

“认知”需求的巨大空间

- “认知”需求驱动的检测具有巨大成长潜力。检测行业的需求源于“认知”，它是社会发展催生的新兴服务业。近年来面对公众日益强烈的需求，政府对QHSE（质量：Q、健康：H、安全：S、环境：E）的立法不断加强，直接推动了检测行业的发展。根据国外研究，目前全球技术检测市场规模约合6000亿元人民币。随着技术进步、产品更新换代加快和国际分工深化，全球检测行业将保持15%左右的快速增长。而伴随快速发展的贸易活动，2002年以来，检测行业成为我国发展前景最好、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%以上的增长速度。2008年，全国检测市场规模达到450亿元，到2010年这一数字将超过700亿。
- 检测行业的产业核心竞争力是“品牌”和“网络”。检测行业的需求源于认知，而有价值的认知必须是“真实”的。因此，一个具有广泛公信力的品牌是检测机构生命力，和溢价能力的所在。另一方面，由于检测服务的多样性和连续性，具有客户粘性的“服务零售”网络是检测企业胜出的另一核心资源。而检测机构网络要有粘性需要两个特质：首先，由于某些检测服务是同质化的，而距离远近直接影响送检成本和服务时效，因此靠近客户的空间分布很重要；其次，由于单一客户检测需求的高度多样化，综合服务、综合检测能力是“粘住”客户的另一关键所在。
- 凭借品牌和网络优势，华测有能力抓住国内第三方检测市场的发展机遇。国内市场大规模对民营第三方检测机构开放是2002年，华测检测成立于2003年，经过6年发展，公司已成为中国规模最大的民营检测机构之一，经历了时间的考验，公司品牌公信力得到客户认可，包括富士康、台达、飞利浦、理光、华硕、明基在内的国际知名企业均认可公司的检测报告。作为第一家上市的检测公司，IPO将进一步推升公司的知名度和美誉度。另外，公司拥有由近30家分支机构，和化学、生物、物理、机械、电磁等领域的30个实验室组成的服务网络，实验室取得了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。随着募投项目的推进，公司在核心区域的网络资源将进一步增强，实验室综合服务实力进一步完善。拥有核心竞争力，华测能够把握市场发展的机遇。
- 公司合理估值区间在29.7-33.0元之间。伴随国内市场的成长，公司凭借核心竞争力和产能提升将实现快速发展。我们预计公司2009年至2011年将分别实现归属母公司净利润5407万元，6768万元和8342万元，对应EPS分别为0.66元，0.83元和1.02元。结合华测检测未来巨大的成长空间，公司合理估值区间在29.7-33.0元之间。
- 风险因素：
 - 市场竞争导致检测业务毛利率大幅下滑
 - 国际贸易下滑对公司相关业务的影响



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业分析师
创业板研究团队成员
8621×63325888×6126
wangtianyi@orientsec.com.cn

陈刚

军工及电子行业首席分析师
创业板研究团队成员
8621×63325888×6096
chengang@orientsec.com.cn

发行概况

本次发行股数（万股）	2100
发行后总股本（万股）	8177
发行价（元）	25.78
国家/地区	中国
行业	综合服务
报告日期	10月19日
资料来源：WIND	

财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（百万）	203	264	328	409
营业利润（百万）	43	66	88	106
净利润（百万）	44	54	68	83
每股收益（元）	0.54	0.66	0.83	1.02
市盈率(X)	47.9	38.9	31.0	25.4

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、首家 IPO 的国内检测企业	3
二、“认知”的提供商——社会发展催生的新兴服务业	4
1、源于“认知”需求的产业	4
2、快速发展的综合服务业	5
3、产业核心竞争力：品牌&网络	7
三、华测检测将继续快速成长	8
1、巨大的业务增长潜力	8
2、华测有能力抓住发展的机遇	10
四、公司盈利能力分析	14
五、估值	17

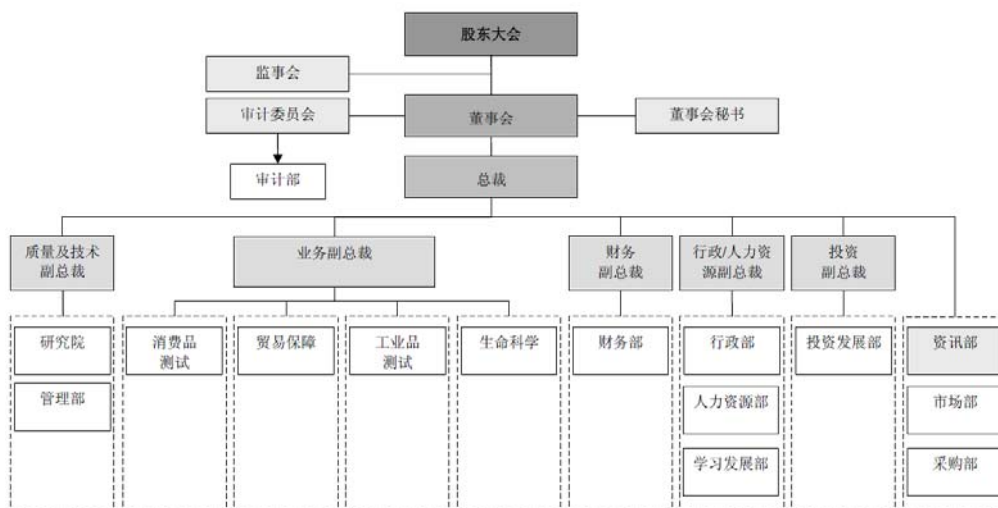
图表目录

图 1：公司组织结构	3
图 2：发行前股权结构图	4
图 3：催生检测行业发展的四大因素（质量：Q、健康：H、安全：S、环境：E）	5
图 4：国际检测巨头收入变化（单位：百万美元）	6
图 5：全球检测市场份额结构	8
图 6：2003-2008 年中国进出口贸易总额及增长率	9
图 7：2009-2013 年中国检测市场规模预测	9
图 8：2008 年中国检测市场结构（单位：亿元）	10
图 9：华测检测客户数量（万家）	11
图 10：公司自主检测技术产生的收入占比（左）、公司研发投入（右）	12
图 11：华测收入来源地分布	13
图 12：华测综合毛利率	15
图 13：华测的期间费用	15
图 14：华测净利润率	16
表 1：公司四大业务简介	3
表 2：检测行业分类	5
表 3：国际检测巨头的公信力优势	7
表 4：我国检测行业逐步市场化的过程	10
表 5：华测实验室分布	12
表 6：公司试验室获得的 CNAS 项目数量	13
表 7：公司主要业务市场占有率	13
表 8：公司产能及产能利用率情况	14
表 9：未来产能情况	14
表 10：华测检测收入成本预测	16
表 11：华测检测盈利预测表	16
表 12：创业板前 10 家发行情况	17

一、首家 IPO 的国内检测企业

华测检测成立于 2003 年，注册地为深圳，是一家第三方检测服务机构。经过 6 年发展，华测现已成为一家全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，公司主要开展贸易保障检测、消费品测试、工业品测试、生命科学测试四大类检测服务。

图 1：公司组织结构



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

表 1：公司四大业务简介

检测领域	委托者	检测内容	典型案例
贸易保障检测	采购商、销售商、制造商	欧盟 76/157/EEC、91/157/EEC 标准研发与测试设备；研究失效分析与化学测试设备	欧盟 RoHS 指令：进口电子、电气产品中不得含铅等 6 种有害健康的元素
消费品测试	生产商或消费者	玩具测试与分析设备；电器加速寿命测试与分析设备；纺织品测试与分析设备；频谱及信号测试设备；电器产品测试设备；汽车及可靠性试验测试设备；蓝牙性能测试设备	欧美对玩具、纺织、电器等安全性检测要求
工业品测试	工业用品的制造商或使用者	校准测试设备	工业仪器校准
生命科学测试	生命科学测试关注人类和生命健康的群体	环境模拟试验测试设备 食品安全卫生分析测试设备	食品中“苏丹红”、“三聚氰胺”等有害物质检测要求；住房“甲醛”检测要求

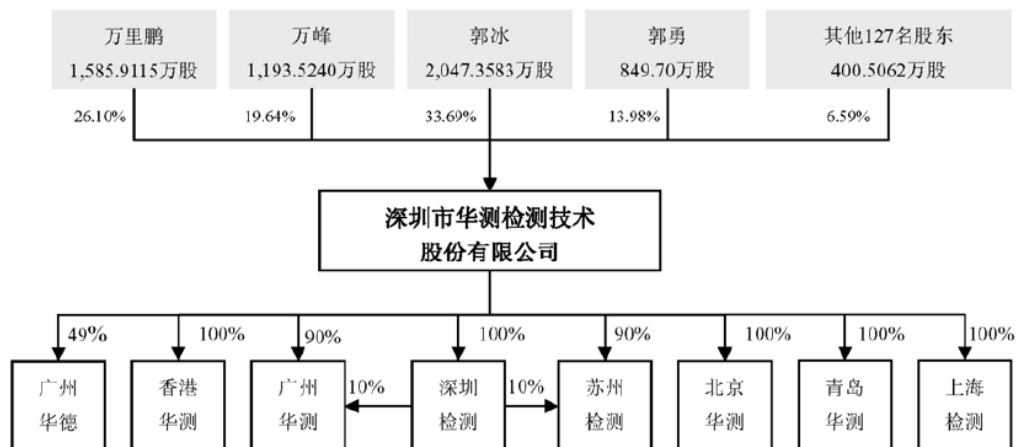
资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

目前公司是中国规模最大的民营检测机构之一，在国内拥有近 30 家分支机构，拥有化学、生物、物理、机械、电磁等领域的 30 个实验室，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，并依据 ISO17025、ISO17020 进行管理。2008 年公司的检测收入为 2 亿左右，在国内检测市场 450 亿的规模中占有率为 0.45%，而在出口产品检测市场

的占有率为 1.07%，检测报告得到包括美国、英国、德国、法国、意大利、日本、韩国、中国台湾和香港地区在内的共 42 个国家和地区的认可。

公司发行前的主要股东为四名自然人，其中万里鹏与万峰是父子关系，合计持有 45.74%，为实际控制人。公司发行前股本 6077 万股，IPO 发行 2100 万股，发行后万里鹏、万峰、郭冰和郭勇持股比例下降到 19.39%、14.60%、25.04%和 10.39%。

图 2：发行前股权结构图



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

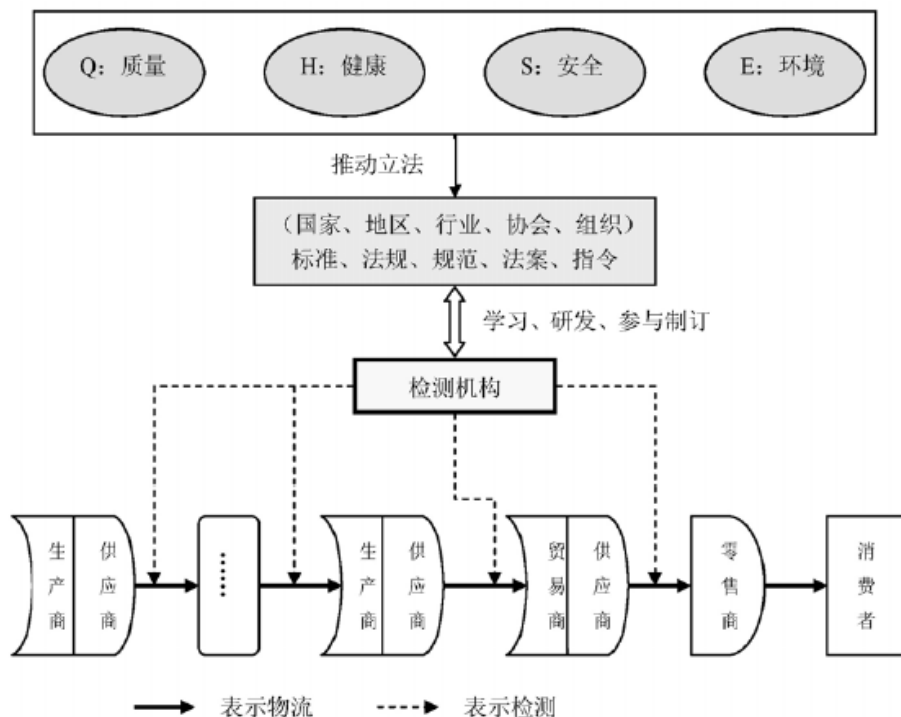
二、“认知”的提供商——社会发展催生的新兴服务业

1、源于“认知”需求的产业

要改造世界就要先认识世界，检测行业提供的就是对事物的“认知”。

检测行业是随着社会的进步和发展，基于全社会对使用产品的质量、对生活健康水平、对生产生活的安全性、对社会环境保护等方面要求的不断提高，并随着检测技术的不断进步而逐渐发展起来的行业。比如消费者越来越关注食品中的添加剂是否有害健康、穿的衣服和室内空气是否含有过量甲醛、工厂排出的废水废物对环境造成的危害程度，或者手机电池是否会爆炸等。这些庞杂的“认知”需求是人类社会发展的必然，是社会生活复杂化和认知水平现代化后的产物，全社会对质量（Q）、健康（H）、安全（S）、环境（E）的要求的不断提升是技术检测行业产生和发展的原动力。为了迎合这种需求，各国政府和机构通过不断加强对这些领域的立法、制定各种产品标准以满足社会需求；而检测，即通过对这些领域各种产品的技术验证，告知使用者是否符合法律、法规的要求，或是否符合一定的标准。

图 3：催生检测行业发展的四大因素（质量：Q、健康：H、安全：S、环境：E）



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

检测市场按参与者的不同性质来划分，可以分为政府检验检测、企业内部检测及独立第三方检测，其中，独立第三方检测由于其独立性、公正性，及广泛的应用范围和使用人群而发挥着越来越大的作用。华测检测所在的，和我们这篇报告研究的均是独立第三方检测市场。

表 2：检测行业分类

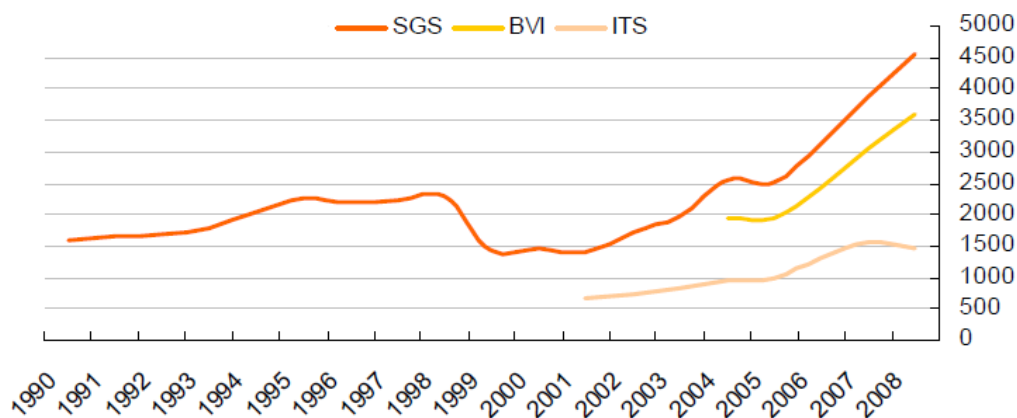
检测种类	特点	主要检测内容	需求方
政府检验检测	强调保护人民生命财产安全为目的	市场准入、监督检验检测、3C 认证、生产许可证、定检、评优、免检	政府各部门
企业内部检测	服务于企业自身的产品质量管控需求	根据企业自身需求而定	企业自身
独立第三方检测	强调独立性、公正性，使用范围最广	涉及制造业、社会生活各个方面	被检测物的利益攸关方

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

2、快速发展的综合服务业

伴随“透明度”、“知情权”成为热门词汇，检测行业也迎来了发展的春天。

根据摩根士丹利 2008 年 5 月的研究报告，全球技术检测市场规模约为 600 亿欧元，约合 6000 亿元人民币。随着技术进步、产品更新换代加快和国际分工深化，全球检测行业近年来保持着 15% 左右的快速增长。

图 4：国际检测巨头收入变化（单位：百万美元）


资料来源：东方证券研究所整理

推动检测行业快速发展的动力来自三个方面。

1、利益攸关方围绕 QHSE 等日益提升的认知需求

“认知”永远是推动检测行业发展的直接原因。近年来，面对公众的需求，政府对 QHSE 的立法不断加强，直接推动了检测行业的发展。

- **案例 1：**2003 年 1 月，欧盟提出对电子电气产品中限制使用铅、镉等六种有害物质的 RoHS 指令，推动了全球贸易检测市场 RoHS 检测收入的大幅提升。
- **案例 2：**2007 年 6 月，欧盟颁布实施 REACH 法规，要求进入欧盟境内的任何化学品和产品的制造商需注册产品中的每一种化学成分，并衡量其对公众健康的潜在危害，凡不能达到要求者，欧盟会限制或禁止使用该产品，从而保护本地工业及公众健康和环境。该法规的实施影响面非常广泛，涉及采矿业、纺织、轻工、机电等各行各业。这一法规直接推动了相关检测服务需求的增长。

当然，除了出于安全、环境方面的考虑外，检测也是政府或商贸组织对国际贸易进行调控的重要的非关税手段或者说非关税壁垒。这方面的应用潜力也不可低估。

政府之外，企业对检测的需求也日益提高。供应商为了提高自身产品的市场竞争力，会公布其产品的性能指标以证明其品质优良。而为了使其公布的产品性能指标具有客观、公正性，生产商一般会聘请具有市场公信力的第三方检测机构对其产品进行检测，并出具检测结果。

2、检测对象的复杂化、细分化

检测行业的规模是和检测领域、检测对象的范围直接相关的。随着产业技术的进步和专业化分工的加强，需要通过第三方进行检测的环节越来越多。因此，伴随产品种类的不断丰富、产品专业化分工不断细化、供应链不断延长，检测作为鉴定品质的手段，贯穿于产品生产过程的各个环节，检测市场也得到了广泛的发展。

3、检测行业市场化

随着全球检测行业的发展，各国检测体制总体趋势一致，即政府或行业协会通过考核、认可等市场准入规则对检测机构进行行业管理，将检测、合格评定的业务市场化，提升服务品质，促进行业发展。各独立检测机构根据委托人的要求，按照自身提供的服务进行市场化运作，服务费用由双方协商确定。我国政府起初对检测行业严格管制，检测机构均由政府控制。随着市场及贸易的发展，政

府逐步放松管制，独立第三方检测机构快速发展。随着市场化的逐步深入及扩大，某些运作比较成功的检测公司逐渐规模化，形成强大品牌。目前，几家全球性公司和更多区域性公司在行业内形成了较大的影响力。未来检测市场对民营第三方检测机构的放开将是相关企业发展的另一重大机遇。

3、产业核心竞争力：品牌&网络

我们这里所说的产业核心竞争力就是相比对手能够取得更多市场份额，更多利润的能力。这种能力的衡量标准是客户行为，因此它应该是一种客户能够认知的事物，而不是促使客户形成这种认知的企业内在资源。检测行业的产业核心竞争力可以分为两个方面：一是品牌，二是网络。

检测行业的需求来自认知，而有价值的认知必须是“真实”的。因此，一个具有公信力的品牌是检测机构发展的生命所在。各检测机构均自觉维护自身的市场公信力，譬如加强研发能力，参与相关行业标准的制定；加强内部控制，建立多级复核制度，确保检测质量及检测报告质量等。为了维护公信力，检测机构均制定了严格的内控机制以杜绝出具虚假检测报告。因为一旦检测机构被发现出具虚假检测报告，多年培育的市场公信力将完全丧失，失去客户的认同，并可能被取消检测资格。只有拥有较高市场公信力的检测机构才能在竞争中居于有利地位，实现大规模发展。而且，相对检测费用而言，一份具有公信力的检测报告为企业提供的市场价值微不足道，这也形成了具有公信力的检测机构能够维持高毛利的原因。

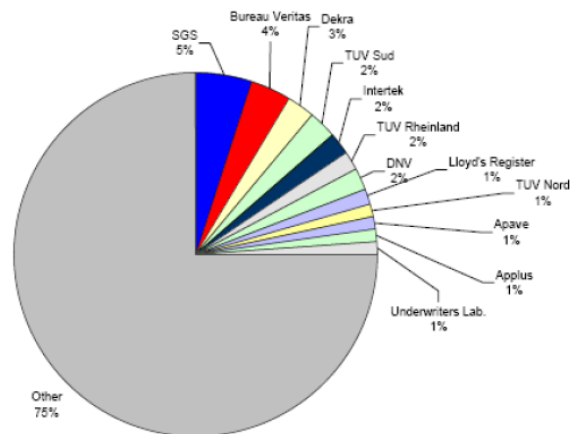
表 3：国际检测巨头的公信力优势

公司	成立时间	总部	上市情况	规模
SGS	1887 年	瑞士日内瓦	1985 年在瑞士股票交易市场上市	世界上最大的第三方质量控制和技术鉴定的跨国公司之一
Intertek	1885 年	英国伦敦	2002 年在伦敦证券交易所上市	世界上规模最大的工业与消费产品检测公司之一
BV	1828 年	法国巴黎	2007 年在巴黎股票交易所上市	世界上最大的检验公司和船级社之一

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

对客户而言，好的检测服务网络是有粘性的，因此，“网络”也是产业核心竞争力之一。检测需求存在一些固定的标准，但是针对不同的客户，检测需求又是多样化、个性化的，因此，检测机构提供的与其说是报告，不如说是一个综合化的服务。因此，有粘性的检测机构网络必须具有两方面优势：一是空间分布，二是综合服务能力。

首先，在检测过程中，一般由客户送样或检测机构到现场采样后，在固定实验室内使用专用仪器设备完成检测活动，因此距离远近直接影响送样或采样的成本，从而使检测服务具有一定的区域性。从全球检测行业的市场集中度来看，也确实如此，全球最大的检测企业 SGS 2007 年收入约 300 亿元，仅占全球市场份额的 5% 左右，而前十二大检测企业的收入份额也只有 25%。检测需求的连续性决定了，一旦网络获得了客户的认可，它对客户将具有一定的粘性，并带来源源不断的业务。因此，靠近客户的空间分布是检测企业网络价值最明显的体现。

图 5：全球检测市场份额结构


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

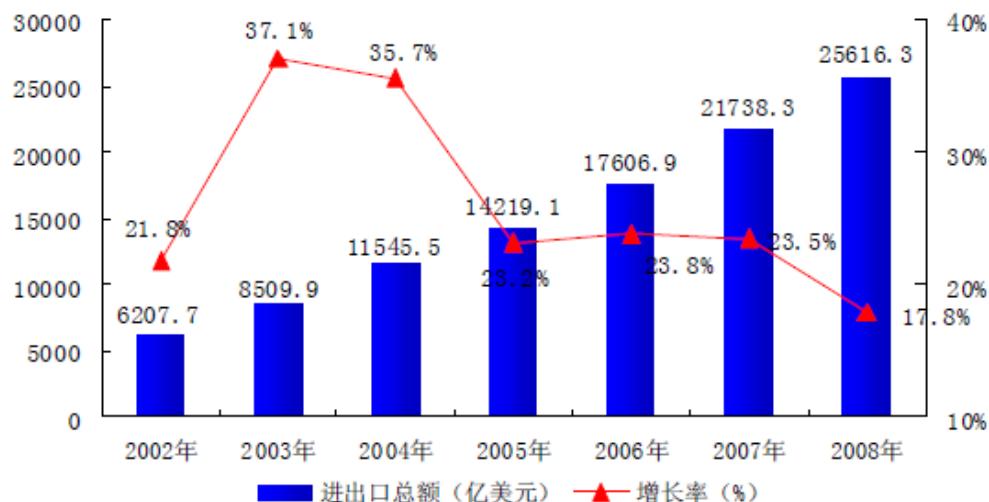
其次，由于客户的检测需求是多样化、因此，综合化的网络服务能力是满足客户需求的关键。由于检测需求分散多样，差异明显，检测机构需要丰富的产品线，还需要专业、周到的“一站式”服务。因此，为了获得具有综合服务能力的网络资源，并购是比较成熟的检测市场中的主要扩张手段。近年来，大型综合性检测机构在全球范围内展开了较大规模的收购兼并，以便于迅速进入新的市场，并在短时间内获得网络资源附带的资质、渠道和人才，提高空白领域的检测能力。如美国大部分较具规模的消费品或工业品检测公司被欧洲大型检测公司收购兼并，成为其美国分公司。

三、华测检测将继续快速成长

1、巨大的业务增长潜力

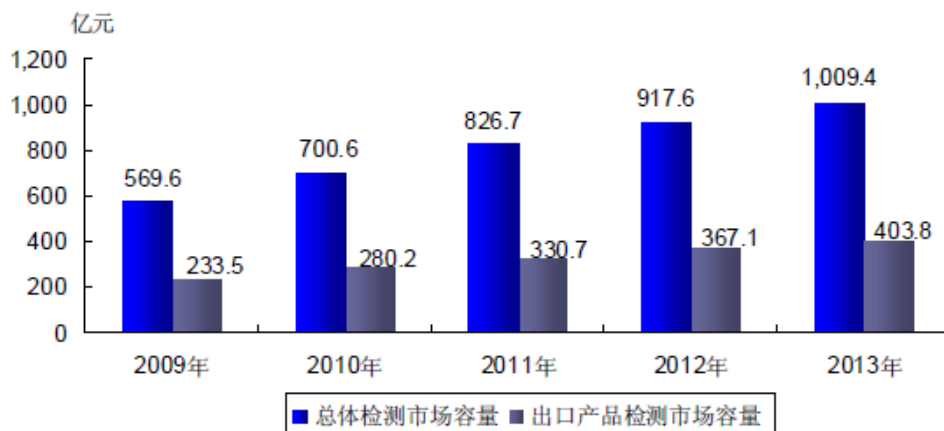
华测检测迎来了巨大的发展机遇，这种机遇一方面来自于国内检测市场的整体增长，另一方面来自于民营第三方独立检测机构市场份额的扩大。

首先，技术检测行业市场规模不断扩大。目前，中国已成为全球贸易大国，2007 年中国进出口贸易总额为 21738 亿美元，比上年增长 23.5%，2008 年中国进出口贸易总额为 25616 亿美元，同比增长 17.8%。快速增长的贸易量，促进了对外贸易领域检测业务规模不断扩大。另外，海外市场不断提高对产品质量、环保等方面的性能指标要求，包括 QHSE 规则和标准的增加和加强；控制和检测活动的私有化；审计和检测活动的外部采购；提高对 QHSE 风险管理的增长需求；以及市场全球化和国际贸易的增长等，使检测需求市场规模不断扩大。从 2002 年以来，检测行业成为中国发展前景最好、增长速度最快的服务行业之一，其中以民营和外资为主的第三方检测行业最具活力，一直保持 30% 以上的增长速度。2008 年，全国检测市场规模达到 450 亿元，到 2010 年这一数字将有望超过 700 亿元。

图 6：2003-2008 年中国进出口贸易总额及增长率


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

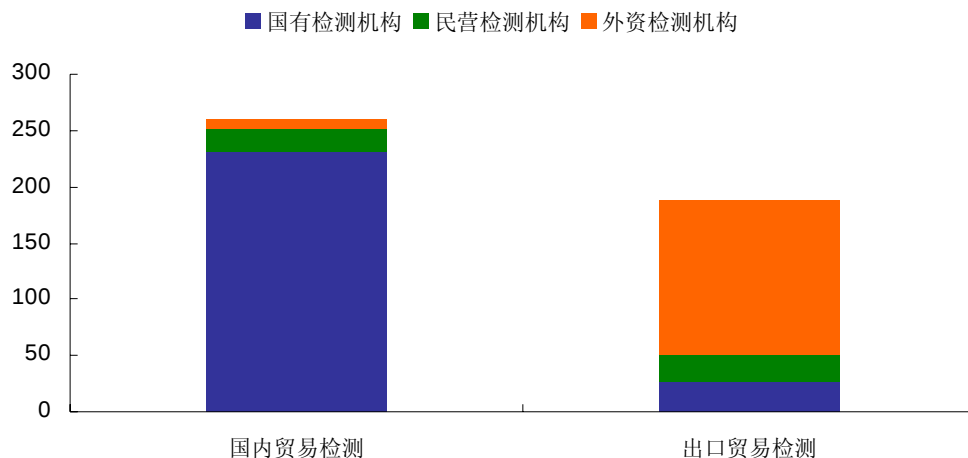
短期而言，全球贸易出口可能受到宏观经济和贸易保护主义的影响，检测行业相关业务可能也会受到波及，但是金融危机后全球贸易保护主义抬头，产生了各种技术壁垒，而全球制造商为了适应竞争更加激烈的市场也提高了新产品的开发速度，出口商品的批次和种类没有发生显著的减少。因此，国际金融危机对检测市场的影响较小。

图 7：2009-2013 年中国检测市场规模预测


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

而我国检测市场结构式的变化也是华测检测的一个机会。我国按参与者的不同性质来划分可以分为政府检验检测、企业内部检测及独立第三方检测。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%。

图 8：2008 年中国检测市场结构（单位：亿元）



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

而随着检测行业市场化发展和政府监管体制的变革，政府将会逐步放开强制性检测市场，允许合格社会检测机构进入部分强制性检测市场。另外，随着民营检测机构品牌和服务能力的增强，原先由外资检测企业占领的市场也有望成为华测等民营检测企业开拓的空间。基于这些情况，CCID 预测，中国检测市场中民营检测机构增长速度最快，超过 30%；而外资检测机构次之，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。

表 4：我国检测行业逐步市场化的过程

阶段	时间	标志	内容
第一阶段	1984 年	《中华人民共和国进出口商品检验条例》	规定国家商检局为统一监督管理全国进出口商品检验检测工作的主管机关；规定所有的业务一律由国家检验检测机构实施
第二阶段	1989 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》	确定了多种检验主体的合法性，取消了中国境内不允许设立外国检验机构的条款；认可符合条件的国内外检验检测机构承担委托的进出口商品检验检测工作，开始对民间资本开放商品检验检测市场。
第三阶段	2002 年	《中华人民共和国进出口商品检验法》修改	进一步明确了从事进出口商品检验鉴定经营活动的民事行为的检验资格，明确界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务，为检验检测市场的对内对外开放奠定了法律基础。
第四阶段	2005 年 12 月	进入加入 WTO 的后过渡期	允许外资独资进入中国的服务贸易市场。外资检测机构凭借雄厚的资本实力和丰富的运作经验全面进入中国检测市场，成为中国检测市场的重要部分。

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

2、华测有能力抓住发展的机遇

“机会只垂青有准备的人”，在巨大的成长空间面前，我们认为华测完全有能力抓住发展机遇，这主要是因为华测在产业核心竞争力方面积累了一定优势，并抓住时机攫取了未来发展所需的资源。

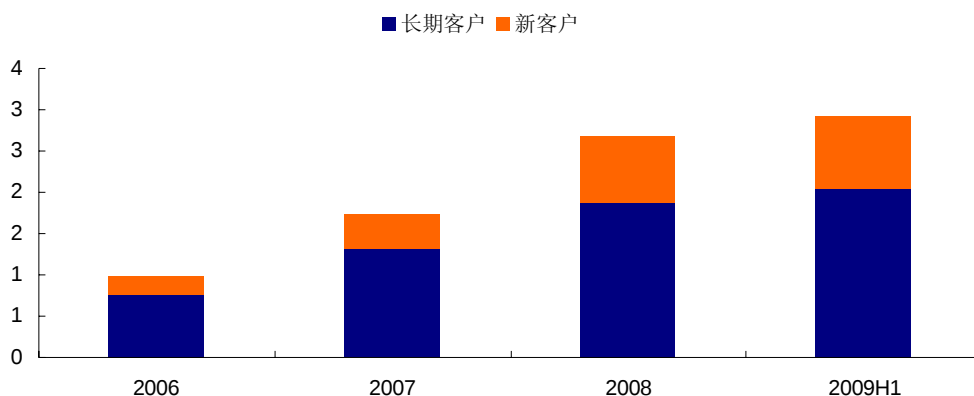
首先，如前文所说，品牌是第三方检测机构发展制胜的重要资源，而华测检测目前可以说是我国第三方独立检测的第一本土品牌。**检测行业的品牌内涵支柱是公信力，而构筑公信力需要时间的考验和科技的支持，华测在这两方面都颇具实力。**

首先，华测在构筑品牌公信力方面占有时间优势。华测是我国较早进入第三方检测市场的民营机构，2002 年我国《中华人民共和国进出口商品检验法》进行了修改，进一步明确界定了行政执法性质的强制性检验检测工作与民事行为的检验检测业务，公司也是抓住了检测行业对外开放的这一重要机会，于 2003 年成立，取得行业先入优势，成为国内首家获得“高新技术企业”认定的检测机构。

通过数年的努力，公司已经取得与许多全球知名企业的合作，如富士康、台达、飞利浦、理光、华硕、明基等知名企业均认可本公司出具的检测报告。公司也是国内较早开展 2002/96/EC 指令、2002/95/EC 指令、2005/32/EC 指令、美国加州能源法等项目检测的机构，在行业内具有较高的知名度和美誉度，得到了众多国际著名机构的授权或认可，如公司是中国质量认证中心授权检测实验室，并得到德国 TUV、美国 UL、意大利 IG、新加坡 PSB、美国消费品安全委员会（CPSC）、新加坡标准、生产力与创新局（SPRING）等国际知名认证、检测机构的授权或认可。

目前，“华测”品牌在全国尤其是华南地区具有较高的市场知名度，吸引了一大批稳定的高质量客户；未来，随着公司上市成功，公司的市场知名度和美誉度将进一步提高。

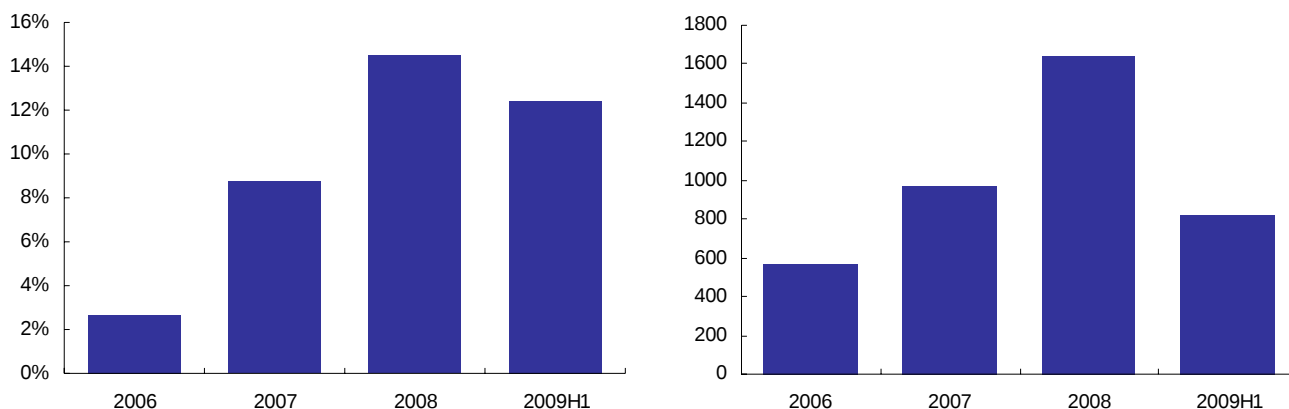
图 9：华测检测客户数量（万家）



注：长期合作客户指合作时间至少 2 年的客户

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

除了时间上的先入优势外，公司的技术积累也是品牌优势的重要组成部分。公司成立之初就较为重视研究技术开发，过去三年平均研发投入约占营业收入的 8%到 9%。公司共参与制定国家或行业标准 38 项，其中 8 项标准已正式执行，同时公司正在申请 15 项专利，其中发明专利 9 项。公司还成功开发美国 FDA、欧盟法规、德国 LFGB 食品接触材料等检测方法。公司开发的材料分析与技术服务、失效分析已成为公司业务特色，并显著扩充了业务范围。

图 10：公司自主检测技术产生的收入占比（左）、公司研发投入（右）


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

目前公司现有研发人员 152 人，其中博士及硕士近 50 余人，分别来自中科院、清华大学、中山大学、华南理工大学等重点科研院校。公司研发人员具有丰富的产品技术标准方面的专业理论知识和实践操作经验，技术素质较高。近两年公司核心技术人员稳定，未发生重大变动。

其次，华测在网络方面也形成了一定优势。而这种优势一方面体现在核心业务区域的网络布局，另一方面则体现在网络综合服务能力方面。

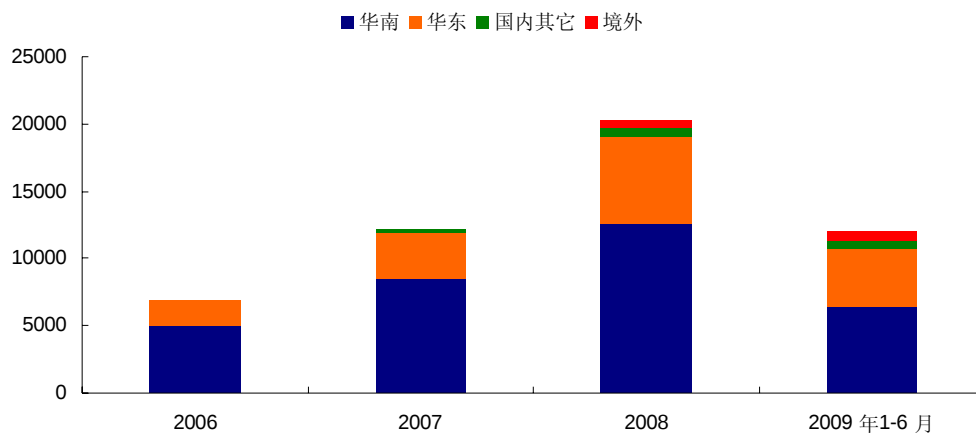
在业务布局方面，公司紧密围绕外贸产业集中的长三角和珠三角，以此为核心分别在深圳、上海建有大型实验室基地。公司运用国际先进的检测设备和技術，充分利用其地理位置，辐射周边地区，提高市场反应能力和服务水准。除建立实验室基地外，公司对全国的服务网络进行快速布点，目前公司服务网点已遍布全国主要城市，在全国设有近 30 家分公司和办事处。公司的服务和技术支持人员可就近为客户提供专业服务。公司的服务网络已成为我国分布最广、反应最快捷的检测服务网络之一。

表 5：华测实验室分布

地区		贸易保障	消费品	工业品	生命科学	合计
华南	深圳	5	6	5	2	18
	顺德	1	1	0	1	3
华东	上海	1	2	0	1	4
	宁波	1	1	0	1	3
华北	北京	0	0	0	1	1
	青岛	0	0	0	1	1
合计		8	10	5	7	30

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

正是依托在华南和华东地区的网络布局，公司在这两个区域的收入构成了营业收入的主要来源。

图 11：华测收入来源地分布


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

检测企业网络的另一个价值体现在综合服务能力。综合检测服务能力需要较强的跨行业、跨专业的技术能力，能够融合各专项技术，要求较高。而华测通过多年建设，其主要试验室均已具有 CMA 和 CNAS 资质，能够一站式的满足客户多样性的检测需求。

表 6：公司试验室获得的 CNAS 项目数量

类别	项目数
贸易保障检测	201
消费品测试	548
工业品测试	225
生命科学检测	736
合计	1710

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

未来，借助 IPO 融资，公司将新建苏州检测基地，并进一步丰富和强化其检测实验室网络。

因此，一方面是快速成长的市场，另一方面是华测的产业核心竞争力。而就单个第三方检测机构而言，SGS 集团 2008 年在中国检测市场收入约 35 亿元，占中国独立第三方检测市场约 18.5%；作为国内最大的独立第三方检测机构，华测 2008 年占国内独立第三方检测市场约 1.07%，占全部检测市场的 0.45%。因此，我们认为华测的业务规模在未来相当长时间内还有巨大的成长潜力。

表 7：公司主要业务市场占有率

业务类别	国内市场规模	公司 08 年收入	市场占有率
全部检测	449 亿元	2.03 亿元	0.45%
华东地区	144 亿元	652 万元	0.45%
华南地区	113 亿元	12560 万元	1.11%
贸易保障检测	122 亿元	1.07 亿元	0.88%
消费品检测	96 亿元	5481 万元	0.57%
工业品检测	72 亿元	915 万元	0.13%

生命科学检测	159 亿元	3237 万元	0.20%
--------	--------	---------	-------

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

四、公司盈利能力分析

近年公司经营业绩增长迅猛，是市场扩张和企业核心竞争力的综合体现。2007 年，华测营业收入较上年增长 76.01%，2008 年较上年增长 67.26%。公司产能利用率也保持在 90%左右的高水平上。

表 8：公司产能及产能利用率情况

年度	项目	贸易保障	消费品	工业品	生命科学	合计
2009H1	检测能力	120750	31300	42100	10850	205000
	检测量	108952	28593	35779	9440	182764
	利用率	90.23%	91.35%	84.99%	87.00%	89.15%
2008	检测能力	185000	45000	72000	18000	320000
	检测量	166378	38867	62835	16205	284285
	利用率	89.93%	86.37%	87.27%	90.03%	88.84%
2007	检测能力	108600	16500	41300	9400	175800
	检测量	96773	15573	38146	8588	159080
	利用率	89.11%	94.38%	92.36%	91.36%	90.49%
2006	检测能力	60000	4000	18500	5500	88000
	检测量	58786	3532	17500	5133	84951
	利用率	97.98%	88.30%	94.59%	93.33%	96.54%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

因此，在需求快速增长的情况下，未来企业的收入规模将一定程度上依赖于产能的提高，而华测持续的资本投入和募投项目将是公司产能提升的主要动力。2009 年 1-6 月，随着新增产能的释放，公司收入同比增长约 40%。我们预计公司未来 3 年的收入平均增长速度在 25%到 30%之间。

表 9：未来产能情况

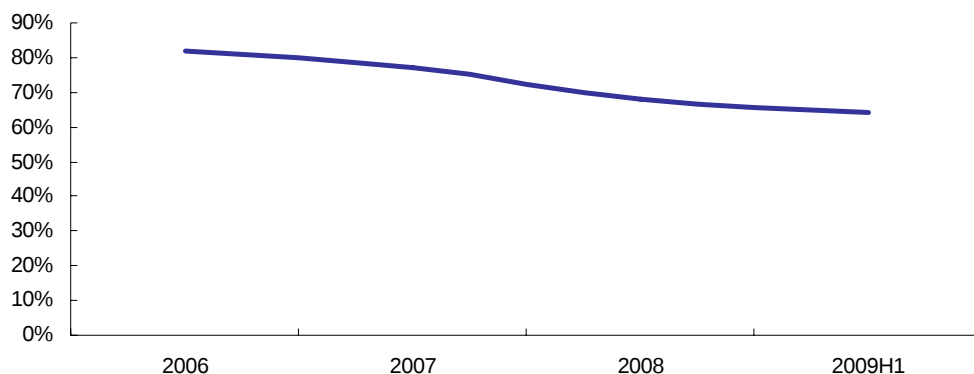
项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013
华东一期项目	—	—	—	达产 40%	达产 70%	达产 100%
新增检测能力				82,000	61,500	61,500
桃花源项目新	—	达产 10%	达产 40%	达产 70%	达产 85%	达产 100%
增检测能力		22,500	67,500	67,500	33,750	33,750
检测能力	320,000	410,000	477,500	627,000	722,250	817,500
检测能力增长	-	28.13%	16.46%	31.31%	15.19%	13.19%

资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

另一方面，公司的毛利率近年均处于一个较高的水平，但有缓慢下滑的趋势。检测行业是一个综合服务业，其为客户提供的是具有一定粘性的产品，而每次检测均为抽样检测，样品价值相对于新产品价值、出货产品价值极小。因此，检测单价相对产品价值较低，客户对检测单价不敏感。所以过去 3 年，公司的平均总体毛利率为 71.13%，其中贸易保障类的平均毛利率为 76.12%，保持了较

高的水平。但是，受市场竞争日趋激烈以及公司检测业务种类结构调整和区域结构调整等因素的影响，发行人的毛利率有所下降。因此，未来 1-3 年内，我们预计公司综合毛利率还将保持 60% 左右的高位，但是会继续缓慢下滑。

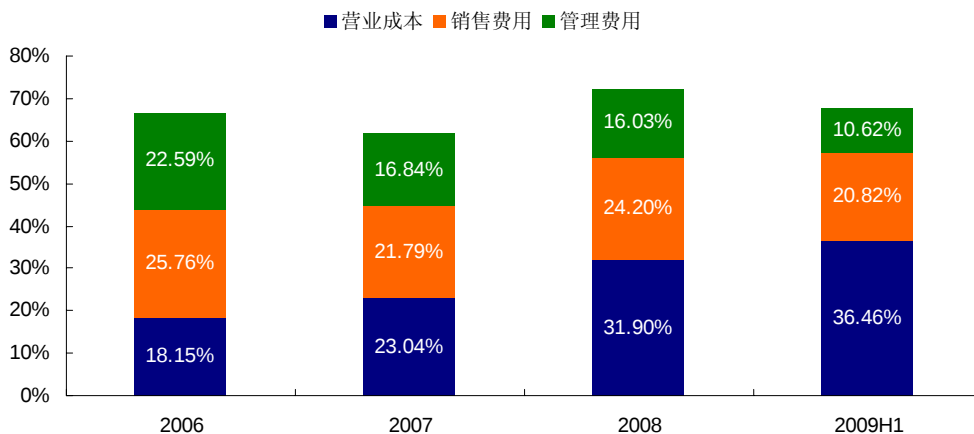
图 12：华测综合毛利率



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

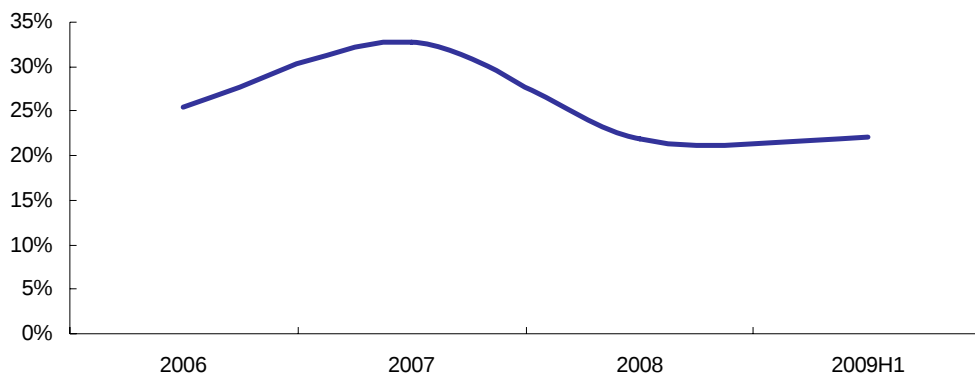
期间费用方面，虽然绝对量伴随收入规模快速增长，但是由于检测行业具有明显的规模效应，其占营业收入的比重整体呈下降态势，从 2006 年的 48.49% 下降至 2009 年 1-6 月的 32.00%，表明公司在检测服务收入增长的同时，有效控制了公司期间费用的上涨，期间费用未对公司持续盈利能力产生重大影响。

图 13：华测的期间费用



资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

在毛利率和期间费用的此消彼长间，最终，公司的净利润保持了相对的稳定，从 2006 年到 2009 年 1-6 月份，公司销售净利率分别为 25.43%、32.79%、21.87% 和 22.16%。未来 1 到 3 年内，我们认为在毛利率和期间费用均缓慢下降的情况下，公司净利润将稳定在 20% 以上的水平。

图 14：华测净利润率


资料来源：招股说明书、东方证券研究所整理

综合考虑上述因素，我们预计公司 2009 年至 2011 年分别实现收入 2.64 亿元，3.28 亿元和 4.09 亿元，实现归属母公司利润 5407 万元，6768 万元和 8342 万元。

表 10：华测检测收入成本预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（单位：百万元）				
贸易保障检测	106.6	140.4	175.5	219.4
消费品测试	54.8	78.6	98.3	122.8
生命科学检测	32.4	36.1	43.3	54.1
工业品测试	9.2	8.7	10.5	12.5
合计	202.9	263.8	327.5	408.9
主营业务成本（单位：百万元）				
贸易保障检测	28.3	43.5	63.2	87.8
消费品测试	21.3	33.8	45.2	61.4
生命科学检测	11.5	15.0	19.5	27.1
工业品测试	3.7	3.9	5.0	6.7
合计	64.7	96.2	132.9	182.9

资料来源：东方证券研究所整理

表 11：华测检测盈利预测表

单位：百万	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	203	264	328	409
营业成本	65	96	133	183
营业税金及附加	10	13	16	21
营业费用	49	58	64	70
管理费用	33	30	32	36
财务费用	2	0	-7	-9

资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	43	66	88	106
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	46	67	89	108
所得税	2	13	21	25
净利润	44	54	68	83
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	44	54	68	83
EPS（元）	0.54	0.66	0.83	1.02

资料来源：东方证券研究所整理

五、估值

根据盈利预测，华测 2009 年至 2011 年 EPS 分别为 0.66 元，0.83 元和 1.02 元。华测检测是国内首家从事检测服务的上市公司，因此目前 A 股市场没有估值可比公司，我们选取已公布发行价格的创业板 10 家上市公司作为估值参考。前 10 家创业板上市公司的发行市盈率大部分集中在 45-55 倍之间，算术平均市盈率为 52.73。结合华测检测未来巨大的成长空间，我们给与华测检测 45-50 倍的市盈率，公司的合理估值区间在 29.7-33.0 元之间。

表 12：创业板前 10 家发行情况

证券代码	公司简称	发行价	08EPS	发行市盈率
300001.SZ	特锐德	23.80	2.56	52.76
300002.SZ	神州泰岳	58.00	2.79	68.80
300003.SZ	乐普医疗	29.00	0.55	59.56
300004.SZ	南方风机	22.89	0.44	46.24
300005.SZ	探路者	19.80	0.51	53.10
300006.SZ	莱美药业	16.50	0.48	47.83
300007.SZ	汉威电子	27.00	0.67	60.54
300008.SZ	佳豪船舶	27.80	1.05	40.12
300009.SZ	安科生物	17.00	0.55	46.83
300010.SZ	立思辰	18.00	0.51	51.49
算术平均值		25.98	1.01	52.73

资料来源：东方证券研究所整理

分析师承诺

陈 刚：军工&电子行业首席分析师

王天一：军工行业助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6055

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn