

华测检测 (300012)

内修外延，腾飞在即

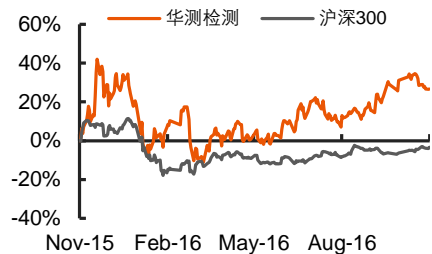
推荐 (首次)

现价: 13.04 元

主要数据

行业	环保公用
公司网址	www.cninfo.com.cn
大股东/持股	万里鹏/13.81%
实际控制人/持股	万里鹏/13.81%
总股本(百万股)	837
流通 A 股(百万股)	678
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	109.01
流通 A 股市值(亿元)	88.22
每股净资产(元)	2.83
资产负债率(%)	20.01

行情走势图



证券分析师

余兵 投资咨询资格编号
S1060511010004
021-38636729
YUBING006@PINGAN.COM.CN

研究助理

邱正 一般从业资格编号
S1060116050045
QIUZHENG320@PINGAN.COM.CN

庞文亮 一般从业资格编号
S1060116090012
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **检测行业发展迅速，市场化改革助推民企发展：**随着人们对 QSHE (质量、安全、健康、环保) 认知的增强，检测行业将保持较快增长，预计未来五年，我国检测行业平均增速有望保持在 10% 左右，到 2020 年检测行业产值有望达到 3000 亿元。与此同时，2014 年后国家逐渐放开占比过半的强制检测市场，检测行业的市场化改革明显提速，在此背景下，民营检测机构有望迎来快速发展。
- **积极布局四大业务，生命科学检测业务最具看点：**公司贸易保障检测和消费品测试业务成熟，未来增速将保持在 15% 和 17% 左右；工业品检测业务发展依靠不断并购优质实验室，预计收入将以 22.5% 左右的速度增长。生命科学检测业务包括食品、环境、医药等领域，食品安全问题频发、环境监管趋严以及医药检测业务完成基本布局驱动公司生命科学检测业务增长，整体来看，公司生命科学检测业务增速有望保持在 38% 左右。
- **并购基金助力企业扩张，签约大客户公司名利双收：**采用并购手段快速扩张是国际检测认证巨头通行的做法。公司于 2016 年初相继成立两只并购基金，旨在借助专业机构加快外延扩张速度。此外，公司是唯一一家同时获得天猫、淘宝、京东、拍拍、唯品会、苏宁易购等电商平台授权的抽检合作伙伴，2016 年公司又相继与阿里巴巴生鲜电商、沃尔玛中国签约。公司与大客户的签约，不仅对公司业绩增长有很好的促进作用，同时也彰显公司实力，对扩大公司影响力，有非常重大的意义。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 16.48、20.94、26.42 亿元，EPS 分别为 0.26、0.33、0.41 元，同比分别增长 22.4%、23.5%、25.0%。虽然公司估值与历史估值相比处于较高水平，但考虑到公司业绩稳健增长，生命科学检测业务即将迎来收获，同时并购基金成立助力公司快速扩张，最新签订的沃尔玛和阿里生鲜电商等大客户助企业名利双收，定增获批募投基因检测等潜力市场，且公司估值在行业中处于较低水平，基于此，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	926	1,288	1,648	2,094	2,642
YoY(%)	19.2	39.1	27.9	27.1	26.2
净利润(百万元)	146	181	221	273	341
YoY(%)	-2.4	23.6	22.4	23.5	25.0
毛利率(%)	58.1	53.9	52.8	51.6	51.0
净利率(%)	15.8	14.0	13.4	13.0	12.9
ROE(%)	11.5	12.5	8.7	10.0	11.5
EPS(摊薄/元)	0.17	0.22	0.26	0.33	0.41
P/E(倍)	75	60.5	49.4	40.0	32.0
P/B(倍)	8.6	7.6	4.3	4.0	3.7

- **催化剂：**①强检市场进一步放开，公司在更多产品领域被指定为强检实验室，进而被指定为强检认证机构（短期可能性较小）；②医药领域发展超预期；③环境监测领域政策持续推进，公司环境检测领域业务快速增长；④公司借助并购基金，外延式并购加快。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、并购不及预期风险、医药检测业务发展不及预期风险。

正文目录

一、国内最大的综合性民营检测机构	6
1.1 公司介绍	6
1.2 股权结构	8
二、检测行业发展迅速，市场化改革助推民营企业发展	9
2.1 检测行业发展迅速，行业竞争激烈，并购是企业重要途径	9
2.2 市场化改革加快，助推民营检测机构发展	13
三、积极布局四大业务，生命科学检测业务最具看点	16
3.1 贸易保障检测和消费品测试，业务成熟，平稳增长	16
3.2 工业品检测领域，外延扩张实现增长	17
3.3 生命科学检测业务，多点布局，最具看点	18
四、并购基金助力企业扩张，签约大客户公司名利双收，定增获批布局潜力市场	23
4.1 并购基金助力企业扩张	23
4.2 签约大客户，公司名利双收	24
4.3 定增获批，布局潜力市场	25
五、盈利预测与估值	26
5.1 核心假设	26
5.2 盈利预测与估值	26
六、风险提示	27

图表目录

图表 1	公司业务涵盖四大领域以及许多细分领域	6
图表 2	公司实验室多，服务能力强	6
图表 3	公司生命科学检测业务占比逐年提升	7
图表 4	公司营收保持快速增长	7
图表 5	公司归母净利润实现快速增长	7
图表 6	公司季度营收同比呈增长趋势	8
图表 7	公司季度归母净利润呈增长趋势	8
图表 8	公司营业成本占比快速上升	8
图表 9	公司股权结构（2016 年 9 月 30 日）	9
图表 10	公司子公司数量不断增长	9
图表 11	检验检测行业收入快速增长	9
图表 12	全国食品抽检覆盖率远低于深圳和香港水平	10
图表 13	我国检测行业集中度较低	11
图表 14	民营检测机构市场占有率逐渐增加	11
图表 15	检测行业企业营收规模普遍在 1.5 亿元以下（2015 年）	11
图表 16	检测行业主要公司业务领域	11
图表 17	检测行业具有客户多、金额小、频率高等特点	12
图表 18	检测行业公司发展壮大的途径	13
图表 19	国际检测巨头规模巨大，稳定增长	13
图表 20	我国检测行业发展的六个阶段	14
图表 21	强检认证机构全部为国有企业	14
图表 22	国家逐渐向民营企业开放强检实验室	15
图表 23	检测行业相关政策	16
图表 24	公司贸易保障检测收入稳定增长	16
图表 25	2015 年我国进出口总额首次出现下滑	16
图表 26	社会消费品零售总额增速降至 10%	17
图表 27	我国汽车产量增速降至 5% 以下	17
图表 28	我国纺织业收入增速降至 5%	17
图表 29	我国玩具制造业增速降至 5% 以下	17
图表 30	公司工业品检测行业并购情况	18
图表 31	新修订的食品安全法强调“重法治乱”	18
图表 32	环境监测专用仪器仪表收入快速增长	20
图表 33	公司环境检测业务类型广泛	20
图表 34	公司在医药领域的三大布局	21
图表 35	研发 FDA 认证新药平均成本不断上升（亿美元）	22
图表 36	CRO 能缩短医药研发周期（周）	22

图表 37	2006~2013 年我国 CRO 行业快速增长（亿元）	22
图表 38	公司临床 CRO 项目处于投资初期，即将迎来收获	22
图表 39	公司在第三方医药检验领域的布局	23
图表 40	公司在职业病检测领域的布局	23
图表 41	公司成立并购基金加速外延扩张	24
图表 42	2016 年公司与大客户频繁签约	24
图表 43	公司定增获批，积极布局潜力市场	25
图表 44	盈利预测假设	26
图表 45	公司当前估值与历史估值相比处于较高水平	27
图表 46	公司估值与行业相比处于较低水平	27

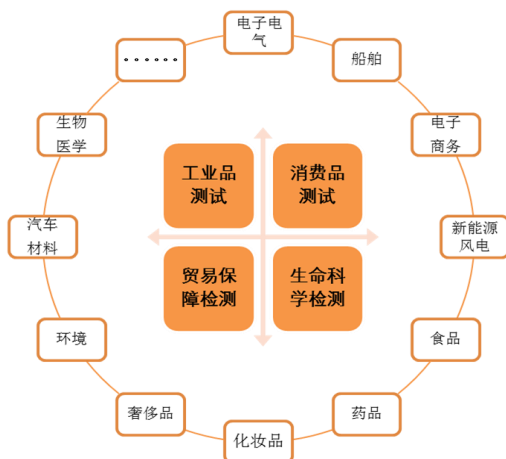
一、国内最大的综合性民营检测机构

1.1 公司介绍

华测检测成立于 2003 年，2009 年 10 月在深交所挂牌。公司是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，服务网络遍及全球，为企业提供一站式解决方案。

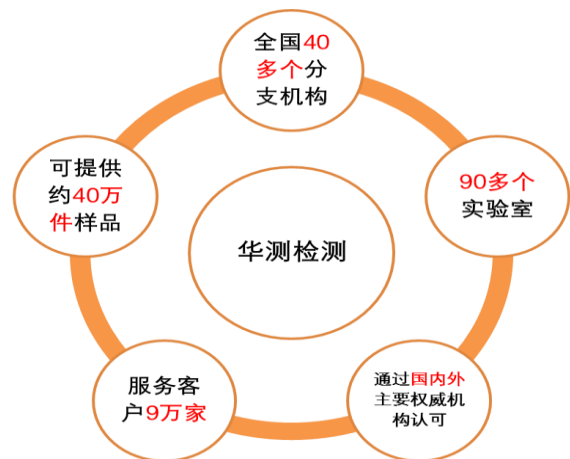
- **业务范围：**公司业务涵盖工业品、消费品、贸易保障及生命科学四大领域。各领域又包括许多细分领域，如船舶、电子电气、玩具及婴童用品、建材与工程、汽车材料及零部件、纺织品、食品、药品、金属材料及零部件、新能源风电、半导体及相关领域、奢侈品、电子商务、生物医学等。
- **布局：**公司在全国设立了 40 多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域 90 多个实验室，并在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立了海外办事机构。
- **服务能力：**公司每年可提供约 40 万件样品检测服务，服务客户 9 万家，其中世界五百强客户近百家。
- **资质：**公司是中国合格评定认可委员会（CNAS）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），并于 2015 年入围国家强制性产品认证（CCC）指定实验室。同时公司还通过了英国 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。

图表1 公司业务涵盖四大领域以及许多细分领域



资料来源:公司官网、平安证券研究所

图表2 公司实验室多，服务能力强

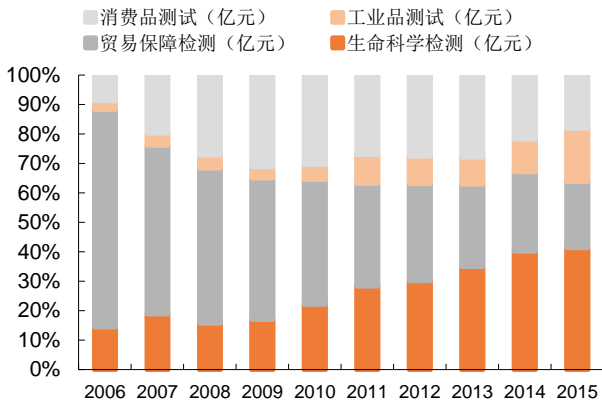


资料来源:公司官网、平安证券研究所

公司以贸易保障检测起家，随着品牌逐步树立，逐步切入到工业品、消费品、生命科学检测等领域，截至 2015 年末，生命科学检测营收占比达 41.46%，是公司收入的主要来源。

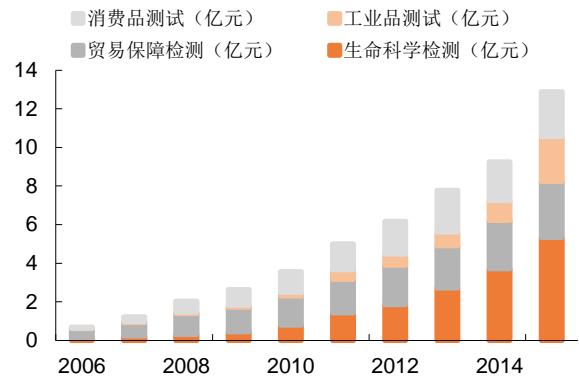
公司收入保持快速增长，营业收入从 2006 年的 0.69 亿元增长至 2015 年的 12.88 亿元，增长近 20 倍，复合增长率达 38.43%。营收增长的同时，公司归母净利润也实现快速增长，从 2006 年 0.18 亿元增长至 2015 年的 1.81 亿元，增长近 10 倍，复合增长率达 29.23%。

图表3 公司生命科学检测业务占比逐年提升



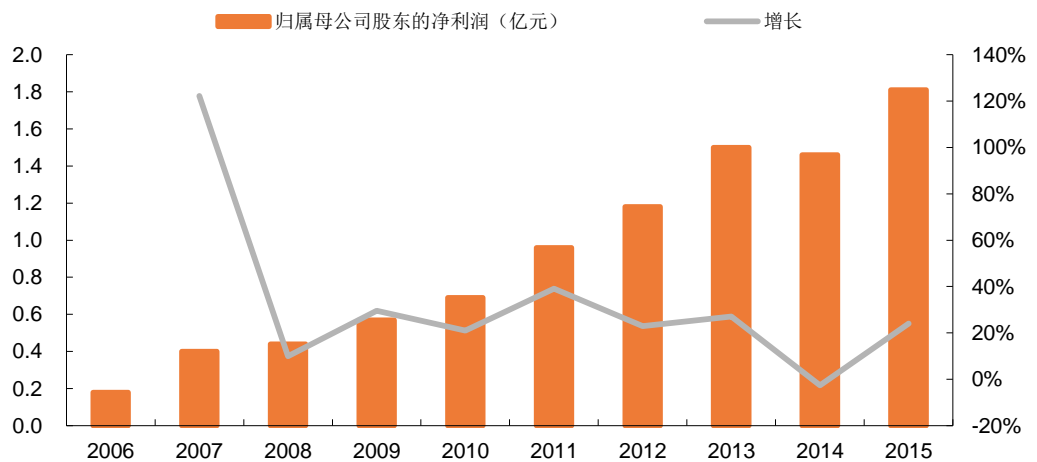
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表4 公司营收保持快速增长



资料来源:Wind、平安证券研究所

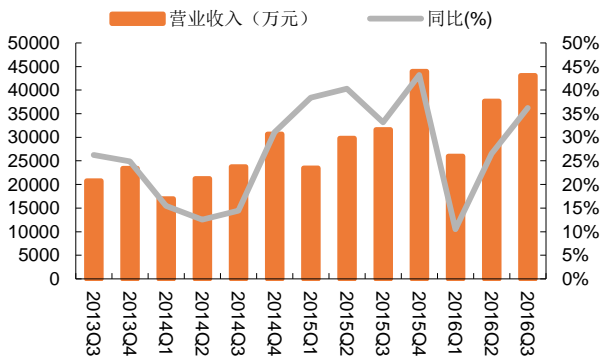
图表5 公司归母净利润实现快速增长



资料来源:Wind、平安证券研究所

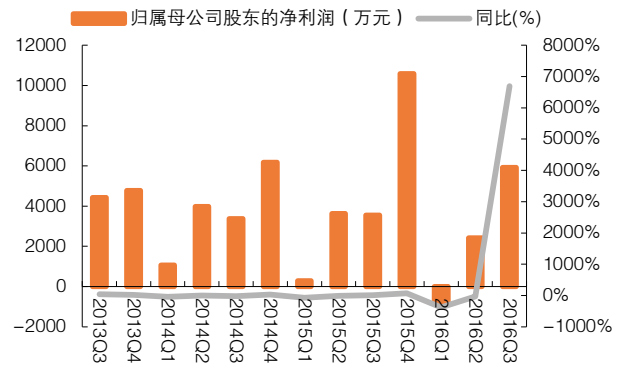
成本上升较快拖累业绩：2016 年前三季度，公司实现营业收入 10.67 亿元，同比增长 25.70%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.75 亿元，同比增长 0.97%。归母净利润增速较慢，主要系公司成本增速快于收入增速所致。由于公司不断扩大规模，导致人力、房屋、折旧等成本上升，2016 年前三季度公司营业成本上升 1.13 个百分点。业务模式方面，公司承接来自于政府服务外包的订单占比不断增大，而政府服务外包项目一般集中于四季度结算，也是公司前三季度利润增速较慢的一个原因。

图表6 公司季度营收同比呈增长趋势



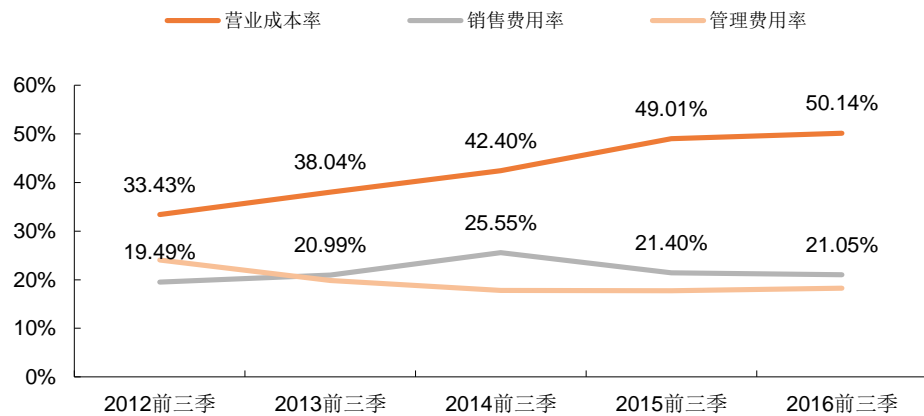
资料来源:Wind、平安证券研究所

图表7 公司季度归母净利润呈增长趋势



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表8 公司营业成本占比快速上升



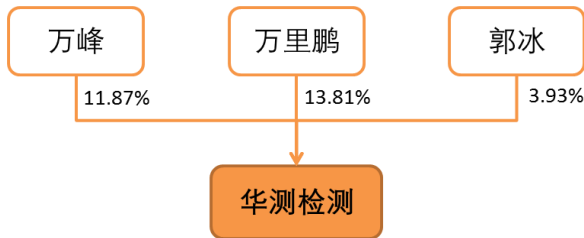
资料来源:Wind、平安证券研究所

1.2 股权结构

万里鹏、万峰父子系公司的控股股东和实际控制人,截至2016年9月30日,二者合计持有公司25.68%的股份。公司联合创始人郭冰自2014年辞职后,经过数次减持,目前持股比例降至3.93%。

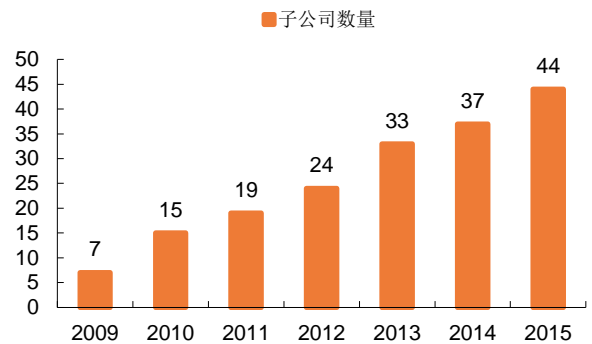
公司上市以来,通过在各地设立或并购子公司加快发展速度,子公司数量从2009年的7家增长至2015年44家,保持了较快增长。

图表9 公司股权结构 (2016年9月30日)



