

2018年07月05日

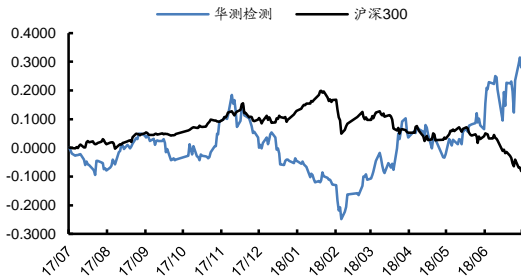
公司研究

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

总裁增持，公司基本面向上，坚定看好长期增长 ——华测检测（300012）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华测检测	20.2	23.5	28.6
沪深300	-12.5	-12.7	-8.1

市场数据 2018-07-04

当前价格（元）	5.95
52周价格区间（元）	3.34 - 6.32
总市值（百万）	9862.31
流通市值（百万）	8773.47
总股本（万股）	165753.07
流通股（万股）	147453.21
日均成交额（百万）	91.07
近一月换手（%）	45.19

相关报告

《华测检测（300012）深度报告：低负债高现金流强者崛起》——2018-06-13

《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》

事件：

公司发布公告，公司总裁申屠献忠先生增持公司股份 210 万股。

投资要点：

- **总裁新上任即增持，凸显其对公司治理及公司长期增长的信心。**申屠献忠于 6 月 5 日经公司董事长万峰先生提名、董事会审议通过聘任为公司总裁，上任时间还未到一个月，目前分别于 6 月 29 日通过集中竞价交易方式增持 10 万股，7 月 2 日通过大宗交易方式增持 200 万股，增持均价分别为 5.37 元/股和 5.17 元/股；两次累计增持公司股份 210 万股，占公司总股本比例的 0.13%。上任不足一月即增持公司股票，且增持价格为年内股价较高水平，我们认为充分体现申屠献忠对公司长期增长的信心，同时总裁持有公司股份，实现公司治理者与公司长期利益保持一致，公司业绩开启上升通道值得期待。
- **申屠献忠为检测行业优秀职业经理人，助力公司做大做强。**申屠献忠在第三方检测行业有 27 年从业经历，自 1991 年加入 SGS 后，由基层检验员开始，至 2016 年委任 SGS 全球执行副总裁，负责 SGS 全球消费品及零售业务的管理及发展，期间还担任 SGS 中国总裁一职，为 SGS 在中国大陆第一位本土掌门人。丰富的工作经历充分说明申屠献忠在第三方检测领域的业务能力及管理俱佳，其在全球规模最大第三方检测公司 SGS 的管理经验有望为华测检测带来国际先进的管理理念和方式，提升公司内生增长潜力；同时其具备的国际化视野与并购管理能力亦将拓展公司外延增长能力并保持稳健；现有业务方面我们预计消费品检测将在未来获得突破。公司成本管控与投资风险控制将更加有效，内生与外延双方面助力公司更快的高质量成长。
- **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%，平均 EBIT 利润率 18.5%，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。

—2017-10-16

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%。

- **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 年三年平均负债率仅为 23.92%。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。
- **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，因此华测检测适用贴现现金流 (DCF) 方法。在计算中我们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，显示公司价值目前依然存在低估。
- **维持公司“增持”评级：**我们看好总裁申屠献忠上任不到一个月即对公司股票进行增持，公司治理者与公司长期利益保持一致，公司业绩开启上升通道值得期待。同时申屠献忠是检测行业优秀的职业经理人，有望对公司治理带来的积极变化，同时公司进入成本下降、利润率提升的业绩上升通道，公司面临边际改善的同时，行业地位将进一步稳固。以绝对估值法作参考，公司价值存在低估。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 为 37.57、25.88 和 19.38 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；新管理者与公司文化不相适应风险。

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

附表：华测检测盈利预测表

证券代码:	300012.SZ				股价:	5.95	投资评级:	增持	日期:	2018-07-04
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	73.66	37.57	25.88	19.38	
成长能力					P/B	3.96	3.67	3.32	2.94	
收入增长率	28%	31%	32%	34%	P/S	4.66	3.56	2.69	2.01	
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)	(53)	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。