

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
010-88576939-808 tanq@ghzq.com.cn  
证券分析师：杨雪 S0350515040001  
0755-83700205 yangx@ghzq.com.cn

## 设立并购基金，外延扩张有望加速

### ——华测检测（300012）点评报告

#### 事件：

公司近期公告，拟成立钛和常山产业投资基金与国采华测产业并购基金。其中，钛和常山产业投资基金规模2.5亿元，全资子公司华测投资作为有限合伙人出资3000万元；国采华测产业并购基金规模5000万元，华测投资作为有限合伙人出资1000万元。另外，公司向中信银行、中国银行申请综合授信，期限一年，额度共计不超过2.8亿元。

#### 投资要点：

##### 一、并购基金围绕检测领域，为外延扩张奠定基础

本次公司公告参与成立两只并购基金，两基金总规模预计将达到3亿元人民币，标志着公司并购基金实力继续加强，此前，根据公司2014年年报，公司计划将并购作为重点工作，且之前已成立了3支产业并购基金。此次成立的钛和常山并购基金具有较强杠杆属性，其最大有限合伙出资方浙江华弘投资管理有限公司（出资1亿元），收益分配方式以保障最低年化收益率（7.5%）、超额收益部分以低于出资比例方式分配。我们认为，公司通过出资参与并购基金，可借助并购基金形式以杠杆方式，完成更大规模体量收购。本次并购基金投资领域均包含检测等，与公司业务具有较高协同效应，而以国采华测产业并购基金为例，规定若以并购方式退出，华测检测有优先购买权。我们认为，公司未来有望借助并购基金，筛选投资优秀标的，并进一步完成并购的可能。

表 1、钛和常山产业投资基金情况

出资人	出资额（万元）	投资领域	退出方式
钛和资本（GP）	4,000	第三方检测检验服务业、医疗健康、节能环保、新材料新能源、数据挖掘及应用行业	上市公司收购、借壳上市、股权出售、IPO、协议回购等。
华测投资（LP）	3,000		
浙江华弘投资管理有限公司（LP）	10,000		
常山县产业投资引导基金（LP）	3,000		
苏州工业园区股份有限公司（LP）	2,000		
王则江（LP）	3,000		
合计	25,000		

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 2、国采华测产业并购基金情况

出资人	出资额（万元）	投资领域	退出方式
国采投资（GP）	100	与华测检测主营业务相关的、形成规模效应或协同效应、前景看好且受国家政策支持检测	收购、借壳上市、股权出售、IPO、协议回购等（并购时华测检
华测投资（LP）	1,000		
国采投资定向募集（LP）	3,900		

合计	5,000	行业或企业	测有优先购买权)。
----	-------	-------	-----------

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 二、外延并购为检测公司重要发展路径

我们强调，检测行业具有下游细分繁多，单一市场具规模上限特质，国际检测巨头 SGS、BV 等发展路线为借并购不断介入新领域，扩大规模，而公司作为品牌、公信力平台，能承载较多子检测领域。目前，国内检测行业增速较高，并购较自行投资建设与申请资质，具有更短周期。公司上市以来，已完成多次收购，我们认为，公司借助上市平台，通过并购基金等手段完成并购，将有助于公司进一步发展。另外，公司此次申请银行授信不超过 2.8 亿元，而公司资产负债率截至三季报仅为 19.25%，公司通过多渠道融资，充足现金，将进一步为外延扩张提供条件。

表 3、公司近期并购情况

首次披露日期	交易标的	细分行业	金额(万元)	方式
2014-03-21	黑龙江华测 100%股权	食品检测行业	1,300.00	现金支付
2014-01-23	杭州华安检测 100%股权	锅炉、压力容器、压力管道、 金属结构件等的无损检测工程	18,000.00	非公开发行股份+现金
2014-01-23	新加坡 POLY NDT 70%股权	船舶无损探伤检测及维修	1,659.67	现金支付

资料来源：公司公告、国海证券研究所

## 三、看好中国制造机遇下民营检测品牌发展

目前国际检测巨头 SGS、BV、Intertek 市值分别约为 900 亿、600 亿、400 亿人民币，随着中国制造业崛起，我们认为，中国制造业体量未来有支撑民营品牌检测巨头的可能。公司目前为民营检测品牌龙头，市值仅为约 80 亿元，未来有望借“中国制造 2025”保持中长期发展。另外，目前检测市场强制检测领域占比超过 50%，参与者主要为国有企事业单位，随着此部分最大份额市场未来逐步放开，以及国有事业单位改制，公司有望进一步扩大市场份额并获取并购标的。我们看好公司布局的环境检测、食品检测、医药基因检测方面布局。暂未考虑此次正在申请的非公开发行方案，我们预计公司 2015-2017 EPS 分别为 0.39、0.42、0.55 元，维持公司“增持”评级。

表 4、盈利预测

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	926	1274	1621	2055
增长率(%)	19%	38%	27%	27%
净利润(百万元)	146	149	161	212
增长率(%)	-2%	2%	9%	31%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.39	0.42	0.55
ROE(%)	11.31%	10.60%	10.61%	12.62%

资料来源：WIND、国海证券研究所

**风险提示** 非公开发行尚需证监会审核、强制市场放开不及预期、行政机关改制不及预期、经济下行。

盈利预测表 (考虑非公开发行业绩贡献与股本摊薄)

证券代码:	300012.SZ				股票价格:	21.45	投资评级:	增持		日期:	2016/1/5
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	11%	11%	11%	13%	EPS	0.38	0.39	0.42	0.55		
毛利率	58%	54%	54%	54%	BVPS	3.33	3.60	3.91	4.31		
期间费率	41%	39%	41%	42%	<b>估值</b>						
销售净利率	16%	12%	10%	10%	P/E	55.98	55.27	50.88	38.75		
<b>成长能力</b>					P/B	6.43	5.96	5.49	4.98		
收入增长率	19%	38%	27%	27%	P/S	8.83	6.45	5.07	4.00		
利润增长率	-2%	2%	9%	31%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
总资产周转率	0.58	0.74	0.86	1.00	营业收入	926	1274	1621	2055		
应收账款周转率	4.28	4.28	4.28	4.28	营业成本	388	587	750	936		
存货周转率	320.28	320.28	320.28	320.28	营业税金及附加	3	4	5	6		
<b>偿债能力</b>					销售费用	200	268	358	454		
资产负债率	19%	19%	19%	19%	管理费用	183	222	306	395		
流动比	2.90	2.81	2.85	2.99	财务费用	(8)	(2)	(2)	(2)		
速动比	2.89	2.80	2.84	2.98	其他费用/(-收入)	(1)	(12)	(4)	(4)		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	160	184	200	262		
现金及现金等价物	459	430	424	446	营业外净收支	21	0	0	0		
应收款项	217	298	379	480	利润总额	181	184	200	262		
存货净额	1	2	2	3	所得税费用	32	32	35	46		
其他流动资产	28	38	48	61	净利润	149	151	164	216		
<b>流动资产合计</b>	<b>704</b>	<b>768</b>	<b>854</b>	<b>990</b>	少数股东损益	3	3	3	4		
固定资产	474	545	607	661	归属于母公司净利润	146	149	161	212		
在建工程	113	113	113	113	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
无形资产及其他	79	85	83	81	经营活动现金流	252	98	125	158		
长期股权投资	34	34	34	34	净利润	149	151	164	216		
<b>资产总计</b>	<b>1588</b>	<b>1728</b>	<b>1874</b>	<b>2062</b>	少数股东权益	3	3	3	4		
短期借款	11	11	11	11	折旧摊销	67	67	77	84		
应付款项	42	64	81	102	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	23	32	40	51	营运资金变动	34	(123)	(118)	(146)		
其他流动负债	167	167	167	167	投资活动现金流	(264)	(71)	(62)	(54)		
<b>流动负债合计</b>	<b>243</b>	<b>274</b>	<b>300</b>	<b>331</b>	资本支出	(189)	(71)	(62)	(54)		
长期借款及应付债券	16	16	16	16	长期投资	(9)	0	0	0		
其他长期负债	36	36	36	36	其他	(67)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	筹资活动现金流	(16)	(41)	(45)	(59)		
<b>负债合计</b>	<b>295</b>	<b>326</b>	<b>352</b>	<b>383</b>	债务融资	(2)	0	0	0		
股本	381	383	383	383	权益融资	49	0	0	0		
股东权益	1292	1402	1522	1679	其它	(63)	(41)	(45)	(59)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1588</b>	<b>1728</b>	<b>1874</b>	<b>2062</b>	现金净增加额	(29)	(14)	19	45		

资料来源: 国海证券研究所

## 【环保与公用事业小组介绍】

谭倩：美国罗切斯特大学理学硕士、上海财经大学管理学学士，任电力设备与新能源组长，2010年进入国海证券，任新能源、电力设备、电力环保、天然气、锂电池行业分析师。2014年水晶球公用事业及环保行业第五名，2013年水晶球公用事业及环保行业第四名。

杨雪：香港中文大学会计硕士，武汉大学金融学、法学双学士，2年证券行业经验，2015年进入国海证券，从事环保与公用事业上市公司研究。

傅鸿浩：中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力、天然气行业及上市公司研究。

## 【分析师承诺】

谭倩，杨雪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券股票投资评级标准】

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。