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表10 公司子公司数量不断增长



资料来源:Wind、平安证券研究所

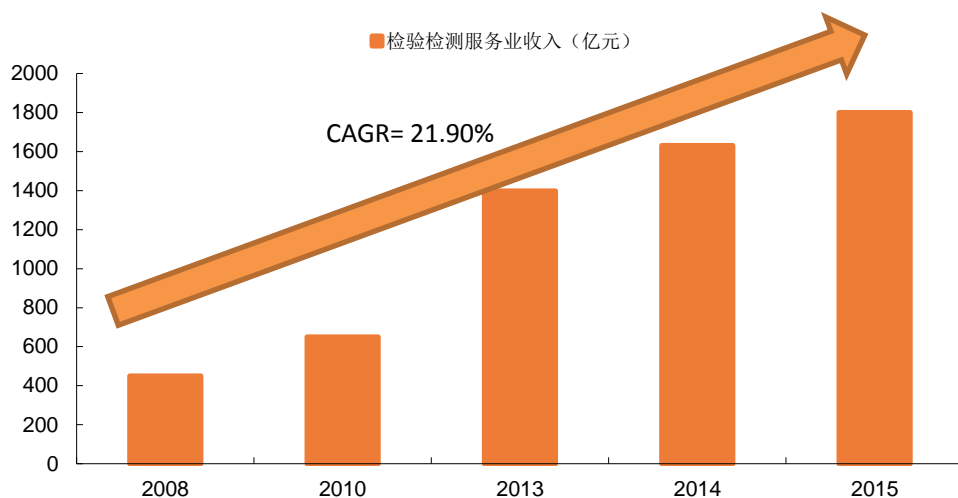
二、检测行业发展迅速，市场化改革助推民企发展

2.1 检测行业发展迅速，行业竞争激烈，并购是企业重要途径

检测行业市场空间广阔。检测行业的需求源于“认知”，它是社会发展催生的新兴服务业。未来随着人们对 QSHE (质量、安全、健康、环保) 认知的增强，检测行业将保持较快增长。预计未来五年，我国检测行业的平均年增长率有望保持在 10% 左右，到 2020 年，检测行业产值有望达到 3000 亿元。

- 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。2016 年，国家质检总局、国家认监委发布全国检验检测服务业统计信息，2014-2015 年，我国检验检测服务营业收入分别为 1631 亿元、1800 亿元，同比分别增长 16.6%、10.36%。在我国经济下行压力增大、增速放缓的情况下，检验检测业仍保持了较快的增长速度。

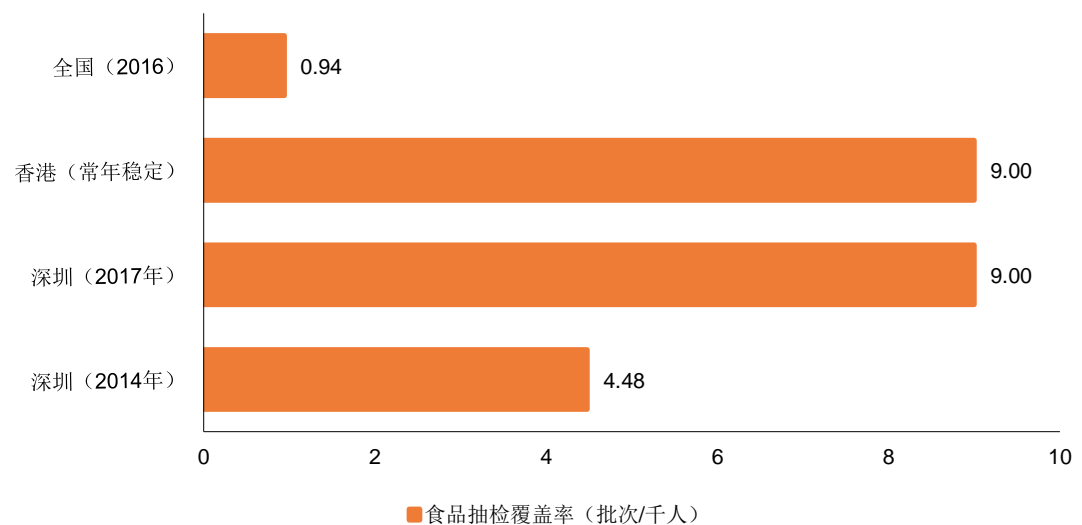
图表11 检验检测行业收入快速增长



资料来源:公司招股说明书、中国分析测试协会、国家质检总局、国家认监委、平安证券研究所

- 随着收入水平的提高，消费者对 QSHE（质量、安全、健康、环保）的重视程度逐渐增强，同时监管也在逐渐趋严，产品更新换代速度也在加快，需要检测的项目和环节也在不断增加，检测行业本身存在广阔空间。以深圳为例，深圳将逐年提高食品及食用农产品抽检覆盖率，预计从 2014 年的 4.48 批次/千人，到 2017 年底提高到 9 批次/千人（之后常年保持这个较高的抽检覆盖率水平，以 1500 万人为统计口径），不合格产品处理率达到 100%，达到香港等发达地区水平。食药监总局制定的 2016 年我国食品安全抽检计划中，共安排抽检 129.33 万批次，以 2015 年 13.71 亿人口计算，2016 年计划抽检覆盖率为 0.94 批次/千人，与“深标”和“港标”差距都在 4 倍以上，以此推算，我国抽检覆盖率仍有很大提升空间。

图表12 全国食品抽检覆盖率远低于深圳和香港水平



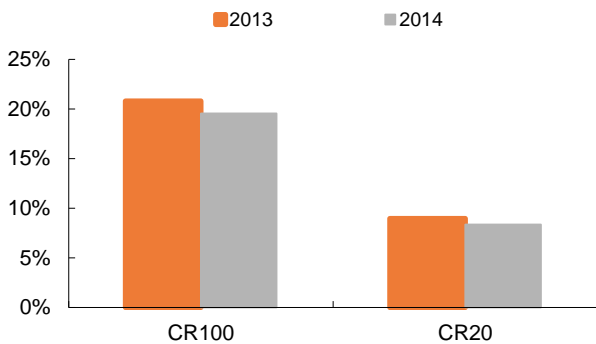
资料来源:全国食药监管总局、深圳市食药监督管理局、平安证券研究所

- 我们预测，未来五年，我国检测行业的平均年增长率有望保持在 10%左右，到 2020 年，检测行业产值有望达到 3000 亿元。

检测行业竞争激励，民营企业布局持续优化。我国检测行业企业数量众多、集中度较低，竞争激烈。从发展趋势来看，民营企业检测机构发展迅速，成为推动我国检测市场发展的主力军。

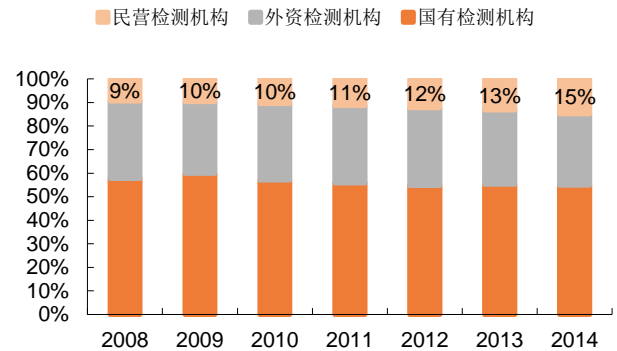
- 截至 2015 年底，全国各类检验检测机构共计 31122 家，较上年增长 9.82%，我国检验检测机构总体上以小微机构居多，服务范围有限，国际竞争力不强。2014 年行业 CR20 仅为 8.34%，CR100 仅为 19.55%，全国 96.2% 的检验检测机构从业人数少于 100 人，平均就业人数为 32 人。全国 82% 以上的检验检测机构仅在本省区域提供服务，提供全国性服务的机构数量偏少，国际化发展的机构几乎没有，竞争程度较为激烈。
- 按照资本结构划分，国内市场检测机构可分为国有检测机构、外资检测机构和民营检测机构。国有检测机构主要开展政府指定的强制性检测项目，占据 50% 以上的市场份额，外资检测机构凭借强大的技术实力品牌影响力占据 30% 以上市场份额，民营检测机构普遍起步较晚，资本实力弱，占据 10% 以上的市场份额。凭借灵活的经营机制、本土化的市场策略，扩张速度较快。民营检测机构近年来市场占有率不断上升，2014 年，民营检测机构营收占比达 15%，成为推动检验检测市场发展的生力军。

图表13 我国检测行业集中度较低



资料来源:国家质检总局、国家认监委、平安证券研究所

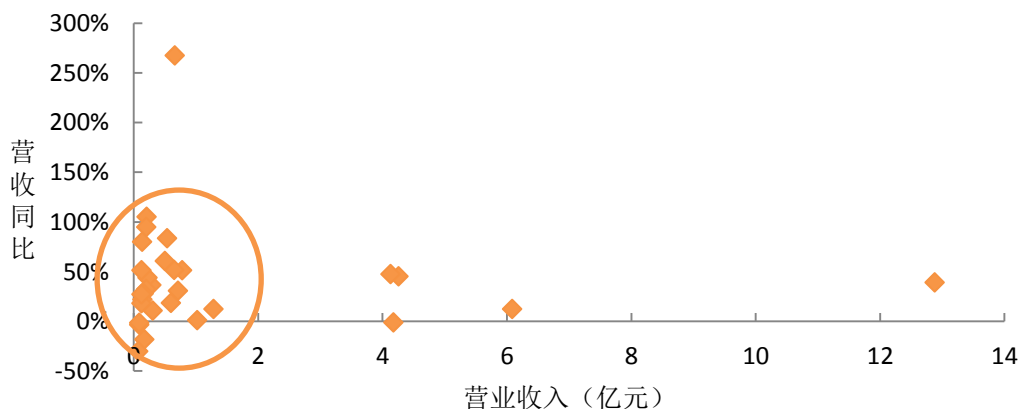
图表14 民营检测机构市场占有率逐渐增加



资料来源:中国产业信息网、平安证券研究所

- 大多数检测机构具有实验室数量较少或服务单一区域的特点。据不完全统计,包括新三板在内,上市的民营检测公司共有 30 多家,主要在新三板挂牌,营业收入普遍在 1.5 亿元以下。其中营收在 4 亿元以上的有 5 家企业,华测检测规模最大,2015 年营收规模达 12.88 亿元。

图表15 检测行业企业营收规模普遍在 1.5 亿元以下 (2015 年)



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表16 检测行业主要公司业务领域

公司	所属板块	业务领域
华测检测	主板	工业品测试、贸易保障检测、生命科学检测、消费品测试
苏交科	主板	工程检测,环境监测
电科院	主板	电器检测
兰卫检验	新三板	医学检验
广电计量	新三板	食品校准、电子电气和消费品检测
中检测试	新三板	日用消费检测、新能源产品检测

公司	所属板块	业务领域
浦公检测	新三板	工程、食品、节能环保检测

资料来源:Wind、平安证券研究所

检测行业具有客户多、金额小、频率高、有服务半径限制、设备一次投入且更新快等特点。行业内公司理想的发展途径是借外延式并购提升公司检测服务能力，提高公司市场占有率，提升公司品牌知名度，进而吸引更多客户，实现规模效益。

