



泛美实验 (839848): 打造实验室一体化建设行业龙头, 树立新时代实验室标杆

2017 年 09 月 18 日

赵巧敏(分析师)
电话: 020-88836110
执业编号: A1310514080001
邮箱: zhaoqm@gzghs.com.cn

● 公司概况: 实验室系统工程一体化建设的领先者

泛美实验(839848)专注于实验室建设行业, 主营实验室智能系统工程的一体化服务和实验室相关设备的销售, 包括前期实验室的规划设计, 施工安装及后期的运营维护。公司 2015、2016 年迅速崛起, 2017 年上半年公司归母净利润 0.17 亿元, 同比增长 26.58%。

● 行业状况: 政策驱动多方需求增长, 国内专业化企业凤毛麟角

(1) 专业化实验环境保障实验结果准确性与科研人员身体健康, 专业的评估机构 CNAS 制定国际化标准。实验室设施和环境条件是影响实验结果准确性和科研人员身体健康的重要因素, 有专业的评估机构 CNAS, 并制定了国际化的评估标准 ISO17025。

(2) 三大应用拉动需求平稳增长, 实验室建设行业潜在市场约两千亿元。实验室主要用于检测及研究两方面, 下游客户主要集中在政府部门、事业单位及企业。根据国家统计局统计竣工的科研实验室面积计算, 我国实验室建设行业的潜在市场规模达到约 1400-2450 亿元, 预计未来三年保持接近 10% 左右的增长速度, 而专业化实验室建设公司渗透率不到 1%。

(3) 稳定的经费投入保障我国科技进步, 实验室建设行业水涨船高。政府加强对食品药品监督管理带动检测实验室需求持续增长; 分级诊疗成为我国基层医疗卫生机构发展新的动力; 高校及科研院所研发经费持续增长以提高我国基础研究水平; 产业升级催生大量创新型企业, 研发投入是其生命线。

(4) 国内实验室建设行业以建筑商与设备商为主, 但是专业的实验室建设公司优势明显。大中型建筑公司具备建筑装修装饰工程专业承包一级等资质, 资金、规模实力强, 但是缺乏专业的实验室建设能力; 而专业型实验室装备公司的子系统设备产品竞争力较强, 但没有在项目工程方面积累大量经验, 对实验室整体系统的理解不如泛美实验这类专业的实验室建设企业。虽然竞争优势较为明显, 但是我国专业的实验室建设公司较少, 业务涉及实验室系统的规模化公司仅有 5 家左右, 竞争相对较弱。

● 企业亮点: 双顶级资质和丰富经验行业领先, 合作拓展带动未来发展

(1) 专业化产品与一体化服务覆盖全产业链。1) 实验室一体化解决方案技术服务是泛美实验获得订单的重要保障, 公司拥有 60 多人的技术团队, 在行业内属于规模最大、设计能力最强的团队之一; 2) 公司专业化的实验室系统与家具产品丰富, 拥有 13 项专利, 保障行业中的竞争优势; 3) 实验室系统的一体化与专业化保证公司参与后期运营与维护服务, 从而进入实验室的整个生命周期。

(2) 顶级装修承包资质+丰富实验室项目经验, 奠定细分行业领先地位。泛美实验是拥有一级建筑装修装饰工程专业承包及甲级设计资质的实验室建设公司, 承接工程不受合同金额、地域的政策限制; 完工的实验室项目数量达到数百个, 积累了丰富的实验室工程经验, 同时奠定了行业龙头地位。

财务表现

总股本 (亿股)	0.54
流通股本 (亿股)	0.28
总市值 (亿元)	9.10
流通市值 (亿元)	4.69
净资产 (亿元)	2.07
总资产 (亿元)	2.41
每股净资产 (元)	3.84

广证恒生

做中国新三板研究极客





(3)与优质伙伴进行战略合作，拓展医院客户把握医改机遇。泛美实验重视做好样板工程，与疾控系统、公安系统等单位客户群体建立了稳定合作关系；积极与大型建筑公司、有地区性资源的设备供应商进行战略合作。计划拓宽客户类型，加入达安创谷生态圈，将其丰富医院客户资源作为潜在拓展对象。

● 盈利预测

受益于公司获取订单能力的增强及行业的快速发展，并考虑到公司毛利率的提升及体量的增大，我们看好未来公司将会保持相对比较稳定的增长，预计 2017-2019 年营业收入 2.27、2.82 以及 3.49 亿元，分别同比增长 3.68%，24.62% 以及 23.63%，2017-2019 年归母净利润分别为 0.56、0.69 以及 0.98 亿元，分别同比增长 25.04%、22.08% 以及 41.63%，对应 EPS 分别为 1.05、1.28 以及 1.82。

● 风险提示

行业竞争加剧风险、营运资金不足风险、应收账款回收风险



目录

1.泛美实验：打造实验室系统工程一体化建设的行业标杆.....	5
1.1 专注细分领域 14 年，造就实验室建设行业龙头.....	5
1.2 泛钰实验室占股 59.82%为控股股东，完成一轮定向增发.....	6
1.3 2015 年扭亏为盈迅速发展，2016 年营业收入已超 2 亿元.....	6
2.行业状况：政策驱动多方需求增长，国内专业化企业凤毛麟角.....	7
2.1 专业化实验环境保障实验结果准确性与科研人员身体健康，专业的评估机构 CNAS 制定国际化标准.....	7
2.2 三大应用拉动需求平稳增长，实验室建设行业潜在市场约两千亿元.....	9
2.3 稳定的经费投入保障我国科技进步，实验室建设行业水涨船高.....	10
2.3.1 政府加强对食品药品监督管理带动检测实验室需求持续增长.....	11
2.3.2 分级诊疗成为我国基层医疗卫生机构发展新的动力.....	12
2.3.3 高校及科研院所研发经费持续增长以提高我国基础研究水平.....	12
2.3.4 产业升级催生大量创新型企业，研发投入是其生命线.....	13
2.4 国内实验室建设行业以建筑商与设备商为主，一体化公司优势明显.....	13
2.5 国内同行双顶级资质屈指可数，行业发展潜力巨大.....	15
3.双顶级资质和丰富经验行业领先，合作拓展带动未来发展.....	16
3.1 专业化产品与一体化服务覆盖全产业链.....	16
3.1.1 泛美实验拥有全国最大的实验室专业技术团队.....	16
3.1.2 专业化实验室系统与家具产品丰富，13 项专利保障竞争优势.....	17
3.1.3 系统一体化及专业化了决定实验室运营服务及维护的持续性.....	20
3.2 顶级装修承包资质+丰富实验室项目经验，奠定细分行业领先地位.....	20
3.3 低毛利环节外包，商业模式升级提升毛利率.....	21
3.4 客户以政府机构为主，与优质伙伴进行战略合作.....	21
3.5 拓展医院客户把握医改机遇.....	22
4.盈利预测.....	23
5.风险提示.....	25



图表目录

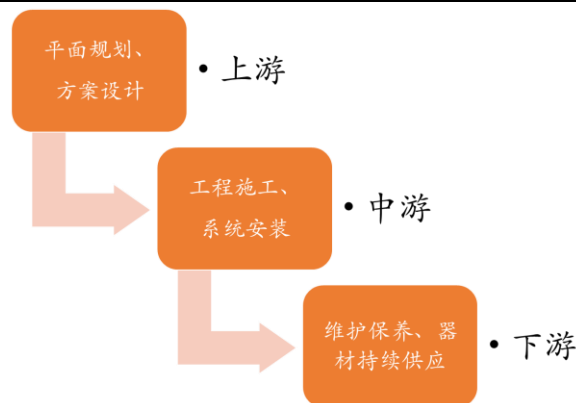
图表 1 泛美实验涵盖实验室建设全产业链：实验室设计、装修与后期服务.....	5
图表 2 泛美实验发展历程.....	5
图表 3 泛美实验一轮定增募资 1000 万元.....	6
图表 4 股东明细（截至 2017-04-24）.....	6
图表 5 泛美实验 17 年上半年营收 0.83 亿元.....	7
图表 6 泛美实验 17 年上半年归母净利润 0.17 亿元.....	7
图表 7 泛美实验工程类营业收入占比超过 60%.....	7
图表 8 中国合格评定国家认可委员会 CNAS.....	8
图表 9 实验室建设的三大下游客户.....	9
图表 10 2004-2016 年每年竣工的用于科研的房屋建筑面积.....	10
图表 11 国家对科研方面的投入保持约 10% 的增长速度.....	10
图表 12 相关政策文件利于行业发展.....	11
图表 13 国家加大对食品药品监管的投入.....	12
图表 14 近几年医疗实验室工程投资额.....	12
图表 15 高校科研经费增至千亿元.....	13
图表 16 C9 高校科研经费规模逐年提升（亿元）.....	13
图表 17 开展 R&D 和拥有研发机构的企业数不断增长.....	13
图表 18 不同类型公司的优劣势比较.....	14
图表 19 国内竞争对手 2016 年财务数据对比.....	16
图表 20 2016 年各公司应收账款占比和账龄对比.....	16
图表 21 泛美实验的技术服务流程.....	17
图表 22 泛美实验的部分实验室系统产品.....	18
图表 23 泛美实验的部分实验室设备产品.....	19
图表 24 泛美实验提供的实验室智能系统构成.....	20
图表 25 泛美实验毛利率领先于同行主要竞争对手.....	21
图表 26 泛美实验实行外包后毛利率大幅提高.....	21
图表 27 泛美实验的客户以政府机构为主.....	22
图表 28 海南省食品检验检测中心实拍图.....	22
图表 29 中山大学中山眼科中心实拍图.....	22
图表 30 中海油田服务股份有限公司天津分公司实拍图.....	22
图表 31 同类公司万得一一致预期与估值情况.....	23

1. 泛美实验：打造实验室系统工程一体化建设的行业标杆

1.1 专注细分领域 14 年，造就实验室建设行业龙头

广州泛美实验室系统科技股份有限公司（以下简称“泛美实验”）正式成立于 2004 年，主营业务为实验室智能系统工程的一体化服务和实验室相关家具用品的销售。公司已成为全国最具规模和技术实力的洁净工程、通风工程、智能控制系统等实验室工程承建商，涵盖产业链上游的实验室规划、设计，中游的供货、施工、安装，下游的系统维护、实验室设备、仪器、耗材等持续供应。

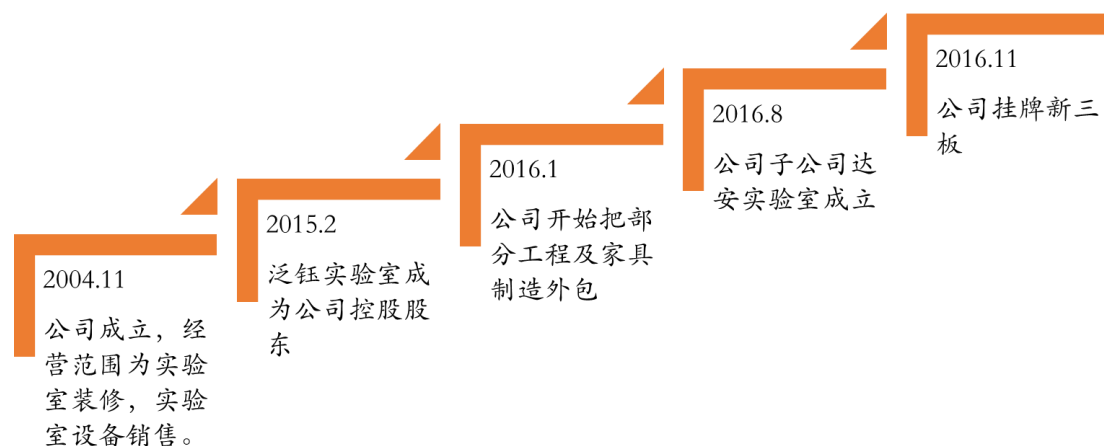
图表 1 泛美实验涵盖实验室建设全产业链：实验室设计、装修与后期服务



数据来源：泛美实验、广证恒生

2016 年，泛美实验完成股改、增资，并于 11 月 29 日通过协议方式挂牌新三板，现属于创新层。

图表 2 泛美实验发展历程



数据来源：泛美实验公开转让说明书、年报、广证恒生



1.2 泛钰实验室占股 59.82%为控股股东，完成一轮定向增发

2015年2月，泛钰实验室通过受让持有公司84%的股份，成为公司控股股东；魏志刚通过其个人独资企业余江泛美间接持有泛钰实验室35.71%的份额，进而间接持有泛美实验30%股权，且余江泛美为泛钰实验室唯一的普通合伙人，由此魏志刚成为公司的实际控制人。

泛美实验挂牌以来完成一轮定向增发，用于补充公司流动资金，本次股票发行由自然人投资者卢俊康全部认购。

图表3 泛美实验一轮定增募资1000万元

公告日期	融资方式	发行价/元	发行股数/股	募资总额/万元	主承销商
2017-04-20	定向增发	16.875	592,593	1,000	广发证券股份有限公司

数据来源：Wind、广证恒生

定增完成后，股东人数增至9人。泛钰实验室持有本公司59.82%股份，仍为公司控股股东。魏志刚通过余江泛美间接持有泛钰实验室35.71%的份额，进而间接持有泛美实验21.36%股权，为公司实际控制人，同时担任公司董事兼总经理。何峰持有11.39%股份，担任公司董事长。

图表4 股东明细（截至2017-04-24）

序号	股东名称	持股数	持股比例%
1	广州市泛钰实验室科技投资企业（有限合伙）	32,260,800	59.82
2	广州安健信医疗健康产业股权投资基金（有限合伙）	6,502,696	12.06
3	何峰	6,144,000	11.39
4	余江安进创业投资中心（有限合伙）	3,388,800	6.28
5	广州汇港投资合伙企业（有限合伙）	2,074,074	3.85
6	大成创新资本—广发证券—大成创新资本—广发证券—康成亨达安医疗健康新三板1号专项资管计划	2,074,074	3.85
7	南通康成亨重点成长型企业股权投资合伙企业（有限合伙）	651,852	1.21
8	卢俊康	592,593	1.10
9	上海利彤创业投资有限公司	237,037	0.44
	合计	53,333,333	100

前十名股东间相互关系说明：安健信与安进创业存在关联关系，安健信执行事务合伙人委派代表与安进创业执行事务合伙人委派代表均为程钢，且安进创业执行事务合伙人余江安茂为程钢的个人独资企业。除上述外，公司股东之间不存在关联关系，也未签署一致行动协议。

数据来源：Wind、广证恒生

1.3 2015年扭亏为盈迅速发展，2016年营业收入已超2亿元

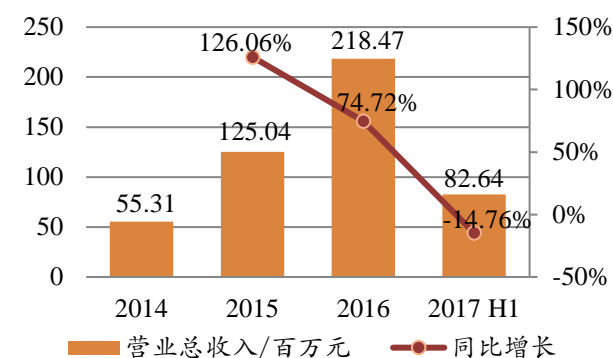
泛美实验从2015年进入发展的快车道，公司2014年尚处于亏损状态，2016年归母净利润已经达到0.45亿元，16年营业收入规模约为14年的4倍。公司营业收入主要分为工程类



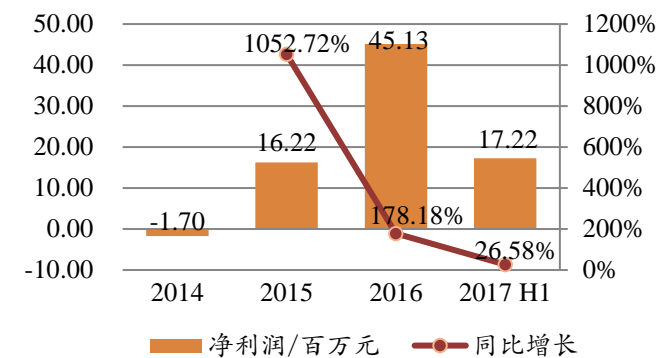
收入以及销售类收入，17年上半年占比分别为68.16%、31.84%。随着公司研发成果提升产品附加值以及品牌知名度和行业影响力逐渐增强，公司承接的项目增多，助推公司业绩取得持续发展。

公司2017年半年报显示业绩增速有所下滑，报告期内实现归母净利润0.17亿元，同比增长26.58%，营业收入0.83亿元，同比下降14.76%。今年上半年业绩出现波动的原因在于2016上半年公司由自主加工生产改为全部对外直接采购，原工厂的原材料清理获得940.45万元收入，本期没有此项收入，另外由于本年度项目开展主要集中在下半年，而上年度同期有大项目在期初完工结转收入，故同比收入减少。值得注意的是，报告期内虽然营收减少，但经营性现金流比上年同期增加267.56万元。

图表5 泛美实验17年上半年营收0.83亿元



图表6 泛美实验17年上半年归母净利润0.17亿元



数据来源：Wind、广证恒生

图表7 泛美实验工程类营业收入占比超过60%

	2014	2015	2016	2017 H1
营业收入/百万元	55.31	125.04	218.47	82.64
工程类收入/百万元	37.15	105.74	128.81	56.13
工程类占比	67.17%	84.57%	58.96%	68.16%
销售类收入/百万元	15.32	18.32	76.40	26.21
销售类占比	27.70%	14.65%	34.97%	31.84%

数据来源：Wind、广证恒生

2.行业状况：政策驱动多方需求增长，国内专业化企业凤毛麟角

2.1 专业化实验环境保障实验结果准确性与科研人员身体健康，专业的评估机构CNAS制定国际化标准

实验室是研究或检测人员进行科学研究和实验操作的主要场所，是现代科学发展的基础，广泛应用于医药领域、食品领域、防疫部门、医院检验、环保化工产业以及高校的教学研究等不同领域。一方面，试验本身对温度、湿度、空气等外界环境因素有着非常严格的要求，

另一方面，实验过程中操作人员接触的部分化学、生物用品具有极强的毒性、挥发性以及腐蚀性等危害，因此，实验室设施和环境条件是影响实验结果准确性和科研人员身体健康的重要因素。

一般实验室温度控制 $23\pm 5^{\circ}\text{C}$ ，湿度控制 $65\pm 15\%\text{RH}$ ，对于不同实验室要求不一样，具体应包括如下要求：(1) 实验室应有足够的通风换气设备，以及实验废气的排放管道，保持实验室内的空气新鲜洁净；(2) 实验室应配备冰柜用以保存样品和试剂；(3) 实验室应配备保险柜用以保存剧毒物品；(4) 对实验室内不同功能的区域，尤其是进行具有高毒性和“三致效应”的环境污染物分析场所，应进行分隔并设置明显的标志加以区分；(5) 对进入不同区域的人员、设备和分析项目存在干扰的情况进行控制，如使用警示标识或门禁，以避免实验室环境发生交叉或外来干扰。另外，实验室对降噪、防尘、防震、防腐蚀、采光条件也有一定要求。

2013 年，同济大学刘东博士等人在《〈无风管自净型排风柜〉标准的制定及解读》文章中指出，“美国、瑞典、英国流行病学研究结果表明，化学工作者，尤其是实验室工作人员的死亡率高于社会一般人群，美国职业安全与卫生管理局公布的统计数据显示，实验室人员寿命比正常人的寿命要少 10 年。”

为规范我国实验环境，我国设定了专业的实验室环境认证机构：中国合格评定国家认可委员会(China National Accreditation Service for Conformity Assessment, CNAS)，它是根据《中华人民共和国认证认可条例》的规定，由国家认证认可监督管理委员会批准设立并授权的国家认可机构，统一负责对认证机构、实验室和检查机构等相关机构的认可工作。

图表 8 中国合格评定国家认可委员会 CNAS



数据来源：互联网、广证恒生

ISO17025 是实验室认可服务的国际标准，目前最新版本是 2005 年 5 月发布的，全称是 ISO/IEC17025:2005-5-15《检测和校准实验室能力的通用要求》。ISO17025 标准是由国际标准化组织 ISO/CASCO（国际标准化组织/合格评定委员会）制定的实验室管理标准，该标准的前身是 ISO/IEC 导则 25:1990《校准和检测实验室能力的要求》。国际上对实验室认可进行管理的组织是“国际实验室认可合作组织(ILAC)”，由包括中国实验室国家认可委员会(CNACL)

在内的 44 个实验室认可机构参加。

2.2 三大应用拉动需求平稳增长，实验室建设行业潜在市场约两千亿元

实验室主要用于检测和研究，具体来讲，下游应用大致可分为三类：

第一类是政府部门，如食品药品监督管理局、公安系统、环保部门、商品质量监督管理等，需要建立实验室从事系统所辖范围的检验工作；

第二类是事业单位，包括高校、医院、科研单位，进行教学和科研工作；

第三类是企业单位，如食品药品企业、生物企业、油化企业、电子元器件企业等，需要实验室进行技术研发，下游应用的不断深入和拓展带动着实验室装备行业的发展。

图表 9 实验室建设的三大下游客户

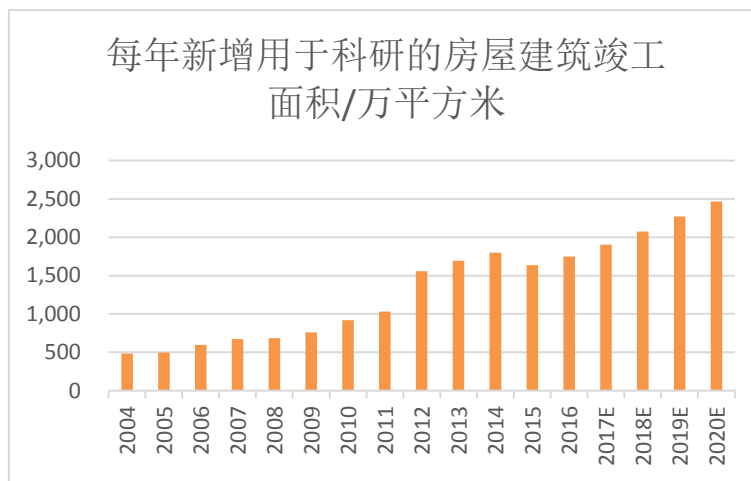
政府部门	事业单位	企业
<ul style="list-style-type: none"> • 食品药品监督管理局 • 公安系统 • 环保部门 • 商品质量监督管理 	<ul style="list-style-type: none"> • 高校 • 医院 • 科研单位 	<ul style="list-style-type: none"> • 食品药品企业 • 生物企业 • 油化企业 • 电子元器件企业

数据来源：泛美实验公开转让说明书、广证恒生

随着科学技术创新日益受到政府和企业的重视，国家加大对食品安全、环境保护、检验检疫等领域的投入，实验室的数量在不断增加。此外，现代化实验室对安全、环保、节能、前瞻性的要求越来越高，一些运行时间较长的实验检测机构由于现有条件无法满足越来越高的要求，也有较为迫切的更换升级需求。新增需求和更新需求的双重驱动使得实验室建设行业发展空间巨大。

据国家统计局统计，2016 年我国用于科研的建筑面积达到 1750 万平方米，据行业调查统计，每平方米实验室建设费用大约为 8000-14000 元/m²，因此，实验室建设细分领域的潜在市场达到约 1400-2450 亿元，每年保持 10% 左右的增长速度。但是大部分企业、学校、科研机构等研发场所对实验室标准要求较低，通过普通建筑商施工与从设备商购买设备的方式完成实验室建设建设。而政府检验机构及高级实验室等场所对实验室要求较高，因此成为现阶段专业化的实验室建设公司的主要客户。我国实验室建设行业尚处于发展初期，规模化的专业化实验室建设公司仅仅在 5 家左右，行业渗透率不到 1%。

图表 10 2004-2016 年每年竣工的用于科研的房屋建筑面积

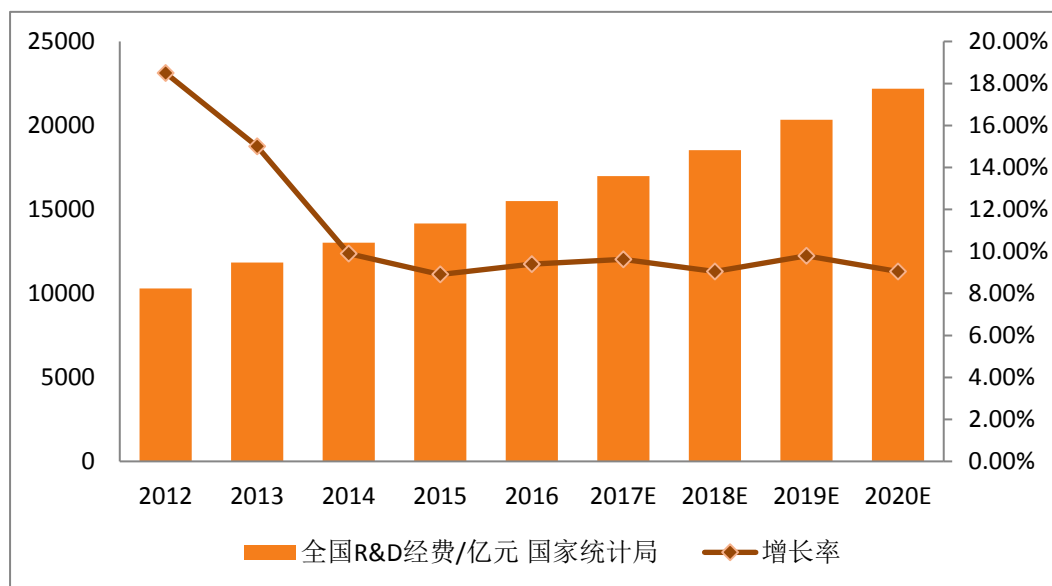


数据来源: wind、广证恒生

2.3 稳定的经费投入保障我国科技进步，实验室建设行业水涨船高

实验室建设行业是政策驱动型行业，政府对实验室的投入是推动行业发展的主要因素。由于历史的原因，现阶段我国科学技术水平与发达国家相比有较大差距，成为制约我国综合实力提高的瓶颈。为了在各个领域上缩小我国与世界先进技术水平差距，“十三五”期间，我国把科技创新作为战略发展规划的重要部分，政府加大了对科研、检测、医疗、教育等方面的投入，科研单位、监测检验、医疗系统、高校等对于实验室的需求将有所提升。

图表 11 国家对科研方面的投入保持约 10% 的增长速度



数据来源: 国家统计局、广证恒生

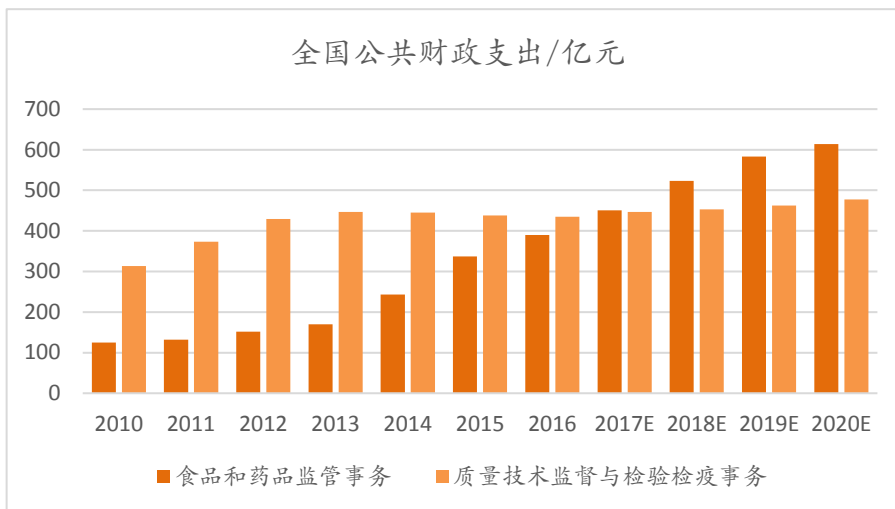
图表 12 相关政策文件利于行业发展

发布机构	文件名称	发布时间	主要内容
中共中央、国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	2016 年	把创新驱动发展作为国家的优先战略，以科技创新为核心带动全面创新。推动产业技术体系创新，创造发展新优势；壮大创新主体，引领创新发展，建设世界一流科研院所；实施重大科技项目和工程，实现重点跨越。
国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	2016 年	大力推进以科技创新为核心的全面创新，塑造更多依靠创新驱动、更多发挥先发优势的引领型发展；努力促进各类创新主体协同互动、创新要素顺畅流动高效配置，形成创新驱动发展的实践载体、制度安排和环境保障。
科技部等	《“十三五”国家基础研究专项规划》	2017 年	加强自由探索研究与学科体系建设，组织实施重大科技项目，加强目标导向的基础研究和变革性技术科学研究，加强国家科技创新基地和科研条件建设。建立基础研究多渠道经费投入和分配机制，支持高等学校与科研机构自主布局基础研究，进一步优化科研和学术环境。
科技部等	《国家科技创新基地优化整合方案》	2017 年	以国家实验室为引领统筹布局国家科技创新基地建设。国家科技创新基地按照科学与工程研究、技术创新与成果转化、基础支撑与条件保障三类布局建设。
教育部	《关于加强高校教学实验室安全工作的通知》	2017 年	高校要根据学校基础条件和教学实验室的专业门类特性，不断完善教学实验室全生命周期安全运行机制。明确和落实建设项目立项、规划、设计、施工等环节的安全责任
质检总局等	《认证认可检验检测发展“十三五”规划》	2016 年	坚持市场导向，优化政策引导，为认证认可检验检测服务业发展营造良好环境。进一步扩大检验检测认证市场规模，促进检验检测认证服务业实现较快增长。
食药监管总局	《关于开展食品药品监管总局本级保健食品监督抽检和风险监测承检机构遴选工作的通知》	2015 年	承检机构基本条件要求：拥有完善的实验室质量管理体系，通过保健食品检验相关资质认定；具有保健食品检验所需的仪器设备、实验室环境设施、安全有效的信息管理体系。

数据来源：互联网、广证恒生

2.3.1 政府加强对食品药品监督管理带动检测实验室需求持续增长

近几年，食品、药品安全和环境问题不断涌现，各地方原有实验室已不能满足检测、监管需要，实验室急需大量新建、升级，各级政府部门将继续重点投入相关领域监测能力建设，带动对实验室装备及配套服务的需求。

图表 13 国家加大对食品药品监管的投入


数据来源：国家科学技术部、广证恒生

2.3.2 分级诊疗成为我国基层医疗卫生机构发展新的动力

随着民众健康意识的提升，国家领导人提出“大健康”理念，国家已经把医疗卫生事业发展提到了战略性的高度。受益于医疗改革，尤其是分级诊疗政策的出台，我国各级疾控中心的建设得到加强，基层医疗机构配套设施也迅速完善。基础设施尚未完善的基层卫生事业单位和疾控中心将通过新建和改造各类实验室，拉动对实验室建设的需求。截至 2017 年 4 月底，全国医疗卫生机构数达 98.7 万个，与 2016 年 4 月底比较，医院增加 1406 个，基层医疗卫生机构增加 4900 个，疾病预防控制中心增加 6 个。伴随着上述医疗机构数量的快速增长，作为其不可或缺的重要配套设施——医学实验室的数量也会持续增长。

图表 14 近几年医疗实验室工程投资额

	2010	2011	2012	2014	2015
固定资产投资完成额：建筑安装工程：医疗实验室及医用消毒设备和器具制造/万元	66,189	116,633	587,673	394,630	504,711

数据来源：国家统计局、广证恒生

2.3.3 高校及科研院所研发经费持续增长以提高我国基础研究水平

随着国家对科研教育发展的重视程度不断提高，推动实验教学和实验室建设已成为高校及科研院所发展的重中之重。实验室作为办学的必要条件之一，在一定程度上反映了学校及科研院所的教学质量、科研水平和管理水平，成为学校实力的标志。随着高校实验室建设投入经费增多，也将带动对实验室产品和服务的需求。



图表 15 高校科研经费增至千亿元

	2011	2012	2013	2014	2015
高等学校 R&D 经费/亿元	688.9	780.6	856.7	898.15	998.59

数据来源：国家统计局、广证恒生

图表 16 C9 高校科研经费规模逐年提升（亿元）

年度	清华大学	浙江大学	北京大学	哈工大	上海交大	中科大	复旦大学	西安交通	南京大学
2006	14.87	11.25	7.47	11.13	6.85	4.70	4.40	3.07	3.30
2007	19.47	13.32	8.68	13.32	8.75	4.83	5.23	3.34	3.67
2008	20.42	16.97	10.56	14.76	11.64	4.07	6.46	4.35	5.29
2009	24.60	20.41	12.68	15.98	12.65	5.51	6.60	4.75	5.54
2010	36.10	27.52	20.09	18.92	16.60	6.30	12.79	6.69	8.34
2011	37.68	28.17	20.73	19.82	16.78	7.05	9.76	7.07	8.66
2012	39.55	30.78	22.32	22.60	20.54	10.03	11.18	7.89	9.22
2013	43.01	30.90	22.47	23.10	20.64	10.50	11.26	7.37	9.65
2014	43.59	31.21	23.65	25.12	21.97	12.09	11.60	8.27	10.20
2015	46.41	33.16	27.12	26.38	25.93	14.50	12.46	11.16	10.65

数据来源：国家统计局、广证恒生

2.3.4 产业升级催生大量创新型企业，研发投入是其生命线

国家产业政策是推动行业发展的重要因素。我国将继续发展战略性新兴产业和推进产业结构升级，促使企业更加重视产品研究开发。据国家科技部统计，2015 年，全国开展 R&D 活动的规模以上工业企业共 7.4 万个，占全部规模以上工业企业的 19.2%，比上年提高了 2.3 个百分点；拥有研发机构的规模以上工业企业共 5.3 万个，占全部规模以上工业企业的 13.8%，比上年增加了 1.2 个百分点。生物制药、电子、芯片等高科技企业近年来由于技术不断更新，对实验室的要求也越来越高，实验室行业将因此取得更大的市场空间。

图表 17 开展 R&D 和拥有研发机构的企业数不断增长

年度	开展 R&D 的企业数/万	占全部企业比	拥有研发机构的企业数/万	占全部企业比	企业 R&D 经费/亿元
2013	5.5	14.8%	4.3	11.6%	8318.4
2014	6.4	16.9%	4.8	12.6%	9254.3
2015	7.4	19.2%	5.3	13.8%	10013.9

数据来源：国家科学技术部、广证恒生

2.4 国内实验室建设行业以建筑商与设备商为主，一体化公司优势明显

我国实验室行业起步较晚，自上世纪 90 年代初期开始引进国外先进技术，逐步国产化并



掌握核心制造技术。2003年后，国家加大实验室相关投入，行业公司迅速增加，竞争开始激烈。行业起步只涉及实验室家具，随着行业发展，恒温恒湿、通风、净化、气体、装饰等相关工程也随之兴起，从而逐步形成了独立的实验室系统工程体系。

与家庭装修相似，实验室建设行业主要涉及实验室建设工程建设与实验室特殊设备及家具。国内有能力、有资质进行装修工程建设的企业很多且实力雄厚，但是由于实验室的特殊性，对技术性要求较高的实验室建设项目一般需要由专业性的实验室建设公司完成；另外还有很多实验室设备公司向实验室需求方供应专用仪器设备和家具。国外巨头如赛默飞、安捷伦、默克、岛津等知名跨国公司拥有良好的品牌知名度，主要为生命科学和化学领域提供高端分析测量仪器、试剂等实验室用品，不直接进入系统化装修工程，而泛美实验主营实验室建设和家具，与上述国外公司无直接竞争关系。

大中型装修公司具备建筑装饰装修工程专业承包一级等资质，项目资源多，资金、规模实力强，但是缺乏专业的实验室建设能力，通常在获得整体大项目承包资格后要再分包给各模块专业公司。总承包装修公司需要对不同模块的施工公司进行监管、协调、验收，程序较繁琐，且难以保证后续维护质量。

专业型实验室装备公司通常具备较强研发能力，实验室子系统设备产品竞争力强，但没有在项目工程方面积累大量经验，对实验室整体系统的理解不如泛美这类一体化施工企业。所以在竞标大中型整体工程项目时，能覆盖上游设计采购、中游安装施工、下游维护全产业链的实验室一体化建设公司会更有竞争力，实验室装备公司更多是作为设备供应商进入项目。

图表 18 不同类型公司的优劣势比较

公司类型	优势	劣势
实验室一体化建设公司	<ol style="list-style-type: none"> 1. 兼有设计、建筑工程资质； 2. 实验室设计、施工项目经验丰富； 3. 覆盖上中下游全线服务 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 招投标能力、资金、规模实力弱于部分大型装修公司； 2. 部分设备的竞争力弱于专业型实验室设备公司
大中型装修公司	<ol style="list-style-type: none"> 1. 具备装饰工程专业承包顶级资质； 2. 装修工程招投标经验、关系丰富； 3. 资金、规模实力较强 	<ol style="list-style-type: none"> 1. 缺乏实验室系统的设计能力； 2. 缺乏专业实验室建设经验
实验室装备公司	实验室子系统设备竞争力强	<ol style="list-style-type: none"> 1. 对实验室整体系统的理解不够深入； 2. 大部分公司不具备装饰工程专业承包一级资质，招投标能力受限

数据来源：国家科学技术部、广证恒生

中国企业自行研发的中高档实验室设备及装备，正从产品的基本性能和功能上不断与国外产品接近。

总的来说，实验室建设行业在我国属于新兴行业，存在进入门槛较低、产业集中度较低的特征，行业内有大量低端的设备公司、施工公司，这些公司产品同质化程度高、规模小、



服务区域较小，技术升级和资质经验是企业提高核心竞争力的关键所在。

2.5 国内同行双顶级资质屈指可数，行业发展潜力巨大

在国内，根据国家住建部建筑市场监管平台登记信息进行粗略统计，同时具备工程设计建筑装饰工程专项甲级和建筑装饰装修工程专业承包一级的股份有限公司将近 100 家，其中，业务涉及实验室系统的仅有 5 家左右。实验室建设企业约 120 家，大部分企业仍处于争取顶级装修资质、顶级设计资质、积累大量装修项目经验的第一阶段。各公司的业务模式、主要客户有一定的差异，区域性较强，竞争力参差不齐。

安徽华盛科技控股股份有限公司（华盛控股 430686.OC）主营业务是智慧实验室整体解决方案，包括研发、生产、销售实验室成套装备、实验室智能控制系统和提供实验室的整体规划设计、工程、装修装饰、系统安装，并为客户提供实验室维护等服务。核心产品包括实验室成套装备、CIT 实验室智能控制中心和下辖的智能通风、恒温恒湿、空气净化等九大控制系统。

武汉科贝科技股份有限公司（科贝科技 838775.OC）是实验室综合系统技术服务集成商和整体解决方案的服务商，同时兼营激光设备的研发、生产及销售。公司目前拥有的经营资质有：电子与智能化工程专业承包一级、机电安装工程专业承包一级、装修装饰工程专业承包一级、建筑装饰工程设计专项乙级、建筑工程总承包三级。按细分业务划分，实验室安装收入占总营收比重为 68.52%，毛利率 32.87%。

郑州瑞孚净化股份有限公司（瑞孚净化 836087.OC）为医疗净化行业中的供应商，通过提供净化工程设计与施工服务，销售自主研发、生产的净化设备及实验室装备实现收入和盈利。

深圳市尚荣医疗股份有限公司（尚荣医疗 002551.SZ）主营业务为提供现代化医院建设整体解决方案，具体包括医院整体建设、医疗器械产销和医院后勤管理服务三大业务板块，是中国医院建设及医疗专业工程行业的领先者按细分业务划分，医疗专业工程、建造工程、设计服务的收入占总营收比重分别为 23.08%、12.67%、1.22%，毛利率分别为 30.02%、12.41%、66.89%。

珠海市蓝海之略医疗股份有限公司（蓝海之略 834818.OC）主要通过向医院客户提供学科建设整体解决方案，实现医疗服务和医疗设备的销售。其服务模式为向县级公立医院同时输入“资金、设备、技术、运营、人文”五大要素，对医院科室进行改造、新建、重建，并提供运营、人文等增值服务，从而实现“医疗技术能力”、“运营管理能力”的同步提升。



图表 19 国内竞争对手 2016 年财务数据对比

证券代码	公司简称	营业收入/ 百万元	同比增长/%	归母净利润/百万 元	同比增长/%
839848.OC	泛美实验	218.47	74.72	45.13	178.17
430686.OC	华盛控股	26.75	-72.07	-20.08	-288.99
838775.OC	科贝科技	229.51	28.38	25.40	146.86
836087.OC	瑞孚净化	67.24	-21.20	3.92	-23.15
002551.SZ	尚荣医疗	1,946.05	16.79	114.15	-4.12
834818.OC	蓝海之略	1,024.98	94.85	168.29	232.07

数据来源：Wind、广证恒生

由于项目工期长且款项结算周期较长，实验室建设企业的应收账款普遍较高。通过比较各公司应收账款结构，可以发现，泛美实验的应收账款占比较低，且以 1 年以下为主，说明泛美实验的营收质量较高，发生坏账的风险低。

图表 20 2016 年各公司应收账款占比和账龄对比

公司简称	应收账款/ 百万元	应收账款占 营收比/%	应收账款占 总资产比/%	1 年以下	1-2 年	2-3 年	3 年以上
泛美实验	72.11	33.01	33.16	92.60	2.80	2.20	2.40
华盛控股	14.94	55.86	7.41	16.45	74.26	4.57	4.72
科贝科技	136.10	59.30	56.23	72.66	17.24	4.18	5.92
瑞孚净化	31.67	47.11	29.39	61.79	27.11	6.43	4.67
尚荣医疗	1,234.24	63.42	30.41	61.59	22.69	8.63	6.21
蓝海之略	568.37	55.45	46.68	89.11	3.67	1.02	0.23

数据来源：Wind、广证恒生

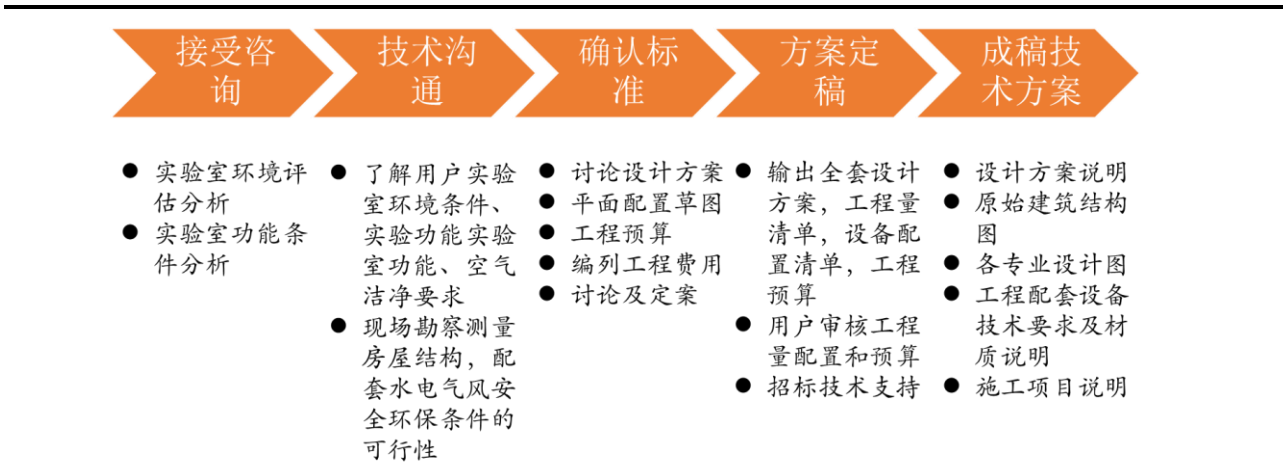
3. 双顶级资质和丰富经验行业领先，合作拓展带动未来发展

3.1 专业化产品与一体化服务覆盖全产业链

3.1.1 泛美实验拥有全国最大的实验室专业技术团队

在实验室建设过程中，泛美实验在实验室建设方案阶段，已通过专业技术团队进入项目。技术团队在前期与客户沟通阶段快速准确把握客户需求，现场勘察实验环境、制定预算，能在较短时间内输出完备一体化解决方案，服务效率较高。有实力的专业的技术团队对实验室系统工程的各环节理解更深，后续施工效果与一体化解决方案的匹配度往往会更高。

图表 21 泛美实验的技术服务流程



数据来源：泛美实验官网、广证恒生

鉴于前期设计环节的重要作用，泛美实验打造了全国领先的实验室设计实力，包括拥有建筑装饰工程设计专项甲级、特别是拥 60 多人的技术团队，在行业内属于规模最大、设计能力最强的团队之一，绝大部分同行公司拥有的设计团队规模基本在 10 人以下。

3.1.2 专业化实验室系统与家具产品丰富，13 项专利保障竞争优势。

泛美实验是国家级高新技术企业，主要产品包括实验室系统及实验室设备。公司对产品与技术研发高度重视，设计部负责对新产品和新技术的研发工作，根据客户需求开展设计研发工作，对公司已有产品的进行优化和完善，并对市场上先进技术、应用等新动向的跟踪研究。截至2017年6月，公司拥有13个专利，其中有2个发明专利、9个实用新型专利。其中一站式实验室控制系统、一种实验室变风量通风柜控制系统等核心专利技术在行业中具备较强竞争优势。

图表 22 泛美实验的部分实验室系统产品

产品名称	图片	技术参数
实验室工程一站式解决方案服务		<p>“实验室工程一站式解决方案服务”包含了综合实验室建设的全部过程：从前期的规划选址，到内部系统的设计施工，到系统的培训和交付，到后期的维护保养等。</p>
实验室变风量排风系统		<p>泛美按照标准化的设计和施工流程、规范化的运作提供的高度可靠的实验室整体 VAV 变风量通排风系统。根据实验室的特殊要求，专业打造 VAV 变风量、UBC 自适应排风系统，实现实验室的安全、节能、前瞻的目标。</p>
一站式实验室(洁净室、生物安全实验室)控制系统		<p>一站式洁净室、生物安全实验室控制系统提供全面实时洁净室的压力及温湿度等各个参数信息的显示画面、动态显示空调风机运行状态、系统报警显示功能、事件记录等功能。</p>

数据来源：泛美实验、广证恒生

图表 23 泛美实验的部分实验室设备产品

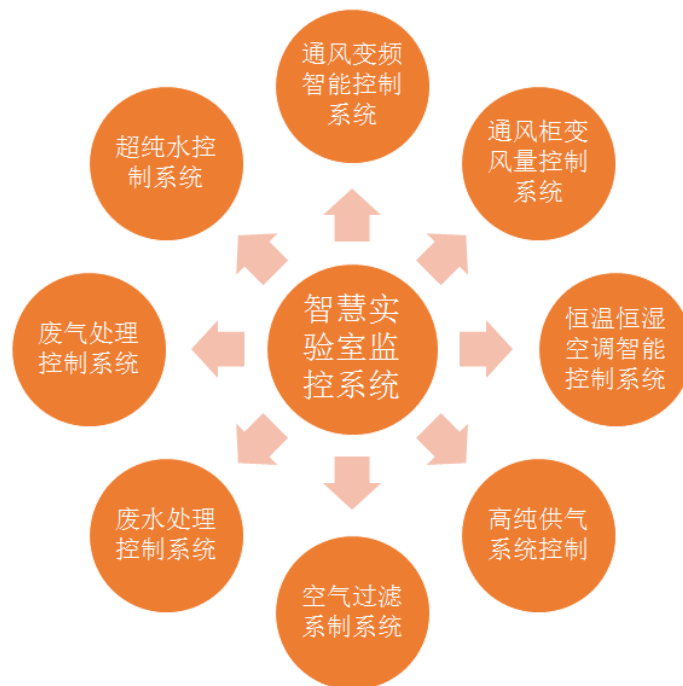
产品名称	图片	技术参数
中央台		全钢结构，（理化板、陶瓷板、环氧树脂板） 柜体：采用 1.0MM 厚冷扎钢板， 门面、抽屉面板：采用 1.0MM 厚冷扎钢板，双层设计，中间填充有隔音材料。
通风柜		表面工艺经：除油、除锈——水洗——中和——水洗——表调——锌系磷化——钝化——烘干——检验——静电喷涂——高温固化； 内衬板、导流板：采用 5mm 厚抗贝特板；
有机溶剂 防火柜		3 层活动可调层板 1 层储漏可拆层板 90 分钟防火等级 EN 14470-1 认证 进排气口，内部排气系统
可燃物安 全柜		分离并存储 III 级可燃物，可储存小型漆罐、气雾剂和油墨 安全柜采用坚固的双壁结构、双层 1mm 厚的钢板形成 38 mm 的隔气空间，并设有一对消焰排气口
药品柜		背板、侧板、底板：采用 1.0MM 厚冷扎钢板，表面工艺经：除油、除锈——水洗——中和——水洗——表调——锌系磷化——钝化——烘干——检验——静电喷涂——高温固化；

