

中国：专业服务

2016年03月10日

投资建议：

买入 (初次报告)

 目标价隐含涨/跌幅：**39.3%**

 日期 **2016/03/09**

收盘价	RMB18.66
十二个月目标价	RMB26.00
前次目标价	RMBN.A.
深圳 A 股指数	1,791.6

信息更新：

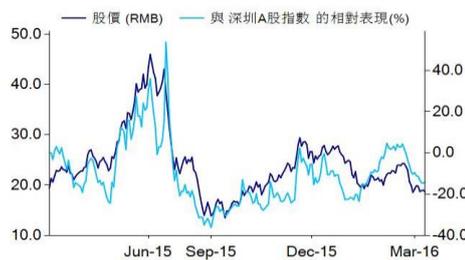
- ▶ 本中心初次将华测检测纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 26 元，隐含 39% 上涨空间。
- ▶ 预估 2015/16/17 年每股收益同比增长 24%/21%/44%，系营收强劲增长和营业费用率下降所推动。

本中心观点：

- ▶ 华测检测作为民营检测企业中规模最大的企业，检测产品类别分布最广，资质最强。
- ▶ 由于每一批次的产品都需经过检测机构的认证，检测行业是持续增长的朝阳产业。
- ▶ 检测市场开放、国企转制，向民营检测机构提供优质的并购标的。

公司简介： 华测检测是一家全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，主要从事工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB7,150.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB248.2 百万元
总股本股数 (百万股)	383.2
流通 A 股股数比例	99.1%
自由流通股数比例	100.0%
大股东：持股比例	万里鹏, 15.1%
净负债比率	(22.1%)
每股净值 (2016F)	RMB4.16
市净率 (2016F)	4.49 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	926	1,291	1,680	2,239
营业利润 **	153	214	343	472
税后净利润 *	146	182	220	317
每股收益(元)	0.38	0.48	0.58	0.83
每股收益同比增长率 (%)	(5.4)	24.1	21.0	43.6
每股股利(元)	0.10	0.12	0.15	0.22
市盈率 (倍)	48.7	39.2	32.4	22.6
股利收益率 (%)	0.5	0.7	0.8	1.2
净资产收益率 (%)	11.5	12.9	13.8	17.0

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832 research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521 peter.kk.chu@yuanta.com

严泽文

+86 21 6187-3875 Oliveryan@yuanta.com

华测检测 (300012 CH)

打造全方位检测服务平台，给予买入评级

初次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 26 元： 华测检测是国内民营检测企业中规模最大、资质最强的企业。我们看好华测检测在生命科学检测领域的增长题材。此外我们认为检测市场开放和检测市场超过 20% 的增速，能够使公司扩大潜在市场。我们预估 2015/16/17 年每股收益增长 24%/21%/44%，系营收增长和营业费用率下降所推动。我们将该股纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 26 元系根据 45 倍 2016 年预估每股收益推算而得，隐含 39% 涨幅。

- ▶ **检测行业是持续增长的朝阳产业：** 由于国有性质企业的数量占比高（国企占市场 60% 以上），政府鼓励检测市场向民营企业开放，并且我们预计未来检测市场将保持 20% 以上的增速。华测检测作为民营企业中的龙头，具有灵活的市场化运行机制，未来通过产业基金的方式有机会完成更多的兼并，与目前的产业产生协同效应。受益于检测行业持续的增长，我们预计 2015/16/17 年营收同比增长 39%/30%/33%，带动净利润同比增长 25%/21%/44%。
- ▶ **强竞争力造就华测检测：** 华测检测是国内规模最大的民营检测公司，公司在全国布局超过 30 个检测机构和 40 多个高端实验室，通过 4 大领域（生命科学、贸易保障、消费品和工业品）的发展，具有高盈利能力（营收增长超过 30%）和高毛利（毛利率在 50% 以上）的特点。公司的检测资质在民企中实力最强，并且还参与国家强制性标准的修订，我们认为华测检测通过广泛布局能产生规模效应降低检测成本（2016/17 年营业费用率降低 3%），深耕技术增强自身实力，未来将打造综合检测服务平台。
- ▶ **生命科学和消费品检测成为增长双引擎：** 受益于环评脱钩、食品检测高速增长、医药领域布局职业病检测、CRO 和特检，华测重点布局生命科学检测（占主营业务 40%，预计 2015/16/17 年同比增长 39%/35%/40%）。同时消费品检测中有 3 类产品入围强制性产品认证实验室，提升了公司认可度。因此我们预计未来公司将会有更多产品进入强制检测市场，成为公司增长的主要动能。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

股票估值：目标价人民币 26 元

本中心初次将华测检测纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 26 元。我们看好华测检测系源于：1) 在检测行业超过 20% 的增长的背景下，政府鼓励检测市场开放，民营检测机构拥有灵活的市场化运行机制，覆盖行业宽、服务网络广的特点，相比于政府机构更受到下游客户的青睐；2) 成立产业基金，并购质地优良的国企转制检测机构，提升市场份额；3) 华测检测在民营检测企业中规模最大，覆盖的检测产品类别最全，检测资质最强，公司通过其资质、规模、技术和客户优势，布局更广泛的领域，带来营收增长；4) 公司布局全国规模效应降低检测成本（2016/17 营业费用率降低 3%）；5) 公司重点布局生命科学检测和消费品检测进入强制检测市场提升公司实力。

根据 45 倍 2016 年预估每股收益推算出目标价 26 元

由于华测检测在上市的民营检测企业中规模最大、覆盖产品类别最全、检测资质最强，因此我们认为华测检测的估值较其同业更高。本中心根据华测检测历史平均市盈率 45 倍乘上 2016 年预估每股收益计算目标价，华测检测的目标价为人民币 26 元，隐含 39% 涨幅。

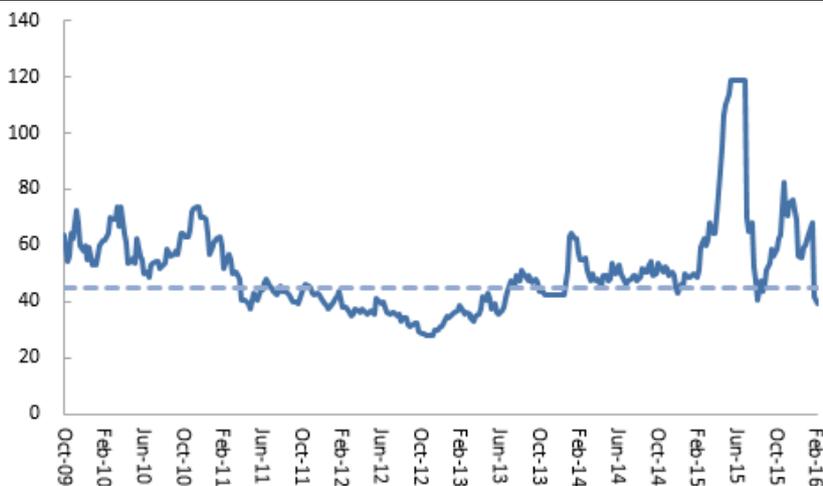
我们首次将华测检测纳入研究范围，给予买入评级目标价人民币 26 元

图 1：市盈率估值

	2016F
每股收益(人民币)	0.58
目标市盈率	45
市盈率目标价(人民币)	26

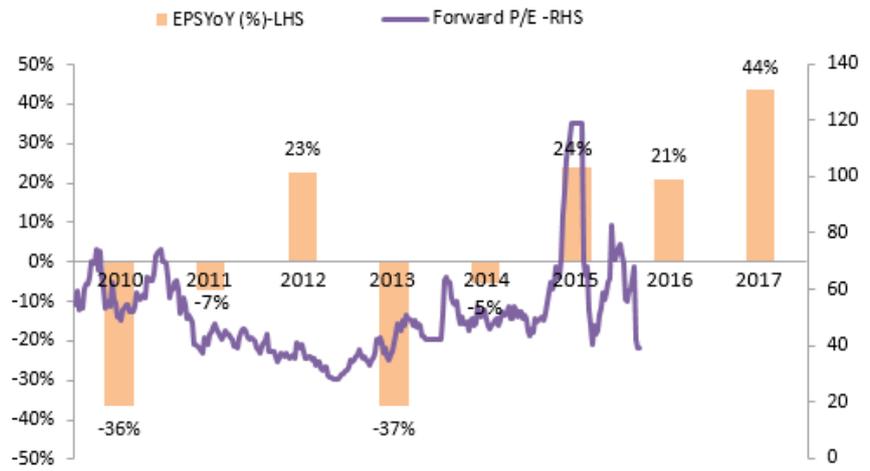
资料来源：公司资料，元大

图 2：华测检测历史市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 3：华测检测每股收益增长率与市盈率区间对比



资料来源：公司资料，元大

图 4：同业估值比较表

公司	代码	股价(人民币)	市值(百万美元)	每股收益同比增长率(%)				市盈率(倍)			
				2014A	2015F	2016F	2017F	2014A	2015F	2016F	2017F
华测检测	300012.CH	18.66	1,098	-5.40	24.10	21.00	43.60	52.78	39.2	32.4	22.6
检测类同业											
电科院	300215.SZ	9.70	1,073	-77.08	-63.64	225.00	76.92	95.64	242.89	76.94	42.94
建研集团	002398.SZ	11.94	629	-2.33	-29.76	27.12	16.00	13.79	19.01	17.63	14.93
环保行业同业											
聚光科技	300203.SZ	23.76	1,654	19.44	123.26	2.08	42.86	55.52	37.29	24.64	17.43
先河环保	300137.SZ	12.86	680	-26.67	18.18	65.38	37.21	60.09	43.24	31.28	22.57
检测仪器同业											
天瑞仪器	300165.SZ	15.21	539	-11.11	-15.63	33.33	30.56	53.00	57.51	43.66	33.24
汉威电子	300007.SZ	17.80	801	14.71	-30.77	88.89	41.18	48.06	52.91	35.12	24.91
A股平均		15.21	896	-13.84	0.27	73.63	40.79	54.35	75.48	38.21	26.00
全球检测类同业											
Bureau Veritas	BVI.FP	EUR18.67	9,163	-15.19	-13.43	53.45	10.11	27.33	31.71	18.63	17.60
SGS	SGSN.VX	CHF2,030	15,942	4.54	-12.20	16.13	6.76	24.94	26.55	23.49	22.02
全球检测类同业平均		1,024	12,553	-5.33	-12.81	34.79	8.44	26.14	29.13	21.06	19.81

资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

注：股价为2016年3月9日收盘价

注：每股收益以当地货币计量

图 5：同业估值比较表（续）

公司	代码	股价(人民币)	市值(百万美元)	净资产收益率(%)				市净率(倍)			
				2014A	2015F	2016F	2017F	2014A	2015F	2016F	2017F
华测检测	300012.CH	18.66	1,098	11.49	12.9	13.8	17.0	4.69	5.1	4.5	3.8
A股同业											
电科院	300215.SZ	9.70	1,073	5.89	2.70	3.30	5.10	4.51	5.33	3.55	3.47
建研集团	002398.SZ	11.94	629	12.18	10.94	10.89	11.38	2.37	1.83	1.72	1.54
环保行业同业											
聚光科技	300203.SZ	23.76	1,654	9.27	10.74	12.48	14.88	4.24	3.77	2.79	2.37
先河环保	300137.SZ	12.86	680	6.99	7.67	9.87	11.87	4.69	3.67	3.19	2.90
检测仪器同业											
天瑞仪器	300165.SZ	15.21	539	3.39	4.00	5.00	6.10	2.28	2.23	2.13	2.00
汉威电子	300007.SZ	17.80	801	4.98	8.00	9.80	12.00	3.60	4.28	2.61	2.55
A股平均		15.21	896	7.12	7.34	8.56	10.22	3.62	3.52	2.66	2.47
全球检测类同业											
Bureau Veritas	BVI.FP	EUR18.67	9,163	37.75	36.69	33.98	32.32	7.32	7.43	6.32	5.50
SGS	SGSN.VX	CHF2,030	15,942	29.22	27.31	33.85	36.06	6.75	7.84	8.55	8.16
全球检测类同业平均		1,024	12,553	33.49	32.00	33.92	34.19	7.04	7.64	7.44	6.83

资料来源：公司资料，元大，Bloomberg

注：股价为2016年3月9日收盘价

注：股价及每股收益以当地货币计量

盈利展望与财务分析

本中心看好华测检测盈利能力，系因公司生命科学检测部分具有强劲的增长空间。基于 2015-17F 年营收复合增长率 32%，本中心预期 2015/16/17 年净利润同比增长 25%/21%/44%。

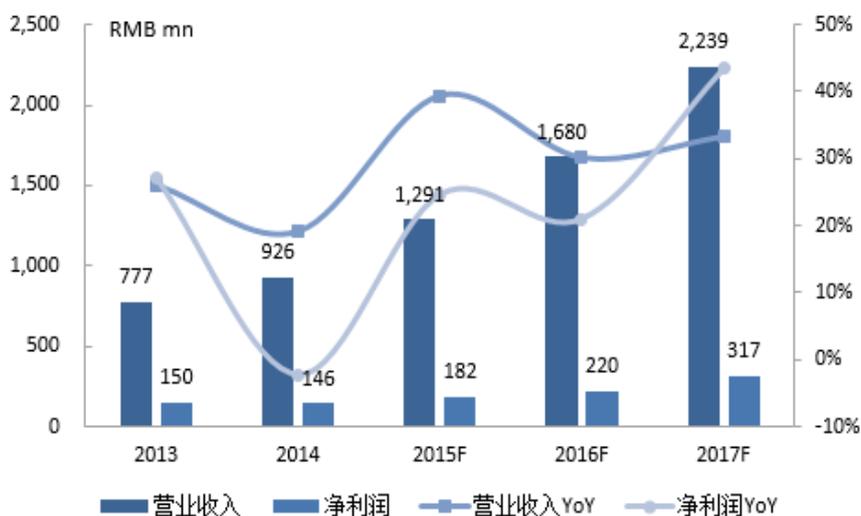
预计 2015-17 年华测检测的营收复合增长率为 32%

2015-17 年预计营收复合增长 32%；生命科学检测为主要动能

根据华测检测 2015 年业绩快报，营业收入 12.91 亿元，同比增长 39%，净利润 1.82 亿元，同比增长 25%。随着募投项目投产和政策的影响，我们预计华测检测 2016/17F 年营收增长率将达到 30% 以上，其中 2016/17F 营业收入将达到 16.80 亿元/22.39 亿元。综合来看，公司盈利大幅增长的原因是：1) 华测检测在民营检测企业中规模最大，覆盖的检测产品类别最全，检测资质最强，公司利用其资质、规模、技术和客户的优势，布局更广泛的检测领域，带来营收的增长；2) 检测行业的市场规模增速在 20% 以上，政府鼓励检测市场开放，民营企业逐步进入国家强制性检测市场；3) 国企转制将给市场提供优质的并购标的，华测检测作为民营企业龙头，有能力通过并购的方式提升竞争力。

