

## 华测检测 (300012.SZ) 其它技术服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邓鑫  
联系人  
(8621)61038229  
dengl@gjzq.com.cn

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

### 收购元年、扬帆起航

#### 事件

华测检测于 2014 年 1 月 22 日晚发布公告:

- 1、拟发行股份及现金购买方式收购**第三方无损检测机构华安检测** 100%股权,收购价格最高不超过 1.8 亿元,预计本次发行股份不超过 1209 万股,其中向华安检测交易对方发行不超过 826.6 万股,发行价格为 17.42 元/股;向其他 10 名特定投资者发行不超过 383 万股,发行价不低于 15.67 元/股。预计募集配套资金总额不超过 6000 万元,用于支付购买资产现金对价以及对华安检测增资 2000 万营运资金。
- 2、拟使用超募资金折合 351 万新加坡元(人民币 1661 万元)收购**新加坡船舶无损探伤检测机构 POLY NDT 公司** 70%股权。

#### 评论

- 此次收购对公司意义重大: 1、此次收购体量较大、是公司成立以来最大的一笔收购,所收购华安检测收入及利润规模均达到了公司自身 10%以上。2、公司收购新加坡船舶无损探伤检测机构 POLY NDT 是自公司收购英国 CEM 公司之后第二次对外资收购,且此次规模较前一次更大,坚定了华测走向“全球华人检测品牌”的步伐。3、公司此次收购华安检测的特种设备无损检测和新加坡 POLY NDT 船舶无损探伤检测均为公司原有业务之外领域,能和公司现有技术咨询、检验业务和认证方面起到良好协同效应。而船舶检测行业一直是检测行业中的“高富帅”、根据我们对华测现有船舶事业部调研、船舶事业部成立于 2010 年后、目前收入已过千万级别、人均年创收 50 万以上(华测全公司人均年创收 20 万)、我们看好未来公司发展更为广泛的“全球船舶供应链绿色服务”。
- **收购标的良好、收购价格十分合理: 1、华安检测**是国内较早一批专业从事无损检测的第三方无损检测机构,目前持有无损检测机构 A 级资质证书(全国仅 29 家),主要从事特种设备(锅炉、压力容器、压力管道和游乐设施)、建筑桥梁、船舶和电力等领域的无损检测业务。华安检测承诺 2014-2016 年净利润数分别不低于 1,920 万元、2,304 万元及 2,649.60 万元,年复合增长 20%。本次收购价格不超过 2013 年扣非后净利润的 11.25X、对应 2014 年 9.38X,考虑到 2013 年检测行业平均估值在 40X、我们认为此收购价格十分合理。2、新加坡 POLY NDT 预期 2014-2016 年净利润分别为 69.5 万新元、70.2 万新元、70.9 万新元,公司收购价对应 2014 年 7.21X,收购价格合理。
- **我们判断 2014 年是公司收购元年、公司未来将从一条腿走路到两条腿奔跑:** 公司上市之后、依靠自身内生增长维持了 30%以上的年复合增速、但多年来公司致力的收购方向一直未出良好成果、此次两笔收购预示公司正式迈开了收购的步伐。我们认为公司在坚持内生+外延的发展模式下,未来几年收入增长有望保持 40%以上。
- **看好检测行业,优选龙头公司,华测有望成为 10 年 10 倍股:** 我们看好整个检测市场未来 10 年 10%左右的稳定增长、从 1000 亿的市场规模增长到 2000 亿。同时在 570 亿强制性检测市场向第三方检测机构放开的大背景下,民企龙头有望脱颖而出,华测检测作为目前国内检测民企龙头,有望在 10 年后获得 3%市场份额,届时收入将达到 60 亿(2013 年 7.5 倍),我们看好华测检测成为 10 年 10 倍的股票。

#### 投资建议

- **盈利预测:** 我们预计公司 2013-2015 年公司归属于母公司股东净利润 161 百万元、228 百万元与 289 百万元,对应摊薄后 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元和 0.76 元,分别同比增长 36.72%、41.92%和 26.57%,对应 2013-2015 年 PE 分别为 38.27 倍、26.97 倍、21.31 倍。综上,我们暂时给予公司 2014 年 40 倍估值,对应未来 12 个月目标价 24 元,给予“买入”评级。

## 盈利预测、估值和定价

- **收入假设：**我们预计公司贸易保障检测未来 2 年保持 15%增长、16%增长，生命科学检测保持 40%增长、消费品检测保持 30%增长、工业品服务保持 30%增长、华安检测保持 20%增长、POLY NDT 保持业务稳定、华安检测盒 POLY NDT2014 年全年并表。我们预计公司 2013-2015 年将实现收入 787 百万元、1181 百万元（合并后）、1515 百万元（合并后）。
- **毛利率假设：**公司 2013 年-2015 年毛利率分别为 62.25%、61.64%、61.64%。
- **盈利预测：**综合上述假设，我们预计公司 2013-2015 年公司归属于母公司股东净利润 161 百万元、228 百万元与 289 百万元，对应摊薄后 EPS 分别为 0.42 元、0.60 元和 0.76 元，分别同比增长 36.72%、41.92%和 26.57%，对应 2013-2015 年 PE 分别为 38.27 倍，26.97 倍、21.31 倍。
- **估值：**我们认为华测检测在 3-5 年内应该享受 40 倍以上的高估值，理由如下：
  - 检测行业依然保持高景气，同时公司存在较强的横向扩张的收购预期。
  - 海外市场历来给以检测行业高估值，回顾 2005 年-2012 年世界上三大检测巨头在其相应市场都获得明显的估值溢价，PEG 均超过甚至大幅超过当年 1 倍。

图表1：世界三大检测巨头长期来在其相应资本市场获得估值溢价

|              | 2005年  | 2006年  | 2007年  | 2008年  | 2009年  | 2010年  | 2011年  | 2012年  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| SGS 净利润      | 298.09 | 353.78 | 417.05 | 641.01 | 522.79 | 565.69 | 604.59 | 593.21 |
| YOY          | 33%    | 19%    | 18%    | 54%    | -18%   | 8%     | 7%     | -2%    |
| 当年最高PE       | 40.82  | 34.34  | 30.38  | 26.55  | 26.05  | 25.17  | 27.35  | 24.38  |
| BV 净利润       | 188.00 | 193.48 | 217.13 | 319.48 | 352.38 | 385.25 | 414.38 | 382.68 |
| YOY          | 30%    | 3%     | 12%    | 47%    | 10%    | 9%     | 8%     | -8%    |
| 当年最高PE       |        |        | 49.06  | 38.54  | 34.19  | 29.60  | 26.97  | 22.99  |
| Intertek 净利润 | 103.87 | 117.68 | 146.46 | 173.71 | 179.61 | 198.78 | 222.62 | 275.49 |
| YOY          | 9%     | 13%    | 24%    | 19%    | 3%     | 11%    | 12%    | 24%    |
| 当年最高PE       | 80.84  | 70.78  | 63.60  | 48.23  | 38.59  | 34.36  | 29.68  | 23.89  |

来源：彭博、国金证券研究所

- **行业估值提升：**参考同行业电科院和中国汽研，公司 2014 年 PEG0.73，我们认为公司应当享有 40 倍以上 PE 和 1 倍以上 PEG。

图表2：检测行业估值

| 股票代码      | 股票简称 | 最新股价  | 2013EPS | 2014EPS | 2013PE | 2014PE | 2014YOY | 2014PEG | PB   |
|-----------|------|-------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|------|
| 300012.SZ | 华测检测 | 16.15 | 0.42    | 0.60    | 38.45  | 26.92  | 43%     | 0.63    | 6.45 |
| 601965.SH | 中国汽研 | 14.22 | 0.52    | 0.62    | 27.35  | 22.94  | 19%     | 1.19    | 2.99 |
| 300215.SZ | 电科院  | 25.33 | 0.55    | 0.74    | 46.05  | 34.11  | 35%     | 0.97    | 7.17 |

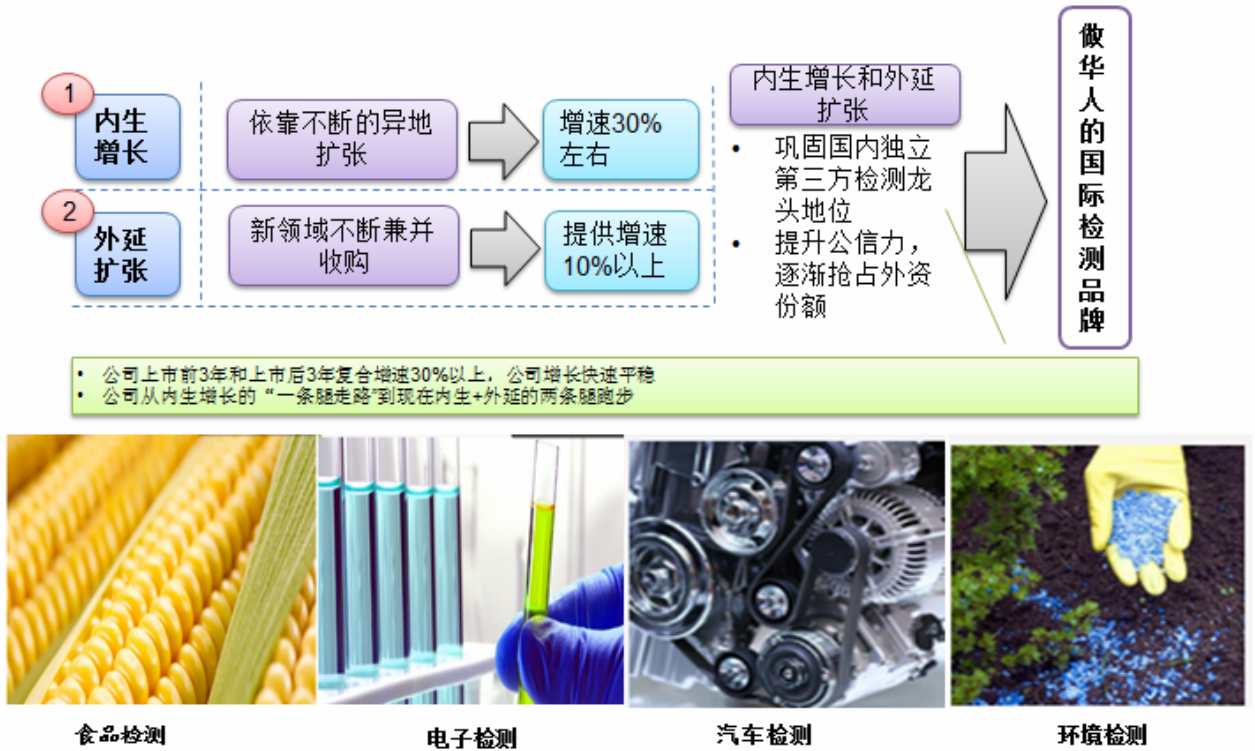
来源：同花顺、国金证券研究所

- **综上，我们暂时给予公司 2014 年 40 倍估值，对应未来 12 个月目标价 24 元，给予“买入”评级。**

### 风险提示

- 下游需求不足带来的风险

图表3: 华测检测投资逻辑图



来源: 国金证券研究所

**图表4: 公司主营业务拆分**

| 项 目                | 2011          | 2012          | 2013E         | 2014E          | 2015E          |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>贸易保障检测</b>      |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 174.84        | 202.83        | 231.23        | 265.91         | 308.46         |
| 增长率 (YOY)          | 15.66%        | 16.01%        | 14.00%        | 15.00%         | 16.00%         |
| 毛利率                | 78.75%        | 75.02%        | 75.00%        | 75.00%         | 75.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 37.15         | 50.67         | 57.81         | 66.48          | 77.11          |
| 增长率 (YOY)          | 13.73%        | 36.37%        | 14.09%        | 15.00%         | 16.00%         |
| 毛利 (百万元)           | 137.69        | 152.16        | 173.42        | 199.43         | 231.34         |
| 增长率 (YOY)          | 16.19%        | 10.51%        | 13.97%        | 15.00%         | 16.00%         |
| 占总销售额比重            | 34.90%        | 32.91%        | 29.37%        | 22.52%         | 20.36%         |
| 占主营业务利润比重          | 41.63%        | 38.09%        | 35.38%        | 27.41%         | 24.86%         |
| <b>生命科学检测</b>      |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 142.49        | 186.45        | 261.03        | 365.44         | 511.62         |
| 增长率 (YOY)          | 80.92%        | 30.85%        | 40.00%        | 40.00%         | 40.00%         |
| 毛利率                | 60.53%        | 61.19%        | 55.00%        | 60.00%         | 60.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 56.24         | 72.36         | 117.46        | 146.18         | 204.65         |
| 增长率 (YOY)          | 43.91%        | 28.66%        | 62.33%        | 24.44%         | 40.00%         |
| 毛利 (百万元)           | 86.25         | 114.09        | 143.57        | 219.27         | 306.97         |
| 增长率 (YOY)          | 117.37%       | 32.28%        | 25.84%        | 52.73%         | 40.00%         |
| 占总销售额比重            | 28.44%        | 30.25%        | 33.15%        | 30.95%         | 33.77%         |
| 占主营业务利润比重          | 26.08%        | 28.56%        | 29.29%        | 30.13%         | 32.99%         |
| <b>消费品测试</b>       |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 134.97        | 169.46        | 220.30        | 286.39         | 372.30         |
| 增长率 (YOY)          | 24.65%        | 25.55%        | 30.00%        | 30.00%         | 30.00%         |
| 毛利率                | 59.53%        | 62.70%        | 65.00%        | 65.00%         | 65.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 54.62         | 63.21         | 77.10         | 100.24         | 130.31         |
| 增长率 (YOY)          | 13.39%        | 15.72%        | 21.98%        | 30.00%         | 30.00%         |
| 毛利 (百万元)           | 80.35         | 106.25        | 143.19        | 186.15         | 242.00         |
| 增长率 (YOY)          | 33.68%        | 32.24%        | 34.77%        | 30.00%         | 30.00%         |
| 占总销售额比重            | 26.94%        | 27.50%        | 27.98%        | 24.26%         | 24.57%         |
| 占主营业务利润比重          | 24.29%        | 26.60%        | 29.22%        | 25.58%         | 26.01%         |
| <b>工业品服务</b>       |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 48.72         | 57.56         | 74.83         | 97.28          | 126.46         |
| 增长率 (YOY)          | 176.66%       | 18.14%        | 30.00%        | 30.00%         | 30.00%         |
| 毛利率                | 54.29%        | 46.85%        | 40.00%        | 45.00%         | 45.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 22.27         | 30.59         | 44.90         | 53.50          | 69.55          |
| 增长率 (YOY)          | 83.60%        | 37.37%        | 46.75%        | 19.17%         | 30.00%         |
| 毛利 (百万元)           | 26.45         | 26.97         | 29.93         | 43.77          | 56.91          |
| 增长率 (YOY)          | 382.65%       | 1.95%         | 10.99%        | 46.25%         | 30.00%         |
| 占总销售额比重            | 9.72%         | 9.34%         | 9.50%         | 8.24%          | 8.35%          |
| 占主营业务利润比重          | 8.00%         | 6.75%         | 6.11%         | 6.02%          | 6.12%          |
| <b>华安检测</b>        |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 74.56         | 105.90        | 127.08        | 152.50         | 183.00         |
| 增长率 (YOY)          | 323.40%       | 42.03%        | 20.00%        | 20.00%         | 20.00%         |
| 毛利率                | 48.88%        | 45.86%        | 46.12%        | 46.00%         | 46.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 38.12         | 57.33         | 68.47         | 82.35          | 98.82          |
| 增长率 (YOY)          | 214.23%       | 50.42%        | 19.42%        | 20.27%         | 20.00%         |
| 毛利 (百万元)           | 36.44         | 48.57         | 58.61         | 70.15          | 84.18          |
| 增长率 (YOY)          | 565.03%       | 33.26%        | 20.68%        | 19.69%         | 20.00%         |
| 占总销售额比重            | #DIV/0!       | #DIV/0!       | #DIV/0!       | 12.92%         | 12.08%         |
| 占主营业务利润比重          | #DIV/0!       | #DIV/0!       | #DIV/0!       | 15.49%         | 14.40%         |
| <b>POLY NDT</b>    |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)         |               |               |               | 13.16          | 13.26          |
| 增长率 (YOY)          |               |               |               |                | 0.72%          |
| 毛利率                |               |               |               | 68.00%         | 68.00%         |
| 销售成本 (百万元)         |               |               |               | 4.21           | 4.24           |
| 增长率 (YOY)          |               |               |               |                | 0.72%          |
| 毛利 (百万元)           |               |               |               | 8.95           | 9.02           |
| 增长率 (YOY)          |               |               |               |                | 0.72%          |
| 占总销售额比重            |               |               |               | 1.11%          | 0.88%          |
| 占主营业务利润比重          |               |               |               | 1.98%          | 1.54%          |
| <b>销售总收入 (百万元)</b> | <b>501.02</b> | <b>616.30</b> | <b>787.38</b> | <b>1180.67</b> | <b>1515.09</b> |
| <b>销售总成本 (百万元)</b> | <b>170.29</b> | <b>216.83</b> | <b>297.27</b> | <b>452.95</b>  | <b>584.68</b>  |
| <b>毛利 (百万元)</b>    | <b>330.73</b> | <b>399.47</b> | <b>490.11</b> | <b>727.72</b>  | <b>930.41</b>  |
| <b>平均毛利率</b>       | <b>66.01%</b> | <b>64.82%</b> | <b>62.25%</b> | <b>61.64%</b>  | <b>61.41%</b>  |

来源: 国金证券研究所



**投资评级的说明:**

- 买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
- 增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                         | 深圳                              |
|--------------------------------|----------------------------|---------------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979          | 电话: 0755-83831378               |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-83830558               |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn      |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100053                 | 邮编: 518000                      |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD |