


湘财证券研究所

医药研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8710

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634510-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

发行上市情况:
股本结构

发行股本(万股): 2100

发行后总股本(万股): 8177

股票价格

建议询价区间(元): 23.31-26.64

合理价值区间(元): 24.54-28.04

发行情况

网下发行数量(万股): ≤420

网上发行数量(万股): ≥1680

网上网下发行时间: 20091013

中签率公告日: 20091015

申购资金解冻日: 20091016

www.xcsc.com
投资要点

- **第三方检测行业,发展潜力巨大:** 日益富足生活驱动人们对产品质量及安全性提出更高要求,需要第三方检测进行检验。第三方检测在国内是一个新兴行业,发展时间较短,据预测整体市场容量的年均复合增长率达到15%左右。我们认为有品牌、服务范围广,技术能力强的企业将会获得更大发展机会,而华测检测正是此类企业的典型代表。
- **服务覆盖面广,研发能力突出,检测设备先进:** 公司拥有30个专业实验室,检测服务范围涵盖化学、电子、汽车等数十个行业。公司研发中心是行业内成立最早,投入最多的机构之一,参与制定国家及行业标准,获得多项专利。公司得到CMA、CNAS认证,在业界具有相当高的公信力,出具检测报告被国内外许多客户所认可。每年研发费用投入占营业收入的8%以上,检测设备达到国际先进水平。
- **利润逐年增长,公司经营稳健:** 随着检测业务量的扩大,公司的营业收入和净利润近几年保持增长。负债指标均保持在安全范围内,由于客户广泛,基本不存在坏账风险。
- **募投项目扩大现有检测服务能力:** 公司募集资金将投向华东检测基地、桃花源检测基地项目,将扩增检测服务能力43万件/年。这两个基地建设项目在我国经济最发达地区,而且是公司现有业务集中地区。此举可极大缓解产能瓶颈问题,为公司将来持续发展打下基础。

盈利预测与估值

- 我们预计华测检测2009年、2010年与2011年的主营业务收入分别为2.57亿、2.93亿与3.69亿,净利润分别为0.57亿、0.63亿与0.78亿,按发行后总股本8177万股计算,合每股收益分别为0.70元、0.77元与0.96元。一级行业社会服务业的09年动态市盈率为41.18,出于谨慎,我们按照2009年动态市盈率35-40倍预测,合理价值区间为24.54-28.04元。建议询价区间为23.31-26.64元。

- **风险因素包括:** 公信力受损、经济危机导致贸易量减少、相关认证进程延后等。

会计年度	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	121.32	202.93	256.56	292.81	369.12
增长率(YOY%)	76.01%	67.26%	26.43%	14.13%	26.06%
净利润(百万元)	39.79	44.37	57.33	62.91	78.42
增长率(YOY%)	127.00%	11.53%	29.20%	9.73%	24.66%
每股收益(按发行后总股本摊薄)	0.49	0.54	0.70	0.77	0.96

目录

一、华测检测简介	4
1、公司基本情况	4
2、公司股权结构	4
二、第三方检测服务企业，方兴未艾	5
三、公司财务分析	8
1、业务收入快速增长，毛利率逐步下滑	8
2、固定资产、应收账款周转率双降	8
3、偿债指标处在安全范围内	9
四、募集资金项目分析	9
五、盈利预测与估值	12
六、风险提示	13

图目录

图 1 华测检测上市前后股权结构	4
图 2 2008-2013 中国检测市场规模预测	5
图 3 2008 年国内检测市场竞争格局	6
图 4 按业务类别营业收入构成	6
图 5 公司分区域检测业务情况	7
图 6 盈利能力分析	8
图 7 经营能力分析	9
图 8 偿债能力分析	9
图 9 募投项目建设后检测能力增长情况	11

表目录

表 1 我国检测行业的影响因素	5
表 2 公司各子检测服务项目情况	7
表 3 募投项目基本情况	10
表 4 募投项目建设后检测能力增长情况	10
表 5 华测检测在募投项目前后业务能力和市场占有率的比较	11
表 6 分业务收入和毛利预测	12
表 7 盈利预测	13

一、华测检测简介

1、公司基本情况

该公司是由深圳市华测检测技术有限公司整体变更设立的股份有限公司，是一家全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，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。

作为检测机构，公司接受产品生产商或产品用户的委托，运用科学方法及专业技术对产品的质量、安全、性能、环保等方面进行检测，出具检测报告，从而评定该产品是否达到政府、行业 and 用户要求的质量、安全、性能及法规等方面的标准。公司根据检测工作量向委托者收取检测费用。

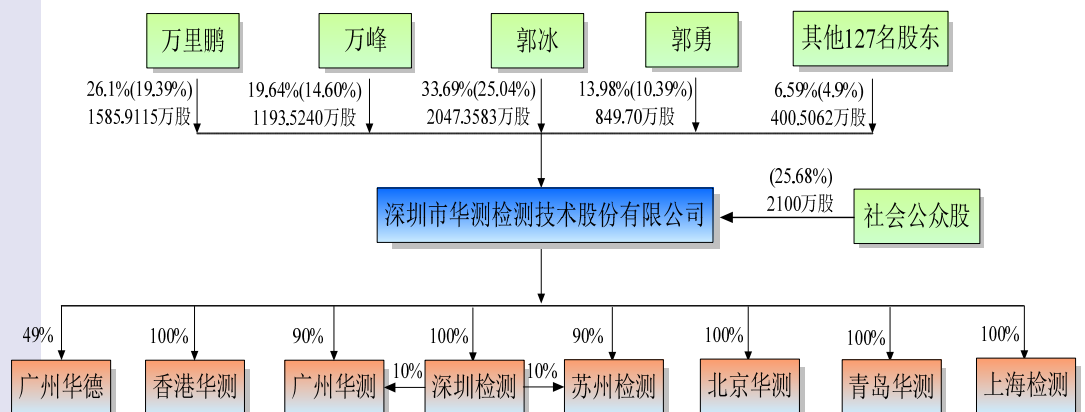
目前，公司主要从事四大类检测业务，分别为贸易保障检测，消费品测试，工业品测试及生命科学检测。

2、公司股权结构

发行前公司总股本为 6077 万股，前十名股东均为自然人，其中董事、总裁郭冰个人持股比例第一，为 33.69%。万里鹏、万峰父子合计持有公司 45.74% 股权，为公司控股股东和实际控制人。万峰任公司董事长，万里鹏任本公司董事。万里鹏除拥有本公司股份并参与公司经营管理外，未投资和控制其他企业。万峰除持有本公司股份并参与公司经营管理外，还分别持有冠智达 70% 股权和智达环境 31.50% 股权，但未参与冠智达和智达环境的经营管理。十大股东均在公司担任高管职位，并相应作出所持股份的流通限制和自愿锁定股份的承诺。

本次发行普通股 2100 万股，占发行后总股本的 25.68%，全部为流通股。发行前后公司股本结构情况参见图 2，括号中数值为发行后持股比例。

图 1 华测检测上市前后股权结构



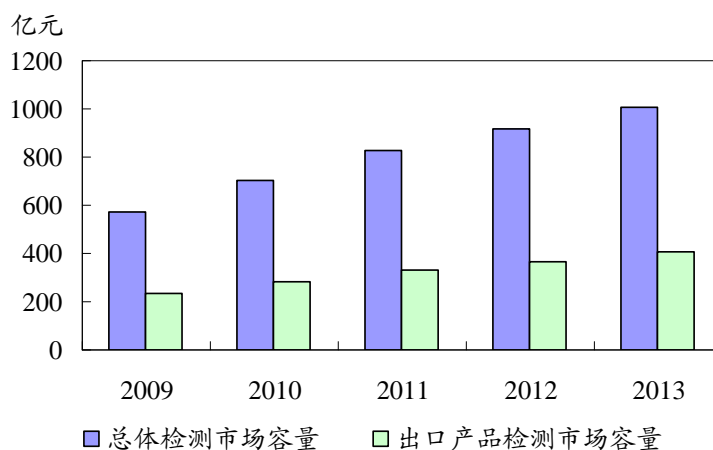
数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

二、第三方检测服务企业，方兴未艾

检测服务行业的需求是由质量、健康、安全、环境四大要素所推动的，随着人们生活水平提高，检测行业将得到大规模的发展。我国的检测行业经历 5 个阶段，在前两个阶段，所有进出口商品检验检测工作均交由国家相关机构。自 1989 年进出口检验法颁布后，进出口商品检验检测业务开始向国内民营资本开放。2005 年中国加入 WTO 后，外资逐渐进入中国检测市场。目前外资检测机构和民营检测机构主导第三方检测市场，而国有检测机构垄断限制性检测市场。

据 CCID 预测，我国检测市场仍处于快速发展阶段，总的市场容量将从 2009 年的 569.6 亿元增长到 2013 年的 1009.4 亿元（图 2）。我们还是十分看好该行业的发展前景，民营企业有望获得更高增长机会。

图 2 2008-2013 中国检测市场规模预测



数据来源：招股说明书

我国第三方检测行业还处于刚起步阶段，有多方面因素影响行业发展（表 1）。总体而言有利因素占据主导地位，未来检测行业的前景光明。

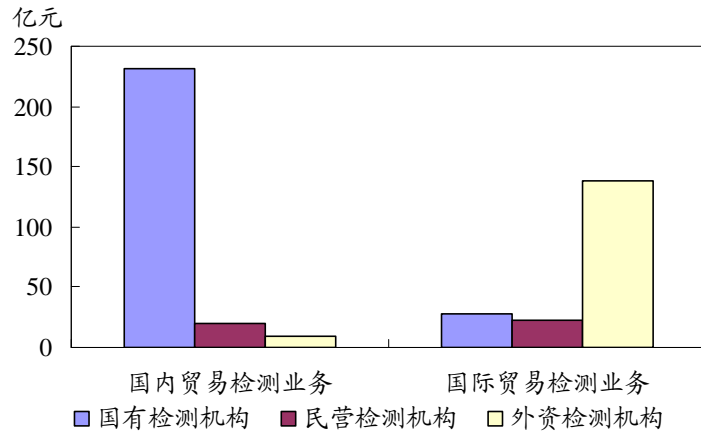
表 1 我国检测行业的影响因素

推动因素	有利因素	不利因素
居民生活水平提高，更加关注产品的质量安全	行业监管制度放开，更多机构允许进入限制性检测领域	国际贸易增长不确定，各国贸易保护主义抬头
国内制造业飞速发展，产业逐步升级	新产品出现使得检测技术不断更新，服务领域逐渐扩大	检测机构数量多，规模小，市场化程度低，缺乏品牌效应
贸易量持续增长，国外质量、环保要求提高	世界各地的检测标准逐渐统一，行业监察制度完善，使得公众性被人们认可	缺乏高端技术人才

数据来源：招股说明书

民营企业的资本实力弱，既无外资企业强大技术实力及品牌，又无国有企业某些方面垄断性优势。图 3 显示在业务量较大的贸易检测领域，民营企业没有任何优势，国内贸易和出口贸易业务比重仅为 7.46%、11.94%。

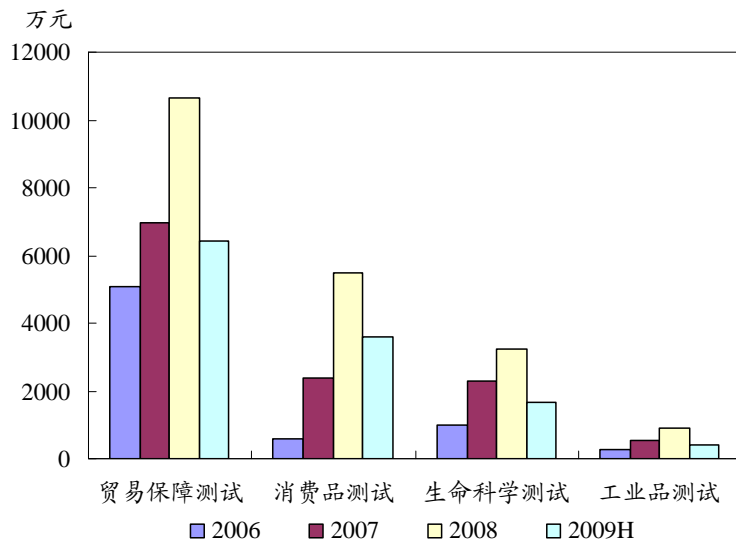
图 3 2008 年国内检测市场竞争格局



数据来源：招股说明书

公司从事新兴的第三方检测服务行业，主要为贸易保障、消费品、工业品和生命科学提供检测服务。在这四个服务项目中，增长最快的是消费品测试，业务收入从 06 年的 574.13 万元增加到 09 年上半年的 3598.11 万元。贸易保障测试仍是占比最大的服务项目，今年中期达到 53.23%，其业务量主要受出口贸易量的影响。

图 4 按业务类别营业收入构成



数据来源：招股说明书

公司产能利用率较高，四大项目均达到 85%以上。获得 CNAS 认可的检测项目数最多的是生命科学测试，为 736 项。CNAS 认可可能实现国际互认，提高公司测试

服务公信力。CNAS 认可项目多说明公司测试覆盖面较广，为今后开展业务创造有利条件。

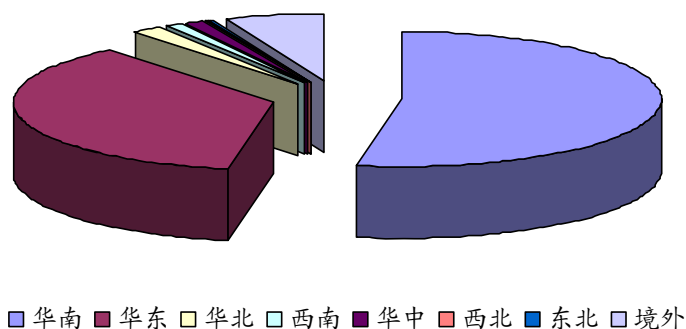
表 2 公司各子检测服务项目情况

项目	贸易保障测试	消费品测试	工业品测试	生命科学测试
检测能力（件）	120750	31300	42100	10850
利用率	90.23%	91.35%	84.99%	87.00%
通过 CNAS 认可的 检测项目数	201	548	225	736

数据来源：招股说明书

公司的业务逐渐从华南地区转向华东地区，华南地区业务占比从 73.67% 降至 52.85%，而华东地区业务占比从 26.04% 增长到 36.21%。华南地区和华东地区的合计业务量占总业务量的 89.06%。

图 5 公司分区域检测业务情况



数据来源：招股说明书

公司检测收入为 2.03 亿元，国内检测市场占有率为 0.45%。公司有着自身独特优势，例如研发能力强，公信力高，“一站式”检测服务能力，在国内民营检测企业中具有一定优势。

公司共参与和制定国家或行业标准 38 项，现已正式执行 8 项标准。目前正在申请 15 项专利，其中 9 项为发明专利。在公司自主研发的检测技术中，电子电气产品中短、中链氯化石蜡的测定和汽车内饰材料 VOC 测试方法达到国家水平。研发费用投入是检测技术不断创新的源泉，公司每年研发费用占营业收入的比重在 8% 以上，显示公司良好的创新意识。

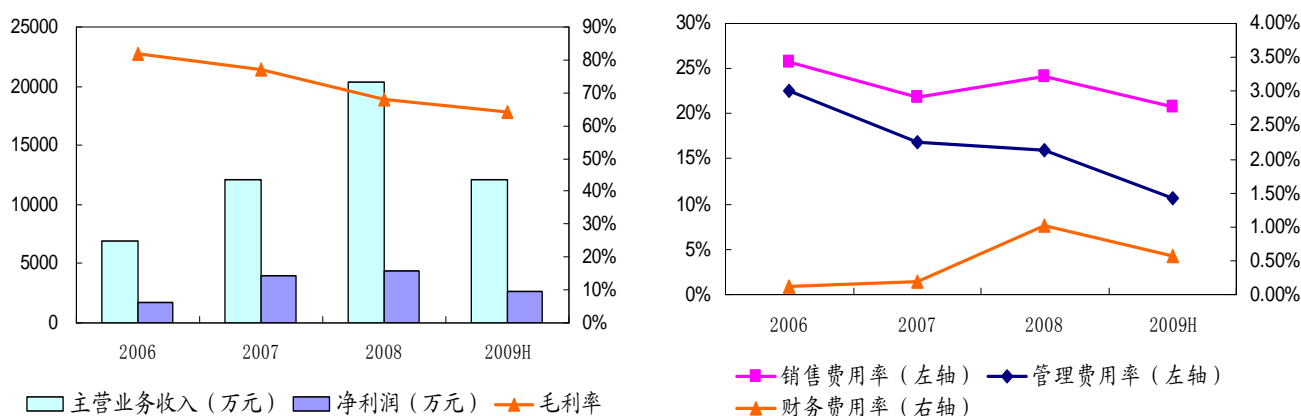
三、公司财务分析

1、业务收入快速增长，毛利率逐步下滑

06年以来公司的每年主营业务收入和净利润均同比大幅增长，年均复合增长率分别为71.58%、59.11%。这主要是由于公司知名度的扩大带来业务增长。公司毛利率逐年下降，从06年81.85%下滑到今年上半年的64.26%，这是检测服务费用下调、检测员工整体薪酬提高、设备折旧费用增加等多方面原因造成。

2006-2009上半年公司销售费用率和管理费用率基本呈现下降的趋势，特别是管理费用率，从06年的22.59%大幅降低至09年上半年的10.62%。这主要依赖于公司较强的管理能力以及营业收入的高速增长。但08年这两项费用率意外上升，销售费用率的升高是由于销售人员薪酬提高和市场拓展力度的加大，管理费用率的升高是由于销售人员薪酬提高和推销费用增加。08年起财务费用率的升高是受银行贷款增加的影响。

图6 盈利能力分析

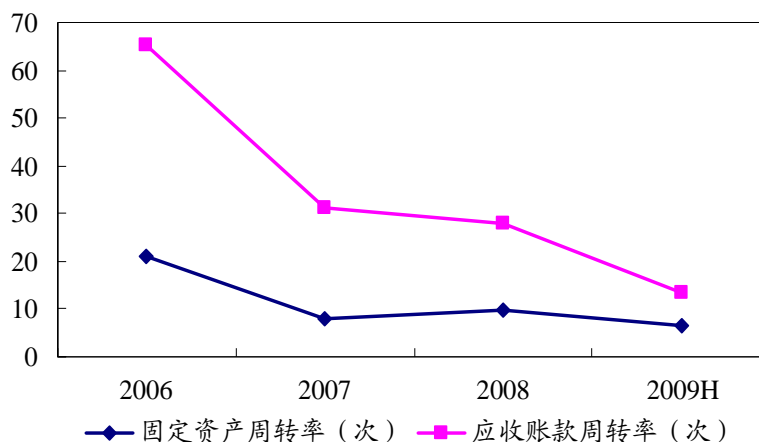


数据来源：招股说明书

2、固定资产、应收账款周转率双降

由于06年公司检测仪器设备等固定资产投资较少，固定资产周转率处于高位。随着业务范围扩大，公司购置固定资产的增速远高于业务收入的增速，从而导致固定资产周转率的大幅下跌。而业务量的增多使应收账款急剧上升，引起应收账款周转率的降低。公司采用先收款后检测的服务模式，应收账款绝对数额较小，且客户较为分散，发生呆坏账的风险小。

图7 经营能力分析

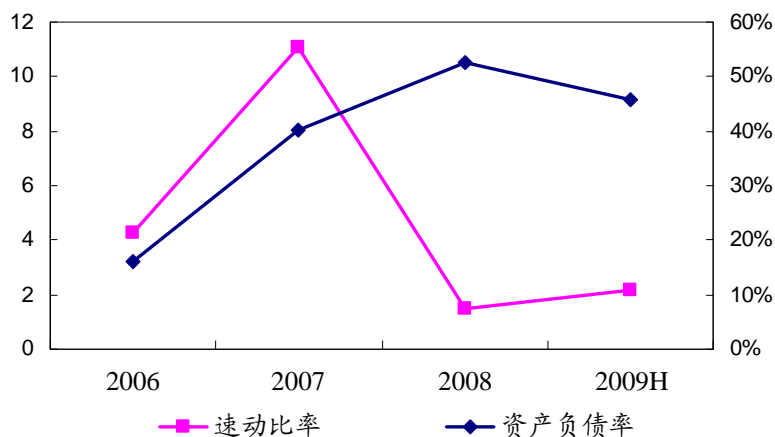


数据来源：招股说明书

3、偿债指标处在安全范围内

随着流动负债增加，公司资产负债率也从06年末的16.00%上升至08年末的52.54%。公司资产规模较小，所以相关偿债指标变化较为剧烈。由于没有存货，流动比率与速动比率相一致。2007年流动资产大幅增加导致速动比率变动较大。

图8 偿债能力分析



数据来源：招股说明书

四、募集资金项目分析

本次募投项目共需资金 27484.67 万元，将投入如下 2 个项目：

表 3 募投项目基本情况

序号	投资项目	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	建设期 (月)	设计检测服务 能力(件/年)	项目正常检测服务年 平均税后利润(万元)
1	华东检测基地建设项目 (一期)	18075.82	10995.35	12	205000	2654.74
2	桃花源检测基地 建设项目	9408.85	9408.85	6	225000	1711.11
	合计	27484.67	20404.20	-	430000	4365.85

数据来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

(1) 华东检测基地建设项目（一期）

华东检测基地项目位于苏州市相城区渭塘镇，由全资子公司苏州华测负责实施。项目总投资为 18075.82 万元，分两期建设，其中第一期拟投资 10995.35 万元，资金来源为本次发行募集资金；第二期拟投资 7080.47 万元，资金来源于自筹或发行债券融资。项目建成后，将达到 205000 件/年的检测服务能力，其中贸易保障检测为 102000 件/年，消费品测试为 40000 件/年，工业品测试为 20000 件/年，生命科学检测为 43000 件/年。

(2) 桃花源检测基地建设项目

桃花源检测基地项目位于深圳市宝安区桃花源科技创新园，由全资子公司深圳检测负责实施。项目建成后，将达到 225000 件/年的检测服务能力，其中贸易保障检测为 130000 件/年，消费品测试为 42000 件/年，工业品测试为 31000 件/年，生命科学检测为 22000 件/年。

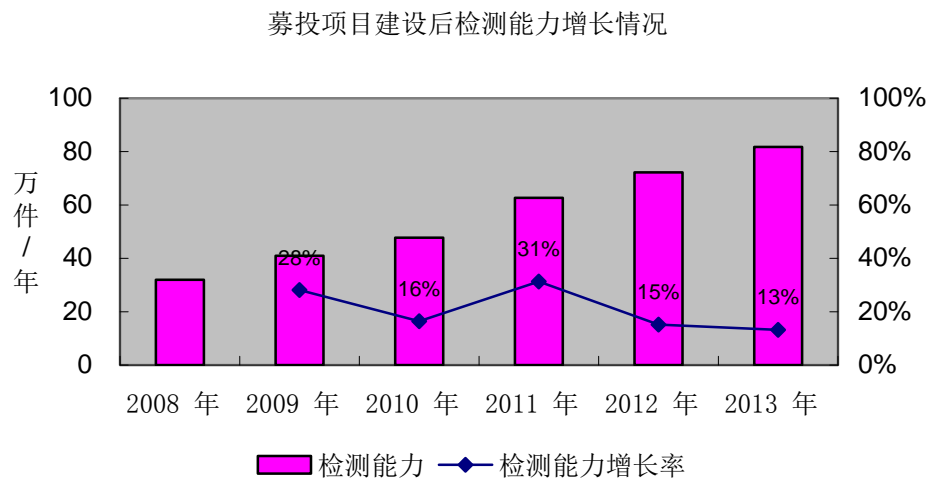
考虑到目前我国检测市场前景广阔，尤其是以长三角和珠三角为代表的华东和华南检测市场发展最为迅猛，公司本次募投项目将重点解决公司在华东地区检测能力不足的问题，并进一步巩固公司在华南地区的领先地位。

表 4 募投项目建设后检测能力增长情况

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
华东一期项目	-	-	-	达产 40%	达产 70%	达产 100%
新增检测能力	-	-	-	82000	61500	61500
桃花源项目	-	达产 10%	达产 40%	达产 70%	达产 85%	达产 100%
新增检测能力	-	22500	67500	67500	33750	33750
检测能力	320000	410000	477500	627000	722250	817500
检测能力 增长率	-	28.13%	16.46%	31.31%	15.19%	13.19%

数据来源：公司招股说明书

图 9 募投项目建设后检测能力增长情况



数据来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

募投项目建设后，公司的检测能力将保持平稳增长，年增长率基本维持在 15-30%之间，与国内检测市场需求相适应。据公司预计，随着公司检测能力的不断增长，到 2013 年公司在国内检测市场和出口检测市场的占有率分别达到 0.46%和 1.15%，与 2008 年 0.45%和 1.07%的占有率水平相比并没有很显著的提升。因此，我们认为，市场需求的增长完全可以消化公司逐步释放的新增检测能力，募投项目市场开拓的风险并不是很大。事实上，由于公司的检测能力与国内检测市场保持同步增长，募投项目可以高效率地推动公司业绩的平稳增长。

表 5 华测检测在募投项目前后业务能力和市场占有率的比较

项目 (亿元)	2008 年	2013 年
公司现有业务	2.03	2.03
华东检测基地建设项目 (一期)	0	1.26
桃花源检测基地建设项目	0	1.30
公司收入合计	2.03	4.59
中国检测市场	450	1000
出口检测市场规模	190	400
市场占有率 (相对于我国检测市场总规模)	0.45%	0.46%
市场占有率 (相对于出口检测市场规模)	1.07%	1.15%

数据来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

五、盈利预测与估值

综合考虑公司目前的经营情况，我们做出如下假设：

- 目前公司的业务量也接近公司的检测能力，未来将随着募投项目新增检测能力的逐步释放而保持同步增长。
- 由于竞争的加剧和规模优势下的主动降价，公司的传统检测项目价格还将保持逐步适度下降的趋势，这导致公司毛利率亦逐步下降；同时，新检测项目将保持价格稳定，其开发和拓展将是公司未来的核心竞争力。
- 根据公司披露信息，2009、2010、2011年所得税分别按15%、24%、25%征收。
- 公司销售费用率和管理费用率将保持稳定。
- 本次募集资金将降低公司未来的财务费用。

根据以上假设，我们对公司未来盈利预测如下：

表 6 分业务收入和毛利预测

产品	项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
贸易保障 检测	收入	69.68	106.59	135.10	152.95	190.79
	增长率	37.34%	52.97%	26.75%	13.21%	24.74%
	毛利率	79.65%	73.42%	69.75%	66.96%	64.95%
	毛利	55.50	78.26	94.23	102.41	123.92
消费品 检测	收入	23.72	54.81	75.07	83.67	106.57
	增长率	313.14%	131.09%	36.96%	11.45%	27.37%
	毛利率	73.65%	61.16%	57.49%	58.07%	58.65%
	毛利	17.47	33.52	43.16	48.58	62.50
生命科学 检测	收入	22.73	32.37	36.82	44.29	56.45
	增长率	128.28%	42.41%	13.74%	20.30%	27.45%
	毛利率	73.99%	64.58%	59.74%	60.93%	62.76%
	毛利	16.82	20.90	21.99	26.99	35.43
工业品 检测	收入	5.20	9.16	9.58	11.90	15.31
	增长率	107.89%	76.18%	4.59%	24.31%	71.12%
	毛利率	68.98%	60.18%	55.67%	54.55%	53.46%
	毛利	3.58	5.51	5.33	6.49	8.18
合计	收入	121.32	202.93	256.56	292.81	369.12
	增长率	76.01%	67.26%	26.43%	14.13%	26.06%

	毛利率	76.96%	68.10%	64.20%	63.00%	62.32%
	毛利	93.37	138.19	164.71	184.48	230.03

数据来源：湘财证券研究所

表 7 盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	121.32	202.93	256.56	292.81	369.12
营业收入 增长率	76.01%	67.26%	26.43%	14.13%	26.06%
归属母公司 净利润	39.79	44.37	57.33	62.91	78.42
净利润增长率	127.00%	11.53%	29.20%	9.73%	24.66%
EPS（摊薄）	0.49	0.54	0.70	0.77	0.96

数据来源：湘财证券研究所

我们预计华测检测 2009-2011 年每股薄摊收益为 0.70 元、0.77 元和 0.96 元。作为首家检测服务类上市公司，华测检测在业务内容和模式上均与目前 A 股中的其它上市公司大相径庭。因此，我们选取了其所属一级行业社会服务业的 09 年动态市盈率，截止 2009 年 9 月 29 日收盘为 41.18 倍。出于谨慎，我们给予华测检测 09 年 35-40 倍的市盈率，故对应的合理价值区间为 24.54-28.04 元。建议询价区间为 23.31-26.64 元。

六、风险提示

公信力、品牌、声誉受损风险：作为一家独立的第三方检测企业，公信力及企业影响力是公司取得检测订单的关键因素，一旦出现公信力和品牌受损的事件，将会严重影响客户的选择，进而影响公司的业务展开和营业收入。

宏观经济不景气风险：该公司总收入 75%以上来自于贸易保障检测及消费品出口检测业务。国内外宏观经济的持续低迷，将导致国外对我国产品进口需求和贸易量的减少，从而对该类检测市场需求造成不利影响。

股权相对分散导致控制风险：本次发行前，公司单一大股东郭冰持股比例为 33.69%，实际控制人万里鹏、万峰父子合计持有公司股份 45.74%。发行后，股权被稀释，分散的股权结构将使得公司有可能成为被收购的对象。如果公司被收购，可能给公司业务或经营管理带来一定负面影响。

现金分红依赖于子公司的风险：2006 年至 2009 年 6 月 30 日，子公司深圳检测净利润占合并净利润比例分别为 63.33%、88.26%、73.77%和 46.42%。深圳检测为公司利润主要来源之一。因此，若未来该子公司以及其他盈利较大的子公司未能及时、

充足地向母公司分配利润，将对公司向股东分配现金股利带来一定影响。

公司快速发展风险：目前，公司已建立 30 个实验室，分布于深圳、上海、顺德、宁波、青岛、北京等地，初步建成了遍布国内主要经济发达地区的实验室网络，帮助公司业绩实现快速增长。但实验室开展检测业务需取得当地 CMA 认证，而且受制于资金实力，公司目前的检测与办公场所均为租赁所得。如果公司由于资金不足或者经营场所限制未能继续在经济活跃区域设立实验室，或者设立实验室后未能及时取得当地 CMA 认证，公司经营业绩的快速成长趋势将受到不利影响。

湘财证券投资评级体系

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%以上；
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。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。