

发展战略清晰，实现快速增长

华测检测 2011 年年报点评

报告关键点:

- 公司业绩实现快速增长。
- 预计生命科学检测业务将继续快速发展。
- 维持“增持-A”的投资评级。

报告摘要:

- 2011年，公司实现营业收入5.01亿元，同比增长40.8%；营业利润1.07亿元，同比增长39.8%；实现归属母公司股东的净利润9583万元，同比增长39.5%；实现EPS0.52元。2011年度公司总体增长情况良好。
- 2011年公司营业收入和净利润实现快速增长主要原因有：检测行业市场容量较大，且行业总体增长稳定；公司的前期实施战略性扩张初见成效，规模效应显现，通过加强营销网络建设和市场开发力度，提高了市场占有率；公司的品牌效应逐渐增强，综合竞争力不断提高。
- 从分项业务来看，2011年公司四大产品线营收情况增长良好，毛利率也有不同程度的提高。特别是工业品测试和生命科学检测业务实现高速增长：工业品测试业务收入为4872万元，同比增长176.7%，主要原因是公司新增的认证及培训收入对工业品服务实现快速增长有着重要贡献；由于2011年以“瘦肉精”、“塑化剂”、“地沟油”等为代表的一系列食品安全事件，提升了消费者和政府对于生命安全等方面的重视程度，公司生命科学检测业务实现大幅增长，全年营业收入为1.42亿元，同比增速达到80.9%，业务规模已经超过消费品测试，成为公司的第二大主营业务。
- 2011年，公司销售费用控制良好，管理费用大幅上升，涨幅达到102.3%，主要原因是2011年研发费用大幅提高和人力成本上涨。
- 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，业绩稳定，风险相对较小。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。CRO项目和与约翰霍普金斯体检项目有望在明后年贡献业绩。长期来看，公司战略清晰，发展前景值得期待。
- 预计公司2012-2014年的营业收入分别为6.81、9.09和11.93亿元，EPS分别为0.72、1.00和1.33元。给予公司2012年29倍估值，目标价20.90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)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	355.8	501.0	681.4	909.1	1,193.3
Growth(%)	34.9%	40.8%	36.0%	33.4%	31.3%
净利润	68.7	95.8	132.8	183.6	244.2
Growth(%)	21.5%	39.5%	38.6%	38.3%	33.0%
毛利率(%)	62.9%	65.9%	65.9%	65.8%	65.5%
净利率(%)	19.3%	19.1%	19.5%	20.2%	20.5%
每股收益(元)	0.37	0.52	0.72	1.00	1.33
每股净资产(元)	3.95	4.30	4.89	5.70	6.79
市盈率	50.2	36.0	26.0	18.8	14.1
市净率	4.8	4.4	3.8	3.3	2.8
净资产收益率(%)	9.4%	12.3%	15.0%	17.8%	19.9%
ROIC(%)	49.8%	50.8%	55.5%	38.6%	40.1%
EV/EBITDA	18.0	21.4	16.5	11.8	8.7
股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	1.1%	1.4%

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

20.90 元

期限: 3 个月 上次预测: 20.10 元

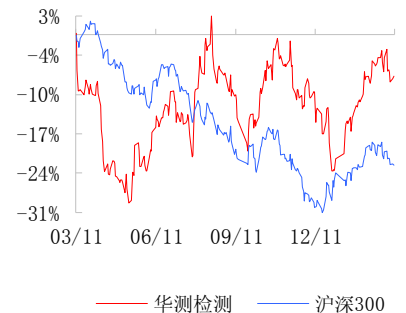
现价 (2012 年 03 月 27 日): 18.84 元

报告日期:

2012-03-28

总市值(百万元)	3,466.23
流通市值(百万元)	1,029.39
总股本(百万股)	183.98
流通股本(百万股)	54.64
12 个月最低/最高	14.00/31.32 元
十大流通股股东(%)	28.61%
股东户数	5,135

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.07	(7.43)	15.46
绝对收益	(0.05)	3.07	(7.22)

