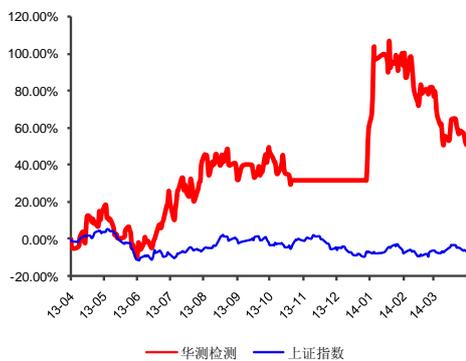


2014年4月25日

华测检测（300012.SZ）一季报点评

评级：维持“推荐”

最近52周走势：



相关研究报告：

《华测检测三季报点评：公司业务拓展稳定，未来重心仍在生命科学》2013-10-24

《华测检测深度报告：国内第三方检测行业龙头步入成长快车道》2014-1-24

《华测检测：业绩符合预期，全面布局强化龙头地位》2014-1-28

《华测检测2013年报点评：内生+外延双管齐下，布局未来高增长之路》2014-4-10

报告作者：

分析师：马宝德

执业证书编号：S0590513090001

联系人：

李婧

电话：0510-82832380

Email: jingli@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：2014年4月25日，公司公告了一季报，营业收入16976.56万元，同比增长15.45%；归属上市公司股东的净利润1072.69万元，同比下降41.14%，每股收益0.03元，同比下降40%。业绩略低于预期。

点评：

➤ **公司业绩不达预期，但不改全年判断。**公司2014年第一季度营业收入和去年同期相比增速放缓，略低于预期。净利润和去年同期相比增速放缓。公司在2013年开展了大量的新项目的建设，这些项目的持续投入使得公司成本支出有所增加，因此净利润大幅下降，销售毛利率相比去年同期也下降了3.18个百分点至53.08%。公司2014年一季度销售净利率同比下降接近6个百分点到6.78%，主要原因是公司销售费用率上升了6个百分点，公司扩大生产经营规模、人力成本增长以及随收入增长相应变动成本增长所致。各个项目的持续建设及投入也使得公司现金流同比下降56.44%，长期借款较年初增加了28.93%，其他应付款较年初增加了32.92%。虽然公司一季度业绩不达预期，但是公司正在围绕制定的发展战略稳步成长，内生增长若干项目在持续推进，大部分将在今年投产，公司也在寻找外延式并购的机会，因此一季度的业绩并不影响我们对公司全年的判断。

➤ **各项目持续推进建设，业务有望在明年放量。**在去年投产的华东检测基地一期、上海检测基地扩充项目在今年一季度已实现预期效益；华东检测基地建设项目二期、临床前CRO研究基地、上海华测艾普医学检验所、广州华测职安门诊部都将在今年年底投产；对新加坡POLY NDT公司70%的股权收购和对黑龙江省华测检测技术有限公司的收购分别将在今年3月和9月完成；中国总部及华南检测基地将于2015年3月建成及投产。若干项目的集中建设使得公司在短期内现金流以及成本控制方面有一定的压力，

但是在项目陆续投产后，公司后期成本压力会逐渐减少，随着订单量的增加，公司营业收入和净利润都将大幅上升，毛利率也会呈缓慢上升的趋势。

- **质检系统改革带来发展契机。**2014年3月中央编办、质检总局下达了《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，强调到2015年，基本完成事业单位性质的机构整合和转企改制工作。检测检验认证业务的整合将推动检测行业做大做强，随着政府对相关职能的剥离，检测行业未来兼并重组将大幅提速，公司作为国内第三方民营检测行业龙头企业有望迅速抢占市场份额，通过外延式并购实现快速发展。
- **维持“推荐”评级。**随着质检系统的改革公司正迎来前所未有的机遇，并且公司在今明两年将有多个项目投产放量，我们维持2014-2016年EPS分别为0.56元、0.76元、1.02元。以4月24日收盘价18.50元计算，对应2014-2016年PE分别为33倍、24倍、18倍，维持推荐评级。
- **风险提示：**公司品牌公信力受不良事件影响的风险。

盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | 会计年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产 | 1157.32 | 1185.08 | 1460.18 | 1779.62 | 营业收入 | 589.00 | 871.57 | 1,128.73 | 1,395.75 |
| 现金 | 319.50 | 356.83 | 427.20 | 532.35 | 营业成本 | 320.09 | 514.59 | 657.44 | 808.36 |
| 应收账款 | 303.33 | 444.50 | 575.65 | 711.83 | 营业税金及附加 | 3.44 | 5.06 | 6.55 | 8.10 |
| 其它应收款 | 10.01 | 8.72 | 11.29 | 13.96 | 销售费用 | 60.50 | 87.74 | 121.59 | 163.09 |
| 预付账款 | 20.99 | 27.19 | 35.22 | 43.55 | 管理费用 | 53.35 | 69.17 | 87.79 | 103.17 |
| 存货 | 171.44 | 235.32 | 282.18 | 321.02 | 财务费用 | -10.25 | -3.02 | -2.23 | -4.55 |
| 其他 | 332.05 | 112.52 | 128.64 | 156.91 | 资产减值损失 | 10.97 | 3.00 | 4.00 | 5.00 |
| 非流动资产 | 188.25 | 440.51 | 436.09 | 414.73 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 79.07 | 79.07 | 79.07 | 79.07 | 投资净收益 | 2.37 | 9.12 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 24.45 | 260.03 | 275.45 | 238.85 | 营业利润 | 153.27 | 204.15 | 253.60 | 312.59 |
| 无形资产 | 38.31 | 51.69 | 65.05 | 78.38 | 营业外收入 | 4.62 | 4.80 | 5.00 | 5.20 |
| 其他 | 46.42 | 49.72 | 16.52 | 18.43 | 营业外支出 | 0.58 | 0.46 | 0.45 | 0.40 |
| 资产总计 | 1345.57 | 1625.59 | 1896.27 | 2194.35 | 利润总额 | 157.31 | 208.49 | 258.15 | 317.39 |
| 流动负债 | 157.13 | 259.94 | 311.19 | 339.49 | 所得税 | 23.17 | 31.27 | 38.72 | 47.61 |
| 短期借款 | 24.00 | 60.00 | 50.00 | 20.00 | 净利润 | 134.15 | 177.22 | 219.43 | 269.78 |
| 应付账款 | 33.23 | 47.94 | 62.08 | 76.77 | 少数股东损益 | 0.00 | 1.00 | 1.10 | 1.20 |
| 其他 | 99.90 | 152.00 | 199.11 | 242.72 | 归属母公司净利润 | 134.15 | 176.22 | 218.33 | 268.58 |
| 非流动负债 | 8.33 | 8.33 | 8.33 | 8.33 | EBITDA | 154.23 | 229.51 | 296.86 | 357.63 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (基本) | 0.49 | 0.64 | 0.79 | 0.98 |
| 其他 | 8.33 | 8.33 | 8.33 | 8.33 | | | | | |
| 负债合计 | 165.46 | 268.27 | 319.52 | 347.82 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 主要财务比率 | | | | |
| 股本 | 274.95 | 274.95 | 274.95 | 274.95 | 会计年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 资本公积 | 576.21 | 576.21 | 576.21 | 576.21 | 成长能力 | | | | |
| 留存收益 | 328.96 | 505.18 | 723.51 | 992.09 | 营业收入 | 55.60% | 47.97% | 29.51% | 23.66% |
| 归属母公司股 | 1180.11 | 1356.34 | 1574.67 | 1843.25 | 营业利润 | 35.75% | 33.20% | 24.22% | 23.26% |
| 负债和股东权 | 1345.57 | 1624.60 | 1894.18 | 2191.06 | 归属于母公司净利润 | 34.34% | 31.36% | 23.90% | 23.02% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| 现金流量表 | | | | | 毛利率 | 45.65% | 40.96% | 41.75% | 42.08% |
| | | | | | 净利率 | 22.78% | 20.33% | 19.44% | 19.33% |
| 会计年度 | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E | ROE | 11.37% | 12.99% | 13.87% | 14.57% |
| 经营活动现金 | 6.87 | 273.25 | 114.06 | 151.93 | 偿债能力 | | | | |
| 净利润 | 134.15 | 177.22 | 219.43 | 269.78 | 资产负债率 | 12.30% | 16.50% | 16.85% | 15.85% |
| 折旧摊销 | 7.17 | 19.45 | 35.61 | 38.27 | 净负债比率 | -25.04% | -21.88% | -23.95% | -27.80% |
| 财务费用 | 0.28 | -3.02 | -2.23 | -4.55 | 流动比率 | 7.37 | 4.56 | 4.69 | 5.24 |
| 投资损失 | -2.36 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 速动比率 | 6.27 | 3.65 | 3.79 | 4.30 |
| 营运资金变动 | -198.69 | -188.45 | -156.12 | -165.86 | 营运能力 | | | | |
| 其它 | 66.32 | 268.06 | 17.38 | 14.29 | 总资产周转率 | 0.47 | 0.59 | 0.64 | 0.68 |
| 投资活动现金 | -6.90 | -268.41 | -64.39 | -15.00 | 应收账款周转率 | 2.24 | 2.33 | 2.21 | 2.17 |
| 资本支出 | -42.97 | -268.41 | -64.39 | -15.00 | 应付账款周转率 | 22.06 | 21.48 | 20.52 | 20.10 |
| 长期投资 | -485.63 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股指标 (元) | | | | |
| 其他 | 521.70 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(基本) | 0.49 | 0.64 | 0.79 | 0.98 |
| 筹资活动现金 | 1.72 | 34.42 | -13.10 | -31.97 | 每股经营现金流(最新) | 0.02 | 0.99 | 0.41 | 0.55 |
| 短期借款 | 36.00 | 36.00 | -10.00 | -30.00 | 每股净资产(最新摊薄) | 4.29 | 4.93 | 5.73 | 6.70 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 估值比率 | | | | |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/E (基本) | 43.06 | 32.78 | 26.46 | 21.51 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | P/B | 840.86 | 21.14 | 50.64 | 38.02 |
| 其他 | -34.28 | -1.58 | -3.10 | -1.97 | EV/EBITDA | 59.32 | 139.14 | 177.89 | 210.21 |
| 现金净增加额 | 1.70 | 39.26 | 36.58 | 104.96 | | | | | |

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|------|-------------------------------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来6个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来6个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来6个月内弱于大盘 |
| | 关注 | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。