

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
0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

现代服务业民营检测龙头，多重政策红利分享成长

——华测检测（300012）深度报告

投资要点：

- **检测检验市场规模超千亿，未来有望高速增长。**根据认监委统计与预测，2013年我国检测检验市场规模已达1678亿，2014-2015增速有望超过20%，行业增速较高。中国制造业体量巨大，有可能支持庞大检测市场，但目前中国并非制造强国，中国制造2025提出十六字方针包括“创新驱动、质量为先”，随着对质量重视程度提高与研发驱动，检测市场有望保持增长。
- **强制检测市场放开，民营企业逐步获市场准入。**我国对基础消费品实施强制检测认证制度，强检市场占检测市场份额约57%。具强制检测认证资格的市场参与者主要者为各级质监系统以及其它行政部门下属机构，近年来我国逐步放开强制检测资质，政府鼓励检测检验机构市场化运营。2015年华测检测也获得强检实验室资格认定，我们认为，未来强制检测市场有望进一步放开，包括已获资质实验室制定范围有望进一步扩充，占比超过50%的强检市场放开，将为民企提供广阔空间。
- **转企改制将为市场提供并购标的。**截至2014年，我国检测检验服务机构中仍有3257家“其它”性质企业，占比13.11%，主要包括事业单位，相对于民企外企合计占比为27.18%，事业单位规模仍较庞大，2014年，各部门先后出台文件鼓励转企改制，我们认为，转企改制将为市场提供并购标的，为民营企业通过并购获取资质甚至是强检资质，从而缩短投资回收期提供可能。
- **海外巨头市值近千亿，为民企提供市值成长标杆。**国际检测巨头SGS、BV和Intertek的市值分别达到约900亿、600亿和400亿元，并通过并购提高市场份额与行业集中度。中国具庞大的消费、制造业支撑，有望产生检测巨头，由于国家安全壁垒，以及外企在新兴领域并未体现优势，民营企业近年来市场份额提升更快、更为受益，我们认为，在市场参与者中民企有望出现巨头，并借助国际发展经验，借转企改制等机遇通过资本平台并购，发展壮大。
- **民营龙头企业，重点布局高成长环境、食品、医药检测领域。**公司重点布局环境、食品、医药检测等领域，市场高速增长，且具有较大市场空间，目前占公司收入比重约40%。环境领域环境监测站检测业务外包、环评脱钩、公司新获碳排查认可以及未来土壤修复市场发展都将为公司带来增长契机，食品领域由于食药监缺乏相应检测能力，对市场进行公平招标，为食品检测行业带来增长。在医药领域公司布局职业病检测、临床前CRO动物实验、特检领域，将为公司未来业绩带来弹性。
- **进入投产高峰，加速外延并购，业绩有望迎来拐点。**公司2014年属于资本投入高峰，公司大量新建实验室、投资募投项目，但申请资质到正式运营存在时间间隔，导致大量成本与费用，随着2015年新建项目大量投产，公司业绩预告预增5%-35%，我们认为公司有望迎来业绩拐点。另一方面，转企改制与环评脱钩都将为市场提供优质并购标的，公司资产负债率较低，经营活动净现金流也较充裕，披露已成立或将成立的并购基金总数达到5只，公司有望通过并购基金加速外延发展，缩短投资回收期，加速业绩增长。

- **投资建议与盈利预测。**我们看好公司未来的发展，在强检市场开放、中国制造 2025 以及转企改制的大背景下，公司有望继续高速增长。作为第三方民营检测龙头，华测检测具有国内领先的公信力和较多的资质。作为上市企业，华测检测的负债率不到 20%，在未来有望继续融资，进一步支持内生项目的发展和外延并购的活动。我们看好公司在环境检测、食品检测和医学方面的布局。我们预计公司 2015-2017 的 EPS 为 0.48, 0.63, 0.79 元，维持“增持”评级。
- **风险提示:**政府相关领域改革力度不及预期风险;行业竞争激烈导致利润下滑风险;并购活动不及预期风险;医药领域布局不能获得相关客户风险;宏观经济下滑风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	926	1255	1797	2456
增长率(%)	19%	36%	43%	37%
净利润(百万元)	146	183	240	302
增长率(%)	-2%	26%	31%	26%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.48	0.63	0.79
ROE(%)	11.31%	12.84%	14.92%	16.50%

目 录

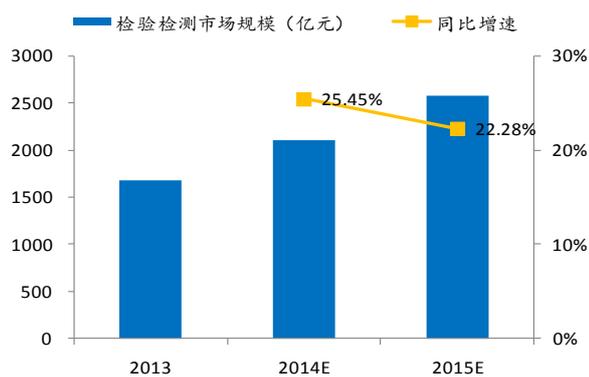
1、检测检验千亿级别市场，未来受益于中国制造崛起.....	4
1.1、检验检测市场规模过千亿，近年来高速增长.....	4
1.2、中国制造 2025，为保持增长注入动力.....	4
2、强制检测放开，民企逐步获准进入.....	7
2.1、强检准入需获资质，市场规模高于自愿检测.....	7
2.2、强检资质集中于国有机构手中，割据大额市场份额.....	8
2.3、强检市场逐步放开，市场化决心坚定.....	9
3、转企改制提供并购标的，有望加速民企发展.....	11
4、海外巨头市值近千亿，为民企提供市值成长标杆.....	13
4.1、海外巨头市值近千亿，并购助力发展.....	13
4.2、庞大中国市场与并购驱动，有望催生民营巨头.....	14
5、华测检测基本情况：民营企业龙头打造品牌公信力.....	15
6、重点布局环境、食品、医药，为业绩增长铸动力.....	18
6.1、环境检测：政府加大第三方服务购买力度、环评脱钩.....	18
6.2、食品：食品安全引发关注，监管改革已公平招标.....	20
6.3、医药领域布局刚刚起步，具广阔市场.....	22
7、产能释放，并购加速，业绩拐点有望出现.....	25
7.1、2015 年为产能投放高峰，预增业绩拐点隐现.....	25
7.2、成立并购基金外延有望加速，助力业绩增长.....	27
8、盈利预测与评级.....	28
9、风险提示.....	29

1、检测检验千亿级别市场，未来受益于中国制造崛起

1.1、检验检测市场规模过千亿，近年来高速增长

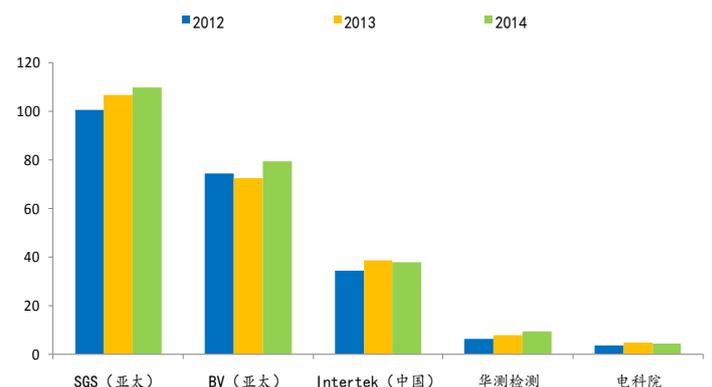
检测检验行业保持高速增长，规模过千亿。据统计，2008-2011年，检测行业的整体增速在15%以上，而根据国家认监委统计数据与预测，2013年我国检测检验市场规模已达1678亿，而预计2014、2015市场规模将达到2105、2574亿元，对应同比增速25.45%、22.28%，行业预计将维持高速增长。随着人们对商品品质、食品安全、环境质量等方面的要求不断提升，以及中国制造业发展、转型带来的新机遇，市场具备持续增长动力。考虑到中国检测市场的高速增长与广阔空间，全球检测行业公司，包括SGS、BV、Intertek等都已布局中国市场，而来自于中国市场收入也为其最核心增长动力之一。

图 1、检验检测市场规模与测算



资料来源：国家认监委统计与测算、国海证券研究所

图 2、检测公司收入（亿人民币）

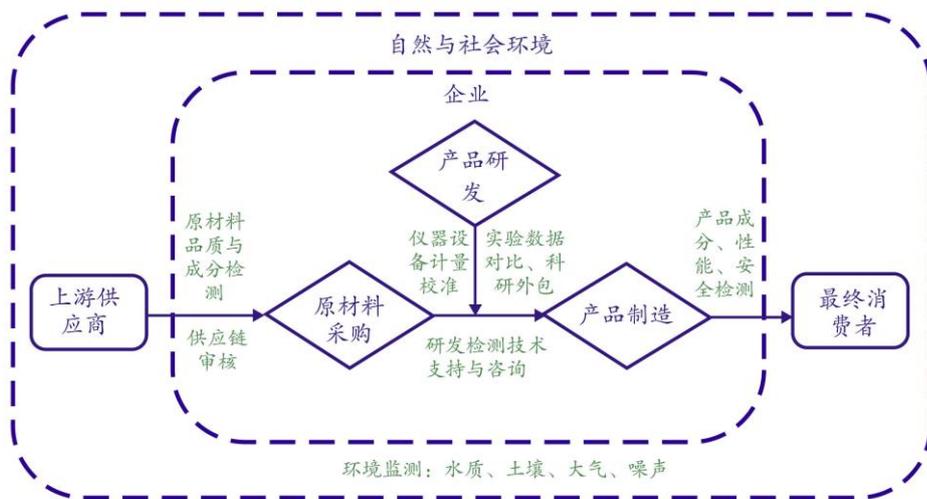


资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2、中国制造 2025，为保持增长注入动力

我们认为，我国庞大的制造业与消费市场有能力支撑起规模化的检测市场，但由于中国现在仅为“制造大国”而非“制造强国”，随着中国制造 2025 提出十六字方针中“创新驱动”与“质量为先”的落实，对质量的追求以及研发活动对检测的拉动，都有望使检测市场持续保持高速发展。

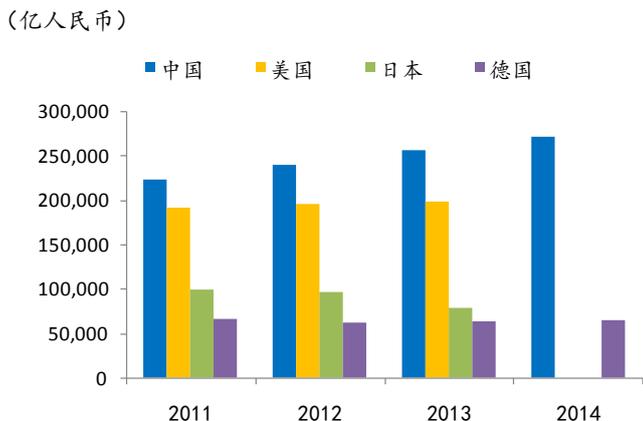
图 3、检测活动环节



资料来源：谱尼测试招股书，国海证券整理

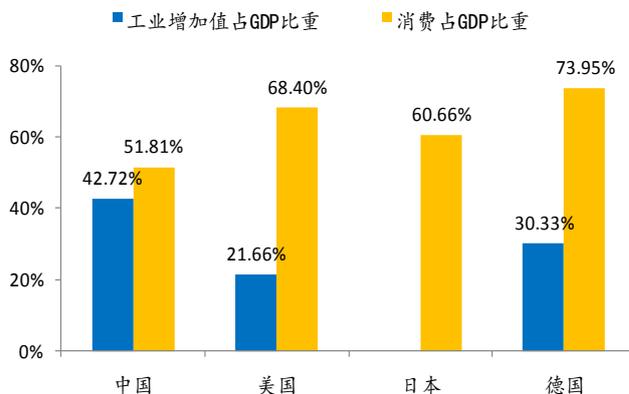
中国是制造业与消费大国。我国制造业始终稳步发展，总体规模位居世界第一。根据工信部的数据显示，2014 年我国工业增加值为 27.18 万亿(世界银行口径)。从 2011 年以来，预计已连续四年保持世界第一。同时，我国也是消费大国，最终消费对 GDP 的增长贡献率从 2005-2010 年间的平均值 40%，提升至 2010-2015 年间的 54%，已成为拉动经济增长的第一驱动力。2015 年，中国市场规模达到 4.2 万亿元，成为仅次于美国（12.4 万亿元）的全球第二大消费市场。目前，我国已有足够的消费市场与制造业，足以支撑大体量的检测市场，但目前，我国并非真正意义上的制造业强国。

图 4、主要国家工业增加值



资料来源：世界银行、国海证券研究所

图 5、2013 年各国消费、工业增加值占 GDP 比重

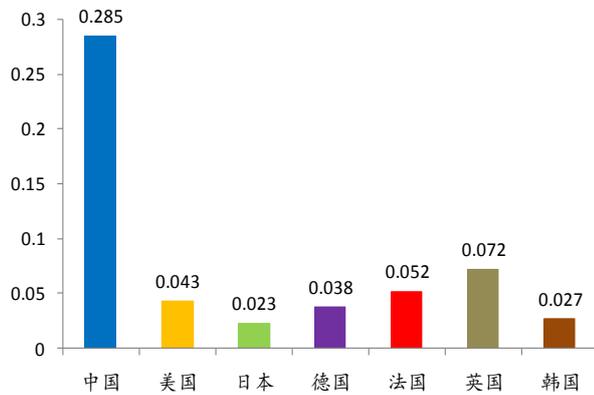


资料来源：世界银行、国海证券研究所

整体上看，我国产品质量水平低，研发支出少。国家监督抽查产品质量不合格率高达 10%，出口产品长期处于国外通报召回问题产品数量首位。产品质量不高，处于国际分工中仍处于价值链低端的“制造-加工-组装”环节。2012 年，我国

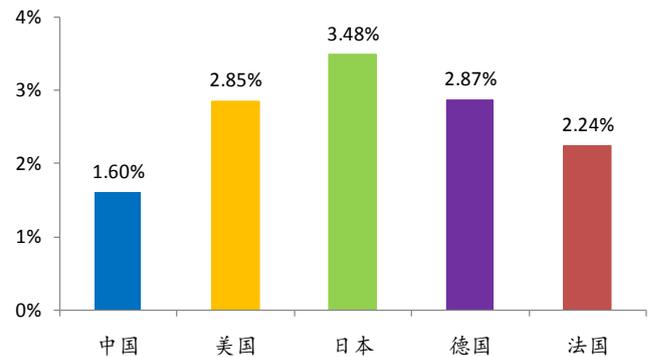
研发强度占比仅为 1.6%，低于发达国家 3% 左右水平，但是投入强度与发达国家的 3%-4% 仍有相当差距。目前，我国技术对外依存度高达 50%，95% 的高档数控系统、80% 的芯片、几乎全部的高档发动机都依靠进口，其中芯片的进口总额达到了 2313 亿美元，提高研发支出、改革创新体系刻不容缓。

图 6、2012 年各国出口产品召回通报指数



资料来源：国家政府网站、国海证券研究所

图 7、2012 年各国研发投入强度对比



资料来源：中国工信部网站、国海证券研究所

中国制造 2025 提出“质量为先”。《中国制造 2025》将“质量为先”作为指导方针，提出质量是制造强国的生命线，要求全面打造高质量制造业，不断提升“中国制造”品牌价值和整体形象，保障经济的可持续高效益发展。随着经济的发展和人均可支配收入的提升，对检测需求也不再局限于强制检测领域中基础的生命安全保障。伴随中国发展中物资从短缺到饱和，从卖方市场转向买方市场，将诞生出更多自愿性质、与品质提升相伴的检测需求与市场。

研发支出拉动检测活动。研发的过程中，制造企业需要专业的检测方法和经校对的设备，对材料选择和各项性能进行检验检测，以弥补产品缺陷并不断进行改进与升级。同时，新研发的产品必须经过专业机构的检测认证，方可在市场上出售。此外，除了为客户提供检测服务，检测机构还凭借自身技术优势、设备优势和丰富的经验，为中国企业充分了解各国产品标准提供帮助，并顺利进入国际市场。

表 1、中国制造 2025 创新与质量、创新相关指标

类别	指标	2013 年	2015 年	2020 年	2025 年
质量效益	制造业质量竞争力指数	83.1	83.5	84.5	85.5
	制造业增加值率提高	-	-	比 2015 年提高 2%	比 2015 年提高 4%
创新研发能力	规模以上制造业研发经费内部支出占主营业务收入比重	0.88%	0.95%	1.26%	1.68%
	规模以上制造业每亿元主营业务收入有效发明专利数	0.36%	0.44%	0.7%	1.1%

资料来源：中央人民政府网站、国海证券研究所

我们认为，随着人们生活水平提高，对消费品品质要求的增强，与企业研发投入加大，检测市场有望持续增长。

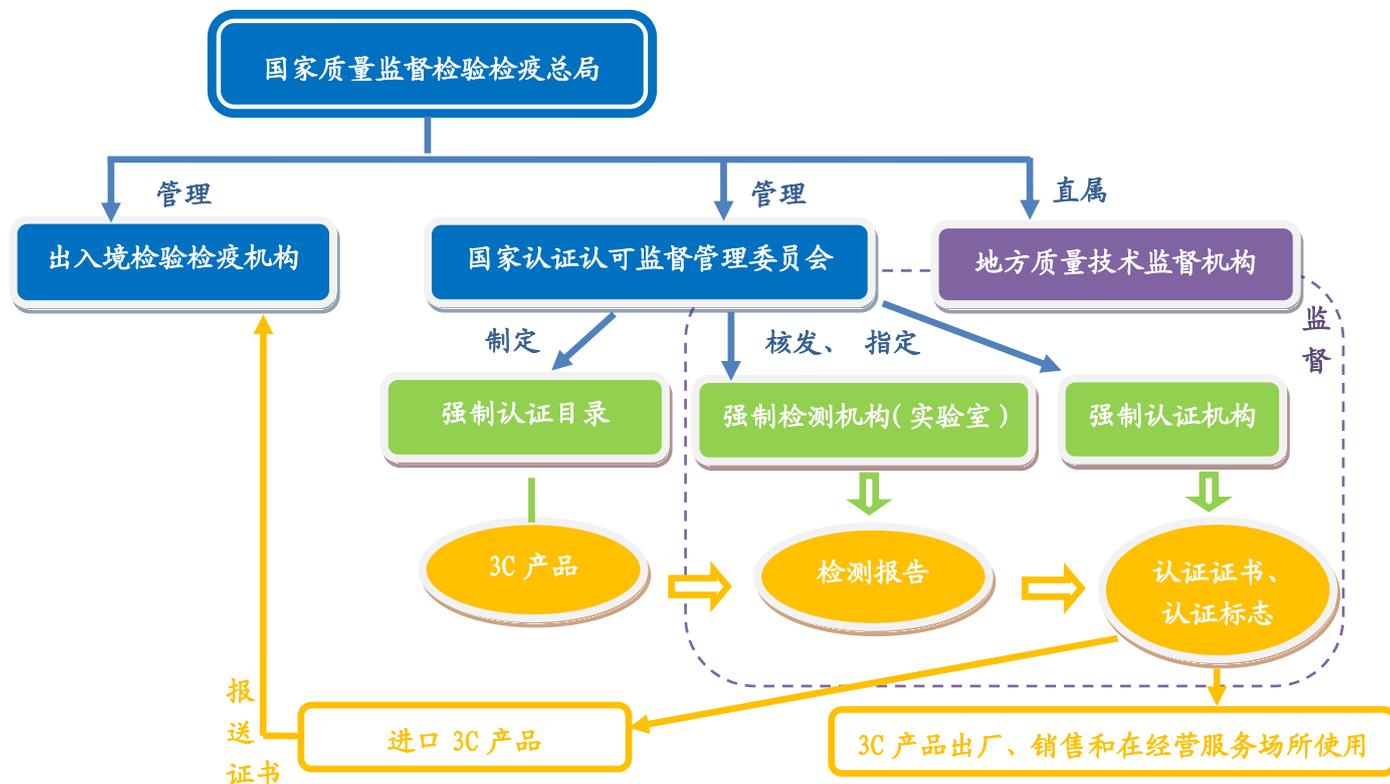
2、强制检测放开，民企逐步获准进入

2.1、强检准入需获资质，市场规模高于自愿检测

强制认证实行“四统一”制度，受较强行政管理。我国强制性产品认证，即 3C 认证，是为保护消费者人身安全加强产品质量管理实施的一种基础产品合格评定制度，凡列入强制性产品认证目录内的产品，必须经国家指定的认证机构认证合格，取得相关证书并加施认证标志后，才能够出厂、进口、销售和在经营服务场所使用。并实行“四统一”制度，即由国家公布统一目录；确定统一适用的国家标准、技术规则和实施程序；制定统一的标志标识；规定统一的收费标准。

强制检测目录下产品，需在由认监委核发认证，具有资质的相应强制检测机构的实验室通过检测，并进一步获得具强制认证资质的机构出具的认证证书、认证标志后，方可以进入流通环节。强制性产品认证目录包括 20 大类、共 158 种产品，这些产品涉及人类健康安全、动植物生命安全和健康，以及环境保护和公共安全。

图 8、强制检测模式



资料来源：国海证券研究所

强制检测市场占比约 57%，超过自愿检测市场。与强制检测相对应的是自愿性认证，主要集中于节能环保、绿色低碳、保护消费者权益等领域，虽涵盖领域众多，但由于自愿性检测不具有强制约束性，仅为具较大规模、较知名企业实施更高级别或进行出口活动的质量控制、管理供应商或对外宣传产品质量所用，规模较小。而强制检测涵盖了大部分终端消费在大陆的消费品检测，根据相关统计，2013 年，我国强制检测市场占比约 57%，自愿监测市场占比约 43%，强制检测市场占据主导地位。

表 2、强制认证与自愿认证产品类别

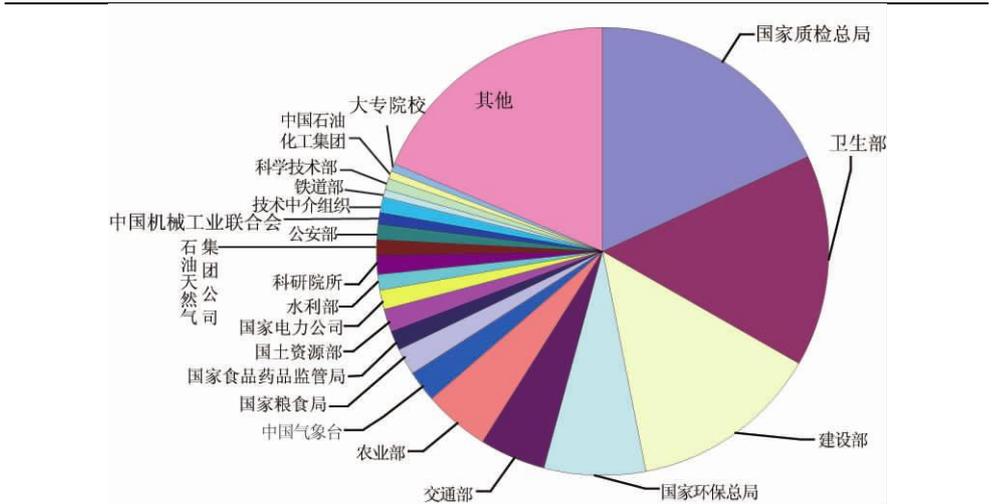
认证类型	产品分类
强制性产品认证目录	电线电缆、电路开关及保护或连接用电器装置、低电压器、小功率发动机、电动工具、电焊机、家用和类似用途设备、音视频设备、信息技术设备、照明电器、机动车辆及安全附件、机动车辆轮胎、安全玻璃、农机产品、电信终端设备、消防产品、安全防范产品、无线局域网产品、装饰装修产品、儿童用品
自愿性产品认证目录指导性分类	农林牧渔和中药、加工食品、饮料和香草、矿和矿物、电力、可燃气和水、纺织品、服装和皮革制品、木材和木制品、纸浆、纸和纸制品、印刷品、化工类产品、建材产品、家具、废旧物资、金属材料及金属制品、机械设备及零部件、电子设备及零部件、电动机、发电机、发电成套设备和变压器、配电和控制设备及其零件、绝缘电线和电缆、光缆、蓄电池、原电池、原电池组和其他电池及其零件、白炽灯或放电灯、弧光灯及其附件、照明设备及其附件、其他电器设备及其零件、仪器设备、陆地交通设备、水陆交通设备、航空航天设备、无公害农产品、有机产品、良好农业规范、食品质量、饲料产品、低碳产品、节能环保汽车、环境标志产品、信息安全产品、电子信息产品污染控制、可拓展商业报告语言软件、光伏产品

资料来源：认监委网站、国海证券研究所

2.2、强检资质集中于国有机构手中，割据大额市场份额

强检实验室资质多掌握在国有机构手中。由于历史问题，我国政府部门承担过多检测职责，质检、农业、卫生、环保、交通、高校等部门均设有内部检验机构与实验室，在认监委调查中，2005 年，我国国有性质检测机构占比高达 78%。目前，绝大多数强制检测资质，仍掌握在各级质量监督检测中心、研究所，或其他行政部门下属实验室或控股公司手中。最新强制性产品认证实验室情况可参见认监委网站：<http://www.cnca.gov.cn/ywzl/rz/qzxcpl/jcgglijg/images/20080716/5172.htm>。

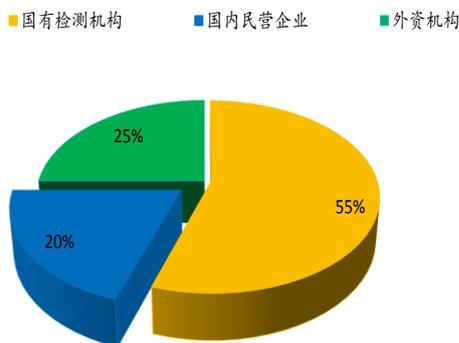
图 9、历史检验检测资源分布（2005 年）



资料来源：认监委研究所《浅谈我国检验检测机构资源整合及发展》，国海证券研究所

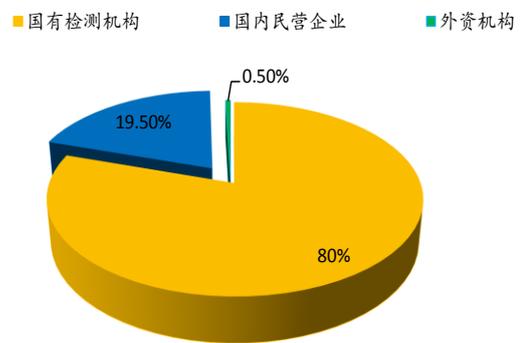
国有检测机构因强检市场份额、数量占绝对优势，民企与外资相比规模偏小。目前我国检测机构类型包括国有检测机构、本土民营机构与外资机构。由于规模庞大的强制检测市场主要由国有检验检测机构垄断，根据中国检测网数据，目前国有企业数占检测机构总数的比例近 80%，市场份额约占 55%，具绝对优势；民营企业数量约占 19.5%，市场份额约占 20%；从机构平均市场规模来看，民营企业高于国有企业，却远落后于外资企业。

图 10、检测机构市场份额占比



资料来源：中国检测网、国海证券研究所

图 11、检测机构数量占比



资料来源：中国检测网、国海证券研究所

2.3、强检市场逐步放开，市场化决心坚定

强制检测市场逐步放开，非国有企业取得相关资质。根据 2014 年全国认证机构管理工作会议，国家认监委积极推进强检制度改革，修订实施规则并调整机构指定方式，向第三方检测机构开放强检市场，2014 年《认监委关于承担强制性产品认证相关任务认证机构和实验室补充制定决定的公告》，外资机构 SGS 和 UL

被指定为强检实验室，其中 UL 进一步取得了强检认证资格，在 2015 年《补充决定》中，华测检测获强检实验室资格认定。我们认为，未来强制检测市场放开包括两个维度，首先，更多的非国有机构有望获得强检实验室与认证资格，提供检测认定一站式服务；另一方面，目前，已获得相关资质的实验室业务范围仍相对有限，其资质范围有望进一步扩充。

表 3、部分外资和民企检测机构获强检资质情况

检测公司	实验室名称	指定业务范围
瑞士 SGS	通标标准技术服务有限公司广州分公司	音视频设备
美国 UL	苏州 UL 美华认证有限公司	GB12350 覆盖的小功率电动机、家用电冰箱和食品冷冻箱、空调器、电动机-压缩机
香港标检	东莞标检产品检测有限公司	玩具产品
华测检测	华测检测认证集团股份有限公司	音视频设备、信息技术设备、电玩具类产品
英国 Intertek	上海天祥质量技术服务有限公司	电钻、电动螺丝刀和冲击扳手、砂光机、电锤、电剪刀、攻丝机、往复锯、插入式混凝土振动器、电动石材切割机

资料来源：认监委网站、国海证券研究所

强检放开具强烈内在动因：经济活动与监督职责重叠导致相关机构既是“运动员”又是“裁判”，检测功能失效。传统模式下，国家质检总局下认监委制定目录、控制市场参与者准入；质检总局下属机构又存在较多强制检测实验室；而监督市场活动的又是其直属地方质监机构。此情况导致规则及制定许可发放者，检测市场活动参与者，以及检测活动监督者多重身份有所重叠，质监总局与下属机构既是“运动员”又是“裁判”。在此局面下，容易滋生腐败并导致监管失效，近年来，例如“瘦肉精”事件中监管层层失效，充分暴露了此模式弊病。

未来趋势：政策文件促进职责分离鼓励招标，改革有望加速。2014 年、2015 年政府出台多项文件中均提出对检测业改革的要求，以促进检测业的发展，其核心为放开检测市场管制，提高检测行业市场化程度，构建完善市场化质量服务体系。我们认为，随着文件落实，未来我国检测领域有望进一步放开。

表 4、近期鼓励检测市场放开政策及其内容

时间	发布机构	文件、会议	内容、解读
2014 年 5 月	国务院	国务院常务会议	鼓励服务外包，加快发展第三方检验检测认证服务
2014 年 6 月	国务院	《国务院关于促进市场公平竞争维护市场秩序的若干意见》	推进监管执法职能与技术检验检测职能相对分离，技术检验检测机构不再承担执法职能；推进检验检测认证机构与政府脱钩、转制为企业或社会组织的改革，推进检验检测认证机构整合，有序放开检验检测认证市场，促进第三方检验检测

			<u>认证机构发展</u>
2015年3月	质检总局	《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》	经营类检验检测认证机构是指由市场配置资源，以独立企业法人形式存在，自主经营、独立核算、自负盈亏的检验检测认证机构。 <u>条件成熟的情况下，经营类检验检测认证机构也可选择社会组织的形式。经营类检验检测认证机构面向社会提供社会化、商业性检验检测认证服务，同时可承接政府购买的检验检测认证服务。</u>
2015年7月	质检总局	《认证机构管理办法》	<u>资质申请认定门槛降低，鼓励和支持社会力量开展检验检测活动，营造各类主体参与竞争的市场环境，逐步提高市场化程度</u>
2015年12月	认监委	《国家认监委关于建立和落实强制性产品认证指定认证机构主体责任的指导意见》	<u>简政放权、放管结合，创新管理方式，激发指定认证机构的市场主体活力，构建 CCC 认证产品质量安全社会共治机制。</u>

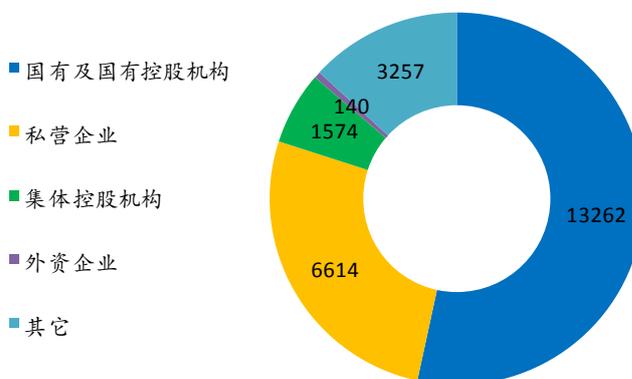
资料来源：政府官网、国海证券研究所整理

我们认为，随着政府深化市场化改革加速，以及强检市场放开的内在需求，占比约为 57% 的强制检测市场有望逐步放开，将释放出巨大的市场空间。

3、转企改制提供并购标的，有望加速民企发展

目前，在检测市场参与者中，以强制检测为例，非民营机构除已转企改制的国有机构外，包括数量庞大的各层级质检中心、行政机构实验室、科研院所、大学院校。而对于整体检验检测市场而言，在 2014 年国家检测检验服务统计信息中，其它性质机构数量为 3257 家，占比 13.11%，而根据法律定义，事业单位性质即属于主体类别中“其它”项目分类。我们认为，相对于合计数量占比约为 27.18% 的私营、外资企业，在检验检测市场中占比 13.11% “其它性质”事业单位数量仍然相当庞大，且这些单位也占据了大量强制检测资质与资源。

图 12、不同类型检验检测机构数量分布（截至 2014 年）



资料来源：国家检测检验服务业统计信息，国海证券研究所

各部门鼓励转企改制，整合中有望涌现并购标的。根据国务院《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，我国分散于各行政部门下的检验检测认证机构都需要积极推动转企改制任务。目前，除质检系统下中检集团具有较强实力外，其它部门检验检测认证机构相对分散，我们认为，随着这些机构转企改制有序进行，将为市场中提供具并购价值的标的，并有助于达到营造更公平的市场竞争环境、加大政府购买服务力度的最终目标。

表 5、近期转企改制相关政策文件

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》	质检总局、工业和信息化部、交通运输部、住房城乡建设部、农业部、粮食局分别负责研究提出本行业检验检测认证机构整合指导意见。（2014 年底前完成）；教育部、公安部、司法部、国土资源部、环境保护部、水利部、商务部、卫生计生委、新闻出版广电总局、安全监管总局、林业局、中科院、地震局、气象局、国防科工局、海洋局、测绘地信局、铁路局、供销合作总社等其他部门和行业，有业务相同或相近检验检测认证机构的，研究提出本部门、本系统所属检验检测认证机构整合意见。（各相关部门分别负责。2014 年 8 月底前完成） 减少检验检测认证项目的行政许可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。
2015 年 3 月	质检总局	《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》	目标：到 2015 年，质检总局直属检验检测认证机构和出入境检验检疫系统相关检验检测认证机构整合基本完成，特种设备检验检测机构纵向整合试点成效明显。到 2017 年，质检系统检验检测认证机构整合基本完成。公益类检验检测认证机构职责清晰、保障有力，经营类检验检测认证机构转企改制基本到位。 <u>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，经营类检验检测认证机构专业化提升、规模化整合、市场化运营、国际化发展取得显著成效，形成一批具有知名品牌的综合性检验检测认证集团。</u>
2015 年 2 月	交通运输部	《交通运输部关于整合公路水路交通运输检验检测机构的指导意见》	目标：到 2015 年，基本完成各省（自治区、直辖市）交通运输主管部门所属事业单位性质的公路水运工程检验检测机构和汽车综合性能检测机构的分类改革，明确功能和职责，改制和整合工作基本到位，市场监督体系基本完善。到 2020 年，形成布局合理、实力雄厚、公信力强的行业检验检测服务体系，培育一批技术能力强、服务水平高、规模效益好、公正诚信度高的检验检测集团。
2014 年 8 月	工业和信息化部	《工业和信息化部办公厅关于开展工业和信息化领域检验检测认证机构现状调研工作的通知》	为进一步掌握当前工业和信息化领域检验检测认证机构的发展情况，研究提出行业检验检测认证机构整合指导意见，开展工业和信息化领域检验检测认证机构现状调研工作。

资料来源：公司公告、国海证券研究所

我们认为，相关事业单位转起改制，一方面可以促进并购活动发展，另一方面，从核心层面来讲，非国有性质企业有望通过并购活动获得相关资质，甚至是强制检测资质，缩短建立实验室、配置人员、申请资质漫长流程，并获得相关客户资源，借助自身经营与灵活体制优势，从实质上改善此类机构经营活动，缩短投资回报周期。

4、海外巨头市值近千亿，为民企提供市值成长标杆

4.1、海外巨头市值近千亿，并购助力发展

目前，国际检测巨头的百年企业 SGS、BV 和 Intertek 的市值分别达到约 900 亿、600 亿和 400 亿元，以民企为例，成立仅十余年的龙头华测检测的市值仅约 80 亿。另一方面，在世界范围内，第三方检测行业 2014 年检测品牌集中度 CR5=34%，远高于中国目前水平，按中国 2013 年数据测算，作为民营企业龙头的华测检测在中国的市场占有率仅为约 0.463%，其它外资企业市场份额预计也均低于 3%，中国尚属于市场集中度较低的初级阶段。

图 13、全球检测企业市场份额（2012 年）

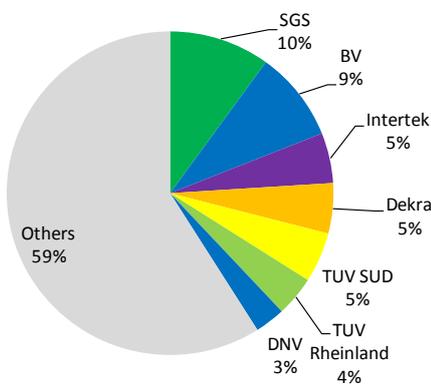
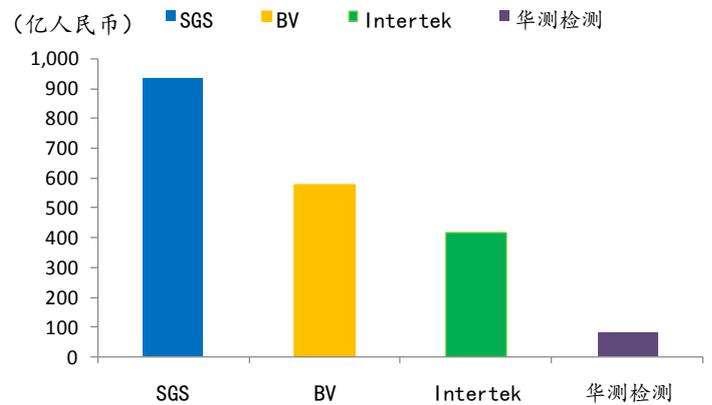


图 14、检测公司市值对比



资料来源：Capital Partner Estaimates、

资料来源：WIND、国海证券研究所

并购为国际巨头重要发展路径。检测行业具有下游细分繁多，单一市场具规模上限特点，国际检测巨头 SGS、BV 等发展路线为借并购不断介入新领域，扩大规模，而公司作为品牌、公信力平台，能承载较多子检测领域。从 2008 年到 2012 年，SGS 和 BV 的市场占有率从 9% 上升到接近 19%，并购是提高市场占有率主要原因之一。

表 6、SGS 近年并购概述

时间	收购案例
2012 年	收购 the ware care group、sentinel services、Australian radiation 等 18 间公司
2013 年	收购 RDFI、Gropo Labmat、Msi testing 等 12 间公司
2014 年	收购 Search Group、GalsonLaboratories Inc.、Commercial Aging Services 等 10 间公司

资料来源：公司公告、国海证券研究所

4.2、庞大中国市场与并购驱动，有望催生民营巨头

在未来，强大的中国制造业需要一个同样强大的检测行业与之匹配。2014 年中国工业增加值达到 27.18 万亿元人民币，工业增加值连续四年排名世界第一。中国制造业升级将是中国检测也发展的巨大助力。随着工业的发展，中国存在庞大的检测市场，有望催生巨头。但我们认为，在市场参与者中民营企业更为受益，近年来市场份额也提升更高，未来市场具诞生民营巨头的可能。

历史数据显示，民营企业份额上升最快，增速高于外企。根据相关数据，从 2008 年至 2013 年，我国国有检测市场份额出现下降，而民营企业市场份额由 9.34% 上升至 13.17%，提升较为显著，叠加行业的高速增长，民营企业发展迅速。而另一方面，外资市场份额出现小幅下滑，从 2008 年的 32.91% 下滑至 31.57%。国际检测巨头中，intertek 近年来单独披露了中国区收入，其增长速度低于民营企业，2014 年出现下滑。

图 15、不同性质检测机构市场份额变化

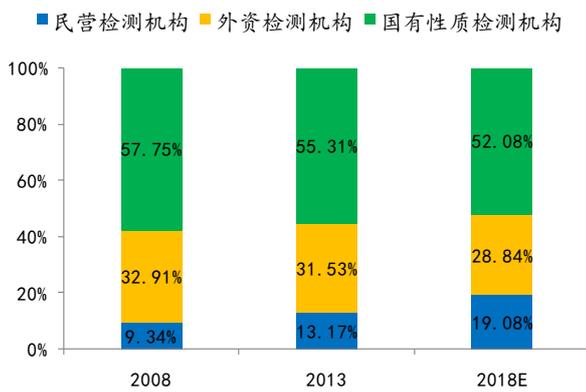
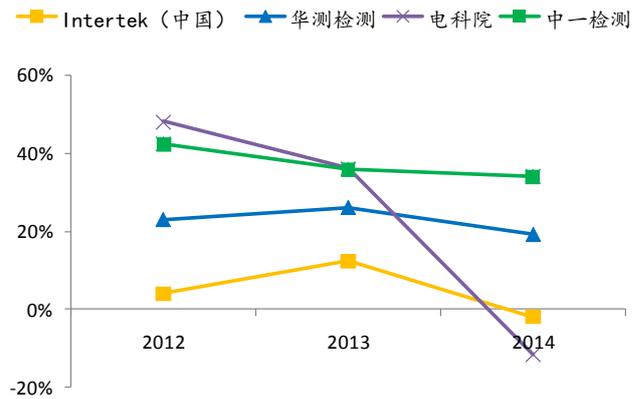


图 16、检测机构收入同比增速



资料来源：数据与预测来自赛迪顾问、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

面对巨大市场，部分检测领域涉及国家安全与敏感数据，外企进入存在潜在壁垒。我们认为，中国作为制造业与消费大国，存在巨大的检测市场，特别是随强检放开，将进一步释市场空间。但目前，部分领域涉及国家安全与数据机密，尤其是涉及食品安全、环境和信息技术方面，外企进入必然会受到限制，例如与外资相比，华测检测已取得信息技术的资质，在环境、食品等方面也有较快发展。这一点可类比中国电影市场发展进程，在本土存在巨大市场的前提下，虽面对外来竞争，民营企业仍有可能取得较快增长。

外资传承纺织服装、能源贸易等传统优势，新兴检测领域具更高增速民企有望后来者居上。相对于民营企业内生性发展而言，外资企业主要优势为传承历史积累，SGS、BV 分别成立于 1878、1828 年，intertek 历史也超过 130 年，其历史可追溯于殖民时期，发展根植于长期国际贸易中的积累下的品牌认可与国际性网络，优势领域主要集中于纺织服装、玩具贸易、石油天然气贸易等传统领域。而在电子电器等新兴领域，华测检测等民营企业则后来者居上，具有优势。我们认为，虽然目前轻工出口、能源等传统领域市场份额较大，但随着中国经济转型与结构调整，新兴领域增速将远超传统领域，另一方面，民营企业也可以通过积累获得

认可并完成品牌积淀。在同样是已品牌为核心竞争力之一的消费领域，随着中国制造与消费发展，已诞生如华为、小米等民族手机品牌，我们认为，历史品牌沉淀虽重要，但在新兴领域绝不构成发展鸿沟。

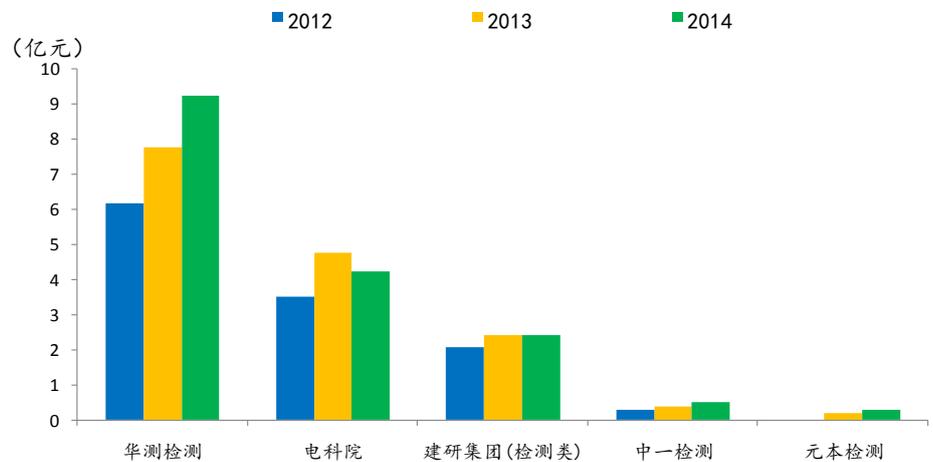
转企改制、借助资本平台，国内企业有望复制并购路径。我们认为，随着国内事业单位转企改制，行业内有望出现大量并购标的，而另一方面，中国目前检测行业较为分散，但企业体量规模小，民营上市公司有望借助资本渠道，完成并购整合，促进市场份额提升。在本土并购过程中，由于民营企业更加了解市场，不存在文化沟通障碍，与具备较灵活的决策机制，有望受益。

我们认为，未来民营企业有望分享中国制造业成长，在发展中凭借品牌、公信力提升，在市场集中度提升的趋势中，借助并购扩大市场份额，民营企业有望占据优势，遵循世界巨头成长路径，铸就投资价值。

5、华测检测基本情况：民营企业龙头打造品牌公信力

公司为民营检测龙头企业。目前，华测检测在我国民营检测机构中，收入规模处于领先水平，为民营检测品牌龙头。

图 17、知名民营检测机构收入情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

华测检测下游细分主要分为生命科学、贸易保障、消费品、工业品等四大类别。公司成立之初以贸易保障为基础，逐渐拓展至众多子领域。

图 18、公司主营业务细分



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

生命科学板块因环境、食品行业发展保持较高增速，外资进入存在壁垒。在公司四大类业务中，近年来生命科学板块一直维持 30% 以上同比增速，发展较快，收入占比从 2011 年时的 28.44% 提升到 2014 年的 40.22%，我们认为，公司生命科学领域快速增长主要基于近年来环境检测、食品安全检测方面市场高速增长，环境食品等领域由于涉及国家安全与敏感信息，进入受到一定限制。工业品测试方面，公司通过收购华安检测，占比出现较快速提升，截至 2015 年中期，工业品测试收入占比达到 17.21%。

图 19、公司主营业务构成

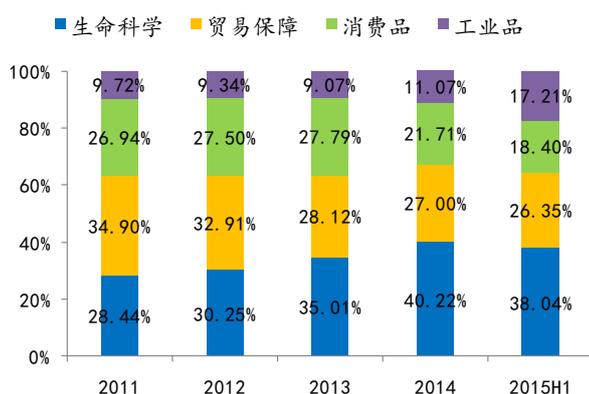
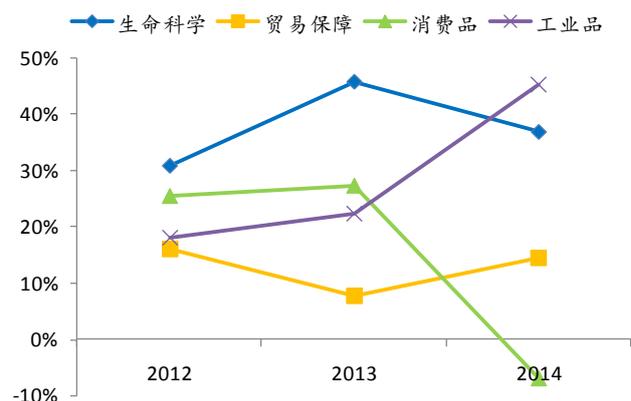


图 20、公司细分主营业务同比增速



资料来源：招股说明书、国海证券研究所

资料来源：WIND、国海证券研究所

拥有众多资质、认可和实验室，具备国际公信力。公司目前在全国设立了三十个分支机构，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。

参与制修订行业标准, 获得众多奖项和专利。在行业标准方面, 公司已称为各位 20 多个国家标准化技术委员会、分委会委员, 参与了相关行业检测标准的制定和修改, 其中国家标准 120 项, 强制标准 14 项。公司还参加 ISO、IEC 相关 TC/SC/WG 工作组会议和国际标准的制修订, 进一步证明公司实力。公司拥有众多专利, 包括发明新型专利 14 项和实用新型专利 62 项。此外, 公司还获得民营百强企业和标准创新奖等 17 个奖项, 帮助公司进一步塑造品牌优势、提升市场公信力。

表 7、华测参与制修订的标准

参与标准制定活动	内容
中国电子信息产品标准化工作组成员	参与起草产品的拆分及检测标准
《2013 年第一批国家标准制修订计划的通知》组成员	参与起草 8 项无损检测仪器标准
参与 IEC/TC111/WG3 会议	代表中国参加国际检测标准的制定
中国玩具标准修订工作组成员	参与玩具标准的修订
《车内空气污染物浓度限值及测量方法》标准编制组成员	参与相关标准的制定

资料来源: 华测检测网站、国海证券研究所

公信力强, 获大量知名企业客户认可。公司目前服务客户 9 万家, 其中世界 500 强客户近百家, 富士康等企业均认可本公司出具的检测报告, 公司具备大量知名品牌客户。

表 8、华测检测部分知名客户

类型	受认可客户与品牌
服装	ADIDAS、H&M、KAPPA、李宁
化妆品	雅芳
电子办公	IBM、戴尔、三星、LG、松下、富士康、EPSON、理光
家电	海尔、长虹、新科、TCL、美的、科龙、格兰仕
汽车	长城汽车
综合卖场	家乐福、天虹商场
餐饮	百事可乐、百胜餐饮

资料来源: 互联网公司招聘信息、国海证券研究所整理

6、重点布局环境、食品、医药，为业绩增长铸动力

6.1、环境检测：政府加大第三方服务购买力度、环评脱钩

华测检测环境检测项目包括水质、气体、恶臭、土壤等。

表 9、华测检测环境检测项目

检测大类	具体项目
水质检测	工业及生活废水、生活饮用水全项、地表水全项、地下水全项、海水、大气降水
气体检测	环境空气、工业废气、锅炉废气、沼气检测、室内空气质量检测、公共场所空气检测、工作场所空气质量检测、集中空调通风系统等
土壤检测	农田、建设项目及区域土壤背景调查
恶臭污染物检测	硫化氢、甲硫醇、甲硫醚、二甲二硫醚、二硫化碳、氨、三甲胺、苯乙烯、臭气浓度
固废危废浸出毒性	
二噁英检测	
物理因素	噪声、辐射、轨道交通噪声、振动、二次辐射噪声、照度
海洋生态调查	海洋生物体、海洋沉积物
洁净室	电子行业洁净厂房、医药工业洁净厂房
水处理药剂	活性炭、碳酸钠、高锰酸钾等

资料来源：中国环境报、国海证券研究所

(1) 环保行业高增速，其有望继续上行。

环保行业过往增速 15%-20%，“十三五”增速有望上行。“十二五”期间，我国环保产业总投资预计为 5 万亿左右，而此前，环保部官员公开表示，“十三五”期间我国环保产业总投规模有望达到 17 万亿，为“十二五”总投资的 3.4 倍，环保行业增速有望进一步上行。

(2) 政府采购加强，环境检测业务外包

政府采购加强，环境监测站检测业务大量外包，民营企业迎来机遇。环境监测站采样检测需要工作人员长期在外采样，包括偏远厂区，而目前，我国环境检测站因编制有限存在人员缺口，且实施薪酬阳光化之后，监测站人员收入固定，环境检测站更倾向于将相关检测服务外包。同时，以政府购买服务形式，由专业的第三方检测机构从事相关工作也可避免执法过程中利益输送。根据媒体报道，仅苏州市环保部门委托第三方检测机构的专项费用 2014 年已接近 5000 万元，较上年同比增长约 67%，而 2014 年，政府向南京市几家规模较大的社会化检测公司购买服务数据量达到 7.4 万个，委托费用达到 1040 万元，仅江苏省两个城市 2014 年政府采购金额之和已达到约 5000 万，我们认为，近年来全国第三方环境检测存较大市场，且随着各地政策出台，市场规模有望进一步较快增长。

表 10、华测检测环境检测项目

地区	地区相关政策文件、费用支出情况
浙江省	2013年8月20日，浙江环保厅发布《关于推进环境检测市场化工作的意见》，提出因地制宜、有序放开环境检测市场服务范围、服务内容，稳步提高社会环境检测机构的服务能力，建立长效的监督管理机制，社会环境检测机构检测业务主要包括：企业自行检测委托业务；环境影响评价检测；环境管理认证、农村环境综合整治等的环境检测；科研项目委托检测业务；地表水、环境空气、饮用水、污染源自动监测站的日常运行维护；加油站油气回收检测；室内环境空气质量检测；机动车尾气检测；环保行政主管部门及其所属环境监测机构委托的各类检测。
江苏省	2014年1月，江苏省出台了《江苏省社会环境检测机构环境监测业务能力认定管理办法（试行）》，2013年，苏州市环保部门委托第三方检测机构的专项费用已达3000万元左右，2014年接近5000万元。2014年，政府向南京市几家规模较大的社会化检测公司购买服务数据量达到7.4万个，委托费用达到1040万元。
山东省	2013年5月，山东省环保厅印发《山东省社会环境检测管理方法（试行）》，推进环境监测服务社会化的指导意见，环保部门或企事业单位委托换进过检测机构提供环境检测服务时，需要从《机构目录》中选择。
湖南省	2015年2月，湖南省印发《湖南省社会环境检测机构环境监测业务能力认定管理办法（试行）》，综合检测机构系指具备相对较强的监测能力，能够覆盖水和废水、环境空气和废气、噪声、土壤和固废等监测领域，可以承担省内企业、社会团体、环保部门委托的综合环境监测任务及咨询服务的社会环境检测机构。专项检测机构系指具备某环境要素的专项监测能力，可以承担检测机构所在地市企业、社会团体和地方环保部门委托的环境监测任务及咨询服务的社会环境检测机构。

资料来源：中国环境报、国海证券研究所

（3）环评脱钩：带来并购机会与公平市场

环评脱钩：环保部直属单位及控股、参股企业，不得在环评机构参股。2015年3月，环保部印发《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，为消除环评机构政府部门背景，防治利益冲突与利益输送，规定全国环评系统彻底脱钩，环评机构脱钩工作完成后，环保系统直属单位以及直属单位全资、控股、参股企业，不得以任何形式在任何环评机构参股。其中部直属单位需在2015年12月31日完成脱钩，省级与非西部地区省级以下机构需在2016年6月30日前脱钩，西部地区的省级以下机构需要在2016年12月31日脱钩。

脱钩方式包括转股、剥离业务，有望出现并购标的、营造公平竞争环境。环评脱钩方式包括注销资质不再参与环评活动，将业务剥离以及转让股份等。我们认为，转股与剥离业务等方式，都有助于在行业内产生并购标的，同时，民营企业也有望参与到更为公平的市场竞争之中。

表 11、部分脱钩机构名称与脱钩方式

环保机构名称	脱钩方式
中绿实业有限公司	注销资质
国环环境科技发展股份有限公司	将环评业务剥离至自然人出资的企业法人
华南环境科学研究所	注销资质
中科尚环境科技有限公司	转让股份，投资人由企业法人变更为自然人独资，法定代表人变更
中晟环保科技开发投资有限公司	将环评业务剥离至自然人出资的企业法人
环境保护有限公司	将环评业务剥离至自然人出资的企业法人
国寰天敌环境技术发展中心有限公司	将环评业务剥离至自然人出资的企业法人
中环国宏环境资源科技有限公司	将环评业务剥离至自然人出资的企业法人

资料来源：政府官网、国海证券研究所整理

(4) 碳排查喜获入围，土壤修复市场打开有望迎来新增长

根据公司网站报道，子公司华测认证已被广东省、河北省、四川省、安徽省、甘肃省、广西壮族自治区、深圳市和苏州市地区批准成为碳排查第三方核查机构。未来，随着 2017 年成立全国性碳排放交易市场建立，参与碳排放交易的企业，未来均可能产生碳排查方面服务需求。另外，公司环境检测业务也包括土壤检测，随着今年“土十条”推出，我们认为公司有能力和参与土壤修复相关市场的检测活动，迎来新的增长点。

6.2、食品：食品安全引发关注，监管改革已公平招标

华测检测食品检测业务包括绿色食品、微生物、转基因、农药残留等范围。

表 12、华测检测食品检测项目

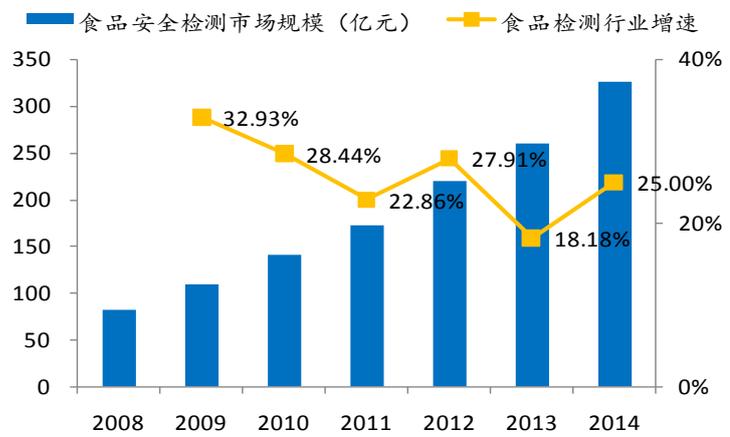
检测大类	具体项目
兽药残留	四环素类、β-激动剂、磺胺类、喹诺酮类、硝基呋喃类、其它类
饲料	理化项目、重金属及微量元素、维生素类、农药残留、兽药残留、生物毒素类、微生物类、氨基酸类、其他
保健食品	理化项目、微生物类、违禁药物、功效成分
绿色食品	感官、立花常规分析、维生素类、农药残留、兽药残留、有毒有害物质、微生物类
食品微生物	菌落总数、大肠菌群、霉菌、酵母、沙门氏菌、金黄色葡萄球菌、志贺氏菌、溶血性链球菌、产气荚膜杆菌、副溶血性弧菌、霍乱弧菌、单细胞李斯特菌、蜡样芽孢杆菌、大肠杆菌、厌氧产硫菌、乳酸菌、其他
生物毒素	黄曲霉毒素类、其他类
总金属及微量元素	铅、汞、砷、镉、铬、锡、镍、铜、铁、锰、钾、钠、锌、镁、钙、硒
食品添加剂	色素、抗氧化剂、甜味剂、防腐剂、漂白剂、护色剂
转基因	转基因定性测试、转基因品系鉴定、特定基因成分检测、过敏原检测
农药残留	杀虫剂、除草剂、杀菌剂等
营养标签	能量、蛋白质、脂肪、碳水化合物、糖、饱和脂肪、反式脂肪、胆固醇、膳食纤维、维

维生素 A、维生素 C、钠钙铁

资料来源：公司网站、国海证券研究所整理

食品检测行业近年复合增速超 20%，危机频发政策力度有望加强。中国食品安全检测行业市场规模近年来不断提升，从 2008 年的 82 亿元上升到 2014 年的 325 亿元，年均复合增速达 25.80%。随着人们对食品安全的更加重视，市场规模有望进一步提升。近年来，食品安全事件不断被曝光，比如危害巨大的“三聚氰胺”和“瘦肉精”事件，引起了社会各界强烈的关注。不断爆发的食品安全丑闻，迫使政府实施更加严格的食品监管。

图 21、国内食品检测市场规模及增速



资料来源：中国产业信息研究网、国海证券研究所

食药监管改革逐步开展，统一相关职能。过去，我国食品药品监督由原食品安全办、原食品药品监管部门、工商行政管理部门、质量技术监督部门等四个部门同时监管，存在较多职责交叉和监管空白，整体效率不高。为了理顺部门职责关系，强化落实监管责任，根据 2013 年 4 月《国务院关于地方改革完善食品药品监督管理体制的指导意见》，政府将工商行政管理部门、质量技术监督部门等几个部门的食品安全监管和食品管理职能进行整合，组建食品药品监督管理机构，对食品药品实行集中统一监管。

表 13、食品药品监督管理改革

时间	发布机构	文件、会议	内容
2013 年 3 月	国务院	关于国务院机构改革和职能转变方案的说明	组建国家食品药品监督管理总局，提高食品药品安全质量水平。当前，人民群众对食品安全问题高度关注，对药品的安全性和有效性也提出更高要求。现行食品安全监督管理体制，既有重复监管，又有监管“盲点”，不利于责任落实。药品监督管理能力也需要加强。为进一步提高食品药品监督管理水平，有必要推进有关机构和职责整合，对食品药品实行统一监督管理。

2013年4月	国务院	《国务院关于地方改革完善食品药品监督管理体制的指导意见》	为了减少监管环节,保证上下协调联动,防范系统性食品药品安全风险,省、市、县级政府原则上参照国务院整合食品药品监督管理职能和机构的模式,结合本地实际,将原食品安全办、原食品药品监管部门、工商行政管理部门、质量技术监督部门的食品安全监管和药品管理职能进行整合,组建食品药品监督管理机构,对食品药品实行集中统一监管,同时承担本级政府食品安全委员会的具体工作。
2014年10月	国务院	《国务院办公厅关于进一步加强食品药品监管体系建设的有关事项的通知》	食品药品监管体制改革进度缓慢的地方要制定时间表、拿出硬措施,按照党中央、国务院有关文件要求,抓紧完成地方各级食品药品监管机构组建工作,加强基层监管执法和技术力量,健全食品药品风险预警、检验检测、产品追溯等技术支撑体系,确保各级食品药品监管机构有足够力量和资源有效履行职责。

来源:中央人民政府网站、国海证券研究所整理

改革后食药监缺少自有检测能力,需购买第三方检测服务。原进行食品抽检的工商局下设有食品检测实验室,相关抽检主要由旗下实验室负责,但在改革中,由于食品药品监督管理机构缺乏相关检测能力,且根据国家食品药品监督管理职责与下设机构设置,食药监主要承担监督管理职能,因此在现行操作中,食药监机构多对外招标采购检测服务。由于工商局原下属实验室与食药监属不同行政部门,不存在过多内在利益关系,在公开招标购买服务过程中,民营企业具有公平竞争机会。

6.3、医药领域布局刚刚起步,具广阔市场

华测检测医药领域布局主要包括职业病、临床前CRO以及特检三个领域。根据公司半年报披露,职业病领域华测职安门诊,与从事特检的华测艾普医学检测所已完工处于投产初期,临床前CRO的研究基地预计于2015年12月31日完工,公司医药领域布局属于起步阶段。

图 22、公司医学检测布局

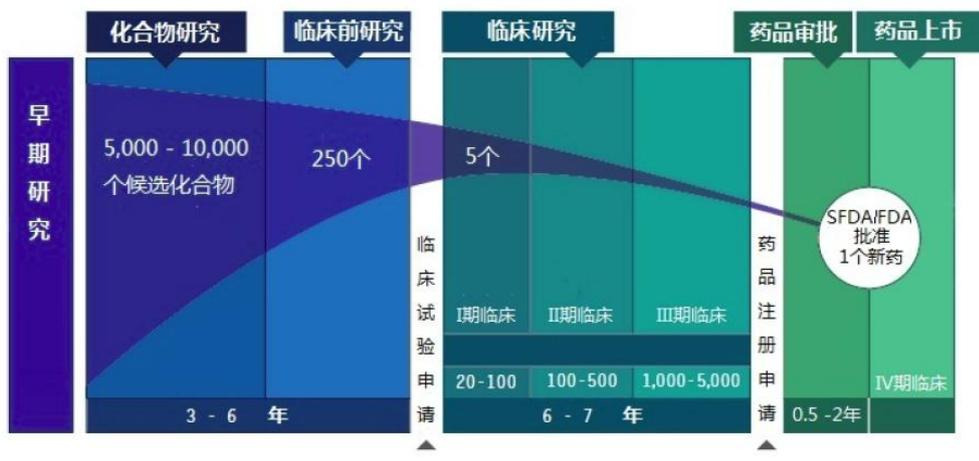


资料来源:公司2015半年报、国海证券研究所整理

(1) CRO 临床前动物实验：市场空间较大，产能稀缺，运营后有望提升利润

CRO，即合同研究组织，是为各类药企提供新药研发服务的组织，服务包括新药产品开发、临床前试验和临床试验、数据管理和新药申请等。通过外包部分研发，药企可以降低自己的管理费用和研发费用，并同时提高效率。

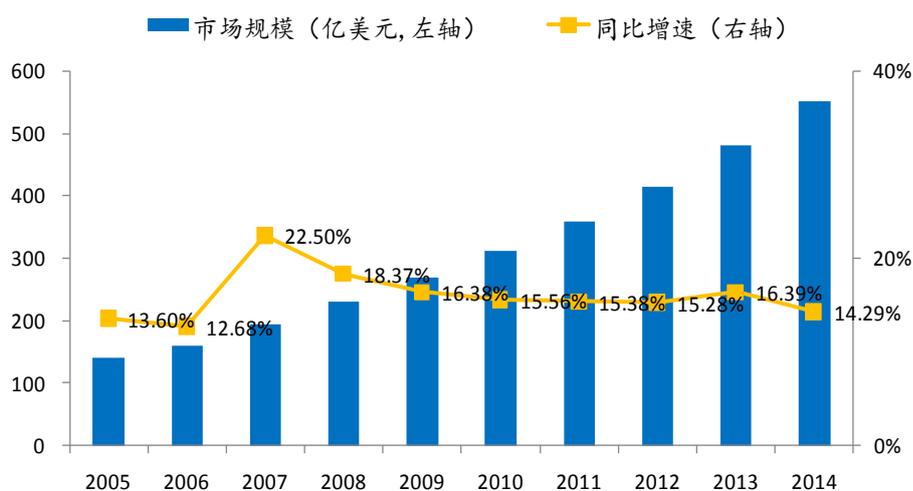
图 23、药物研发过程



资料来源：泰格医药招股说明书、国海证券研究所

全球 CRO 规模逐年增加，2014 年市场规模超过 500 亿美元，而近年来增速维持在 14%以上水平。美国最大的 CRO 公司昆泰，市值约 80 亿美元。在国外，CRO 产业经过几十年的发展，它的产值占医药研发整体费用的 50%。

图 24、全球 CRO 市场规模



资料来源：中国产业前瞻网、国海证券研究所

2014 年我国 CRO 市场规模约 282 亿元，临床前 CRO 规模则为约 113 亿元，虽然有所波动，但近五年来我国 CRO 市场一直保持较高增速。而我们预计，随着未来中国新药研发支出增加，以及欧美产能向中国转移，中国 CRO 市场有望持续增长。

图 25、中国 CRO 市场规模与同比增速

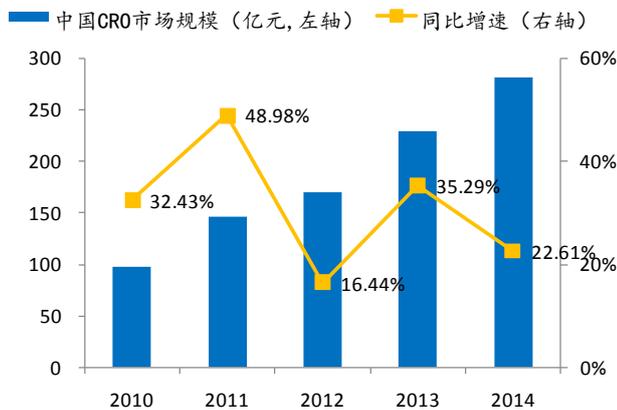
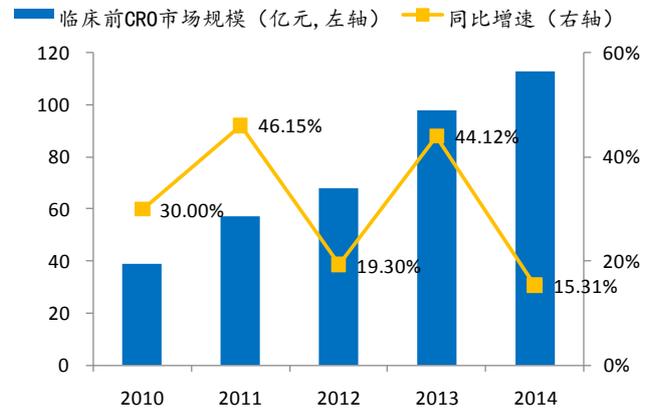


图 26、中国临床前 CRO 规模与同比增速



资料来源：全国医药技术市场协会、国海证券研究所

资料来源：全国医药技术市场协会、国海证券研究所

首先，新药研发投入预计将保持增长，CRO 需求预计将提升。此前，中国药企更倾向于生产仿制药而非研发新药；目前，随着中国药企资金实力的增强、国家对创新药的支持和对仿制药严格的注册要求，中国药企不断加大对新药研发的投入。药企的研发投入年均复合增长率超过 20%，尽管如此，本土药企平均研发投入占营业收入的比重只有 4.9%，远远落后于发达国家的 15%-20%。在未来，随着中国药企资金实力的增强、国家对创新药的支持和对仿制药严格的注册要求，预计 CRO 市场具备较大增长空间。

其次，成熟欧美的 CRO 产业因成本的原因而向亚洲转移。相较于欧美，中国享有低廉的临床试验成本。随着欧美动物保护组织力量的壮大，欧美药企在当地的 CRO 成本也不断增加，因此欧美的 CRO 产业存在向亚洲转移的趋势。而在中国，动物保护环境较宽松，且相关的临床费用仅为欧美发达国家的 20%-50%，同时人工费用低廉，中国的化学博士年薪只有 5-6 万美金，而美国的化学博士年薪在 20 万美元左右；除此之外，中国动物实验成本低，实验动物供应充足，同样的实验动物产品，在中国和西方发达国家的价格相差接近 10 倍。目前，昆泰、科文斯、PPD、爱科恩、Omnicare、MDS pharma 均在我国布局 CRO 业务，随着巨大的欧美市场向中国区域转移，将可进一步扩大中国 CRO 市场。

CRO 毛利率水平较高。国内目前从事 CRO 业务企业包括药明康德、泰格医药与博济医药，其 2012-2014 年平均毛利率在 30%-50% 水平。

表 14、同行业企业毛利率

公司名称	业务范围	2012-2014 平均销售毛利率
药明康德	临床前服务、药物研发服务	36.90%

泰格医药	I 至IV期临床试验、数据统计服务、注册咨询服务	47.10%
博济医药	临床研究服务、临床前研究服务、技术成果转化服务、注册咨询服务	48.70%

资料来源：国海证券研究所整理

我国动物实验 GLP 实验室产能供不应求。根据全国医药技术市场协会的统计，2014 年，中国临床前 CRO 市场规模已经达到 113 亿元。在我国 87 家通过药物 GLP 认证的实验室中，只有 19 家具有公司性质，而剩余实验室均是政府药物研究所、安全评价中心或者大学实验室。即使极端假设我国 87 家实验室全部商用化，我国 GLP 实验值总产值也仅为 104.4 亿元，且国内大多数 GLP 实验室规模较小 GLP 产能仍然不能满足市场需求，GLP 实验室处于供不应求状况。我们认为，随着公司实验室建设完毕、申请相应资质，未来获取业务难度较低。根据《华测临床前 CRO 研究基地可行性报告》，华测的研究基地占地面积 65000 平米，将是规模最大、技术最领先的实验室，计划产值 1.2 亿元/年。

(2) 特检：具技术优势，尚需渠道客户资源

医学检测市场空间广阔，与世界发达国家有较大差距。目前，在发达国家的医学检测行业，第三方独立检测机构占额均超过 30%；而在中国，这个比例不足 2%。据统计，2012 年第三方医学检测市场规模为 25 亿元。目前，国内医疗检验市场空间高达 1500 亿以上，如果第三方医学检验业务能够占领 10% 的市场，那么份额将达到 150 亿元。我们预计，“十三五”期间医学检查市场容量将大幅增加。

与 UCLA 合作，上海华策艾普医学检验所技术领先。艾普医学检验所由 UCLA Health 与华测检测合作开展。洛杉矶是全球医疗领域的创新中心，而 UCLA Health 则位于临床检验最前沿。UCLA Health 的病理与临床检验系拥有 1200 多名教职员即服务人员，阵容与实力均为业内翘楚。通过与 UCLA Health 的技术合作，华测艾普技术将有望处于行业领先水平。

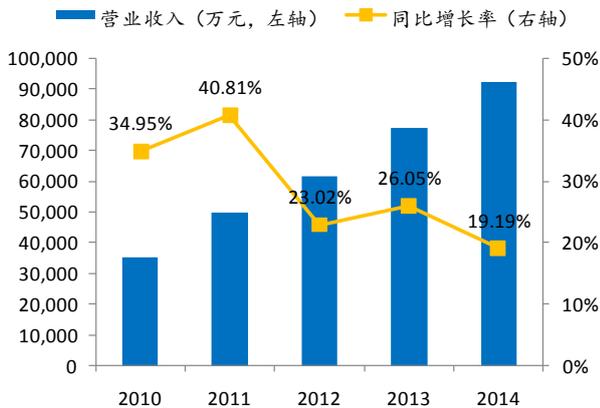
未来尚需渠道。公司特检项目已于 2015 年 3 月投产，我们认为，公司的特检业务核心之一是从医疗机构获取客户资源，尤其是具备较高技术含量的特检业务，渠道至关重要，公司还需要在渠道上寻找突破口。

7、产能释放，并购加速，业绩拐点有望出现

7.1、2015 年为产能投放高峰，预增业绩拐点隐现

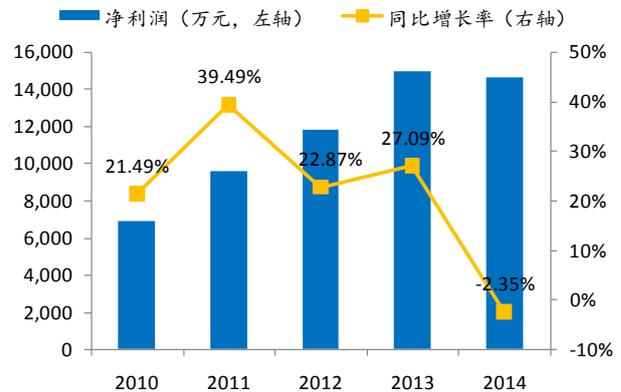
从上市以来，华测检测收入一直维持在约 20%或以上增速。但 2014 年，公司净利润出现小幅下滑，我们认为，此种现象主要是由于公司在重点布局细分领域存在较高的前期资本投入。

图 27、公司主营业务构成



资料来源：WIND、国海证券研究所

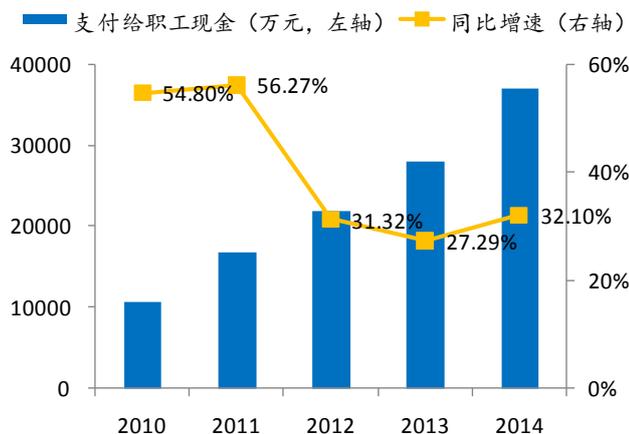
图 28、公司细分主营业务同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

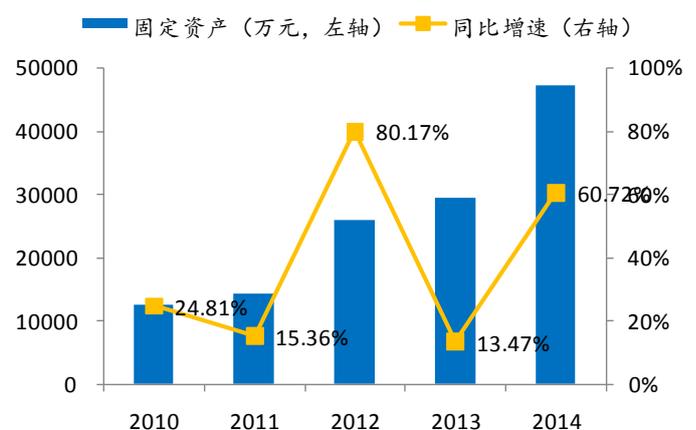
公司 2014 年资本投入增速高于收入，申请需时间导致净利润增速滞后收入增长。公司前期资本投入主要体现为职工薪酬以及因固定资产投入导致的折旧。由于近年来公司下游行业发展迅速，特别是生命科学细分中的食品、环境领域于 2013 年后开始放开，检测存在运输半径与行政管辖限制，需要在相应地区设立实验室，而公司又有大量在建募投项目。以自建投资方式，需要在购买设备、配备人员后，向主管机构依此申请实验室的资质认定。以 2014 年为例，公司支付给员工现金流出增加值高达 9000 万，同比增长 32.1%，而固定资产增加值为 1.79 亿元，同比增长 60.72%，都高于当期销售收入增长 19.19%。由于申请资质与最终运营时间差，将导致人员收入、固定资产折旧费用的产生先于收入发生，故造成大量成本与费用，使得净利润增速低于销售收入增速。

图 29、公司支付给职工现金流出与同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 30、公司固定资产与同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

大额募投项目完工，2015 年进入投产高峰。公司主要的募投项目已于 2015 年中期投产，或预计于 2015 年底完工，随着公司业务上量，未来将有望带来收入、

利润双提升。另外，对于其他实验室，考虑到公司 2014 年为固定资产投资高峰，而根据我们估计，实验室通常建设申请资质周期仅为一年或以下，公司 2015 相关资本投入有望进入运营阶段。

表 15、公司近期投产与将投产的主要募投项目

项目	状态	总投资/预计总投资 (万元)	投产/预计投产时间
广州华测职安门诊部项目	投产初期	1009.55	2015 年 6 月 30 日
华东检测基地建设项目 (一期扩建)	投产初期	7080.47	2015 年 6 月 30 日
上海华测艾普医学检验所	投产初期	3034.25	2015 年 6 月 30 日
华测临床前 CRO 研究基地	未投产	9000	2015 年 12 月 31 日
中国总部及华南检测基地	未投产	16485	2015 年 12 月 31 日
华东总部基地	未投产	16434	2016 年 12 月 31 日

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2015 年业绩预告，预增 5%-35%，拐点隐现。公司发布 2015 年业绩预告，预计盈利 1.53—1.97 亿，比上年同比增长 5%-35%，我们认为，由于公司 2015 年整体将处于实验室、募投项目产能投放高峰，随着项目逐步开始运营，预计已出现业绩拐点。

7.2、成立并购基金外延有望加速，助力业绩增长

市场有望提供优质标的，并购方式有利于缩短投资回收期。国内检测行业增速较高，并购较自行投资建设与申请资质，具有更短周期。公司上市以来，已完成多次收购，但除杭州华安外，整体规模还较小。我们认为，随着事业单位转企改制、环评脱钩，行业将有望出现优质并购标的，公司有望借助上市公司平台进一步完善外延并购。

表 16、公司近期并购情况

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

低资产负债率，高现金流具持续并购基础。截至 2015 年三季报，公司资产负债率仅为 19.25%，而公司 2014 年度经营活动净现金流为 2.52 亿，占当年收入比重 27.21%，具有较高造血能力，公司财务状况良好，具备持续并购基础。另外，公司近期向银行申请授信不超过 2.8 亿元，将进一步充裕公司现金。公司拟通

过非公开发行不超过 4600 万股，募集资金不超过 9.2 亿元，11 月 6 日已收到证监会受理通知书。

成立并购基金，外延扩张有望进一步加速。2016 年 1 月，公司公告，拟成立钛和常山产业投资基金与国采华测产业并购基金。总规模预计将达到 3 亿元人民币，标志着公司并购基金实力继续加强，此前，根据公司 2014 年年报曾披露已成立 3 支产业并购基金，公司成立的并购基金以及未来计划达到共 5 只。我们认为，公司通过出资参与并购基金，可借助并购基金形式以杠杆方式，完成更大规模体量收购。公司公告的并购基金投资领域均包含检测等，与公司业务具有较高协同效应，而以国采华测产业并购基金为例，规定若以并购方式退出，华测检测有优先购买权。我们认为，公司未来有望借助并购基金，筛选投资优秀标的，并反装入上市公司可能。

表 17、钛和常山产业投资基金情况

出资人	出资额 (万元)	投资领域	退出方式
钛和资本 (GP)	4,000	第三方检测检验服务业、医疗健康、节能环保、新材料新能源、数据挖掘及应用行业	上市公司收购、借壳上市、股权出售、IPO、协议回购等。
华测投资 (LP)	3,000		
浙江华弘投资管理有限公司 (LP)	10,000		
常山县产业投资引导基金 (LP)	3,000		
苏州工业园区股份有限公司 (LP)	2,000		
王则江 (LP)	3,000		
合计	25,000		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 18、国采华测产业并购基金情况

出资人	出资额 (万元)	投资领域	退出方式
国采投资 (GP)	100	与华测检测主营业务相关的、形成规模效应或协同效应、前景看好且受国家政策支持检测行业或企业	收购、借壳上市、股权出售、IPO、协议回购等（并购时华测检测有优先购买权）。
华测投资 (LP)	1,000		
国采投资定向募集 (LP)	3,900		
合计	5,000		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

8、盈利预测与评级

我们看好公司未来的发展，在强检市场开放、中国制造 2025 以及转企改制的大背景下，公司有望继续高速增长。作为第三方民营检测龙头，华测检测具有国内领先的公信力和较多的资质。作为上市企业，华测检测的负债率不足 20%，在未来有望继续融资，进一步支持内生项目的发展和外延并购的活动。我们看好公司在环境检测、食品检测和医学方面的布局。我们预计公司 2015-2017 的 EPS 为 0.48, 0.63, 0.79 元，维持“增持”评级。

表 19、公司主要财务指标盈利预测

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	926	1255	1797	2456
增长率(%)	19%	36%	43%	37%
净利润（百万元）	146	183	240	302
增长率(%)	-2%	26%	31%	26%
摊薄每股收益（元）	0.38	0.48	0.63	0.79
ROE(%)	11.31%	12.84%	14.92%	16.50%

数据来源：国海证券研究所

9、风险提示

政府相关领域改革力度不及预期风险；

行业竞争激烈导致利润下滑风险；

并购活动不及预期风险；

医药领域布局不能获得相关客户风险；

宏观经济下滑风险。

表 20、盈利预测表（暂未公开发行业绩贡献与股本摊薄）

证券代码:	300012.SZ				股票价格:	20.64	投资评级:	增持		日期:	2015/1/18
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%	13%	15%	16%	EPS	0.38	0.48	0.63	0.79		
毛利率	58%	58%	58%	57%	BVPS	3.33	3.67	4.12	4.69		
期间费率	41%	39%	41%	42%	估值						
销售净利率	16%	15%	13%	12%	P/E	53.86	43.08	32.98	26.19		
成长能力					P/B	6.19	5.63	5.01	4.40		
收入增长率	19%	36%	43%	37%	P/S	8.50	6.30	4.40	3.22		
利润增长率	-2%	26%	31%	26%							
营运能力					利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
总资产周转率	0.58	0.72	0.92	1.10	营业收入	926	1255	1797	2456		
应收账款周转率	4.28	4.28	4.28	4.28	营业成本	388	532	757	1059		
存货周转率	320.28	320.28	320.28	320.28	营业税金及附加	3	4	5	7		
偿债能力					销售费用	200	264	397	543		
资产负债率	19%	18%	18%	18%	管理费用	183	218	340	472		
流动比	2.90	2.94	3.09	3.28	财务费用	(8)	(2)	(2)	(2)		
速动比	2.89	2.94	3.08	3.27	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	227	296	373		
现金及现金等价物	459	455	467	514	营业外净收支	21	0	0	0		
应收款项	217	293	420	574	利润总额	181	227	296	373		
存货净额	1	2	2	3	所得税费用	32	40	52	66		
其他流动资产	28	37	53	73	净利润	149	187	244	307		
流动资产合计	704	787	943	1164	少数股东损益	3	3	4	5		
固定资产	474	545	607	661	归属于母公司净利润	146	183	240	302		
在建工程	113	113	113	113	现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E		
无形资产及其他	79	85	83	81	经营活动现金流	252	146	143	173		
长期股权投资	34	34	34	34	净利润	149	187	244	307		
资产总计	1588	1747	1963	2236	少数股东权益	3	3	4	5		
短期借款	11	11	11	11	折旧摊销	67	67	77	84		
应付款项	42	58	82	115	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	23	31	45	61	营运资金变动	34	(111)	(182)	(224)		
其他流动负债	167	167	167	167	投资活动现金流	(264)	(71)	(62)	(54)		
流动负债合计	243	267	305	355	资本支出	(189)	(71)	(62)	(54)		
长期借款及应付债券	16	16	16	16	长期投资	(9)	0	0	0		
其他长期负债	36	36	36	36	其他	(67)	0	0	0		
长期负债合计	52	52	52	52	筹资活动现金流	9	(51)	(66)	(84)		
负债合计	295	319	357	407	债务融资	(2)	0	0	0		
股本	381	383	383	383	权益融资	49	0	0	0		
股东权益	1292	1428	1606	1829	其它	(39)	(51)	(66)	(84)		
负债和股东权益总计	1588	1748	1963	2236	现金净增加额	(4)	24	15	35		

资料来源：国海证券研究所

感谢实习生任为、谭宇驰对本报告的贡献！

【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、展示或以其他任何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%。