- **检测行业具有客户多、金额小、频率高等特点。**产品生产商是构成检测机构客户的主要部分。由于某个产品或某类产品的生产商众多，因此检测机构的客户群广泛。由于产品每一次改进或每推出一个新产品、每一次批量出货均需提供第三方检测报告，因此客户的检测频率较高。每次检测均为抽样检测，样品价值相对于新产品价值、出货产品价值极小，检测单价相对产品价值较低，客户对检测单价不敏感。
- **检测行业受服务半径限制。**在检测过程中，一般由客户送样或检测机构到现场采样后，在固定实验室内使用专用仪器设备完成检测活动，因此距离远近直接影响送样或采样的成本，从而使检测服务具有一定的区域性。
- **设备一次投入、更新快。**专业实验室是检测的基础，不会因为检测量的多少而改变，检测设备均需要一次性投入。由于检测技术、检测方法不断创新，检测标准不断提高，为保证检测质量、提高检测水平，检测机构需要不断投入购买最新检测设备。

图表17 检测行业具有客户多、金额小、频率高等特点

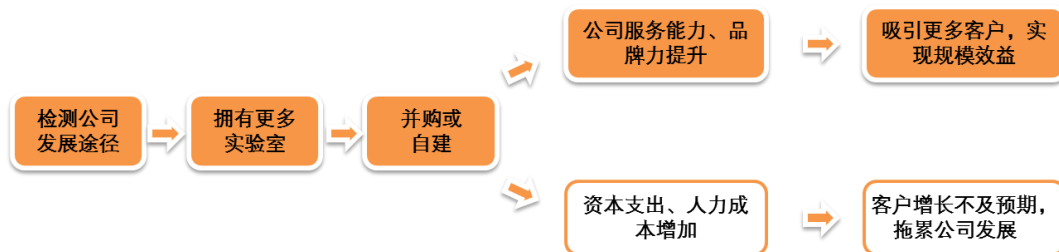


资料来源:平安证券研究所

行业内公司壮大的主要途径是通过自建或并购更多实验室，而自建实验室时间较长，因此并购是最佳选择。通过并购实验室并进行整合，实现区域发展向全国扩张，提升公司检测服务能力，提高公

司品牌知名度，进而吸引更多客户，实现规模效益。此外，通过自建实验室积极切入新的检测领域也是公司发展壮大的重要途径。

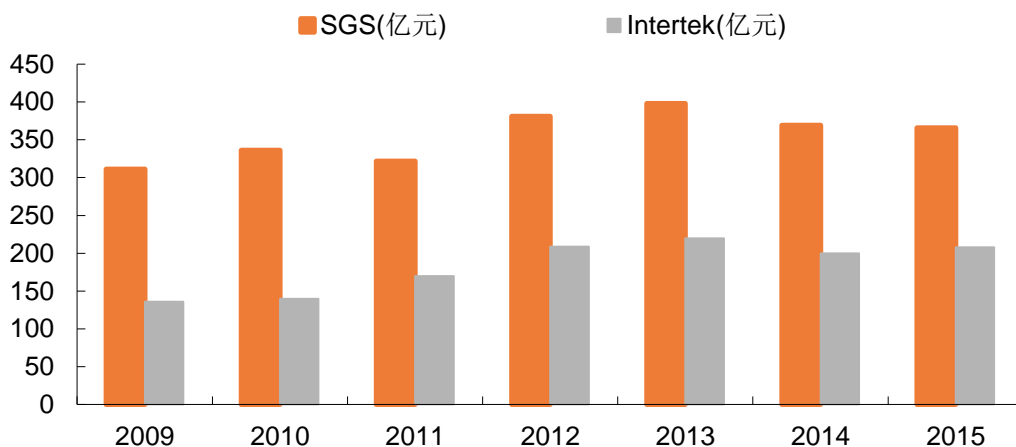
图表18 检测行业公司发展壮大的途径



资料来源:平安证券研究所

对标国际检测机构，国内有望出现检测巨头。国际上知名的检测机构有 SGS、BV、Intertek 等，近年来业绩都保持稳定增长，营收都超过 200 亿元，市值都超过 500 亿元。而国内第三方检测龙头华测检测 2015 年收入只有 12.88 亿元，市值约 100 亿元。从规模上来看，国内检测机构远远小于国际检测巨头，还有很大成长空间，同时结合国内检测行业广阔的空间，未来国内有望出现类似于 SGS 的检测巨头。

图表19 国际检测巨头规模巨大，稳定增长



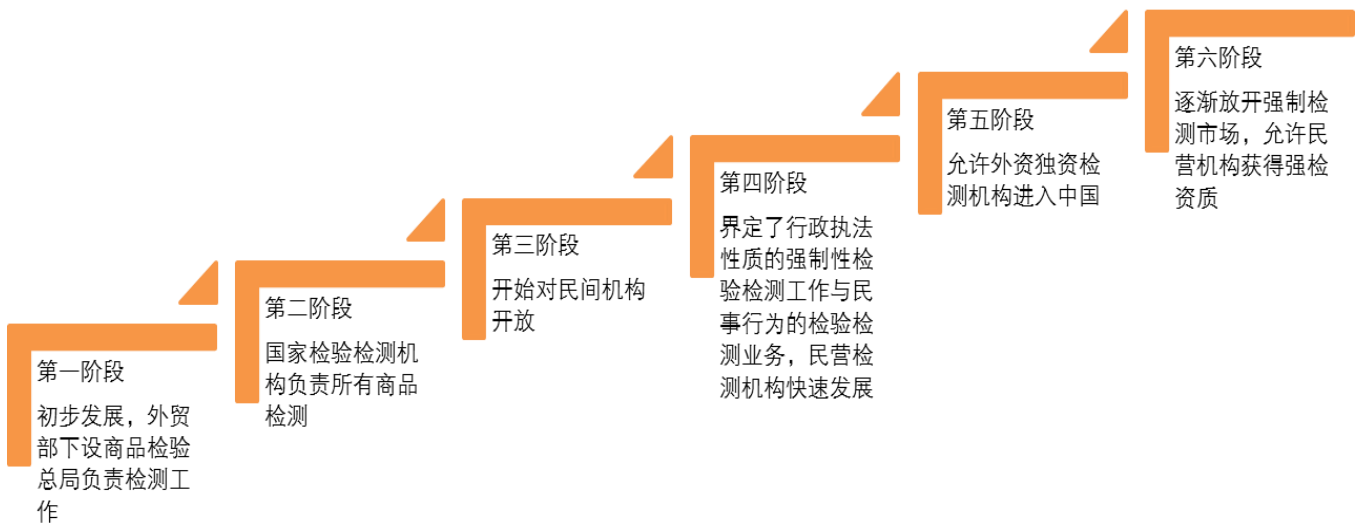
资料来源:Wind、平安证券研究所

2.2 市场化改革加快，助推民营检测机构发展

我国检测行业改革持续推进，总体趋势是向民间第三方检测机构开放，尤其是 2014 年后，随着国家逐渐放开强制检测这一巨大市场，检测行业的市场化改革明显提速，民营检测机构将迎来快速发展。

- 我国检测行业经历了六个发展阶段，由最初的国家检测机构负责所有商品的检测逐渐向民企开放：

图表20 我国检测行业发展的六个阶段



资料来源: 中国产业信息网、平安证券研究所

- 我国产品认证一般包括强制性产品认证(CCC 认证)以及自愿性产品认证两类。强制性产品认证制度，是我国为保护广大消费者人身和动植物生命安全、保护环境、保护国家安全，依照法律法规实施的一种产品合格评定制度，它要求产品必须符合国家标准和技术法规。自愿性产品认证是对未列入国家认证目录内产品的认证，是企业的一种自愿行为。强制性产品认证是我国消费市场的基本准入制度，目前已覆盖 20 大类，158 种产品。
- 强检产品由国家指定认证机构或实验室，认证机构在一定程度上可以看成由多个实验室组成。目前我国强检市场的认证机构基本上是在 2002 年批准的，进入 2014 年以后，认证机构批准逐步放开，截止到 2016 年 6 月，先后有三家机构被批准。但目前已批准的认证机构全部为国有企业，民企较难进入。

图表21 强检认证机构全部为国有企业

认证机构	批准日期	有效期	性质
中国质量认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
泰尔认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京东方凯姆质量认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
中国建材检验认证集团股份有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京中化联合认证有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
公安部消防产品合格评定中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
中汽认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京赛西认证有限责任公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京国建联信认证中心有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
方圆标志认证集团有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京中轻联认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
天津华诚认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
广东质检中诚认证有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有

认证机构	批准日期	有效期	性质
广州赛宝认证中心服务有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京泰瑞特认证中心	2002-12-10	2018-12-10	国有
合肥通用机械产品认证有限公司	2002-12-10	2018-12-10	国有
北京鉴衡认证中心有限公司	2003-5-12	2019-5-11	国有
中国安全技术防范认证中心	2003-10-14	2017-4-13	国有
中国信息安全认证中心	2007-1-29	2019-1-28	国有
广州威凯认证检测有限公司	2011-3-9	2019-3-8	国有
深圳维天认证中心有限公司	2014-6-26	2018-6-26	国有
上海添唯认证技术有限公司	2014-8-14	2018-8-14	国有
公安部第三研究所	2016-4-27	未披露	国有

资料来源：国家认监委、平安证券研究所

- 认监委指定的强检实验室数量较多，2014 年之前指定的实验室全部属于国资背景。2014 年后，国家逐渐放开强检市场。2014 年 8 月，《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》发布，苏州 UL 美华认证有限公司（中外合资）、通标标准技术服务有限公司广州分公司（中外合资）被指定为强检实验室，2015 年 9 月，《国家认监委关于发布强制性产品认证机构和实验室补充指定决定的公告》发布，华测检测在电玩具、音视频设备、信息技术设备三个产品领域被指定为强检实验室，2016 年 9 月，华测检测又在电子设备产品领域被指定为强检实验室。

图表22 国家逐渐向民营企业开放强检实验室

公告时间	文件	内容
20140820	《国家认监委关于发布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》	增加已有强检机构的认证产品范围 在 28 个强检证产品领域增加指定实验室，其中苏州 UL 美华认证有限公司（中外合资）、通标标准技术服务有限公司广州分公司（中外合资）也被指定为强检实验室 完善了部分已指定实验室“一站式”检测能力
20150906	《国家认监委关于发布强制性产品认证机构和实验室补充指定决定的公告》	增加已有强检机构的认证产品范围 在 20 个强制性认证产品领域增加指定实验室（华测检测在电玩具、音视频设备、信息技术设备三个产品领域获得强检实验室） 完善了部分已指定实验室“一站式”检测能力
20160427	《国家认监委关于发布强制性产品认证机构补充指定决定的公告》	公安部第三研究所被指定为强检认证机构
20160901	《国家认监委关于发布强制性产品认证机构和实验室补充指定决定的公告》	华测检测在电子设备产品领域被指定为强检实验室

