

2018年06月25日

华测检测 (300012.SZ)

民营检测龙头，战略切换再启航

■ **综合性民营检测机构领跑者，国内外品牌公信力强大：**公司目前为国内最大的民营综合性检测服务机构，截至2017年底共建有130多个实验室，全球范围内为企业一站式解决方案。公司的检测报告在国内、国外通过多项认证，公信力强；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。

■ **全球万亿级广阔市场，国内第三方检测高景气成长：**摩根士丹利数据显示，2016年全球检测市场规模约增长7%达到1445亿欧元（约1.08万亿人民币），其中北美、欧洲、亚太地区占比分别为32%、30%和25%，亚太地区虽然占比最小，但发展迅速，以中国为代表的新兴市场得益于全球化和国际贸易的迅速增长，第三方检测市场蓬勃发展。受益于检测市场对民营资本的不断放开，前瞻产业研究院数据显示，我国第三方检测行业市场规模已由2009年的230.6亿元增长到2016年的761.6亿元，年均复合增速19%，呈现高景气增长态势。

■ **转变考核方式，盈利能力有望确立拐点：**近年公司为继续扩大在行业的先发优势，加快布局全国检测市场，新建了一批实验室，资本开支快速增长，致使盈利能力有所下降。2018年起，公司转换发展策略，考核由收入转变为利润导向。未来随着各建设项目的陆续投产，产能的释放将为公司带来盈利拐点。具有代表性的是食品检测业务，公告显示2017年公司新增10个实验室，随着2018年产能的释放，该业务有望回归正常利润率。

■ **变更总裁加速发展，员工持股激发活力。**2018年6月5日公司公告聘任申屠献忠先生为公司总裁。申屠先生曾经是SGS的中国区总裁、全球执行副总裁，拥有海内外广泛的行业资源，有助于公司寻找优质并购标的（尤其是海外资源），加速国际化战略步伐。2017年公司推出首期员工持股计划，总人数不超过54人，募集资金不超过5400万元，以成交均价4.8199元/股完成股票购买。

■ **投资建议：**我们预计2018-2020年公司净利润分别为2.68亿元、4.1亿元和6.0亿元，对应EPS分别为0.16元、0.25元和0.36元。维持买入-A评级，6个月目标价6.88元，相当于2018年43倍动态市盈率。

■ **风险提示：**行业竞争加剧，收购整合不及预期，检测行业市场化进度低于预期

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,652.3	2,118.2	2,770.7	3,579.4	4,495.0
净利润	101.5	133.9	268.2	409.5	600.0
每股收益(元)	0.06	0.08	0.16	0.25	0.36
每股净资产(元)	1.45	1.50	3.30	3.53	3.18

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	93.0	70.6	35.2	23.1	15.7
市净率(倍)	3.9	3.8	1.7	1.6	1.8
净利润率	6.1%	6.3%	9.7%	11.4%	13.3%
净资产收益率	4.2%	5.4%	4.9%	7.0%	11.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.3%	1.9%
ROIC	9.1%	9.0%	13.3%	20.0%	29.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

电子设备

投资评级 买入-A

维持评级

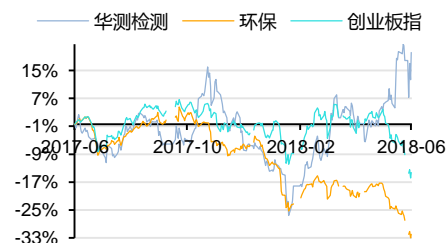
6个月目标价：6.88元

股价(2018-06-22) 5.70元

交易数据

总市值(百万元)	9,447.93
流通市值(百万元)	8,404.83
总股本(百万股)	1,657.53
流通股本(百万股)	1,474.53
12个月价格区间	3.51/5.81元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	30.68	45.21	33.18
绝对收益	13.88	29.89	18.11

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-35082037

相关报告

华测检测：民营检测迎发展机遇，生命科学检测助力二次再腾飞/王书伟 2017-07-15

内容目录

1. 综合性民营检验检测龙头，产能释放助力再腾飞	4
1.1. 民营检测领跑者，国内外品牌公信力强大.....	4
1.2. 股权结构稳定，员工持股计划激发活力.....	5
1.3. 资本开支强度稳步上升，静待拐点来临.....	6
2. 行业：全球万亿级广阔市场，国内第三方检测高景气	7
2.1. 2016 年全球检测市场规模约 1 万亿，亚太地区增长迅速.....	7
2.2. 细分领域较多，全球竞争格局分散.....	9
2.3. 国内检测业务不断放开，民营机构地位持续上升.....	9
3. 公司：深入布局多业务，展现强劲竞争实力	12
3.1. 生命科学检测：关注 2018 食品检测拐点，医学检测.....	12
3.2. 消费品检测：传统消费品实施大客户战略，汽车检测继续加大投入.....	15
3.3. 贸易保障及工业品检测：平稳增长.....	16
4. 转变考核方式，盈利能力有望迎拐点	17
4.1. 发展战略切换，由“做大”向“做强”.....	17
4.2. 对标成熟海外标的，人均产值及固定资产周转率提升空间大.....	17
5. 投资建议：买入-A 评级，6 个月目标价 6.88 元	19
6. 风险提示	19

图表目录

图 1：公司实验室及服务网络遍及海内外.....	4
图 2：公司股权结构稳定.....	5
图 3：2018Q1 实现收入 4.48 亿元，同比增长 19.5%.....	6
图 4：2018Q1 归母净利润亏损 2428 万元，同比下降 735%.....	6
图 5：生命科学检测收入占比稳步上升.....	7
图 6：近年盈利能力有所下降.....	7
图 7：分产品毛利率情况.....	7
图 8：公司资本开支强度稳步上升.....	7
图 9：2016 年全球检测市场规模约 1.08 万亿元.....	8
图 10：2016 年全球检测行业业务领域结构.....	8
图 11：亚洲区域第三方检测市场蓬勃发展.....	8
图 12：2016 年国内第三方检测行业市场规模 761 亿元，同比增长 22%.....	10
图 13：民营检测机构业务规模占比 2016 年提升至 16.62%.....	10
图 14：2017 年生命科学检测收入 10.26 亿元，同比增长 41%.....	12
图 15：2017 年生命科学检测业务毛利率 43%.....	12
图 16：公司食品检测服务领域.....	13
图 17：到 2020 年，环境检测市场规模将增长至 878 亿元.....	13
图 18：2017 消费品检测实现收入 3.34 亿元，同比增长 25%.....	15
图 19：2017 消费品检测业务毛利率 49%.....	15
图 20：2017 贸易保障检测收入 3.27 亿元，同比下降 5%.....	16
图 21：2017 贸易保障检测业务毛利率 71%.....	16
图 22：2017 年工业品检测收入 4.31 亿元，同比增长 37%.....	16

图 23: 2017 年工业品检测业务毛利率 25%.....	16
图 24: 2018 年公司转变考核方式, 切实提高盈利能力.....	17
图 25: 2017 职工薪酬及折旧摊销分别占营业成本 40%和 13%.....	17
图 26: 国际三巨头资本支出/折旧高峰期后有所下降.....	18
图 27: 公司资本开支强度稳步上升	18
图 28: 国际三巨头人均收入 (万欧元)	19
图 29: 2017 年公司人均收入 3.65 万欧元.....	19
图 30: 国际三巨头固定资产周转率	19
图 31: 2017 年固定资产周转率 1.97	19
表 1: 公司发展简史	4
表 2: 公司业务细分领域.....	5
表 3: 2017 年全球检测行业竞争格局	9
表 4: 检测行业国内上市公司基本情况	11
表 5: 环境检测业务介绍	14
表 6: 公司医学检测业务内容介绍	14
表 7: 2017 年国际检测巨头公司收购事件整理.....	18
表 8: 可比公司——安车检测估值情况	19

1. 综合性民营检验检测龙头，产能释放助力再腾飞

1.1. 民营检测领跑者，国内外品牌公信力强大

华测检测成立于 2003 年，总部位于深圳，是国内最大的民营综合性检测服务机构，经过不断发展，已经成为集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合性第三方机构，在全球范围内为企业一站式解决方案。为适应检测业务“客户多、金额小、频率高”的特点，公司采用贴近客户、贴近市场的原则，在不同地区设立实验室。公告显示，截至 2017/12/31，公司已建立 130 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。

