

2018年06月13日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002

0755-83473923

联系人： 赵越 S0350116090018

0755-23936132 zhaoy01@ghzq.com.cn

低负债高现金流强者崛起

——华测检测（300012）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华测检测	19.4	24.4	15.9
沪深300	-1.2	-6.5	6.8

市场数据

2018-06-12

当前价格（元）	5.68
52周价格区间（元）	3.34 - 5.95
总市值（百万）	9414.77
流通市值（百万）	8375.34
总股本（万股）	165753.07
流通股（万股）	147453.21
日均成交额（百万）	91.48
近一月换手（%）	32.66

相关报告

《华测检测（300012）事件点评：引入职业经理人，公司发展步入做大做强轨道》——2018-06-05

《华测检测（300012）事件点评：业绩低于预期源于华安无损，利空出尽后有望重回高速增长》——2018-01-29

《华测检测（300012）事件点评：收入增长稳健，业绩持续向好》——2017-10-30

《华测检测（300012）事件点评：业绩上升趋势进一步确立，生命科学业务支撑中长期业绩》——2017-10-16

《华测检测（300012）事件点评：业绩拐点确

投资要点：

- **对标国内外同行公司，财务解析内在价值。**本篇报告将试图从财务分析的角度，通过对标国内外同行业上市公司，深度剖析华测检测营业收入端、成本端、效益、利润与现金流等多项财务指标，并探究绝对估值下公司的合理价值。对标对象包括海外检测巨头 SGS、BV、Intertek、Eurofins，以及 A 股同行业上市公司电科院、国检集团。
- **收入持续性高速增长，应收账款结构合理。**公司上市 8 年来营业收入复合增长率达到 29.73%，平均增速达到 29.93%。营业收入规模与增速较电科院及国检集团均具有较大优势，奠定公司在国内检测行业中的民营龙头竞争地位。收入体量规模较国外检测公司仍有比较大的差距，但收入增速显著高于已进入成熟期的国外公司。对标国内行业内上市公司，华测检测应收账款计提规则最为严格，管控严格有利于公司更有针对性的管理应收账款。人均创收方面，公司与对标公司差距较大，但亦反映出公司具备较高的生产效率提升空间，人效提升也将在未来对公司经营带来积极影响。
- **人工成本与折旧是主要构成，折旧有望逐步下降。**公司主要实验室布局在经济较为发达地区，先发优势明显，人工成本相对较高。在进行全国实验室快速布局的过程中，公司固定资产投资增速快，资本开支呈现大幅增长趋势，也在较大程度上超过经营性现金流净额，但 2017 年在建工程迎来上市后首次负增长，我们认为显示公司实验室布局带来的固定资产投资已经基本到位。我们预计公司固定资产投资将转向平稳，折旧费用有望逐步下降。
- **资产负债率与利润率共促 ROE 具备提升空间。**2017 年底，公司资产负债率仅为 27.83%，2015-2017 年三年平均负债率 23.92%，低于所有对标公司。低资产负债率可为华测检测提供更多资金杠杆利用空间以及业务扩张基础。毛利率受实验室建成初期产能需要爬坡影响净利率受子公司华安无损业绩亏损计提商誉减值影响出现较为明显的下降，但我们认为公司实验室目前已布局完成，同时相信具有 28 年第三方检测行业从业经验的新任总裁申屠献忠能够为公司带来生产效率与整体管控水平的提升，毛利率有望恢复性增长；对华安无损的全面整合及其下游的逐步复苏，也使得再进行大规模商誉减值计提的可能性较小，减值利空出尽，净利率亦有望提升，对公司整体 ROE 提升将带来积极影响。

立，生命科学检测业务扛起大旗》——
2017-08-15

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过
该公司已发行股份的 1%。

- **主营核心业务处上升期，现金流充裕。**公司上市以来净利润平均增速 14.8%，处于中间水平，平均 EBIT 利润率 18.5%，超过四家海外检测公司平均水平，显示华测检测主营业务仍处在上升期。EBITDA 上市以来 8 年的复合增长率 18.21%，现金流 8 年复合增长率 18.96%。经营性净现金流量接近营业利润的 1.6 倍，最近 3 年平均经营性净现金流接近营业利润的 1.7 倍，比例值及稳定性甚至优于白酒、金融、公用事业、旅游、家电、地产等多个行业的龙头公司。
- **以绝对估值法作参考，显示公司价值被低估。**我们在测算中仅重点考虑公司的内生性增长，采用三阶段模型，计算华测检测 2018 年现金流折现价值合计为 152.31 亿元，显示公司价值目前存在低估。
- **维持公司“增持”评级：**通过国内外对标，我们发现在收入持续高速增长、应收账款结构、资产负债率等方面优于行业内对标公司，经营性净现金流与营业利润比例甚至优于白酒、金融、家电、旅游等行业龙头公司。持续的收入高速增长与健康的应收账款结构为公司提供长期稳定的盈利基础，较低的资产负债率与充裕的现金流为公司持续扩张和永续经营提供支撑。同时，在人均创收、固定资产投资折旧等内部管理效率方面，公司具备较大的提升空间，我们看好新任总裁能够为公司带来的全球检测行业领先管理经验，对公司治理效率的提升，利润率与 ROE 亦有望迎来拐点向上。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.16、0.23 和 0.31 元/股，对应当前股价 PE 分别为 35.86、24.70 和 18.50 倍，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧风险；应收账款风险；下游行业及客户经营风险；实验室扩张不达预期风险；并购整合风险；华安无损继续亏损风险；费用管控不达预期风险；新管理层与公司文化不相适应风险；公司与对标公司的发展战略及业务不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

预测指标	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入（百万元）	2118	2773	3664	4912
增长率(%)	28%	31%	32%	34%
净利润（百万元）	134	263	381	509
增长率(%)	32%	96%	45%	34%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.16	0.23	0.31
ROE(%)	5.28%	9.57%	12.55%	14.82%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 对标国内外同行公司，财务解析内在价值	5
1.1、 本篇报告的主要目的及内容架构	5
1.2、 对标公司情况	5
2、 营业收入端：持续性高速增长，应收账款结构合理	7
2.1、 收入高增持续性强，国内龙头地位奠定	7
2.2、 生命科学检测与工业品测试业务贡献良多	8
2.3、 应收账款结构合理，管控严格	10
2.4、 人均创收水平增长空间大	11
3、 成本端：人工成本与折旧是主要构成，折旧有望逐步下降	11
3.1、 实验室布局在经济较为发达地区，先发优势明显，人工成本相对较高	11
3.2、 固定资产投资增速快，带来折旧偏高，在建工程出现拐点	13
4、 效益端：资产负债率与利润率共促 ROE 提升空间大	14
4.1、 资产负债率低，扩张基础良好	14
4.2、 利润率恢复：实验室布局完成，公司内部管控加强，商誉减值利空出尽	15
4.3、 ROE：有望出现反转	17
5、 利润与现金流：主营核心业务处上升期，现金流充裕	17
5.1、 EBIT 利润率较高，主营核心业务经营情况处上升期	18
5.2、 EBITDA 持续增加，充裕现金流支撑公司可持续发展	18
6、 以绝对估值法作参考，显示公司价值被低估	20
7、 盈利预测与评级	22
8、 风险提示	22

图表目录

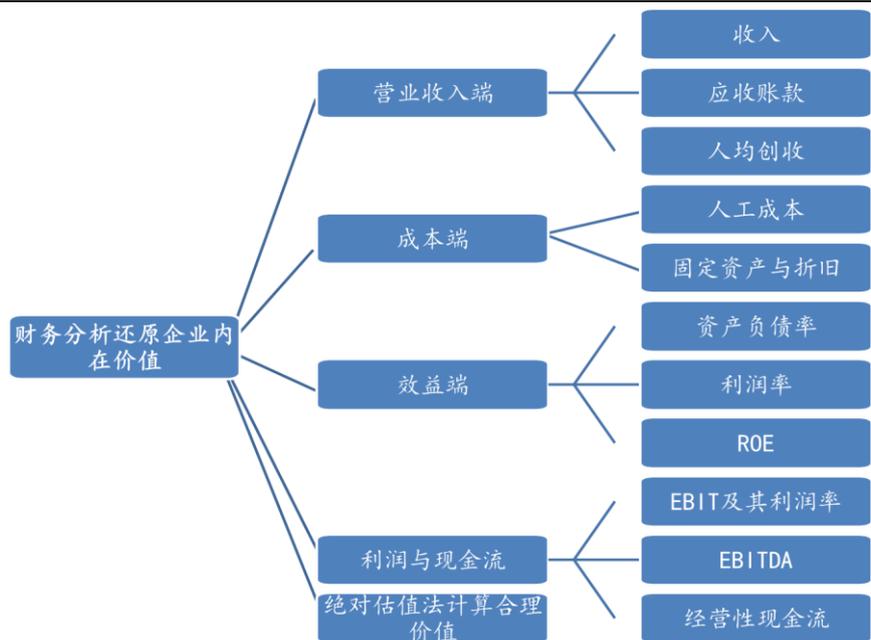
图 1: 本篇报告主要内容框架.....	5
图 2: 2016 年全球检测市场 TOP10 企业市场份额 (折算为亿欧元)	5
图 3: 公司自上市以来的营业收入及同比 (亿元)	7
图 4: 华测检测、电科院、国检集团收入对比 (亿元)	8
图 5: 华测检测、电科院、国检集团 2011-2017 年收入复合增速.....	8
图 6: 海外主要检测公司收入 (按历史汇率折算人民币亿元)	8
图 7: 海外主要检测公司年收入增速.....	8
图 8: 公司分业务收入结构	9
图 9: 公司分业务收入增速	9
图 10: 2017 年国内主要检测上市公司应收账款结构	10
图 11: 检测公司人均创收对比 (万元/人)	11
图 12: 华测检测、电科院、国检集团营业成本结构对比.....	12
图 13: 华测检测、电科院、国检集团员工人数及单位成本对比	12
图 14: 华测检测资本开支与经营性现金流净额 (亿元)	13
图 15: 华测检测、电科院、国检集团在建工程增速.....	13
图 16: 华测检测、电科院、国检集团固定资产增速.....	13
图 17: 主要检测公司 2015-2017 年资产负债率	14
图 18: 主要检测公司 2015-2017 年平均资产负债率	14
图 19: 2009-2017 年华测检测毛利率情况	15
图 20: 2009-2017 年华测检测净利率情况	15
图 21: 华测检测、电科院、国检集团销售费用率.....	16
图 22: 华测检测、电科院、国检集团管理费用率.....	16
图 23: 华测检测资产减值损失情况 (亿元)	16
图 24: 华测检测资产减值损失结构 (万元)	16
图 25: 检测公司 ROE 情况	17
图 26: 华测检测与海外公司净利润增速对比	18
图 27: 华测检测与海外公司 EBIT 利润率对比	18
图 28: 华测检测上市以来现金流 (亿元)	19
图 29: 华测检测上市以来现金收入比.....	19
图 30: 华测检测上市以来 EBITDA (亿元)	19
图 31: 华测检测上市以来经营性净现金流与营业利润比例	19
图 32: 部分公司经营性净现金流与营业利润 (TTM) 比例.....	19
图 33: DCF 法估值步骤	20
图 34: 第二阶段增长率、WACC 对估值价格的敏感性测试	21
图 35: 永续增长率、WACC 对估值价格的敏感性测试	21
表 1: 对标公司情况一览.....	6
表 2: 华测检测、电科院、国检集团前五大客户情况	10
表 3: 华测检测、电科院、国检集团坏账准备比例明细 (2017 年)	11
表 4: 华测检测、电科院、国检集团固定资产折旧年限.....	14
表 5: 三阶段现金流预测.....	20
表 6: 华测检测 WACC 测算	21
表 7: 现金流贴现值 (亿元)	21

1、对标国内外同行公司，财务解析内在价值

1.1、本篇报告的主要目的及内容架构

为更全面还原华测检测的企业内在价值，本篇报告将试图从财务分析的角度，通过对标国内外同行业上市公司，深度剖析华测检测营业收入端、成本端、效益、利润与现金流等多项财务指标，并探究绝对估值下公司的合理价值。

图 1：本篇报告主要内容框架

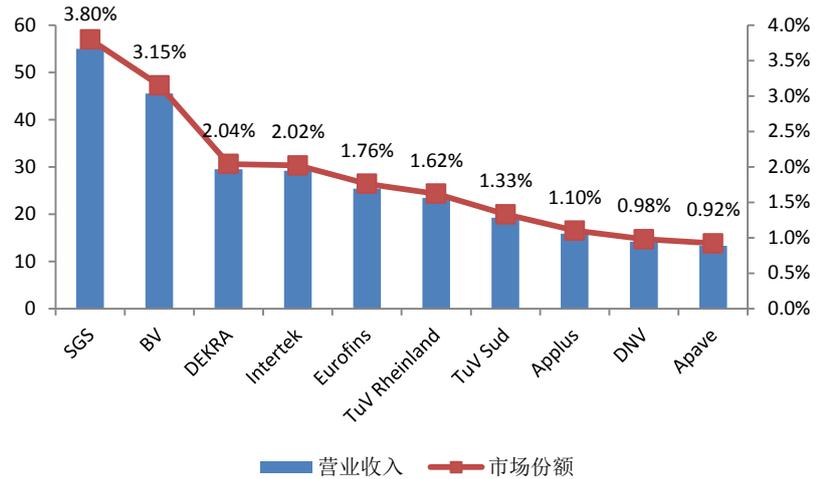


资料来源：国海证券研究所整理

1.2、对标公司情况

检测行业在国外发展起步较早，市场已趋于完善和成熟，目前已形成在全球范围内具有强大品牌影响力的多家检测巨头公司。我们选取与华测检测业务布局广泛程度相类似的市场份额排名靠前的海外检测公司作为对标对象，包括SGS、BV、Intertek、Eurofins。国内市场起步较晚，行业仍处于快速成长阶段，华测检测作为国内第三方检测行业首家A股上市公司，可选的同类型检测公司较少，我们选取电科院、国检集团两家上市公司为国内对标对象，但需要指出的是，与华测检测多行业布局的情况不同，电科院及国检集团更集中于检测及认证服务下游的少数几个行业，行业布局不同对公司业务开展与财务表现的影响亦不同，部分分析指标仅供参考。

图 2：2016 年全球检测市场 TOP10 企业市场份额（折算为亿欧元）



资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

表 1: 对标公司情况一览

上市公司/指标	总市值 (折算为人民币亿元)	总部所在地	员工总数(人)	实验室数量	行业布局
华测检测	92.82	中国深圳	7445	130 多个	电子电气、计量校准及尺寸、轻工及玩具、纺织品、鞋类及皮革、金属材料及零部件、半导体及相关领域、电子商务、医疗器械和机械产品、船舶、食品药品农产品及保化、汽车材料及零部件、建材与工程、新能源风电、奢侈品、生物医学
SGS	1297.75	瑞士	超过 95000	2400 多个	风险管理、工业制造、公共事务、化学品、环境、建筑、健康与安全、可持续发展、矿产、贸易、能源、农产品及食品、培训服务、生命科学、石油及天然气、文化艺术、物流、消费品和零售、运输
BV	713.74	法国	75000	1400 个	航空航天、农业、汽车、建筑及房地产、消费品、食品、政府及公共机构、工业设备、国际贸易、信息技术、航运业、金属和矿产、石油及天然气、电力及公用事业、流程工业、零售业、服务业、运输及基建
Intertek	786.43	英国	超过 42000	1000 多个	电子电气、政府和贸易、矿产品、玩具及轻工产品、健康美容产品、可再生能源、零售业、石化及大宗货物、信息技术和电信化学品、汽车部件、医学及药业、食品及农产品、建筑工程、纺织及鞋
Eurofins	579.63	比利时	超过 35000	超过 400 个	
电科院	52.48	中国苏州	1266	25 万平方	输配电、机床、船用、汽车电子、核电

				米实验面积	电器
国检集团	43.34	中国北京	1758	22家分支机构、24个产品质检中心	化学分析与环境、工程材料及构件、装饰装修材料、安全玻璃及特种玻璃材料、工业窑炉材料、环境评价与检验、建筑节能检验、建设工程检验、材料的自然环境腐蚀与老化

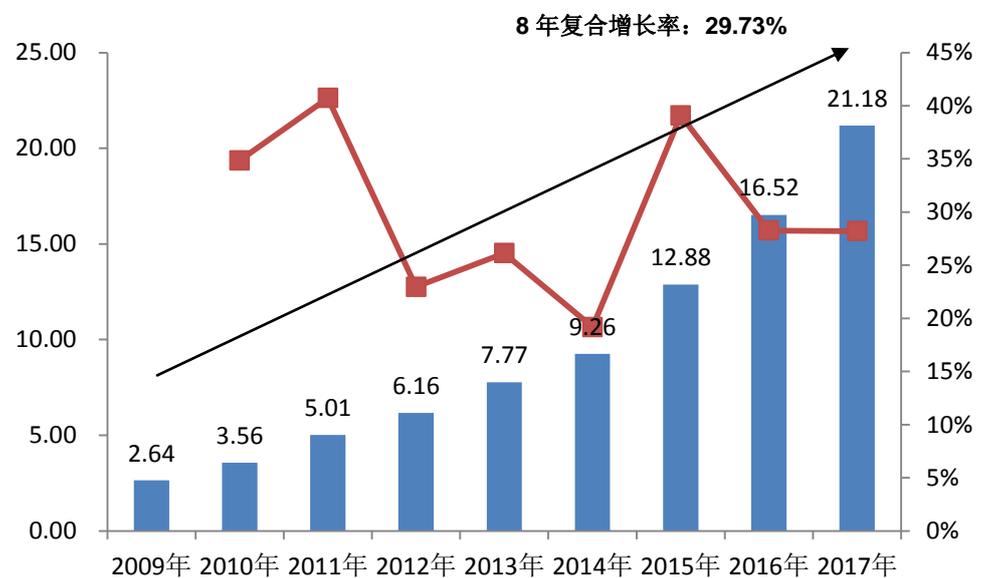
资料来源：wind，相关公司官网，国海证券研究所整理

2、营业收入端：持续性高速增长，应收账款结构合理

2.1、收入高增持续性强，国内龙头地位奠定

公司 2009 年上市之初全年营业收入 2.64 亿元，经过 8 年的发展，至 2017 年公司营业收入达到 21.18 亿元，8 年复合增长率达到 29.73%。除 2014 年受行业及宏观经济增速放缓影响，收入同比增长 19.2% 的偏低水平外，上市以来其余年份收入同比增速均超过 20%，平均增速达到 29.93%，2016-2017 年连续两年营业收入同比增长超过 28%。

