

2016年01月20日

华测检测 (300012.SZ)

第三方检测迎契机，外延发展奠定长期价值

■**民营第三方检测行业龙头，主营业务稳健。**公司是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体的综合型第三方机构，所提供的服务覆盖生命科学、工业品测试、贸易保障和消费品测试四大业务类别，涉及生物医学、电子、环境等众多行业。2015年上半年，公司四大业务收入占比分别为38.04%、17.21%、26.35%、18.4%，前三季度公司营业收入8.48亿元，同比增长39.45%。2015年通过加强营销网络和市场开发力度，进一步提升公司的检测能力、服务水准和客户体验度，公司预计2015年实现净利润1.53亿元-1.97亿元，同比增长5%-35%。

■**三大领域行将完成项目建设，生物科学检测市场前景广阔。**生物科学检测是公司未来重点发展的业务，包括食品检测、医疗健康检测、环境检测三大领域。公司与英国 Food Forensics 进行食品真实性及掺假鉴定检测项目合作，建立同位素检测实验室，实现测试方法和数据库共享；与 UCLA 合作特检项目，切入高端检测项目，同时加强建设昆山 CRO 项目，提供 GLP 项目新药研发的动物试验，公司预计2016年取得 GLP 资质，我们预计随着未来医学检测业务的快速发展，该业务占比有望达到50%以上；积极在全国增加环境检测业务实验室，目前处于稳定增长期，预计未来将有较大发展空间。随着三大领域项目逐步建成并持续市场推进，公司生物科学检测市场将迎来广阔发展前景。

■**成为国家强制性产品认证制定实验室，开辟强制性检测市场。**2015年，公司入围并正式成为国家强制性产品认证制定实验室，业务范围包括电玩具类产品、音视频设备以及信息技术设备检测，极大提升公司在行业内的公信力和影响力，有助于迅速开辟强制性市场，为公司未来业绩提升产生巨大作用。

■**成立产业基金加速外延扩张，打开新的成长空间。**公司全资子公司分别参与设立钛和常山产业投资基金以及国采华测产业并购基金，积极寻求投资与主营业务形成规模效应或协同效应、发展前景看好且符合国家产业政策支持发展行业，未来随着国内检测行业体制改革加快，国有检测机构改制潮来临，成立基金有助于成功并购优质标的，巩固公司行业领先地位，进一步扩大市场占有率。

■**买入-A 投资评级，6 个月目标价 26.43 元。**我们预计公司2015年-2017年实现净利润分别为1.73亿元、2.22亿元、2.83亿元，净利润分别增长18.5%、28.4%、27.4%，成长性突出；首次给予买入-A 评级，6个月目标价26.43元。

■**风险提示：**受不利事件影响公司品牌公信力风险，并购进程缓慢及整合风险

| 摘要(百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 776.9 | 926.0 | 1,268.6 | 1,652.5 | 2,125.2 |
| 净利润 | 149.6 | 146.1 | 173.2 | 222.4 | 283.3 |
| 每股收益(元) | 0.39 | 0.38 | 0.45 | 0.58 | 0.74 |
| 每股净资产(元) | 2.54 | 3.32 | 3.67 | 4.10 | 4.65 |

| 盈利和估值 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 52.9 | 54.1 | 45.7 | 35.6 | 27.9 |
| 市净率(倍) | 8.1 | 6.2 | 5.6 | 5.0 | 4.4 |
| 净利润率 | 19.3% | 15.8% | 13.7% | 13.5% | 13.3% |
| 净资产收益率 | 15.5% | 11.5% | 12.0% | 14.1% | 15.8% |
| 股息收益率 | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |
| ROIC | 4.1 | 2.9 | 2.0 | 2.4 | 3.0 |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

6 个月目标价：**26.43 元**

股价 (2016-01-19) **21.97 元**

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 7,909.43 |
| 流通市值(百万元) | 6,961.81 |
| 总股本(百万股) | 383.21 |
| 流通股本(百万股) | 337.30 |
| 12 个月价格区间 | 13.51/46.00 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|-------|-------|
| 相对收益 | -0.77 | 11.19 | -10.1 |
| 绝对收益 | -23.92 | 0.0 | 27.43 |

王书伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511090004

wangsw@essence.com.cn

021-68763578

邹润芳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514040001

zouurf@essence.com.cn

021-68763702

相关报告

| | |
|--------------------------|------------|
| 华测检测：华测检测：业绩稳定增长 | 2013-03-28 |
| 华测检测：华测检测：业绩增长稳定 | 2012-10-23 |
| 华测检测：华测检测：业绩增长稳定，综合毛利率提升 | 2012-08-13 |
| 华测检测：华测检测：业绩实现稳定快速增长 | 2012-04-25 |
| 华测检测：华测检测：发展战略清晰，实现快速增长 | 2012-03-28 |

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|-------|-------|---------|---------|---------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | (百万元) | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 营业收入 | 776.9 | 926.0 | 1,268.6 | 1,652.5 | 2,125.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 292.6 | 388.1 | 574.7 | 745.1 | 947.3 | 营业收入增长率 | 26.0% | 19.2% | 37.0% | 30.3% | 28.6% |
| 营业税费 | 3.7 | 2.8 | 3.6 | 4.5 | 6.0 | 营业利润增长率 | 33.1% | -6.0% | 17.4% | 34.4% | 29.5% |
| 销售费用 | 153.0 | 199.6 | 260.1 | 337.1 | 442.4 | 净利润增长率 | 27.1% | -2.4% | 18.5% | 28.4% | 27.4% |
| 管理费用 | 164.5 | 182.6 | 247.4 | 320.6 | 411.2 | EBITDA 增长率 | 30.1% | 0.4% | 15.6% | 36.3% | 30.3% |
| 财务费用 | -11.2 | -8.0 | -7.3 | -8.8 | -10.6 | EBIT 增长率 | 32.8% | -4.4% | 18.8% | 35.0% | 29.8% |
| 资产减值损失 | 4.4 | 1.9 | 3.0 | 2.4 | 2.7 | NOPLAT 增长率 | 32.5% | -5.2% | 20.7% | 33.5% | 29.7% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 33.5% | 76.1% | 8.6% | 4.8% | 15.0% |
| 投资和汇兑收益 | -0.0 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 净资产增长率 | 15.2% | 31.1% | 10.4% | 11.7% | 13.3% |
| 营业利润 | 169.9 | 159.7 | 187.5 | 252.1 | 326.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 14.0 | 21.0 | 17.5 | 19.2 | 18.4 | 毛利率 | 62.3% | 58.1% | 54.7% | 54.9% | 55.4% |
| 利润总额 | 183.9 | 180.7 | 205.0 | 271.3 | 344.8 | 营业利润率 | 21.9% | 17.2% | 14.8% | 15.3% | 15.4% |
| 减:所得税 | 31.4 | 31.9 | 33.5 | 47.0 | 60.0 | 净利润率 | 19.3% | 15.8% | 13.7% | 13.5% | 13.3% |
| 净利润 | 149.6 | 146.1 | 173.2 | 222.4 | 283.3 | EBITDA/营业收入 | 28.0% | 23.6% | 19.9% | 20.8% | 21.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 20.4% | 16.4% | 14.2% | 14.7% | 14.9% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 129 | 149 | 141 | 122 | 107 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | -7 | 4 | 15 | 12 | 11 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 277 | 260 | 218 | 205 | 194 |
| | | | | | | 应收账款周转天数 | 30 | 57 | 73 | 72 | 71 |
| | | | | | | 存货周转天数 | - | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 489 | 532 | 473 | 410 | 366 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 191 | 253 | 246 | 201 | 172 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 15.5% | 11.5% | 12.0% | 14.1% | 15.8% |
| | | | | | | ROA | 13.2% | 9.4% | 9.8% | 11.1% | 12.4% |
| | | | | | | ROIC | 37.3% | 26.5% | 18.2% | 22.3% | 27.6% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 19.7% | 21.5% | 20.5% | 20.4% | 20.8% |
| | | | | | | 管理费用率 | 21.2% | 19.7% | 19.5% | 19.4% | 19.4% |
| | | | | | | 财务费用率 | -1.4% | -0.9% | -0.6% | -0.5% | -0.5% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 39.4% | 40.4% | 39.4% | 39.3% | 39.7% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 14.4% | 18.6% | 18.3% | 21.1% | 21.4% |
| | | | | | | 负债权益比 | 16.8% | 22.8% | 22.4% | 26.7% | 27.2% |
| | | | | | | 流动比率 | 4.88 | 2.90 | 2.94 | 2.69 | 2.74 |
| | | | | | | 速动比率 | 4.88 | 2.89 | 2.93 | 2.69 | 2.73 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | -14.18 | -19.00 | -24.53 | -27.65 | -29.91 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.10 | 0.10 | 0.11 | 0.15 | 0.19 |
| | | | | | | 分红比率 | 24.7% | 26.1% | 25.4% | 25.4% | 25.6% |
| | | | | | | 股息收益率 | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.9% |

资产负债表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金 | 537.5 | 458.8 | 494.9 | 639.7 | 721.9 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收账款 | 77.4 | 213.5 | 301.0 | 360.0 | 478.3 |
| 应收票据 | 0.2 | 3.1 | 0.8 | 2.0 | 2.6 |
| 预付账款 | 11.5 | 14.1 | 17.8 | 29.2 | 29.1 |
| 存货 | - | 1.2 | 0.6 | 0.4 | 1.3 |
| 其他流动资产 | 9.0 | 13.4 | 17.0 | 15.2 | 15.2 |
| 可供出售金融资产 | - | 1.0 | 3.0 | 2.0 | 2.0 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 25.4 | 34.2 | 34.2 | 34.2 | 34.2 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 294.8 | 473.9 | 522.9 | 598.7 | 662.1 |
| 在建工程 | 103.0 | 112.6 | 100.5 | 108.3 | 137.0 |
| 无形资产 | 43.2 | 79.2 | 75.0 | 70.7 | 66.5 |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - |
| 资产总额 | 1,151.9 | 1,587.6 | 1,746.2 | 2,018.9 | 2,297.9 |
| 短期债务 | - | 11.0 | - | - | - |
| 应付账款 | 26.4 | 89.2 | 140.7 | 227.7 | 293.3 |
| 应付票据 | - | - | - | - | - |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - |
| 长期借款 | 29.0 | 16.4 | - | - | - |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - |
| 负债总额 | 165.8 | 295.2 | 319.4 | 425.2 | 492.0 |
| 少数股东权益 | 14.0 | 20.9 | 19.2 | 21.1 | 22.6 |
| 股本 | 369.4 | 381.3 | 383.2 | 383.2 | 383.2 |
| 留存收益 | 605.1 | 893.3 | 1,024.5 | 1,189.4 | 1,400.1 |
| 股东权益 | 986.1 | 1,292.3 | 1,426.8 | 1,593.7 | 1,805.9 |

现金流量表

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 152.5 | 148.7 | 173.2 | 222.4 | 283.3 |
| 加:折旧和摊销 | 67.1 | 78.3 | 72.2 | 100.6 | 132.2 |
| 资产减值准备 | 4.4 | 1.9 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | -10.6 | -7.5 | -7.3 | -8.8 | -10.6 |
| 投资损失 | 0.0 | -0.6 | -0.3 | -0.4 | -0.4 |
| 少数股东损益 | 2.9 | 2.6 | -1.7 | 2.0 | 1.5 |
| 营运资金的变动 | 40.2 | 82.4 | -34.8 | 56.3 | -42.6 |
| 经营活动产生现金流量 | 237.5 | 251.8 | 201.3 | 372.0 | 363.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -200.7 | -264.5 | -106.7 | -178.6 | -219.6 |
| 融资活动产生现金流量 | 9.9 | -11.1 | -58.5 | -48.7 | -61.5 |

业绩和估值指标

| | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.39 | 0.38 | 0.45 | 0.58 | 0.74 |
| BVPS(元) | 2.54 | 3.32 | 3.67 | 4.10 | 4.65 |
| PE(X) | 52.9 | 54.1 | 45.7 | 35.6 | 27.9 |
| PB(X) | 8.1 | 6.2 | 5.6 | 5.0 | 4.4 |
| P/FCF | 118.8 | -37.5 | 109.0 | 44.1 | 55.5 |
| P/S | 10.2 | 8.5 | 6.2 | 4.8 | 3.7 |
| EV/EBITDA | 25.1 | 24.1 | 29.3 | 21.2 | 16.1 |
| CAGR(%) | 13.7% | 24.2% | 13.1% | 13.7% | 24.2% |
| PEG | 3.9 | 2.2 | 3.5 | 2.6 | 1.2 |
| ROIC/WACC | 4.1 | 2.9 | 2.0 | 2.4 | 3.0 |
| REP | 2.8 | 2.2 | 4.1 | 3.1 | 2.2 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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；

■ 分析师声明

王书伟、邹润芳声明，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。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-68762965 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-68766287 | mengsf@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 朱贤 | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 原晨 | 010-59113590 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-59113565 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-59113567 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-88888888 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |
| | 张青 | 0755-82821681 | zhangqing2@essence.com.cn |
| | 邓欣 | 0755-82821690 | dengxin@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 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

上海市

地址： 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

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034