资料来源：国家认监委、平安证券研究所

- 从整个行业的政策走向来看，检测行业的整合速度明显加快。质监局、环保部、发改委等部门也相继发布多项政策，鼓励检测行业整合，推动检测企业实现政事分开、管办分离等改革，逐渐放开检测行业相关收费规定，检测行业改革速度明显加快。强制检测市场占整个检测市场的比例达 50%以上，空间巨大，预计在政策的支持下，民企检测企业将迎来快速发展。

图表23 检测行业相关政策

时间	部门	文件及内容
2014年8月	认监委	《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
2015年3月	质监局	《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	环保部	《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	发改委	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	认监委	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》，开放CCC认证检测服务市场

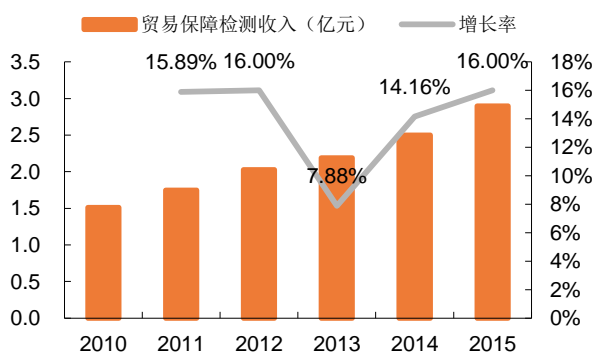
资料来源：国家认监委等政府官网、平安证券研究所

三、积极布局四大业务，生命科学检测业务最具看点

3.1 贸易保障检测和消费品测试，业务成熟，平稳增长

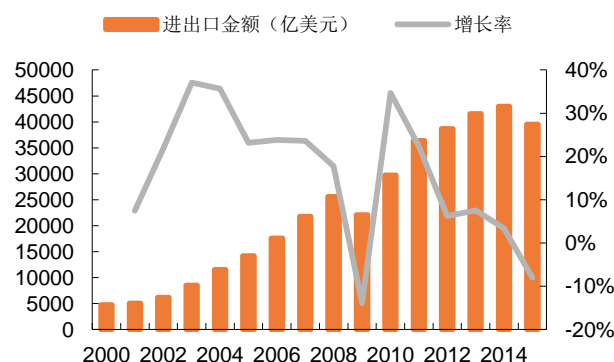
贸易保障检测是公司的传统业务，近年来保持稳定增长，贸易保障检测业务受进出口贸易影响较大。我国进出口贸易金额从2012年开始进入低速稳定增长阶段，2015年首次出现下滑。预计未来三年，不考虑外延并购，公司贸易保障检测收入将保持15%左右的速度增长。

图表24 公司贸易保障检测收入稳定增长



资料来源:Wind、平安证券研究所

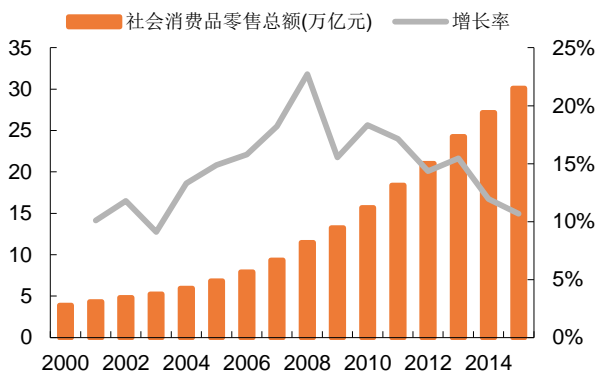
图表25 2015年我国进出口总额首次出现下滑



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

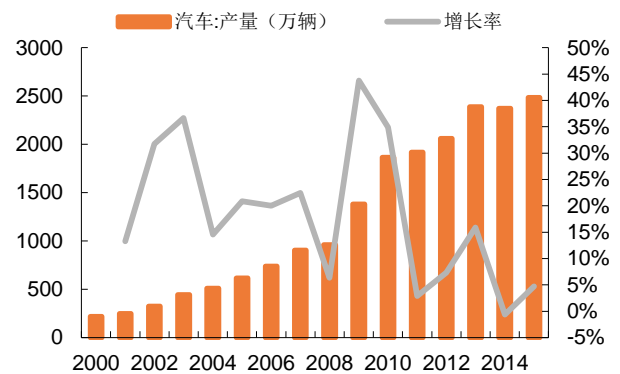
公司消费品业务的主要对象为汽车、玩具、纺织品、电子产品等领域。2015 年汽车、纺织、玩具、等行业的增速均降至 5%-6%。虽然行业增速放缓，不过消费品质量监管日趋严格，2016 年 9 月 12 日，国务院发布《消费品标准和质量提升规划（2016—2020 年）》，规划提出，消费品标准和质量提升的总体目标是：重点领域的主要消费品与国际标准一致性程度达到 95%以上、消费品质量国家监督检查合格率稳定在 90%以上、消费品质量竞争力指数稳定在 84 以上，规划同时提出，要创新监管制度，建立统一规范的监督检查机制，实行“随机抽查企业、随机抽检产品、随机选择检测机构”制度。预计在监管趋严的背景下，消费品检测行业仍将保持平稳发展。我们预计未来三年，公司消费品检测业务增速将维持在 17%左右。

图表26 社会消费品零售总额增速降至 10%



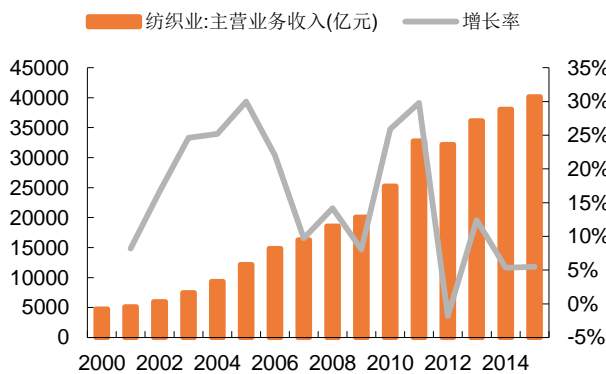
资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图表27 我国汽车产量增速降至 5%以下



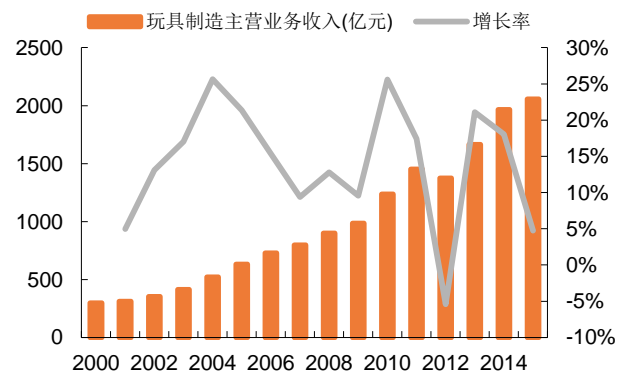
资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图表28 我国纺织业收入增速降至 5%



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

图表29 我国玩具制造业增速降至 5%以下



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

3.2 工业品检测领域，外延扩张实现增长

工业品检测服务具有一定的区域性，受服务半径限制较大。公司依靠自己在全国设立的实验室，只能保持稳定增长，发展的核心是外延并购。随着公司先后并购华安检测等公司，业务整合与后续并购速度加快，公司工业品检测业务将保持 22.5%左右的速度增长。

- 公司工业品检测主要包括工业品性能、安全性等测试、机械测试服务和仪器校准服务，涉及领域主要包括石油、化工、燃气等多个工业领域，扣除 2014 年并购的华安检测后，2015 年公司工业品检测收入同比增长 11.46%。
- 公司自 2010 年上市后，积极进行外延式并购，并购 PE 基本在 13 倍以下，远低于公司自身 PE。同时，检测行业最大的特点是品牌，检测公司在不知名时，一方面出具的报告权威性较差，盈利能力较差，另一方面，每一份检测报告的价值也较低，此外，品牌将直接影响公司拓展客户的能力。华测检测目前已具备较好的品牌效应，通过并购，被并购公司可以借助华测检测公司品牌实现收入增长及盈利能力提升，从而助力公司业绩增长。

图表30 公司工业品检测行业并购情况

被并购方名称	并购日期	取得成本 (万元)	取得股 权比例	并购日至 期末被并 购方净利 润(万元)	并购日至期末被 购买方收入(万 元)	预估并购 PE
POLY NDT(PRIVATE)LIMITED	2014-5-26	1703	70%	206.04	917.96	低于 10
杭州华安无损检测技术有限公司	2014-11-19	18000	100%	513.08	1146.13	低于 10
黑龙江省华测检测技术有限公司	2014-4-16	1300	100%	434.04	1232.42	低于 10
大连华信理化检测中心有限公司	2014-3-11	811	100%	-132.14	413.24	无
河南华测检测技术有限公司	2015-7-2	550	100%	-160.73	2.22	无
广州市衡建工程检测有限公司	2015-12-1	780	65%	-10.04	82.01	无
福州特安泉检测技术有限公司	2015-10-16	120	51%	23.24	83.41	低于 12
舟山市经纬船舶服务有限公司	2015-11-18	1020	60%	101.18	163.19	低于 10
浙江久正工程检测有限公司	2015-11-18	1000	51%	194.42	486.17	低于 10

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 生命科学检测业务，多点布局，最具看点

公司生命科学检测业务涉及食品、环境、医药等领域，食品安全问题频发驱动食品检测业务快速增长，受益于政策驱动、监管趋严、环评脱钩，公司环境检测业务也将维持快速增长，公司医药检测也完成基本布局，即将迎来收获期，整体来看，公司生命科学检测业务增速有望保持在 38% 左右。

食品安全监管趋严，食品检测迎来快速发展。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。食品检测未来趋势一定是进一步严格，食品检测未来仍将保持较快增长。

