



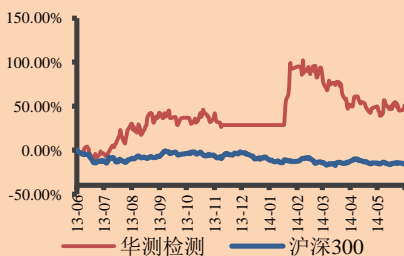
华测检测 (300012)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-6-6

当前价格 (元) 18.43

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	369.38
A股股本(百万股)	176.05
总市值(亿元)	68.15
A股流通比例(%)	47.66
第一大股东	郭冰
第一大股东持股比例	18.71%
12个月最高/最低(元)	25.42/10.33

华安证券研究环保小组

联系人: 李梦雪

021-60956108

lmxhazq@163.com

S0010114010028

国有资源释放 公司进入快速扩张阶段

主要观点:

□ 公司为市场上第一家纯民营第三方检测企业

公司是市场上第一家纯民营综合性第三方检测机构, 华测旗下拥有近 30 家分支机构组成的业务网络, 一直致力于为客户提供四大业务领域内的一站式服务。公司近年各项主营业务稳定发展, 业务结构趋于均衡分布, 公司抗风险能力不断提高。

□ 政策驱动 市场化改革拉开序幕

检测检验市场改革的意义在于, 将逐渐放开检测牌照, 打破政府垄断的检测检验市场, 鼓励市场良性竞争, 鼓励独立第三方检测机构的发展, 尤其是民营检测机构的发展。我国检测检验行业中超过 50% 的检测机构为国有检测机构, 改革后, 国有资源的释放将为民营检测机构带来巨大机遇。2014 年起我国检测检验市场将出现体制改革, 届时, 政府检测资源的释放将带动整个行业的增长, 预计 2016 年检测检验市场规模将达到 1600 亿元以上。

□ 目标清晰 战略明确

华测检测在民营市场规模份额中稳居首位, 募集资金承诺投资项目和超募资金投资项目中, 华东检测基地建设项目(一期)、扩充上海检测基地及设立中国总部及华南检测基地三个项目的建成将会带来公司四大领域业务的全面发展和扩容。多项优质募投项目陆续投运, 合理战略分配超募资金。

□ 盈利预测与投资建议:

我们认为公司未来三年的复合增速有望达到 33.67%, 处于快速增长期。预计 2014-2016 年公司的 EPS 分别为 0.41/0.57/0.79 元, 对应当前股价 PE 分别为 46/33/24 倍, 鉴于检测行业产能的释放, 公司作为率先受益者在未来三年内还有多个募投项目投产, 会带动其产业链的扩充和业务的扩张, 我们看好公司未来长期的发展空间, 给予公司“增持”评级。

□ 投资风险:

管理风险、募投项目不能按时投运等风险。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	777	1102	1429	1841
收入同比(%)	26%	42%	30%	29%
归属母公司净利润	150	157	221	302
净利润同比(%)	27%	5%	41%	37%
每股收益(元)	0.41	0.41	0.57	0.79
P/E	46.50	46.06	32.77	23.95
P/B	7.16	6.23	5.53	4.76
EV/EBITDA	25	31	22	16

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

目 录

1 公司简介	4
1.1 纯民营第三方检测企业	4
1.2 公司股权结构	4
1.3 主营业务结构不断优化	5
2 行业产能释放 检测行业步入市场化阶段	6
2.1 行业监管者	错误!未定义书签。
2.2 独立三方检测企业优势明显	6
2.3 市场规模不断扩大 体制改革即将开始	7
2.4 政策驱动 市场化改革拉开序幕	9
3 目标清晰 战略明确	9
3.1 民营第三方检测企业中地位不可撼动	9
3.2 多项优质募投项目即将陆续投产	10
3.3 兼并收购多家优质企业	12
4 公司迈入快速扩张期	12

图表目录

图表 1: 华测检测 2011-2013 年所获国内外检测资质/资格	4
图表 2: 华测检测股权结构图	5
图表 3: 华测检测主营业务介绍	5
图表 4: 2006-2013 年华测检测各项主营业务占总营收比例	6
图表 5: 检验检测行业管理部门	错误!未定义书签。
图表 6: 检测检验行业主要参与者比较	7
图表 7: 2008-2016 年检验检测市场规模及其增速	7
图表 8: 2008-2015 年中国进出口额情况	8
图表 9: 2008-2015 年贸易保障检测市场规模及其增速	8
图表 10: 中国食品制造业收入情况	8
图表 11: 中国食品检测市场规模及增速	8
图表 12: 中国环境监测仪器市场规模	9
图表 13: 中国生命科学检测总额	9
图表 14: 国内主要民营检测企业占民营市场规模份额 (单位: 亿元)	10
图表 15: 华测检测承诺投资项目及超募资金投资项目情况	10
图表 16: 2007-2013 年华测检测营收情况	13
图表 17: 2007-2013 年华测检测净利润情况	13
图表 18: 2007-2013 年华测检测毛利率情况	14
图表 19: 公司财务报表预测结果	15

