



Research and
Development Center

中国第三方检测与认证服务的开拓者和领先者

—— 华测检测（300012.sz）首次覆盖报告

2018年5月3日

中小企业研究团队

单丹 分析师

钟惠 分析师

胡申 分析师

中国第三方检测与认证服务的开拓者和领先者

2018年05月03日

本期内容提要:

- ◆ **华测检测: 检测行业龙头, 内生外延拓展版图。**公司目前牢牢把握国内民营检测企业龙头位置, 近年来营业收入保持良好增长态势。基于检测行业领域性、区域性的特点, 公司近年来采取内生自建和外延并购并举的策略, 积极抢占国内不同领域、不同地区的检测行业市场份额。
- ◆ **公司营收增长稳定, 利润同比增长指标恢复预期。**公司从2011年到2017年, 营业收入同比增长基本高于20% (除2014年度为19%), 显现健康的成长态势。2016年, 由于子公司预期盈利不达标和快速布局带来成本上升, 导致公司归母净利润同比减少43.77%, 2017年伴随子公司所涉行业行情复苏和公司管理效率提高, 净利润恢复至2014年水平, 同比增长32%。
- ◆ **检测市场蓬勃发展, 国内市场化改革利好第三方检测机构。**伴随全球经济发展, 人们消费水平和消费质量逐步提高, 全球检测市场规模不断扩大, 从2009年到2016年, 全球行业复合增速达10%。从我国具体情况来看, 中国检测市场由于经济体制的特殊性, 此前主要由国有企业把控主导, 未来随着市场化改革的推进, 市场准入门槛放宽, 为国内第三方民营检测机构带来发展机遇。从数据来看, 国内检测市场规模从2008年到2015年, 复合增速高达28%; 从2009年到2014年, 第三方检测市场规模复合增速达31%, 两个数据指标都远高于全球水平。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**按公司总股本16.58亿股计算, 我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.13元、0.18元、0.20元, 对应5月2日收盘价的市盈率分别为36、26、23倍。鉴于对检测行业的看好及公司在民营第三方检测机构的领先地位, 我们首次给予“增持”投资评级。
- ◆ **风险因素:**国家政策的不确定性; 国内市场竞争者不断增加, 市场竞争加剧; 子公司持续亏损影响经营业绩; 大举并购引发商誉减值风险等。

公司主要财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,652.26	2,118.23	2,779.43	3,377.50	3,883.98
增长率 YoY %	28.30%	28.20%	31.21%	21.52%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	101.54	133.90	210.99	291.40	328.46
增长率 YoY%	-43.77%	31.87%	57.57%	38.12%	12.72%
毛利率%	50.61%	44.37%	46.34%	47.39%	47.17%
净资产收益率 ROE%	5.30%	5.48%	8.20%	10.39%	10.55%
EPS(摊薄, 元)	0.06	0.08	0.13	0.18	0.20
市盈率 P/E(倍)	74	56	36	26	23

证券研究报告

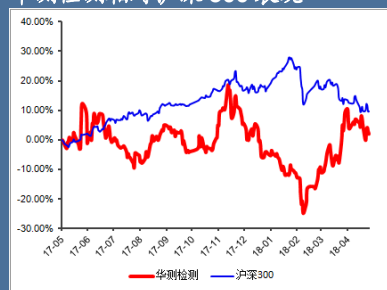
公司研究——首次覆盖

华测检测 (300012.sz)



首次评级

华测检测相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

单丹 分析师

执业编号: S1500512060001
联系电话: +86 10 8332 6701
邮箱: shandan@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号: S1500514070001
联系电话: +86 10 8332 6792
邮箱: zhonghui@cindasc.com

胡申 分析师

执业编号: S1500514070007
联系电话: +86 10 8332 6703
邮箱: hushen@cindasc.com

公司主要数据 (2018.05.02)

收盘价(元)	4.52
52周内股价波动区间(元)	5.75-3.36
最近一月涨跌幅(%)	-11.37
总股本(亿股)	16.58
流通A股比例(%)	88.96
总市值(亿元)	74.92

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

市净率 P/B(倍)	3.12	3.01	2.82	2.54	2.28
------------	------	------	------	------	------

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 05 月 02 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
华测检测：检测行业龙头，内生外延并举	2
公司概况	2
主营介绍及相关财务指标	3
内生外延拓展版图，加码华东完善布局	5
国际市场增速放缓，国际龙头实力雄厚	8
国际市场总体概况	8
国际检测行业龙头企业概况	10
国内市场前景广阔，市场化政策利好第三方机构	11
国内市场总体概况	11
国内检测行业相关政策法规	12
盈利预测、估值与投资评级	14
盈利预测及假设	14
公司估值及投资评级	15
风险因素	16

表 目 录

表 1：华测检测主营业务	3
表 2：华测检测上市以来并购公司	6
表 3：华测检测设立的产业并购基金	7
表 4：2015 年 7 月华测检测增发募集资金计划用途	7
表 5：华测检测主营业务经营假设（单位：亿元）	14
表 6：A 股可比公司情况一览	15

图 目 录

图 1：华测获 CNAS 颁发的实验室认可证书	2
图 2：华测获美国 UL 颁发的 CAP 证书	2
图 3：华测获得 BV 船级社颁发的资质证书	2
图 4：华测检测 2011-2017 年营业收入及同比增长情况	4
图 5：华测检测 2012-2017 年四大业务领域营收情况	4
图 6：华测检测 2011-2017 年四大业务领域占比情况	4
图 7：华测检测 2017 年四大业务领域具体占比情况	4
图 8：华测检测 2011-2017 年净利润及同比增长情况	5
图 9：华测检测 2011-2017 年四大业务领域毛利率变动情况	5
图 10：华测检测 2011-2016 年研发投入及其同比增长情况	8
图 11：2009 年-2016 年全球检测市场规模及同比增速	9
图 12：全球检测市场地域分布情况	9
图 13：2016 年全球检测行业市场份额	9
图 14：2016 年四家企业营业收入及目前市值水平	10
图 15：四家企业 logo	10
图 16：我国第三方检测市场规模	11
图 17：全球检测行业潜在市场空间地域分布	11
图 18：2008-2014 年我国检测行业不同性质机构市场份额占比情况	12
图 19：2016 年我国我国检测行业不同性质机构市场份额占比情况	12
图 20：我国检测行业政策演变过程	13
图 21：2017 年以来国内利好第三方检测行业的政策	13

投资聚焦

投资逻辑

检测市场蓬勃发展，国内市场化改革利好第三方检测机构。伴随全球经济发展，人们消费水平和消费质量逐步提高，全球检测市场规模不断扩大，从2009年到2016年，全球行业复合增速达10%。从我国具体情况来看，中国检测市场由于经济体制的特殊性，此前主要由国有企业把控主导，未来随着市场化改革的推进，市场准入门槛放宽，为国内第三方民营检测机构带来发展机遇。从数据来看，国内检测市场规模从2008年到2015年，复合增速高达28%；从2009年到2014年，第三方检测市场规模复合增速达31%，两个数据指标都远高于全球水平。

与市场不同之处

公司目前处于业务扩张期，新建实验室较多而业务量尚未有效提升，因此反映出一定程度的盈利能力下滑。我们预计在未来该状况随着业务量提升产生规模效应后会逐渐改善。

公司是中国第三方检测与认证服务的开拓者和领先者。在目前检测机构多为国有的背景下，公司在民营第三方检测机构中处于绝对龙头地位。借鉴国际检测行业发展经验及国内检测行业发展趋势，我们看好国内第三方检测的市场空间，并相信民营检测机构会发挥越来越大的作用。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2018-2020年实现归母净利润为2.11亿元、2.91亿元、3.28亿元，按公司总股本16.58亿股计算的EPS分别为0.13元、0.18元、0.20元，对应5月2日收盘价的市盈率分别为36、26、23倍。

公司为民营第三方检测机构，目前处于业务发展期，刚刚建成或在建的实验室众多，盈利能力有较大提升空间。与同行业公司相比，公司独立性更好，实验室覆盖度高，业务布局全面，PB估值具有一定优势。鉴于对整个检测行业的看好及对公司在民营第三方检测机构的领先地位，我们首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险因素

- 1、国家政策的不确定性；
- 2、国内市场竞争者不断增加，市场竞争加剧；
- 3、子公司持续亏损影响经营业绩；
- 4、大举并购引发商誉减值风险等。

华测检测：检测行业龙头，内生外延并举

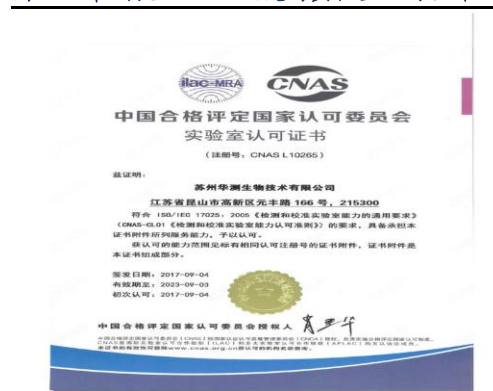
公司概况

华测检测是国内目前最大的民营综合性检测服务机构，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，服务网络遍布全球，为企业提供一站式解决方案。

公司成立于 2003 年，总部位于深圳，在全国拥有 60 多个分支机构，同时拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域 130 多个实验室。目前每年出具约 200 万份检测报告，服务客户约 9 万家，其中有超过百家客户为世界五百强。2009 年 10 月 30 日，CTI 华测检测成功在深交所挂牌上市，成为深圳市首家在创业板上市的公司，也是国内检测行业首家上市公司。

公司凭借良好的检测能力和服务质量，累积了较为齐全的行业资质。在国内方面，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，同时通过了国家级计量认证（CMA）和国家食品药品监督管理总局 GLP 认证。此外，公司于 2015 年入围国家强制性产品认证（CCC）指定实验室，于 2017 年获国家工业节能绿色发展评价中心资质。

图 1：华测获 CNAS 颁发的实验室认可证书



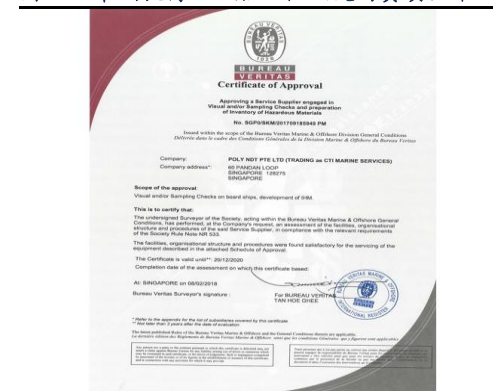
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 2：华测获美国 UL 颁发的 CAP 证书



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 3：华测获得 BV 船级社颁发的资质证书



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

在国际方面，公司拥有欧盟 CE 认证 NB 机构资质、联合国清洁发展机制（CDM）审核机构资质、IEC 国际电工协会 CB 资质。公司得到了英国 UKAS、美国 ANSI、美国“能源之星”、新加坡 SPRING、国际实验动物评估和认可委员会（AAALAC）等机构的认可。同时，公司还是美国消费者委员会（CPSC）、美国 FCC、美国 UL、加拿大 IC、墨西哥 NYCE、挪威 NEMKO、德国 TUV、德国 OS、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。2018 年 2 月，隶属于华测下的新加坡 Poly NDT 公司，成为亚洲首家获得 DNVGL 船级社和 BV 船级社认可的船舶有害物质清单（IHM）服务的专家机构，也是全球为数不多的能同时满足香港拆船公约、欧盟拆船法规和有害物质清单编制指南的专家机构。

主营介绍及相关财务指标

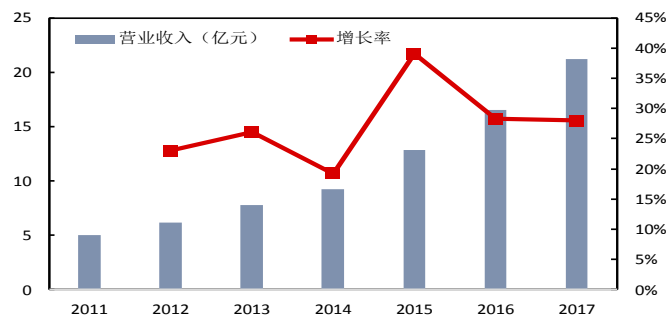
华测集团及各分子公司在各领域可为客户提供检测、检验、认证、审核、培训、鉴定、咨询等服务。

表 1: 华测检测主营业务

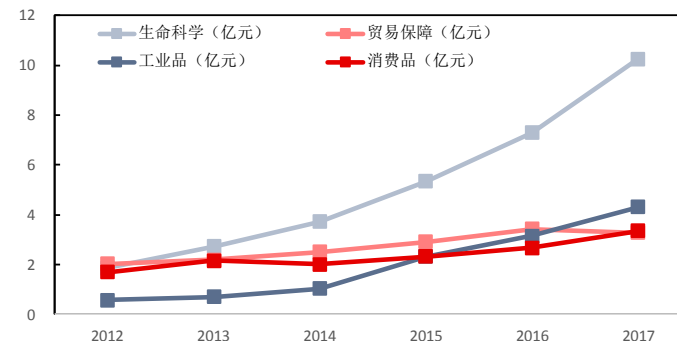
产品	特色
日用品	有害物质检测, 可靠性与失效分析, 金属材料检测, 非金属材料分析, 纺织品、鞋类、箱包检测, 玩具、婴童产品、学习用品、家具、餐厨具等食品接触材料及杂货检测, 贵金属、宝玉石检测鉴定评估, 名表鉴定评估保养;
食品与农产品	食品、药品、日化产品、农产品、保健品、饲料、食品包装和接触材料检测及认证, 工业化学品、农药等测试评价;
生命科学	分子及基因检测、诊断, 药效、毒理学, 生物分析, 职业安全卫生, 健康体检, 医疗器械代理、注册、咨询;
工程与设备	建材与工程检测、检验及认证, 特种设备无损检测, 风电机组检测及监造
电器与工业品	安规检测, EMC 检测, CCC 认证, CB 测试, 国内国际贸易货物检测鉴定评估, 有害生物管理, 计量校准、尺寸测量及仪器维修及相关领域检测分析;
环境	环境检测与咨询, 环境污染治理设施运行, 污染源在线监控设施委托运行等
交通运输	汽车整车及其零部件检测, 金属分析, 船舶及工程, 货物适运鉴定;
其他技术服务	验货与合规服务, 审核服务, 体系咨询, 产品认证, 能力验证, 标准物质研发和销售, 法律法规注册/咨询, 化学品、食品、消费品等法规咨询和产品注册, 培训等等

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心整理。

2017 年, 公司实现营业收入 21.18 亿元, 同比增长 28%。公司从 2011 年到 2017 年, 营业收入同比增长基本高于 20% (除 2014 年度为 19%), 显现健康的业绩成长态势。从 2011 年到 2017 年, 公司营业收入复合增长率达 27%。

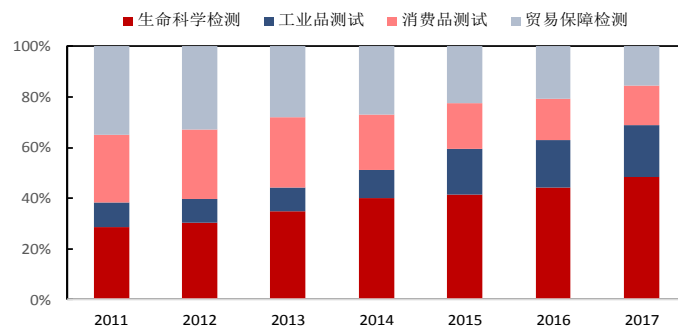
图 4：华测检测 2011-2017 年营业收入及同比增长情况


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

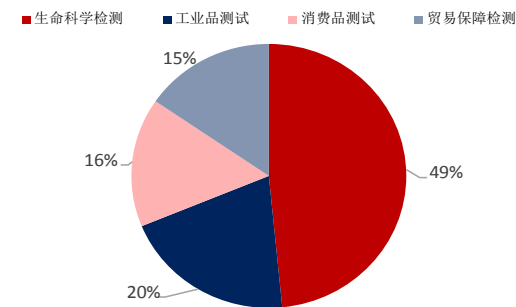
图 5：华测检测 2012-2017 年四大业务领域营收情况


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

华测检测的业务布局可以分为生命科学检测、贸易保障检测、消费品测试和工业品测试四大领域。从 2017 年四大领域占比情况来看，其中生命科学检测收入合计 10.26 亿元，占比最高，达 48%；工业品测试领域全年收入 4.31 亿元，占比 20%；其余两大领域收入占比均为 15% 左右。从四大领域收入增速来看，生命科学检测和工业品检测营业收入增长较快，分别达 40% 和 37%；消费品测试增速为 25%；贸易保障检测营收同比下降 4.6%。目前从国内检测行业来看，生命科学检测领域在短期内存在较大的突破空间，公司经营策略随之改变，营收结构发生相应变动，生命科学检测业务增长迅速，同时工业测试品占比也有显著提升。贸易保障检测和消费品测试业务占比虽有下降，但两类业务收入仍占据公司约 31% 的营业收入，为公司提供了稳定现金流。

图 6：华测检测 2011-2017 年四大业务领域占比情况


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

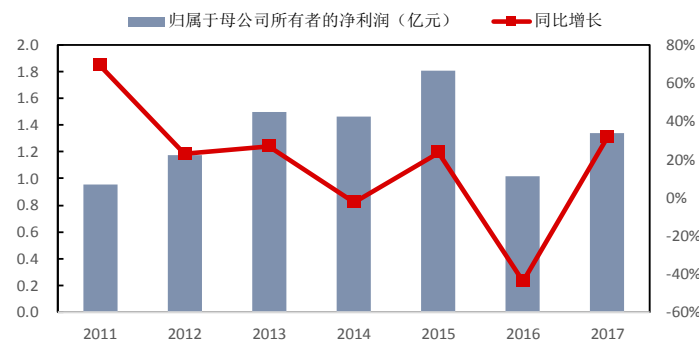
图 7：华测检测 2017 年四大业务领域具体占比情况


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

公司 2016 年净利润 1.11 亿元，其中归母净利润 1.02 亿元，同比减少 43.77%，这主要有两方面原因：其一，公司收购杭州华安无损检测技术有限公司后，因受原油价格大幅下降导致石油、化工行业不景气，另环保政策趋严，石化产业工程项目建设严重放缓或暂停，华安检测公司 2016 年度实际经营业绩完成情况与收购时承诺业绩有较大差距；其二，近年由于公司扩大规模，实验室不断新增，实验室采购大量设备结转固定资产，同时人力成本上升、房租等固定成本的刚性支增长较快，成本费用快速增长对公司利润造成影响。2017 年，伴随子公司所涉行业行情复苏和公司管理效率提高，公司累计净利润 1.38 亿元，其中归母净利润 1.34 亿元，同比增长 32%。

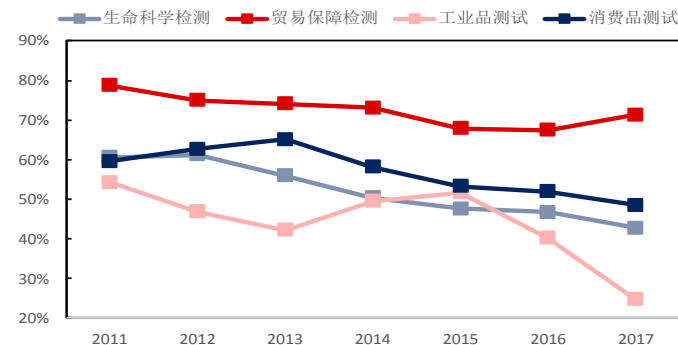
从毛利率来看，公司毛利率整体较高，其中贸易保障检测毛利率最高，达 71.37%，工业品测试毛利率最低，为 24.64%。但从横向来比较，可以看出近年来公司毛利率处于下滑状态，这主要是由于近年来检测领域逐渐得到市场关注，更多企业进入市场导致行业竞争加大。再加上公司处于快速扩张期，规模效应仍未显现，毛利率水平有所下降。

图 8: 华测检测 2011-2017 年净利润及同比增长情况



资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 9: 华测检测 2011-2017 年四大业务领域毛利率变动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

内生外延拓展版图，加码华东完善布局

自建与并购

由于检测业务展开需要将检测样本移送到检测公司的实验室，因此检测公司普遍对检测客户与实验室的距离敏感，这导致了检测行业具有一定区域性的特点。行业内主要通过自建或并购实验室的方案实现业务地域覆盖的扩大。

企业的内生拓展能够排除整合风险，降低企业扩张成本，保证企业文化和企业内部管理战略的协调一致。仅 2017 年，公司在全国范围内新建约 20 家下属机构（子公司或分公司），地域覆盖辽宁、黑龙江、内蒙古、陕西、安徽、福建、广东、北京、天津等全国多个省市地区。

由于新建实验室需要重新获得相应的检测资质，导致高昂的时间成本，因此并购也成为行业内企业拓展业务的主要手段。参考欧美等成熟市场，国际检测巨头也主要通过并购来扩大业务范围和提升市场占有率，迅速获得被收购方所掌握的资质和渠道，实现规模效益。华测上市以来，大举采取并购策略，收购了一系列不同细分领域的检测公司。

表 2: 华测检测上市以来并购公司

时间	并购公司	股权比例	主营业务
2010	深圳鹏程国际认证有限公司	81%	体系认证
2010	深圳鹏程进出口商品检验鉴定事务所有限公司	51%	进出口商品检测
2010	天津滨华测产品检测中心有限公司	56%	环境检测
2011	杭州瑞欧科技有限公司	51%	贸易检测
2013	英国 CEM INTERNATIONAL LIMITED	70%	无线通信检测
2013	苏州安评化学品技术服务有限公司	100%	化学物质检测
2014	大连华信理化检测中心有限公司	100%	环境检测
2014	西安东仪综合技术实验室有限责任公司	22%	军工设备检测
2014	新加坡 POLYNDT LIMITED	70%	船舶无损探伤检测
2014	黑龙江省华测检测技术有限公司	100%	食品检验
2014	杭州华安无损检测技术有限公司	100%	特种设备检测、工业工程检测
2015	广州市衡建工程检测有限公司	65%	工程检测
2015	河南华测检测技术有限公司	100%	技术检测
2015	福州特安泉检测技术有限公司	51%	无损检测技术研发
2015	舟山市经纬船舶服务有限公司	60%	船舶检测
2015	浙江久正工程检测有限公司	51%	工程检测
2016	江阴益康门诊部有限公司	66.67%	职业健康检测
2016	镇江华测金大医学检测所有限公司	51%	医学检测
2016	宁波唯质检测技术服务有限公司	100%	纺织、食品、玩具检测
2016	河南省数字证书有限责任公司	71%	数字证认证
2016	北京中瑞雅德士技术服务有限公司	100%	食品检测
2016	福建尚维测试有限公司	51%	纺织、服装检测
2016	浙江盛诺检测技术有限公司	51%	机械、工程检测

2017	四川华测建信检测技术有限公司	68%	建材检测
------	----------------	-----	------

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心整理

此外公司还于 2016 年计划成立两支产业并购基金（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），但由于投资伙伴发生变化和未募集到足额资金等原因，两个项目都未能继续推进。2016 年 10 月，为了充分发挥各方的优势，实现多方共赢，提高资金使用效率，华测检测全资子公司深圳华测投资管理有限公司投资 3000 万元人民币与钛和资本管理有限公司及其他八个投资伙伴合作设立“南京钛和股权投资合伙企业（有限合伙）”。该基金主要投资医疗健康行业和第三方检测服务行业，基金的设立将利用专业投资合作伙伴的投资经营，帮助公司寻求更佳更契合的并购标的，加快外延式发展步伐。

表 3：华测检测设立的产业并购基金

基金名称	南京元谷股权投资合伙企业（有限合伙）（原名为南京钛和股权投资合伙企业）
成立时间	2017 年 1 月
基金规模	3 亿元人民币
华测出资	3000 万元人民币
投资方向	医疗健康行业和第三方检测服务行业
基金退出方式	上市公司收购、借壳上市、股权出售、IPO、协议回购等

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

检测基地部署，加码华东地区

公司 2015 年 7 月发布非公开发行股票预案，计划募集不超过 9.2 亿元。本次发行已于 2016 年 10 月完成，发行价格为 12.86 元/股。募集资金将用于华东检测基地、相关检测平台以及信息化技术的建设，其中约 6.7 亿元的募集资金将用于华东地区基地（上海、苏州）的建设。此次战略性增发，将进一步完善公司华东地区的服务网络、加强检测服务效率、降低成本，提高公司在华东地区的市场竞争力。

表 4：2015 年 7 月华测检测增发募集资金计划用途

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金投入额（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）（事期）	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		100974	92000

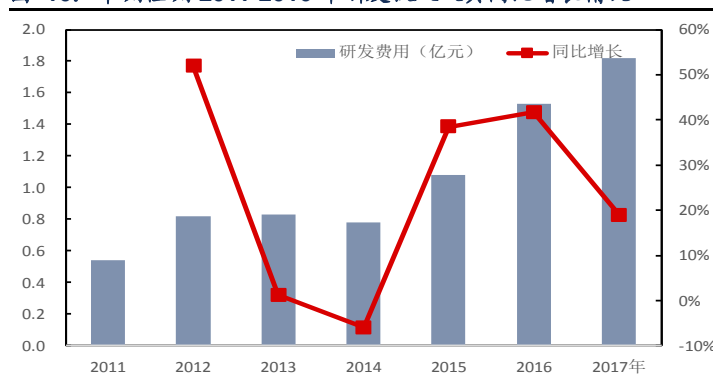
资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

公司 2017 年 8 月发布《华测检测认证集团股份有限公司南方区检测基地建设项目可行性研究报告》，报告中指出华测计划投资约 1.65 亿元用于建设南方区检测基地。这一检测基地将是公司在南方地区的检测认证业务中心，有利于利用既有的优势和成果，结合南方地区产业结构升级转型的需要，全力打造具有行业领先优势、高精技术集中的检测认证高地。

大幅增加研发投入

先进检测器械和检测技术是检测公司的核心竞争力。基于这一行业特点，公司逐年增加研发投入（2015 年与 2016 年的公司研发投入均超过 1 亿元，同比增长也都在 40% 左右），提高研发人员的比例（已从 2011 年的 18% 提升至 2015 年的 33%），从而保持自身在行业内的竞争优势。截止 2015 年末，公司已取得专利 93 项，其中发明专利 28 项，实用新型专利 65 项；参与制定、修订标准达 310 项，已公布标准 230 项，其中国家标准有 135 项，强制标准有 16 项。

图 10：华测检测 2011-2016 年研发投入及其同比增长情况

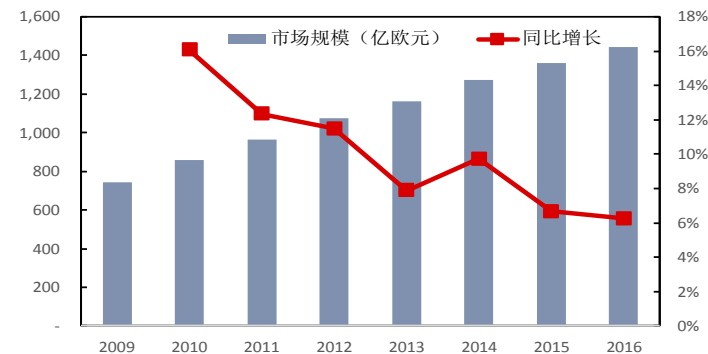


资料来源：Wind，信达证券研发中心

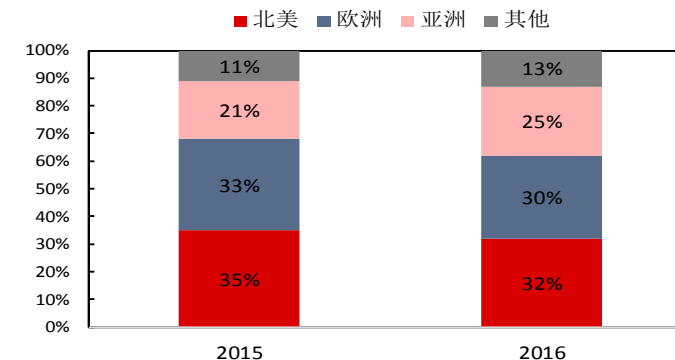
国际市场增速放缓，国际龙头实力雄厚

国际市场总体概况

伴随各国政府与民众对产品质量、产品安全性、环境友好性的关注日益上升，全球检测市场规模保持健康的增长态势，市场规模从 2009 年的 741 亿欧元增长至 2016 年的 1445 亿欧元，复合增速达 10%。目前检测市场主要集中在欧洲，北美等相对发达地区，随着这些地区检测行业布局的完善，全球总体增长速度在近年内放缓。但从横向来看，欧洲和北美在全球市场规模的比重有下降趋势，亚洲和其他地区相应崛起，未来随着发展中国家检测市场的打开，检测市场会迎来新的蓬勃周期。

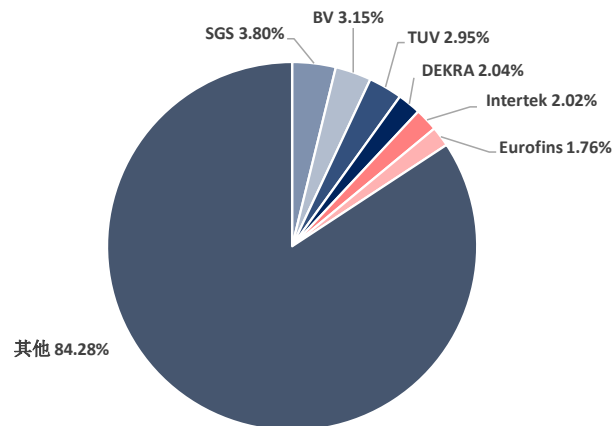
图 11: 2009 年-2016 年全球检测市场规模及同比增速


资料来源: 前瞻网, 信达证券研发中心

图 12: 全球检测市场地域分布情况


资料来源: 前瞻网, 信达证券研发中心

检测市场整体呈现碎片化, 集中度不断提高。据 Confederation of Inspection and Certification Organisations 数据, 全球检测市场呈现碎片化现状, 超过 2,000 家公司, 雇员超过 60 万人。近年来行业集中度有所提高, 2015 年营收排名前 11 的公司市场份额之和为 29%。国际的几大行业巨头普遍采取内部扩张和并购的方式, 逐步实现全领域覆盖; 而中型和小型检测企业的业务则主要集中在特定的地区或领域。

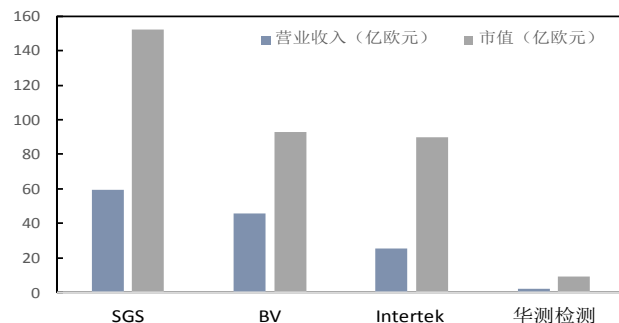
图 13: 2016 年全球检测行业市场份额


资料来源: 前瞻网, 公司公告, 信达证券研发中心

国际检测行业龙头企业概况

目前全球检测行业，SGS 集团、BV 集团、Intertek 集团是三大龙头企业，近年来三大企业都积极拓展市场领域，实现业绩的稳定增长。

图 14: 2016 年四家企业营业收入及目前市值水平



资料来源: Bloomberg, Wind, 信达证券研发中心

图 15: 四家企业 logo



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

SGS 集团（瑞士通用公证行），总部位于瑞士日内瓦，创建于 1878 年，目前市值 152 亿欧元。SGS 集团在全球设立了目前 2000 多个分支机构和实验室，拥有 90000 多名员工。2016 年 SGS 营业收入达到 59.85 亿瑞士法郎（约 59 亿欧元）。

BV 集团（法国国际检验局）总部位于法国巴黎，成立于 1828 年，目前市值 93 亿欧元。BV 集团在全球设立了 14000 个办公室和实验室，遍布 140 个国家，拥有超过 66000 名员工、客户 40 万家，获得了 900 多个专业资质和国家认可资质。2016 年总收入为 45.5 亿欧元。

Intertek 集团（天祥）创立于 1880 年，总部位于伦敦，目前市值 90 亿欧元。Intertek 集团在全球设立了超过 1000 个实验室，遍布 100 多个国家，拥有员工约 41000 名，客户 20 万家。2016 年总收入达到 25.67 亿欧元。

华测检测成立于 2003 年，总部位于深圳，目前市值约 75 亿元人民币（约 9 亿欧元），拥有 140 多个分支机构和实验室，拥有员工约 6500 名，约 9 万个客户。2017 年营业收入 21.18 亿元人民币（约 2.7 亿欧元）。

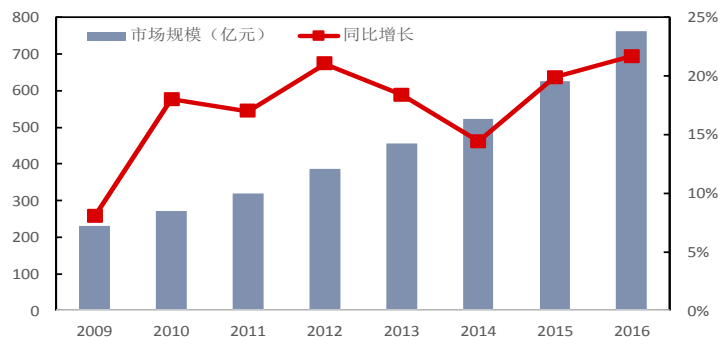
对比以上数据，无论是规模收入、盈利水平还是运营效率来看，华测检测都还有较大提升和发展空间。

国内市场前景广阔，市场化政策利好第三方机构

国内市场总体概况

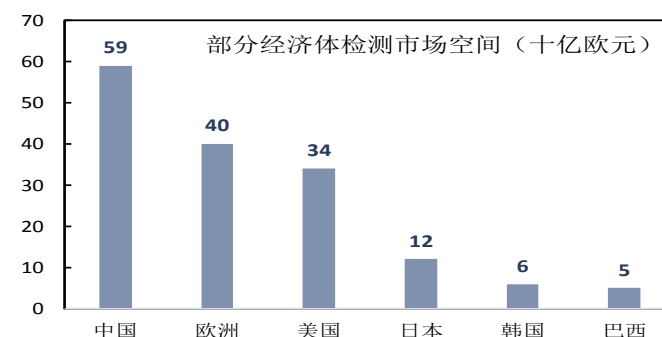
从历史数据来看，根据产业信息网的统计，第三方检测市场规模从 2009 年 230 亿元增长到 2016 年 761 亿元，复合增速达 22%。从未来增长潜力来看，据 IHS 预测，2020 年全球潜在市场规模最大的三个地区依次为中国（590 亿欧元）、欧洲（400 亿欧元）、美国（340 亿欧元）。

图 16: 我国第三方检测市场规模



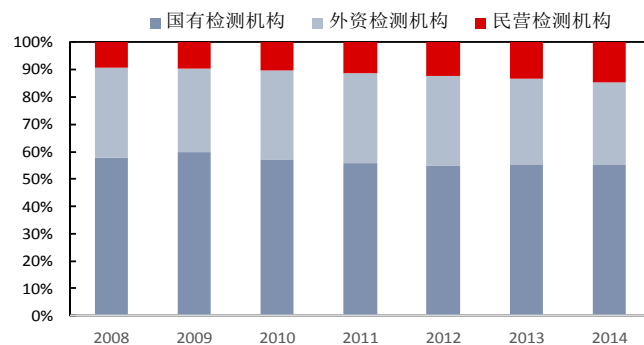
资料来源：前瞻网，信达证券研发中心

图 17: 全球检测行业潜在市场空间地域分布

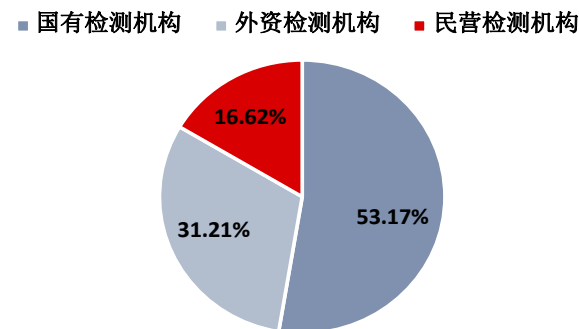


资料来源：IHS，信达证券研发中心

按照目前国内检测市场的资本结构划分，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。其中国有检测机构占据 50% 以上的市场份额，开展政府指定的强制性检测项目；外资检测机构凭借多年的技术积累和品牌影响力占据 30% 以上市场份额；民营检测机构由于起步较晚，技术和渠道方面还稍显逊色，占据 10% 以上的市场份额。但随着资本和技术实力的增长，再加上本土企业带来的一定渠道优势，民营检测机构近年来市场占有率不断上升，2016 年，民营检测机构营收占比达 16.6%。

图 18: 2008-2014 年我国检测行业不同性质机构市场份额占比情况


资料来源: 产业信息网, 信达证券研发中心

图 19: 2016 年我国检测行业不同性质机构市场份额占比情况


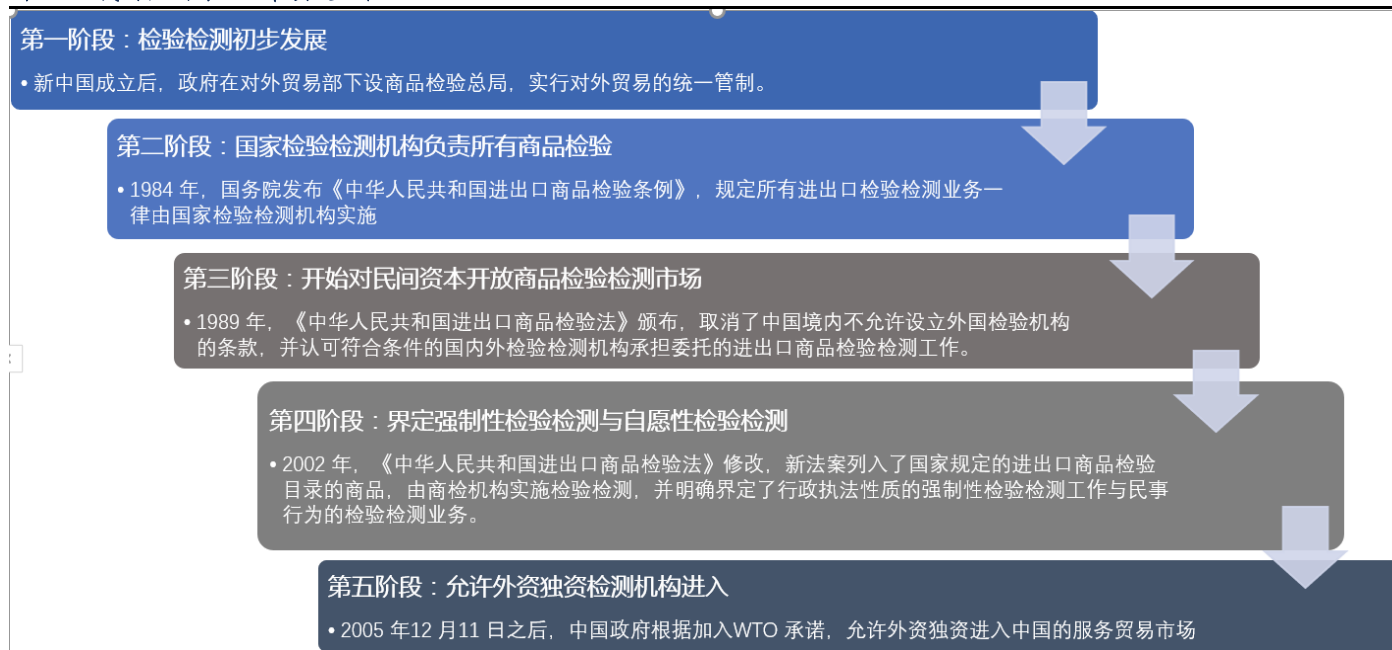
资料来源: 前瞻网, 信达证券研发中心

我国产品认证一般包括强制性产品认证(占比 60%左右)以及自愿性产品认证(占比 40%左右)两类。强制性产品认证制度是我国消费品市场的基本准入制度, 目前已覆盖 20 大类, 158 种产品, 是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。

强检产品由国家认监委(中国国家认证认可监督管理委员会)指定机构或实验室开展检测工作。我国强检市场认证机构的批准于 2014 年逐步放开, 截止到 2018 年 4 月, 有 25 家企业得到批准。但目前已批准的认证机构全部为国有企业。与认证机构相比, 认监委指定的强检实验室数量较多, 截止 2018 年 4 月, 有 195 家实验室获得资格。2014 年之前指定的实验室全部属于国资背景, 2014 年, 认监委首次放宽实验室门槛, 指定苏州 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)为强检实验室。2015 年 9 月, 华测检测在三个领域被指定为强检实验室, 截止 2018 年 4 月, 华测检测拥有音视频设备、信息技术设备、电信终端设备、电玩具类产品的认证资格。

国内检测行业相关政策法规

新中国成立后, 我国首先将检验检测重心放在进出口贸易业务上; 改革开放后, 我国检测市场逐渐将检验检测中心放在国内市场上, 检测市场也逐渐向外资和民营企业开放。

图 20: 我国检测行业政策演变过程


资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

检测行业属于快速消费型行业，产品的每一次更新都需要相应的检测服务，因此这一属性为检测行业自身赋予很高价值。同时，检测市场规模取决于国民消费体量与检测意愿，伴随中国经济发展，国民消费水平和消费质量逐步提高，中国的检测市场规模巨大。此外，不同于欧洲和北美的由市场主导的行业发展模式，目前控制大部分中国检测市场的仍然是带有国有性质的企业，随着中国市场化改革的推进，针对这部分市场份额的门槛也将逐步放宽，未来给予第三方检测机构的市場空间将更大。

图 21: 2017 年以来国内利好第三方检测行业的政策

时间	相关政策法规	相关内容
2017.1	《“十三五”生物产业发展规划》	规划支出，国家将支持第三方检测中心发展与建设，打造标准化基因检测、中药检测等专业化独立第三方服务机构
2017.3	《认证认可检验检测发展“十三五”规划》	规划支出，国家将加快检验检测认证产业化发展，支持检验检测认证机构整合，支持国有从业机构推进混合所有制改革。
2017.4	成都市《关于推动食品安全监管创新的建议》	报告指出，成都市将支持第三方检测机构发展，构建立体检验检测体系。
2017.11	《中华人民共和国标准化法》	新修订后的《标准化法》删除了原《标准化法》第 19 条，使国家质检中心的设立和授权

失去了上位法依据，由于此前审查认可 CAL 只针对国有检测机构，使这些国有质检中心享有 CAL “光环”，给外资和民营检测机构带来不公平的市场竞争环境。

2017.11 《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》报告聚焦轨道交通装备等九个领域，内容涉及加强第三方检验检测机构建设。

2018.1 北京市《加快科技创新发展科技服务业的指导意见》报告指出，支持第三方检验检测机构拓展服务领域，积极推动检验检测公共服务平台建设。

资料来源：产业信息网，信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

主要假设：我们假设公司各项业务生产经营保持稳定水平，在积极的市场扩展下，我们预计公司四大业务领域都会有一个相对较高的营收增长率，其中生命科学领域和工业品领域增速较快。

盈利能力方面，公司目前处于业务扩张期，新建实验室较多而业务量尚未有效提升，因此反映出一定程度的盈利能力下滑。我们预计在未来该状况随着业务量提升产生规模效应后会逐渐改善。

表 5：华测检测主营业务经营假设（单位：亿元）

报告期	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生命科学检测					
收入	7.28	10.26	14.36	18.67	22.41
成本	3.88	5.88	8.19	10.27	12.33
毛利率	46.75%	42.74%	43.00%	45.00%	45.00%
增长率	36.45%	40.91%	40.00%	30.00%	20.00%
贸易保障检测					
收入	3.43	3.27	3.43	3.60	3.78
成本	1.12	0.94	1.03	1.08	1.14
毛利率	67.41%	71.37%	70.00%	70.00%	70.00%
增长率	18.22%	-4.60%	5.00%	5.00%	5.00%
工业品测试					
收入	3.15	4.31	5.82	6.69	7.36
成本	1.88	3.25	3.61	4.01	4.42
毛利率	40.14%	24.64%	38.00%	40.00%	40.00%
增长率	35.54%	37.04%	35.00%	15.00%	10.00%

消费品测试					
收入	2.67	3.34	4.18	4.81	5.29
成本	1.28	1.72	2.09	2.40	2.64
毛利率	51.89%	48.44%	50.00%	50.00%	50.00%
增长率	14.92%	25.22%	25.00%	15.00%	10.00%
营业收入	16.52	21.18	27.79	33.78	38.84
营业成本	8.16	11.78	14.91	17.77	20.52
毛利率	50.61%	44.37%	46.34%	47.39%	47.17%
营业收入增长率	28.30%	28.20%	31.21%	21.52%	15.00%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

结合以上假设, 我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润为 2.11 亿元、2.91 亿元、3.28 亿元, 按公司总股本 16.58 亿股计算的 EPS 分别为 0.13 元、0.18 元、0.20 元, 对应 5 月 2 日收盘价的市盈率分别为 36、26、23 倍。

公司估值及投资评级

公司是中国第三方检测与认证服务的开拓者和领先者。在目前检测机构多为国有的背景下, 公司在民营第三方检测机构中处于绝对龙头地位。借鉴国际检测行业发展经验及国内检测行业发展趋势, 我们看好国内第三方检测的市场空间, 并相信民营检测机构会发挥越来越大的作用。

表 6: A 股可比公司情况一览

代码	公司名称	股价	市值(亿)	EPS			PE			PB
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	2018
平均							43	25	19	4
300215	电科院	7.23	55	0.17	-	-	44	-	-	2.8
603060	国检集团	19.68	43	0.66	0.80	0.97	30	25	20	4.2
603357	设计总院	21.00	68	0.89	1.21	1.49	24	17	14	3.8
002738	中矿资源	21.49	41	0.28	0.63	0.91	75	34	24	6.1
300012	华测检测*	4.52	75	0.08	0.13	0.18	56	36	26	2.8

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 股价为 2018 年 05 月 02 日收盘价, 标×公司 EPS 为信达证券研发中心预测, 其余为 Wind 一致预期

公司为民营第三方检测机构, 目前处于业务发展期, 刚刚建成或在建的实验室众多, 盈利能力有较大提升空间。与同行业公司相比, 公司独立性更好, 实验室覆盖度高, 业务布局全面, PB 估值具有一定优势。

鉴于对整个检测行业的看好及对公司在民营第三方检测机构的领先地位，我们首次覆盖给予“增持”投资评级。

风险因素

- 1、国家政策的不确定性；
- 2、国内市场竞争者不断增加，市场竞争加剧；
- 3、子公司持续亏损影响经营业绩；
- 4、大举并购引发商誉减值风险等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,709.72	1,683.81	1,893.98	2,215.77	2,552.15
货币资金	1,070.05	652.98	715.47	903.58	1,125.48
应收票据	13.07	5.82	7.63	9.28	10.67
应收账款	321.65	428.18	561.84	682.73	785.11
预付账款	26.15	36.34	46.00	54.81	63.29
存货	3.13	9.60	12.15	14.47	16.71
其他	275.67	550.89	550.89	550.89	550.89
非流动资产	1,412.88	1,832.58	1,876.43	1,925.60	1,992.24
长期投资	23.34	27.26	27.26	27.26	27.26
固定资产	723.92	1,073.53	1,150.91	1,284.47	1,348.76
无形资产	86.39	118.00	111.76	105.51	99.27
其他	579.23	613.78	586.49	508.35	516.95
资产总计	3,122.60	3,516.39	3,770.41	4,141.36	4,544.40
流动负债	600.93	889.89	968.45	1,039.83	1,105.21
短期借款	246.40	434.69	434.69	434.69	434.69
应付账款	79.75	174.43	220.80	263.06	303.77
其他	274.78	280.77	312.96	342.08	366.74
非流动负债	61.24	88.71	88.71	88.71	88.71
长期借款	3.70	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	57.54	88.71	88.71	88.71	88.71
负债合计	662.16	978.60	1,057.16	1,128.55	1,193.92
少数股东权益	59.30	48.26	54.17	62.33	71.53
归属母公司股东权益	2,401.13	2,489.54	2,659.08	2,950.49	3,278.95
负债和股东权益	3122.60	3516.39	3770.41	4141.36	4544.40

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,652.26	2,118.23	2,779.43	3,377.50	3,883.98
同比(%)	28.30%	28.20%	31.21%	21.52%	15.00%
归属母公司净利润	101.54	133.90	210.99	291.40	328.46
同比(%)	-43.77%	31.87%	57.57%	38.12%	12.72%
毛利率(%)	50.61%	44.37%	46.34%	47.39%	47.17%
ROE(%)	5.30%	5.48%	8.20%	10.39%	10.55%
EPS(摊薄, 元)	0.06	0.08	0.13	0.18	0.20
P/E	74	56	36	26	23
P/B	3.12	3.01	2.82	2.54	2.28
EV/EBITDA	13.38	20.13	15.45	12.15	10.79

利润表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,652.26	2,118.23	2,779.43	3,377.50	3,883.98
营业成本	816.08	1,178.27	1,491.46	1,776.97	2,051.97
营业税金及附加	7.40	8.38	11.00	13.37	15.37
营业费用	311.94	400.96	526.12	639.32	735.20
管理费用	302.08	330.55	444.71	540.40	621.44
财务费用	5.42	7.88	18.55	17.22	15.91
资产减值损失	80.17	55.18	28.15	20.55	23.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.26	2.05	1.12	1.12	1.12
营业利润	129.42	174.03	260.56	370.79	421.57
营业外收入	28.68	16.32	30.82	30.82	30.82
营业外支出	3.09	1.68	2.18	2.18	2.18
利润总额	155.01	188.67	289.19	399.42	450.21
所得税	43.87	51.02	72.30	99.86	112.55
净利润	111.14	137.65	216.90	299.57	337.66
少数股东损益	9.60	3.75	5.91	8.16	9.20
归属母公司净利润	101.54	133.90	210.99	291.40	328.46
EBITDA	301.67	393.80	513.08	652.42	734.93
EPS	0.12	0.08	0.13	0.18	0.20

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	363.09	349.31	364.21	484.73	566.94
净利润	111.14	137.65	216.90	299.57	337.66
折旧摊销	138.98	189.11	199.98	229.09	260.81
财务费用	7.69	16.02	23.91	23.91	23.91
投资损失	-0.26	-2.05	-1.12	-1.12	-1.12
营运资金变动	26.91	-41.37	-97.28	-82.84	-72.75
其它	78.63	49.96	21.81	16.12	18.43
投资活动现金流	-958.85	-759.16	-236.38	-272.70	-321.14
资本支出	-417.16	-659.71	-237.49	-273.82	-322.25
长期投资	-91.67	11.49	1.12	1.12	1.12
其他	-450.02	-110.94	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	963.43	137.55	-65.35	-23.91	-23.91
吸收投资	923.34	9.65	0.00	0.00	0.00
借款	103.36	188.43	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	48.34	59.41	65.35	23.91	23.91
现金净增加额	371.18	-275.22	62.49	188.12	221.89

研究团队简介

单丹，分析师，2012年5月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6年行业经验，目前从事中小企业研究（消费方向）。

胡申，分析师，经济硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，先后从事农林牧渔、食品行业研究；目前从事中小企业研究（消费方向）。

钟惠，分析师，中国人民大学会计学硕士，2012年2月加盟信达证券研发中心，目前从事中小企业研究（消费方向）。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。