图 1：公司实验室及服务网络遍及海内外



资料来源：公司官网

表 1：公司发展简史

年份	事件
2003	公司成立
2005	佛山、宁波、汕头、南京、北京、天津、青岛、厦门、中山代表处相继成立
2007	获得国家级“中小企业服务平台”资格认定
2009	上市，成为国内首家成功上市的检测机构
2010	并购深圳鹏程认证，获得“国家环境标准样品协作测定实验室”荣誉
2011	入股瑞欧科技，打造化学品法规服务第一品牌
2012	美国 CTI 公司办事处开业
2013	股权收购英国 CEM INTERNATIONAL LIMITED，成为欧盟权威公告机构（NB 认证机构）
2014	与美国加州大学洛杉矶分校健康服务系统（UCLA Health）合作成立上海华测洛加大医学检验所有限公司 获得 CBTL 资质；
2015	入围国家强制性产品认证指定实验室； 深圳市家庭服务机器人检测技术公共服务平台落户华测检测
2016	成立华测艾普-爱基因国家级基因检测合作实验室； 获得国家食品药品监督管理总局（CFDA）GLP 资质认证 获得英国皇家认可委员会 UKAS 授权 MRV 资质；
2017	成为 CCC 认证玩具指定实验室； 获得“出入境检验检疫处理单位核准证书”； 成立 15 家分公司
2018	成立山西华测检测认证有限公司； 成立深圳华测职安门诊部

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司最早是以贸易类检测业务起家，经过不断的外延收购及业务拓展，目前业务可分为生命科学、贸易保障、工业品、消费品四大领域。各个板块有包括众多细分领域。其中包括：食品检测、环境监测、医学检测、贸易货物检测、纺织品检测、玩具检测、工业品检测等。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。

表 2：公司业务细分领域

检测领域	细分领域
生命科学检测	食品检测、环境监测、医学检测。
贸易保障检测	贸易货物检测。
消费品检测	纺织品检测，玩具检测等。
工业品检测	工业品如磨具，成品等提供检测和鉴证。

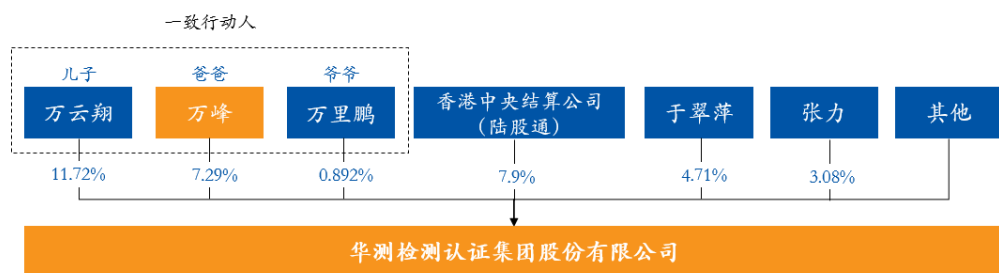
资料来源：公司官网、公司招股说明书、安信证券研究中心

公司的检测报告在国内、国外通过多项认证，公信力强。官网显示，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），完全具备出具第三方检测报告的资质。除了通过国内认可以外，公司还通过了英国 UKAS、美国 ABSI、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，检测报告具有国际公信力。

1.2. 股权结构稳定，员工持股计划激发活力

公司董事长、实际控制人为万峰先生，万云翔、万峰、万里鹏为一致行动关系；于翠萍女士通过离婚取得公司股票 7800 万股对应 4.71% 投票权自愿无偿委托万峰先生代为行使，故万峰先生合计拥有公司 12% 投票权。

图 2：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2018 年 6 月 5 日公司公告，万峰先生辞任总裁职务（继续担任董事长、董事会薪酬与考核委员会委员），公司聘任申屠献忠先生为公司总裁。申屠先生曾经是 SGS 的中国区总裁、SGS（国际第三方检测巨头）全球执行副总裁，在国内和海外拥有广泛的行业资源，能够帮助公司寻找到优良的并购标的，尤其是海外标的，有助于促进华测国际化的进军步伐。

公告显示，2017 年公司推出首期员工持股计划，授予部分董事、高级管理人员及公司管理骨干、业务骨干，总人数不超过 54 人，募集资金不超过 5400 万元，以成交均价 4.8199 元/股完成股票购买。

1.3. 资本开支强度稳步上升，静待拐点来临

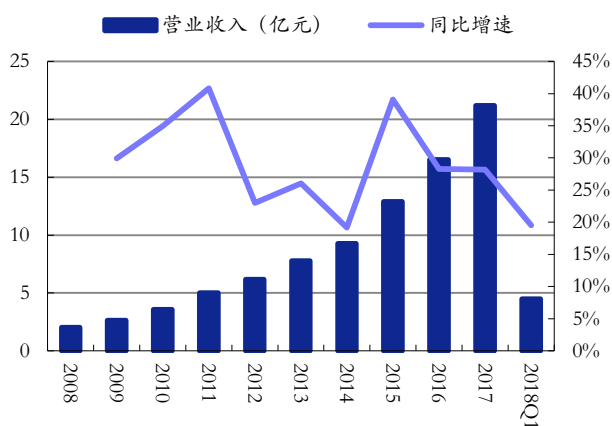
2017 年公司实现收入 21.18 亿元，同比增长 28.2%；实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 31.9%。2018Q1 公司实现收入 4.48 亿元，同比增长 19.5%；归母净利润亏损 2428 万元，同比下降 735%；亏损原因系前期实验室扩建、固定资产的购建、人工成本等固定成本的刚性支出增长较快，而新建产品线尚未产生效益导致。

2016 年公司产生商誉 (5244.86 万元，主要系华安检测 2016 业绩实际完成情况与承诺业绩有较大差距, 对其进行商誉减值 4825.8 万元) 及应收账款减值准备 (2772.04 万元) 共 8016.9 万元，占 2016 年归母净利润的 78.95%，致使当年业绩大幅下降 44%。

产品结构方面，**贸易保障检测**是公司深耕多年的业务，占比较大的是电子材料化学检测，目前已实现规模化效应，营业收入和利润率较为稳定。**生命科学检测**是公司重点发展的板块，包含环境检测和食品检测，2017 年该板块共实现收入 10.26 亿元，占比接近 50%。

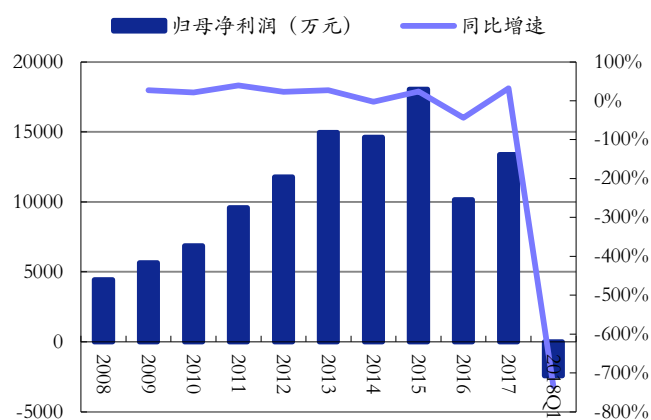
盈利能力方面，受资本开支持续上升影响，公司毛利率、净利率持续走低。近年公司为继续扩大在行业的先发优势，加快布局全国检测市场，新建一批实验室或检测基地，资本开支快速增长。但新建实验室需要一定周期后才能正式运营，期间无法产生利润，成本进入当期损益影响利润，对公司盈利能力造成影响。未来随着各建设项目的陆续投产，公司检测能力将逐步增强，产能的进一步释放将为公司带来盈利能力的拐点。

图 3：2018Q1 实现收入 4.48 亿元，同比增长 19.5%



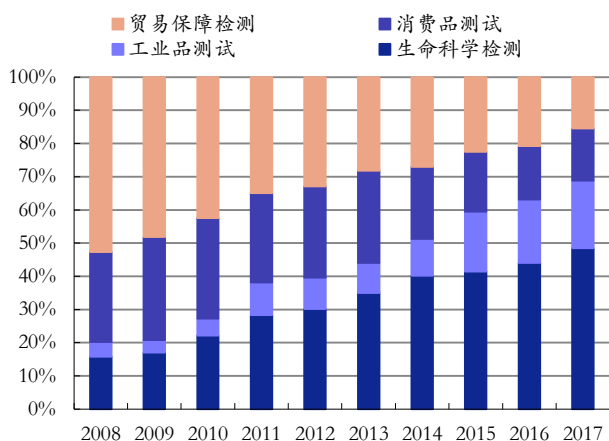
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：2018Q1 归母净利润亏损 2428 万元，同比下降 735%



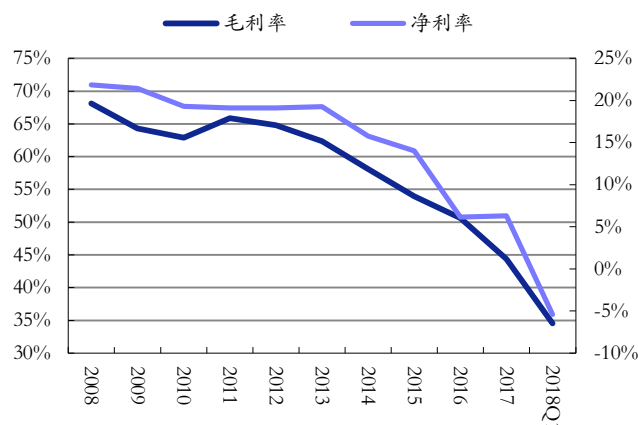
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 5：生命科学检测收入占比稳步上升



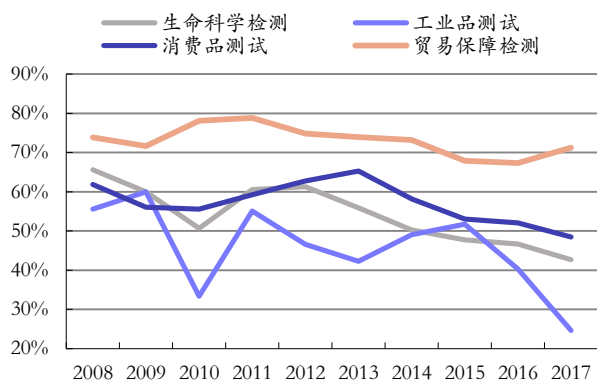
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 6：近年盈利能力有所下降



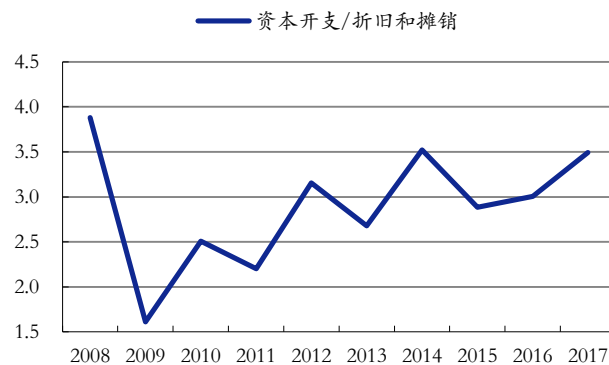
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 7：分产品毛利率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 8：公司资本开支强度稳步上升



资料来源：wind，安信证券研究中心

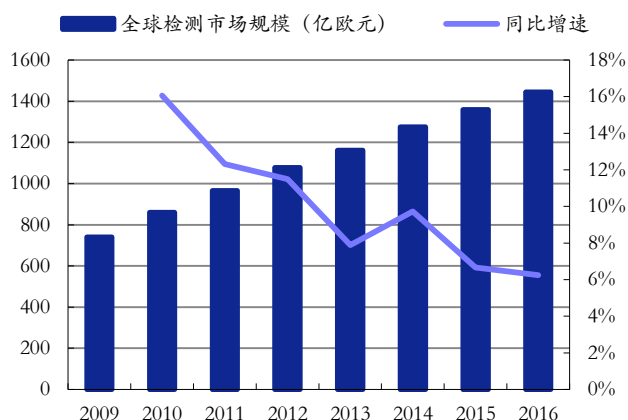
注：投资高于折旧的程度在上升，意味着公司持续进行固定资产投资

2. 行业：全球万亿级广阔市场，国内第三方检测高景气

2.1. 2016 年全球检测市场规模约 1 万亿，亚太地区增长迅速

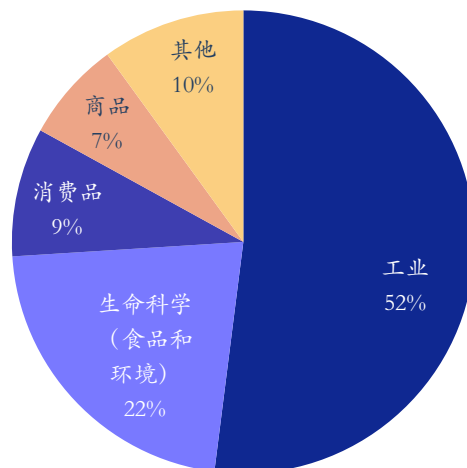
随着技术进步、产品更新换代加快和国际分工深化，全球检验检疫行业保持了较快增长，瑞士 NeueZurcher 银行数据显示，2014 年全球检测市场规模约 1275 亿欧元，2009-2014 年均复合增速 11.5%；随着 2015 年全球经济区域下行趋势明显，2016 年全球经济仍将保持低速增长，质量检测市场规模增速有所下滑，根据摩根士丹利的预计，近两年全球检测市场增速约为 7%，2016 年达到 1445 亿欧元（约 1.08 万亿人民币）。按下游应用领域分布，第三方检测在工业、生命科学（包括食品及环境）、消费品、商品检测领域的占比分别为 52%、22%、9%和 7%。

图 9：2016 年全球检测市场规模约 1.08 万亿元



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

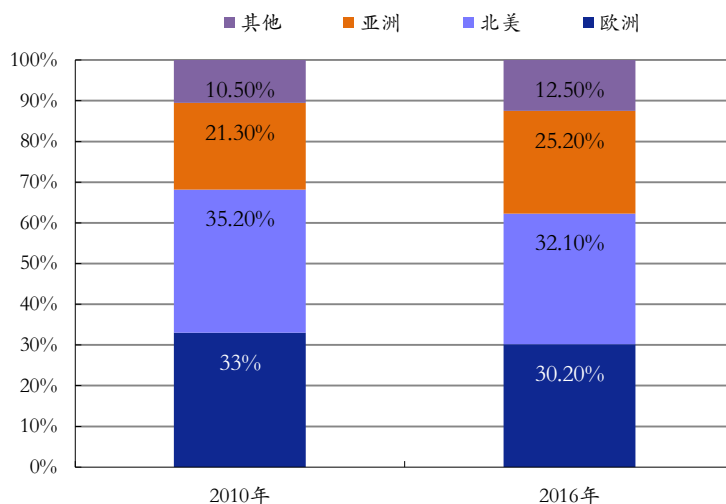
图 10：2016 年全球检测行业业务领域结构



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

地区分布看，前瞻产业研究院数据显示，2016 年全球 1445 亿欧的市场容量中，北美、欧洲、亚太地区市场规模分别为 436 亿欧元、464 亿欧元和 364 亿欧元，占比分别为 32.1%、30% 和 25.2%；北美在全球第三方检测市场中所占份额最大，欧洲地区紧随其后，亚洲地区最小，但发展迅速。欧美等发达国家的检验、检测服务市场已趋于完善，以中国为代表的新兴市场国家得益于全球化和国际贸易的迅速增长，第三方检测市场规模蓬勃发展。IHS 预测显示，到 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) 和美国 (340 亿欧元)。

图 11：亚洲区域第三方检测市场蓬勃发展



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

2.2. 细分领域较多，全球竞争格局分散

欧美等发达国家的第三方检测市场已趋于完善，诞生了一批国际范围内具有悠久历史和强大品牌影响力的综合性检测机构。其中，SGS（瑞士通标）是全球第一大认证机构，强项在于化学品测试、船检、验厂等；BV（英国必维）依靠其强有力的建筑服务、消费品服务以及工业服务等检测认证，业绩呈现出逐年攀升的态势；Intertek（英国天祥）在纺织品测试领域和电子电器认证领域具有优势，其新开展的医学检测也领先业界。

全球 TOP5 检测公司分别为 SGS、BV、Intertek、DEKRE 和 Eruofins，2017 年分别实现收入 57 亿、47 亿、32 亿、31 亿和 30 亿欧元，合计 196 亿欧元，占全球市场份额仅为 12.8%（前瞻产业研究院数据显示，2016 年全球市场 1445 亿欧元，假设 2017 年行业继续平稳增长 6%至 1531 亿欧元），表明检测行业下游细分领域众多，各检测集团拥有各自强势领域，整体来看，行业呈现较为分散的竞争格局。

表 3：2017 年全球检测行业竞争格局

公司	2016 收入 (百万欧元)	2017 收入 (百万欧元)	同比增速	市占率	优势领域
SGS	5,491.4	5,717.8	4.1%	3.7%	化学品测试、船检、验厂
BV	4,549.2	4,689.4	3.1%	3.1%	船舶、建筑服务、消费品服务、工业服务检测
Intertek	3,142.7	3,161.3	0.6%	2.1%	纺织品测试、电子电器认证、医学检验
DEKRE	2,870.4	3,100.0	8.0%	2.0%	机动车检测、工业检测
Eurofins	2,536.6	2,971.4	17.1%	1.9%	食品、制药、环境、消费品
合计	18,590.3	19,639.9	5.6%	12.8%	

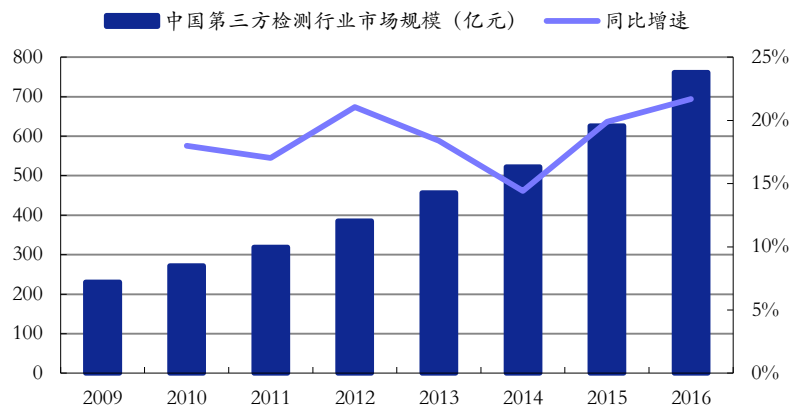
资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2.3. 国内检测业务不断放开，民营机构地位持续上升

国内检测市场主要由国有机构、外资机构、民营机构三种类型参与者，具体来看，国有检测机构利用传统垄断地位占据检测市场半壁江山（公司公告显示，截至 2016 年底，我国检测机构中国有及国有控股机构 16773 家，占比 52%），主要承担各部位的商检、质检、环保以及卫生等各种认证要求的强制性检验检测业务，外资和民营机构为第三方检验检测机构的主体，主要承担政府强制性检验检测外的民事行为的检验检测业务。

2002 年，经修改后的《中华人民共和国进出口商品检验法》明确提出，经国家商检部门许可的检验检测机构，可以接受对外贸易关系人或外国检验检测机构的委托，办理进出口商品检验鉴定业务，由此，民营资本开始进入中国检测行业，而独立于贸易、交易、买卖、合作和争议各方利益及法定身份之外的第三方检测机构获得巨大发展机会。2014 年中央编办、质检总局联合下发《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，部署加快检验检测机构整合工作，指出到 2015 年，“基本完成事业单位性质的机构整合，转企改制工作基本到位，市场竞争格局初步形成”，民营检测市场迎来重大发展机遇。前瞻产业研究院数据显示，我国第三方检测行业市场规模已由 2009 年的 230.6 亿元增长到 2016 年的 761.6 亿元，年均复合增速 19%。

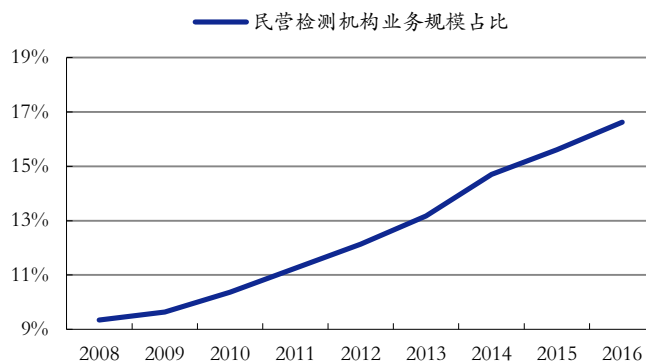
图 12: 2016 年国内第三方检测行业市场规模 761 亿元, 同比增长 22%



资料来源: 前瞻产业研究院, 安信证券研究中心

伴随中国加入 WTO, 我国质量检测市场逐步放开, 大量的民营资本进入检测市场, 《中国防水》数据显示, 民营机构的业务规模所占比重也由 2008 年的 9.34% 增长到 2016 年的 16.62%。

图 13: 民营检测机构业务规模占比 2016 年提升至 16.62%



资料来源: 《中国防水》编辑部, 安信证券研究中心

我们认为未来国内民营检测占比将继续提升, 源自以下三点原因:

(1) **事件性因素驱动, 第三方检测需求旺盛。**新媒体时代, 伴随各种地下水污染、食品安全等问题层出不穷, 民众对相关检测的需求日益提升。而我国现存的各项针对环境和食品等方面的法律法规系统性和完整性较差, 更新慢, 故社会对独立第三方机构的检测需求快速增长。

(2) **政策支持第三方检测, “去行政化”已成趋势。**第三方检测一是可以充分利用社会检测资源弥补当前检测力量的不足, 降低政府监管基础设施建设成本; 二是第三方机构与各部门不存在利益联系, 公信力强; 三是民营服务在检测周期、客户服务等方面具备优势, 同时监管部门也可以及时获得基础数据, 提升监管效率, 降低监管成本。

(3) **相对外资检测机构, 民营机构更受益于国有机构市场份额的让渡。**检测行业为碎片化市场, 需深入下游各个细分领域进行实验室布局 and 客户服务, 民营机构相比外资机构在这方面拥有更大的优势。

目前国内拥有相关检测业务的上市公司如下表所示：

表 4：检测行业国内上市公司基本情况

	性质	2017 年收入 (亿元)	增速	2017 毛利率	检测业务领域
苏文科	民营	4.89	26%	36%	交通工程检测
		15.4			环境检测（2016 年收购美国最大环境检测公司 TestAmerica 100% 股权）
华测检测	民营	10.26	41%	43%	生命科学检测（食品、环境检测）
		4.31	37%	25%	工业品检测
		3.34	25%	48%	消费品检测
		3.27	-5%	71%	贸易保障检测
国检集团	国有	5.34	11%	49%	建筑材料及建筑工程检测
电科院	民营	6.1	18%	52%	高低压电器检测
		0.3	15%	61%	环境检测
安车检测	民营	3.89	36%	49%	机动车检测系统

资料来源：wind，安信证券研究中心

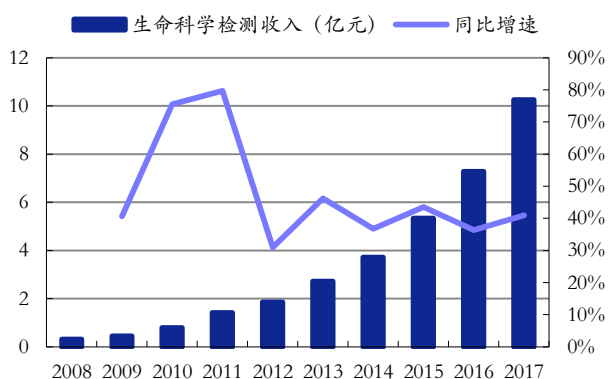
3. 公司：深入布局多业务，展现强劲竞争实力

公告显示，公司目前是国内体量最大、网络布局最广的民营检测机构，业务包含生命科学检测（食品、环境和医学检测）、工业品检测、消费品检测、贸易保障检测。

3.1. 生命科学检测：关注 2018 食品检测拐点，医学检测

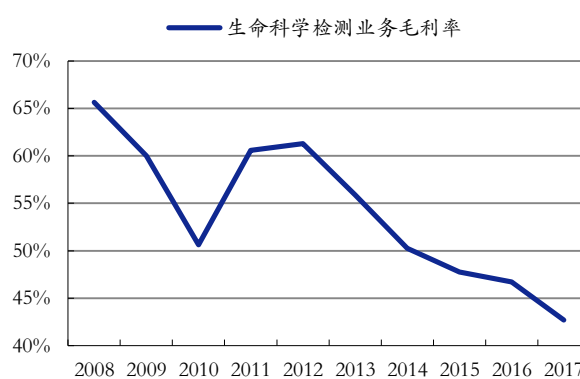
生命科学检测板块包含食品检测、环境检测和医学检测，实力雄厚主要体现在食品和环境检测，医学检测期待 2018 年有盈利。

图 14: 2017 年生命科学检测收入 10.26 亿元, 同比增长 41%



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图 15: 2017 年生命科学检测业务毛利率 43%



资料来源: wind, 安信证券研究中心

(1) 食品检测：2018 年有望迎盈利拐点。

在我国食品行业的不断发展过程中，安全隐患也随之增加。以国产奶粉为例，2008 年三鹿奶粉的三聚氰胺事件使人们至今对国产奶粉心有余悸，三鹿品牌的倒台令消费者对国产奶粉的信任也一并坍塌。故近年来，食品检测技术在生产和生活上发挥着越来越重要的作用，尤其是新兴的快检技术，大大提高效率，能有效精准把控食品上市前后的每一个细节，有效保证食品安全。

公司该事业部涉及食品、药品、农产品、保健品和日化产品五大行业，已于深圳、青岛、北京、上海、哈尔滨、武汉、郑州、兰州、昆明等地建成大型中心实验室，并逐步在厦门、成都、南京、杭州、大连、天津、呼和浩特、南京等地建立独立实验室，满足各地区本地化服务要求，准确提供针对性的全方位技术服务。

图 16：公司食品检测服务领域



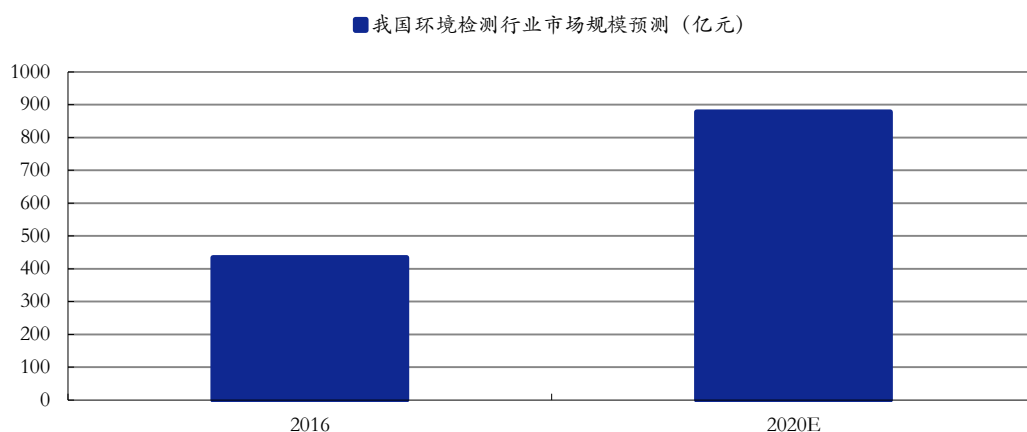
资料来源：公司官网

为应对食品检测行业快速增长的需求，公告显示 2017 年公司新增 10 个食品检测实验室，目前公司共有 20 个实验室，是目前中国境内布点最多、认可项目最全的民营食品检测机构，能为大客户优质服务。2017 年，由于新增的实验室多数处于装修、招聘、评审阶段，没有产能，拉低食品检测产品线利润率，我们期待未来两年该项业务能回归正常的利润率。

(2) 环境检测：完成实验室布局，产能将进一步释放

根据财政部和环保部联合印发的《关于支持环境监测体制改革的实施意见》，到 2018 年，我国将全面完成国家监测站点及国控断面监测事权的上收工作；除敏感环境数据外，上收的部分将采取政府购买服务的方式，选择第三方专业公司托管运营，生态环境监测市场化改革迈向深入。据预测，2016 年，我国环境检测行业规模达 434 亿元，到 2020 年，行业规模将增长至 878 亿元。

图 17：到 2020 年，环境检测市场规模将增长至 878 亿元



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

公司环境事业部是国内最早的民营第三方环境监测机构，2015-2017 年公司在内陆城市陆续建立实验室并取得相应的资质进行业务开发，截止 2017 年底共有 30 多个实验室，基本完成环境实验室的布局，产能将进一步释放。

表 5：环境检测业务介绍

业务类别	业务概况	业务内容
环境监测	35 个专业实验室，2000 余名技术人员	污染源监测、场地调查、竣工验收监测、环评监测、施工期监测、监督监测、应急监测、PM2.5 源解析、科研项目监测、其他政府机构委托
环境自动监测	是环境事业部延伸的全新产品线，主要从事环境自动监测系统第三方运营维护、运维方质控质保核查等服务	环境质量自动监测系统：建设、运维、检查 污染源企业在线监控系统：建设、运维、检查 区域污染分析：移动监测、网格化、软件平台 购买数据服务：PPP 项目、设备租赁 环境监察执法：技术培训、联合检查
海洋环境监测	沿海建设 10 个海洋实验室	海洋监测：水质、沉积物、生物体、赤潮、测深、海洋生物生态海洋水文、海洋气象 海洋测绘：海洋测绘、工程测量、不动产测绘、航空摄影测量与遥感、地理信息工程、地图编制
职业卫生技术服务	分布于北京、山东、江苏、浙江、福建、广东、湖北等省份	职业病危害因素定期监测/日常检测 工作场所职业病危害现状评价 建设项目职业病危害预评价 职业卫生防护设施设计专篇 建设项目职业病危害控制效果评价 职业病危害管理咨询和培训服务
农业环境监测	35 个环境实验室	农产品产地重金属污染调查、耕地质量检测与评定、农业面源污染、灌溉水检测、测土配方、园林土壤检测、农产品检测、肥料检测、农膜检测、农药检测、种子检测、科研及企业委托

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

(3) 医学检测：战略板块，临床前 CRO 前景广阔

公司近年来不断向医疗领域拓展，先后投资设立苏州华测生物实验室、上海华测艾普医学检验所、镇江华测金太医学检验所有限公司，成为国内唯一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。

表 6：公司医学检测业务内容介绍

业务内容	业务概况	实施主体
CRO 项目	前期投资周期较长，2016 年取得正式经营资质，2017 年又取得美国 FDA 相关资质，预计 2018 年会盈利	苏州华测生物，公司 2013 年投资的新药临床前研究技术外包服务企业，2016.2.26 获得国家食药监总局 CFDA 药物 GLP 认证。核心技术团队 100 余人，本科及以上学历占 60% 以上。
临床医学检验	上海华测艾普，但开展得不太理想	上海华测艾普，公司投资 3000 万人民币成立，为中国患者和客户提供就地临床检验、临床试验、高级临床诊断服务和伴随诊断、健康管理及远程医疗等服务。 镇江华测金太医学检验所，2016 年收购 51% 股权，目前开展医学检验业务（包括临床免疫学专业及分子遗传学专业）、新药临床试验和科研服务等业务，并在肿瘤、糖尿病、慢性肾病等慢性病的临床检验方面构建了专业化高精尖发展平台。
职业病体检领域	目前已有 2 个营业网点，2017 年经营稳定。	华测职安，2016 年收购其 66.67% 股权

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：CRO 项目，Contract Research Organization，合同研究组织，通过合同形式向新药研发企业提供新药研究服务的专业机构

其中 CRO 项目是公司较有信心的业务领域，随着新药开发过程日趋复杂、药政管理的不断完善，全球医药研发处于成本考虑，开始由欧美向亚洲地区转移，通过 CRO 进行研发外包是其中重要的一种方式；在中国和印度等发展中国家，CRO 已经成为制药产业中最活跃的产业组成。

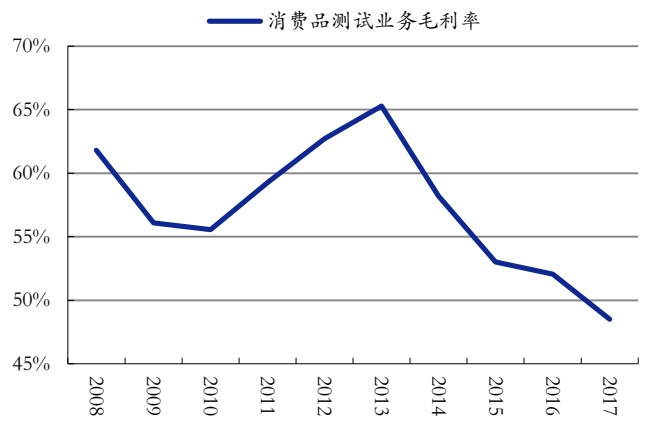
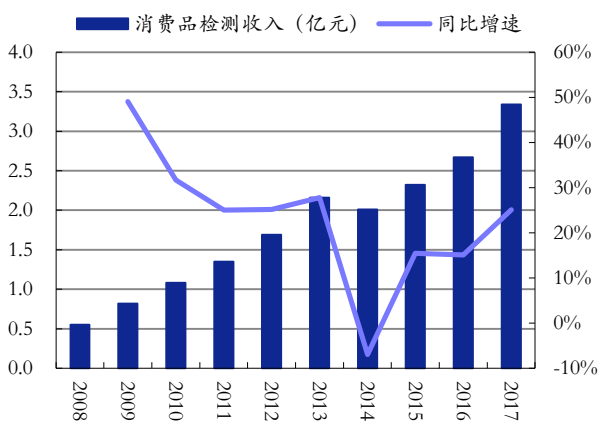
2010 年公司总投资 0.9 亿元，建设华测临床前 CRO 研究基地一期项目，公告显示，项目全部达产后，公司将达到 100-150 项/年、产值 1.2 亿元/年的临床前 CRO 研究服务能力。公司公告显示，2015 年该项目完工，2016 年获得 GLP 资质，2017 年又取得美国 FDA 相关资质，目前尚处于投产初期，市场仍在培育，未来发展前景广阔。

3.2. 消费品检测：传统消费品实施大客户战略，汽车检测继续加大投入

公司消费品检测包含纺织品、鞋类、皮革检测、玩具产品检测、奢侈品检测、汽车整车及其零部件检测等。

图 18: 2017 消费品检测实现收入 3.34 亿元, 同比增长 25%

图 19: 2017 消费品检测业务毛利率 49%



资料来源: wind, 安信证券研究中心

资料来源: wind, 安信证券研究中心

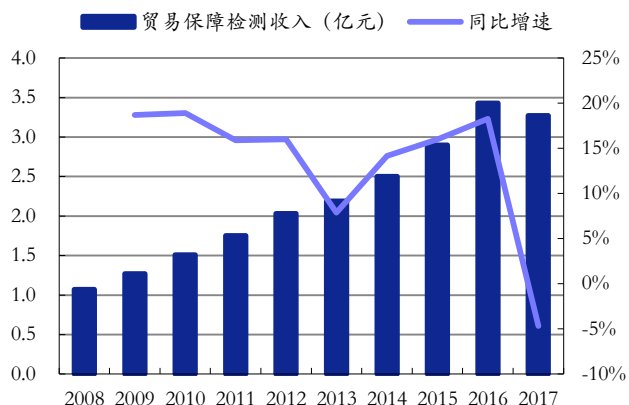
当前传统消费品行业（如纺织服装业、玩具制造业、电子制造业等）增速放缓，针对这一情况，公司依托大客户进行突破，公告显示公司已与沃尔玛、京东、淘宝、当当网、亚马逊等形成合作关系，随着大客户认可度提高，有利于提升公司的公信力和品牌知名度，拓展扩及市场。

汽车领域检测收入是公司消费品检测收入的重要来源，公司汽车事业部成立于 2007 年，服务范围涵盖绿色环保测试及化学法规符合性服务、汽车材料测试、汽车零部件测试、汽车整车检验、第二方和第三方审核、汽车化工产品测试等领域。目前公司在上海、深圳、天津、重庆、武汉、广州、南京、苏州等二十多城市设有服务网点，并在东北、华北、华东、华南及西部地区建立了汽车实验室，从产品的研发、生产、装运到售后服务，为汽车产业链各环节提供质量监控，同时针对各种已知和潜藏的问题提供解决方案。目前公司已取得中国大陆几乎所有汽车厂商的认可和**合作**；2017 年 11 月成为北汽新能源指定的**第三方实验室**，是北汽新能源认可项目**最全的检测机构**。2018 年将加大对汽车实验室的投入，进一步提升产能。

3.3. 贸易保障及工业品检测：平稳增长

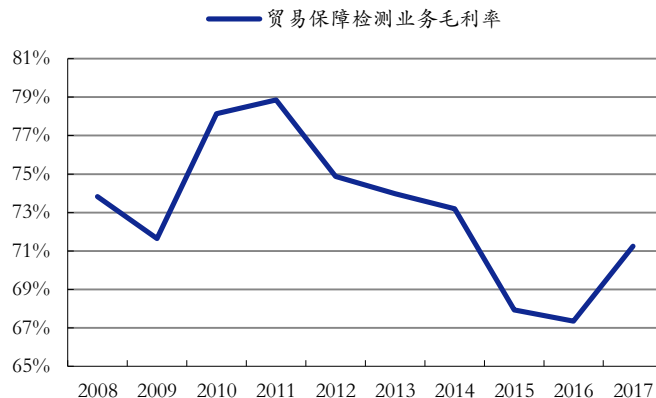
贸易保障检测业务的下游为我国进出口市场，占比较大的是电子材料化学检测，是公司深耕多年的业务，目前已实现规模效应，收入和毛利率较为稳定。

图 20：2017 贸易保障检测收入 3.27 亿元，同比下降 5%



资料来源：wind，安信证券研究中心

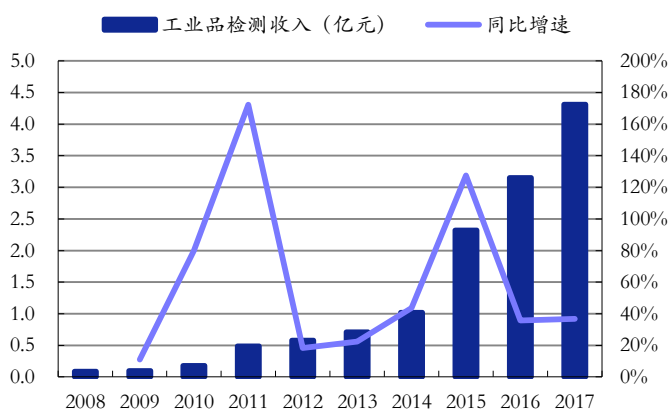
图 21：2017 贸易保障检测业务毛利率 71%



资料来源：wind，安信证券研究中心

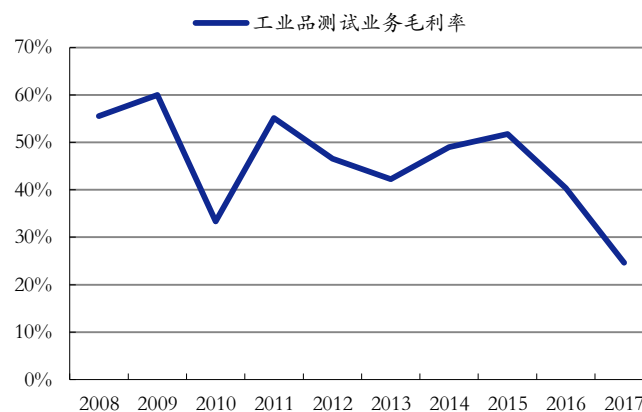
工业检测下游应用广泛，市场空间巨大，摩根士丹利统计数据显示，2016 年全球检测业务约 1 万亿市场中，工业品检测占据 52%。目前华测电子认证的产品广泛应用于电子政务、公共服务、电子商务等领域，主要涵盖互联网+税务、互联网+社保、互联网+质检、互联网+工商、行政审批、电子化招标采购、数字化医院、电子合同、网上办公、网上证券、网上招聘、网上保险等。

图 22：2017 年工业品检测收入 4.31 亿元，同比增长 37%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 23：2017 年工业品检测业务毛利率 25%



资料来源：wind，安信证券研究中心

4. 转变考核方式，盈利能力有望迎拐点

4.1. 发展战略切换，由“做大”向“做强”

公司在不同发展阶段制定了不同的战略，检测行业具有先发优势，公司前期进行了大规模建设，铺设实验室、投入技术，同时也进行了并购，发展至今各业务出具规模，但利润率偏低。现阶段，公司希望在“做大”的基础上继续“做强”，公司考核从收入转变为利润导向，未来希望通过精细化管理提升利润。

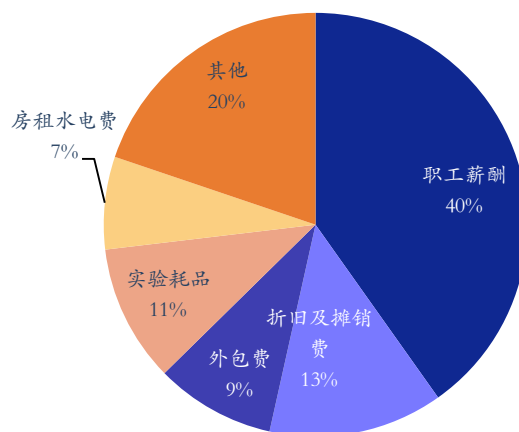
检测行业较为分散，十分依赖人员和实验室的布局，在财务报表上分别体现为营业成本中的“职工薪酬”和“折旧及摊销”；公司报表显示，2017年营业成本中，职工薪酬、折旧及摊销费占比分别为40.18%和13.31%，是占比最高的两大构成。故我们认为，公司未来盈利能力的提升、规模效应的提升，在财务上将表现为人均产值和固定资产周转率的提升。

图 24：2018 年公司转变考核方式，切实提高盈利能力



资料来源：公司官网

图 25：2017 职工薪酬及折旧摊销分别占营业成本 40%和 13%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 对标成熟海外标的，人均产值及固定资产周转率提升空间大

检测认证行业碎片化特征明显，下游横跨众多行业，且每个市场相对独立，难以快速复制。海外三大巨头 SGS、BV、Intertek 成长路径相似：创立之初在优势领域奠定基础，随后通过内生、并购进入新的检测细分领域，之后全球扩张进入新兴市场，以获得相应市场较高增速，在此过程中不断并购整合提升市占率；外延并购经过国际龙头企业验证，是较为成熟的发展经验，这也是公司的长期发展战略之一。

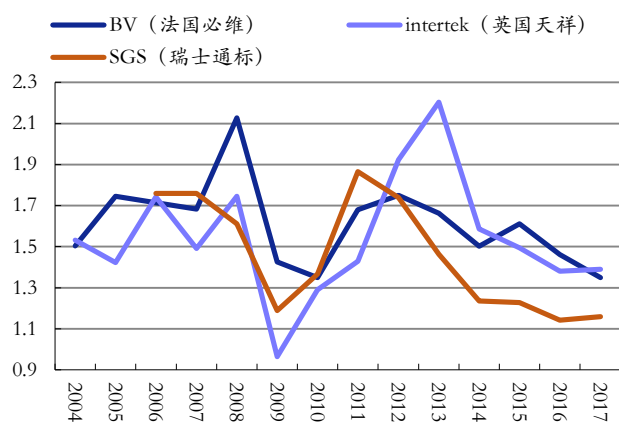
表 7: 2017 年国际检测巨头公司收购事件整理

收购方	收购事件	收购标的	主营业务
SGS	2月	澳大利亚 BF Machinery Pty Ltd	设备检测
	2月	摩洛哥 Labratoire LCA	土壤肥力检测
	5月	加拿大 ILC Micro-Chem Inc.	食品化学测试
	6月	美国 Harrison Research Laboratories Inc.	化妆品测试
	7月	英国 SGS Leicester Ltd.	纺织品测试
	7月	美国 CIGI	粮食检测
BV	1月	美国 SIEMIC Inc.	电子电气设备测试
DEKRA	4月	匈牙利 VEIKI-VNL	中高压测试
	11月	Epoche&Espri S.L.U.	安全测试和评估
UL	8月	AE Performance Testing Lab	家电检测
	11月	ChemADVISOR	化学品法规服务

资料来源: 相关公司公告, 安信证券研究中心

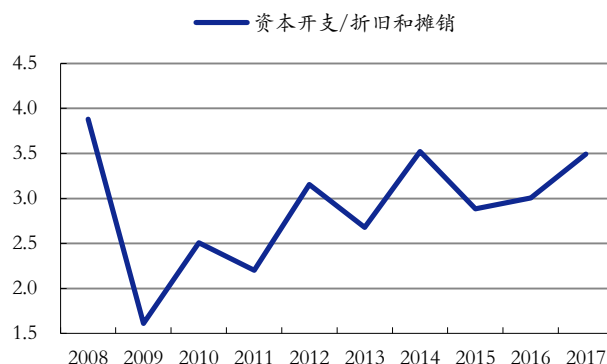
使用资本支出/折旧摊销这一指标来衡量资本支出强度, 国际检测三巨头在 2007-2013 年间持续进行了较高强度的资本投入(2009 年除外, 主要受全球金融危机影响); 渡过高峰期后, 2014 年开始, 尽管这一比例仍高于 1, 但已有所下降, 表明资产收购和布局到一定程度后, 想迈入相对成熟稳定的阶段, 这是国际巨头历史上提供的发展经验。反观公司, 目前公司仍处在资本开支强度上升阶段, 到一定阶段后也将迎来折旧摊销压力的下降。

图 26: 国际三巨头资本支出/折旧高峰期后有所下降



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

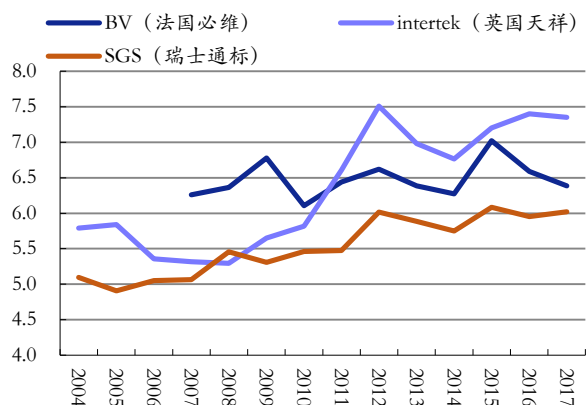
图 27: 公司资本开支强度稳步上升



资料来源: wind, 安信证券研究中心

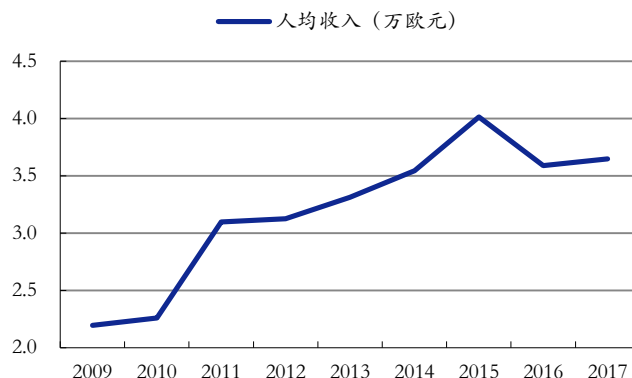
下就人均收入和固定资产周转率分别进行对比, 2017 年公司人均收入 3.65 万欧元, 处在上升趋势当中; BV、Intertek、SGS 分别为 6.39 万欧元、7.35 万欧元、6.02 万欧元, 公司的人均收入有望持续提升。2017 年公司固定资产周转率为 1.97, BV、Intertek、SGS 分别为 9.64、6.68 和 6.68, 受近几年加大实验室投入和布局影响, 公司固定资产周转率不断下降, 未来随着新设实验室产能利用率的提升, 固定资产周转率将有所好转。

图 28: 国际三巨头人均收入 (万欧元)



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

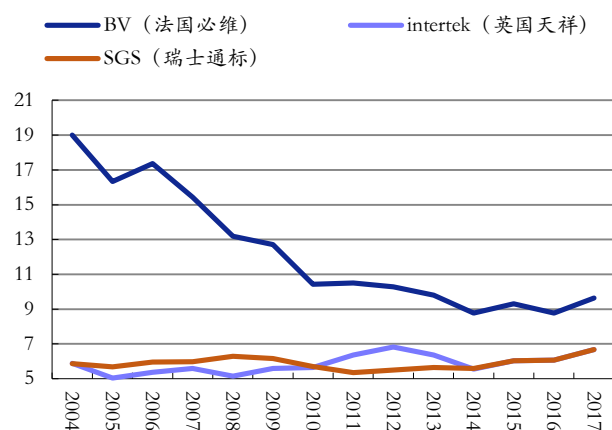
图 29: 2017 年公司人均收入 3.65 万欧元



资料来源: wind, 安信证券研究中心

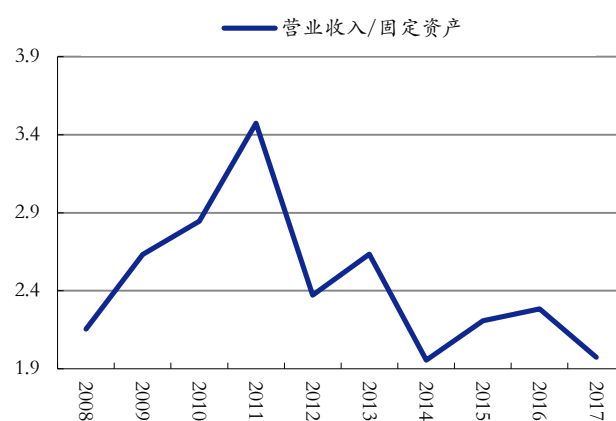
注: 单位为欧元, 以历史汇率换算

图 30: 国际三巨头固定资产周转率



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

图 31: 2017 年固定资产周转率 1.97



资料来源: wind, 安信证券研究中心

5. 投资建议: 买入-A 评级, 6 个月目标价 6.88 元

我们预计 2018-2020 年公司净利润分别为 2.68 亿元、4.1 亿元和 6.0 亿元, 对应 EPS 分别为 0.16 元、0.25 元和 0.36 元。维持买入-A 评级, 6 个月目标价 6.88 元, 相当于 2018 年 43 倍动态市盈率。

表 8: 可比公司——安车检测估值情况

		净利润 (万元)			PE		
		2017	2018E	2019E	2017	2018	2019
300572.SZ	安车检测	7,905	12,581	18,635	53.95	43.97	29.69

资料来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

行业竞争加剧, 收购整合不及预期, 检测行业市场化进度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,652.3	2,118.2	2,770.7	3,579.4	4,495.0	成长性					
减:营业成本	816.1	1,178.3	1,433.4	1,758.8	2,086.8	营业收入增长率	28.3%	28.2%	30.8%	29.2%	25.6%
营业税费	7.4	8.4	11.1	16.1	20.2	营业利润增长率	-35.2%	34.5%	107.5%	57.0%	47.9%
销售费用	311.9	401.0	520.9	669.3	840.6	净利润增长率	-43.8%	31.9%	100.3%	52.7%	46.5%
管理费用	302.1	330.5	387.9	501.1	629.3	EBITDA 增长率	-13.1%	19.6%	74.7%	46.4%	30.4%
财务费用	5.4	7.9	8.4	10.4	13.9	EBIT 增长率	-32.9%	9.0%	151.4%	56.2%	47.7%
资产减值损失	80.2	55.2	50.0	60.0	70.0	NOPLAT 增长率	-43.1%	37.3%	104.6%	55.1%	47.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.0%	38.1%	2.9%	1.1%	9.3%
投资和汇兑收益	0.3	2.1	2.0	3.0	4.0	净资产增长率	68.6%	3.1%	117.6%	7.3%	-9.3%
营业利润	129.4	174.0	361.0	566.7	838.2	利润率					
加:营业外净收支	25.6	14.6	17.8	17.7	17.9	毛利率	50.6%	44.4%	48.3%	50.9%	53.6%
利润总额	155.0	188.7	378.9	584.4	856.1	营业利润率	7.8%	8.2%	13.0%	15.8%	18.6%
减:所得税	43.9	51.0	100.4	157.8	231.1	净利润率	6.1%	6.3%	9.7%	11.4%	13.3%
净利润	101.5	133.9	268.2	409.5	600.0	EBITDA/营业收入	15.4%	14.4%	19.2%	21.8%	22.6%
						EBIT/营业收入	8.2%	6.9%	13.3%	16.1%	19.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	142	153	142	114	96
货币资金	1,070.1	653.0	1,756.9	1,073.8	1,348.5	流动营业资本周转天数	42	73	74	56	48
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	274	288	288	249	192
应收账款	361.1	467.4	687.1	704.9	793.4	应收账款周转天数	72	70	75	70	60
应收票据	13.1	5.8	14.9	15.8	21.6	存货周转天数	0	1	1	1	1
预付账款	26.1	36.3	41.1	53.6	58.3	总资产周转天数	546	564	707	720	536
存货	3.1	9.6	0.3	13.3	4.3	投资资本周转天数	277	300	270	213	178
其他流动资产	236.2	511.7	255.5	334.5	367.2	投资回报率					
可供出售金融资产	3.0	13.0	2,800.0	2,900.0	1,904.3	ROE	4.2%	5.4%	4.9%	7.0%	11.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	3.9%	3.8%	6.1%	9.7%
长期股权投资	23.3	27.3	27.3	27.3	27.3	ROIC	9.1%	9.0%	13.3%	20.0%	29.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	723.9	1,073.5	1,116.7	1,150.8	1,253.3	销售费用率	18.9%	18.9%	18.8%	18.7%	18.7%
在建工程	226.2	163.8	173.8	181.8	188.8	管理费用率	18.3%	15.6%	14.0%	14.0%	14.0%
无形资产	86.4	118.0	114.0	110.8	109.3	财务费用率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	350.1	437.0	382.4	378.7	358.6	三费/营业收入	37.5%	34.9%	33.1%	33.0%	33.0%
资产总额	3,122.6	3,516.4	7,369.7	6,945.3	6,435.0	偿债能力					
短期债务	246.4	434.7	-	36.8	383.9	资产负债率	21.2%	27.8%	25.1%	14.7%	16.5%
应付账款	107.8	195.5	167.8	263.5	262.4	负债权益比	26.9%	38.6%	33.5%	17.2%	19.7%
应付票据	13.4	0.1	18.2	8.2	19.1	流动比率	2.85	1.89	6.22	3.61	2.63
其他流动负债	233.3	259.6	256.7	299.8	320.4	速动比率	2.84	1.88	6.22	3.59	2.63
长期借款	3.7	-	1,341.6	341.3	-	利息保障倍数	24.88	18.65	43.98	55.73	61.13
其他非流动负债	57.5	88.7	63.0	69.7	73.8	分红指标					
负债总额	662.2	978.6	1,847.4	1,019.3	1,059.6	DPS(元)	0.03	0.03	0.05	0.07	0.11
少数股东权益	59.3	48.3	58.6	75.6	100.6	分红比率	41.2%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	837.3	1,657.5	1,657.5	1,657.5	1,657.5	股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.3%	1.9%
留存收益	1,562.8	831.5	3,806.2	4,192.9	3,617.2						
股东权益	2,460.4	2,537.8	5,522.3	5,926.0	5,375.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	111.1	137.6	268.2	409.5	600.0	EPS(元)	0.06	0.08	0.16	0.25	0.36
加:折旧和摊销	139.0	189.1	162.8	202.0	163.8	BVPS(元)	1.45	1.50	3.30	3.53	3.18
资产减值准备	80.2	55.2	-	-	-	PE(X)	93.0	70.6	35.2	23.1	15.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.9	3.8	1.7	1.6	1.8
财务费用	7.7	16.0	8.4	10.4	13.9	P/FCF	-43.2	-38.6	8.4	-16.3	23.1
投资损失	-0.3	-2.1	-2.0	-3.0	-4.0	P/S	5.7	4.5	3.4	2.6	2.1
少数股东损益	9.6	3.8	10.3	17.1	25.0	EV/EBITDA	34.4	22.8	11.4	7.4	6.4
营运资金的变动	-158.4	-312.6	44.3	19.4	-69.1	CAGR(%)	56.6%	65.6%	15.2%	56.6%	65.6%
经营活动产生现金流量	363.1	349.3	492.0	655.3	729.5	PEG	1.6	1.1	2.3	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-958.9	-759.2	-2,997.0	-338.0	727.9	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.4	2.1	3.0
融资活动产生现金流量	963.4	137.5	3,608.9	-1,000.4	-1,182.8	REP	6.2	3.7	2.1	1.3	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅		
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔		
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦		wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034