营收结构方面，我们认为公司生命科学检测领域，因为包含了环保、食品和医药行业，具有较高的行业壁垒，因此具有较高的增长空间，预计 2015/16/17F 的营收增速为 39%/35%/40%，高于贸易保障、消费品测试和工业品测试。

图 6：华测检测 2012-2017F 营业收入和净利润



资料来源：公司资料，元大

图 7：主营业务增速预测

项目	2014	2015F	2016F	2017F
生命科学检测	36.92%	39.42%	35.00%	40.00%
贸易保障检测	14.43%	33.08%	30.00%	30.00%
消费品测试	-6.86%	21.18%	20.00%	25.00%
工业品测试	45.39%	90.27%	30.00%	30.00%
总收入	19.20%	39.46%	30.12%	33.30%

资料来源：公司资料，元大

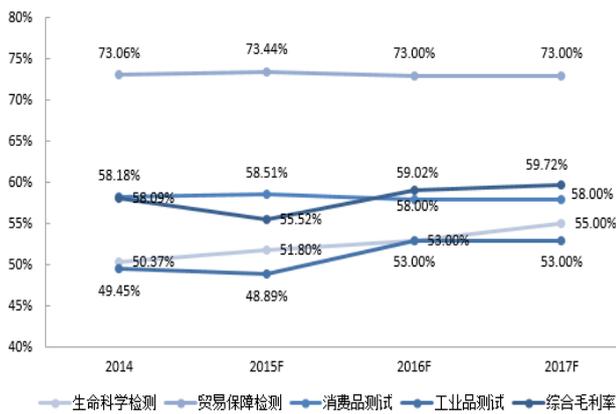
高毛利率提升了公司的竞争力

调整产业布局，毛利率提升带动净利润

检测认证行业的市场为碎片市场，横向跨越的行业众多，并且每个行业相对独立，难以快速复制。所以只有横向发展，尝试不同的领域，才能扩大市场。公司初创时期，由于贸易保障领域的毛利率较高，公司主要以贸易保障检测为主。随着近几年来，生命科学、消费品和工业品检测需求的增加，公司的业务分布较为平均，但主要的增长点在于生命科学检测上（占40%以上），因其具有较高的行业壁垒。我们预计公司2015/16/17年的毛利率将稳步提升，原因在于公司的募投项目陆续投产，高毛利率业务营收增长较快。我们预计2017年华测检测的毛利率为将达到59.72%。

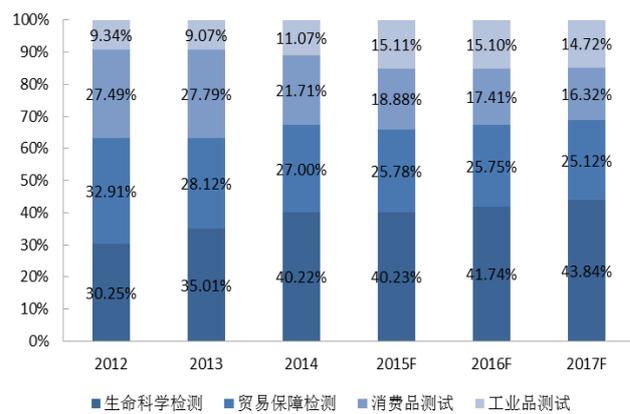
有鉴于1) 营收强劲增长；2) 毛利率稳步提升；本中心预计2015/16/17F净利润同比增长24%/21%/44%至人民币1.82亿元/2.20亿元/3.17亿元。

图 8：华测检测毛利率 2014-2017F



资料来源：公司资料，元大

图 9：华测主营业务比例 2012-2017F



资料来源：公司资料，元大

检测行业是持续增长的朝阳产业

未来中国检测市场增速保持在 20%以上

根据国家认监委的统计数据，2014 年我国检验检测行业市场规模达到 2,105 亿元，预计 2015 年将达到 2,574 亿元，由于产品的每一次改进或推出新的产品、每一批次出货均需提供检测报告，产品的检测频率较高，因此检测行业具有持续的发展空间。我们认为随着居民生活水平提高，将推动消费品及生命科学检测需求上升；中国制造业快速发展及产业升级，将推动工业品检测需求上升；中国对外贸易的稳定增长，将推动贸易保障检测需求的上升。因此根据我们预计，未来中国的检测市场将保持 20%以上的增速。

我们预计 2015 年检测市场将达到 2,574 亿元，未来的增速在 20%以上

图 10：中国检测行业市场规模



资料来源：公司资料，元大

政府鼓励检测市场向民营企业开放

据我们的预计，2015 年全国共有检验检测机构 3.2 万家，其中国有性质的企业占 60%以上（其它性质企业为大学、科学院等），私营企业占比为 36%，民营企业占比比 2014 年将有了明显的提高。但是目前在检测市场中，各个省市质监机构、实验室、研究院、高校的数量占比仍然十分庞大。近年来，国家连续发布有关涉及调整和促进检验检测服务业发展的有关产业政策，检测行业有望在未来的几年内掀起市场化改革的高潮。

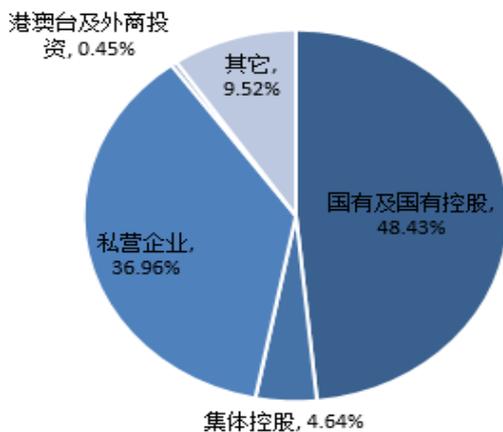
政府开放检测市场，未来将有更多的国企转制，成为大型民营检测企业的并购标的

图 11：2014-2015 年鼓励检测市场开放的相关政策

时间	政策文件	政策主旨
2014 年 3 月	《关于整合检验检测认证机构实施意见》	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
2014 年 6 月	《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机构的分离，技术检验检测机构不再承担执法职能；有序开放第三方检测市场，促进第三方检验检测认证机构发展。
2015 年 1 月	《政府购买服务管理办法（暂行）》	政府购买服务应与业务单位改革相结合，推动业务单位与主管部门理顺关系和去行政化，推进有条件的业务单位转为企业或社会组织。同时，检验检疫检测、检测服务被纳入政府购买服务指导性目录。
2015 年 3 月	《全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见》	经营类检验检测机构面向全社会提供社会化、商业性检验检测认证服务，同时可承担政府购买检验检测认证服务。
2015 年 7 月	《认证机构管理办法》	鼓励和支持以社会力量开展检验及检测活动
2015 年 12 月	《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题责任的指导意见》	建政放权、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。

