国金证券 SINOLINK SECURITIES

华测检测 (300012.SZ)　其它技术服务行业

评级：买入　维持评级　　**公司研究**

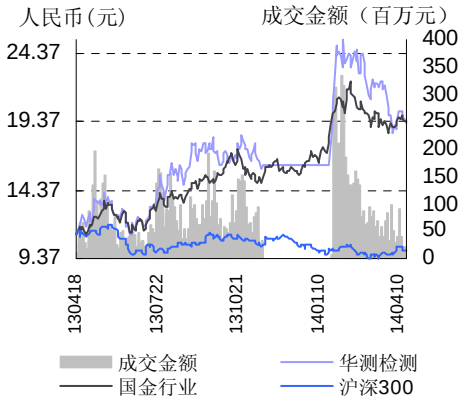
市价（人民币）：19.22 元

长风破浪会有时，直挂云帆济沧海

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	176.05
总市值(百万元)	71.00
年内股价最高最低(元)	25.40/11.09
沪深 300 指数	2224.80



相关报告

1.《收购元年、扬帆起航》，2014.1.24

公司基本情况(人民币)

项　目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.640	0.405	0.521	0.694	0.924
每股净资产(元)	4.60	2.63	3.16	4.17	5.06
每股经营性现金流(元)	0.86	0.64	0.82	0.96	1.24
市盈率(倍)	29.22	39.86	38.71	29.04	21.81
行业优化市盈率(倍)	60.61	70.94	82.16	82.16	82.16
净利润增长率(%)	24.37%	27.11%	28.48%	33.31%	33.13%
净资产收益率(%)	13.91%	15.40%	16.48%	16.12%	17.67%
总股本(百万股)	183.98	369.39	369.39	369.39	369.39

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **红海市场里走出来的民企王者：**我国检测行业是在 10 年前我国加入 WTO 之后才开始市场化的，公司作为民企，在强制性市场无法进入，自愿性市场被外资挤压的情况下，顽强的走了出来，成为了国内民企龙头。
- **好行业，好公司，看 10 年：**我国检测市场规模超 1000 亿，每年以 10%左右增速增长，我们保守预计 10 年后行业市场规模增长到 2000 亿。海外第一巨头 SGS 收入 350 亿人民币占据全球市场 5%份额，前 10 大公司市场份额占比 22%，我们看好华测 10 年后做到 3%以上全国市占率，60 亿收入，较现在增长 7.5 倍，好公司，看 10 年。
- **质检系统改革为公司外延扩张提供肥沃土壤:**2014 年 3 月，中央编办、质检总局联合下发《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，《意见》强调到 2015 年基本完成事业单位性质的机构整合，为质检系统改革定下了明确的时间计划和具体工作安排表。此次改革不仅将推进原有的部门和系统内整合，也将推进跨部门、跨行业的整合，有望打破了检测行业原有的分散、割裂的格局。
- **抓住强制性检测市场向独立第三方检测机构放开的历史性机遇，依靠自身背景迅速横向扩张，打造检测、认证一体化平台：**我国强制性检测市场 570 亿（自愿性市场 430 亿，合计 1000 亿），一直由政府部门主导，近年来强制性检测市场已逐渐向民企独立第三方检测机构放开。我们看好公司打造符合国际规则的检测、认证一体化平台。

投资建议与估值

- **盈利预测：**综合上述假设，我们预计公司 2014-2016 年公司归属于母公司股东净利润 192 百万元、254 百万元与 337 百万元，对应 EPS 分别为 0.52 元、0.69 元和 0.91 元，分别同比增长 28.05%、32.54%和 32.77%，对应 2014-2016 年 PE 分别 为 38.84 倍，29.31 倍、22.07 倍。**通过我们对海外检测巨头估值体系分析,考虑到公司未来巨大的成长性以及持续的并购战略，我们给予公司 2014 年 40 倍以上估值，维持“买入”评级。**

风险

- 下游需求不足带来的风险。

邓蠡　联系人
(8621)61038229
dengl@gjzq.com.cn

胡正洋　联系人
(8621)60870933
huzhengyang@gjzq.com.cn

贺国文　分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

华测检测：红海中走出的民企王者 4
华测检测是我国民企检测龙头之一 4
服务型公司收入稳定，盈利能力强 5
内生增长+外延扩张打开公司的成长空间 6
检测行业：“永续”增长的朝阳行业 8
检测的定义 8
检测行业:持续增长的朝阳行业 9
我国检测行业:快速增长，自愿性和强制性市场两分天下 10
自愿性检测市场：国际巨头垄断、民企起步较晚 11
强强制性检测市场：政府机构主导，逐步向第三方机构放开 12
独立第三方机构：具有明显优势 13
华测检测的成长驱动双引擎：内生增长+外延扩张 15
生命科学检测需求快速增长 15
跨区域扩张助力增长，几大检测基地增强发展后劲 18
质检系统改革为公司外延扩张提供肥沃土壤 19
外延扩张打造中国的 SGS 20
他山之石：全球检测巨头的成长路径 22
内生增长+外延扩张是全球检测巨头成长的主要路径。 22
SGS 成长案例研究 22
BV 成长案例研究 23
Intertek 成长案例研究 24
盈利预测、估值和定价 26
风险提示 26
附录：三张报表预测摘要 28

图表目录

图表 1：公司的检测服务涉及领域广泛 4
图表 2：公司营业收入规模远超同类检测机构（亿元） 4
图表 3：公司的市场份额连年提升 4
图表 4：公司业务近年来保持快速增长 5
图表 5：公司各业务拆分（按产品，百万元） 5
图表 6：公司近年来各项业务增速 5
图表 7：公司各业务毛利率较高（%） 5
图表 8：公司保持较高的盈利水平 6
图表 9：公司的服务网络已遍布多数国内主要城市 6

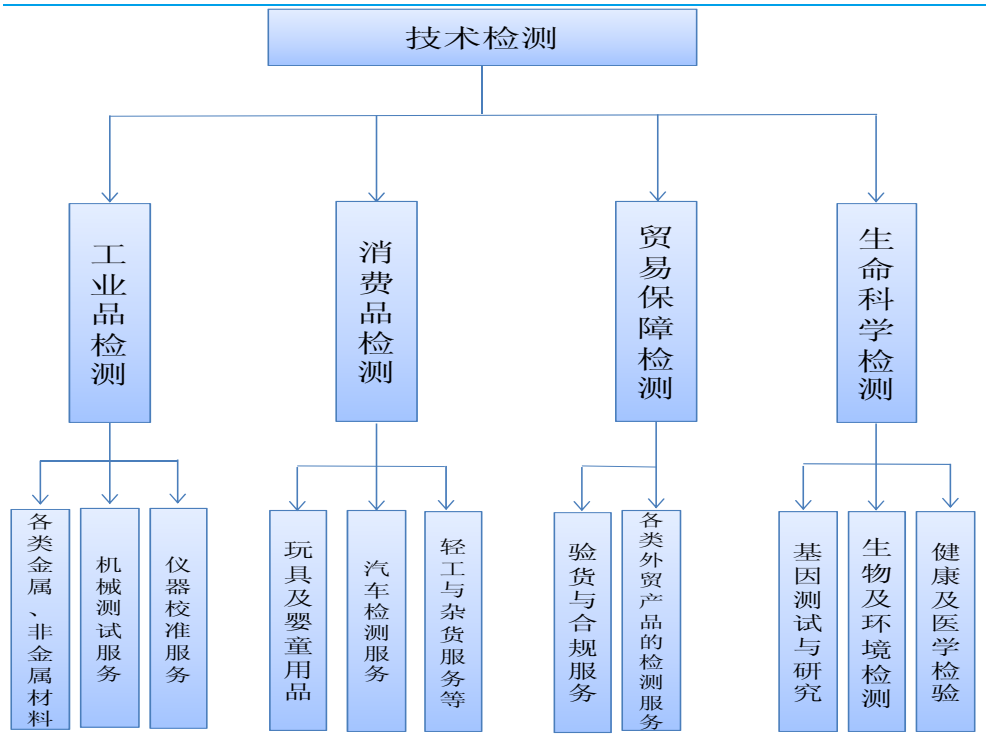
图表 10: 公司 IPO 募集资金主要用于强化内生增长（万元）..... 7
图表 11: 公司上市投资、收购标的概览..... 7
图表 12: 检测的分类 8
图表 13: 检测行业服务于生产过程各个环节..... 8
图表 14: 检测行业产生背景图 9
图表 15: 全球主要检测机构的市场占有率 10
图表 16: 全球前十大检测机构收入情况（单位：百万欧元） 10
图表 17: 我国检测行业规模未来三年增速预计 10%..... 11
图表 18: 第三方检测市场规模未来三年增速预计 15% 11
图表 19: 强制性市场和自愿性市场均分..... 11
图表 20: 国际 4 大检测巨头收入规模合计 166 亿美元..... 12
图表 21: 我国检测市场逐步向第三方独立检测机构放开..... 13
图表 22: 近两年来曝光的食品安全问题..... 15
图表 23: 食品农场品检测市场保持快速增长..... 16
图表 24: 公司的检测服务涉及领域广泛..... 16
图表 25: 我国环境污染治理投资保持快速增长 16
图表 26: 环境检测市场爆发式增长..... 16
图表 27: 公司的检测服务涉及领域广泛..... 17
图表 28: 新药研发过程..... 17
图表 29: 新药开发难度日趋增长 18
图表 30: 国内 CRO 市场将保持快速发展 18
图表 31: 公司临床前 CRO 项目服务内容 18
图表 32: 公司几大检测基地布局 19
图表 33: 《意见》要求推进部门和系统内整合 19
图表 34: 对照 SGS 成长路径，公司近年来四大业务平衡发展 21
图表 35: 全球前几大检测企业业务覆盖范围广阔 22
图表 36: SGS 公司发展历程及收购案例..... 23
图表 37: SGS 股价走势图 23
图表 38: SGS P/E 估值情况..... 23
图表 39: BV 公司发展历程及收购案例 24
图表 40: BV 股价走势图 24
图表 41: BV P/E 估值情况..... 24
图表 42: BV 公司发展历程及收购案例 25
图表 43: Intertek 股价走势图 25
图表 44: Intertek P/E 估值情况..... 25
图表 45: 世界三大检测巨头长期来在其相应资本市场获得估值溢价..... 26
图表 46: 检测行业估值..... 26
图表 47: 公司主营业务拆分..... 27

华测检测：红海中走出的民企王者

华测检测是我国民企检测龙头之一

■ **公司是中国第三方检测与验证服务的开拓者和领先者**，是国内检测行业的第一家综合检测服务上市公司。公司目前的业务主要在工业品检测、消费品检测、贸易保障及生命科学四大领域，提供多项综合检测与认证服务。公司在检测行业有深厚的积累，在国内外均通过了各项认证，完全具备第三方检测报告资质并具有国际公信力。

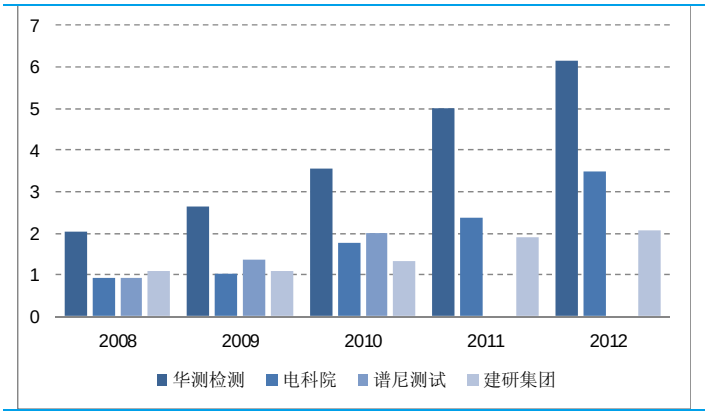
图表1：公司的检测服务涉及领域广泛



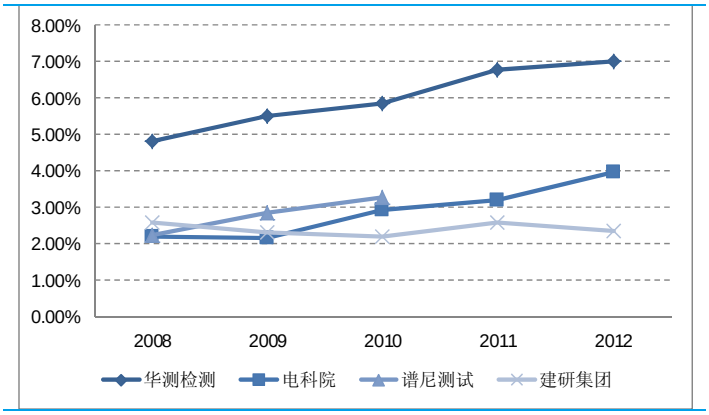
来源：国金证券研究所

■ **公司是检测行业的龙头企业。**检测行业发展历史是一部关于政府部门行政干预逐渐放开，民营第三方独立检测机构份额逐渐扩大的历史。由于国内检测行业存在的行政干预，各地提供检测服务的实验室以国有资本为主，行业呈现非常分散的格局。公司是检测行业的民营企业龙头，近年来营业收入规模远超出同类机构，市场占有率连年提升。

图表2：公司营业收入规模远超同类检测机构（亿元）



图表3：公司的市场份额连年提升

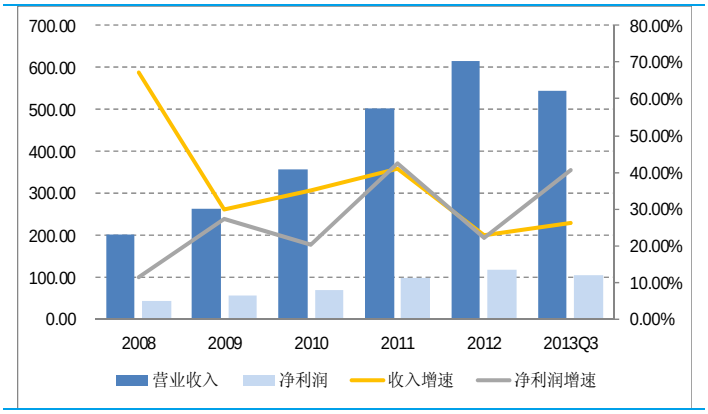


来源：同花顺、国金证券研究所

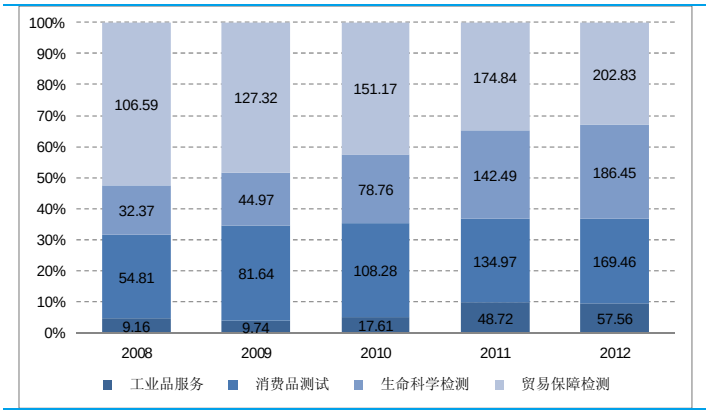
服务型公司收入稳定，盈利能力强

- **检测行业属于服务性行业，行业发展相对比较稳定。**公司作为行业里的龙头企业，近年来保持了快速的发展态势。根据公司公告披露，公司主营业务收入从 2008 年的 202.93 百万元增长至 2012 的 501.02 百万元，年复合增长率达 32%；净利润从 44.37 百万元增长至 118.54 百万元，复合增长率达 28%。
- **公司积极调整调整各项业务结构，以抓住发展潜力和盈利能力的平衡。**公司初创期主要以贸易保障检测为主，由于近年来外贸形势并不乐观，公司逐渐加大了在其他领域的投入，目前公司四大业务呈现均衡发展的态势。此外，由于检测行业服务的特殊性，公司的各项业务均具备较高的盈利能力。

图表4：公司业务近年来保持快速增长

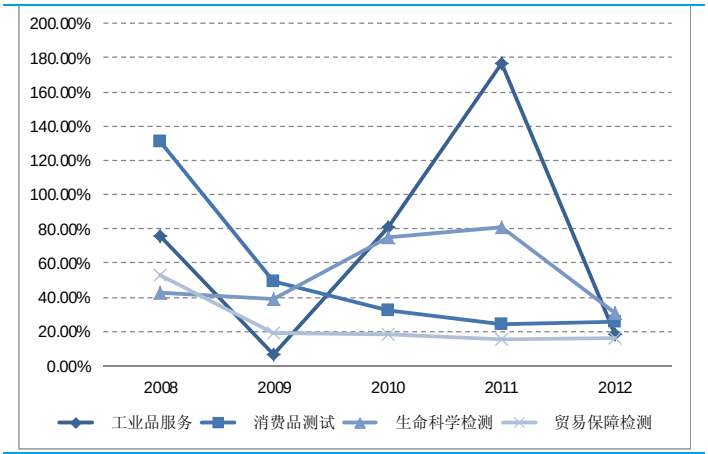


图表5：公司各业务拆分（按产品，百万元）

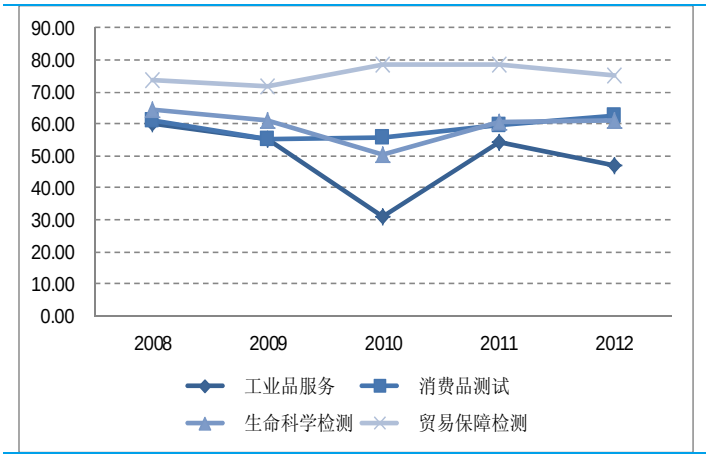


来源：公司公告、国金证券研究所

图表6：公司近年来各项业务增速



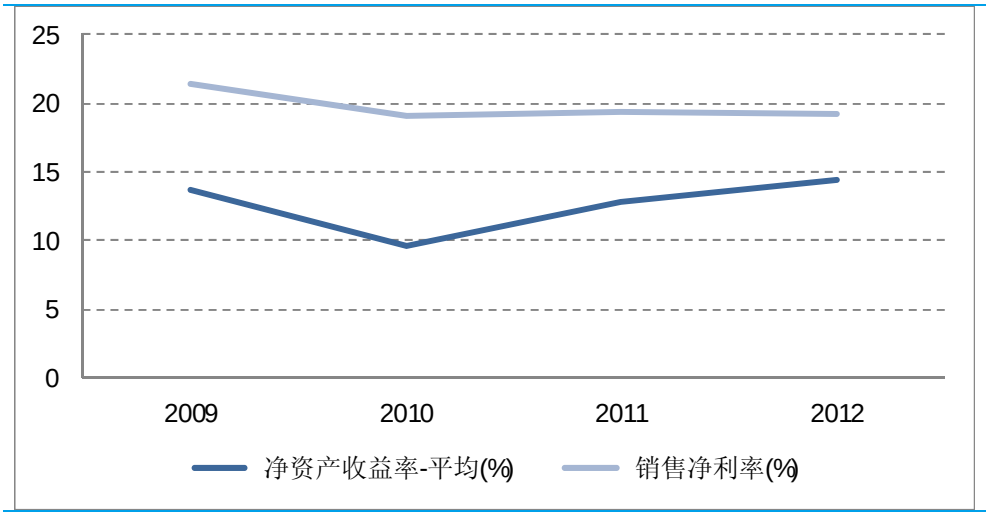
图表7：公司各业务毛利率较高（%）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **公司具有较强的盈利能力。**近年来，公司的净利率水平维持在 20%左右波动，同时具有较高的净资产收益率，显示出公司在保持规模快速扩张的同时仍然保持良好的业务经营能力。

图表8：公司保持较高的盈利水平

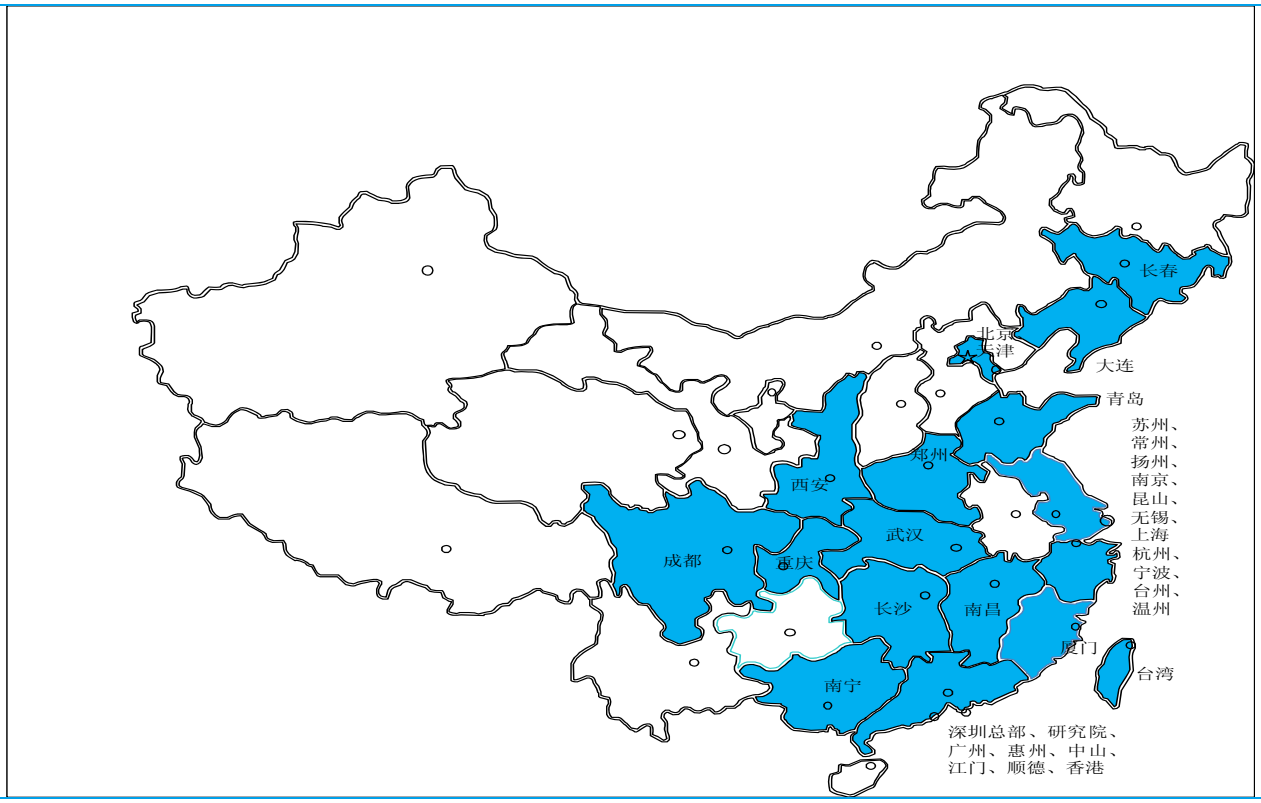


来源：公司公告、国金证券研究所

内生增长+外延扩张打开公司的成长空间

- **检测行业公司内生增长的潜力关键在于对业务结构调整和把握，在此过程中不断深耕原有业务，并复制到下一个目标区域。**检测行业的服务范围十分广泛，客户包括了制造商、贸易商、零售商、政府机关部门等，检测内容可以包括从生产、物流贸易到消费的每一个环节，因此单纯依靠在某些领域内取得行业领先地位并不能成为公司持续的成长驱动力。**公司在发展过程中，不断培育新的增长点，尽量为客户提供全面的检测服务，是公司成长的重要驱动力。**此外，由于检测行业公司一般以实验室形式为客户提供检测服务，而每家实验室的服务必定存在服务半径，因而要想持续获得增长，就必须实现跨地区发展。

图表9：公司的服务网络已遍布多数国内主要城市



来源：国金证券研究所

- **公司以贸易保障检测起家，不断丰富的检测服务为公司提供发展的持久驱动力，综合型检测服务平台已然形成。**当前公司在消费品测试和生命科学检测业务上的营业收入已经逐渐接近贸易保障检测，由于下游客户分布更为广阔，检测服务的需求市场也相对更大，公司有望获得持续的增长动力。

图表10：公司 IPO 募集资金主要用于强化内生增长（万元）

	实际投资总额	截止2013H1进度（预计）	投产日期
华东检测基地建设项目	15776	70.40%	2014.12.31
桃花源检测基地建设项目	2356	100%	2010.4.1
华测临床前CRO研究基地	5000	32.77%	2013.12.31
超募资金投向			
设立中国总部及华南检测基地	13500	9.35%	2015.3.31
扩充上海检测基地	3000	100%	2013.3.31
投资与并购事项	4860	43.28%	2013.12.31
信息化系统建设项目	2499	56%	2014.4.30

来源：公司公告、国金证券研究所

- **外延式扩张是检测行业龙头企业成长的另一种重要模式，公司有望获得跨越式发展。**由于检测行业客户需求较为分散，且某些行业之间技术可复制性较差，因而通过并购跨越技术门槛是检测行业龙头企业在较短时期内掌握市场地位的重要模式，对于相对分散的市场来说更是如此。公司自上市以后，积极寻找投资、并购标的，成立了医学检验中心和华测职安门诊部，并收购了杭州华安检测和新加坡 POLY NDT 公司，为公司切入不同的检测领域实现跨越式发展奠定了坚实的基础。

图表11：公司上市投资、收购标的概览

投资、并购件概览	投资总额	投资简介
收购新加坡 POLY NDT 公司 70%股权	公开发行股票募集资金54138万元	POLY DNT 是新加坡一家船舶无损探伤检测的公司，主要从事船舶的无损探伤检测以及船体的测厚业务。通过和 POLY NDT 的合作，可使得公司进入全球船舶供应链绿色服务领域。
收购杭州华安检测100%股权	定向增发+现金对价支付，总金额不超过18000万元	华安检测主要从事特种设备（锅炉、压力容器、压力管道和游乐设施）、建筑桥梁、船舶和电力等领域的无损检测业务
约翰霍普金斯（中国）医学检验中心项目	510万美元	与Amcare 国际医学实验室经营全国性的第三方医学检验业务，以及针对中国医疗行业的培训教育等技术服务业务。
设立广州华测职安门诊部有限公司	1000万元	提供职业健康检查服务
收购黑龙江省华测检测技术有限公司（实为哈尔滨市食品工业研究所）	1300万元	布局东北市场，增加食品检测业务收入

来源：公司公告、国金证券研究所

检测行业：“永续”增长的朝阳行业

检测的定义

- **检测的定义：**检测是指检测机构接受产品生产商或产品用户的委托，综合运用科学方法及专业技术对某种产品的质量、安全、性能、环保等方面进行检测，出具检测报告，从而评定该种产品是否达到政府、行业和用户要求的质量、安全、性能及法规等方面的标准。检测机构根据检测工作量向委托者收取检测费用。根据检测内容的不同，可将检测分为如下四类:

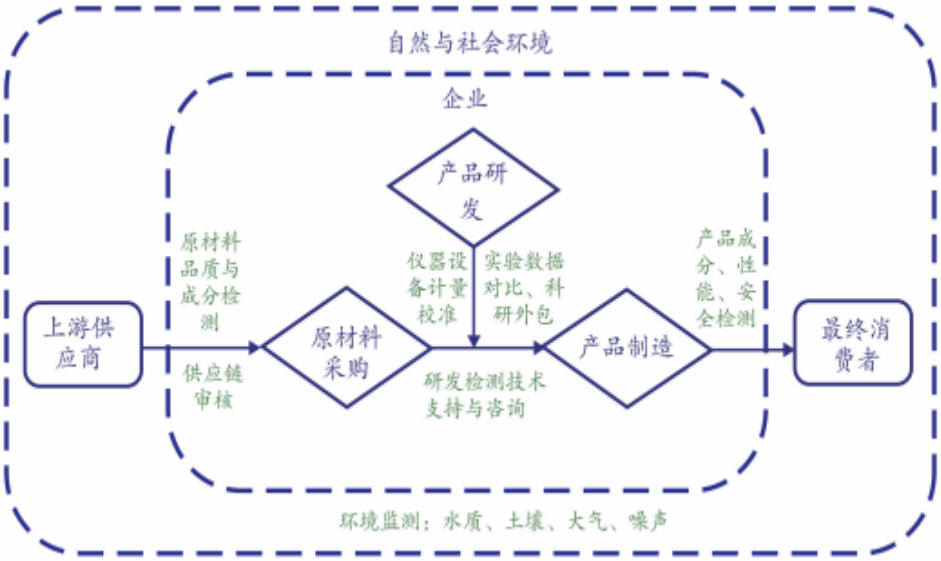
图表12：检测的分类

检测领域	委托者	服务对象与检测内容	达到目标
贸易保障检测	采购商、品牌商、销售商、制造商	与各类贸易相关的买卖双方针对贸易品相关的检测需求，如为满足各国及地区相关法规要求（如RoHS、REACH等）的各类检测	确保货物符合进口国和地区产品法规要求
商品质量鉴定	采购商、品牌商、销售商、制造商	与商品是否符合国家、行业的质量和标准要求相关的检测需求，涉及消费品及轻工产品的生产、流通和消费环节，包括玩具、儿童用品、轻工、汽车、电子电气等各类产品	确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求
安全保障	采购商、品牌商、销售商、制造商	与工业用品的制造、使用和运输相关的检测需求，涉及机械物理性能、安全性能及运输安全等方面，以确保产品性能、安全性能及运输全等达到使用者或政府法规的要求，包括石油、燃气、化工、矿产、工业材料、货物运输等	确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求
生命科学检测	关注人类和生命健康的群体	与人民生活直接相关的健康、安全及环保领域的检测需求，如食品、农产品、药品、保健品及化妆品检测，水质、环境监测，职业卫生检测，基因测试，医学检验等	确保生命处于健康安全状态

来源：国金证券研究所

- **检测服务的需求方主要包括政府监管部门、消费者、产品的生产商及贸易商。**

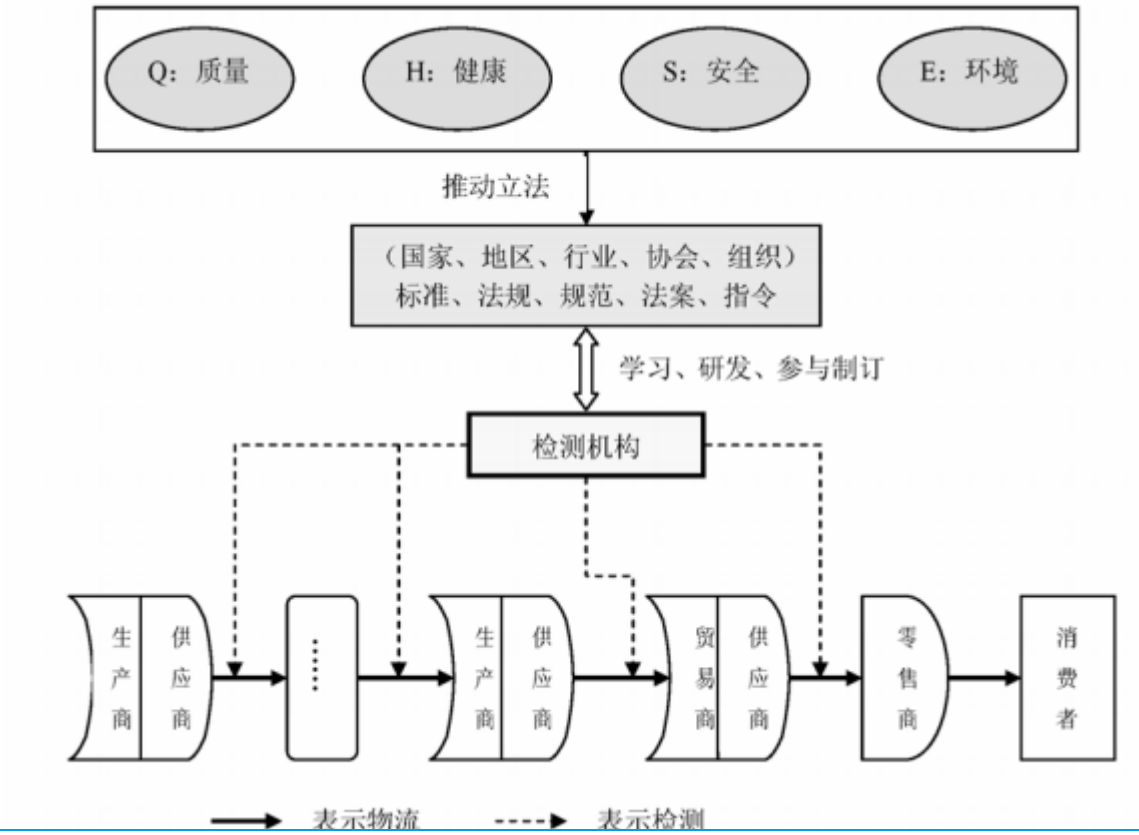
图表13：检测行业服务于生产过程各个环节



来源：谱尼 IPO 招股书、国金证券研究所

- **检测行业产生背景：社会的“认知”需求催生了检测行业，**检测行业是基于全社会对产品的质量（Q）、生活健康水平（H）、生产生活安全性（S）、社会环境保护（E）等问题的不断关注而产生的。随着社会的不断进步和发展，对健康和环保重视程度的不断加强，人们对身边事物的“认知”需求不断增强，越来越希望知道入口的食品能否安全食用，企业排放的废气、废水等是否超出了环境可承受的极限，进口服装质量是否合格，数码产品中重金属含量是否超标，新能源汽车能节约多少能源以及手机电池是否安全等各类问题。而“检测”正是通过对这些领域中的各种产品或环境要素进行技术验证，以检验其是否满足相关法律、法规的要求或是否达到了一定的标准。

图表14：检测行业产生背景图

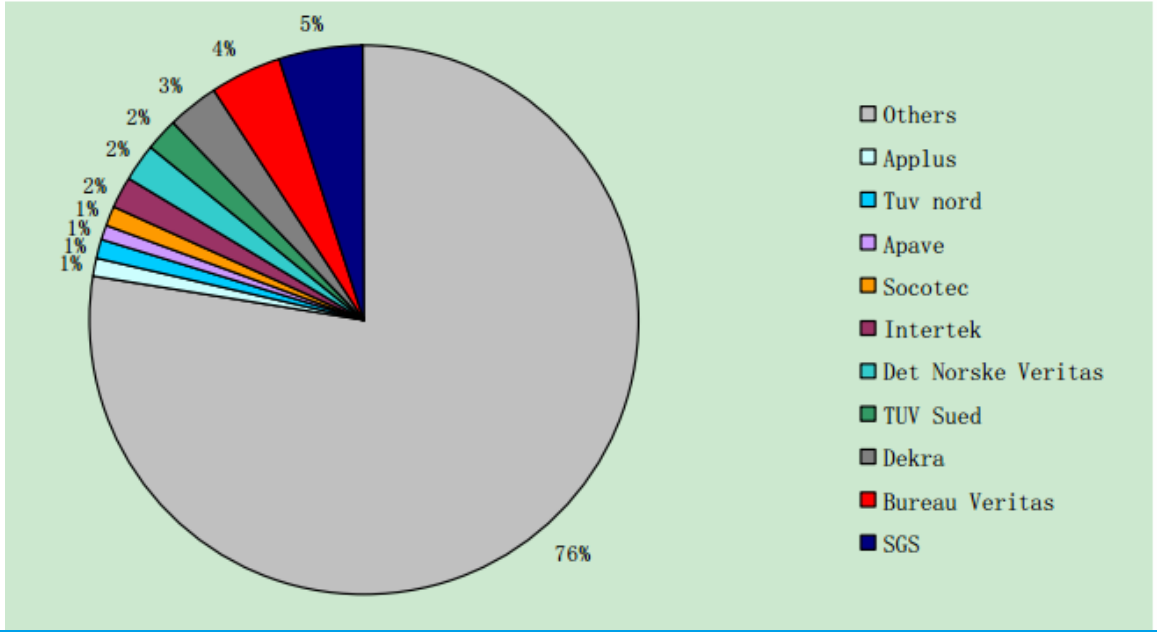


来源：华测检测招股书、国金证券研究所

检测行业:持续增长的朝阳行业

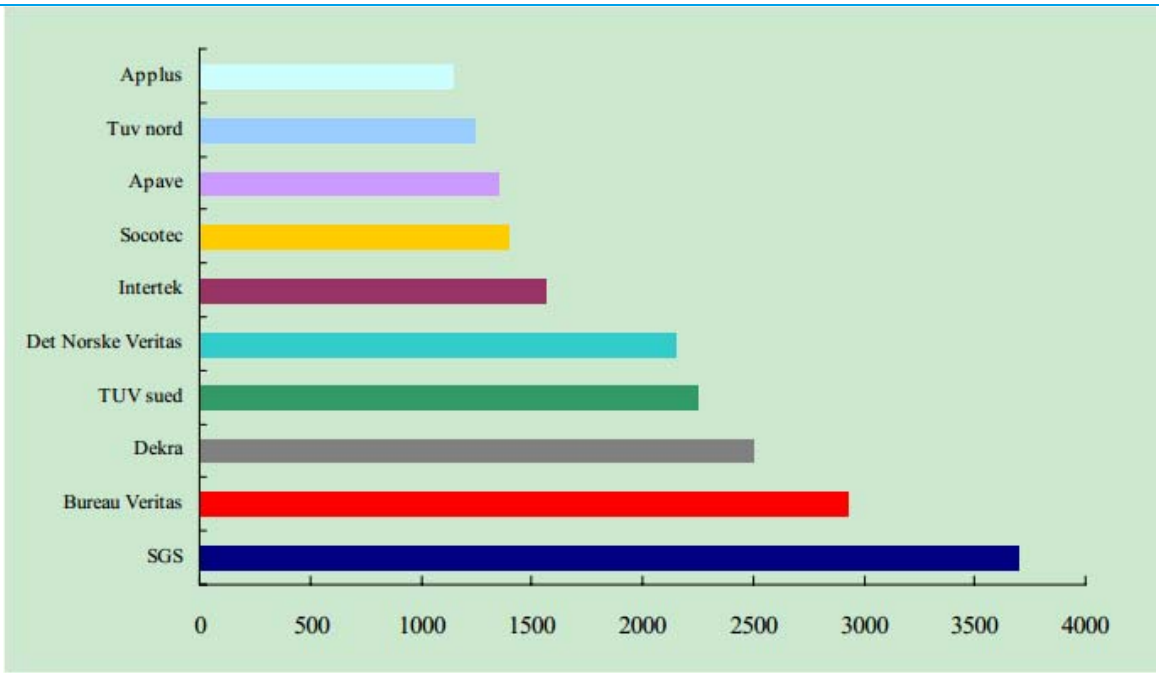
- **检测市场容量巨大：**全球检测市场是一个呈快速上升趋势且具有极大增长潜力的市场。根据瑞士 Neue Zurcher 银行于 2010 年 2 月 10 日发布的研究报告，2009 年全球检测市场容量约为 750 亿欧元，相当于约 7,000 亿元人民币。影响全球检测市场增长的因素主要包括国际贸易活跃程度、产品质量法规升级、工业技术与质量标准化提升、环保节能需求增长等。
- **近 10 年保持 10%以上复合增长：**过去 20 年间全球检测市场始终保持着 5%至 6%的增长速度，近 10 年平均增速更高达约 10%。即使是在 2008 年金融危机期间，检测行业也由于其所具有的“刚性需求”特征仍然保持良好的增长态势。在国际检测市场中，独立第三方检测机构是市场的主要参与者，前六大国外独立第三方检测机构占据了全球检测市场约 20%的市场份额。2010 年全球主要检测机构的市场占有率情况如下图所示

图表15：全球主要检测机构的市场占有率



来源： Neue Zurcher、国金证券研究所

图表16：全球前十大检测机构收入情况（单位：百万欧元）

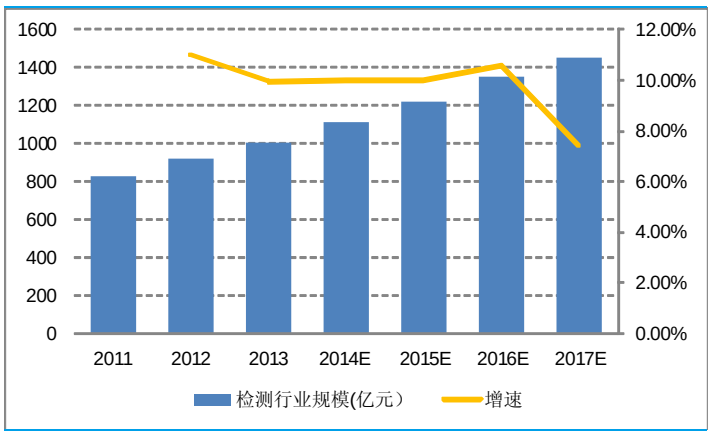


来源： Neue Zurcher、国金证券研究所

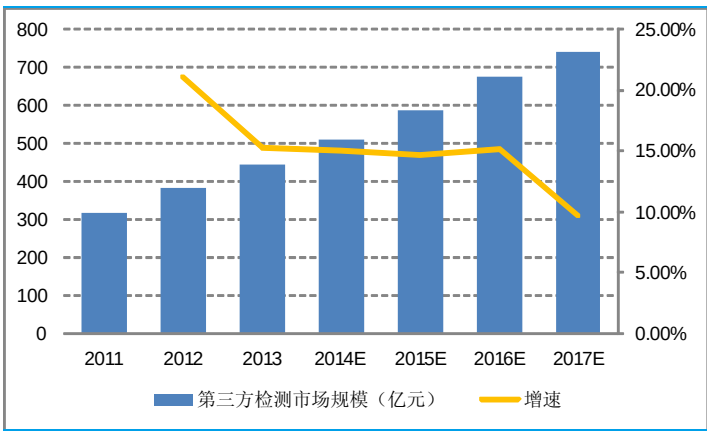
我国检测行业:快速增长，自愿性和强制性市场两分天下

- **我国检测行业快速增长：**未来几年，随着居民生活水平提高、中国制造业的快速发展和对外贸易持续增长，我国检测市场仍将保持较快增长。根据前瞻网质量检验检测行业研究报告，中国检测市场整体规模 2013 年已超千亿，未来几年仍将保持 10%以上的增长，第三方检测市场规模将保持 15%的增速。其中民营检测机构增长速度最快，超过 30%；外资检测机构次之，增长速度在 20%以上；国有检测机构增长速度较慢，维持在 10%左右。

图表17：我国检测行业规模未来三年增速预计10%



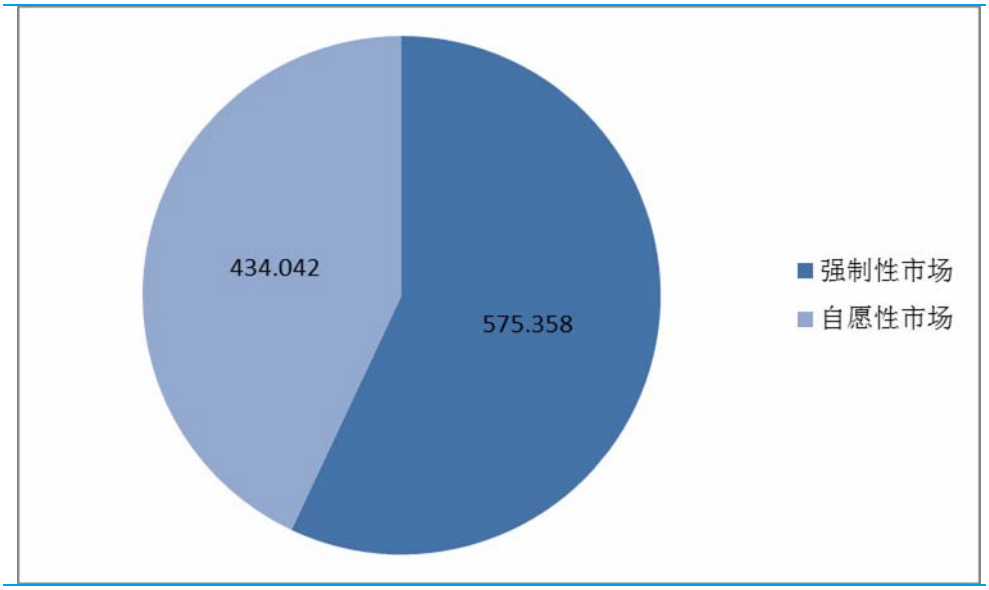
图表18：第三方检测市场规模未来三年增速预计15%



来源：前瞻网，国金证券研究所

- **加入 WTO 之后，外资检测机构正式进入中国，同时我国民企检测机构开始发展壮大：**2005 年 12 月 11 日之后，我国政府根据加入 WTO 承诺，允许外资独资进入中国的服务贸易市场。外资检测机构凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验全面进入中国检测市场，成为中国检测市场的重要部分。同时，以电科院和华测检测为代表的一批民企开始发展壮大。
- **强制性市场和自愿性市场两分天下：**外资检测机构与民营检测机构构成独立第三方检测的主体，国有检测机构利用其传统垄断优势占据了政府强制性检测市场。政府强制性检测市场主要包括各部委的质检、商检、环保、卫生等各种认证要求的强制性认证及各级政府（含省、市、县、镇等）的各种认证要求的强制性检测，目前该部分市场占全部检测市场的 57%左右。独立第三方检测也称自愿性检测是政府强制性检测之外的全部检测内容，占全部检测市场的 43%左右。

图表19：强制性市场和自愿性市场均分



来源：国金证券研究所

自愿性检测市场：国际巨头垄断、民企起步较晚

- **自愿性检测市场的主要参与者为独立第三方检测机构，包括外资和民企：**
  - 外资检测机构具有较高的国际公信力，其经营机制灵活且市场化竞争能力较强，能够覆盖的检测业务领域也较为广泛。目前，已有多家国际大型第三方检测机构进入中国。外资检测机构依托在出口贸易检测领域的天然优势以及与在华跨国公司的良好合作关系，自 2005 年底

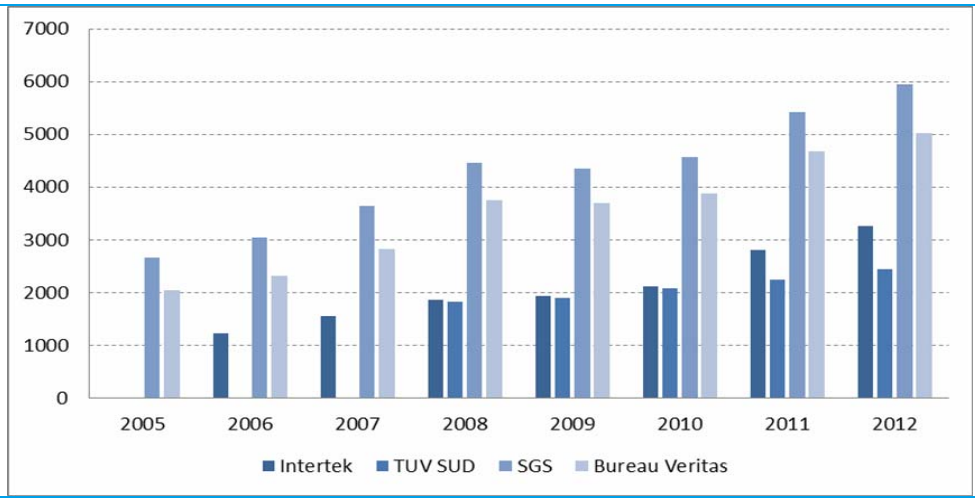
开始迅速抢占市场。目前，外资检测机构已占据了约 74%的自愿性市场市场份额。

- 民营检测机构起步较晚、资本实力有限、缺乏先天性竞争优势，但其凭借自身灵活的经营体制、快捷高效的服务手段、本土化的竞争策略以及快速扩张的全国营销服务网络，目前已初步形成规模。在北京、上海、深圳、广州等经济较发达地区，国内民营检测机构在技术和服务水平上已与外资检测机构不相上下。目前，国内民营检测机构占据了约 26%的市场份额。

■ **主要外资巨头依靠较强的国际公信力垄断国内自愿性市场:**

- **SGS:** 总部设在瑞士，是全球规模最大、业务多元化的大型检测机构之一，其业务范围覆盖了绝大部分的检测检验、合格评定领域，全球员工超过 50,000 人。SGS 于 1991 年在国内设立合资公司通标标准技术服务有限公司，目前已在全国设立了 40 多家分支机构和 50 多家实验室。根据 SGS 2012 年年报，该公司 2012 年度全球业务收入为 59.51 亿美元，其中亚太地区收入 16.97 亿美元。
- **BV（BureauVeritas）**成立于 1828 年，拥有覆盖众多领域的检测技术，在全球设有 900 多个办公室和实验室，员工总数超过 40,000 人。法利咨询（上海）有限公司是 BV 在上海设立的全资子公司，成立于 2001 年。在中国大陆地区，BV 拥有 4,500 名员工，通过遍布全国近 40 个地区的 50 多个办公室与实验室，为超过 7,000 个客户提供检测服务。2012 年，BV 公司全球业务收入为 32.56 亿美元，亚太地区业务收入为 11.58 亿美元。
- **Intertek:** 目前 Intertek 已在全球 100 个国家拥有 1,000 多个办事处及实验室，共有超过 27,000 名全职专业人员。Intertek 是第一家进入中国的国际商业检验机构，自 1989 年以来已在全国建立了 20 多个分支机构及具有国际水准的实验室，拥有超过 4,000 名专业技术人才，业务领域覆盖分析服务、商用及电子电气、消费品、工业服务、矿产品、石油、化工及农产品服务等行业。2012 年，Intertek 公司全球业务收入为 50.17 亿美元，亚太地区业务收入占比 38%。

图表20：国际 4 大检测巨头收入规模合计 166 亿美元



来源：各公司年报、国金证券研究所

强制性检测市场：政府机构主导，逐步向第三方机构放开

■ **强制性检测市场以政府检测机构主导：** 政府检测机构由不同职能的政府部门主管，在全国 32 个省、市、自治区和直辖市（港澳除外）以及下属市/县级行政区域均设有分支机构和代表处，主要针对国内销售的产品开展政府指定的检测项目，例如各地质量技术监督部门下属的质检所、环保局下属的环境监测站、卫生防疫部门下属的疾控中心等。绝大多数政府检测机构服务的客户群体相对单一、业务范围仅限于局部区域及所属行业主管部

门的管理权限范畴。由于政府检测机构具有长期的垄断地位，造成其市场服务意识较弱、缺乏品牌影响力和综合竞争力、自主扩张意愿较弱。

- **强制性检测市场逐渐向第三方独立检测机构放开：**2010 年后，食品、环保、贸易、医疗行业均发布相关政策推进独立第三方检测机构建设，强制性市场逐步向第三方独立检测机构放开。

图表21：我国检测市场逐步向第三方独立检测机构放开

时间	行业	内容
2003年	全行业	检测行业向民营第三方检测机构开放
2005年	全行业	检测行业完全向外资独立第三方检测机构开放
2012年6月	交运	铁道部发布新的《铁路产品认证管理办法》，铁路产品认证工作不再必须由中铁认证中心执行，改为“由具备法定资质的认证机构对相关铁路产品是否符合标准和技术规范要求实施合格评定活动”。认证工作监督部门改为国家认证认可监督管理委员会，于2012年7月1日起施行。
2012年12月	食品	国务院办公厅印发《关于印发国家食品安全监管体系“十二五”规划的通知》，要求完善食品安全检验检测体系，通过政策引导和政府购买服务等多种方式，促进第三方食品检验机构发展。
2013年8月	环保	浙江省环保厅印发《关于推进环境检测市场化工作的意见》，提出了市场化的环境检测业务的九项内容。
2013年9月	医疗	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》提出要大力发展第三方服务。引导发展专业的医学检验中心和影像中心。支持发展第三方的医疗服务评价、健康管理服务评价，以及健康市场调查和咨询服务。公平对待社会力量提供食品药品检测服务。
2013年9月	贸易	国务院批准《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，要求推进贸易发展方式的转变，鼓励设立第三方检验鉴定机构，按照国际标准采信其检测结果。
2013年9月	出口	商务部等出台《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策意见的通知》，明确要实施集中申报、集中办理相关检验检疫手续的便利措施。新的检验监管模式建立后，将对电子商务出口企业及其产品进行检验检疫备案或准入管理，利用第三方检验鉴定机构进行产品质量安全的合格评定。
2010年	食品	十一届全国人大常委会要求有关部门和单位按照全国食品安全整顿工作部署，即强调务必要加快推进检验检测资源和信息共享，并积极推进第三方技术机构建设。

来源：政府网站、国金证券研究所

独立第三方机构：具有明显优势

- **独立第三方检测相对于政府检测机构的优势：**
  - **灵活的市场化运作机制：**政府检测机构在人、财、物等业务资源甚至未来发展方向等方面均受制于上级主管部门，市场化决策效率不高，不容易抓住市场机遇。而且，政府检测机构一般都要以承担国家或者地方的产品质量监督抽查为首要任务，难以专心服务于市场中客户的检测需求。而独立第三方检测机构专注于商业化的检测服务，具有决策迅速、善于发掘潜在市场需求和营销手段多样化等特点。相对于政府检测机构，独立第三方检测机构在激烈的市场竞争环境中经营运作机制不断完善，表现出了更强的市场生存能力和业务拓展能力。
  - **综合性强、覆盖行业宽、服务网络广：**由于受行政区域建制和行业部委建制的影响，政府检测机构的业务主要集中于某一行政区域或某一行业，无法实现跨行业、跨区域综合经营，且长期的垄断地位造成其服务意识较弱。与区域性的政府检测机构相比，独立第三方检测机构的服务更加具有综合性，覆盖的行业领域更为广泛，既可为各领域企业提供全方位的检测服务，也可满足企业的定制或特殊检测需求。此外，独立第三方检测机构更加注重建立全国性的服务网络，积极通过网点布局拓宽客户范围，为客户提供高效快捷的检测服务，在全国范围内提高其品牌知名度。
- **独立第三方检测相对于企业内部检测的优势：**
  - **较高的公信力：**与独立第三方检测机构相比而言，大多数企业内部的检测实验室得出的检测数据在独立性和公正性方面不容易被市场所认同。而独立的第三方检测机构以公正、权威的非当事人身份进行检测，其专业化的管理可有效保证数据质量，检测结果具有较高权威性。
  - **成熟的检测技术与完善的服务体系：**独立第三方检测机构具有成熟的检测技术和完善的检测服务体系，管理更加专业、技术和设备更加先进，可以紧跟新产品与新技术的升级换代趋势，快速研发新兴的检测技术，从而为客户提供专业化、综合化的检测服务。此外，综合化的

独立第三方检测机构一般设有专人对国际、国内的标准及法规进行跟踪研究，能够及时掌握标准和法规动态，并可为企业提供相关的咨询和培训服务，对企业改善研发和生产流程、提高市场竞争力日益发挥着重要作用。

- **规模效应带来较低的检测成本：**产品生产商、零售商、贸易商为了完成检测，需要购置全套检测设备、设立实验室并配置检测人员，前期投入和长期维护成本较高，且由于仅仅对本公司产品进行检测，增加的成本不容忽视。随着社会分工不断细化，专业化的检测机构为客户提供了低成本的检测解决方案，且凭借集中式统配管理和流水线作业所产生的规模效应可有效降低检测成本。

华测检测的成长驱动双引擎：内生增长+外延扩张

生命科学检测需求快速增长

- **生命健康安全问题日益突出带动检测需求高速增长。**近年来，食品安全和环境污染等问题越来越受到社会各界的关注，不断爆发的公共安全问题促使政府和企业重视检测服务，直接带动了相关行业的发展。
  - **食品安全事件频发促使食品安全检测服务需求大增。**食品安全问题与群众生命健康密切相关，近年来媒体报道的安全事件刺激了群众和政府的神经，经常引起巨大的社会反响。政府监管部门迫于舆论压力，往往会制定相关的强制检测标准法规；企业也有动力加大检测方面的投入以打造在消费者心中的安全品牌的形象。

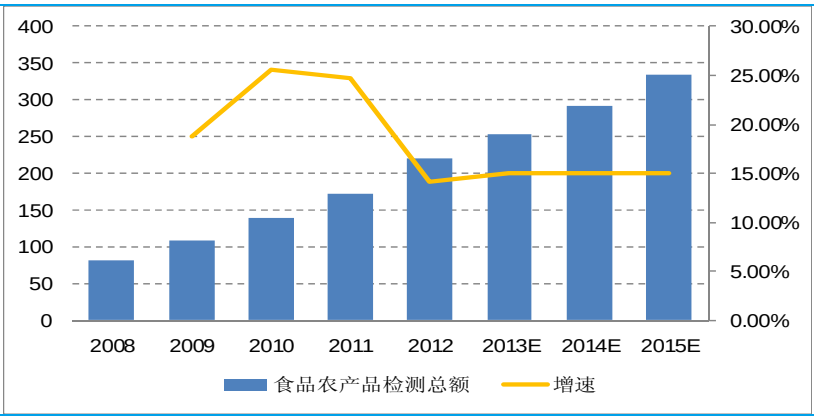
图表22：近两年来曝光的食品安全问题

2012年食品安全事件	时间	事件起因
雅培奶粉质量问题	2012年3月	CER Research发布的研究报告称雅培的配方奶粉质量远远没有达到国际标准和中国标准所能接受的最低标准，其送检样品中乳清蛋白对酪蛋白的比例很低。
立顿茶叶被指农药超标	2012年4月	绿色和平环保组织的一份报告显示：“立顿”茶叶农药超标，多种系列茶叶均含有被国家禁止在茶叶上使用的高毒农药灭多威。
“毒胶囊”事件	2012年4月	部分地区的不法厂商使用重金属铬超标的工业明胶生产药用胶囊，铬含量超过国家标准规定2mg/kg的限量值，超标最多的达90多倍。
双汇“蛆虫门”	2012年5月	双汇肋排被指下锅后烫出蛆虫。
伊利奶粉“含汞门”	2012年6月	国家质检总局对婴幼儿配方乳粉汞含量进行了专项应急检测，检测结果表明，除了伊利部分批次奶粉出现汞超标外，其他婴幼儿配方乳粉汞含量未见异常。
古井贡酒“勾兑门”	2012年8月	古井贡酒中报披露了一项4551.49万元的酒精采购，有媒体怀疑其勾兑酒。该公司回应称古井贡酒并非所有产品都是使用酒精勾兑而成，只有少量的低端产品是用食用酒精勾兑生产，
健康元地沟油事件	2012年8月	根据公安机关侦查，健康元全资子公司--河南焦作健康元生物制品有限公司，涉嫌采购地沟油制药，并用于生产制药原料。
光明牛奶“酸败门”	2012年9月	光明牛奶出现变质现象，在配送前进行移库的过程中，因车辆温度没达到标准导致其中部分产品发生酸败。
酒鬼酒“塑化剂”	2012年11月	记者将酒鬼酒送第三方检测后发现，酒鬼酒塑化剂超标高达260%，长期食用塑化剂超标的食品，会损害男性生殖能力，促使女性性早熟以及对免疫系统和消化系统造成伤害，甚至会毒害人类基因。
2013年食品安全事件涉事企业	**时间**	**事件起因**
恒天然	2013年1月	企业自爆新西兰牛奶含有有毒物质
金德米业	2013年5月	政府部门对广州大米抽检发现超四成镉超标
德芙	2013年1月	群众举报德芙巧克力吃出活蛆引发关注
加多宝	2013年3月	媒体暗访，加多宝王老吉等被曝疑用山银花代替金银花
美素丽儿	2013年3月	媒体暗访，美素丽儿奶粉被曝掺假
百事可乐	2013年6月	群众举报百事可乐喝出死鱼
周黑鸭	2013年11月	周黑鸭鸭翅、绝味鸭脖大肠杆菌超标

来源：政府网站、国金证券研究所

- 据行业相关数据显示，2013 年的食品行业检测总额达 260 亿元，我们预测 2015 年行业总额有望达到 335 亿。

图表23：食品农场品检测市场保持快速增长



来源：国金证券研究所

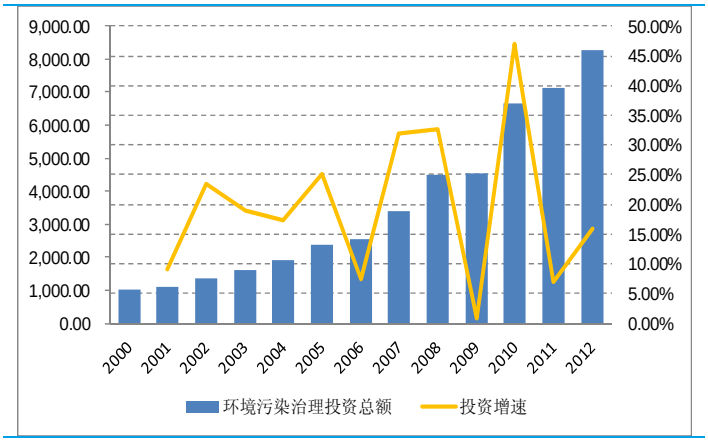
- **环境污染问题严峻拉动环保建设投资，环境检测行业迎来发展良机。**在我国经济结构转型的过程中，节能环保行业逐渐成为国民经济发展的支柱行业，投资增速保持较高的水平。近年来，政府部门加速出台政策法规，支持环保行业的发展。其中，2013 年全年颁布的相关政策数量接近 30 条，超过 2010~2012 三年总和。我们预计十二五期间环境检测行业将保持 20%以上的年复合增速，到十二五期末，行业总额有望达到 310 亿元。

图表24：公司的检测服务涉及领域广泛

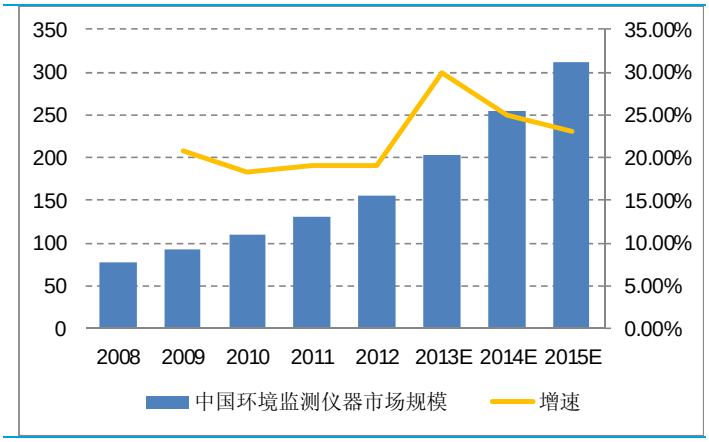
政策文件	事件	涉及内容
《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	2010年	将环保产业列为战略性新兴产业之首
《关于环保系统进一步推动环保产业发展的指导意见》	2011年	明确提出扩大环保产业有效需求
《国家环境保护“十二五”规划》	2012年	对十二五期间的环境保护工作做了总体的部署和安排
《节能减排“十二五”规划》	2012年	指导推动“十二五”节能减排工作的纲领性文件
《关于加快发展节能环保产业的意见》	2013年	到2015年，节能环保产业总产值达到4.5万亿，年均增速在15%以上。

来源：政府部门网站、国金证券研究所

图表25：我国环境污染治理投资保持快速增长



图表26：环境检测市场爆发式增长



来源：同花顺、公司资料、国金证券研究所

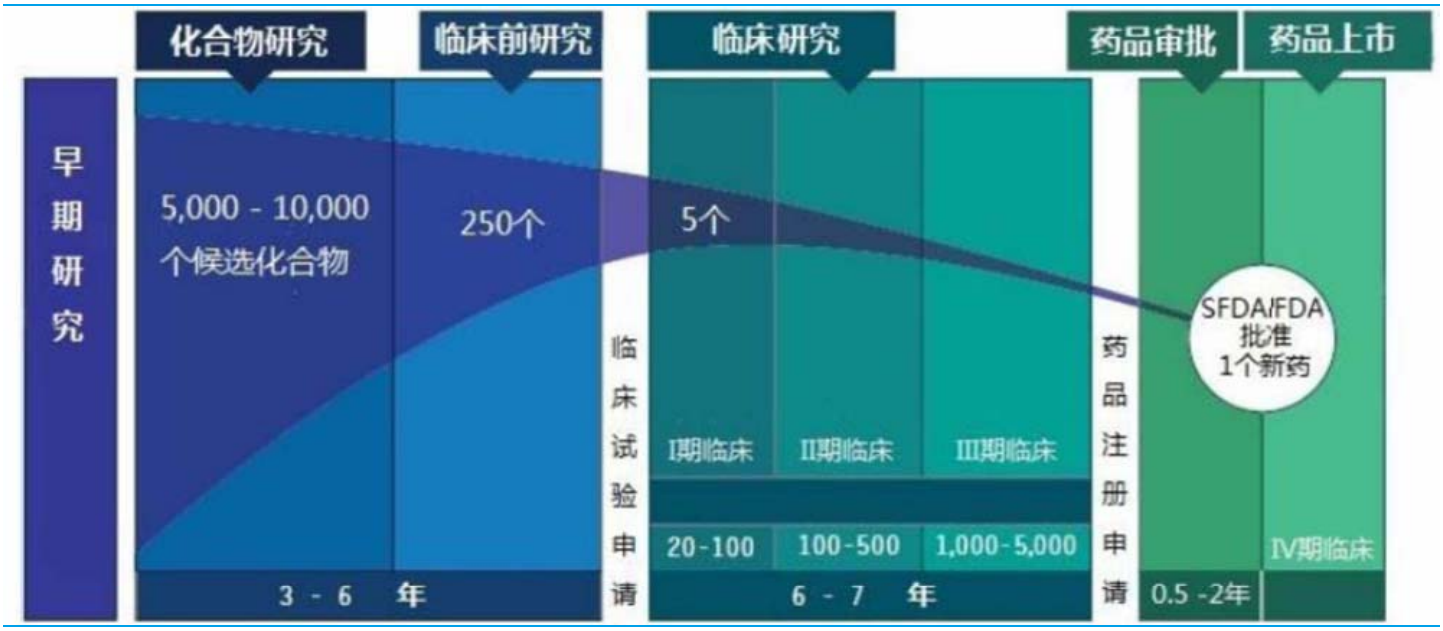
- **环境检测是环保污染问题治理最初始的一环，公司服务业务广泛。**公司旗下的环境实验室专业从事环境监测、环境咨询、污染源在线监控设施委托运行，涉及工业企业、石油化工行业、发电机和电力行业、交通行业等众多行业。

图表27：公司的检测服务涉及领域广泛

来源：公司资料、国金证券研究所

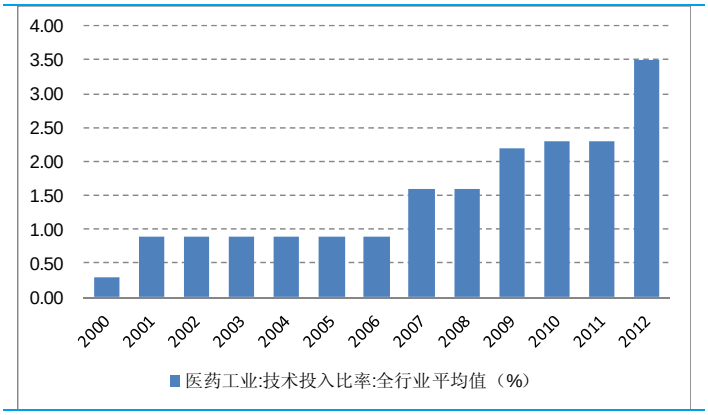
- **新药研发难度加大，CRO 临床前检测市场前景广阔。**CRO（合同研究组织）是为各类医药企业提供新药研究服务，并以之作为盈利模式的专业组织。CRO 提供的技术服务内容包括新药产品开发、临床前试验及临床试验、数据管理、新药申请等。随着新药开发的日趋复杂化，医药研发企业将更多的 CRO 纳入其医药研发环境，以控制成本、缩短周期、减小研发风险，因而近年来 CRO 以其合作共赢的模式获得了快速的发展。我国临床前 CRO 市场从 2006 年的 13 亿元增长到 2010 年的 42 亿元，临床试验 CRO 从 17 亿元增长到 56 亿元，年复合增长率分别达到 34.07%和 34.72%。考虑到我国 CRO 市场仍然处于起步阶段，我们预计行业的景气度至少将维持到“十二五”期末。

图表28：新药研发过程

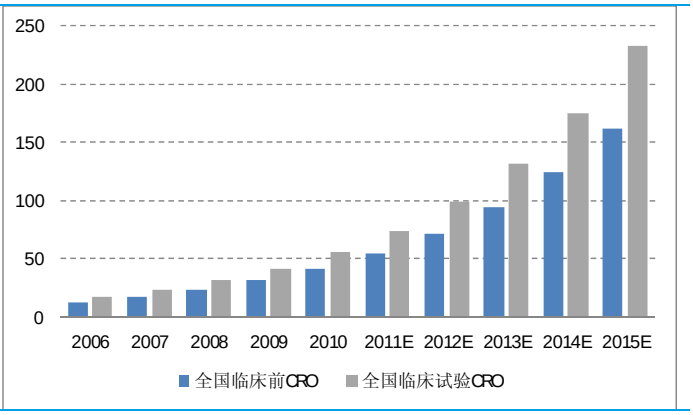


来源：国金证券研究所

图表29：新药开发难度日趋增长



图表30：国内 CRO 市场将保持快速发展



来源：同花顺、国金证券研究所

- **公司投资成立临床前 CRO 基地，是扩大市场占有率、巩固行业领先地位的有效方案。**检测行业细分行业众多的特殊性决定了大型检测类企业必须依靠不断拓展新业务来获得新的增长。抓住国内 CRO 市场快速发展的机遇，公司使用共 0.9 亿元（0.5 亿元募集资金和 0.4 亿元外部贷款）切入该领域，丰富了公司在生命科学检测领域的业务布局。2014 年，项目达产后有望为公司贡献 1.2 亿元/年的营业收入。

图表31：公司临床前CRO 项目服务内容

服务项目	服务内容
安全性评价	向新药研发企业、化学品合成研发企业、食品添加剂、转基因食品研发企业等提供法规毒理学（GLP）评价报告。
药效学研究	通过体外试验、动物试验观测药理作用和作用机理，研究药物活性、生物学作用和疗效，开展新药临床前药效学评价，为新药临床试验提供可靠依据。
药物代谢分析	利用先进的仪器设备和生物分析技术，定量研究药物在生物体内吸收、分布、代谢和排泄规律，分析血药浓度随时间变化的规律，揭示药物在体内的过程。

来源：公司资料、国金证券研究所

- **国内医学检测市场是朝阳行业，布局医学检测业务是公司未来业务持续增长的新动力。**第三方医学检验市场正处在起步阶段，据统计国内 2010 年医学独立实验发布的营业收入数据，2010 年的营业收入合计不到 2 亿美金，全国检验总量约 150 亿美金，占比不到 1.5%，据第三方调研机构 Frost&Sullivan 研究和预测，中国医学独立实验室行业 2006-2015 预测复合年增长率为 50.2%。公司计划在 10 年内建设和发展成拥有国际先进科学技术的全国性的第三方医学检验所，一期项目投资达 3000 万元，未来我们预计公司会继续加码布局该项业务，分享第三方独立医学检测行业发展的盛宴。

- **牵手 UCLAHealth 迈入高端医疗检测领域：**公司公告 2014 年 4 月 8 日公司大学洛杉矶分校健康服务系统(UCLAHealth)签署了合作及合营企业协议，UCLA 医疗集团及其广泛分布的基础与专业医疗服务机构是全球范围内最全面与最先进的健康服务提供系统。合作将对国内医疗水平、临床试验运作与医学教育起到促进作用，其宗旨是建立并运营位于中国上海临床医学实验室。我们判断公司将以此为契机，开展高端医疗检测业务。

跨区域扩张助力增长，几大检测基地增强发展后劲

- **跨区域扩张是公司获得内生增长的一大法宝，全面的实验室检测网点助力公司业务持续增长。**由于检测服务受限于服务半径，因而多数没有资金实力的公司和实验室很容易遇到发展瓶颈。公司立足深圳总部，稳步推进实验室检测网点的建设，目前已经在全国范围内有 30 余家实验室，在海外有 3 家实验室。从覆盖区域来看，公司在业务集中的珠三角、长三角和环

渤海区域密集设立了 19 家子公司，有力抓住了国内经济发展较快区域检测市场需求爆发的契机，驱动公司业务持续增长。

- **公司几大基地分工合作，发展后劲十足。**华南和华东地区是目前公司布局的重点，目前公司在深圳、广州、苏州和上海都设立了检测基地。检测基地相较于普通的实验室网点基础设施投资额更大、设备更加先进、人才质量更高，具有很强的区域辐射影响能力。公司适时选择设立专业化的检测基地，为公司实验室网点提供技术支持，增强了公司的检测服务质量和品牌形象。我们判断，未来公司或将在北方地区建设相关的检测基地，以补充强化公司在北方地区的检测服务能力。

图表32：公司几大检测基地布局

基地	功能定位	地点
中国总部及华南检测基地	建立稳定、永久性办公和实验室场所，避免因租赁建筑在结构、拓展空间上对实验室建设发展的限制以及租赁物业到期后搬迁对实验室投资回报和公司正常运营所带来不利影响和风险	深圳
桃花源检测基地	建设检测和研发中心，增加华南地区检测服务能力	深圳
华测职安门诊部	专业提供职业健康检查服务，扩大服务范围	广州
华东检测基地	抓住华东地区检测需求快速发展的机遇，增强华东地区的检测服务能力	苏州
华测临床前CRO研究基地	扩大检测服务业务范围，抓住CRO市场快速发展机遇	苏州
上海检测基地	拓宽上海的检测服务业务，辐射长三角地区	上海

来源：公司资料、国金证券研究所

质检系统改革为公司外延扩张提供肥沃土壤

- **质检改革政策指导性意见下达带来指明行业整合方向。**2014 年 3 月，中央编办、质检总局联合下发《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，《意见》强调到 2015 年基本完成事业单位性质的机构整合，为质检系统改革定下了明确的时间计划和具体工作安排表。此次改革不仅将推进原油的部门和系统内整合，也将推进跨部门、跨行业的整合，有望打破了检测行业原有的分散、割裂的格局。

图表33：《意见》要求推进部门和系统内整合

时间表	负责部门	整合内容
2014年3月底前提出方案，2014年6月底前完成	质检总局	整合质检总局所属中国质量认证中心及直属检验检疫局所属31个评审中心，整体转企改制，并入中国检验认证(集团)有限公司。
2014年3月底前提出方案，2014年7月底前完成	质检总局	整合出入境检验检疫系统相关检验检测认证机构，对同一地域内的机构实行综合设置。
2014年6月底前提出方案，2017年底前完成	质检总局	开展特种设备行业检验检测机构纵向整合试点，推进中国特种设备检测研究院在全国范围内进行以资产为纽带的纵向整合，建立专业检验检测集团;鼓励以资产为纽带的省内整合、跨省整合。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	工业和信息化部	按电子信息、通信、软件等产品类别分步推进工业和信息化部所属检验检测认证机构的整合。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	交通运输部	按公路、水路行业专业领域类别分步推进交通运输部所属检验检测认证机构的整合。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	住房城乡建设部	整合住房城乡建设部归口指导的国家级建筑工程检验检测认证机构。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	农业部	按种植业产品、畜禽产品、水产品、农业机械、转基因安全、农业资源环境、农业投入品等业务门类整合农业部所属检验检测认证机构。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	国资委	统筹研究国资委联系的行业协会所属检验检测认证机构整合问题，结合相关行业协会商会脱钩工作稳步推进。推动行业协会所属认证机构转企改制。
2014年6月底前提出方案，2015年底前完成	食品药品监管总局	整合食品药品和医疗器械检验检测认证资源，组建国家级检验检测认证机构。
2014年8月底前提出方案，2015年底前完成	能源局、国资委	按电力、石油、煤炭等类别，分类研究推进能源行业检验检测认证机构的整合，推动组建专业覆盖面广、竞争能力强、公正独立的检验检测认证企业。
2014年底前提出方案，2016年6月底前完成	烟草局	整合烟草系统检验检测认证资源。

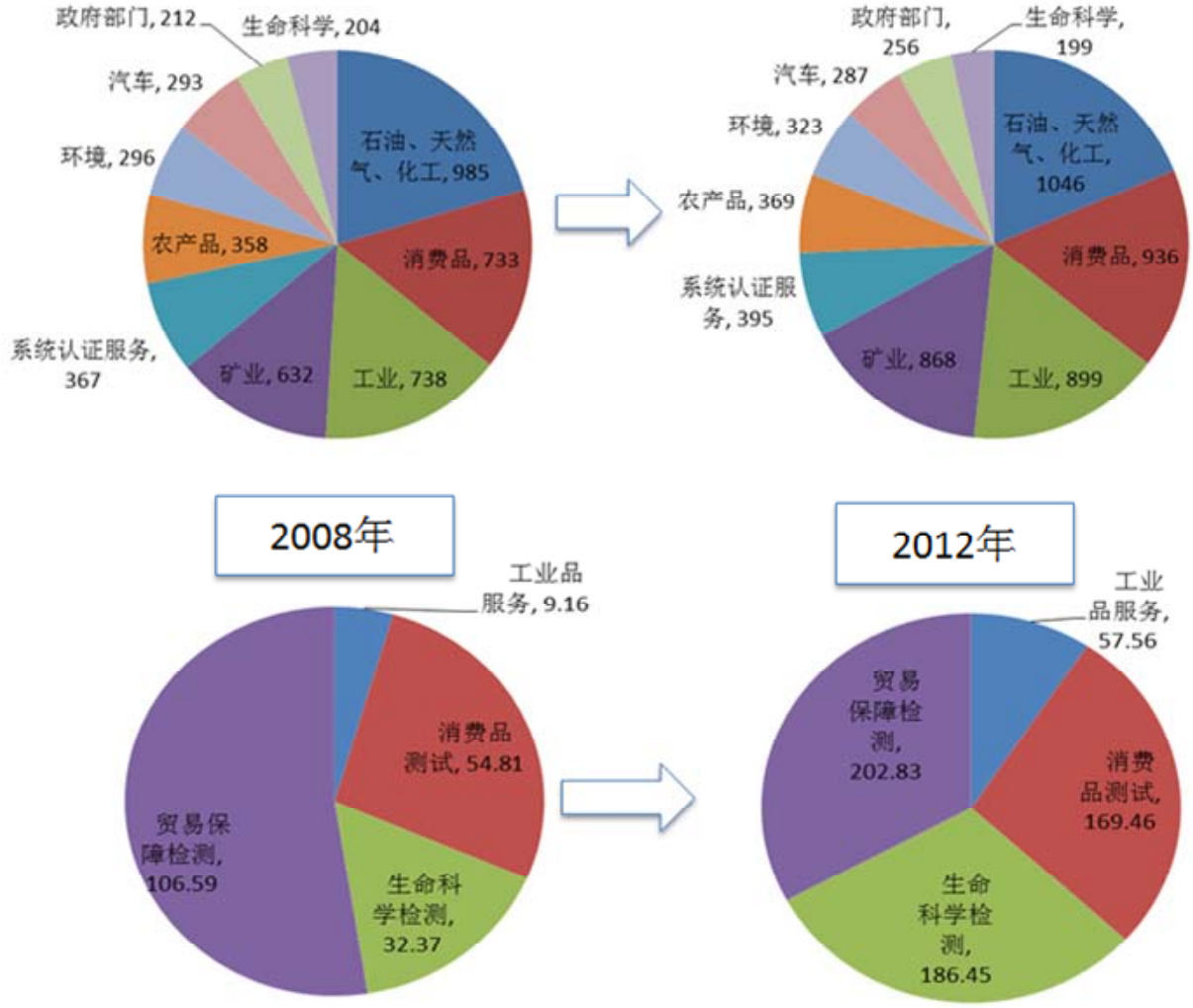
来源：国金证券研究所

- **行业整合给公司带来新一轮发展机遇。**尽管《意见》并未制定本次质检系统改革的具体步骤，但此次改革的目标和层级分工却十分明确。从政策执行的角度来看，2014 和 2015 年将会是具体操作步骤和相关法规出台的密集期，也是行业新一轮整合发展的良机。政策将放宽对于第三方独立检测民企进入各个细分行业的门槛，公司参与行业发展和整合的成本将大大降低。我们判断，公司在完成了几次收购并成功整合后，或将进一步参与收购扩大业务范围，外延式发展有望带来公司规模的继续扩张。
- **收购黑龙江华测检测反应了公司跨区域扩张的新思路。**公司于 2014 年 3 月 20 日晚公告以 1300 万元超募资金收购黑龙江华测检测技术有限公司（实际为哈尔滨市食品工业研究所为实现本次收购而设立的公司），通过本次收购公司有望拓宽在东北地区的食品检测覆盖面。我们认为此次收购是公司在行业整合大背景下的跨区域扩张模式的转型，相较于自建基地辐射周边区域，新的扩张模式的成本更低且更高效，未来或将有更多相似的案例出现。

外延扩张打造中国的 SGS

- **我们认为公司的成长路径可以参照世界最大的瑞士检测机构 SGS，通过横向收购实现外延式发展。**通过研究 SGS 的成长路径我们可以发现，从初创期的单业务检测到目前检测业务涵盖石油、化工、工业、消费品、农产品、生命科学等十大检测领域，主要依靠收购获得发展。华测自成立以来的发展与 SGS 有相似之处，从营业收入以贸易保障检测为主演变为四大业务板块共同支撑公司业绩增长，显示了公司外延扩张的实力。

图表34：对照 SGS 成长路径，公司近年来四大业务平衡发展



来源：彭博、国金证券研究所

- **公司未来仍具有很大的发展空间。**公司目前是国内最大的民营检测机构，但是相比国际巨头规模仍然十分微小。2012 年，公司实现全年营业收入 6.16 亿元人民币，而同期 SGS、BV、ITS 的收入分别达 375 亿元、325 亿元、207 亿元人民币（在华收入规模 30-50 亿元）。我们判断，伴随着自身品牌实力的进一步提升以及服务范围的拓宽，公司未来仍然有很大的成长空间。
- **公司主要通过设立合资公司+收购两种模式实现外延扩张。**基于公司已经在一些检测领域深耕多年， 具备了较完善的检测技术和资质，公司有较强的谈判能力与其他公司共同设立新领域的检测服务实验室，以实现跨领域扩张。此外，公司还可借助上市公司融资平台，通过募集资金收购标的公司的模式实现跨领域扩张。
- **布局无损检测领域和医学检测领域验证对外扩张逻辑。**公司近期收购了新加坡 POLY NDT 公司 70%股权和杭州华安检测 100%股权，切入了市场空间广阔的无损检测领域。公司还通过与 Amcare 国际医学实验室设立合资公司的形式切入快速发展的第三方医学检测市场。

他山之石：全球检测巨头的成长路径

内生增长+外延扩张是全球检测巨头成长的主要路径。

- **由于检测行业的特殊性，从全球范围来看，行业空间大，集中度较低。**根据赛迪顾问的数据显示，2012 年全球规模接近 8000 亿元。检测行业较为分散， SGS、BV、Dekra、Intertek、TUV 等排名前 10 的检测机构全球市场占有率仅有 25%左右。
- **企业成长主要依靠内生增长 +外延扩张。**通常一家检测企业在初创期会专注一个或几个领域，随着技术的不断积累和品牌的逐渐积淀，企业逐渐向其他细分检测领域扩张，并复制原有的模式到其他地区，实现地域性扩张。此外，依靠资金和品牌实力，通过收购其他相关的公司实现外延扩张。因而，当成长为大公司后，往往公司的检测业务范围都十分广阔。观察世界前几的检测企业，无不如是。

图表35：全球前几大检测企业业务覆盖范围广阔

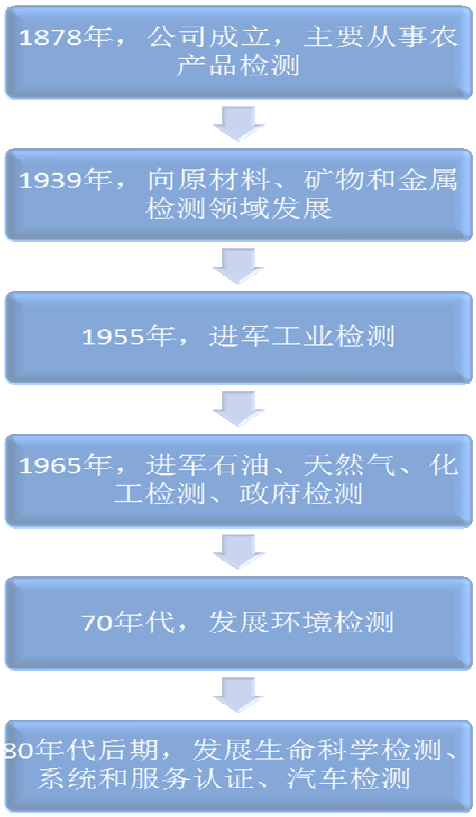
产业部门	SGS	Bureau Veritas	Intertek	TÜV Süd	TÜV Rheinland
工业服务	x	x	x	x	x
在役检验	x	x		x	x
建筑工况	x	x	x	x	x
认证	x	x	x	x	x
消费品	x	x	x	x	x
政府服务	x	x	x		
商品	x	x	x		
环境	x	x	x	x	x
汽车	x	x	x	x	x
生命科学	x				
船级社		x	x		
覆盖领域数量	10	10	9	7	7

来源：Mergers Alliance、国金证券研究所

SGS 成长案例研究

- **SGS 是全球行业最大的第三方独立检测机构，100 多年来的成长主要依靠内生增长+外延扩张。**公司于 1878 年成立，主要从事农产品检测。1939 年，通过收购欧洲实验室，公司检测业务向原材料、矿物和金属检测领域发展。1950 年后，公司大规模向其他检测领域进军，逐渐进入了工业、石油化工、政府部门、环境和生命科学检测等领域，并且进行了全球化扩张。2005 年以来，SGS 公司进行了大量的收购，来提升自身的检测实力。

图表36：SGS 公司发展历程及收购案例

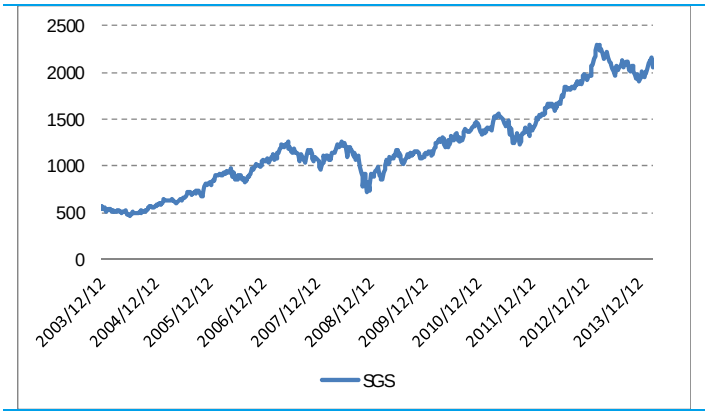


时间	收购案例
2005	收购 casco、minnovex technologies、auto securite group、x-per-x a auebec based、aquatic health 等 6 家企业
2006	收购 srs tech、wireless test sytems、seven layers、mcmurray resources、northview biosciences、aster.cephac 等 8 家企业
2007	收购 a specialty food and beverage、fts、ecoserv、mid iowa grain inspection、mid-west seed services 等 7 家企业
2008	收购 UK based metallurgy、technical engineering、soil,leaf,fertilizer and cape town、the servicos de automacao 等 14 家企业
2009	收购 the environmental company eko、ustav paliv a maziv 等 2 家企业
2010	收购 fcc vehicle inspection business、atest、the m-scan group、yan tai huajian inspection、等 10 家公司
2011	收购 msm mrl ozel hatay、intech、baseefa limited、leeder consulting、conserve、cimmt&s 等 22 家企业
2012	收购 the ware care group、emics ltd UK、sentinel services、Australian radiation 等 18 家企业
2013	收购 civil quality assurance pty、enger engenharia sa、msi testing&engineering inc.、acquisition of time mining 等 10 家企业

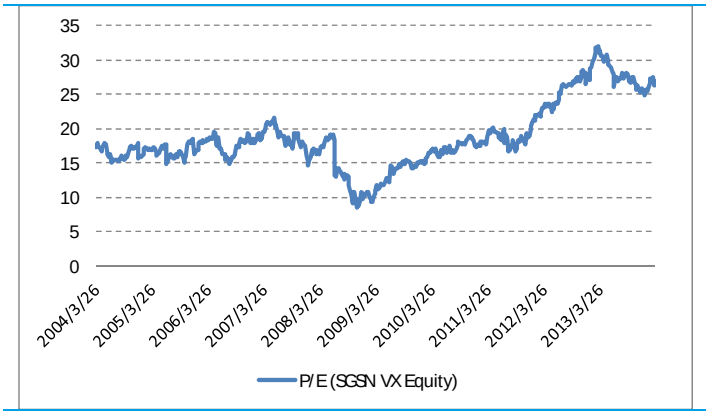
来源：公司年报、国金证券研究所

- 股价与估值。受益于公司内生+外延增长，公司的十年间股价从 500 上涨至 2000，涨幅达 4 倍。公司 PE 估值区间在 15X-30X。

图表37：SGS 股价走势图



图表38：SGS P/E 估值情况

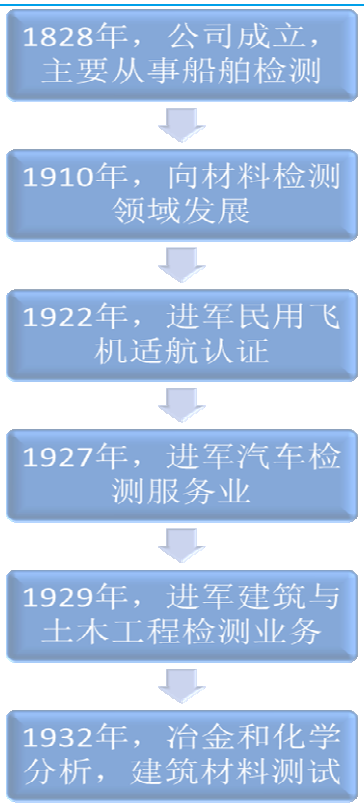


来源：彭博、国金证券研究所

BV 成长案例研究

- **BV 是全球行业第二大的第三方独立检测机构。**公司于 1828 年成立，初创期主要从事船舶检测，随后逐渐向其它领域拓展。1922 年，公司进入民用飞机适航认证。1927 年后，公司陆续进入汽车检测、建筑与土木工程检测、冶金和化学分析、建筑材料测试。1990 年-2010 年，公司进行了大量的收购拓展业务范围，提升公司的检测服务实力。

图表39：BV 公司发展历程及收购案例

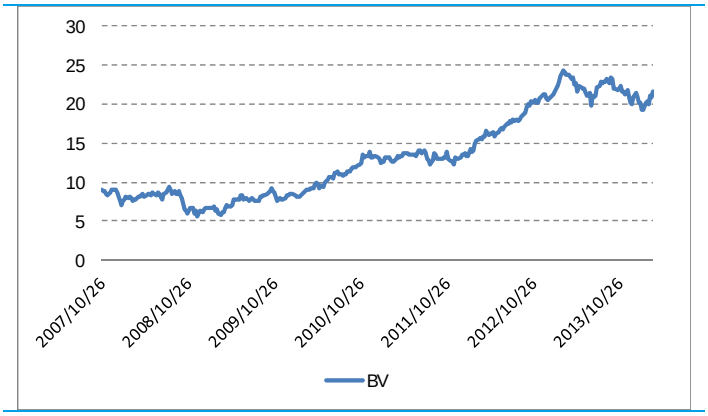


时间	收购案例
1996	• 收购CEP • 公司成为法国领袖的建筑施工合规评定企业
1996	• 收购 2家知名美国公司ACTS和MTL • 增加消费品测试业务
2003-2007	• 收购美国7家公司，英国2家公司，澳大利亚3家公司和西班牙1家
2008	• 收购Amdel和Cesmec2家公司 • 使公司成为全球最大的采掘测试公司之一
2010	• 收购 Inspectorate • 使公司进入消费品市场前三，并使公司进入石油化工领域和国际运输、贸易领域

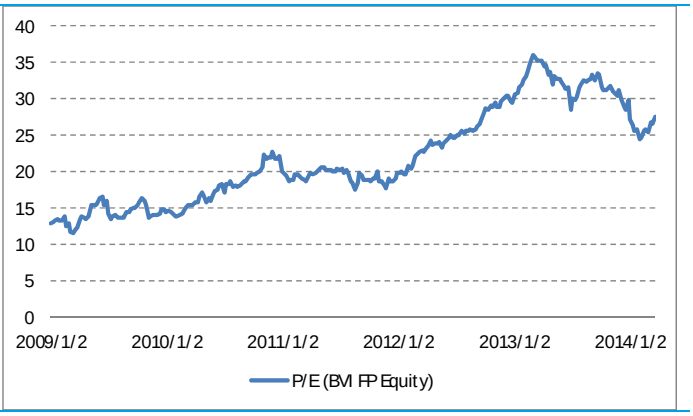
来源：公司年报、国金证券研究所

- 股价与估值。公司在经历 2008 年金融危机后，业绩逐步回升。股价从 7 上涨至 21，上涨幅度达 3 倍。公司的估值区间在 15X-35X。

图表40：BV 股价走势图



图表41：BV P/E 估值情况

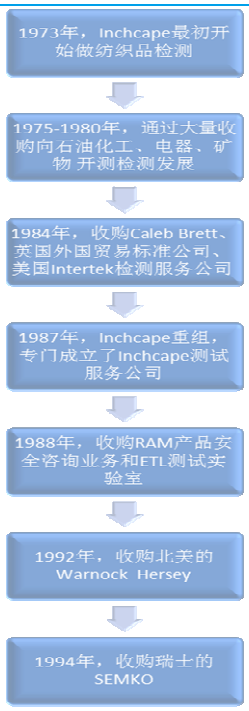


来源：彭博、国金证券研究所

Intertek 成长案例研究

- **Intertek 是全球行业第四大的第三方独立检测机构，公司依靠对外并购发展壮大。**公司前身 Inchcape 于 1987 年成立，初创期主要从事纺织品检测，随后逐渐向其它领域拓展，包括石油化工、电器、矿物开采检测等。公司在 1988 年后开展了大量收购，获得了众多领域的认证检测资质。1988 年收购 RAM 产品安全咨询业务和 ETL 测试实验室，1992 年收购北美的 Warnock Hersey；1994 年收购瑞士的 SEMKO。

图表42：BV 公司发展历程及收购案例

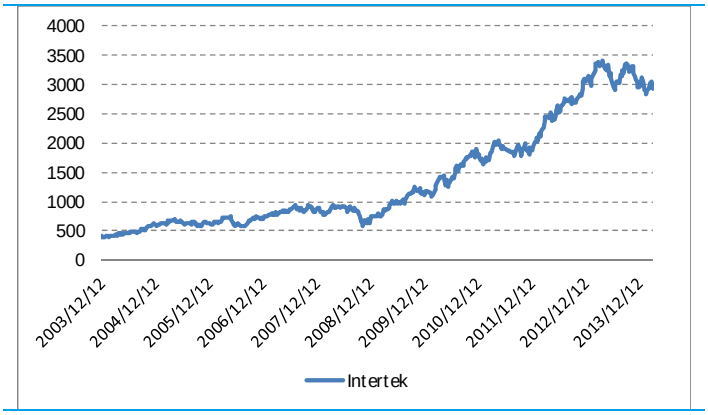


时间	收购案例
2007	• 完成16次收购，花费1亿英镑
2008	• 收购14块新业务，花费7950万英镑
2009	• 完成3次收购，花费3080万英镑
2010	• 完成7次收购，花费4120亿英镑
2011	• 收购穆迪国际和其他4家公司，花费4.6亿英镑
2012	• 完成6次收购，花费4000万英镑

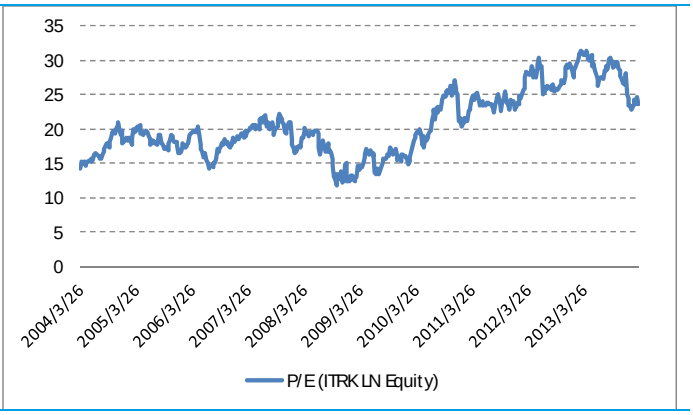
来源：公司年报、国金证券研究所

- 股价与估值。公司自 2003 年以来，股价上涨幅度达 6 倍，2008 年后伴随着公司外延式扩张脚步的加快，股价上涨明显加快。公司的估值区间位于 15X-30X。

图表43：Intertek 股价走势图



图表44：Intertek P/E 估值情况



来源：彭博、国金证券研究所

盈利预测、估值和定价

- **收入假设：**我们预计公司贸易保障检测未来 2 年保持 7%增长、10%增长，生命科学检测保持 45%增长、消费品检测保持 27%增长、工业品服务保持 22%增长，华安检测和 POLY NDT 在 2014 年并表完成。我们预计公司 2014-2016 年将实现收入 1118 百万元、1447 百万元、1879 百万元。
- **毛利率假设：**公司 2014 年-2016 年毛利率分别为 60.01%、60.41%、60.96%。
- **盈利预测：**综合上述假设，我们预计公司 2014-2016 年公司归属于母公司股东净利润 193 百万元、254 百万元与 337 百万元，对应 EPS 分别为 0.52 元、0.69 元和 0.91 元，分别同比增长 28.05%、32.54%和 32.77%，对应 2014-2016 年 PE 分别 为 38.84 倍，29.31 倍、22.07 倍。
- **估值：我们认为华测检测在 3-5 年内应该享受 40 倍以上的高估值，理由如下：**
  - **检测行业依然保持高景气**，同时公司存在较强的横向扩张的收购预期。
  - **海外市场历来给以检测行业高估值**，回顾 2005 年-2012 年世界上三大检测巨头在其相应市场都获得明显的估值溢价，PEG 均超过甚至大幅超过当年 1 倍。

图表45：世界三大检测巨头长期来在其相应资本市场获得估值溢价

	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
SGS净利润	298.09	353.78	417.05	641.01	522.79	565.69	604.59	593.21
YOY	33%	19%	18%	54%	-18%	8%	7%	-2%
当年最高PE	40.82	34.34	30.38	26.55	26.05	25.17	27.35	24.38
BV净利润	188.00	193.48	217.13	319.48	352.38	385.25	414.38	382.68
YOY	30%	3%	12%	47%	10%	9%	8%	-8%
当年最高PE			49.06	38.54	34.19	29.60	26.97	22.99
Intertek净利润	103.87	117.68	146.46	173.71	179.61	198.78	222.62	275.49
YOY	9%	13%	24%	19%	3%	11%	12%	24%
当年最高PE	80.84	70.78	63.60	48.23	38.59	34.36	29.68	23.89

来源：彭博、国金证券研究所

- **行业估值提升：**参考同行业电科院和中国汽研，公司 2014 年 PEG1.44，我们认为公司应当享有 40 倍以上 PE 和 1 倍以上 PEG。

图表46：检测行业估值

股票代码	股票简称	最新股价	2013EPS	2014EPS	2013PE	2014PE	2014YOY	2014PEG	PB
300012.SZ	华测检测	20.15	0.41	0.52	49.15	38.75	27%	1.44	7.66
601965.SH	中国汽研	16.18	0.66	0.71	24.52	22.79	8%	3.01	3.20
300215.SZ	电科院	16.53	0.47	0.53	35.17	31.19	13%	2.44	4.60

来源：同花顺、国金证券研究所

- **综上，我们暂时给予公司 2014 年 40 倍以上估值，维持“买入”评级。**

风险提示

- 下游需求不足带来的风险

图表47：公司主营业务拆分

项　目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
贸易保障检测						
销售收入（百万元）	174.84	202.83	218.50	235.98	259.58	285.54
增长率（YOY）	*15.66%*	*16.01%*	*7.73%*	*8.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	78.75%	75.02%	74.06%	74.00%	74.00%	74.00%
销售成本（百万元）	37.15	50.67	56.68	61.35	67.49	74.24
增长率（YOY）	*13.73%*	*36.37%*	*11.87%*	*8.25%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利（百万元）	137.69	152.16	161.82	174.63	192.09	211.30
增长率（YOY）	*16.19%*	*10.51%*	*6.35%*	*7.91%*	*10.00%*	*10.00%*
占总销售额比重	34.90%	32.91%	28.12%	21.11%	17.90%	15.18%
占主营业务利润比重	41.63%	38.09%	33.41%	26.02%	21.92%	18.42%
生命科学检测						
销售收入（百万元）	142.49	186.45	272.03	394.44	571.94	829.32
增长率（YOY）	*80.92%*	*30.85%*	*45.90%*	*45.00%*	*45.00%*	*45.00%*
毛利率	60.53%	61.19%	55.93%	56.00%	58.00%	60.00%
销售成本（百万元）	56.24	72.36	119.88	173.56	240.22	331.73
增长率（YOY）	*43.91%*	*28.66%*	*65.67%*	*44.77%*	*38.41%*	*38.10%*
毛利（百万元）	86.25	114.09	152.15	220.89	331.73	497.59
增长率（YOY）	*117.37%*	*32.28%*	*33.36%*	*45.18%*	*50.18%*	*50.00%*
占总销售额比重	28.44%	30.25%	35.01%	35.29%	39.44%	44.08%
占主营业务利润比重	26.08%	28.56%	31.42%	32.92%	37.85%	43.38%
消费品测试						
销售收入（百万元）	134.97	169.46	215.87	274.15	348.18	442.18
增长率（YOY）	*24.65%*	*25.55%*	*27.39%*	*27.00%*	*27.00%*	*27.00%*
毛利率	59.53%	62.70%	65.13%	65.00%	65.00%	65.00%
销售成本（百万元）	54.62	63.21	75.27	95.95	121.86	154.76
增长率（YOY）	*13.39%*	*15.72%*	*19.09%*	*27.47%*	*27.00%*	*27.00%*
毛利（百万元）	80.35	106.25	140.60	178.20	226.31	287.42
增长率（YOY）	*33.68%*	*32.24%*	*32.32%*	*26.75%*	*27.00%*	*27.00%*
占总销售额比重	26.94%	27.50%	27.79%	24.53%	24.01%	23.50%
占主营业务利润比重	24.29%	26.60%	29.03%	26.56%	25.82%	25.06%
工业品服务						
销售收入（百万元）	48.72	57.56	70.50	86.01	104.93	128.02
增长率（YOY）	*176.66%*	*18.14%*	*22.48%*	*22.00%*	*22.00%*	*22.00%*
毛利率	54.29%	46.85%	42.16%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本（百万元）	22.27	30.59	40.78	47.31	57.71	70.41
增长率（YOY）	*83.60%*	*37.37%*	*33.29%*	*16.01%*	*22.00%*	*22.00%*
毛利（百万元）	26.45	26.97	29.72	38.70	47.22	57.61
增长率（YOY）	*382.65%*	*1.95%*	*10.22%*	*30.22%*	*22.00%*	*22.00%*
占总销售额比重	9.72%	9.34%	9.07%	7.70%	7.24%	6.80%
占主营业务利润比重	8.00%	6.75%	6.14%	5.77%	5.39%	5.02%
华安检测						
销售收入（百万元）		74.56	105.90	127.08	152.50	183.00
增长率（YOY）		*#DIV/0!*	*42.03%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
毛利率		48.88%	45.86%	46.12%	46.00%	46.00%
销售成本（百万元）		38.12	57.33	68.47	82.35	98.82
增长率（YOY）		*#DIV/0!*	*50.42%*	*255.59%*	*20.27%*	*20.00%*
毛利（百万元）		36.44	48.57	58.61	70.15	84.18
增长率（YOY）		*#DIV/0!*	*33.26%*	*410.34%*	*19.69%*	*20.00%*
占总销售额比重		12.10%	13.63%	11.37%	12.92%	12.08%
占主营业务利润比重		16.81%	16.60%	13.12%	15.49%	14.40%
POLY NDT						
销售收入（百万元）					13.16	13.26
增长率（YOY）						*0.72%*
毛利率					68.00%	68.00%
销售成本（百万元）					4.21	4.24
增长率（YOY）						*0.72%*
毛利（百万元）					8.95	9.02
增长率（YOY）						*0.72%*
占总销售额比重					0.91%	0.70%
占主营业务利润比重					1.56%	1.23%
销售总收入（百万元）	**501.02**	**616.30**	**776.90**	**1117.67**	**1450.29**	**1881.31**
销售总成本（百万元）	**170.29**	**216.83**	**292.61**	**446.64**	**573.84**	**734.20**
毛利（百万元）	**330.73**	**399.47**	**484.29**	**671.03**	**876.45**	**1147.11**
平均毛利率	**66.01%**	**64.82%**	**62.34%**	**60.04%**	**60.43%**	**60.97%**

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	**501**	**616**	**777**	**1,118**	**1,450**	**1,881**
增长率		*23.0%*	*26.0%*	*43.9%*	*29.8%*	*29.7%*
主营业务成本	-171	-217	-293	-447	-574	-734
%销售收入	*34.1%*	*35.2%*	*37.7%*	*40.0%*	*39.6%*	*39.0%*
毛利	330	400	484	671	876	1,147
%销售收入	*65.9%*	*64.8%*	*62.3%*	*60.0%*	*60.4%*	*61.0%*
营业税金及附加	-26	-20	-4	-6	-7	-9
%销售收入	*5.1%*	*3.2%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-107	-114	-153	-220	-283	-367
%销售收入	*21.3%*	*18.5%*	*19.7%*	*19.7%*	*19.5%*	*19.5%*
管理费用	-100	-144	-165	-235	-305	-395
%销售收入	*20.0%*	*23.3%*	*21.2%*	*21.0%*	*21.0%*	*21.0%*
息税前利润（EBIT）	97	122	163	211	282	376
%销售收入	*19.4%*	*19.8%*	*21.0%*	*18.8%*	*19.4%*	*20.0%*
财务费用	10	8	11	11	17	25
%销售收入	*-2.1%*	*-1.3%*	*-1.4%*	*-1.0%*	*-1.1%*	*-1.3%*
资产减值损失	-2	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	106	128	170	221	298	401
营业利润率	*21.1%*	*20.7%*	*21.9%*	*19.8%*	*20.6%*	*21.3%*
营业外收支	11	15	14	14	14	14
税前利润	**117**	**143**	**184**	**235**	**312**	**415**
利润率	*23.4%*	*23.1%*	*23.7%*	*21.1%*	*21.5%*	*22.0%*
所得税	-21	-24	-31	-40	-53	-71
所得税率	*18.2%*	*16.8%*	*17.1%*	*17.0%*	*17.0%*	*17.0%*
净利润	96	119	153	195	259	344
少数股东损益	1	1	3	3	3	3
归属于母公司的净	**95**	**118**	**150**	**192**	**256**	**341**
净利率	*18.9%*	*19.1%*	*19.3%*	*17.2%*	*17.7%*	*18.1%*

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	97	119	153	195	259	344
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	48	57	71	81	104	121
非经营收益	0	-8	-11	-12	-12	-12
营运资金变动	-10	-10	24	40	15	19
经营活动现金净流	**135**	**158**	**238**	**304**	**366**	**472**
资本开支	-102	-173	-179	-122	-119	-70
投资	1	-2	-7	-1	0	0
其他	2	93	10	0	0	0
投资活动现金净流	**-98**	**-81**	**-177**	**-123**	**-119**	**-70**
股权募资	5	0	14	0	167	0
债权募资	-6	10	35	-25	0	1
其他	-37	-56	-41	0	-2	-2
筹资活动现金净流	**-38**	**-46**	**8**	**-24**	**165**	**-1**
现金净流量	**-2**	**31**	**69**	**157**	**412**	**401**

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	541	494	538	695	1,107	1,507
应收款项	31	52	78	83	107	139
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	16	15	20	24	31	39
流动资产	588	561	636	802	1,245	1,685
%总资产	*69.1%*	*58.5%*	*55.2%*	*58.4%*	*67.4%*	*74.9%*
长期投资	1	1	25	26	25	25
固定资产	194	312	398	443	465	421
%总资产	*22.8%*	*32.6%*	*34.5%*	*32.3%*	*25.2%*	*18.7%*
无形资产	68	84	91	100	108	116
非流动资产	263	398	516	571	601	564
%总资产	*30.9%*	*41.5%*	*44.8%*	*41.6%*	*32.6%*	*25.1%*
资产总计	**851**	**959**	**1,152**	**1,373**	**1,845**	**2,249**
短期借款	2	0	18	0	0	0
应付款项	20	39	45	67	87	112
其他流动负债	37	46	67	93	119	153
流动负债	59	85	130	160	206	265
长期贷款	0	12	29	29	29	30
其他长期负债	1	6	7	0	0	0
负债	**60**	**103**	**166**	**189**	**235**	**295**
普通股股东权益	782	847	972	1,167	1,590	1,931
少数股东权益	9	9	14	17	20	23
负债股东权益合计	**851**	**959**	**1,152**	**1,373**	**1,845**	**2,249**

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.515	0.640	0.405	0.521	0.694	0.924
每股净资产	4.249	4.602	2.632	3.159	4.168	5.062
每股经营现金净流	0.732	0.861	0.643	0.824	0.960	1.237
每股股利	0.300	0.200	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.11%	13.91%	15.40%	16.48%	16.12%	17.67%
总资产收益率	11.13%	12.28%	12.99%	14.01%	13.89%	15.17%
投入资本收益率	10.03%	11.70%	13.09%	14.41%	14.27%	15.72%
增长率						
主营业务收入增长率	40.81%	23.02%	26.05%	43.86%	29.76%	29.72%
EBIT增长率	52.82%	25.80%	33.53%	29.09%	33.85%	33.33%
净利润增长率	47.57%	24.37%	27.11%	28.48%	33.31%	33.13%
总资产增长率	9.83%	12.68%	20.14%	19.18%	34.41%	21.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.1	21.1	26.6	23.0	23.0	23.0
存货周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	9.0	24.9	22.4	22.0	22.0	22.0
固定资产周转天数	105.1	153.9	138.5	104.2	80.8	49.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-68.21%	-56.27%	-49.73%	-56.22%	-66.93%	-75.59%
EBIT利息保障倍数	-9.4	-15.0	-14.6	-19.6	-16.9	-15.0
资产负债率	7.11%	10.71%	14.39%	13.77%	12.74%	13.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	3	10	13
增持	0	1	1	6	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.25**	**1.25**	**1.33**	**1.38**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-01-24	买入	19.55	N/A

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 6793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD