

符合预期，拓展顺利

华测检测 2011 年半年报点评

报告关键点:

- 业绩基本符合预期。
- 公司继续延续扩张模式。
- 维持“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 2011年上半年，公司实现营业收入2.2亿元，同比增长48.6%；实现营业利润4862.38万元，同比增长45.46%；实现归属于母公司所有者的净利润3902万元，同比增长41.8%；EPS为0.21元，基本符合预期。
- 贸易保障检测业务和消费品测试业务发展平稳。**四项业务中，贸易保障业务的占比仍然最高，上半年实现营业收入8385万元，同比增长16.5%。由于规模效应的凸显和成本费用的控制，毛利率同期上升6.7%。消费品测试营业收入5641万元，同比增长26%，发展较为平稳。
- 生命科学检测业务和工业品检测业务增长迅猛。**由于近期频发包括瘦肉精、塑化剂事件等食品安全问题，增强了民众对健康、安全等方面的诉求，对公司生命科学检测业务的发展非常有利。上半年生命科学检测业务收入为5728万元，同比增长121%。工业品测试业务收入为2274万元，同比大幅增长302%。这主要是因为该产品线原有项目增速稳定以及新服务项目的增加。我们预计这两块业务将继续保持较高的增速。
- 公司继续延续“网点+并购”的扩张模式。**2011年2月和6月，公司分别在苏州和成都成立了子公司，加快国内主要经济区域的实验室网络建设。公司制定了未来1-3年内的并购计划，这将帮助公司拓展业务辐射范围，形成新的收入和利润增长点。
- 2011年8月10日，公司推出了股权激励计划。**针对公司中层管理人员和核心技术人员授予282万份股票期权，针对非中国国籍高级及中层管理人员授予股票增值权27万份，行权价格均为17.49元。此次股权激励计划有利于激发管理团队的积极性，促进公司的长远发展。
- 发展前景值得期待。**检测行业由于“刚性需求”的特性，具有良好的防御性。公司受益于行业的发展，未来业绩保持稳定增长，风险相对较小。预计未来医疗、食品等领域的检测业务将进入快速突破式增长期，公司将充分受益。公司通过收购、布局网点和募投项目等方式积极扩大规模和业务范围，长期来看，发展前景值得期待。
- 预计公司2011-2013年的营业收入分别为5.5、8.2和11.7亿元，归属于母公司所有者的净利润分别为90.1、124.9和180.3百万元，EPS分别为0.49、0.68和0.98元。我们认为2011年华测检测的合理估值为38倍，对应的合理股价为18.6元，维持“增持-A”的投资评级。
- 风险提示:** CRO项目未达到预期的风险。公司在新领域检测业务拓展不顺利。检测事故影响公司公信力。中国检测市场面临政策风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	263.7	355.8	550.4	824.1	1,174.8
Growth(%)	29.9%	34.9%	54.7%	49.7%	42.6%
净利润	56.6	68.7	90.1	124.9	180.3
Growth(%)	27.4%	21.5%	31.1%	38.7%	44.3%
毛利率(%)	64.3%	62.9%	60.8%	59.9%	59.8%
净利润率(%)	21.4%	19.3%	16.4%	15.2%	15.3%
每股收益(元)	0.31	0.37	0.49	0.68	0.98
每股净资产(元)	3.78	3.95	4.35	4.90	5.69
市盈率	52.2	43.0	32.8	23.6	16.4
市净率	4.2	4.1	3.7	3.3	2.8
净资产收益率(%)	8.1%	9.4%	11.4%	14.0%	17.4%
ROIC(%)	46.7%	49.8%	49.7%	32.2%	33.7%
EV/EBITDA	8.6	14.6	19.1	14.5	10.2
股息收益率	0.0%	1.4%	0.6%	0.8%	1.2%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

18.60元

期限: 6个月 上次预测: 18.60元

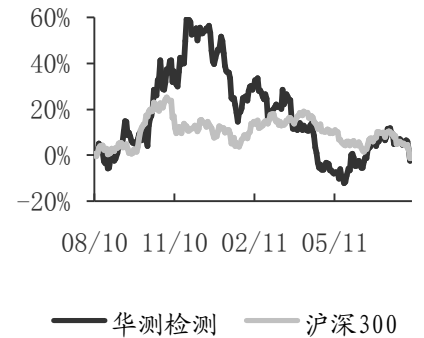
现价(2011年08月09日): 16.05元

报告日期:

2011-08-10

总市值(百万元)	2,952.92
流通市值(百万元)	875.31
总股本(百万股)	183.98
流通股本(百万股)	54.54
12个月最低/最高	14.00/41.88元
十大流通股东(%)	19.85%
股东户数	7,327

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.09)	12.58	(0.95)
绝对收益	(10.09)	1.32	(2.17)

张龙
021-68766113
执业证书编号

首席行业分析师
zhanglong@essence.com.cn
S1450511020030

报告联系人

王舒婷

021-68765993
wangst@essence.com.cn

前期研究成果

华测检测: 检测行业的领跑者

2011-06-28

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-8-10		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	263.7	355.8	550.4	824.1	1,174.8	成长性						
减: 营业成本	94.1	132.0	216.0	330.4	471.8	营业收入增长率	29.9%	34.9%	54.7%	49.7%	42.6%	
营业税费	13.3	17.8	27.5	41.2	58.7	营业利润增长率	43.9%	22.7%	32.4%	41.0%	46.2%	
销售费用	59.9	92.8	137.6	206.0	282.0	净利润增长率	27.4%	21.5%	31.1%	38.7%	44.3%	
管理费用	29.8	49.7	78.2	115.4	164.5	EBITDA 增长率	43.6%	13.5%	36.6%	34.1%	43.5%	
财务费用	0.3	-9.4	-7.5	-6.6	-6.6	EBIT 增长率	37.9%	7.1%	39.8%	45.2%	48.5%	
资产减值损失	1.0	1.0	2.4	-0.1	0.7	NOPLAT 增长率	22.3%	3.3%	44.5%	42.5%	46.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.3%	45.0%	119.9%	40.0%	29.2%	
投资和汇兑收益	-3.0	4.6	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	434.0%	4.3%	10.2%	12.7%	16.3%	
营业利润	62.3	76.5	101.2	142.8	208.7	利润率						
加: 营业外净收支	6.5	6.1	6.0	6.0	6.0	毛利率	64.3%	62.9%	60.8%	59.9%	59.8%	
利润总额	68.8	82.6	107.2	148.8	214.7	营业利润率	23.6%	21.5%	18.4%	17.3%	17.8%	
减: 所得税	12.3	14.5	16.1	22.3	32.2	净利润率	21.4%	19.3%	16.4%	15.2%	15.3%	
净利润	56.6	68.7	90.1	124.9	180.3	EBITDA/营业收入	32.4%	27.2%	24.1%	21.6%	21.7%	
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	23.7%	18.8%	17.0%	16.5%	17.2%	
货币资金	588.4	542.0	454.3	427.7	448.7	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	133	114	117	100	79	
应收账款	14.9	23.3	37.7	56.4	80.5	流动营业资本周转天数	9	-3	25	46	48	
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	473	601	358	227	171	
预付帐款	6.4	12.5	21.2	34.4	53.3	应收帐款周转天数	15	16	16	16	17	
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-	
其他流动资产	0.0	0.8	2.8	5.5	9.0	总资产周转天数	641	765	525	388	315	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	163	146	179	197	184	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	1.9	1.1	1.2	1.2	1.2	ROE	8.1%	9.4%	11.4%	14.0%	17.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	8.8%	11.0%	13.4%	16.5%	
固定资产	100.2	125.0	233.7	223.1	290.3	ROIC	46.7%	49.8%	49.7%	32.2%	33.7%	
在建工程	6.1	23.4	32.2	150.0	179.5	费用率						
无形资产	11.1	11.1	10.4	9.8	9.3	销售费用率	22.7%	26.1%	25.0%	25.0%	24.0%	
其他非流动资产	8.1	35.5	36.5	36.5	36.5	管理费用率	11.3%	14.0%	14.2%	14.0%	14.0%	
资产总额	737.1	774.7	830.1	944.7	1,108.1	财务费用率	0.1%	-2.6%	-1.4%	-0.8%	-0.6%	
短期债务	7.0	-	-	-	-	三费/营业收入	34.1%	37.4%	37.8%	38.2%	37.4%	
应付帐款	1.7	9.8	16.0	24.4	34.9	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	5.6%	6.3%	3.7%	4.6%	5.5%	
其他流动负债	20.4	31.9	37.4	41.5	47.4	负债权益比	5.9%	6.7%	3.8%	4.8%	5.8%	
长期借款	6.0	-	-	-	-	流动比率	17.87	12.15	17.88	12.64	10.24	
其他非流动负债	1.0	1.2	1.6	2.1	2.8	速动比率	17.87	12.15	17.88	12.64	10.24	
负债总额	41.1	48.8	30.4	43.6	60.6	利息保障倍数	235.81	-7.11	-12.55	-20.58	-30.75	
少数股东权益	-	2.6	3.7	5.2	7.4	分红指标						
股本	81.8	122.7	184.0	184.0	184.0	DPS(元)	-	0.22	0.10	0.14	0.20	
留存收益	614.3	601.2	611.9	711.9	856.2	分红比率	0.0%	59.5%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	696.0	725.9	799.6	901.1	1,047.5	股息收益率	0.0%	1.4%	0.6%	0.8%	1.2%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	56.6	68.7	90.1	124.9	180.3	EPS(元)	0.31	0.37	0.49	0.68	0.98	
加: 折旧和摊销	25.4	35.5	38.7	41.5	52.8	BVPS(元)	3.78	3.95	4.35	4.90	5.69	
资产减值准备	1.0	1.0	2.4	-0.1	0.7	PE(X)	52.2	43.0	32.8	23.6	16.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	4.1	3.7	3.3	2.8	
财务费用	2.0	1.3	0.5	-7.5	-6.6	P/FCF	104.6	797.9	-25.8	-117.9	110.0	
投资收益	3.0	-4.6	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	11.2	8.3	5.4	3.6	2.5	
少数股东损益	-	-0.6	1.1	1.5	2.2	EV/EBITDA	8.6	14.6	19.1	14.5	10.2	
营运资金的变动	-2.1	-10.9	-13.7	-21.6	-29.4	CAGR(%)	30.8%	38.9%	44.5%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	87.3	90.8	106.0	134.6	195.1	PEG	1.7	1.1	0.7	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	-38.8	-84.6	-153.0	-142.9	-144.6	ROIC/WACC	4.7	5.0	5.0	3.2	3.4	
融资活动产生现金流量	495.4	-52.4	-10.5	-18.4	-29.5	REP	1.3	1.7	1.4	1.5	1.1	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会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，也可能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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034