图 3：公司自上市以来的营业收入及同比（亿元）

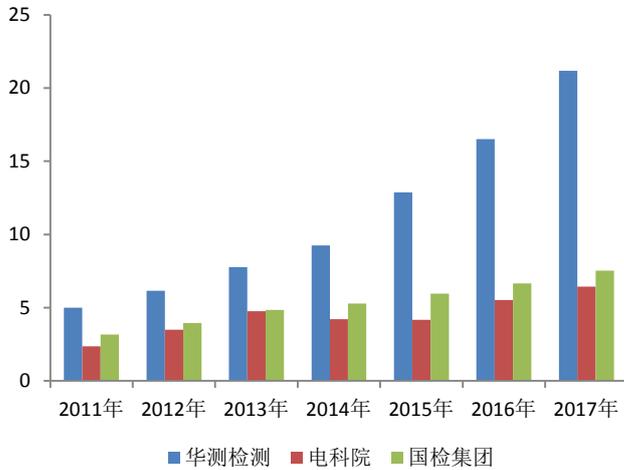


资料来源：wind，国海证券研究所整理

与同为 A 股上市的电科院、国检集团进行对比，公司营业收入规模与增速均具备较大优势。由于国检集团于 2016 年上市，财务数据从 2011 年开始披露，此处我们仅对比 2011-2017 年营业收入数据。从收入规模看，华测检测收入规模最大，尤其是 2015 年以后快速扩大较其余两家公司的领先优势，营业收入超过两家之和；至 2017 年，公司整体收入约为电科院、国检集团的 3 倍，这主要还是得益于公司产品线布局更为全面，业务规模更大。从复合增速看，电科院及国

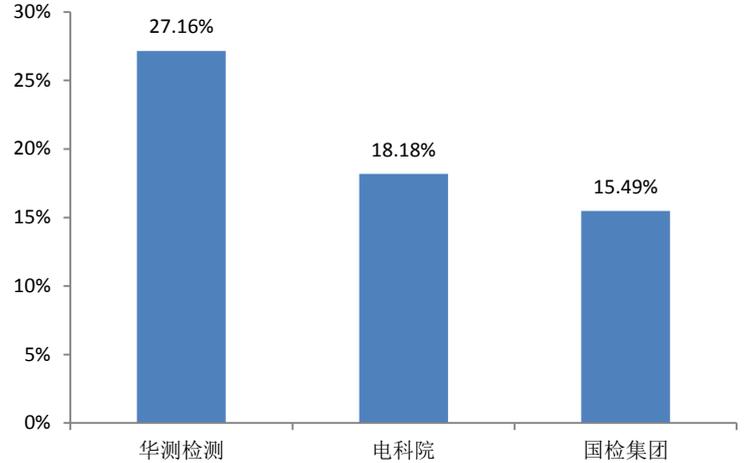
检集团分别为 18.18%和 15.49%，华测检测则高达 27.16%，这亦体现公司在多行业进行多元化布局相较单一行业布局的优势，同时也奠定公司在国内检测行业中的民营龙头竞争地位。

图 4：华测检测、电科院、国检集团收入对比（亿元）



资料来源：wind，国海证券研究所整理

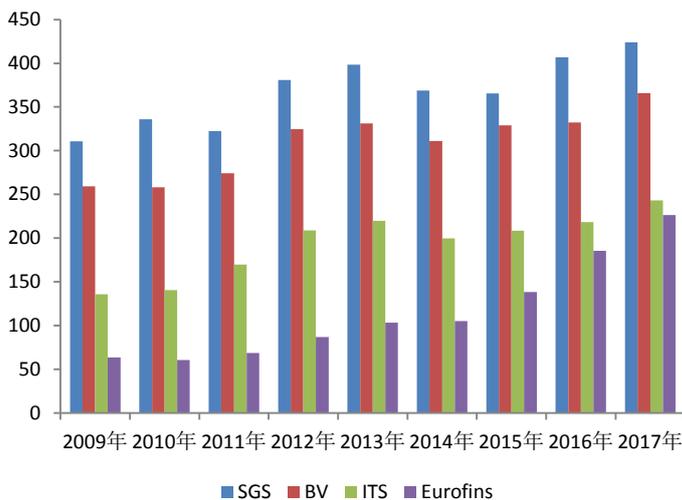
图 5：华测检测、电科院、国检集团 2011-2017 年收入复合增速



资料来源：公司公告，国海证券研究所整理

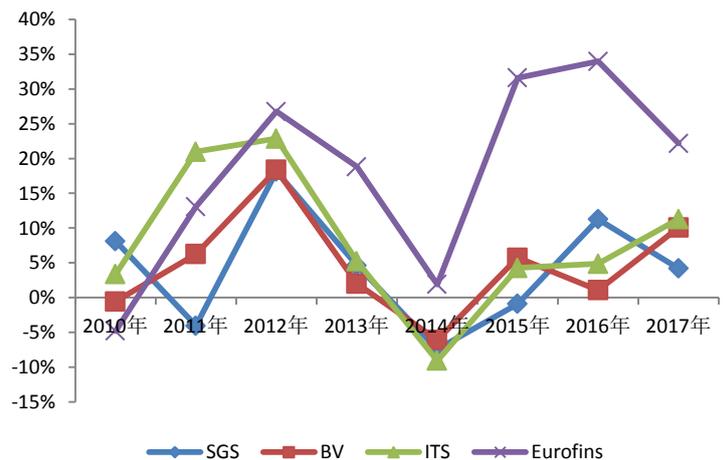
海外检测公司目前已在全球形成较大规模，收入体量较华测检测大，按照历史汇率折算为人民币后在 200-500 亿元之间；但目前多数公司已完成全球布局，迈入发展成熟期，收入增速持续保持较为稳健的增长。2009-2017 年 SGS、BV、ITS 收入年复合增速分别为 3.80%，7.40%、10.60%，值得关注的是，Eurofins 则以外延并购发展战略出众，扩张力度和速度都处领先水平，营业收入 8 年复合增长率达到 20.94%。

图 6：海外主要检测公司收入（按历史汇率折算人民币亿元）



资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所整理

图 7：海外主要检测公司年收入增速

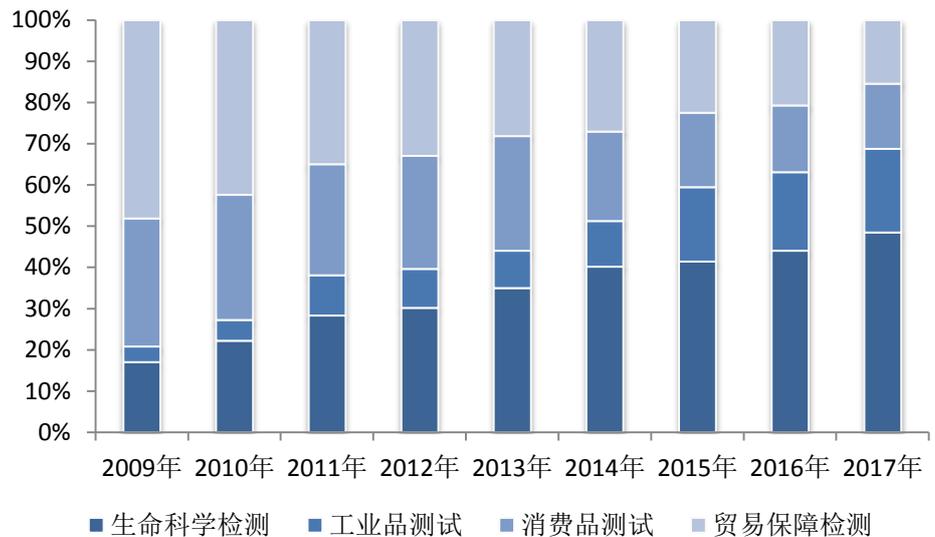


资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所整理

2.2、生命科学检测与工业品测试业务贡献良多

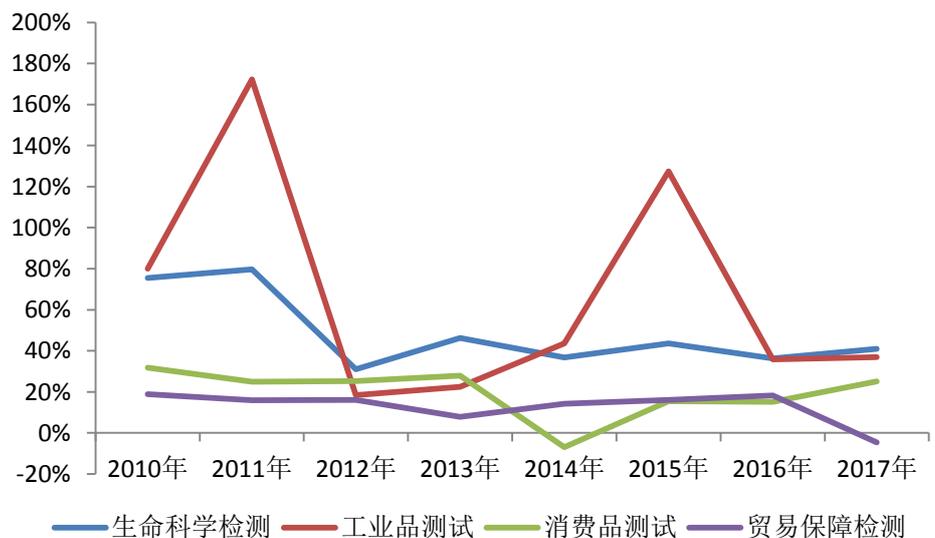
收入的持续高增主要来源于生命科学检测与工业品测试业务的持续增长。公司生命科学检测业务主要包括食品、环境、医学、医药等行业检测业务，在整体收入中的占比由2009年的17.05%增长到2017年的48.44%；工业品测试业务主要包括船舶、无损、计量校准、建材、数字认证等业务，收入占比由2009年的3.79%提升至2017年的20.35%。生命科学与工业品测试业务8年收入复合增速分别达到47.82%和60.07%，工业品测试增速高主要来源于并购华安无损，生命科学检测业务则受益于国家机构体制改革，食品与环境检测市场化订单释放充分。消费品测试与贸易保障检测两项业务收入增速则保持相对平稳，收入占比情况也随之逐年下降。

图 8：公司分业务收入结构



资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：公司分业务收入增速

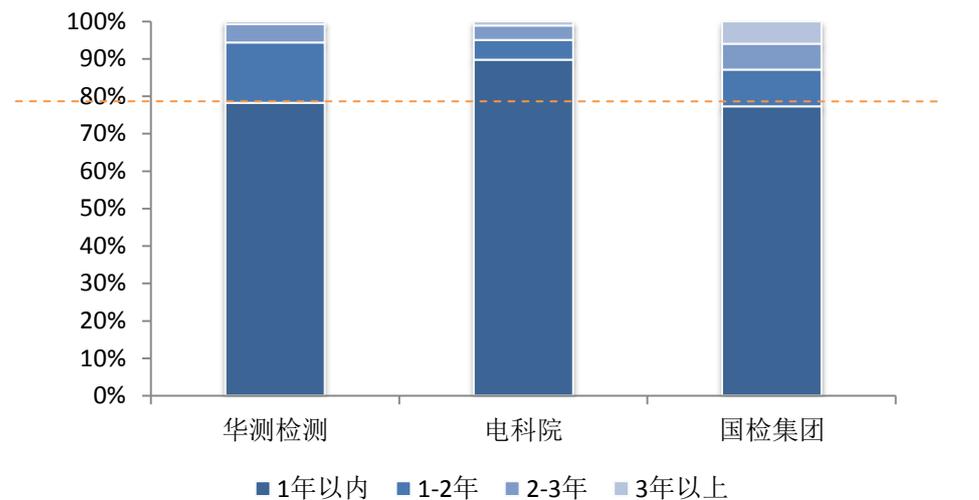


资料来源：wind，国海证券研究所整理

2.3、应收账款结构合理，管控严格

检测行业提供的服务业务通常周期较短，收入确认快，应收账款周转也快，因而1年以内应收账款占比最高。对比华测检测、电科院、国检集团三家公司，电科院1年内到期的应收账款比例最高，占比89.70%，主要原因是电科院重点客户为各类高低压电器产品的生产企业，且大多为国有企业，客户回款较快；而华测检测环境与食品检测业务中有大部客户来源于环保、工商及食药监等政府部门，付款审批流程较多，具备一定的时间周期。

图 10: 2017 年国内主要检测上市公司应收账款结构



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

表 2: 华测检测、电科院、国检集团前五大客户情况

华测检测		电科院		国检集团	
单位名称	销售占比	单位名称	销售占比	单位名称	销售占比
东莞市万科建筑技术研究有限公司	2.92%	国网江苏省电力有限公司电力科学研究所	4.20%	中国建材集团(同一控制合并口径)	2.70%
河南航天金穗电子有限公司	2.76%	中国运载火箭技术研究院	1.15%	河南浪迪瓷业有限公司	0.91%
中国环境监测总站	0.88%	江苏大全长江电器股份有限公司	1.11%	重庆理真科技有限公司	0.84%
深圳市市场和质量管理委员会	0.85%	天津平高智能电气有限公司	1.07%	杭州汉德质量认证服务有限公司	0.67%
金海重工股份有限公司	0.84%	正泰电气股份有限公司	0.87%	上海轨道交通五号线南延伸发展有限公司	0.49%

资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所

华测检测3年以上应收账款占比最低,显示公司应收账款管控严格。在三家公司中,华测检测应收账款计提规则最为严格,1-2年的应收账款计提比例30%,高于其他两家上市公司,3年以上的应收账款即以100%的比例计提减值准备,审

慎管理应收账款能够避免公司虚增利润,同时也利于公司更有针对性的管理应收账款。

表 3: 华测检测、电科院、国检集团坏账准备比例明细 (2017 年)

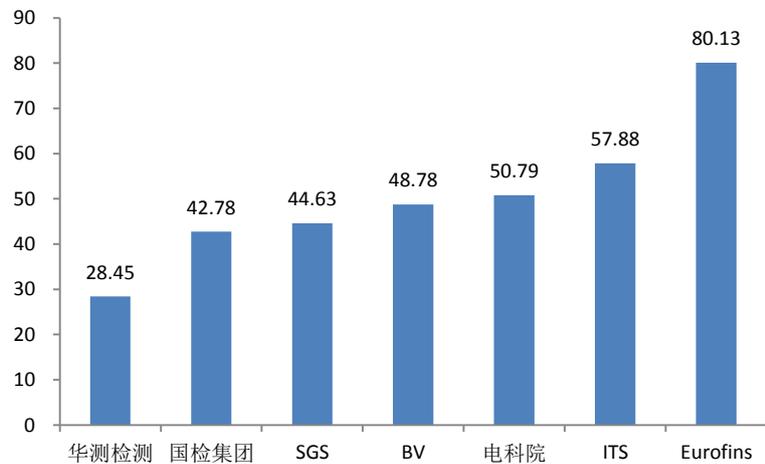
应收账款类型/公司	华测检测	电科院	国检集团
1 年以内	5%	5%	5%
1-2 年	30%	10%	10%
2-3 年	50%	30%	20%
3-4 年	100%	50%	50%
4-5 年	100%	80%	50%
5 年以上	100%	100%	100%

资料来源: wind, 国海证券研究所

2.4、人均创收水平增长空间大

我们用 2017 年营业收入及员工总人数进行测算,华测检测人均创收水平与国内竞争对手和国际巨头相比还有较大差距,2017 年人均创收 28 万元,其余公司基本在 40-60 万元水平, Eurofins 更是达到 80 万元。较大的人均创收水平差距为华测检测提供较大的效率提升空间,人效提升也将在未来对公司经营带来积极影响。

图 11: 检测公司人均创收对比 (万元/人)



资料来源: wind, 相关公司公告, 国海证券研究所整理

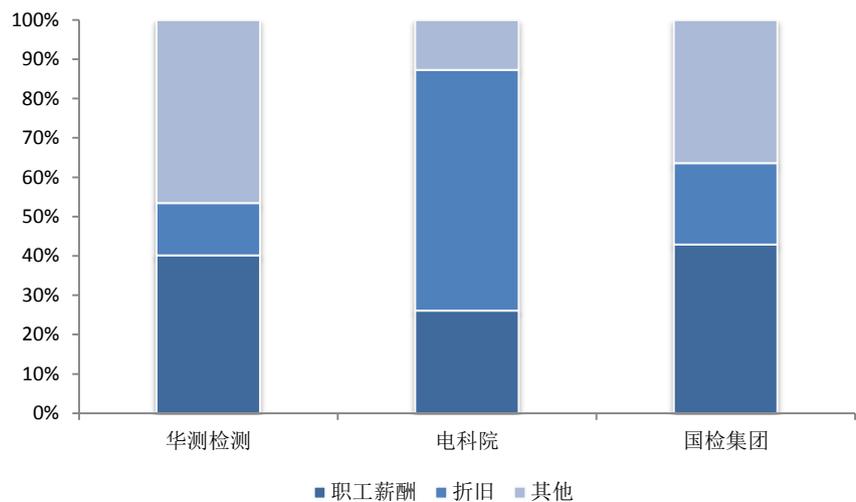
3、成本端: 人工成本与折旧是主要构成, 折旧有望逐步下降

3.1、实验室布局在经济较为发达地区, 先发优势明显,

人工成本相对较高

职工薪酬与折旧是检测行业公司营业成本的主要构成,占比通常超过50%。2017年华测检测、电科院、国检集团的生产职工薪酬占营业收入的比重分别为40.18%、25.95%和42.59%,生产折旧费用占比分别为13.31%、60.71%和21.30%(国检集团未直接披露生产折旧费用,此处为测算值)。

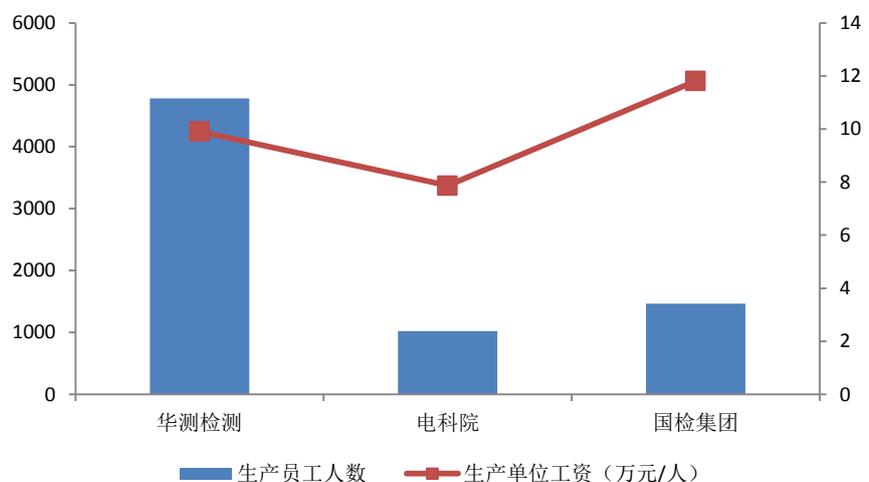
图 12: 华测检测、电科院、国检集团营业成本结构对比



资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所整理 (仅计算检测业务营业成本)

华测检测员工人数最多,生产+技术人员合计4779人,电科院1020人,国检集团1465人。单位薪酬水平最高的是国检集团,达到11.81万元/人,华测检测单位薪酬9.91万元/人,电科院薪酬水平最低,为7.87万元/人。

图 13: 华测检测、电科院、国检集团员工人数及单位成本对比



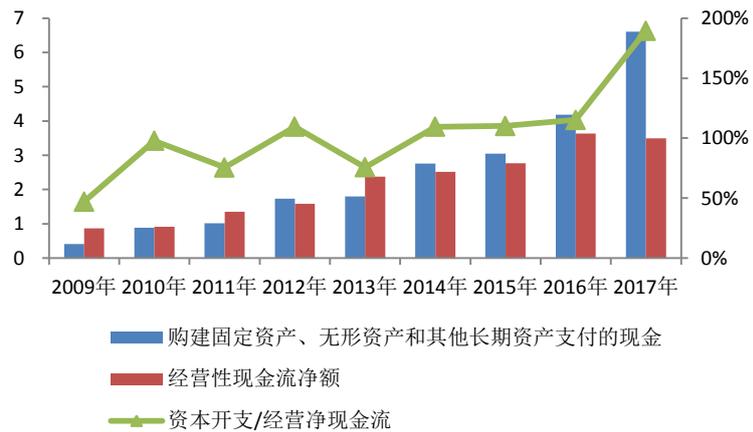
资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所整理

人员规模较大显示出华测检测在行业内领先的先发优势，目前公司在全国已建立 130 多个实验室，分布在上海、北京、江苏、福建、广东等经济发达地区，由于新实验室需要规模较大的一次性投入，公司通过在不同行业、不同地区设立多家实验室，在多个行业确立了先发优势；同时在经济较发达地区进行实验室布局，也侧面体现出公司需要支付的较高人工成本。

3.2、固定资产投资增速快，带来折旧偏高，在建工程出现拐点

在进行全国实验室快速布局的过程中，公司固定资产投资亦有快速增长，2014 年开始，公司资本开支呈现大幅增长的趋势，由 2013 年的 1.8 亿元跃升至 2017 年的 6.61 亿元，增长 2.67 倍，也在较大程度上超过经营性现金流净额。2016 年在建工程同比增长 45.72%，达到近四年的顶峰。2015-2017 年公司固定资产投资平均增速达到 31.83%，远超电科院和国检集团，同时部分设备折旧年限小于两家公司，从而带来折旧占比略微偏高。

图 14：华测检测资本开支与经营性现金流净额（亿元）

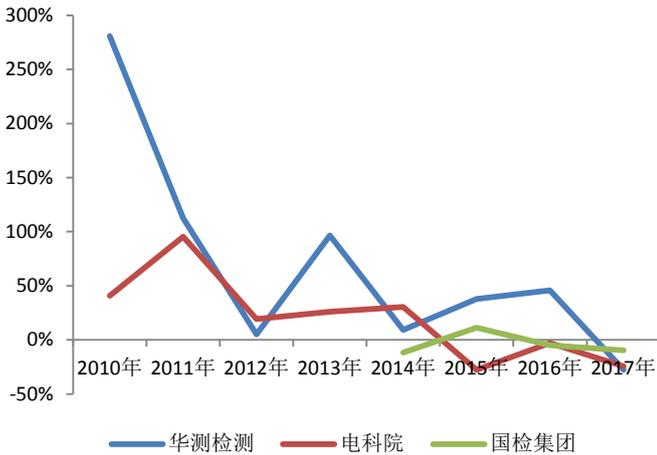


资料来源：wind，国海证券研究所

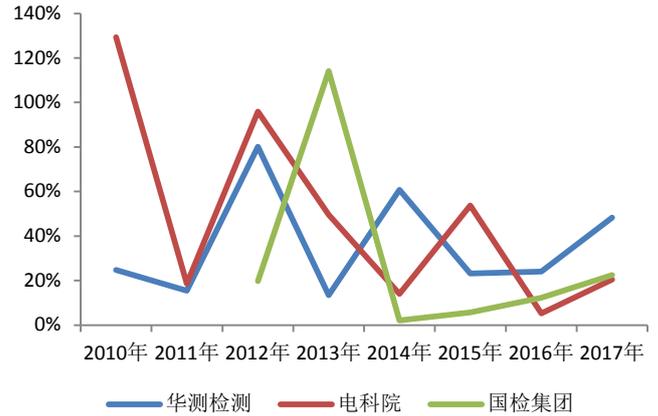
2017 年在建工程同比减少 27.58%，上市后首次出现负增长，显示公司实验室布局带来的固定资产投资已经基本到位。我们预计公司固定资产投资将转向平稳，折旧费用有望逐步下降，从而公司毛利率将在未来稳步提升。

图 15：华测检测、电科院、国检集团在建工程增速

图 16：华测检测、电科院、国检集团固定资产增速



资料来源: wind, 国海证券研究所整理



资料来源: wind, 国海证券研究所整理

表 4: 华测检测、电科院、国检集团固定资产折旧年限

固定资产类别	华测检测	固定资产类别	电科院	固定资产类别	国检集团
房屋及建筑物	43-50 年	房屋建筑物	20 年	房屋、建筑物	20-40 年
固定资产装修	10-房产证使用年限	机器设备	10-20 年	机器设备	10-12 年
检测设备	5-10 年	仪器仪表	5 年	运输设备	10 年
运输设备	5 年	运输设备	5 年	办公设备	5-8 年
办公设备	5 年	办公设备	5 年		

资料来源: 相关公司公告, 国海证券研究所

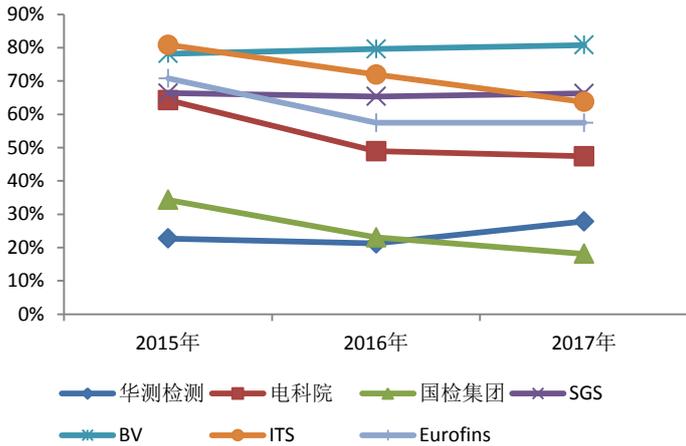
4、效益端: 资产负债率与利润率共促 ROE 提升空间大

4.1、资产负债率低, 扩张基础良好

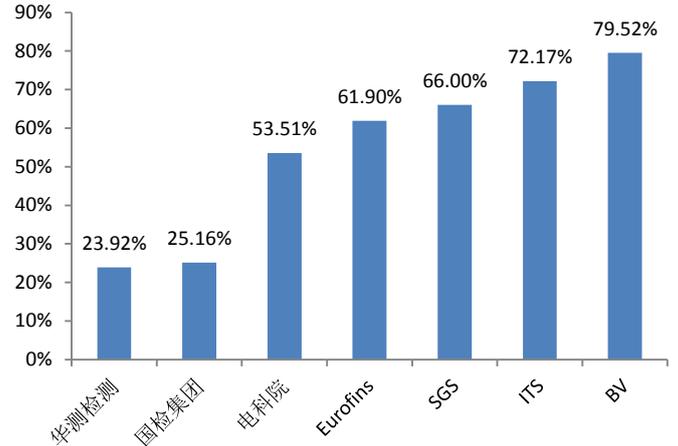
2017 年底, 公司资产负债率仅为 27.83%, 2015-2017 年三年平均负债率 23.92%, 低于行业内其他公司, SGS、BV、ITS、Eurofins 全球四大检测集团平均负债率分别为 66%、79.52%、72.17% 和 61.90%; 而国内专业型检测公司电科院及国检集团三年平均负债率分别为 53.51% 和 25.16%。低资产负债率可为华测检测提供更多资金杠杆利用空间以及业务扩张基础, 行业内以激进并购策略著称的 Eurofins 2015 年资产负债率达到 70.80%, 2016 年才开始有所下降, 但 2017 年也高达 57.44%。

图 17: 主要检测公司 2015-2017 年资产负债率

图 18: 主要检测公司 2015-2017 年平均资产负债率



资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所整理

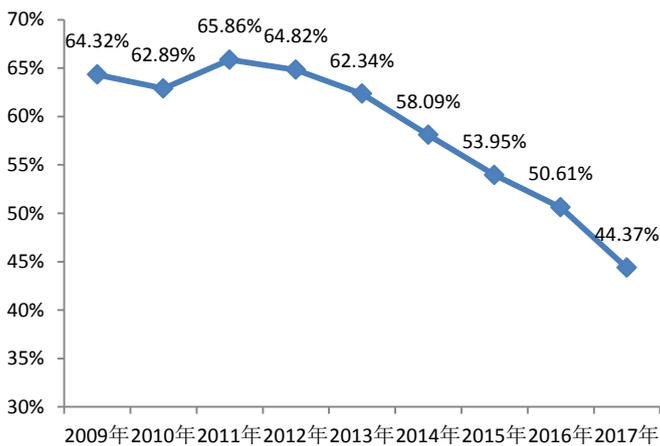


资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所整理

4.2、利润率恢复：实验室布局完成，公司内部管控加强，商誉减值利空出尽

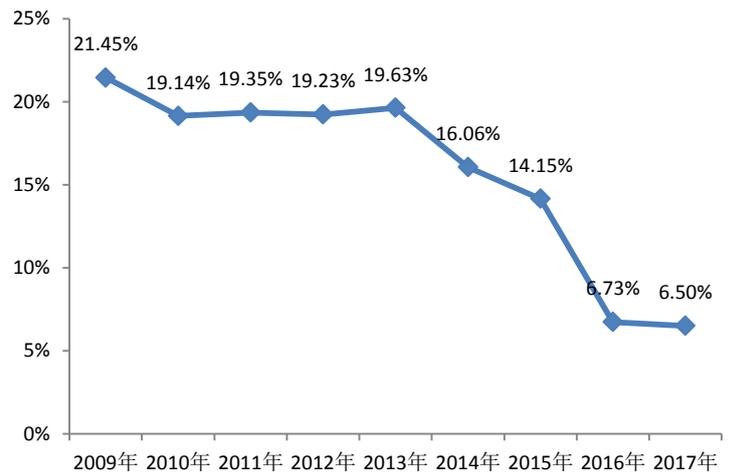
2014年开始，公司毛利率出现下滑趋势，这与我们前文所述公司进行实验室布局带来固定资产投资增长有较大关系，同时实验室建成初期产能需要爬坡、利用率需逐步抬升，规模效应未能充分发挥，也对公司整体毛利率带来一定的不利影响，2014-2017年公司平均毛利率较2009-2013的平均水平下降12.29个百分点。2016-2017年，受华安无损业绩不达预期，以及瑞欧法律纠纷事件带来一次性减值影响，净利率也下降明显。

图 19：2009-2017 年华测检测毛利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20：2009-2017 年华测检测净利率情况



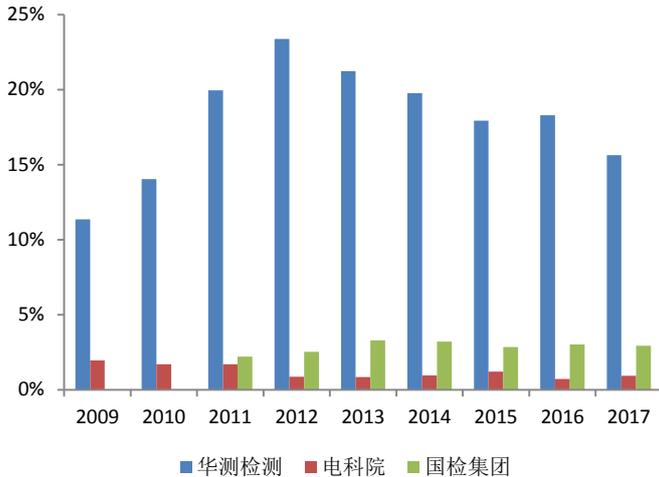
资料来源: wind, 国海证券研究所

与 A 股同行业上市公司相比，华测检测销售费用高于电科院和国检集团，我们认为一方面可能是由于华测销售网络铺设较多，并且不同行业客户开拓进度不一，而电科院及国检集团分别背靠中检集团和中建材，在其优势行业的客户则已相对稳定；另一方面可能也与公司矩阵式管理方式有关。管理费用率则显著低于电科

院和国检集团,说明与国内同行相比,华测检测内部组织、管理消耗水平还较低。

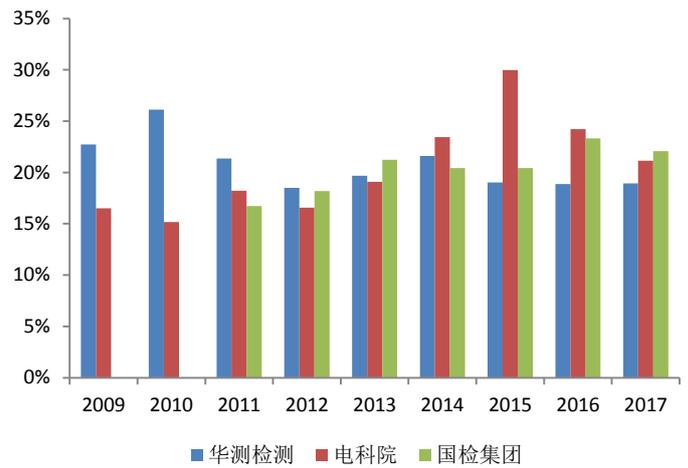
2018年,公司转变对事业部负责人的考核方式,由原先的以营业收入为导向转向突出利润导向,促进各业务线注重效益、降本增效。6月份,原SGS全球副总裁申屠献忠到任公司总裁职务,其28年的第三方检测行业从业经验及SGS市场竞争成功经验的复制相信能够为公司带来生产效率与整体管控水平的提升,促进毛利率恢复性增长的同时,期间费用也有望进入下降通道,净利率亦有望同步提升。

图 21: 华测检测、电科院、国检集团销售费用率



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 华测检测、电科院、国检集团管理费用率

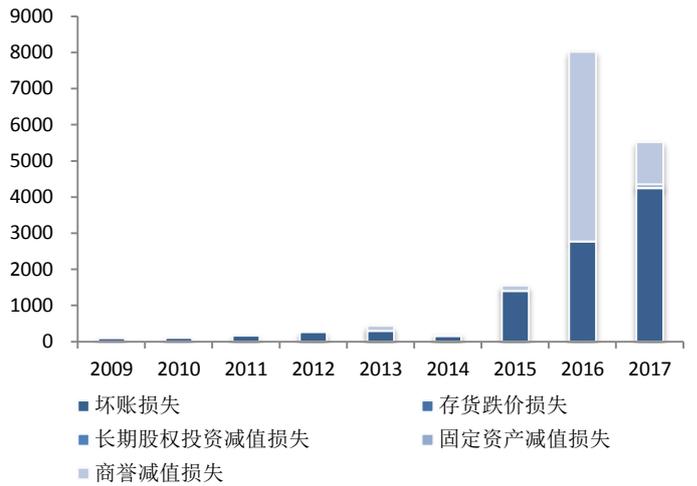
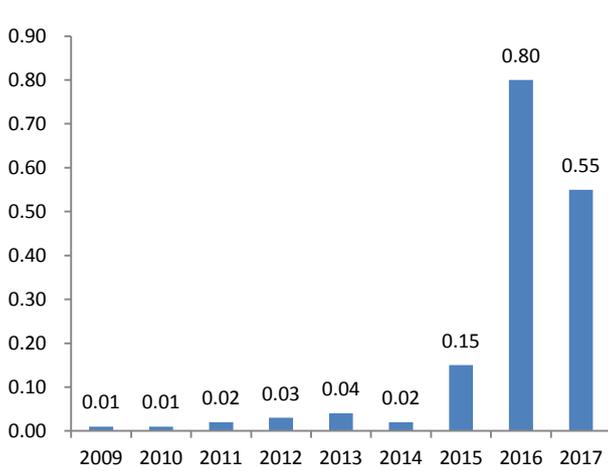


资料来源: wind, 国海证券研究所

2016年公司资产减值损失达到8000万元,为上市以来最高值,主要来源于对华安无损计提商誉减值额4825.8万元,直接减少了公司利润。2017年商誉减值大幅降低,华安无损仅计提627.29万元商誉减值,截至2017年底,华安无损商誉账面原值扣除商誉减值准备账户,还剩余商誉2148.92万元,我们认为华安无损下游油气、机械等行业正在逐渐进入复苏通道,同时公司还积极对华安无损进行全面的业务及财务整合,再进行大规模商誉减值计提的可能性较小,预计减值的利空已出尽,为利润率提升提供多重保障。

图 23: 华测检测资产减值损失情况 (亿元)

图 24: 华测检测资产减值损失结构 (万元)



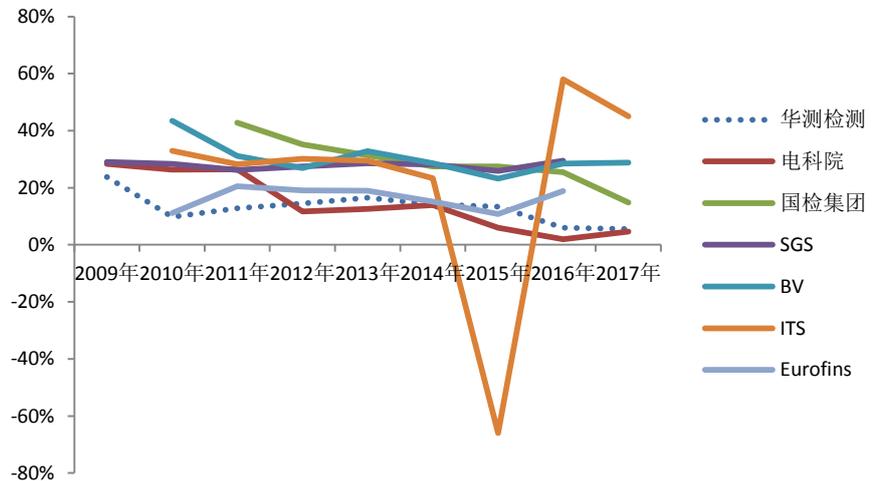
资料来源: wind, 国海证券研究所

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

4.3、ROE: 有望出现反转

与进入成熟运营期的海外检测公司相比, 国内检测公司 ROE 通常较低, 2017 年华测检测 ROE 降至 5.48%, 为上市以来的最低值。海外检测公司除 ITS 在 2015 年受下游行业影响 ROE 大幅下降出现较大波动外, 其余均能保持相对稳定。我们认为公司较低的资产负债率为 ROE 提升提供空间, 利润率上升将对 ROE 提升产生直接的积极影响, 公司 ROE 有望出现反转。

图 25: 检测公司 ROE 情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

5、 利润与现金流: 主营核心业务处上升期, 现金流充裕

5.1、EBIT 利润率较高，主营核心业务经营情况处上升期

对比华测检测与海外检测公司 2010-2017 年净利润增速发现，华测检测上市以来净利润平均增速 14.8%，处于中间水平。Eurofins 因积极扩张，净利润平均增速最高，达到 52.9%，但年份间受收购进程影响存在较大波动；SGS 及 BV 平均增速分别为 2.5%和 3.3%，各年增速也相对平稳，体现出成熟检测公司的稳健特征；ITS 则因业务结构略有不均造成 2015-2016 年净利润有大幅下滑，平均增速为-51.8%。

图 26: 华测检测与海外公司净利润增速对比

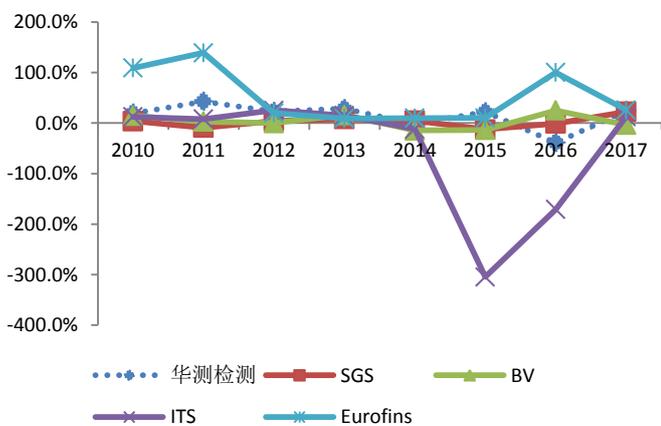
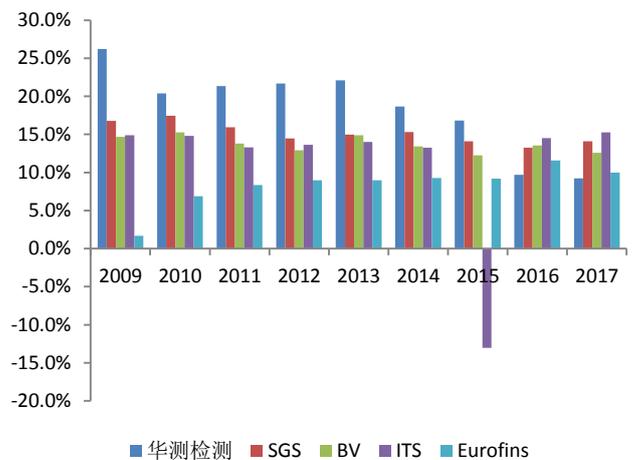


图 27: 华测检测与海外公司 EBIT 利润率对比



资料来源: wind, 相关公司公告, 国海证券研究所

资料来源: wind, 相关公司公告, 国海证券研究所

从主营核心业务经营情况看，华测检测 EBIT 利润率在 2009-2015 年均超出海外检测公司，2016-2017 年受华安无损拖累，EBIT 利润率有所下降。总体看，2009-2017 年华测检测平均 EBIT 利润率 18.5%，超过四家海外检测公司平均水平，显示华测检测主营业务仍处在上升期。

5.2、EBITDA 持续增加，充裕现金流支撑公司可持续发展

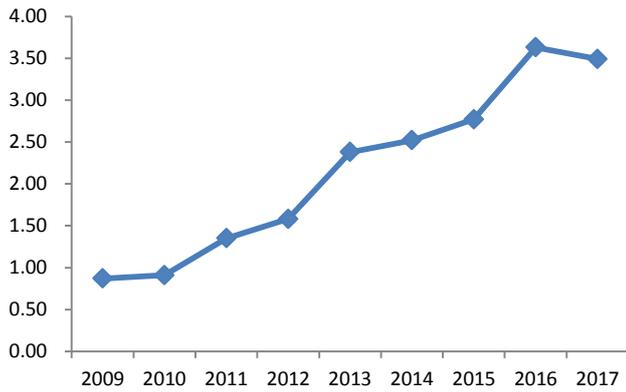
检测行业专注于为商品及商品生产过程提供具有公信力的检测认证服务及结果。其下游比较分散，各行各业的产品进入贸易流通环节都或多或少都需要强制性或自愿性的检测与认证，以保证商品具备合法合规的流通资质。随着人们消费水平与安全、环保意识的不断提高，对产品品质的需求也在不断提升，需求广泛且坚挺，使得检测行业体现出逆经济周期的特征。

检测公司依靠品牌效应在行业内立足，已形成规模的检测企业通常具备较强的议价能力，产业链上行业地位较高；同时检测费用在下游行业成本中的占比并不高，因此通常不会出现大体量的应收账款，检测服务周期也较短，服务收入资金确认

周期同样较短，资金回流效率高，现金流充裕。

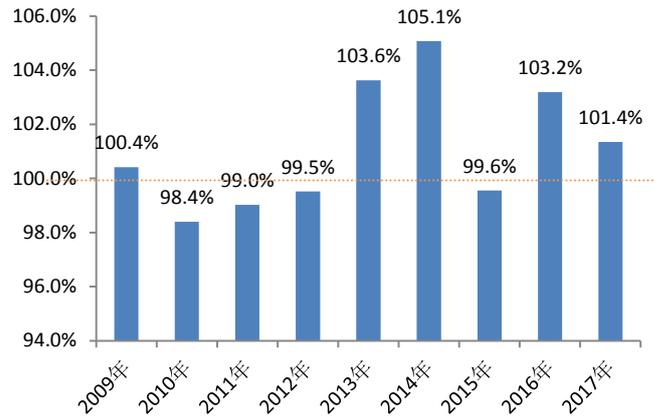
自上市以来，公司 EBITDA 及现金流持续上涨，EBITDA 由 2009 年的 0.91 亿元增长至 2017 年的 3.47 亿元，复合增长率 18.21%。现金流 8 年复合增长率 18.96%，现金收入比能够保持在 100%左右，上市 8 年来，经营性净现金流量接近营业利润的 1.6 倍，最近 3 年平均经营性净现金流接近营业利润的 1.7 倍。我们分别选取白酒、金融、公用事业、旅游、家电、地产等多个行业龙头公司进行数据对比，华测检测这一比例值及稳定性优于其他公司。现金流水平超过利润，为公司长期可持续发展提供支撑。

图 28: 华测检测上市以来现金流 (亿元)



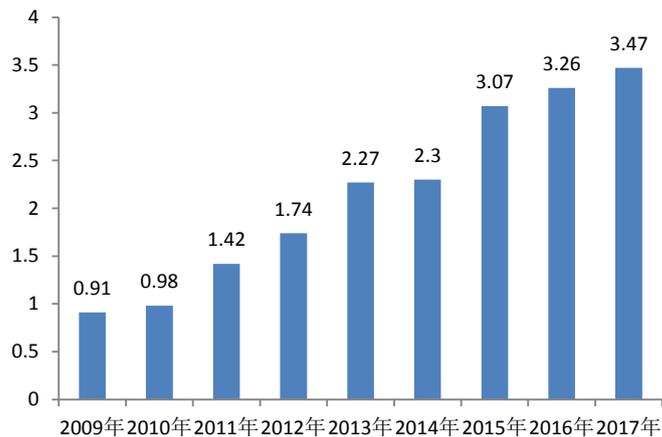
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 29: 华测检测上市以来现金收入比



资料来源: wind, 国海证券研究所

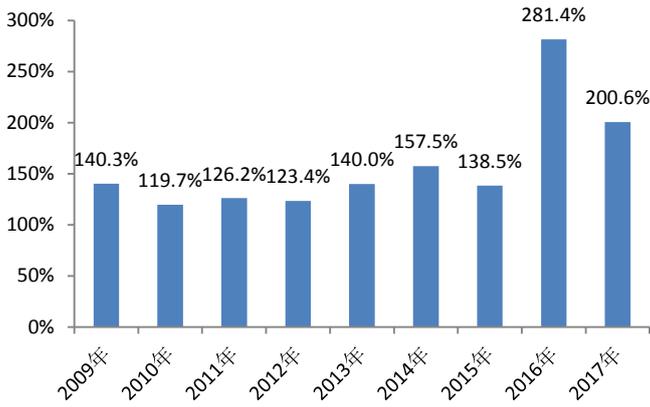
图 30: 华测检测上市以来 EBITDA (亿元)



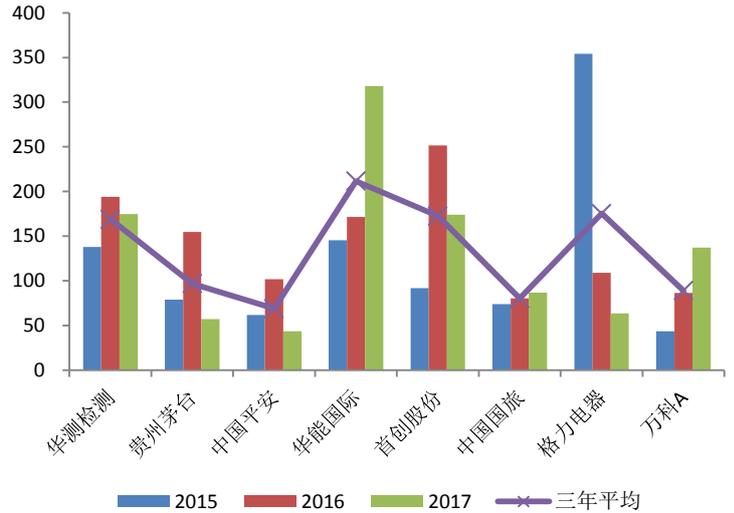
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 31: 华测检测上市以来经营性净现金流与营业利润比例

图 32: 部分公司经营性净现金流与营业利润 (TTM) 比例



资料来源：wind，国海证券研究所整理

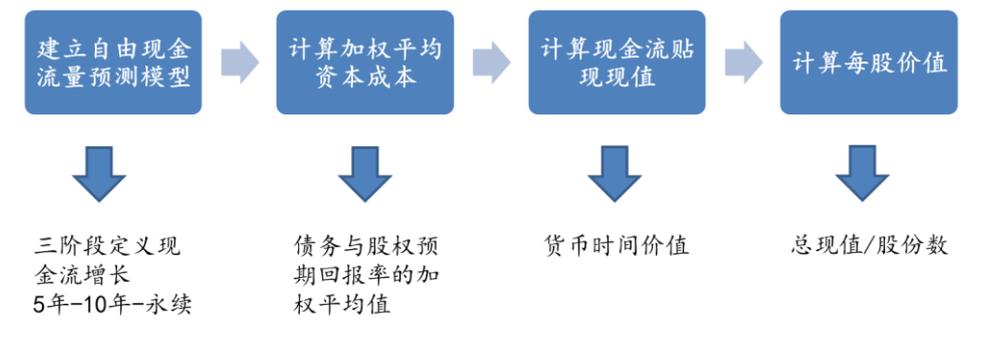


资料来源：wind，国海证券研究所

6、以绝对估值法作参考，显示公司价值被低估

从行业属性及海外检测公司长期经营发展情况看，检测行业作为经济、贸易、乃至生活中的刚需，满足永续经营假设。暂不考虑外延，海外检测公司通常内生增长较为稳定，现金流保持平稳，因此对标华测检测，亦适用贴现现金流（DCF）方法。需要说明的是，由于并购具有不确定性，因此我们在测算中仅重点考虑公司的内生性增长。

图 33: DCF 法估值步骤



资料来源：国海证券研究所

自由现金流预测：考虑华测检测正处于业务成长期，我们采用三阶段模型定义未来现金流的增长。其中第一阶段预测期为 2018-2022 年，共 5 年，采用我们测算的盈利预测值；第二阶段为 10 年，考虑公司增速趋向行业增速，预计自由现金流增长率为 10%；第三阶段为永续阶段，考虑海外检测公司中 SGS 与 BV 布局相对完善、进入发展成熟期，业绩波动较小，我们采用两家公司 8 年现金流复合增速平均值作为华测检测现金流永续阶段增速，取值 3.3%。

表 5: 三阶段现金流预测

三阶段	第一阶段	第二阶段	第三阶段
-----	------	------	------

亿元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023-2032E	永续阶段
EBIT	3.98	5.64	7.43	10.11	13.75	-	-
FCF	3.15	3.66	3.56	4.74	6.13	增长率 10%	增长率 3.3%

资料来源：国海证券研究所测算

加权平均资本成本： $WACC=R_d \times (1-T) \times D/(D+E) + [R_f + \beta \times (R_m - R_f)] \times E/(D+E)$

其中， R_d 为债务成本，我们取金融机构 1-5 年（含 5 年）贷款基准利率 4.75%；税率 T 取 25% 基准所得税率；债务比率取自公司 2017 年数据； β 取华测检测最近 100 周的 β 值；无风险利率 R_f 为 2018 年 6 月 8 日十年期国债收益率；市场预期收益率 R_m 取自沪深 300 最近两年平均年化收益率。

表 6：华测检测 WACC 测算

参数	债务成本 R_d	税率 T	债务比率 ($D/D+E$)	贝塔 β	无风险利率 R_f	市场预期收 益率 R_m	WACC
测算值	4.75%	25%	4%	0.99	3.66%	9.49%	9.1%

资料来源：wind，中国人民银行，国海证券研究所

我们计算华测检测 2018 年现金流折现价值合计为 152.31 亿元，按照 DCF 法估值测算的股票价值显示公司价值存在低估。

表 7：现金流贴现值（亿元）

年份	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023-2032E	永续阶段	合计
折现值	3.15	3.35	2.99	3.65	4.32	44.75	90.11	152.31

资料来源：国海证券研究所测算

我们进一步对第二阶段、永续增长率及 WACC 对估值价格的敏感性进行测试，在绝大部分 WACC、二阶段增长率及永续增长率条件下，公司价值仍然存在低估。

图 34：第二阶段增长率、WACC 对估值价格的敏感性测试（亿元）

		二阶段增长率敏感性测试						
		WACC						
		6.1%	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%	12.1%
第二 阶 段 增 长 率	2.5%	331.32	236.50	182.01	146.98	122.79	105.22	91.94
	5.0%	336.43	241.24	186.40	151.06	126.58	108.74	95.22
	7.5%	342.23	246.60	191.37	155.67	130.86	112.71	98.92
	10.0%	348.81	252.68	196.99	160.87	135.68	117.19	103.08
	12.5%	356.26	259.56	203.34	166.75	141.13	122.24	107.77
	15.0%	364.70	267.34	210.53	173.40	147.28	127.93	113.05
	17.5%	374.26	276.15	218.65	180.90	154.21	134.35	118.99

资料来源：国海证券研究所测算

图 35：永续增长率、WACC 对估值价格的敏感性测试（亿元）

		永续增长率敏感性测试						
		WACC						
		6.1%	7.1%	8.1%	9.1%	10.1%	11.1%	12.1%
永续增长率	0.3%	341.08	247.62	193.43	158.26	133.70	115.65	101.87
	1.3%	343.66	249.31	194.61	159.13	134.36	116.16	102.27
	2.3%	346.23	250.99	195.80	160.00	135.02	116.68	102.68
	3.3%	348.81	252.68	196.99	160.87	135.68	117.19	103.08
	4.3%	351.38	254.37	198.17	161.74	136.35	117.70	103.49
	5.3%	353.96	256.05	199.36	162.62	137.01	118.22	103.89
	6.3%	356.53	257.74	200.55	163.49	137.67	118.73	104.30

资料来源：国海证券研究所测算

7、盈利预测与评级

通过国内外对标，我们发现在收入持续高速增长、应收账款结构、资产负债率等方面优于行业内对标公司，经营性净现金流与营业利润比例甚至优于白酒、金融、家电、旅游等行业龙头公司。持续的收入高速增长与健康的应收账款结构为公司提供长期稳定的盈利基础，较低的资产负债率与充裕的现金流为公司持续扩张和永续经营提供支撑。同时，在人均创收、固定资产投资折旧等内部管理效率方面，公司具备较大的提升空间，我们看好新任总裁能够为公司带来的全球检测行业领先管理经验，对公司治理效率的提升，利润率与 ROE 亦有望迎来拐点向上。我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.16、0.23 和 0.31 元/股，对应当前股价 PE 分别为 35.86、24.70 和 18.50 倍，维持公司“增持”评级。

8、风险提示

- 1) 行业竞争加剧风险；
- 2) 应收账款风险；
- 3) 下游行业及客户经营风险；
- 4) 实验室扩张不达预期风险；
- 5) 并购整合风险；
- 6) 华安无损继续亏损风险；
- 7) 费用管控不达预期风险；
- 8) 新管理层与公司文化不相适应风险；
- 9) 公司与对标公司的发展战略及业务不具有完全可比性，相关数据仅供参考。

附表：华测检测盈利预测表

证券代码:	300012.SZ				股价:	5.68	投资评级:	增持		日期:	2018-06-12
财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	每股指标与估值		2017	2018E	2019E	2020E	
盈利能力					每股指标						
ROE	5%	10%	13%	15%	EPS		0.08	0.16	0.23	0.31	
毛利率	44%	48%	48%	47%	BVPS		1.50	1.62	1.79	2.02	
期间费率	35%	35%	34%	33%	估值						
销售净利率	6%	9%	10%	10%	P/E		70.31	35.86	24.70	18.50	
成长能力					P/B		3.78	3.50	3.17	2.81	
收入增长率	28%	31%	32%	34%	P/S		4.44	3.39	2.57	1.92	
利润增长率	32%	96%	45%	34%							
营运能力					利润表 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E	
总资产周转率	0.60	0.72	0.86	1.01	营业收入		2118	2773	3664	4912	
应收账款周转率	4.48	4.48	4.48	4.48	营业成本		1178	1450	1906	2586	
存货周转率	122.78	122.78	122.78	122.78	营业税金及附加		8	11	14	19	
偿债能力					销售费用		401	514	661	861	
资产负债率	28%	28%	29%	29%	管理费用		331	422	539	722	
流动比	1.89	1.88	1.96	2.10	财务费用		8	23	27	30	
速动比	1.88	1.87	1.95	2.09	其他费用/(-收入)		(56)	3	2	2	
资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	营业利润		174	357	519	694	
现金及现金等价物	653	535	468	424	营业外净收支		15	3	3	3	
应收款项	473	620	819	1097	利润总额		189	360	522	697	
存货净额	10	12	16	21	所得税费用		51	90	131	174	
其他流动资产	548	718	948	1271	净利润		138	270	392	523	
流动资产合计	1684	1884	2250	2814	少数股东损益		4	7	11	14	
固定资产	1074	1136	1173	1155	归属于母公司净利润		134	263	381	509	
在建工程	164	214	264	314	现金流量表 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E	
无形资产及其他	118	118	104	91	经营活动现金流		349	152	202	208	
长期股权投资	27	32	37	42	净利润		138	270	392	523	
资产总计	3516	3835	4278	4866	少数股东权益		4	7	11	14	
短期借款	435	485	535	585	折旧摊销		158	131	137	138	
应付款项	175	216	284	386	公允价值变动		0	0	0	0	
预收帐款	65	86	113	152	营运资金变动		50	(380)	(529)	(747)	
其他流动负债	215	215	215	215	投资活动现金流		(759)	(118)	(91)	(38)	
流动负债合计	890	1002	1148	1338	资本支出		(287)	(113)	(86)	(33)	
长期借款及应付债券	0	2	4	6	长期投资		(4)	(5)	(5)	(5)	
其他长期负债	89	89	89	89	其他		(468)	0	0	0	
长期负债合计	89	91	93	95	筹资活动现金流		292	(14)	(43)	(75)	
负债合计	979	1093	1240	1432	债务融资		185	52	52	52	
股本	1658	1658	1658	1658	权益融资		10	0	0	0	
股东权益	2538	2742	3038	3434	其它		98	(66)	(95)	(127)	
负债和股东权益总计	3516	3835	4278	4866	现金净增加额		(118)	21	68	95	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【环保组介绍】

谭倩，8 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募基金机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。任春阳，华东师范大学经济学硕士，1 年证券行业经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，3 年多元化央企战略研究与分析经验，2016 年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【分析师承诺】

谭倩，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

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】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本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。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【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唯一参考因素，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。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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、展示或以其他任何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。