

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn
证券分析师：杨雪 S0350515040001
0755-83700205yangx@ghzq.com.cn

取势、明道、优术，树民营检测品牌先锋

——华测检测（300012）点评报告

事件：

今年以来，国家出台相关政策要求国有质检机构改制转型，并逐步开始放开强制检测市场，此前，公司公告通过审核并入围强制性产品认证指定实验室。

投资要点：

一、朝阳行业，兵家必争之地

检验检测行业为制造、流通、监管环节提供服务，下游涉及食品、环境、电子产品、汽车、建筑等众多行业，为重要的现代服务业之一。检测检验行业近年来历经了高速增长，据统计，2008-2011年，检测行业的整体增速在15%以上，而根据国家认监委统计数据与预测，2013年我国检测检验市场规模已达1678亿，而预计2014、2015市场规模将达到2105、2574亿元，行业将维持高速增长。而检测检验行业未来仍具备持续发展动力，包括人们对商品品质、食品安全、环境质量等方面不断提升的要求，以及中国制造业发展、转型带来的新机遇。考虑到中国检测市场的高速增长与广阔空间，全球检测行业公司，包括SGS、BV、Intertek等都已布局中国市场，而来自于中国市场收入也为其最核心增长动力之一。

图 1、检验检测市场规模与测算

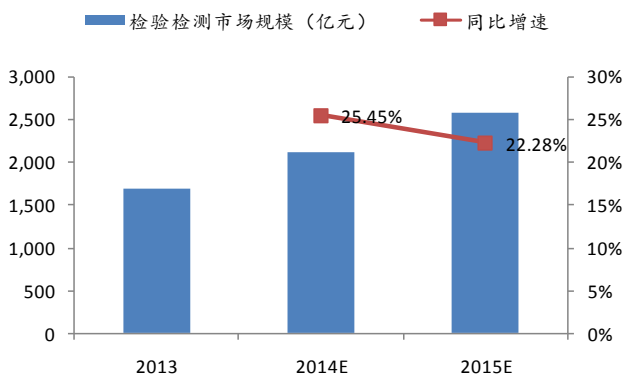
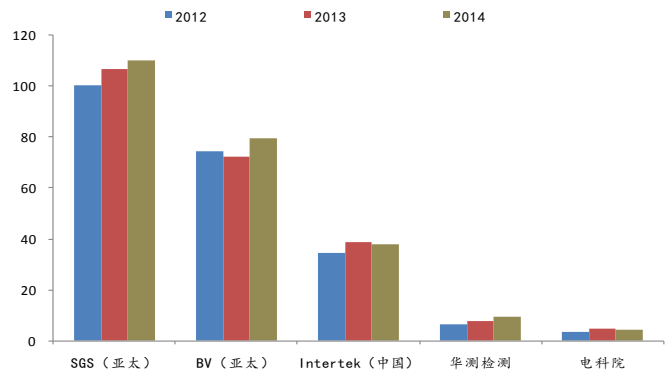


图 2、检测公司收入 (亿人民币)



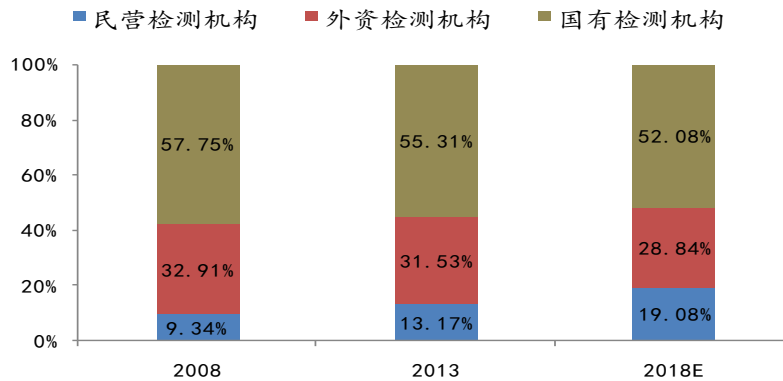
资料来源：国家认监委统计与测算、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

二、三分天下，民营品牌有望异军突起

目前，中国检测市场主要分为强制检测与自愿检测两部分，其中强制检测市场主要由国有检测机构参与，据统计，国有检测机构在2013年检测市场的份额占比约55.31%。而在自愿检测市场，目前主要参与者包括外资机构与本土民营企业，2014年市场份额分别为31.53%与13.17%。

图 3、检验检测市场规模



资料来源：数据与预测来自赛迪顾问、国海证券研究所整理

首先，我们认为，强制检测领域去行政化为未来大的发展趋势，一方面为非国有企业提供更大市场空间，另一方面将为市场提供并购标的。目前我国检测市场份额最大的为国有检测机构（2013年市场份额为55.31%），对市场具有较强的行政垄断，主要市场为强制检测领域。而行政性质检测机构一方面使得政府承担了较多经济职能，扭曲行政功能，同时，由于体制原因，国有检测机构难以避免内部效率较低下，且缺乏权利制约易滋生腐败等问题。根据近期国家检测相关政策，多部门提出未来将有序放开检验检测市场，加大政府购买服务，扭转政府职能，今年来，发改委已放开手机3C等检测等强制检测领域，我们认为强制检测市场逐步开放将为非国有企业提供更广阔市场空间。此外，国有质检机构整合，实业单位改制也将为非国有企业提供并购标的。

表 1、近期检测相关政策文件

时间	发布机构	文件、会议	内容
2014年2月	国务院	《关于整合检验检测认证机构的实施意见》	减少检验检测认证项目的行政许可，有序开放检验检测认证市场，打破部门垄断和行业壁垒，鼓励和支持社会力量开展检验检测认证业务，积极发展混合所有制检验检测认证机构，加大政府购买服务力度，营造各类主体公平竞争的市场环境。到2020年，基本完成质检系统检验检测认证机构政事分开、管办分离、转企改制等改革任务。
2014年2月	质检总局	全国质量监督检验检疫工作会议	国有质检机构职能转变、质检系统简政放权、实现检验检测认证机构整合，并提出了改革时间表，预定在2015年基本完成事业单位性质的机构整合、转企改制基本到位。
2015年6月	发改委	关于放开部分检验检测经营服务收费的通知	进一步放开手机检测费、条形码服务费、船舶及船用产品检验费等9项经营服务收费，由各专业服务机构自行制定收费标准。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

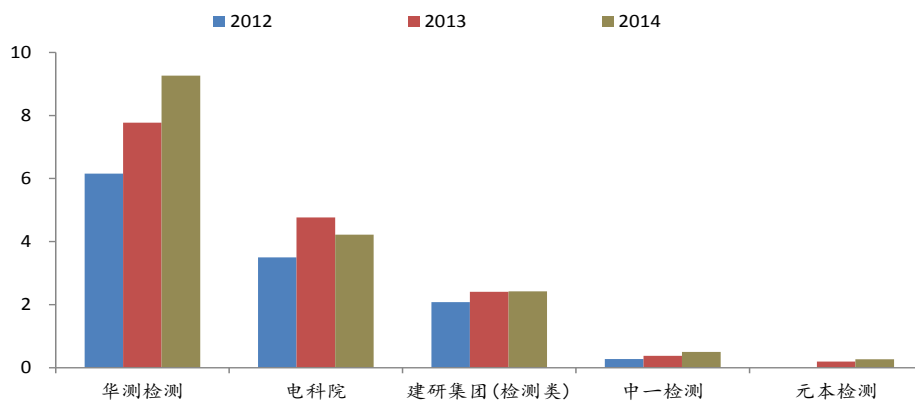
另一方面，自愿检测领域，本土民营企业受益于自身技术提升与国家安全需求，市场份额有望继续提升。从2008年至2013年，本土民营企业市场份额由9.34%上升到13.17%，而外资企业市场份额从32.91%略降至31.52%。我们认为，本土民营企业技术水平不断提升已于外资企业接近，相较于外资企业竞争优势主要源于如能源、贸易领域等领域的历史积累，随着中国制造业发展，民营企业在电子加工制造等新兴领域优势不断凸显。另一方面，部分检测领域由于涉及国家安全，外资企业进入仍具有较多限制，如环境检测、食品等领域等，而这些领域目前均处于具较高增速的发展时期。此外，在与本土企业合作、与大型国有企业合作中，包括未来并购活动开展，本土民营企业也具有较大优势。在多重因素影响下，我们认为本土民营企业份额有望进一步提升。

三、民营检测龙头，多重认可打造公信力

华测检测目前在全国设立三十多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的 40 个实验室，并在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立了海外办事机构。公司是中国合格评定认可委员会（CNAS）认可的实验室和中国质量认证中心（CQC）的合作实验室，同时通过了计量认证（CMA），完全具备出具第三方检测报告的资质。除了通过国内的认可以外，公司还通过了英国 UKAS，美国 ANSI、美国“能源之星”、新加坡 SPRING 等机构的认可，是美国消费者委员会（CPSC）、美国 UL、美国 FCC、加拿大 IC、墨西哥 NYCE、挪威 NEMKO、德国 TUV、美国纺织品染化师协会（AATCC）、美国 WRAP 等国际权威机构授权合作的实验室，检测报告具有国际公信力。

另一方面，公司目前检测领域收入与增速均处于全国领先水平，而我们认为，企业规模以及业务广度将能进一步支撑公司知名度与品牌，而品牌与公信力是检测行业发展核心要素之一。

图 4、部分国内民营检测机构收入情况（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

四、借上市公司平台，横向拓展子领域高速增长

由于检测行业单一市场规模有限，而从国际巨头发展经验来看，通过内生发展或外延并购，横向进入新领域为重要发展路径。因而检测类公司呈现出平台类特征，而平台成败与否关键，除平台公信力、知名度外，另一关键在于平台资金实力。资金实力重要性主要体现在以下方面（1）是否有充足资金或者支付方式，通过外延并购进入新领域，特别是面对此后检测事业机关改制、发展混合所有制的机遇；（2）需资金支持完成区域复制，目前具备较高行业增速的子领域，如食品、环境检测具有运输半径，需在所在区域建立相关实验室防止检测物由于时间推移或在运输过程发生性质改变。（3）设备支出与人才储备薪酬支付导致固定成本高，资金充裕有利于增强抗风险能力，并能承担资质申请、进入新领域培育期产生的风险。我们认为，公司相较于行业内其他公司如谱尼测试等，能借助上市平台，更好的完成融资、非公开发行并购等活动，支持公司发展。

由于检测行业的细分行业较多，且不同细分行业存在市场空间限制，因此并购是检测行业公司重要的成长方式之一。公司成立之初以贸易保障检测业务为主，在上市之时占比超过 80%。近年来，公司通过内生发展与外延并购，逐步进入新的检测细分行业，公司目前业务涉及环境检测、食品安全检测、贸易检测、无损检测等多个领域。

表 2、公司外延并购情况

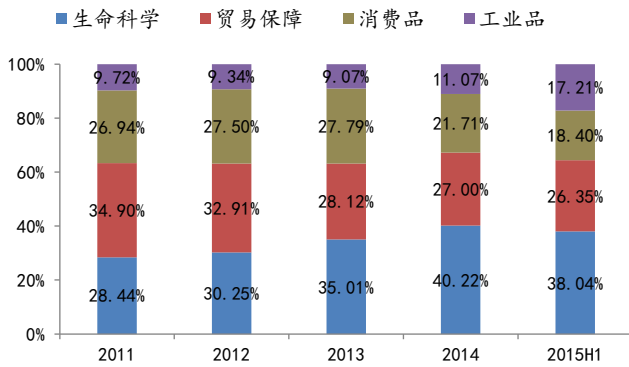
首次披露日期	交易标的	细分行业	金额(万元)	方式
2014-03-21	黑龙江华测 100%股权	食品检测行业	1,300.00	现金支付

2014-01-23	杭州华安检测 100%股权	锅炉、压力容器、压力管道、 金属结构件等的无损检测工程	18,000.00	非公开发行股份+现金
2014-01-23	新加坡 POLY NDT 70%股权	船舶无损探伤检测及维修	1,659.67	现金支付

资料来源：公司公告、国海证券研究所

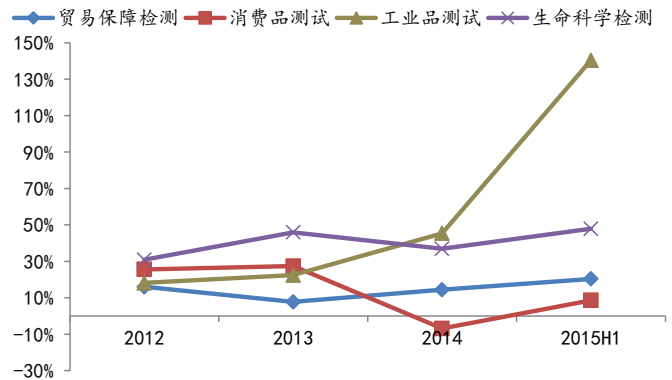
我们认为，公司布局的子领域具备较高增长潜力。首先，以食品检测为例，根据国家“十二五”规划，未来食品污染物和有害因素检测将覆盖全部县级行政区域，与2010年相比，全国将新增检测网点2526个，检测样本量将扩大到每年287万个；医学检测方面，根据业内人士估计，假设检验业务占医院收入8%-10%测试，中国目前整体医疗检测市场规模在1500亿元以上，目前我国医疗第三方检测占比仅为不足2%，而在发达国家，第三方独立检测机构占比均超过30%，假设五年后我国第三方检测占比达到10%，将带来120亿新增市场；而在环境方面，“十二五”期间，中国环保总投资预计为5万亿，而“十三五”期间，环保部官员表示，环保总体投资有望达到17万亿，我们预计环保检测领域也将有较快增长。

图 5、公司主营业务收入构成（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 6、公司主营业务收入增长

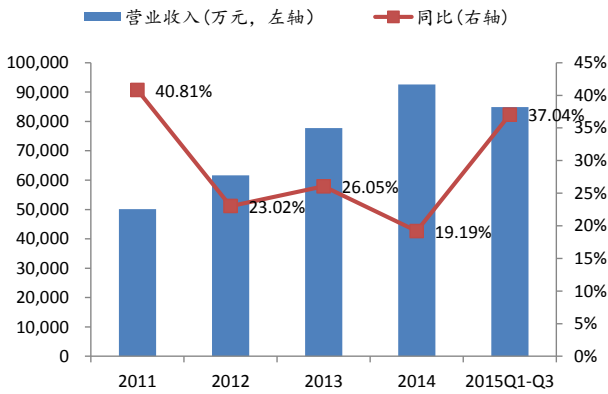


资料来源：WIND、国海证券研究所

五、关注未来业绩上升拐点

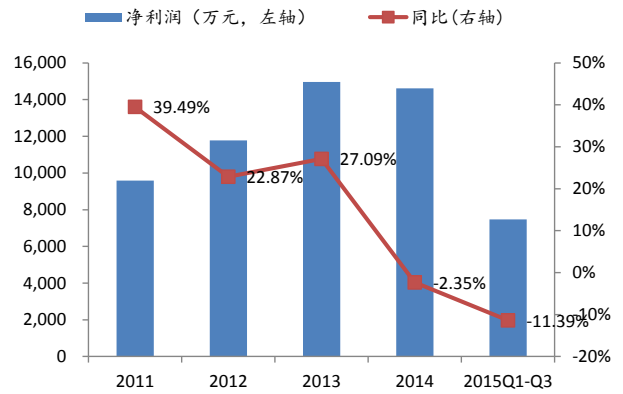
近年来，公司收入一直保持了较高业绩增速，但由于以食品、环境为代表的领域，存在运输半径、行政管辖等问题，公司投入大量资金进行基地建设。截至半年报，预计今年将有五项募投项目能达到预定可使用状态，导致公司近两年内建设开支较大，我们认为，除募投项目外，公司在其它分支机构、实验室建设中也存在类似情况。由于新项尚处于运营初期，而人员配备开支、设备与固定资产折旧，都导致公司在当前情况下收入增长高于利润增速。

图 7、公司营业收入情况与同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 8、公司净利润情况与同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

另一方面，由于公司今年处于募投项目完工高峰期，我们看好公司随着项目稳定运营后，带来的净利润提升。

表 3、公司新投产、即将投产募投项目（截至公司半年报）

项目	状态	总投资	完工/预计完工时间
广州华测职安门诊部项目	投产初期	1,009.55	2015 年 6 月 30 日
华东检测基地建设项目（一期扩建）	投产初期	4776.9	2015 年 6 月 30 日
上海华测艾普医学检验所	投产初期	3,034.25	2015 年 6 月 30 日
华测临床前 CRO 研究基地	未投产	5,000	2015 年 12 月 31 日
中国总部及华南检测基地	未投产	8,500	2015 年 12 月 31 日
华东总部基地	未投产	5,000	2016 年 12 月 31 日

资料来源：WIND、国海证券研究所

表 4、公司拟非公开发行募投项目

项目	预计总投资 (万元)	预计建设期限	项目内容
华东综合检测基地（上海）（一期）	79,446	预期需 36 个月	综合检测中心
华东检测基地（苏州）（二期）	25,409	预期需 24 个月	土壤和固废专项、恶臭及 VOCs 专项；汽车检测服务；计量校准服务等。
基于稳定同位素的产品真实性和溯源性检测平台	6000	预期需 36 个月	鉴别不同种类、不同来源的食品原料
高通量基因检测平台	4,000	预期需 24 个月	产前筛查中心、新生儿基因检测中心，司法鉴定基因检测中心、成人癌症及心脑血管等重大疾病基因检测中心以及成人罕见疾病基因检测中心。

资料来源：WIND、国海证券研究所

六、盈利预测与投资评级

我们看好公司检测业务大格局，公司检测业务将受益于行业高增速，以及未来行政机关改制带来的新增市场空间与并购机会。公司目前为国内民营企业中检测龙头企业，具较高公信力。在此基础上，借助上市公司平台，具有良好融资渠道，能进一步完成外延扩张并支持内生性项目建设。我们看好公司布局的环境检测、食品检测、医药基因检测方面布局。暂未考虑此次非公开发行，我们预计公司 2015-2017 EPS 分别为 0.39、0.42、0.55 元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 5、盈利预测

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	926	1274	1621	2055
增长率(%)	19%	38%	27%	27%
净利润(百万元)	146	149	161	212
增长率(%)	-2%	2%	9%	31%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.39	0.42	0.55
ROE(%)	11.31%	10.60%	10.61%	12.62%

资料来源：WIND、国海证券研究所

风险提示 非公开发行尚需证监会审核、强制市场放开不及预期、行政机关改制不及预期、经济下行。

感谢实习生任为对本报告的贡献。

表 6、盈利预测表 (考虑非公开发行业绩贡献与股本摊薄)

证券代码:	300012.SZ				股票价格:	27.95	投资评级:	增持	日期:	2015/11/19
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E	
盈利能力					每股指标					
ROE	11%	11%	11%	13%	EPS	0.38	0.39	0.42	0.55	
毛利率	58%	54%	54%	54%	BVPS	3.33	3.60	3.91	4.31	
期间费率	41%	39%	41%	42%	估值					
销售净利率	16%	12%	10%	10%	P/E	72.94	72.02	66.30	50.50	
成长能力					P/B	8.38	7.76	7.15	6.49	
收入增长率	19%	38%	27%	27%	P/S	11.51	8.40	6.60	5.21	
利润增长率	-2%	2%	9%	31%						
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
总资产周转率	0.58	0.74	0.86	1.00	营业收入	926	1274	1621	2055	
应收账款周转率	4.28	4.28	4.28	4.28	营业成本	388	587	750	936	
存货周转率	320.28	320.28	320.28	320.28	营业税金及附加	3	4	5	6	
偿债能力					销售费用	200	268	358	454	
资产负债率	19%	19%	19%	19%	管理费用	183	222	306	395	
流动比	2.90	2.81	2.85	2.99	财务费用	(8)	(2)	(2)	(2)	
速动比	2.89	2.80	2.84	2.98	其他费用/(-收入)	(1)	(12)	(4)	(4)	
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	160	184	200	262	
现金及现金等价物	459	430	424	446	营业外净收支	21	0	0	0	
应收款项	217	298	379	480	利润总额	181	184	200	262	
存货净额	1	2	2	3	所得税费用	32	32	35	46	
其他流动资产	28	38	48	61	净利润	149	151	164	216	
流动资产合计	704	768	854	990	少数股东损益	3	3	3	4	
固定资产	474	545	607	661	归属于母公司净利润	146	149	161	212	
在建工程	113	113	113	113						
无形资产及其他	79	85	83	81	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
长期股权投资	34	34	34	34	经营活动现金流	252	98	125	158	
资产总计	1588	1728	1874	2062	净利润	149	151	164	216	
短期借款	11	11	11	11	少数股东权益	3	3	3	4	
应付款项	42	64	81	102	折旧摊销	67	67	77	84	
预收帐款	23	32	40	51	公允价值变动	0	0	0	0	
其他流动负债	167	167	167	167	营运资金变动	34	(123)	(118)	(146)	
流动负债合计	243	274	300	331	投资活动现金流	(264)	(71)	(62)	(54)	
长期借款及应付债券	16	16	16	16	资本支出	(189)	(71)	(62)	(54)	
其他长期负债	36	36	36	36	长期投资	(9)	0	0	0	
长期负债合计	52	52	52	52	其他	(67)	0	0	0	
负债合计	295	326	352	383	筹资活动现金流	(16)	(41)	(45)	(59)	
股本	381	383	383	383	债务融资	(2)	0	0	0	
股东权益	1292	1402	1522	1679	权益融资	49	0	0	0	
负债和股东权益总计	1588	1728	1874	2062	其它	(63)	(41)	(45)	(59)	
					现金净增加额	(29)	(14)	19	45	

资料来源: 国海证券研究所

【环保与公用事业小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，杨雪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。