

# 民营检测龙头，提质增效潜力巨大

## ——华测检测（300012）深度报告

2018年07月25日

强烈推荐/首次

华测检测 深度报告

### 报告摘要：

公司有望成为第三方民营检测行业的 **Tenbagger**。检测行业先发优势和头部效应较为明显。公司前期经营重点在扩大收入规模，2008年至2017年，公司营业收入规模从2.03亿元增长至21.18亿元，十年收入复合增速达到29.77%，在检测行业初步奠定了自身的行业地位。

**经营思路转变，业绩弹性巨大。**在前期扩张思路带动下，公司固定资产从2008年的0.94亿提升到2017年的10.74亿，相应折旧与摊销也大幅增加。2017年公司人均产值28.45万元/年，而多数检测机构人均产值在40万元/年以上。随着公司经营思路由收入导向转为利润导向，以及实验室逐步进入投资回报期，我们认为公司具备较大向上业绩弹性。公司盈利能力将逐步回归正常水平。

**公司有望复制国外检测龙头成长路径。**检测行业具备行业空间大、稳步增长、现金流充沛等优势，但也具有市场碎片化，人员及实验室前期投入较高、公信力、品牌和声誉培养需要较长时间积累等行业特性。与SGS、BV、Intertek等外资检测龙头相比，国内多数检测机构在全球化布局、实验室和人员投入、检测领域等方面仍有较大成长空间。大多数国内检测机构服务面较窄，且服务类型较为单一。华测检测是国内为数不多具备多行业检测能力，且具备审核、认证、咨询、检测、测试、培训、验证等检测行业服务类型的公司。公司有望复制外资检测龙头的成长路径，成为自主第三方检测的领导者。

**管理层及员工持股有望提升生产管理效率。**2018年7月2日，公司总裁申屠献忠通过集合竞价方式增持公司10万股（增持均价5.37元/股），并通过大宗交易增持公司股份200万股（增持均价5.17元/股）。7月24日，公司发布第二期员工持股计划草案，计划筹集资金总额上限为2200万元。有助于为进一步提升公司治理水平，完善员工与全体股东的利益共享机制。

**公司盈利预测及投资评级：**我们预计公司2018年-2020年实现营业收入分别为27.70亿元、35.27亿元和44.11亿元；归母净利润分别为2.18亿元、3.17亿元和4.24亿元；EPS分别为0.13元、0.19元和0.26元，对应PE分别为48X、33X和25X。给予公司6个月目标价9.5元，具有50%以上上涨空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

**风险提示：**1、新增实验室运营不及预期；2、下游需求低于预期；3、公司管理效率提升不及预期。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,652.26	2,118.23	2,770.05	3,527.45	4,411.86
增长率(%)	28.30%	28.20%	30.77%	27.34%	25.07%
净利润(百万元)	111.14	137.65	218.76	317.97	424.49
增长率(%)	-38.99%	23.85%	58.93%	45.35%	33.50%
净资产收益率(%)	4.23%	5.38%	8.22%	10.97%	13.20%
每股收益(元)	0.13	0.08	0.13	0.19	0.26
PE	49.23	80.00	48.65	33.47	25.05
PB	2.23	4.26	4.00	3.67	3.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 任天辉

010-66554037 rentianhui1989@hotmail.com

执业证书编号：S1480517090003

### 樊艳阳

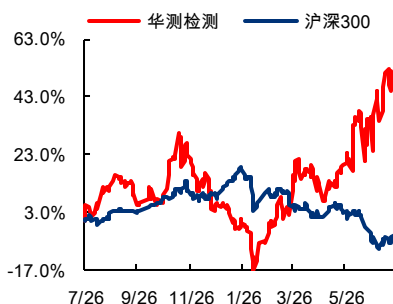
010-66554089 fanyanyang1990@126.com

执业证书编号：S1480518060001

### 交易数据

52周股价区间(元)	6.37-4.32
总市值(亿元)	105.58
流通市值(亿元)	93.93
总股本/流通A股(万股)	165753/147453
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.35

### 52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

## 目 录

1. 营业收入十年增十倍的第三方民营检测龙头 .....	4
1.1 战略布局持续推进，巩固国内市场地位 .....	4
1.2 公司营收持续稳健增长，业绩弹性大 .....	6
2. 成长路径清晰的自主检测龙头，下一个 Tenbagger? .....	8
2.1 第三方检测市场空间巨大，民营龙头崛起 .....	8
2.2 从国外检测巨头看华测检测成长空间 .....	10
2.3 从 SGS 发展历程看对华测检测的借鉴意义 .....	12
3. 看好生命科学、消费品检测业务持续高成长 .....	15
3.1 环境监测、食品检测需求持续提升 .....	15
3.2 消费升级助力消费品检测快速增长 .....	16
4. 管理层增持及员工持股计划助力提质增效 .....	17
5. 盈利预测与投资评级 .....	17
6. 风险提示 .....	18

## 表格目录

表 1: 公司主要检测业务领域及检测内容 .....	5
表 2: 国内外主流检测机构的 2017 年主要经营情况 .....	11
表 3: 华测检测与国际检测龙头 .....	11
表 4: SGS 在华主要检测业务及服务能力 .....	13
表 5: 华测检测营业收入与盈利预测表 .....	18
表 6: 公司盈利预测表 .....	19

## 插图目录

图 1: 公司发展历程 .....	4
图 2: 公司主要股东持股比例（截止 2018 年 Q1） .....	5
图 3: 公司营业收入稳步增长（单位：亿元，%） .....	6
图 4: 公司归母净利润有一定波动（单位：亿元，%） .....	6
图 5: 公司固定资产及折旧逐年增加（单位：亿元） .....	6
图 6: 公司经营性现金流与业绩高度匹配（单位：亿元） .....	6
图 7: 公司毛利率总体下滑明显（单位：%） .....	7
图 8: 折旧摊销压制公司盈利能力（单位：%） .....	7
图 9: 公司三项费用率总体平稳（单位：百万元，%） .....	7
图 10: 公司工资薪酬费用占比超 40%（单位：百万元） .....	7
图 11: 公司实验室建设持续推进 .....	8

图 12: 公司主要子公司盈利情况 (单位: 万元) .....	8
图 13: 国内第三方检测市场空间不断扩大 (单位: 亿元) .....	9
图 14: 全球检测市场空间超 1400 亿欧元 (单位: 亿欧元) .....	9
图 15: 全球检测行业下游占比情况 .....	9
图 16: 北美、欧洲及亚洲为检测行业主要市场 .....	9
图 17: 国有、私营企业机构数量占比较高 (单位: 家) .....	10
图 18: 民营检测机构市场占比仅 10%, 发展空间较大 .....	10
图 19: 公司人均产值具备较大提升空间 (单位: 万元) .....	12
图 20: 公司前期高投入压制人均产出表现 (单位: 万元) .....	12
图 21: SGS 分区域营业收入 .....	13
图 22: SGS 主营业务构成 .....	13
图 23: 生命科学检测收入增长情况 (单位: 百万元, %) .....	15
图 24: 生命科学检测毛利率及业务占比 (单位: %) .....	15
图 25: 消费品检测收入增长情况 (单位: 百万元, %) .....	16
图 26: 消费品检测毛利率及业务占比 (单位: %) .....	16

## 1. 营业收入十年增十倍的第三方民营检测龙头

### 1.1 战略布局持续推进，巩固国内市场地位

华测检测成立于2003年，截止目前在全国设立了六十多个分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的近130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。

2009年10月30日，公司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。2008年至2017年，公司营业收入规模从2.03亿元增长至21.18亿元，十年收入复合增速达到29.77%。

图 1：公司发展历程

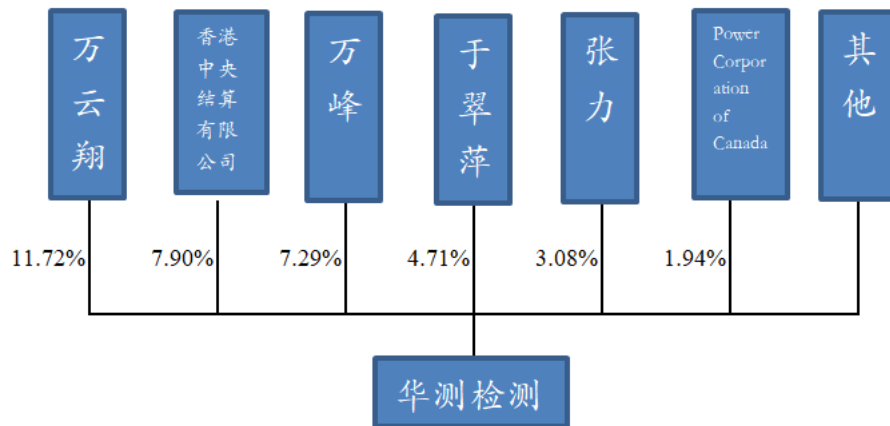


资料来源：公司官网，公司公告，东兴证券研究所

公司实际控制人为董事长万峰先生，万峰直接持有公司7.29%的股份。万云翔（万峰之子）持有公司11.72%的股份，万云翔股份为2017年9月受让于万里鹏（万峰之父）。此外，于翠萍（万峰配偶）持有公司4.71%的股份。

2018年6月，经董事长万峰提名，董事会审议通过，聘任申屠献忠为公司总裁。申屠献忠从1991年以基层检验员的身份加入SGS，到成为SGS集团全球执行副总裁，在消费品、工业品等领域深耕多年，在国内和海外拥有广泛的行业资源。

我们认为，申屠献忠的加盟，有助于推进华测检测国际化进程，取得更多品牌大客户的认可，推动公司国内、国外业务并举发展。

**图 2: 公司主要股东持股比例 (截止 2018 年 Q1)**


资料来源: wind, 公司公告, 东兴证券研究所

公司目前检测业务遍及生命科学检测、工业品测试、消费品测试、贸易保障检测等领域, 每年可出具约 150 万份具有公信力的检测认证报告, 服务客户 9 万家, 其中世界五百强客户逾百家。

**表 1: 公司主要检测业务领域及检测内容**

检测领域	检测内容
消费品	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
工程	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
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
电器/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
食品/农产品/保化	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
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
医学/生命安全	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
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

资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

华测检测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。

国际方面, 华测检测还通过了英国 UKAS, 美国 ANSI、美国“能源之星”、新加坡 SPRING 等机构的认可, 是美国消费者委员会 (CPSC)、美国 UL、美国 FCC、加

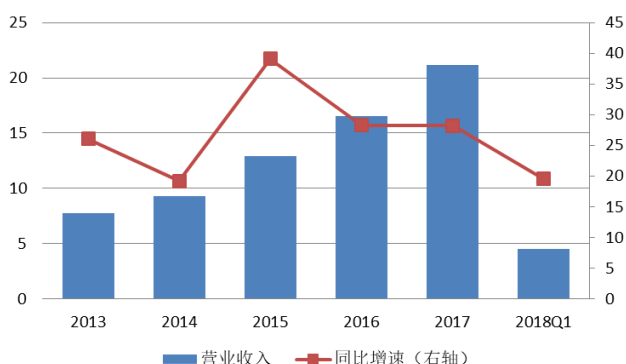
拿大 IC、墨西哥 NYCE、挪威 NEMKO、德国 TUV、美国纺织品染化师协会(AATCC)、美国 WRAP 等国际权威机构授权合作的实验室, 检测报告具有国际公信力。

## 1.2 公司营收持续稳健增长, 业绩弹性大

检测行业先发优势和头部效应较为明显。公司前期经营重点在扩大收入规模, 通过自有资金和再融资, 进行大规模建设, 铺设实验室、投入技术; 同时也并购一些新业务、新技术的公司。

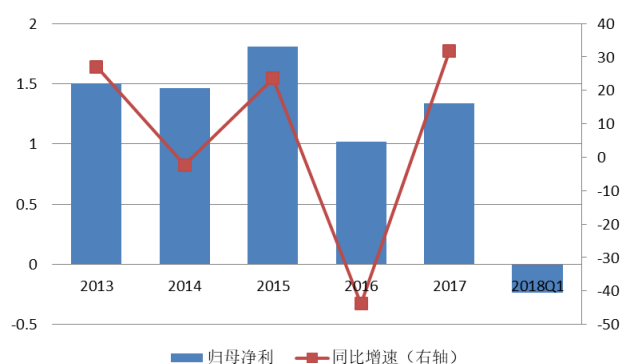
到 2017 年, 公司营业收入已经达到 21.18 亿元, 同比增长 28.20%; 实现归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 31.84%, 在检测行业初步奠定了自身的行业地位。

图 3: 公司营业收入稳步增长 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

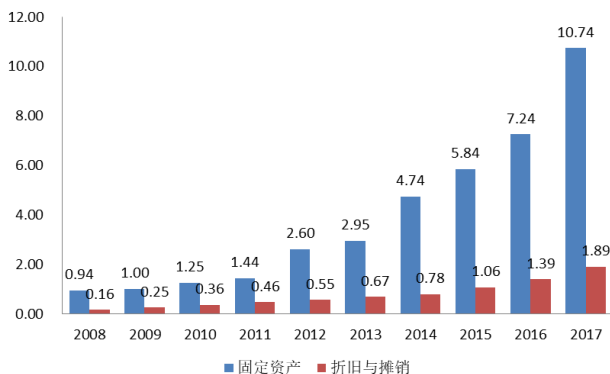
图 4: 公司归母净利润有一定波动 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

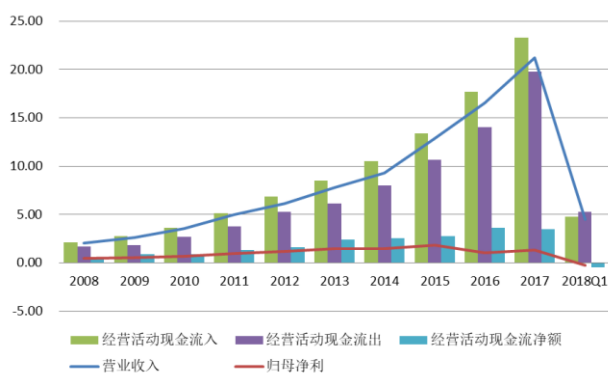
2018 年一季度, 公司实现营业收入 4.48 亿元, 同比增长 19.54%, 但受部分订单交付周期及折旧摊销增加影响, 公司一季度出现 2427.56 万元的亏损。2018 年上半年, 公司预告实现归属于上市公司股东的净利润 4601.8 万元-5801.9 万元, 同比增长 15.01%-45%。

图 5: 公司固定资产及折旧逐年增加 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

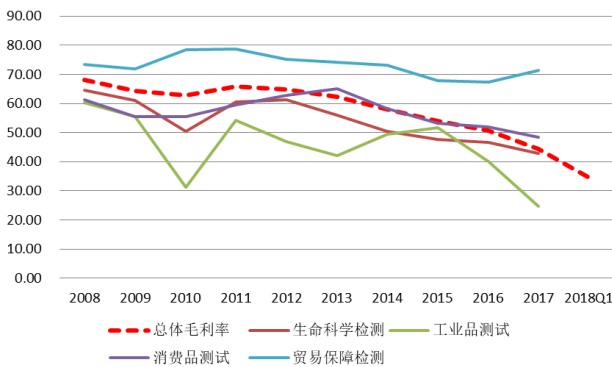
图 6: 公司经营性现金流与业绩高度匹配 (单位: 亿元)



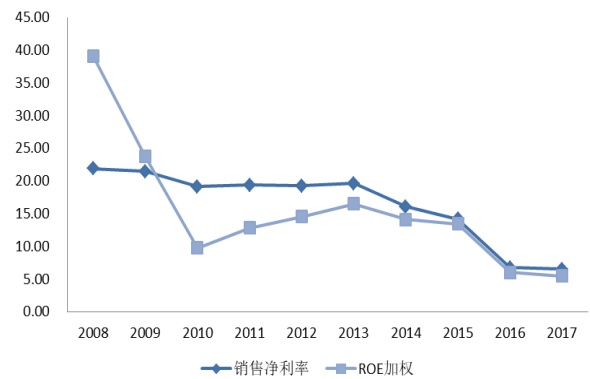
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司经营性现金流与业绩高度匹配, 显示公司总体回款控制在较好水平。公司一年以内应收账款占比达到 72.18%, 两年以内以及单项金额不重大应收账款比重达到 94.74%。

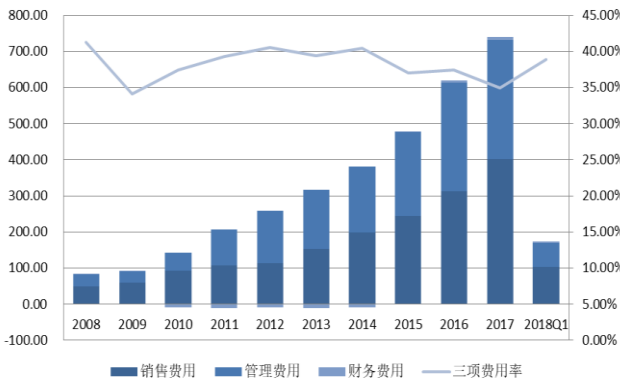
在前期扩张思路带动下, 公司固定资产从 2008 年的 0.94 亿提升到 2017 年的 10.74 亿, 相应折旧与摊销也大幅增加。公司的折旧与摊销也从 2008 年的 0.16 亿元提升到 2017 年的 1.89 亿元, 在公司营业收入大幅增长的情况下, 折旧摊销和费用率的提升相当程度上压制了公司盈利能力的提升。

**图 7: 公司毛利率总体下滑明显 (单位: %)**


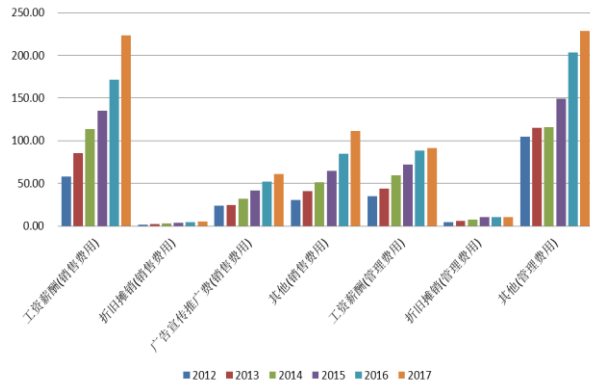
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 8: 折旧摊销压制公司盈利能力 (单位: %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 9: 公司三项费用率总体平稳 (单位: 百万元, %)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 10: 公司工资薪酬费用占比超 40% (单位: 百万元)**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

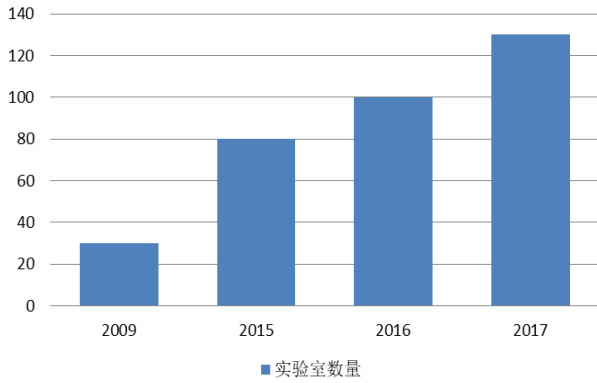
公司三项费用率近年来基本保持在 35% 以上。2017 年公司三项费用率达到 34.91%, 其中销售费用、管理费用占比较高, 销售费用率及管理费用率分别达到 18.93% 和 15.61%。

从结构来看, 工资薪酬是公司费用的重要构成和主要增长点。2017 年, 公司销售费用及管理费用中工资薪酬规模达到 3.15 亿元, 占公司三项费用比重达到 42.56%。

在前期收入导向的经营思路指导下, 公司营业收入的增长是在成本和费用快速扩张的基础上实现的。经过近年来的扩张, 公司已经进入国内检测行业第一梯队。2017 年

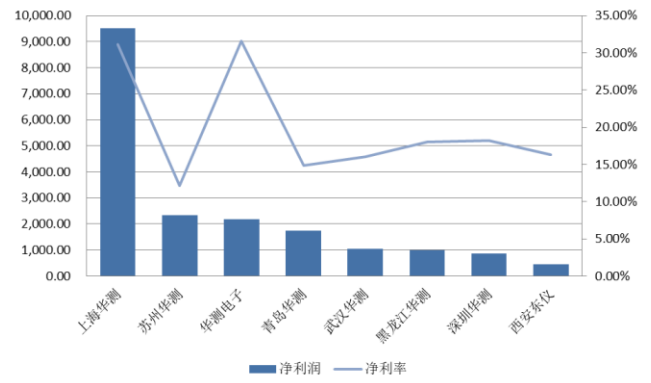
以来, 公司管理思路从收入导向转为利润导向, 通过精细化管理提高效率, 充分发挥已经布局的实验室优势。

图 11: 公司实验室建设持续推进



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 12: 公司主要子公司盈利情况 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司近年来实验室扩张迅速, 从 2009 年的 30 多个增加到 2017 年的 130 多个。根据我们调研, 公司实验室平均基本控制在 1 年左右建设完成, 2 年开始运营, 3-4 年内能够达到盈亏平衡, 5 年内收回成本。

随着公司经营思路的转变, 以及实验室逐步进入投资回报期, 我们认为公司具备较大向上业绩弹性。公司盈利能力将逐步回归正常水平。

目前公司子公司中, 上海华测、华测电子均实现了 31% 以上的净利率水平, 多数经营正常化的实验室和子公司净利率也在 15% 以上。我们认为公司未来 3-5 年具备较大提质增效空间。

## 2. 成长路径清晰的自主检测龙头, 下一个 Tenbagger?

### 2.1 第三方检测市场空间巨大, 民营龙头崛起

第三方检测是伴随着贸易的快速发展而产生的, 与政府检测机构和企业内部检测机构相比, 第三方检测机构具有检测范围广、费用低、周期短、服务质量高等特点。

随着经济和社会的发展, 国内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, 到 2020 年, 全球检验检测行业的市场规模将超过 1800 亿欧元。

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)。

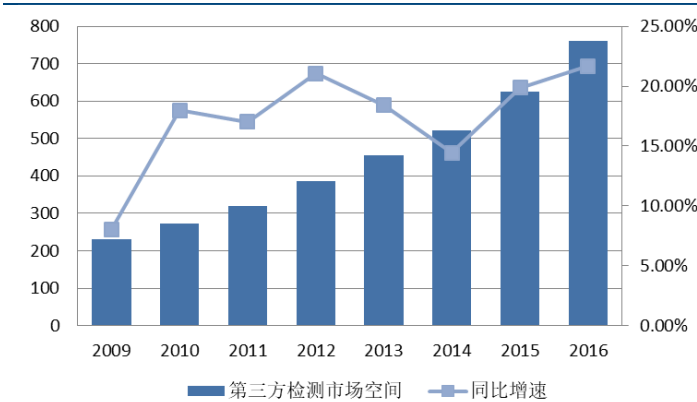
根据 NeueZurcher 统计, 2016 年全球检测市场达到 1445 亿欧元。目前, 全球范围内的大型综合性检测机构基本上都来自欧洲, 如 SGS (瑞士)、BV (法国)、Intertek (英国)、德国 TÜV 等。



我国的独立第三方检验检测市场是在政府逐步放松管制的基础上逐步发展起来的。目前, 强制检验市场规模约占检验检测行业总市场规模的 50%。

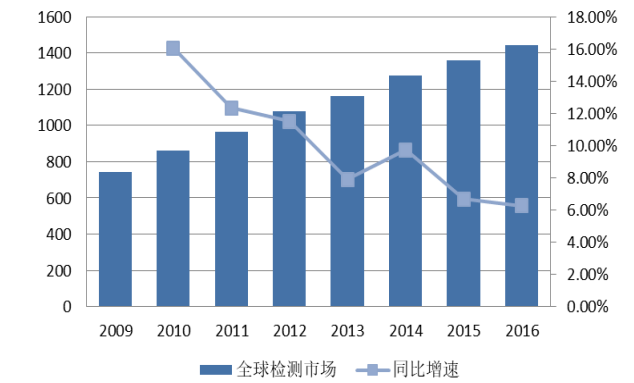
截止 2016 年底, 我国共有检验检测机构数量 33235 家, 实现营业收入 2065 亿元, 近七年来均保持 10% 以上的增长速度。

图 13: 国内第三方检测市场空间不断扩大 (单位: 亿元)



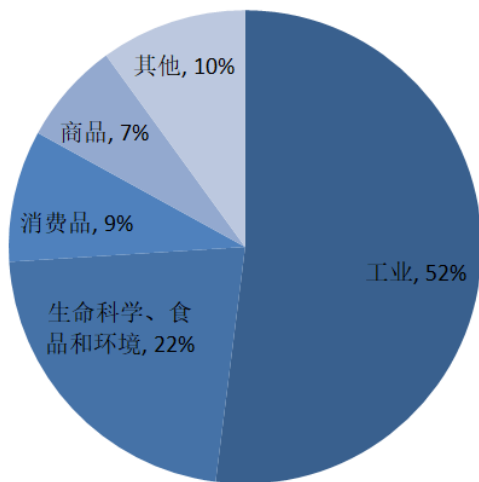
资料来源: 《我国第三方检测行业发展趋势》, 东兴证券研究所

图 14: 全球检测市场空间超 1400 亿欧元 (单位: 亿欧元)



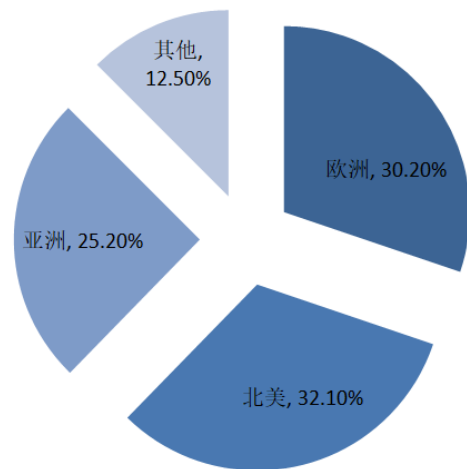
资料来源: NeueZurcher, 东兴证券研究所

图 15: 全球检测行业下游占比情况



资料来源: 《我国第三方检测行业发展趋势》, 东兴证券研究所

图 16: 北美、欧洲及亚洲为检测行业主要市场



资料来源: 中国知网, 东兴证券研究所

欧洲、北美和亚洲是全球检测行业的主要市场, 共计占有 87.50% 的市场份额。

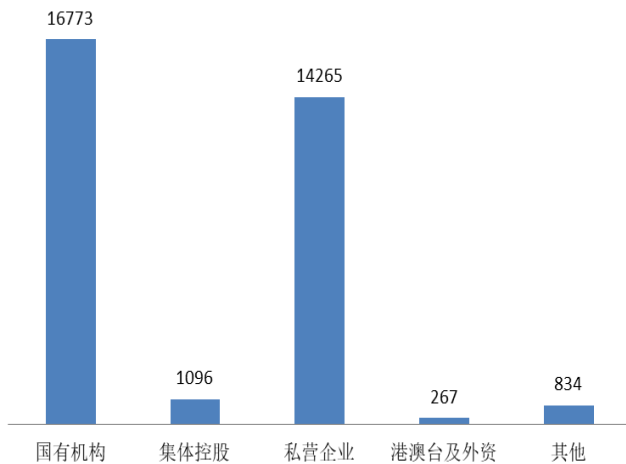
从检测行业的下游需求来看, 工业检测占比最高, 达到 52%, 其中包括石油、燃气、化工、矿产、工业材料、机械、船舶、工业设备、仪器、新能源等行业检测。

据统计, 生命科学、食品和环境检测占比达到 22%。生命科学检测的客户群主要分布在医药、农产品、食品、化妆品、食品、饲料、饮用水的生产流通行业; 食品检测

的客户群体来自于食品制造商、零售商、采购商；环境检测主要面向的客户是对环境管理有需求的政府、企业或个人。

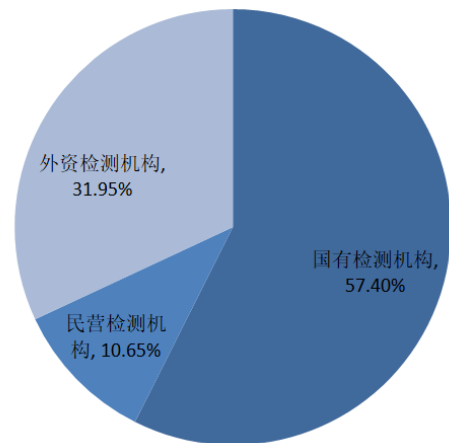
消费品检测占比为 9%，主要包括电子电器、玩具、儿童用品、礼品、杂货、纺织品、服装、皮革、鞋类、汽车、摩托车、钟表、眼镜、家具、日用品、家用品等的测试服务。客户群体主要来自消费品制造业、零售业或消费者。

图 17：国有、私营企业机构数量占比较高（单位：家）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 18：民营检测机构市场占比仅 10%，发展空间较大



资料来源：《未来中国检测市场发展趋势简析》，东兴证券研究所

根据中国分析测试协会统计，超过 1.6 万家国有检测机构在国内检测市场中业务占比达到 57.4%。外资检测机构数量虽然只有 267 家，但业务占比达到 31.95%。超过 1.4 万家的私营检测机构的市占率仅 10%。

1989 年之前，国有检验检测机构几乎垄断所有商品检验。中国加入 WTO 以后，民营检测机构快速成长起来。2005 年 12 月 11 日，中国根据加入 WTO 的承诺，允许外资独资机构进入中国检测市场。

中国检测行业正经历逐步从政府强制转向独立第三方发展模式。尽管目前国有检测机构在强制性领域仍有优势，但将来必然会有越来越多的检测领域向第三方检测机构开放，民营检测机构有望显著受益。

根据中国分析测试协会预测，未来民营检测机构业务有望实现 30% 以上的业务增速，外资检测机构次之，国有检测机构增速最慢，市场份额将被逐步压缩。

经过多年发展，以华测检测、谱尼测试为代表的民营第三方检测企业已经初具规模，在技术和服务商开始对外资检测机构形成有力的竞争。

## 2.2 从国外检测巨头看华测检测成长空间

自 2002 年中国向外资开放技术检测行业以来，SGS、BV、Intertek 等国际大型检测机构均在中国设立分支机构，主要从事综合性的检测。我们从外资机构的成长路径，可以较为清晰的看出华测检测的成长方向及空间。

检测行业具备行业空间大、稳步增长、现金流充沛等优势,但也具有市场碎片化,人员及实验室前期投入较高、公信力、品牌和声誉培养需要较长时间积累等行业特性。

表 2: 国内外主流检测机构的 2017 年主要经营情况

企业名称	成立时间	营业收入	股东净利润	员工人数	实验室数量	检测领域及业务占比
SGS 集团	1878 年	63.49 亿瑞郎 (约合 430 亿元人民币)	6.21 亿瑞郎 (约合 42.23 亿元人民币)	超过 95000 人	2400 多个	农业、食品和生命检测 (16%)、矿业检测 (11%)、石油、天然气和化学检测 (18%)、消费、零售检测 (15%)、认证 (5%)、工业检测 (14%)、环境、健康和安全管理 (8%)、交通检测 (9%)、政府机构业务 (4%)
BV	1828 年	46.89 亿欧元 (约合 370 亿元人民币)	4.16 亿欧元 (约合 32.86 亿元人民币)	超过 75000 人	1400 多个	认证 (8%)、建筑、基建检测 (24%)、消费品检测 (14%)、农产品、食品等商品 (23%)、工业品检测 (23%)、船舶、海洋工程检测 (8%)
Intertek	19 世纪末	27.69 亿英镑 (约合 244 亿元人民币)	3.06 亿英镑 (约合 27 亿元人民币)	超过 42000 人	1000 多个	保险 (8%)、测试 (24%)、检验 (54%)、认证 (14%)
华测检测	2003 年	21.18 亿元人民币	1.34 亿元人民币	7445 人	130 多个	生命科学检测 (48.44%)、工业品测试 (20.35%)、消费品测试 (15.43%)、贸易保障检测 (15.43%)
电科院	1965 年	6.43 亿元人民币	1.26 亿元人民币	1266 人	45 个	电器检测 (94.86%)、环境检测 (4.62%)、其他业务 (0.52%)
国检集团	2009 年	7.52 亿元人民币	0.19 亿元人民币	1758 人	-	检测 (70.98%)、延伸服务 (9.12%)、认证 (7.84%)、仪器销售 (7.82%)、安全生产技术服务 (3.57%)、其他业务 (0.66%)
安车检测	2006 年	4.12 亿元人民币	0.79 亿元人民币	766 人	28 个服务网点	机动车检测系统 (94.56%)、检测行业联网监管系统 (5.39%)、驾考系统 (0.04%)、其他业务 (0.02%)

资料来源: Wind, 各公司官网及公告, 东兴证券研究所

与外资检测龙头相比,中国第三方检测总体仍处于起步阶段,多数检测机构在全球化布局、实验室和人员投入、检测领域等方面仍有较大成长空间。

表 3: 华测检测与国际检测龙头

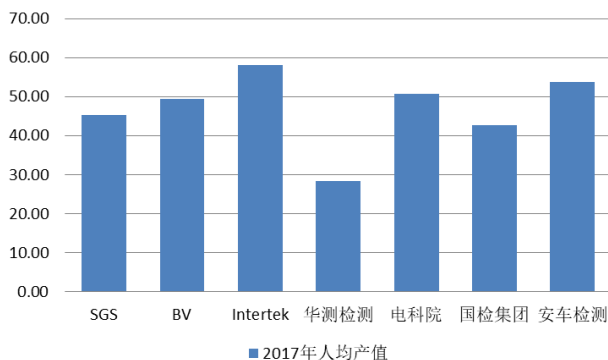
	检测行业	检测服务类型
SGS	农产品和食品、消费品和零售、生命科学、化学领域、能源、矿产、建筑、工业制造、石油和天然气、政府及公共机构、交通运输等	审核、认证、咨询、检测、测试、培训、验证
BV	航天航空、汽车、建筑工程服务、消费品、电子电气、食品、政府与公共组织、工业设备、船舶工业、石油与天然气、电	资产管理、认证、船舶入级、咨询、检验、审核、检测与分

	力与公共设施、流程工业与采矿业、零售、服务、运输与基础设施	析、培训
Intertek	电子电气、政府和贸易、矿产品、玩具及轻工产品、健康美容产品、可再生能源、零售业、石化及大宗货物、信息技术(IT)和电信、化学品、汽车部件、医学及药业、食品及农产品、建筑工程、纺织及鞋等	测试、风险管理、工业服务、绿色环境、培训、评估、认证、审核、体系认证、外包、验货、验证、质量保证、咨询
华测检测	消费品、工程、环境、电器/工业品、食品、农产品、保化、交通运输、医学/生命安全、其他技术服务	测试、认证、审核、验货、培训、能力验证、环境、安评、标准物质/标准样品、职业健康检查与健康体检、司法鉴定、实验室技术服务、有害生物管理

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

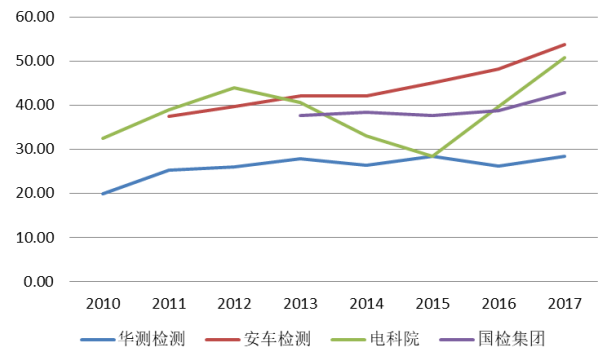
大多数国内检测机构服务面较窄，且服务类型较为单一。华测检测是国内为数不多具备多行业检测能力，且具备审核、认证、咨询、检测、测试、培训、验证等检测行业服务类型的公司。

图 19：公司人均产值具备较大提升空间（单位：万元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 20：公司前期高投入压制人均产出表现（单位：万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

受公司前期增长模式影响，华测检测人均产值与国内外检测机构有一定差距。2017年公司人均产值 28.45 万元/年，而多数检测机构人均产值在 40 万元/年以上。

随着公司经营管理思路的转变，我们认为公司高投入增长模式将告一段落，提质增效空间巨大。随着公司内部整合加速和持续扩张，公司有望复制外资检测龙头的成长路径，成为自主第三方检测的领导者。

### 2.3 从 SGS 发展历程看对华测检测的借鉴意义

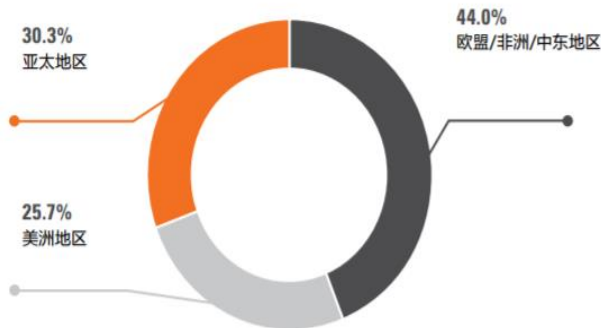
SGS 集团成立于 1878 年的法国鲁昂，早期为欧洲的粮食贸易商提供谷物运输检验服务，以降低出口商的损失。1915 年，公司总部搬到了瑞士日内瓦，以中立国家继续从事其业务。

经过一战、二战对世界经济格局的重塑, 位于中立国的 SGS 成为最大的受益者, 并在马歇尔计划下其检验货物进口并进入欧洲起了关键的作用。

到 1950 年, SGS 公司 80% 的收入仍来自农业服务业务。管理层已经意识到要长期发展必须进行多元化。

1955 年开始, SGS 公司介入工业服务检测, 20 世纪 60 年代, 公司陆续进入石油、天然气和化工检测服务; 70 年代, 公司进入环境检测行业; 20 世纪 80 年代, 公司通过不断并购, 扩张第三方认证服务, 生命科学服务等业务。

20 世纪 90 年代后, 随着苏联解体和全球贸易的快速增长, SGS 迎来蓬勃发展的时期。

**图 21: SGS 分区域营业收入**


资料来源: SGS 官网, 东兴证券研究所

**图 22: SGS 主营业务构成**


资料来源: SGS 官网, 东兴证券研究所

1991 年, SGS 与中国标准技术开发公司 (质监总局下属单位, 持股 15%) 成立了合资公司——通标标准技术服务有限公司, 正式进入中国市场。

经过 20 多年的发展, SGS 通标在全国已建成了 78 个分支机构和 150 多间实验室, 拥有 15,000 多名训练有素的专业人员。

在中国, SGS 的服务能力已全面覆盖到工业及建筑业、汽车、矿产、石化、农产及食品、纺织品及服装鞋类、电子电气、轻工家居、玩具及婴幼儿用品、生命科学、化妆品及个人护理产品、医疗器械等多个行业的供应链上下游。

**表 4: SGS 在华主要检测业务及服务能力**

检测领域	检测内容
消费品检测业务	玩具和轻工产品、食品、纺织品、电子电气产品检验、实验室测试、评估审核、技术咨询
工业服务	金属材料、高分子材料、建筑材料、健康环境认证、无损检测业务、其他服务等
国际认证服务	食品安全、制药、医疗设备、社会责任、森林、物流、汽车、航空、服务、电信、电子电器、信息安全、通用管理体系标准、质量管理体系、环境管理体系、职业健康与安全管理体系、持续改进标准及方法、客户定制解决方案等行业的国际认证服务
汽车服务	提供贯穿汽车及摩托车的零部件制造到整车出厂的全过程服务。针对材料和零部件的测试涵盖了化学、环保、金属和高分子材料、可靠性、车载电子设备、燃油及车用油品等方面。

	此外,还有零部件检验、新车物流链监测、售后市场零配件一站式服务和汽车体系认证服务等
石化服务	原油、石油产品、石油化工品和石油气体的检验和实验室分析、添加剂调和、样品管理、安全与技术服务
农产服务	谷物、油料油脂、饲料、动植物纤维如羊毛、羊绒、棉花、木片等,蔬菜水果、水产品、食糖等农产品的检验服务,实验室分析和认证服务
环境服务	提供全面系统的环境监测服务,包括土壤、水和废水、环境大气、工业废气、室内空气以及职业卫生、洁净室的采样和分析
生命科学服务	生命科学实验室主要从事中西药品、药材、医疗器械、原料药及医药中间体的取样、检测、测试新药质量研究等方面的服务
政府及公共机构服务	为政府和国际机构提供进口核实服务如产品符合性评定方案包括装船前检验及测试服务、贸易价格网等
矿产服务	煤和焦炭、有色金属、冶金产品、化工、化肥、钢铁、水泥、工业矿等矿产品的检验和化验分析服务,以及船舶检验服务

资料来源：《第三方商业检测认证机构 SGS 集团在中国的整合营销与品牌策略研究》，东兴证券研究所

我们认为，SGS 在中国乃至全球的发展，主要得益于以下方面的战略推进。

- (1) 全球化的视野、覆盖各个行业、覆盖供应链各环节的专业服务和企业全球资源的整合是获取竞争优势的首要因素。SGS 以全球超过 2400 个实验室、9.5 万名员工构成全球性的服务网络，只要有客户检测需求的地方就有的实验室。
- (2) 公正、诚信、权威的品牌声誉。一百多年来，为了维护独立、公正的第三方立场，SGS 从不参与任何经营活动。同时，通过贯彻到每一个员工的诚信培训和管理机制上的配套，在企业内建立了完备的职业道德建设和监督体系。
- (3) 持续推进服务、技术创新。从农业到工业、矿业,到环境保护、节能领域, SGS 跟随着国际贸易、全球化的浪潮,通过持续的改善与创新,以前瞻眼光不断投资和业务创新来保持长期竞争力。
- (4) 研发能力。SGS 通过成立技术研发部门,研究各国出台的法律法规,在法律法规出台或强制实施前,用创新的思维为客户提供专业的服务,帮助客户及时应对相关法律法规。
- (5) 技术及人才的投入。SGS 在人员、技术、设备方面进行了大量投资,以保持在分析技术方面的领先地位,及时掌握各国最新的法律法规要求信息。
- (6) 本土化的经营策略。在全球不断扩张的过程中,始终秉承本土化的策略。以中国为例,SGS 通标包括高级管理层在内,在中国的一万多名员工基本都实现了本土化。

我们认为，SGS 的成长路径对华测检测有极大的借鉴意义。通过扩大投入，外延并购和合资公司推进多元化战略，维持独立、公正的第三方形象，提升研发和创新能力，同时耐心培养客户与信誉。

目前来看, 华测检测是国内为数不多成功进行多元化拓展的检测机构。很多的中小检测公司, 受到设备和能力的限制, 往往只能承担其中一部分零件的测试。经过十多年的持续投入, 公司已经在检测行业初步奠定了自己的地位, 经过管理的改进提升, 公司长期成长路径有望打开。

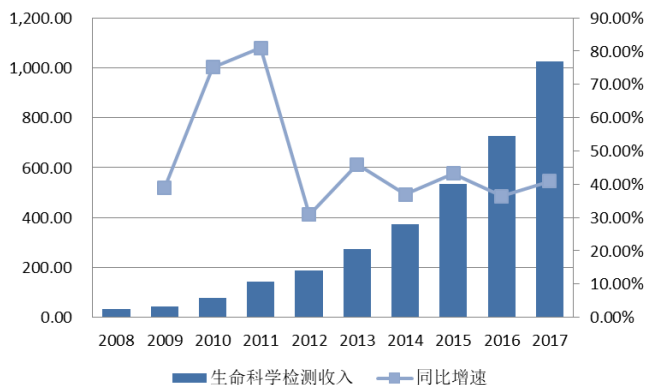
### 3. 看好生命科学、消费品检测业务持续高成长

#### 3.1 环境监测、食品检测需求持续提升

生命科学检测是公司重点发展的板块, 2017 年该板块业务收入达到 10.26 亿元, 同比增长 40.91%。自 2008 年以来, 公司生命科学检测业务复合增速达到 46.82%。

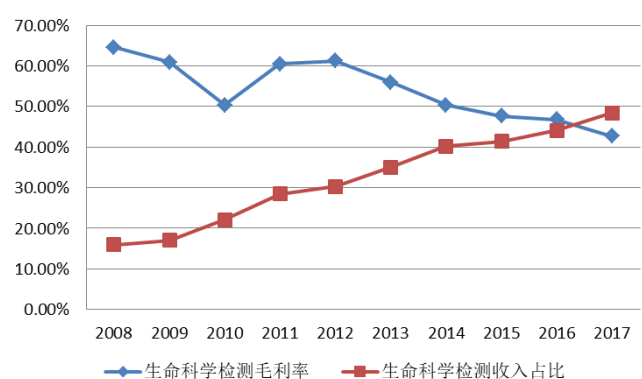
公司近年来生命科学检测业务占比持续提升, 2017 年占收入比重达到 48.41%。其中, 营业收入占比最大的是环境检测和食品检测。

图 23: 生命科学检测收入增长情况 (单位: 百万元, %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 24: 生命科学检测毛利率及业务占比 (单位: %)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2015 年 7 月 26 日, 国务院办公厅印发了《生态环境监测网络建设方案》, 提出了“全面设点、全国联网、自动预警、依法追责”的总体任务。目前我国已形成包含国家、省、市、县 4 级的环境监测网络, 共有专业、行业监测站 4800 多个, 其中环保系统监测站 2200 多个, 行业监测站 2600 多个。

环境检测已经成为一个高成长性、政策支持力度大、市场增量空间大、技术壁垒较高, 同时遍及环保产业各个环节的细分行业。2016 年, 中国环境监测行业市场空间超过 450 亿元。

环境检测总体可分为水质检测、大气检测、土壤检测、噪声检测、辐射检测等。

根据生态环境部要求, 目前我国初步建成生态环境监测网络, 不断完善空气、水、土壤等环境要素的监测网络布局。

在空气质量监测方面, 全国 338 个地级以上城市, 布设 1436 多国控监测点位, 且全部具备 PM2.5 6 项指标监测水平。在水环境质量监测方面, 地表水国控断面从“十二五”期间 972 个扩展到 2050 个, 覆盖全国十大流域 1366 条河流和 139 座重要湖泊,

实现水环境质量变化趋势监测。在土壤监测方面,基本建成了3万多个监测点位组成的国家土壤环境监测。此外,噪声、酸雨、辐射等监测也逐步实现全覆盖。

2015-2017年华测检测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,产能进一步释放。

近年来,随着食品安全问题的频发,我国食品生产企业被广泛关注,食品检测行业也被相应催热。2015年新《食品安全法》的实施对食品安全标准提出了更高的要求,检测项目包括:食品、食品相关产品中的致病性微生物、农药残留、兽药残留、重金属、污染物质以及其他危害人体健康物质的限量规定等。

目前我国拥有各级农产品检验检疫站、产品质量监督检验所(站)、进出口商品检验检疫局等监测机构达23000多个。2016年我国食品安全检测市场空间达到468亿元,预计到2022年,食品检测市场空间将超过1500亿元。

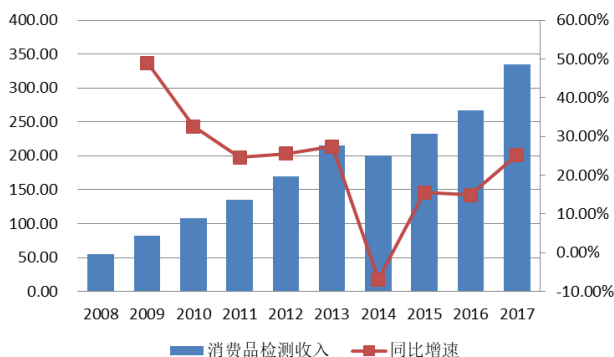
2017年公司在夯实原有实验室的同时,新增10个实验室覆盖更广泛的市场地区,不断拓展食品检测的市场和业务领域。

### 3.2 消费升级助力消费品检测快速增长

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。

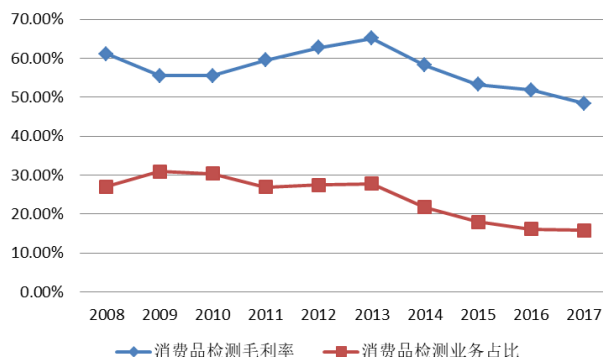
2017年公司消费品检测业务收入3.34亿元,同比增长25.22%。自2008年以来,公司消费品检测复合增速达到22.25%。

图 25:消费品检测收入增长情况 (单位:百万元,%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 26:消费品检测毛利率及业务占比 (单位:%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

随着人们生活水平和消费水平的不断提高,消费对经济增长的贡献作用增大,消费者对产品性能、质量、安全意识也不断提升。

公司受生产商或消费者委托,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。



目前我国纺织服装业、玩具制造业、电子制造业等行业增速有所放缓, 公司消费品检测业务总体上趋向平稳发展。

2017 年, 公司与沃尔玛、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, 扩展国际市场。

同时, 公司在汽车检测领域快速推进, 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。

公司在上海、深圳、天津、重庆、武汉、广州、南京、苏州等二十多座城市设有服务网点, 并在东北、华北、华东、华南及西部地区建立了汽车实验室。公司积极拓展汽车检测业务, 目前已取得中国大陆几乎所有汽车大厂商的认可和作。

#### 4. 管理层增持及员工持股计划助力提质增效

2018 年 7 月 2 日, 公司总裁申屠献忠基于对公司发展的信心和价值认同, 以集合竞价方式增持公司 10 万股 (增持均价 5.37 元/股), 并通过大宗交易增持公司股份 200 万股 (增持均价 5.17 元/股)。

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, 筹集资金不超过 5400 万元, 以成交均价 4.8199 元/股完成股票购买。

2018 年 7 月 24 日, 公司发布第二期员工持股计划草案, 参加对象为公司部分董事、高级管理人员及公司管理骨干、业务骨干, 总人数不超过 22 人。

第二期员工持股计划筹集资金总额上限为 2200 万元, 价格参考 7 月 20 日收盘价 6.40 元/股, 存续期为 24 个月。

本员工持股计划的资金来源为员工自筹资金与大股东提供有偿借款, 借款期限为员工持股计划的存续期。

公司管理层增持和员工持股计划的推进, 有助于为进一步提升公司治理水平, 完善员工与全体股东的利益共享机制, 促进公司建立、健全激励约束机制, 充分调动公司员工的积极性, 有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起, 使各方共同关注公司的长远发展。

#### 5. 盈利预测与投资评级

随着公司实验室布局的持续推进和管理效率的提升, 我们预计公司 2018 年-2020 年生命科学检测业务销售收入分别为 13.93 亿元、18.20 亿元、22.75 亿元, 综合毛利率假定为 42%。

预计公司 2018-2020 年工业品测试业务收入分别为 5.17 亿元、6.20 亿元、7.44 亿元,

综合毛利率假定为 30%、35%、40%。

预计公司 2018-2020 年消费品测试业务收入分别为 4.68 亿元、6.55 亿元、9.17 亿元，综合毛利率假定为 50%。

预计公司 2018-2020 年贸易保障检测业务收入分别为 3.92 亿元、4.31 亿元、4.74 亿元，综合毛利率为 67%。

表 5：华测检测营业收入与盈利预测表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生命科学检测收入（百万元）	728.16	1,026.06	1,392.57	1,820.09	2,275.11
成本（百万元）	387.73	587.51	807.69	1055.65	1319.56
毛利（百万元）	340.43	438.55	584.88	764.44	955.55
毛利率	46.75%	42.74%	42.00%	42.00%	42.00%
工业品测试收入（百万元）	314.53	431.02	517.22	620.67	744.80
成本（百万元）	188.26	324.81	362.06	403.43	446.88
毛利（百万元）	126.26	106.20	155.17	217.23	297.92
毛利率	40.14%	24.64%	30%	35%	40%
消费品测试收入（百万元）	266.99	334.32	468.05	655.27	917.37
成本（百万元）	128.44	172.37	234.02	327.63	458.69
毛利（百万元）	138.54	161.95	234.02	327.63	458.69
毛利率	51.89%	48.44%	50.00%	50.00%	50.00%
贸易保障检测收入（百万元）	342.59	326.84	392.21	431.43	474.57
成本（百万元）	111.65	93.57	129.43	142.37	156.61
毛利（百万元）	230.94	233.26	262.78	289.06	317.96
毛利率	67.41%	71.37%	67.00%	67.00%	67.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所（注：表中数据仍按公司年报披露的营业收入分项目进行预测）

我们预计公司 2018 年-2020 年实现营业收入分别为 27.70 亿元、35.27 亿元和 44.11 亿元；归母净利润分别为 2.18 亿元、3.17 亿元和 4.24 亿元；EPS 分别为 0.13 元、0.19 元和 0.26 元，对应 PE 分别为 48X、33X 和 25X。给予公司 6 个月目标价 9.5 元，具有 50%以上上涨空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

- ◆ 新增实验室运营不及预期；
- ◆ 下游需求低于预期；
- ◆ 公司管理效率提升不及预期。

**表 6: 公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>流动资产合计</b>	1710	1684	1846	2317	2781	<b>营业收入</b>	1652	2118	2770	3527	4412		
货币资金	1070	653	676	976	1242	<b>营业成本</b>	816	1178	1533	1929	2382		
应收账款	322	428	554	705	882	营业税金及附加	7	8	11	14	18		
其他应收款	39	39	51	65	82	营业费用	312	401	526	670	838		
预付款项	26	36	36	36	36	管理费用	302	331	443	564	706		
存货	3	10	12	15	19	财务费用	5	8	63	41	37		
其他流动资产	236	508	508	508	508	资产减值损失	80.17	55.18	0.00	0.00	0.00		
<b>非流动资产合计</b>	1413	1833	1700	1625	1548	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	23	27	0	0	0	投资净收益	0.26	2.05	0.00	0.00	0.00		
固定资产	724	1074	1002	944	885	<b>营业利润</b>	129	174	193	308	431		
无形资产	86	118	182	170	159	营业外收入	28.68	16.32	60.00	60.00	60.00		
其他非流动资产	46	95	0	0	0	营业外支出	3.09	1.68	0.30	0.40	0.50		
<b>资产总计</b>	3123	3516	3546	3942	4411	<b>利润总额</b>	155	189	253	368	491		
<b>流动负债合计</b>	601	890	862	1002	1070	所得税	44	51	34	50	66		
短期借款	246	435	382	432	394	<b>净利润</b>	111	138	219	318	424		
应付账款	80	174	210	264	326	少数股东损益	10	4	1	1	1		
预收款项	64	65	93	128	172	归属母公司净利润	102	134	218	317	423		
一年内到期的非	1	2	2	2	2	EBITDA	336	452	374	474	596		
<b>非流动负债合计</b>	61	89	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.13	0.08	0.13	0.19	0.26		
长期借款	4	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>负债合计</b>	662	979	862	1002	1070	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	59	48	49	50	51	营业收入增长	28.30%	28.20%	30.77%	27.34%	25.07%		
实收资本(或股	837	1658	1658	1658	1658	营业利润增长	-35.22%	34.47%	11.09%	59.40%	40.01%		
资本公积	868	44	44	44	44	归属于母公司净利	62.86%	45.36%	62.86%	45.36%	33.61%		
未分配利润	621	684	804	979	1212	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东	2401	2490	2653	2890	3208	毛利率(%)	50.61%	44.37%	44.65%	45.31%	46.02%		
<b>负债和所有者权</b>	3123	3516	3564	3942	4329	净利率(%)	6.73%	6.50%	7.90%	9.01%	9.62%		
<b>现金流量表</b>		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)							
<b>经营活动现金流</b>	363	349	283	403	496	<b>偿债能力</b>							
净利润	111	138	219	318	424	资产负债率(%)	21%	28%	24%	25%	25%		
折旧摊销	201.57	270.50	0.00	124.53	127.92	流动比率	2.85	1.89	2.26	2.39	2.68		
财务费用	5	8	63	41	37	速动比率	2.84	1.88	2.24	2.38	2.66		
应收账款减少	0	0	-126	-151	-177	<b>营运能力</b>							
预收帐款增加	0	0	28	35	44	总资产周转率	0.66	0.64	0.78	0.94	1.07		
<b>投资活动现金流</b>	-959	-759	94	-50	-50	应收账款周转率	6	6	6	6	6		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	24.21	16.67	14.41	14.87	14.94		
长期股权投资减	0	0	40	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	0	2	0	0	0	每股收益(最新摊	0.13	0.08	0.13	0.19	0.26		
<b>筹资活动现金流</b>	963	138	-199	-71	-181	每股净现金流(最新	0.44	-0.16	0.11	0.17	0.16		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.87	1.50	1.60	1.74	1.94		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	454	820	0	0	0	P/E	49.23	80.00	48.65	33.47	25.05		
资本公积增加	452	-823	0	0	0	P/B	2.23	4.26	4.00	3.67	3.31		
<b>现金净增加额</b>	368	-272	178	282	265	EV/EBITDA	13.49	22.97	27.30	21.06	16.24		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 任天辉

机械行业研究员，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学控制工程硕士，厦门大学自动化学士，2015年加入东兴证券，从事机械行业研究。

### 樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016年加入民生证券，2017年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。