- 2015 年 10 月 1 日，新修订的食品安全法正式实施，新法从 104 条增加到 154 条，新增 50 条，对原有 70% 的条文进行了实质修订，尤其强调“重法治乱”，食品监管也将愈加严格。
- 2016 年 1 月，国家主席习近平对食品安全工作作出重要指示，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”。在不断严格的食品安全监管背景下，我们认为食品安全检测仍将保持较快增长。

图表31 新修订的食品安全法强调“重法治乱”

亮点	内容
新法理念	预防为主、风险管理、全程控制、社会共治
重典治乱	一是强化刑事责任追究。新法对违法行为的查处上做了一个很大改革，即首先要求执法部门对违法行

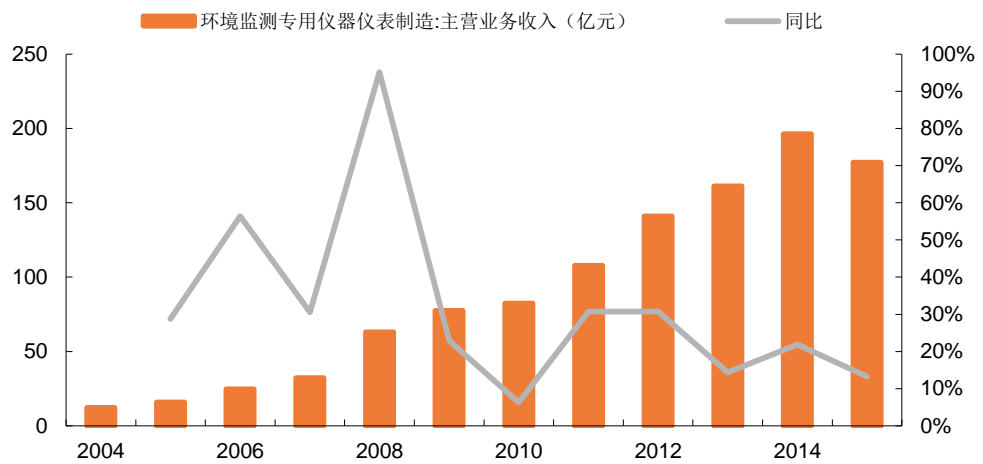
亮点	内容
	为进行一个判断,如果构成犯罪,就直接由公安部门进行侦查,追究刑事责任;如果不构成刑事犯罪,才由行政执法部门进行行政处罚。此外还规定,行为人因食品安全犯罪被判处有期徒刑以上刑罚,则终身不得从事食品生产经营的管理工作。
	二是增设了行政拘留。 新法对用非食品原料生产食品、经营病死畜禽、违法使用剧毒高毒农药等严重行为增设拘留行政处罚。
	三是大幅提高了罚款额度。 比如,对生产经营添加药品的食品,生产经营营养成分不符合国家标准的婴幼儿配方乳粉等性质恶劣的违法行为,现行食品安全法规定最高可以处罚货值金额 10 倍的罚款,新法规定最高可以处罚货值金额 30 倍的罚款。
	四是对重复违法行为加大处罚。 新法规定,行为人在一年内累计 3 次因违法受到罚款、警告等行政处罚的,给予责令停产停业直至吊销许可证的处罚。
	五是非法提供场所增设罚则。 为了加强源头监管、全程监管,新法对明知从事无证生产经营或者从事非法添加非食用物质等违法行为,仍然为其提供生产经营场所的行为,规定最高处以 10 万元罚款。
	六是强化民事责任追究。 新法增设首负责任制,要求接到消费者赔偿请求的生产经营者应当先行赔付,不得推诿;同时消费者在法定情形下可以要求 10 倍价款或者 3 倍损失的惩罚性赔偿金。此外,新法还强化了民事连带责任,规定对网络交易第三方平台提供者未能履行法定义务、食品检验机构出具虚假检验报告、认证机构出具虚假的论证结论,使消费者合法权益受到损害的,应与相关生产经营者承担连带责任。

资料来源:食药监督管理局等政府官网、平安证券研究所

政策驱动、监管趋严、环评脱钩,环境检测领域持续增长。政策上“气、水、土”三大战役层层推进,环境检测作为治理环境的基础,有望率先受益。同时国家也不断推进监测服务社会化,不断放开服务性监测市场,环评机构脱钩对第三方环境检测行业也构成利好。在此背景下,公司环境检测业务有望实现较快成长。

- **政策机遇:** 2015 年 2 月 10 日,环保部对外发布《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。意见鼓励环境监测机构参与排污单位污染源自行监测、环境损害评估监测、环境影响评价现状监测、清洁生产审核、企事业单位自主调查等环境监测活动,推进环境监测服务主体多元化和服务方式多样化。
- **环评机构脱钩利好第三方检测企业:** 2015 年 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 年底前全部脱钩或退出建设项目环评技术服务市场,截至 6 月底,环保部部属 8 家环评机构,以及全国 200 余家环评机构都已完成脱钩,29 家逾期未完成脱钩的也被环保部注销环评资质。在环评脱钩后,该部分环保检测机构一部分注销资质,一部分转为自然人的企业。一部分环境检测机构将自身的业务外包,为第三方检测企业提供了发展机遇。
- **环境监测专用仪器仪表收入快速增长:** 2015 年前 10 月,环境监测专用仪器仪表实现收入 177.22 亿元,同比增长 13.28%,且近五年平均增幅超过 20%,环境监测仪器收入的增长也预示着下游监测服务需求旺盛。

图表32 环境监测专用仪器仪表收入快速增长



资料来源:国家统计局、平安证券研究所

- 公司逐渐加大在环境检测领域的布局，由于环境检测具有区域性，实验室的布局非常重要，公司在全国拥有近 30 个环境实验室，业务范围涵盖大气、水质、土壤等多个领域。同时，公司也积极应对政策的变化，2016 年 5 月，国家出台《土壤污染防治行动计划》，公司成立了相应的小组，应对此类需求的增长。

图表33 公司环境检测业务类型广泛

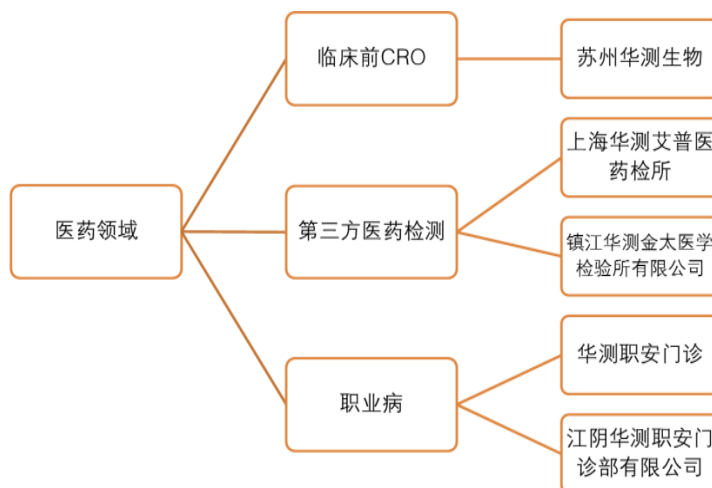
检测类型	检测项目
二噁英采样与检测	废气、化学品、土壤、废弃物
辐射检测	电磁辐射、工频电场、环境振动、紫外辐射、X 射线、r 射线
环境空气与工业废气检测	工业废气、室内空气质量、工作场所空气质量检测： 总悬浮颗粒物、油烟、硫酸物、一氧化碳、非甲烷总烃、氟化物、 二氧化硫、醇类、烟尘、重金属等
水质检测	生活饮用水、工业废水、大气降水、地表水、生活废水、海水、 地下水、农田灌溉水： 生活饮用水 106 项、磷酸盐、挥发性有机物、地表水 109 项、苯 系物、半挥发性有机物、BOD5、有机氯农药、总石油烃类、COD、 挥发酚、多环芳烃(PAH)、SS、石油类和动植物油、多氯联苯、 色度、阴离子表面活性剂、有机磷农药、pH 值、各类重金属、氨 氮、微生物
土壤、底泥、固体废弃物检测及污染源场地调查	各种金属离子、有机磷农药、苯系物、半挥发性有机物、酞酸酯 类 有机氯农药、多环芳烃、挥发性有机物、除草剂、多氯联苯、 总石油烃类
油气回收检测	气液比检测、系统密闭性检测、液阻检测、非甲烷总烃
噪音检测	厂界噪声、职业噪声、建筑施工场界噪声、城市区域环境噪声

检测类型	检测项目
公共场所卫生	建设项目集中空调通风系统卫生学评价、建设项目公共场所卫生学评价、学校卫生检测室内空气检测、食(饮)具消毒卫生检测生活饮用水及产品检测、集中空调通风系统检测、公共场所卫生检测

资料来源:公司官网、平安证券研究所

布局医药三大领域，即将迎来收获期。公司在医药领域的布局有三大块：临床前 CRO、第三方医药检测以及职业病检测。临床前 CRO 的布局有苏州华测生物；第三方医药检测领域的布局主要是上海华测艾普医药检所和最新收购的镇江华测金太医学检验所有限公司；职业病检测领域主要有华测职安门诊和江阴华测职安门诊部有限公司。各细分领域的并购项目将立即释放利润，自建项目目前都处于投产初期，随着市场培育成熟，有望给公司贡献较大利润。根据公司公告的项目进度，我们预计职业病检测业务 2016 年开始贡献利润，临床前 CRO 业务 2017 年开始贡献利润，第三方医药检测业务 2018 年开始贡献利润。

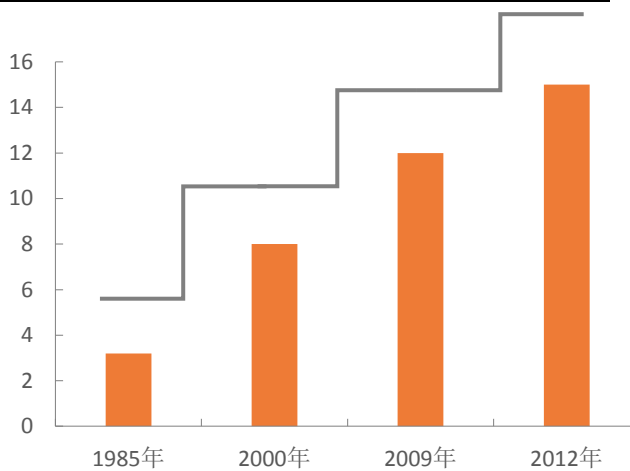
图表34 公司在医药领域的三大布局



资料来源:公司公告、平安证券研究所

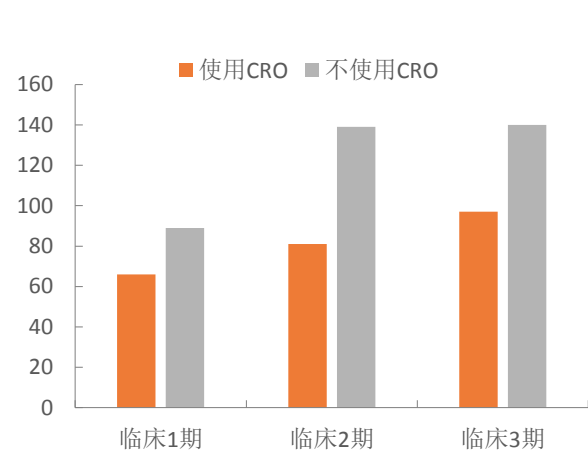
- 临床前 CRO (生物医药研发外包)，将成为公司未来重要增长点。公司积极布局临床 CRO，CRO 在我国是一个较新的行业，CRO 在提高研发效率，降低研发成本方面具备明显优势，未来将保持较快增长，预计未来几年我国 CRO 行业将保持 20%~25% 的增长速度。
- **成本压力和研发难度增加，催生 CRO 行业发展。**全球排名前 20 的制药企业有 35% 的专利在 2009~2013 年间到期。专利到期后，随着仿制药企业的涌入，原先的专利药物面临巨大的价格压力，创新医药公司盈利将受到较大影响，使其对成本更加敏感。新药研发周期变长，效率低下，CRO 能使得药物研发时间周期缩短 30% 之多，CRO 在提高研发效率，降低研发成本方面具备明显优势。2006 年至 2013 年，我国 CRO 行业市场规模从 30 亿元增长到 220 亿元，年复合增长率为 33.32%，预计未来几年我国 CRO 行业将保持 20%~25% 的增长速度。

图表35 研发 FDA 认证新药平均成本不断上升(亿美元)



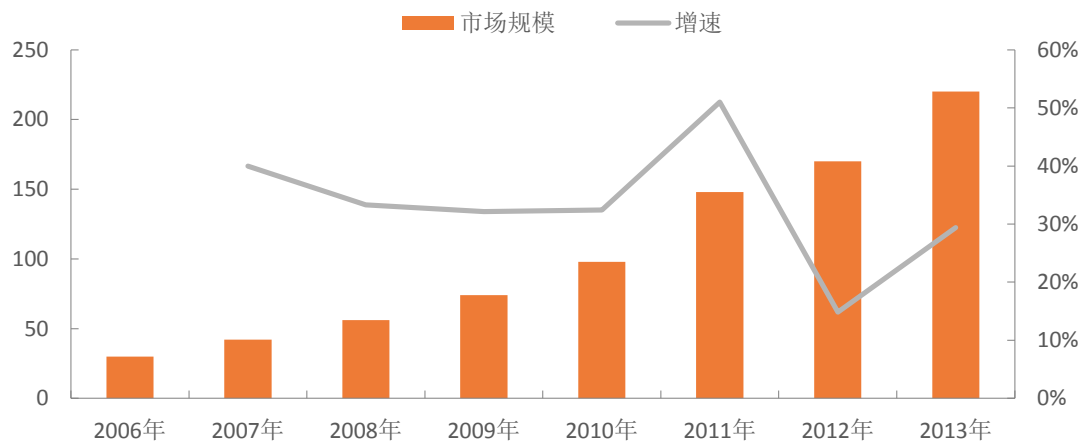
资料来源: phRMA、平安证券研究所

图表36 CRO 能缩短医药研发周期(周)



资料来源: phRMA、平安证券研究所

图表37 2006~2013 年我国 CRO 行业快速增长(亿元)



资料来源: IMS health、平安证券研究所

- 公司在检测行业深耕多年,拥有技术优势。公司从 2010 年就开始布局 CRO,子公司华测生物已进入投产初期,2016 年 3 月取得 GLP 资质,可以承担药物安全性试验,预计今年可以实现盈亏平衡,达产后,可实现年营业收入 1.2 亿元左右,净利润约 1300 万元。

图表38 公司临床 CRO 项目处于投资初期,即将迎来收获

项目公司	承担项目	总投资(万元)	进度	可行性分析
苏州华测生物	临床前 CRO 研究基地项目计划第一期工程	9000	2010 年 12 月通过方案,2011 年成立项目公司,2015 年 12 月 31 日建成,2016 年 3 月取得 GLP 资质,目前处于投产初期。	年产值 1.2 亿元,年均利润 1304 万元。

资料来源:公司公告、平安证券研究所

- 第三方医药检验。公司从 2013 年开始布局第三方医药检测业务，自建项目艾普医学检验中心已于 2015 年底建成，目前处于投产初期，目前项目公司仍处于亏损状态，预计 2017 年实现盈亏平衡。

图表39 公司在第三方医药检验领域的布局

项目公司	承担项目	总投资(万元)	进度	盈利情况
上海华测艾普	艾普医学检验中心项目	3000	2012年计划,2013年9月成立项目公司,2015年12月31日建成,目前处于投产初期	可行性分析:年产值1.2亿元,年平均利润为990万元
镇江华测金太医学检验有限公司	无	1020	2016年2月收购51%股权	2016-2018年,收入不低于1000万、1300万、1690万,扣非净利润不低于80万、130万和203万。

资料来源:公司公告、平安证券研究所

- 职业病检测。公司通过自行设立和并购的方式完成了职业病检测领域的布局，华测职安门诊所承担的体检科、医学检验科已于 2015 年 6 月 30 日建成，目前处于投资初期，预计今年产值 1000 万元。

图表40 公司在职业病检测领域的布局

项目公司	承担项目	总投资(万元)	进度	盈利情况
广州华测职安门诊部有限公司	体检科、医学检验科	3000	2013年成立项目公司,2015年6月30日建成,目前处于投产初期	可行性分析:达产年平均利润为216.67万元
江阴华测职安门诊部有限公司	无	1000	2016年3月收购67%股权	2016-2018年,主营业务收入不低于700万元、900万元、1100万元,扣非净利润不低于140万、180万和220万。

资料来源:公司公告、平安证券研究所

四、 并购基金助力企业扩张，签约大客户公司名利双收，定增获批布局潜力市场

4.1 并购基金助力企业扩张

成立并购产业基金，外延扩张有望提速。采用并购手段快速切入新领域是国际检测认证巨头通行的做法。公司也一直把并购作为发展重点，2016年初相继成立了两只并购基金：深圳市国采华测产业并购基金合伙企业、钛和常山创业投资合伙企业，旨在借助专业机构的经验和优势，并购国内外的优质标的，延长公司的产品线宽度并产生协同效应，寻求外延扩张增速，预计在并购基金的助力下，公司外延扩张有望提速。

图表41 公司成立并购基金加速外延扩张

公告日期	基金名称	基金规模 (万元)	公司出资 (万元)	投资方向
2016/1/5	深圳市国采华测产业 并购基金合伙企业 (有限合伙)	5000	1000	主要投资方向为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 国家政策支持和鼓励的检测行业或企业。
2016/1/5	钛和常山创业投资合 伙企业(有限合伙)	25000	3000	主要投资符合国家产业政策支持发展的行业

资料来源:公司公告、平安证券研究所

4.2 签约大客户，公司名利双收

华测检测是唯一一家同时获得天猫、淘宝、京东、拍拍、唯品会、苏宁易购等电商平台授权的抽检合作伙伴，2016年又相继中标阿里巴巴生鲜检测，与沃尔玛中国签订检测合同，与普路通签订了《战略合作框架协议》。公司与大客户的签约，不仅对公司业绩增长有很好的促进作用，此外对扩大企业影响力，签约新的国际大客户，同时吸引这些大客户上游供应商采用华测服务有重大作用，预计未来公司客户将出现较快增长。

图表42 2016年公司与大客户频繁签约



资料来源:公司公告、平安证券研究所

- **中标阿里巴巴生鲜检测，率先切入生鲜电商。**2016年3月3日，中国首个行业生鲜标准联盟成立，华测检测成为其中一员，4月4日，公司中标阿里生鲜电商品质管控项目，率先切入生鲜。近年来，电商积极布局生鲜市场，据中国电子商务研究中心监测的数据显示，2015年全国生鲜电商交易规模达到560亿元，预计2018年将达到1283亿元，空间广阔，巨大的市场前景背后却存在着商品品质参差不齐等诸多问题。公司此次中标阿里生鲜电商品质管控项目，将从生鲜仓库审核、产品验证、商品检测和标准优化等多个方面帮助阿里提升生鲜品质，全程为其提供支持。

- **签约沃尔玛（中国），推动公司业绩增长。**2016年8月，公司与沃尔玛（中国）投资有限公司签订了《沃尔玛（中国）-华测检测合同书》，公司将为沃尔玛提供食品、化妆品、环境、玩具、纺织品、电器等检测服务。鉴于沃尔玛公司的零售规模和市场影响力，预计本次合约的落实将有望在未来两年内为公司的业绩带来积极的影响，并将有利于公司生命科学和消费品检测业务在综合零售市场的中长期拓展。
 - 沃尔玛公司的零售规模和市场影响力巨大。截止到2015年底，沃尔玛已经在全国19个省、2个自治区、4个直辖市的169个城市开设了433家商场、9家干仓配送中心和11家鲜食配送中心，沃尔玛中国与超过7000家供应商建立了合作关系，销售的产品中本地产品超过95%。2015-2017年，沃尔玛计划新增115家门店，以加大对中国市场不同业务的投资。
 - 公司与沃尔玛（中国）的主要合作内容有：1、双方合作范围：公司为沃尔玛提供食品、化妆品、环境、玩具、纺织品、电器等检测服务，出具检测报告。2、支付方式：按月支付。3、履约期限：2016年7月29日至2018年7月29日。
- **签约普路通，切入供应链管理领域。**2016年9月，公司与深圳市普路通供应链管理股份有限公司（002769.SZ）签订了《战略合作框架协议》，双方致力于建立长期、全面的战略合作伙伴关系，实现优势互补，共同就互联网信息技术与服务、质量大数据、检测和认证相关业务、供应链质量管理等领域进行战略合作。双方拟成立合资公司。资本预计不低于2000万元人民币，由华测检测控股。此次与供应链公司签约，有助于公司创新业务增长模式，培育新的增长点，同时提高客户粘性，对公司业绩持续增长有重大战略意义。
- **公司与阿里巴巴、沃尔玛等大客户签约意义重大。**一方面，阿里巴巴、沃尔玛体量巨大，且销售商品多数为快销品，频率高，检测服务需求高，签约对公司未来收入有较大提升作用；另一方面，阿里巴巴、沃尔玛上游涉及大量供应商，在阿里巴巴、沃尔玛选择华测检测的背景下，为了减少合作阻碍，上游供应商未来更有可能选择华测检测为其服务，预计未来华测检测客户将出现较快增长。

4.3 定增获批，布局潜力市场

2015年7月，公司发布非公开发行股票预案，募集资金总额不超过92000万元。本次发行已于2016年10月完成，发行价格为12.86元/股。募集资金主要用于检测基地建设、信息化系统及数据中心建设以及基于稳定同位素的检测平台和高通量基因检测平台建设。通过本次募投项目的实施，公司将在立足于现有机构网络和行业领域的基础上，进一步增强和完善上海和苏州两大基地的检测业务能力、积极进入具有长期发展潜力的检测市场，如食品安全检测、基因检测等，结合高效的信息系统和大数据分析能力，为客户提供更加经济、便捷的检验检测服务，进一步提高公司盈利能力。

图表43 公司定增获批，积极布局潜力市场

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入金额(万元)
1	华东综合检测基地（上海）（一期）	50538	45000
2	华东检测基地（苏州）（二期）	25409	22000
3	信息化系统及数据中心建设	15000	15000
4	基于稳定同位素的产品真实性和溯源性检测平台	6000	6000
5	高通量基因检测平台	4000	4000
	合计	100947	92000

资料来源:公司公告、平安证券研究所

五、盈利预测与估值

5.1 核心假设

预计 2016-2018 年，公司贸易保障检测和消费品测试业务收入增长率保持在 15%和 17%左右，工业品检测收入增长率保持在 22.5%左右，生命科学检测业务收入增速保持在 38%左右。

预计 2016-2018 年，公司营收增长率分别为 27.93%、27.09%、26.16%，营业收入分别为 16.48、20.94、26.42 亿元，毛利率分别为 52.79%、51.65%、50.97%，公司各项业务增速及毛利率假设如表 44 所示：

图表44 盈利预测假设

业务	类别	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
贸易保障检测	营业收入（亿元）	2.19	2.50	2.90	3.36	3.87	4.41
	营收增长率	7.73%	14.42%	15.90%	16.00%	15.00%	14.00%
	毛利率	74.06%	73.06%	67.91%	67.00%	66.50%	66.00%
消费品测试	营业收入（亿元）	2.16	2.01	2.32	2.74	3.20	3.72
	营收增长率	27.39%	-6.86%	15.55%	18.00%	17.00%	16.00%
	毛利率	65.13%	58.18%	53.27%	52.50%	51.00%	50.00%
工业品测试	营业收入（亿元）	0.71	1.02	2.32	2.84	3.34	3.76
	营收增长率	22.47%	45.39%	126.40%	25.00%	22.50%	20.00%
	毛利率	42.16%	49.45%	51.69%	51.50%	51.00%	51.00%
生命科学检测	营业收入（亿元）	2.72	3.72	5.34	7.48	10.32	14.03
	营收增长率	45.90%	36.92%	43.28%	40.00%	38.00%	36.00%
	毛利率	55.93%	50.37%	47.64%	47.00%	46.50%	46.50%
合计	营业收入（亿元）	7.77	9.26	12.88	16.48	20.94	26.42
	营收增长率	26.06%	19.20%	39.07%	27.93%	27.09%	26.16%
	毛利率	62.34%	58.09%	53.95%	52.79%	51.65%	50.97%

资料来源:Wind、平安证券研究所

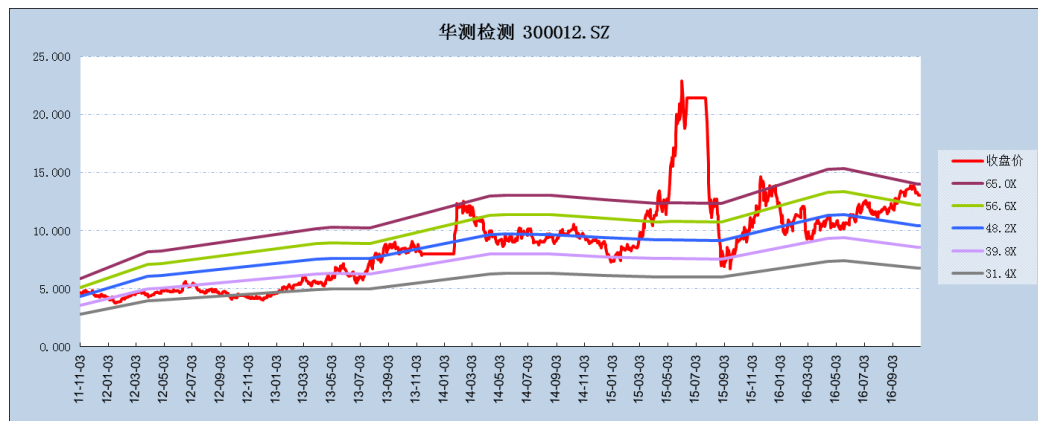
5.2 盈利预测与估值

根据上述假设，我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 16.48、20.94、26.42 亿元，EPS 分别为 0.26、0.33、0.41 元，同比分别增长 22.4%、23.5%、25.0%。虽然公司估值与历史估值相比处于较高水平，但考虑到公司业绩稳健增长，生命科学检测业务即将迎来收获，同时并购基金成立助力公司快速扩张，最新签订的沃尔玛和阿里生鲜电商等大客户助企业名利双收，定增获批募投基因检测等潜力市场，且公司估值在行业中处于较低水平，基于此，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

➤ 公司历史估值对比

公司当前 PE 与历史估值相比，处于较高水平。

图表45 公司当前估值与历史估值相比处于较高水平



资料来源:Wind、平安证券研究所 截止日期:2016年11月1日

➤ 行业估值对比

A 股上市公司中，与华测检测具备可比性的公司主要有电科院、苏试试验、东华测试，2016-2018 年行业 PE 平均水平为 135.42、66.35、48.35，华测检测估值与行业平均估值相比处于较低水平。

图表46 公司估值与行业相比处于较低水平

公司	代码	股价	EPS(元)				PE (倍)			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
华测检测	300012	13.04	0.22	0.26	0.33	0.41	60.46	49.38	39.99	31.99
电科院	300215	17.35	0.04	0.11	0.19	0.27	183.70	163.83	93.48	65.03
苏试试验	300416	37.18	0.79	0.49	0.66	0.88	130.24	75.71	56.11	42.22
东华测试	300354	27.40	0.06	0.11	0.36	0.51	806.78	252.77	75.84	54.16
平均估值							295.29	135.42	66.35	48.35

资料来源:公司公告、平安证券研究所;收盘价与EPS数据以2016年11月1日收盘价与万得一致预测为准

六、 风险提示

市场竞争加剧风险

并购不及预期风险

医药检测业务发展不及预期风险

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	801	1743	1885	2034
现金	458	1282	1376	1431
应收账款	269	358	390	449
其他应收款	34	49	56	76
预付账款	18	25	30	38
存货	1	1	2	2
其他流动资产	21	28	32	38
非流动资产	1087	1350	1443	1650
长期投资	20	26	32	38
固定资产	584	765	893	1085
无形资产	88	99	109	118
其他非流动资产	395	460	409	408
资产总计	1888	3093	3327	3684
流动负债	382	505	545	642
短期借款	125	190	200	210
应付账款	57	59	68	76
其他流动负债	200	256	278	356
非流动负债	47	38	40	39
长期借款	5	4	3	2
其他非流动负债	43	34	37	37
负债合计	429	543	585	681
少数股东权益	31	33	35	38
股本	383	837	837	837
资本公积	416	868	868	868
留存收益	632	803	1014	1280
归属母公司股东权益	1429	2517	2707	2964
负债和股东权益	1888	3093	3327	3684

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	277	289	391	512
净利润	182	223	275	344
折旧摊销	106	112	147	188
财务费用	1	-6	-11	-12
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-20	-42	-18	-7
其他经营现金流	10	4	-1	-0
投资活动现金流	-148	-378	-238	-394
资本支出	305	268	77	196
长期投资	10	-6	0	-6
其他投资现金流	168	-116	-160	-204
筹资活动现金流	67	914	-61	-63
短期借款	114	65	10	10
长期借款	-12	-1	-1	-1
普通股增加	2	455	0	0
资本公积增加	12	452	0	0
其他筹资现金流	-49	-57	-70	-72
现金净增加额	198	825	93	55

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1288	1648	2094	2642
营业成本	593	778	1013	1295
营业税金及附加	3	3	4	4
营业费用	245	329	417	523
管理费用	231	280	346	423
财务费用	1	-6	-11	-12
资产减值损失	15	15	16	17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	200	250	312	394
营业外收入	17	19	19	18
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	215	267	329	411
所得税	33	44	54	67
净利润	182	223	275	344
少数股东损益	2	2	2	3
归属母公司净利润	181	221	273	341
EBITDA	320	373	465	587
EPS(元)	0.22	0.26	0.33	0.41

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	39.1	27.9	27.1	26.2
营业利润(%)	25.1	25.1	24.8	26.3
归属于母公司净利润(%)	23.6	22.4	23.5	25.0
获利能力				
毛利率(%)	53.9	52.8	51.6	51.0
净利率(%)	14.0	13.4	13.0	12.9
ROE(%)	12.5	8.7	10.0	11.5
ROIC(%)	11.2	7.9	9.0	10.4
偿债能力				
资产负债率(%)	22.7	17.5	17.6	18.5
净负债比率(%)	-21.3	-42.6	-42.7	-40.6
流动比率	2.1	3.5	3.5	3.2
速动比率	2.1	3.5	3.5	3.2
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	5.6	5.3	5.6	6.3
应付账款周转率	12.0	13.4	16.0	18.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.26	0.33	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.35	0.47	0.61
每股净资产(最新摊薄)	1.71	3.01	3.23	3.54
估值比率				
P/E	60.5	49.4	40.0	32.0
P/B	7.6	4.3	4.0	3.7
EV/EBITDA	33.3	26.5	21.1	16.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033