

第三方检测龙头，激励落地按下加速键

国检集团(603060)

▶ **第三方检测黄金赛道。**2019年检验检测行业收入3225亿，行业2013-2019年营收CAGR达15%，赛道空间大、成长性快且利润率高、现金流较好，是当之无愧的黄金赛道。目前呈现大行业小公司格局，A股龙头华测检测2019年市占率仍不足1%。然而，第三方检测行业在“十三五”政策鼓励下已经开始跨区域、跨领域整合扩张，未来行业集中度有望稳步提升，其中并购将是推升集中度的重要动能，外延并购利好龙头和股东资源实力强的企业。

▶ **公司内生外延并举，业务范围拓宽。**公司初期业务主要集中于建筑建材领域，2012年起加快并购步伐，通过内生外延并举，深化跨领域、跨地域发展。截止到2019年底，公司设有38个分子公司，基本实现全国布局，业务领域拓展至环保、农业等领域，为客户提供一站式综合服务，公司规模效应深化、人均收入及盈利能力位居行业前列。

▶ **“枣庄模式”助力并购，盈利能力仍有提升空间。**2019年，公司通过增资地方检测企业方式进军枣庄市场，是公司首次“央地合作”，我们认为该模式有望成为公司未来重要的外延并购模式，助力公司市占率提升。同时，截止到2019年，公司子公司净利率相比母公司仍有10个点以上的差距，我们认为随着公司并购整合深化，子公司净利率仍有充足提升空间，从而提升公司整体盈利能力。

▶ **股权激励落地，治理机制理顺。**检测公司的核心是牌照+人才。公司2019年公告股权激励计划，2020年5月激励授予完成，在中建材央企分子公司中绝无仅有。行权条件为2020-2022年收入增速不低于15%/16%/17%，且3年ROE不低于12%。我们认为激励计划理顺了内部机制，积极性提升。

▶ **投资建议。**预计2020-2022年公司归母净利润2.42/3.03/3.66亿元，同比增长16.3%/24.9%/20.8%。给予公司基于市盈率估值的目标价25.70元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反弹，行业整合低于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

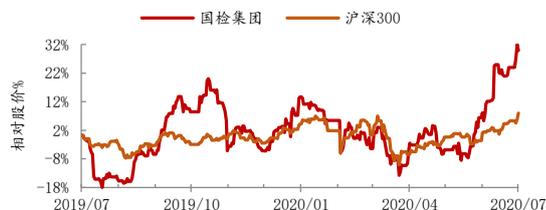
财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	984.86	1107.28	1266.16	1558.78	1861.71
YoY (%)	30.89%	12.43%	14.35%	23.11%	19.43%
归母净利润(百万元)	200.98	208.35	242.38	302.74	365.82
YoY (%)	39.35%	3.67%	16.33%	24.91%	20.84%
毛利率 (%)	46.10%	45.31%	45.38%	45.53%	45.59%
每股收益(元)	0.47	0.48	0.56	0.70	0.85
ROE	16.76%	16.57%	17.42%	18.88%	19.67%
市盈率	42.89	41.37	35.56	28.47	23.56

资料来源: Wind, 华西证券研究所

评级及分析师信息

评级: 买入
上次评级: 首次覆盖
目标价格: 25.70
最新收盘价: 19.67

股票代码: 603060
52周最高价/最低价: 26.7/17.48
总市值(亿) 84.82
自由流通市值(亿) 84.82
自由流通股数(百万) 431.20



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

相关研究

正文目录

1. 建工建材检测龙头	4
2. 黄金赛道整合起，头部企业核心受益	6
2.1. 空间大、利润率高，黄金赛道	7
2.2. 集中度预计稳步提升，头部企业核心受益	8
3. 国检集团：跨区域+跨领域战略助力成长	12
3.1. 内生外延并举，“枣庄模式”或为未来重点	12
3.2. 合理布局+服务创新，规模效应优势显现	15
3.3. 子公司盈利能力有较大提升空间	16
3.4. 激励计划重磅落地，解决积极性问题	17
4. 盈利预测及估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 公司股权结构	4
图 3 公司收入及同比增速	5
图 4 公司归母净利润及同比增速	5
图 5 公司分板块收入	5
图 6 公司资质列表	6
图 7 检测行业规模庞大	7
图 8 检测行业细分规模	7
图 9 检测行业出具报告数量	7
图 10 检测行业报告单价	7
图 11 检测行业毛利率较高	8
图 12 检测行业净利率较高	8
图 13 检测行业现金流较为良好，收现比接近 100%	8
图 14 检测行业企业平均收入规模提升	9
图 16 大型检测企业收入增速更高	10
图 17 大型检测企业市场份额提升	10
图 15 检测行业企业跨地域经营比例提升	10
图 18 国检集团成本划分	11
图 19 广电计量成本划分	11
图 20 检测行业年度研发支出规模	11
图 21 枣庄项目股权结构	15
图 22 公司人均收入稳步提升且在上市企业中处于较为领先地位	15
图 23 公司管理+研发+销售费用率低于其余公司	16
图 24 公司扣非净利率领先检测上市公司	16
图 25 公司固定资产扩张 2018-2019 加速	16

表 1 主要上市检测企业市场份额	9
表 2 十三五主要检测行业政策	12
表 3 公司发展过程中主要并购	13
表 4 公司 2019 年收购中材系公司列表.....	14
表 5 公司子公司盈利能力仍有充足提升空间（下表为净利率%）	17
表 6 公司股权激励计划行权条件	18
表 7 期权授予计划明细	18
表 8 公司盈利预测	19
表 9 可比公司估值	20

1. 建工建材检测龙头

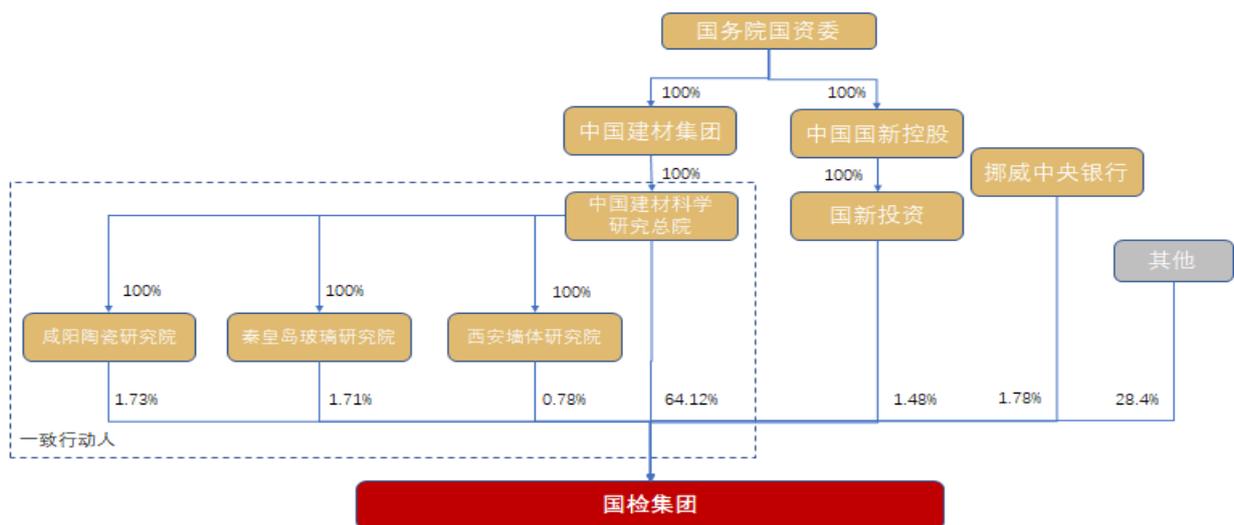
公司前身为 1984 年成立的轻工业部机械出口供应公司，2005 年 6 月公司出资人中国轻工业机械总公司划转至中国建筑材料科学研究总院，9 月公司正式更名为中国建筑材料检验认证中心，随后 2011 年完成股份制改制，2016 年于 A 股上市，目前实际控制人为中国建材集团。

图 1 公司发展历程



资料来源：公司招股说明书，公司年报，华西证券研究所

图 2 公司股权结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

根据公司年报披露，近年来，公司主持制定并已发布的国际标准 9 项，国家、行业和地方标准 358 项，近年来参与奥运场馆、三峡工程、首都机场、京沪高铁等大型工程。截止到 2019 年，公司拥有 15 个国家级检验中心，17 个行业级检验中心。受益于央企背景与强大的研发实力，公司目前是国内建筑材料与无机非金属材料领域中规模最大的第三方综合性验证服务机构，目前业务范围包括检测、认证、安全生产技术服务、检验仪器设备研发销售、延伸业务等，2019 年全检测市场份额 0.34% 左右。

图 3 公司收入及同比增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司目前主要业务包括检测、认证及延伸服务等：

检验：包括对于材料、工程质量检测，以及对于其他需要鉴定的物品进行相应鉴定。

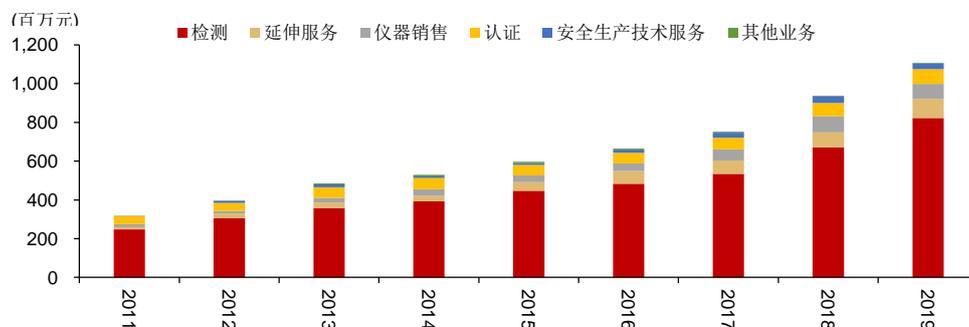
认证：由机构证明产品、服务、管理体系等符合相关强制性要求或相关标准。

延伸服务：综合技术服务，主要包括碳排放业务、绿色建材评价、标准化技术服务、相关技术人员培训等。

安全生产技术服务：包括安全生产标准化企业评审，安全生产与职业健康管理持续提升服务。

仪器销售：研究、销售检验相关专用仪器设备。

图 5 公司分板块收入



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图6 公司资质列表

资质主体	级别	所属公司
国家建筑材料质量监督检验中心	国家级	国检集团
国家水泥质量监督检验中心	国家级	国检集团
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
国家建筑卫生陶瓷质量监督检验中心	国家级	陕西公司
国家玻璃质量监督检验中心	国家级	秦皇岛公司
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
国家建筑材料测试中心	国家级	国检集团
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
国家绿色墙体材料质量监督检验中心	国家级	西安公司
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
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
国家玻璃钢制品质量监督检验中心	国家级	北玻检测
国家水泥混凝土制品质量监督检验中心	国家级	苏砼检测
国家非金属矿制品质量监督检验中心	国家级	咸阳公司
国家石材质量监督检验中心（正在办理交接）	国家级	国检集团
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
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
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
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
建筑材料工业环境监测中心	行业级	国检集团
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
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
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
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
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
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
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
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
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
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
国家建筑材料工业石材装饰装修质量监督检验中心（正在办理交接）	行业级	国检集团
国家建筑材料工业工业陶瓷产品质量监督检验测试中心（正在办理交接）	行业级	淄博公司

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2. 黄金赛道整合起，头部企业核心受益

2019年检测行业规模达3225亿元，空间广阔，行业2013-2019年CAGR达15%左右成长性较快；同时检测行业现金流优异，行业一般收款模式是出具报告时现金付款，是当之无愧的黄金赛道。我们认为检测行业的集中度将稳步提升，头部检测企业核心受益。

2.1. 空间大、利润率高，黄金赛道

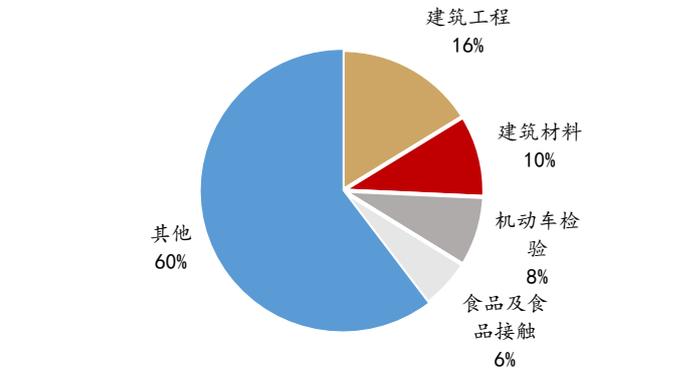
根据市场监管总局发布数据，2019年，检验检测行业实现营业收入3225.09亿元，同比增长14.8%，空间广阔，其中建筑工程与建筑材料是最大的细分方向，2018年规模达723亿元，占检测总规模的25.7%左右。

图7 检测行业规模庞大



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

图8 检测行业细分规模



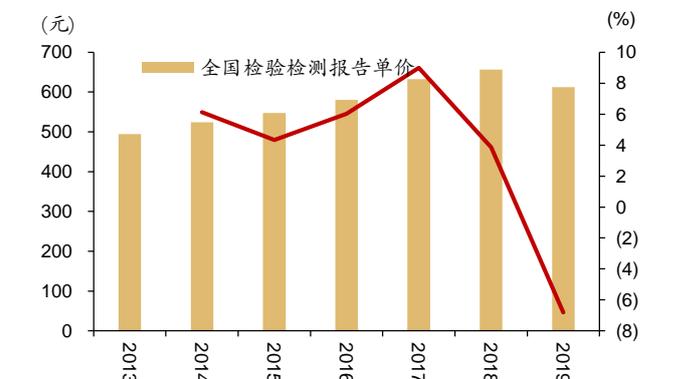
资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

图9 检测行业出具报告数量



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

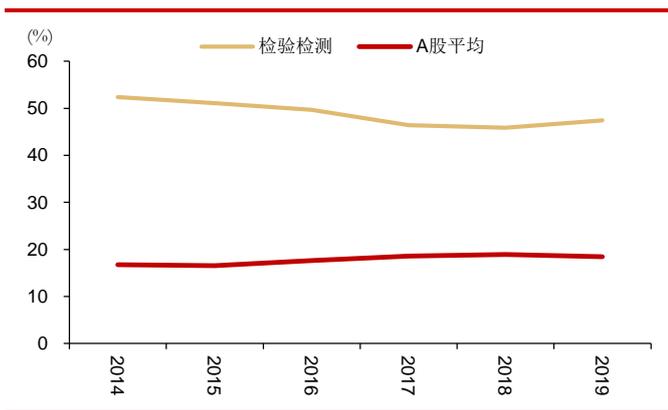
图10 检测行业报告单价



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

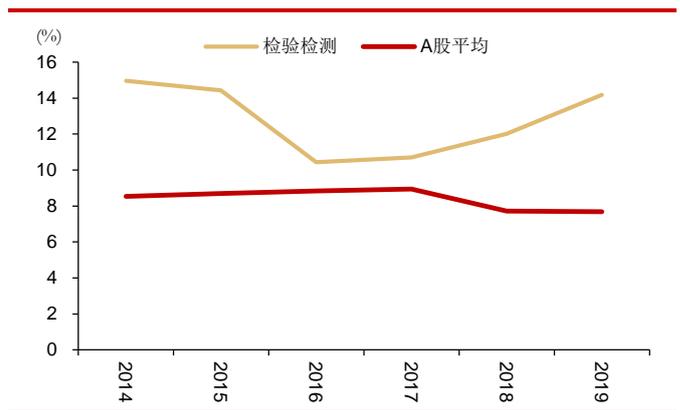
检测行业同样拥有优异的利润率和现金流。根据Wind数据，A股重点检测企业（以国检集团、华测检测、广电计量、苏试试验为样本），A股检测行业毛利率/净利率分别达47.5%/14.2%，高于A股平均29.0%/6.5个百分点，利润优异。同时检测多为现款结算，现金流较好，头部企业账期通常控制在2-3个月内，收现比通常大于90%，是A股当之无愧的黄金赛道。考虑到：1)消费升级，且不合格产品召回制度完善，2)第三方检测逐渐代替自检，我们预计行业空间仍将稳步扩容。

图 11 检测行业毛利率较高



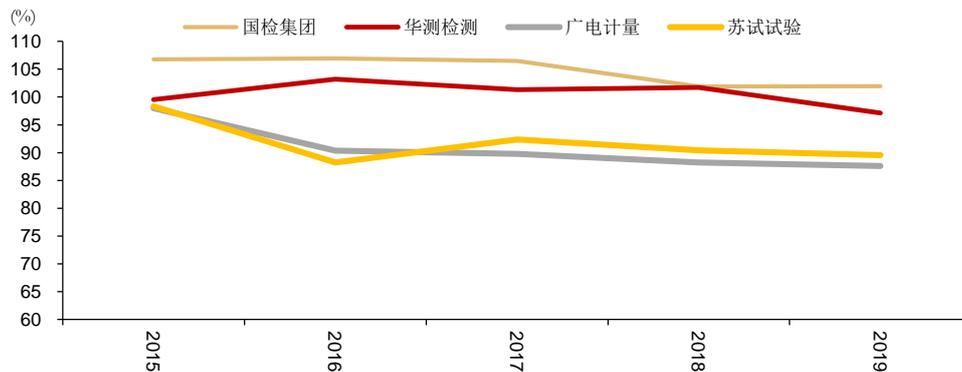
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 检测行业净利率较高



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 13 检测行业现金流较为良好, 收现比接近 100%



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2. 集中度预计稳步提升, 头部企业核心受益

由于历史发展原因, 检测行业目前较为分散, 呈现“大行业、小公司”格局。根据市场监管总局数据, 截止到 2019 年底, 中国大陆共有检验检测机构 44007 家, 同比增长 11.49%, 其中规模以上企业 (收入 1000 万元以上) 企业 5795 家, 占比仅 13.17%, A 股规模最大的检测企业华测检测 2019 年市占率仍不足 1%。但我们注意到检测行业已经呈现出一定的规模效应, 具体表现为:

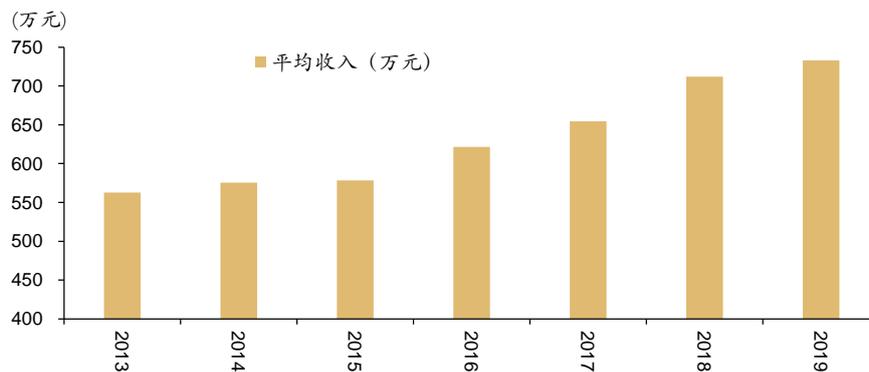
表 1 主要上市检测企业市场份额

	2019 年检验检测业务收入(亿元)	市场占有率(%)
国检集团	11.07	0.34
华测检测	31.83	0.99
广电计量	10.62	0.33
苏试试验	7.88	0.24

资料来源：各公司年报，市场监管总局，华西证券研究所

企业规模效应进一步体现：2019 年平均每家检验检测企业收入规模 732.9 万元，相较于 2018 年的 712.0 万元进一步提高，相比于 2013 年 550 万元提升了 33%；规模以上企业营收占比 76.86%，相较于 2018 年的 76.5%继续提升。

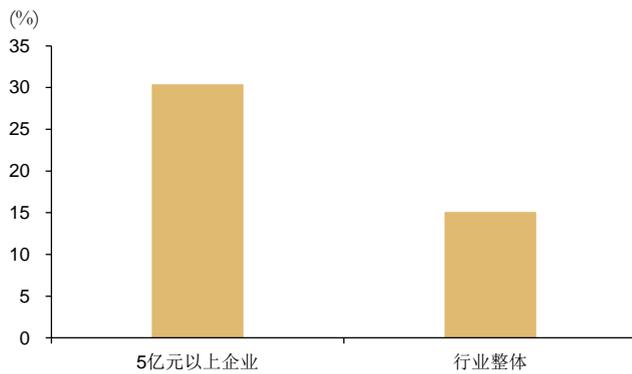
图 14 检测行业企业平均收入规模提升



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

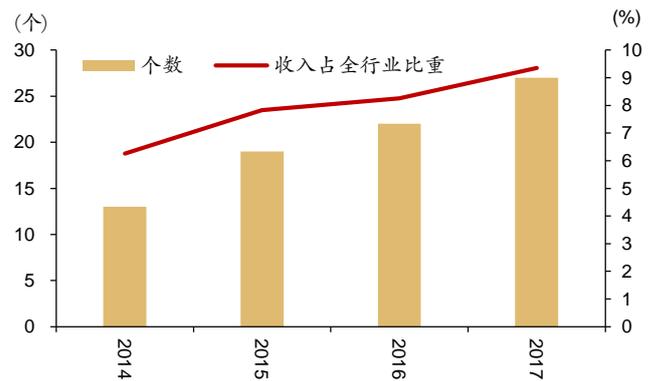
头部企业增速更快：根据《全国检验检测服务业统计简报》数据，收入 5 亿元以上的大型企业 2017 年收入增速 30.4%，明显超过行业平均增速，营业收入占比由 2014 年的 6.3%提升至 2017 年的 9.4%。

图 15 大型检测企业收入增速更高



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

图 16 大型检测企业市场份额提升



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

地域壁垒逐渐淡化，全国化企业增多：2019 年，25.56%检验检测企业实现跨区域经营，该比例相比于 2018 年的 23.06%有所提升。这意味着区域壁垒在政策放宽的鼓励下边际上被市场化打开；

图 17 检测行业企业跨地域经营比例提升

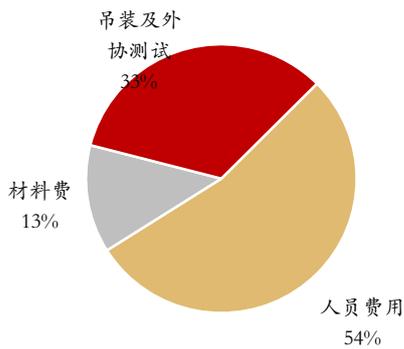


资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

2.2.1. 成本端具有明显摊薄效应

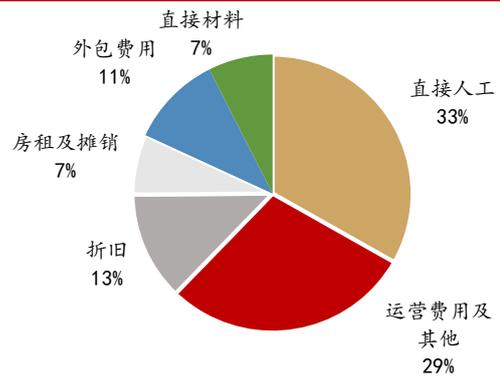
检测行业除了牌照以外，最主要特性是技术密集和人员密集型的公司。主要成本是人工及设备支出。根据重点企业年报数据，国检集团 2019 年人员/吊装及外协费用分别占检测业务成本的 54%/33%，广电计量直接人工及运营相关费用分别占检测业务成本的 32.92%/28.72%。人工、设备成本刚性，当收入达到一定规模时，摊薄效应通常较为明显，随着公司规模扩大单位支出往往有着较为明显的下降，因此头部企业往往拥有成本优势，利于扩张。

图 18 国检集团成本划分



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 19 广电计量成本划分



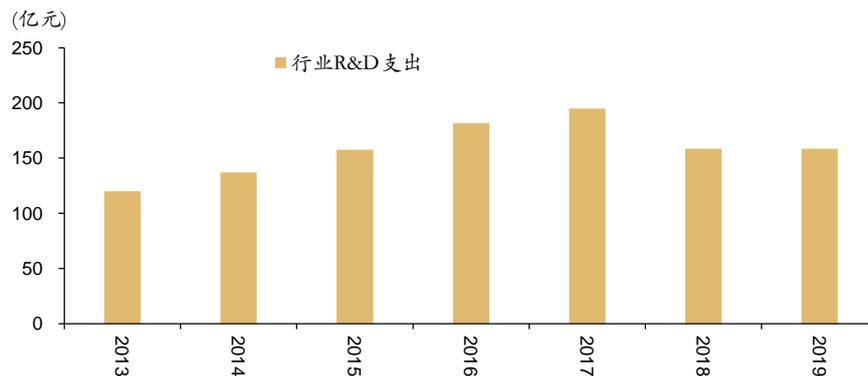
资料来源：公司年报，华西证券研究所

2.2.2. 技术壁垒及研发要求提高

随着监管趋严，大多数下游行业监测标准不断升级，对检验检测企业的品牌效应也有了更高的要求。以最大的细分下游建筑建材为例，2019 年新颁布的《绿色建筑评价标准》增添对建材绿色环保指标的检测；“毒跑道”等事件曝光后，多地新增设施环保监测。

检验检测需求升级需要检验检测机构掌握下游最新的产品特性、生产流程等，以提供有效服务，因此对检验检测机构技术、科研水平提出了更高的要求。根据市场监管总局数据，2019 年全检验检测行业研发支出 158.45 亿元，同比略有增长，平均每家企业研发费用支出 36 万元。参考 2019 年平均收入规模，判断多数小微检测机构基本上已不具备持续研发能力，后续发展预计将受到限制。

图 20 检测行业年度研发支出规模



资料来源：《全国检验检测服务业统计简报》，华西证券研究所

2.2.3. 政策助力打破区域壁垒

2013 年质检系统改革以来，我国检验检测行业逐渐开放，地域壁垒逐渐打破，2016 年 32 个部门联合印发《认证认可检测发展十三五规划》，强调行业供给侧改革，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

特别是国有机构改革是十三五期间重点。我们认为头部企业将加快跨地区、跨行业并购整合，从而使得行业进一步整合。

表 2 十三五主要检测行业政策

机构	颁布时间	具体内容
质检总局	2014.2	扎实推进业务相同或相近的检验、检测、认证机构整合工作，要求各地区及各部门要摸清底数，认真清理现有检验检测认证机构，对职能萎缩、规模较小、不符合经济社会发展需要的机构给予撤销。在此基础上，从三个方面推进整合工作。1) 结合分类推进事业单位改革，明确检验检测认证机构功能定位，推进部门或行业内部整合；2) 推进具备条件的检验检测认证机构与行政部门脱钩、转企改制；3) 推进跨部门、跨行业、跨层级整合，支持、鼓励并购重组，做强做大。
国务院	2014.8	优化资源配置，引导检验检测认证机构集聚发展，推进业务相同或相近的检验检测认证机构的整合。积极参与制定国际检验检测标准，开展检验检测认证结果和技术能力国际互认。培育一批技术能力强、服务水平高、规模效益好、具有一定国际影响力的检验检测认证集团。
国家认监委	2016.11	加快检验检测认证产业化发展；支持检验检测认证机构整合，支持国有从业机构推进混合所有制改革，支持从业机构向提供检验检测认证“一站式”服务以及“一体化”解决方案方向发展，并在行政审批、规则备案、事中事后监管等方面制定相应鼓励政策。开展从业机构能力评价、品牌评价活动，分行业、分领域树立标杆，培育一批细分行业类别的“领跑者”、一批具有国际影响力的知名机构品牌。
国务院	2018.1	清理涉及检验检测能力的行政许可事项，避免重复评价，实施统一的资质认定管理。鼓励认证机构为企业提供检验检测认证“一体化”解决方案和“一站式”服务，降低企业制度性交易成本。

资料来源：相关政府机构官网，华西证券研究所

3. 国检集团：跨区域+跨领域战略助力成长

作为全国检测行业龙头企业，我们认为公司将是检测行业加速整合的核心受益者，而公司“跨区域+跨领域”战略将进一步助力公司发展。

3.1. 内生外延并举，“枣庄模式”或为未来重点

2008 年以前公司主要业务集中于建筑工程以及建筑材料领域，而 2012 年起，公司加快并购步伐。2012 年，公司收购上海众材、广东中科华大、苏州同力，经营地域扩大。2015 年，公司收购徐州建科、贵州省建筑材料科学研究设计院，进军电子信息、环境等领域。2019 年，公司收购安徽拓维检测补充皖南的市场空白，完成食品、农业及公共卫生相关领域布局。

表 3 公司发展过程中主要并购

时间	公司名称	持股变化	目的
2009	厦门宏业	55%	地域及领域扩张
2011	上海众材	100%	拓展上海地区的建筑工程检测业务
2012	浙江公司	70%	解决同一控制下的同业竞争，并于 2012.11 增资控股浙江公司，由浙江公司收购并吸收合并浙江中建。
2012	广东中科华大	70%	拓展广东的建筑工程检测业务市场份额、建设华南（广州）基地
2012	江苏公司	51%	拓展苏州的建筑工程检测业务市场份额
2015	徐州公司	61%	拓展江苏徐州检验市场
2015	贵州公司	51%	开拓贵州市场
2015	北京天誉		建设华北基地
2018	海南公司	51%	将公司建筑装饰装修质量保障技术优势与海南公司建工检验领域优势相结合，为海南特区及自由贸易港建设贡献力量。
2018	北京奥达清	60%	进入环保领域
2019	枣庄方圆	70%	开拓山东地区检验检测业务
2019	安徽拓维	55%	开拓食农化工产品与环境检验检测认证市场
2019	云南合信	60%	开拓西南地区检验检测业务

资料来源：公司年报，华西证券研究所

2019 年，为解决两材合并后的检测业务同业竞争问题，公司收购中材集团下属 8 家检测企业。2018 年 8 家企业合计收入约 7400 万元，包括 5 个国家级、3 个行业级检测中心，竞争力夯实。目前公司已形成跨领域、跨地域经营，综合实力优势明显。

表 4 公司 2019 年收购中材系公司列表

收购标的	级别	2018 年营业收入 (万元)	2018 年利润总额 (万元)
中材地质工程勘查研究院有限公司		988.77	232.52
咸阳非金属矿研究设计院有限公司	国家级	773.42	274.87
南京玻璃纤维研究设计院有限公司	国家级	2716.43	1501.91
山东工业陶瓷研究设计院有限公司	行业级	276.33	54.37
北京玻璃钢研究设计院有限公司	国家级	1231.4	566.66
新疆天山建筑材料检测有限公司		147.98	-93.43
苏州混凝土水泥制品研究院检测中心有限公司	国家级	1086.65	572.42
北京中材人工晶体研究院有限公司	国家级 行业级	250.48	66.74

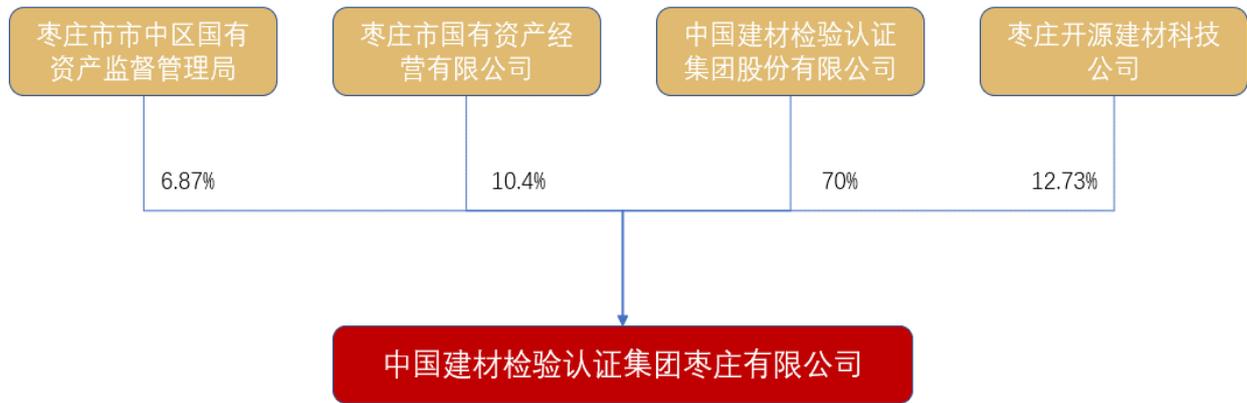
资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们认为公司未来并购可能以“枣庄模式”为重点。2019 年 1 月公司通过增资 1400 万元（后提升至 2100 万元）获得枣庄方圆 70% 股权（枣庄国资持有其余 30% 股权）。枣庄项目是公司首次进行“央地合作”并参与事业单位改革，我们认为该模式优点明显：

1) 对于公司而言，能够迅速打破地域壁垒进入新市场，并且与当地政府形成良好互助关系，为后续合作并购打下基础，

2) 对于被整合标的而言，借助央企优势，进一步提升收入、利润增速。我们判断未来“枣庄模式”可能成为公司拓展主要方式之一，帮助公司实现市占率的提升。

图 21 枣庄项目股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

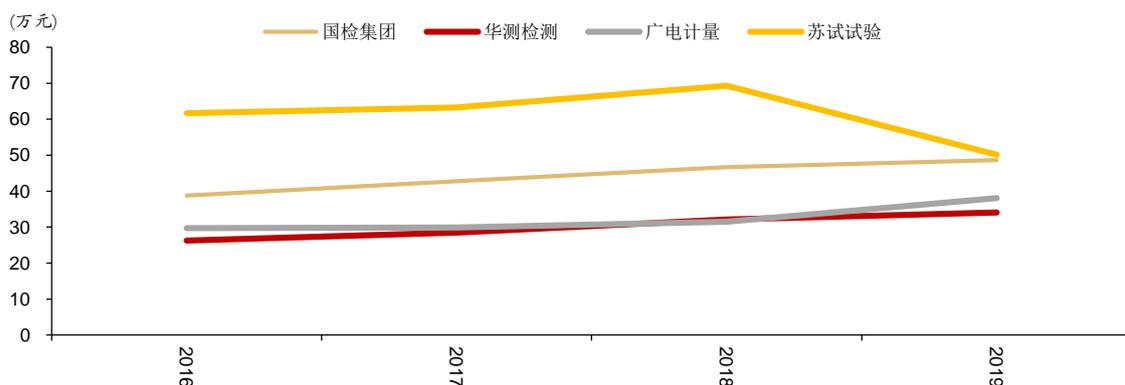
3.2. 合理布局+服务创新，规模效应优势显现

公司注重服务模式创新，先后创造了三峡服务模式（全程驻场监造）、迪士尼服务模式，引领行业服务模式创新。此外，截止到 2019 年底，公司已在全国各地设有 38 个分子公司，基本实现全国性布局以及一站式定制化服务，有效降低了公司沟通、管理成本，并与主要下游客户形成长期稳定战略合作关系。

公司创新的服务模式及合理的布局使得公司规模优势效应得以显现，具体表现为：

规模优势：人均创收由 2016 年的 38.73 万元稳步提升至 2019 年的 48.63 万元，在主要检测企业中处于较为领先地位。

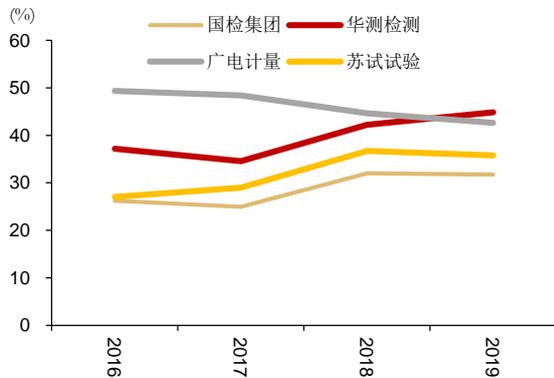
图 22 公司人均收入稳步提升且在上市企业中处于领先地位



资料来源：Wind，华西证券研究所

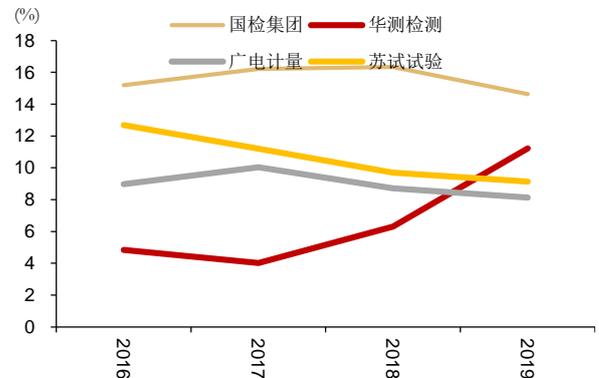
盈利能力优势：2019 年，公司销售+管理研发费用率 24.3%，低于主要竞争对手 10 个百分点以上，从而使得 2019 年公司扣非归母净利润达 14.6%，在主要上市检测企业中最高。

图 23 公司管理+研发+销售费用率低于其余公司



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 24 公司扣非净利率领先检测上市公司

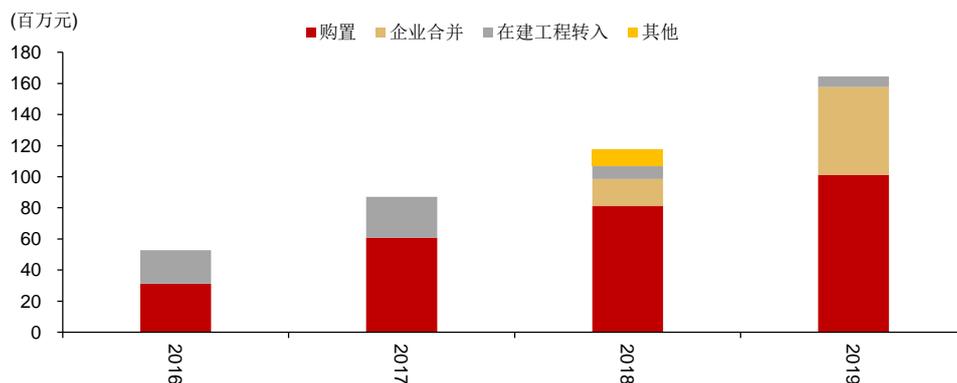


资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.3. 子公司盈利能力有较大提升空间

2018-2019 年，公司固定资产原值（不考虑报废、处置）分别增加 1.2/1.6 亿元，相较于过往千万级的水平明显加强，其中绝大部分是由设备购置及企业并购增加所致，体现公司并购及现有业务扩张加速，处于快速发展周期。

图 25 公司固定资产扩张 2018-2019 加速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

公司母公司净利率近年来呈现稳步上升趋势，2019 年达 32.9%，但子公司（特别是并购所得子公司）由于整合进度各异利润率呈现不同水平。其中苏州、厦门子公司净利率 15-25%，上海众材净利率 7-10%，江苏公司净利率 10-15%，子公司盈利能力普遍弱于母公司。我们认为随着整合的加深，子公司盈利能力仍有较大提升空间，从而进一步提升集团整体盈利能力。

表 5 公司子公司盈利能力仍有充足提升空间（下表为净利率%）

	2016	2017	2018	2019
母公司	31.10	38.00	37.10	32.91
上海众材	8.20	7.89	9.71	7.45
苏州公司	18.78	22.11	22.90	24.53
北京奥达清	18.44	6.88	15.60	17.40
厦门宏业	18.17	17.09	16.82	12.20
江苏公司	19.90	13.56	11.95	12.21

资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 激励计划重磅落地，解决积极性问题

公司 2019 年公告股权激励计划，2020 年 5 月激励授予完成，在中建材央企体系子公司中绝无仅有。行权条件为 2020-2022 年收入增速不低于 15/16/17%，且 3 年 ROE 不低于 12%。我们认为激励计划一方面彰显了管理层对于公司未来发展的信心，一方面也有助于提升管理层积极性。

表 6 公司股权激励计划行权条件

行权期	业绩考核目标
第一个行权期	2020 年净资产收益率不低于 12%且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年较 2018 年营业收入复合增长率不低于 15%·且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2020 年主营业务收入占比不低于 90%；2020 年 Δ EVA>0;2020 年现金分红占 2020 年归属于上市公司股东净利润的比例不得低于 30%.
第二个行权期	2021 年净资产收益率不低于 12%且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年较 2018 年营业收入复合增长率不低于 16%·且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2021 年主营业务收入占比不低于 90%；2021 年 Δ EVA>0;2021 年现金分红占 2021 年归属于上市公司股东净利润的比例不得低于 30%.
第三个行权期	2022 年净资产收益率不低于 12%且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2022 年较 2018 年营业收入复合增长率不低于 17%·且不低于同行业对标企业 75 分位值水平；2022 年主营业务收入占比不低于 90%；2022 年 Δ EVA>0;2022 年现金分红占 2022 年归属于上市公司股东净利润的比例不得低于 30%.

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 7 期权授予计划明细

姓名	职位	授予股票期权数量		
		(万份)	占授予股票期权总量的比例	占目前公司总股本的比例
马振珠	董事长	24.3	3.36%	0.08%
朱连滨	总经理	14.1	1.95%	0.05%
刘元新	副总经理	13	1.80%	0.04%
秦宪明	副总经理	13	1.80%	0.04%
宋开森	副总经理、 董事会秘书	13	1.80%	0.04%
吕和义	财务总监	13	1.80%	0.04%
核心骨干人员 (113) 人		633.6	87.51%	2.06%
合计 (119 人)		724	100.00%	2.35%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测及估值

受 Q1 疫情影响，我们预计 2020 年，公司检测业务收入增速 15%，而 2021/2022 年，公司检测业务收入增速为 25%/20%。预计检测服务、延伸服务、认证服务 2020-2022 年收入增速 10-20%，同时假设各业务毛利率相比于 2019 年基本保持稳定，而管理费用率随着整合深入及规模效应深化而小幅下降。基于上述假设，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.42/3.03/3.66 亿元，同比增长 16.3%/24.9%/20.8%，对应 EPS0.56/0.70/0.85 元。

表 8 公司盈利预测

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
检测业务收入	671	822	945	1,182	1,418
其他业务收入	267	285	321	377	444
总收入	937	1,107	1,266	1,559	1,862
同比增速	24.6%	18.1%	14.3%	23.1%	19.4%
归母净利润	191	208	242	303	366
净利率	20.4%	18.8%	19.1%	19.4%	19.6%
同比增速	32.5%	9.0%	16.3%	24.9%	20.8%

资料来源：公司年报，华西证券研究所

我们采用可比公司市盈率、市净率对公司进行估值。我们选取华测检测、苏试试验、广电计量三家企业作为可比公司，则行业平均 2020E PE 及 MRQ PB 为 45.89/7.93x。我们采用行业平均估值作为最终估值倍数，则公司市盈率、市净率估值法对应估值分别为 25.70/31.40 元/股。保守情境下，我们取市盈率估值法对应估值 25.70 元/股作为我们最终估值，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9 可比公司估值

	2020E PE	MRQ PB
国检集团	33.0	6.8
华测检测	56.4	9.9
广电计量	59.2	9.7
苏试试验	35.0	5.4
行业平均	45.9	7.9

资料来源：Wind，华西证券研究所

5. 风险提示

疫情反弹：如果疫情反弹，则公司订单及订单执行可能低于我们预期，从而导致收入及利润率低于预期。

行业整合低于预期：如果行业整合低于预期，则公司收入增速中枢或低于我们预期。

系统性风险：宏观经济、贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1107.28	1266.16	1558.78	1861.71	净利润	237.10	275.83	344.52	416.31
YoY (%)	12.43%	14.35%	23.11%	19.43%	折旧和摊销	57.05	56.11	60.70	65.99
营业成本	605.62	691.58	849.06	1012.92	营运资金变动	-84.17	-21.36	-39.36	-40.72
营业税金及附加	6.01	6.87	8.46	10.10	经营活动现金流	202.46	260.21	304.67	370.40
销售费用	33.65	38.48	47.37	56.57	资本开支	-296.93	-63.27	-52.46	-42.46
管理费用	152.00	170.93	207.32	242.02	投资	-108.11	0.00	0.00	0.00
财务费用	-1.84	-3.20	-5.14	-6.97	投资活动现金流	-194.27	-47.04	-36.22	-26.22
资产减值损失	2.05	2.05	2.05	2.05	股权募资	67.80	0.00	0.00	0.00
投资收益	16.24	16.24	16.24	16.24	债务募资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	262.30	280.91	349.21	421.88	筹资活动现金流	0.64	-108.81	-91.39	-110.32
营业外收支	10.75	36.73	47.54	57.54	现金净流量	8.83	104.37	177.06	233.85
利润总额	273.05	317.64	396.75	479.42	主要财务指标				
所得税	35.94	41.81	52.23	63.11	成长能力 (%)				
净利润	237.10	275.83	344.52	416.31	营业收入增长率	12.43%	14.35%	23.11%	19.43%
归属于母公司净利润	208.35	242.38	302.74	365.82	净利润增长率	3.67%	16.33%	24.91%	20.84%
YoY (%)	3.67%	16.33%	24.91%	20.84%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.48	0.56	0.70	0.85	毛利率	45.31%	45.38%	45.53%	45.59%
资产负债表 (百万元)					净利率率	21.41%	21.78%	22.10%	22.36%
货币资金	305.97	410.34	587.40	821.25	总资产收益率 ROA	11.10%	11.79%	13.01%	13.79%
预付款项	61.42	61.42	61.42	61.42	净资产收益率 ROE	16.57%	17.42%	18.88%	19.67%
存货	28.60	32.66	40.09	47.83	偿债能力 (%)				
其他流动资产	410.11	437.22	487.14	538.82	流动比率	2.38	2.71	3.21	3.82
流动资产合计	806.10	941.64	1176.05	1469.33	速动比率	2.12	2.44	2.94	3.54
长期股权投资	78.88	78.88	78.88	78.88	现金比率	0.91	1.18	1.61	2.14
固定资产	505.57	524.94	555.39	588.39	资产负债率	23.71%	22.14%	20.33%	18.54%
无形资产	97.07	90.24	83.42	76.60	经营效率 (%)				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

非流动资产合计	1071.65	1113.49	1150.75	1182.71	总资产周转率	0.63	0.64	0.71	0.75
资产合计	1877.75	2055.13	2326.80	2652.04	每股指标 (元)				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.48	0.56	0.70	0.85
应付账款及票据	40.11	45.80	56.24	67.09	每股净资产	2.92	3.23	3.72	4.31
其他流动负债	297.91	302.03	309.59	317.44	每股经营现金流	0.47	0.60	0.71	0.86
流动负债合计	338.02	347.83	365.83	384.52	每股股利	1.69	0.24	0.29	0.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	107.24	107.24	107.24	107.24	PE	41.37	35.56	28.47	23.56
非流动负债合计	107.24	107.24	107.24	107.24	PB	8.33	6.19	5.38	4.64
负债合计	445.27	455.08	473.07	491.77					
股本	308.00	308.00	308.00	308.00					
少数股东权益	175.04	208.49	250.27	300.75					
股东权益合计	1432.48	1600.06	1853.73	2160.27					
负债和股东权益合计	1877.75	2055.13	2326.80	2652.04					

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。

郁暄：建筑和建材行业研究助理。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。