

民营检验检测龙头潜力大 业务扩展、外延发展促成长

投资要点:

● **民营检验检测龙头拐点已现，资本运作将提速**

华测检测是国内规模最大的民营第三方检测验证机构。2015年业绩增速转正，达到23.6%，拐点已现。公司拟增发募集9.2亿元，用于检测基地、检测平台建设等；2016年1月董事长完成增持，均价为20.53元/股；公司股权结构变动目前基本结束，我们判断未来资本运作将提速。

● **检验检测行业：2014年增速16.6%，市场化改革助推民企发展**

2014年我国检验检测服务市场达1631亿元，增速16.6%，10-14年行业复合增速达26%。企业公信力为核心竞争优势，龙头具备较好“护城河”。2014年起我国检验检测行业市场化进程提速，民企龙头有望充分受益。

● **国际巨头：规模巨大、市场表现突出，并购推动发展**

国际检验检测行业巨头SGS、BV和Intertek收入规模均超200亿元，SGS市值超过1000亿元，规模巨大。国际巨头2015年PE为20-30倍，PB均超过7，估值水平较高；长期年复合超额收益率达到6%-15%，市场表现良好。检验检测行业现金流较好且稳定，并购已成为发展重要途径。

● **华测检测：业务扩展、外延发展促成长，现有5支产业并购基金**

公司传统业务贸易保障、消费品和工业品检测将维持稳定增长，生命科学检测业务受益于环评脱钩等因素将持续快速发展；医学检验业务布局多年将迎来收获期，打开发展空间。公司人员数目和效率较国际巨头仍存在较大差距，现有5支产业并购基金，人员扩张和外延发展将促成长。

● **投资建议：预计未来3年业绩复合增速近30%，首次评级推荐**

考虑本次增发，按20元增发价测算，预计公司2016-2018年EPS分别为0.56/0.74/0.91元，对应PE分别为36/28/22倍。公司具备估值优势，拥有5支产业并购基金，预计外延并购将提速。首次给予“推荐”评级。

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	926.05	1,287.84	1,638	1,965	2,242
营业收入增长率	19.19%	39.07%	27%	20%	14%
净利润(百万元)	146.12	180.57	242	317	391
净利润增长率	-2.35%	23.58%	34%	31%	23%
EPS(元)	0.34	0.42	0.56	0.74	0.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.49%	12.64%	9.47%	11.25%	12.43%
P/E	60	49	36	28	22
P/B	6.9	6.2	3.4	3.1	2.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部，盈利预测考虑增发，股价截至2016年5月9日

华测检测 (300012.SZ)

推荐 首次评级

分析师

王华君 机械军工行业分析师

☎: (8610) 6656 8477

✉: wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513050002

特此鸣谢

李辰

☎: (8610) 66568865

✉: lichen_yj@chinastock.com.cn

贺泽安

☎: (0755) 23913136

✉: hezean@chinastock.com.cn

刘兰程

☎: (8610) 83571383

✉: liulancheng@chinastock.com.cn

对本报告编写提供的信息帮助

市场数据

时间 2016.5.9

A股收盘价(元)	20.47
A股一年内最高价(元)	46.94
A股一年内最低价(元)	12.85
上证指数	2832.11
总股本(亿股)	3.83
实际流通A股(亿股)	3.37
总市值(亿元)	78.44
流通A股市值(亿元)	69.04

相关研究

《机械军工 2016 年度策略：新成长、新转型——聚焦大智能制造、军民融合》 2015-12-28

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、2014 年我国检验检测服务营业收入达到 1631 亿元，同比增长 16.6%，2010-2014 年我国检验检测行业复合增长率达到 26%，预计未来将维持较快增长。2014 年行业 CR100 仅为 19.55%，竞争程度较为激烈，龙头企业具备较好护城河，发展速度将超过行业。

2、2014 年起，质检总局、国家认监委、发改委等发布多项相关政策，我国检验检测行业改革明显提速。民营检验检测企业龙头在竞争中发展壮大，将充分受益于市场化改革，有望迅速成长。

3、国际巨头 SGS 收入近 400 亿元，市值超过 1000 亿元，2015 年 PE 为 31 倍，上市 16 年来年复合超额收益率超过 6%。对标国际巨头，华测检测发展潜力大，公司生命科学检测和医学检验业务将助推公司持续快速增长。

我们与市场不同的观点：

1、市场认为检验检测行业增速稳定，公司上市以来业绩不达预期，不看好公司未来发展，我们认为公司自 2016 年起将持续快速增长。检验检测行业在规模超过 1600 亿的情况下仍能保持近 17% 的增速，未来将持续较快增长；公司 2015 年业绩拐点已现，作为民企龙头将充分受益于市场化改革，未来生命科学检测将快速增长，医学检验业务将迎来收获期。

2、市场担心公司估值水平偏高，我们认为公司整体估值水平合理。对比业绩个位数增长的国际巨头，公司增速更快、PE 较高但 PB 低于国际巨头，同时目前估值基本处于历史中枢水平。随着公司布局多年的医学检验进入收获期，未来业绩增长有望超预期。

3、市场认为公司上市以来并购不达预期，质疑未来资本运作力度，我们认为公司未来外延发展有望超预期。公司现拥有 5 支产业并购基金，现金流情况稳定较好，在手现金超过 2 亿元。公司股权结构变动基本结束，具备良好的资本运作基础。

公司估值与投资建议：

考虑本次增发，按 20 元增发价测算，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56/0.74/0.91 元，对应 PE 分别为 36/28/22 倍。公司具备估值优势，拥有 5 支产业并购基金，预计外延并购将提速。首次给予“推荐”评级。

催化剂：

检验检测行业市场化改革取得重大进展、公司医学检验业务发展超预期、公司实施外延式发展。

主要风险因素：

检验检测行业市场化改革进展缓慢、公司医学检验业务发展不达预期。

目 录

一、民营检验检测龙头，资本运作将提速	1
(一) 民营检验检测龙头，业绩拐点已现.....	1
(二) 盈利能力维持高水平，现金创造能力强.....	2
(三) 拟增发募集 9.2 亿元，用于检测基地、检测平台建设等.....	4
(四) 股权变动基本结束；拥 5 支产业并购基金，外延并购将提速.....	4
二、检验检测行业：发展迅速，市场化改革助推民企发展	6
(一) 检验检测行业：市场规模超 1600 亿增长稳定，竞争激烈.....	6
(二) 检验检测行业：长期维持较快增长，龙头企业具备“护城河”.....	7
(三) 市场化改革进程加速，民企龙头有望迅速成长.....	7
三、国际巨头：规模巨大、市场表现突出，并购推动发展	9
(一) 国际检验检测行业巨头：SGS、BV、Intertek.....	9
(二) 国际巨头规模：SGS 收入近 400 亿元，市值近 1000 亿元.....	9
(三) 国际巨头估值水平较高，长期市场表现远超基准.....	10
(四) 现金制造能力强，并购已成为发展重要途径.....	12
四、华测检测：业务扩展、外延发展促成长	15
(一) 贸易保障、消费品、工业品检测：维持稳定增长.....	16
(二) 生命科学检测：环境+食品，将持续快速发展.....	19
(三) 医学检验：布局多年将迎来收获期，打开发展空间.....	21
(四) 人员、效率仍存提升空间，将驱动公司持续增长.....	22
(五) 已成立 5 支产业并购基金，外延式发展将持续推进.....	25
五、盈利预测：业绩高增长，首次给予“推荐”评级	26
(一) 预计 2016-2018 年业绩复合增长率近 30%.....	26
(二) 公司具备估值优势，首次给予“推荐”评级.....	27

一、民营检验检测龙头，资本运作将提速

(一) 民营检验检测龙头，业绩拐点已现

华测检测成立于 2003 年，为集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，在全球范围内为企业一站式解决方案。公司是国内规模最大的民营第三方检测验证机构，也是国内检测行业首家上市公司，业务覆盖工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大领域。

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)；2015 年 9 月公司公告正式成为强制性产品认证指定实验室，指定业务范围包括电玩具类产品、音视频设备以及信息技术设备检测，进一步提升了公司的公信力。

除了通过国内的认可以外，公司还通过了如英国 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 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。此外，公司还参与到国内外各项标准的制定工作。

公司在全国设立了 30 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，每年可提供约 40 万件样品检测服务，服务客户 9 万家，其中世界五百强客户近百家。

图 1：华测检测业务覆盖工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大领域

我们的服务：

- 有害物质检测
- 环境安全检测
- 职业安全与卫生
- 食品、食品接触材料及日化产品检测
- 玩具及婴童用品检测
- 建材与轻工产品检测
- 纺织品及鞋类、皮革检测
- 汽车材料及零部件检测
- 计量校准及尺寸检测
- 金属材料及零部件检测
- 可靠性、性能检测及失效分析
- 电子电器产品检测
- 电子商务服务
- 船舶有害物质管理咨询
- 司法鉴定
- 体系认证
- 温室气体与可持续发展服务
- 产品认证
- 验货服务
- 审核服务
- 工商抽检服务
- 培训服务
- 应用软件开发及测试
- 标准物质研发和能力验证服务

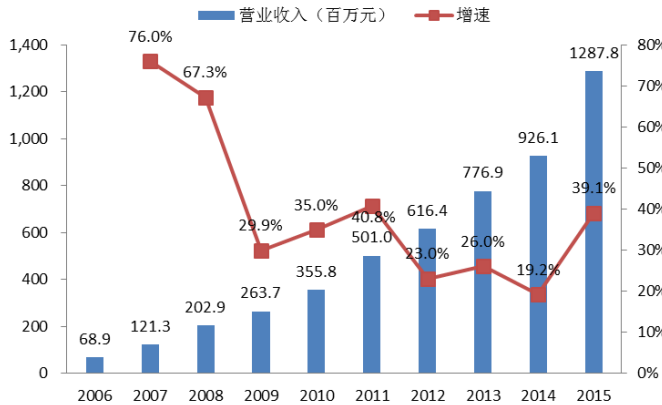


资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

公司营业收入和净利润保持了多年快速增长，2006-2014 年收入 CAGR 超过 38%，净利润 CAGR 超过 30%。但 2012 年以来，公司整体增速出现下降趋势，2014 年净利润甚至同比下滑 2.4%。2015 年起公司状况出现明显改善，实现收入 12.9 亿元，同比增长 39%，实现净利润

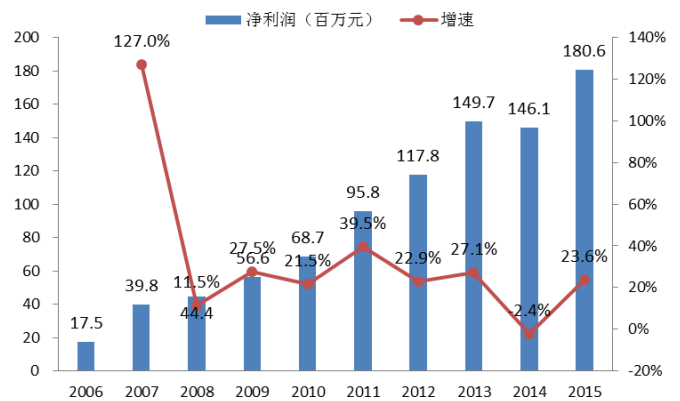
1.81 亿元，同比增长 24%，业绩拐点已现。

图 2：公司营业收入持续快速增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

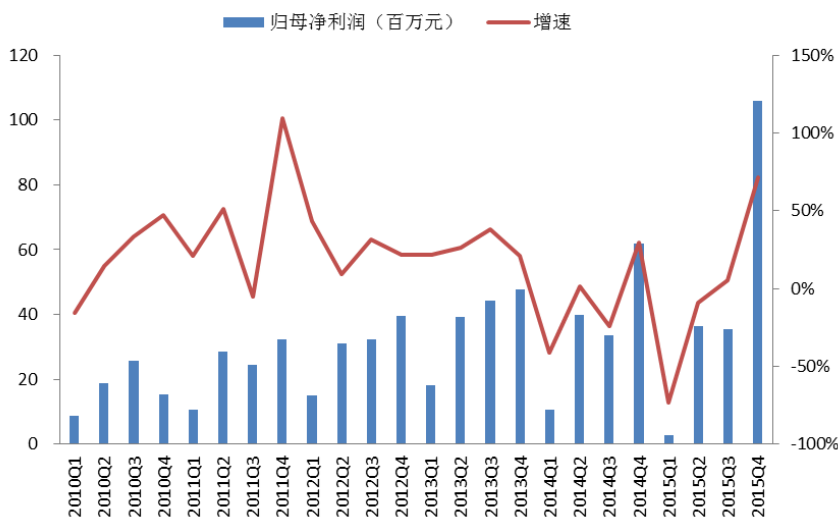
图 3：公司归母净利润拐点已现



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

值得注意的是，随着公司来自于政府订单比例不断提升，近年来公司全年业绩呈现出前低后高的特点。2015 年前三季度公司业绩总和不到 7500 万元，但第四季度单季业绩超过 1 亿元。因此，公司 2016 年一季报虽然亏损 805 万元，但我们认为全年业绩仍将快速增长。

图 4：近年来公司全年业绩呈现前低后高的特点



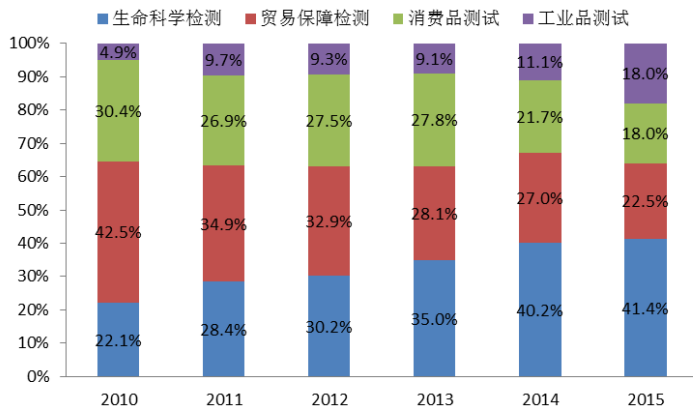
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）盈利能力维持高水平，现金创造能力强

公司收入结构近年来发生了较大变化，传统的贸易保障测试和消费品测试收入占比不断下降，工业品测试和生命科学测试占比持续提升，二者合计占比已从 2010 年的 27% 升至 2015 年的 59.4%。我们判断未来公司传统业务贸易和消费品测试将稳定发展，工业品和生命科学将持续快速发展；此外，公司已布局医学检测业务，预计 2016 年起将进入贡献收入阶段。

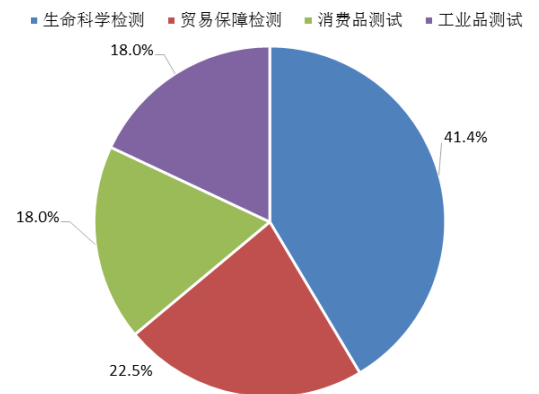
公司毛利率虽受到结构变化和宏观经济不景气的影响有所下滑，但整体维持 50% 以上的较高水平。

图 5：公司收入结构中工业品测试和生命科学测试占比持续提升



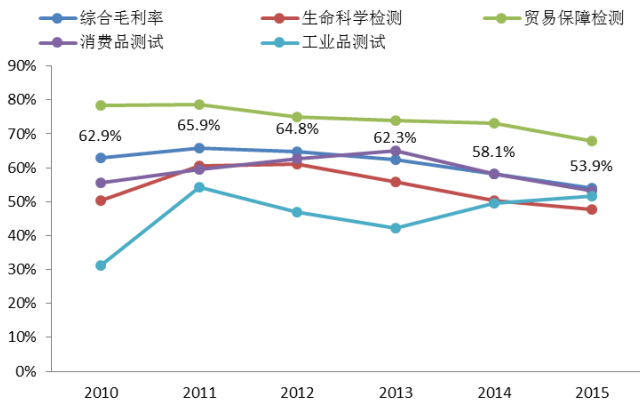
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 6：2015 年生命科学检测业务占比已提升至 41%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

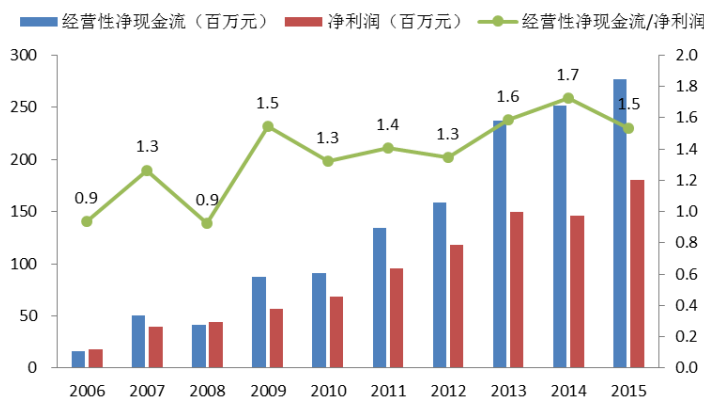
图 7：公司毛利率整体保持 50% 以上的较高水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

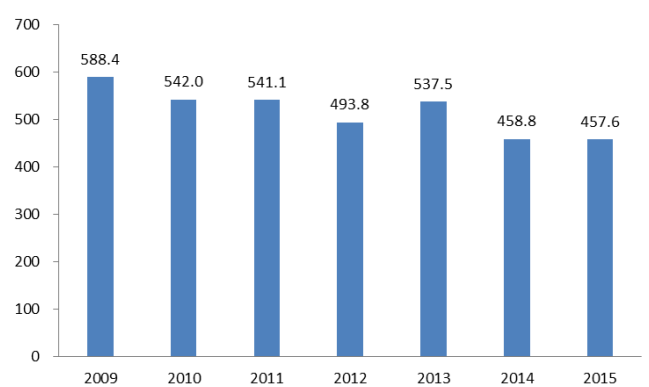
由于绝大部分检验检测业务周期短，大客户也多采用月结、季结等方式支付，回款良好，使得公司（经营性净现金流/净利润）常年高于 1，近 3 年更是维持在 1.5 以上，现金创造能力强。公司货币资金维持在 4.5 亿元以上的较高水平，为公司未来的外延扩张提供了有利条件。

图 8：公司经营净现金流/净利润常年高于 1



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 9：公司货币资金（万元）常年保持较高水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(三) 拟增发募集 9.2 亿元，用于检测基地、检测平台建设等

2015 年 7 月公司发布非公开发行预案,拟向不超过 5 名特定投资者发行不超过 4600 万股,募集不超过 9.2 亿元。发行价格不低于发行期首日前二十个交易日股票均价的百分之九十,或不低于发行期首日前一个交易日股票均价的百分之九十。本次募集资金将用于检测基地建设、信息化系统及数据中心建设、检测平台建设等。

表 1: 公司非公开发行募集资金投向及投资额 (万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	华东综合检测基地 (上海) (一期)	50,538	45,000
2	华东检测基地 (苏州) (二期)	25,409	22,000
3	信息化系统及数据中心建设	15,000	15,000
4	基于稳定同位素的产品真实性和溯源性检测平台	6,000	6,000
5	高通量基因检测平台	4,000	4,000
合计		100,947	92,000

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

通过本次增发,一方面将进一步增强和完善公司上海和苏州两大基地的检测业务能力,另一方面有助于公司进入食品安全检测、基因检测等市场,此外,高效的信息系统和大数据分析能力将提升公司检验检测实力,为业务发展奠定坚实的基础。

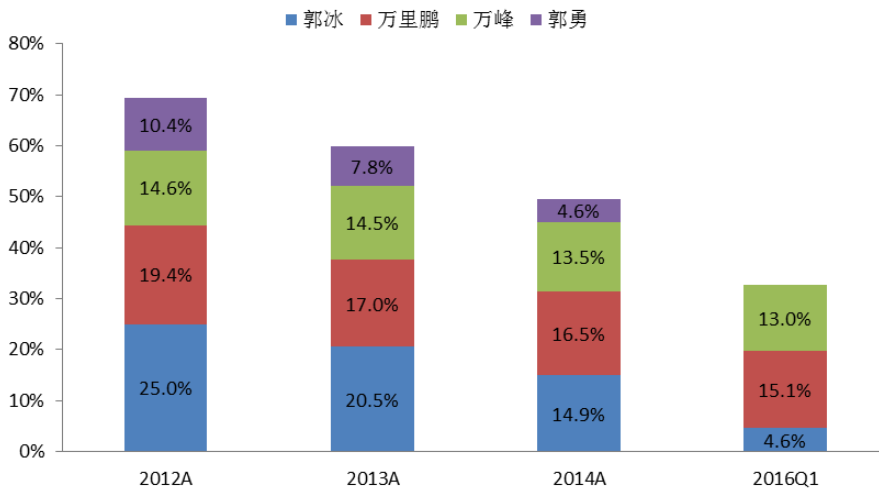
2015 年 12 月 23 日,公司收到证监会发出的反馈意见;2016 年 1 月 19 日,公司披露了对于反馈意见的回复。我们判断公司过会和实施增发时间将近。

(四) 股权变动基本结束; 拥 5 支产业并购基金, 外延并购将提速

2015 年 7 月公司披露董事长万峰计划增持公司股份,2016 年 1 月 10 日公司公告增持计划完成,董事长万峰增持公司 82.88 万股,增持金额为 1701.8 万元,均价为 20.53 元/股。1 月 14 日公司公告,实际控制人、控股股东万峰、万里鹏先生承诺:自即日起 6 个月内不减持所持有的公司股票。

公司股权结构近年来变动较大。公司上市时控股股东和实际控制人为董事长万峰、董事万里鹏 (万峰父亲),二者合计持股 34%,其余持股 5% 以上股东还包括总裁郭冰 (持股 25%)、副总裁郭勇 (持股 10.3%)。2013 年起,万氏父子和郭冰、郭勇均开始减持,截至 2016 年第一季度,万氏父子合计持股 28%,郭冰持股比例 4.58%,郭勇已退出前十大股东;同时,郭冰、郭勇均已不在公司任职。我们判断,公司股权结构变化已基本结束。

图 10: 我们判断公司股权结构变化已基本结束



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司明确提出并购战略是公司的长期发展战略之一, 近年来逐步实施了部分并购项目。2014 年年报中披露公司已相继成立了 3 支产业并购基金; 2016 年 1 月, 公司公告全资子公司华策投资与钛和资本合作设立钛和常山产业投资基金, 同时与国采投资设立国采华测产业并购基金。我们预计公司外延并购及相关资本运作将提速。

表 2: 公司设立的行业并购基金情况

序号	产业并购基金	情况
1	3 支产业并购基金	2014 年年报中提及, 未披露详细信息
2	钛和常山产业投资基金	全资子公司华策投资与钛和(常山)资本管理有限公司合作设立, 主要投资符合国家产业政策支持发展的行业。基金规模为 25,000 万元人民币, 其中华测投资作为有限合伙人认缴出资人民币 3,000 万元人民币。与深圳市国采晟唐投资管理有限公司共同发起设立, 主要服务于华测检测的核心业务, 即以与华测检测的主营业务相关的、能与其现有业务形成规模效应或者协同效应的、前景看好且受国家政策支持 and 鼓励的检测行业或企业为主要投资方向。基金规模为 5,000 万元人民币, 其中华测投资作为有限合伙人认缴出资人民币 1,000 万元。
3	国采华测产业并购基金	

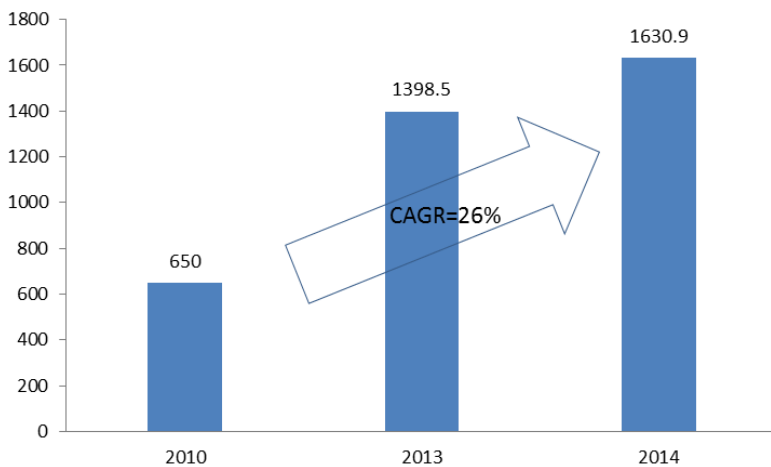
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

二、检验检测行业：发展迅速，市场化改革助推民企发展

(一) 检验检测行业：市场规模超 1600 亿增长稳定，竞争激烈

我国检验检测行业近年来保持快速发展。检验检测行业规模一直以来缺乏权威数据，中国分析测试协会曾披露 2010 年我国检验检测行业市场规模为 650 亿元，2015 年国家质检总局、国家认监委首次发布全国检验检测服务业统计信息。2014 年我国检验检测服务营业收入达到 1631 亿元，同比增长 16.6%，2010-2014 年我国检验检测行业复合增长率达到 26%。

图 11：2010-2014 年我国检验检测行业复合增长率达到 26%

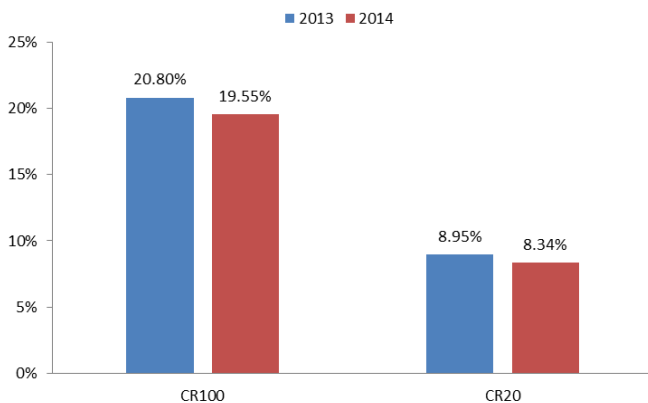


资料来源：中国分析测试协会、国家质检总局、国家认监委，中国银河证券研究部

2014 年检验检测行业机构数同比增长 14% 达到 28340 家，行业集中度略有下降。2014 年行业 CR20 仅为 8.34%，CR100 仅为 19.55%，竞争程度较为激烈。

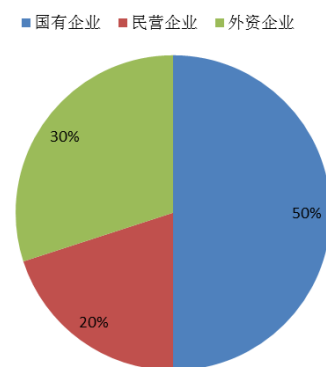
检验检测市场可分为自愿性市场和强制性市场，其中强检基本由国企垄断，市场化改革尚处于起步阶段，因此国有性质机构占据行业较大市场份额。综合各方统计，我们判断检验检测行业中，国有机构市场份额约 50%，外资机构约占 30%，民营机构约占 20%。国内较为知名的检验检测机构包括中检集团、华测检测、谱尼测试、电科院等，国际巨头包括 SGS、BV 和 INTERTEK 等。

图 12：2014 年检验检测行业集中度略有下降



资料来源：国家质检总局、国家认监委，中国银河证券研究部

图 13：我国检验检测行业市场中国有企业份额约 50%



资料来源：中国银河证券研究部

（二）检验检测行业：长期维持较快增长，龙头企业具备“护城河”

检验检测作为服务性行业，下游涉及各行各业，这决定了检验检测市场碎片化的特点。一方面各细分市场天花板并不高，举例而言，国内纺织品检测市场空间仅约 20-30 亿元，这就决定了相关企业**横向发展、拓展领域的发展战略**；另一方面各细分市场相对独立，相关资格认证又大多仅针对具体实验室而非企业，这决定了检验检测企业的**业务复制性较弱**，短期内高速爆发增长难度极大。

碎片化的市场使检验检测行业体现出高频低价的特点。2014 年我国检验检测行业共出具报告 3.11 亿份，同比增长 10%，报告单价 524 元/份，同比增长 6%。

随着收入水平的提高，人们对于 QSHE（质量、安全、健康、环境）的重视程度不断提升，需要检测的项目也将不断增加。以深圳为例，2013 年深圳食品生产、流通、餐饮三环节抽检覆盖率为 **1.87 份/千人**，食用农产品检测覆盖率仅为 **0.97 批次/千人**，而香港抽检水平（含食品三环节、食用农产品抽检）共计 **9 批次/千人**，深圳市已明确提出到 2017 年食品抽检覆盖率将超过香港。**长期来看，检验检测行业将维持较快增长。**

虽然单个检验检测项目并不具备高壁垒，但从整体来看，企业的公信力是行业内的核心竞争优势，其建立一方面来源于政府的认证，另一方面来源于时间的积累。**国际上的检验检测行业巨头 SGS、BV 和 INTERTEK 均已有超过 120 年的悠久历史，BV 集团更是已创立近 190 年。**基于此，新进入者的竞争难度极高，**检验检测行业龙头企业具备较好的“护城河”。**

表 3：国际检验检测巨头 SGS、BV、INTERTEK 创立时间均超过 120 年

姓名	成立时间	简介
SGS 集团	1878	SGS 是全球领先的检验、鉴定、测试和认证机构，85,000 多名员工在全球运作 1,800 多个分支机构和实验室。2015 年实现收入超过 57 亿欧元（约合人民币 377 亿元）。
BV 集团	1828	2015 年营业额 46 亿欧元，拥有 66,500 名员工、400,000 客户，1,400 个办公室和实验室遍布 140 个国家。八大业务均居全球领先地位，获得 900 多个专业资质和国家认可资质
INTERTEK 集团	1890 年代	2014 年实现收入 20.93 亿欧元，员工超过 3.8 万人，拥有超过 1000 个实验室和办公室，业务遍及 100 多个国家

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（三）市场化改革进程加速，民企龙头有望迅速成长

我国检验检测行业市场化改革由来已久。1989 年开始对民间资本开放商品检验检测市场，2002 年界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务，2005 年允许外资独资检测机构进入中国。

2014 年起，质检总局、国家认监委、发改委等发布多项政策，鼓励检验检测认证机构整合，大力推进政事分开、管办分离、转企改制等改革任务，向民营企业和外资进一步放开强检市场，放开检验检测服务收费等，**我国检验检测行业改革明显提速。**除此之外，环境保护部也发布政策，要求全国环保系统环评机构必须在 2016 年底前全部脱钩，也为民营企业在环境检验检测市场的发展提供了有利环境。

表 4：2014 年起我国检验检测行业改革明显提速

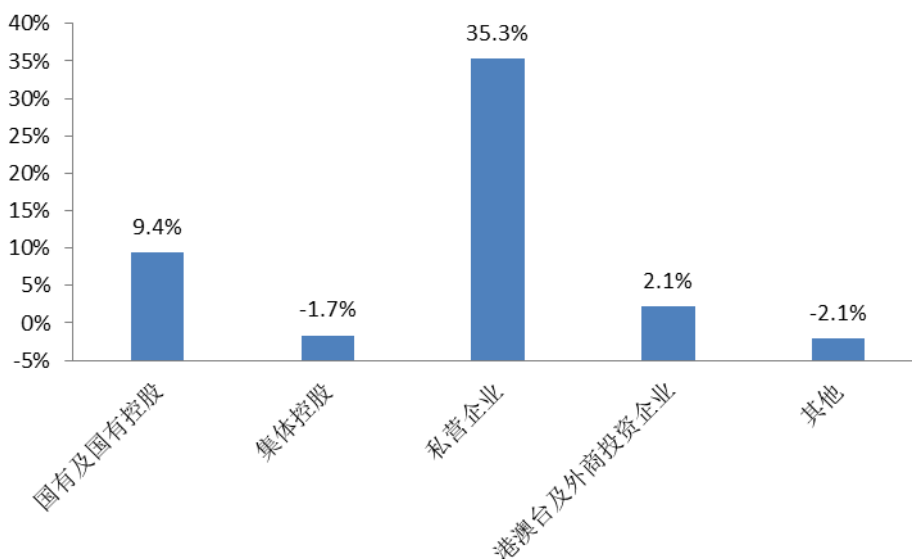
时间	改革动向
1989 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》颁布，确定了多种检验主体的合法性， 取消了中国境内不允许设立外国检验机构的条款 ，同时规定，国家商检部门和商检机构根据需要，通过考核， 认可符合条件的国内外检验检测机构承担委托的进出口商品检验检测工作，开始对民间资本开放商品检验检测市场

时间	改革动向
2002 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》修改进一步明确了对从事进出口商品检验鉴定经营活动的民事行为的检验资格， 明确界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务
2005 年	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
2014 年 3 月	中央编办、质检总局发布《 关于整合检验检测认证机构的实施意见 》，提出对职能萎缩、规模较小、不符合经济社会发展需要的机构予以撤销。在此基础上，从三个方面推进整合工作。一是结合分类推进事业单位改革，明确检验检测认证机构功能定位， 推进部门或行业内部整合 ；二是 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 ；三是 推进跨部门、跨行业、跨层级整合
2014 年 7 月	2014 年实现收入 20.93 亿欧元，员工超过 3.8 万人，拥有超过 1000 个实验室和办公室，业务遍及 100 多个国家 发布《国家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指定决定的公告》，补充指定多家认证机构和实验室。 进一步开放市场，给予民营机构和外资机构同等待遇，对境内符合条件的外资、合资、民营认证检测机构本着资源合理利用、公平竞争以及便利、有效的原则，一视同仁开展指定工作
2015 年 3 月	质检总局发布《 全国质检系统检验检测认证机构整合指导意见 》，到 2017 年，质检系统检验检测认证机构整合基本完成，经营类检验检测认证机构转企改制基本到位。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
2015 年 3 月	环境保护部印发《 全国环保系统环评机构脱钩工作方案 》， 要求全国环保系统环评机构，必须在 2016 年底前分三批全部脱钩，全面退出建设项目环评技术服务市场 ，其中部直属单位的 8 家环评机构 2015 年底前率先全部脱钩
2015 年 6 月	国家发改委发布《 关于放开部分检验检测经营服务收费的通知 》， 放开原实行政府定价或政府指导价管理的检验检测等 9 项经营服务收费，改由相关专业服务机构依据《价格法》等法律法规和通知要求，制定相关收费标准
2015 年 7 月	发布《 国家认监委关于拟补充指定强制性产品认证机构和实验室的公告 》， 进一步开放 CCC 认证检测服务市场

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

在政策的支持下，民营企业发展迅速，2014 年从企业数量来看，民营企业同比增长 35%，远超其他类型机构数量增速。此外，（其他行业利好因素，待调研）。我们认为，随着限制的放开、竞争的加剧，在竞争中发展壮大的民营检验检测企业龙头将充分受益，有望迅速成长。

图 14：2014 年民营检验检测机构数量同比增长 35%，远超其他类型



资料来源：国家质检总局、国家认监委，中国银河证券研究部

三、国际巨头：规模巨大、市场表现突出，并购推动发展

（一）国际检验检测行业巨头：SGS、BV、Intertek

目前在检验检测行业的国际对标主要包括三家巨头：SGS、BV、Intertek。

图 15：检验检测行业国际巨头：SGS、BV、Intertek



资料来源：互联网

SGS 是世界最大，资格最老的第三方综合产品质量控制和技术鉴定公司。公司创建于 1878 年，总部在瑞士日内瓦。业务线涵盖众多行业，1985 年在瑞士上市。SGS 的股权投资者主要包括 Von Finck 家族占比 15.03%，GBL 投资集团占比 15% 为两家最大的股东。此外，纽约梅隆银行和黑石集团分别持有 3.32% 和 3% 的股份。目前，公司已经由被动检测转变为了主动检测，助力推动政府和企业发展。

BV 即必维国际检验集团(Bureau Veritas)，又称法国国际检验局、法国船级社，成立于 1828 年，是世界上最大的检验公司和船级社之一。BV 除了提供船舶检验入级外，还在各种工业领域提供广泛的质量检验、认证、咨询、监理和公证等服务。

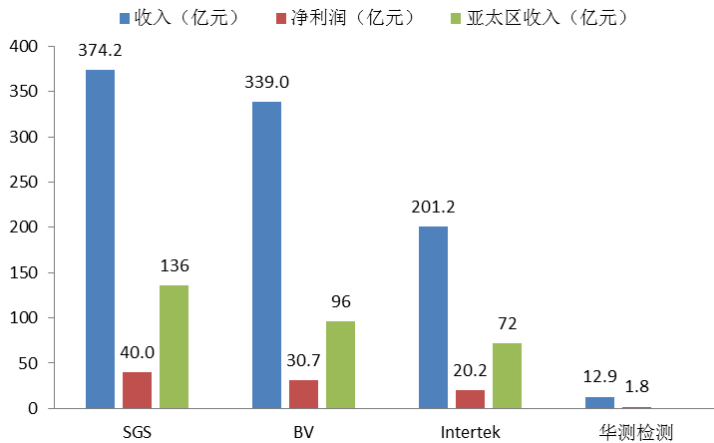
Intertek（天祥）作为世界上规模最大的消费品测试、检验和认证公司之一，以其公认的专业、质量和诚信享誉全球。依托遍布 100 多个国家的全球服务网络，Intertek 通过提供业界最高标准的公正、准确的高品质服务及创新性解决方案，成为备受全球客户信赖的合作伙伴。

Intertek 还是第一家进入中国的国际商业检验机构。

（二）国际巨头规模：SGS 收入近 400 亿元，市值近 1000 亿元

三大国际巨头均已成立超过百年，广泛的业务范围和良好口碑成为其稳定收入的来源。从收入和净利润的角度来看，国际检验检测巨头 2015 年收入均超过 200 亿元，净利润均超过 20 亿元，最大的 SGS 收入达到 374 亿元，净利润达到 40 亿元。即使仅考虑亚太区收入，规模最小的 Intertek（注：由于 2015 年度 Intertek 集中计提多项资产减值损失，使得年度报表中利润项目为亏损，不具有代表性，因此选取 2014 年数据进行分析）也达到了 72 亿元，为华测检测收入的 5.6 倍。

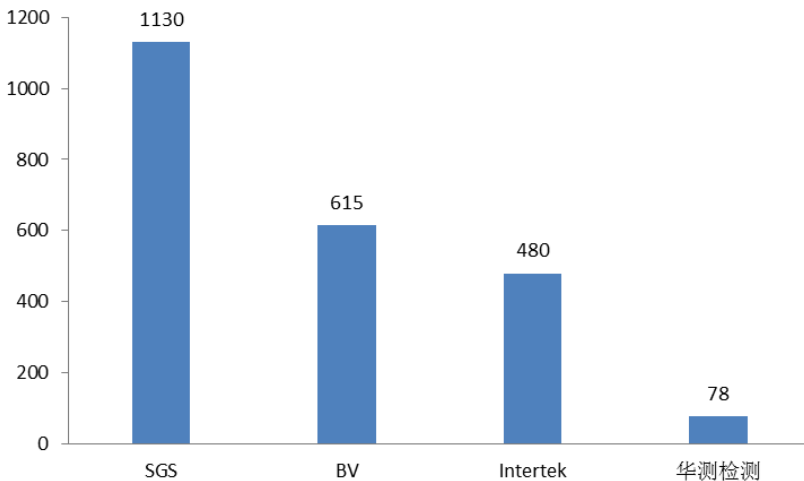
图 16：国际检验检测巨头收入均超过 200 亿元，净利润超过 20 亿元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从市值角度来看，截止 2016 年一季度末，三大国际巨头市值均已超过 400 亿元，其中 SGS 市值已超过 1100 亿元，而华测检测目前市值仅为 78 亿元，存在较大差距，发展潜力巨大。

图 17：国际检验检测巨头市值均超过 400 亿元，SGS 已接近 1000 亿元

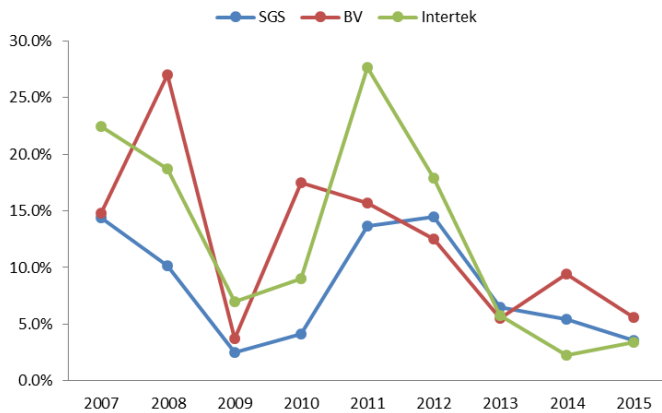


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（三）国际巨头估值水平较高，长期市场表现远超基准

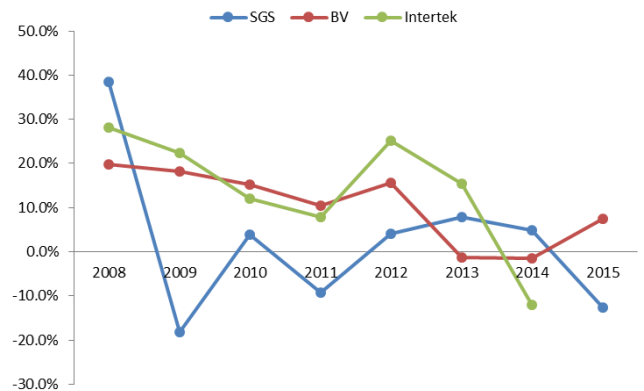
虽然国际巨头绝对规模较大，但收入增速仍维持在较快水平。2013 年以前除金融危机时增速较低，其余均保持了 10% 以上增速，部分年份甚至超过 20%，2013 年以后也仍然能保持 3%-6% 的增速。净利润方面，虽然近年来波动性较大，但 2013 年前 BV 和 Intertek 也维持了 10%-30% 的增速。

图 18: 国际巨头收入增速近年来仍维持了较快增长



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

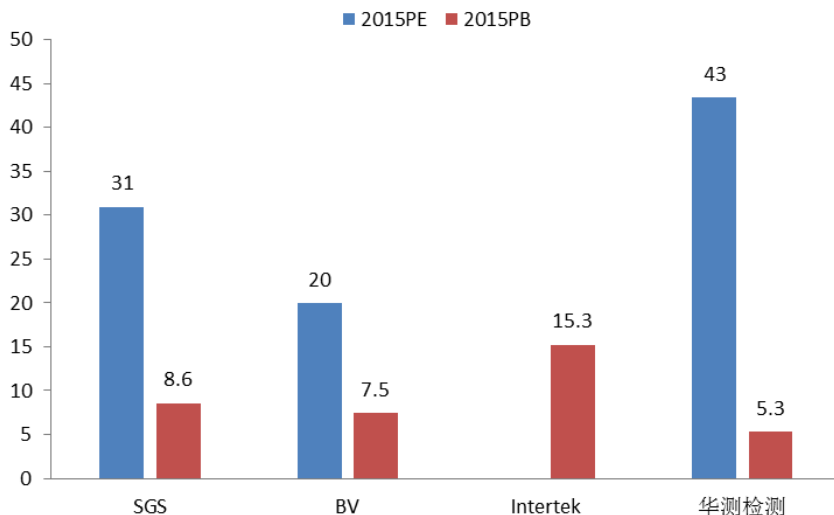
图 19: 2013 年前国际巨头净利润保持快速增长



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

从估值水平来看,截至 2016 年一季度末, BV 的 2015 年 PE 为 20 倍, PB 达到 7.5 倍, SGS 的 2015 年 PE 为 31 倍, PB 达到 8.6 倍,而 Intertek 的 PB 更是达到 15.3 倍。相比之下,华测检测虽然 PE 较高,但 PB 仍低于国际巨头。

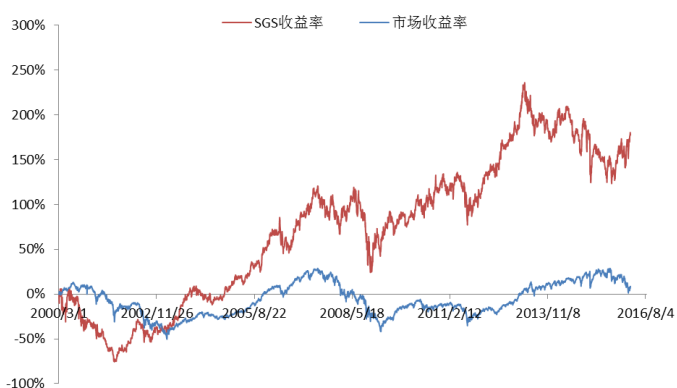
图 20: 国际巨头 2015 年 PE 仍有 20-30 倍, PB 超过 7



资料来源: Bloomberg, Wind, 中国银河证券研究部

考察国际巨头的市场表现,各公司的股票收益率都远远超过基准市场收益率,长期来看具有稳定较好的超额收益。SGS 和 BV 的最高收益率都达到 200% 左右,年均复合超额收益率分别达到 6.3%、9.7%,而三者中规模最小的 Intertek 自 2002 年上市以来最高绝对收益率接近 800%,年均复合超额收益率超过 15%。

图 21: SGS 近 16 年绝对收益近 200%



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 23: Intertek 上市后最高绝对收益率一度接近 800%



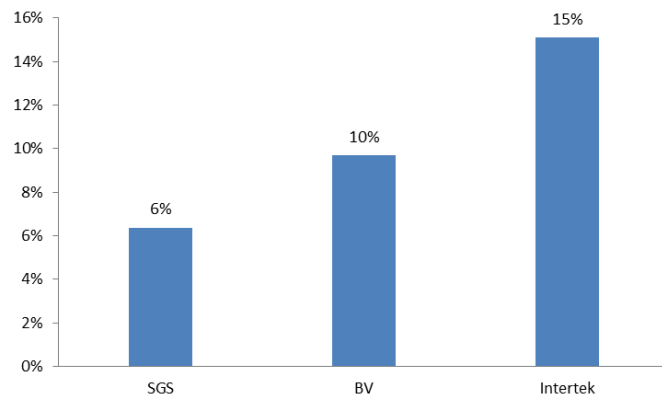
资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 22: BV2007 年上市至今超额收益近 120%



资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

图 24: 长期看国际巨头市场表现稳定, 具有较好超额收益

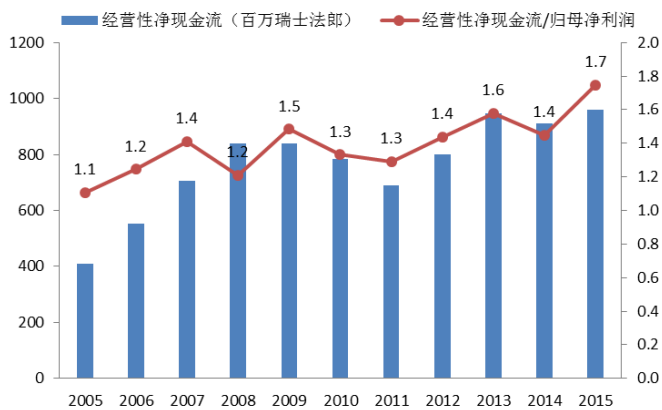


资料来源: Bloomberg, 中国银河证券研究部

(四) 现金制造能力强, 并购已成为发展重要途径

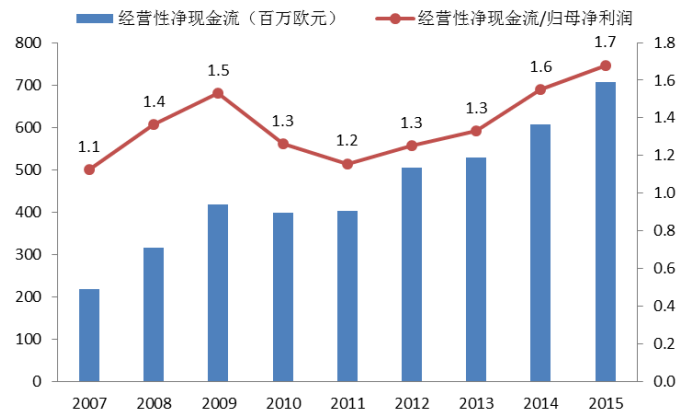
检验检测行业国际巨头均具有稳定的较强的现金制造能力。SGS、BV 和 Intertek 在长时间内经营性净现金流/归母净利润的比值保持在 1.4-1.5 左右的较高水平, 且 SGS 和 BV 近年来该比值有上升趋势。

图 25: SGS 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.4



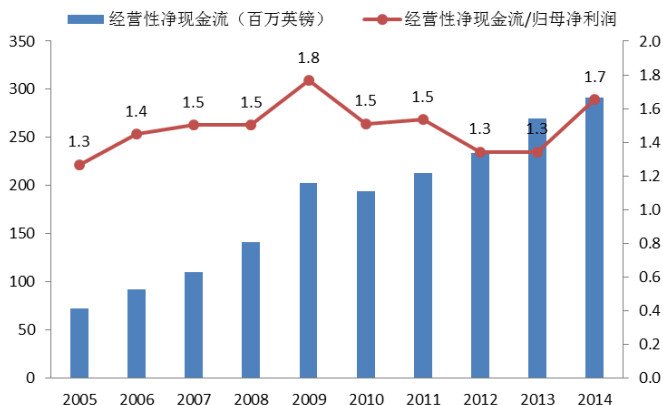
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 26: BV 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.4



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

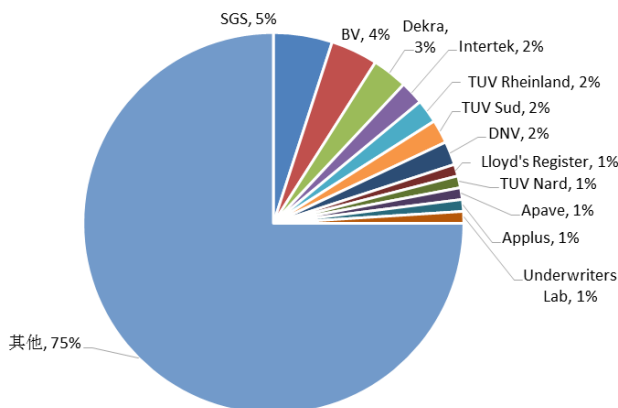
图 27: Intertek 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.5



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

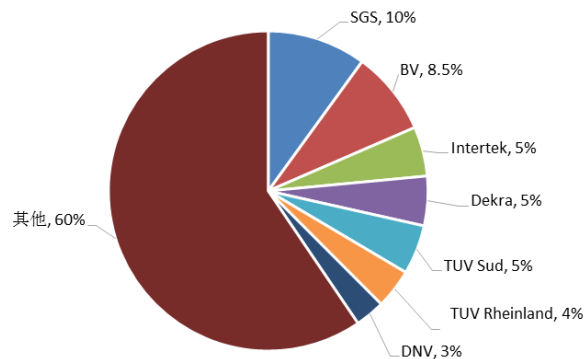
由于现金流稳定且水平较强, 检验检测行业龙头具备足够的并购发展的能力。根据 Merger Alliance 的统计数据, 2007 年全球检验检测行业 CR12 为 25%, 而 2011 年 CR7 已达到 40%, 行业集中度明显提升。

图 28: 2007 年全球检验检测行业 CR12=25%



资料来源: Mergers Alliance, 中国银河证券研究部

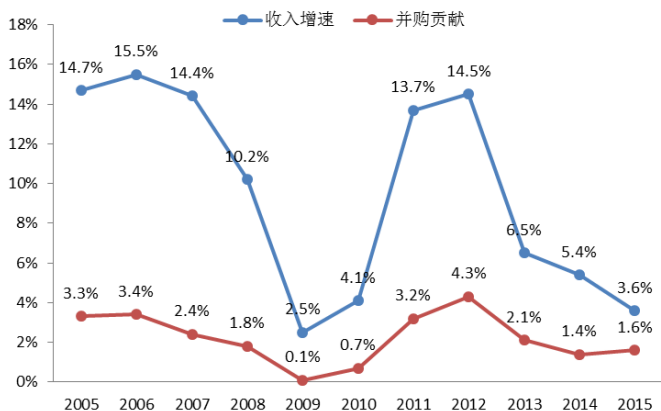
图 29: 2011 年全球检验检测行业 CR7 已达到 40%



资料来源: Mergers Alliance, 中国银河证券研究部

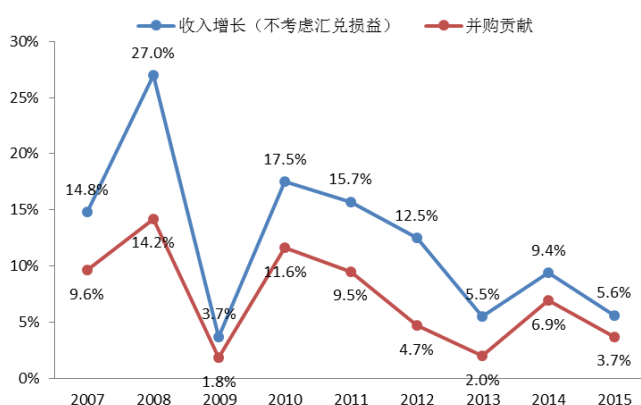
对于国际巨头而言, SGS 在 2005-2015 年的 11 年内, 年均完成 11 项并购, 为公司收入增长贡献年均超过 2%; BV 在 2007-2015 年间并购为公司收入增长带来的贡献年均超过 7.1%; Intertek 在 2004-2014 年间并购为公司收入增长带来的贡献也达到了年均 7%。并购已成为检验检测行业国际巨头发展的重要途径。

图 30:2005-2015 年间 SGS 并购为收入增长带来贡献年均超过 2%



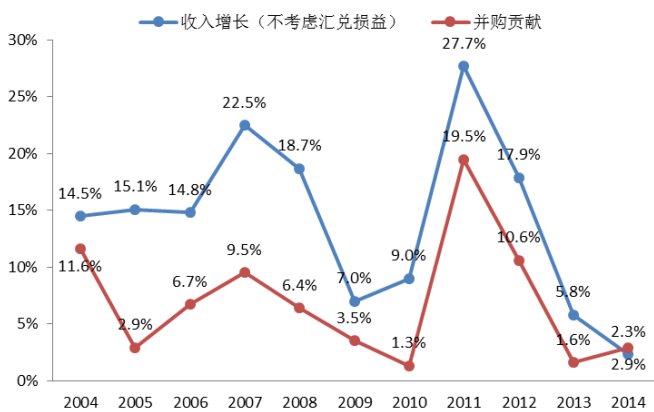
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 31:2007-2015 年间 BV 并购为收入增长带来贡献年均超过 7%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 32: 2005-2015 年间 Intertek 并购为收入增速带来贡献年均 7%

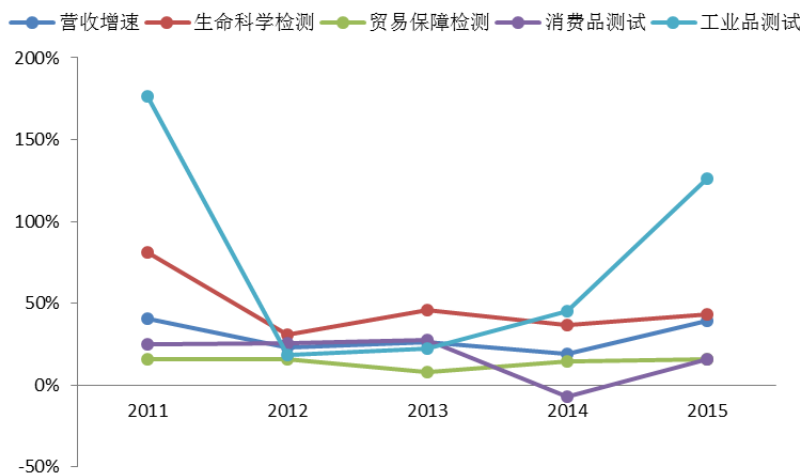


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、华测检测：业务扩展、外延发展促成长

公司业务可分为贸易保障、消费品、工业品和生命科学四大板块，各板块中又包括较多细分领域。其中，贸易保障和消费品为传统业务，近年来增速低于营收整体增速；工业品和生命科学近年来增速较快，预计未来生命科学检测将持续快速发展；此外，公司已布局医学检测业务，预计 2016 年起将进入贡献收入阶段。

图 33：工业品和生命科学业务近年来快速发展



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

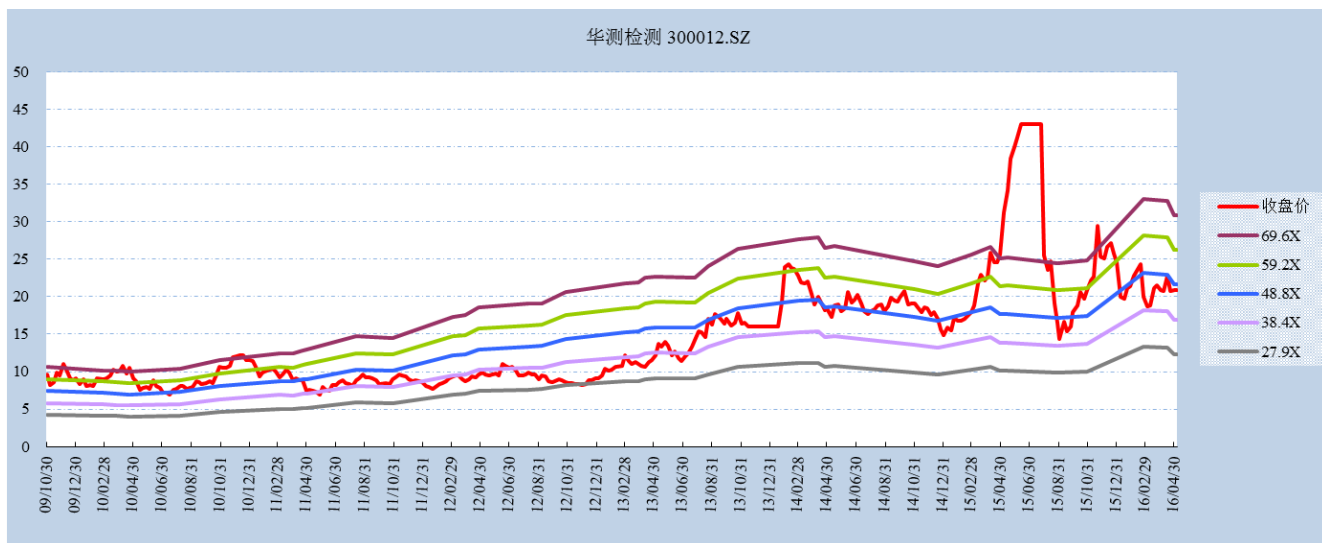
表 5：公司四大业务包括多个细分领域

业务板块	细分领域	发展阶段
贸易保障	工厂审核验货、有害物质检测与控制等	传统领域，稳定增长
消费品	电子电器、纺织品、玩具、汽车等	传统领域，稳定增长
工业品	工程检测、机械测试、仪器设备校准	并购进入工程检测领域，增速较快
生命科学	农产品、食品、环境等	新兴领域，快速发展

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从估值水平角度来看，公司目前 2015 年 PE 绝对值虽然达到 44 倍，但基本处于历史中枢水平，整体估值基本合理。

图 34：公司估值基本处于历史中枢水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

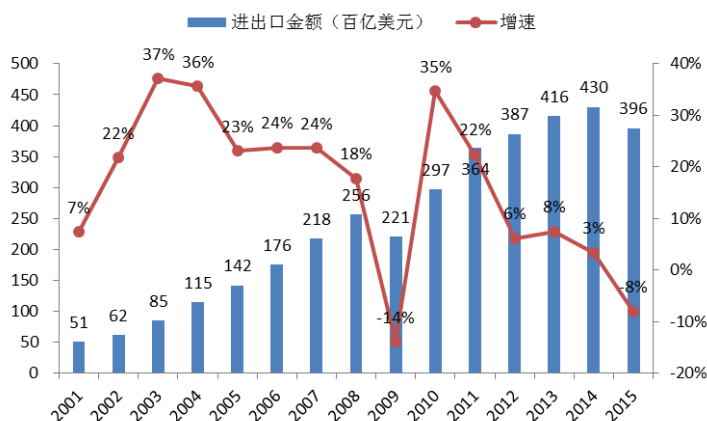
(一) 贸易保障、消费品、工业品检测：维持稳定增长

1、贸易保障和消费品检测：成熟业务、可复制性强，将稳定增长

贸易保障和消费品检测为公司传统业务，其中贸易保障业务主要受进出口贸易量影响，消费品检测业务则与汽车、玩具、纺织品等细分领域市场规模高度相关。

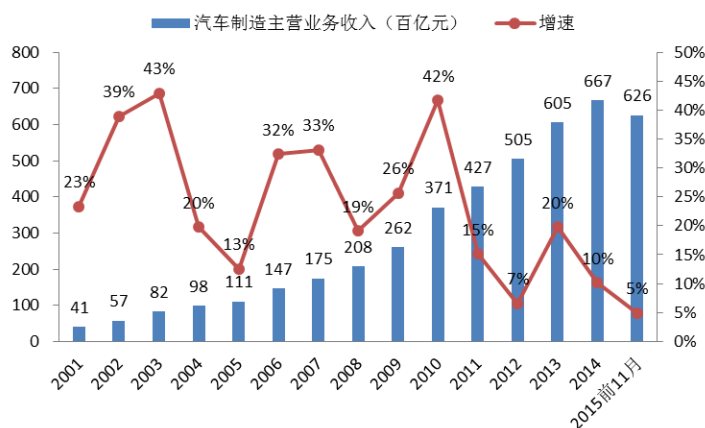
我国进出口贸易金额从2012年开始进入低速稳定增长阶段，2015年虽然出现了下滑，但绝对值仍然维持在近400亿美元的水平；而2015年汽车、纺织、玩具等行业的增速均降至5%-6%。我们判断未来这几类行业仍将维持低速稳定增长。

图 35：2012 年起进出口贸易金额增速中枢下移



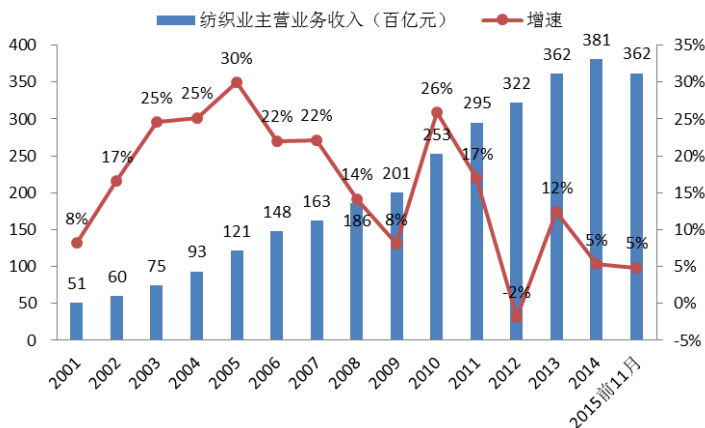
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 36：2015 年汽车制造业规模增速降至 5%



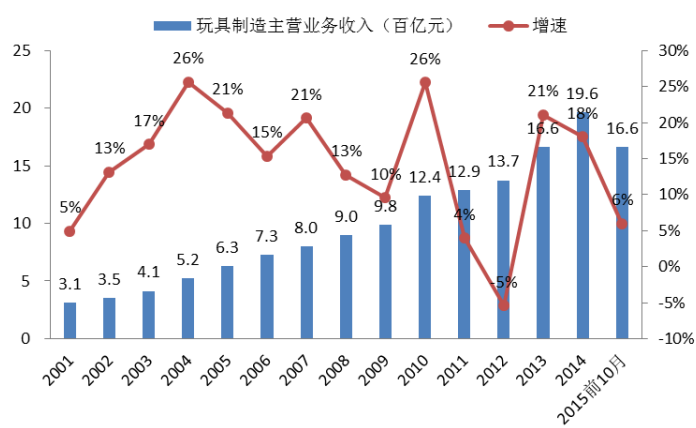
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 37: 纺织行业近 2 年维持 5% 的稳定增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 38: 玩具制造业 2015 年前 10 月增速降至 6%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

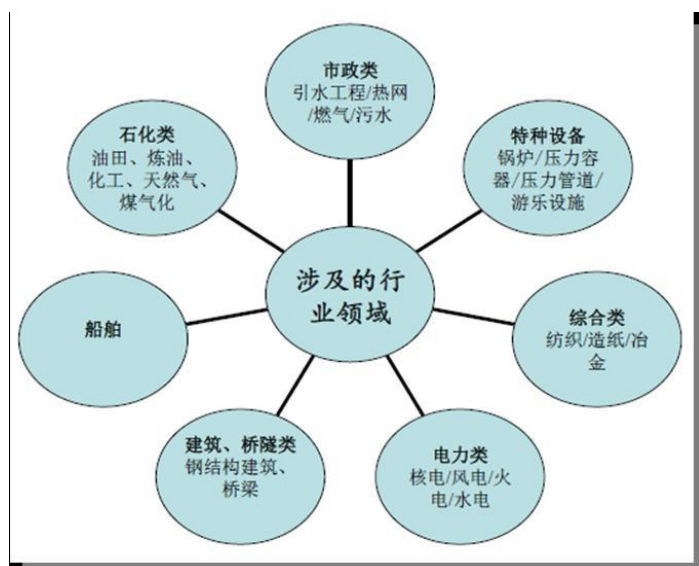
具体到华测检测, 贸易保障和消费品检测两项业务近年来均维持稳定增长, 盈利能力较强, 毛利率分别维持在 70% 以上和 60% 左右的高水平。此外, 由于被检测品性质相对稳定且便于寄送 (汽车业务以材料和零部件等检测为主), 因此业务受地域影响较弱, 可复制性较强。我们认为, 随着下游行业的稳定增长和细分领域的拓展, 贸易保障和消费品检测两项业务未来将维持 5%-10% 的增速。

2、工业品检测: 收购切入新领域, 工程检测领域放开促发展

公司工业品检测板块主要包括机械测试、仪器设备校准等, 2014 年公司通过发行股份及现金方式购买杭州华安无损检测技术有限公司 100% 股权切入工程检测领域, 收购交易价格为 1.8 亿元, 对应 14 年净利润 PE 约 9 倍。

华安检测主要从事工业工程类无损检测业务, 涉及领域包括特种设备 (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, 是为数不多产值过亿的民营无损检测企业, 处于细分领域市场第一梯队, 竞争对手主要集中在国有大型企业下属检测单位 (如三维检测、洛阳中油), 或通过国有机构改制而成立的企业 (如南京金陵、宁波恒信)。

图 39: 华安检测涉及特种设备、建筑桥梁、船舶和电力等多个领域



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

华安检测盈利能力较强，2013年综合毛利率接近50%，高于公司传统工业检测业务盈利能力。华安检测2014-2016年的业绩承诺为1,920万元、2,304万元和2,649.60万元，增速分别为19.1%、20%和15%。

华安检测2014年实际实现净利润1990.94万元，略超业绩承诺；2015年由于华安检测主要业务来源的石油和天然气开采、储运工程建设项目以及石油炼化、煤化工等化工项目投资有所放缓，公司实现扣非净利润1,979.63万元，未达到业绩承诺。我们预计随着华安检测加大业务开发力度及宏观经济逐步企稳，未来业绩有望改善。

表6：华安检测盈利能力较强，2013年综合毛利率近50%

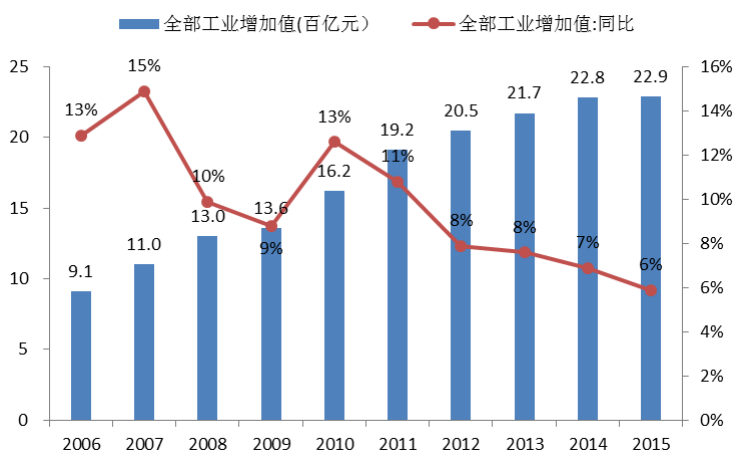
项目	2013年度	2012年度
营业收入	9,593.83	10,701.97
营业利润	2,055.78	1,931.94
利润总额	1,728.96	1,887.50
净利润	1,354.81	1,430.62
归属于母公司净利润	1,333.61	1,443.41
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润	1,611.45	1,453.81
少数股东损益	21.19	-12.79
综合毛利率	49.42%	46.55%
销售净利率	14.12%	13.37%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

工程检测的市场规模虽然没有权威的数据，但从部分查到的数据推测，预计在每年150亿元左右。我国工业增加值近年来增速虽有所下滑，但2015年仍然维持6%左右的增长。同时，2015年6月发布的《国家发展改革委关于放开部分检验检测经营服务收费的通知》中明确规定，从8月1日起，放开包括船舶及船用产品检验费、国家级特种设备检验检测费、计量校准和测试费等在内的9项经营服务收费，改由相关专业服务机构依据《价格法》等法律法规和本通知要求，制定相关收费标准。

我们预计，随着公司公信力的提升和工程检测领域的进一步放开，公司工业品业务将维持稳定较快增长。

图40：2015年我国全部工业增加值仍维持6%的增速

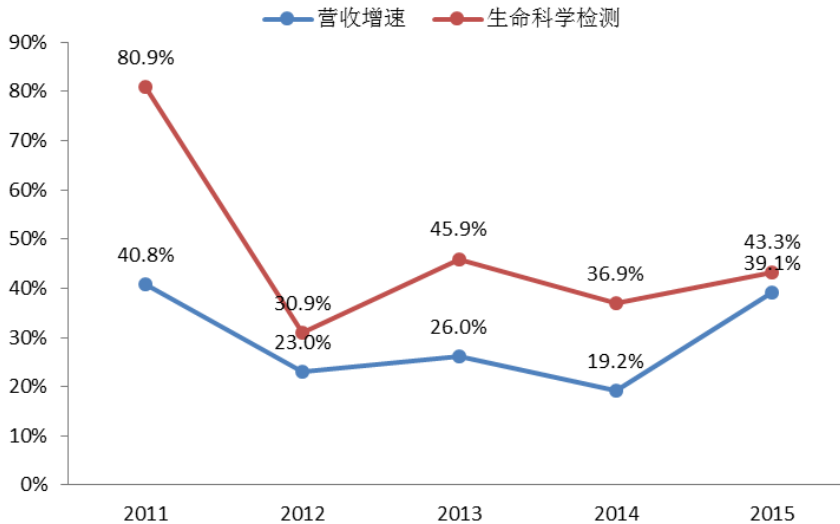


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(二) 生命科学检测：环境+食品，将持续快速发展

公司生命科学检测板块涉及食品、环境等领域，近年来增长速度持续超过营收增速，维持了40%左右的较快水平。

图 41：公司生命科学检测业务增速近年来持续高于营收增速

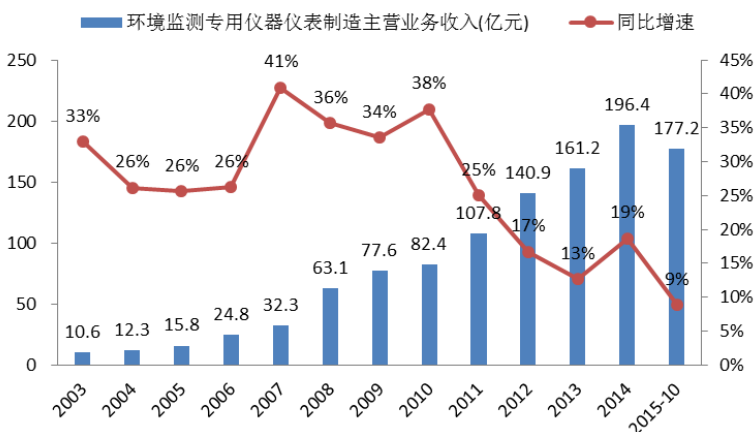


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

1、环境检测：环保投入快速增长、行业改革不断推进，助推业务迅速发展

在环保检测领域，一方面，近年来行业保持较快增长，以环境监测专用仪器仪表制造行业为例，近年来持续保持10%以上较快增速，2015年前十月增速虽有所下降，但也维持在9%左右的水平。据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年2万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资有望超过17万亿元，而“十二五”期间环保总投资不到5万亿元，即使环保部规划院的测算仅实现50%，未来5年环保投入也将接近翻倍。

图 42：环境监测专用仪器仪表制造行业近年来持续较快增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

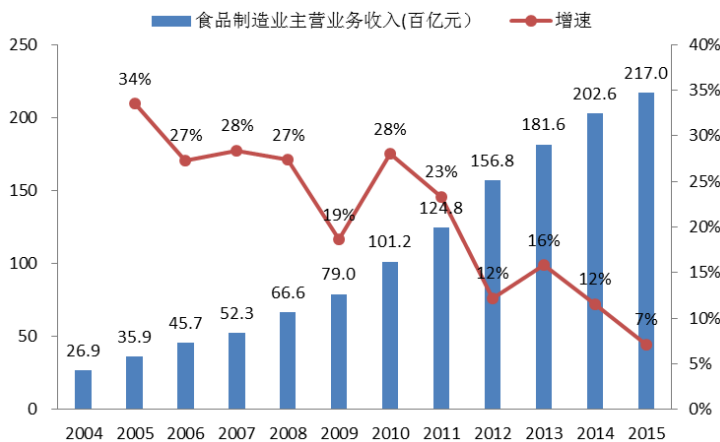
另一方面，2015年2月环保部发布《关于推进环境监测服务社会化的指导意见》，提出全面放开服务性环境监测市场，凡适合社会力量承担的服务性环境监测业务，要创造条件，全

面放开；3月环保部公布《全国环保系统环评机构脱钩工作方案》，全国环保系统环评机构将分三批在2016年年底全部脱钩或退出建设项目环评技术服务市场，截至2016年初，环保部直属事业单位的8家环评机构已率先全部完成脱钩，各省级环保部门也全部按要求上报了脱钩方案，已有67家机构提前完成脱钩。我们预计，随着环保投入的快速增长和行业的改革，公司环境检测业务将快速增长。

2、食品检测：监管趋严，将保持较快增速

我国食品行业多年以来保持稳定增长，以食品制造业为例，2012年以来虽然增速中枢有所下移，但仍然保持了10%以上的水平，2015年也维持7%的稳定增长。

图 43：食品制造行业规模近年来保持稳定增长



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

在行业稳定增长的同时，对于食品安全的监管越发严格。2015年10月，新修订的食品安全法正式实施，新法条款从原来的104条增加至154条，总字数从1.5万增加到近3万字，对原有70%的条文进行了实质性修订，强调信息公开、全链条监管、规范互联网食品交易、确立国家食品安全统计调查制度、责任追究细化等。

2016年1月，习近平李克强对食品安全工作作出重要指示批示，要求落实“四个最严”的要求，切实保障人民群众“舌尖上的安全”。我们认为，随着监管的不断趋严，预计食品安全检测市场增速将超过食品行业增速，保持快速发展。

表 7：2015年10月新修订的食品安全法正式实施，新法包括多处亮点

亮点	相关内容
信息公开，提高透明度	修订草案第44条、60条、68条、80条、86条、137条、143条款，多处规定了信息公开、公示、公布等要求
全链条监管，重在入口处	修订草案第53-55条，对餐饮服务添加剂的使用、消毒管理、卫生制度等做了原则规定，弥补了以往法规重生产、销售，轻餐饮管理的不足
规范网络食品交易	修订草案第60-64条，对网络食品交易进行了规范明确网络食品第三方交易平台的一般性义务、明确网络食品第三方交易平台的管理义务、规定消费者权益保护的义务
统计分析，量化监督	修订草案第155条，确立了国家食品安全统计调查制度，这是食品安全监管的最重要的基础设施，也是本次修改条例的最大亮点之一
责任追究细化	修订草案第168条、171条、173条、175条、186条、187条等条款，对于什么是情节严重给予处罚，从重处罚；什么情况下应当从轻或减轻处罚；什么是违法行为轻微并及时纠正，没有造成危害后果的，不予行政处罚，都做了较为具体的规定，使法律更具操作性和威慑力

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

公司食品检测近年来发展迅速,本次增发中拟投资 6000 万建设“基于稳定同位素的产品真实性和溯源性检测平台”,通过开展同位素溯源技术在食品安全溯源领域的研究工作,建立中国主要农产品、食品、中药材、化妆品的原产地同位素指纹图谱库,并应用于产品真伪鉴定与原产地溯源,帮助消费者进一步识别产品真伪及其产地的真实来源,有效提升公司在食品检测领域的实力。

(三) 医学检验: 布局多年将迎来收获期, 打开发展空间

公司自 2010 年起布局医学检验领域,投资 9000 万元(其中 5000 万为元节余募集资金)建设华测临床前 CRO 研究基地项目,2011 年公司成立苏州华测生物作为项目实施主体;2012 年,公司设立全资子公司上海华测艾普,主要从事第三方医学检验服务,2014 年与加州大学洛杉矶分校健康服务系统(UCLA Health)签署战略合作协议;2013 年公司又出资 1000 万元设立全资子公司广州华测职安门诊部,专业提供职业健康检查服务。

表 8: 公司医学检验业务已布局多年

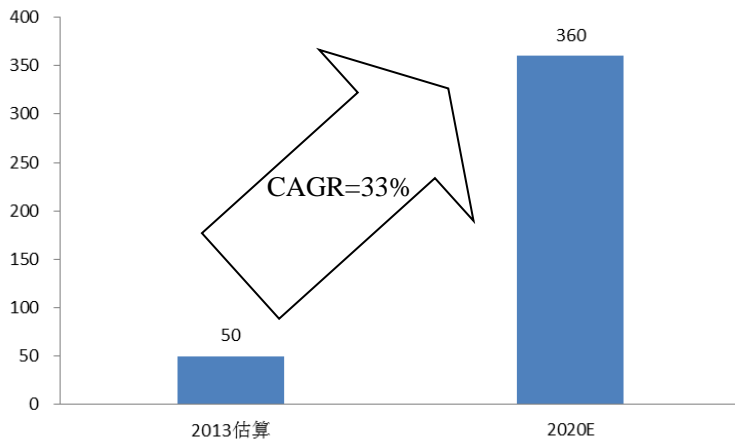
子公司	注册资本	业务领域	进展	可行性报告年均利润
苏州华测生物	5000 万元	临床前 CRO 研究,包括安全性评价、药效学研究和药物代谢分析等	2010 年开始建设项目,2011 年成立子公司;2015 年 9 月 30 日完成 75%,预计 2015 年 12 月 31 日完成;GLP 实验室已于 2014 年起试运营。	1304 万元
上海华测艾普	3000 万元	第三方医学检验所,包括临床病理实验室、特殊检查实验室、常规检查实验室和远程病理会诊中心	2012 年出资设立;2014 年与加州大学洛杉矶分校健康服务系统(UCLA Health)签署战略合作协议;2015 年 6 月 30 日已建设完成,处于投产初期	990 万元
广州华测职安门诊部	1000 万元	职业健康检查服务	2013 年出资设立,2015 年 6 月 30 日已建设完成,处于投产初期	217 万元
合计	9000 万元			2511 万元

资料来源:公司公告、中国银河证券研究部

我国第三方医学检验发展空间巨大。2013 年我国医院总收入达到 1.77 万亿元,根据经验数据,目前检验业务占医院收入 8%到 10%,据此推算我国医学检验业务收入规模接近 1600 亿元,但第三方检验在医学检验中占比仅约 3%左右,市场规模仅约 50 亿元。

根据媒体报道和公司公告,第三方检验在欧洲主要国家的市场份额已达到 50%~65%,在美国为 30%-40%,在日本为 60%。保守假设到 2020 年我国医院总收入达到 2 万亿元,第三方检验在我国医学检验中的市场份额提升至 20%,粗略估计到 2020 年第三方医学检验市场可达 360 亿元,复合增长率将达到 33%。

图 44: 预计到 2020 年第三方医学检验市场可达 360 亿元, CAGR 约为 33%

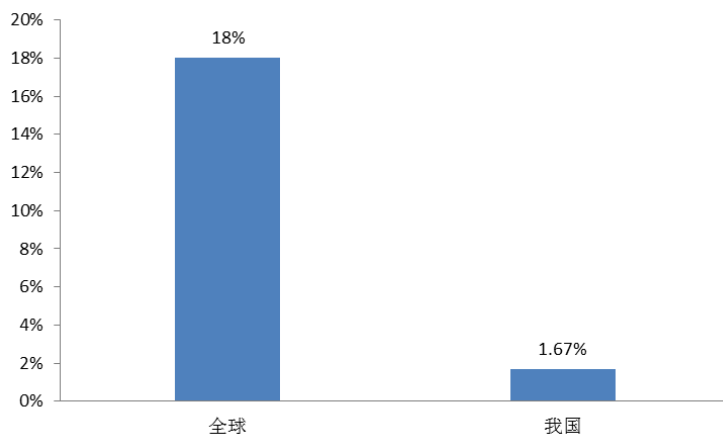


资料来源：中国银河证券研究部

据媒体报道，2013年我国CRO市场规模约在179亿元，领先的国内CRO企业包括药明康德、尚华医药、泰格医药等。2013年全球新药研发支出1232.2亿美元，CRO在研发费用中占比22.7%，据此推算，我国CRO市场占全球比例约10%。

根据汤森路透的数据，2014年全球医药研发支出占销售额比例达到18%，但根据国家统计局的数据，2014年我国医药研发支出（390亿元）占销售额比例仅为1.67%。我们认为，一方面我国医药研发支出占销售额比例尚存在较大提升空间，另一方面，随着欧美药企研发向新兴市场转移，我国CRO市场占全球比例将继续提升。我国CRO市场规模也将快速增长。

图 45：我国医药研发支出占销售额比例与全球水平差距较大



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

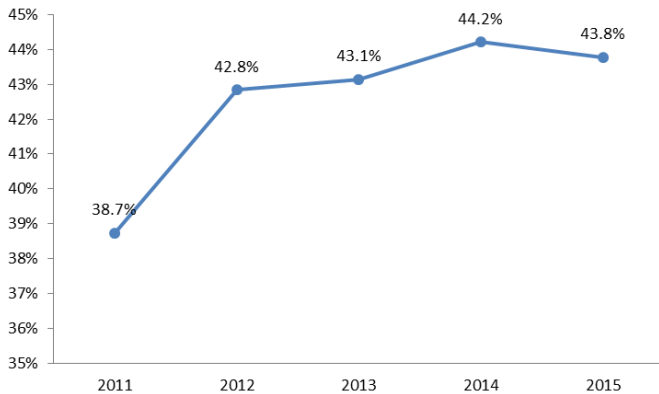
根据公司公告，2015年三大项目均已进入投产初期或即将完成，我们判断2015年医学检验仍处于亏损状态。根据我们的调研，华测生物等公司目前发展情况良好，已经有订单签订。公司医学检验团队实力雄厚，拥有较多资源，随着公司资质认证不断取得进展和突破，我们预计2016年起公司医学检验业务将进入收获期，发展有望超预期。

此外公司本次增发中拟投资4000万建设高通量基因检测平台，在肿瘤的诊断、筛查、风险评估、个体化用药、靶向治疗等方面提供全面的基因检测服务。通过募投项目公司将切入基因检测领域，进一步拓展医疗检验业务范围，扩大发展空间。

（四）人员、效率仍存提升空间，将驱动公司持续增长

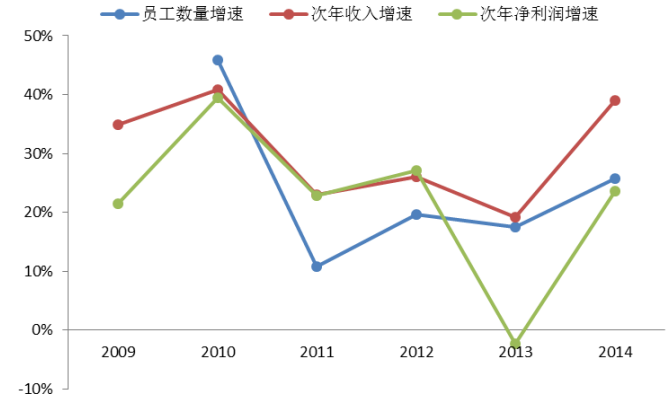
人员扩张是公司增长的重要驱动因素。从公司成本结构可以看出，职工薪酬占营业成本比重长期保持在 40% 以上的水平，近年来超过 43%；此外，公司员工数量增速和次年收入、净利润增速呈现出较强的相关性。2015 年公司员工数量增速达到 29%，也为 2016 年公司增长奠定了基础。

图 46：近年来公司职工薪酬占营业成本比重超过 43%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

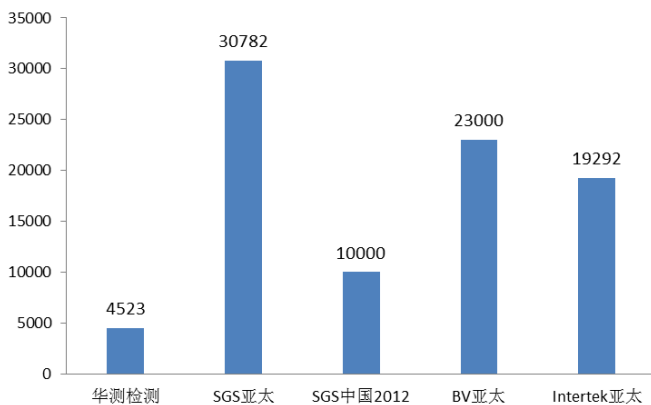
图 47：公司员工数量增速和次年收入、净利润增速呈现较强相关性



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

截至 2015 年底，公司员工数量为 4523 人，SGS 中国区人数在 2012 年就已经超过 1 万人，而 BV、INTERTEK 亚太区人数也分别有 2.3 万人、1.9 万人。公司员工数量尚不到国际巨头亚太区人数的 20%，仍存在巨大发展空间。

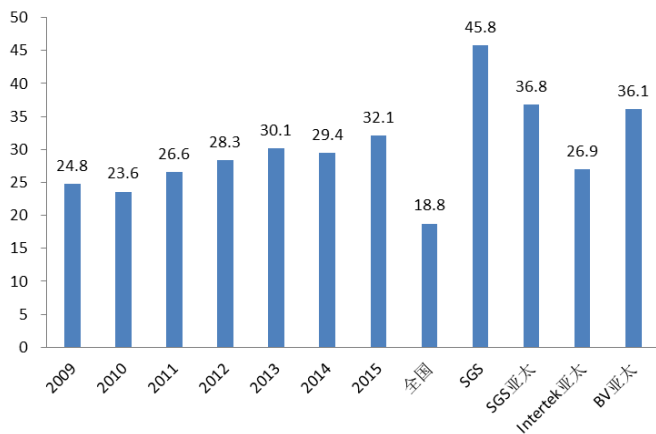
图 48：公司员工数量远低于国际巨头亚太区员工数



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从人均收入的角度来看，公司人均收入从 2009 年的 24.8 万元上升至 2015 年的 32.1 万元，2014 年 SGS 亚太区人均收入 36.8 万元、BV 亚太区人均收入 36.1 万元。公司效率仍然存在一定提升空间。

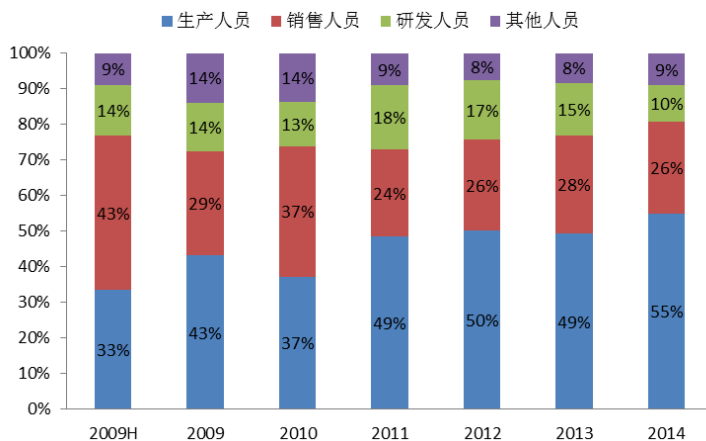
图 49: 公司人均收入 (万元) 约为 SGS 亚太区的 87%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

公司人员结构近年来变化较大, 销售人员占比从 2009 年前后的 40% 左右下降至 2014 年的 26%, 生产人员占比则从 2009 年前后的不到 40% 上升至 2014 年的 55%, 一方面体现出公司品牌和公信力的提升, 另一方面也将有效提升公司效率。

图 50: 公司销售人员占比近年来持续下降



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

2016 年 4 月公司公告, 计划以投资设立创新业务子公司或并购的形式, 与公司部分关键管理人员或其他投资者共同投资, 公司保持控股地位, 持有绝对控股权, 各项目的关联方跟投总额累计不超过 5000 万元。我们认为这一制度的退休将公司创新项目运营效益和相关人员个人收益直接挂钩, 将更好地激励公司业务管理团队与项目运营团队的积极性。

此外, 公司 2012 年实施股权激励, 目前已基本实施完毕, 且考核期内业绩显著超出解锁标准, 我们判断未来公司不排除再次实施股权激励, 助推公司效率提升。

表 9: 公司 2012 年实施股权激励, 实际财务数据远超解锁条件

时间	营收增速标准 (相对 2010 年)	实际营收增速 (相对 2010 年)	业绩增速标准 (相对 2010 年)	实际业绩增速 (相对 2010 年)	ROA 标准	实际 ROA
2011	>=25%	40.81%	>=20%	46.35%	>10%	11.51%
2012	>=50%	73.22%	>=40%	81.02%	>10%	13.13%

时间	营收增速标准(相对 2010年)	实际营收增速(相对 2010年)	业绩增速标准(相对 2010年)	实际业绩增速(相对 2010年)	ROA 标准	实际 ROA
2013	>=75%	118.34%	>=65%	134.84%	>10%	15.21%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

(五) 已成立 5 支产业并购基金，外延式发展将持续推进

检测检验行业碎片化、各领域复制性差的特点决定了并购战略是公司成长的重要路径。公司自上市以来便积极实施外延并购，2014 年加快并购步伐，先后完成了大连华信、新加坡 POLY NDT、黑龙江华测检测（哈尔滨市食品工业研究所食品检测中心）和杭州华安检测的收购，此外还实施了西安东仪等公司的投资事项。

2016 年一季度末，公司又基本完成江阴益康门诊部有限公司、镇江华测金太医学检验所有限公司、宁波唯质检测技术服务有限公司的股权收购，在医学检验板块和消费品领域进一步延伸。

表 10：公司自上市以来积极实施外延并购

并购完成时间	投资/并购对象	股权占比	并购对象关注领域
2010.11	深圳鹏程国际认证有限公司	81%	体系认证
2010.11	深圳鹏程进出口商品检验鉴定事务所有限公司	51%	承接政府进出口相关部门的检测业务外包
2010.12	天津滨华测产品检测中心有限公司	56%	环境监测、环境咨询、污染源在线监控设施委托运行、职业卫生检测
2011.07	杭州欧瑞科技有限公司	51%	提供产品全球市场准入咨询、代理、技术服务
2013.02	英国 NB 认证机构 (Notified Body) CEM INTERNATIONAL LTD	70%	无线通信测试领域
2013.11	苏州安评化学品技术服务有限公司	100%	化学品安全评估
2014 年一季度	大连华信理化检测中心有限公司	100%	空气、土壤、水质、噪声等要素检测资质
2014 年一季度	西安东仪综合技术实验室有限责任公司	22%	产品(包括军用装备)的环境适应性和可靠性试验
2014.03	新加坡 POLY NDT 公司	70%	船舶的无损检测领域
2014.11	黑龙江省华测检测技术有限公司	100%	食品检测业务
2014 年	北京中商华测商业标准咨询中心有限责任公司	20%	经济信息咨询、市场调查、技术服务、承办展览展示、会议服务
2015.01	杭州华安无损检测技术有限公司	100%	工程技术领域
2016 年一季度	江阴益康门诊部有限公司	-	职业病体检领域
2016 年一季度	镇江华测金太医学检验所有限公司	-	华测艾普在医学检测的销售与渠道建设
2016 年一季度	宁波唯质检测技术服务有限公司	-	消费品领域，受海外客户认可

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

截至目前公司已拥有 5 支产业并购基金，公司明确提出将“继续坚持并购战略，不断拓宽服务范围”，预计未来公司外延式发展将持续推进，并有望提速。值得注意的是，公司此前较多并购资金来源为 IPO 超募资金，我们判断本次增发完成后，公司募集资金中不排除仍有超募部分用于未来外延并购。

五、盈利预测：业绩高增长，首次给予“推荐”评级

（一）预计 2016-2018 年业绩复合增长率近 30%

我们预计公司 2016-2018 年收入年复合增长率将达到 20%。公司生命科学检测业务持续快速增长，医学检验业务进入收获期。预计 2016-2018 年业绩复合增速近 30%，EPS 分别为 0.56/0.74/0.91 元。

表 11：预计公司 2016-2018 年收入年复合增长率达到 20%，生命科学检测将快速增长

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	616.4	776.9	926.1	1287.8	1637.65	1965.35	2242.50
生命科学检测	186.5	272.0	372.5	533.7	747.14	971.28	1165.54
贸易保障检测	202.8	218.5	250.0	289.8	333.26	366.58	394.08
消费品测试	169.5	215.9	201.1	232.3	267.18	293.90	315.94
工业品测试	57.6	70.5	102.5	232.1	290.08	333.59	366.94
营业收入增速	23.0%	26.0%	19.2%	39.1%	27.2%	20.0%	14.1%
生命科学检测	30.9%	45.9%	36.9%	43.3%	40%	30%	20%
贸易保障检测	16.0%	7.7%	14.4%	15.9%	15%	10%	8%
消费品测试	25.6%	27.4%	-6.9%	15.6%	15%	10%	8%
工业品测试	18.1%	22.5%	45.4%	126.4%	25%	15%	10%
营业收入构成							
生命科学检测	30.2%	35.0%	40.2%	41.4%	45.6%	49.4%	52.0%
贸易保障检测	32.9%	28.1%	27.0%	22.5%	20.3%	18.7%	17.6%
消费品测试	27.5%	27.8%	21.7%	18.0%	16.3%	15.0%	14.1%
工业品测试	9.3%	9.1%	11.1%	18.0%	17.7%	17.0%	16.4%
毛利率	64.8%	62.3%	58.1%	53.9%	53.7%	53.3%	53.5%
生命科学检测	61%	55.9%	50.4%	47.6%	48.0%	48.0%	49.0%
贸易保障检测	75%	74.1%	73.1%	67.9%	68.0%	68.0%	68.0%
消费品测试	63%	65.1%	58.2%	53.3%	53.5%	54.0%	54.0%
工业品测试	47%	42.2%	49.5%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 12：考虑本次增发，预计 2016-2018 年公司业绩复合增长率近 30%

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	926.05	1,287.84	1,638	1,965	2,242
营业收入增长率	19.19%	39.07%	27%	20%	14%
净利润（百万元）	146.12	180.57	242	317	391
净利润增长率	-2.35%	23.58%	34%	31%	23%
EPS（元）	0.34	0.42	0.56	0.74	0.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.49%	12.64%	9.47%	11.25%	12.43%
P/E	60	49	36	28	22
P/B	6.9	6.2	3.4	3.1	2.8

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

EV/EBITDA 34 27 23 19 15

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至2016年5月9日）

（二）公司具备估值优势，首次给予“推荐”评级

考虑本次增发，按20元增发价测算，预计公司2016-2018年EPS分别为0.56/0.74/0.91元，对应PE分别为36/28/22倍。公司具备估值优势，拥有5支产业并购基金，预计外延并购将提速。首次给予“推荐”评级。

表13：考虑本次增发，公司在检验检测板块中具备估值优势，首次给予“推荐”评级

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E
华测检测	300012.SZ	20.47	0.42	0.56	0.74	0.91	49	36	28	22
电科院	300215.SZ	10.19	0.11	0.17	0.32	0.48	95	62	32	21
苏试试验	300416.SZ	63.05	0.63	1.07	1.42	1.69	100	59	44	37
东华测试	300354.SZ	21.58	0.05	0.30	0.67		402	73	32	
平均估值							81	52	35	27

资料来源：Wind、中国银河证券研究部（注：除华测检测，其余均为一致预期，股价截止至2016年5月9日）

插图目录

图 1: 华测检测业务覆盖工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大领域.....	1
图 2: 公司营业收入持续快速增长.....	2
图 3: 公司归母净利润拐点已现.....	2
图 4: 近年来公司全年业绩呈现前低后高的特点.....	2
图 5: 公司收入结构中工业品测试和生命科学测试占比持续提升.....	3
图 6: 2015 年生命科学检测业务占比已提升至 41%.....	3
图 7: 公司毛利率整体保持 50% 以上的较高水平.....	3
图 8: 公司经营性净现金流/净利润常年高于 1.....	3
图 9: 公司货币资金 (万元) 常年保持较高水平.....	3
图 10: 我们判断公司股权结构变化已基本结束.....	5
图 11: 2010-2014 年我国检验检测行业复合增长率达到 26%.....	6
图 12: 2014 年检验检测行业集中度略有下降.....	6
图 13: 我国检验检测行业市场中国企业份额约 50%.....	6
图 14: 2014 年民营检验检测机构数量同比增长 35%, 远超其他类型.....	8
图 15: 检验检测行业国际巨头: SGS、BV、Intertek.....	9
图 16: 国际检验检测巨头收入均超过 200 亿元, 净利润超过 20 亿元.....	9
图 17: 国际检验检测巨头市值均超过 400 亿元, SGS 已接近 1000 亿元.....	10
图 18: 国际巨头收入增速近年来仍维持了较快增长.....	11
图 19: 2013 年前国际巨头净利润保持快速增长.....	11
图 20: 国际巨头 2015 年 PE 仍有 20-30 倍, PB 超过 7.....	11
图 21: SGS 近 16 年绝对收益近 200%.....	12
图 22: BV2007 年上市至今超额收益近 120%.....	12
图 23: Intertek 上市后最高绝对收益率一度接近 800%.....	12
图 24: 长期看国际巨头市场表现稳定, 具有较好超额收益.....	12
图 25: SGS 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.4.....	12
图 26: BV 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.4.....	12
图 27: Intertek 经营性净现金流/归母净利润平均约 1.5.....	13
图 28: 2007 年全球检验检测行业 CR12=25%.....	13
图 29: 2011 年全球检验检测行业 CR7 已达到 40%.....	13
图 30: 2005-2015 年间 SGS 并购为收入增长带来贡献年均超过 2%.....	14
图 31: 2007-2015 年间 BV 并购为收入增长带来贡献年均超过 7%.....	14
图 32: 2005-2015 年间 Intertek 并购为收入增速带来贡献年均 7%.....	14
图 33: 工业品和生命科学业务近年来快速发展.....	15
图 34: 公司估值基本处于历史中枢水平.....	15
图 35: 2012 年起进出口贸易金额增速中枢下移.....	16
图 36: 2015 年汽车制造业规模增速降至 5%.....	16
图 37: 纺织行业近 2 年维持 5% 的稳定增速.....	17
图 38: 玩具制造业 2015 年前 10 月增速降至 6%.....	17
图 39: 华安检测涉及特种设备、建筑桥梁、船舶和电力等多个领域.....	17

图 40: 2015 年我国全部工业增加值仍维持 6% 的增速	18
图 41: 公司生命科学检测业务增速近年来持续高于营收增速	19
图 42: 环境监测专用仪器仪表制造行业近年来持续较快增长	19
图 43: 食品制造行业规模近年来保持稳定增长	20
图 44: 预计到 2020 年第三方医学检验市场可达 360 亿元, CAGR 约为 33%	21
图 45: 我国医药研发支出占销售额比例与全球水平差距较大	22
图 46: 近年来公司职工薪酬占营业成本比重超过 43%	23
图 47: 公司员工数量增速和次年收入、净利润增速呈现较强相关性	23
图 48: 公司员工数量远低于国际巨头亚太区员工数	23
图 49: 公司人均收入(万元)约为 SGS 亚太区的 87%	24
图 50: 公司销售人员占比近年来持续下降	24

表格目录

表 1: 公司非公开发行募集资金投向及投资额 (万元)	4
表 2: 公司设立的产业并购基金情况	5
表 3: 国际检验检测巨头 SGS、BV、INTERTEK 创立时间均超过 120 年	7
表 4: 2014 年起我国检验检测行业改革明显提速	7
表 5: 公司四大业务包括多个细分领域	15
表 6: 华安检测盈利能力较强, 2013 年综合毛利率近 50%	18
表 7: 2015 年 10 月新修订的食品安全法正式实施, 新法包括多处亮点	20
表 8: 公司医学检验业务已布局多年	21
表 9: 公司 2012 年实施股权激励, 实际财务数据远超解锁条件	24
表 10: 公司自上市以来积极实施外延并购	25
表 11: 预计公司 2016-2018 年收入年复合增长率达到 20%, 生命科学检测将快速增长	26
表 12: 考虑本次增发, 预计 2016-2018 年公司业绩复合增长率近 30%	26
表 13: 考虑本次增发, 公司在检验检测板块中具备估值优势, 首次给予“推荐”评级	27

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

王华君，机械与军工行业证券分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A 股：洪都航空（600316.SH）、中航电子（600372.SH）、北方创业（600967.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、隆华节能（300263.SH）、海特高新（002023.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、林州重机（002534.SZ）、南风股份（300004.SZ）、威海广泰（002111.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn