

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

卫生部禁用面粉增白剂，短期利好有限，长期继续看涨

事件: 据 9 月 17 日新京报消息，全国政协委员冯平前日透露，卫生部办公厅对“关于再次建议尽快出台新的小麦粉国家标准”的答复中表示，全国食品添加剂标准委员会已审查同意注销过氧化苯甲酰（俗称面粉增白剂）。

点评:

■ 过氧化苯甲酰的增白原理是：通过与面粉中水和酶发生混合反应，释放出活性氧来氧化面粉中极少量的有色物质，达到使面粉增白的目的。但长期使用可能会破坏面粉营养素，或引起慢性苯中毒。在我国，过氧化苯甲酰作为被合法使用的面粉增白剂已存在了近 30 年。尽管我国限制最大使用量为每公斤 0.06 克，比国际水准更加严格；尽管长期以来对于是否禁止使用过氧化苯甲酰在学术界还存在较大争议，但是此次卫生部还是决意彻底取消其食品添加剂资格，我们认为充分显示了保民生、保安康的谨慎性原则，同时也体现出三聚氰胺等事件后人们对于食品安全问题的关注给政府带来的压力。

■ 华测目前具有国家认监委（CNAS）颁发的食品添加剂项目（含过氧化苯甲酰）检测资质。我们预期此次事件将带来两方面影响：短期内政府将强化对于食品企业使用面粉增白剂的督查清理，带动该项目检测需求的上涨；中长期来看随着面粉增白剂全部退出市场，该项目检测需求将下降。无论需求如何变化，由于过氧化苯甲酰检测只是诸多食品检测项目中的一项目，只占有很小业务收入份额，因此我们认为此次事件对于华测基本面的影响不大。但我们认为政府对于食品安全的管控仍然在不断加强，第三方检测在整体检测行业的收入份额扩大也是大势所趋，公司有望随行业发展而从中受益。

■ 我们认为由于第三方检测几乎涉及各行各业，且近年来商品质量安全事件倍受关注，因此未来每一起“安全门”事件都可能对华测股价产生刺激作用。但每起“安全门”事件是否会对公司业绩产生实质驱动则有赖于对于公司业务状况的具体分析。我们提醒投资者注意公司股价易受突发事件影响的特征，提醒投资者注意投资风险。

■ 从公司经营情况看，公司上半年营业收入 1.48 亿元，同比增长 22.80%；营业利润 3,342.85 万元，同比增长 9.87%；净利润 2,747.73 万元，同比增长 2.72%。公司营业收入及利润增长虽然低于市场预期，但我们认为这是由于公司处于业务快速开拓时期，必须加大资本开支并同时扩充营销网络所导致的，因此对未来业绩的影响相对正面。公司以利润最大化为导向的民营体制能够为其成本管理能力提供保障。

■ 从公司生命科学检测业务（含食品检测业务）的发展情况来看，上半年营业收入为 7,196.61 万元，同比增长 56.70%，在所有业务群中增速居于首位。生命科学检测业务毛利率达到 57.97%，虽同比下降 0.78%，但降幅有所减缓（2009 年降幅达 3.65%），且毛利水平在所有业务中处于第二位，未来高速发展的势头将会继续。

■ **盈利预测与估值:** 国际市场普遍对于检测行业给予较高估值，估值溢价接近一倍。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。维持公司“推荐”的评级。

■ **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

6-12 个月目标价: 32.00 元

当前股价: 26.97 元

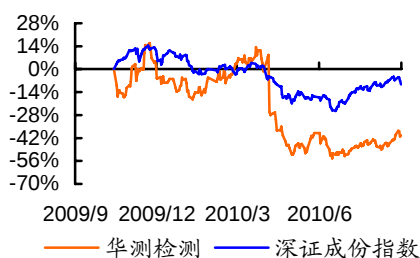
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11208.25
总股本(百万)	123
流通股本(百万)	32
流通市值(亿)	8
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	5.67
资产负债率	5.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华测检测	4.33	-3.61	-14.86
深证成份指数	-0.65	10.29	-8.38



相关报告

《华测检测 - 奇石致远，静水流深》
2010-9-15

目录

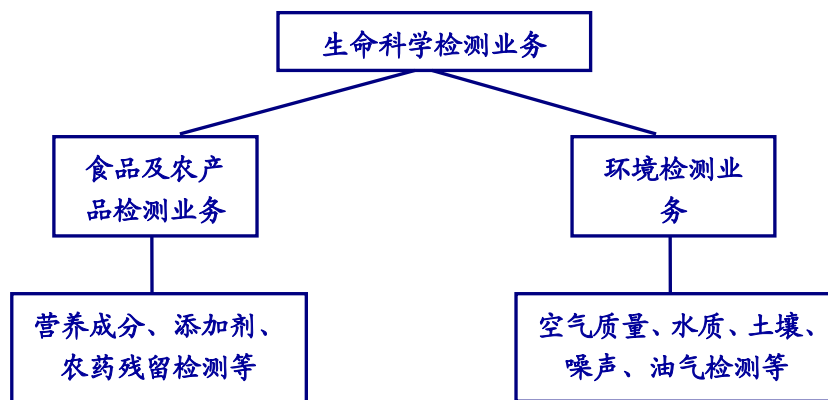
一、华测检测生命科学测试业务构成	3
二、华测检测业务经营情况回顾	3
三、国际检测企业估值情况	4
四、近年国内重大食品安全事件	4

图表目录

图 1 华测检测生命科学检测业务构成	3
图 2 2010 年上半年营业收入构成	3
图 3 2010 年上半年分业务收入增速	3
图 4 华测分业务毛利率变化情况	3
表 1 国际检测企业估值一览（截止 2010 年 9 月 17 日）	4
表 2 近年重大食品安全事故一览	4

一、华测检测生命科学测试业务构成

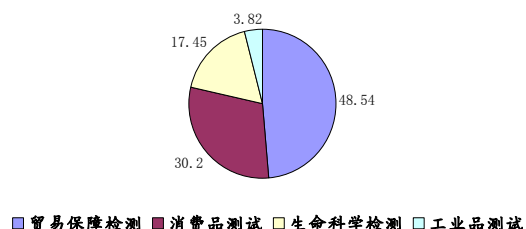
图 1 华测检测生命科学检测业务构成



资料来源：公司招股说明书、公司网站、中投证券研究所

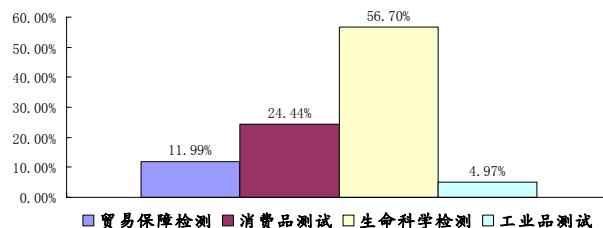
二、华测检测业务经营情况回顾

图 2 2010 年上半年营业收入构成



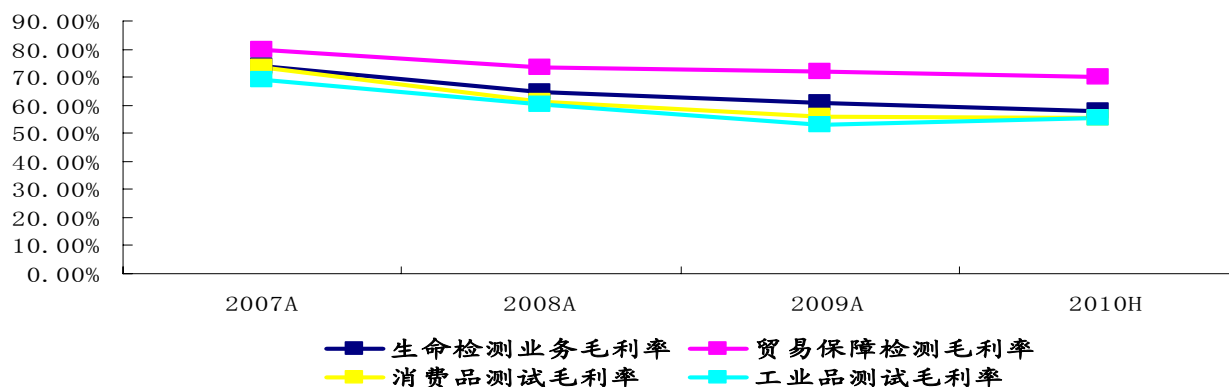
资料来源：公司半年报、中投证券研究所

图 3 2010 年上半年分业务收入增速



资料来源：公司半年报、中投证券研究所

图 4 华测分业务毛利率变化情况



资料来源：公司年报

三、国际检测企业估值情况

表 1 国际检测企业估值一览（截止 2010 年 9 月 17 日）

	SGS（瑞士）	Intertek（英国）	BV（法国）
动态 PE	19.79	20.09	17.99
所在市场动态 PE 均值	12.72	12.17	12.86
所在市场动态 PE 中值	13.25	10.55	12.34
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、中投证券研究所

四、近年国内重大食品安全事件

表 2 近年重大食品安全事故一览

年份	事件	概况
2004	阜阳劣质奶粉事件	2004 年 4 月 30 日，安徽省阜阳市 13 名婴儿由于被喂食几乎完全没有营养的劣质奶粉，夭折，近 200 名婴儿患上严重营养不良症；2004 年 05 月 10 日，淮安涟水也惊现大头娃娃，2 名婴儿因食用劣质奶粉导致营养缺乏而死。
2005	苏丹红事件	2005 年 2 月，在英国最大的食品制造商第一食品公司生产的产品中发现了被欧盟禁用的苏丹红（一号）色素。不到 1 个月，苏丹红事件席卷中国。
2006	瘦肉精中毒事件	9 月 13 日开始，上海市发生多起因食用猪内脏、猪肉导致的疑似瘦肉精食物中毒事故。9 月 17 日有关部门确认中毒事故为瘦肉精中毒。瘦肉精学名盐酸克伦特罗，可提高猪的瘦肉率，现已禁用。如果瘦肉精含量过高，可能出现头晕、呕吐等中毒症状。
2008	三鹿奶粉事件	2008 年 3 月，兰州某医院收治一批患肾结石病症的婴幼儿，查出病因系食用含有过量三聚氰胺的三鹿奶粉。截至 9 月 17 日，临床确诊的泌尿系统结石患儿达 6,244 人，死亡 3 人。国家质检总局公布对国内的奶制品厂家检验报告后，事件迅速恶化，包括伊利、蒙牛、光明、圣元及雅士利在内的 22 个厂家 69 批次产品中都检出三聚氰胺。
2009	韩国好丽友食品事件	韩国的好丽友食品、海太饮料等 6 家生产商生产的食品和饮料由于使用了可能含有三聚氰胺的西班牙产的食品添加剂，相关食品被下令召回。
2010	圣元奶粉激素事件	7 月 26 日，武汉某媒体报道江西、山东多名女婴出现性早熟症状，另有广东湛江 3 个月男婴雌激素检测超标，他们均自出生就喝圣元牌奶粉。卫生部调查后表示，将在短期内公布奶粉雌激素检测标准。

资料来源：中投证券研究所

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
流动资产	610	614	512	528	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	737	811	886	1028	利润总额	69	94	126	171
流动负债	34	71	46	59	所得税	12	17	25	43
短期借款	7	0	0	0	净利润	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	归属母公司净利润	57	77	101	128
非流动负债	7	8	7	8	EBITDA	88	99	155	214
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.69	0.63	0.82	1.05
其他	1	2	1	2	主要财务比率				
负债合计	41	79	53	66	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	82	123	123	123	营业收入	29.9%	33.3%	34.5%	33.1%
资本公积	496	455	455	455	营业利润	43.9%	46.0%	35.7%	36.6%
留存收益	118	154	255	383	归属于母公司净利润	47.3%	36.1%	31.0%	27.3%
归属母公司股东权益	696	732	833	961	获利能力				
负债和股东权益	737	811	886	1028	毛利率	64.3%	63.6%	62.6%	62.4%
现金流量表					净利率	21.4%	21.9%	21.3%	20.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	8.1%	10.5%	12.1%	13.4%
经营活动现金流	87	81	114	149	ROIC	38.9%	30.9%	21.0%	21.1%
净利润	57	77	101	128	偿债能力				
折旧摊销	25	30	51	63	资产负债率	5.6%	9.7%	6.0%	6.4%
财务费用	0	-22	-20	-17	净负债比率	43.79	13.96%	11.28	9.06%
投资损失	3	3	0	-3	流动比率	17.87	8.63	11.20	9.00
营运资金变动	0	8	-28	-21	速动比率	17.87	8.63	11.20	9.00
其它	2	-14	10	-1	营运能力				
投资活动现金流	-39	-93	-240	-188	总资产周转率	0.56	0.45	0.56	0.66
资本支出	41	82	237	186	应收账款周转率	24	24	24	24
长期投资	0	-1	0	0	应付账款周转率	23.72	64.55	64.95	64.10
其他	2	-12	-3	-1	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	495	-25	15	17	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.63	0.82	1.05
短期借款	-24	-7	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.66	0.93	1.22
长期借款	-6	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.67	5.97	6.79	7.84
普通股增加	21	41	0	0	估值比率				
资本公积增加	495	-41	0	0	P/E	54.46	40.02	30.55	24.00
其他	10	-18	15	17	P/B	4.43	4.21	3.70	3.20
现金净增加额	544	-37	-112	-21	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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434