数据来源：泛美实验、广证恒生

3.1.3 系统一体化及专业化了决定实验室运营服务及维护的持续性

公司主要提供的服务是实验室智能系统工程的一体化服务，公司的实验室智能系统主要由各子系统构成，如下图所示：

图表 24 泛美实验提供的实验室智能系统构成



数据来源：泛美实验、广证恒生

泛美按照标准化的设计和施工流程、规范化的运作提供的高度可靠的实验室整体解决方案服务。“整体解决方案”由实验室建筑规划布局、装修系统、净化空调、VAV 通风、给排水、环保处理系统、特殊供气、电气工程、自动化监控系统、实验室家具和配套辅助设备的设计、施工出图、造价咨询服务等部分组成。

由于前期实验室系统建设、装修的一体化及专业化，实验室后期运营及维护环节需要公司提供长期服务，而一站式服务模式将对公司竞标和接获订单也起到实质性帮助作用。

3.2 顶级装修承包资质+丰富实验室项目经验，奠定细分行业领先地位

绝大部分实验室建设同行公司仅具备二级装修资质，按照国家住建部规定不允许承担造价 2000 万以上的大型工程项目。泛美实验是全国范围内极少数拥有建筑装饰装修工程专业承包一级的实验室建设公司，不受合同金额、地域的政策限制，能在全国范围内参与大型项目的招标，还具备电子与智能化工程专业承包二级、建筑机电安装工程专业承包三级，资质种类相对齐全，为公司营收持续增长奠定坚实基础。



建筑装修资质级别、实验室建设项目经验直接关系到实验室建设的品质高低。除一级装修资质外，泛美实验拥有一级注册建造师数量多达 10 人，施工团队中总的施工管理人员超过 30 人，具备 10 年以上施工管理经历的核心人员超过 10 人，完工的实验室项目数量达到数百个，泛美实验的上述每一项指标均领先细分行业内大部分对手，构成泛美实验的核心竞争力。

3.3 低毛利环节外包，商业模式升级提升毛利率

2016 年开始，泛美将实验室建设产业链中的低毛利率的基础施工、设备生产环节进行外包，商业模式升级，毛利率显著提升。

图表 25 泛美实验毛利率领先于同行主要竞争对手

公司简称	16 年销售毛利率/%	16 年销售净利率/%	17H1 销售毛利率/%	17H1 销售净利率/%
泛美实验	35.35	20.66	34.07	20.84
华盛控股	11.62	-75.19	15.13	-43.98
科贝科技	31.27	11.03	32.32	-0.44
瑞孚净化	29.74	5.83	30.58	2.14

数据来源：Wind、广证恒生

图表 26 泛美实验实行外包后毛利率大幅提高

	2014	2015	2016	2017 H1
毛利率/%	22.80	24.23	35.35	34.07
工程类毛利率/%	19.44	24.06	35.35	33.93
销售类毛利率/%	18.70	21.70	37.05	34.27

数据来源：Wind、广证恒生

根据工程的需要，泛美将部分工程分包给其他有资质的公司。分包业务主要为劳务分包。劳务分包是公司出于人员管理、成本等方面的考虑，将基础性工作如木工、油漆工、泥水工等外包给具有资质的公司。

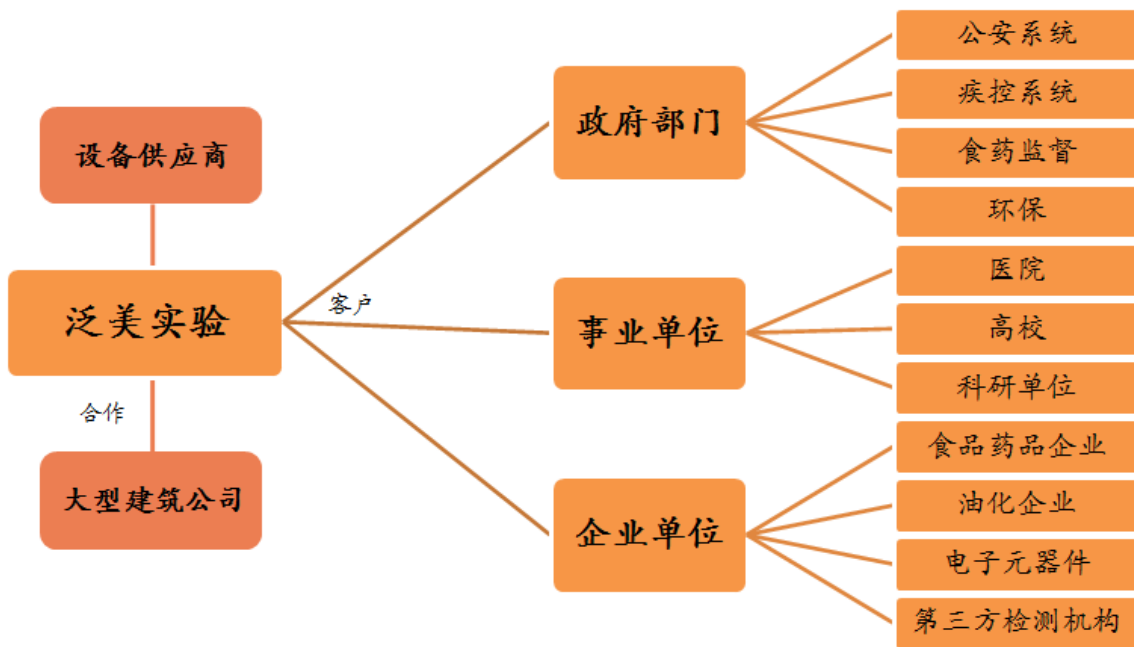
对于销售类产品（实验室家具和设备）和工程用料，公司由自主加工生产改为全部对外直接采购，采购部负责物料的采购及管理。泛美采取“专利+设计”模式，即先通过研发取得部分实验室设备的发明专利、实用新型专利等专利，自身仅负责设计，再将生产外包给其它设备厂商，公司节省了机器设备折旧、人员工资、房租水电等成本开支，且直接对外采购可享受供应商规模经济红利，导致销售类产品毛利较以往大幅提升。

3.4 客户以政府机构为主，与优质伙伴进行战略合作

公司重视在系统中做好样板工程，口碑良好，经过多年发展，已与疾病控制系统、公安系统、食品药品安全系统等单位客户群体建立了稳定合作关系。对于华南地区以外区域的业

务拓展，泛美实验采用战略合作模式，即选择与大型建筑公司、有地区性资源的设备供应商进行战略合作。目前，泛美已经有 4~5 家全国性大型基建公司、一系列地区性设备供应商作为合作伙伴，且正在积极拓展中。

图表 27 泛美实验的客户以政府机构为主



数据来源：互联网、广证恒生

图表 28 海南省食品检验检测中心实拍图



图表 29 中山大学中山眼科中心实拍图



图表 30 中海油田服务股份有限公司天津分公司实拍图



数据来源：泛美实验公司官网、广证恒生

3.5 拓展医院客户把握医改机遇

国家医改带来新的市场机遇，随着公司在医院实验室项目逐步积累经验，公司计划拓宽客户类型，瞄准医院客户。16 年，泛美加入了达安基因牵头的创谷生态圈，圈内兄弟企业有丰富的医院客户资源，将成为公司的潜在拓展对象。公司希望通过实验室建设将业务拓展进入医院，利用后期实验室的维修服务参与医院的运营服务，从而为公司提供一条稳定的现金



流。

4.盈利预测

公司 2014-2016 年分别实现营业收入 0.55 亿元、1.25 亿元、2.18 亿元，后两年分别保持 126.06%、74.72% 的稳定高速增长速度。公司 2014-2016 年扣非后归属于母公司的净利润分别为 -0.02 亿元、0.16 亿元和 0.45 亿元，后两年同比增长率分别为 1049.08% 和 178.25%。

得益于公司获取订单能力的增强及行业的快速发展，并考虑到公司毛利率的提升及体量的增大，我们看好未来公司将会保持相对比较稳定的增长。不考虑并购及后续股权激励，预计 2017-2019 年营业收入 2.27、2.82 以及 3.49 亿元，分别同比增长 3.68%、24.62% 以及 23.63%，2017-2019 年归母净利润分别为 0.56、0.69 以及 0.98 亿元，分别同比增长 25.04%、22.08% 以及 41.63%，对应 EPS 分别为 1.05、1.28 以及 1.82。

对标处于相同行业的尚荣医疗 (002551.SZ)、蓝海之略 (834818.OC)，考虑泛美实验在行业中的地位及三板流动性，给予泛美实验 20 倍 PE，对应合理价格为 21.00 元/股。

图表 31 同类公司万得一致预期与估值情况

	2017 年营业收入：亿元 (一致预期)	2017 年净利润：亿 (一致预期)	PE	总市值：亿 (原始货币)
尚荣医疗	23.62	1.42	47.51	67.38
蓝海之略	17.42	3.14	21.17	66.56

数据来源：wind，广证恒生

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
	单位:百万元					单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	214.15	208.62	213.09	221.06	营业收入	218.47	226.51	282.28	348.98
现金	71.83	208.47	213.02	220.95	营业成本	141.23	143.67	179.06	207.59
应收账款	72.11	78.69	96.43	119.89	营业税金及附加	1.49	2.63	2.60	3.63
其它应收款	3.56	6.92	6.71	9.78	营业费用	5.68	5.32	6.32	7.68
预付账款	14.26	26.15	26.19	37.27	管理费用	13.43	12.41	14.76	18.61
存货	52.09	55.15	67.39	78.91	财务费用	0.40	-1.88	-2.82	-2.97
其他	0.30	0.15	0.07	0.11	资产减值损失	3.53	-1.80	1.16	-0.67
非流动资产	3.28	-3.21	-3.54	-3.91	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1.17	-2.63	-2.81	-2.96	营业利润	52.71	66.15	81.20	115.12
无形资产	0.11	0.11	0.13	0.15	营业外收入	0.26	0.26	0.26	0.26
其他	2.00	-0.55	-0.68	-0.90	营业外支出	0.06	0.01	0.02	0.02
资产总计	217.43	205.41	209.56	217.15	利润总额	52.91	66.39	81.44	115.36
流动负债	37.47	14.05	11.27	12.66	所得税	7.78	9.96	12.22	17.30
短期借款	0.00	7.50	3.75	5.63	净利润	45.13	56.43	69.23	98.05
应付账款	10.19	4.02	12.44	5.89	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00



其他	27.28	6.55	7.52	7.04	归属母公司净利润	45.13	56.43	69.23	98.05
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	51.83	10.67	5.62	4.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	0.84	1.05	1.28	1.82
其他	0.00	0.00	0.00	0.00					
负债合计	37.47	14.05	11.27	12.66	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
归属母公司股东权益	179.96	236.39	305.61	403.67	成长能力				
负债和股东权益	217.43	205.41	209.56	217.15	营业收入增长率	0.75	0.04	0.25	0.24
					营业利润增长率	1.89	0.25	0.23	0.42
现金流量表			单位:百万元		归属于母公司净利润增长率	1.78	0.25	0.23	0.42
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	获利能力				
经营活动现金流	0.00	1.31	10.48	21.92	毛利率	0.35	0.37	0.37	0.41
净利润	45.13	56.43	69.23	98.05	净利率	0.21	0.25	0.25	0.28
折旧摊销	0.00	0.52	0.38	0.34	ROE	0.40	0.27	0.26	0.28
财务费用	0.40	-1.88	-2.82	-2.97	ROIC	0.25	0.05	0.02	0.02
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力				
营运资金变动	-82.27	11.25	8.04	11.52	资产负债率	0.17	0.07	0.05	0.06
其它	36.73	0.11	-0.06	0.03	净负债比率	0.00	0.04	0.02	0.03
投资活动现金流	-2.75	1.96	2.00	4.00	流动比率	5.72	14.84	18.91	17.46
资本支出	-3.23	-6.38	-0.38	-0.34	速动比率	4.33	14.84	18.91	17.46
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
其他	-5.98	9.58	4.62	3.66	总资产周转率	1.28	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	54.84	9.38	-0.93	4.85	应收账款周转率	0.33	0.35	0.34	0.34
短期借款	-15.00	7.50	-3.75	1.88	应付账款周转率	17.86	20.22	21.76	22.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
其他	69.84	1.88	2.82	2.97	每股收益(最新摊薄)	0.84	1.05	1.28	1.82
现金净增加额	52.10	136.64	4.55	7.93	每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	2.06	0.01	-0.02
					每股净资产(最新摊薄)	3.34	4.38	5.67	7.49
					估值比率				
重要财务指标			单位:百万元		P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	218.47	226.51	282.28	348.98	EV/EBITDA	-1.39	-18.84	-37.23	-47.01
同比(%)	0.75	0.04	0.25	0.24					
归属母公司净利润	45.13	56.43	69.23	98.05	永续增长率	0.03		WACC	0.10
同比(%)	1.78	0.25	0.23	0.42	终值	57.32		Ke	0.11
毛利率(%)	0.35	0.37	0.37	0.41	企业价值	218.79		Kd	0.06
ROE(%)	0.40	0.27	0.26	0.28	非核心资产价值	208.47		t	0.15
每股收益(元)	0.84	1.05	1.28	1.82	债务价值	7.50		Rf	0.04
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	股权价值	419.76		Rm	0.10
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	53.93		Rm-Rf	0.06
EV/EBITDA	-1.39	-18.84	-37.23	-47.01	每股价值	7.78		Beta	1.10



5.风险提示

行业竞争加剧风险：随着行业和市场需求的快速发展，现有竞争对手的技术水平和服务能力不断提高，同时潜在进入者将增多，未来行业内可能面临激烈的市场竞争，若公司不能保持在技术、人才方面的优势，将面临利润和市场地位下降的风险。

营运资金不足风险：

工程行业对营运资金要求很高，采购设备需要预付款、施工需要垫付前期费用，可能导致公司资金链紧张。营运资金不足会影响公司的订单消化能力。

应收账款回收风险：

大中型项目工期长且款项结算周期较长，随着公司生产经营规模的不断扩大，应收账款呈现递增趋势，若催收不力或控制不当，则可能产生坏账损失的风险。



新三板团队介绍:

在财富管理和创新创业的两大时代背景下，广证恒生新三板构建“研究极客+BANKER”双重属性的投研团队，以研究力为基础，为企业量身打造资本运营计划，对接资本市场，提供跨行业、跨地域、上下游延伸等一系列的金融全产业链研究服务，发挥桥梁和杠杆作用，为中小微、成长企业及金融机构提供闭环式持续金融服务。

团队成员

袁季（广证恒生总经理兼首席研究官）：长期从事证券研究，曾获“世界金融实验室年度大奖—最具声望的100位证券分析师”称号、2015及2016年度广州市高层次金融人才、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得2013年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。2014年组建业内首个新三板研究团队，创建知名研究品牌“新三板研究极客”。

赵巧敏（新三板研究总监、副首席分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，8年证券研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景，曾获08及09年证券业协会课题二等奖。具有多年A股及新三板研究经验，熟悉一二级市场运作，专注机器人、无人机等领域研究，担任广州市开发区服务机器人政策咨询顾问。

林全（新三板副团队长）：重庆大学硕士，机械工程与工商管理复合专业背景，积累了华为供应链管理与航天企业精益生产和流程管理项目经验，对产业发展与企业运营有独到心得。

温朝会（新三板副团队长）：南京大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，七年运营商工作经验，四年市场分析经验，擅长通信、互联网、信息化等相关方面研究。

黄莞（新三板教育行业负责人）：英国杜伦大学金融硕士，具有跨行业及海外研究复合背景，负责教育领域研究，擅长数据挖掘和案例分析。

陆彬彬（新三板主题策略研究员）：美国约翰霍普金斯大学金融硕士，负责新三板市场政策等领域研究，擅长数据挖掘和政策分析。

魏也娜（新三板TMT行业研究员）：金融硕士，中山大学遥感与地理信息系统学士，3年软件行业从业经验，擅长云计算、信息安全等领域的研究。

谭潇刚（新三板新能源新材料行业研究员）：中国科学技术大学无机化学博士，曾发表多篇SCI论文，研究涉猎化学、物理和材料等交叉领域；重点关注锂电池、新能源汽车等新能源新材料领域相关产业链。

刘锐（新三板医药行业研究员）：中国科学技术大学有机化学硕士，具有丰富的国内医疗器械龙头企业产品开发与管理经验，对医疗器械行业的现状与发展方向有深刻的认识，重点关注新三板医疗器械、医药的流通及服务行业。

联系我们:

邮箱：lubinbin@gzgzhs.com.cn

电话：020-88832292



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG