

# 业绩增长稳定，综合毛利率提升

## 华测检测 2012 年中报点评

### 报告关键点:

- 业绩增长稳定，四大产品线实现不同程度增长。
- 随着规模效应显现，综合毛利率有一定程度提升。
- 维持“增持-A”的投资评级。

### 报告摘要:

- 2012年上半年，公司实现营业收入2.65亿元，同比增长20.13%；实现归属于母公司股东的净利润4611.1万元，同比增长18.15%。上半年公司增长情况稳定。
- 公司四大产品线实现了不同程度的增长。**(1) 贸易保障检测业务由于市场容量逐步增大和品牌公信力的提升，上半年营业收入同比上升16.56%。(2) 消费品测试服务上半年营业收入同比增长30.17%，增长的主要原因是前期战略扩张、市场开发成效显著。(3) 生命科学检测上半年营业收入同比增长21.48%。以“毒胶囊”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，使得公司食品、环境等实验室的检测收入和利润出现了稳定增长。(4) 工业品服务收入和利润基数较小，上半年营业收入为2386万元。
- 综合毛利率提升。**上半年公司继续进行成本控制，综合毛利率有一定程度提高，达到67.1%。其中，消费品测试如纺织品、汽车检验等，由于规模效应初显，使得毛利率较去年同期有较大增幅。工业品服务涉及较多新产品或服务，前期投入成本较大，故毛利率较去年同期有明显降幅。
- 上半年，销售费用率同比去年有一定程度下降，而管理费用率为25.73%，同比增长近10个点，主要原因为随公司主营收入增长其变动成本增加，以及加大新项目的研发力度所致。
- 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爆发期，公司将充分受益。公司已被列入从事国家统一推行的电子信息产品污染控制自愿性认证实验室确认名单，有助于公司开展国内电子信息产品污染控制相关的业务。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。
- 我们预计2012-2014年公司营业收入增速分别为23%，28%，39%，EPS分别为0.61元，0.71元，0.93元。公司8月9日收盘价20.11元，相对2012年估值为33倍，估值没有明显优势，我们维持“增持-A”的投资评级，目标价20.90元。
- 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。

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: 20.90 元

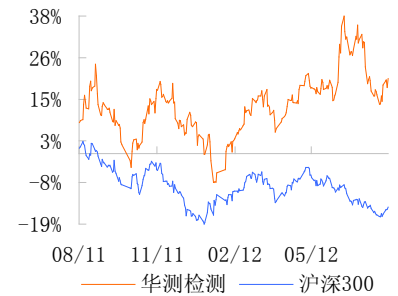
现价 (2012 年 08 月 10 日): 20.12 元

报告日期:

2012-08-13

总市值(百万元)	3,699.89
流通市值(百万元)	1,104.76
总股本(百万股)	183.98
流通股本(百万股)	54.94
12 个月最低/最高	14.63/24.09 元
十大流通股东 (%)	21.92%
股东户数	5,646

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.67)	11.58	35.28
绝对收益	(6.46)	2.34	20.68

王舒婷  
021-68765993  
执业证书编号

助理行业分析师  
wangst@essence.com.cn  
S1450512060002

### 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	613.5	782.9	1,088.3
Growth(%)	34.9%	40.8%	22.5%	27.6%	39.0%
净利润	68.7	95.8	112.7	131.1	170.1
Growth(%)	21.5%	39.5%	17.6%	16.4%	29.7%
毛利率(%)	62.9%	65.9%	67.1%	66.7%	65.8%
净利润率(%)	19.3%	19.1%	18.4%	16.7%	15.6%
每股收益(元)	0.37	0.52	0.61	0.71	0.93
每股净资产(元)	3.95	4.30	4.80	5.38	6.14
市盈率	53.9	38.6	32.8	28.2	21.8
市净率	5.1	4.7	4.2	3.7	3.3
净资产收益率(%)	9.4%	12.3%	12.9%	13.4%	15.3%
ROIC(%)	49.8%	50.8%	46.7%	28.3%	29.3%
EV/EBITDA	19.7	23.2	20.6	17.0	13.1
股息收益率	1.1%	1.0%	0.6%	0.7%	0.9%