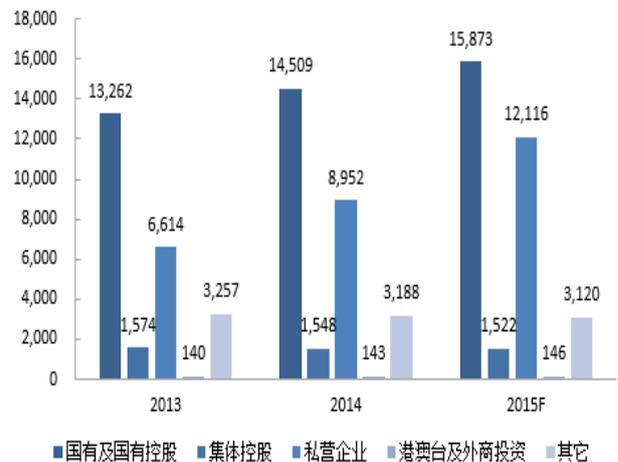
资料来源：公司资料，元大

图 12：检测行业企业分布 2015F（按企业数量）



资料来源：公司资料，元大

图 13：检测行业企业数量 2013-2015F



资料来源：公司资料，元大

民营检测企业具有的优势在于：1) 灵活的市场化运行机制；2) 覆盖行业宽、服务网络广。我们认为华测检测完全具备以上服务优势。

民营检测企业的优势

- 灵活的市场化运行机制：** 民营机构不依附于政府机构的约束，不需要承担国家或者地方的产品质量监督抽查任务，依靠自身服务能力开拓业务。相对于政府检测机构，具有机制灵活、服务好、价格低的优势。在中国检测行业市场化的初级阶段，价格和服务应该是消费者考虑的重要目标。
- 覆盖行业宽、服务网络广：** 受制于行政区和行业的影响，政府检测机构主要集中于某一行政区或某一特定行业，无法实现跨行业、跨区域经营。民营检测机构根据市场发展的可以在不同区域设立分支机构，建立不同行业的专业实验室，通过跨行业、跨区域经营，实现大规模快速发展。既可以为各领域企业提供全方位的检测服务，也可以满足企业的定制或特殊检测需求。

我们认为，华测检测作为民营检测机构检测中规模最大的企业，在检测行业具有灵活的市场化运行机制，覆盖行业宽、服务网络广的特点。在检测市场逐步开放的背景下，政府将更多的向合格的民营检测机构采购服务，数量众多国有性质的检测机构将被推向市场，民营检测机构不但在市场规模上将有所增长，也将有机会并购优质的地方国企。

成立产业基金，并购驱动发展

我们认为在国有性质机构转制的背景下，市场上将出现质地优良的检测机构作为行业的并购标的，有助于营造政府提出的更加公平的市场环境，同时有望推进民营检测机构的发展。我们认为民营检测机构的重大机会主要源于以下两个方面：

未进入强制检测市场的民营企业能够进入强制检测市场，已进入强制检测市场的企业通过收购扩大业务范围

- ▶ 首先，民营企业能够进入强制检验实验室名录和认证资格，提供检验检测的一站式服务。
- ▶ 其次，目前已经进入强制检验实验室名录和获得认证资格的民营检测企业能够扩大业务范围，进一步增强检测的综合竞争力。

检测行业主要依赖资本和技术的积累来提升资质和公信力，目前处于行业生命周期的快速增长期。华测检测作为实验室分布领域最为丰富的民营检测企业，能够在市场上并购优秀的公司，跨行业跨区域经营，在不同的行业设立专业实验室，进一步做大做强，发展成为具有国际竞争力的大型综合性检测认证服务提供商。

2016年1月华测检测与钛和（常山）资本管理有限公司和深圳市国采晟唐投资管理有限公司分别设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3亿元人民币。由于成立的两个产业基金均将投资于检测行业，我们认为公司能够借助产业基金完成更大规模的收购和兼并，与公司目前的业务形成协同效应，有利于缩短公司的投资回报期。

图 14：钛和常山产业投资基金

合作方	出资额（百万人民币）	合作方式
钛和资本	40	GP
华策投资	30	LP
浙江华弘投资管理有限公司	100	LP
常山县产业投资引导基金	30	LP
苏州工业园区股份有限公司	20	LP
王则江	30	LP
合计	250	

资料来源：公司资料，元大

图 15：国采华测产业并购基金

合作方	出资额（RMB mn）	合作方式
国采投资	1	GP
华策投资	10	LP
国采投资非公开发行	390	LP
合计	50	

资料来源：公司资料，元大

强竞争力造就华测检测

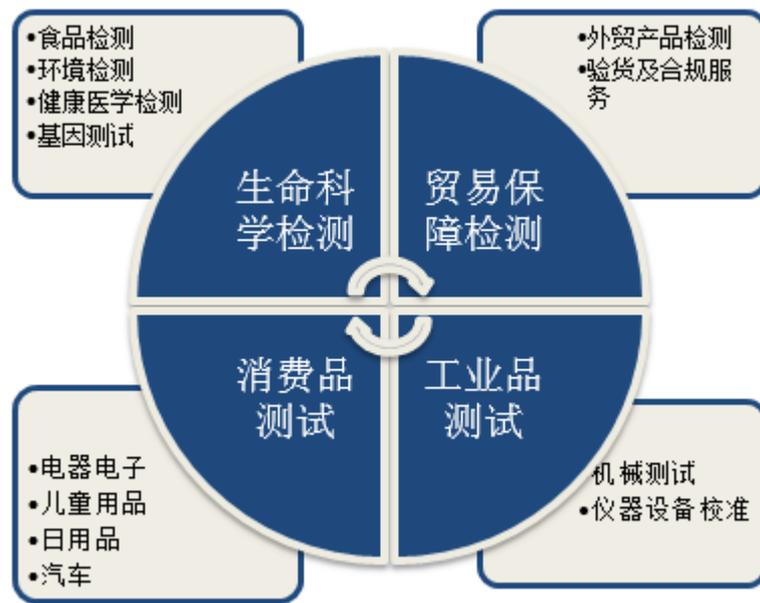
华测检测在民营检测企业中规模最大

中国民营检测企业的开拓者

华测检测是国内检测行业第一家民营的综合检测服务上市公司，公司检测业务主要在工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域四大领域。公司在全国设立了 30 多个分支机构和 40 多个高端实验室，其产品线较其它检测企业更为丰富，并且在检测行业有深厚的积累，通过了国内外各项认证，完全具备第三方检测报告资质并具有国际公信力。

