，CCER 重启，碳核查、碳审定业务有望扩容。截至 11 月 27 日，全国碳排放权交易市场累计成交总量 4.20 亿吨，累计成交总额 233.5 亿元。未来随着石化、化工、建材、钢铁等重点行业逐步纳入碳排放权交易市场，碳交易空间有望逐步扩大，与之对应的碳核查与碳审定等相关检验检测业务的市场空间有望逐步扩大。2023 年 10 月 21 日，生态环境部发布《温室气体自愿减排交易管理办法（试行）》，标志着自 2017 年 3 月终止的 CCER 项目重启，有望进一步为碳交易市场总量扩容，增厚碳相关的检验检测业务市场空间。

碳领域深耕十余年，资质、技术、客户均具备优势。公司作为碳领域的专业技术核查机构，自 2009 年开始布局碳领域的相关业务，在低碳发展咨询审核服务领域深耕十余年，拥有国内领先全面碳领域资质。公司拥有包含联合国气候变化框架公约认可的清洁发展机制（CDM）审定/核证第三方机构，国家发改委批准的温室气体自愿减排交易（CCER）项目审定与核证，核证碳标准（VCS），国际可持续碳认证（ISCC），GS 黄金标准审定，气候、社区和生物多样性（CCB）标准，各省市碳核查机构等共计 25 项资质。

公司可提供碳排放权交易第三方核查、碳达峰碳中和路径规划研究、温室气体排放管理能力建设、能源审计、节能量审核、能效检测、能耗核查、清洁生产审核等业务。公司在技术研发、标准的制定和研究、前沿课题的参与、人员储备、客户群体等方面具备了丰富的积累和储备，具有领先的技术优势和良好的市场基础，成为具备较强竞争力的专业第三方认证审核机构。

图表 49. 国检集团碳领域相关资质及业务情况

<p>双碳公共服务平台建设</p> <ul style="list-style-type: none"> 牵头承担工信部“重点原材料行业碳达峰、碳中和公共服务平台项目”； 建设覆盖水泥、钢铁、石化、化工和有色等行业的绿色低碳技术验证平台、绿色低碳产品检验检测平台及重点原材料行业产品碳足迹核算基础数据库； 将搭建绿色低碳技术验证、产品检验检测规范体系 	<p>标准平台及标准制修订情况</p> <ul style="list-style-type: none"> 承接了CSTM（中国材料与试验团体标准委员会）/FC95（碳排放领域委员会）秘书处工作； 主持并参与13项与温室气体核算与报告、碳达峰碳中和、碳标签相关的国家标准、行业标准 and 团体标准； 	<p>碳排放资质及服务</p> <ul style="list-style-type: none"> 联合国气候变化框架公约认可的清洁发展机制（CDM）审定/核证第三方机构； 国家发改委批准的温室气体自愿减排交易（CCER）项目审定与核证； 核证碳标准（VCS）； 国际可持续碳认证（ISCC）； GS黄金标准审定； 气候、社区和生物多样性（CCB）标准等
<p>双碳项目</p> <ul style="list-style-type: none"> 完成联合国清洁发展机制项目和自愿碳减排项目30余项； 完成2,000余家企业的碳核查； 承担武汉军运会、山东产发集团节点系统产品发布会、中国网络视听大会、国际氢能大会等碳中和评价认证； 承担北京市部分区县的低碳综合管理； 负责承担了中国建材集团碳达峰碳中和规划路径研究和时间表、路线图和施工图的研究工作 	<p>人员储备</p> <ul style="list-style-type: none"> 从事碳排放业务的相关人员有300余人； 通过推荐攻读学位、参加外部社会团体专家职务、牵头负责科技标准项目、开展科技创优评比活动等加大科技人员专业知识、管理技能等方面的综合素质培训与能力提升。 	<p>业务汇总</p> <ul style="list-style-type: none"> 发改委、科学技术部的碳课题13项以上； CCER项目项目审定的碳减排业务31项以上； 温室气体核查业务41项以上； 碳中和业务5项； 区域碳管理项目6项； ESG项目2项； ISO14064温室气体审定项目1项。

资料来源：公司公告，中银证券整理

外延增长：跨区域多领域并购持续推进，助力公司扩张

通过并购子公司不断进行跨领域、跨区域扩张。并购是公司长期发展战略之一，检测行业大而散，市场集中度低，细分领域众多，公司并购目的在于延长产品线宽度并产生协同效应，寻求外延扩张增长。检测行业本身的区域性和检测需求分散多样等特点，使得跨领域与跨区域的并购成为龙头寻求快速增长和规模扩张时的通行做法。并购扩张的优势在于减少行业供给优化竞争格局，另外也可以顺势解决人员与资质问题。

在业务方面，公司一方面通过收购北京奥达清、安徽拓维等非建工建材领域检测公司，横向拓展环境环保、食农产品、化工产品 and 计量校准等其余细分领域的检验检测业务；另一方面通过收购上海众材、广州京诚等同业务领域竞争对手，纵向深化既有建工检测、环境检测等业务。公司致力于通过并购重组优化资源配置，实现多赛道扩张并巩固已有竞争优势，推动公司向综合性发展。

图表 50. 国检集团跨领域并购标的

时间	被并购标的	并购目的
2018年	北京奥达清环境检测股份有限公司	迈入环保检测领域
2019年	安徽拓维检测服务有限公司	拓展食农化工产品和环境检验认证市场
2020年	广州京诚检测技术有限公司	进一步拓展环境检测业务
2020年	湖南同力检测咨询有限公司	拓展水利工程检测领域
2021年	辽宁奉天检测技术有限公司	进一步拓展食品检测业务
2021年	烟台方圆计量设备校准技术有限公司	进一步延伸计量校准细分领域业务
2022年	湖南华科检测技术有限公司	巩固环境及食农检测业务
2022年	云南云测质量检验有限公司	巩固食农及环境检测业务

资料来源：公司公告，中银证券

在跨地域扩张方面，公司通过收购海南忠科、枣庄方圆、安徽拓维、烟台检测中心、辽宁奉天等行业区域性龙头品牌，力图打破检测行业的省市地域隔绝，建立覆盖西南区域、华东区域、华中区域和东北区域等地的全国性检验检测布局。公司围绕“跨区域”战略，2018年拓展海南地区业务范围。2019年，开拓山东、皖东南、西南地区市场。2020年，实现华中、山东区域的布局。2021年，实现西南区域战略布局，拓展东三省区域检验检测市场。

图表 51. 国检集团跨区域并购标的

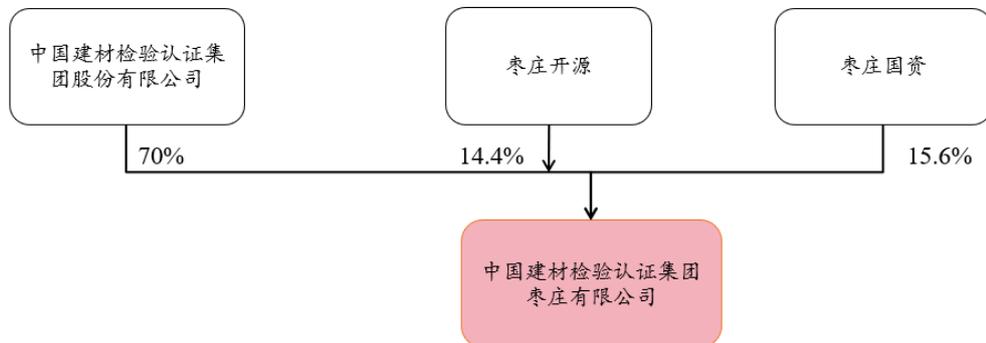
时间	被并购标的	并购目的
2018 年	海南忠科工程检测中心有限公司	拓展海南地区业务范围
2019 年	枣庄方圆检验认证有限公司	开拓山东市场
2019 年	安徽拓维检测服务有限公司	开拓皖东南市场
2019 年	云南合信工程检测咨询有限公司	拓展西南地区的检验检测业务
2020 年	湖南同力检测咨询有限公司	实现公司在华中区域的布局
2020 年	烟台市建工检测服务中心有限公司	实现公司在山东区域的布局
2021 年	重庆科力建设工程质量检测有限公司	实现公司在西南区域的战略布局
2021 年	辽宁奉天检测技术有限公司	拓展东三省区域检验检测市场

资料来源：公司公告，中银证券

并购中不断探索，“枣庄模式”开拓收购新模式。 枣庄模式在股权结构上进行调整，是地方事业单位性质检验检测认证机构与国检集团合作的新模式，该模式得名于公司对枣庄方圆检验认证有限公司的收购。2018 年 11 月，公司分别与枣庄市政府、市中区政府签署战略合作协议，2019 年 1 月，公司以 1414 万元认缴枣庄方圆检验认证有限公司新增注册资本 1400 万元，获得其 70% 的股权，随后双方确定了一系列合作项目。

枣庄模式具备多种优势： 1) 地方检测单位一般具备较好的专业资质及本地公信力，并购可弥补国检集团在该地域的业务覆盖空白，增厚公司营收与利润。2) 地方国资亦有持股，双方形成优势互补，国检集团具备技术及经验优势赋能地方子公司，而地方国资具备本土优势，形成稳定信任的强强联合。3) 枣庄模式以 1414 万元现金并购获取枣庄方圆 70% 股权，并购前枣庄方圆净资产约 600 万元，对应收购价仅 3.4XPB，以相对适宜价格获取优质资产。

图表 52. 并购后（非最新）枣庄方圆的股权结构图



资料来源：公司公告，中银证券

持续推广“枣庄模式”。 在成功并购枣庄公司后，公司抓住检验检测行业“事转企改革”的窗口期，进一步推动“央地合作——枣庄模式”的复制推广。2021 年，公司参与烟台市建工检测服务中心的地方全民所有制企业改制，通过非公开协议增资认购其 51% 的股份并成为烟台公司控股股东。2021 年，烟台公司为公司贡献了 3,733 万元的营业收入，2022 年，烟台公司为公司实现营收 5,244 万元，净利润 1,839.62 万元。烟台公司对公司推进建设“烟威青片区”区域性计量校准服务平台、扩大华东区域工程检测板块的市场份额具有重要意义。

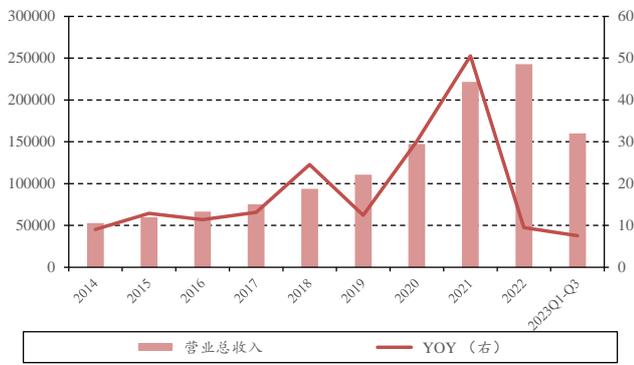
枣庄模式顺应了当前第三方检测行业内企业单位比重不断攀升、强政策驱动下建工建材检测行业整合加速的现状，有利于公司发挥央企优势、降低并购成本，实现跨地域、跨领域的加速布局。

盈利预测与估值

财务概况

近两年压力下增速回落，回归高速增长可期。2014年-2021年公司保持高速增长，公司营业收入从2014年的5.29亿元快速增长至2021年的22.17亿元，CAGR为22.7%；归母净利从2014年的0.85亿元增长至2021年的2.5亿元，CAGR为16.8%。受外部环境扰动包括宏观经济增速大幅波动、行业竞争加剧等，公司2022年业绩承压。2022年，公司营业收入24.28亿元，同比增长9.5%，归母净利润2.53亿元，同比增长0.09%，收入与利润的增幅均有所下降。2023年前三季度，公司实现营业收入约16亿元，较去年同期增加7.54%，实现利润总额约9800万元，较去年同期减少16.73%，实现归母净利润约7400万元，较去年同期减少4.66%。2023年前三季度收入与利润受影响的主要原因在于政府资金紧张、核酸检测业务归零、土壤三普项目进展并不顺利。看好公司新需求增长与内生动力。我们认为公司并购扩张趋势仍存，存量房检测、土壤三普、双碳检测、水泥智能实验室检测等方向仍然具备业绩驱动力。

图表 53. 公司营业收入及增速（单位：万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 54. 公司归母净利及增速（单位：万元）

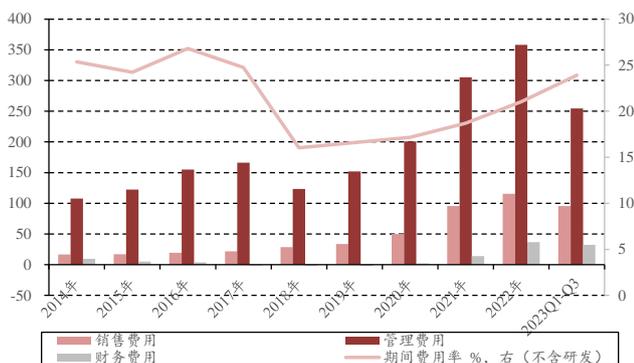


资料来源：公司公告，中银证券

运营效率优化或即将体现。2019年来，公司快速拓展市场成绩不菲，但受疫情及并购影响，叠加公司股权激励投入，且并购融资费用快速提升亦令财务费用有所增加，综合影响下短期费用支出的较大提升，推动近年来期间费用率上升。我们认为，随股权激励费用支出落地、积极赋能并购公司并不断消化已有成果，效益相对较低的被并购公司有望逐步提升盈利能力，未来公司期间费用率有望拐头下降，从而提高公司盈利能力。

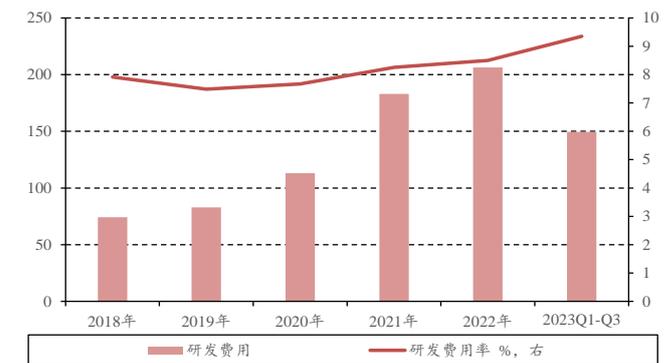
行业特点研发支出较高，保障技术水平领跑同行。2022年公司研发费用支出2.06亿元，研发费用率为8.5%，研发支出占比较高。检测行业是人力知识密集型行业，技术水平提升保障服务质量，拓宽业务范围，公司作为着力于多赛道布局的综合性检测集团。

图表 55. 公司历年费用情况（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

图表 56. 公司研发费用情况（百万元）



资料来源：公司公告，中银证券

现金流充沛，预收款项增速领先于营收增速。由于检测行业往往采取预收定金的方式，因此预收款项增速与营收增速增长具有一定相关性，预收款项增速对判断营业收入情况有一定先导性。公司收现比较高，但近年来有所下降，主要系：1) 公司近年来通过外延发展增加新业态，环境检测和食品检测业务收款方式与传统材料及工程端有所不同。2) 房地产销售下滑导致部分工程检测订单的回款压力增大。

图表 57. 营收与预收款增速 (2020 年后为合同负债)



资料来源：公司公告，中银证券

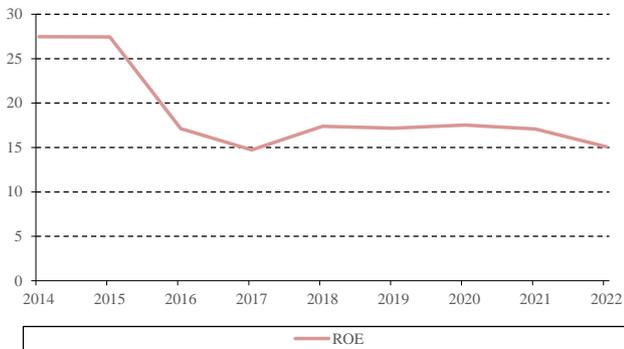
图表 58. 公司收现比表现较稳定 (百万元)



资料来源：公司公告，中银证券

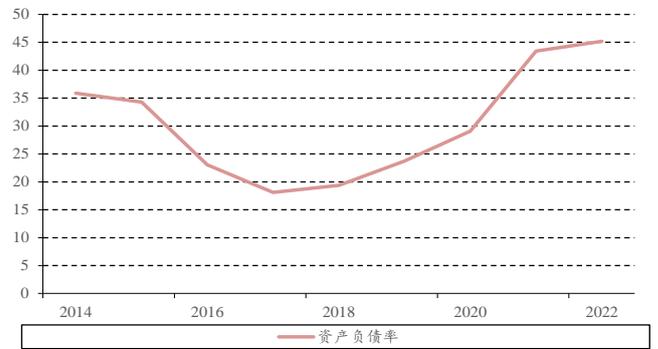
公司近年来 ROE 水平维持在 15%-20% 之间。上市前，资产负债率不断下降带来公司 ROE 水平下降。上市后，在快速扩张的背景下，资产负债率回升，与期间费用率提升相互抵消，令 ROE 水平保持相对稳定。

图表 59. 公司 2016 年以来 ROE 水平总体稳定 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

图表 60. 近年公司资产负债率有上升趋势 (%)



资料来源：公司公告，中银证券

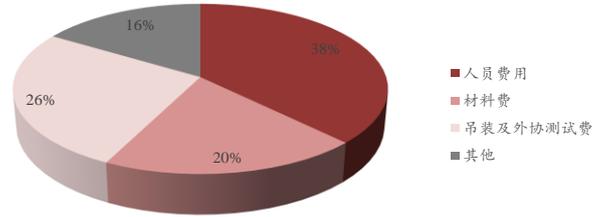
轻资产发展，知识人力与实验仪器是关键生产要素。从资产组成来看，近五年公司的固定资产与在建工程之和在总资产中的比重维持在 30% 左右，厂房、设备、原材料等“重”资产占比较低。从成本来看，2022 年公司总体业务成本分析表中，人员费用、吊装及外协测试费等占比较高，二者合计达 8.6 亿元，占全部质检业务成本的 64.0%，材料费用占比仅 19.8%，较 2021 年同期-19.18 pct，主要系公司检测仪器销售业务大幅增长所致，若刨除检测仪器销售业务，检测业务内部人员费用占比更高。从员工构成来看，检验检测具有技术人员需求量大、工作强度高、人员流动性强等特征。优秀的检验认证技术人员、对检验检测公司的业务开展起着关键作用，2022 年公司技术人员占比达 79%，且本科及以上学历员工占比超过 60%。

图表 61. 固定资产与在建工程占资产比较低 (百万元)



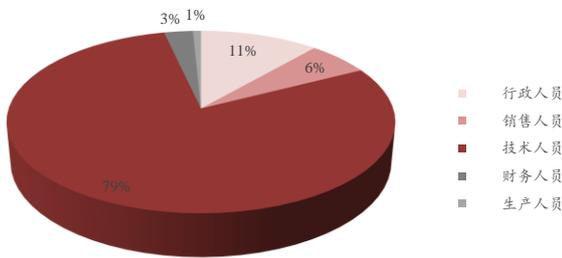
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 62. 2022 年公司材料费用占比仍然较低



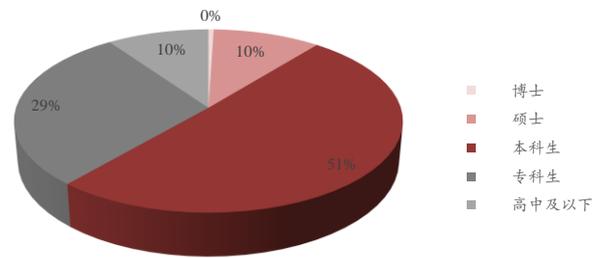
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 63. 2022 年公司员工中技术人员占比 79%



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 64. 2022 年公司员工中本科及以上学历人数超过 60%



资料来源: 公司公告, 中银证券

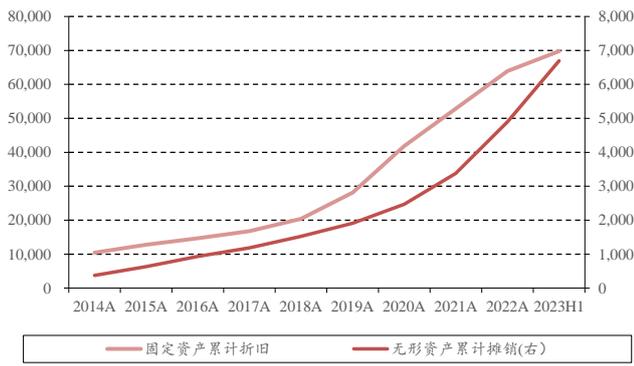
设备使用年限高于折旧年限, 未来折旧规模降低, 利润空间增厚。从设备构成来看, 据 2022 年年报, 公司 67%的固定资产为机器设备, 办公设备及建筑物占比约 30%左右。由于设备使用年限往往高于折旧年限, 因此随折旧年限计提折旧完毕, 固定资产总体折旧率有望下降, 迎来企业利润释放。此外, 实验室及仪器资产配置在初始带来较高的固定成本, 但随人员规模、业务范围、使用频率的增加, 业务之平均成本则会下降。国检集团近年来快速扩张, 随总体经营规模的进一步扩大及部分实验室设备越过折旧年限, 规模效应应在未来逐渐释放, 增厚企业利润。

图表 65. 国检集团折旧年限

类别	折旧方法	折旧年限 (年)	残值率 (%)	年折旧率 (%)
房屋及建筑物	年限平均法	20-40	5	2.375-4.75
机器设备	年限平均法	5-12	5	7.92-19.00
运输设备	年限平均法	10	5	9.5
电子及办公设备	年限平均法	5-8	5	11.875-19.00

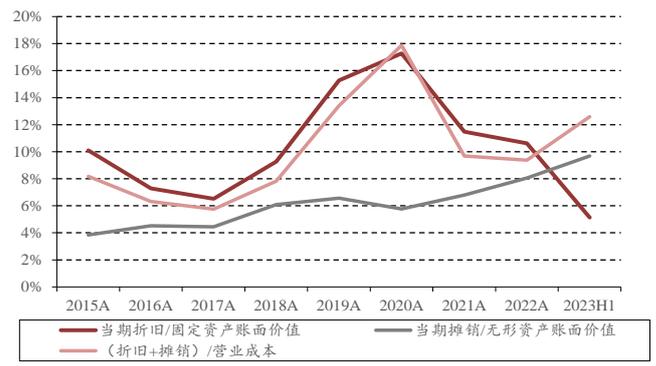
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 66. 公司折旧和摊销持续增长 (万元)



资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 67. 公司折旧和摊销占营业成本比例下降

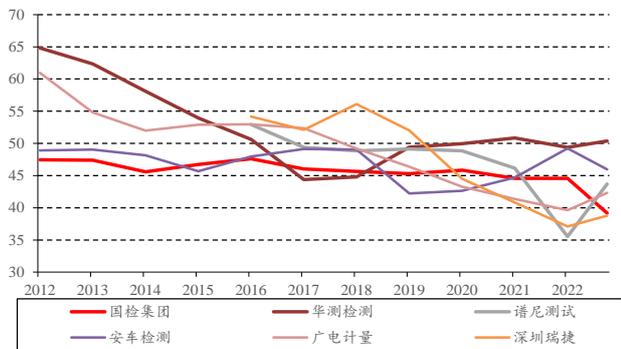


资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

行业利润高、盈利能力强, 结算特点决定现金流表现优异。根据 iFinD 统计数据, A 股主要检测企业 (以国检集团、华测检测、广电计量、苏试试验、谱尼测试为样本) 2012 年以来毛利率均超过 35%, ROE 与净利率均相对较高。国检集团 2016-2022 年 ROE 平均值为 16.59%, 毛利率和净利率相对稳定, 分别维持在 45% 和 18% 左右。相较于同业, 公司主要特征: 1) 作为建工建材细分检测领域龙头且为中建材系统内子公司, 公司获取订单能力较强, 销售费用率显著低于同行。2) 管理费用率于业内居前, 财务费用率与研发费用率居于同业中游。3) 检测行业细分领域众多, 不同公司专长不一, 故运营模式有所不同, 会在费用率上体现差异。

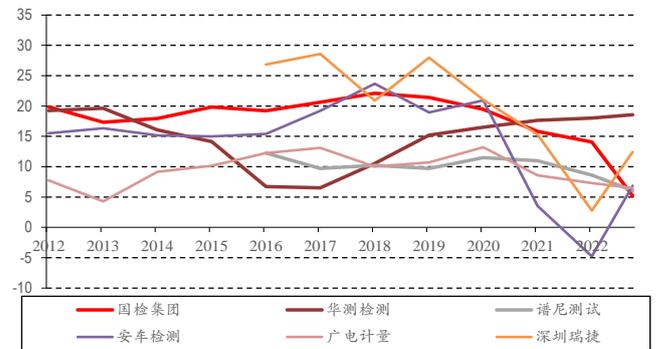
检测行业周期性与下游行业的经济周期及景气程度相关, 业务领域单一的检测机构易受到相关行业经济周期波动的影响。为提高风险应对能力、保证营收增长能力, 头部企业纷纷向跨地域、跨行业的综合性检测机构转型, 覆盖业务范围包括但不限于: 建工建材、汽车、航空航天、通信、轨道交通、电力、船舶、石化、医药、环保、食品、特殊材料等相关行业及其供应链上下游产业的服务。

图表 68. 同业毛利率比较 (%)



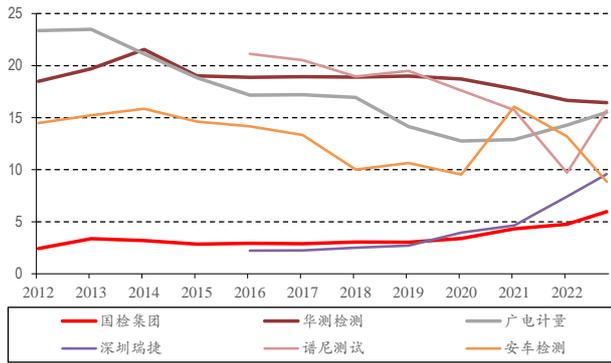
资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 69. 同业净利率比较 (%)



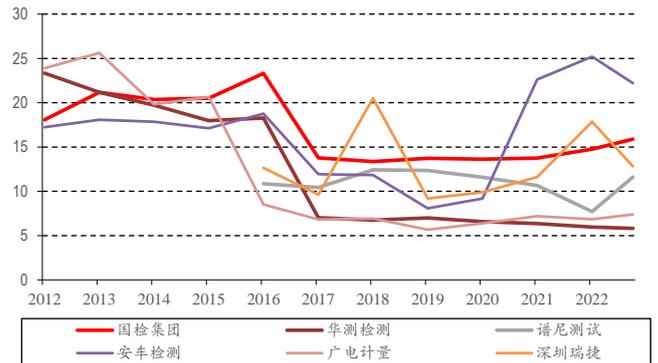
资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 70. 同业销售费用率比较 (%)



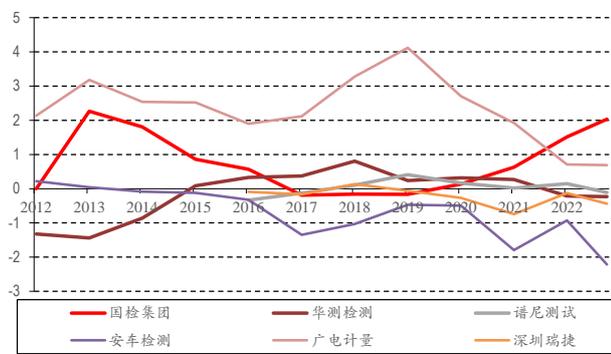
资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 71. 同业管理费用率比较 (%)



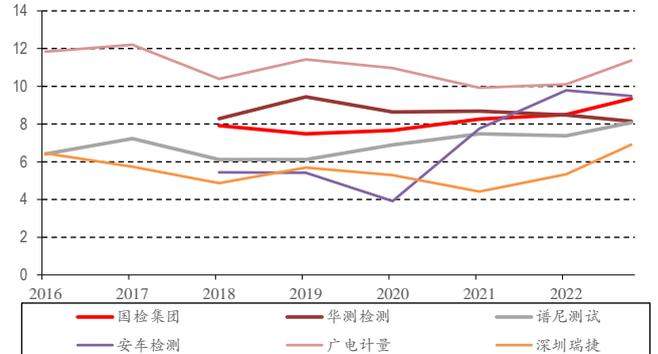
资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 72. 同业财务费用率比较 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

图表 73. 同业研发费用率比较 (%)



资料来源: 同花顺 iFind, 中银证券

盈利预测

1. 检验检测业务: 检测业务为公司的核心业务, 其营收增速与下游检测服务对象所在行业的发展情况密切相关, 业务毛利率相对稳定。前三季度公司建工、材料检测业务维持良好增长, 环境和食农板块营收有所下降。未来存量房检测有望逐步恢复, 万亿国债指引下水利相关工程检测有望提升。我们预计 2023 年公司检测业务营收 17.9 亿元, 同比+2.5%。2024-2025 年增速有所修复, 分别+15.0%/+15.1%, 对应营收 20.6/23.7 亿元。2023-2025 年毛利率分别为 43.7%/45.4%/45.3%。

其中, 公司传统**工程检测**受房地产宏观调控政策影响较大。我们认为, 短期内公司该项业务营收增速将明显放缓, 但中长期随着公司掌握核心技术、布局高端项目等优势凸显, 叠加存量房检测市场空间释放带来的检测需求回补, 并购扩张逐步加速, 公司业务营收增速有望迎来修复。我们预计 2023-2025 年公司建筑工程检测业务营收增速+10%/+15%/+15%, 对应营收 8.1/9.4/10.8 亿元。

公司**材料检测**业务既包含传统建筑材料检测业务, 又囊括工业陶瓷、玻璃纤维等新材料检测业务。其中传统建材检测业务受地产下行影响较大, 而新材料检测业务近年增长明显。我们预计 2023 年新材料检测业务营收增长将部分对冲传统建材检测业务营收增速下行, 2023-2025 年材料检测业务营收同比+5%/+10%/+10%, 对应营收 4.0/4.4/4.8 亿元。

环境检测领域, 2023 年市场需求表现疲弱, 总体承压, 我们预计 2024-2025 土壤三普进入关键阶段, 增速有望逐渐回升, 假设 2023-2025 年公司环境检测业务营收增速 0%/+20%/+20%, 对应营收 4.0/4.8/5.7 亿元。

食农检测领域, 公司近年通过收购子公司等方式, 不断实现向食农检测等业务的横向拓展和资源整合, 我们假设 2023-2025 年食农检测业务营收增速将达+20%/+15%/+15%, 对应营收 1.8/2.0/2.3 亿元。

2.认证业务：公司为强制性产品指定认证机构，同时部分涉及自愿性产品认证、管理体系认证、服务认证业务。目前，国家政策方针指导下，强制性检验、认证业务逐步向企业性质机构开放。我们预计，在认证业务逐步走向市场化过程中，公司认证业务毛利率将小幅波动，预计2023-2025年公司认证业务营收分别1.0/1.1/1.2亿元，同比+5%/+8%/+10%，毛利率45%/46%/46%。

3.检测仪器及智能制造业务：检测仪器制造属于第三方检测上游行业，产品需求与检验检测行业景气度成显著正相关关系，目前市场前景及仪器设备需求潜力强劲。随着公司实验室整包业务发展加速，同时联合重组上海美诺福开拓工业智能制造新领域，我们预计2023-2025年公司检测仪器及智能制造业务营收分别4.8/6.8/9.5亿元，增速+30%/+40%/+40%，毛利率33%/35%/37%。

4.计量校准业务：我们假设2023-2025年公司计量校准业务营收0.35/0.45/0.59亿元，同比+50%/+30%/30%，毛利率63%/63%/63%。

5.科技研发与技术服务智能制造：我们预计2023-2025年公司科技研发与技术服务营收分别2.2/2.5/2.9亿元，同比+15%/+15%/+15%，毛利率48%/48%/48%。

图表 74. 公司分业务盈利预测（万元，%）

检验服务	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E
收入	157,129.11	174,421.15	178,793.20	205,601.90	236,629.66
毛利	74,809.82	79,559.99	78,149.61	93,291.36	107,078.07
毛利率	47.61	45.61	43.71	45.37	45.25
其中：工程检测					
收入	71,446.67	73,941.69	81,335.86	93,536.24	107,566.67
毛利	29,726.78	28,837.84	33,347.70	39,285.22	45,178.00
毛利率	41.61	39.00	41.00	42.00	42.00
其中：材料检测					
收入	36,630.78	38,060.61	39,963.64	43,960.00	48,356.01
毛利	15,504.48	16,175.59	18,782.91	19,782.00	21,760.20
毛利率	21,126.30	21,885.02	21,180.73	24,178.00	26,595.80
其中：环境检测					
收入	40,674.03	39,757.98	39,757.98	47,709.58	57,251.49
毛利	19,054.40	17,725.06	15,108.03	20,038.02	24,045.63
毛利率	46.85	44.58	38.00	42.00	42.00
其中：食农检测					
收入	8,377.63	14,779.77	17,735.72	20,396.08	23,455.49
毛利	4,902.33	7,577.55	8,513.15	9,790.12	11,258.64
毛利率	58.52	51.27	48.00	48.00	48.00
检测仪器与智能制造					
收入	37,103.08	37,113.37	48,247.38	67,546.33	94,564.87
毛利	11,567.94	13,552.90	15,921.64	23,641.22	34,989.00
毛利率	31.18	36.52	33.00	35.00	37.00
科研及技术服务					
收入	16,382.52	18,809.14	21,630.51	24,875.09	28,606.35
毛利	6,979.80	9,003.34	10,382.65	11,940.04	13,731.05
毛利率	42.61	47.87	48.00	48.00	48.00
认证					
收入	9,313.43	9,720.50	10,206.53	11,023.05	12,125.35
毛利	4,355.25	4,418.79	4,592.94	5,070.60	5,577.66
毛利率	46.76	45.46	45.00	46.00	46.00
计量校准服务					
收入	1,320.17	2,310.28	3,465.42	4,505.05	5,856.56
毛利	850.28	1,440.38	2,183.21	2,838.18	3,689.63
毛利率	64.41	62.35	63.00	63.00	63.00
合计					
收入	221,698.36	242,757.88	262,688.14	313,862.00	378,062.32
毛利	98,812.60	108,225.71	111,402.59	136,936.70	212,857.14
毛利率	44.57	44.58	42.41	43.63	43.70

资料来源：公司公告，中银证券

估值

我们选取同样主营检测业务的华测检测、谱尼测试、苏试试验、广电计量、中国汽研作为可比公司。截至 2024 年 1 月 29 日，2022-2025 年可比公司的 PE 均值分别为 25.6/20.9/16.2/12.9 倍，而根据我们的盈利预测，国检集团 2022-2025 年 PE 为 25.2/27.0/20.2/15.9 倍，2023-2025 年公司估值略高于可比公司平均水平。

可比公司中估值更高的中国汽研与广电计量分别为央企与地方国企，而估值更低的华测检测、谱尼测试、苏试试验均为民营企业。在检测检验行业中央国企具备更强的拿单能力和更强的资质，作为央企中国建材旗下的检验检测平台上市公司，国检集团具备央国企的竞争优势，我们认为公司未来两年市盈率略高于行业平均具备合理性。

我们看好公司深化本有竞争优势、跨领域多维度布局拓宽收入来源。我们预计公司 2023-2025 年实现营收 26.3、31.4、37.8 亿元，归母净利 2.36、3.16、4.02 亿元，对应市盈率 27.0、20.2、15.9 倍，首次覆盖给予**增持**评级。

图表 75. 可比公司估值比较

公司简称	评级	股价	市值 (亿元)	每股收益(元/股)				市盈率(x)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
华测检测	未有评级	12.08	203.29	0.54	0.59	0.71	0.86	22.52	20.41	17.01	14.11
谱尼测试	未有评级	9.30	50.79	0.59	0.56	0.80	1.05	15.83	16.47	11.56	8.86
苏试试验	未有评级	13.06	66.42	0.53	0.67	0.89	1.16	24.61	19.47	14.71	11.28
中国汽研	未有评级	18.46	185.37	0.69	0.82	0.97	1.15	26.90	22.51	19.03	16.10
广电计量	未有评级	12.25	70.47	0.32	0.47	0.66	0.88	38.31	25.82	18.47	13.94
平均值								25.63	20.94	16.16	12.86
国检集团	增持	7.94	63.83	0.31	0.29	0.39	0.50	25.23	27.01	20.20	15.89

资料来源：同花顺 iFinD，中银证券

注：股价截至 1 月 29 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺 iFinD，部分数据存在尾差。

风险提示

- 1.商誉减值。**公司从 2009 年开始加速了跨领域与跨区域的并购扩张，收购过程中出现了企业合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的情形，对此部分公司确认了商誉，若将来上述被收购公司盈利能力下降，将导致商誉计提减值准备，对公司经营业绩产生不利影响。
- 2.应收账款。**公司应收账款余额较高，且部分应收账款账龄较长。未来随着公司销售业务规模的扩大和潜在外部企业收购兼并的发生，应收账款余额存在进一步增长和波动的可能。若公司客户出现经营不善或其他重大不利变化情形，从而不能及时还款，公司发生坏账损失的可能性将增加，或导致公司应收账款的账龄进一步增加，将对公司财务状况和经营成果产生不利影响。
- 3.公信力受到不利时间的影响。**对于公司自身来说，一旦出现公信力受损事件，其多年培育的市场公信力将下降或完全丧失，失去客户认同的同时，还可能被取消检验认证资格；对于检验认证行业来说，一旦业内其他企业出现恶性公信力受损事件，也可能引发检验认证行业整体公信力的下降。
- 4.地产销售持续疲软。**房屋检测仍然占公司营收较大比例，若地产销售持续疲弱，则新开工复苏或较难体现，将会压制公司盈利的稳定性。
- 5.存量房检测节奏不及预期。**存量房检测是国检集团未来业绩支持的重要方向，若存量房检测节奏慢于预期，则公司业绩或形成压制。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,217	2,428	2,627	3,139	3,781
营业收入	2,217	2,428	2,627	3,139	3,781
营业成本	1,229	1,345	1,513	1,769	2,129
营业税金及附加	14	15	23	27	33
销售费用	96	116	121	144	174
管理费用	305	358	376	449	529
研发费用	183	206	221	264	318
财务费用	14	37	38	29	13
其他收益	30	40	35	35	35
资产减值损失	(7)	(10)	(5)	(5)	(5)
信用减值损失	(22)	(37)	(35)	(35)	(35)
资产处置收益	1	0	1	1	1
公允价值变动收益	7	0	(1)	0	0
投资收益	4	5	5	5	5
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	389	348	336	457	587
营业外收入	14	26	25	25	25
营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	400	371	358	479	609
所得税	49	30	43	57	73
净利润	351	341	315	421	536
少数股东损益	98	88	79	105	134
归母净利润	253	253	236	316	402
EBITDA	519	536	588	726	861
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.31	0.31	0.29	0.39	0.50

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,360	1,658	1,556	2,077	2,236
货币资金	315	322	263	471	567
应收账款	656	938	814	1,104	996
应收票据	73	69	85	99	122
存货	74	92	119	78	159
预付账款	101	91	119	127	169
合同资产	68	89	79	117	119
其他流动资产	74	57	78	81	104
非流动资产	2,467	2,735	2,878	2,757	2,623
长期投资	101	90	90	90	90
固定资产	958	1,045	1,370	1,373	1,322
无形资产	188	185	221	251	275
其他长期资产	1,219	1,415	1,197	1,043	935
资产合计	3,826	4,393	4,434	4,834	4,858
流动负债	952	1,243	1,347	1,578	1,205
短期借款	105	402	532	481	35
应付账款	153	212	90	263	162
其他流动负债	694	629	725	834	1,009
非流动负债	710	741	446	305	306
长期借款	398	439	139	0	0
其他长期负债	313	302	307	305	306
负债合计	1,662	1,984	1,793	1,882	1,511
股本	604	729	803	803	803
少数股东权益	586	631	710	815	949
归属母公司股东权益	1,579	1,777	1,931	2,137	2,398
负债和股东权益合计	3,826	4,393	4,434	4,834	4,858

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	351	341	315	421	536
折旧摊销	157	196	253	280	303
营运资金变动	(209)	(319)	31	(39)	15
其他	89	58	21	30	4
经营活动现金流	388	276	620	692	857
资本支出	(380)	(334)	(385)	(165)	(165)
投资变动	18	14	0	0	0
其他	(316)	(99)	6	5	6
投资活动现金流	(677)	(418)	(380)	(160)	(160)
银行借款	459	338	(171)	(189)	(446)
股权融资	(393)	(162)	(82)	(111)	(141)
其他	222	(27)	(47)	(25)	(15)
筹资活动现金流	289	150	(300)	(325)	(602)
净现金流	0	8	(59)	208	96

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	50.5	9.5	8.2	19.5	20.5
营业利润增长率(%)	24.6	(10.6)	(3.5)	36.0	28.4
归属于母公司净利润增长率(%)	9.3	0.1	(6.6)	33.7	27.1
息税前利润增长率(%)	25.6	(6.0)	(1.7)	33.3	25.4
息税折旧前利润增长率(%)	39.8	3.3	9.6	23.5	18.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	9.3	0.1	(6.6)	33.7	27.1
获利能力					
息税前利润率(%)	16.3	14.0	12.7	14.2	14.8
营业利润率(%)	17.6	14.3	12.8	14.6	15.5
毛利率(%)	44.6	44.6	42.4	43.6	43.7
归母净利润率(%)	11.4	10.4	9.0	10.1	10.6
ROE(%)	16.0	14.2	12.2	14.8	16.8
ROIC(%)	12.6	10.0	10.0	14.4	19.2
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.5	0.4	0.4	0.3
净负债权益比	0.2	0.3	0.2	0.1	(0.1)
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.6	3.0	3.0	3.3	3.6
应付账款周转率	18.4	13.3	17.4	17.7	17.8
费用率					
销售费用率(%)	4.3	4.8	4.6	4.6	4.6
管理费用率(%)	13.8	14.8	14.3	14.3	14.0
研发费用率(%)	8.3	8.5	8.4	8.4	8.4
财务费用率(%)	0.6	1.5	1.5	0.9	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.5	0.3	0.8	0.9	1.1
每股净资产(最新摊薄)	2.0	2.2	2.4	2.7	3.0
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	25.3	25.2	27.0	20.2	15.9
P/B(最新摊薄)	4.0	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	23.1	18.9	11.3	8.5	6.5
价格/现金流(倍)	16.4	23.1	10.3	9.2	7.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371