

华测检测(300012)

先发优势明显，未来有望加速发展

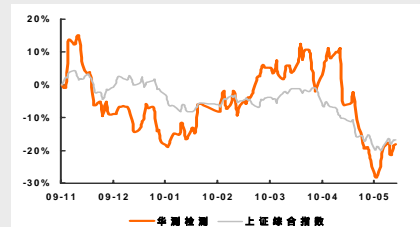
推荐 (新评)

现价：26.9 元

主要数据

行业	生产性服务
公司网址	www.cti-cert.com
大股东/持股	-
实际控制人/持股	-
总股本(百万股)	123
流通 A 股(百万股)	32
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	32
流通 A 股市值(亿元)	8.7
每股净资产(元)	5.7
资产负债率(%)	5.6

行情走势图



相关研究报告

研究员

肖燕松	联络人 0755-22625910 Xiaoyansong288@pingan.com.cn
叶国际	S1060108041125 0755-22627084 Yeguoji001@pingan.com.cn
刘武	S1060209090181 0755-22627860 liuwu@pingan.com.cn
邵青	S1060205070049 0755-22622740 shaoping@pingan.com.cn

投资要点

■ 华测检测的投资价值分析

我们认为，华测检测的价值由两方面体现：**检测行业的优良投资价值；公司龙头地位带来的高成长。**公司目前还处于建设期和规模扩张期，随着业务网点布局的完善和并购计划的实施，公司未来走出加速发展主升浪。

■ 检测行业是良好的投资标的

检测行业未来将保持稳定、持续增长。随着经济和出口贸易复苏，我国检测市场规模将以 20%-25% 的增速发展，而未来更多检测法案的出台保证了检测行业的持续发展。同时，检测行业高投资回报率和防御性好的特点，使其投资价值进一步凸显。

■ 龙头地位带来的高成长

作为国内民营第三方检测的龙头，华测在公信力和品牌建设上卓有成效，而上市募集大量现金为其并购创造了有利条件。由于费用的增长，预计 2010 年净利润增速 30%，2011 年、2012 年净利润增速 40%-45%。发展的动力来自两部分，现有业务将以 30%-35% 的增速发展，而通过并购，将提升营收增长 10%-15%。

■ 近期规模扩张带来业绩压力

通过上市，公司在行业内占领有利的竞争地位。公司未来将快速扩大规模，通过并购向更多检测领域扩张，成为能提供综合检测、认证服务的检测机构。规模快速扩张将在近期带来业绩压力，明年将是公司大发展的开始。

■ 盈利预测与估值：

预计公司 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.6 元、0.88 元和 1.25 元，对应的 PE 分别为 45、31 和 22 倍。看好公司长期发展，未来六个月目标价 33-38 元，对应 2010 年 EPS 其 PE 为 55-63 倍，与 2010 年 6 月 22 日股价 26.9 元相比，有 20%-40% 的涨幅，首次给予“强烈推荐”评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万)	203	264	359	519	737
YoY(%)	67	30	36	45	42
净利润 (百万元)	38	57	74	108	153
YoY(%)	-3.5	47	30	46	42
毛利率(%)	68.1	64.3	61.2	59.3	58.4
净利率(%)	18.9	21.4	20.6	20.8	20.7
ROE(%)	29.5	8.1	10.1	13.1	15.9
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.60	0.88	1.25
P/E(倍)	87	58	45	31	22
P/B(倍)	25	4.8	4.5	4.0	3.4

正文目录

正文目录	2
图表目录	2
一、 华测检测的合理估值在 33-38 元	4
1.1 盈利预测与估值	4
1.2 收入预测：未来三年公司收入复合增长率 41%	4
二、 检测行业是非常好的投资标的	5
2.1 检测行业持续增长	5
2.2 检测业增长动力：质量、健康、安全、环保	7
2.3 国内检测业竞争格局及趋势	8
2.4 检测业受经济波动影响小，防御性好	9
三、 龙头地位，价值中枢	10
3.1 公司未来三年业绩复合增长率 41%	10
3.2 高增长来自两方面：内生性增长、并购扩张业务	10
3.3 公司的竞争优势	12
四、 华测的未来：做中国的 SGS	15
4.1 业务类型：综合性检测机构，某些细分领域占主导	15
4.2 成长空间：天空才是极限	16
4.3 投资收益率：还有提升空间	16
4.4 结语：受益国家贸易地位上升，崛起在即	17
五、 投资风险提示	17
5.1 规模扩张风险	17

图表目录

图表 1 华测检测业绩预测摘要 单位：百万，%	4
图表 2 公司产品销售收入预测 单位：百万，%	4
图表 3 未来三年公司收入快速增长 单位：百万元，%	5

图表 4	预计全球经济 2010 年回复增长 单位：%	5
图表 5	全球检测市场规模扩大 单位：亿欧元，%	5
图表 6	SGS 亚太区营收增速高于全球水平 单位：%	6
图表 7	ITS 亚太区营收增速高于全球水平 单位：%	6
图表 8	中国经济维持高增长 单位：%	6
图表 9	中国检测市场高速发展 单位：亿元，%	7
图表 10	社会对 QHSE 的关注是检测发展的动力	7
图表 11	近年出台的影响力大的检测法令	8
图表 12	08 年国内检测市场份额分布 单位：%	8
图表 13	预计 12 年国内检测市场份额分布 单位：%	8
图表 14	与其他服务业相比，检测行业受经济波动影响最小	9
图表 15	检测行业有良好的防御性	9
图表 16	公司未来三年业绩快速增长 单位：百万元，%	10
图表 17	公司已有业务收入预测 单位：百万，%	10
图表 18	不考虑并购未来三年收入增速 30%-35% 单位：百万元，%	11
图表 19	国外检测机构通过并购实现规模增长 单位：%	12
图表 20	预期并购对业绩的提升 10%-15% 单位：百万元，%	12
图表 21	参与制定国家相关标准	13
图表 22	认可公司检测报告的部分大客户名单	13
图表 23	客户数持续增长 单位：万家，%	14
图表 24	2009 年客户业务规模分布 单位：%	14
图表 25	实验室网络覆盖国内经济最发达区域	14
图表 26	公司部分检测项目	15
图表 27	全球主要检测公司在不同细分领域的地位	15
图表 28	SGS 业绩表现 单位：百万瑞士法郎，%	16
图表 29	ITS 业绩表现 单位：百万英镑，%	16
图表 30	SGS 人员薪酬约占营收的一半 单位：%	16
图表 31	SGS 的 ROE30%左右 单位：%	16

一、 华测检测的合理估值在 33-38 元

1.1 盈利预测与估值

预计公司2010年、2011年、2012年的EPS分别为0.60元,0.88元和1.25元,对应的PE为45、31和22倍。我们看好公司未来的发展,给予目标价33-38元。与2010年6月22日的收盘价26.9元相比,有20%-40%的涨幅空间,首次给予“强烈推荐”评级。

公司业绩预测主要基于以下假设条件:

- 1) 国内宏观经济保持增长,对外贸易逐渐回暖,对贸易保障类的检测需求增加;
- 2) 社会对健康、安全、环保的关注进一步提升,出台新的检测方案和标准,推动检测市场向前发展;
- 3) 超募资金带来的并购预期;规模扩张导致费用增长幅度较大;
- 4) 假设公司成熟检测项目的价格因竞争而小幅下降,保守估计成本基本稳定,各业务毛利率小幅下降最终趋稳;
- 5) 随着公司品牌的建立和预计并购项目的完成,未来销售费用率、管理费用率有所下降。

图表1 华测检测业绩预测摘要 单位:百万, %

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	203	264	359	519	737
YoY(%)	67	30	36	45	42
净利润(百万元)	38	57	74	108	153
YoY(%)	-3.5	47	30	46	42
净利率(%)	18.9	21.4	20.6	20.8	20.7
ROE(%)	29.5	8.1	10.1	13.1	15.9
EPS(摊薄/元)	0.31	0.46	0.60	0.88	1.25

资料来源:平安证券研究所

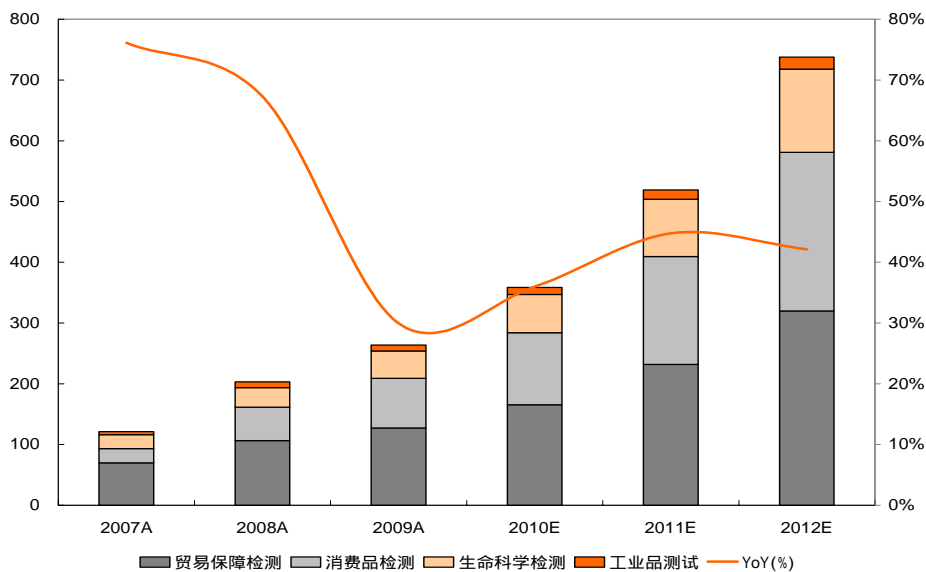
1.2 收入预测:未来三年公司收入复合增长率 41%

图表2 公司产品销售收入预测 单位:百万, %

分业务收入	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR
贸易保障检测	69.7	106.6	127.3	165.5	231.7	319.8	
YoY(%)	37.3%	53.0%	19.5%	30.0%	40.0%	38.0%	35.9%
消费品检测	23.7	54.8	81.6	118.4	177.6	261.0	
YoY(%)	313.1%	131.1%	48.9%	45.0%	50.0%	47.0%	47.3%
生命科学检测	22.7	32.4	45.0	63.0	94.4	136.9	
YoY(%)	128.3%	42.4%	38.9%	40.0%	50.0%	45.0%	44.9%
工业品检测	5.2	9.2	9.7	11.7	15.2	19.8	
YoY(%)	107.9%	76.2%	6.4%	20.0%	30.0%	30.0%	26.6%
收入合计	121.3	202.9	263.7	358.5	518.9	737.5	
YoY(%)	76.1%	67.3%	29.9%	36.0%	44.7%	42.1%	40.9%

资料来源:平安证券研究所

图表3 未来三年公司收入快速增长 单位：百万元，%



资料来源：平安证券研究所

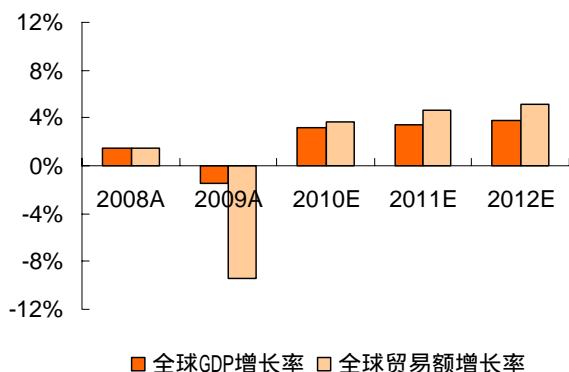
二、检测行业是非常好的投资标的

2.1 检测行业持续增长

■ 全球检测市场规模保持10%增速发展

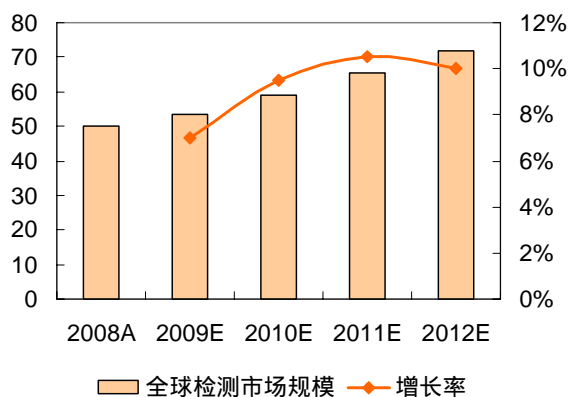
经历2009年的衰退后，WTO预计全球经济在2010年复苏，未来三年全球GDP和贸易额保持3%-5%的增速发展。据摩根斯坦利调查，2008年全球检测市场规模达到500亿欧元，预计未来以10%左右的增速发展。2012年市场规模超过700亿欧元。

图表4 预计全球经济2010年回复增长 单位：%



资料来源：WTO报告，平安证券研究所

图表5 全球检测市场规模扩大 单位：亿欧元，%

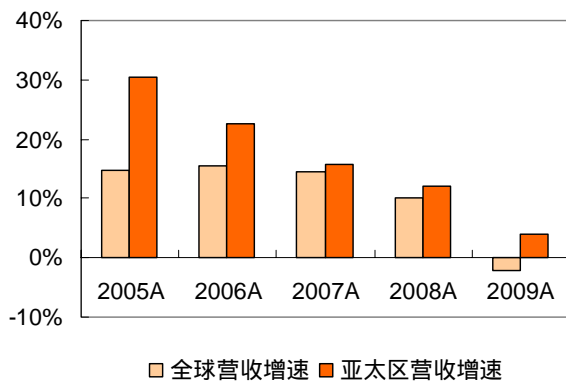


资料来源：摩根斯坦利，平安证券研究所

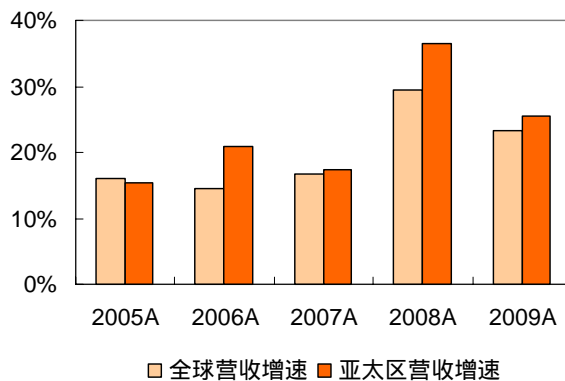
■ 亚太地区引领全球检测发展

亚太地区经济和进出口强劲增长，以及欧美发达国家对亚太地区实施日益苛刻的非关税贸易壁垒，促使亚太地区检测市场以快于其他地区的速度成长。以 SGS 和 ITS 为例，亚太地区营收增速高于全球营收增速。

图表6 SGS亚太区营收增速高于全球水平 单位：%



图表7 ITS亚太区营收增速高于全球水平 单位：%



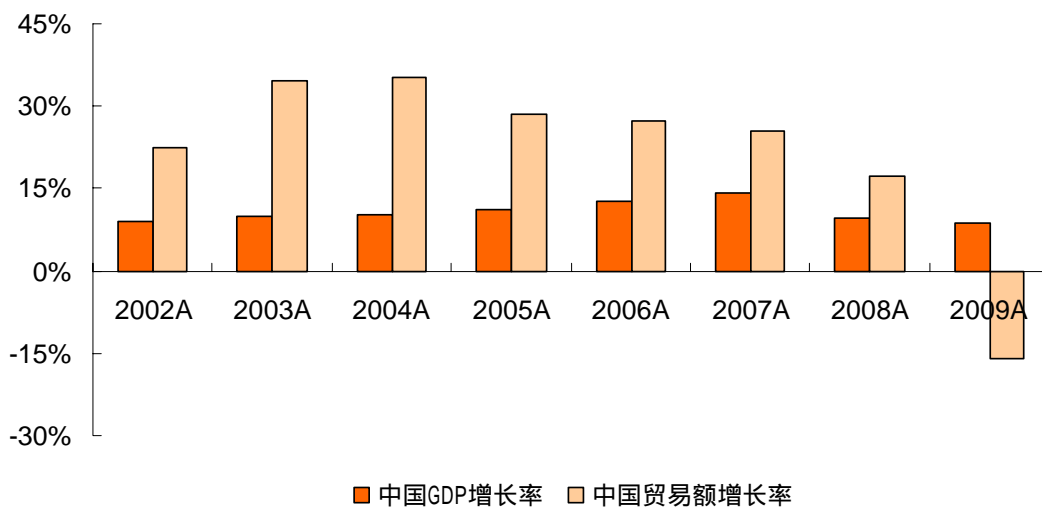
资料来源：公司年报，平安证券研究所

资料来源：公司年报，平安证券研究所

■ 国内检测市场增长率 20%-25%

中国经济增速远超全球水平。国家统计局数据显示，02至08年，国内GDP和贸易额维持高增长态势。其中，GDP平均增速11%，贸易额平均增速27%，均远高于同期全球平均3.8%和5%的增速。09年受金融危机的不利影响，GDP依然增长8.9%，成为引领世界经济复苏的发动机。

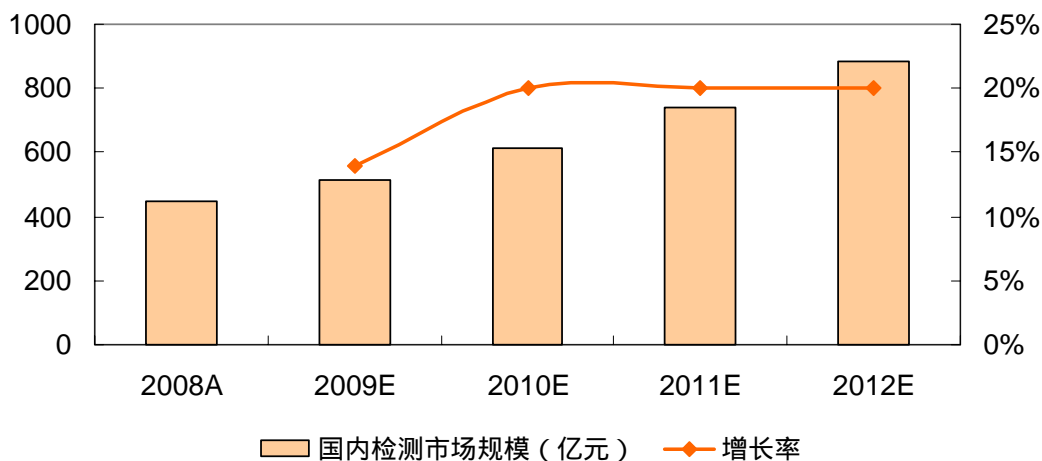
图表8 中国经济维持高增长 单位：%



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

国内检测市场高速发展。我们认为，未来 5-10 年，中国经济的表现依然会远好于全球平均水平。预计国内检测市场规模增长率能达到 20%-25%。据赛迪顾问调查，08 年国内检测市场规模约为 450 亿元，预计 2012 年，我国检测市场总体规模超过 900 亿元，增长一倍。

图表9 中国检测市场高速发展 单位：亿元，%



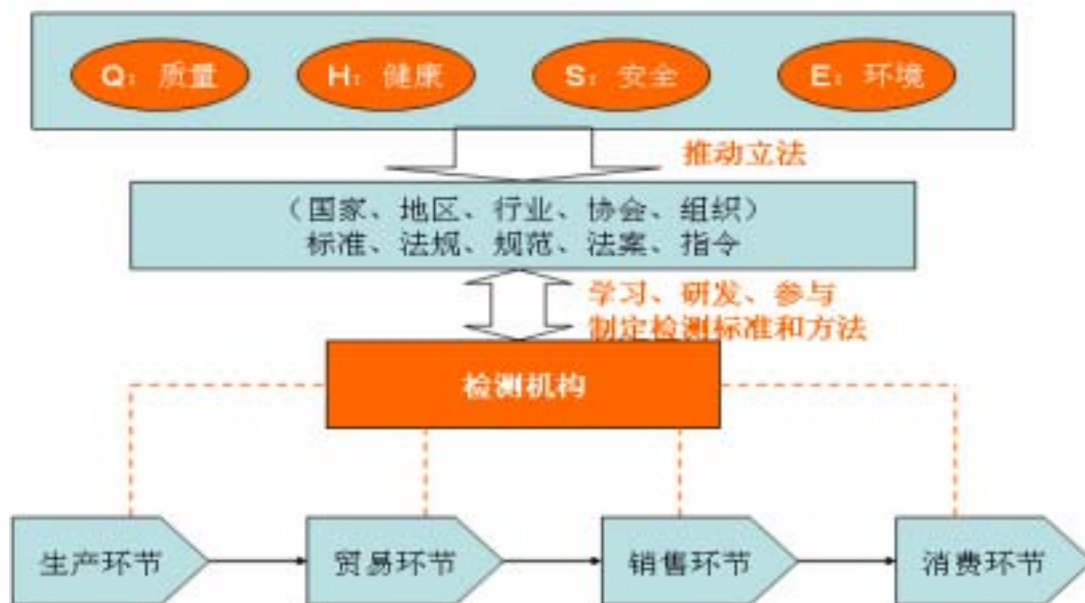
资料来源：平安证券研究所

2.2 检测业增长动力：质量、健康、安全、环保

■ 对质量、健康、安全、环保的关注增加检测需求

随着社会进步和经济发展，人们的生活水平和生活质量不断提高，全社会对质量、健康、安全、环保（QHSE）的要求越来越高，促使更多的检测法案和标准出台，增加了检测的需求。

图表10 社会对QHSE的关注是检测发展的动力



资料来源：平安证券研究所

■ 近年检测法令频繁出台

近年发生的手机电池召回、笔记本电池召回、玩具召回、中国服装质量以及国内发生的“三聚氰胺”等事件，促使新的检测法令频繁出台。

图表11 近年出台的影响力大的检测法令

02年，ROHS指令：限制铅、汞、铬等6种物质，涉及家电、照明电器、IT和通信设备、电机、五金、电子元器件等电子电气设备。

03年，REACH指令：需对超过500种化学物质进行检测，涉及玩具、纺织、家电等所有化工下游产品。据欧盟估算，每种化学物质的基本检测费约8.5万欧元，而每种新物质检测费用约57万欧元。

04年，中国ROHS出台。

...

未来更多检测法令出台

资料来源：平安证券研究所

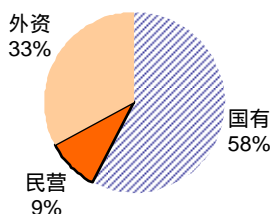
我们认为，无论是对品质的追求，还是作为非关税的贸易壁垒，未来都将有更多的检测法案出台，促进检测业的增长。

2.3 国内检测业竞争格局及趋势

■ 国内民营检测占比越来越大

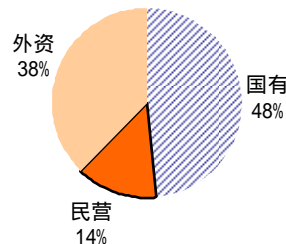
08年国内检测市场规模约为450亿元。其中，国有检测机构260亿元左右，约占58%；外资检测机构148亿元左右，约占33%；民营检测机构42亿元左右，约占9%。随着国内检测领域开放程度的提高，以及第三方检测的公信力越来越被人们认可，未来民营检测的市场份额越来越大。预计2012年，我国民营检测市场规模超过120亿元，市场份额提升到14%。

图表12 08年国内检测市场份额分布 单位：%



资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

图表13 预计12年国内检测市场份额分布 单位：%



资料来源：平安证券研究所

■ 民营检测市场份额提升的原因

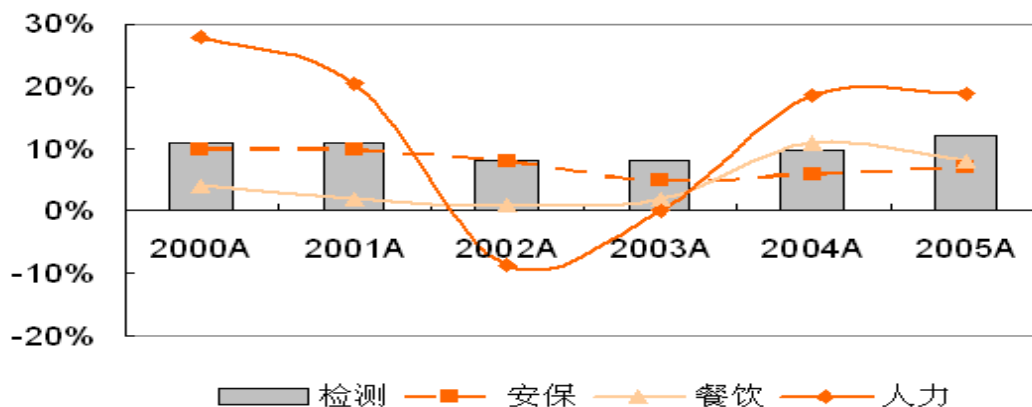
2 大原因促使民营检测市场份额提升：国有检测机构不能满足当前检测需求；民营检测实力增强。

依靠政策，国有检测机构垄断了强检，但也由此带来了管理体制落后、工作效率低下、服务意识差、市场竞争力不足的通病；并且国有检测机构易受行政干预，对品牌公信力的认识不足。国有检测机构已经不能满足当前综合性、以品牌和服务为中心的检测需求，越来越多的国有检测机构转为民营，如谱尼测试等。随着民营检测机构实力越来越强，建立一种类似欧盟和美国那样的官方、民间机构联合体系是中国检测发展的大方向。

2.4 检测业受经济波动影响小，防御性好

检测行业涉及生产、消费等众多行业，所谓“东边不亮西边亮”，能有效的分散经济波动的影响。以2000年-2005年作为研究时间段，从欧美市场可以看出检测行业的增长率波动最小。

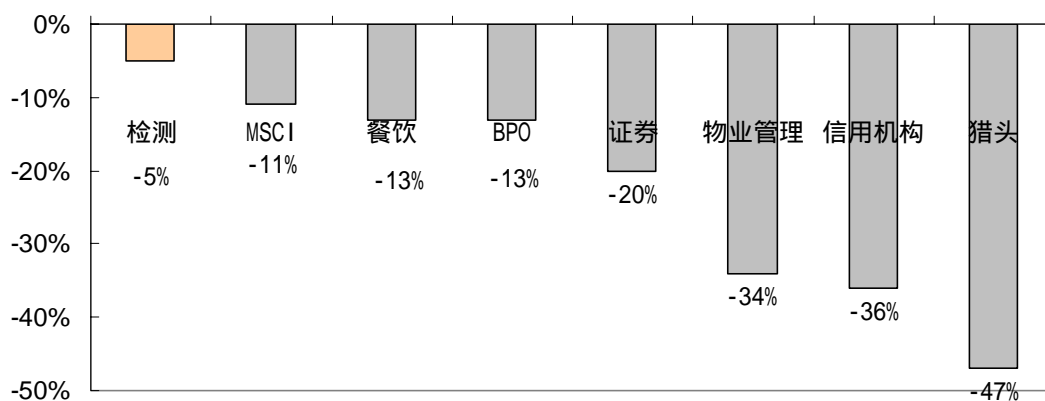
图表14 与其他服务业相比，检测行业受经济波动影响最小



资料来源：摩根斯坦利，平安证券研究所

良好的防御性使检测业的投资价值进一步凸显。从欧美市场来看，在金融危机期间，检测业的股价仅从最高点下跌5%，体现了良好的防御性。在目前大盘低迷的时候，投资价值进一步凸显。

图表15 检测行业有良好的防御性



资料来源：摩根斯坦利，平安证券研究所

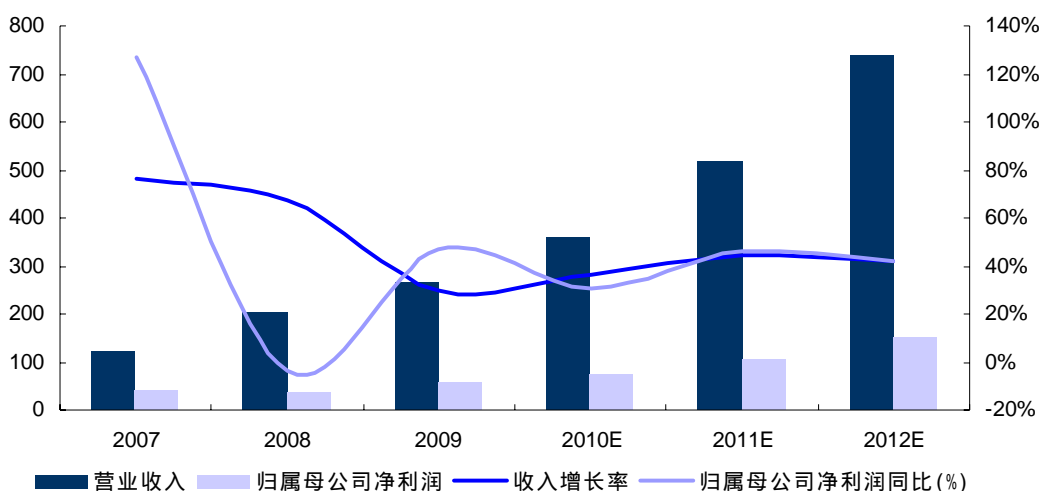
三、 龙头地位，价值中枢

公司作为国内民营第三方检测机构的龙头，在公信力和品牌建设上超越了国内竞争对手，而上市也为公司通过并购拓展业务提供了条件。

3.1 公司未来三年业绩复合增长率 41%

我们认为，公司未来三年的净利润复合增长率 45%以上，不考虑股本扩张的情况下，EPS 从 0.68 元提升到 1.47 元。

图表16 公司未来三年业绩快速增长 单位：百万元，%



资料来源：平安证券研究所

3.2 高增长来自两方面：内生性增长、并购扩张业务

■ 内生性增长率 30%-35%

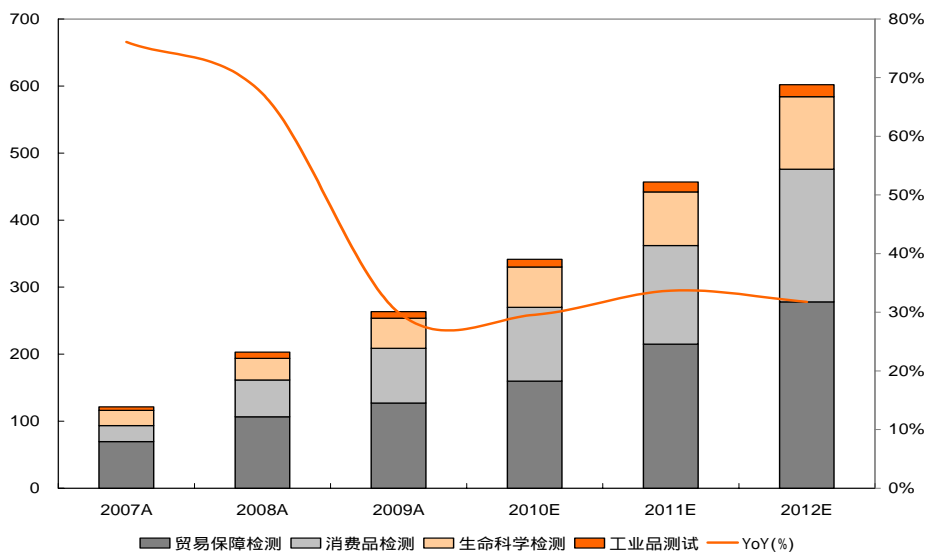
国内检测市场增长率为 20%-25%，考虑到公司是国内民营第三方检测的龙头企业，在品牌公信力、检测网络建设上有领先优势，能以较低的价格为客户提供便捷、综合性的检测服务。公司现有的业务的增长率将高于行业发展速度。我们预计未来三年，公司已有业务的复合增长率为 31.7%。具体业务的增长请见图表 17

图表17 公司已有业务收入预测 单位：百万，%

分业务收入	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	CAGR
贸易保障检测	69.7	106.6	127.3	160.0	215.0	278.0	
YoY(%)		37.3%	53.0%	19.5%	25.7%	34.4%	29.7%
消费品检测	23.7	54.8	81.6	109.9	147.0	198.0	
YoY(%)		313.1%	131.1%	48.9%	34.7%	33.7%	34.4%
生命科学检测	22.7	32.4	45.0	60.1	80.0	108.0	
YoY(%)		128.3%	42.4%	38.9%	33.6%	33.2%	35.0%
工业品检测	5.2	9.2	9.7	11.7	14.8	18.0	
YoY(%)		107.9%	76.2%	6.4%	19.7%	27.1%	21.3%
收入合计	121.3	202.9	263.7	341.6	456.8	602.0	
YoY(%)		76.1%	67.3%	29.9%	29.6%	33.7%	31.8%

资料来源：平安证券研究所

图表18 不考虑并购未来三年收入增速30%-35% 单位：百万元，%



资料来源：平安证券研究所

■ 并购提升业绩 10-15 个百分点

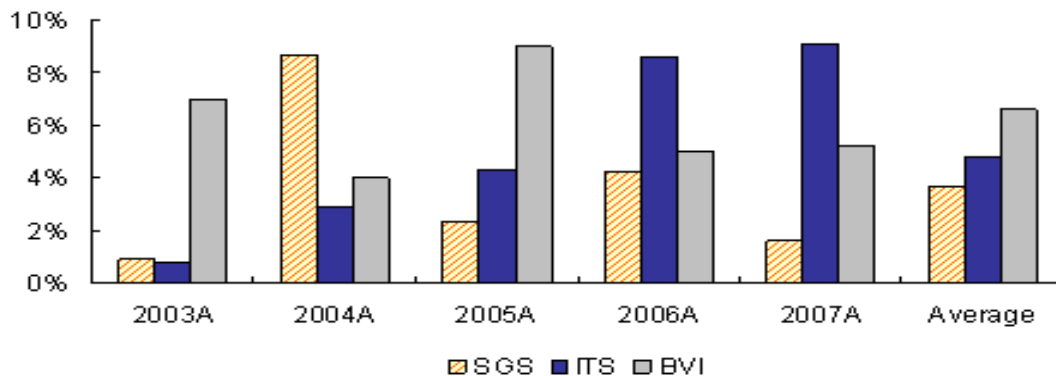
检测机构现金流充裕，而行业集中度不高，因此检测行业里并购频繁发生。公司目前资金充裕，而国内有大量的中小检测机构可以并购，预计公司今年在并购上会有动作。

并购主要从三个方面提升公司业绩：

1. 横向上，并购能拓展公司可以检测的行业。通过并购，公司向农业、矿产、能源、生物、医疗等未进入行业拓展。
2. 纵向上，并购帮助公司快速向认证、咨询顾问等行业上游延伸。
3. 地域上，增加公司检测业务的覆盖面。

从国外经验来看，并购也是检测机构拓展业务、提升业绩的重要手段。2003 至 2007 年，国外三大检测机构 SGS、ITS 和 BVI 通过并购平均实现了 4%-7% 的增长。

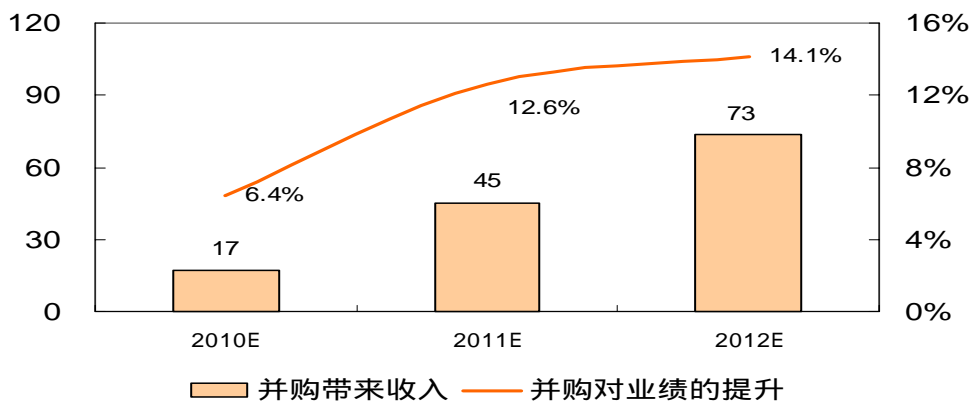
图表19 国外检测机构通过并购实现规模增长 单位：%



资料来源：平安证券研究所

考虑到公司的基数较小，我们认为，并购带来 10%-15% 业绩增长。

图表20 预期并购对业绩的提升10%-15% 单位：百万元，%



资料来源：平安证券研究所

3.3 公司的竞争优势

第三方检测是高壁垒行业，主要体现在品牌和公信力方面。从欧美检测机构的发展历程来看，先发者的竞争优势明显，出现强者恒强的局面。作为国内民营第三方检测机构的龙头，公司在竞争中已经领先一步。

■ 公司在品牌和公信力建设上卓有成效

公司在检测标准的制定上有一定话语权。作为国内有影响力的检测机构，公司受邀参与电子、食品、汽车等领域的国家检测标准的制定或审定。

图表21 参与制定国家相关标准

标准化工作组	相关标准制定
中国电子信息产品标准化工作组成员	起草产品的拆分及检测标准
国家发改委汽车回收利用和环保材料工作组成员	讨论制定汽车回收利用率、汽车禁用物质等管理方案
国家环保总局《车内空气污染物浓度限值及测量方法》标准编制组成员	制定《车内空气污染物浓度限值及测量方法》标准
《糕点质量检验方法》国家标准起草组成员	参与沙琪玛、果酱等食品的推荐性国家标准的审定
中国玩具标准修订工作组成员	

资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司检测报告获得众多知名企业的认可。公司是第一家获得索尼全球认可的中国检测机构，是唯一一家获得微软和丰田认可的中国检测机构。公司虽然不能直接从大客户那里取得检测收入，但是可以凭借它们的认可，从其供应商那里获得检测收入。每获得一家大公司的认可，其下属的成百上千家供应商都将成为华测的潜在客户。

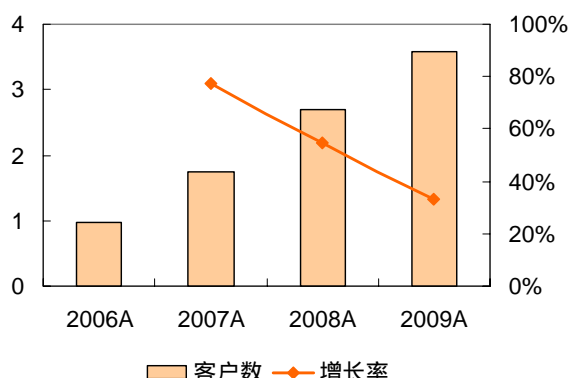
图表22 认可公司检测报告的部分大客户名单



资料来源：公司资料，平安证券研究所

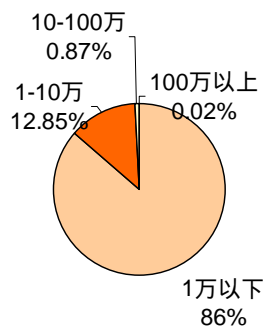
能直接带来检测收入的客户数保持了强劲的增长，从2006年的0.98万家，增加到09年的3.58万家，复合增长率54%。其中以中小客户为主，2009年带来检测收入在10万元以下的占99%。

图表23 客户数持续增长 单位：万家，%



资料来源：赛迪顾问，平安证券研究所

图表24 2009年客户业务规模分布 单位：%



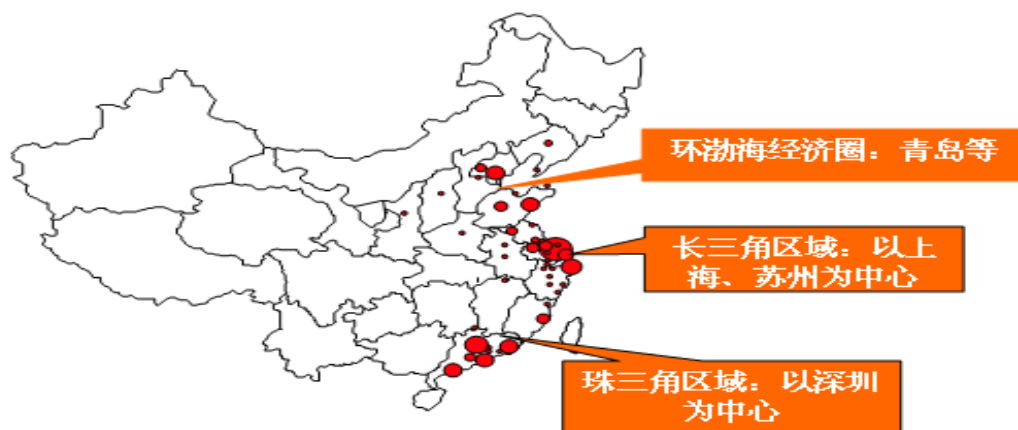
资料来源：平安证券研究所

■ 公司能提供便捷、综合检测服务，增加对客户的黏性

公司在服务团队的架构、灵活提供服务方式以及服务效率上，相比外资检测机构有优势。外资检测机构在国内没有服务团队，其提供检测服务的方式和时间固定。而大部分国内企业对于国外的检测标准所知不详，往往多做检测项目增加了费用，或者少做检测项目而使得认证通不过。公司有专门的服务团队，能为国内企业提供有针对性的咨询和检测服务。同时，按照客户的要求灵活安排时间，通过加班等方式缩短客户的等待时间，提高服务效率。

公司就近客户建立实验室，方便为客户服务。目前，公司检测网络覆盖了国内经济最发达的区域。

图表25 实验室网络覆盖国内经济最发达区域



资料来源：平安证券研究所

公司检测实力突出，以综合性检测服务锁定客户。公司与高校合作，建立研发中心。能为客户提供集物理、化学、生物、机械、电磁于一体的综合检测服务，增加了对客户的黏性。

图表26 公司部分检测项目



资料来源：平安证券研究所

四、 华测的未来：做中国的 SGS

瑞士 SGS 是全球规模最大和最受人尊敬的从事验证、测试和认证的综合性检测服务机构，2009 年其全球收入达到 47 亿瑞士法郎（合人民币 278 亿）。作为国内民营第三方检测的龙头，我们看好华测复制 SGS 的成功，成为华人检测最受人信任和尊敬的第三方检测品牌。

4.1 业务类型：综合性检测机构，某些细分领域占主导

综合检测服务，不仅是检测机构实力的象征，也是留住客户的重要手段。而在细分领域中占主导，有利于树立品牌。

华测的未来发展可以分为两个阶段：

- (1) **集中力量做综合检测业务。**一方面，向行业的上游如认证、咨询顾问延伸；另一方面，涉及的行业从现有的电子、纺织、玩具等贸易和消费类行业扩展到农业、能源、化工、矿产等行业。
- (2) **着力做好新检测领域，在某些细分领域中占据主导。**做好新检测领域，减少与在传统项目有优势的检测机构的竞争，有利于公司占据主导，做到检测业务与定制增值服务相结合，形成自己的认证品牌。由于细分检测认证领域众多，各检测机构只能在几个领域占主导，无法垄断整个检测市场。未来华测有空间在新的细分检测领域占主导地位。

图表27 全球主要检测公司在不同细分领域的地位

	SGS	BVI	ITS	Dekra	Tuv
工业品	Top 5	#1	×	×	#2
消费品	#2	#3	#1		×
认证	#1	#2	×		
海运		#2			
石油/天然气/化学品	#1	×	#2		
汽车	Top 5			Top 5	×
环境	×				
农业	#1	×	×		
矿产	#1				

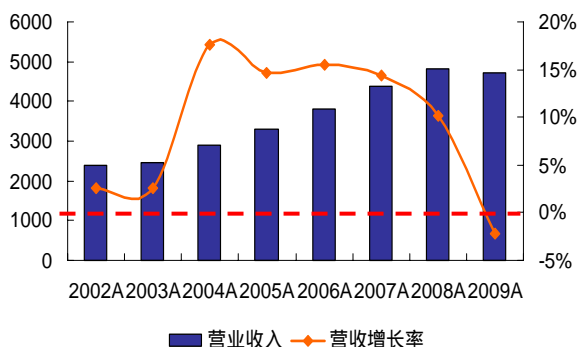
生命科学	x			
贸易	Top 3	Top 3	x	

资料来源：平安证券研究所

4.2 成长空间：天空才是极限

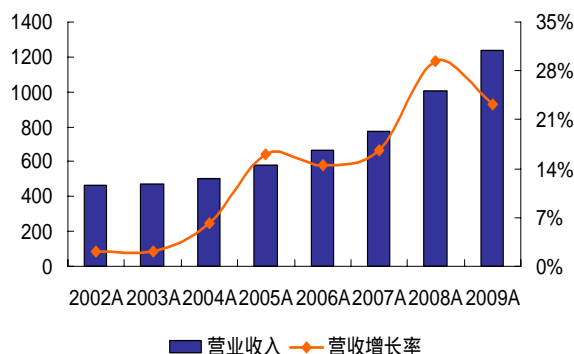
检测机构的成长空间巨大，天花板高。以检测领域全球规模第一和第五的 SGS 和 ITS 为例，02-09 年，SGS 的营业收入从 23.7 亿瑞士法郎增长到 47.1 亿瑞士法郎，复合增长率 10%；ITS 的营业收入从 4.6 亿英镑增长到 12.4 亿英镑，复合增长率 15%。

图表28 SGS业绩表现 单位：百万瑞士法郎，%



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表29 ITS业绩表现 单位：百万英镑，%

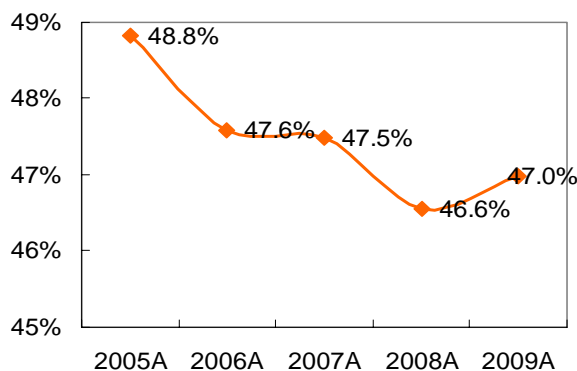


资料来源：公司年报，平安证券研究所

4.3 投资收益率：还有提升空间

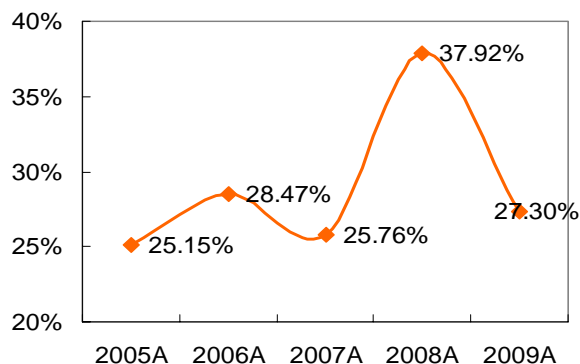
人员薪酬是检测机构最大的成本，国外一般占营收的 50%。以 SGS 为例，在此基础上，依然能实现 30%左右的 ROE。

图表30 SGS人员薪酬约占营收的一半 单位：%



资料来源：公司年报，平安证券研究所

图表31 SGS的ROE30%左右 单位：%



资料来源：公司年报，平安证券研究所

华测的人员薪酬只占营收的 30%左右。受上市募集资金的影响，2009 年 ROE 只有 8%。我们认为随着公司投资规模扩大，其 ROE 将持续上升，至少达到 30%。

4.4 结语：受益国家贸易地位上升，崛起在即

随着各国非关税贸易壁垒的加强，检测越来越成为国家贸易实力的象征。我们看好中国贸易实力在全球地位的增强，也看好中国第三方检测在此背景下崛起为全球检测的重要部分。

作为国内民营第三方检测的龙头，华测目前只占国内检测市场的 0.5%，占国内第三方检测市场的 1%，市场份额偏小。公司未来必将大力整合资源，扩大市场份额。看好公司未来五年占国内检测市场份额增加到 1%，营收达到 12 亿，增长 5 倍。

五、 投资风险提示

5.1 规模扩张风险

公司确立规模扩张为主的战略。由于检测行业的投资收益率高，因此规模的扩张能有效的提升业绩。未来公司将通过并购和新建实验室的方法，实现向认证、咨询等行业上游的延伸，以及向生物检测、医疗检测等检测新领域的扩张。

规模扩张带来业绩和管理压力。规模扩张带来的收益滞后于费用的支出，将给近期业绩带来较大的压力。同时，并购也为公司的管理提出了高要求，如何减少并购中的阵痛，将考验公司管理层的管理能力。

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	610	467	466	455
现金	588	428	414	385
应收账款	12	16	23	33
其他应收款	3	5	7	10
预付账款	6	19	21	28
存货	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	127	286	386	540
长期投资	2	3	3	3
固定资产	100	224	250	304
无形资产	11	51	125	225
其他非流动资产	14	8	8	8
资产总计	737	754	852	995
流动负债	34	25	30	36
短期借款	7	0	0	0
应付账款	2	0	0	0
其他流动负债	25	25	30	36
非流动负债	7	0	0	0
长期借款	6	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	41	25	30	36
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	82	123	123	123
资本公积	496	455	455	455
留存收益	118	151	244	380
归属母公司股东权益	696	729	822	959
负债和股东权益	737	754	852	995

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	87	80	141	201
净利润	57	74	108	153
折旧摊销	25	32	50	71
财务费用	0	-10	-8	-8
投资损失	3	1	-1	-3
营运资金变动	0	-15	-8	-13
其他经营现金流	2	-1	1	1
投资活动现金流	-39	-192	-149	-222
资本支出	41	150	75	125
长期投资	0	1	-0	0
其他投资现金流	2	-41	-74	-97
筹资活动现金流	495	-49	-6	-8
短期借款	-24	-7	0	0
长期借款	-6	-6	0	0
普通股增加	21	41	0	0
资本公积增加	495	-41	0	0
其他筹资现金流	10	-36	-6	-8
现金净增加额	544	-161	-14	-29

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	264	359	519	737
营业成本	94	139	211	307
营业税金及附加	13	18	26	37
营业费用	60	86	113	151
管理费用	30	42	53	74
财务费用	0	-10	-8	-8
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-3	-1	1	3
营业利润	62	83	125	179
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	69	90	131	186
所得税	12	16	24	34
净利润	57	74	108	153
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	74	108	153
EBITDA	88	105	166	243
EPS (元)	0.69	0.60	0.88	1.25

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入 (%)	29.9%	36.0%	44.7%	42.1%
营业利润 (%)	43.9%	33.0%	50.3%	44.0%
归属母公司股东权益 (%)	47.3%	30.4%	46.2%	41.8%
获利能力				
毛利率 (%)	64.3%	61.2%	59.3%	58.4%
净利率 (%)	21.4%	22.1%	22.3%	21.4%
ROE (%)	8.1%	10.1%	13.1%	15.9%
ROIC (%)	38.9%	19.6%	23.1%	24.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	5.6%	3.3%	3.5%	3.6%
净负债比率 (%)	43.79%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	17.87	18.90	15.73	12.54
速动比率	17.87	18.90	15.73	12.54
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.48	0.65	0.80
应收账款周转率	24	24	25	25
应付账款周转率	23.72	165.74	-	-
每股指标 (元)				
每股收益	0.46	0.60	0.88	1.25
每股经营现金流	0.71	0.66	1.15	1.64
每股净资产	5.67	5.94	6.70	7.81
估值比率				
P/E	58.34	44.76	30.61	21.60
P/B	4.74	4.53	4.01	3.44
EV/EBITDA	31	26	16	11

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257