

综合III

署名人: 王鹏

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

华测检测

300012

推荐

奇石致远, 静水流深

我们建议投资者关注华测检测的长期投资机会。公司题材独特, 是目前 A 股市场唯一的检测行业上市公司, 尽管目前面临成本上行压力, 但检测市场的良好成长性以及公司较强的市场开拓能力足以保证未来几年内的稳健增长。

投资要点:

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 28.60元

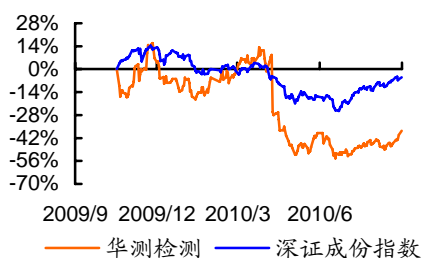
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	11690.35
总股本(百万)	123
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	9
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	5.67
资产负债率	5.6%

股价表现

(%)			
华测检测	12.87	2.22	-3.40
深证成份指数	7.38	14.17	-3.93



相关报告

- **第三方检测行业具有“永动机”式的发展特性。**检测行业主要为生产制造企业提供有害物质检测、质量管理等综合性服务。“商品质量及环保标准提升—检测标的扩大、检测标准提高—检测市场发展—商品质量及环保标准继续提升”构成了检测行业发展的良性循环。亚太地区检测行业发展增速已连续多年超全球平均增速。
- **中国第三方检测行业面临重大发展机遇。**全球制造业向中国的转移, 西方绿色贸易法规的不断升级, 以及国际贸易的持续复苏, 使得中国出口商品检测市场维持价涨量升格局; 尽管国内检测市场长期被国有质量监督机构垄断, 但国内检测标准与国际对接将推动内销商品检测市场开放化进程。中国 2010 年检测市场规模已达 600 亿。
- **公司主营业务属于行业内的成长高端, 且公司具有差异化竞争优势。**公司在贸易保障检测领域具有国内领先技术水平, 在消费品检测业务领域产能扩张迅速, 两大业务目前也是国际检测行业近年来的成长高端, 具有较强盈利能力; 公司目前所占市场份额仅 0.45%, 但与国内同等规模竞争对手相比, 公司资源使用效率更佳, 与国际竞争对手相比, 公司具有价格与服务优势。考虑到公司的快速市场开拓能力, 其未来市场份额有望继续扩大。
- **公司未来业务看点众多。**公司很有可能以中国 ROHS 为突破口获得国内强制性检测业务; 公司国际资质水平较高, 海外市场开拓具有较好基础; 用并购方式延伸服务网络是检测行业的必然规律, 公司以并购实现外延式扩张是大概率事件。
- **公司有望借行业发展趋势实现稳健成长。**国际市场普遍对于检测行业高度看好, 国际级检测企业估值溢价已经接近一倍。我们预测华测 2010-2012 年 EPS 为 0.63、0.82、1.05 元, 按照 2010 年 50 倍 PE 推算, 公司合理价位应在 32 元附近。
- **股价催化因素:** 国际绿色贸易法规出现重大升级, 国内检测市场进一步加速开放。
- **风险提示:** 公司因重大检测事故严重影响市场声誉。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	264	351	473	629
同比(%)	30%	33%	35%	33%
归属母公司净利润(百万元)	57	77	101	128
同比(%)	47%	36%	31%	27%
毛利率(%)	64.3%	63.6%	62.6%	62.4%
ROE(%)	8.1%	10.5%	12.1%	13.4%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.82	1.05
P/E	54.46	40.02	30.55	24.00
P/B	4.43	4.21	3.70	3.20
EV/EBITDA	29	25	16	12

资料来源: 中投证券研究所

# 目 录

<b>一、公司概况：中国最大的民营第三方检测机构</b>	<b>4</b>
1. 公司股权结构	4
2. 业务结构重点突出，布局合理	5
3. 业绩快速增长，盈利能力高于国际同行水平	6
4. 管理层运营经验丰富，国际化背景突出。	7
<b>二、空间广阔的第三方检测行业</b>	<b>7</b>
1. 第三方检测行业历史悠久，底蕴深厚	7
2. 经济发展“质”“量”的提升是推动检测市场发展的永动机	8
3. 亚太地区近年检测市场增速超全球平均水平	9
<b>三、中国第三方检测行业面临重大发展机遇</b>	<b>10</b>
1. 受益出口贸易繁荣及西方绿色贸易法规升级，出口检测市场将维持价涨量升格局	10
2. 检测标准逐步与国际对接，内销产品检测市场或将加速开放	12
3. 中国第三方检测市场规模2010年已达到600亿元	12
<b>四、稳中求变，公司业务领域处于检测行业成长高端</b>	<b>13</b>
1. 乘风远航，电子信息产品检测技术实力居国内领先水平	13
2. 蓄势待发，消费品测试领域产能扩张迅速，已具备快速增长潜力	14
3. 独辟蹊径，工业品检测、生命科学检测领域具有差异化检测能力	15
4. 公司主要业务领域处于检测行业成长高端	15
<b>五、声誉与规模并举，公司已具备差异化竞争优势</b>	<b>16</b>
1. 公司商业模式清晰，市场声誉积累迅速	16
2. 与国内竞争对手比较，公司资产规模相当，资源使用效率更佳	17
3. 与国际竞争对手比较，公司具有价格及服务优势	18
<b>六、抢占先机，公司未来发展看点众多</b>	<b>19</b>
1. 国内强制性产品检测市场或将取得重要突破	19
2. 市场准入资质相对较全，海外业务有望快速推进	19
3. 外延式扩张势在必行，并购预期强烈	20
<b>七、盈利预测</b>	<b>20</b>
1. 收入预测	21
2. 毛利预测	21
<b>八、估值与投资建议</b>	<b>22</b>

## 图表目录

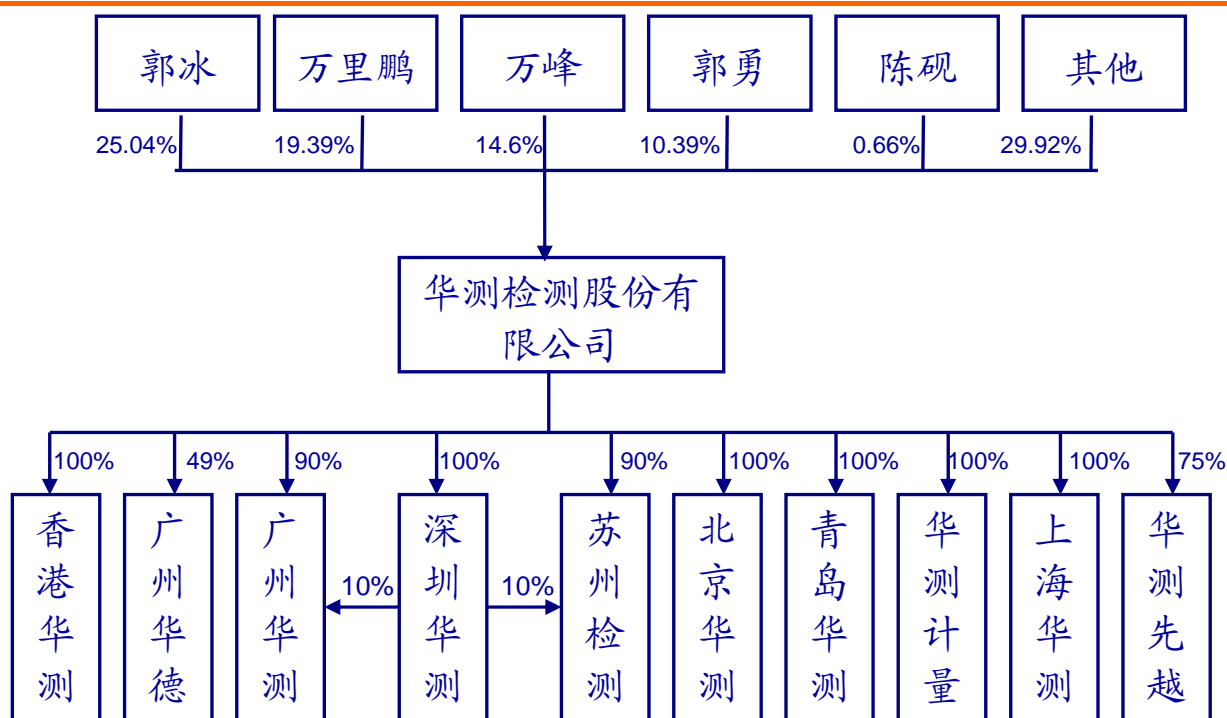
图 1	华测检测目前股权结构 .....	4
图 2	华测检测业务结构 .....	6
图 3	华测检测 2009 年主营业务收入构成 .....	6
图 4	华测检测 2009 年主营业务收入地域分布 .....	6
图 5	华测检测近年来营业收入保持较快增长 .....	7
图 6	公司 EBITDA 率高于国际同行 .....	7
图 7	第三方检测业务领域覆盖广泛 .....	8
图 8	检测市场发展具有永动机性质 .....	9
图 9	全球三大检测集团 2005-2009 年营业收入复合增速对比 .....	10
图 10	近年来中国 ROHS 进程明显加快 .....	12
图 11	中国第三方检测市场规模预测 .....	13
图 12	内销产品与外销产品市场规模对比 .....	13
图 13	资本开支对消费品检测领域给予重点倾斜 .....	14
图 14	消费品检测量增速居各业务领域首位 .....	14
图 15	三大集团消费品测试业务近 5 年增速较快 .....	15
图 16	消费品测试业务 EBIT 率显著高于其他业务 .....	15
图 17	公司近年客户增速较快 .....	17
图 18	公司已初具市场声望 .....	17
图 19	我国检测行业竞争格局 .....	17
图 20	公司销售与服务人员比例已占多数 .....	19
图 21	Intertek 与华测业务构成对比 (2009 年) .....	23
图 22	Intertek 公司与华测区域业务构成对比 (2009 年) .....	23
表 1	公司管理层概况 .....	7
表 2	第三方检测业务需求特征 .....	9
表 3	国际绿色贸易法规及近年产品安全重大事件概览 .....	11
表 4	国际绿色贸易法规逐步升级 .....	11
表 5	ROHS 法令限制性有害物质在我国相关产品中仍有广泛应用 .....	11
表 6	公司在中国 ROHS 体系制订过程中扮演重要角色 .....	13
表 7	公司在电子信息产品检测领域具有领先技术水平 .....	14
表 8	公司已逐渐形成差异化技术能力 .....	15
表 9	政府性检验与商业性检验对比 .....	18
表 10	华测检测与国内主要竞争对手比较 .....	18
表 11	公司检测价格低于外资厂商 .....	19
表 12	UKAS、CPSC、SPRING 认证认可机构一览 .....	20
表 13	SGS、Intertek 通过频繁并购实现扩张 .....	20
表 14	公司业务收入增速预测 .....	21
表 15	公司毛利率预测 .....	22
表 16	国际检测企业估值一览 (截止 2010 年 9 月 9 日) .....	22
表 17	华测与 A 股估值一览 (截止 2010 年 9 月 9 日) .....	23

## 一、公司概况：中国最大的民营第三方检测机构

华测检测是国内从事第三方检测、检验与认证服务的著名民营机构，目前主要服务于出口产品检测市场。公司于2003年12月成立，注册资本6077万元。2006年7月1日欧盟ROHS法令（《关于在电子电气设备中限制使用某些有害物质指令》）开始实施以后，中国电子电器产业对于检测业务的需求开始迅猛增长，公司藉此获得了快速发展。2009年10月，公司在深交所创业板挂牌上市，发行价25.78元/股，共募得资金5.41亿元，成为中国首家检测行业上市公司。

### 1. 公司股权结构

图 1 华测检测目前股权结构



资料来源：公司年报、中投证券研究所

## 2. 业务结构重点突出，布局合理

公司目前主要有贸易保障检测、消费品测试、工业品测试、生命科学检测四大业务群，几乎覆盖了当前检测业务的全部热点领域。公司各业务群收入比重日渐均衡，已形成综合性检测企业雏形。公司目前的发展定位是以出口产品检测市场为主，同时力图从内销产品检测市场、环保检测市场、国际市场寻求突破。

贸易保障检测是公司业务的基石，目前占公司全部收入半壁江山。围绕 ROHS、REACH 等国际贸易法规为国内电子电器产品出口厂商提供的产品或原材料测试业务是公司的传统优势，也是当前和今后一段时期的业务重心。

消费品测试业务主要围绕纺织服装、玩具制造、皮革加工领域展开，服务对象主要为相关产品的出口厂商或外资厂商。由于中国已成为全球玩具纺织类产品的重要生产基地，因而公司消费品测试业务拓展顺利，目前已成为公司业务的第二大支柱。

工业品测试业务主要围绕仪器设备计量校准业务、机械设备性能测试展开，公司日前将深圳子公司业务进行改组，独立从事计量校准业务。虽然国内计量校准市场受政府管制较为严重，但公司目前通过开拓外资市场，已初步形成品牌影响力。

生命科学测试业务主要由食品检测及环境检测构成。公司大力创新，独辟蹊径，积极开展食品接触材料等项目研究，从而形成业务差异化优势。公司与中国环境科学研究院具有良好合作关系，承接了大量环境检测类业务。生命科学测试业务发展速度很快，是公司后期业务发展的重要看点。

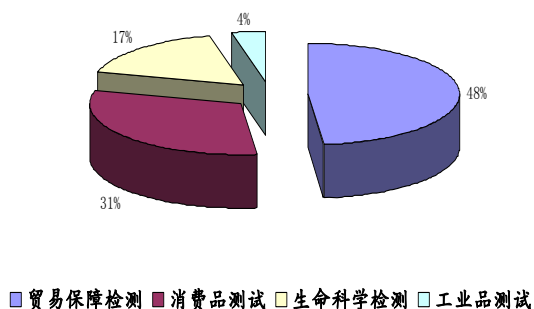
公司顺应检测行业发展规律，积极发展“一站式”检测服务，利用自己的市场声誉逐步发展咨询及认证类业务，如实验室顾问及培训服务、质量管理体系认证服务、出口产品认证服务等。从地区结构上看，华南、华东是公司业务的重点区域，华北与境外成为新亮点，目前公司已经形成了沿海推进，辐射内地的梯度发展格局。

图 2 华测检测业务结构



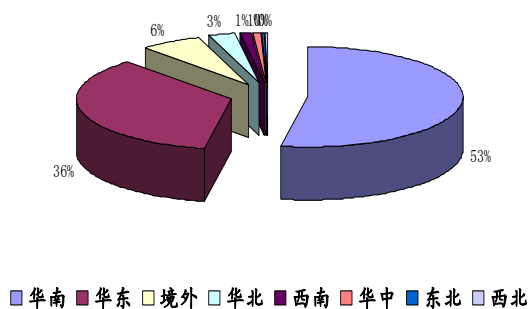
资料来源：公司招股说明书、公司网站、中投证券研究所

图 3 华测检测 2009 年主营业务收入构成



资料来源：公司年报

图 4 华测检测 2009 年主营业务收入地域分布

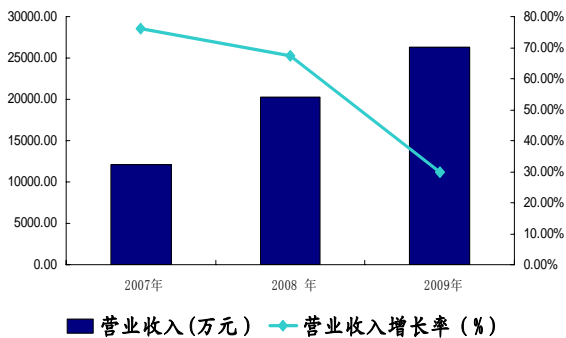


资料来源：公司年报

### 3. 业绩快速增长，盈利能力高于国际同行水平

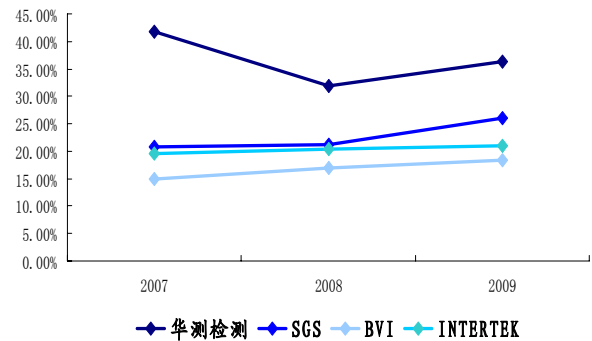
公司 2007 年至 2009 年营业收入增长速度分别达到 76.1%，67.26%，29.94%，净利润增速分别为 112.67%、15.67%和 48.08%。由于国内没有可比上市公司，我们使用 EBITDA 率为指标，将华测检测与国际著名检测机构 SGS、BVI、Intertek 进行比较。从结果来看，公司近年来表现显著强于 SGS、BV、Intertek 等国际同行公司，显示出较强的盈利能力。

图 5 华测检测近年来营业收入保持较快增长



资料来源：公司年报

图 6 公司 EBITDA 率高于国际同行



资料来源：公司年报、彭博资讯

#### 4. 管理层运营经验丰富，国际化背景突出。

公司董事会主要由创业团队组成，管理层则聘请大量国际级检测企业管理人才担任。公司创始人万峰从公司建立伊始便以国际一流检测企业为目标，积极打造与国际接轨的管理体系和服务体系。近期，公司改组了管理层，聘任在业内享有较高声望的原挪威船级社（DNV）大中国地区认证服务部总经理徐帅军担任公司总裁，前期管理层成员离职对公司造成的负面影响已大大降低。

表 1 公司管理层概况

序号	姓名	现任职务	曾任职务或曾就职公司
1	徐帅军	总裁	挪威船级社（DNV）大中国地区认证服务部总经理
2	郭冰	常务副总裁	冠智达实业公司副总裁
3	陈砚	副总裁	广东发展银行
4	钱峰	副总裁	深圳海事局
5	徐江	副总裁	AMERSON 能源公司
6	夏云	副总裁	Intertek 台湾公司总经理
7	王在彬	副总裁	深圳质量认证中心
8	徐开兵	副总裁	加拿大亚太集团中国总部财务部经理

资料来源：公司公告

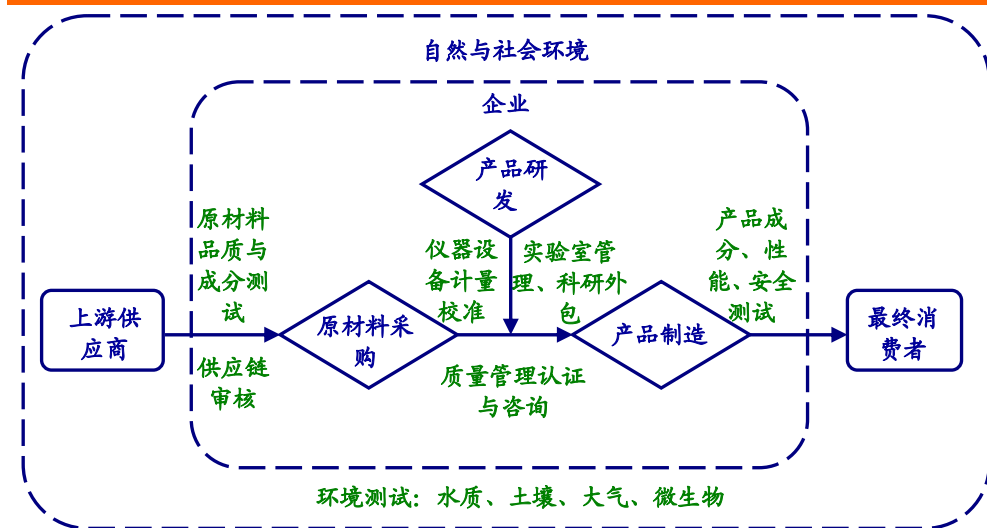
## 二、空间广阔的第三方检测行业

### 1. 第三方检测行业历史悠久，底蕴深厚

第三方检测行业主要为各类生产制造企业提供原材料成分与品质测试、环境测

试、仪器设备计量校准、产品质量管理认证、科研外包、技术咨询等综合性服务，服务对象几乎涉及所有消费品及工业品制造行业。国际知名检测企业大多创立于19世纪，主要开展国际贸易领域的品质保证服务以及货运避险服务（如瑞士SGS集团依靠出口谷物检测发家、法国BV集团则依靠商船质量评估起步）。随着技术进步与社会分工的细化，第三方检测业务领域不断拓展，开始提供实验室管理、研发外包、质量管理认证等高附加值业务。总体上看，成熟型检测企业的成长都经历了“单业务检测—多业务检测—质量管理服务—环境与经济协调发展综合服务”四个发展阶段。

图7 第三方检测业务领域覆盖广泛



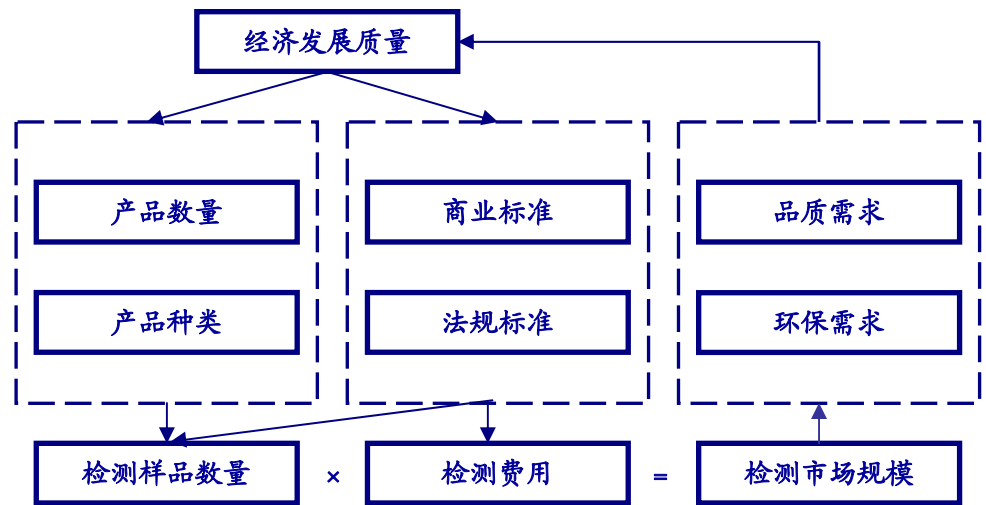
资料来源：中投证券研究所

## 2. 经济发展“质”“量”的提升是推动检测市场发展的永动机

检测业务的检测对象多为商品生产者提供的各种商品样品，而检测内容则取决于商品需求方对于质量与性能的客观需要。随着经济发展程度的提升，人类不但需要更多的商品种类与数量，并且对于商品的质量、安全和环保程度具有了更高要求。各国开始以各种法规形式确定本国市场上销售产品的质量标准，专门指定检测机构，从而使检测业务需求具有了某种“刚性”。而检测市场规模的壮大、检测行业的发展成果反过来又会推动产品品质需求以及环保需求进一步提升，从而带动经济发展质量的进一步提高。因此从历史的角度看，检测市场的发展具有永恒性，经济发展程度越高，检测业务的覆盖领域就越全面，检测市场的需求规模就越大。近年来，随着人们健康与环保意识的强化，全球各种产品质量法规不断升级，使全球检测市场呈现稳健增长格局。据巴黎银行统计，过去10多年间全球检测行业一直维持6%-8%的增长速度，即使在金融危机时期，检测行业的增长也由于其具有的“刚性需求”特质而并未受到太大的负面影响，呈现出良好的防御性特征。



图 8 检测市场发展具有永动机性质



资料来源：中投证券研究所

目前，第三方检测业务的需求主要有两大来源，一类来自于各国政府以产品质量法规、环境保护法规等形式确定的强制性检测，另一类则来自于经济领域中自发产生的商业性检测需求。强制性检测需求具有相对刚性，但市场规模远不及商业性需求规模。就细分领域来看，消费品测试的市场需求增长最快，且与经济周期关联性较弱，具有良好的投资属性。总体上看，**第三方检测行业的增长驱动因素主要有四：国际贸易活动的繁荣、产品质量法规的升级、工业技术与质量标准化的提升、环保节能需求的上涨。**

表 2 第三方检测业务需求特征

	近 5 年市场需求复合增速	与经济周期关联程度
农业种植服务	7%	+
矿产勘探服务	12%	++
能源、大宗商品检测	5%	++
贸易保障检测	8%	+++
消费品检测	15%	+
工业品测试	7%	++

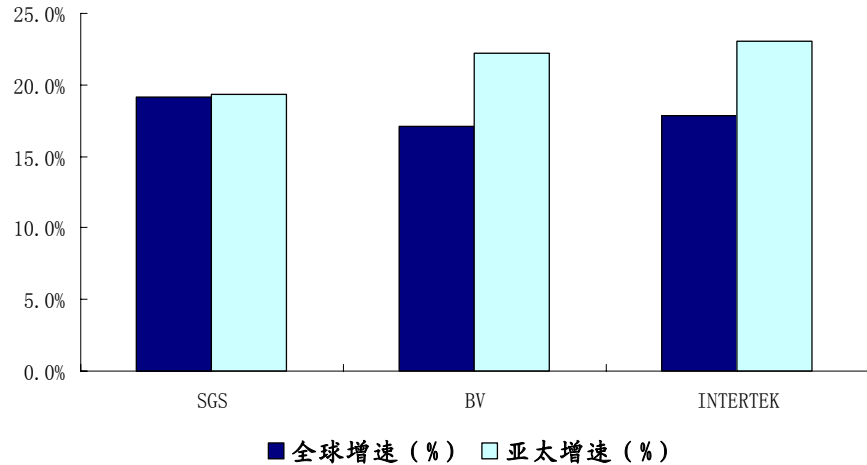
资料来源：中投证券研究所

### 3. 亚太地区近年检测市场增速超全球平均水平

近年来，随着全球制造业向亚洲地区逐渐转移以及全球“绿色”贸易壁垒不断升级，促成了亚太国家对于第三方检测业务的需求快速增长。同时，由于粗放型

发展方式造成能耗及污染的加重，一些国家政府在农业、资源、环保等领域对于第三方检测也具有较高的需求。全球著名的 SGS、BV、Intertek 三家检测机构凭借其卓越声誉在亚太地区迅速扩张业务，2009 年三大检测集团在亚太区业务收入总和接近 20 亿欧元，增速明显高于其全球营业收入平均增速。

图 9 全球三大检测集团 2005-2009 年营业收入复合增速对比



数据来源：彭博资讯、公司公告

### 三、中国第三方检测行业面临重大发展机遇

#### 1. 受益出口贸易繁荣及西方绿色贸易法规升级，出口检测市场将维持价涨量升格局

中国出口检测市场主要集中在电子电器、纺织服装、玩具制造等领域。尽管中国长期实施出口检验检疫制度，但由于东西方的商业习惯差异，中国政府检验机构的检测结果往往不被国外视为“第三方”检测，因此出口检测市场成为中国独立第三方检测机构的主市场。目前，由于中国已日渐成为相关产品的全球制造基地，因此近年来相关产品的外贸出口呈稳步增长势头。根据我们的测算，金融危机后，全球经济逐步回暖，未来 5 年中国家电出口数量增速预计将保持在 15%-20% 左右，纺织服装及玩具等产品出口数量增速也将恢复到 10% 以上的正常水平，检测行业的需求基础有望持续扩大。

从外部环境看，由于发达国家出于环境保护和贸易保护的双重需求，对进口产品中有害物质的含量不断追加各种法规限制，造成因进口产品有害物超标被召回等事件在世界各地屡有发生。目前各国绿色贸易法规快速升级的势头有增无减，监管产品清单及有害物质的限制种类不断增多，因此检测项目不断递增，检测费用上涨在今后几年将成为大概率事件。

表 3 国际绿色贸易法规及近年产品安全重大事件概览

国家或地区	绿色贸易法规	限制使用有害物质	涉及产品范围	近年重大事件
美国	ATCM	甲醛	建材、家具	2008 年美泰公司玩具召回事件、2010 年中国石膏板事件
	CPSIA	铅、邻苯二甲酸盐	玩具、油漆	2010 年德国、西班牙、荷兰等国召回中国产塑料玩具事件
欧盟	REACH	砷化物、溴化物等	建材、煤焦油、玩具用原材料等	2008 年中国速冻水饺中毒事件
	ROHS	铅，镉，汞，六价铬，多溴二苯醚，多溴联苯	家电、电子元器件	
日本	《食品残留农业化学品肯定列表制度》	各类农药、兽药、食品添加剂残留	米、麦、豆、玉米等	

资料来源：中投证券研究所

表 4 国际绿色贸易法规逐步升级

国家或地区	贸易法规	修订计划	预计实施时间
欧盟	ROHS	监管对象覆盖所有电子电气产品、有害物质清单增加 5 种	2014 前后
	REACH	新增 8 种高度关注物质，总计达到 38 种	2010
美国	ATCM	甲醛排放标准进一步提升	2012 前后
日本	《食品残留农业化学品肯定列表制度》	提升三类农业化学品含量标准	2010

资料来源：中投证券研究所

从国际绿色贸易法规所限定的有害物质来看，目前在中国出口的建材、纺织、家电等产品及其原材料当中仍然有相当广泛的应用，考虑到中国与西方在材料技术上的相对差距始终存在，因此我们认为环保材料的替代速度无法对第三方测试构成实质威胁，现有第三方测试的需求基础仍然比较稳固。

表 5 ROHS 法令限制性有害物质在我国相关产品中仍有广泛应用

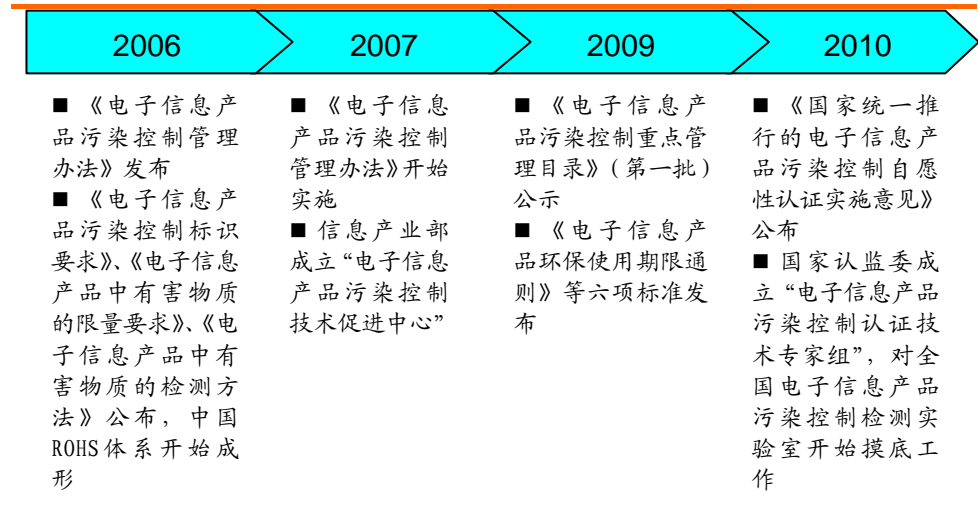
有害物质	国内主要应用产品	有害物质应用比例
汞	荧光灯材料	60%
铅	焊料	75%
镉	塑料稳定剂、触头材料	70%
六价铬	金属电镀防腐涂层	30%
多溴联苯	阻燃剂	80%
多溴二苯醚		

资料来源：中投证券研究所

## 2. 检测标准逐步与国际对接，内销产品检测市场或将加速开放

国内检测市场长期以来有国内检测市场过去长期由国有质量监督机构所控制。1989年的《中华人民共和国进出口商品检验法》中规定，商品检验检测市场可以开始对民间资本开放。根据中国加入WTO承诺，国内检测市场于2005年12月开始对外全面开放。近年来，为进一步提升我国产业竞争力，政府开始推动一些行业的国内质量及环保标准与国际标准相互对接，例如近年来中国ROHS体系明显加快建设步伐，环保、纺织等领域的标准国际化进程也有明显加快。从目前情况看，多数国有质量监督检测机构属于事业单位体制，技术水平多停留于行业标准，且商业化服务水平较低，难以满足市场需求。因此我们认为，国内标准向国际化标准接轨或将成为国内检测市场进一步开放的突破口，检测行业现有的高度分散格局将进行调整，已经在出口产品检测市场具有声望的独立中介机构有望获得较大的市场机遇。

图 10 近年来中国 ROHS 进程明显加快



资料来源：中投证券研究所

## 3. 中国第三方检测市场规模 2010 年已达到 600 亿元

由于业务的复杂性和数据来源的有限性，目前业界对于第三方检测市场规模往往说法不一。我们综合国内与国际两种主流观点进行了推算：

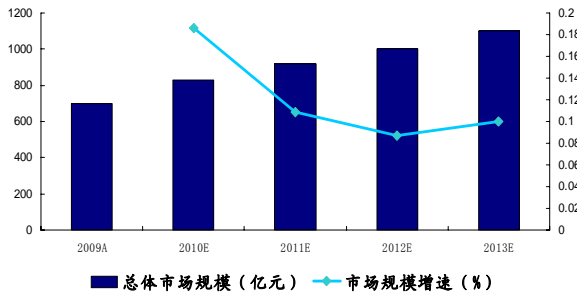
(1) 国内主流观点：根据 CCID 的预测，我国 2010 年检测市场规模已经超过 700 亿元，未来几年将保持 8% 以上的年增速，全国检测市场 2013 年市场规模将超过 1000 亿。目前我国内销产品检测市场与出口产品检测市场规模之比大致为 6:4，以此估算，2013 年内销产品检测市场规模约为 600 亿，外销产品检测市场规模约为 400 亿元。

(2) 国际主流观点：据巴黎银行 2007 年的报告，全球检测市场规模大约为 350 亿欧元，亚太区业务比重约为全球 25% 左右。如果以当年汇率推算，亚太区市场规模应为人民币 1000 亿元左右。由于中国是亚太区主要市场之一，我们按照 30%

的保守估计，2007年中国市场规模已经达到300亿元。如果再按照国际检测企业近年亚太区业务复合增速20%计算，2010年中国检测市场规模大约为500亿元。

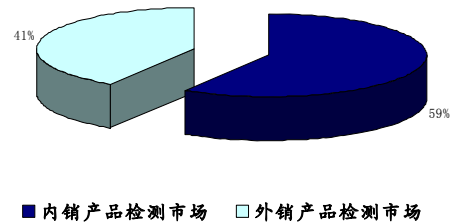
综合上述两种观点，我们认为中国检测市场规模大约为600亿元左右。

图 11 中国第三方检测市场规模预测



资料来源：CCID

图 12 内销产品与外销产品市场规模对比



资料来源：CCID

## 四、稳中求变，公司业务领域处于检测行业成长高端

### 1. 乘风远航，电子信息产品检测技术实力居国内领先水平

近年来，随着国际上对于电子信息产品有害物质的监管法规日趋严格，间接带动了电子信息产品出口大国检测标准的提升。自欧盟颁布 ROHS 体系以来，中国 ROHS 体系也明显呈加速升级态势。公司凭借在出口电子信息产品检测领域积累的良好声誉以及强大技术实力，参与了多项中国 ROHS 标准体系文件的制定工作。公司参与制订的 8 项国家技术标准中有 3 项为电子信息产品检测标准。此外，公司还紧密跟踪全球“无卤化”趋势，在电子信息产品材质、涂料检测等方面自主研发了一系列重要技术，并已达到国内或国际领先水平，为公司未来发展奠定了良好基础。

表 6 公司在中国 ROHS 体系制订过程中扮演重要角色

中国 ROHS 体系重大文件	华测参与起草	参与起草检测机构总数
《电子信息产品污染控制管理办法》		政府起草
《电子信息产品中有毒有害物质的检测方法》	✓	6
《电子信息产品中污染控制标识要求》		6
《电子信息产品中有毒有害物质的限量要求》	✓	10
《电子信息产品中有毒有害物质检测样品拆分通用要求》	✓	7
《电子信息产品污染控制重点管理目录（第一批）》（公示稿）		政府起草

资料来源：中投证券研究所

表 7 公司在电子信息产品检测领域具有领先技术水平

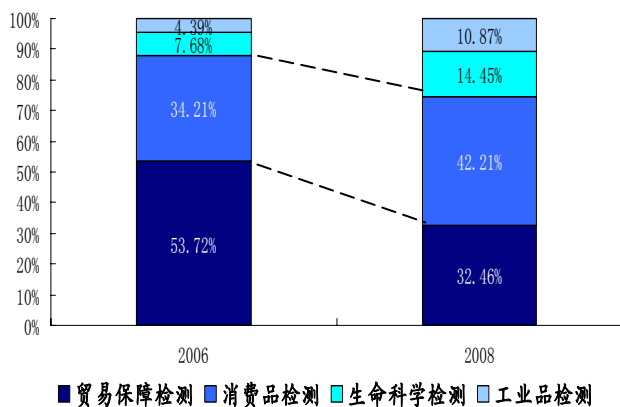
技术名称	技术应用	技术水平
电子电气产品中短、中链氯化石蜡的测定	增塑剂、阻燃剂检测	国际水平
电子电气产品中苯并三唑类紫外线吸收剂的测定	塑料添加剂、电镀涂层检测	国内领先
电子电气产品中臭氧层破坏物质的测定	家电冷冻剂、表面涂层检测	国内领先
电子电气产品中PFOS/PFOA 的测定	电子、家电产品表面防水耐油涂层检测	国内领先

资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

## 2. 蓄势待发，消费品测试领域产能扩张迅速，已具备快速增长潜力

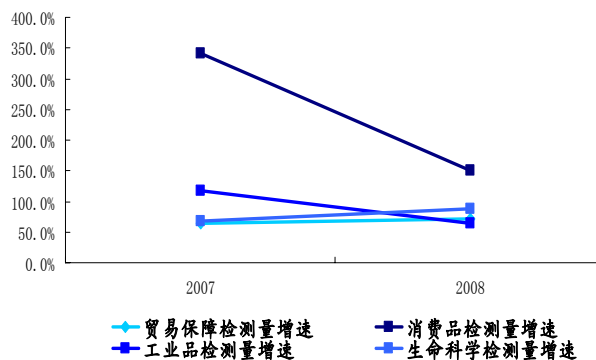
随着全球经济复苏以及产业技术升级，国际检测企业已将消费品测试做为未来几年的发展重心，公司近年来在技术和产能方面对消费品测试领域也给予了重点倾斜。从技术上看，公司目前在消费品测试领域共有CNAS认可项目548项，占公司全部认可项目比重达到32%，对于欧盟玩具安全标准EN71所涉及的70余种有机化合物检测拥有国内领先技术水平。从检测能力上看，公司拥有消费品测试实验室10间，占全部实验室比例1/3，消费品测试检测量从2006年的0.35万件增加到2008年3.89万件，增速在所有业务领域处于第一位。公司在消费品测试领域的资本开支由2006年的34.21%上升至2008年的42.21%，比重处于首位。

图 13 资本开支对消费品检测领域给予重点倾斜



资料来源：公司招股说明书

图 14 消费品检测量增速居各业务领域首位



资料来源：公司招股说明书

### 3. 独辟蹊径，工业品检测、生命科学检测领域具有差异化检测能力

目前，我国工业品检测及生命科学检测在国内尚处于高度封闭状态，长期为国有检测机构所垄断，业务性质也多为政府规定的强制产品检测，独立中介机构很难介入。公司除积极开拓常规检测市场外，从差异化角度入手，积极开发食品接触材料检测、材料分析、失效分析等技术，形成了自己的业务特色。

表 8 公司已逐渐形成差异化技术能力

	主要应用	2008 年业务收入 (万元)	技术水平
德国、美国、欧盟及法国 食品接触材料测试项目	食品包装材料、 添加剂检测	244	国内领先
BGA 缺陷检测方法研究	集成电路封装 焊接质量检测	80	国内领先

资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

### 4. 公司主要业务领域处于检测行业成长高端

为便于分析华测细分业务成长情况，我们首先对于 SGS、BV、Intertek 三大国际检测集团 2005-2009 年的细分业务经营情况进行了综合分析。从近 5 年的业务发展情况看，三大企业的共同特征是消费品测试业务保持了较高的成长率（复合增速 10-15%），且消费品测试业务的 EBIT 率在各项业务领域中也具有较高水准（2009 年 EBIT 率在 25% 以上）。如前文所述，消费品测试业务出现“双高”的根本原因，主要在于全球健康环保意识带动相关产品测试需求的上涨，以及各国产品质量监管法规的日趋严格。就目前情况看，这一趋势在未来几年内仍会延续。此外，我们对于华测和三大集团的业务分类比较表明，华测目前在贸易保障检测以及消费品检测两块业务内容实际上都与国际上的“消费品测试”业务具有高度重合性。据此，我们认为华测目前的主要业务领域属于行业内的成长高端，具有良好的增长潜能。

图 15 三大集团消费品测试业务近 5 年增速较快

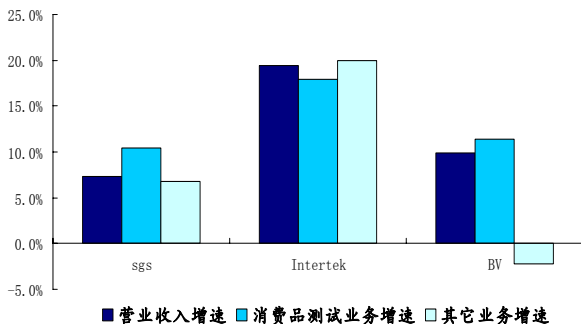
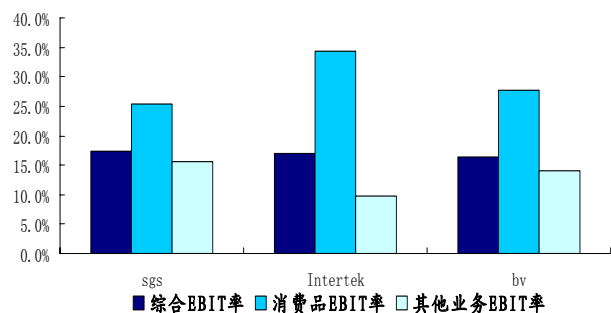


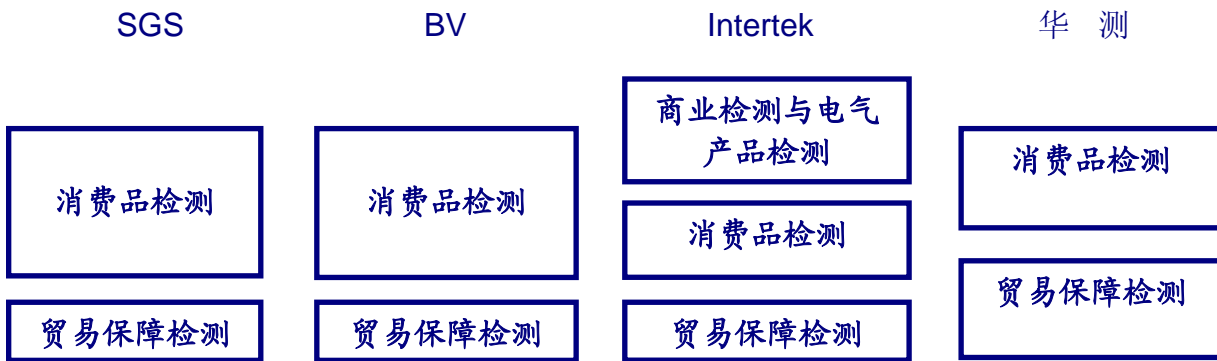
图 16 消费品测试业务 EBIT 率显著高于其他业务



资料来源：公司年报、中投证券研究所

资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 16 公司的贸易保障检测与消费品检测两大业务与三大集团的“消费品检测”业务具有重合性



资料来源: Morgan Stanley, 中投证券研究所

## 五、声誉与规模并举，公司已具备差异化竞争

### 优势

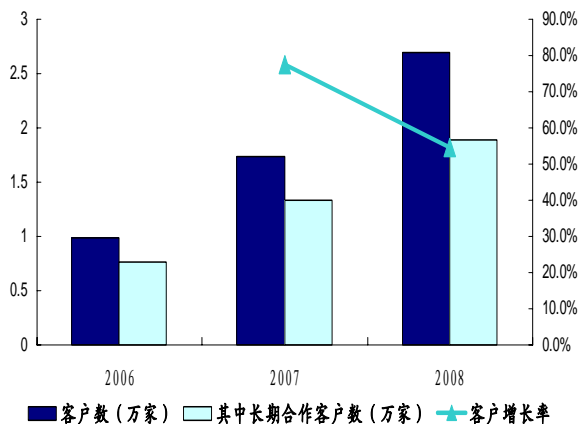
华测招股说明书显示，目前公司市场份额在 0.45% 左右。但检测行业的具有高度分散，集中度很低的特征。全球最大的检测集团 SGS 历经 100 多年的发展，在全球市场的占有率目前也仅有 5%。公司成立时间不长，但能够在外资检测集团具有高度话语权的出口检测市场上声名鹊起，能够与国内知名检测机构具有同等业务规模且资产使用效率更佳，未来市场份额的扩大料在情理之中。

#### 1. 公司商业模式清晰，市场声誉积累迅速

商业检测市场是典型的“终端导入”市场。检测机构必须首先获得产业链终端厂商的指定测试机构资格，才能进一步从其上游供应商获取检测业务。目前，公司已获得了 SONY、Microsoft、TOYOTA 等多家海外知名公司的指定资格，客户数量逐年快速增长。在 2009 年《出口经理人》杂志组织的“年度最受信赖认证机构”评选过程中，华测（CTI）与旗下广州华德公司（DEKRA CTI）首次入围便全部上榜，得分比例仅次于世界三大检测巨头。据我们了解，虽然与 SGS 等国际上的百年老店相比，华测在品牌影响力上仍然有较大差距，但作为一家成立不到 10 年的公司，能够在依靠长期声誉累积的市场上初具声望，已显示出良好的市场开拓能力。

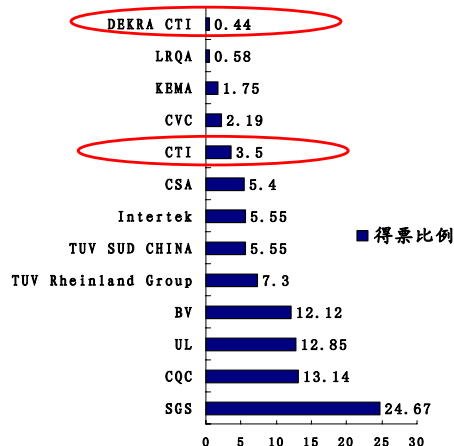


图 17 公司近年客户增速较快



资料来源：公司招股说明书

图 18 公司已初具市场声望

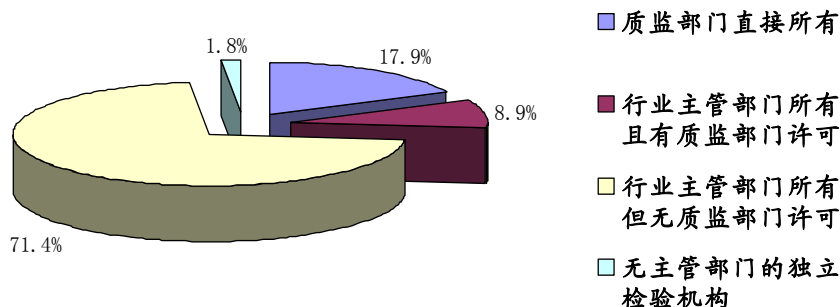


资料来源：《出口经理人》

## 2. 与国内竞争对手比较，公司资产规模相当，资源使用效率更佳

我国目前各类开展检测服务的实验室总量约为 2 万 4 千家，其中多数为行业主管部门所有但未获得质量技术监督部门授权的单一计量认证实验室。这些实验室主要为满足各行业强制性检测需求而设立的，绝大多数技术水平较低，资产规模较小（平均固定资产规模最高的为北京地区，为 574.5 万元/家）。但从市场情况来看，我国政府检验检测与商业性检验检测市场规模之比为 1:3。目前政府背景实验室由于体制性原因，普遍存在服务效率低下、检测能力不足的弊端，因此虽然国内检测机构众多，但真正满足商业市场需求，具有资产规模优势和较强检测能力的机构不多。

图 19 我国检测行业竞争格局



资料来源：国家认监委

表 9 政府性检验与商业性检验对比

	政府检验检测	商业检验检测
目的	人们生命和财产安全、动植物安全；国家安全；环境保护；	进出口商品质量安全；履行合同中质量条款；
法规依据	法律、法规	技术标准 合同要求；委托人要求
收费	政府定价（人工、材料、折旧） 政府监督任务；政府采购；设备	合同约定价；货值比例
服务对象	监理；质量仲裁；引进设备的价值鉴定；市场需求者；	验货；理赔；境外客户
市场份额	25%	75%

资料来源：国家认监委

检测行业具有客户多、频率高、金额小的特点，因此具有广泛客户资源以及较大规模的检测企业能够凭借较强的服务能力在竞争中占据优势。与深圳计量检测研究院与浙江方圆检测集团两家国内知名检测机构相比，公司在资产规模方面已经旗鼓相当。但考虑到深圳计量院与浙江方圆的业务收入中有大量政府授权的强制性检测业务，因此公司较高的营收规模显示出公司在资源使用效率方面更胜一筹。

表 10 华测检测与国内主要竞争对手比较

	华测检测	深圳计量院	浙江方圆检测集团
企业性质	民营	国有	国有
2009 年业务收入	2.6 亿元	2.4 亿元	约 1 亿元
2009 年资产规模	2 亿元（未考虑 10 月上市募集资金）	3.6 亿	技术装备资产原值 9000 多万
员工人数	1000 多人	800 多人	400 多人
实验室面积	约 1.8 万平米	6.5 万平米	3 万多平米
CNAS 认可检测项目数量	1700 余项	2100 余项	2800 余项

资料来源：中投证券研究所

### 3. 与国际竞争对手比较，公司具有价格及服务优势

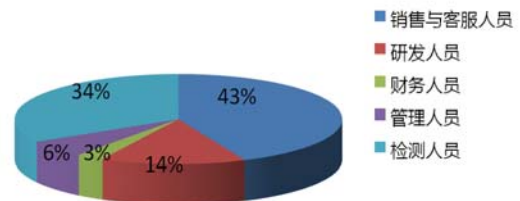
随着检测方法和检测标准的规范化，越来越多的检测业务已经不再是实验室里的独门秘笈，其操作模式迅速走向标准化，不同机构之间的检测水准差距越来越小。在此情况下，检测市场的商业化发展使得价格水平与服务效率日益成为选择检测机构的重要标准。只要能得到客户的认可，企业一般会更倾向于选择价格更低，服务更高效的检测机构而并非只看重机构声望。我们从调研中了解到，与 SGS 等国际巨头相比，华测长期以来价格水平平均低 5%-10% 左右；公司对客户服务十分重视，其销售人员总数近年保持快速增长，目前销售人员比例已超过检测人员比例（6:5 左右，SGS 等国际公司低于 1:1），市场对于其服务效率的评价也显著高于外资机构。

表 11 公司检测价格低于外资厂商

	华测检测	SGS
ROHS 六项检测价格	700	850
ROHS 四项检测价格	300	400

资料来源：中投证券研究所

图 20 公司销售与服务人员比例已占多数



资料来源：公司资料

## 六、抢占先机，公司未来发展看点众多

### 1. 国内强制性产品检测市场或将取得重要突破

按照中国目前实施的“前市场监管体系”，强制性产品检测机构均由政府直接指定。中国 ROHS 体系的目标是将列入《电子信息产品污染控制重点管理目录》的电子产品均视为强制性检测产品，但目前政府仍然没有指定相应的检测机构。日前，国家认监委专门成立了“电子信息产品污染控制专家组”，并开始对全国相关实验室开展调查摸底工作。我们认为，此举预示中国 ROHS 的政府指定检测机构将很快推出，国内 ROHS 检测市场的混乱局面将得到重大改观，而认证技术专家组成员所在单位将有可能率先获得强制性检测机构资格。我们同时注意到，华测公司副总经理钱峰已进入国家认监委颁布的专家组名单，因此华测将很有可能以中国 ROHS 为突破口在国内强制性检测市场上取得重要突破，在未来获得可观的强检业务收入。

### 2. 市场准入资质相对较全，海外业务有望快速推进

检测行业是受到世界各国普遍严格监管的行业，检测机构必须经过各国认证机构的严格评审与授权，方可对在该国销售的产品开展检测业务。目前公司已获得英国 UKAS、新加坡 SPRING、美国 CPSC 三大认可协会的认可资质，同时与德国 DEKRA 公司成立合资公司，作为获得德国 GS 认证认可资质的操作平台。据我们了解，目前同时获得如此众多国际认可资质的机构则仅有一些国际级检测机构可以做到。公司优异的资质水平为其在海外业务开拓方面奠定了坚实基础，目前海外业务维持快速发展格局：2008 年海外分公司刚刚创立，2009 年业务收入已达到 1,689.41 万元，合计增长 212.61%，已呈现快速发展势头。

表 12 UKAS、CPSC、SPRING 认证认可机构一览

	英国 UKAS 认可	美国 CPSC 认可	新加坡 SPRING 认可
国内主要检测机构	中国船级社、华夏认证中心、北京联合智业、华测检测	谱尼测试、中鼎检测、立创检测、中普检测、华测检测	华测检测
国际主要检测机构	SGS、TUV、BV、Intertek	SGS、TUV、BV、Intertek	TUV、Intertek

资料来源：公司招股说明书、中投证券研究所

### 3、外延式扩张势在必行，并购预期强烈

由于检测行业对于本地化服务水平具有较高要求，因此以并购方式实现服务网络的快速扩张具有重要意义。从国际检测行业的成长历程看，SGS、Intertek 等公司的并购频率十分频繁，每年均要通过购并若干检测机构或实验室实现业务网络的扩张，并购对象多选择业务互补、区域互补、资产规模相对较小的检测机构。根据公司超募资金说明以及我们的调研情况，公司目前已预留 8500 万元，用于未来 1 至 3 年在相关领域开展并购，计划并购项目 3-4 个，主要定位于船舶、建材、医疗、航空等领域，以与现有业务领域形成有效互补。

表 13 SGS、Intertek 通过频繁并购实现扩张

		2006	2007	2008	2009
SGS	并购次数	8	7	14	2
	并购金额（百万瑞郎）	245	78	196	11
	并购营收贡献率（%）	3%	0.4%	0.3%	0.1%
Intertek	并购次数	7	16	14	3
	并购金额（百万英镑）	36.9	100	83.1	30.8
	并购营收贡献率（%）	3.9%	4.7%	3.4%	2.4%

资料来源：中投证券研究所

## 七、盈利预测

华测在经历创业初期的快速发展阶段后，目前已步入规模化扩张时期。以服务网络的扩充获取市场份额、以基础设施建设提升检测能力是公司未来几年面临的主要任务。我们认为，公司募投项目建设以及业务网络的扩张将在短期内给公司带来成本压力，但全球检测行业正处于稳健增长时期，能够为公司未来的长期增长提供有效保证。暂不考虑公司未来在国内强制性检测业务市场可能取得的突破，以及国际贸易法规未来发生重大升级的可能，我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.62 元、0.82 元、1.02 元，对应 PE 水平分别为 42 倍、32 倍、26 倍。

## 1. 收入预测

(1) 贸易保障业务: 由于近年来缺少国际贸易法规带来新的市场需求, 公司的贸易保障业务收入增速逐渐降低。但考虑到未来国内电子电气产品出口回升的趋势没有改变, 以及公司扩充市场份额的力度不断加强, 我们预测 2010-2012 年的业务收入增速将逐渐回升, 分别达到 23%、26.15%、25.28%。

(2) 消费品测试业务: 考虑到全球经济回暖以及国内纺织、玩具等产品的出口复苏势头, 国际贸易法规频繁升级的趋势, 我们预测公司贸易保障测试业务将保持较高增速, 2010-2012 年分别达到 40.94%、42.68%、41.81%。

(3) 工业品测试及生命科学测试: 2010 年上半年公司在工业品测试业务取得了较快增速, 但考虑到工业品测试市场受政府管制较强, 我们认为目前的工业品测试业务增速难以长期维持。公司在生命科学检测业务领域拥有的技术具有较大市场空间, 且目前增长基数较低, 因此有望得到较快发展。我们预测工业品测试业务 2010-2012 年增速为 42.41%、21.2%、16.15%。生命科学检测业务 2010-2012 年增速为 45.53%、40.7%、36.35%。

表 14 公司业务收入增速预测

	2010E	2011E	2012E
贸易保障检测业务 (百万元)	156.6	197.5	247.5
增长率 (%)	23%	26.15%	25.28%
消费品检测业务 (百万元)	115.1	164.2	232.8
增长率 (%)	40.94%	42.68%	41.81%
工业品检测业务 (百万元)	138.6	189	195.2
增长率 (%)	42.41%	21.2%	16.15%
生命科学检测业务 (百万元)	65.5	92.1	125.6
增长率 (%)	45.53%	40.7%	36.35%

资料来源: 中投证券研究所

## 2. 毛利预测

检测企业的成本主要由检测人工成本、设备折旧、实验耗材 (主要为各类化学试剂) 所构成。对实验室依赖程度较高, 检测方法较复杂的业务毛利较高; 对人工依赖程度较高, 检测方法较简易的业务毛利较低。基于对公司未来业务发展方向以及各业务不同的市场价格情况, 我们对公司毛利率预测如下:

(1) 贸易保障测试业务: 目前贸易保障测试业务的价格呈逐年下降趋势。但考虑到公司目前贸易保障业务已经基本成熟, 未来资本开支比重相对下降, 以及公司规模优势有望带来成本下降的趋势, 因此我们认为贸易保障测试业务的毛利水平将小幅下降, 2010-2012 年分别为 71.43%、70.78%、70.57%。

(2) 消费品测试业务: 公司在资本开支方面对于消费品测试业务未来将给予重点投入, 给毛利水平带来压力。但考虑到纺织、玩具等市场的出口复苏势头, 以

及国际贸易法规频繁更新可能带来的检测费用上涨趋势，我们预测消费品测试业务的毛利率将小幅下降，2010-2012 年分别为 55.65%、55.58%、55.38%。

(3) 工业品测试业务及生命科学检测业务：工业品测试业务由于市场价格基本稳定，因此毛利水平将基本保持稳定，2010-2012 年分别为 56.37%、56.38%、56.47%；公司未来在生命科学检测领域资本开支较大，但考虑到公司具有的技术优势以及未来的市场潜力，我们预测其毛利水平将小幅下降，2010-2012 年分别为 59.57%、58.22%、57.47%。

表 15 公司毛利率预测

	2010E	2011E	2012E
贸易保障检测业务毛利率 (%)	71.43%	70.78%	70.57%
消费品检测业务毛利率 (%)	55.65%	55.58%	55.38%
工业品检测业务毛利率 (%)	56.37%	56.38%	56.47%
生命科学检测业务毛利率 (%)	59.57%	58.22%	57.47%

资料来源：中投证券研究所

## 八、估值与投资建议

公司的业务题材极为特殊，目前 A 股市场上的检测企业独此一家，难以找到可比公司。我们将国际检测企业的估值情况进行了梳理，并对华测与目前市场的整体估值水平进行了比较。

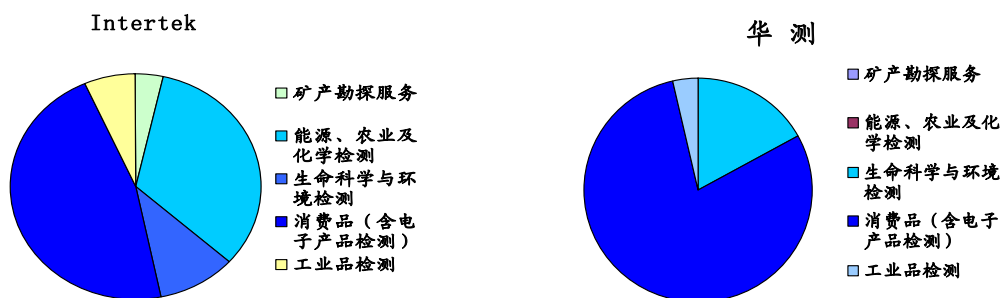
表 16 国际检测企业估值一览（截止 2010 年 9 月 9 日）

	SGS (瑞士)	Intertek (英国)	BV (法国)
动态 PE	19.27	19.27	17.52
所在市场动态 PE 均值	12.65	11.87	12.69
所在市场动态 PE 中值	13.33	10.32	12.2
近 5 年营业收入 CAGR	7.3%	19.4%	9.9%
综合 EBIT 率 (2009)	17.3%	16.9%	16.3%

资料来源：彭博资讯

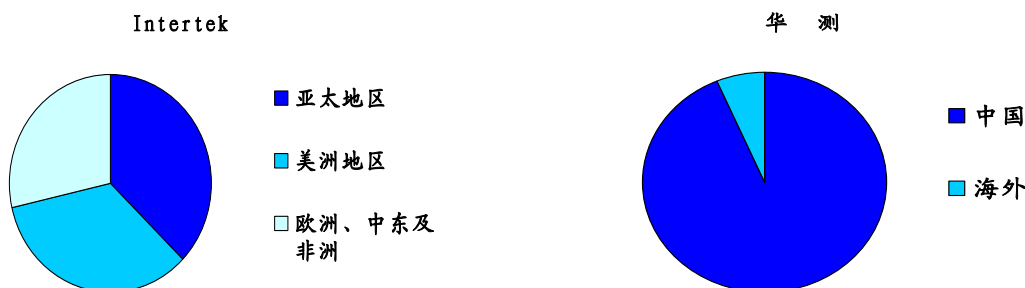
由上表可见，国际资本市场目前对于检测行业的成长性十分看好，估值水平普遍较高。在三大集团中，Intertek 公司近年业绩增长速度居三大检测集团首位，综合 EBIT 率较好，享有较高的估值水平，相对于市场平均水平溢价已经接近 1 倍。我们的研究表明，在三家公司中，Intertek 与华测之间具有较好的相似度：二者在电子电器、纺织玩具等消费品测试业务领域的收入比重较高；二者在亚太市场都具有较大的业务比重。因此 Intertek 公司可以作为我们估值的重要参考。

图 21 Intertek 与华测业务构成对比 (2009 年)



资料来源：公司年报、中投证券研究所

图 22 Intertek 公司与华测区域业务构成对比 (2009 年)



资料来源：公司年报、中投证券研究所

表 17 华测与 A 股估值一览 (截止 2010 年 9 月 9 日)

华测动态 PE	43.2
全部 A 股动态 PE	16.63
中小企业板动态 PE	37.46
创业板动态 PE	53.15

资料来源：Wind 资讯

从华测目前的情况看，尽管与整体 A 股比较动态 PE 偏高，但估值接近中小企业板，低于创业板。综合考虑国内与国际市场间的估值差异，以及华测所具有的成长潜力，我们认为，华测作为一家迅速壮大、未来具有持续增长潜能的市场新进入者，其合理的估值水平应在 50 倍左右。按照公司 2010 年预测 EPS 0.63 元计算，我们认为公司的合理价位应在 32 元附近。我们给予公司“推荐”的评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	610	614	512	528	<b>营业收入</b>	264	351	473	629
现金	588	551	439	418	营业成本	94	128	177	237
应收账款	12	16	21	28	营业税金及附加	13	18	24	32
其它应收款	3	9	10	15	营业费用	60	88	109	132
预付账款	6	19	29	59	管理费用	30	45	58	79
存货	0	0	0	0	财务费用	0	-22	-20	-17
其他	0	19	13	8	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	127	197	374	499	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	1	1	2	投资净收益	-3	-3	0	3
固定资产	100	126	278	478	<b>营业利润</b>	62	91	123	169
无形资产	11	11	11	10	营业外收入	7	3	3	3
其他	14	60	84	10	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	737	811	886	1028	<b>利润总额</b>	69	94	126	171
<b>流动负债</b>	34	71	46	59	所得税	12	17	25	43
短期借款	7	0	0	0	<b>净利润</b>	57	77	101	128
应付账款	2	2	3	4	少数股东损益	0	0	0	0
其他	25	69	43	54	<b>归属母公司净利润</b>	57	77	101	128
<b>非流动负债</b>	7	8	7	8	EBITDA	88	99	155	214
长期借款	6	6	6	6	<b>EPS (元)</b>	0.69	0.63	0.82	1.05
其他	1	2	1	2					
<b>负债合计</b>	41	79	53	66	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	82	123	123	123	<b>成长能力</b>				
资本公积	496	455	455	455	营业收入	29.9%	33.3%	34.5%	33.1%
留存收益	118	154	255	383	营业利润	43.9%	46.0%	35.7%	36.6%
归属母公司股东权益	696	732	833	961	归属于母公司净利润	47.3%	36.1%	31.0%	27.3%
<b>负债和股东权益</b>	737	811	886	1028	<b>获利能力</b>				
					毛利率	64.3%	63.6%	62.6%	62.4%
					净利率	21.4%	21.9%	21.3%	20.4%
					ROE	8.1%	10.5%	12.1%	13.4%
					ROIC	38.9%	30.9%	21.0%	21.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	5.6%	9.7%	6.0%	6.4%
					净负债比率	43.79	13.96%	11.28	9.06%
					流动比率	17.87	8.63	11.20	9.00
					速动比率	17.87	8.63	11.20	9.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.56	0.45	0.56	0.66
					应收账款周转率	24	24	24	24
					应付账款周转率	23.72	64.55	64.95	64.10
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.63	0.82	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.66	0.93	1.22
					每股净资产(最新摊薄)	5.67	5.97	6.79	7.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	54.46	40.02	30.55	24.00
					P/B	4.43	4.21	3.70	3.20
					EV/EBITDA	29	25	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

齐宁, 中投证券研究所通信行业分析师, 中国人民大学金融学硕士, 产业经济学学士, 2010 年加入中投证券研究所, 9 年通信运营商工作经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434