

中国：专业服务

2016年07月14日

投资建议：
持有-超越同业 (调降评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**0.7%**

 日期 **2016/07/13**

收盘价	RMB12.41
十二个月目标价	RMB12.50
前次目标价	RMB26.00
深圳A股指数	2,136.1

信息更新：

- ▶ 华测检测预告 2016 年上半年净利润 823-1763 万元，同比下降 79%至 55%。
- ▶ 本中心下调评级至“持有-超越同业”，以反映调降之后营收和毛利率假设。

本中心观点：

- ▶ 华测检测是民营监测企业中规模最大的企业，检测产品类别分布最广，资质最强。
- ▶ 由于公司规模扩张较快，成本的增加将对公司的盈利能力产生一定的压力。

公司简介： 华测检测是一家全国性、综合性的独立第三方检测服务机构，主要从事工业品、消费品、生命科学以及贸易保障领域的技术检测服务。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB9,243.0 百万元
六个月平均日成交量	RMB98.3 百万元
总股本股数 (百万股)	383.2
流通 A 股股数比例	99.1%
自由流通股数比例	100.0%
大股东：持股比例	万里鹏, 15.1%
净负债比率 (2016F)	(11.0%)
每股净值 (2016F)	RMB2.05
市净率 (2016F)	6.04 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F
营业收入	926	1,288	1,563	2,024
营业利润 **	153	215	279	375
税后净利润 *	146	181	180	240
每股收益(元)	0.38	0.47	0.23	0.31
每股收益年增长率 (%)	(5.4)	23.0	(50.2)	33.5
每股股利(元)	0.10	0.10	0.05	0.07
市盈率 (倍)	32.4	26.3	52.9	39.6
股利收益率(%)	0.8	0.8	0.4	0.5
净资产收益率 (%)	11.5%	12.6%	11.4%	13.5%

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
元大研究部

+86 21 6187 3832

research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

严泽文

6187-3875

Oliveryan@yuanta.com

华测检测 (300012 CH)

第二季财报低于预期

[请点击此参与今年 AsiaMoney 票选，将您宝贵的一票投给元大！](#)

调降评级至“持有-超越同业”： 本中心将华测检测评级由买入调降为“持有”，由于先前对公司的营收预计较为乐观，源于社会对于食品安全和环境检测的关注不断提升，相关检测订单有所增长，但是考虑到：

- 1) 规模扩大、实验室设备采购成本高于预期，人力成本增长支出高于预期，公司营业费用率高于我们预期 1 个百分点；
- 2) 来自政府的订单比例同比增加较大，收入确认的周期长于预期，因此先前对公司盈利的预估过于乐观。由此我们下修 2016/17 年预估每股收益 16%/20%至人民币 0.23/0.31 元，并下调评级至“持有-超越同业”，同时下调目标价至人民币 12.5 元。

2016 年第二季获利预告低于预期： 公司发布第二季获利预告，2016 年第二季净利润 1628-2568 万元，同比下降了 -55%至 -29%，系因：

- 1) 公司规模扩大，实验室设备采购增加导致成本增长较快；
- 2) 2016 年来自政府的订单比例同比增加较大，因此收入确认的周期较长。我们认为由于环保和食品检测涉及到政府订单的比例较多，且该领域所在的生命科学检测占到公司总营收的 44%，因此收入的确认周期延长将一定程度上影响公司的营收和盈利能力。

规模扩张，成本增长： 华测检测目前在全国布局 80 多个高端实验室

(实验室规模为去年的 2 倍)，另外公司华南检测基地于今年投产，华东检测中心预计 2 年内投产，因此公司实验室设备的采购和人力成本的支出增长较快将对公司的盈利能力产生压力。

2016 年三四季展望： 对于公司三四季我们仍保持谨慎乐观，然而有鉴于 1) 公司规模扩张，成本支出高于预期；2) 政府订单比例增加，收入确认周期较预估延长。研究中心将 2016/17 年预估营业收入下调 6%/8%，将预估净利润下调 17%/20%，并同时下调每股收益 16%/20%至人民币 0.23/0.31 元。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。

财报预估调整与股票估值

2016年第二季获利预告低于预期：公司发布第二季获利预告，2016年第二季净利润1628-2568万元，同比下降了-55%至-29%，系因：1) 公司规模扩大，实验室设备采购增加导致成本增长较快；2) 2016年来自政府的订单比例同比增加较大，因此收入确认的周期较长。

2016年三四季展望：对于公司三四季度我们仍保持谨慎乐观，系因：1) 政府订单将在2016年下半年至2017年陆续确认；2) 公司与台湾智慧基因签署长达10年的技术转移合约，进入中国基因测序精准医疗市场。然而有鉴于1) 公司规模扩张，成本支出高于预期；2) 政府订单比例增加，收入确认周期较预估延长。研究中心将2016/17年预估营业收入下调6%/8%，将预估净利润下调17%/20%，并同时下调每股收益16%/20%至人民币0.23/0.31元。

股票估值：本中心下调目标价至人民币12.5元，系根据目标市盈率54倍以及调整后2016年预估每股收益人民币0.23元推算而得。目标市盈率由历史平均变为行业平均，系源于检测企业强劲的成长空间促使投资者对于检测行业的关注持续提升，因此我们认为行业平均市盈率更能反映检测企业未来持续提升的盈利能力。

图 1：华测检测 2016 年第二季度财务更新

(人民币百万元)	2Q16F	1Q16A	QoQ(%)	2Q15A	YoY	元大首次预估	差异
归属上市公司股东净利润	16.28-25.68	-7.94	扭亏为盈 -302%至-419%	36	-59%至-29%	48	-66%至-46%

资料来源：公司资料，元大

图 2：华测检测 2016/17 年财务更新

(人民币百万元)	2016F		2017F		变化率(%)		更新原因
	更新前	更新后	更新前	更新后	2016F	2017F	
营业收入	1,663	1,563	2,202	2,024	-5.99%	-8.07%	来自政府订单比例增加，收入确认周期较长
营业毛利	974	881	1,284	1,138	-9.59%	-11.39%	规模扩大，实验室设备采购增加，成本上升
营业利润	347	279	453	375	-19.57%	-17.22%	规模扩大，成本上升
税前净利润	300	248	406	324	-17.35%	-20.21%	规模扩大，成本上升
税后净利润	217	180	301	240	-17.16%	-20.27%	规模扩大，成本上升
每股收益	0.28	0.23	0.39	0.31	-16.23%	-19.71%	规模扩大，成本上升
重要比率					百分点	百分点	
营业毛利率	58.57%	56.33%	58.31%	56.20%	-2.24	-2.11	
营业利润率	20.84%	17.85%	20.59%	18.52%	-2.99	-2.07	
税前利润率	18.01%	15.86%	18.45%	16.00%	-2.15	-2.45	
净利润率	13.06%	11.50%	13.67%	11.86%	-1.56	-1.81	

资料来源：公司资料，元大

图 3：同业评价比较表

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			每股收益成长率(%)		
				2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
华测检测	300012.CH	RMB12.41	1,381.9	0.47	0.23	0.31	26.3	52.9	39.6	23.0	(50.2)	33.5
国内同业												
电科院	300215.SZ	13.63	1,467.10	0.04	0.17	0.32	374.45	82.61	42.89	-66%	313%	93%
聚光科技	300203.SZ	26.90	1,821.66	0.55	0.92	1.29	49.35	29.11	20.88	29%	68%	39%
先河环保	300137.SZ	14.83	763.54	0.25	0.35	0.51	58.90	42.04	29.29	21%	41%	44%
天瑞仪器	300165.SZ	12.31	849.78	0.20	0.18	0.24	62.55	67.08	50.53	-9%	-8%	33%
汉威电子	300007.SZ	25.39	1,112.23	0.27	0.47	0.69	94.60	53.52	36.89	37%	76%	45%
国内同业平均		18.61	1202.86	0.26	0.42	0.61	127.97	54.87	36.10	2%	98%	51%

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

注：所有每股收益数字均以当地货币为单位

图 4：同业评价比较表(续)

公司	代码	股价	市值 (百万美元)	净资产收益率(%)			每股净值			市净率(倍)		
				2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F	2015A	2016F	2017F
华测检测	300012.CH	RMB12.41	1,381.9	12.6	11.4	13.5	3.73	2.05	2.32	3.3	6.0	5.3
国内同业												
电科院	300215.SZ	13.63	1,467.10	1.98	N.A.	N.A.	1.84	N.A.	N.A.	10.78	N.A.	N.A.
聚光科技	300203.SZ	26.90	1,821.66	10.51	12.62	14.45	5.19	7.60	9.00	6.61	3.54	2.99
先河环保	300137.SZ	14.83	763.54	6.34	8.40	10.65	3.97	4.76	5.37	5.27	3.12	2.76
天瑞仪器	300165.SZ	12.31	849.78	3.05	5.44	6.85	6.46	N.A.	N.A.	4.04	N.A.	N.A.
汉威电子	300007.SZ	25.39	1,112.23	6.45	10.23	13.37	4.16	5.15	5.95	8.22	4.93	4.27
国内同业平均		18.61	1202.86	5.67	9.17	11.33	4.32	5.84	6.77	6.98	3.86	3.34

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

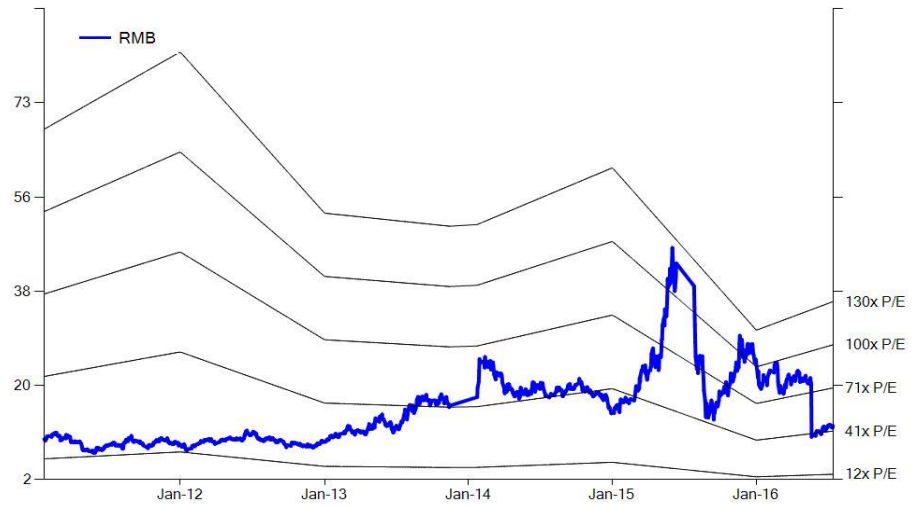
图 5：华测检测季度及年度简明损益表(合并)

(RMB 百万元)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015A	4Q2015A	FY2015A	1Q2016A	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	235	298	316	439	1,288	260	326	409	568	1,563
销货成本	(130)	(137)	(148)	(177)	(593)	(158)	(152)	(174)	(199)	(683)
营业毛利	105	160	168	262	695	101	175	235	369	881
营业费用	(94)	(115)	(124)	(145)	(479)	(107)	(132)	(154)	(209)	(602)
营业利润	10	45	44	117	215	(5)	43	82	160	279
业外利益	1	1	2	(4)	0	1	(22)	(17)	6	(31)
税前净利润	12	46	46	112	215	(5)	22	65	166	248
少数股东权益	0	0	1	(2)	(2)	2	0	(1)	(2)	(1)
所得税费用	(8)	(9)	(11)	(4)	(33)	(6)	(6)	(16)	(40)	(67)
税后净利润	3	36	36	106	181	(8)	16	49	124	180
每股稀释盈余(RMB)	0.01	0.09	0.09	0.28	0.47	(0.03)	0.02	0.06	0.16	0.23
加权平均股数	381.33	382.99	382.99	383.21	383.21	383.21	766.42	766.42	766.42	766.42
重要比率										
营业毛利率	44.5%	53.8%	53.1%	59.7%	53.9%	39.0%	53.5%	57.6%	65.0%	56.3%
营业利润率	4.3%	15.1%	13.8%	26.6%	16.7%	(2.1%)	13.2%	19.9%	28.1%	17.9%
税前净利润率	5.0%	15.4%	14.4%	25.6%	16.7%	(1.7%)	6.6%	15.9%	29.2%	15.9%
有效所得税率	72.2%	20.6%	24.5%	3.8%	15.5%	N.A.	26.0%	24.0%	24.0%	26.9%
季增率(%)										
营业收入	(23.4%)	26.6%	6.2%	39.0%	39.1%	(40.9%)	25.6%	25.4%	39.0%	21.4%
营业利润	(84.7%)	339.8%	(2.9%)	167.3%	40.8%	(104.7%)	(893.1%)	89.6%	96.1%	29.6%
税后净利润	(95.4%)	1,166.5%	(2.2%)	198.1%	23.6%	(107.6%)	(293.9%)	210.7%	155.1%	(0.5%)
每股稀释盈余	(94.90%)	1,019.78%	(5.20%)	213.94%	22.97%	(109.43%)	(177.98%)	210.71%	155.05%	(50.23%)

资料来源：公司资料、元大

注：标“A”为元大汇整之历史数据

图 6: 12 个月预期市盈率区间图



资料来源: 公司资料、元大

图 7: 12 个月预期市净率区间图



资料来源: 公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
现金与短期投资	538	459	458	324	134
存货	0	1	1	2	2
应收帐款及票据	68	195	272	294	439
其他流动资产	30	49	71	71	71
流动资产	636	704	801	690	646
长期投资	25	35	25	14	4
固定资产	398	586	739	1,007	1,311
什项资产	93	262	323	319	314
其他资产	516	883	1,087	1,340	1,629
资产总额	1,152	1,588	1,888	2,031	2,275
应付帐款及票据	13	42	60	57	95
短期借款	18	32	143	143	143
什项负债	99	169	179	179	179
流动负债	130	243	382	379	417
长期借款	29	16	5	5	5
其他负债及准备	7	36	43	43	43
长期负债	36	52	47	47	47
负债总额	166	295	429	426	464
股本	369	381	383	766	766
资本公积	225	404	416	33	33
保留盈余	380	489	632	775	981
换算调整数	(2)	(3)	(2)	0	0
归属母公司之权益	972	1,271	1,429	1,574	1,780
少数股权	14	21	31	31	31
股东权益总额	986	1,292	1,460	1,605	1,811

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
本期净利润	153	149	182	181	245
折旧及摊提	59	67	92	102	140
本期营运资金变动	(4)	(48)	(71)	(26)	(107)
其他营业资产	30	85	74	0	0
营运活动之现金流量	238	252	277	258	278
资本支出	(180)	(276)	(305)	(366)	(440)
本期长期投资变动	(24)	(10)	10	10	10
其他资产变动	3	21	147	0	0
投资活动之现金流量	(201)	(264)	(148)	(356)	(429)
股本变动	14	49	17	0	0
本期负债变动	35	1	99	0	0
其他调整数	(39)	(62)	(48)	(36)	(38)
融资活动之现金流量	10	(11)	67	(36)	(38)
汇率影响数	(2)	0	1	0	0
本期产生现金流量	45	(24)	198	(134)	(190)
自由现金流量	37	(13)	130	(98)	(151)

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
营业收入	777	926	1,288	1,563	2,024
销货成本	(293)	(388)	(593)	(683)	(887)
营业毛利	484	538	695	881	1,138
营业费用	(321)	(385)	(479)	(602)	(763)
营业利润	163	153	215	279	375
利息收入	11	8	0	0	0
利息费用	0	0	(1)	(6)	(6)
利息收入净额	11	8	(1)	(6)	(6)
投资利益(损失)净额	0	1	1	0	0
其他业外收入(支出)净额	10	19	0	(25)	(45)
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	184	181	215	248	324
所得税费用	(31)	(32)	(33)	(67)	(79)
税后净利润	153	149	182	181	245
少数股权净利	(3)	(3)	(2)	(1)	(5)
归属母公司之净利	150	146	181	180	240
税前息前折旧摊销前净利	222	220	308	382	515
每股收益 (RMB)	0.4	0.4	0.5	0.2	0.3
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.4	0.4	0.5	0.2	0.3

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	26.0	19.2	39.1	21.4	29.5
营业利润	33.5	(6.2)	40.8	29.6	34.4
税前息前折旧摊销前净	30.6	(1.0)	40.0	24.1	35.0
税后净利润	27.1	(2.4)	23.6	(0.5)	33.5
每股收益	(36.7)	(5.4)	23.0	(50.2)	33.5
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	62.3	58.1	53.9	56.3	56.2
营业利润率	21.0	16.5	16.7	17.9	18.5
税前息前 折旧摊销前净利率	28.6	23.7	23.9	24.4	25.4
税后净利润率	19.3	15.8	14.0	11.5	11.9
资产报酬率	14.5	10.9	10.5	9.2	11.4
净资产收益率	15.4	11.5	12.6	11.4	13.5
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	4.8	3.7	10.1	9.2	8.1
净负债比率 (%)	(49.7)	(31.8)	(21.3)	(11.0)	0.7
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	189.7	41.8	54.3
利息及短期债	10.2	5.6	1.5	1.7	2.2
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	242.9	42.4	45.7
现金流量对利息及短期 债保障倍数 (倍)	13.1	7.9	1.9	1.7	1.9
流动比率 (倍)	4.9	2.9	2.1	1.8	1.5
速动比率 (倍)	4.9	2.9	2.1	1.8	1.5
净负债 (RMB 百万元)	(490.40)	(410.38)	(310.36)	(176.37)	13.16
每股净值 (RMB)	2.63	3.33	3.73	2.05	2.32
评价指标 (倍)					
市盈率	30.6	32.4	26.3	52.9	39.6
股价自由现金流量比	124.5	(373.1)	36.7	(97.2)	(62.8)
市净率	4.7	3.7	3.3	6.0	5.3
股价税前息前折旧摊销 前净利比	20.7	21.5	15.5	24.9	18.5
股价营收比	5.9	5.1	3.7	6.1	4.7

资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

华测检测 (300012 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2016/03/10	18.38	26.00	26.00	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	223	47%
持有-超越同业	116	24%
持有-落后同业	44	9%
卖出	12	3%
评估中	79	17%
限制评级	1	0%
总计：	475	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