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

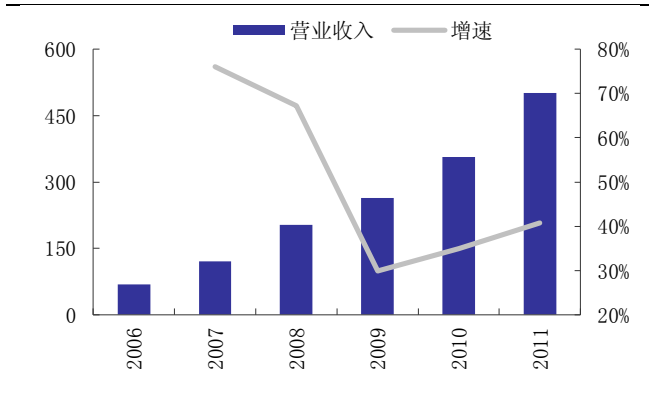
前期研究成果

- 华测检测: 业绩超预期 2012-02-29
- 华测检测: 业绩略超预期, 规模效应显现 2012-01-31
- 华测检测: 延续并购的扩张模式 2011-12-30

1. 业绩符合预期

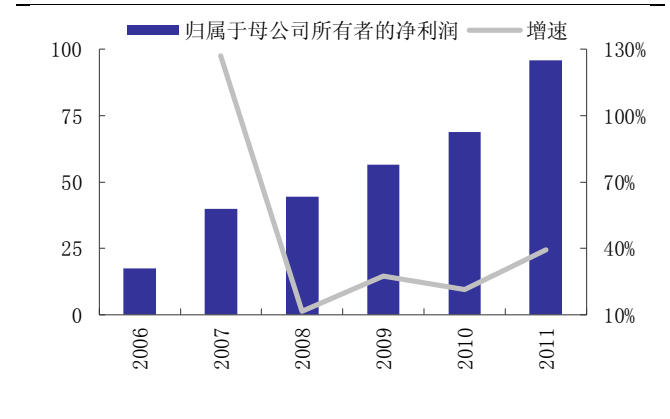
- 2011年,公司实现营业收入5.01亿元,同比增长40.8%;营业利润1.07亿元,同比增长39.8%;实现归属母公司股东的净利润9583万元,同比增长39.5%;实现EPS0.52元。2011年度公司总体增长情况良好。

图 1 公司历年营业收入及增速(单位:百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

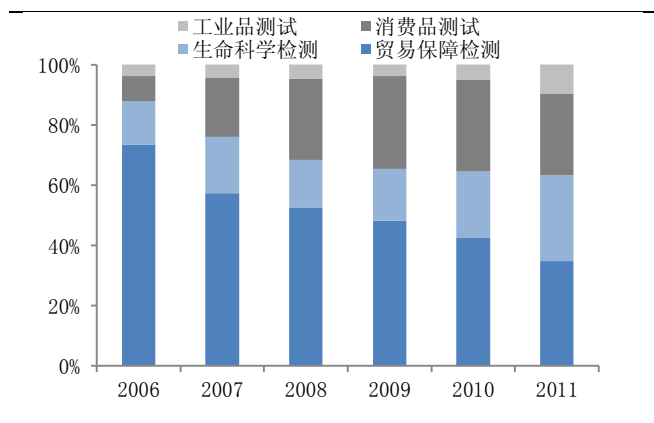
图 2 公司历年净利润及增速(单位:百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