1 公司简介

1.1 纯民营第三方检测企业

深圳市华测检测技术股份有限公司（下文简称为“华测检测”或“公司”）2003年12月23日成立于深圳，主要从事的主要业务是贸易保障检测、消费品测试、工业品测试和生命科学检测业务，是目前第三方检测行业中的翘楚，也是市场上第一家纯民营第三方检测企业。

作为一家综合性第三方检验机构，华测旗下拥有近30家分支机构组成的业务网络，一直致力于为客户提供四大业务领域内的一站式服务。华测进入市场前便取得了CMA计量认证与CNAS国家合格评定委员会实验室认可资格和检查机构认可资格。近年公司更是通过投资、并购等方式获得了多项国内外检测资质。

图表 1：华测检测 2011-2013 年所获国内外检测资质/资格

获得时间	获得资质/资格
2011 年	墨西哥 MOM 强制性安全认证检测实验室资质
	美国玩具安全认证 (TSCP) 认证资格
	SSL/LED 照明产品美国能源之星测试实验室资质
	日本 VCCI 资质
	CQC 授权 SASO 国际认证委托检测机构资质
	ISO14064-1(组织碳足迹)验证的国际认可评审
2012 年	加强墨西哥 MOM 强制认证、LED 能效及 EMC 检测服务
	进一步完善医疗器械 CNAS 授权
	国推自愿性认证实验室确认名单
	EnMS 能源管理体系认证机构资质
	CDM 指定 DOE 资质
	欧盟港口国检查组织认可的船舶石棉检测机构
2013 年	SA8000 认证资质
	NB 认证指令认可
	“白名单管理体系”认证实验室
	ISO/IEC Guide 65 产品认证范围增至 27 种
	CNAS 能力验证提供者 (PTP) 及标准物质生产者 (RMP) 资质

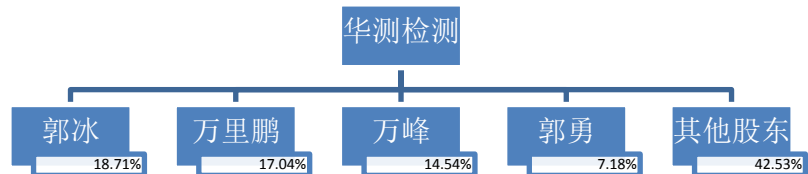
资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.2 公司股权结构

华测检测是一家纯民营的企业，万里鹏、万峰、郭冰及郭勇 4 名自然人为公司主要发起人。其中，万里鹏为公司董事长，万里鹏和万峰为父子关系并已出具一致行动的有关声明，两人所持股份合

计占公司总股本的 31.58%，为公司实际控制人。郭冰和郭勇不存在关联关系和一致行动关系，过并未最大自然人股东，持有公司 18.71% 股份。

图表 2：华测检测股权结构图



资料来源：公司公告、华安证券研究所

1.3 主营业务结构不断优化

作为一家全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，华测检测主要从事贸易保障、消费品、工业品以及生命科学领域的技术检测服务。通过科学的研发系统、先进的检测实验室、健全的技术服务体系和完善的服务流程，华测检测致力于创建技术检测服务领域内最具公信力的“中国检测服务”品牌。其主营业务根据检测内容的不同，主要分为贸易保障检测、消费品测试、工业品测试和生命科学检测四大类。

图表 3：华测检测主营业务介绍

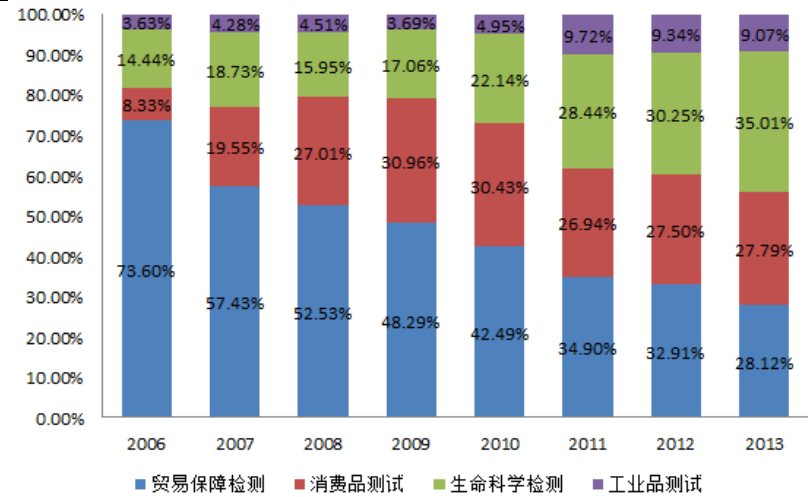
检测领域	委托者	检测内容	达到目标
贸易保障检测	采购商、品牌商、销售商、制造商	提供货物测试服务，为贸易过程提供货物品质的鉴证	确保货物符合进口国和地区产品法规要求
消费品测试	生产商或消费者	消费品的使用性能、安全性、耐用性等测试、验证和技术服务	确保产品质量、安全、性能等方面达到政府或消费者要求
工业品测试	工业用品的制造商或使用用户	工业品性能、安全性等测试、验证、评估服务	确保产品性能、安全等方面达到使用者要求或政府法规要求
生命科学检测	关注人类和生命健康的群体	涉及人类健康的检测、研究开发和技术服务	确保生命处于健康安全状态

资料来源：公司公告、华安证券研究所

华测检测各项主营业务中，贸易保障检测业务是公司营收主要来源，一度占公司营收比例一半以上，然而随着近年其他主营业务

占比逐步提升，其占比由 2006 年 73.60% 降至 2013 年 28.12%。生命科学检测为公司主营业务中发展最快的一项，由 2006 年 14.44% 增至 2013 年 35.01%。公司近年各项主营业务稳定发展，业务结构趋于均衡分布，公司抗风险能力不断提高。

图表 4：2006-2013 年华测检测各项主营业务占总营收比例



资料来源：公司公告、华安证券研究所

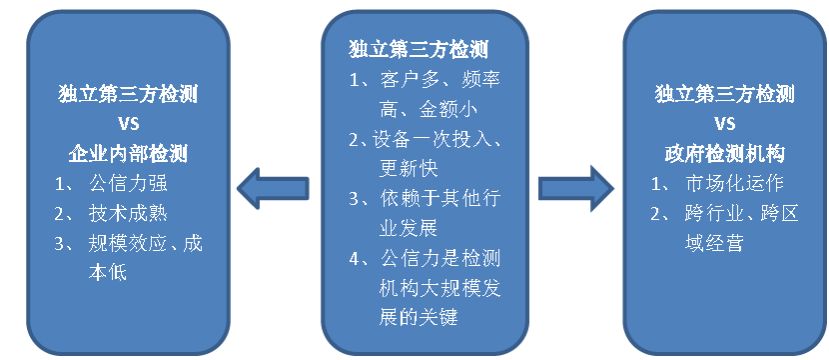
2 行业产能释放 检测行业步入市场化阶段

2.1 独立三方检测企业优势明显

在我国，检测市场参与者的不同性质可划分为政府检验检测机构、企业内部检测部门和独立第三方检测机构。政府检验检测机构企业内部检测部门侧重于满足且自身的产品质量管控需求。独立第三方检测机构主要体现所出具检测数据的独立性和公正性。

独立第三方检测机构主要业务特征有：（1）客户多、客户检测频率高、金额小；（2）设备为一次性投入，且更新快；（3）依赖于其他行业的发展；（4）公信力检测机构大规模发展的关键。相对于独立第三方检测机构而言，政府检测机构较依附于一个企业或政府机构的强制性要求，市场化程度不高；且受制于行政区域建制和行业部委建制的影响，其业务主要集中在某一行政区域和某一行业发展，无法跨行业、跨区域经营。与独立第三方检测机构相比，企业内部检测部门在专业综合检测方面的技术相对不足，规模效应不够也导致其检测成本较高。

图表 5：检测检验行业主要参与者比较

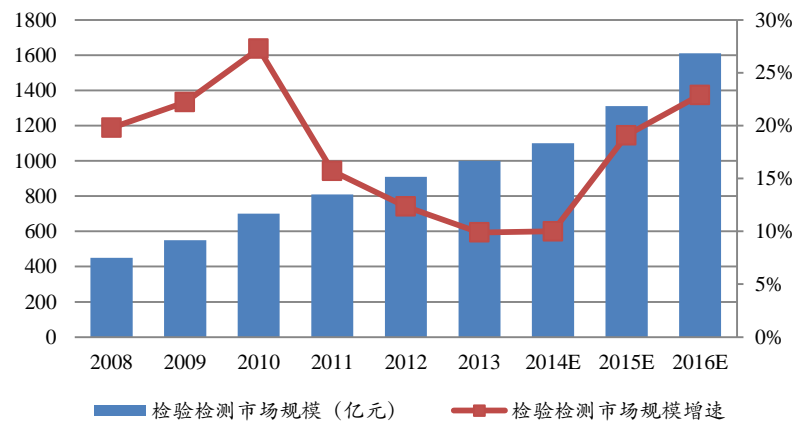


资料来源：公司公告、华安证券研究所

2.2 市场规模不断扩大 体制改革即将开始

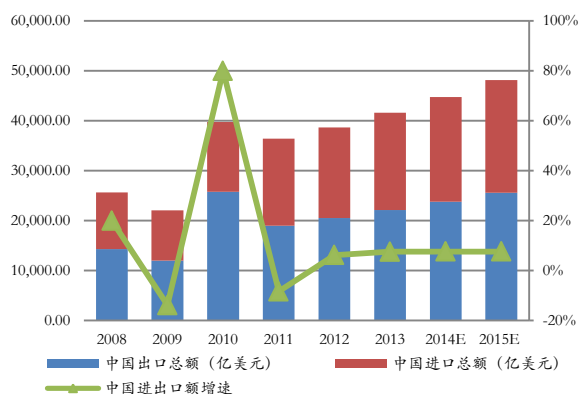
据 CCID 数据统计, 检验检测市场规模将在 2013 年起突破 1000 亿元大关, 且增速开始回升。自 2010 年起检测检验市场增速逐步放缓, 其主要原因是, 受进出口贸易增速放缓, 加之 2013 年起进出口法检的取消, 检验检测市场的一大子行业贸易保障检测行业市场增速放缓。但是 2014 年起我国检测检验市场将出现体制改革, 届时, 政府检测资源的释放将带动整个行业的增长, 预计 2016 年检测检验市场规模将达到 1600 亿元以上。

图表 6：2008-2016 年检验检测市场规模及其增速

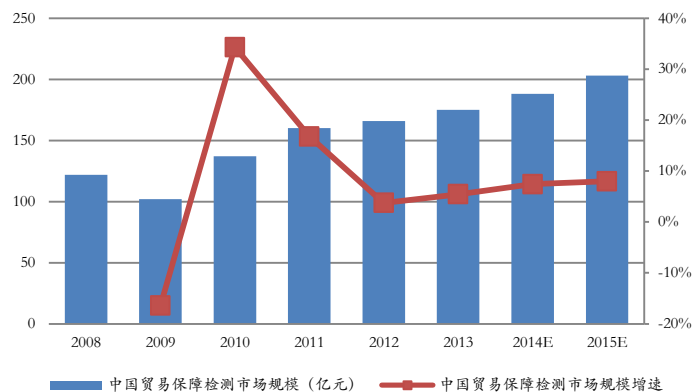


资料来源：CCID、华安证券研究所

贸易保障检测是检验检测市场中占比最大的子行业之一, 其市场规模主要受我国进出口市场规模的影响。近年来, 我国进出口市场规模受到经济危机及贸易摩擦等不良因素的影响, 增速有所放缓, 预计将从 2010 年的 80% 回落至 2015 年 8%。贸易保障检测的市场规模增速也随之出现回落的现象, 预计 2015 年增速将从 2010 年的 34.31% 降至 7.98%。

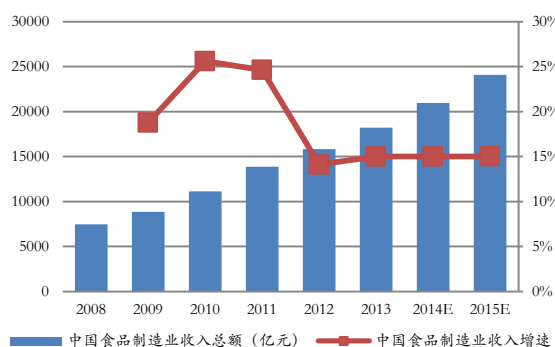
图表 7: 2008-2015 年中国进出口额情况


资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

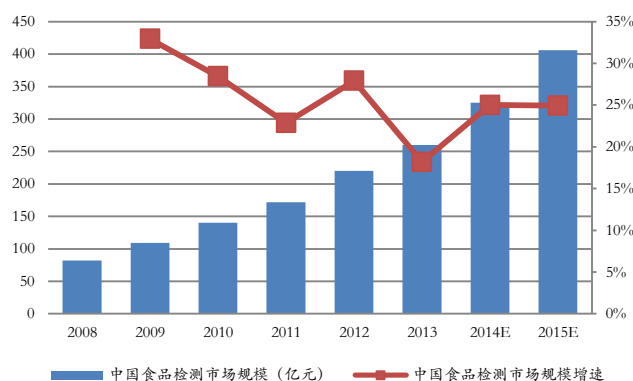
图表 8: 2008-2015 年贸易保障检测市场规模及其增速


资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

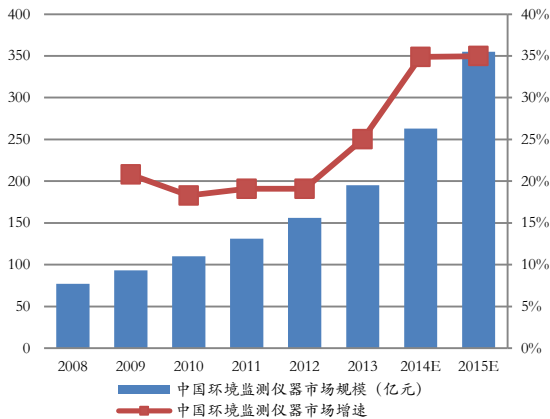
生命科学检测行业近年受到其子行业食品检测行业及环境检测行业的快速增长的影响, 成为四大子行业中增长最快的子行业。2011-2012 年食品安全问题频发, 拓宽了食品检测行业的市场规模, 由, 预计至 2015 年, 其行业增速将保持在 20% 以上。近几年, 有关环境污染问题也越来越受到大众关注, 政府推动环境保护的政策力度更是不断加大, 政策驱动环保行业发展为环境检测行业打下良好基础, 预计 2015 年环境监测仪器市场增速将达到 35%, 市场规模也将突破 24,000 亿元。食品检测行业及环境检测行业的快速发展曾成为生命科学检测行业发展的主力军。生命科学检测行业由于前关注度及投入均不足, 故仍有较大的市场空间。

图表 9: 中国食品制造业收入情况


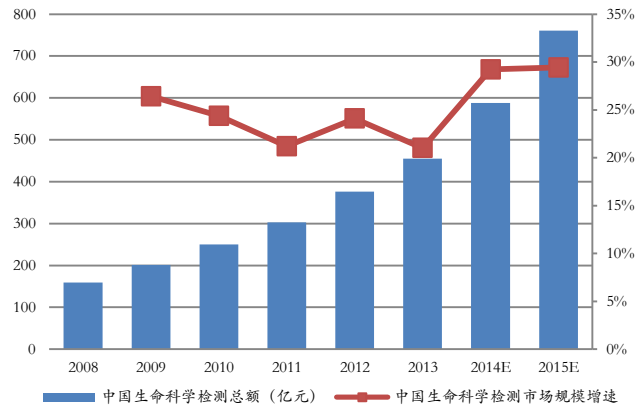
资料来源: Wind、华安证券研究所

图表 10: 中国食品检测市场规模及增速


资料来源: Wind、华安证券研究所

图表 11: 中国环境监测仪器市场规模


资料来源: 原国家环境保护总局、华安证券研究所

图表 12: 中国生命科学检测总额


资料来源: Wind、国家统计局、华安证券研究所

2.4 政策驱动 市场化改革拉开序幕

2013 年, 党的十八届二中全会和十二届全国人大一次会议审议通过的《国务院机构改革和职能转变方案》明确提出, 整合一批业务相同或相近的检验、检测、认证机构。国务院办公厅关于实施《方案》任务分工的通知将这项工作列为一项重点任务, 明确由中央编办、质检总局会同有关部门负责, 2013 年到 2015 年按年度分三批完成。

2014 年 2 月, 国务院办公厅又转发了《关于整合检验检测认证机构的实施意见》, 对 10 个重点部门 23 个相关部门, 进一步明确了 6 个方面 19 项推进整合的任务。《意见》标志着检验检测行业市场化真正的开始。此次检测检验行业的改革主要注重: (1) 推进部门内、系统内整合; (2) 推进跨部门、跨行业整合; (3) 推进跨地区、跨层级整合; (4) 推进一批检验检测认证机构做强做大。

检测检验市场改革的意义在于, 将逐渐放开检测牌照, 打破政府垄断的检测检验市场, 鼓励市场良性竞争, 鼓励独立第三方检验机构的发展, 尤其是民营检测机构的发展。我国检测检验行业中超过 50% 的检测机构为国有检测机构, 改革后, 国有资源的释放将为民营检测机构带来巨大机遇。

3 目标清晰 战略明确

3.1 民营第三方检测企业中地位不可撼动

华测检测是目前市场上第一家民营综合性检测服务机构, 目前市场上可统计的检测服务机构中, 华测检测是规模占比最大的, 且每年市场规模占比稳步上升, 由 2008 年的 4.83% 上升至 2013 年的 7.54%, 在民营市场规模份额中稳居首位。

图表 13: 国内主要民营检测企业占民营市场规模份额 (单位: 亿元)

	2008	占比	2009	占比	2010	占比	2011	占比	2012	占比	2013	占比
华测检测	2.03	4.83%	2.64	5.50%	3.56	5.84%	5.01	6.77%	6.16	7.00%	7.77	7.54%
电科院	0.92	2.19%	1.03	2.15%	1.78	2.92%	2.36	3.19%	3.50	3.98%	4.77	4.63%
谱尼测试	0.94	2.24%	1.36	2.83%	1.99	3.26%						
建研集团	1.08	2.57%	1.1	2.29%	1.33	2.18%	1.91	2.58%	2.08	2.36%	2.41	2.33%
民营检测市场规模	42		48		61		74		88		103	

资料来源: Wind、华安证券研究所

3.2 多项优质募投项目即将陆续投产

华测检测募集资金承诺投资项目和超募资金投资项目中, 华东检测基地建设项目(一期)、扩充上海检测基地及设立中国总部及华南检测基地三个项目的建成将会带来带来公司四大领域业务的全面发展和扩容。

华东检测基地建设项目(一期)主要建成后将达到 205,000 件/年的检测服务能力, 其中贸易保障检测为 102,000 件/年, 消费品测试为 40,000 件/年, 工业品测试为 20,000 件/年, 生命科学检测为 43,000 件/年。此项目建成后将成为华测四大业务领域的测试中心, 为客户提供全面的检测检验服务。

从收入的地域性结构来看, 华南地区是公司核心的区域市场, 是公司收入和利润的最重要来源。在此设立中国总部及华南检测基地后, 公司将在深圳拥有自有土地及物业, 不再需要缴纳房屋租金, 可有效地降低公司的营业成本, 提升公司的盈利能力。同时, 公司可根据实验室需要对建造结构进行设计, 避免了原先租赁房屋无法改造对实验室发展的限制, 也避免了租约到期无法续租需要搬迁时对公司经营造成的不利影响。

扩充上海检测基地项目目的在于扩大现有的化学实验室、环境实验室、汽车实验室、电器实验室等 4 个实验室的产能, 新建食品、药品和日化实验室、纺织品实验室、玩具实验室等 3 个实验室。该项目竣工后, 上海检测基地将成为围绕四大主营业务的全面检测服务基地。

图表 14: 华测检测承诺投资项目及超募资金投资项目情况

项目	投产日期	净利润 (万元)		
		2013	2014E	2015E
承诺投资项目				
华东检测基地建设项目	2014 年 12 月 31 日	1380	1380	1600
桃花源检测基地建设项目	2010 年 4 月 1 日	515	520	530
华测临床 CRO 研究基地	2014 年 12 月 31 日	0	0	1304
承诺投资项目小计		1895	1900	3434
超募资金投向				
设立中国总部及华南检测基地	2015 年 3 月 31 日	0	0	1342
扩充上海检测基地	2013 年 7 月 31 日	608.4	1342	1342

投资与并购事项（并购-深圳华测鹏程国际认证有限公司）	2013年12月31日	146.82	160	170
投资与并购事项（并购-深圳华测鹏程商品检验有限公司）	2013年12月31日	0.32	50	100
投资与并购事项（投资-上海华测艾普医学检验所有限公司）	2014年12月31日	0	0	0
广州华测职安门诊部项目	2014年12月31日	0	0	216
超募资金投向小计		755.54	1552	3170
合计		2650.54	3452	6604

资料来源：公司公告、华安证券研究所

华测临床 CRO 研究基地是华测检测战略布局医疗健康领域的开始，此外，华测检测还使用募集资金投资了上海华测艾普医院检验所及广州华测治安门诊部。检测行业是一个碎片化市场，每个细分领域的天花板都不高，医疗健康是一个相对天花板较高的细分领域，布局医疗健康领域将对公司未来带来可观的收益。

CRO 是为各类医药企业提供新药研究服务，并一直作为盈利模式的专业组织。2010 年全球 CRO 市场规模达 360 亿美元，并以 10% 以上的增速持续上升。我国 CRO 起步较晚，仅发展数十年，其产值已占医药研发整体费用的 50%，并成为制药产业中最活跃的产业组织。据其可行性研究报告显示，此项目正常测试服务年均利润为 1304.47 万元，投资利润率为 15.66%。

华测检测计划在 10 年内将上海艾普医学检验所建设成为拥有国际先进科学技术的全国性的第三方医学检验所。独立医学检验市场与国家医疗总体市场相关，2010 年，我国医疗市场规模约 2400 亿美元，独立医学检验市场占该医疗市场约 0.08% 的份额，约 1.92 亿美元。随着我国医改的深入和非国有资本的进入必将会是医学检验走向市场化、集约化，我国的独立医学检验市场将会迎来高速发展。此项目预计正常测试服务年平均利润为 990 万元，投资内部收益率比为 27.48%。

广州华测职安门诊部项目是职业病检查机构而非职业病的诊断机构。广州市区内覆盖的 40 万潜在职业病人，可以预计仅广州市内职业病检查的市场容量至少在 8000 万以上。而这个人数量在佛山有 100 万、东莞有 25 万，综合考虑其他地区，广东省内的市场储量预计在 3-5 亿。随着社会对职业病的关注程度，这个容量每年有所上升是显而易见的。截止 2019 年，该项目的内部收益率为 20.45%，年平均利润为 216.67 万元。

综上所述，三个医疗健康领域的项目陆续投产后，同时为公司贡献收益时，共可至少贡献年利润 2511.14 万元，占 2013 年利润的 16.46%。

3.3 兼并收购多家优质企业

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。公司历来重视投资并购，上市后公司陆续并购了深圳华测鹏程国际认证有限公司、深圳华测鹏程商品检验有限公司、杭州瑞欧科技有限公司、英国 CEM INTERNATIONAL LIMITED、沈阳博鉴检测有限公司、苏州华测安评化学品技术服务有限公司、西安东仪综合技术实验室有限责任公司、大连华信理化检测中心有限公司、新加坡 POLY DNT (PRIVATE) LIMITED、黑龙江省华测检测技术有限公司。

其中无损检测的华安检测作为国内较早一批从事第三方无损检测机构，是国内为数不多的实现跨区域布局的无损检测机构，分布在华东、华南、华北、东北、西北等全国各地，并已逐步形成了稳定的业务来源渠道。其承诺 2014-2016 年净利润达到 1920、2304 和 2650 万元。

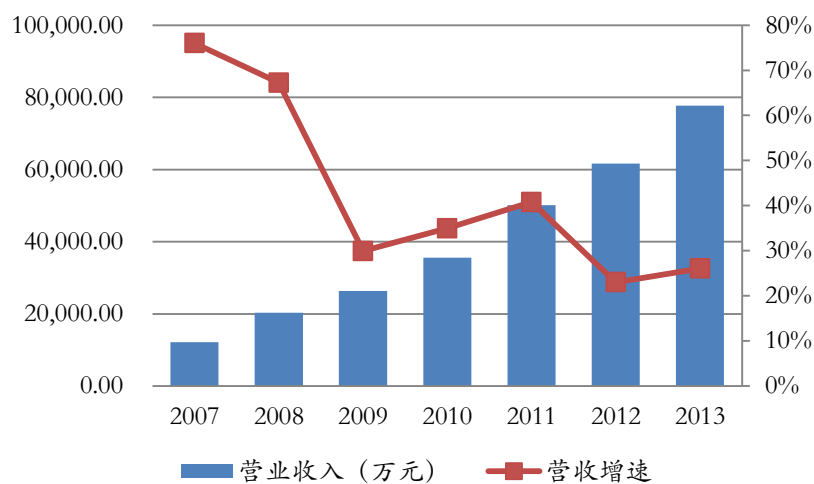
黑龙江省华测检测技术有限公司 100% 股权项目中，此公司原归属哈尔滨市食品工业研究所，依托哈食研究所原实验室开展业务，可以节约时间，直接在现有基础上即刻开展业务。同时，华测食品事业部在市场运作方面有较丰富的经验，双方互惠互利，风险能够得到有效控制，收购该项目可全速推进华测食品在东北地区的业务。预计未来三年每年贡献收益分别为 1500、2000 和 2600 万元。收购哈食品也是在检测行业市场化改革初期中一个有意的尝试。

华测检测的收购、并购项目均是有目的的战略收购，从其收购的多加公司可看出，华测检测在收购/并购时较注重对方的认证资质，例如收购鹏程认证后，华测检测便可以去申请碳交易和碳排放的资质。过去，受制于国内民营企业规模普遍偏小，管理不规范等因素的制约，华测检测并购发展的节奏并不算快。但是，公司已经开展了布局，并具备了并购经验，未来几年，随着大量优质国有检测资源释放，公司将进入外延式高速增长期。

4 公司迈入快速扩张期

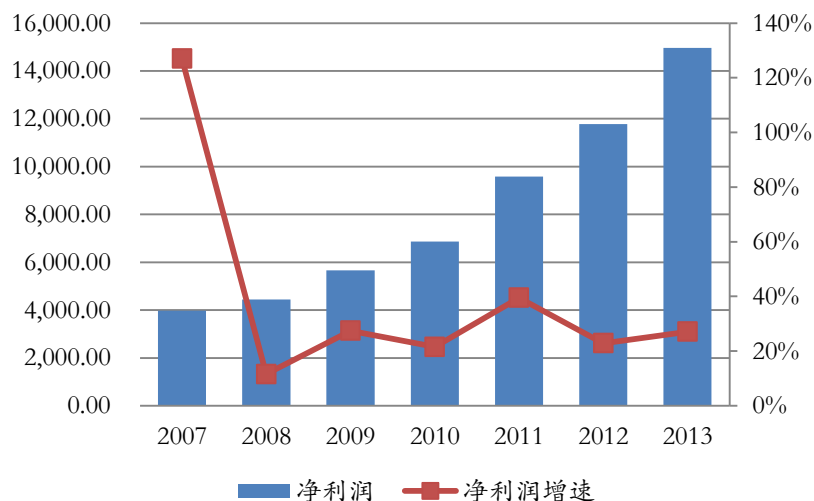
公司过去五年收入的平均复合增速达 30.95%，预计公司收入将在 2014 年突破十亿大关。公司运用募集资金积极扩大业务产能及规模、不断战略性布局业务范围、调整业务结构。但由于新布局业务，营业成本短期内出现较大幅度增长，公司毛利率出现下滑现象。近年来，公司业务结构不断优化，尤其是生命科学检测及工业品检测在主营中占比不断上升，但由于这两项业务的毛利率相较另外两项主营业务而言，毛利率偏低，也因此有所拉低公司整体毛利率水平，2013 年为 62.24%，预计 2014 年毛利率仍将保持 60% 以上。但是我们看好公司毛利率有望在近年内快速扩容后回升。

图表 15: 2007-2013 年华测检测营收情况



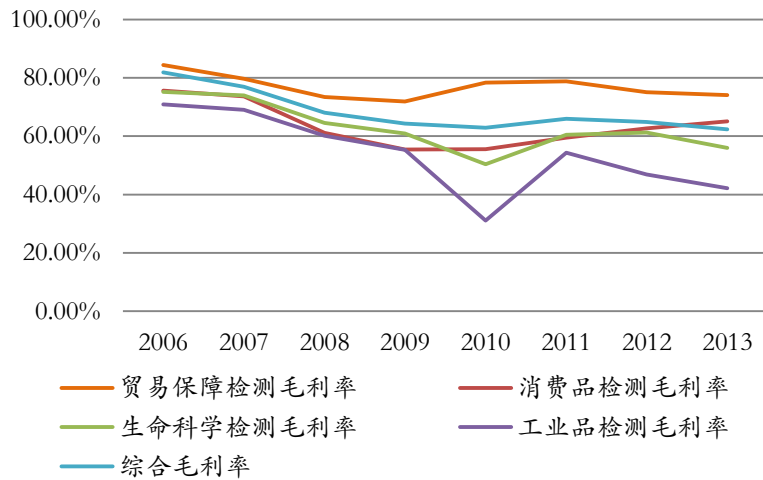
资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 16: 2007-2013 年华测检测净利润情况



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

图表 17: 2007-2013 年华测检测毛利率情况



资料来源: 公司公告、华安证券研究所

由于上海检测基地、华东检测基地和华南及总部检测基地将在 2013-2015 年陆续投产, 主营业务将有一定程度的高于往年增幅。生命科学检测领域的增速将超过往年增幅, 主要由于 CRO 项目于 2013 年投产, 上海华测艾普医学检验所也将在近年投产。工业品检测方面, 公司如成功在今年完成对 POLY NDT 及华安检测的收购, 工业品检测营收亦将呈现大幅上涨的现象。预计 2014 年公司营收将超过 10 亿, 并在 2015 年突破 15 亿元。

公司未来三年的复合增速有望达到 33.67%, 处于快速增长期。预计 2014-2016 年公司的 EPS 分别为 0.41/0.57/0.79 元, 对应当前股价 PE 分别为 46/33/24 倍, 鉴于检测行业产能的释放, 公司作为率先受益者在未来三年内还有多个募投项目投产, 会带动其产业链的扩充和业务的扩张, 我们看好公司未来长期的发展空间, 给予公司“增持”评级。

图表 18: 公司财务报表预测结果

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	636	828	1,029	1,289	营业收入	777	1,102	1,429	1,841
现金	538	714	874	1,088	营业成本	293	455	566	707
应收账款	77	90	127	166	营业税金及附加	4	6	7	9
其他应收款	10	12	16	21	销售费用	153	216	279	352
预付账款	11	9	11	13	管理费用	165	232	301	387
存货	0	0	0	0	财务费用	(11)	(8)	(10)	(13)
其他流动资产	(1)	3	1	1	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	516	474	457	442	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	9	12	16	投资净收益	(0)	0	0	0
固定资产	295	276	257	239	营业利润	170	201	287	397
无形资产	43	40	38	35	营业外收入	14	14	14	14
其他非流动资产	153	148	150	153	营业外支出	0	3	3	3
资产总计	1,152	1,302	1,486	1,731	利润总额	184	212	298	409
流动负债	130	129	162	194	所得税	31	53	75	102
短期借款	0	0	0	0	净利润	153	159	224	307
应付账款	13	29	40	42	少数股东损益	3	2	3	4
其他流动负债	117	100	122	152	归属母公司净利润	150	157	221	302
非流动负债	36	40	47	52	EBITDA	218	215	298	406
长期借款	29	29	29	29	EPS (元)	0.41	0.41	0.57	0.79
其他非流动负	7	11	18	23					
负债合计	166	169	209	246					
少数股东权益	14	16	19	23					
股本	369	384	384	384					
资本公积	225	253	253	253					
留存收益	380	480	621	825					
归属母公司股东权	972	1,117	1,258	1,462					
负债和股东权益	1,152	1,302	1,486	1,731					

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	26.05%	41.87%	29.68%	28.78%
营业利润	33.12%	18.44%	42.40%	38.69%
归属于母公司净利润	27.09%	4.97%	40.53%	36.84%
获利能力				
毛利率(%)	62.34%	58.75%	60.41%	61.57%
净利率(%)	35.16%	19.26%	14.25%	15.44%
ROE(%)	15.47%	14.04%	17.51%	20.64%
ROIC(%)	40.00%	32.49%	33.17%	42.33%
偿债能力				
资产负债率(%)	14.39%	13.01%	14.07%	14.20%
净负债比率(%)	-45.32%	-52.57%	-57.95%	-61.66%
流动比率	4.88	6.43	6.34	6.65
速动比率	4.88	6.43	6.34	6.65
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.90	1.03	1.14
应收账款周转率	13.72	15.15	15.18	14.46
应付账款周转率	43.20	52.98	41.49	44.72
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.41	0.41	0.57	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.47	0.62	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.63	3.02	3.40	3.96
估值比率				
P/E	46.5	46.1	32.8	24.0
P/B	7.2	6.2	5.5	4.8
EV/EBITDA	25.12	31.46	22.43	16.15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	238	173	230	300
净利润	153	157	221	302
折旧摊销	67	22	21	21
财务费用	(11)	(8)	(10)	(13)
投资损失	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	19	1	(4)	(14)
其他经营现金	9	2	3	4
投资活动现金流	(201)	16	(3)	(3)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(24)	16	(3)	(4)
其他投资现金	(177)	0	0	0
筹资活动现金流	10	(19)	(67)	(82)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	17	0	0	0
普通股增加	185	15	0	0
资本公积增加	(172)	28	0	0
其他筹资现金	(21)	(62)	(67)	(82)
现金净增加额	47	170	161	215

资料来源: 华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。