华测检测的检测类别在民企中最为丰富，规模最大

图 16：华测检测 4 大主营业务



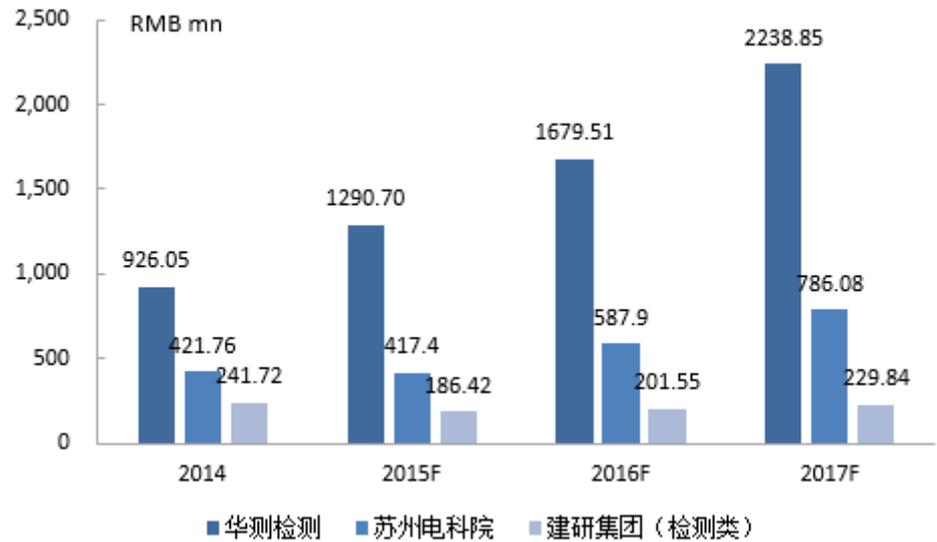
资料来源：公司资料，元大

民营检测企业中规模最大

在中国由于体制的约束，国内检验检测市场并未完全开放。目前国内检验检测认证机构规模普遍较小，布局结构分散，行业壁垒较多，国际化程度不高。华测检测是民营检测企业中规模最大的企业，在营业收入的规模上远远超过从事电器检测的苏州电科院（300215.SZ）和拥有建筑检测能力的建研集团

（002398.SZ）。华测检测在过去三年中复合增长率达到了 22.57%，高于其它两家上市公司不到 10%的复合增长率。

图 17：中国上市民营检测企业营收对比



资料来源：公司资料，元大

完善的资质认证，增加检测公信力

资质认证在民营检测企业中最强

由于客户的检测需求分散多样差异明显，因此检验检测机构只有具备丰富的检测资格认证和产品检测实验室，方能提供专业、周到的“一站式”服务。通过民营检测行业的横向比较，我们认为华测检测具有最强的资格认证，凸显其强大的检测能力，也为其出具的检测报告增加了公信力。除此之外，华测检测还参与制定行业标准，其中国家标准 120 项，强制标准 14 项，领先于其他民营企业。

图 18：华测检测拥有的认证

国家	标准和实验室认证
中国	中国合格评定认可委员会 (CNAS) 认可的实验室；中国质量认证中心 (CQC) 的合作实验室；中国计量认证 (CMA)
美国	美国 ANSI；美国“能源之星”；美国消费者委员会 (CPSC)；美国 UL；美国 FCC；美国纺织品染化师协会 (AATCC)；美国 WRAP
其他国家	英国 UKAS；加拿大 IC；墨西哥 NYCE；挪威 NEMKO；德国 TUV；20 多个国家标准化技术委员会委员

资料来源：公司资料，元大

图 19：华测检测参与制定的部分行业标准

产品类别	制定标准
消费品	中国电子信息产品标准化工作组成员
综合	《2013 年第一批国家标准制修订计划的通知》组成员
生命科学	参与 IEC/TC111/WG3 会议
消费品	中国玩具标准修订工作组成员
生命科学	《车内空气污染物浓度限值及测量方法》标准编制组成员

资料来源：公司资料，元大

布局全国，深耕技术，打造综合检测服务平台

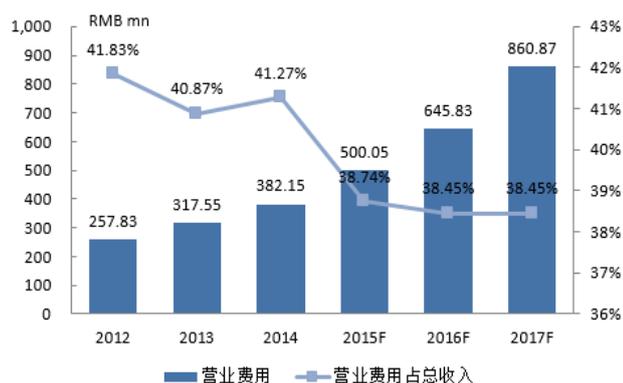
规模效应降低营业成本

华测检测在全中国 30 多个省市拥有检测中心，相比于国有质检单位具有更广泛的布局，打破了地域的限制，未来产生的规模效应将会带来更低的检测成本，成为吸引客户的主要因素。由于检测企业的在前期的布局中，需要投入大量的检测设备，设立专业化的实验室并配置高学历的检测人员，前期的投入和维护成本较高，但是当公司完成产业和地区布局后，可凭借集中式的管理体系和流水线作业的规模效应降低检测成本，从而吸引下游客户。我们认为，华测检测虽然在前三年中具有较高的营业费用率（占比在 40% 以上），但是我们预计未来公司的营业费用较高的现状将逐步地得到改善，因其已经具备广泛的产品布局和地域布局，规模效应将降低成本的支出，预计 2016/17 营业费用率将降低 3%，成为公司的盈利和客户数量增长的动能。

深耕技术，明确增长路线

检测行业的本质是受制于检测技术进步的推动，包括高端检测设备和实验室、高端劳动力的投入，因此检测行业的发展取决于于企业资本实力和人才技术。目前华测检测的研发费用占营业收入的 10% 左右，未来每年的研发费用将超过 1 亿元人民币。公司的研发团队占比为 16%，大多为具有高学历的专业技术人员。同时根据管理层的背景来看，公司主要的高管更倾向于深耕技术，推动公司增长。

图 20：华测检测营业成本



资料来源：公司资料，元大

图 21：华测检测研发费用



资料来源：公司资料，元大

政府采购支持，客户粘性强

检测行业若想发展壮大，必须抓住大客户，并且成为大客户的重要供应商。目前公司的客户分布比较广泛，客户的粘性比较强，证明华测检测在资质和技术都能满足客户的需求，例如华为、中兴通讯和部分政府国企多次出现在公司的大客户中。另外华测检测在客户的营销方式上，相比于国有企业和外资企业更加亲民、检测更加便捷，我们认为随着公司知名度的提升，未来公司有潜力将深耕客户的配置，成为大客户的重要供应商。

图 22：华测检测过去 5 年重要客户

客户类别	客户
政府和国企	温州市环境保护设计院、北京市水文地质队、江苏省工商局、海洋石油工程股份
其他企业	华为、中兴通讯、浙江巨化股份、玛丽莎、Melissa & Doug LLC、DSG

资料来源：公司资料，元大

生命科学和消费品检测成为增长驱动双引擎

生命科学检测需求快速增长

环境检测市场受益于环评脱钩和碳排放核查

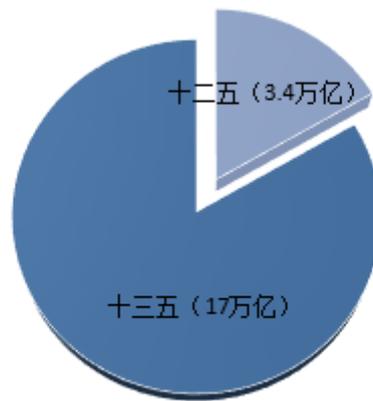
根据环保部的统计，“十三五”期间我国环保投资将达到 17 万亿元，相当于“十二五”期间环保投资的五倍以上。在行业的政策上，除了即将发布的“十三五”规划中的“美丽中国”概念，2015 年以来，《环保法》修订草案、《水污染防治行动计划》、《中华人民共和国大气污染防治法》的实施，将促使大量社会资本进入环保产业。在改善环境质量的背景下，环保的需求是全方位的，将催生出市政工程、生态修复、环境治理、环境监测等体系列环境服务项目。

图 23：全国污染治理投资



资料来源：公司资料，元大

图 24：“十二五”和“十三五”期间环保投资



资料来源：公司资料，元大

环评脱钩有利于华测在环境检测行业抢得市场

受到中央第三巡视组专项巡视反馈意见要求，由于环评技术服务市场‘红顶中介’现象突出，容易产生利益冲突和不当利益输送。因此环保部制定了《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，方案要求部直属单位的 8 家环评机构率先在 2015 年脱钩，其他省级环评机构在 2016 年全部脱钩。由于环境监测站的分布区域广泛，专业人员存在缺口，政府更倾向于通过外包的形式，将检测业务转交给第三方检测机构。华测在环境检测市场上拥有大气、水质、土壤及生态环境检测的能力，在环评脱钩的背景下有利于华测在环境检测行业抢得市场。

2017 年全国碳排放权交易市场的到来，华测检测将受益于碳排放核查服务

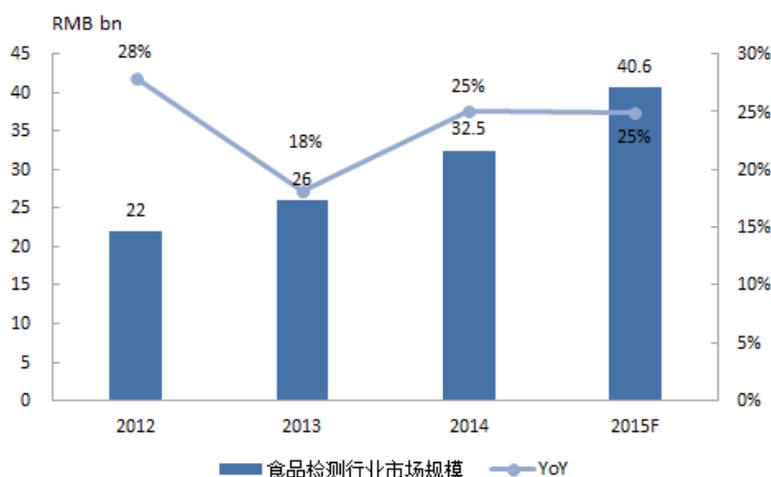
另外华测检测在低碳项目审核领域积极突破，2015 年在国际清洁发展机制（CDM）核查中国项目数量中，华测检测在全球几十家专业机构中排名第二，国内温室气体自愿减排（CCER）项目市场占有率大大提升，稳居前五。在全国已经开展碳排放核查服务的省市中，华测被当地主管机构批准成为第三方核查机构的省市包括广东省、河北省、四川省、安徽省、甘肃省、广西壮族自治区、深圳市和苏州市。随着 2017 年全国碳排放权交易市场的到来，华测检测将受益于碳排放核查服务。

食品安全问题备受关注

由于近年来食品安全问题层出不穷，如酒鬼酒塑化剂事件、周黑鸭事件、上海福喜事件、僵尸肉事件，暴露出我国食品安全上的一些列问题。根据《国家食品安全监管体系“十二五”规划要求》，我国未来食品污染物和有害因素监测将扩大到 2,870 个。2015 年国务院通过的《中华人民共和国食品安全法（修订草案）》也同时强调了健全食品风险监测。我们认为受到近几年来食品检测行业超

过 25%的同比增长率，以及人们对食品安全的关注，华测检测将受益于食品检测行业市场的扩大。

图 25：食品检测行业市场规模



资料来源：公司资料，元大

重大食品安全事故频发，突显食品检测的重要性

图 26：近年来重大食品安全事件

时间	食品安全事件
2012 年 11 月	酒鬼酒送第三方检测后发现，塑化剂超标搞到 260%
2013 年 11 月	周黑鸭鸭翅、爵位鸭脖大肠杆菌超标
2014 年 7 月	上海福喜食品存在大量采用变质肉类原料的行为
2015 年 6 月	海关总署在 14 个省份开展打击“僵尸肉”，共查封 42 万吨

资料来源：公司资料，元大

医药领域将迎来募投资项目投产，业绩迎来增长

华测检测在医药行业的布局包括了职业病、特检和临床前 CRO。目前公司医药行业的领域刚刚起步，目前公司在医药行业有以下布局：

职业病、特检、临床前 CRO 为公司下一个布局

- ▶ **在职业病检测：**华测检测下属医疗机构——华测职安门诊部是专业从事职业健康检查、健康体检的体检机构，已获得《广东省职业健康检查机构》资质，具备为广东省企业进行职业健康检查的资格。
- ▶ **在特检检测：**上海华测艾普医学检验所有限公司是华测检测与加州大学洛杉矶分校健康服务系统共同合作成立的，目前处于投产初期，能够提供病理学、临床体液血液专业、临床化学检验专业、临床免疫血清学专业、临床细胞分子遗传学专业、临床微生物学专业领域的各类尖端的检验和诊断服务
- ▶ **在临床前 CRO 市场：**华测床前 CRO 研究基地，主要从事动物实验 GLP 业务，目前处于投产初期。CRO (Contract Research Organization) 指的是合同研究组织，是为医药企业提供新药研发的组织，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。2015 年我国的 CRO 市场国模在 379 亿元，临床前 CRO 规模在 146 亿元，增速分别为 28%和 14%。随着未来中国新药研发指出的增加，以及欧美的产能向中国转移，中国的 CRO 市场有望持续增长。另外，由于 CRO 的毛利率较高，根据上市公司泰格医药和博济医药的毛利率水平来看，过去三年毛利率在 40-50%之间，我们预计布局临床前 CRO 市场将有助于提高公司的利润水平。

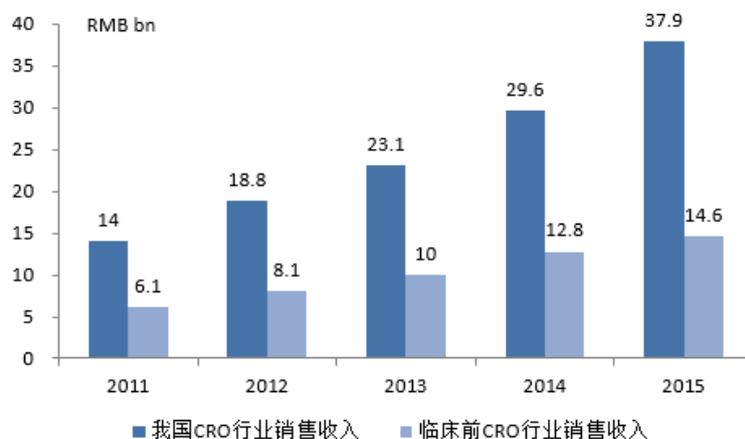
高毛利的 CRO 市场有助于提高公司利润水平

图 27：2015-2016 投产募投项目

行业	项目	投资总额 (百万元人民币)	项目投产时间
医药	广州华测职安门诊部项目	10.09	2015年6月30日
综合	华东检测基地建设项目 (一期扩建)	70.80	2015年6月30日
医药	上海华测艾普医学检验所有限公司	30.34	2015年6月30日
综合	信息化系统建设项目	24.99	2015年9月30日
医药	华测临床前 CRO 研究基地	90	2015年12月31日
综合	设立中国总部及华南检测基地	164.85	2015年12月31日
综合	设立华东总部基地	164.34	2016年12月31日

资料来源：公司资料，元大

图 28：中国 CRO 市场规模



资料来源：公司资料，元大

非公开发行布局基因检测平台

2015年7月，华测检测发布非公开发行股票预案，公司拟非公开发行不超过4,600万股，募集资金不超过9.2亿元，募集资金将用于5个检测基地的建设，其中包括投资4,000万元建设国内技术最先进的基因检测技术平台和高通量新一代基因测序检测技术平台，主要分布在5大领域：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。基因检测代表未来医疗检测的发展方向，作为我国最大的民营第三方检测认证机构，公司已经在今年2月成立了国家级基因检测合作实验室，预计将在3月份投入运营。

图 29：2015 年公司拟非公开发行募投项目

项目	项目投资总额
华东综合检测基地 (上海) (一期)	50,538
华东检测基地 (苏州) (二期)	25,409
信息化系统及数据中心建设	15,000
基于稳定同位素的产品真实性和溯源性检测平台	6,000
高通量基因检测平台	4,000
合计	100,947

资料来源：公司资料，元大

消费品检测入选国家强制性产品认证实验室提升公司实力

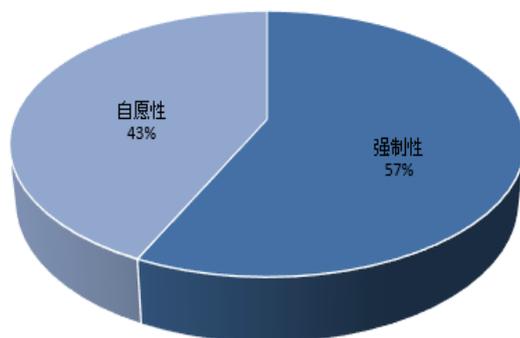
华测检测 2015 年获得了 3C 资格，进入强检市场

目前我国所有的产品认证类型分为强制性认证和自愿性认证，强制性认证也就是 3C 认证，凡是进入强制性检测目录的产品，都需要经过国家指定认证机构的认证，检验合格后才能进行销售，强制性检测市场是检测企业最为关注的焦点，目前我国的强制性检测市场占 57%，未来将有等多的产品进入强制性检测目录。

华测检测通过 CNCA 审核，已经进入强制性产品检测市场

华测检测 2015 年通过中国国家认证认可监督管理委员会（CNCA）的审核，入围强制性产品认证指定实验室，包括了玩具类产品、音视频设备以及信息技术设备等业务领域。我们认为进入强制性检测将有助于提升公司在检测市场的竞争力，未来有机会再更多的领域进入强制性检测市场，从而打造综合的检测服务平台。

图 30：强制性检测和自愿性检测市场份额



资料来源：公司资料，元大

图 31：国家强强制检测产品类型

检测类型	检测产品
强制性	电线电缆、电路开关及保护或连接用电器装路、低压设别、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、机动车辆及配件、安全玻璃、农机产品、电信终端设备、消防产品、安防产品、无线局域网产品、装饰装修产品、儿童产品、玩具用品

资料来源：公司资料，元大

公司简介

华测检测是一家全国性的、综合性的独立第三方检测服务机构，主要从事工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务。华测检测成立于2003年，总部位于中国深圳，在全国设立了三十多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的40个实验室，并且在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立了海外办事机构。华测检测2009年在深交所上市，也是国内检测行业上市的首家公司。

华测检测股权结构

华测检测目前的股权结构比较稳定，万里鹏、万峰和郭冰是华测检测的主要发起人，其中万里鹏和万峰为父子关系。在前十大股东中，除了公司的创始人，其余全部为证券投资基金和全国社保基金，我们认为在三季度以来，基金的进入能够提升公司的投资价值，进一步增强了公司的竞争力。

图 32：华测检测主要控股股东

控股股东	持股比例	说明
万里鹏	15.09	华测检测始创人员；实际控制人；原董事
万峰	12.97	董事长；董事
郭冰	4.58	原总裁
中国民生银行股份有限公司－东方精选混合型开放式证券投资基金	2.48	基金
全国社保基金一零六组合	2.27	社保基金
全国社保基金四零六组合	2.14	社保基金
全国社保基金一一二组合	2.09	社保基金
中国建设银行股份有限公司－融通互联网传媒灵活配置混合型证券投资基金	1.31	基金
中国建设银行股份有限公司－融通新能源灵活配置混合型证券投资基金	1.30	基金
中国光大银行股份有限公司－中欧新动力股票型证券投资基金（LOF）	1.27	基金
前十大股东合计	45.5	

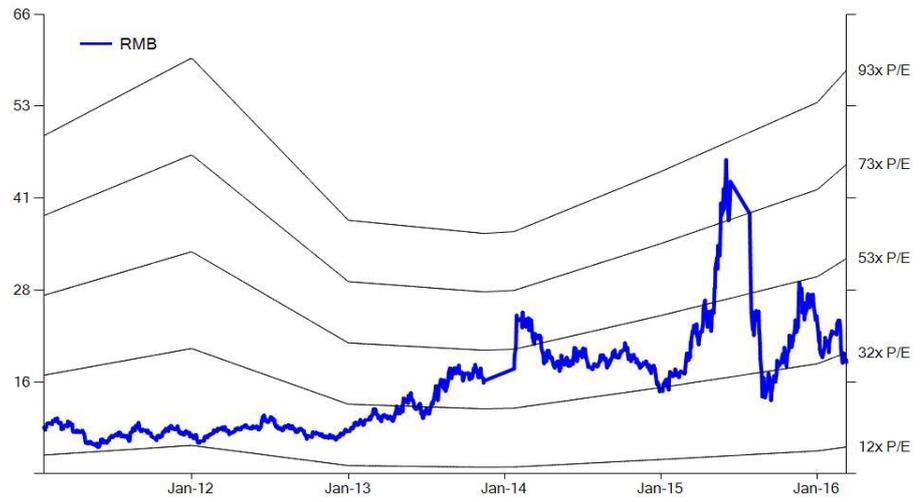
资料来源：公司资料，元大

图 33：华测检测管理层

董事会	姓名	背景和主要经历
董事长；董事	万峰	曾任职于黄石东贝电器股份有限公司，1998年创办深圳冠智达业务有限公司，2003年参与筹建华测有限，目前担任公司董事长和董事
董事	夏云	曾任职于 Intertek, BSI, 2005年加入华测检测，分管质量和研发工作，目前担任公司董事
实际控制人；原董事	万里鹏	2003年参与筹建华测有限，并担任公司董事，2015年3月辞去董事职务
高管	姓名	背景和主要经历
总裁	徐帅军	曾任 DNV 美国休斯敦总部高级主任工程师,全面负责企业战略评估研究及企业可持续性发展研究工作，并参与世界银行及国际经贸合作组织等机构的合作项目。2010年8月起担任公司总裁。2013年8月起担任公司董事
副总裁；董事会秘书	陈砚	曾任职于广东发展银行，2006年加入华测检测担任副总裁，董事会秘书
副总裁	徐江	曾任职于华为技术有限公司，2010年加入华测检测担任副总裁
副总裁	杨克军	注册质量工程师，2008年加入华测检测，历任质量总监
副总裁	周璐	曾任职于挪威船级社，2010年加入华测检测

资料来源：公司资料，元大

图 34: 12 个月预期市盈率区间图



资料来源: 公司资料、元大

图 35: 12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	538	459	458	403	560
存货	0	1	1	2	1
应收帐款及票据	68	195	171	305	330
其他流动资产	30	49	49	49	49
流动资产	636	704	679	759	940
长期投资	25	35	47	58	69
固定资产	398	586	719	831	922
什项资产	93	262	255	248	242
其他资产	516	883	1,021	1,137	1,233
资产总额	1,152	1,588	1,700	1,896	2,173
应付帐款及票据	13	42	39	58	69
短期借款	18	32	32	32	32
什项负债	99	169	169	169	169
流动负债	130	243	241	259	271
长期借款	29	16	16	16	16
其他负债及准备	7	36	12	12	12
长期负债	36	52	29	29	29
负债总额	166	295	269	288	300
股本	369	381	383	383	383
资本公积	225	404	402	402	402
保留盈余	380	489	629	807	1,072
换算调整数	(2)	(3)	0	0	0
额归属母公司之权益	972	1,271	1,415	1,592	1,857
少数股权	14	21	16	16	16
股东权益总额	986	1,292	1,431	1,608	1,873

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	153	149	178	225	323
折旧及摊提	59	67	83	104	125
本期营运资金变动	(4)	(48)	21	(116)	(13)
其他营业资产	30	85	0	0	0
营运活动之现金流量	238	252	283	213	435
资本支出	(180)	(276)	(209)	(209)	(209)
本期长期投资变动	(24)	(10)	(11)	(11)	(11)
其他资产变动	3	21	0	0	0
投资活动之现金流量	(201)	(264)	(221)	(221)	(221)
股本变动	14	49	0	0	0
本期负债变动	35	1	0	0	0
其他调整数	(39)	(62)	(63)	(48)	(58)
融资活动之现金流量	10	(11)	(63)	(48)	(58)
汇率影响数	(2)	0	0	0	0
本期产生现金流量	45	(24)	(1)	(55)	157
自由现金流量	37	(13)	62	(7)	214

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	777	926	1,291	1,680	2,239
销货成本	(293)	(388)	(574)	(688)	(902)
营业毛利	484	538	717	991	1,337
营业费用	(321)	(385)	(502)	(649)	(864)
营业利润	163	153	214	343	472
利息收入	11	8	2	2	2
利息费用	0	0	(2)	(3)	(3)
利息收入净额	11	8	0	(1)	(1)
投资利益(损失)净额	0	1	0	1	1
其他业外收入(支出)净额	10	19	15	(45)	(45)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	184	181	229	298	427
所得税费用	(31)	(32)	(51)	(73)	(105)
税后净利润	153	149	178	225	323
少数股权净利	(3)	(3)	4	(4)	(6)
归属母公司之净利	150	146	182	220	317
税前息前折旧摊销前净利	222	220	298	447	598
每股收益 (RMB)	0.41	0.38	0.48	0.58	0.83
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.41	0.38	0.48	0.58	0.827

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
同比增长率 (%)					
营业收入	26.0	19.2	39.4	30.1	33.3
营业利润	33.5	(6.2)	40.0	60.1	37.9
税前息前折旧摊销前净	30.6	(1.0)	35.4	50.3	33.7
税后净利润	27.1	(2.4)	24.7	21.0	43.6
每股收益	(36.7)	(5.4)	24.1	21.0	43.6
盈利能力分析 (%)					
营业毛利率	62.3	58.1	55.5	59.0	59.7
营业利润率	21.0	16.5	16.6	20.4	21.1
税前息前 折旧摊销前净利率	28.6	23.7	23.1	26.6	26.7
税后净利率	19.3	15.8	14.1	13.1	14.1
资产报酬率	14.5	10.9	10.8	12.5	15.9
净资产收益率	15.4	11.5	12.9	13.8	17.0
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	4.8	3.7	3.4	3.0	2.6
净负债比率 (%)	(49.7)	(31.8)	(28.6)	(22.1)	(27.3)
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	111.6	103.0	147.5
利息及短期债	10.2	5.6	6.8	8.6	12.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	136.5	73.1	149.1
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	13.1	7.9	8.3	6.1	12.5
流动比率 (倍)	4.9	2.9	2.8	2.9	3.5
速动比率 (倍)	4.9	2.9	2.8	2.9	3.5
净负债 (RMB 百万元)	(490.40)	(410.38)	(409.63)	(354.67)	(511.30)
每股净值 (RMB)	2.63	3.33	3.69	4.16	4.85
估值指标 (倍)					
市盈率	46.1	48.7	39.2	32.4	22.6
股价自由现金流量比	187.2	(561.1)	114.7	(962.0)	33.4
市净率	7.1	5.6	5.1	4.5	3.8
股价税前息前折旧摊销 前净利比	31.1	32.4	24.0	16.0	12.0
股价营收比	8.9	7.7	5.5	4.3	3.2

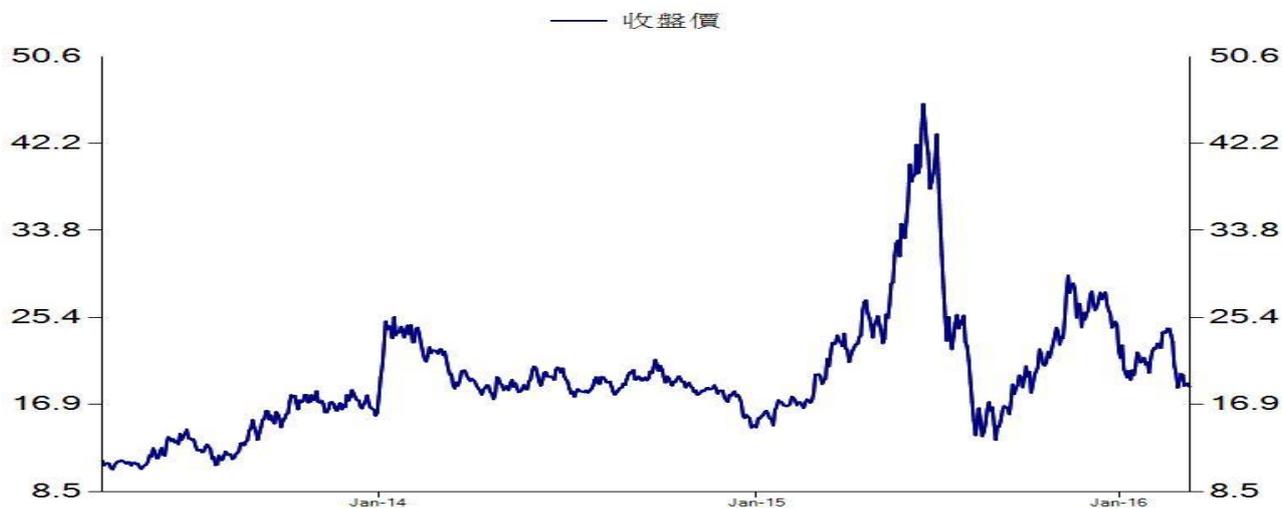
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

华测检测 (300012 CH) - 投资建议与目标价三年历史趋势



目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	225	48%
持有-超越同业	113	24%
持有-落后同业	42	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计:	472	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利好题材、估值信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