

2024年10月16日

## 国检转债（113688.SH）申购分析

## 主题报告

### 综合性检验认证机构

#### 投资要点

- ◆ 国检转债本次发行规模 8 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA+/AA+（联合资信）。转股价为 6.63 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 10 月 15 日中债 6YAA+ 企业债到期收益率 2.5025%贴现率计算，纯债价值 100.65 元，对应 YTM 为 2.61%，债底保护性充足。总股本稀释率为 13.05%，流通股本稀释率 13.05%，有一定摊薄压力。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 750 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.0029%。
- ◆ 截至 2024 年 10 月 15 日，公司市盈率 PE(TTM)为 21.5，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自身上市以来 5.17%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.36%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 0.93%。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 100%，无限售股解禁风险。
- ◆ 年初至今公司股价下降 17.15%，行业指数（检测服务-申万三级）下降 11.34%，公司跑输行业指数。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 20%左右，对应价格为 114 元~126 元。
- ◆ 风险提示：
  - 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
  - 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
  - 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
  - 4、正股股价波动风险。
  - 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

牛逸

SAC 执业证书编号：S0910523040001  
niuyi@huajinsec.com

#### 相关报告

- 10.12 财政部发布会点评 2024.10.12
- 2024 年 9 月信用债市场跟踪 2024.10.1
- ESG 市场跟踪月报（2024.9.5-2024.9.27）- “双碳”目标提出四周年，市场化机制推动企业逐“绿”而行 2024.9.27
- 9.24 金融政策点评 2024.9.25
- 四季度债券投资展望 2024.9.18



## 内容目录

一、国检转债分析.....	3
(一) 转债分析.....	3
(二) 中签率分析.....	4
二、正股分析.....	4
(一) 公司简介.....	4
1、检验检测.....	4
2、认证.....	5
3、检测仪器及智能制造.....	5
4、计量校准.....	5
5、科研及技术服务.....	5
(二) 行业分析.....	6
1、检验检测行业.....	6
2、检测仪器及智能制造行业.....	7
(三) 财务分析.....	8
(四) 估值表现.....	11
(五) 募投项目分析.....	11
三、定价分析.....	13
四、风险提示：.....	13

## 图表目录

图 1：2017-2023 年检测认证行业营业收入及增长情况.....	8
图 2：2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）.....	8
图 3：营业收入情况.....	10
图 4：归母净利润情况.....	10
图 5：公司经营现金流情况（万元）.....	10
图 6：近一年行业指数及国检集团股价走势.....	11
图 7：信测转债及正股表现情况（%）.....	13
图 8：东时转债正股表现情况（%）.....	13
表 1：国检转债基本要素.....	3
表 2：募集资金用途（万元）.....	3
表 3：主营业务收入按产品类型划分结构（万元，%）.....	6
表 4：公司主要财务指标.....	10
表 5：期间费用情况（万元）.....	10
表 6：同行业可比上市公司（亿元，%）.....	11

## 一、国检转债分析

### （一）转债分析

国检转债本次发行规模 8 亿元，期限 6 年，发行与主体评级为 AA+/AA+（联合资信）。转股价为 6.63 元，到期补偿利率为 10%，属较高水平。下修条款 15/30，85%和强赎条款 15/30，130%均为市场化条款。以 2024 年 10 月 15 日中债 6YAA+企业债到期收益率 2.5025%贴现率计算，纯债价值 100.65 元，对应 YTM 为 2.61%，债底保护性充足。总股本稀释率为 13.05%，流通股本稀释率 13.05%，有一定摊薄压力。

表 1：国检转债基本要素

基本要素			
债券简称	国检转债	债券代码	113688.SH
正股简称	国检集团	正股代码	603060.SH
发行/主体信用评级	AA+/AA+（联合资信）	认购代码	754060
发行金额（亿元）	8.00	发行期限（年）	6
转股价（元/股）	6.63	起息日	2024-10-17
转股起始日	2025-04-23	转股结束日	2030-10-16
下修条款	15/30，85%	强赎条款	15/30，130%
回售条款	最后两个计息年度，70%	补偿利率	10.00%
利率	0.2%、0.4%、0.6%、1.5%、1.8%、2%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	0.995
总股本稀释率	13.05%	流通股本稀释率	13.05%
主要指标			
转股价（元）	6.6300	折现率（2024/10/15）	2.5025%
债券面值（元）	100	平价溢价率	2.36%
正股收盘价（元）（2024/10/16）	7.04	转股溢价率	-2.93%
纯债价值（元）	100.65	纯债溢价率	-0.64%
平价（元）	103.02	纯债 YTM	2.61%
总股本	803,928,549.00		
非限售流通股	803,928,549.00		

资料来源：iFinD，华金证券研究所

表 2：募集资金用途（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
1	中国国检测试控股集团股份有限公司湖南华科检测实验室建设项目	12,095.37	10,789.78
2	中国国检测试控股集团股份有限公司湖南公司检测实验室建设项目	11,004.73	9,450.89
3	中国国检测试控股集团股份有限公司河北雄安检测实验室建设项目	13,419.88	12,654.65
4	中国国检测试控股集团股份有限公司基于区块链技	12,000.00	11,400.00

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	术的建材行业碳排放管理平台建设项目		
5	中国国检测试控股集团股份有限公司与其控股子公司安徽拓维检测服务有限公司联合收购云南云测质量检验有限公司 51% 股权项目	7,221.60	7,221.60
6	中国国检测试控股集团股份有限公司收购湖南华科检测技术有限公司 49% 股权项目	4,630.50	4,630.50
7	偿还银行贷款及补充流动性资金	23,852.58	23,852.58
	<b>合计</b>	<b>84,224.66</b>	<b>80,000.00</b>

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

## （二）中签率分析

根据公司最新中报，国检集团前十大股东持股比例合计 **74.66%**，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 **80%**，剩余股东参与比例为 **50%**，则股东优先配售比例为 **59.73%**。网上申购额度为 **2.21** 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 **750** 万户，单户申购上限金额 **100** 万元，则中签率预计为 **0.0029%**。

## 二、正股分析

### （一）公司简介

截至 2024 年 6 月 30 日，中国建材总院直接持有公司股份总数为 **516,685,203** 股，直接持股比例为 **64.27%**，通过其控制的秦皇岛院、咸阳院、西安院间接持有公司股份总数为 **33,327,356** 股，间接持股比例为 **4.15%**。综上，中国建材总院合计持有公司股份总数为 **550,012,559** 股，合计持股比例为 **68.42%**，为公司控股股东。中国建材集团持有公司控股股东中国建材总院 **100%** 股权，为公司的实际控制人。公司控股股东、实际控制人持有的公司股份不存在质押、冻结或者其他有争议的情况。

公司已形成检验检测、认证、检测仪器及智能制造、计量校准、科研及技术服务等综合业务平台，拥有三十五个国家及行业级中心，可为客户提供质量、环保、绿色、安全、健康、节能等领域的检验检测、认证评价、鉴定、咨询、培训等技术服务及综合性解决方案，已成为国内知名第三方检验认证机构，并以世界一流的检验认证机构为发展目标。其中，检验检测为公司的核心业务，近三年及 2024 年 1-6 月的占有主营业务收入比例均在 **68%** 以上。公司主要产品包括：

### 1、检验检测

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，公司资质齐全，由于建筑材料、建筑装饰装修材料及建设工程检测种类以及下游客户细分领域和客户类型不同，导致检测方法、仪器设备以及对检测人员的专业要求差异较

大，仅有少部分企业可提供覆盖大多数建筑材料、建筑装饰装修材料及建设工程的检测服务，因此公司是建工建材细分领域内可检测项目及参数最齐全的企业之一。2023 年度，公司及子公司共出具了 140.91 万份检验报告；2024 年上半年，公司及子公司共出具了 64.95 万份检验报告。

## 2、认证

认证业务为公司核心业务之一，公司提供强制性产品认证（包括安全玻璃认证，瓷质砖认证，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，截至 2024 年 6 月 30 日，公司有效认证证书为 33,363 份，有效认证客户 8,024 家，其中国外客户 165 家。公司拥有开展认证工作所必需的资源 and 一批经国内、外权威机构培训，能胜任专业领域审查、检查工作的专家及审查、检查人员，其审查工作和评定工作坚持客观公正，不受部门经济利益和任何其它方面的影响和干预，具有较高的商业评价与口碑。

## 3、检测仪器及智能制造

公司利用在标准制定和检测方法方面的研发能力、终端企业客户资源的优势，研究开发检测专用仪器设备。2021 年内通过收购上海美诺福，公司涉足流程工业智能服务领域，开拓实验室智能化系统建设、运维服务及检测仪器开发等全新业务板块。未来公司将整合资源，进一步开发产业链上下游延伸业务，打造检测仪器及智能制造市场服务品牌。

## 4、计量校准

计量校准业务是公司通过“跨领域”发展方式成功拓展的板块，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。2023 年内，公司及子公司共出具了 38.17 万份报告；2024 年 1-6 月，公司及子公司共出具了 17.15 万份报告。

## 5、科研及技术服务

科研与技术服务是公司有别于普通检验检测机构的优势特征之一。凭借科研储备及研发优势，公司可以为客户提供综合技术服务，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。科研及技术服务是公司的重要业务之一，为客户提供一站式、多样化及定制化的服务，是公司增强影响力、树立权威性、保持竞争力以及引领行业发展的重要保障。

近三年及 2024 年 1-6 月，公司以内销为主，其中销往华东地区的占比较高，在 39% 以上。

公司生产和提供服务所需主要包括检验仪器设备、设备生产原材料、办公用品与电脑耗材、检测用试剂等耗材，此外，公司采购计量检定服务、废弃化学品处理服务和技术培训服务等，并需要水电等能源动力。近三年及 2024 年 1-6 月，能源消耗随着公司业务规模的扩大而上升。公司的主要营业成本为人员费用、吊装及外协测试费和材料费，2021 年起由于公司收购上海美诺

福，原仪器设备研发销售板块新增仪器设备生产业务，成为检测仪器及智能制造业务板块，导致材料费成为公司主要营业成本类型之一；2022年因受外部不利因素影响，上海美诺福生产等业务活动受到一定影响，致使相关材料费占比有所回落，2023年逐渐恢复至正常占比水平。

**采购模式方面**，公司生产和提供服务所需主要包括检验仪器设备、办公用品与电脑耗材、检测用耗材，此外，公司采购计量检定服务、废弃化学品处理服务和技术培训服务等，并需要水电等能源动力。**生产模式方面**，公司除检测仪器及智能制造业务外，涉及检验检测、认证、计量校准和科研与技术服务业务，均为服务业务类型，不涉及生产环节。公司的检测仪器及智能制造业务主要是由控股子公司上海美诺福及其下属子公司运营，其业务采取“以销定产、即产即销”的生产模式，按照订单生产，以满足用户定制需求为主。**销售模式方面**，公司检验检测业务主要包括工程检测、材料检测、环境检测、食品农产品检测等细分领域，其中建筑材料检测及建筑工程检测为公司主要检测细分领域。公司采取差异化的营销策略，对于具有影响力的重要建材生产企业或大型工程项目，公司设立具有针对性的专业营销团队，由各业务部门牵头和配合，开展营销及后续服务。**管理模式方面**，公司构建了以股东大会、董事会、监事会及高级管理层为核心的管理组织架构，形成了完善的内部控制体系，建立了“三会一层”各司其职、有效制衡、协调运作的长效决策管理机制。

表 3：主营业务收入按产品类型划分结构（万元，%）

	2024 年 1-6 月		2023 年度		2022 年度		2021 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
检验检测	74,850.37	72.06	181,055.29	68.2	174,421.15	71.96	157,129.11	71.02
认证服务	4,812.47	4.63	10,188.04	3.84	9,720.50	4.01	9,313.43	4.21
检测仪器与智能制造	13,435.87	12.94	48,315.02	18.2	37,113.37	15.31	37,103.08	16.77
计量校准服务	2,031.75	1.96	5,875.32	2.21	2,310.28	0.95	1,320.17	0.6
科研及技术服务	8,735.00	8.41	20,049.40	7.55	18,809.14	7.76	16,382.52	7.4
<b>主营业务收入合计</b>	<b>103,865.46</b>	<b>100</b>	<b>265,483.06</b>	<b>100</b>	<b>242,374.44</b>	<b>100</b>	<b>221,248.32</b>	<b>100</b>

资料来源：可转债募集说明书，华金证券研究所

## （二）行业分析

### 1、检验检测行业

在全球范围内，近年来随着技术进步和国际分工深化，检验检测行业营业收入保持 10% 以上的快速增长。根据国家认证认可监督管理委员会数据统计，全球检验检测行业的市场规模从 2016 年的约 1,445 亿欧元增长至 2021 年的约 2,343 亿欧元（对应人民币市场规模超 1.65 万亿元），年均复合增长率约为 10.15%。国外检验检测行业发展较早，在欧美等发达国家各类检验检测服务已经趋于完善。

从下游行业来看，目前工业类检测占据大部分市场份额，约为 52%；生命科学、食品和环境保护方面的市场份额约占 22%，消费品类检验检测市场份额约占 9%，商品类检验检测市场份

额约占 7%。从业务分布的地理区域来看，北美、欧洲仍是全球检验检测机构的主要市场，份额占比分别为 32%、30%，亚洲地区占比 25%。

我国市场化的检验认证行业发展历史较短，伴随着改革开放于上世纪 80-90 年代形成市场化雏形，自 2001 年 12 月 11 日中国加入 WTO，开始对外开放并与国际对接、2013 年单独作为《国民经济行业分类》中的一类以来，行业处于快速发展的成长期，为全球增长最快、潜力最大的市场。国家统计局数据显示，2002-2007 年，我国实验室数量从 5,500 家上升至 24,700 家，认证机构数量从 122 家上升至 184 家。2007 年以后，伴随着行业监管日益严格和市场竞争日益剧烈，检验认证机构数量增速放缓，部分年份呈下降趋势。总体而言，我国检测认证机构数量众多，行业整体竞争充分，市场集中度相对较低。2017-2023 年检测认证行业规模突破 4,600 亿元，CAGR 为 11.91%。

检验检测行业上游主要涉及相应的检验检测硬件设备及智能控制系统等软件服务，同时还包括第三方检测需要用到的化学试剂、耗材等。目前，检测分析仪器设备制造业发展趋势平稳，行业内生产企业较多，检测行业仪器设备采购需求能够得到充分保障，不存在供应不足情形；行业内生产试剂、耗材企业较多，市场竞争充分，原材料来源广泛、供应充足、价格相对稳定，且该类物资占企业营业成本比例较低，价格波动对企业经营影响较小。

检验检测行业下游主要是各级政府监管部门及各类产品或服务的市场交易主体（生产商、贸易商等），服务内容是为客户提供检验检测服务并出具检验检测报告。检验检测行业客户涉及领域较为广泛，涵盖环保业、汽车业、建筑业、制造业、交通运输业、餐饮业、零售业等众多行业。市场交易主体采购检验检测服务主要用于满足质量控制、监管要求等；政府监管部门采购需求主要来自环境保护、食品安全、产品质量控制等监督方面。公司建材、建工检测下游客户主要为建筑材料生产企业、工程建设单位以及政府和消费者。建筑材料生产企业和工程建设单位数量众多且市场集中度相对较低，导致建材检验认证行业同样具有客户众多、市场集中度相对较低的特点。此外，随着检验认证行业各类强化监管的规范性文件出台，认证检测乱象得到持续整治，市场规范化程度、机构公信力有所提升，也为检验检测业务带来了丰富的下游市场资源。根据国家认监委公布的检验检测行业年报披露，2021 年至 2023 年国检集团主要业务板块检验检测及认证服务市场占有率基本保持稳定，在 0.41% 左右。

## 2、检测仪器及智能制造行业

公司检测仪器及智能制造板块的主要客户行业为冶金行业对单体自动化设备和实验室自动化系统有大量需求的钢铁企业，涉及质量检验、炼钢、热轧、冷轧、连铸、原料等多个领域。根据中国工控网统计，我国自动化及工业控制市场规模总体呈波动上升趋势，具有一定的周期性，2022 年我国工业自动化市场规模达 2,807 亿元，同比增长 10.9%；2023 年我国工业自动化市场规模达 3,115 亿元，同比增长 11.0%。

从目前中国的工业自动化市场发展来看，中国拥有世界最大的市场，而中国的工控业发展又相对滞后。传统工业技术改造、工厂自动化、企业信息化需要大量的工业自动化系统，潜在市场巨大。从全球的情况来看，人工成本上涨和现代制造业对产品一致性、精度、效率的要求越来越高，该现状正在加速推进机器替代人工的进程，制造业自动化和智能化需求持续提升，将助推工控市场规模稳步增长。（相关资料来源可转债募集说明书）。

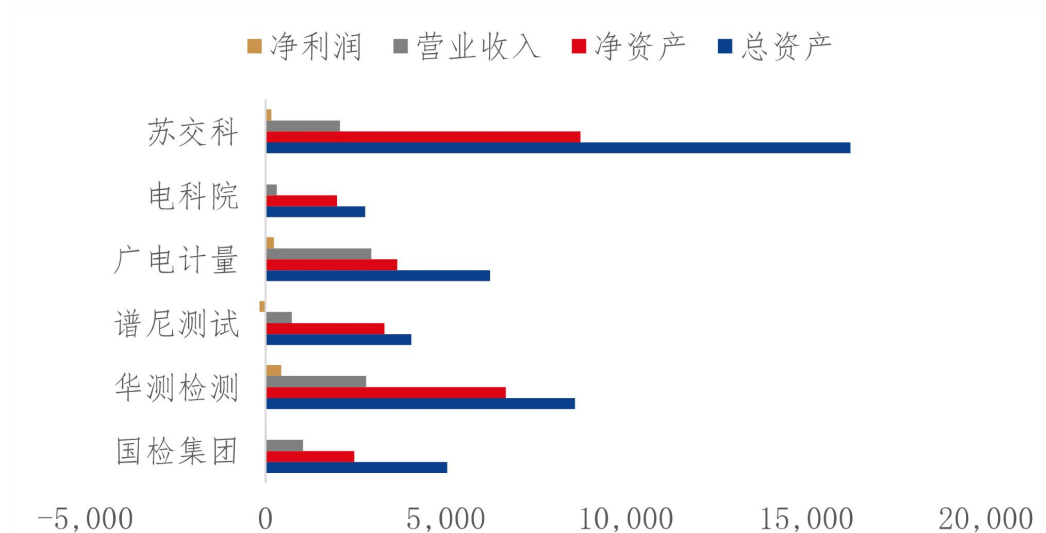
国内可比上市公司则包括华测检测、谱尼测试、广电计量、电科院、苏交科。

图 1：2017-2023 年检测认证行业营业收入及增长情况



资料来源：中国国家认证认可监督管理委员会，可转债募集说明书，华金证券研究所

图 2：2024 年一季度同行业可比上市公司财务状况（百万元）



资料来源：iFinD，华金证券研究所

### （三）财务分析

2024 年 1-6 月，公司实现营业收入 10.41 亿元，同比上升 3.65%，主要系报告期公司通过市场拓展、检测技术研发与扩项，实现营业收入的持续增长；实现归母净利润 0.26 亿元，同比下降 6.27%。近三年及 2024 年 1-6 月，公司主营业务收入占营业收入的比例均超过 99%。公司主营业务收入在报告期各期呈稳步增长态势，特别是 2021 年以来，公司通过市场拓展、检验技术研发与扩项，跨领域、跨地域整合行业优质资源，同时稳步推进收购进度，实现内生与外延的共同增长，主营业务收入持续保持稳定增长态势。2022 年度，公司主营业务收入 242,374.44 万元，较上年同期增加 9.55%，增幅较 2021 年略有放缓，主要原因一是 2022 年受外部环境因素



影响，业务开展具有一定波动性；二是受房地产政策调控、新开工面积有限等影响，建工检测业务受到一定冲击。2023 年度，公司主营业务收入 265,483.06 万元，较上年同期增加 9.53%，增幅较 2022 年同比 9.55% 的增速基本持平，体现了公司持续稳健的经营态势，主要系报告期外部经营环境逐步好转，同时公司通过检测技术研发与扩项、市场拓展以及并购，实现内生与外延的共同增长所致。公司其他业务收入主要是房屋租赁及管理等业务产生的收入。

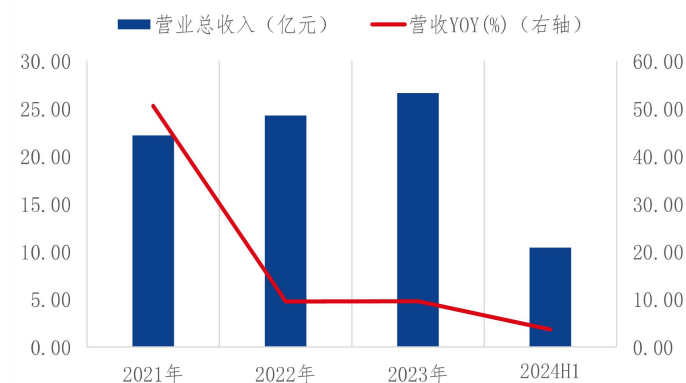
近三年及 2024 年 1-6 月，公司流动比率、速动比率呈下降趋势且低于可比公司平均值和 M74 行业平均值及中位数，主要是由于公司业务规模持续扩大，公司新增短期借款，同时随着业务开展应付账款等与日常经营活动相关的流动负债增长所致；公司资产负债率整体呈上升趋势，且 2021 年以来高于可比公司平均值和 M74 行业平均值及中位数，主要是由于公司业务近年来持续扩张，股权收购带来的负债增量及新增银行借款导致公司资产负债率上升所致。

2021 年，公司新纳入合并范围企业上海美诺福，其业务中包含高端自动化产线集成、维修保养服务及备品备件贸易三大类业务，因上述业务开展需要，上海美诺福存货余额较高，带来存货绝对增量导致公司整体存货余额增长，存货周转率相应有所下降。2023 年，公司存货周转率较 2022 年基本保持稳定。2024 年 1-6 月，公司存货周转率有所下降，主要系销售周转备货，存货规模增长所致。近三年及 2024 年 1-6 月，公司存货周转率高于 M74 行业中位数水平，低于可比公司平均值和 M74 行业平均值，主要为广电计量、电科院等部分同行业公司及其可比公司因业务模式差异账面存货余额较小，并且各公司涉及存货的产品销售业务占比不同，极端值拉高整体平均水平所致。近三年及 2024 年 1-6 月，公司应收账款周转率整体呈下降趋势，主要为外部市场环境变化，应收账款占营业收入比重有所提高，同时公司报告期内并购企业广州京诚、湖南同力、上海美诺福、安徽元正、云南云测等公司带来应收账款绝对增量，公司应收账款逐年增加，且增幅高于营业收入所致。2023 年，公司应收账款周转率有所下降，主要原因为受宏观环境和公司业务扩张影响，公司应收账款规模有所扩大，且应收账款增速高于收入增速所致。

公司期间费用包括销售费用、管理费用、研发费用及财务费用。近三年公司期间费用占营业收入比例相对保持稳定，且整体变动趋势与营业收入匹配。2024 年 1-6 月，公司期间费用为 35,795.79 万元，较同期减少 2.69%，体现了公司良好的费用管控水平。2023 年期间费用规模同比增长较快的原因主要是销售费用和研发费用的快速增长。2022 年期间费用规模增长较快的原因主要是管理费用和研发费用投入的增加。

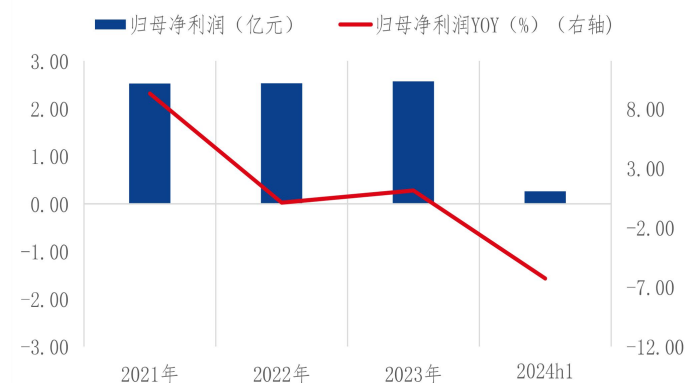
近三年及 2024 年 1-6 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金金额与公司营业收入增长趋势一致。2024 年上半年公司经营活动现金流量净额为负主要与公司结算周期的季节性有关，一般四季度为公司的结算回款高峰。近三年，公司经营活动现金流量净额始终保持正向流入，公司经营活动的产生现金流情况较好，体现了公司整体良好的经营态势。2021 年度，公司经营活动产生的现金流量净额较 2020 年增加 4,619.74 万元，同比增长 13.50%，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金随着业务规模的扩张而增长所致。2022 年度公司经营活动产生的现金流量净额较 2021 年减少 11,195.67 万元，主要系随着公司规模扩大，公司为职工支付的现金及支付的各项税费增加所致。2023 年度公司经营活动产生的现金流量净额较 2022 年增加 940.24 万元，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加所致，总体保持平稳。

图 3: 营业收入情况



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 4: 归母净利润情况



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

表 4: 公司主要财务指标

财务指标	2024 年 H1	2023 年	2022 年	2021 年
流动比率	1.06	1.24	1.33	1.43
速动比率	0.99	1.18	1.26	1.35
资产负债率 (合并)	51.07%	49.16%	45.51%	43.44%
应收账款周转率	0.75	1.89	2.08	2.41
存货周转率	5.91	16.04	16.27	24.23

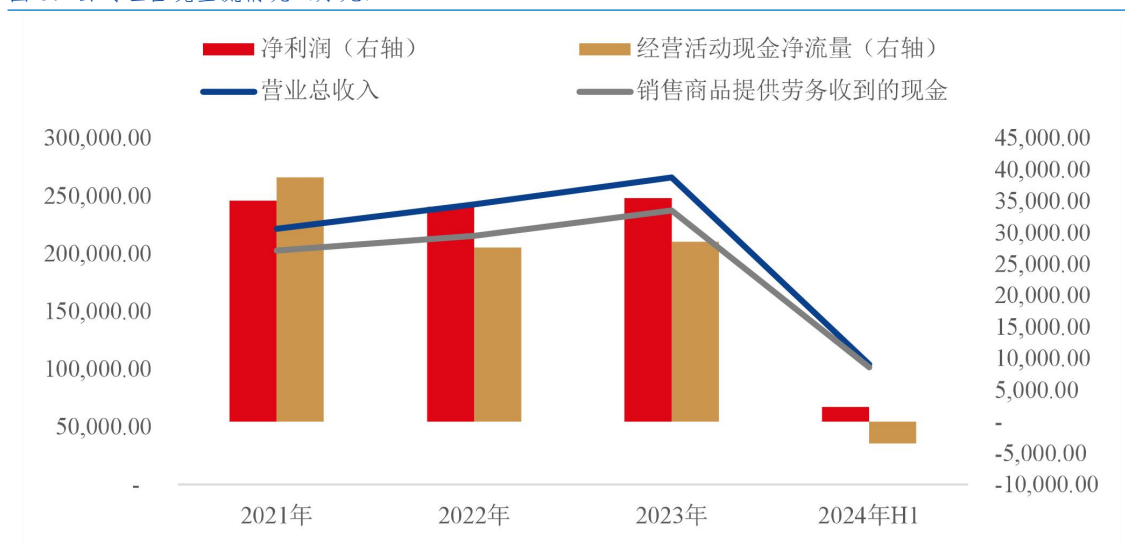
资料来源: iFinD, 可转债募集说明书, 华金证券研究所

表 5: 期间费用情况 (万元)

项目	2024 年 H1	2023 年	2022 年	2021 年
销售费用	7,157.73	14,403.08	11,553.90	9,567.43
管理费用	16,910.25	36,479.82	35,812.35	30,499.79
研发费用	9,425.25	23,527.32	20,630.46	18,306.86
财务费用	2,302.55	4,434.20	3,672.19	1,390.66
期间费用率	34.38%	29.64%	29.52%	26.96%

资料来源: iFinD, 华金证券研究所

图 5: 公司经营现金流情况 (万元)



资料来源: iFinD, 华金证券研究所

## （四）估值表现

截至 2024 年 10 月 15 日，公司市盈率 PE(TTM)为 21.5，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）；同时处于自身上市以来 5.17%分位数，估值弹性较高。净资产收益率 ROE 为 1.36%，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 0.93%。

公司流通市值占总市值比例为 100%，无限售股解禁风险。

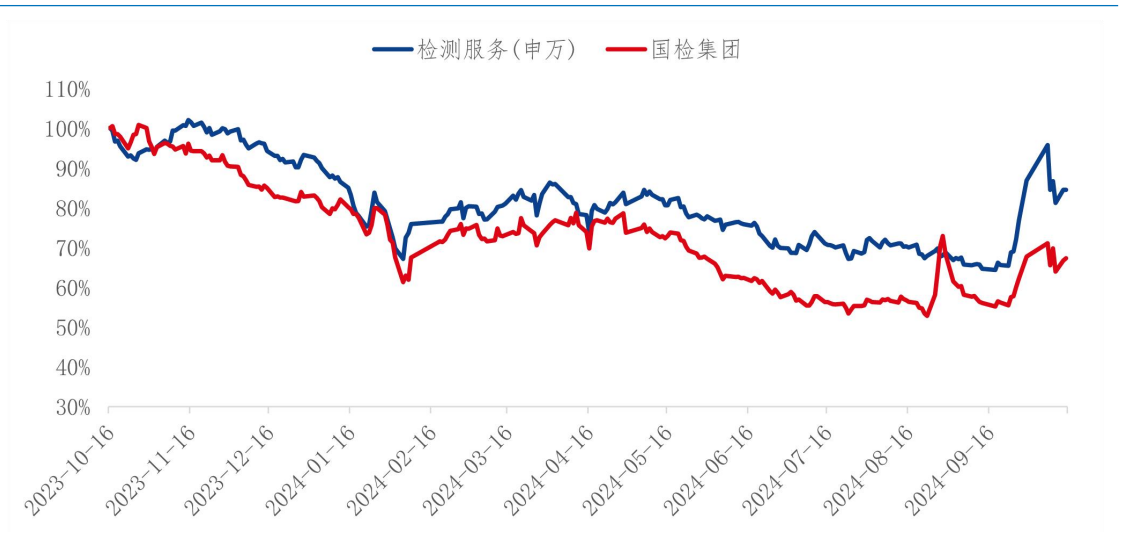
年初至今公司股价下降 17.15%，行业指数（检测服务-申万三级）下降 11.34%，公司跑输行业指数。

表 6: 同行业可比上市公司（亿元，%）

代码	名称	流通市值	总市值	PE (TTM)	近 1 月涨跌幅	近 3 月涨跌幅	近 6 月涨跌幅	近 1 年涨跌幅	ROE
603060.SH	国检集团	54.91	54.91	21.50	20.04	16.55	-10.95	-33.30	1.36
300012.SZ	华测检测	203.60	239.30	26.05	37.79	20.92	23.22	-15.21	6.84
300887.SZ	谱尼测试	28.58	43.06	-27.44	30.41	2.47	-34.90	-58.28	-5.08
002967.SZ	广电计量	81.15	87.49	39.96	23.15	16.55	3.66	1.28	2.21
300215.SZ	电科院	30.69	40.90	131.85	25.23	8.55	33.50	9.64	0.21
300284.SZ	苏交科	135.93	143.71	45.43	91.91	55.89	80.06	101.42	1.88

资料来源：iFinD，华金证券研究所

图 6: 近一年行业指数及国检集团股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）募投项目分析

本次募集资金投资项目情况如下：

- 1、中国国检测试控股集团股份有限公司湖南华科检测实验室建设项目。本项目总投资额为**12,095.37**万元，拟使用募集资金**10,789.78**万，计划于长沙市岳麓区购置检验所需场所，并购置一系列专业级检测仪器设备。本项目完成并完全达产后，预计实现年销售收入**10,303.89**万元，内部收益率（税后）为**12.24%**，项目预期效益良好。
- 2、中国国检测试控股集团股份有限公司湖南公司检测实验室建设项目。项目总投资为**11,004.73**万元，拟使用募集资金投入金额为**9,450.89**万元，计划于长沙市岳麓区购置检验所需场所，并购置一系列专业级检测仪器设备。本项目完成并完全达产后，预计实现年销售收入**7,616.17**万元，内部收益率（税后）为**12.31%**，项目预期效益良好。
- 3、中国国检测试控股集团股份有限公司河北雄安检测实验室建设项目。本项目总投资额为**13,419.88**万元，拟使用募集资金**12,654.65**万元，计划在河北省雄安新区通过购置与租赁场所并购置一系列专业仪器设备，建成专业化的检测实验室，进一步提高雄安公司工程检测能力，满足雄安新区日益扩大的建筑工程检测需求，提高区域市场占有率和品牌知名度，为国检集团提供良好的投资回报和经济效益。本项目完成并完全达产后，预计实现年销售收入**9,872.06**万元，内部收益率（税后）为**12.46%**，项目预期效益良好。
- 4、中国国检测试控股集团股份有限公司基于区块链技术的建材行业碳排放管理平台建设项目。本项目总投资额为**12,000**万元，拟使用募集资金**11,400**万元，已经在北京市昌平区租赁生产经营场所，通过购置硬件设备及开发一系列平台软件，打造基于区块链技术的建材行业碳排放管理平台。本项目完成并完全达产后，预计实现年销售收入**9,580**万元左右，内部收益率（税后）为**13.24%**，项目预期效益良好。
- 5、中国国检测试控股集团股份有限公司与其控股子公司安徽拓维检测服务有限公司联合收购云南云测质量检验有限公司**51%**股权项目。国检集团联合控股子公司安徽拓维现金收购李军明、钟读波、李文金以及李军淑四名自然人股东持有的云南云测**51%**股权，其中国检集团拟以人民币**141.60**万元收购云南云测**1%**股权，安徽拓维拟以人民币**7,080.00**万元收购云南云测**50%**股权。本次交易完成后，云南云测将成为国检集团的间接控股子公司。
- 6、中国国检测试控股集团股份有限公司收购湖南华科检测技术有限公司**49%**股权项目。国检集团拟现金收购李兰、张涛、王增化**3**名自然人股东持有的国检集团间接控股子公司湖南华科的**49%**股权。本项目实施主体为国检集团，本次募集资金到账后，国检集团将使用募集资金直接收购湖南华科**49%**股权。
- 7、偿还银行贷款及补充流动性资金。本公司拟将本次向不特定对象发行可转换公司债券募集资金中的**23,852.58**万元用于偿还银行贷款及补充本公司流动资金，占本次总募集资金的**29.82%**。其中，计划将不超过**13,000.00**万元用于补充本公司流动资金，不超过**10,852.58**万元用于偿还银行贷款。上市公司本次募集资金中用于偿还银行贷款及补充本公司流动资金仅为**23,852.58**万元，占本次总募集资金的**29.82%**。其中，计划将不超过**13,000.00**万元用于补充本公司流动资金，不超过**10,852.58**万元用于偿还银行贷款。经测算，上市公司**2023**年至**2025**年的流动性资金缺口预计为**17,175.23**万元。截

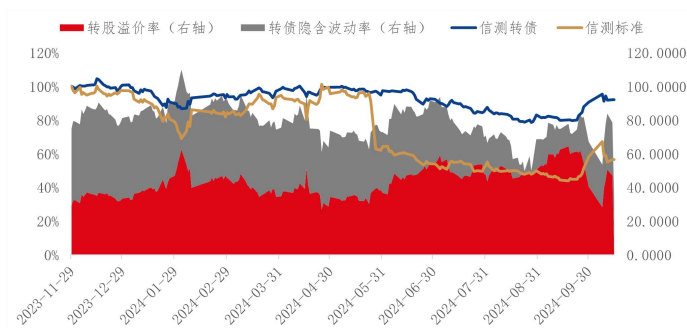
至 2024 年 6 月末，公司有息债务规模为 13.43 亿元，其中短期借款已达到 9.68 亿元，上述补充流动性资金及偿还银行贷款具有较强的必要性，符合监管的相关要求。

### 三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

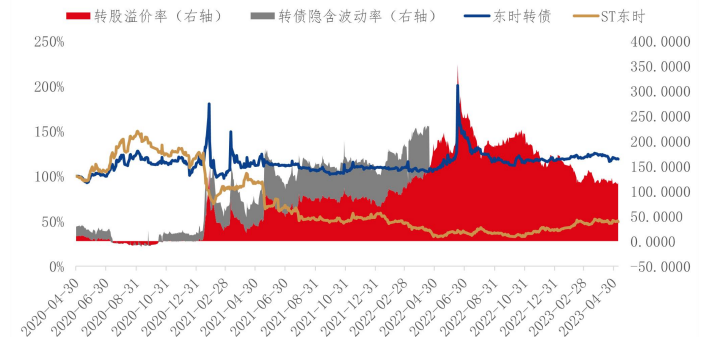
(1) 同行业可比券可参考信测转债（2023 年 11 月 29 日上市，规模 5.45 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 129 元，转股溢价率为 29.21%），东时转债（2020 年 4 月 30 日上市，规模 4.28 亿，期限 6 年，评级为 AA/AA，上市后首日收盘价 117.45 元，转股溢价率为 9.58%）。

图 7：信测转债及正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：东时转债正股表现情况（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 8 月 15 日至 2024 年 8 月 15 日已上市的 669 只可转债数据进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率  $y$ ，自变量分别为初始转股价格的倒数 ( $x_1$ )、起息前 2 日中证转债收盘价 ( $x_2$ )、起息前 1 日行业日涨跌幅 ( $x_3$ )。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，初始转股价格的倒数 ( $x_1$ ) 在 1% 的显著性水平下显著，起息前 1 日行业日涨跌幅 ( $x_2$ ) 在 5% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 ( $x_3$ ) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y = -68.59x_1 + 0.08x_2 - 1.22x_3$$

通过模型计算出国检转债上市当日的转股溢价率为 20.23%。由于国检转债的债底保护性一般，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 20% 左右，对应价格为 114 元~126 元。

### 四、风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。

- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

## 分析师声明

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

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

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

## 免责声明：

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

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

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

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)