

# 国内第三方检测龙头，志存高远打造长跑冠军

## ——华测检测首次覆盖报告

首次覆盖报告

<b>郭泰 (分析师)</b>	<b>何宇超 (联系人)</b>	<b>陈皓 (联系人)</b>
021-68865595	021-68865595	010-83561000
guotai@xsdzq.cn	heyuchao@xsdzq.cn	chenhao1@xsdzq.cn
证书编号: S0280518010004	证书编号: S0280118020012	证书编号: S0280118040008

### ● 未来三年复合增速 53%，首次覆盖给予“推荐”评级：

随着国内检测行业市场化程度逐步提高，检测领域及市场空间将进一步扩大，华测检测作为国内第三方检测与认证服务的龙头企业，布局最为全面、品牌优势明显。公司 2017 年完成对子公司华安检测的业务整合，2018 年起注重集团经营效率的提升，未来有望逐步进入收获期。预计公司 2018-2020 年营业收入为 28.78/38.25/50.51 亿元，归母净利润分别为 2.70/3.65/4.84 亿元，复合增速约 53%，EPS 为 0.16/0.22/0.29 元；首次覆盖给予“推荐”评级。

### ● 全球万亿检测市场，国内尚处成长期，市场化改革助推民营企业：

2016 年全球检测市场约为 1445 亿欧元，近年来保持 6% 左右的复合增速；国内检测市场迅速发展，2008-2016 年市场规模复合增速为 21%，第三方检测市场受益于政策的逐步放开增长更快，复合增速达到 25%，2016 年已接近 1000 亿元。近年来民营企业扩张迅猛，2013-2016 年数量占比从 27% 提升到 43%，市占率从 11% 提升到 15%。未来民营龙头企业有望凭借更多的检测经验、更广的业务布局和更强的品牌效应，优先享受市场化改革的红利。

### ● 前期布局全面，2018 年开始注重效益提升，各条业务线有望迎来收获期：

公司是国内布局最全面的第三方检测企业，持续扩建网点和开展并购，已拥有 130 多个实验室；生命科学和工业品检测增长较快，目前占比达到 48% 和 20%。2018 年公司开始放缓投资扩张步伐，优先整合已有资源、提升集团现有实验室效率，预计人均营收有望从 2017 年 28 万元/年提升至 2020 年 35 万元/年以上，加上人工、房租等主要成本相对固定，业绩或将加速提升。

### ● 对标全球检测龙头，目标百年老店、打造长跑冠军：

全球三大检测企业 (SGS、BV、Intertek) 成立时间超过百年，收入规模均突破 200 亿元，在经营时间、营收利润规模、人均产值、覆盖领域等方面均大幅领先国内企业。华测检测作为国内进入检测行业最早、目前规模最大的民营企业之一，随着各项检测业务的经验积累、并购整合的持续开展、品牌效应的逐步体现，未来有望打造成为国内检测行业的百年老店。

### ● 风险提示：政策推进进度较慢，并购整合的不确定性，商誉减值风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1652	2,118	2,878	3,825	5,051
增长率(%)	28.3	28.2	35.9	32.9	32.0
净利润(百万元)	101.5	134	270	365	484
增长率(%)	-43.8	31.9	101.4	35.3	32.7
毛利率(%)	50.6	44.4	45.9	46.7	46.6
净利率(%)	6.1	6.3	9.4	9.5	9.6
ROE(%)	4.5	5.4	10.0	12.1	14.0
EPS(摊薄/元)	0.06	0.08	0.16	0.22	0.29
P/E(倍)	82.27	62.4	31.0	22.9	17.2
P/B(倍)	3.48	3.4	3.1	2.7	2.4

## 推荐 (首次评级)

**市场数据**      时间 **2018.05.25**

收盘价(元):	5.05
一年最低/最高(元):	3.36/10.9
总股本(亿股):	16.58
总市值(亿元):	83.71
流通股本(亿股):	14.75
流通市值(亿元):	74.46
近 3 月换手率:	73.79%

### 股价一年走势



### 收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	5.31	34.75	2.07
绝对	4.99	28.5	11.56

### 相关报告

## 目 录

1、国内第三方检测龙头，2008-2017 年营收复合增速 30% .....	5
1.1、专注第三方检测，业务布局全球 .....	5
1.2、2008-2017 年营收复合增速 30%，现金创造能力突出 .....	7
2、国内检测行业蓬勃发展，大浪淘沙造就民营龙头 .....	9
2.1、全球万亿检测市场，行业集中度较低 .....	9
2.2、中国检测行业尚处成长期，第三方检测市场接近千亿 .....	10
2.3、民营检测发展迅猛，龙头企业有望强者恒强 .....	12
3、四驾马车齐头并进，抢占各项业务市场 .....	14
3.1、贸易保障检测，市场空间超过 700 亿，业务成熟稳定增长 .....	14
3.2、消费品检测，需求不断扩大，项目周期较短 .....	14
3.3、工业品检测，细分领域众多，通过并购快速切入 .....	15
3.4、生命科学检测，市场快速增长，前期布局进入收获期 .....	15
3.4.1、环境检测，监测市场趋严助推业务增长，2017 年增速超 35% .....	16
3.4.2、食品检测，关注度持续提升，2020 年国内市场规模有望超千亿 .....	17
3.4.3、医学检测，第三方医学检验和 GLP 实验室共同发力， .....	18
4、对标全球三大龙头，华测检测发展潜力巨大 .....	19
4.1、世界三大检测巨头细分领域各有侧重，亚太区增速较快 .....	19
4.1.1、瑞士通用公证行 SGS .....	19
4.1.2、法国必维国际检验集团 BV .....	20
4.1.3、英国天祥集团 Intertek .....	20
4.2、对标世界巨头，借鉴成功经验，致力打造华人检测领导品牌 .....	21
4.3、短期放缓扩张步伐，注重经营效率提升，夯实中长期成长基础 .....	23
5、盈利预测与投资建议 .....	24
5.1、预计 2018-2020 年营业收入复合增速为 34% .....	24
5.2、首次覆盖给予“推荐”评级 .....	25
6、风险因素 .....	25
6.1、政策推进速度较慢 .....	25
6.2、并购整合的不确定性 .....	25
6.3、商誉减值风险 .....	25
附：财务预测摘要 .....	26

## 图表目录

图 1：公司稳步发展，逐步拓展业务版图 .....	5
图 2：公司业务主要分为四大行业 .....	5
图 3：公司检测认证业务覆盖广泛 .....	5
图 4：生命科学检测和工业品测试收入占比持续提升 .....	6
图 5：公司 2017 年生命科学检测业务结构占比近一半 .....	6
图 6：公司已取得国内外各类权威机构认证 .....	6
图 7：公司实验室及办事机构分布 .....	6
图 8：公司研发费用呈逐年提升趋势 .....	7
图 9：公司专利和参与指定的标准数量逐年增加 .....	7
图 10：2008-2017 年公司营收复合增速约 30% .....	7
图 11：2008-2017 年公司净利润复合增速约 13% .....	7

图 12: 公司各项业务毛利率保持较高水平 .....	8
图 13: 公司各项费用保持稳定 .....	8
图 14: 公司检测业务销售流程 .....	8
图 15: 公司经营性净现金流/净利润常年高于 1 .....	8
图 16: 公司应收账款占营收比重低 .....	9
图 17: 公司一年以内应收账款占比近 8 成 .....	9
图 18: 2016 年全球检测市场规模达 1445 亿欧元 .....	9
图 19: 2016 年全球检测市场 CR10 不足 20% .....	9
图 20: 工业领域是全球检测行业最大下游 (2016 年) .....	10
图 21: 北美市场份额最大、亚洲市场增速较快 .....	10
图 22: 我国检测行业处于成长期向成熟期过渡阶段 .....	11
图 23: 2008-2016 年中国检测市场年均复合增速超 20% .....	11
图 24: 人均营收逐年提升、平均报告数量有所下降 .....	11
图 25: 2016 年民营检测机构市场占有率超过 15% .....	12
图 26: 检测机构主要集中在经济较发达地区 (2016 年) .....	12
图 27: 2013-2016 年国内检测企业数量复合增速 10% .....	12
图 28: 国有企业和民营企业数量占比超过 90% .....	12
图 29: 民营检测机构监管模式 .....	13
图 30: 民营检测机构服务模式 .....	13
图 31: 2009-2017 年公司贸易保障检测复合增速为 13% .....	14
图 32: 中国进出口贸易总额增速重新快速增长 .....	14
图 33: 2008-2015 年消费品检测市场规模复合增速 15% .....	15
图 34: 2009-2017 年公司消费品检测复合增速超 22% .....	15
图 35: 2009-2017 年公司工业品检测复合增速超 53% .....	15
图 36: 国内全部工业增加值平稳增长 .....	15
图 37: 2009-2017 年生命科学检测复合增速达 47% .....	16
图 38: 环境监测行业结构图 .....	17
图 39: 2020 年环保行业产值有望达到 9.89 万亿元 .....	17
图 40: 2020 年中国环境检测行业有望达到 878 亿元 .....	17
图 41: 食品安全问题爆发频次越来越高 .....	18
图 42: 2020 年中国食品安全检测市场规模超千亿 .....	18
图 43: 2010-2016 年我国第三方医学检验复合增速 42% .....	18
图 44: 国内第三方医学检测渗透率远低于欧美日 .....	18
图 45: 2016~2020 年中国 CRO 复合增速将达 21% .....	19
图 46: 2010~2016 年临床前 CRO 复合增速达 35% .....	19
图 47: SGS 总收入与亚太地区收入情况 .....	20
图 48: 2017 年 SGS 收入构成 .....	20
图 49: BV 集团总收入近年来增速放缓 .....	20
图 50: 2017 年 BV 集团收入构成 .....	20
图 51: Intertek 总收入与亚太地区收入情况 .....	21
图 52: 2016 年 Intertek 收入构成 .....	21
图 53: 华测检测与国际巨头收入利润对比 (2016 年) .....	21
图 54: 公司人均创收仍有较大提升空间 (2017 年) .....	21
图 55: 公司主要并购历程 .....	22
图 56: 2008-2017 年公司固定资产+在建工程快速增长 .....	23
图 57: 2008-2017 年公司持续加大投资力度 .....	23
图 58: 2008-2017 年公司人员成本增长较快 .....	23

图 59: 2018-2020 年公司人均营收有望突破 35 万元/年.....	23
表 1: 中国检测市场发展情况.....	10
表 2: 国内部分检测服务企业.....	13
表 3: 公司环境检测项目.....	16
表 4: 2017 年以来 SGS 并购企业情况.....	22
表 5: 2018-2020 年华测检测各业务板块收入增速及毛利预测.....	24

# 1、国内第三方检测龙头，2008-2017 年营收复合增速 30%

## 1.1、专注第三方检测，业务布局全球

华测检测认证集团股份有限公司（简称“CTI”）成立于 2003 年，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，目前在全国设立了 60 多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域近 130 个实验室，业务覆盖生命科学检测、贸易保障检测、消费品测试和工业品测试四大领域，服务网络遍布全球，每年出具近 150 万份具有公信力的检测认证报告，服务客户约 9 万家，其中包括近百家世界五百强客户。公司于 2009 年在深交所挂牌上市，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。

图1：公司稳步发展，逐步拓展业务版图



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

主营业务覆盖广泛，专业实验室可满足各类检测需求。公司主要从事生命科学、贸易保障、消费品、工业品四大领域的技术检测服务：生命科学检测包括食品检测、环境检测、医学检测等；贸易保障检测主要是为各种贸易货物提供质量性能检测及相关认证服务；消费品检测包括纺织品检测、玩具检测、电子电器检测、汽车检测等；工业品检测主要为石油化工、工业设备等领域的产品提供检测认证服务。

图2：公司业务主要分为四大行业

检测领域	客户来源	主要内容
生命科学检测	环境检测、食品、农产品、医药、化妆品、饲料、饮用水的生产流通行业等	基因测试与研究，健康及医学检验、生物及环境测试等，确保生命处于健康安全状态等。
贸易保障检测	采购商、品牌商、销售商、制造商等	工厂审核、验货、有害物质检测与控制、WEEE 评估及技术服务，REACH 法规相关的技术服务、Eup 测试、可靠性评估、失效分析等。
消费品检测	电子电器、玩具、儿童用品、礼品、杂货、纺织品、服装、皮革、鞋类、汽车、摩托车、钟表、眼镜、家具、日用品	对消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务，确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者需求。
工业品检测	石油、燃气、化工、矿产、工业材料、机械、船舶、工业设备、仪器、新能源等	机械安全测试、评价等技术服务、仪器设备校准服务等生产及销售行业

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

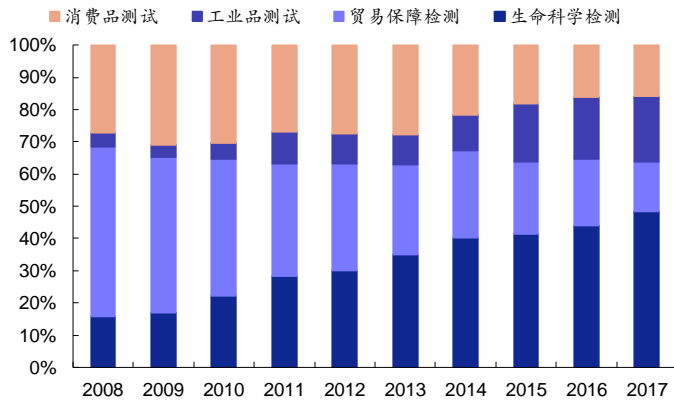
图3：公司检测认证业务覆盖广泛

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

资料来源：公司官网、新时代证券研究所

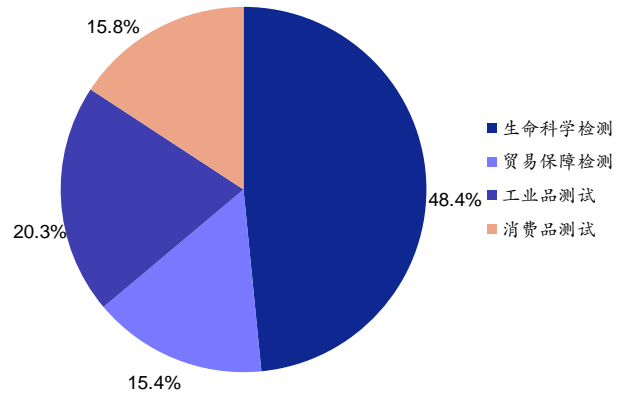
公司业务结构不断贴合市场检测需求结构，生命科学检测占比逐步提高。随着产业转型和消费升级，公司大力拓展业务以满足各类领域的检测需求，在保证各领域检测业务持续发展的同时，加大了生命科学检测和工业品测试的投入力度。近五年生命科学检测和工业品测试的复合增长为 40.7%和 49.3%，远超贸易保障检测和消费品测试 10.0%和 14.6%的复合增速；2017 年生命科学测试收入占总收入的比例达到 48.4%，工业品测试收入占比也从 2008 年的 4.4%上升至 20.3%。

图4： 生命科学检测和工业品测试收入占比持续提升



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图5： 公司 2017 年生命科学检测业务结构占比近一半



资料来源：Wind、新时代证券研究所

公司已取得国内外各类权威机构认证和认可，品牌公信力较强。公司自成立之初就瞄准全球的检测市场，持续保持专业的技术能力、诚信的服务质量，通过了国内外各类权威机构的认证和认可，为公司能在全球范围内开展检测服务提供必备的资质，经过多年的积累已具备很高的公信力。

- 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，并于 2015 年入围了国家强制性产品认证（CCC）指定实验室，同时通过了计量认证（CMA），完全具备出具第三方检测报告的资质；
- 公司通过了英国 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6： 公司已取得国内外各类权威机构认证



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

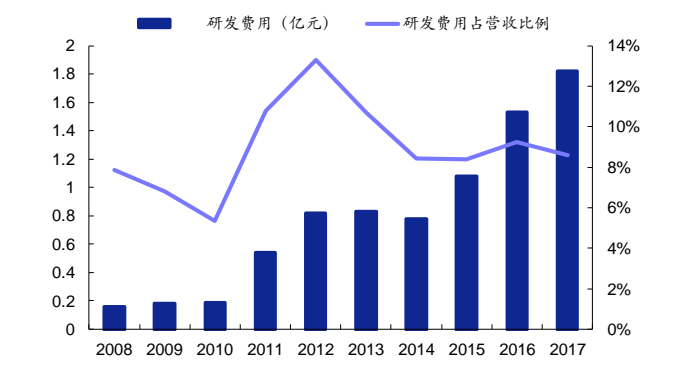
图7： 公司实验室及办事机构分布



资料来源：公司官网、新时代证券研究所

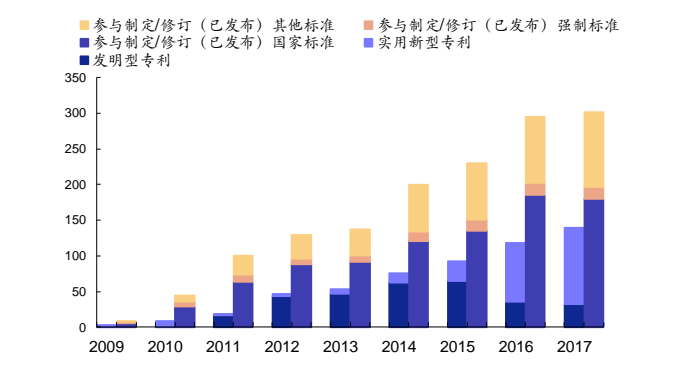
**加强自主创新，保持技术优势，提升品牌影响力。**公司根据市场需求，依托研究院的技术支持，积极进行新的测试方法和标准项目的研发，参与国家标准、行业标准以及企业标准的制定，提升公司在行业中的技术影响力，从而提升公司品牌公信力。截止2017年底，公司已取得专利140项，其中发明专利38项，实用新型专利102项。参与制定、修订标准达380项，已公布标准302项，其中国家标准有180项，强制标准有17项。

图8： 公司研发费用呈逐年提升趋势



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图9： 公司专利和参与指定的标准数量逐年增加



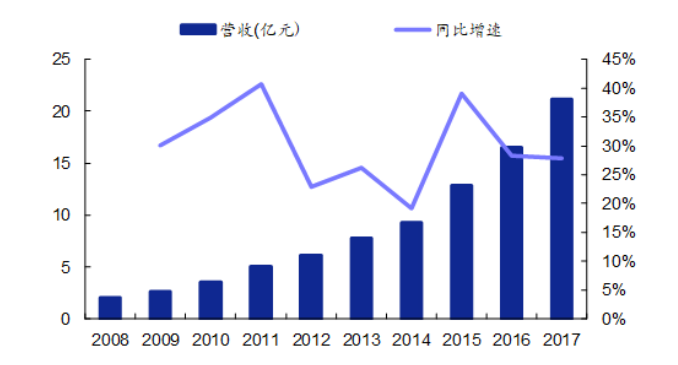
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

### 1.2、2008-2017年营收复合增速30%，现金创造能力突出

**公司业务高速增长，营业收入九年十倍增长。**公司四大检测业务稳步发展，覆盖的细分领域和实验室规模不断扩大，营业收入和净利润多年来保持高速增长。营业收入2008-2017年均复合增长率达30%，从2.03亿元增长到21.13亿元；归母净利润2008-2017年均复合增长率为13%，从0.44亿元增长到1.34亿元。2017年公司营业收入21.13亿元，同比增长27.89%，归母净利1.34亿元，同比增长31.58%，其中公司环境检测业务、汽车检测业务的增长速度超过35%，医学检测业务开始呈现较好的增长态势。

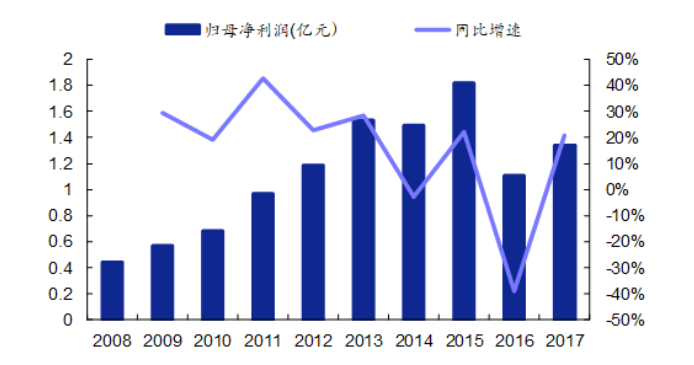
**风险出清，业绩有望重回上升通道。**2014年净利润略有下滑主要系公司大力拓展生命科学检测业务，在食品业务、环境业务、医学业务布局增加，新增实验室及人员数量较多导致成本过快影响净利润；2016年净利润下降主要系公司收购的杭州华安检测因石油、化工行业不景气，未达承诺业绩，公司对其商誉减值4825万元，致使公司净利润减少；2017年公司对华安检测进行全面的业务与财务整合，对外接单有所放缓，导致业绩降幅较大导致公司利润受到影响。随着公司近两年逐步清理风险、重新整合集团业务，未来有望轻装上阵，业绩或将重回上升通道。

图10： 2008-2017年公司营收复合增速约30%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

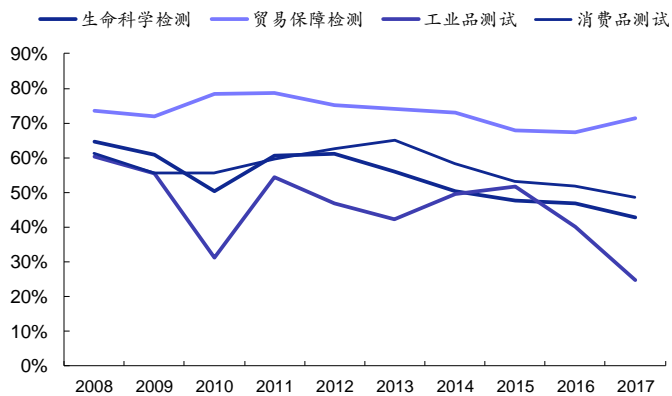
图11： 2008-2017年公司净利润复合增速约13%



资料来源：Wind、新时代证券研究所

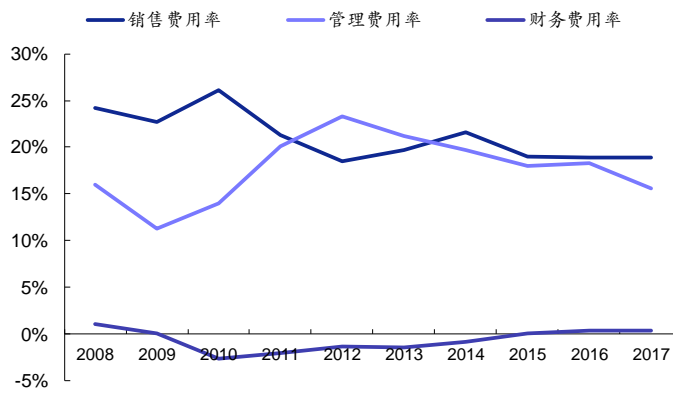
公司整体毛利率较高，各项费率保持稳定。公司是国内第三方检测的开拓者和领先者，在多个领域均较早取得相关检测资质，品牌知名度高，在检测市场上有较高的公信力和议价能力，因此综合毛利率较高。近年来随着行业竞争逐渐加大，公司各项业务毛利率有一定下降，但整体仍处于较高水平，综合毛利率超过 50%；另外，公司经营稳定，业务模式较为成熟，各项费率也相对稳定。

图12: 公司各项业务毛利率保持较高水平



资料来源: Wind、新时代证券研究所

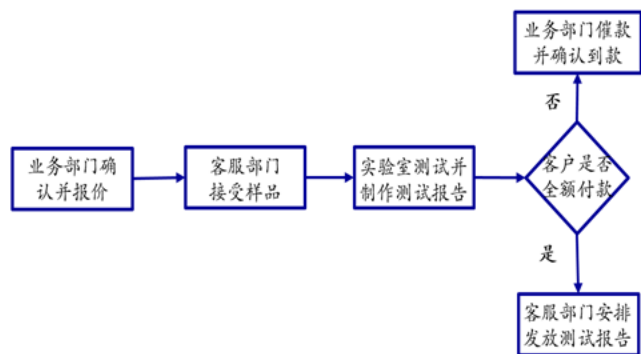
图13: 公司各项费用保持稳定



资料来源: Wind、新时代证券研究所

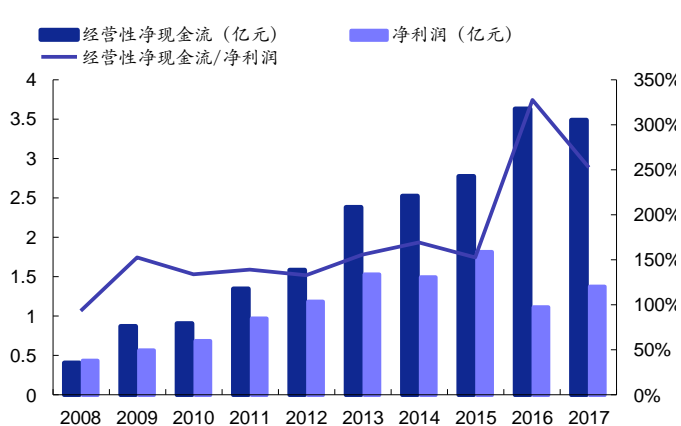
业务模式较好，经营性现金流充足。公司提供的一站式检测服务多为直营销售，一般采用先付款后服务（部分采用月结）的方式收款，有力地保证了公司的经营性净现金流充足。检测行业有着项目数量多，单个项目周期较短的特点，公司检测能力较强、人员分工明确而且业务熟练，跟很多优质客户也都是保持长期稳定的合作关系，所以公司业务从合同签订到提供服务再到结款完成用时较短；公司经营现金流逐年增加，并且“经营性净现金流/净利润”常年高于 1（仅 2008 年的 0.93 略低于 1），说明公司利润质量高，现金创造能力较强，资金充裕。

图14: 公司检测业务销售流程



资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

图15: 公司经营净现金流/净利润常年高于 1

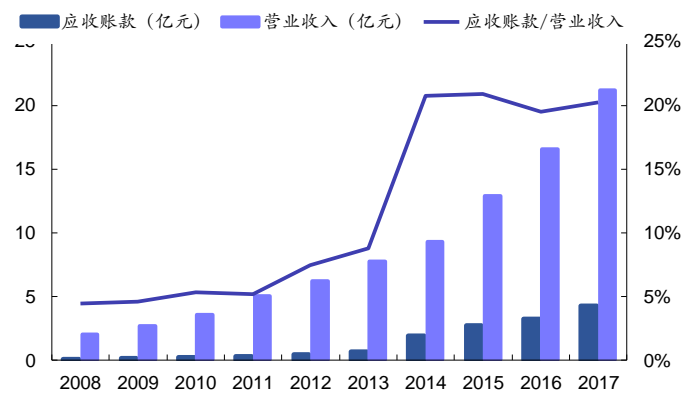


资料来源: Wind、新时代证券研究所

应收账款常年处于低位，收款能力强。在业绩高速增长的同时，公司对应收账款控制较好，相比当期营业收入常年处于低位，而且多为一年期账款（例如 2017 年公司一年期账款占比为 78.23%），体现出较强的收款能力和风控把控能力。近年来，由于政府放开第三方检测速度较快，公司政府订单比重增加，特别是环保、工商、食药监等部门大力开展“政府购买服务”业务，而政府订单的收入确认周期较长，导致公司应收账款占收入比例增长，但整体仍然处于较低位置。

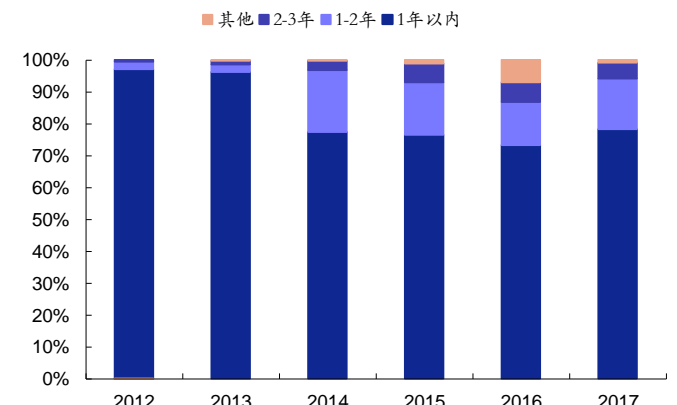


图16: 公司应收账款占营收比重低



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图17: 公司一年以内应收账款占比近8成



资料来源: Wind、新时代证券研究所

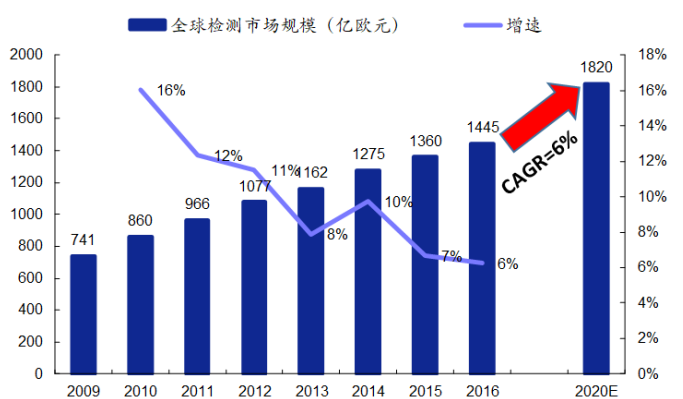
## 2、国内检测行业蓬勃发展，大浪淘沙造就民营龙头

### 2.1、全球万亿检测市场，行业集中度较低

**欧美地区第三方检测起步早，发展成熟。**欧美等发达国家第三方检测起步于15世纪，到19世纪已经普及，1970s末期英国认证机构BSI（英国标准协会）开展了品质管理体系认证工作，使品质保证活动由第二方（顾客）审核发展到第三方认证，加速了检测行业的市场化进程。经过多年的发展，国外第三方检测机构经历了由单一业务向多元化、宽领域业务扩展，由本土化向国际化拓展，已经较为成熟，在市场上具有很大的话语权和公信力。

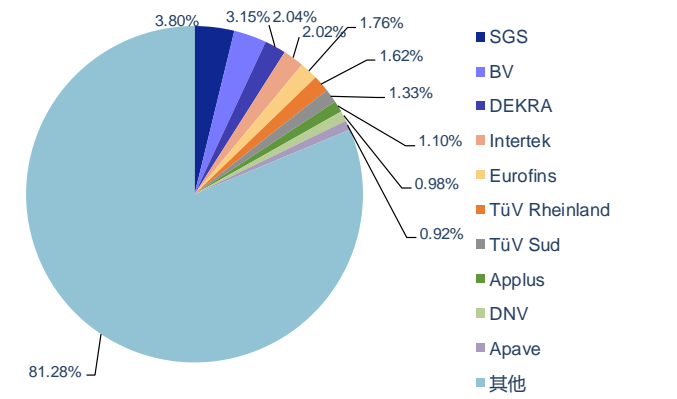
**全球检测市场发展迅速，行业集中度较低。**随着社会的发展和科技的进步，社会公众对产品的质量、生产生活的安全性、社会环境保护等方面的关注日益提升；同时随着国际贸易日益活跃、产品质量标准的持续提升和新产品新技术的不断涌现，全球检测市场保持快速增长，市场规模从2009年的741亿欧元增长至2016年的1445亿欧元（折合人民币约1.13万亿），复合增速达10%，预计到2020年市场规模将达1820亿欧元，保持年均增速为6%。另一方面，由于检测行业各细分领域差别较大，很多检测项目具有一定的地域性，整个行业集中度较低，CR10不到20%。

图18: 2016年全球检测市场规模达1445亿欧元



资料来源: 前瞻产业研究院预测、新时代证券研究所

图19: 2016年全球检测市场CR10不足20%



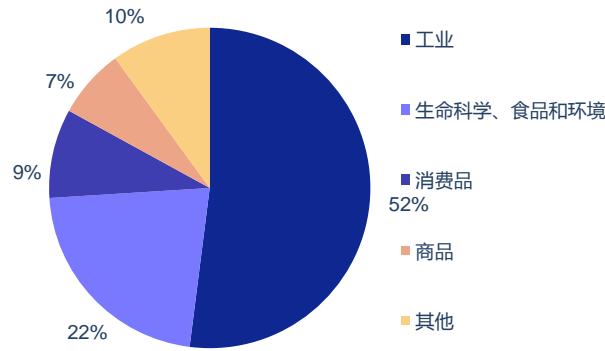
资料来源: Bloomberg、前瞻产业研究院、新时代证券研究所

**工业检测占据主导地位，生命科学、食品和环境检测呈现快速上升趋势。**从下游行业来看，目前工业类检测占据大半市场份额，生命科学、食品和环境检测方面的市场份额约占22%，消费品类检测市场份额约占9%，商品类检测市场份额约占7%。我们认为未来随着各行各业的稳步发展和对产品质量要求的趋严，检测需求

仍然有较大提升空间，医疗、环境、消费品等领域更是成为检测行业的增长引擎。

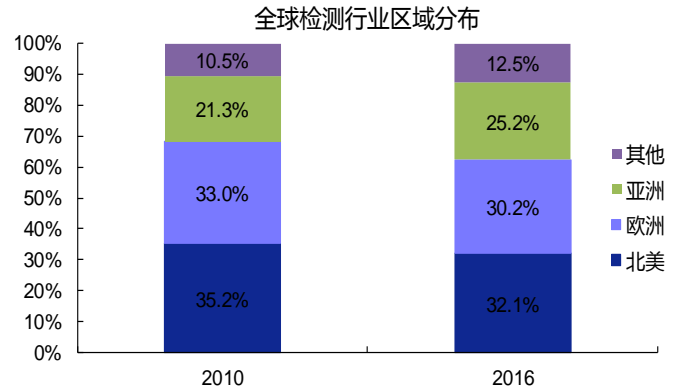
**北美市场份额最大，亚洲市场增长迅速。**从区域分布来看，北美和欧洲市场由于开展第三方检测市场较早，业务成熟，目前仍然占据较大份额，2016年分别占全球市场的32%和30%；亚洲市场由于以中国为代表的国家近年来市场化进程加快而发展迅猛，2016年市场规模达到364亿欧元，占全球市场的25.2%，较2010年上升了4个百分点。

图20: 工业领域是全球检测行业最大下游 (2016年)



资料来源: 前瞻产业研究院、新时代证券研究所

图21: 北美市场份额最大、亚洲市场增速较快



资料来源: 瑞士 NeueZurcher 银行、新时代证券研究所

## 2.2、中国检测行业尚处成长期，第三方检测市场接近千亿

**政策逐步推进，促进第三方检测健康发展。**企业内部检测、政府检测和第三方检测是国内现有的三种检测方式，企业内部检测是随着各行各业发展同步进行的，而政府检测和第三方检测是根据政策的落地实施而逐步发展的。1949年-1988年，国有检测机构负责所有的商品检测；1989-2001年，国内检测市场开始逐步向民间资本开放；2001年之后，国内检测行业的市场化进程加快，特别是2005年开始允许外资机构进入国内市场，进一步促进了国内第三方检测的市场化发展。

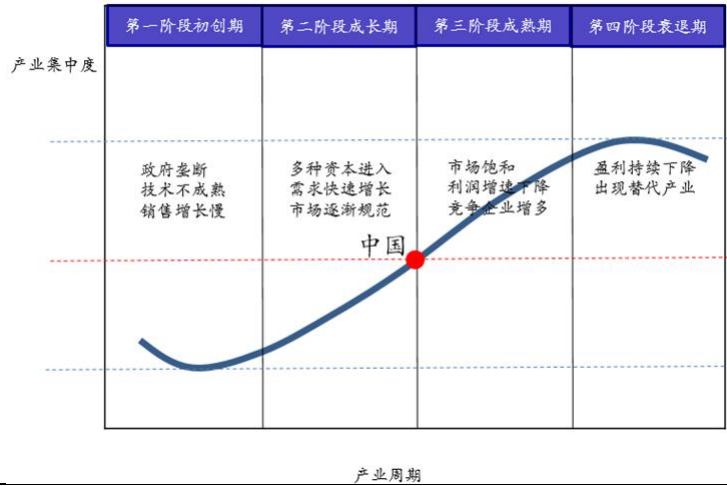
表1: 中国检测市场发展情况

时间	阶段	发展情况
1949-1983	检验检测初步发展	政府实行对外贸易的统一管制，对外贸易部下设商品检验总局，统一领导和管理全国的进出口检验机构开展检验检测工作
1984-1988	国家检验检测机构负责所有商品检验	1984年，国务院发布《中华人民共和国进出口商品检验条例》，各地商检局及其分支机构负责监督管理本地区的进出口商品检验检测工作，所有业务一律由国家检验检测机构实施，还特别规定在中国境内不得设立外国检验机构
1989-2001	民间资本开放	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
2002-2004	民营检测机构快速发展	2002年，《中华人民共和国进出口商品检验法》修改进一步明确，列入国家规定的进出口商品检验目录的商品，由商检机构实施检验检测，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至今	外资机构开放	2005年12月11日之后，中国政府根据加入WTO承诺，允许外资独资进入中国的服务贸易市场。外资检测机构凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验全面进入中国检测市场，成为中国检测市场重要部分

资料来源: 发改委、国家认监委、新时代证券研究所

伴随制造业转移，国内检测行业顺势崛起。近年来，世界范围内产业转移趋势明显，很多领域的制造业均由发达国家向发展中国家转移，与制造业密不可分的检测行业也随之发生转移。我国检测行业也经历了“政府垄断、技术不成熟”的初创期，目前正处于从“多种资本进入、需求快速增长、市场逐步规范”的成长期向“市场饱和、竞争企业增多”的成熟期转变的过程中。

图22: 我国检测行业处于成长期向成熟期过渡阶段

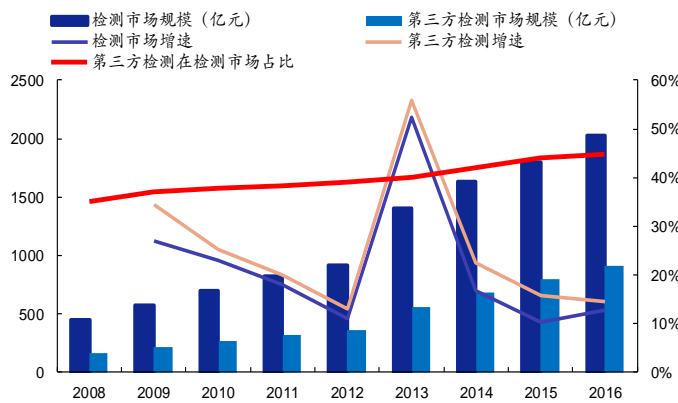


资料来源：新时代证券研究所

我国检测市场快速发展，第三方检测市场高速增长。我国工业化起步较晚且进程较慢，检测行业的发展落后于其他发达国家，但受益于我国进出口贸易量的增加，工业、医药、食品等领域的大力发展以及全社会对产品质量的重视，检测行业覆盖的领域逐年增加、各类产品的检测化率显著提高，检测市场以每年超过20%的速度发展。根据前瞻产业研究院的统计，我国检测市场规模从2008年的449亿元增长至2016年的2028亿元，复合增速达20.74%；第三方检测市场规模从2008年的157.2亿元增长至2016年的908.5亿元，复合增速达24.52%，第三方检测市场规模占检测市场规模由2008年的35.01%逐年提高到2016年的44.08%。

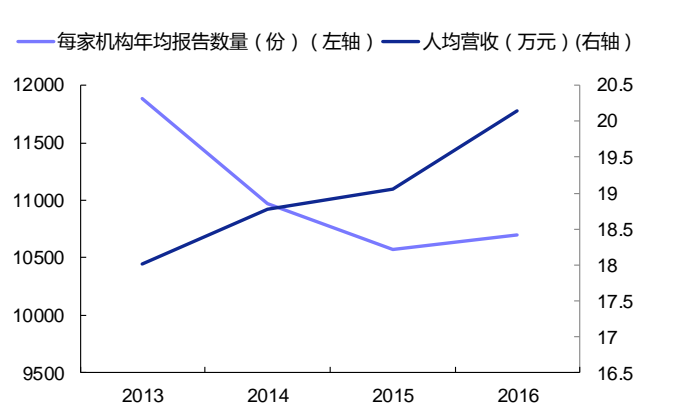
人均营收逐年提升，机构平均出具报告数量有所下降。根据国家认监委发布的数据，2016年国内共有检测机构33235家、从业人员102.5万人、营业总收入2065亿元、出具报告3.56亿，较2013年相比，复合增速分别为10.2%、9.7%、13.9%、7.9%，可以看到人均营收在逐年增加、每家机构出具的报告数量有所下降，说明行业整体投入较大但很多实验室检测任务并不饱满，行业竞争在加剧。

图23: 2008-2016年中国检测市场年均复合增速超20%



资料来源：前瞻产业研究院、新时代证券研究所

图24: 人均营收逐年提升、平均报告数量有所下降

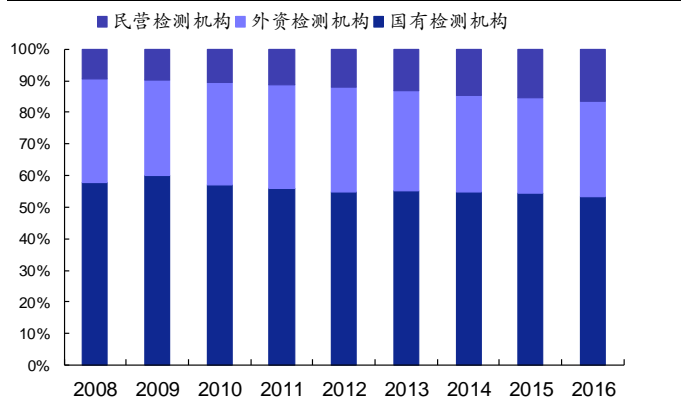


资料来源：国家认监委、新时代证券研究所

### 2.3、民营检测发展迅猛，龙头企业有望强者恒强

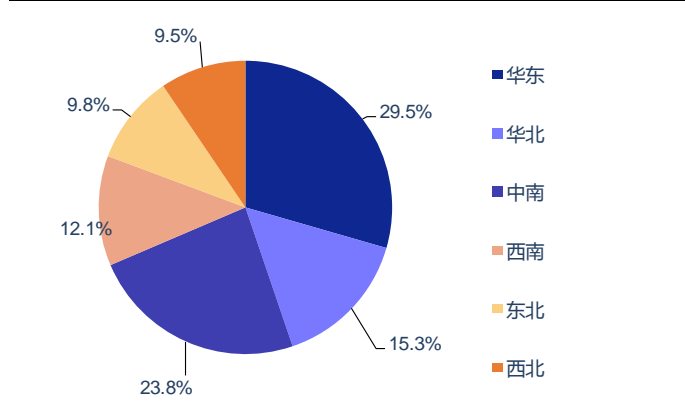
国内民营检测企业发展较快，迅速提高市场份额。在全国检测市场中，我国检测机构可以大致分为国有机构、外资机构和民营机构三大类。目前国有检测机构主要开展政府指定的强制性检测项目，凭借传统垄断优势，占据 50% 以上的市场份额；外资检测机构凭借丰富运营经验和强大品牌影响力，占据 30% 以上市场份额；民营检测机构普遍起步较晚，资本实力弱，占据 15% 以上的市场份额。近年来，凭借灵活的经营机制、本土化的市场策略、较强的扩张能力，民营检测机构市场占有率不断上升，而国有检测机构 and 外资检测机构市场占有率则呈下降趋势。

图25： 2016年民营检测机构市场占有率超过15%



资料来源：国家质检总局、新时代证券研究所

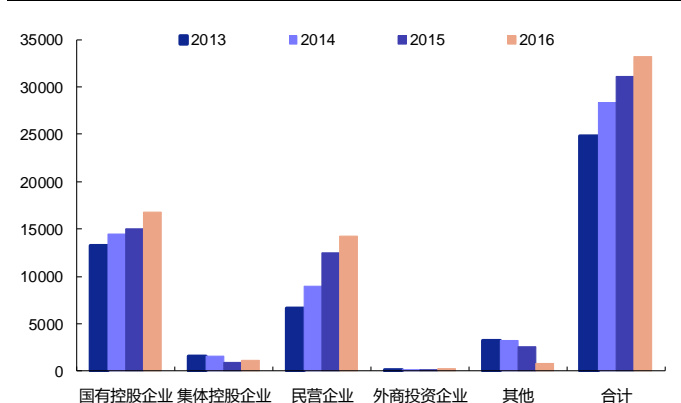
图26： 检测机构主要集中在经济较发达地区（2016年）



资料来源：国家质检总局、新时代证券研究所

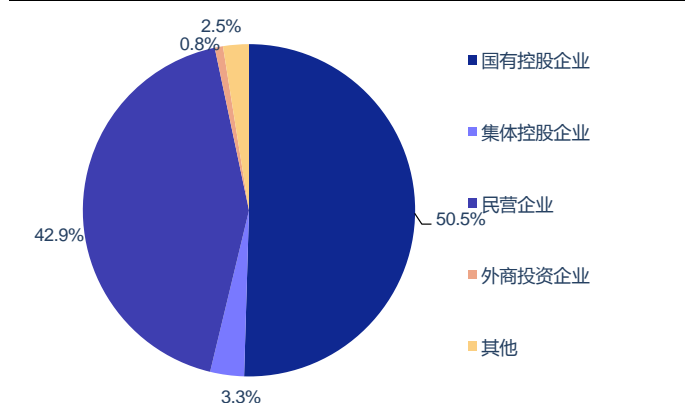
国内企业检测机构数量逐年增多，民营企业提升较快。从检测机构数量和所有制结构来看，2013年国内共有检测机构24847家，其中国有控股企业占比53.4%、民营企业占比26.6%；到2016年国内检测机构达到33235家，国有控股企业占比下降到50.5%，而民营企业占比增长至42.9%。民营企业数量的增长速度要快于其市场份额的提升速度，主要系民营企业大多从事细分领域的检测业务，大多收入规模较小，与国资和外资背景的成熟企业比，仍有不小差距。另一方面，检测业务跟生产制造、贸易往来息息相关，故国内检测结构大多分布在经济较发达地区。

图27： 2013-2016年国内检测企业数量复合增速10%



资料来源：国家质检总局、新时代证券研究所

图28： 国有企业和民营企业数量占比超过90%



资料来源：国家质检总局、新时代证券研究所

检测服务类公司专注细分领域居多，大多体量较小，华测检测布局最为全面，人均营收有较大提升空间。检测行业各细分领域差别较大，加上国内第三方检测市场开放较晚，所以目前上市公司和新三板挂牌公司大多数是从从事细分领域的检测服务，规模普遍较小。华测检测是目前国内布局最全、覆盖领域最广的检测企业，收入规模、利润体量排名靠前，但由于公司前几年各个领域均处于扩张阶段，各实验

室的经营效率还未到达最佳状态，人均营收有较大提升空间。

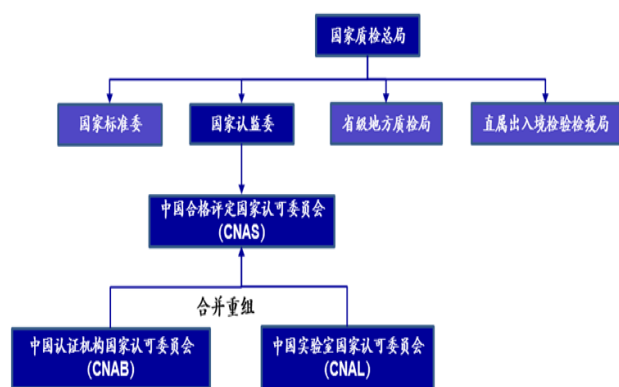
表2: 国内部分检测服务企业

公司名称	证券代码	检测领域	2017 营业收入 (百万元)	2017 人均营收 (万元)	2017 净利润 (百万元)
华测检测	300012.SZ	生命科学检测、贸易保障检测、消费品检测、工业品测试	2118	28.5	134
迪安诊断	300244.SZ	医学检测	5004	68.1	350
电科院	300215.SZ	电器检测、环境检测	643	50.8	126
国检集团	603060.SH	建筑工程检测	752	42.8	144
安车检测	300572.SZ	汽车检测	412	53.8	79
中国汽研	601965.SH	汽车检测	2401	180.0	375
广电计量	832462.OC	工业品检测	811	29.0	101
奥测世纪	830873.OC	环境检测	25	29.0	2
航天检测	832007.OC	建筑工程检测	97	37.9	20
格林检测	830846.OC	工业检测、职业卫生检测	52	26.6	13
中持检测	831381.OC	环境检测	24	30.3	-1
夏阳检测	831228.OC	环境检测	74	23.8	23
中检测试	836325.OC	消费品检测、电子电器检测	146	43.4	25
元本检测	833617.OC	建筑工程检测	37	35.9	2
康达检测	835677.OC	环境检测	80	20.0	13

资料来源: Wind、新时代证券研究所

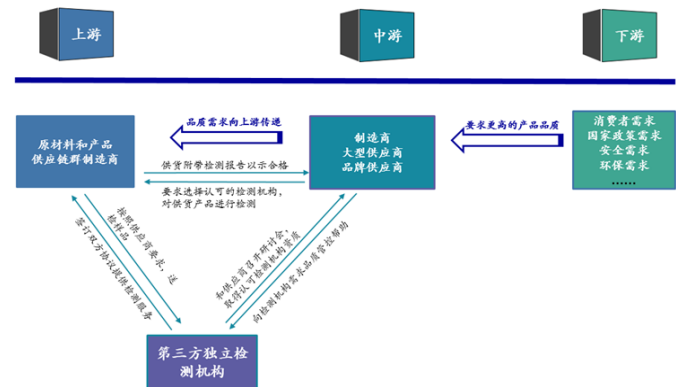
认证资质成为行业最重要的准入门槛，品牌公信力是关键竞争力。国家对技术检测行业实行市场准入制度，检测机构需获得质量技术监督部门（CMA）的计量认证和中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的认可，并且受国家认证认可监督管理委员会统一管理。此外，检测业务使用的方法、标准、设备大部分都是统一的，各企业出具的报告相似程度较大，所以企业的品牌公信力是该行业极为关键的竞争力。从另一个角度讲，检测企业的发展需要长期的业务开展和口碑积累，很难通过短时间的大量资金投入后来居上，行业竞争格局也比较难被打破。

图29: 民营检测机构监管模式



资料来源: 招股说明书、新时代证券研究所

图30: 民营检测机构服务模式



资料来源: 公司年报、新时代证券研究所

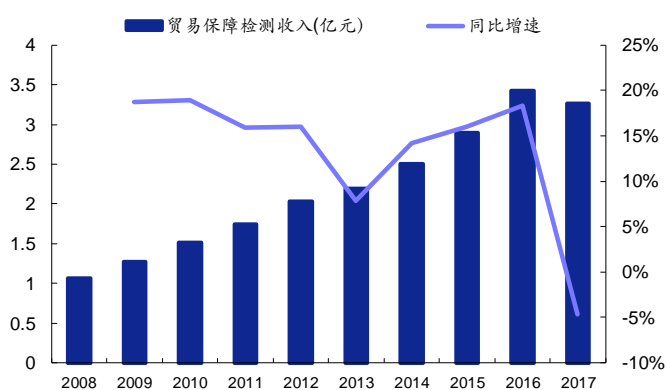
龙头企业有望强者恒强。随着国家政策的有序推进和食品、环保、医疗等各行业检测市场的逐步放开，我们判断国内第三方检测市场未来3年将继续保持20%以上的增长，国内的民营检测企业也将凭借快速的反应、本土化的策略、人工成本较低等优势继续提升市场占有率，保持高速增长，龙头企业有望凭借更多的检测经验和更多的业务布局继续扩大竞争优势，优先享受行业发展带来的红利。

### 3、四驾马车齐头并进，抢占各项业务市场

#### 3.1、贸易保障检测，市场空间超过 700 亿，业务成熟稳定增长

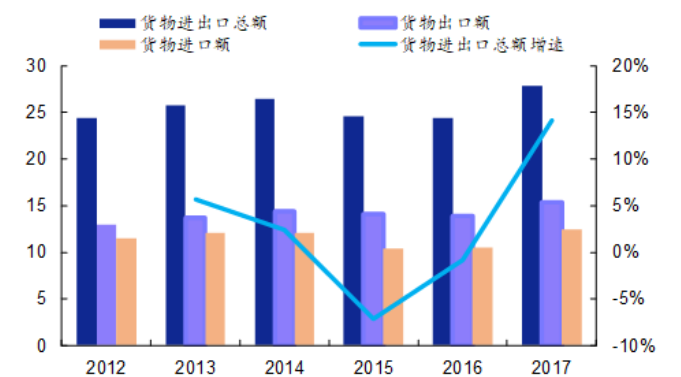
受益于我国进出口市场规模巨大，贸易保障检测作为最大的细分领域，2016 年市场规模达 757 亿元，占检测市场超过 35%。据海关总署的统计，2017 年中国货物进出口总值 27.79 万亿元人民币，同比上升 14.2%，其中出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%。2015-2016 年受世界增速经济放缓，进出口增速有所下降，2017 年随着我国经济结构调整和动力转换加快，我国进出口增速显著，有利于我国贸易保障检测业务规模的不断扩大。

图31: 2009-2017 公司贸易保障检测复合增速为 13%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

图32: 中国进出口贸易总额增速重新快速增长



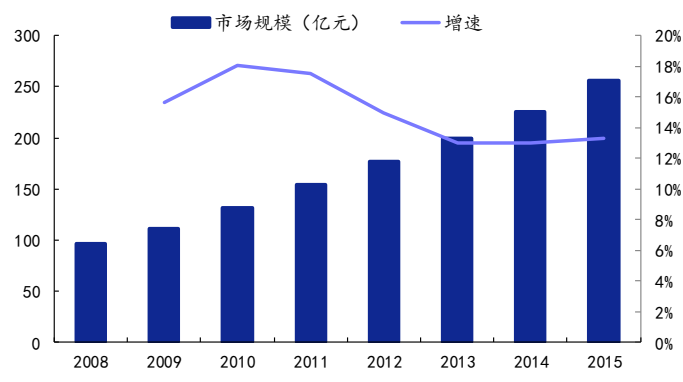
资料来源: 海关总署、新时代证券研究所

贸易保障检测是公司传统检测业务，占比最大的是电子材料化学检测，深耕多年已实现规模化效应，毛利率相对其他业务较高，2009-2017 年，公司贸易保障检测业务复合增速为 13.22%，2017 年实现收入 3.27 亿元，同比下降 4.60%，主要系下半年部分客户延期验收导致收入无法当期确认，毛利率高达 71%。未来贸易保障检测的需求量仍然保持在较高水平，很多政府检测项目也将逐渐向第三方检测放开，公司在该领域有较强的先发优势，我们判断公司贸易保障检测业务未来三年增速约为 10%-15%。

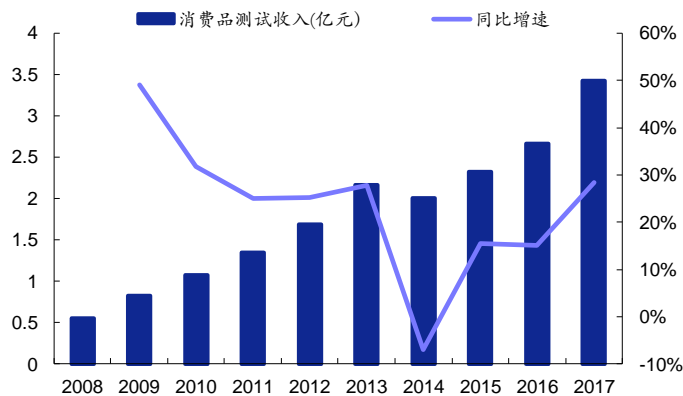
#### 3.2、消费品检测，需求不断扩大，项目周期较短

消费品总额不断上升，消费品检测市场需求持续放大。随着城乡居民收入的增加、消费能力的增强，我国消费品市场规模不断扩大，近年来持续保持 10% 以上的复合增速，全年社会消费品零售总额已经从 2008 年 11.48 万亿元提升到 2017 年 36.63 万亿元；消费品总额的增加也意味着检测需求量的提升，2008-2015 年消费品检测市场规模复合增速达到 15%，从 96 亿元提升到 256 亿元。我们认为未来社会对于产品质量、安全等方面的重视程度加大，将继续助推消费品检测行业的发展。

公司消费品检测发展迅速，项目回款时间较短。公司消费品测试的主要业务为纺织品、鞋类、皮革检测、电子电器产品可靠性与失效分析、汽车整车及零部件检测、玩具产品检测等方面；受下游产品的持续增长，公司 2009-2017 年消费品检测业务复合增速为 22.55%，2017 年实现收入 3.43 亿元，同比增长约为 25%，毛利率 48%。消费品测试业务单个项目周期较短，从合同签订到提供服务再到收款完成用时一般在 5-7 天，现金创造能力较强，利润质量高。公司进入消费品测试行业较早，涉及领域广泛，有着较为稳固的客户资源，公信力和议价能力较强，受益于消费品总额的持续增长，我们判断公司消费品测试业务未来三年增速约为 20%-25%。

**图33: 2008-2015年消费品检测市场规模复合增速15%**

资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

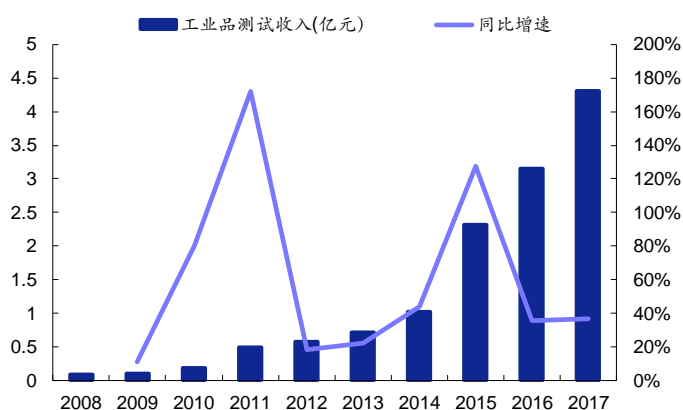
**图34: 2009-2017年公司消费品检测复合增速超22%**

资料来源: Wind、新时代证券研究所

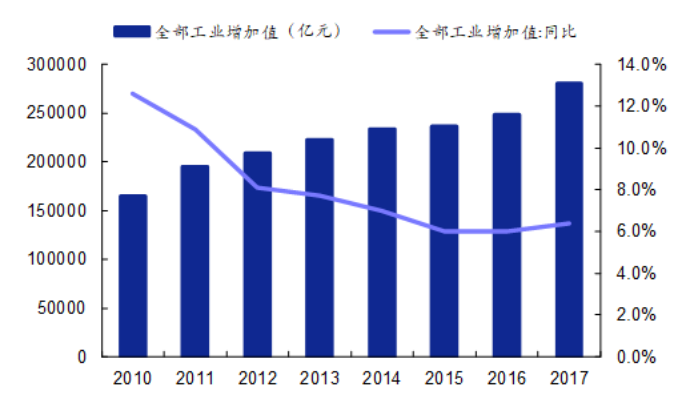
### 3.3、工业品检测，细分领域众多，通过并购快速切入

全球范围最大下游，国内全部工业增加值稳定增长。工业品测试是全球检测市场所占份额最大的领域，市场份额超过50%，中国作为制造业大国，工业增加值维持较高水平的同时仍在稳定增长，根据国家统计局数据，2017年国内全部工业增加值28万亿元，同比增长6.4%，规模以上工业增加值增长6.6%。

工业品检测细分领域众多，通过并购快速切入。公司的工业品检测范围主要包括特种设备检测，材料检测，金属材料、非金属材料检测，建材与轻工产品检测，船舶检测和工程检测等。由于工业品细分领域众多，检测项目差别较大，公司不断通过并购整合来抢占市场和提升知名度，取得了较好的效果。2009-2017年，公司工业品检测业务复合增速为53.71%，2017年实现收入4.31亿元，同比增长约37%，毛利率25%。我们认为随着公司公信力的增强，以及和各子公司的协同作用凸显，公司工业品业务未来三年复合增速仍将超过30%。

**图35: 2009-2017公司工业品检测复合增速超53%**

资料来源: Wind、新时代证券研究所

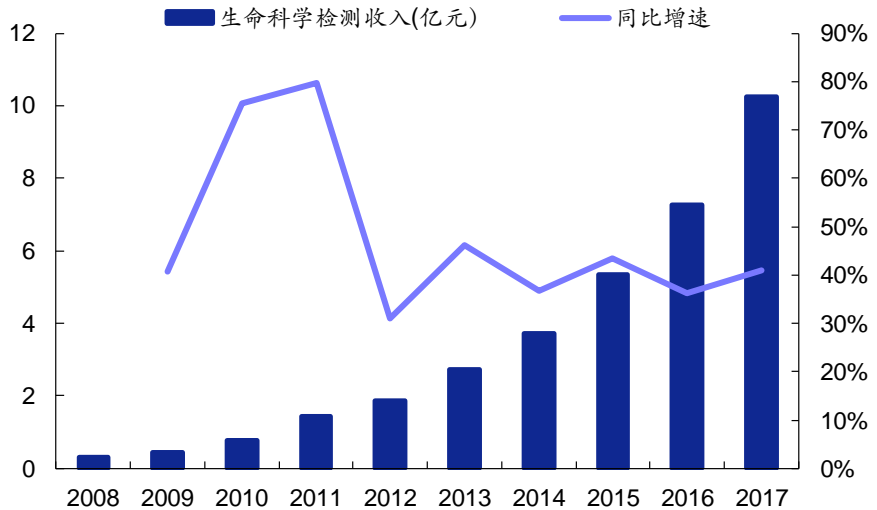
**图36: 国内全部工业增加值平稳增长**

资料来源: 国家统计局、新时代证券研究所

### 3.4、生命科学检测，市场快速增长，前期布局进入收获期

生命科学检测业务是公司近年来重点发展的板块，业务包括食品检测、环境检测、农产品检测、医疗医学、基因检测等，目前环境检测收入超过50%，其次是食品检测；公司近年来广泛布局，实验室扩张速度较快，食品和环境检测增长迅速，医学检测也已完成GLP实验室和医疗检测的基本布局，业务开展顺利。生命科学检测业务2009-2017年复合增速为47%，2017年实现收入10.26亿元，同比增长约41%，毛利率约为43%。

图37: 2009-2017 年生命科学检测复合增速达 47%



资料来源: Wind、新时代证券研究所

3.4.1、环境检测，监测市场趋严助推业务增长，2017 年增速超 35%

环境检测占生命科学检测业务的 50%以上，2017 年收入增速超过 35%。环境检测具有地域性较强的特点，需要在不同地区布局实验室，截止 2017 年底公司在全国设有 30 多个实验室，专业从事环境监测、环境咨询、污染源在线监控等业务，涉及工业企业、石油化工行业、发电机和电力行业、交通行业等众多行业。公司已基本完成环境实验室的布局，未来产能将进一步释放。

表3: 公司环境检测项目

检测类别	检测项目
二噁英采样与检测	废气、土壤、化学品、废弃物
辐射检测	电磁辐射、紫外辐射、X 射线、工频电场、环境振动、R 射线
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
环境空气与工业废气检测	工业废气、室内空气和工作场所空气: 总悬浮颗粒物、油烟、硫酸物、一氧化碳、氟化物、二氧化硫、醇类、烟尘、可吸入颗粒物、苯系物、铬酸物、甲烷、重金属、氮氧化物、臭氧、氟化氢、甲醛、粉尘
水质监测	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(VOCs)、地表水 109 项、苯系物(BTEX)、半挥发性有机物(SVOCs)、BOD5、有机氯农药(OC Pesticides)、总石油烃类(TPH)、挥发酚、多环芳烃(PAH)、石油类和动植物油、多氯联苯(PCBs)、色度、阴离子表面活性剂、有机磷农药(OP Pesticides)、pH 值、各类重金属、氨氮、微生物
水质监测	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(VOCs)、地表水 109 项、苯系物(BTEX)、半挥发性有机物(SVOCs)、BOD5、有机氯农药(OC Pesticides)、总石油烃类(TPH)、挥发酚、多环芳烃(PAH)、石油类和动植物油、多氯联苯(PCBs)、色度、阴离子表面活性剂、有机磷农药(OP Pesticides)、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(OP Pesticides)、苯系物(BTEX)、半挥发性有机物(SVOCs)、酞酸酯类、有机氯农药(OC Pesticides)、多环芳烃(PAH)、挥发性有机物(VOCs)、除草剂(Herbicides)、多氯联苯(PCBs)、总石油烃类(TPH)
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

资料来源: 公司官网、新时代证券研究所

环境检测是环境监测的重要环节，政策推进环境监测行业迅速发展。环境监测分为环境质量监测、污染源监测和其他监测三个部分;我国环境监测行业处于污染



源、环境监测为主的阶段。近年来随着国家《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》、《土壤污染防治行动计划》等重要文件的发布，政府对环境监测的重视程度越来越高，检测的频率和需求也越来越大。

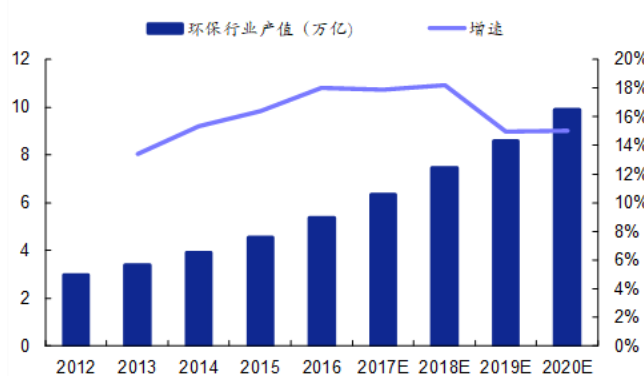
图38: 环境监测行业结构图



资料来源: 环保部、新时代证券研究所

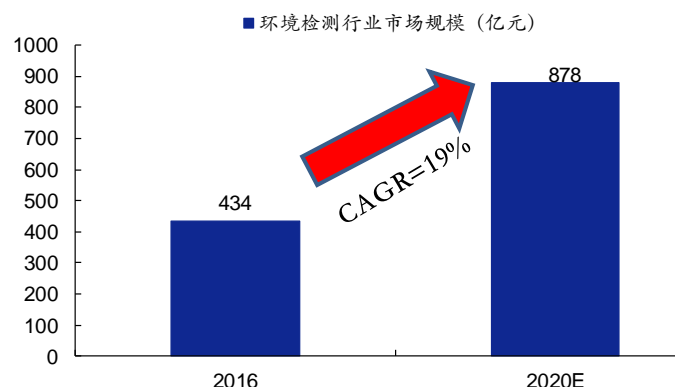
环保行业产值放大为环境检测提供沃土，环境监测密度频次提高，将进一步推动环境检测业务发展。根据环保部和产业信息网的数据，2016年环保行业产值达到5.37万亿，同比增长18%，预计2020年将达到9.89万亿，复合增速16%；2016年全国环境检测行业市场规模为434亿元，预计2020年将达到878亿元，复合增速19%。我们认为随着大气、土壤、空气等环保政策落地和环境监测密度频次的提高，环境检测将充分享受政策红利，公司布局的环境实验室也将进入加速收获期。

图39: 2020年环保行业产值有望达到9.89万亿元



资料来源: 环保部预测、新时代证券研究所

图40: 2020年中国环境检测行业有望达到878亿元

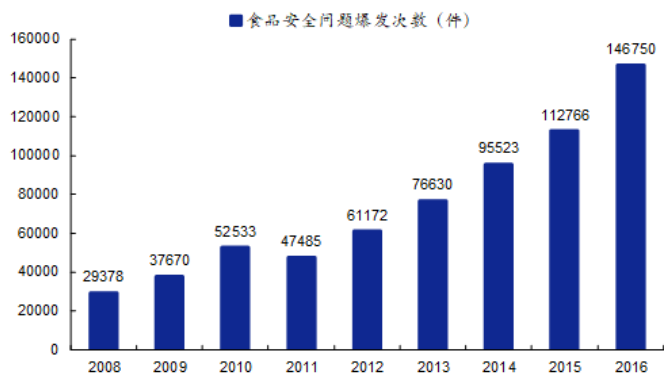


资料来源: 环保部预测、新时代证券研究所

### 3.4.2、食品检测，关注度持续提升，2020年国内市场规模有望超千亿

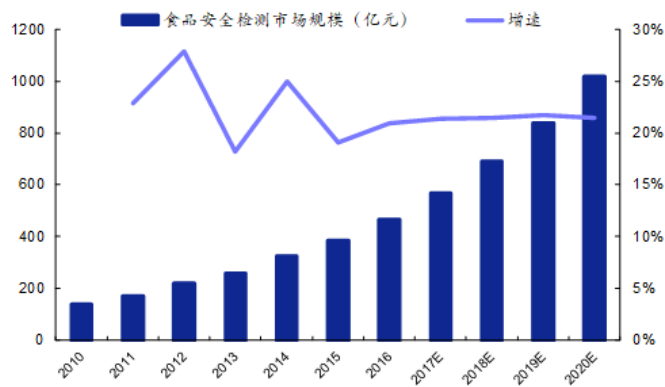
食品安全问题层出不穷，食品检测迎来高速发展。近年来，食品安全已成为国家和社会关注的焦点，生产企业和消费者对食品安全的诉求大幅增加；同时，国家政策也进一步放开了食品检测市场，允许民营企业和外资机构提供食品检测服务，食品检测市场迎来了发展高峰，2009-2016年食品检测市场规模复合增速达到22%，从109亿元增长到468亿元。此外，由于食品检测市场涉及领域广、流通链条长、检测种类多、形态差异大、检测标准欠缺、舆论压力大、诚信体系差，食品检测行业可以深入发展的方向还有很多，市场规模未来有进一步提升的空间，根据产业信息网的预计，未来几年食品检测市场规模有望继续以20%的复合增速增长，到2020年突破1000亿元。

图41: 食品安全问题爆发频次越来越高



资料来源: 食品药品监督管理总局、新时代证券研究所

图42: 2020年中国食品安全检测市场规模超千亿



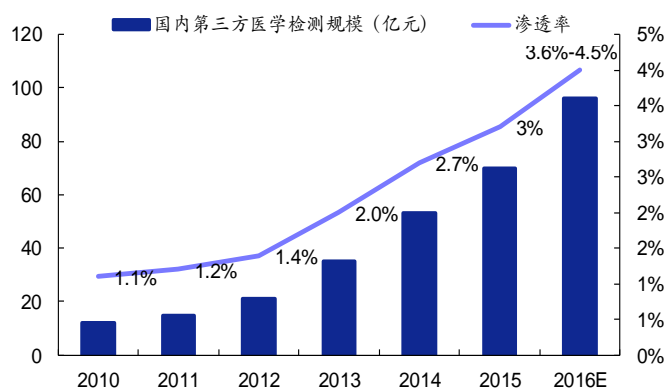
资料来源: 前瞻产业研究院预测、新时代证券研究所

**食品检测行业市场化加快, 民营企业加速崛起。**绝大部分食品安全检验机构是国家卫生系统、质检系统、粮食系统、检验免疫系统和食药监系统直属的政府机构, 外企企业数量不多但实力强劲, 民营企业数量较少但近年来增长迅速。随着市场逐步放开、国有机构改革加速、民营企业并购整合, 食品检测民营企业未来有望高速发展。公司现有食品检测实验室能够为客户提供营养标签、农药残留、兽药残留、基因检测、食品添加剂、重金属及微量元素微生物、食品包装材料、同位素、保健食品原辅料及产品等多项服务, 发展态势良好。2017年公司在夯实原有实验室的同时, 新增10个实验室覆盖更广泛的市场地区, 不断拓展食品检测的市场和业务领域, 未来有望持续加码。

### 3.4.3、医学检测, 第三方医学检验和 GLP 实验室共同发力,

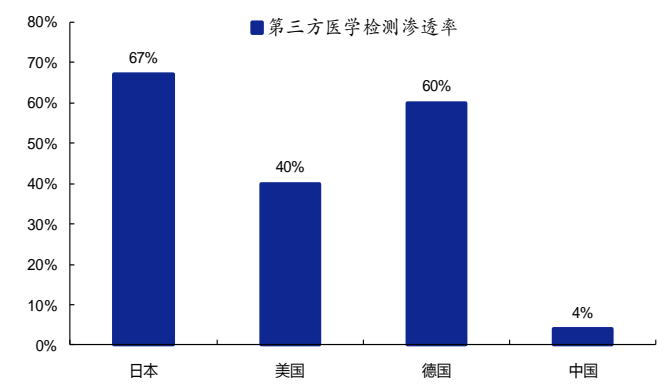
公司从2010年开始布局医学检测, 先后投资建立苏州华测生物实验室、广州华测职安门诊部、上海华测艾普医学检验所, 成为涵盖临床前新药研究、临床疾病检测以及职业病安全评价的检验服务集团。

图43: 2010-2016年我国第三方医学检验复合增速42%



资料来源: 前瞻产业研究院、新时代证券研究所

图44: 国内第三方医学检测渗透率远低于欧美日

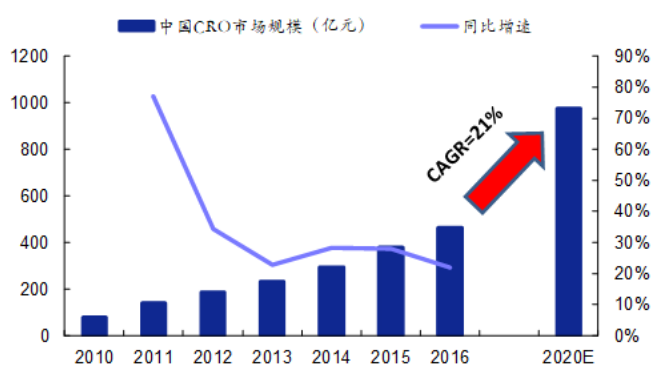


资料来源: 前瞻产业研究院、新时代证券研究所

**国内第三方医学检测渗透率远低于欧美日, 公司提前布局以抢占市场。**医学实验室包括独立医学实验室和医院的验科两类, 主要来自人体的材料进行生物学、微生物学、血清学、化学、血液免疫学、生物物理学、细胞学、病理学等检验。2010~2016年时, 我国第三方医学检测的市场规模由10亿元上升到96亿元, 复合增长率达42%, 但和发达国家相比仍然有较大差距。截至2016年, 美国约有近40%的检验在第三方独立实验室完成, 这个数字在德国已达到60%, 日本则为67%, 而在我国据估计仅占4%, 未来第三方医学检测渗透率还有巨大提升空间。

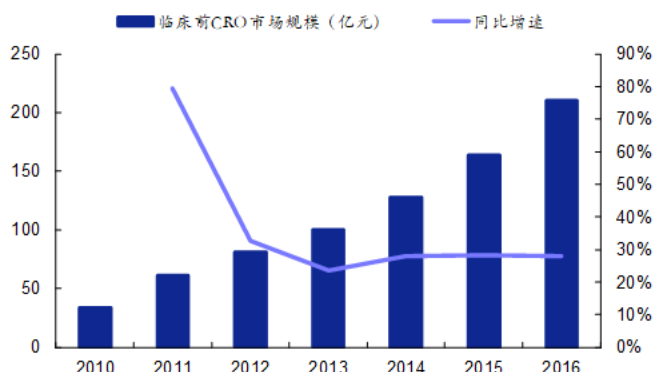
中国 CRO 市场需求旺盛，2020 年接近千亿规模。2003 年国家药监局颁布实施了《药物临床试验质量管理规范》，为 CRO（医药研发外包）行业在我国的健康有序发展创造了良好的外部条件。近年来国内 CRO 市场需求旺盛，据南方医药经济研究所的数据和预测，2010~2016 年，我国 CRO 市场规模由 79 亿元上升至 462 亿元，年复合增长率为 34%，其中临床前 CRO 占比约为 43%，市场规模由 24 亿元上升到 210 亿元。未来三年，国内 CRO 市场有望继续以超过 20% 的复合增速增长，到 2020 年市场规模有望达到 975 亿元。

图45: 2016~2020 年中国 CRO 复合增速将达 21%



资料来源: CFDA 南方医药经济研究所预测、新时代证券研究所

图46: 2010~2016 年临床前 CRO 复合增速达 35%



资料来源: CFDA 南方医药经济研究所、新时代证券研究所

公司苏州生物团队实力强，GLP 实验室潜力较大。子公司苏州生物建立的 GLP 实验室承担的新药临床前安全性试验，是 CRO 的极其重要一环。实验室团队实力强，核心成员中有全国药物评审专家，在新药研发领域有较强的技术和资源优势，自 2016 年 2 月取得国家 GLP 资质开始接受订单，2017 年业务同比增幅较大，基本实现盈亏平衡。我们判断未来几年，公司 CRO 业务将加速发展，市场占有率和行业知名度也将进一步提升。

## 4、对标全球三大龙头，华测检测发展潜力巨大

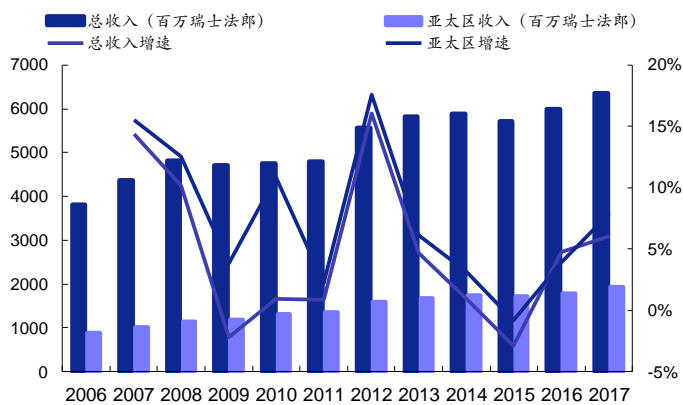
### 4.1、世界三大检测巨头细分领域各有侧重，亚太区增速较快

#### 4.1.1、瑞士通用公证行 SGS

SGS 集团总部位于瑞士日内瓦，创建于 1878 年，是全球检验、鉴定、测试及认证服务的领导者和创新者，也是公认的质量与诚信的全球基准，目前市值约 185 亿瑞士法郎（折合人民币约 1900 亿元）。SGS 集团在全球拥有 2400 多个分支机构和实验室、95000 多名员工，服务网络遍及全球，其中在中国的服务点达到 78 家，实验室超过 150 个，15000 名员工，服务对象包括国内外企业、政府和国际机构，业务覆盖消费品、能源、工业品、矿产、农业、环境、汽车、生命科学等 10 个领域，其中消费品、能源、工业品和矿产业务占比较大。

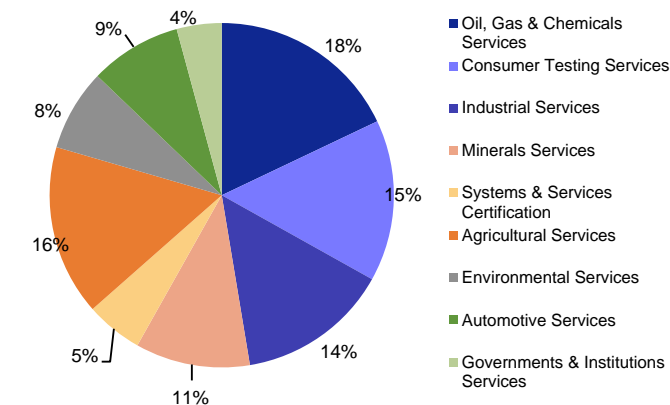
收入平稳增长，亚太区发展较快。2006-2017 年，SGS 集团营业总收入复合增速为 4.7%，亚太地区增速为 7.4%。2017 年总收入达到 63.49 亿瑞士法郎（折合人民币约 428 亿元），人均产值约 45.0 万元；亚太区收入 19.36 亿瑞士法郎（折合人民币约 130 亿元），人均产值约 39.0 万元。

图47: SGS 总收入与亚太地区收入情况



资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

图48: 2017年SGS收入构成



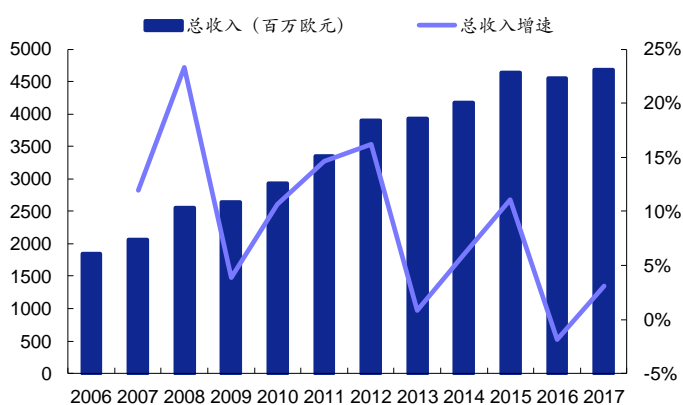
资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

### 4.1.2、法国必维国际检验集团 BV

BV 集团成立于 1828 年, 集团总部位于法国巴黎拉德方司商业区, 是一家国际知名的检验、认证、咨询及工程质量控制的机构, 提供全球业界领先的质量、健康、安全和环境 (QHSE) 以及社会责任领域的服务, 目前市值 94 亿欧元 (折合人民币约 730 亿元)。BV 集团在全球设立了 14000 个办公室和 340 个实验室, 遍布 140 个国家, 拥有员工 74000 名、客户 40 万家, 获得了 900 多个专业资质和国家认可资质, 1882 年进入中国, 目前在 55 个城市拥有 110 个办公室和实验室以及超过 15000 名员工。业务覆盖工业品、农业与大宗商品、消费品、船舶、认证、建筑物与基础设施 6 个领域, 其中工业品、农业与大宗商品和建筑物与基础设施占比较大。

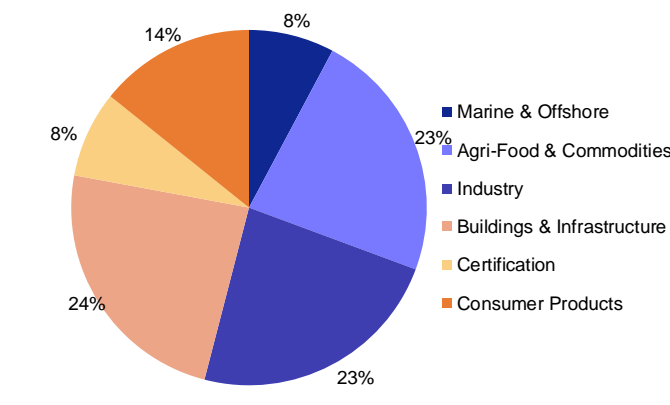
2006-2016 年, BV 集团营业收入复合增速为 9.43%, 亚太区的占比也在逐步提高。2016 年总收入为 46.34 亿欧元 (折合人民币约 358 亿元), 人均产值约 51.9 万元; 亚太区收入 14.83 亿欧元 (折合人民币约 115 亿元), 人均产值约 43.6 万元。

图49: BV 集团总收入近年来增速放缓



资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

图50: 2017年BV集团收入构成



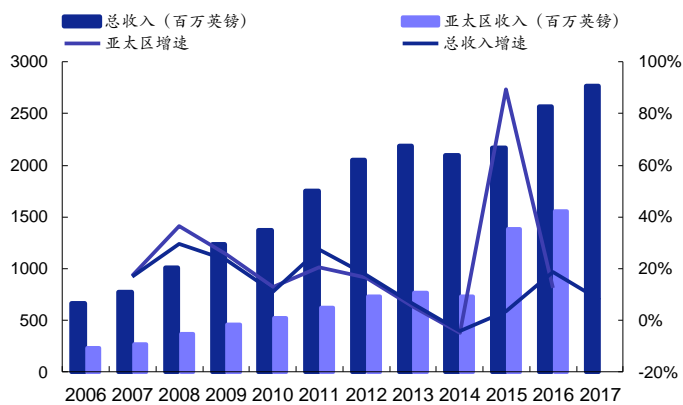
资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

### 4.1.3、英国天祥集团 Intertek

Intertek 集团创立于 1880 年, 总部位于伦敦, 是全球领先的质量和安全管理机构, 为众多行业提供专业创新的解决方案, 目前市值 78 亿英镑 (折合人民币约 680 亿元)。Intertek 集团在全球设立了 1000 个实验室, 遍布 100 多个国家, 拥有员工约 43000 名, 客户 20 万家, 包括众多国际知名企业、跨国公司以及政府机构。其中在中国超过 40 个大中城市设立超过 100 家实验室或分支机构, 超过 9600 名员工。目前业务覆盖纺织、玩具、电子、建筑、加热设备、医药、石油、食品、和货物扫描等, 其中工业品和大宗商品占比较高, 消费品增长较快。

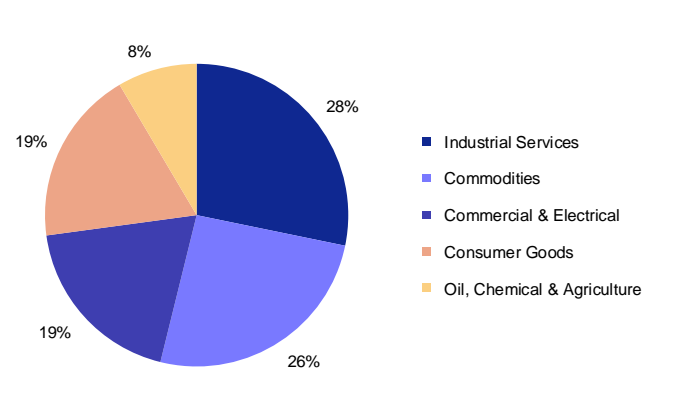
2006-2016年, Intertek 集团营业收入复合增速 14.47%, 亚太地区增速为 21.12%, 其中 2016 年总收入达到 25.67 亿英镑 (折合人民币 226 亿元), 人均产值约为 53.8 万元; 亚太区收入 15.57 亿英镑 (折合人民币 137 亿元)。2017 年总收入达到 27.69 亿英镑, 折合人民币约 242 亿元, 人均产值约为 56 万元。

图51: Intertek 总收入与亚太地区收入情况



资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

图52: 2016 年 Intertek 收入构成

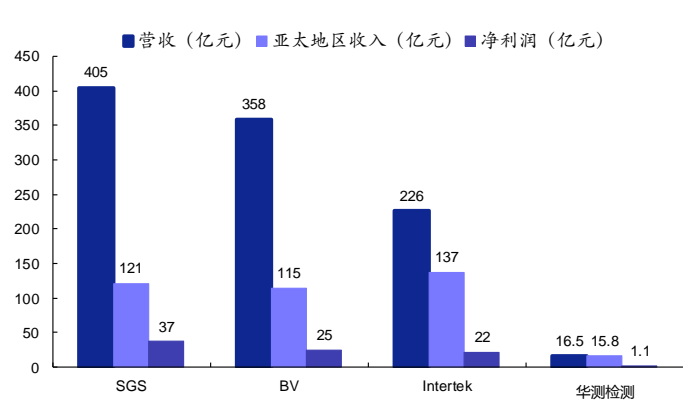


资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

## 4.2、对标世界巨头，借鉴成功经验，致力打造华人检测领导品牌

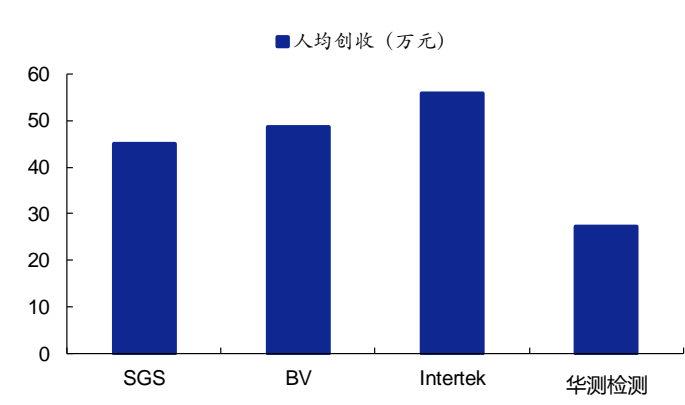
总体规模、营业收入和人均创收均远低于国际巨头，未来向上空间巨大。三家国际巨头成立时间均超过百年，在公信力尤其重要的检测行业积累了广泛的资源和良好的口碑，也是其业绩稳定增长的基础。2017 年 SGS、BV 和 Intertek 营业收入分别达到 428 亿元、360 亿元和 242 亿元，净利润为 40 亿元、32 亿元和 25 亿元；华测检测成立时间约 15 年，2017 年营业收入 21.18 亿元，净利润 1.38 亿元。目前，三家外资公司人均创收均超 45 万元，而华测检测人均创收 28.4 万元，人均创收尚有 50% 以上提升空间，无论是规模收入、盈利水平还是运营效率都有较大提升空间。

图53: 华测检测与国际巨头收入利润对比 (2016 年)



资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

图54: 公司人均创收仍有较大提升空间 (2017 年)



资料来源: bloomberg、新时代证券研究所

并购扩张是业绩增长以及快速切入新领域的主要手段。检测行业碎片化程度较高，横跨众多行业，且每个市场相对独立，难以快速复制，无法通过资本进行快速扩张；从全球范围来看，通过收购的方式扩充产品线、快速切入新市场，从而实现多样化的检测服务、多层次的行业分布以及广泛的全球覆盖，是国际检测市场的趋势所在。国际检测巨头持续开展并购扩张，仅 2016 年全球范围内第三方检测公司共进行了 186 宗收购交易，其中 Eurofin 27 宗、SGS 19 宗、BV 10 宗、Exova 10 宗。

以 SGS 为例，2017 年全年完成 12 笔收购，总金额达 4000 万瑞士法郎 (折合人

民币约 2.7 亿元)，通过并购也带来了 1900 万瑞士法郎（折合人民币约 1.28 亿元）的营业收入和 300 万瑞士法郎（折合人民币约 2 千万元）的营业利润，扩大了集团在农产食品和生命、消费品和零售、公共事务、认证及企业优化以及工业领域的服务。2018 年集团已经完成两项战略收购，分别是位于美国的 Vanguard Sciences 和比利时的 Laboratoire de Contrôle et d'Analyse，以继续夯实在食品安全检测和医药化学、微生物检测咨询上的领先能力。

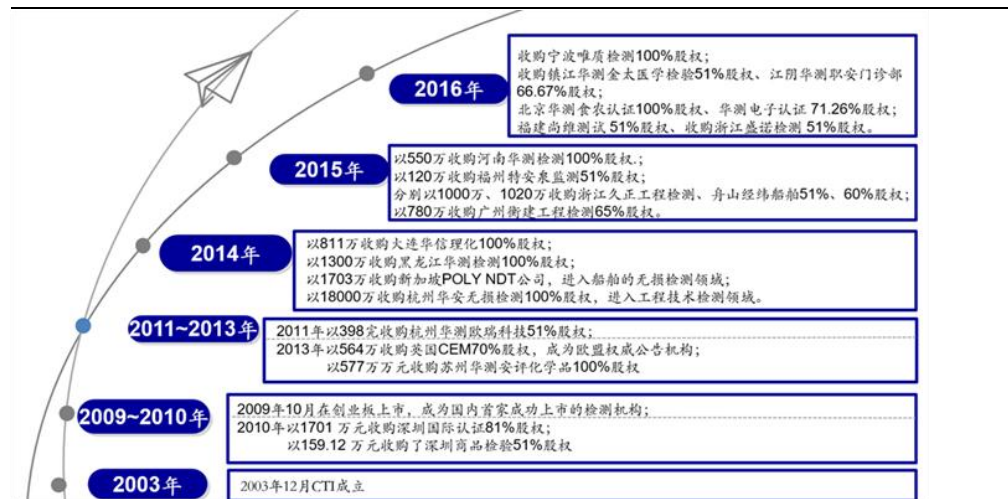
**表4： 2017 年以来 SGS 并购企业情况**

公司	国家	领域
Maco Customs Services	荷兰	海关合规服务
CRT Consulting Testing Research Srl	意大利	无损检测和实验室检测
SGS Leicester Ltd	英国	英国皇家认可委员会 UKAS 认可的纺织品物理、化学和易燃性测试实验室
Geostrada	南非	提供建筑材料和岩土测试
Laboratoire LCA	摩洛哥	为农业部提供土壤肥力分析等服务
ILC Micro-Chem, Inc	加拿大	提供微生物和食品化学检测服务
The Govmark Testing Services, Inc	美国	提供耐火及防火测试
Bio Vision Seed Research Limited	加拿大	领先的种子、谷物和土壤测试实验室
Harrison Research Laboratories, Inc	美国	为化妆品和个人护理行业提供实验室服务
Central Illinois Grain Inspection, Inc	美国	美国农业部 USDA 授权，开展出口谷物、农副产品检验以及国内质量结算服务
Win Services Pty Ltd	澳大利亚	开发培训
BF Machinery Pty Ltd	澳大利亚	测试、维修、工程和保养服务
Vanguard Sciences	美国	食品安全检测
Laboratoire de Contrôle et d'Analyse	比利时	医药化学、微生物检测咨询

资料来源：SGS 年报、新时代证券研究所

公司加快并购步伐，打通检测全产业链，为客户提供一站式解决方案。参考国际检测巨头 SGS、BV、Intertek 等国际检测巨头发展历史，并购扩张仍然是公司未来迅速切入其他细分市场的主要方式。自上市以来，公司积极扩张外延，将并购作为长期发展战略，通过并购以迅速切入相关行业，并利用收购标的的客户资源和服务网络，加深与政府的合作、拓展检测服务。随着国家对国有检验检测机构的改革，进一步加速检测认证行业市场化，将为公司提供更多优质的并购标的，也会为公司提供快速进入曾经被政府机构垄断的细分领域的机会。

**图55： 公司主要并购历程**

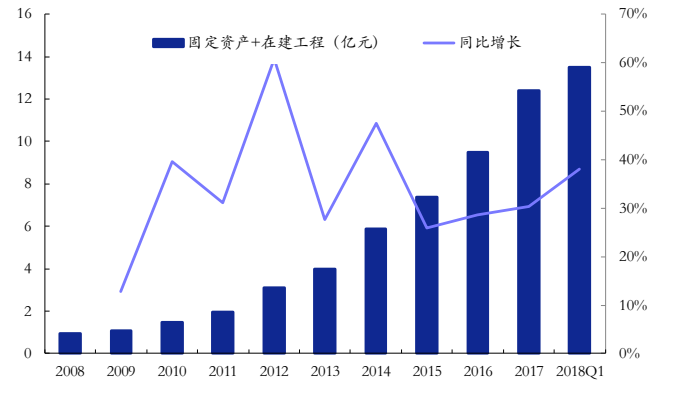


资料来源：公司年报及官网、新时代证券研究所

### 4.3、短期放缓扩张步伐，注重经营效率提升，夯实中长期成长基础

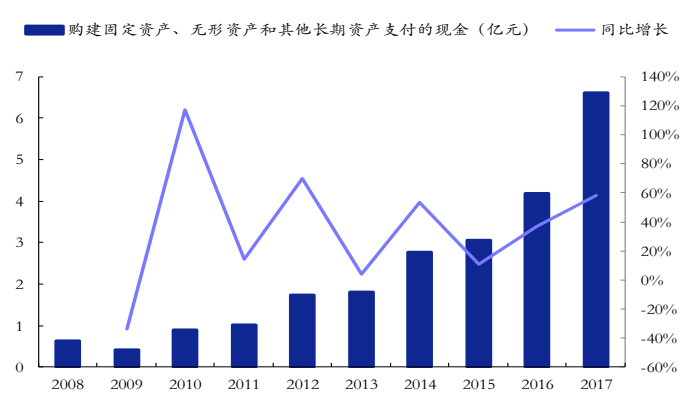
前期扩张速度迅速，成本上升较快。公司上市之后加快扩张速度以抢占份额，面向全国市场建立了一批拥有国内领先水平的实验室，固定资产、在建工程增长速度较快。截止 2018Q1，公司固定资产和在建工程合计达到 13.51 亿元，达到历史新高，2008-2017 年复合增速达到 33%；随着实验室的扩建，人员数量也增长较快，2017 年公司支付给职工的现金达到 8.07 亿元，2018Q1 为 2.64 亿元，2008-2017 年复合增速达到 35%。固定资产折旧和人员薪酬是公司主要成本构成，增长速度均高于公司营收增速，影响了当期利润增速。

图56： 2008-2017 年公司固定资产+在建工程快速增长



资料来源：Wind、新时代证券研究所

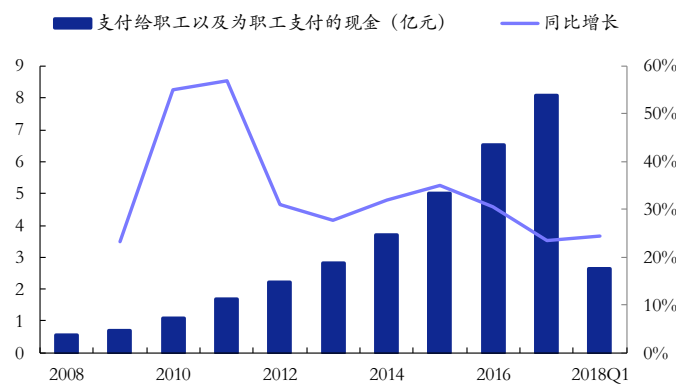
图57： 2008-2017 年公司持续加大投资力度



资料来源：Wind、新时代证券研究所

短期放缓扩张步伐，注重经营效率提升。基于前期的全面布局，公司从 2018 年开始战略性地放缓扩建投资步伐，阶段性的将经营效率提升作为战略重点，并且在 2017 年年报中提出 2018 年将转变考核方式(从以营收为导向转向以利润为导向)。一般情况下，单个实验室需要 2-3 年的达到最佳经营状态，我们认为公司阶段性的战略调整将提高公司各实验室的利用效率，整体利润率会进一步提升，预计到 2020 年公司人均产值有望突破 35 万元/年。

图58： 2008-2017 年公司人员成本增长较快



资料来源：Wind、新时代证券研究所

图59： 2018-2020 年公司人均营收有望突破 35 万元/年



资料来源：Wind、新时代证券研究所预测

控制风险，夯实基础力求行稳致远。为避免再次出现华安检测、杭州瑞欧等子公司经营不善的情况，公司在 2017 年年报还提到，未来的并购将在并购伊始就开展融合计划，从法人治理、财务管理、风控管理、业务整合等多角度采取一系列并购整合措施，旨在加强公司内部控制力和提升整个华测检测品牌的市场影响力。我们认为通过阶段性的战略调整和内部整合，公司短期业绩增长将有望提速，中长期的发展能够更加稳健。

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、预计 2018-2020 年营业收入复合增速为 34%

中国贸易保障检测的需求量仍然保持在较高水平，很多政府检测项目也将逐渐向第三方检测放开，公司在该领域有较强的先发优势，**预计公司贸易保障检测业务 2018-2020 年增长 13%、12%、11%，毛利率稳定在 70%左右。**

公司进入消费品测试行业较早，涉及领域广泛，有着较为稳固的客户资源，公信力和议价能力较强，受益于消费品总额的持续增长，**预计公司消费品检测业务 2018-2020 年增长 25%、23%、20%，毛利率稳定在 50%左右。**

工业品测试作为全球检测市场所占份额最大的领域，市场份额超过 50%，将是公司未来重点拓展的领域，并购的频率和质量会比较高。未来我们判断随着公司公信力的增强，以及和各子公司的协同作用凸显，随着石油化工、船舶等领域的回暖，行业景气度逐步恢复，**预计公司工业品检测业务 2018-2020 年增长 40%、35%、30%，毛利率也有望从 30%左右提升至 35%。**

生命科学检测未来空间大，公司食品检测和环境检测已经占据一定市场份额，在公信力逐步提高的情况下会继续增长，医学检测布局已经完成，今年将给公司带来一定的收益，**预计公司生命科学检测业务 2018-2020 年增长 45%、40%、40%，毛利率稳定在 45%以上并且稳步提升。**

**表5： 2018-2020 年华测检测各业务板块收入增速及毛利预测**

单位（百万元）	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	926.0	1287.8	1652.3	2118.2	2878.4	3825.2	5051.0
增长率	19.2%	39.1%	28.3%	28.2%	35.9%	32.9%	32.0%
主营毛利率	58.1%	54.0%	50.6%	44.4%	45.9%	46.7%	46.6%
<b>贸易保障检测</b>							
收入	250.0	289.8	342.6	326.8	369.3	413.6	459.1
增长率	14.4%	15.9%	18.2%	-4.6%	13.0%	12.0%	11.0%
毛利率	73.1%	67.9%	67.4%	71.4%	71.0%	70.0%	69.0%
<b>消费品检测</b>							
收入	201.1	232.3	267.0	334.3	417.9	514.0	616.8
增长率	-6.9%	15.6%	14.9%	25.2%	25.0%	23.0%	20.0%
毛利率	58.2%	53.3%	51.9%	48.4%	50.0%	49.0%	48.0%
<b>工业品检测</b>							
收入	102.5	232.1	314.5	431.0	603.4	814.6	1059.0
增长率	45.5%	126.4%	35.5%	37.0%	40.0%	35.0%	30.0%
毛利率	49.5%	51.7%	40.1%	24.6%	30.0%	35.0%	35.0%
<b>生命科学检测</b>							
收入	372.5	533.7	728.2	1026.1	1487.8	2082.9	2916.1
增长率	36.9%	43.3%	36.4%	40.9%	45.0%	40.0%	40.0%
毛利率	50.4%	47.6%	46.8%	42.7%	45.0%	46.0%	47.0%

资料来源：Wind、新时代证券研究所



## 5.2、首次覆盖给予“推荐”评级

预计 2018-2020 年净利润复合增速 53%。预计公司 2018-2020 年营业收入为 28.78/38.25/50.51 亿元、同比增长 35.9%、32.9%、32.0%，归母净利润分别为 2.70/3.65/4.84 亿元，复合增速约 53%，EPS 为 0.16/0.22/0.29 元，考虑到检测市场空间巨大，而公司作为国内规模最大的综合性第三方检测服务企业，未来有望优先和持续受益于国内检测行业的逐步放开，前期各条业务线的布局也将进入收获期，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 6、风险因素

### 6.1、政策推进速度较慢

检测行业是政策导向较强的行业，政府对检测行业的发展政策影响着检测行业的发展速度，也影响着第三方检测市场规模的大小，整体来看，检测行业的市场化程度越来越高是比较确定的趋势，但是政府放开的进度和领域具有一定的不确定性。如果政策推进速度较慢，将有可能影响公司业务增长的持续性。

### 6.2、并购整合的不确定性

检测认证行业的市场为碎片市场，横跨众多行业，且每个市场相对独立，难以快速复制，无法通过资本进行快速扩张，采用并购手段快速切入新领域是国际的检测认证巨头通行的做法。并购战略是公司的长期发展战略之一，但是并购标的的选取，以及并购后的整合关系到并购工作是否成功，存在一定的不确定性。

### 6.3、商誉减值风险

为拓展业务领域，完善公司产业战略布局，形成新的收入和利润增长点，公司近年来进行了多项对外投资，但受时间、信息以及外部环境等的局限，投资收益的获得具有诸多不确定性，因此存在短期内降低公司整体效益甚至投资失败的风险。当企业并购形成的商誉存在减值迹象时，需根据《企业会计准则》的规定计提减值准备，从而对公司未来的经营业绩造成不利影响。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1710	1684	1566	1776	2103	<b>营业收入</b>	<b>1652</b>	<b>2118</b>	<b>2878</b>	<b>3825</b>	<b>5051</b>
现金	1070	653	361	306	404	营业成本	816	1178	1557	2041	2697
应收账款	322	428	548	749	907	营业税金及附加	7	8	9	11	15
其他应收款	39	39	57	75	99	营业费用	312	401	486	654	859
预付账款	26	36	46	63	81	管理费用	302	331	432	574	758
存货	<b>3</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>16</b>	<b>20</b>	财务费用	5	8	13	24	29
其他流动资产	249	517	544	567	592	资产减值损失	80	55	20	27	30
<b>非流动资产</b>	1413	1833	2291	2648	2891	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	23	27	32	37	41	投资净收益	0	2	2	2	2
固定资产	724	1074	1427	1707	1898	<b>营业利润</b>	129	174	363	496	665
无形资产	86	118	126	137	143	营业外收入	<b>29</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>19</b>	<b>19</b>
其他非流动资产	<b>579</b>	<b>614</b>	<b>705</b>	<b>767</b>	<b>808</b>	营业外支出	3	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>3123</b>	<b>3516</b>	<b>3857</b>	<b>4424</b>	<b>4993</b>	<b>利润总额</b>	155	189	380	514	682
<b>流动负债</b>	601	890	985	1218	1332	所得税	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>102</b>	<b>139</b>	<b>184</b>
短期借款	246	435	450	599	632	<b>净利润</b>	111	138	277	375	498
应付账款	80	174	215	265	334	少数股东损益	<b>10</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>13</b>
其他流动负债	<b>275</b>	<b>281</b>	<b>321</b>	<b>353</b>	<b>366</b>	<b>归属母公司净利润</b>	102	134	270	365	484
<b>非流动负债</b>	61	89	98	99	98	EBITDA	<b>277</b>	<b>385</b>	<b>609</b>	<b>832</b>	<b>1087</b>
长期借款	4	0	6	7	6	EPS(元)	0.06	0.08	0.16	0.22	0.29
其他非流动负债	<b>58</b>	<b>89</b>	<b>92</b>	<b>92</b>	<b>92</b>						
<b>负债合计</b>	<b>662</b>	<b>979</b>	<b>1083</b>	<b>1317</b>	<b>1430</b>						
少数股东权益	59	48	56	66	79	<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
股本	837	1658	1658	1658	1658	<b>成长能力</b>					
资本公积	868	44	44	44	44	营业收入(%)	28.3	28.2	35.9	32.9	32.0
留存收益	695	787	978	1237	1581	营业利润(%)	(35.2)	34.5	108.8	36.6	33.9
归属母公司股东权益	2401	2490	2718	3041	3484	归属于母公司净利润(%)	(43.8)	31.9	101.4	35.3	32.7
<b>负债和股东权益</b>	<b>3123</b>	<b>3516</b>	<b>3857</b>	<b>4424</b>	<b>4993</b>	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	50.6	44.4	45.9	46.7	46.6
						净利率(%)	6.1	6.3	9.4	9.5	9.6
						ROE(%)	4.5	5.4	10.0	12.1	14.0
						ROIC(%)	3.7	4.7	8.7	10.5	12.3
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	21.2	27.8	28.1	29.8	28.6
						净负债比率(%)	-33.3	(8.5)	3.5	9.7	6.6
						流动比率	2.8	1.9	1.6	1.5	1.6
						速动比率	2.8	1.9	1.6	1.4	1.6
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	1.1
						应收账款周转率	5.6	5.6	5.9	5.9	6.1
						应付账款周转率	12.0	9.3	8.0	8.5	9.0
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.06	0.08	0.16	0.22	0.29
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.02	0.25	0.31	0.46
						每股净资产(最新摊薄)	1.45	1.50	1.64	1.83	2.10
						<b>估值比率</b>					
						P/E	82.27	62.39	30.98	22.90	17.25
						P/B	3.48	3.36	3.07	2.75	2.40
						EV/EBITDA	27.61	21.5	14.1	10.6	8.1

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	363	349	412	510	756
净利润	111	138	277	375	498
折旧摊销	139	189	218	297	379
财务费用	5	8	13	24	29
投资损失	-0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	27	-41	-93	-183	-147
其他经营现金流	81	58	-1	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-959	-759	-673	-650	-619
资本支出	<b>418</b>	<b>661</b>	<b>447</b>	<b>350</b>	<b>236</b>
长期投资	-2	-18	-5	-4	-5
其他投资现金流	-543	-117	-231	-304	-387
<b>筹资活动现金流</b>	963	138	-31	-34	-41
短期借款	<b>121</b>	<b>188</b>	<b>15</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
长期借款	-1	-4	6	1	(1)
普通股增加	454	820	0	0	0
资本公积增加	452	-823	0	0	0
其他筹资现金流	<b>-63</b>	<b>-44</b>	<b>-52</b>	<b>-65</b>	<b>-71</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>371</b>	<b>-275</b>	<b>-292</b>	<b>-174</b>	<b>95</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**郭泰**，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验5年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：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。

推荐：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：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：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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b> 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕莅琪 销售总监</b> 固话：021-68865595 转 258 手机：18221821684 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
深圳	<b>史月琳 销售经理</b> 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层	邮编：100086
上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼	邮编：200120
广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室	邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>