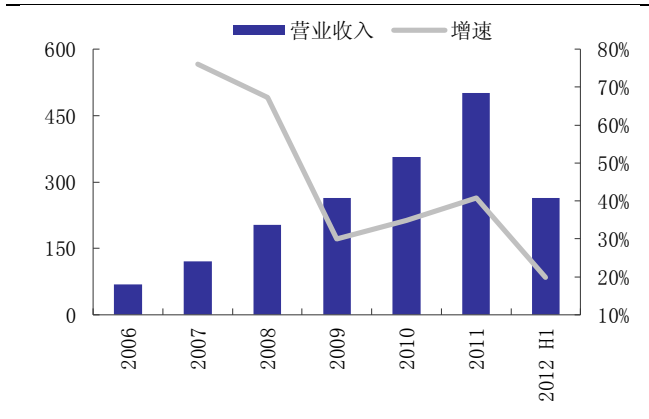
### 前期研究成果

- 华测检测: 业绩实现稳定快速增长  
2012-04-25
- 华测检测: 发展战略清晰, 实现快速增长  
2012-03-28
- 华测检测: 业绩略超预期  
2012-02-29

## 1. 业绩略低于预期

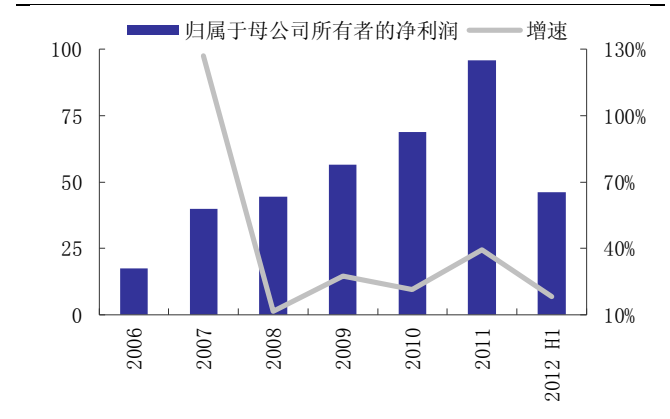
- 2012年上半年，公司实现营业收入2.65亿元，同比增长20.13%；实现归属于母公司股东的净利润4611.1万元，同比增长18.15%。上半年公司总体增长情况稳定。

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)

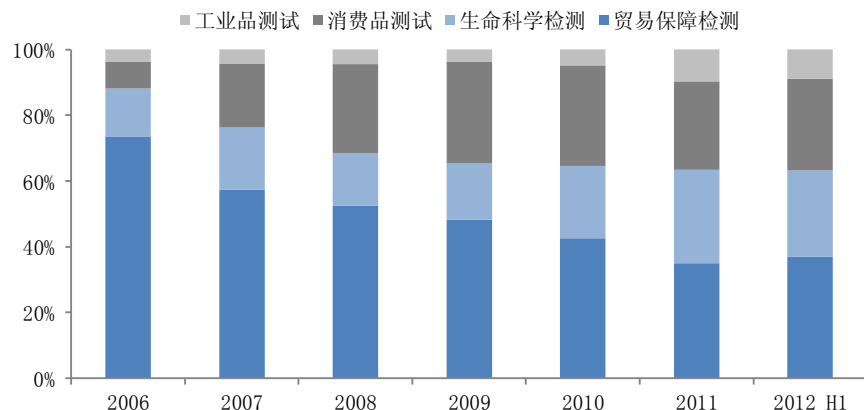


数据来源: WIND, 安信证券研究中心

### 分项业务分析:

- 公司的主要营业收入来自技术检测服务，四大产品线营收稳定，实现了不同程度的增长。
- (1) 贸易保障检测业务仍为公司最重要的主营业务之一，上半年实现营业收入9774万元，同比上升16.56%。贸易保障类测试收入增长的主要原因有：1) 此类业务的市场容量逐步增大；2) 因公司品牌和公信力的提高，此业务的市场占有率不断提高。
- (2) 消费品测试服务上半年实现营业收入7343万元，同比增长30.17%，占公司营业总收入比重为27.75%，较上年同期略有上升。增长的主要原因是前期战略扩张、市场开发成效显著。
- (3) 生命科学检测上半年营业收入为6958万元，同比增长21.48%。以“毒胶囊”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，使得公司食品、环境等实验室的检测收入和利润出现了稳定增长。
- (4) 工业品服务收入和利润基数较小，上半年营业收入为2386万元，占公司营业总收入比重为9.02%。

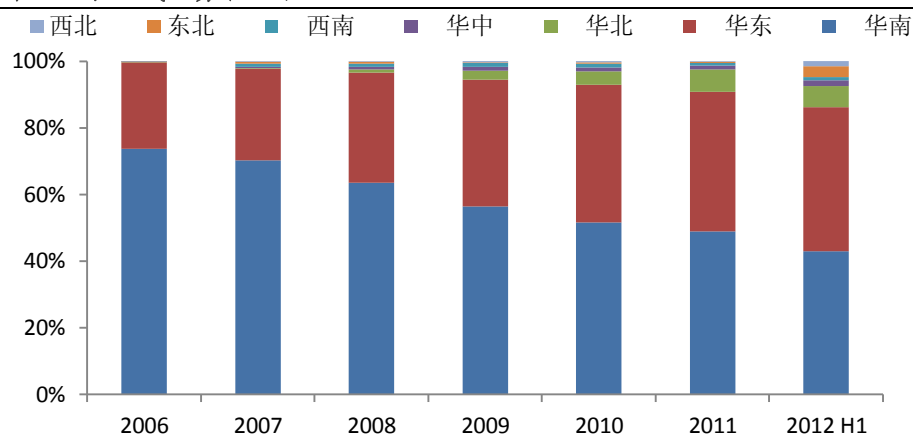
图 3 分项业务收入占比



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

- **分地域看，华南地区占比缩小，华东地区增长较快。**报告期内，公司的主要业务仍来自华南和华东地区。2012上半年，华东地区实现营业收入110,271,711.18元，比上年同期增加32.04%。华东区的收入占公司主营业务收入的比重得到上升，已超过华南区成为最重要的收入来源。华东地区收入实现稳定增长的主要原因是长三角地区检测认证服务市场容量稳步上升，公司华东区的业务拓展能力不断增强以及前期对华东区的投入开始产生效益。华南区今年上半年收入较为稳定，同比增速为6.96%，基本符合公司对华南区域市场的预期。
- **华中、西南地区上半年收入同比分别增长138.70%和69.16%，实现高速增长的原因是：**1) 公司的品牌影响力扩大；2) 市场开拓能力增强；3) 收入基数较小。其他地区除了西北地区收入略有下降，营业收入随着整体市场份额的增长及公司在当地品牌知名度的提升，均有不同程度的提高。

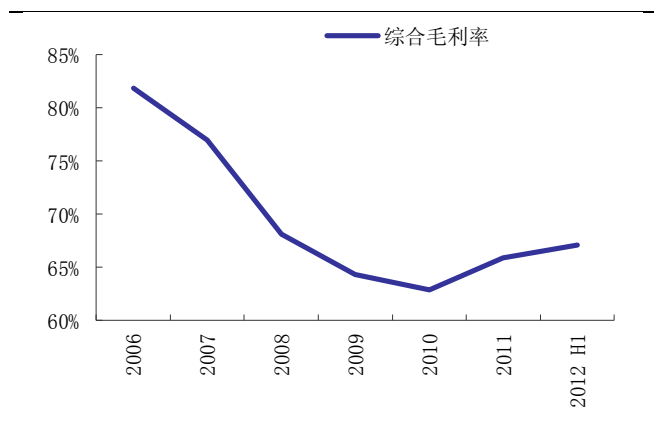
图 4 分地域业务收入占比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

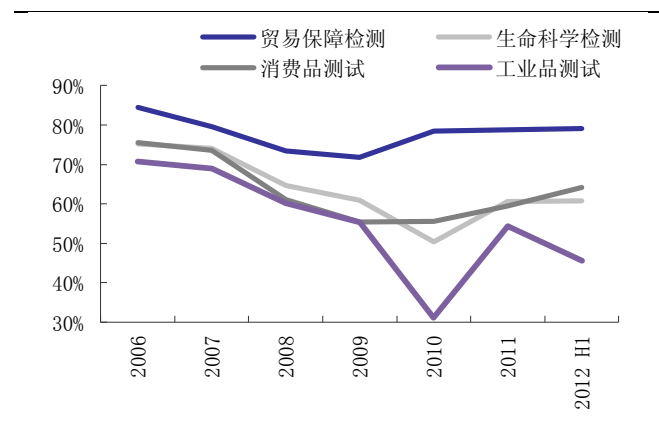
- **综合毛利率提升。**上半年公司继续进行成本控制，综合毛利率有一定程度提高，达到67.1%。其中，除了工业品服务，其他主要产品线的毛利率均有不同程度的提高。消费品测试如纺织品、汽车检验等，规模效应的显现使得毛利率同比有较大增幅。工业品服务涉及较多新产品或服务，前期投入成本较大，因此毛利率同比有一定程度下降。

图 5 综合毛利率



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 6 分项业务毛利率



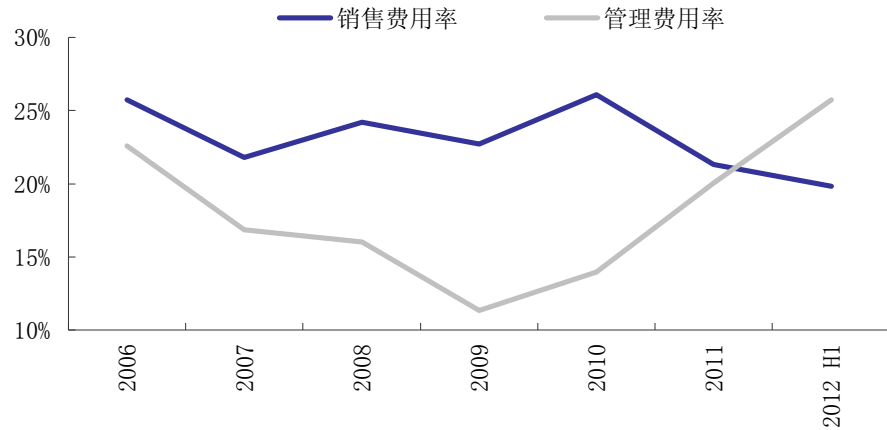
数据来源：WIND，安信证券研究中心

## 2. 销售费用率和管理费用率均有所提升

- 上半年，销售费用率同比去年有一定程度下降，而管理费用率为25.73%，同比增

长近10个点，主要原因为随公司主营收入增长其变动成本增加，以及加大新项目的研发力度所致（上半年，公司积极参与制定、修订国家标准、行业标准以及企业标准，其中已经公布的标准有25项。新增专利16项）。

图 7 分项业务收入占比

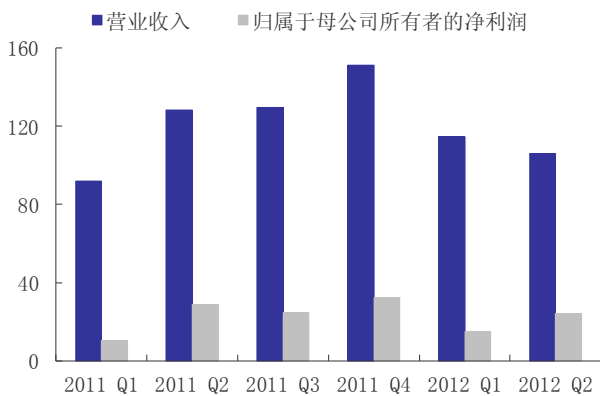


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 二季度业绩

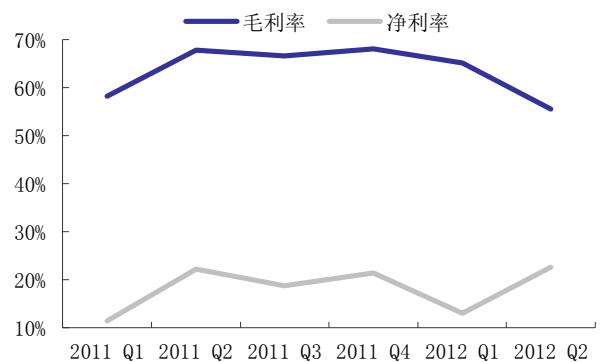
- 二季度，公司实现营业收入1.06亿元，同比下降17.3%，环比有所下降；实现净利润2405万元，同比下降15.8%，环比有所增加。说明公司盈利能力相比一季度有所提高。

图 8 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 9 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

### 4. 盈利预测与估值

- 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爆发期，公司将充分受益。公司已被列入从事国家统一推行的电子信息产品污染控制自愿性认证实验室确认名单，该事件将有助于公司开展国内电子信息产品污染控制相关的业务。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。
- 我们预计2012-2014年公司营业收入增速分别为23%，28%，39%，EPS分别为0.61元，0.71元，0.93元。公司8月9日收盘价20.11元，相对2012年估值为33倍，估值没有明显优势，我们维持“增持-A”的投资评级，目标价20.90元。

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	20.11	0.52	0.61	0.71	40.36	29.07	21.66
300215	电科院	21.56	0.48	0.69	1.03	41.81	29.16	19.53
	平均	20.84	0.50	0.65	0.87	41.09	29.11	20.59

数据来源: WIND (收盘价为 2012 年 8 月 9 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			2012-08-10
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>利润表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
营业收入	355.8	501.0	613.5	782.9	1,088.3	成长性					
减: 营业成本	132.0	171.1	201.8	260.7	371.7	营业收入增长率	34.9%	40.8%	22.5%	27.6%	39.0%
营业税费	17.8	25.6	30.7	39.1	54.4	营业利润增长率	22.7%	39.8%	20.7%	18.7%	31.5%
销售费用	92.8	106.8	116.6	148.7	206.8	净利润增长率	21.5%	39.5%	17.6%	16.4%	29.7%
管理费用	49.7	100.5	141.1	187.9	261.2	EBITDA 增长率	13.5%	40.1%	17.2%	21.4%	29.9%
财务费用	-9.4	-10.3	-7.7	-7.4	-7.8	EBIT 增长率	7.1%	44.1%	25.7%	20.1%	32.8%
资产减值损失	1.0	1.6	2.0	0.6	0.5	NOPLAT 增长率	3.3%	47.7%	24.7%	17.6%	30.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	45.0%	35.5%	93.9%	26.3%	22.1%
投资和汇兑收益	4.6	1.2	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	4.3%	8.9%	11.8%	12.1%	14.0%
<b>营业利润</b>	<b>76.5</b>	<b>107.0</b>	<b>129.1</b>	<b>153.3</b>	<b>201.6</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	6.1	11.3	9.5	9.0	9.0	毛利率	62.9%	65.9%	67.1%	66.7%	65.8%
<b>利润总额</b>	<b>82.6</b>	<b>118.2</b>	<b>138.6</b>	<b>162.3</b>	<b>210.6</b>	营业利润率	21.5%	21.4%	21.1%	19.6%	18.5%
减: 所得税	14.5	21.3	24.3	29.2	37.9	净利润率	19.3%	19.1%	18.4%	16.7%	15.6%
<b>净利润</b>	<b>68.7</b>	<b>95.8</b>	<b>112.7</b>	<b>131.1</b>	<b>170.1</b>	EBITDA/营业收入	27.2%	27.1%	25.9%	24.7%	23.0%
<b>资产负债表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
货币资金	542.0	541.1	488.4	497.6	547.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	114	97	99	102	91
应收帐款	23.3	30.6	38.7	49.3	68.6	流动营业资本周转天数	-3	-6	32	64	66
应收票据	-	0.1	0.1	0.1	0.2	流动资产周转天数	601	419	336	265	213
预付帐款	12.5	8.0	16.0	26.5	41.3	应收帐款周转天数	16	16	16	16	15
存货	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
其他流动资产	0.8	7.8	13.4	21.9	37.1	总资产周转天数	765	584	516	444	363
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	146	144	200	233	208
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%	12.9%	13.4%	15.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.8%	11.4%	12.6%	13.0%	14.7%
固定资产	125.0	144.2	194.4	250.4	299.3	ROIC	49.8%	50.8%	46.7%	28.3%	29.3%
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%	19.0%	19.0%	19.0%
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%	23.0%	24.0%	24.0%
<b>资产总额</b>	<b>774.7</b>	<b>850.9</b>	<b>908.3</b>	<b>1,022.4</b>	<b>1,173.5</b>	财务费用率	-2.6%	-2.1%	-1.3%	-0.9%	-0.7%
短期债务	-	2.0	-	-	-	三费/营业收入	37.4%	39.3%	40.7%	42.1%	42.3%
应付帐款	9.8	14.3	16.0	20.7	29.5	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	6.3%	7.1%	2.7%	3.1%	3.8%
其他流动负债	31.9	42.8	49.3	56.7	64.9	负债权益比	6.7%	7.7%	2.8%	3.2%	3.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	12.15	9.94	23.84	19.60	16.37
其他非流动负债	1.2	1.4	1.5	1.6	1.9	速动比率	12.15	9.94	23.84	19.60	16.37
<b>负债总额</b>	<b>48.8</b>	<b>60.5</b>	<b>24.8</b>	<b>32.0</b>	<b>44.4</b>	利息保障倍数	7.11	9.36	15.83	19.73	24.72
<b>少数股东权益</b>	<b>2.6</b>	<b>8.8</b>	<b>10.5</b>	<b>12.5</b>	<b>15.1</b>	分红指标					
股本	122.7	184.0	184.0	184.0	184.0	DPS(元)	0.22	0.20	0.12	0.14	0.18
留存收益	601.2	598.9	689.1	794.0	930.0	分红比率	59.5%	38.4%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>股东权益</b>	<b>725.9</b>	<b>790.4</b>	<b>883.5</b>	<b>990.4</b>	<b>1,129.1</b>	股息收益率	1.1%	1.0%	0.6%	0.7%	0.9%
<b>现金流量表</b>						<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	
净利润	68.7	97.0	112.7	131.1	170.1	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	0.61	0.71	0.92
资产减值准备	1.0	1.6	2.0	0.6	0.5	BVPS(元)	3.95	4.30	4.80	5.38	6.14
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	53.9	38.6	32.8	28.2	21.8
财务费用	1.3	0.5	0.5	-7.7	-7.4	PB(X)	5.1	4.7	4.2	3.7	3.3
投资收益	-4.6	-1.2	-0.1	-0.1	-0.1	P/FCF	999.7	118.7	-34.7	283.0	82.5
少数股东损益	-0.6	1.1	1.7	2.0	2.6	P/S	10.4	7.4	6.0	4.7	3.4
营运资金的变动	-10.9	-16.4	-13.5	-17.4	-32.0	EV/EBITDA	19.7	23.2	20.6	17.0	13.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>90.8</b>	<b>134.8</b>	<b>132.7</b>	<b>156.0</b>	<b>190.3</b>	CAGR(%)	25.0%	21.2%	24.7%	-100.0%	-100.0%
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-84.6</b>	<b>-98.4</b>	<b>-125.2</b>	<b>-123.0</b>	<b>-109.0</b>	PEG	2.2	1.8	1.3	-0.3	-0.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-52.4</b>	<b>-38.0</b>	<b>-16.9</b>	<b>-18.8</b>	<b>-26.2</b>	ROIC/WACC					
						REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

王舒婷，安信证券中小板行业助理分析师，工学硕士，2010年加盟安信证券研究中心。

## 分析师声明

王舒婷声明，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	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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