

检测行业的领跑者

华测检测深度报告

报告关键点:

- 检测行业具有良好的防御性, 将保持稳定增长。
- 受益于行业高速增长, 公司收入将保持40%-50%左右的增速, 但短期内毛利率可能会下降。
- 给予“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 公司是一家全国性、综合性的独立第三方检测机构。主要从事贸易保障、消费品、工业品以及生命科学领域的技术检测服务。具有中国合格评定国家认可委员会CNAS认可及计量认证CMA资质, 并获得诸多国际认证机构的认可, 检测报告具有国际公信力, 赢得了国内外众多知名企业的信赖。
- 中国检测市场未来几年仍将保持10%以上复合增速。2011-2013年总体检测市场的容量分别为826.7、917.6和1009.4亿元, 同期出口检测市场容量分别为330.7、367.1和403.8亿元。行业发展稳定, 具有防御性。
- 公司营业收入将继续保持稳定增长。公司目前的市场占有率不到2%, 未来的成长空间巨大。与国内对手相比, 公司具有先发优势和资金优势; 与国际对手相比, 公司具有本土化和服务的优势。2006-2010年期间, 公司业务保持稳定增长态势。公司通过收购、布局网点和募投项目等方式积极扩大规模和业务范围, 我们预计未来3年内仍将保持30%-50%左右的收入增速。
- 公司调整业务结构, 综合毛利率有下降的可能性。近年来由于公司加大力度发展生命科学检测业务和工业品检测业务, 贸易保障检测业务占比明显缩小。受前期研发和固定资产投入影响, 新增检测项目的毛利率会低于贸易检测项目, 使得短期内整体毛利率下降。我们预计公司未来2-3年内四项业务占比将延续趋势性变化, 公司仍然处于快速扩张期, 综合毛利率仍有下降的可能性。但随着新的业务产能完全释放, 公司的盈利能力将稳中有升。
- 预计公司2011-2013年的营业收入分别为5.47、8.27和11.78亿元, 归属于母公司所有者的净利润分别为90.0、124.7和179.4百万元, EPS分别为0.49、0.68和0.98元。我们认为2011年华测检测的合理估值为38倍, 对应的合理股价为18.6元, 首次给予“增持-A”的投资评级。
- 风险提示: CRO项目未达到预期的风险。公司在新领域检测业务拓展不顺利。检测事故影响公司公信力。中国检测市场面临政策风险。

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

18.60 元

期限:

3 个月 上次预测:

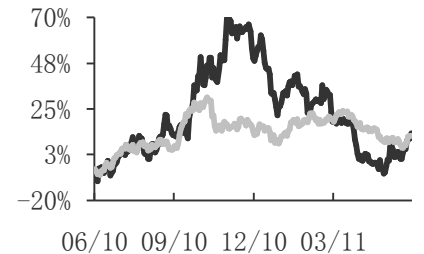
现价 (2011 年 06 月 28 日): 17.45 元

报告日期:

2011-06-28

| | |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元) | 3,210.49 |
| 流通市值(百万元) | 951.66 |
| 总股本(百万股) | 183.98 |
| 流通股本(百万股) | 54.54 |
| 12 个月最低/最高 | 14.00/41.88 元 |
| 十大流通股东(%) | 13.72% |
| 股东户数 | 6,438 |

12 个月股价表现



— 华测检测 — 沪深300

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|-------|---------|-------|
| 相对收益 | 18.70 | (6.73) | 1.21 |
| 绝对收益 | 21.35 | (14.29) | 13.17 |

张龙

021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师

zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

王舒婷

021-68765993

wangst@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

| (百万元) | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 营业收入 | 263.7 | 355.8 | 547.0 | 826.9 | 1,177.9 |
| Growth(%) | 29.9% | 34.9% | 53.7% | 51.2% | 42.5% |
| 净利润 | 56.6 | 68.7 | 90.0 | 124.7 | 179.4 |
| Growth(%) | 27.4% | 21.5% | 31.0% | 38.6% | 43.8% |
| 毛利率(%) | 64.3% | 62.9% | 61.1% | 59.5% | 59.4% |
| 净利润率(%) | 21.4% | 19.3% | 16.5% | 15.1% | 15.2% |
| 每股收益(元) | 0.31 | 0.37 | 0.49 | 0.68 | 0.98 |
| 每股净资产(元) | 3.78 | 3.95 | 4.68 | 5.23 | 6.02 |
| 市盈率 | 56.8 | 46.7 | 35.7 | 25.7 | 17.9 |
| 市净率 | 4.6 | 4.4 | 3.7 | 3.3 | 2.9 |
| 净资产收益率(%) | 8.1% | 9.4% | 10.6% | 13.1% | 16.4% |
| ROIC(%) | 46.7% | 49.8% | 49.5% | 28.9% | 33.3% |
| EV/EBITDA | 9.9 | 16.4 | 20.9 | 15.5 | 10.8 |
| 股息收益率 | 0.0% | 1.3% | 0.6% | 0.8% | 1.1% |

敬请阅读本报告正文后各项声明

前期研究成果

目录

| | |
|------------------------------|----|
| 1. 公司的基本情况 | 4 |
| 2. 我国检测行业市场规模将在 800 亿元以上 | 5 |
| 2.1. 我国检测行业市场容量保持 10%以上的增长 | 5 |
| 2.2. 看好民营检测机构的发展前景 | 6 |
| 3. 与国内外竞争对手的比较 | 7 |
| 3.1. 与国内对手相比,公司拥有先发和资金优势 | 7 |
| 3.2. 与国际对手相比,公司拥有本土化和服务的优势 | 8 |
| 4. 检测业务发展前景较好 | 9 |
| 4.1. 公司历年来营业收入和净利润增长稳定 | 9 |
| 4.2. 短期内毛利率面临下降风险 | 10 |
| 4.3. 发展思路:丰富网点布局,扩大业务辐射范围 | 13 |
| 5. 募投项目进展顺利 | 14 |
| 5.1. CRO 项目成为公司迈入医药检测领域的关键一步 | 15 |
| 5.1.1. CRO 行业前景较为广阔 | 15 |
| 5.1.2. 公司 CRO 项目预计 2 年后投产 | 16 |
| 6. 盈利预测与估值 | 17 |
| 7. 风险提示 | 17 |
| 附录 | 18 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图 1 华测检测股权结构 | 5 |
| 图 2 2009-2013 年中国检测市场规模预测(单位:亿元) | 5 |
| 图 3 2009-2013 年华东检测市场规模预测(单位:亿元) | 6 |
| 图 4 2009-2013 年华南检测市场规模预测(单位:亿元) | 6 |
| 图 5 2008 年中国检测市场竞争结构 | 6 |
| 图 6 国际三家巨头营业收入比较(单位:百万美元) | 8 |
| 图 7 华测检测营业收入增速较快(单位:百万元) | 10 |
| 图 8 近年来净利润保持 20%左右的增速(百万元) | 10 |
| 图 9 贸易保障检测业务占比缩小,消费品和生命科学检测占比增大 | 10 |
| 图 10 贸易保障检测业务(单位:百万元) | 11 |
| 图 11 消费品测试业务(单位:百万元) | 11 |
| 图 12 生命科学检测业务(单位:百万元) | 11 |
| 图 13 工业品测试业务(单位:百万元) | 11 |
| 图 14 三家公司毛利率比较 | 12 |
| 图 15 公司三项费用情况(单位:百万元) | 12 |
| 图 16 公司销售费用率和管理费用率可能在今年达到高点 | 12 |
| 图 17 2010 年公司员工数量同比增长 45.92% | 12 |
| 图 18 华东、华北、西南等地区将成为公司在国内的重要市场 | 13 |
| 图 19 医药行业外包指数-我国是亚洲地区第一(考虑所有因素) | 15 |
| 图 20 医药制造业主营业务收入同比增速维持在 20%以上(亿元) | 16 |
| 图 21 中国 CRO 市场预测(单位:百万美元) | 16 |
| 表 1 公司取得的资质 | 4 |
| 表 2 公司和分公司取得的 CMA 和 CNAS 资质 | 4 |
| 表 3 公司近年市场占有率逐步提高(单位:亿元) | 7 |
| 表 4 国内 4 家检测企业基本情况比较 | 7 |
| 表 5 公司与国际三大公司在华覆盖领域比较 | 9 |
| 表 6 2000 年来 SGS 收购公司的情况 | 14 |
| 表 7 截止 2011 年一季度公司募投项目情况(单位:万元) | 15 |
| 表 8 公司 CRO 项目投资和收益情况 | 16 |

| | |
|--------------------|----|
| 表 9 可比公司估值表..... | 17 |
| 表 10 华测检测业务分类..... | 18 |

1. 公司的基本情况

- 华测检测是一家全国性、综合性的独立第三方检测机构。主要从事贸易保障、消费品、工业品以及生命科学领域的技术检测服务。目前公司具有中国合格评定国家认可委员会CNAS认可及计量认证CMA资质，并获得英国UKAS、新加坡SPRING、美国CPSC等诸多国际认证机构的认可，检测报告具有国际公信力，赢得了国内外众多知名企业的信赖。

表 1 公司取得的资质

| 公司取得的资质 | |
|--------------|-----------------|
| 资质 | 资质全称 |
| ISO17025 | 实验室管理体系 |
| ISO17020 | 检查机构管理体系 |
| CMA | 中国计量认证认可实验室 |
| CNAS | 中国合格评定国家认可委员会 |
| CQC | 中国质量认证中心授权实验室 |
| — | 进出口商品检验鉴定机构资格证书 |
| UKAS | 英国皇家认可委员会 |
| SPRING | 新加坡国家级认证体系认可实验室 |
| SSL/LED 照明产品 | 美国能源之星测试实验室资质 |
| AALA | 美国实验室认可协会 |
| ANSL | 美国国家标准学会 |
| — | 职业卫生技术服务资格证书 |
| WRAP认证 | |
| AATCC | 美国纺织化学师与印染师协会 |
| UL | 美国保险商实验室 |
| iNARTE | 美国国家无线电与电信工程师协会 |
| NVLAP | 美国国家实验室自愿认可程序 |
| NOM | 墨西哥安全认证 |
| CPSC | 美国消费品安全委员会 |

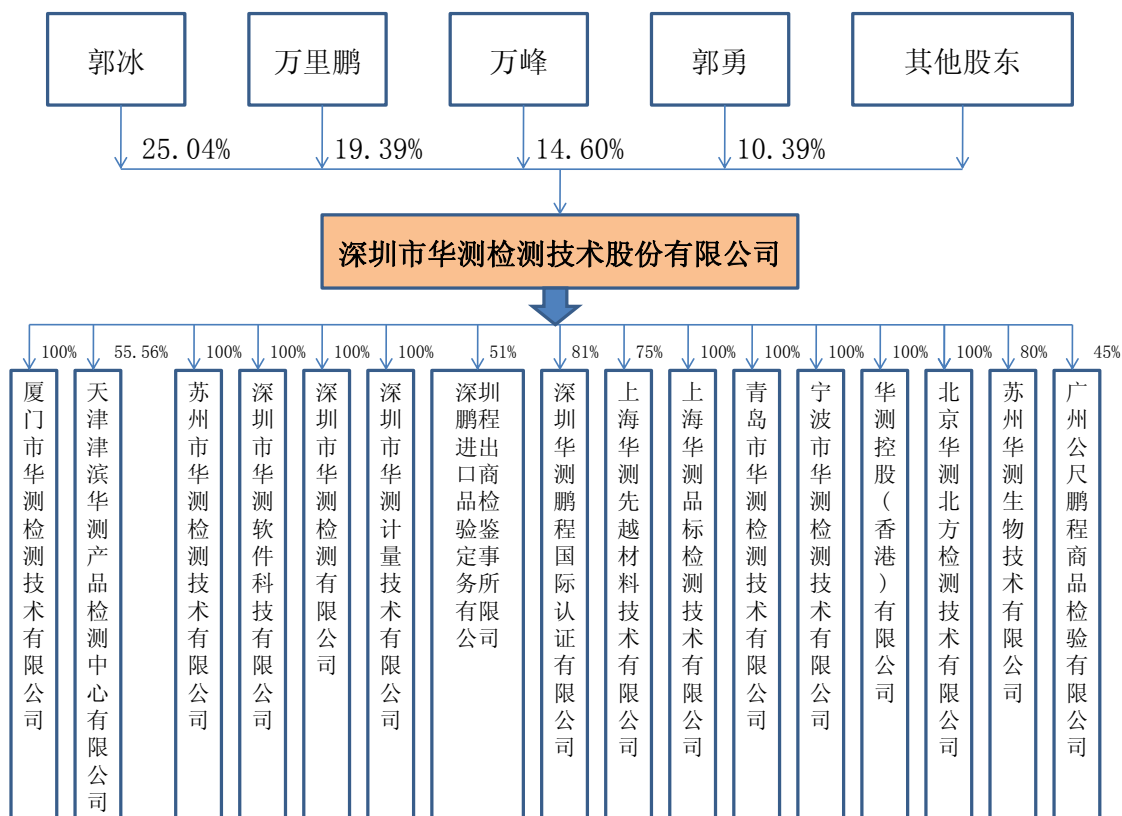
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

表 2 公司和分公司取得的 CMA 和 CNAS 资质

| 主体名称 | 地点 | 主要取得的资质 |
|--------------|------|--|
| 公司 | 深圳 | CMA (证书编号: 2009190738Z) CNAS (No. CNAS L1910) CNAS (No. CNAS IB0135) |
| 深圳检测 | 深圳 | CMA (证书编号: 2009191691Z) |
| 北京华测 | 北京 | CMA (证书编号: 2008010432Z) CNAS (No. CNAS L4474) |
| 青岛华测 | 青岛 | CMA (证书编号: 10101442US) CNAS (No. CNAS L4429) |
| 苏州华测 | 苏州 | CMA (证书编号: 2009150117V) CNAS (No. CNAS L4157) |
| 上海分公司 | 上海 | CMA (证书编号: 2008090879U) CNAS (No. CNAS L1910) |
| 宁波分公司 | 宁波 | CMA (证书编号: 2009111181Z) CNAS (No. CNAS L4321) |
| 顺德分公司 | 顺德 | CNAS (No. CNAS L1910) |
| 天津津滨华测产品检测中心 | 天津津滨 | CMA, CNAS (No. CNAS L3052) |

数据来源：公司网站，安信证券研究中心

图 1 华测检测股权结构



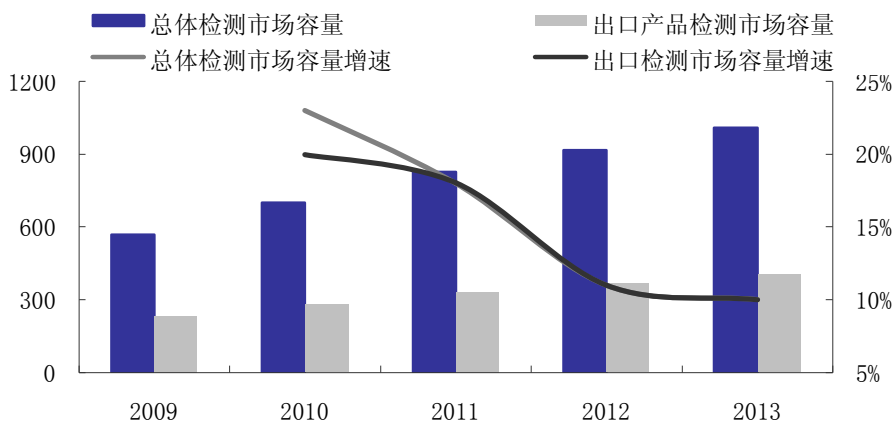
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 我国检测行业市场规模将在 800 亿元以上

2.1. 我国检测行业市场容量保持 10% 以上的增长

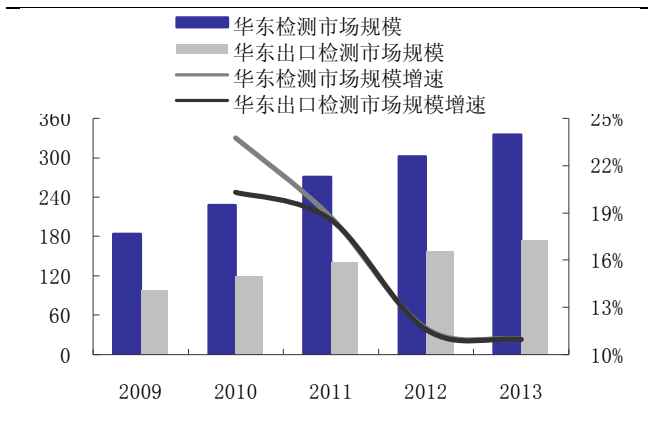
- 根据CCID的预测，中国检测市场未来几年仍将保持10%以上复合增速，2011-2013年总体检测市场的容量分别为826.7、917.6和1009.4亿元，同期出口检测市场容量分别为330.7、367.1和403.8亿元。

图 2 2009-2013 年中国检测市场规模预测(单位：亿元)

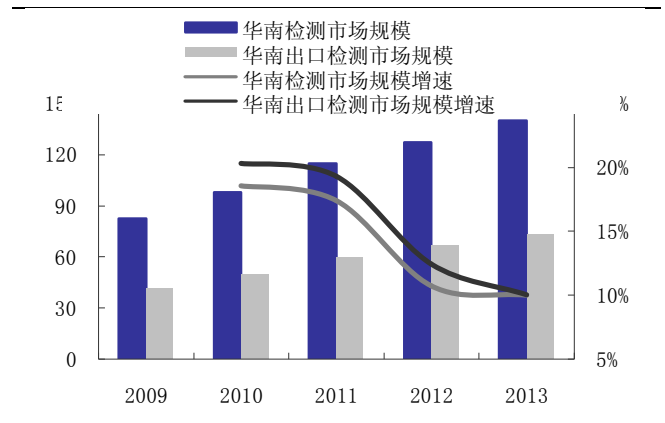


数据来源：CCID，安信证券研究中心

图 3 2009-2013 年华东检测市场规模预测(单位: 亿元) 图 4 2009-2013 年华南检测市场规模预测(单位: 亿元)



数据来源: CCID, 安信证券研究中心

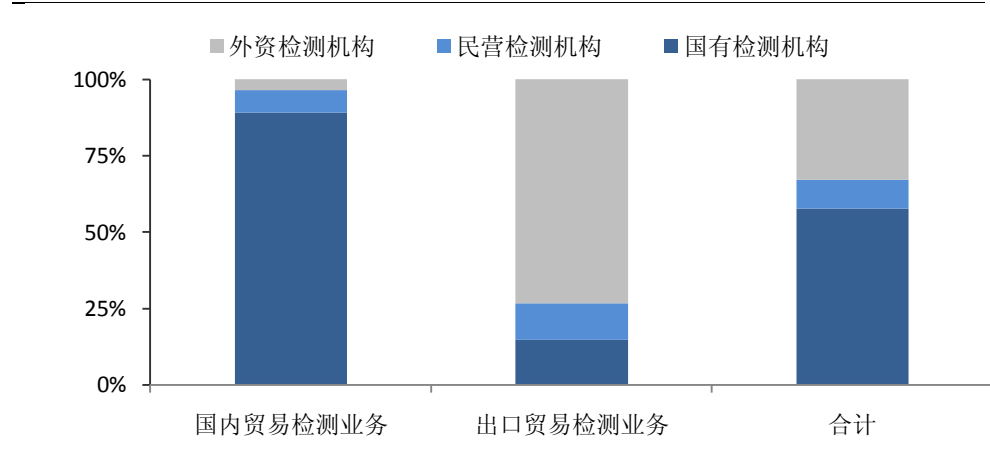


数据来源: CCID, 安信证券研究中心

2.2. 看好民营检测机构的发展前景

- **民营检测机构起步晚, 发展快。**在全国检测市场中, 国有检测机构利用传统垄断优势占据了55%以上的市场份额; 外资检测机构利用其成熟的市场运作经验及在出口贸易检测业务中的天然优势占据了市场30%以上的市场份额; 民营检测机构起步晚, 资本实力小, 经过几年的快速发展, 市场份额接近10%。根据CCID的预测, 未来几年, 民营检测机构增长速度最快, 超过30%; 外资检测机构次之, 增长速度在20%以上; 国有检测机构增长速度较慢, 维持在10%左右。

图 5 2008 年中国检测市场竞争结构



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

- **公司作为民营企业龙头, 市场占有率低, 发展空间巨大。**2008年, 公司业务收入在国内整体检测市场的占有率为0.45%, 在出口产品检测市场的占有率为1.07%。2008-2010年期间, 公司市场占有率逐步提高。但是作为国内最大的民营检测企业, 公司目前的市场占有率不到2%。考虑到检测行业处于快速发展期, 公司未来的成长空间是巨大的。

表 3 公司近年市场占有率逐步提高(单位: 亿元)

| 项目 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 本公司检测业务收入 | 2.03 | 2.64 | 3.56 |
| 我国检测市场总规模 | 450 | 569.6 | 700.6 |
| 出口检测市场规模 | 190 | 233.5 | 280.2 |
| 市场占有率(相对于我国检测市场总规模) | 0.45% | 0.46% | 0.51% |
| 市场占有率(相对于出口检测市场规模) | 1.07% | 1.13% | 1.27% |

数据来源: CCID, 安信证券研究中心

3. 与国内外竞争对手的比较

- 在长期发展中, 我们看好公司的发展前景。与国内外对手相比, 公司有自身的优势。

3.1. 与国内对手相比, 公司拥有先发和资金优势

- **先发优势。**公开资料显示, 2002年以来, 检测行业是中国发展前景最好、增长速度最快的服务业之一, 其中以民营和外资为主的第三方检测市场最具活力, 一直保持30%以上的增速。公司可谓搭上了第一趟顺风车。经过多年业务的开展, 公司在检测的技术、公信力的积累和客户资源上, 具有非常强的优势。这就是公司的先发优势。对国内其他后进入的竞争者来说, 是需要时间做铺垫的。例如: 公司获得微软、索尼的认可前后都用了3-4年的时间。我们相信竞争对手需要花更多的时间。
- **资金优势。**检测行业分类非常庞杂, 很多客户特别是大型客户, 更加注重“一站式”服务, 这就需要检测机构配备较为齐全的仪器和人员, 对资金量的要求比较高, 而业务的拓展则需要时间来逐渐积累, 因此对一般的竞争对手来说, 资金的压力会较大。而公司经过多年积累, 再加上2009年公司成功IPO, 公司拥有充足的资金, 保证了公司在新建实验室、扩大业务辐射范围、收购等项目能够顺利实施。

表 4 国内 4 家检测企业基本情况比较

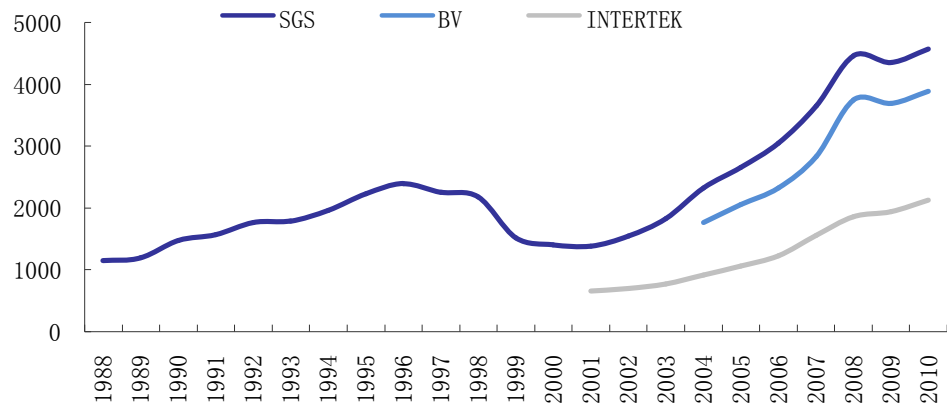
| 公司名称 | 华测检测 | 深圳计量质量检测研究院 | 苏州电气科学研究院股份有限公司 | 宜特科技股份有限公司 |
|--------|--|--|---|---|
| 实验室 | 30 | 3个实验室基地 | 26 | |
| 检测中心 | | 4 | | |
| 设备一台套 | >7000 | 7000 | >3500 | |
| 员工 | 1789 | >1000 | 551 | 786 |
| 收入-亿元 | 3.55 | 2.65(2009) | 1.78 | 3.00 |
| 总资产-亿元 | 7.93 | >3.6 | 1049.3 | 6.53 |
| 检测范围 | 提供贸易测试服务, 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; 工业品测试包括石油、燃气、化工、矿产、工业材料、机械、船舶、工业设备、仪器、新能源等。医药、农产品、食品、化妆品、食品、饲料、饮用水的测试 | 电子产品、食品、材料、纺织服装、五金建材、石油化工、玩具、轻工机械、木材家具等领域以及长度、力学、热学、电磁学、无线电、时间频率、物理化学、光学、流量和电离辐射等十大计量专业。 | 公司是一家全国性的独立第三方综合电器检测机构, 主要从事输电配电器、核电电器、机床电器、船用电器、汽车电子电气、太阳能及风能发电设备等各类高低压电器的技术检测服务, 是我国电器检测行业的龙头企业之一。公司设立了“国家电器产品质量监督检验中心”, 具体从事电器产品的检测和质量监督检验业务, 是技术检测行业国家级的综合性电器检测实验室。 | 始创于1994年, 宜特科技从集成电路线路除错及修改起步, 逐年拓展新服务领域至故障分析, 可靠度验证与材料分析, 客群囊括电子产业上游集成电路设计至中下游成品端, 期以建构完整验证分析工程平台, 提供全方位服务。 |

数据来源: 各公司网站, 安信证券研究中心

3.2. 与国际对手相比，公司拥有本土化和服务的优势

- **相对于国际竞争对手，公司的优势在于：**1) 公司有本土化和服务的优势。公司在国内设立了36个服务网点，已遍布全国主要城市，公司的服务和技术支持人员可就近为客户提供专业服务，与客户的交流也更加直接。针对国内成长中的客户，公司相对SGS有服务的优势。公司设有专门的技术服务岗位，针对客户的咨询做出技术解答；2) 公司产品检测价格比SGS平均低10%左右。
- **公司将重点放在新兴检测领域的开拓上，扬长避短。**SGS创始于1878年，距今有130多年的历史，是目前全球最大、资格最老的第三方检测公司。相对于华测，SGS等的品牌效应、公信力和客户资源等均具有较强的优势，在较传统的检测领域如石油矿产等具有绝对的优势。针对于这些特点，华测将立足点放在新兴的检测领域上，比如欧美新出的绿色壁垒和环保壁垒，用服务和本土化的优势与他们竞争。
- **劣势：**品牌影响力和积淀不如国际大公司；公司覆盖的检测领域不如国际大公司齐全；营业收入规模与国际公司相比差距较大。

图 6 国际三家巨头营业收入比较(单位：百万美元)



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

表 5 公司与国际三大公司在华覆盖领域比较

| 省份 | 城市 | SGS | 华测 | BV | INTERTEK | 省份 | 城市 | SGS | 华测 | BV | INTERTEK | |
|----|-----|-----|----|----|----------|-----|-----|-----|----|----|----------|--|
| 北京 | 北京 | | | | | 浙江 | 杭州 | | | | | |
| 上海 | 上海 | | | | | | 宁波 | | | | | |
| 天津 | 天津 | | | | | | 安吉 | | | | | |
| 广东 | 深圳 | | | | | | 镇海 | | | | | |
| | 广州 | | | | | | 温州 | | | | | |
| | 东莞 | | | | | | 绍兴 | | | | | |
| | 蛇口 | | | | | | 义乌 | | | | | |
| | 珠海 | | | | | | 永康 | | | | | |
| | 湛江 | | | | | | 湖北 | 武汉 | | | | |
| | 惠州 | | | | | | 重庆 | 重庆 | | | | |
| | 顺德 | | | | | 福建 | 福州 | | | | | |
| | 中山 | | | | | | 泉州 | | | | | |
| | 佛山 | | | | | | 厦门 | | | | | |
| 广东 | 汕头 | | | | | 广西 | 防城港 | | | | | |
| | 江门 | | | | | | 钦州 | | | | | |
| | 茂名 | | | | | | 柳州 | | | | | |
| | 大连 | | | | | 南宁 | | | | | | |
| 辽宁 | 营口 | | | | | 吉林 | 长春 | | | | | |
| 河北 | 秦皇岛 | | | | | 陕西 | 西安 | | | | | |
| | 唐山 | | | | | 江西 | 南昌 | | | | | |
| 山东 | 青岛 | | | | | 湖南 | 长沙 | | | | | |
| 江苏 | 南京 | | | | | | 浏阳 | | | | | |
| | 常州 | | | | | 四川 | 成都 | | | | | |
| | 苏州 | | | | | 海南 | 海南 | | | | | |
| | 张家港 | | | | | 云南 | 云南 | | | | | |
| | 江阴 | | | | | 新疆 | 新疆 | | | | | |
| | 南通 | | | | | 湖北 | 武汉 | | | | | |
| | 无锡 | | | | | 安徽 | 合肥 | | | | | |
| | 连云港 | | | | | 河南 | 郑州 | | | | | |
| | 扬州 | | | | | 香港 | 香港 | | | | | |
| | 昆山 | | | | | 黑龙江 | 哈尔滨 | | | | | |
| | | | | | | 台湾 | | | | | | |

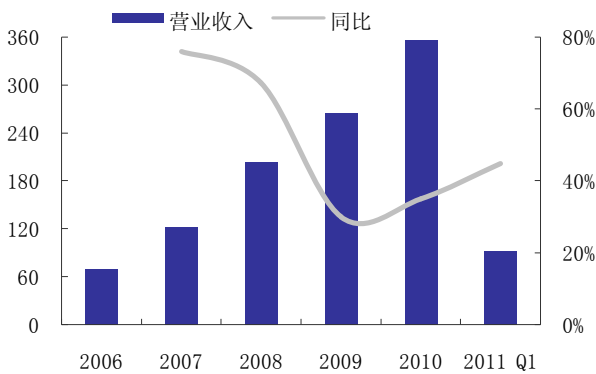
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4. 检测业务发展前景较好

4.1. 公司历年来营业收入和净利润增长稳定

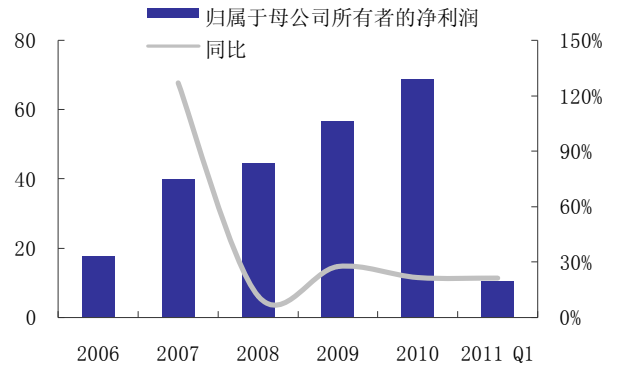
- 2010年和2011年一季度，公司营业收入分别为355.83和92.07百万元，分别同比增长34.95%和44.83%。同期归属于母公司所有者的净利润分别为68.07和10.47百万元，分别同比增长21.49%和21.18%，保持稳定增长态势。
- 2007-2008年收入增速较快的原因：1)2007年期间，公司先后获得了如富士康、飞利浦、理光、华硕、明基等知名公司的认可，先后与国外各大型企业确立了长期合作关系；2007年发生手机电池召回、全球笔记本召回等众多事件，对公司是重大利好，因此当年消费品测试收入增长3倍以上。2)2008年收入增长主要是因为欧盟REACH法规全面实施，带动了公司贸易保障检测及消费品检测业务需求的增加。即使在金融危机的情况下，公司收入仍能保持较快发展，说明检测行业具有良好的防御性。
- 2008-2010年间，公司收入年复合增速在32%左右。我们预计未来3年内仍将保持30%-50%左右的收入增速。

图 7 华测检测营业收入增速较快(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 8 近年来净利润保持 20%左右的增速(百万元)

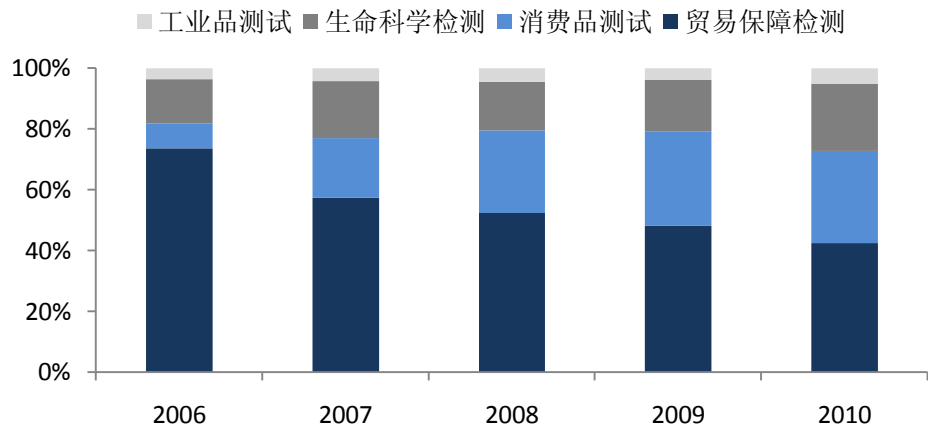


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4.2. 短期内毛利率面临下降风险

- **公司调整业务结构, 综合毛利率有下降的可能性。**公司业务分为贸易保障检测、工业品测试、生命科学检测和消费品测试四大类。2010年, 四项业务占比分别为42.48%、4.95%、22.13%和30.43%。近年来由于公司加大力度发展生命科学检测业务和工业品检测业务, 贸易保障检测业务占比明显缩小。公司调整业务重心有利于公司提升抗风险能力。受前期研发和固定资产投入影响, 新增检测项目的毛利率会低于贸易检测项目, 使得短期内整体毛利率下降。我们预计公司未来2-3年内四项业务占比将延续趋势性变化, 公司仍然处于快速扩张期, 综合毛利率仍有下降的可能性。但随着新的业务产能完全释放, 公司的盈利能力将稳中有升。

图 9 贸易保障检测业务占比缩小, 消费品和生命科学检测占比增大

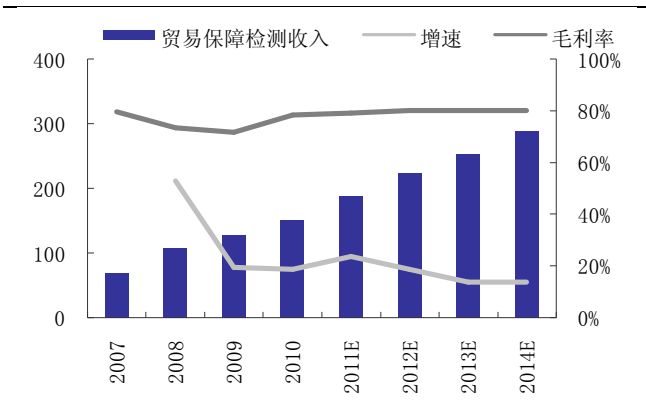


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

- **贸易保障测试业务是公司最重要的业务之一。**2010年贸易保障类测试的营业收入为151.2百万元, 同比增长18.73%。近年贸易保障占公司总业务的比重逐步下降。由于贸易保障检测业务的产品线较为成熟, 随着业务量的扩大盈利能力相对稳定, 近年来毛利率保持在70%以上, 2010年毛利率为78.39%。我们预计未来几年内, 此业务将保持13%-23%左右的增速平稳增长, 毛利率将维持在现有水平。
- **消费品测试业务保持较快增长。**随着人们对日用消费品安全和质量要求的不断提高以及相关部门对消费品管控要求的提高, 消费品测试业务处于快速发展过程中。公司加大了这方面的投入, 因此2010年保持32.63%的增长, 毛利率为55.51%。我们预计未来几年内此业务仍将保持30%以上的增速, 随着新业务的增加, 毛利率将会逐步提高。

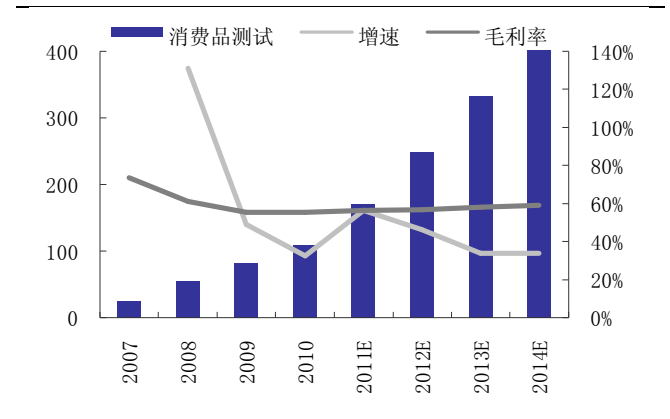
- **工业品测试业务收入基数较小，但增速较快。**2010年营业收入达到17.60百万元，同比增幅超过80%。由于基数小，公司投入部分新项目后就会带来业务量的大幅增长。我们认为此业务未来也会有较大的发展，增速维持在55%-80%左右，毛利率逐年提高。
- **生命科学检测业务收入大幅上升。**2010年此业务收入为78.76百万元，同比增长75.13%，占比达到22.14%。预计政府对生命科学领域的管控将更加严格，整个市场也在逐步对外开放，为公司发展带来极大机遇。我们认为这是公司未来的亮点。
- **最近食品安全问题屡屡发生，公司将受益。**3月份的瘦肉精事件，5月的人造海参、欧洲的毒黄瓜事件，6月的福建龙海杨梅农药残留物事件、台湾塑化剂事件、过期香肠事件、爆炸西瓜等等，引起民众的广泛关注，使民众更加意识到检测行业的重要性，说明仅靠政府检测机构是不足的，需要公信力更强的第三方检测机构。随着食品、医疗等行业的快速发展，公司的生命科学检测业务将迎来爆发式增长期。预计未来几年内，公司生命科学检测业务增速将在70%-100%之间，毛利率维持在50%以上。

图 10 贸易保障检测业务(单位: 百万元)



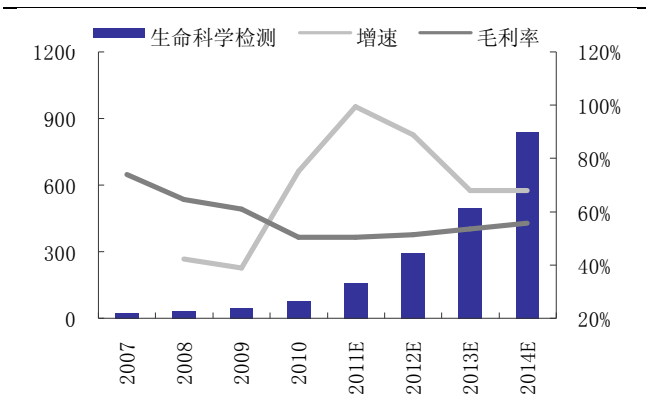
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 11 消费品测试业务(单位: 百万元)



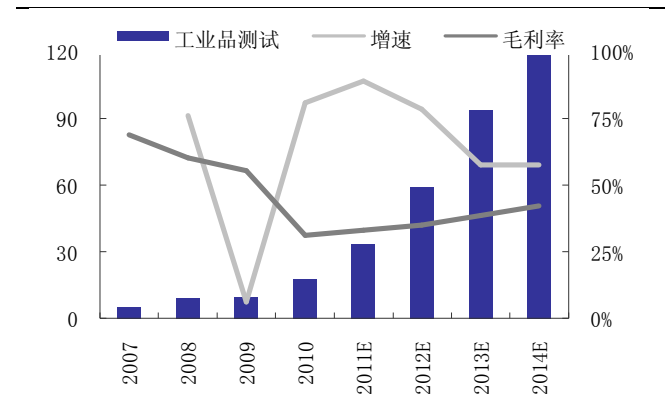
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 12 生命科学检测业务(单位: 百万元)



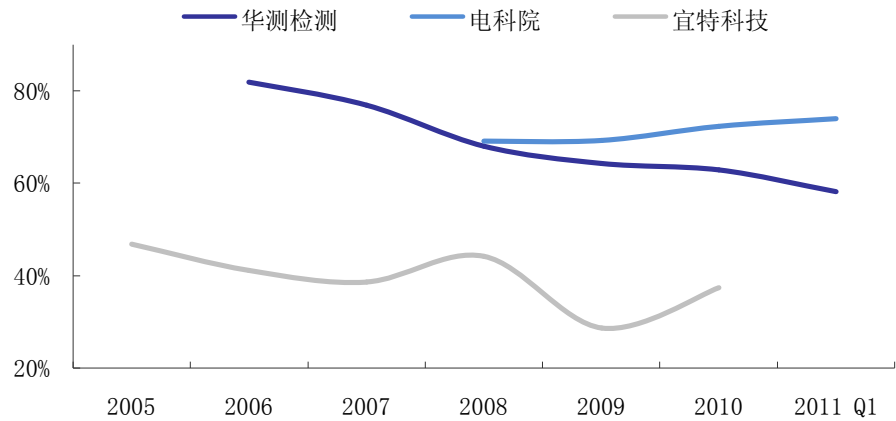
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 13 工业品测试业务(单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

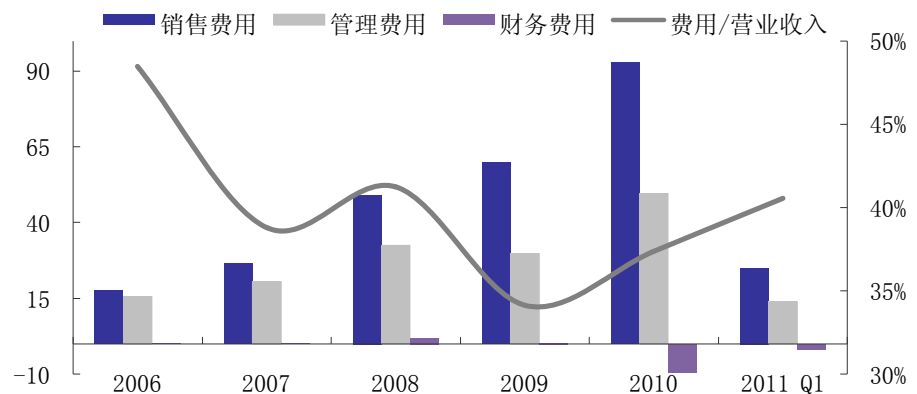
图 14 三家公司毛利率比较



数据来源: WIND, Bloomberg, 安信证券研究中心

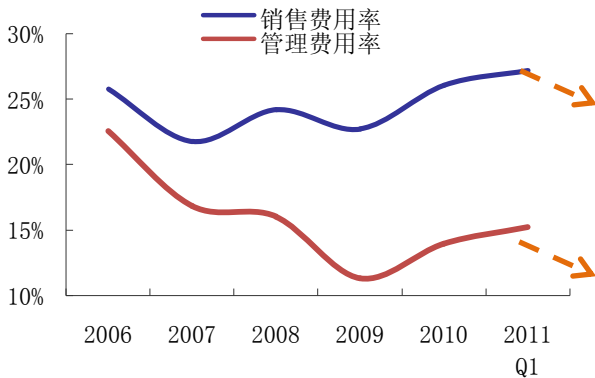
- 随着公司规模扩大, 期间费用逐年上升。2011年1季度, 公司销售费用率和管理费用率分别为27.22%和15.21%, 比2010年的26.08%和13.96%要高。这主要是因为公司开拓市场, 扩大经营规模, 招募新员工, 导致研发费用、市场拓展费、职工薪酬和差旅费、办公费和培训费等的增加。公司管理层可能会采取措施提高销售人员的人均产出, 增强公司盈利能力。我们认为, 公司销售费用率和管理费用率在2011年可能会达到高点, 之后将会有所下降。

图 15 公司三项费用情况(单位: 百万元)



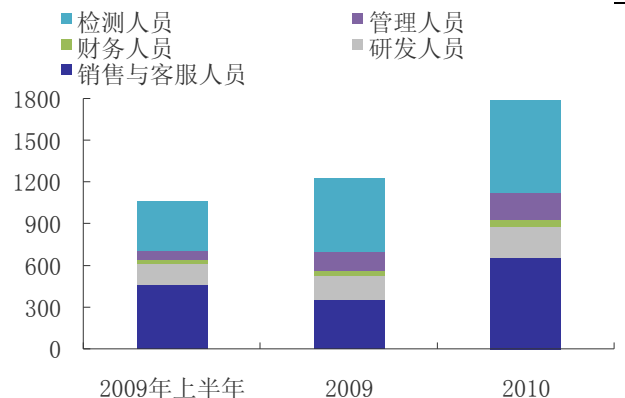
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 16 公司销售费用率和管理费用率可能在今年达到高点



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 17 2010 年公司员工数量同比增长 45.92%

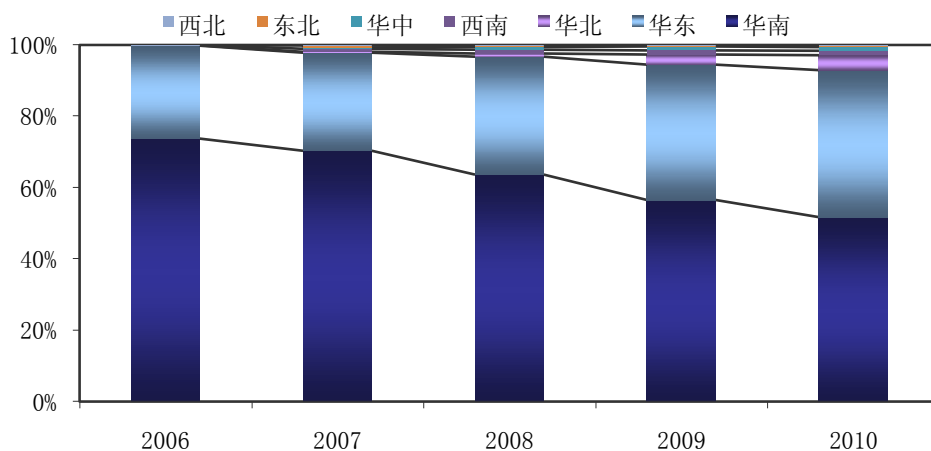


数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

4.3. 发展思路：丰富网点布局，扩大业务辐射范围

- **检测行业的现状，在一定程度上决定了公司要靠规模取胜。**检测行业具有典型的次数多、金额小、客户广、持续稳定、抗风险能力强、行业分散的特点。从全球检测行业来看，前12家检测机构仅占市场份额的25%左右。这在一定程度上决定了检测机构必须靠规模取胜。
- **扩张模式：1) 国内：基地+服务网点+直销。**公司首先利用身处珠三角、毗邻香港的优势，覆盖外贸产业集中的华南地区，随后又逐渐向长三角渗透。同时还对全国的服务网络进行快速布局，目前在全国设有36家服务网点，采取直营的方式加快对客户需求的反馈速度。2) 国外：通过香港子公司的设立，推动了公司海外业务的拓展。公司在英国、美国、新加坡也设立了服务网点。不仅可以提升公司在国内外的品牌知名度，并且可以及时掌握国际上各种行业准则的最新变化，研发出新的检测方式，帮助公司在当地市场拓展新的检测领域，增强其综合服务能力。
- **通过并购拓展业务范围，增强公司抗风险能力。**2010年，公司先后收购了深圳鹏程进出口商品检验鉴定事务有限公司51%股权，和深圳鹏程国际认证有限公司81%的股权。这有助于公司迅速进入认证领域，提升综合服务能力。目前鹏程认证已开始盈利。公司计划使用8500万元超募资金运作投资与并购项目。预计2013年初项目进展完毕。我们猜测公司可能会继续寻找一些在某些检测环节具有优势和特色的公司，尽快获得资质、渠道和人才，提高空白领域的检测能力。
- **打造“一站式”服务。**不管是服务网点的扩张，还是业务辐射范围的扩展，华测的最终目标还是打造一站式检测服务，多样化的服务才是增加客户黏性、提升盈利能力的关键。
- **华东、华北、西南等地区成为公司的下一步拓展重点。**公司华南业务的收入虽然逐年增加，但是占比却明显呈下降态势。华北、西南等地区收入规模相对较小，但增速较快。2010年公司华南地区的收入同比增长22.98%，占比却下降4.69%。华东地区收入同比增长46.03%，占比增长2.92%，这表明公司大力发展华东业务的战略初见成效，华东地区的市场优势正在逐步形成。随着公司进一步加大对华北地区的投入和市场拓展，华北地区将成为公司在国内重要的市场之一。其余地区也随着整体市场份额的增长及公司在当地品牌知名度的提升，营业收入也将有不同程度的提高。

图 18 华东、华北、西南等地区将成为公司在国内的重要市场



数据来源：WIND，安信证券研究中心

表 6 2000 年来 SGS 收购公司的情况

| 年份 | 收购的公司 | 所属国家 |
|-------------------------------|--|-------|
| 2000 | Fimko Ltd | 芬兰 |
| 2002 | Lakefield Research Ltd | 加拿大 |
| | Scientific Services Ltd | 澳大利亚 |
| 2003 | SGS Medisearch International NV | 比利时 |
| 2004 | Petroleum Service Corp | 美国 |
| | Societe Vernolienne de Laboratoire SA | 法国 |
| 2005 | Virolab Analytical Services | 澳大利亚 |
| | MinnovEX Technologies Inc | 加拿大 |
| | Casco Australia Pty Ltd | 澳大利亚 |
| 2006 | Aster.Cephac | 法国 |
| | Astec Holding SA | 法国 |
| | Northview Biosciences Inc | 美国 |
| | Cotax | 挪威 |
| | Laroute SA | 瑞士 |
| | McMurray Resources Research and Testing Ltd | 加拿大 |
| | 7 Layers UK Ltd | 英国 |
| | Wireless Test Systems Inc | 美国 |
| | SRS Tech Co Ltd | 韩国 |
| | Sequana 公司 | 法国 |
| 2007 | 多个目标公司 | |
| | Controle Technique Automobile | 阿尔及利亚 |
| | Ecoserv | 南非 |
| 2008 | FTS Inc/United States | 美国 |
| | Alvey Laboratories Inc | 美国 |
| | Testing and Commissioning Services Pty Ltd | 澳大利亚 |
| | Wamtech Pty Ltd | 澳大利亚 |
| | Geostat Systems International Inc | 加拿大 |
| | Canadian Environmental and Metallurgical Inc | 加拿大 |
| | Horizon Energy Partners BV | 荷兰 |
| | Australian Western Geotechnics Group | 澳大利亚 |
| | Bluesign Technologies Group | 瑞士 |
| | PiD Group | 巴西 |
| | Soil fertilizer and water testing business | 南非 |
| | Technical Engineering Service Corp Co Ltd | 韩国 |
| Holman-Wilfley Associates Ltd | 英国 | |
| 2010 | Intron Group | 荷兰 |
| | Australian Soil Testing Pty Ltd | 澳大利亚 |
| | Korea Construction Quality Test & Analysis | 韩国 |
| | Assayers Canada Ltd | 加拿大 |
| | Am' Tech Medical | 法国 |
| | Yan Tai HuaJian Inspection Engineering Co Lt | 中国 |
| | M-Scan Group/The | 瑞士 |
| | Atest SA | 瑞士 |
| 2011 | Vehicle Inspection Businesses | 阿根廷 |
| | International Electrical Certification Centr | 香港 |
| | Tianjin Tianbao Construction Materials Testi | 中国 |
| | Lippens Geotechniek | 比利时 |
| | Auto Controle Evaluation Services | 法国 |
| | Agri-Food Laboratories Inc | 加拿大 |
| Sertec Srl | 意大利 | |

数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

5. 募投项目进展顺利

- 目前公司在建项目有募投的华东检测基地建设项目、华测临床前CRO研究基地项目和利用超募资金投资的扩充上海检测基地等项目。截止到2011年一季度, 公司华东检测基地项目投资进度超过30%, 预计2011年年底能达产。
- 公司利用超募扩充上海检测基地, 有利于其独立申请CMA, 方便业务的开展。华南检测基地完成后, 公司将拥有自己的产业园, 便于公司上一些大型的, 利于业务拓展。

- 从公司目前的募投项目可以看出，公司的发展战略是规模扩张，包括并购整合和建立新的实验室。而公司的产能并不是随着募投项目建设完毕立刻释放的。实验室的研发投入和检测设备投入是一个持续的，逐步的过程。华东检测基地的产能已经有所体现了。

表 7 截止 2011 年一季度公司募投项目情况(单位: 万元)

| 项目 | 募集资金承诺投资总额 | 调整后投资总额 | 累计投入金额 | 投资进度 | 项目达到预定可使用状态日期 |
|-------------------|------------|----------|----------|---------|---------------|
| 华东检测基地建设项目 | 10995.35 | 10995.35 | 3480.51 | 31.65% | 2010年10月1日 |
| 桃花源检测基地建设项目 | 9408.85 | 2356.26 | 2356.26 | 100.00% | 2010年4月1日 |
| 部分变更为华测临床前CRO研究基地 | 0.00 | 5000.00 | 0.00 | 0.00% | 2013年12月31日 |
| 承诺投资项目小计 | 20404.20 | 18351.61 | 5836.77 | - | - |
| 超募资金投向 | | | | | |
| 扩充上海检测基地 | 3000.00 | 3000.00 | 1796.77 | 59.89% | 2011年9月30日 |
| 投资与并购事项 | 8500.00 | 8500.00 | 1674.11 | 19.70% | 2013年3月23日 |
| 设立中国总部及华南检测 | 13500.00 | 13500.00 | 0.00 | 0.00% | |
| 信息化系统建设项目 | 2499.00 | 2499.00 | 607.00 | 24.29% | 2014年4月30日 |
| 归还银行贷款(如有) | 400.00 | 400.00 | 400.00 | 100.00% | - |
| 补充流动资金(如有) | 2600.00 | 2600.00 | 2600.00 | 100.00% | - |
| 超募资金投向小计 | 30499.00 | 30499.00 | 7077.88 | - | - |
| 合计 | 50903.20 | 48850.61 | 12914.65 | - | - |

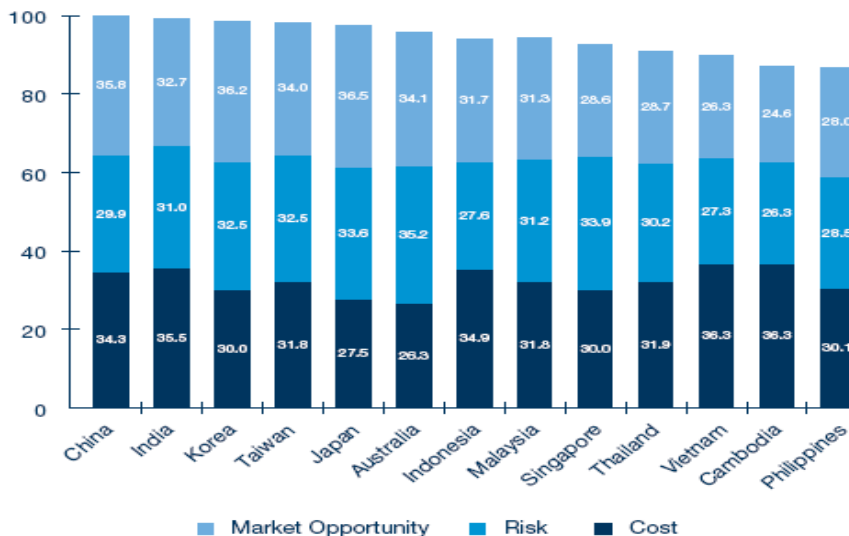
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

5.1. CRO 项目成为公司迈入医药检测领域的关键一步

5.1.1. CRO 行业前景较为广阔

- CRO (合同研究组织) 是为各类医药企业提供新药研究服务, 并以之作为盈利模式的专业组织。CRO提供的技术服务内容包括新药产品开发、临床前试验及临床试验、数据管理、新药申请等。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, CRO不但带来了全新的业务模式, 而且深刻地改变着本国以及全球制药的产业价值链布局。
- CRO行业逐渐向国内转移。近年来, 新药研发越来越困难, 研发成本大幅上升, 跨国药企纷纷实施医药研发外包来降低成本、分散研发的风险, 正把越来越多的研发业务外包给中国和印度的服务公司。根据Outsourcing in Asia的分析, 我国外包指数是亚洲第一, 相对亚洲其他国家来说, 我国市场机会更大, 成本更低, 风险更小。

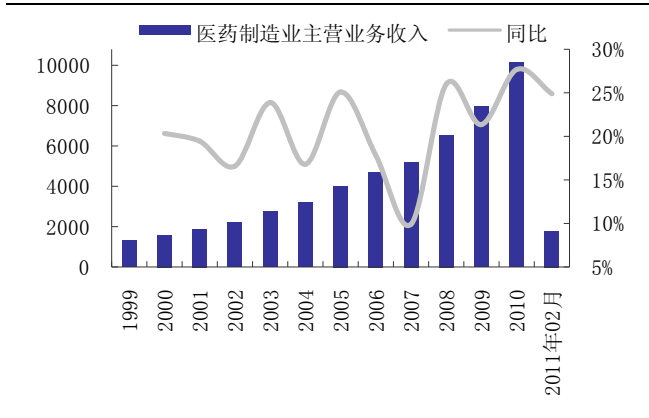
图 19 医药行业外包指数-我国是亚洲地区第一(考虑所有因素)



数据来源: Outsourcing in Asia, 安信证券研究中心

- **我国CRO行业市场空间广阔。**对于医药制造业来说，普遍认为研发投入占行业收入的1%左右。而根据公司公告的说法，CRO产业的规模占医药行业研发整体费用的50%，由此我们得出2010年，我国CRO的市场空间为近51亿元。按照医药行业增速20%左右估算，2011年CRO的市场空间约60亿元。
- 根据Outsourcing in Asia的预测，我国未来几年的CRO市场复合增速将达到33%，2012年市场空间将达到7.91亿美元，约合人民币53亿元。这个数字与我们之前预测的相差不大。

图 20 医药制造业主营业务收入同比增速维持在 20%以上(亿元) 图 21 中国 CRO 市场预测(单位: 百万美元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心



数据来源: Outsourcing in Asia, 安信证券研究中心

5.1.2. 公司 CRO 项目预计 2 年后投产

- 随着公司业务量的快速增长、市场需求的急剧膨胀，公司现有的技术服务体系已经无法满足公司未来发展的需要，而CRO的快速发展将为公司带来较高的经济利益。
- **公司的CRO项目：**一期建设投资为9000万元，其中5000万元来自IPO募集资金，4000万元来自贷款和外部投资。项目计划建成国内一流、符合国际标准的GLP实验室，通过国家GLP的认证，预计到2013年底建设完毕。投资回收期为4.75年。公司的CRO项目侧重于新药研发的动物实验环节。建成投产后，临床前CRO研究能力将达到100-150项/年，产值1.2亿元/年的临床前CRO研究服务能力，正常情况下可增厚公司EPS约0.05元。

表 8 公司 CRO 项目投资和收益情况

| 项目 | | 单位(万元) |
|---------|----------|---------|
| 项目新增总投资 | | 9000 |
| 1 | 新增固定资产投资 | 8100 |
| 其中 | 全自动凝血仪 | 60 |
| | 全自动血球分析仪 | 80 |
| | 全自动生化分析仪 | 80 |
| | 流式细胞仪 | 85 |
| | 其它实验室仪器 | 245 |
| 2 | 铺底流动资金 | 900 |
| 3 | 年均利润总额 | 1304.47 |
| 4 | 内部收益率 | 17.92% |
| 5 | 投资回收期(年) | 4.75 |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心

6. 盈利预测与估值

- **我们对公司的整体看法:** 1) 公司所处的检测行业由于“刚性需求”的特性, 发展平稳, 具有良好的防御性。公司受益于行业的发展, 未来业绩保持稳定增长, 风险相对较小。2) 检测行业受益于医疗、食品等行业的快速发展, 预计未来这些领域的检测业务将进入快速爆发期, 公司将受益。3) 公司通过收购、布局网点和募投项目等方式积极扩大规模和业务范围, 调整业务的结构中可能会引起毛利率的暂时下降。但长期来看, 公司发展前景值得期待。
- 预计公司2011-2013年的营业收入分别为5.47、8.27和11.78亿元, 归属于母公司所有者的净利润分别为90.0、124.7和179.4百万元, EPS分别为0.49、0.68和0.98元。
- 目前A股只有电科院一家可比公司。电科院2011年PE为33.37倍。我们认为2011年华测检测的合理估值为38倍, PEG为1, 对应的合理股价为18.6元, 首次给予“增持-A”的投资评级。

表 9 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 元 | 预测EPS (元) | | | PE | | | | |
|--------|------|----------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|
| | | | 2010 | 2011E | 2012E | 2010 | 2011E | 2012E | 2010BPS | 2010PB |
| 300012 | 华测检测 | 17.45 | 0.56 | 0.51 | 0.71 | 31.16 | 34.26 | 24.43 | 2.05 | 3.56 |
| 300215 | 电科院 | 77.50 | 1.82 | 2.32 | 3.86 | 42.58 | 33.37 | 20.06 | 4.97 | 2.58 |
| | 平均 | 47.48 | 1.19 | 1.42 | 2.29 | 36.87 | 33.82 | 22.25 | 3.51 | 3.07 |

数据来源: WIND, 安信证券研究中心(收盘价为6月28日)

7. 风险提示

- CRO项目未达到预期的风险。
- 公司在新领域检测业务拓展不顺利。
- 检测事故影响公司公信力。
- 中国检测市场面临政策风险。

附录

表 10 华测检测业务分类

| | | | |
|---------------|------------|-------------|------------------|
| 电子电气产品有害物质检测 | REACH | 材料分析测试 | SVHC高关注物质 |
| | 中国RoHS | 挪威PoHS | RoHS六项有害物质检测 |
| | SDS | PFOS测试 | 邻苯二甲酸盐测试 |
| | PAHS测试 | | |
| 环境安全检测 | 辐射检测 | 油气回收检测 | 土壤、底泥、固体废弃物检测 |
| | 噪音检测 | 二噁英采样与检测 | 环境空气与工业废气检测 |
| | 水质检测 | | |
| 玩具与杂货检测 | 常规玩具安全测试 | 童车/童床安全测试 | 儿童护理用品安全测试 |
| | 电动玩具安全测试 | 学生用品安全测试 | 办公/家用家具测试 |
| | 儿童珠宝测试 | | 陶瓷卫浴产品测试 |
| 纺织品、鞋类及皮革检测 | 鞋类及箱包测试 | 纺织品和服装测试 | 可再生材料的全球验证服务 |
| | 生态纺织品测试 | | |
| 电子电器产品检测可靠性检测 | 电磁兼容 | 安全和全球市场准入 | 固态照明产品检测认证全面解决方案 |
| | 可靠性解决方案 | 氙灯测试 | 连接器测试与HDMI认证 |
| | 气体腐蚀 | 快速温变 | HALT (高加速寿命测试) |
| | UV测试 | 三综合测试 | ISTA包装产品安全运输认证 |
| | 盐雾测试 | 冷热冲击 | 机械冲击 |
| 失效分析与预防 | 可焊性检测 | 胶黏剂及胶带检测 | 电子元器件失效分析与检测 |
| | 切片分析 | 电子工艺材料检测 | PCB&PCBA 失效分析与检测 |
| | 清洁度 | 电子产品无损检测 | 金属材料及构件失效分析与检测 |
| | 金相分析 | 工业品无损检测 | 复合材料失效分析及检测 |
| | 材料力学测试 | 材料热分析测试 | 材料表面特性及结构表征 |
| | 材料硬度测试 | 涂镀层检测 | |
| | | | |
| 汽车材料及零部件检测 | 汽车材料测试 | | 绿色环保测试及化学法规符合性服务 |
| | 汽车零部件测试 | | 油品质量服务 |
| 食品药品化妆品 | 化妆品检测 | 食品安全测试服务 | 食品接触材料检测 |
| 金属材料及零部件计量校准 | 显微分析 | | |
| | 电学校准室 | 热工校准室 | 理化校准室 |
| | 力学校准室 | 光学校准室 | 长度校准室 |
| 材料分析 | 有机材料分析 | 无机材料分析 | 工业异常诊断 |
| | SDS (MSDS) | | |
| 半导体及相关领域检测分析 | 无损分析 | 逆向工程 (IC、P) | 集成电路及电子元器件领域 |
| | 材料分析 | LCD液晶领域 | 光伏太阳能领域 |
| | 失效分析 | 可靠性测试 | LED器件及模组领域 |
| | 微纳分析 | 金相[切片]分析 | PCB / PCBA领域 |
| | 键合分析 | | |

数据来源: 公司网站, 安信证券研究中心

| 财务报表预测和估值数据汇总 | | | | | | 单位 | 百万元 | 模型更新时间 | 2011-6-28 | | |
|-------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 财务指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 263.7 | 355.8 | 547.0 | 826.9 | 1,177.9 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 94.1 | 132.0 | 212.9 | 334.6 | 478.3 | 营业收入增长率 | 29.9% | 34.9% | 53.7% | 51.2% | 42.5% |
| 营业税费 | 13.3 | 17.8 | 27.3 | 41.3 | 58.9 | 营业利润增长率 | 43.9% | 22.7% | 30.0% | 41.5% | 46.2% |
| 销售费用 | 59.9 | 92.8 | 142.2 | 206.7 | 282.7 | 净利润增长率 | 27.4% | 21.5% | 31.0% | 38.6% | 43.8% |
| 管理费用 | 29.8 | 49.7 | 77.7 | 115.8 | 164.9 | EBITDA 增长率 | 43.6% | 13.5% | 36.6% | 35.0% | 43.6% |
| 财务费用 | 0.3 | -9.4 | -7.6 | -7.2 | -7.6 | EBIT 增长率 | 37.9% | 7.1% | 36.9% | 45.4% | 48.4% |
| 资产减值损失 | 1.0 | 1.0 | 0.0 | - | - | NOPLAT 增长率 | 22.3% | 3.3% | 43.9% | 42.0% | 45.8% |
| 加: 公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | -3.3% | 45.0% | 143.3% | 26.4% | 27.2% |
| 投资和汇兑收益 | -3.0 | 4.6 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 净资产增长率 | 434.0% | 4.3% | 18.6% | 11.7% | 15.1% |
| 营业利润 | 62.3 | 76.5 | 99.4 | 140.7 | 205.7 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | 6.5 | 6.1 | 7.5 | 7.5 | 7.5 | 毛利率 | 64.3% | 62.9% | 61.1% | 59.5% | 59.4% |
| 利润总额 | 68.8 | 82.6 | 106.9 | 148.2 | 213.2 | 营业利润率 | 23.6% | 21.5% | 18.2% | 17.0% | 17.5% |
| 减: 所得税 | 12.3 | 14.5 | 16.0 | 22.2 | 32.0 | 净利润率 | 21.4% | 19.3% | 16.5% | 15.1% | 15.2% |
| 净利润 | 56.6 | 68.7 | 90.0 | 124.7 | 179.4 | EBITDA/营业收入 | 32.4% | 27.2% | 24.2% | 21.6% | 21.8% |
| 资产负债表 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 588.4 | 542.0 | 475.1 | 488.9 | 519.7 | 固定资产周转天数 | 133 | 114 | 125 | 112 | 92 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动营业资本周转天数 | 9 | -3 | 25 | 46 | 48 |
| 应收帐款 | 14.9 | 23.3 | 37.5 | 56.6 | 80.7 | 流动资产周转天数 | 473 | 601 | 367 | 244 | 191 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 15 | 16 | 16 | 16 | 17 |
| 预付帐款 | 6.4 | 12.5 | 21.1 | 34.4 | 53.6 | 存货周转天数 | - | - | - | - | - |
| 存货 | - | - | - | - | - | 总资产周转天数 | 641 | 765 | 548 | 413 | 332 |
| 其他流动资产 | 0.0 | 0.8 | 2.7 | 5.5 | 9.0 | 投资资本周转天数 | 163 | 146 | 193 | 205 | 182 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 8.1% | 9.4% | 10.6% | 13.1% | 16.4% |
| 长期股权投资 | 1.9 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | ROA | 7.7% | 8.8% | 10.2% | 12.5% | 15.5% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | ROIC | 46.7% | 49.8% | 49.5% | 28.9% | 33.3% |
| 固定资产 | 100.2 | 125.0 | 254.2 | 259.6 | 341.8 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 6.1 | 23.4 | 52.2 | 113.0 | 116.5 | 销售费用率 | 22.7% | 26.1% | 26.0% | 25.0% | 24.0% |
| 无形资产 | 11.1 | 11.1 | 10.4 | 9.8 | 9.3 | 管理费用率 | 11.3% | 14.0% | 14.2% | 14.0% | 14.0% |
| 其他非流动资产 | 8.1 | 35.5 | 36.5 | 36.5 | 36.5 | 财务费用率 | 0.1% | -2.6% | -1.4% | -0.9% | -0.6% |
| 资产总额 | 737.1 | 774.7 | 890.9 | 1,005.6 | 1,168.2 | 三费/营业收入 | 34.1% | 37.4% | 38.8% | 38.1% | 37.4% |
| 短期债务 | 7.0 | - | - | - | - | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 1.7 | 9.8 | 15.8 | 24.7 | 35.4 | 资产负债率 | 5.6% | 6.3% | 3.4% | 4.4% | 5.2% |
| 应付票据 | - | - | - | - | - | 负债权益比 | 5.9% | 6.7% | 3.5% | 4.6% | 5.5% |
| 其他流动负债 | 20.4 | 31.9 | 37.4 | 41.5 | 47.4 | 流动比率 | 17.87 | 12.15 | 18.74 | 14.02 | 11.38 |
| 长期借款 | 6.0 | - | - | - | - | 速动比率 | 17.87 | 12.15 | 18.74 | 14.02 | 11.38 |
| 其他非流动负债 | 1.0 | 1.2 | 1.6 | 2.1 | 2.8 | 利息保障倍数 | 235.81 | -7.11 | -12.04 | -18.46 | -26.19 |
| 负债总额 | 41.1 | 48.8 | 30.2 | 43.9 | 61.1 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | - | 2.6 | 3.5 | 4.8 | 6.6 | DPS(元) | - | 0.22 | 0.10 | 0.14 | 0.20 |
| 股本 | 81.8 | 122.7 | 184.0 | 184.0 | 184.0 | 分红比率 | 0.0% | 59.5% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 留存收益 | 614.3 | 601.2 | 673.2 | 773.0 | 916.5 | 股息收益率 | 0.0% | 1.3% | 0.6% | 0.8% | 1.1% |
| 股东权益 | 696.0 | 725.9 | 860.7 | 961.8 | 1,107.1 | 业绩和估值指标 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 现金流量表 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | EPS(元) | 0.31 | 0.37 | 0.49 | 0.68 | 0.98 |
| 净利润 | 56.6 | 68.7 | 90.0 | 124.7 | 179.4 | BVPS(元) | 3.78 | 3.95 | 4.68 | 5.23 | 6.02 |
| 加: 折旧和摊销 | 25.4 | 35.5 | 40.6 | 45.3 | 58.5 | PE(X) | 56.8 | 46.7 | 35.7 | 25.7 | 17.9 |
| 资产减值准备 | 1.0 | 1.0 | 0.0 | - | - | PB(X) | 4.6 | 4.4 | 3.7 | 3.3 | 2.9 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | 113.7 | 867.5 | -20.8 | 213.3 | 87.2 |
| 财务费用 | 2.0 | 1.3 | 0.5 | -7.6 | -7.2 | P/S | 12.2 | 9.0 | 5.9 | 3.9 | 2.7 |
| 投资收益 | 3.0 | -4.6 | -5.0 | -5.0 | -5.0 | EV/EBITDA | 9.9 | 16.4 | 20.9 | 15.5 | 10.8 |
| 少数股东损益 | - | -0.6 | 0.9 | 1.3 | 1.8 | CAGR(%) | 30.6% | 38.6% | 44.8% | -100.0% | -100.0% |
| 营运资金的变动 | -2.1 | -10.9 | -13.6 | -21.7 | -29.5 | PEG | 1.9 | 1.2 | 0.8 | -0.3 | -0.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 87.3 | 90.8 | 105.3 | 137.4 | 197.7 | ROIC/WACC | 4.7 | 5.0 | 5.0 | 2.9 | 3.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -38.8 | -84.6 | -193.0 | -105.9 | -138.6 | REP | 1.5 | 1.9 | 1.3 | 1.8 | 1.2 |
| 融资活动产生现金流量 | 495.4 | -52.4 | 51.0 | -17.7 | -28.3 | | | | | | |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，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。

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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛 | 上海联系人 | 凌洁 | 上海联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| 张勤 | 上海联系人 | 黄方祥 | 上海联系人 |
| 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| 朱贤 | 上海联系人 | 周蓉 | 北京联系人 |
| 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113590 | pandl@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| 李昕 | 北京联系人 | 胡珍 | 深圳联系人 |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| 李国瑞 | 深圳联系人 | | |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn | | |

安信证券研究中心

深圳

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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034