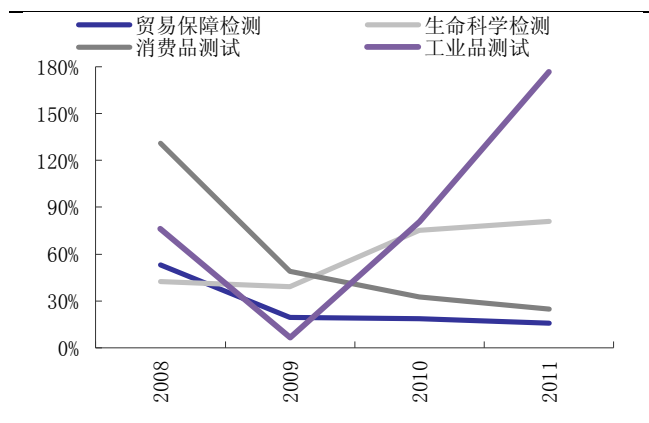
- **2011年公司营业收入实现快速增长主要原因有:** 检测行业市场容量较大,且行业总体增长稳定;公司的前期实施战略性扩张初见成效,通过加强营销网络建设和市场开发力度,提高了市场占有率;公司的品牌效应逐渐增强,综合竞争力不断提高。
- 从分项业务来看,2011年公司四大产品线营收情况增长良好,毛利率也有不同程度的提高。
- **贸易保障类检测业务增长稳定,市场占有率不断提高。** 贸易保障类测试是公司最重要的主营业务之一。随着市场容量逐步增大,公司品牌和公信力的提高,公司这一业务市场占有率得到不断提高。2011年公司贸易保障类测试的营业收入为1.75亿元,同比增长15.65%,增长较为稳定,毛利率基本维持不变。
- **生命科学检测业务实现了迅猛发展。** 由于2011年以“瘦肉精”、“塑化剂”、“地沟油”等为代表的一系列食品安全事件,提升了消费者和政府对于生命安全等方面的重视程度,公司生命科学检测业务实现大幅增长,全年营业收入为1.42亿元,同比增速达到80.9%,业务规模已经超过消费品测试,成为公司的第二大主营业务。
- **消费品测试的营业收入实现了稳定增长,** 同比增长24.64%,毛利率略有提高。
- **工业品测试业务实现大幅增长。** 公司工业品服务的营业收入为4872万元,同比增长176.7%,主要原因是公司新增的认证及培训收入对工业品服务实现快速增长有着重要贡献。

图 3 分项业务占比变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

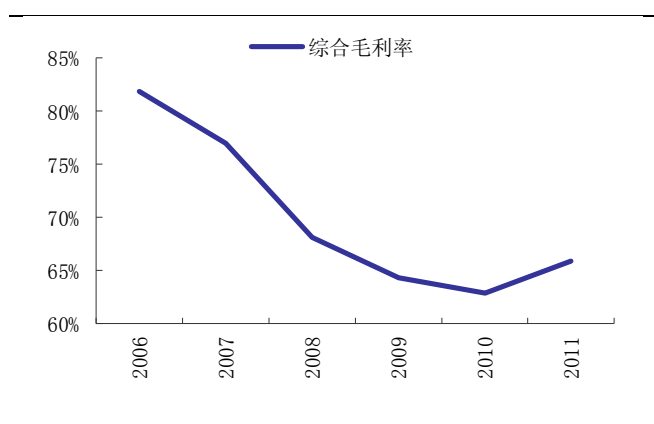
图 4 分项业务增速



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

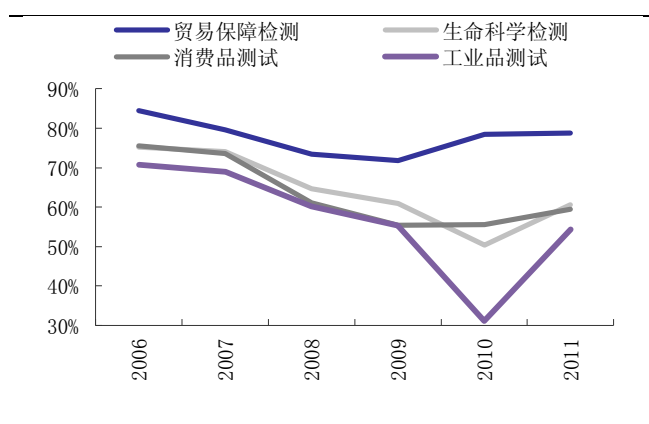
- 2011年, 公司综合毛利率的提升和净利润的提高主要得益于规模效应的显现和营业成本的有效控制。
- 2011年, 公司在市场开发、品牌建设、技术开发等方面采取了如下措施:
- 在市场开发方面, 增大营销网络的覆盖范围, 加强销售人才队伍的建设, 打造了一支行业领先的营销团队, 为客户提供更快捷、一站式的服务, 使公司的影响力不断提升, 进一步提高了公司产品市场占有率。此外, 在开发已有产品线的同时, 公司还通过并购和投资进入新的市场领域, 如REACH法规注册、司法鉴定、培训等技术服务, 不断扩大了华测产品线的广度。
- 在品牌建设方面, 公司深知公信力和品牌是检测机构生存的基石, 检测报告的独立、公正性是公司得以长期发展的基础, 报告期内, 公司加强了质量控制, 以确保实验室检测质量的稳定。
- 在技术开发方面, 公司加大了研发经费的投入, 公司研究院通过测试方法和标准项目的研发, 参与国家标准、行业标准以及企业标准的制定, 提升在行业中的技术影响力, 从而提升客户对公司品牌的信心。
- 在员工培养方面, 公司不断完善并发展人力资源管理体系建设, 优化了选人和用人机制, 搭建了人才培养体系。2011年, 公司实施了对中层管理人员及核心技术(业务)人员的股票期权激励计划和对境外员工的股票增值权激励计划。

图 5 公司综合毛利率走势



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 6 公司分项业务毛利率走势

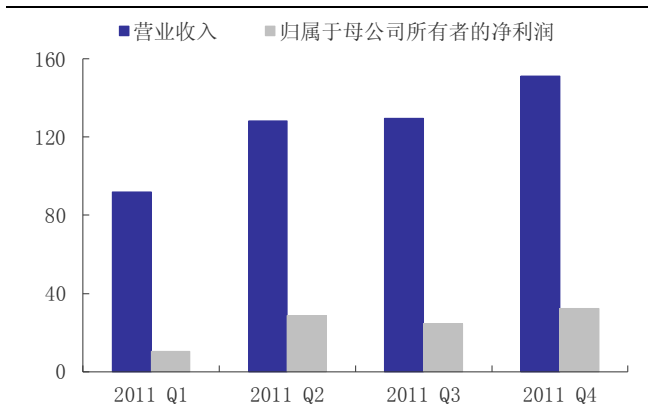


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

2. 四季度业绩增长较好

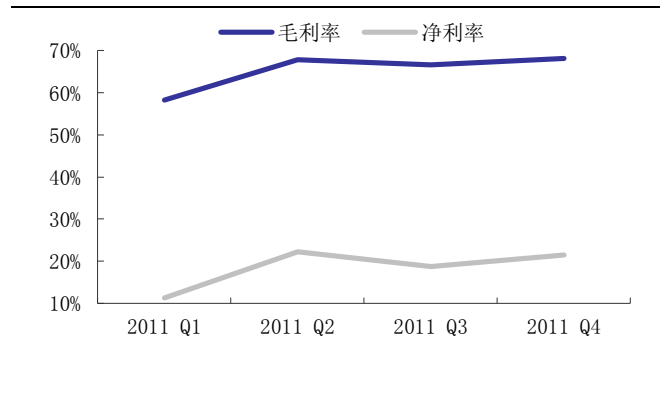
- 四季度, 公司实现营业收入1.51亿元, 同比增长35.9%; 实现净利润3240万元, 同比增长109.6%; 期间净利率为21.5%, 毛利率为68.1%。

图 7 分季度营业收入和净利润 (单位: 百万元)



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 8 分季度毛利率和净利率走势

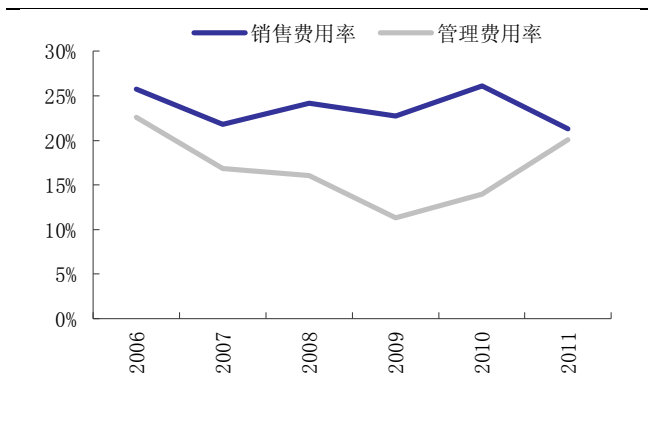


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

3. 销售费用率和管理费用率均大幅上涨

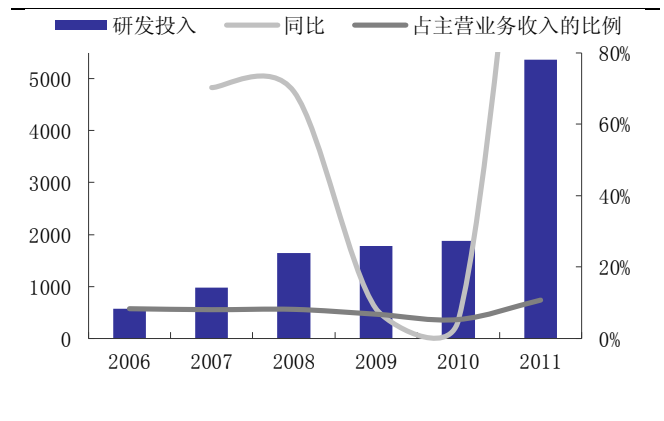
- **销售费用控制良好**, 2011年同比增长比较稳定, 为15.08%, 占营业收入的比重下降。主要原因是公司前期加强营销网络建设, 开发新产品等战略性扩张成果显现。
- **管理费用大幅上升**, 涨幅达到102.3%, 主要原因是2011年公司为了提高综合竞争力、提升研发能力, 大大增强了研发费用的投入力度。2011年公司的研发费用为5366万元, 占营业收入10.7%, 同比增长186.6%。另外, 随着人力成本和物价的上涨, 公司的职工薪酬和房租水电费也有较大增幅。

图 9 销售费用和管理费用的变化



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图 10 公司研发费用占主营业务收入的比重



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

4. 2012 年一季度业绩预告情况说明

- 公司2012年一季度业绩预告显示, 净利润同比增幅在15%-45%之间。我们认为主要原因有: (1) 公司前期加大销售力量投入, 不断持续创新、自主研发, 主营业务收入较上年度有所增加。(2) 随着人们生活水平的提升, 对生活品质的更加关注, 使得公司生命科学产品线的测试收入持续增长。(3) 公司经过多年积累, 拥有一定的客户基础; (4) 公司品牌影响力提高, 拥有良好的公信力。

5. 盈利预测与估值

- **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，业绩稳定，风险相对较小。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。CRO项目和与约翰霍普金斯体检项目有望在明后年贡献业绩。长期来看，公司战略清晰，发展前景值得期待。

- 预计公司2012-2014年的营业收入分别为6.81、9.09和11.93亿元，EPS分别为0.72、1.00和1.33元。给予公司2012年29倍估值，目标价20.90元，维持“增持-A”的投资评级。

表 1 相关公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 元	预测EPS (元)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
300012	华测检测	18.84	0.50	0.66	0.87	37.81	28.59	21.68
300215	电科院	39.63	0.49	0.68	0.94	38.43	27.57	20.02
	平均	29.24	0.49	0.67	0.90	38.12	28.08	20.85

数据来源：WIND (收盘价为2012年3月27日)，安信证券研究中心

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。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-03-27
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	355.8	501.0	681.4	909.1	1,193.3	成长性					
减: 营业成本	132.0	171.1	232.5	311.0	411.2	营业收入增长率	34.9%	40.8%	36.0%	33.4%	31.3%
营业税费	17.8	25.6	34.1	45.5	59.7	营业利润增长率	22.7%	39.8%	43.4%	41.0%	34.7%
销售费用	92.8	106.8	143.1	181.8	238.7	净利润增长率	21.5%	39.5%	38.6%	38.3%	33.0%
管理费用	49.7	100.5	126.1	163.6	202.9	EBITDA 增长率	13.5%	40.1%	35.0%	39.5%	32.7%
财务费用	-9.4	-10.3	-7.7	-7.8	-8.9	EBIT 增长率	7.1%	44.1%	50.8%	43.2%	35.4%
资产减值损失	1.0	1.6	2.0	0.6	0.5	NOPLAT 增长率	3.3%	47.7%	48.3%	40.1%	33.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.0%	35.5%	101.8%	28.5%	20.7%
投资和汇兑收益	4.6	1.2	2.0	2.0	2.0	净资产增长率	4.3%	8.9%	13.9%	16.6%	19.0%
营业利润	76.5	107.0	153.4	216.3	291.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.1	11.3	11.0	11.0	11.0	毛利率	62.9%	65.9%	65.9%	65.8%	65.5%
利润总额	82.6	118.2	164.4	227.3	302.3	营业利润率	21.5%	21.4%	22.5%	23.8%	24.4%
减: 所得税	14.5	21.3	29.6	40.9	54.4	净利润率	19.3%	19.1%	19.5%	20.2%	20.5%
净利润	68.7	95.8	132.8	183.6	244.2	EBITDA/营业收入	27.2%	27.1%	26.9%	28.1%	28.4%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	542.0	541.1	494.9	539.0	648.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	114	97	89	88	83
应收账款	23.3	30.6	46.7	62.3	81.7	流动营业资本周转天数	-3	-6	33	66	70
应收票据	-	0.1	0.1	0.1	0.2	流动资产周转天数	601	419	307	245	223
预付账款	12.5	8.0	17.3	29.7	46.2	应收帐款周转天数	16	16	17	17	17
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.8	7.8	16.8	28.2	42.4	总资产周转天数	765	584	470	399	360
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	146	144	184	211	200
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.1	1.3	1.5	1.5	1.5	ROE	9.4%	12.3%	15.0%	17.8%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	11.4%	14.5%	17.2%	19.1%
固定资产	125.0	144.2	194.4	250.4	299.3	ROIC	49.8%	50.8%	55.5%	38.6%	40.1%
在建工程	23.4	49.8	86.9	107.9	112.2	费用率					
无形资产	11.1	28.4	26.6	24.9	23.3	销售费用率	26.1%	21.3%	21.0%	20.0%	20.0%
其他非流动资产	35.5	39.6	42.3	42.3	42.3	管理费用率	14.0%	20.0%	18.5%	18.0%	17.0%
资产总额	774.7	850.9	927.5	1,086.3	1,297.2	财务费用率	-2.6%	-2.1%	-1.1%	-0.9%	-0.7%
短期债务	-	2.0	-	-	-	三费/营业收入	37.4%	39.3%	38.4%	37.1%	36.3%
应付账款	9.8	14.3	18.5	24.7	32.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	6.3%	7.1%	3.0%	3.4%	3.7%
其他流动负债	31.9	42.8	49.5	57.2	65.8	负债权益比	6.7%	7.7%	3.1%	3.5%	3.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	12.15	9.94	22.15	18.86	17.61
其他非流动负债	1.2	1.4	1.5	1.8	2.1	速动比率	12.15	9.94	22.15	18.86	17.61
负债总额	48.8	60.5	27.5	36.7	48.5	利息保障倍数	7.11	9.36	18.87	26.90	31.72
少数股东权益	2.6	8.8	10.8	13.6	17.3	分红指标					
股本	122.7	184.0	184.0	184.0	184.0	DPS(元)	0.22	-	0.14	0.20	0.27
留存收益	601.2	598.9	705.2	852.1	1,047.4	分红比率	59.5%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	725.9	790.4	899.9	1,049.6	1,248.7	股息收益率	1.2%	0.0%	0.8%	1.1%	1.4%
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	68.7	97.0	132.8	183.6	244.2	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	35.5	46.4	37.7	47.2	57.1	EPS(元)	0.37	0.52	0.72	1.00	1.33
资产减值准备	1.0	1.6	2.0	0.6	0.5	BVPS(元)	3.95	4.30	4.89	5.70	6.79
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	50.2	36.0	26.0	18.8	14.1
财务费用	1.3	0.5	0.5	-7.7	-7.8	PB(X)	4.8	4.4	3.8	3.3	2.8
投资收益	-4.6	-1.2	-2.0	-2.0	-2.0	P/FCF	932.1	110.6	-33.0	68.0	28.7
少数股东损益	-0.6	1.1	2.0	2.8	3.7	P/S	9.7	6.9	5.1	3.8	2.9
营运资金的变动	-10.9	-16.4	-23.5	-25.3	-33.3	EV/EBITDA	18.0	21.4	16.5	11.8	8.7
经营活动产生现金流量	90.8	134.8	141.2	199.2	261.2	CAGR(%)	39.9%	36.7%	34.0%	-100.0%	-100.0%
投资活动产生现金流量	-84.6	-98.4	-123.3	-121.1	-107.1	PEG	1.3	1.0	0.8	-0.2	-0.1
融资活动产生现金流量	-52.4	-38.0	-20.8	-29.0	-39.9	ROIC/WACC					
						REP					

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

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