

行业研究/深度研究

2019年02月14日

行业评级:

公用事业 增持(维持)
环保II 增持(维持)

王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

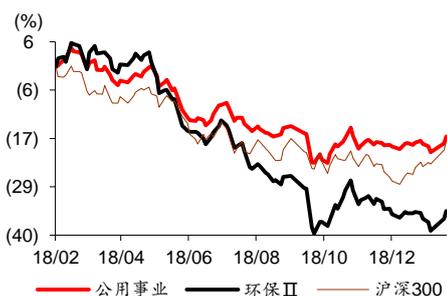
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

赵伟博 010-56793949
联系人 zhaoweibo@htsc.com

相关研究

- 1《公用事业: 行业周报(第六周)》2019.02
- 2《华测检测(300012,买入): 2018 扣非业绩预告中值翻倍》2019.01
- 3《内蒙华电(600863,增持): 辞旧业绩符合预期, 迎新展望大有可为》2019.01

一年内行业走势图



资料来源: Wind

2002 的 SGS vs 2018 的华测检测 检测国际比较报告 II

复盘 SGS, 超额收益显著增加来自利润率改善和分红比例提升

本篇报告回顾国际检测巨头 SGS 2000 年以来的成长史, 2001 年底以来 SGS 股价 CAGR 高达 13%, 年均分红收益率达 3%, 超额收益显著增加阶段包括: 1) 2002-2008/2012-2013: 利润快速增长阶段; 2) 2009-2011: 分红比例提升阶段。SGS 2002-2008 年的高速增长主要受益于内部管理改善, 配合较好的宏观环境, 实现了收入快速增长, 效率和利润率的显著提升。我们认为受益于管理改善, 华测检测 18 年迎来利润率拐点, 叠加我国检测市场空间大、增速高+检测品牌效应逐步增强, 消费品、电子科技等领域海外并购机会多, 与国内业务协同强, 我们看好华测远期的增长潜力。

SGS 2002-08 年股价最高累计收益达 493%: 管理改善+运营杠杆

2002-2008 年 SGS 收入快速增长(2004-08 年增速均>10%), 利润率显著提升(经常性归母利润率由 2001 年 5%提升到 2008 年的 12%), 主要得益于 2002 年初上任的新 CEO Mr. Sergio Marchionne 采取的多项改革举措, 如: 重新定位各业务板块重点、推行矩阵式管理, 成立经营管理委员会, 加强预算和考核管理、确立并购战略、重视实验室内部协同, 提升实验室产能利用率等。伴随着较好的宏观经济环境和中国市场增长的机遇, 一系列管理措施逐步发挥效益, 带来 SGS 人均产值和资产周转率提升, 规模效应显现, 员工薪酬占收入比重及其他营业费用率出现显著下降。

SGS 长期增长驱动: 内生为主、外延为辅

从 SGS 的资本开支与收入增速驱动因素分解看, 内生增长为主要驱动力, 01 年以来自建资本开支约占收入的 5%-7%。从外延并购看, SGS 主要通过外延并购实现业务和地理的迅速扩张。分产品线看, SGS 目前 9 大产品线中, 矿产品、油气化工、工业服务板块呈现弱周期性, 拖累公司 09 年和 13-16 年内生收入增速, 政府与机构业务会受全球贸易景气度影响较明显, 消费品业务对整体内生增长贡献显著, 消费品检测长期内生增长较稳定, 规模效应明显, 利润率较高(营业利润率稳定在~25%)。分地域看, 亚太区占收入的比重不断提升, 从 2001 年的 16%提升到 2018 年的 30%。

华测检测: 2018 年起管理改善, 利润/投资回报将步入收获期

华测检测 2018 年中引入 SGS 全球副总裁做公司 CEO, 重新梳理战略重点, 全面推进精细化管理, 加强预算和业绩考核, 推行公司文化建设, 推行股权激励, 18 年正式迎来利润率拐点, 伴随着系列管理举措逐步发挥效用, 我们判断华测检测 2018-2020 年的净利率分别为 9.6%/11.5%/12.5%, 预计公司长期净利率有望达到 15%左右水平。中国检测行业远期空间广阔, 现金流充裕, 龙头易守难攻, 华测目前是国内唯一实现全下游检测领域覆盖的民营检测公司, 18 年市占率不到 2%, 叠加检测行业规范化管理+品牌效应加强, 看好华测远期内生增长潜力及消费品等检测领域的并购机遇。

风险提示: 利润率提升速度不及预期。

正文目录

SGS: 2002-2008 管理改善+运营杠杆带来显著利润弹性	5
2002-2008 年: 收入快速增长, 利润率显著提升	5
2002 年 2 月更换 CEO, 多项改革措施带来 SGS 利润率显著提升	8
2002-2008 年利润快速增长背后的管理举措	9
SGS 增长: 内生为主, 外延为辅	11
内生增长: 聚焦重点领域, 利润率全面提升	12
分产品线看: 业务组合防御性较强, 消费品板块增长显著	12
分地域看: 全球网络扩张, 亚太区成布局重点	21
外延战略: 通过并购优质资产拓展地理和业务领域	22
华测检测: 2018 年起管理改善, 步入业绩收获期	24
国内唯一实现全产品线+全地域覆盖的民营检测公司	24
华测 CEO 换届, 管理效应显现	25
投资价值: 盈利质量高, 长期投资价值显著	28
SGS: 高成长期+分红提升期带来显著超额收益	28
华测检测: 2018 迎利润率向上拐点, 超额收益显著增加	29
风险提示	32

图表目录

图表 1: 收入增长 (亿元, %)	5
图表 2: 净利润增长 (亿元, %)	5
图表 3: 公司整体人均产值/亚太区人均产值 (万元/人)	6
图表 4: 平均员工数及增速 (万人, %)	6
图表 5: 各项成本占收入比重拆分 (%)	6
图表 6: 经常性 EBIT 利润率 (%) & 经常性归母净利率 (%)	6
图表 7: 经营性现金流量净额/归母净利润 (%)	7
图表 8: 资本开支/收入比重 (%)	7
图表 9: 经营性现金流 vs 投资性现金流 vs 分红 (亿元人民币)	7
图表 10: 分红比例 (%)	7
图表 11: 资产负债率 (%)	7
图表 12: ROE (%)	7
图表 13: 总资产周转率	8
图表 14: 综合融资成本 (%)	8
图表 15: 2000 年以来公司 CEO 变更情况	8
图表 16: 公司整体及分产品营业利润率变动 (%)	10
图表 17: 各项成本占收入比重 (%)	10
图表 18: 2001-2008 其他经营费用各项目占比 (%)	10
图表 19: 2011-2018 年公司整体资本开支结构 (%)	11

图表 20: 2011-2018 年公司整体内生性增长变化图 (%)	11
图表 21: SGS 收入长期增长稳健 (%)	12
图表 22: 2000-2017 年 SGS 业务部门历年变化	12
图表 23: 2001-2018 各产品线收入比重变化 (%)	13
图表 24: 2001-2018 各产品线营业利润占比变化	13
图表 25: 农产品检测收入增速分解 (%)	14
图表 26: 农产品检测营业利润率变化 (%)	14
图表 27: 生命科学检测收入增速分解 (%)	14
图表 28: 生命科学检测营业利润率变化 (%)	14
图表 29: 矿产品收入增速分解 (%)	15
图表 30: 矿产品检测营业利润率变化 (%)	15
图表 31: 矿产品价格和收入增速呈现正相关	15
图表 32: 油气化学物质收入增速分解 (%)	16
图表 33: 油气化学物质检测营业利润率变化 (%)	16
图表 34: 油价与板块收入呈现正相关	16
图表 35: 工业检测收入增速分解 (%)	17
图表 36: 工业检测营业利润率 (%)	17
图表 37: 工业服务检测内生增速与全球 GDP 增速呈现一定相关性	17
图表 38: 环境检测收入增速分解 (%)	18
图表 39: 环境检测营业利润率变化 (%)	18
图表 40: 认证业务收入增速分解 (%)	18
图表 41: 认证业务营业利润率变化 (%)	18
图表 42: 消费品业务收入增速分解 (%)	19
图表 43: 消费品检测营业利润率变化 (%)	19
图表 44: 消费品检测与全球 GDP 增速相关性弱	19
图表 45: 交通运输检测收入增速分解 (%)	20
图表 46: 交通运输检测营业利润率变化 (%)	20
图表 47: 政府和机构检测收入增速分解 (%)	20
图表 48: 政府和机构检测营业利润率变化 (%)	20
图表 49: 全球贸易额和政府和机构检测业务增速呈现正相关性	21
图表 50: 公司实验室及办公室数量变化 (家)	21
图表 51: 分地区营收占比 (%)	21
图表 52: 分地区员工数量 (万人)	22
图表 53: 分地区人均产值 (万元/人)	22
图表 54: 2000-2018 年收购交易情况 (亿元人民币, 个)	22
图表 55: 2000-2017 年收购交易个数 (按产品线分布)	23
图表 56: 2000-2017 年收购交易个数 (按地域分布)	23
图表 57: 华测检测全国网点布局	24
图表 58: 华测检测实验室数量快速扩张 (个)	24
图表 59: 华测检测管理优化的主要战略举措	25
图表 60: 华测检测 2018 年 6 月以来开展第二期员工持股和股权激励	25

图表 61: 华测检测自建资本开支/收入.....	26
图表 62: 华测检测利润率变化.....	26
图表 63: 华测检测、SGS、国检利润率比较	27
图表 64: SGS 历史股价表现图	28
图表 65: 净利润增长 (亿元, %)	28
图表 66: 分红比例 (%)	28
图表 67: 估值变化.....	29
图表 68: 华测历史股价表现图.....	29
图表 69: 净利润增长 (百万元, %)	30
图表 70: 经营性现金流量净额/调整商誉减值后净利润	30
图表 71: 经营性现金流 vs 投资性现金流 vs 分红 (百万元)	30
图表 72: 分红比例 (%)	30
图表 73: 可比公司 EV/EBITDA 估值 (其中华测检测为我们预期) (2019/2/12)	31
图表 74: 可比公司 P/E 估值 (其中华测检测为我们预期) (2019/2/12)	31

SGS: 2002-2008 管理改善+运营杠杆带来显著利润弹性

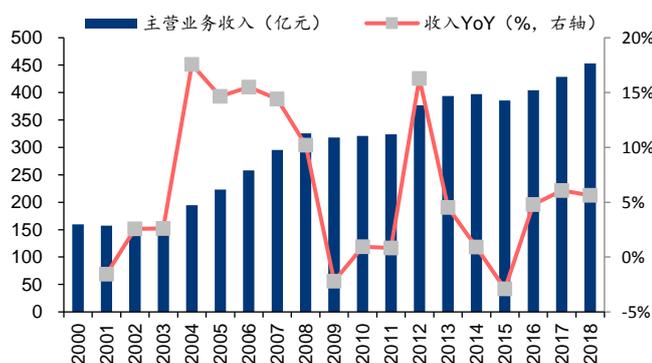
2002-2008 年：收入快速增长，利润率显著提升

SGS（瑞士通用公证行）是全球领先的检验、鉴定、测试和认证机构。根据 SGS2018 年年报，截至 2018 年底，SGS 在世界各地共有 96,492 名员工，拥有 2600 多个分支机构和实验室。SGS 创立于 1878 年，以开创性的农产检验服务革新了欧洲谷物贸易进程。在 20 世纪中期，公司业务范围扩大至多行业领域，包括工业、矿产、石油、天然气和化学品，1981 年，SGS 于瑞士证券交易所上市。（注：由于数据可得性，本文主要比较 2000 年到 2018 年间公司所发生的变化。）

从利润表数据看，2002-2008 年为公司快速增长阶段。2002-2008 年公司利润快速增长，CAGR 为 37%，2002 年开始的系列管理举措出现明显效果，伴随较好的宏观经济环境，最终实现收入快速成长，02-08 年收入 CAGR 为 12%，利润率显著提升，经常性归母利润率由 2001 年 5% 提升到 2008 年的 12%，经常性 EBIT 利润率从 6% 到 17%，ROE 从 11% 快速提升至 31%，利润率快速增长主要因为 2002 年初新上任的 CEO 采取一些列管理措施带来的人均产值和效率提升，同时宏观经济环境较好，公司较好把握住了全球化背景下中国消费品检测的增长机遇，规模效应显现，员工薪酬占收入比重出现显著下降，由于经营杠杆的影响（人工等支出较为刚性），在收入快速增长时往往伴随着利润率的提升。

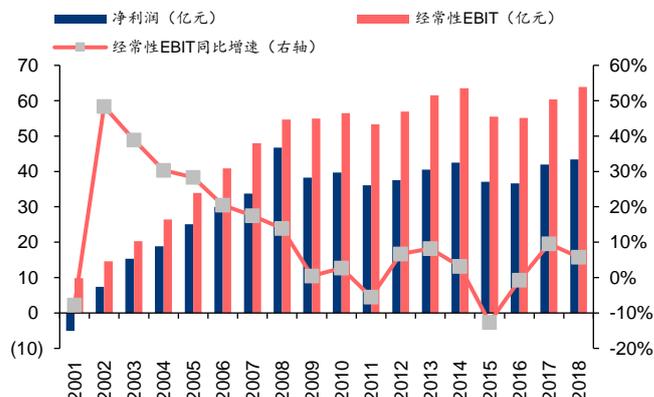
2009 年起收入增速放缓。2009 年受经济危机影响，业绩出现一定程度下滑，2010 年后业绩有小幅波动的情况出现。从分红角度看，从 2009 年公司步入缓慢增长后期后，分红比例有明显提升，且稳定在 80%-100% 的高分红比例，当年股息率约为 3%。2009-2018 年公司总收入 CAGR 为 4%（vs 2001-2008 年收入 CAGR 11%），其中 2011 年主要受到汇率变动的不利影响，2013-2016 年主要受到全球矿业、油气行业、工业等领域景气度较低影响，随着全球大宗商品市场 2017 年触底回升，2017-2018 年公司收入增速又有所回升。

图表1：收入增长（亿元，%）



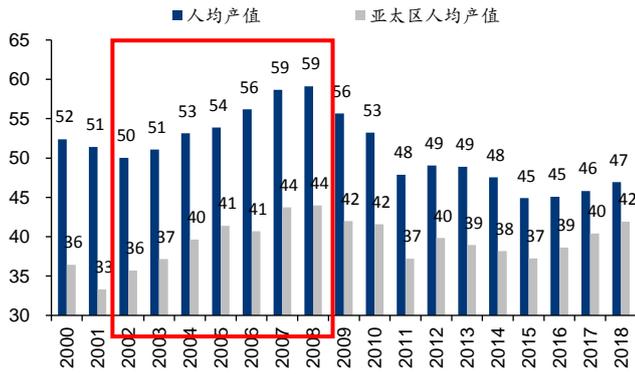
注：2018 年报披露人民币/瑞郎平均汇率为 0.1481，以 2018 不变汇率计算
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表2：净利润增长（亿元，%）



注：2018 年报披露人民币/瑞郎平均汇率为 0.1481，以 2018 不变汇率计算
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表3： 公司整体人均产值/亚太区人均产值（万元/人）



注：2018 年报披露人民币/瑞郎平均汇率为 0.1481，以 2018 不变汇率计算

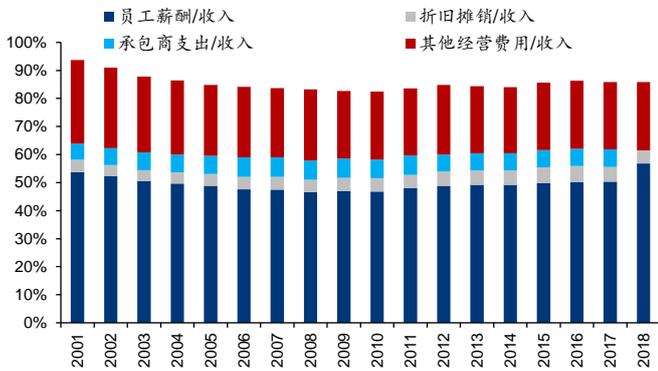
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表4： 平均员工数及增速（万人，%）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

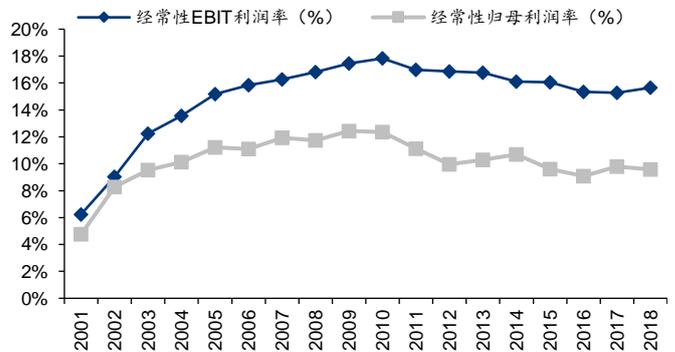
图表5： 各项成本占收入比重拆分（%）



注：2018 年年报中公司将折旧摊销和员工薪酬合并为一项

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表6： 经常性 EBIT 利润率（%）& 经常性归母净利率（%）



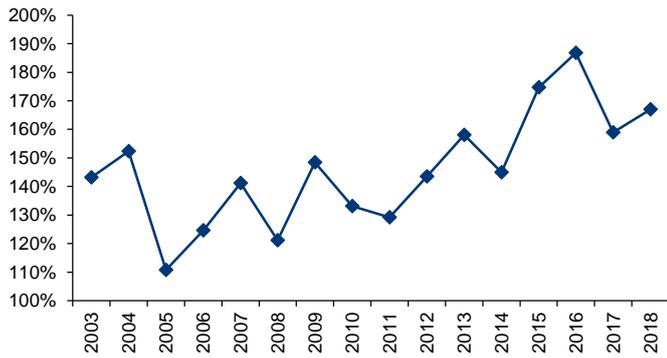
注：经常性归母净利润，用归母净利润加回非经常收益/损失

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

从资产负债表和现金流量表数据看，公司经营性现金流/归母净利润均值约为 150%，从资本开支周期来看，公司 2003-2008 年以及 2010-2013 年维持较高的资本开支比例，从资产负债率和有息负债角度看，公司 2003-2010 年比较平稳，从 2011 年开始，负债率进入一轮新的快速上升周期，主要是因为发行债券，公司债务融资成本较低，调整资本结构，加大分红和回购比例。

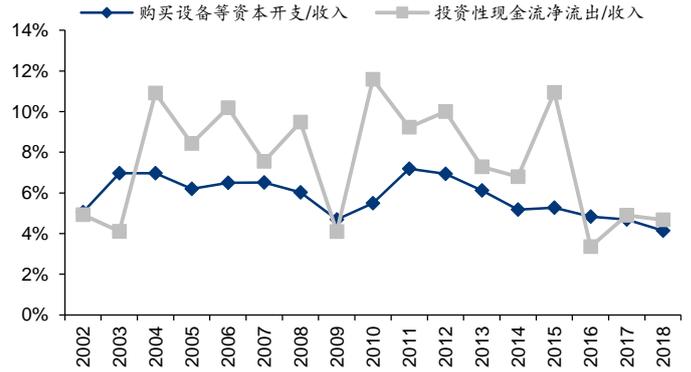
从股东回报率的角度看，2002 年-2008 年的 ROE 上升主要受利润率提升及资产周转率上升所致，2009 年-2012 年 ROE 基本稳定，源于公司净利润基本稳定，由于加大分红和回购，归母权益较稳定，故 ROE 基本稳定，2014 年后 ROE 的提升主要受杠杆率和资产周转率提升驱动。

图表7: 经营性现金流量净额/归母净利润 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表8: 资本开支/收入比重 (%)



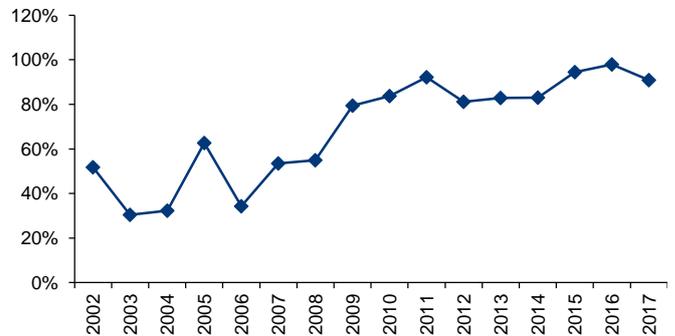
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表9: 经营性现金流 vs 投资性现金流 vs 分红 (亿元人民币)



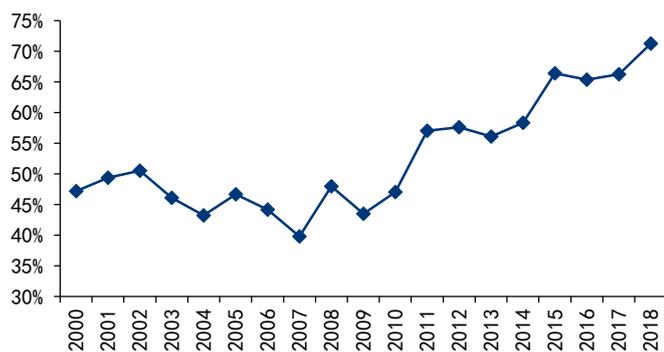
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (剔除 2000,2001 年异常值, 以 2018 不变汇率计算, 2018 年分红数据还没有公布)

图表10: 分红比例 (%)



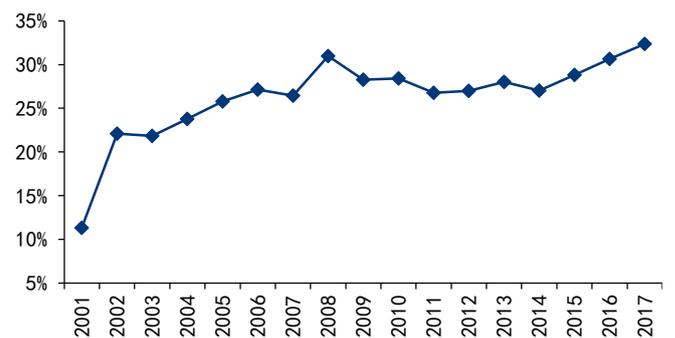
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (剔除 2000,2001 年异常值)

图表11: 资产负债率 (%)



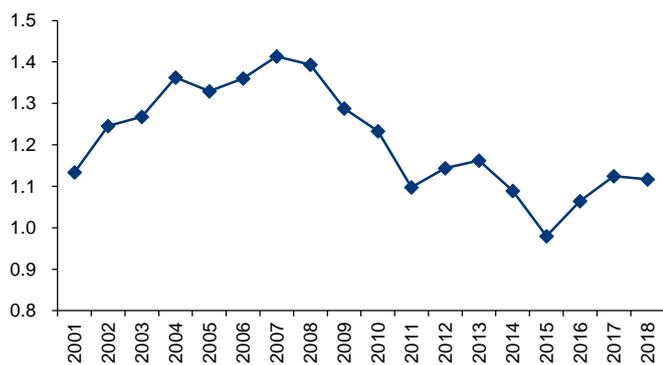
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表12: ROE (%)



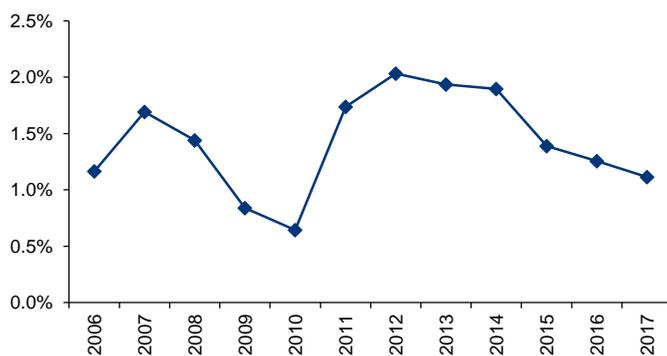
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表13: 总资产周转率



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表14: 综合融资成本 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (采取利息支出/有息负债估算)

2002年2月更换CEO, 多项改革措施带来SGS利润率显著提升

2002年初上任CEO重塑SGS长期竞争力, 对SGS能实现2002-2008年的利润快速增长至关重要。1998年, SGS深陷现金危机, 业绩停滞不前一度出现亏损, 2002年初更换的CEO Mr. Sergio Marchionne进行了一系列管理改革, 激发公司经营活力, 对SGS的全面发展至关重要, 他2001年5月加入SGS董事会, 2002年2月至2004年6月担任SGS CEO, 2004年6月卸任CEO后, 2014年6月-2006年3月在SGS当董事会副主席, 2006年3月直至2018年一直在SGS担任董事会主席, 直至18年中去世。

图表15: 2000年以来公司CEO变更情况



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

2002年CEO更换为Sergio Marchionne确立聚焦重点领域, 重视内部管理和利润率提升的战略。2002年初SGS更换CEO, 新任CEO Mr. Sergio Marchionne是非常有领导力的杰出领导, 上任SGS CEO后进行多项改革, 包括改成矩阵式管理架构, 扁平化管理, 成立经营管理委员会, 改变预算和考核制度, 重新梳理事业部, 彻底改变SGS的当年相对官僚的文化, 对产品线进行重新定位: 将战略重点缩小至工业、环保和汽车业务, 在消费者检测板块明确界定产品范围和市场; 在大宗商品领域明确加大延伸服务。

经历了2001-2003年的利润率翻倍增长后, 2004年起加大外延并购力度。2004年起, 公司CEO再次更换, Johan Allegaert成为新一任CEO, 公司收购数量显著提升, 这一年公司共完成五项收购, 石油, 天然气和化学服务业务因为收购而增强; 同时, 新管理层重视对新设备的持续投资, 不断加强在美国、欧洲和日本的国际销售团队和设施的战略投资, 在印度、中国和韩国的新实验室进行战略投资, 对SGS在中国的快速发展起到重要作用, 各项业务营业利润率均有所提升。

2005年加大多元化服务及实验室内部协同管理。2005年，Mr.Dan Kerpelman 担任公司 CEO，Mr.Dan Kerpelma 曾在通用电气集团和柯达公司担任高层领导，其上任后公司的业务在多元化服务组合、拓展服务产业链和非核心业务外包等方面取得了长足进展。

2006年依然重视并购。2006年，Christopher Kirk 开始担任公司 CEO，其上任后继续贯彻通过外延并购促进公司增长的战略，注重公司资源在重点业务的配置，注重亚太区业务拓展，有效加强成本管控，使得公司在 2006年-2015年业绩总体表现良好。

2009年以来战略重点转向亚太地区。公司 2009年至 2017收入增速较之前有所放缓，但亚太地区尤其是中国经济维持良好增长，检测市场迅速增长，公司通过提高分红比例以及加大亚太地区并购投资一系列举措在亚太地区实现了良好的发展，也促进了公司整体业务的稳定发展，公司通过战略定位重点转至亚太地区，依然实现了收入的稳健增长。

2015年4月，Mr. Frankie Ng（吴国宏先生）成为最新一任 CEO 并持续至今，吴国宏先生 1994年加入 SGS，曾经在 SGS 担任过工业和消费品领域负责人，上任后，对业务进行重新梳理，致力于集团数字化转型，以提升服务效率。

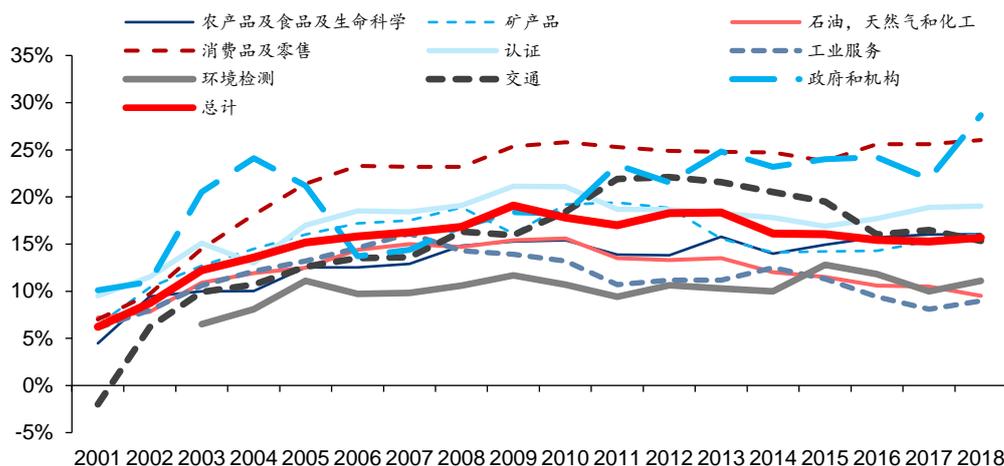
2002-2008年利润快速增长背后的管理举措

2002年至 2008年公司整体营业利润率快速提升主要得益于管理层变更及一系列提高收入，降低成本的战略措施实施。2001-2002年是公司战略的关键转折期。

- 1) **加强各业务板块的战略定位：**各板块业务进行优化，聚焦核心优势业务，淘汰营业利润率低的业务，这一举措构成公司提高生产力和创新的先决条件。比如：重新定位全球贸易解决方案(GTS)，以减少早期对验货业务(PSI)的依赖，更多地转向较少受信贷风险影响的新产品和服务，有利提升公司利润率，2002年新 CEO 上任后将战略重点缩小至工业、环保和汽车业务，明确消费品检测领域的重点，加强大宗商品检测领域的延伸服务。
- 2) **进行多项管理改革举措：**推行矩阵式管理架构，成立经营管理委员会，改变预算制度，提升决策效率，重视员工发挥个人价值，对员工奖金以业绩考核为导向，促进公司人均产值快速提升以及销售能力的快速提高。
- 3) **确立并购战略：**认识到公司内生有机增长是不够的，2002年确定了并购战略：2002年至 2008年公司外延收购带动各项业务快速发展，通过并购增加全球地理布局及新业务拓展，提升市场占有率。
- 4) **重视内部协同效应，提升实验室产能利用率：**重视实验室网络建设及实验室协同效应对利润率增长的作用，快速提升各实验室的利用率。

SGS 整体及各产品业务营业利润率 2001年-2008年均处于总体快速提升时期：2011年-2017年公司整体营业利润率有所下降，但所有年份均保持 15%以上较高水平，分产品线来看，消费品及零售、交通、政府和机构产品线利润率提升最为显著。

图表16: 公司整体及分产品营业利润率变动 (%)

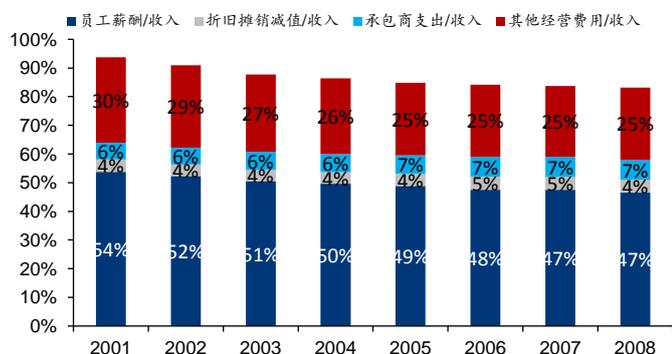


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

2002-2008 年利润率显著提升。2002-2008 年实现了收入的快速增长和利润率的快速提升, 2008 年的收入达到 325 亿元, 2001-2008 年收入 CAGR 达到 11%, 2008 年剔除非经常损益后的净利润达到 38 亿元, 2001-2008 年扣非归母净利润 CAGR 达到 26%, 扣非归母净利润率由 2001 年的 5% 提升到 2018 年的 12%, 主要是由于随着收入快速增长, 公司人均产值 (从 2002 年的 50 万元/人/年提升到 2008 年的 59 万元/人/年) 和运营效率 (总资产周转率从 2001 年的 1.1 次提升到 2008 年的 1.4 次) 不断提升, 带来员工薪酬占收入比例的下降以及其他营业费用率的下降。

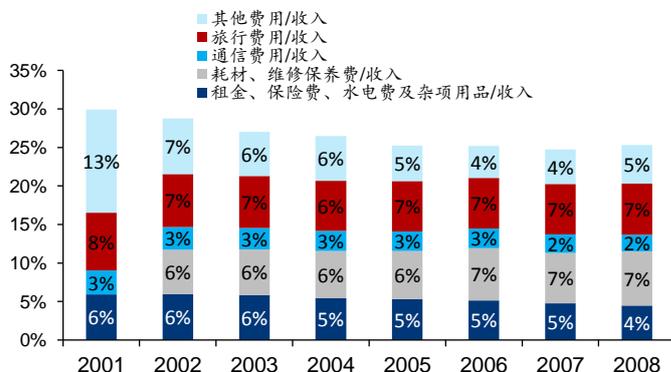
- 1) 员工薪酬占成本的比重呈现下降趋势, 受益于 SGS 抓住中国消费品检测业务增长机会, 各项管理举措促进人均产值和设备利用率提升, 最终员工薪酬占收入比重降低, 促进利润率提升。
- 2) 其他经营费用占收入的比重不断下降, 具体来看, 租金、保险费、水电费及杂项用品所占收入比重、其他营业费用占收入的比重不断下降, 公司成本管理效果显著, 促进营业利润率不断提升。

图表17: 各项成本占收入比重 (%)



资料来源: 华泰证券研究所

图表18: 2001-2008 其他经营费用各项目占比 (%)

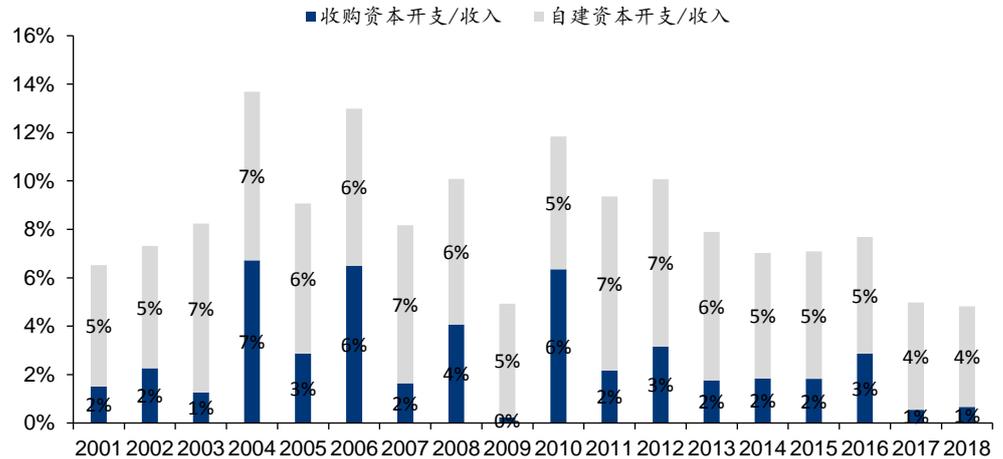


资料来源: 华泰证券研究所

SGS 增长：内生为主，外延为辅

资本开支来看，自建为主，收购为辅。以2000年以来SGS投资性现金流/收入比例分解看，多数年份资本开支主要用于自建，少量用于收购。自建资本开支比较稳健，基本上占收入5%-7%，2017-2018年该比例明显下降，到2018年已经降低到4.1%，收购资本开支较多的年份主要包括2004年、2006年和2010年。

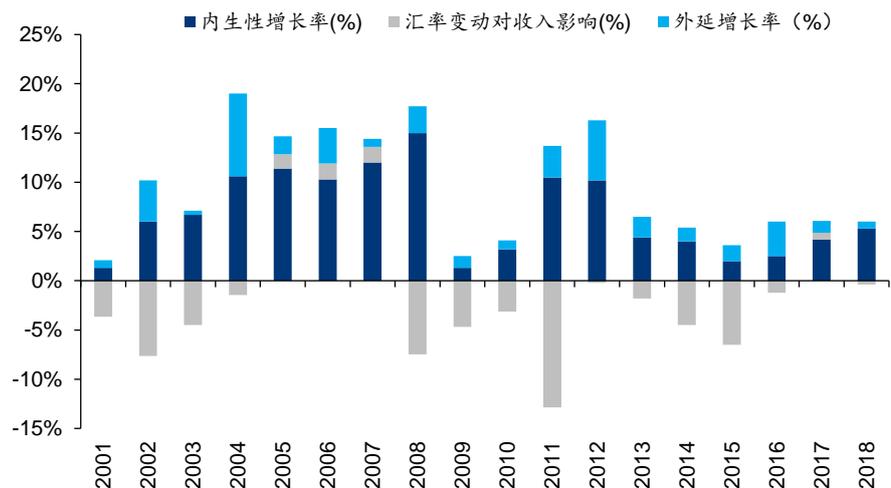
图表19：2011-2018年公司整体资本开支结构（%）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

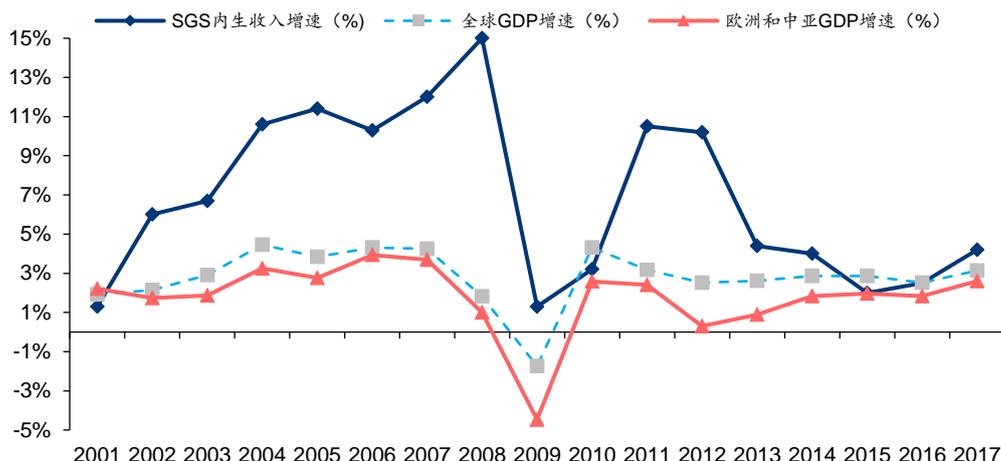
收入增长主要来自内生性增长。根据公司年报分解数据显示，2004-2008以及2011-2012年公司内生增速较高，达到了10%以上，2009-2010年预计受全球经济危机及欧债危机蔓延影响，公司整体内生增速有显著放缓，2013-2016年主要受到全球矿业、油气行业、工业等领域景气度较低影响，公司收入内生增速有所放缓，随着大宗商品市场景气度2017年中开始修复，以及中国市场潜力的进一步释放，公司2017-2018年内生增速开始有所修复。

图表20：2011-2018年公司整体内生性增长变化图（%）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表21: SGS收入长期增长稳健(%)



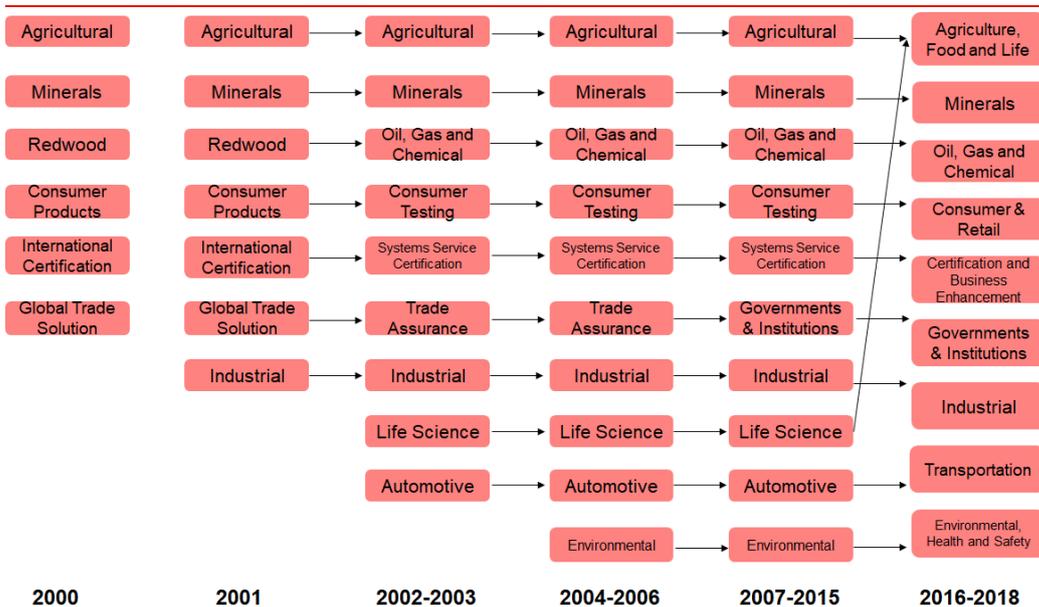
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

内生增长: 聚焦重点领域, 利润率全面提升

分产品线看: 业务组合防御性较强, 消费品板块增长显著

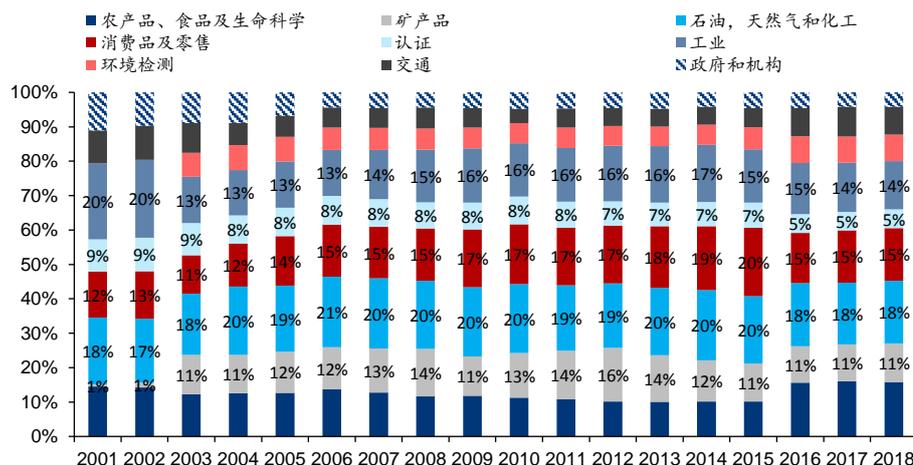
2000年至今, 公司核心产品业务线个数从最初的6个发展为2018年的9个。2000年, 公司产品业务线分为农产品和食品服务、矿产品服务、油气化工服务、消费品服务、国际认证服务、全球贸易方案服务6个板块。2001年新增第7个核心业务产品线——工业服务板块, 2002年公司业务重组, 核心产品业务线变为9个: 农产品服务、矿产品服务、石油燃气化工产品服务、生命科学服务、消费品服务、系统认证服务、工业服务、汽车产品服务和贸易保障服务。2004年新增环境服务板块, 公司产品业务线增至10个, 一直到2015年维持该结构, 2007年开始贸易保障服务改名为政府和机构服务。2015年新任CEO对业务进行重组, 2016年起, 公司报表口径产品业务线再次变为9个, 原来的农产品服务板块、生命科学板块和食品板块(原属于消费品板块)合并形成新的农产品、食品及生命科学业务板块, 并且原来的汽车产品板块改为交通运输板块。

图表22: 2000-2017年SGS业务部门历年变化



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

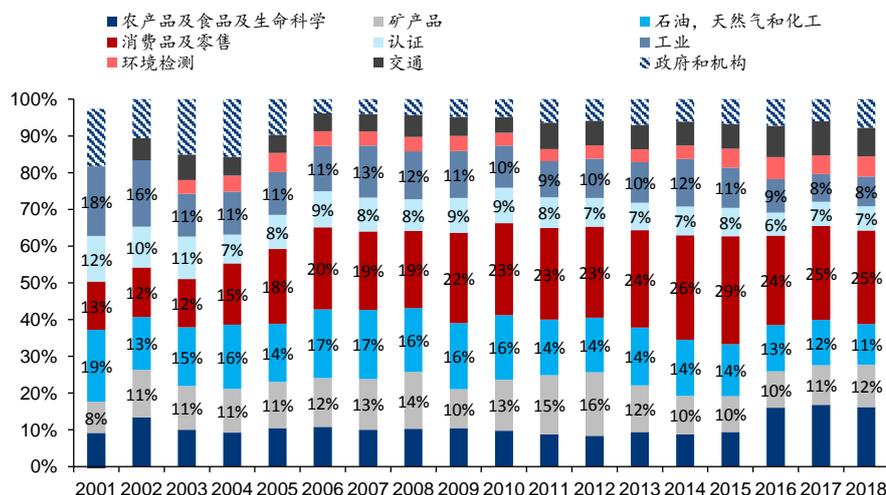
图表23： 2001-2018 各产品线收入比重变化 (%)



注：农产品、食品及生命科学 2015 年及以前的数据采取历史上的农产品板块+生命科学板块加总

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

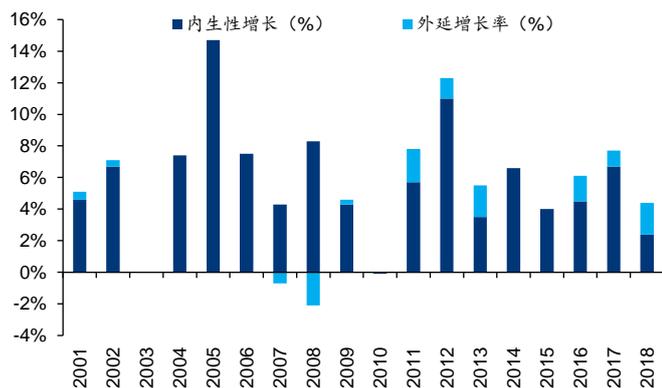
图表24： 2001-2018 各产品线营业利润占比变化



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

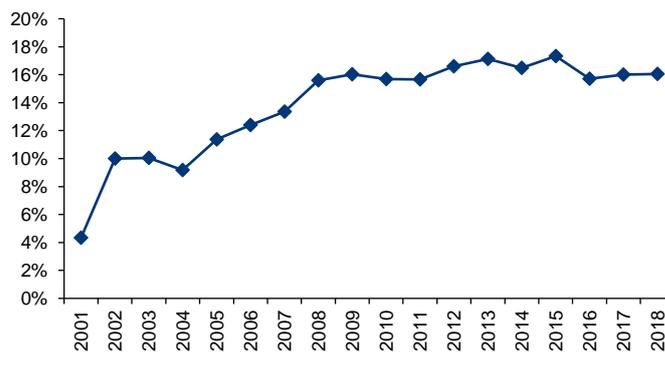
农产品检测：需求稳定性较高，内生性增长为主，营业利润率 2009 年后稳定在较高水平。 农业服务检查全球大宗商品，检测产品包括谷物、植物油、食物(糖、咖啡、可可、水果)和棉/纤维等。内生增长一直为农产品检测收入增长的最主要驱动力，农产品及食品作为全球人民生活必需品，内生增长稳定性相对较高，会受到当年丰收情况以及农产品贸易物流稳定性的影响。营业利润率从 2001 年的 4.3% 增至 2017 年的 16.0%，利润率在公司所有检测板块中处于中上游水平，利润率不断提升主要得益于公司不断拓展新的检测服务及新地理区域上的扩张，2005 年 SGS 在全球主要港口建立了独特的专家和实验室网络，提升产品质量可信度，同时农产品加工和生产商也在加大外包检测服务，2005 年后伴随着收入的增长以及经营杠杆的发挥，营业利润率开始进入进一步快速提升的时期。

图表25: 农产品检测收入增速分解 (%)



注：1) 由于 2016 年公司业务内部重组后农产品及食品与生命科学合并，2016-2018 年营业利润率数据为合并后业务板块数据，2001 年至 2015 年数据为农产品及食品数据；2) 收入同比增速剔除汇率因素
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表26: 农产品检测营业利润率变化 (%)

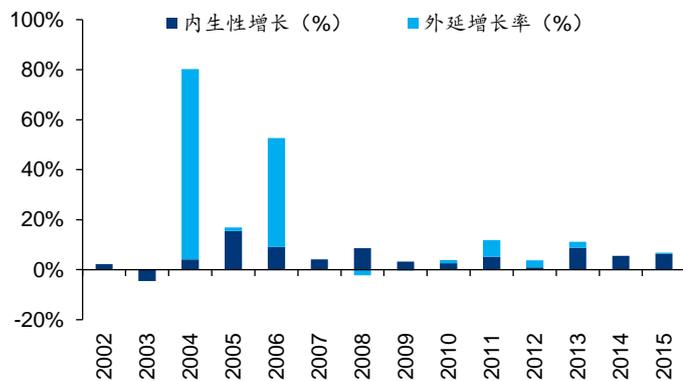


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

生命科学检测：受新药研发活动景气度影响，内生性增长驱动较强，营业利润率呈现一定波动。SGS 在药物和医疗器械的开发、测试、生产和销售各个阶段提供至关重要的支持，使优质、安全、合规的产品能够在最短的时间内进入市场。内生性增长率基本在低个位数增长，会因新药研发的景气度和法律法规要求变化呈一定波动，另外，生命科学检测板块在 2004 和 2006 年都有较大的并购，2004 年收购德国费森尤斯研究所，2006 年收购北美生命科学实验室服务商 Northview Biosciences 和法国提供早期临床药理学试验和生物分析药物开发服务商 Aster Cephac。

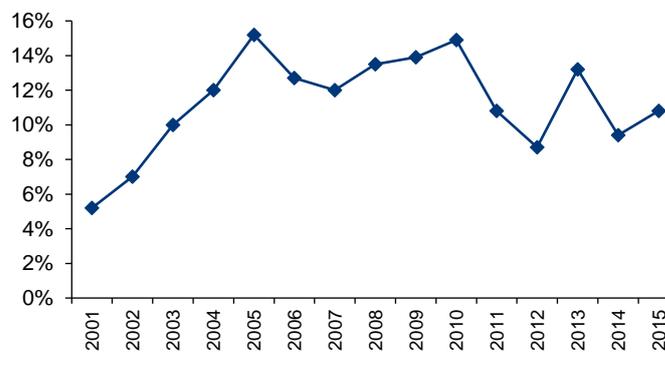
公司生命科学检测营业利润率从 2001 年的 5.2% 快速增至 2005 年的 15.2%，主要得益于：一方面，公司建立了两个全球运营的销售和市场团队，两个团队积极从事国际大客户管理和业务开发活动；另一方面，公司采取措施协调和精简所有质量控制实验室，以提高主要临床研究实验室的效率，并推行了一套先进的网上化验资讯管理系统，进一步提高效率和服务水平。2005 年至 2015 年营业利润率总体呈现下降趋势，尤其是 2011-2012 年，营业利润率快速从 2010 年的 14.9% 降至 2012 年的 8.7%，主要受欧洲前期临床研究持续困难的不利市场条件，关闭了部分实验室。2013 年营业利润率回升，主要是由于公司收购的 M-Scan 和 Vitrology 公司盈利能力的提高。2014-2015 年营业利润率再次下降，主要是受到竞争加剧和生物仿制药测试启动延迟带来的价格压力的影响。

图表27: 生命科学检测收入增速分解 (%)



注：1) 2016-2018 年该业务并入农产品、食品、生命科学板块，未披露生命科学营业利润率；2) 收入同比增速剔除汇率因素
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表28: 生命科学检测营业利润率变化 (%)



注：2016-2018 年该业务并入农产品、食品、生命科学板块，未披露生命科学检测内生性增长数据。
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

矿产品检测：与矿产品价格呈正相关性，在矿产品价格高时，呈现较高的内生收入增速和利润率。SGS服务的对象主要包括煤炭和焦炭、化肥、有色金属和贵金属以及炼钢原料相关的价值链相关的客户，主要服务于勘探、开采、加工、关闭等环节，公司矿产品检测收入增速与美国矿产品（除去油气）PPI同比增速正相关，矿产品价格与矿产品检测需求同向变动，进而影响公司收入及利润增长。受益于2004-2008年和2010-2012年全球矿产品价格呈现高景气度，矿产品检测维持12%-30%的内生收入增速，且营业利润率也持续攀升，从2004年的15%提升到2008年的19%，但受到经济和国际大宗商品价格不景气影响，2009和2013-2016年公司矿产品内生收入增速较弱，矿产品检测营业利润率也有小幅下滑，2017-2018年又呈现触底回升态势。另外，SGS也通过加大实验室信息管理系统建设和新检测方法的投入，来提升运营效率。

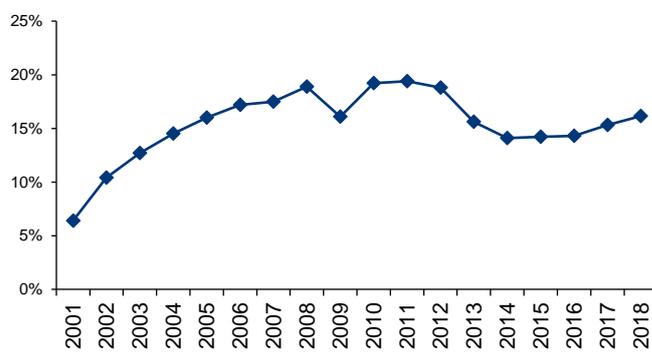
图表29：矿产品收入增速分解（%）



注：收入同比增速剔除汇率因素

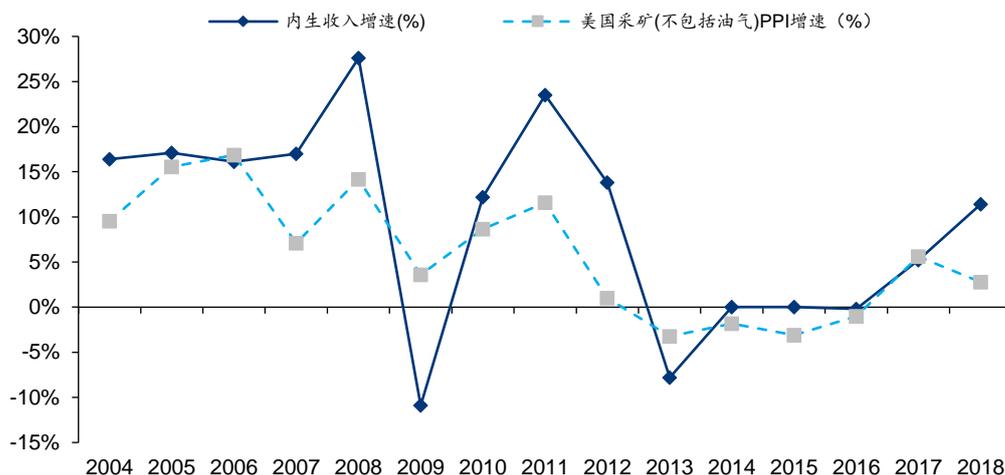
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表30：矿产品检测营业利润率变化（%）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表31：矿产品价格和收入增速呈现正相关



资料来源：公司年报，华泰证券研究所（出于数据可得性，选用美国采矿业PPI增速指标）

油气化学物质检测：与油价呈现一定正相关性。公司全球网络建立以及多元化投资分散风险的战略，以降低该检测业务的周期性，2005年对中国、菲律宾、马来西亚等国家的投入开始获得回报，同时公司一直在新检测方法方面加大投入以提升检测准确度。公司油气化学物质检测营业利润率从2001年的7.2%增至2010年的15.6%，2010年后下降至2017年的10.5%，利润率变动很大程度上与全球油价相关，营业利润率前期提升主要得益于公司加大国际销售团队培育促进业务快速发展，同时期油价利好，促进2003-2008年油气检测

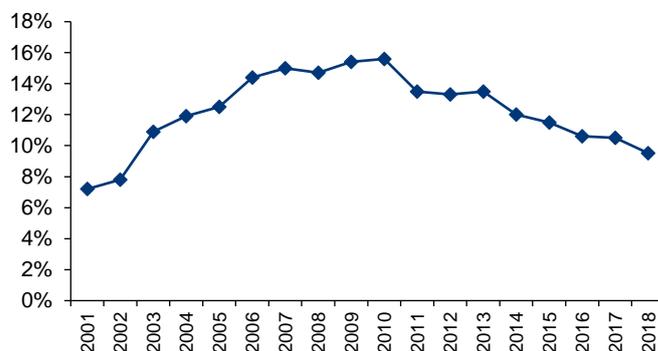
收入较快增长，营业利润率有所提升。近年来由于油价负面影响，收入增速放缓，内生性增长率在2015和2016年甚至呈现负增长，2017年以来又有所恢复。

图表32: 油气化学物质收入增速分解 (%)



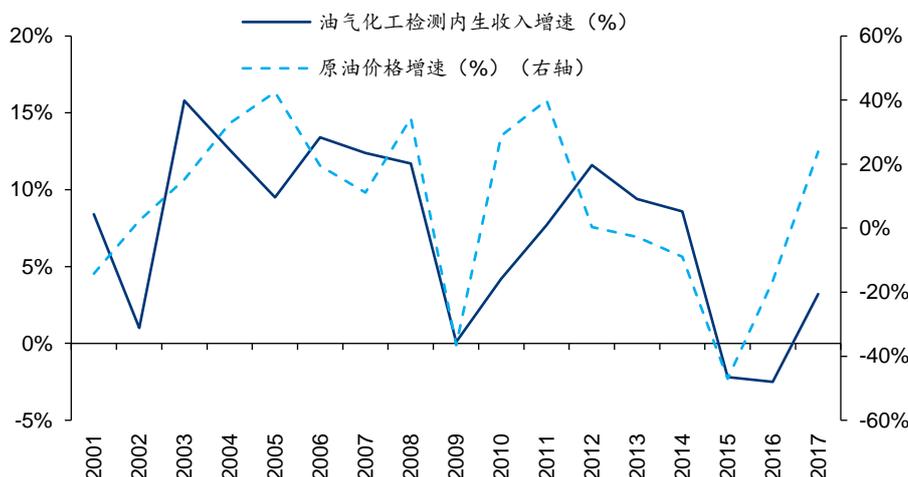
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (注: 收入同比增速剔除汇率因素)

图表33: 油气化学物质检测营业利润率变化 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

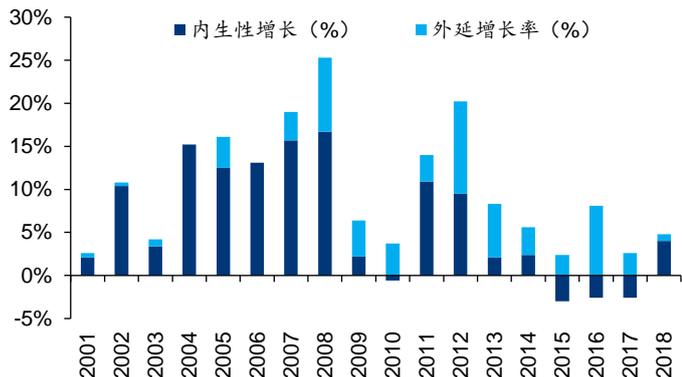
图表34: 油价与板块收入呈现正相关



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

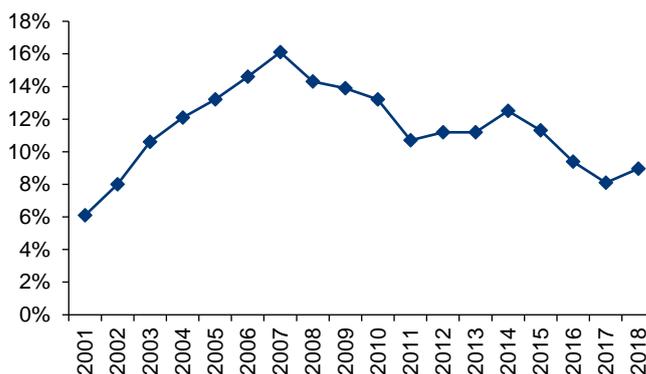
工业服务检测: 与工程投资有一定相关性, 2015年以来景气度较弱。工业服务包括通过全球SGS网络提供的所有与工业质量有关的服务, 主要适用于工程、采购和建设项目, 涉及新的建设、升级和维护活动。该板块与经济和基建景气度有一定相关性, 在经济较好的时候, 内生收入增速会较高, 比如2004-2008年, 2011-2012年, 同时公司积极开拓新的检测领域和检测方法。工业检测营业利润率从2001年的6.1%增至2007年的16.1%, 2007年后下降至2017年的8.1%, 2018年营业利润率略有反弹。2001年至2007年的增长主要受益于公司重组将工业检测作为重点业务, 同时同期全球主要经济体建设工程活动的快速发展, 而2008年至今营业利润率的下降主要是由于主要经济体基建和工业活动放缓, 对工业检测造成较大影响, 其中2011年营业利润率下降幅度最大, 主要是受公司西班牙业务调整产生的重组成本, 日本的业务中断及加大投资的影响。2010年后, 公司加大成本控制, 并对业务进行重组, 将业务发展不佳的地区业务与发展较好的美洲业务整合, 提升了利润率, 2015年至今, 受北美、东南亚、太平洋和非洲艰难的市场环境影响, 2015年以来该板块内生增速为负数, 利润率再次下降, 2018年内生增速和利润率有所恢复。

图表35: 工业检测收入增速分解 (%)



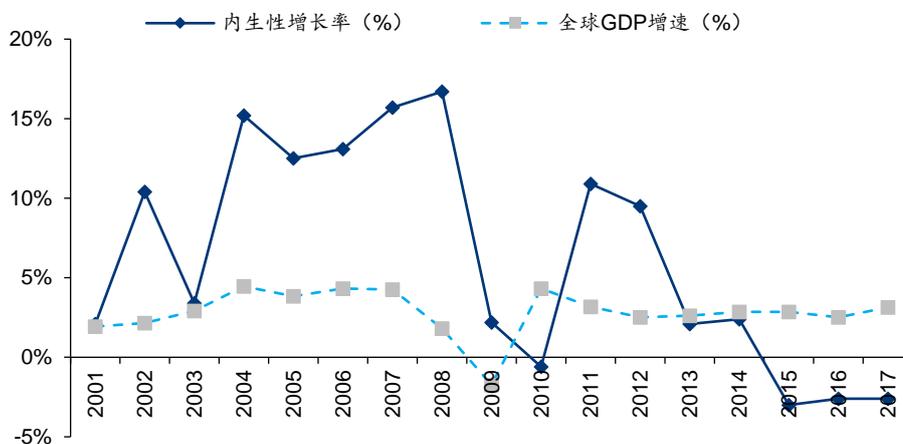
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (注: 收入同比增速剔除汇率因素)

图表36: 工业检测营业利润率 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表37: 工业服务检测内生增速与全球 GDP 增速呈现一定相关性



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

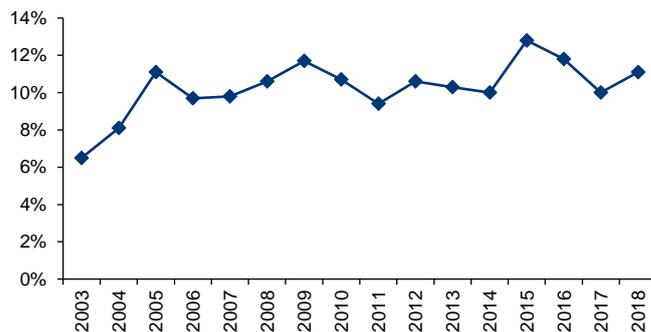
环境检测: 主要靠环境要求趋严驱动, 营业利润率整体在 11%-13%波动。公司的环境监测服务包括监察空气及水质、气候变化影响及影响评估等, 内生增速基本为正, 主要靠环境要求的趋严驱动。公司环境检测营业利润率从 2005 年到 2018 年整体比较稳定, 基本在 11%-13% 波动, 属于 SGS 利润率较低的板块。2006 年、2011 年和 2017 年营业增长率下降幅度较大, 2006 年主要是由于许多国家的环境检测市场经历了一个巩固调整时期; 2011 年下降主要是受欧洲部分地区业务组合不佳, 美国业务持续疲软, 在新的地区开展业务成效不如预期; 2017 年营业利润率下降是受 2016 年公司收购的 Accutest 在 2017 年终止了多个非盈利合同以及关闭了多个实验室, 以及南美市场疲软、安哥拉情况严峻的影响, 2018 年景气度有所回升。

图表38: 环境检测收入增速分解 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (注: 收入同比增速剔除汇率因素)

图表39: 环境检测营业利润率变化 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

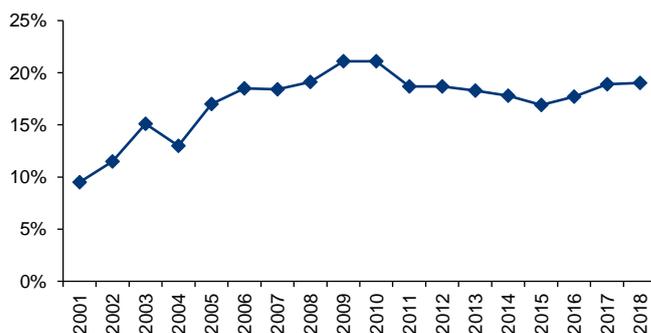
认证业务: 内生增长较稳健, 2006年后营业利润率稳定在较高水平。SGS为近30个国家提供ISO 9000认证, 服务包括广泛的管理系统、审计能力和相关培训, 具体有ISO 14001(环境管理)、QS 9000/TS 16949(汽车工业)、OHSAS 18000(职业健康与安全)、CE标志、PM 9000(公共部门管理)、SA 8000(社会责任)、SQF 2000/HACCP(食品安全)和可持续发展评估。内生性增长率一直为该板块增长的主要驱动因素, 公司认证业务营业利润率从2001年的9.5%增至2006年的18.5%, 2007-2018年营业利润率稳定在较高水平(17%-21%), 主要得益于全球认证标准以及各细分领域认证标准的完善及需求增加, 同时公司加强培训业务拓展。2017年为近3年营业利润率涨幅最大的一年, 主要是由于英国强劲的利润增长, 德国业务量的增长和效率的提高, 美国林业和医疗设备的增长。与此同时, 公司进行后台业务转移, 以便在提高服务质量的同时降低业务的总成本。

图表40: 认证业务收入增速分解 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (注: 收入同比增速剔除汇率因素)

图表41: 认证业务营业利润率变化 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

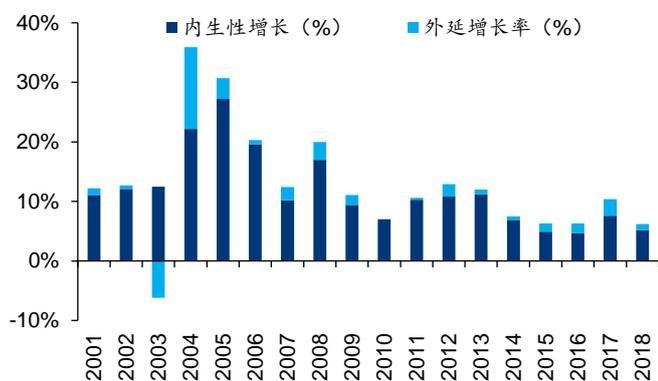
消费品检测: 内生增长稳健。该板块内生增长强劲, 2001-2008年均在10%以上, 即使在最差的年份(2015-2016年及2018年), 内生收入增速也有约5%。根据SGS各年度年报, SGS长期在受限物质测试领域(RSTS)市场份额全球第一, 通过在电子科技、软件等领域不断研发新的检测方法, 全球市场份额领先。由于具有全球化的网络, 有助于公司获取全球消费品龙头公司认可, 收入稳定性高。

2001年-2008年消费品与零售板块营业利润率快速提升。该板块营业利润率从2001年的7.0%提升至2008年的23.2%, 2009年-2017年营业利润率维持在25%左右的高水平。其中, 2001年至2008年快速提升的原因主要是1) 推进战略事业部的销售工作, 建立专

业销售团队与服务团队快速提升业务量；2) 在建立标准监管网络的基础上不断沿着客户价值链推进新业务的发展，加大测试业务比重，规模效应较明显，利润率高；3) 通过不断收购优质资产，建立全球实验室网络，促进业务量与盈利能力提升；4) 亚洲地区消费品利润率更高，随着其消费品业务收入占比提升，而提升利润率；5) 2006-2007年多宗食品安全事故助推食品检测需求快速增长，定价能力强。

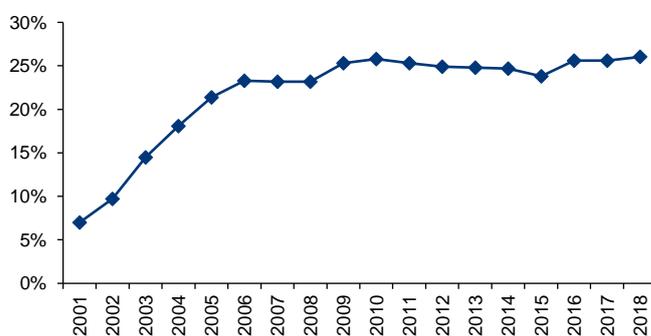
2009年-2017年消费品与零售板块营业利润率维持在较高水平(均大于21%)，近年来基本是SGS利润率最高的产品线。主要得益于全球各地对消费品安全质量的重视导致的需求增加，以及经济危机后亚太地区尤其是中国内市场和电子商务服务的增长，以及其余发展中国家经济的强劲表现，带动消费品与零售板块营业利润率稳定在公司产品业务板块中的较高水平。

图表42: 消费品业务收入增速分解 (%)



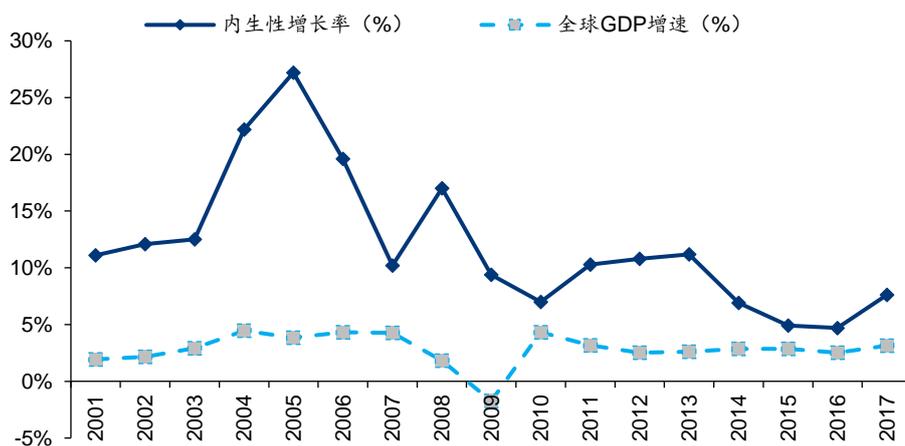
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 (注: 收入同比增速剔除汇率因素)

图表43: 消费品检测营业利润率变化 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表44: 消费品检测与全球GDP增速相关性弱



资料来源: Wind, 公司年报, 华泰证券研究所

交通运输检测: 下游主要服务汽车和航空客户等, 内生增长呈现波动性, 与标准提升、新产品研发强度和租赁行业景气度等相关, 与宏观经济相关性较弱。2001年至2017年交通运输检测板块营业利润率总体呈现先快速增长后小幅回落的趋势。该板块营业利润率从2001年的-2%快速增长至2012年的22%，主要原因为1) 产品业务组合改善，从较单一的汽车年检逐步加入汽车材料和零部件检测等业务，盈利空间大的业务占比不断提升；2) 欧洲、非洲、南美洲及亚洲的营业利润不断提升；3) 重要合同订单的逐步增加；4) 公司

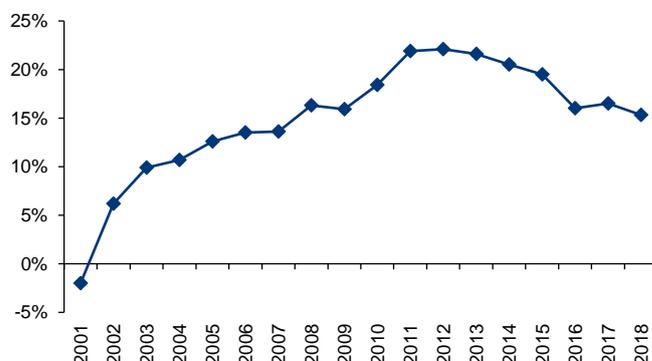
进行一系列有效重组推动产能利用率的提升。2013年-2017年营业利润率呈现小幅下降趋势，16年的利润率下降比较明显，主要是由于新实验室投资较大以及在美洲和非洲新签合同初始准备费用较高导致。

图表45： 交通运输检测收入增速分解 (%)



资料来源：公司年报，华泰证券研究所 (注：收入同比增速剔除汇率因素)

图表46： 交通运输检测营业利润率变化 (%)

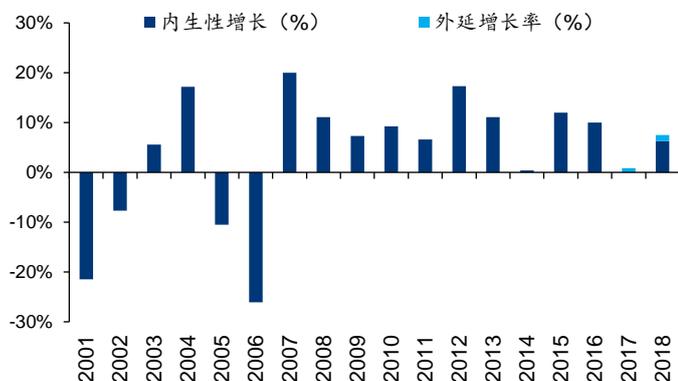


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

政府和机构检测：公司政府和机构检测业务与全球贸易景气度呈现一定相关性。由于政府和机构检测业务受全球各地政局及政府政策影响较大，并受到全球贸易额变动的影响，2001年-2017年，该检测业务内生性增长率波动较大，SGS由于具备全球化的网络和很强的公信力，在该板块优势显著。我们认为该板块主要增长驱动因素是贸易活动以及监管复杂程度的增长和政府数字化解决方案的驱动。

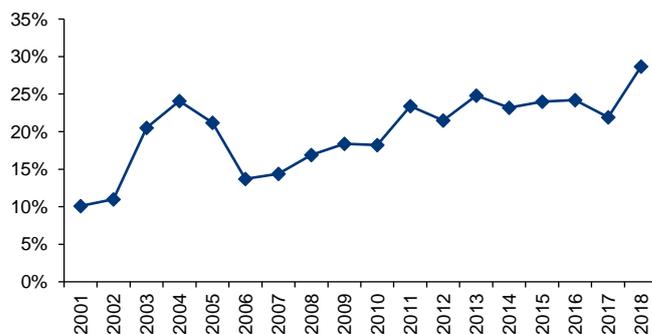
2001年-2018年公司政府机构检测板块的营业利润率总体呈现上升趋势。根据公司年报披露的信息，公司政府机构检测营业利润率不断提升的原因主要有：1) 公司一些业务调整措施提高了生产力；2) 该板块非PSI业务比重不断提高，而非PSI业务营业利润率总体高于PSI业务，推动板块总体营业利润率提高；3) 新合同、重要合同的不断增长促进营业利润快速增长；4) 非洲、亚洲进口贸易量的增长推动了该板块营业利润率提升；5) 2011年开始逐渐形成PSI和PCA结合的全新产品组合，2013年进而优化为PCA+单一窗口检测解决方案为主要合同的全新产品组合，且随着全球实验室网络不断优化，规模效应显著，使得公司2011-2018年均保持较高营业利润率水平；6) 个别年份营业利润率波动主要是受重要合同变化、全球贸易量变化以及不发达国家收款情况的影响。

图表47： 政府和机构检测收入增速分解 (%)



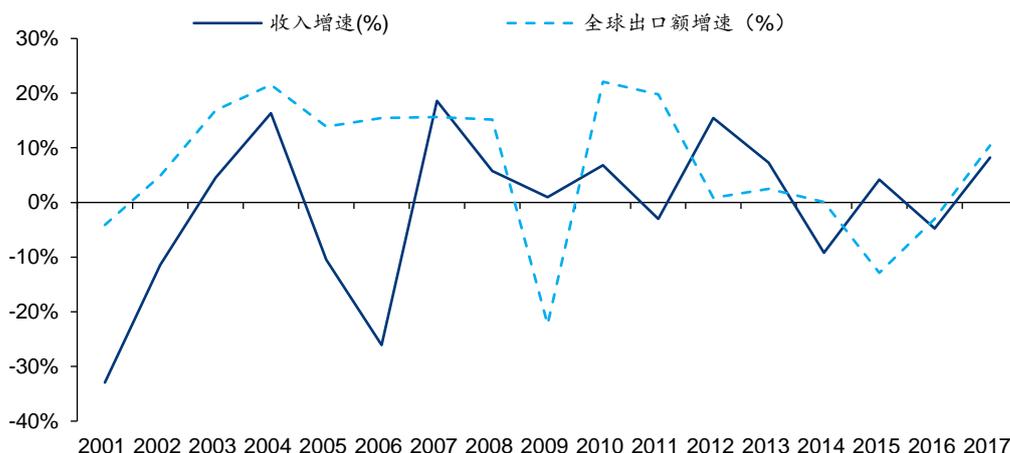
资料来源：公司年报，华泰证券研究所 (注：收入同比增速剔除汇率因素)

图表48： 政府和机构检测营业利润率变化 (%)



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表49：全球贸易额和政府机构检测业务增速呈现正相关性



资料来源：Wind，公司年报，华泰证券研究所

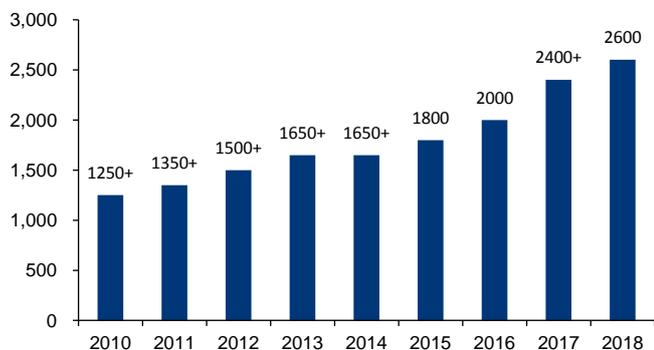
分地域看：全球网络扩张，亚太区成布局重点

公司实现全球实验室网络布局，业务地域扩张迅速。截至2018年底，SGS全球实验室+办公室有2600家，业务遍及全球160多个国家。根据公司年报，2004年底，公司实验室+办公室网络仅有1000+，2010年底，公司全球实验室+办公室为1250，2010-2018是公司实验室+办公室网络的快速扩张期，2018年底这一数据便达到2600，公司全球实验室及办公室扩张速度加快。

SGS的业务主要分布在三大地区：欧非中东地区、美洲地区和亚太地区。2008年经济危机之后，2009年欧洲、非、中东、美洲等地区经济增长放缓。但是，亚太地区得益于中国的GDP的快速增长而呈现较快增速，亚太地区对检测服务的需求快速增长，亚太板块的收入占比也在逐步提高，亚太地区现在是SGS的第二大业务区域。

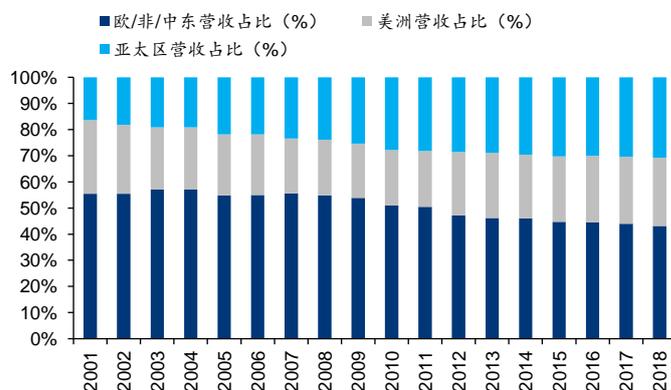
2000年-2017年，公司在欧/非/中东地区的收入占比不断下降，美洲地区收入占比相对稳定，亚太地区收入占比不断提升。2000年-2017年，公司在亚太地区员工数及占比不断提升，但人均产值总体仍略低于其他两个地区。

图表50：公司实验室及办公室数量变化（家）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表51：分地区营收占比（%）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表52: 分地区员工数量(万人)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表53: 分地区人均产值(万元/人)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

外延战略: 通过并购优质资产拓展地理和业务领域

从收购资金来看, 支出较多的年份为 2004、2006 和 2010 年。从收购个数来看, 公司每年收购个数从 2000 年的 1 家增长至 2011 年的 22 家, 2012 年至 2017 年每年收购个数均在 10 家及以上。

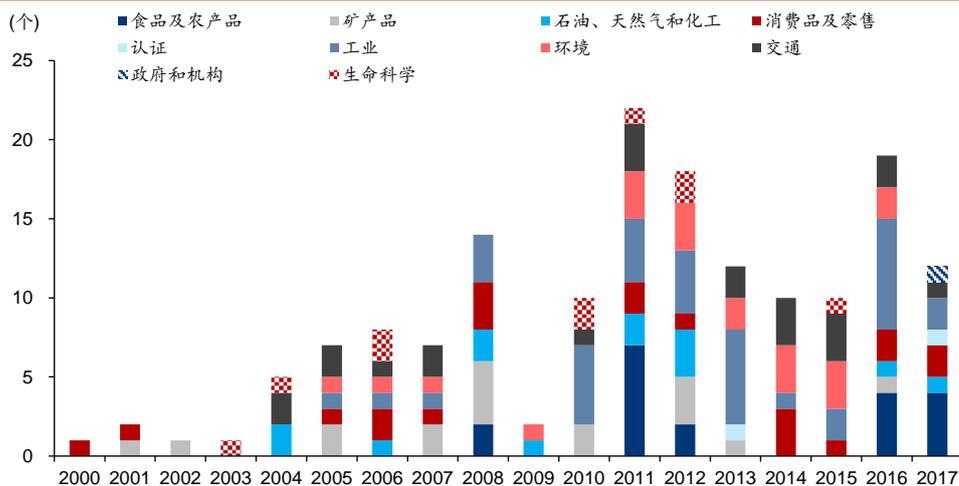
图表54: 2000-2018 年收购交易情况(亿元人民币, 个)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所 【注: 2018 年报披露人民币/瑞郎平均汇率为 0.1481, 以 2018 不变汇率计算】

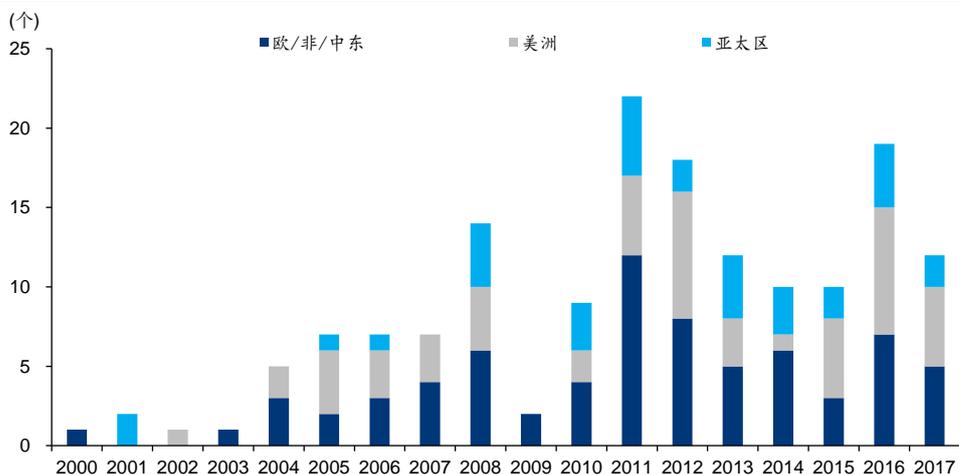
收购主要目的为扩展业务领域及地域。从收购支出较多的 2004、2006 和 2010 年看, 2004 年公司最大收购为美国公司 Petroleum Services Corporation (PSC), 以 5.8 亿元人民币 (按 2017 年不变汇率折算) 收购 100% 股权, PSC 专注于为炼油和化工行业提供工厂内外包服务, 提升了公司在油气化工检测板块的竞争优势。2006 年的最大收购为法国公司 Aster Cephac, 公司以 7.8 亿元人民币 (按 2017 年不变汇率折算) 的价格收购了 Aster Cephac 公司 100% 的股份, Aster Cephac 是一家位于法国的全面提供早期临床药理学试验和生物分析药物开发服务的公司, 这次收购使 SGS 成为早期临床研究服务的市场领导者。2010 年的最大收购为英国公司 General de Servicios ITV SA, 公司以 16.1 亿元人民币 (按 2017 年不变汇率折算) 收购其 100% 股权, ITV 为著名车辆检测公司, 主要服务地区为西班牙和阿根廷, 较大拓展了公司经营区域。近年来中国收购增加促进中国地区营业收入增长。

图表55： 2000-2017年收购交易个数（按产品线分布）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表56： 2000-2017年收购交易个数（按地域分布）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

华测检测：2018 年起管理改善，步入业绩收获期

国内唯一实现全产品线+全地域覆盖的民营检测公司

根据公司官网资料显示，截至 2018 年底，华测检测实验室网络已经遍布全国，分布于深圳、上海、苏州、北京、宁波、青岛等地，并逐步拓展东北、中西部地区，另外，公司也在推进国际化布局，在台湾、香港、美国、英国等地建设联络点。

1) 在生命科学检测领域，全国全面布局。公司生命科学领域主要包括食品、环境、医学、药学，其中食品和环境是 14-17 年公司实验室的主要拓展领域，由于天然的取样检测和检测半径的限制，单个环境和食品实验室的辐射半径相对较有限，目前公司已经基本完成了全国网点的布局，公司目前近一半的实验室属于食品和环境实验室。

2) 在贸易保障检测领域，布局沿海及内陆发达区域。贸易保障是公司的传统优势业务，公司在沿海和内陆贸易发达的主要城市积极布局，目前竞争格局稳定，利润率高。

3) 在消费品检测业务，未来可能加大并购力度。公司在汽车检测领域优势突出，其余领域相对较弱，2016 年公司与沃尔玛签订合作协议，为其提供玩具、纺织品、电器、化妆品等领域的检测服务，成功进入其供应链体系。未来希望通过海外并购拉动玩具、纺织和轻工等消费品检测业务，获得海外优质大客户认可，发挥规模效应。

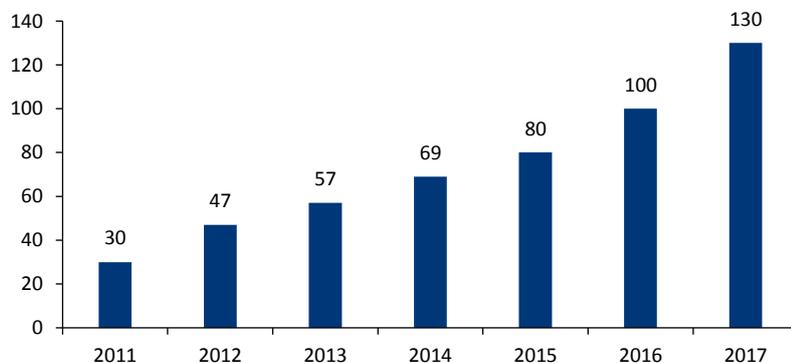
4) 工业品检测众多领域，长三角地区成布局重点。在上海/苏州/重庆等众多地区设立建材与工程实验室，继续加强对华安无损的管控，积极拓展工程建材、工程监理等业务。

图表57： 华测检测全国网点布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表58： 华测检测实验室数量快速扩张（个）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

华测 CEO 换届，管理效应显现

华测检测 2018 年 6 月引入 SGS 全球副总裁做公司 CEO，奠定发展新篇章。2018 年 6 月 4 日华测检测公告聘任 SGS 集团全球副总裁申屠献忠先生担任公司总裁，实控人万峰先生辞任公司总裁一职，并继续担任董事长、董事会薪酬与考核委员会委员职务。2009 年申屠先生担任 SGS 中国区总裁，执掌 SGS 集团中国业务长达 7 年，任内推动 SGS 在中国的业务及市场地位得到了长足进步，2016 年起任全球执行副总裁，负责 SGS 集团全球消费品及零售业务的管理及发展，拥有广阔的国际化视野和丰富的管理经验。华测检测历史上看销售能力突出，在食品、环境、ROHS、汽车、临床前 CRO 等检测领域市场影响力突出，申屠的加盟对华测检测加强精细化管理，加强消费品等领域的检测业务能力等意义重大。

申屠总 2018 年下半年着手于华测战略重点划分，业务精细化管理，激励考核方法改变等，目前成效初显。1) 聚焦优势领域，华测检测重点发展的八大领域包括：食品、环境、消费品（通过海外战略并购争取进入海外主流零售商和品牌商名录）、电子科技、医药、交通（包括汽车、轨交和航空等）、工程（包括工程监理、项目管理咨询等方面）、计量等，对于之前较弱势的华安和艾普加大整顿，包括更换领导人等；2) 精细化考核，加大业绩考核力度：推行矩阵式管理方式，细化到实验室层面精细化考核，2018 年实施员工持股和股权激励，2019 年全面将严格执行奖金与预算利润挂钩；3) 重视运营效率提升，重视投资回报分析，加强现有设备/土地/人工等资源在实验室间有效分配，提升人均产值和运营效率；4) 实验室系统升级和内部协同效应，主要是食品和环境领域加大收入和成本的匹配程度，加强内部分包和实验室协同；5) 重视文化建设和人才培养体制。

图表59：华测检测管理优化的主要战略举措

提升运营效率	提升人均产值：加强固定资产预算管理	提升效率：公司成立OE部门	提升实验室产能利用率：全国调配员工和设备数量	加强各个子公司间的协同	加强预算管理：作为奖金考核指标
提升投资回报率及采购效率	调整2018装修和新实验室投资预算及审批权限	大额投资需要有投资回报分析及后期考核方案	扩大集采范围	设定一定的固定资产投资占比	梳理子公司协同，考虑合并和提升
改善应收和费用匹配及现金流	推进新版Lims在各实验室的实施	尽快开票，尽快催款	组织专人对已计提坏账的应收账款集中催款	与主要供应商重谈采购合同，加大对上游占款	
明确战略选择	聚焦战略事业部和产品线，集中资源发展	并购利润率高、现金流好，协同效应强的领域	并购关注海外消费品	并购关注海外电子科技	关注国有改制机会

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

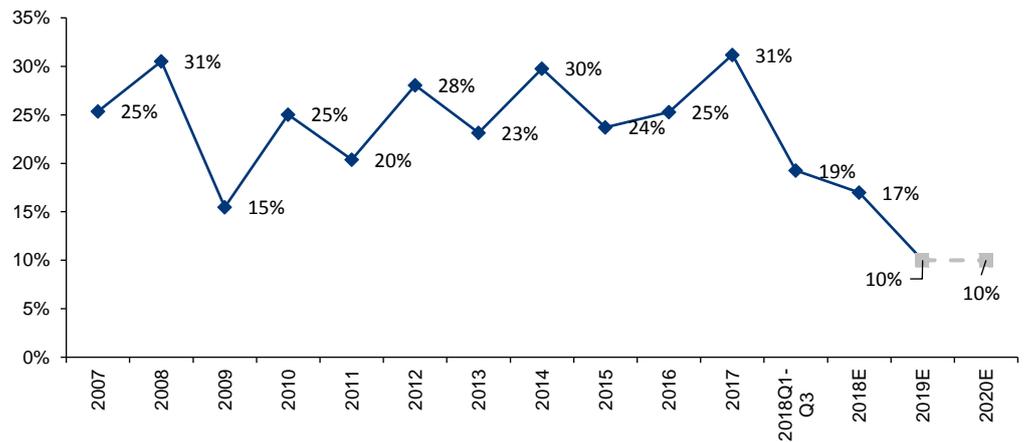
图表60：华测检测 2018 年 6 月以来开展第二期员工持股和股权激励

项目	第二期员工持股计划	股票期权
首次公告时间	2018年7月24日	2018年11月27日
规模	2200万元	最终授予2065万股（CEO 300万股），行权价格6.13
参与人数上限	22人（其中：董监高3人）	38人（其中：董监高7人）
人均出资规模	100万元	-
杠杆	无	-
考核要求	无	三个行权条件2018/2019/2020年归母净利润分别达到2.4/3.0/3.6亿元，或2018年-2020年累计达到10亿
摊销费用		2018-2021年摊销费用分别为94/1087/638/344万元
锁定期	锁定期为12个月	自授予日起12-24个月/24-36个月/36-48个月行权比例分别为30%/30%/40%
实施进展	2018年12月11日完成股票购买，成交金额合计1999万元，成交价格为6.2元/股。	2018年12月26日完成授予

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018年起告别粗放扩张，追求长期稳健可持续增长。华测检测的资本开支主要用于构建固定资产和无形资产，以采购实验室设备为主，2018年公司用于自建的资本开支速度出现明显放缓，2018年前三季度自建资本开支占收入的比重降为19%，我们预计远期公司自建资本开支占收入比重大体维持在10%。18年有意降低资本开支速度，告别粗放扩张时代，19年起加强投资预算考核，优选实验室投资方向，进行投资回报率考核，有利于保障公司长期稳健增长。

图表61： 华测检测自建资本开支/收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

18年利润率拐点显现，随着管理效应逐步发挥效果，将开启向上通道。2016和2017年华测检测仅有1.1和1.3亿净利润，大幅低于市场预期。原因包括：1) 新增实验室较多，新增实验室处于亏损阶段；2) 石化检测领域的并购标的华安计提大额坏账损失；3) 计提商誉减值较多（商誉减值计提16年5200万元，17年1162万元）；4) 17年公司对瑞欧丧失控制权，不再纳入17年报表。2018年起公司将步入业绩拐点，主要原因：1) 降低资本开支，前期投入实验室逐步成熟；2) 加强精细化管理，人均产值提升；3) 华安减亏，在我们较保守的盈利预测下，公司2018-2020年的净利率分别为9.6%/11.5%/12.5%。考虑到中国人均收入较低，因此人工成本/收入比例会低于发达国家水平，预计随着产能利用率的提升，净利率有望达到15%左右水平。

图表62： 华测检测利润率变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表63： 华测检测、SGS、国检利润率比较

项目	华测远期目标 (假设)	SGS平均 (1997- 2018)	华测 (2013-17 平均)	国检 (2013-17 平均)
员工薪酬/收入	36.0%	50.0%	35.8%	33.9%
折旧摊销减值/收入	6.0%	4.7%	7.8%	5.3%
其他经常相关成本+费用等/收入	39.0%	32.0%	42.1%	39.3%
经常性利润率平均	19.0%	13.3%	14.3%	21.5%
综合所得税率	18.0%	24.0%	21.1%	15.1%
综合税后利润率	15.6%	10.1%	11.3%	18.3%
人均产值 (万元人民币)		52	31	39
人均工资 (万元人民币)		26	11	13
人均毛利 (万元人民币)		26	20	26

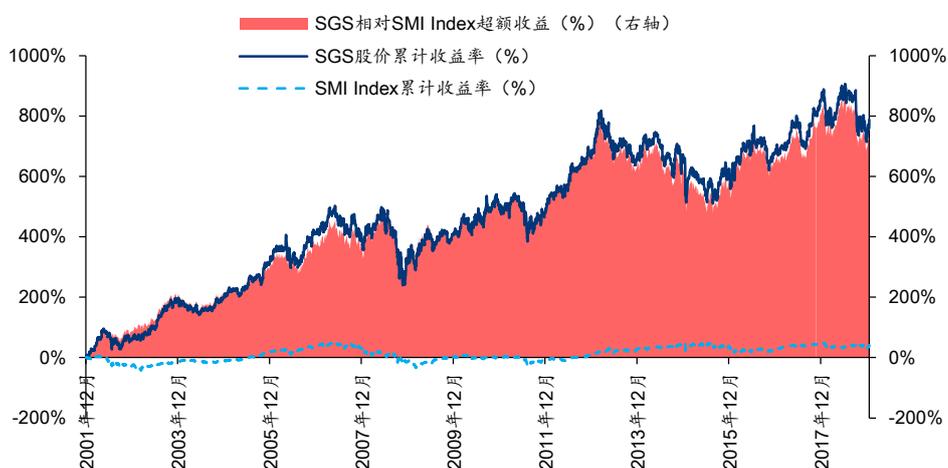
资料来源：公司公告，华泰证券研究所 注：折旧摊销减值只考虑经常性坏账损失，不考虑商誉等非经常性影响

投资价值：盈利质量高，长期投资价值显著

SGS：高成长期+分红提升期带来显著超额收益

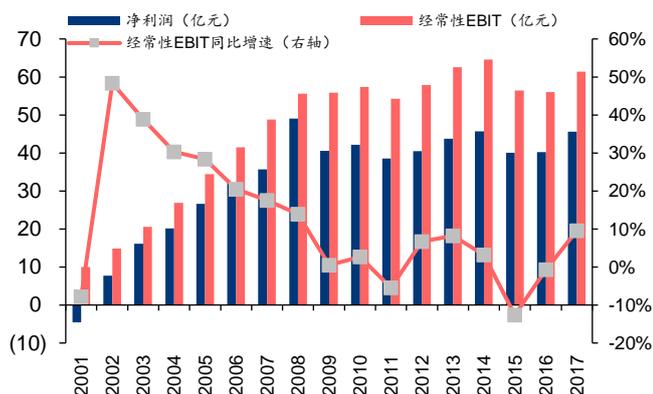
2000年以来，SGS超额收益显著增加的阶段包括：**1) 2002-2008：利润快速增长阶段；2) 2009-2011：分红比例提升阶段；3) 2012-2013：利润较快增长阶段。**以2001年底股价为基数，截至19年1月18日，公司股价累计上涨789%，年化回报率为13%，相比SMI Index累计超额收益为748%，年均分红收益率达3%，是非常优质的长期投资标的。其中2002年-2008年累计超额收益显著（从2001年底到2008年底SGS最高累计收益率493%，最高累计超额收益率480%，出现在2008年6月），主要因为公司2002年初上任的CEO采取的一系列管理举措取得效果，同时宏观经济环境较好，盈利能力迅速提升（经常性EBIT利润率从6%提升到17%），而2008年开始受全球经济危机影响股价有所震荡，2009-2011年股价再次攀高，主要后受益于分红比例提升（从40%-50%提升至80%-90%水平）。

图表64：SGS历史股价表现图



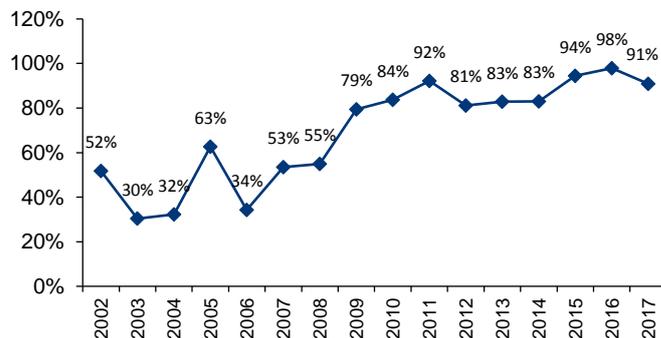
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表65：净利润增长（亿元，%）



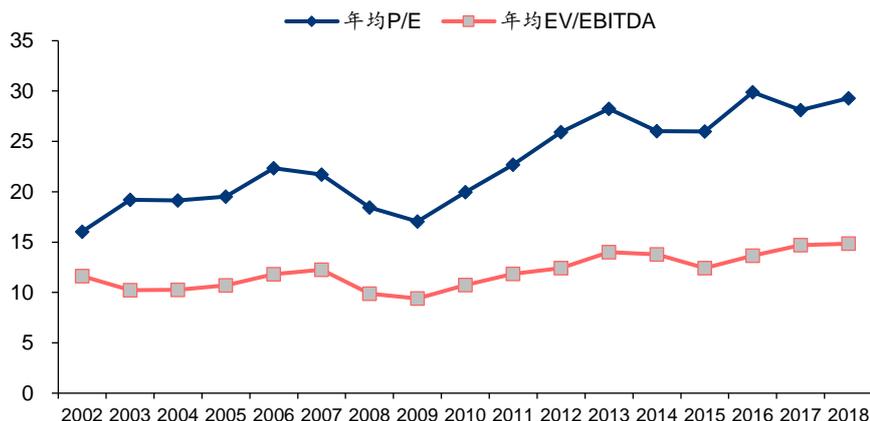
注：2017年报披露人民币/瑞郎平均汇率为0.1457，以2017不变汇率计算
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表66：分红比例（%）



注：2017年报披露人民币/瑞郎平均汇率为0.1457，以2017不变汇率计算
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表67： 估值变化



资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

华测检测：2018 迎利润率向上拐点，超额收益显著增加

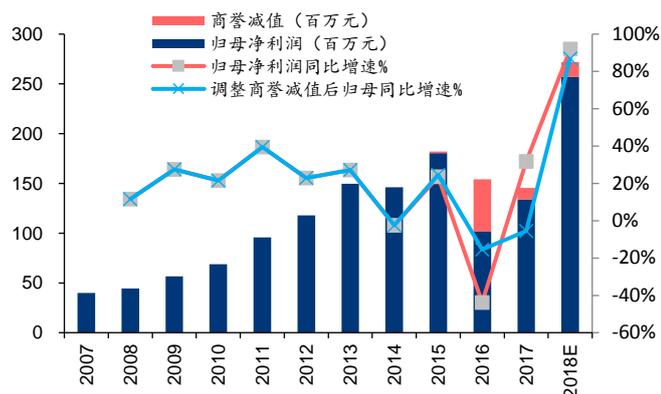
受益于利润率拐点+管理改善，华测检测 2018 年相对收益显著。华测 2010-2013 年相对创业板收益稳健增长（2010 年 6 月到 2013 年 10 月相对创业板累计超额收益达 122%），但 2014 年 3 月由于重要创始团队成员离职，2014 年大幅跑输创业板指数，2015 年初受牛市情绪推动及 6 月后续股灾影响，公司 beta 较高，股价发生大幅波动，2016 年前三季度公司业绩稳中有升，录得相对正收益，但 2016Q4-2017 由于：1) 华安的坏账+商誉计提；2) 扩张过快，管理粗放，产能利用率较低，造成业绩持续低于预期，同时，叠加 17Q4 瑞欧失控引发市场对公司并购整合能力的担忧，公司股价表现一直较弱。从 2018 年一季度开始，由于市场逐步意识到 2018 年在资本开支放缓，加大利润考核背景下，有望迎来业绩拐点，同时，6 月份申屠总的加盟让公司管理改善预期再次加强，随后报表呈现出积极变化，华测检测 2018 年全年相对收益显著，达到 76%。

图表68： 华测历史股价表现图



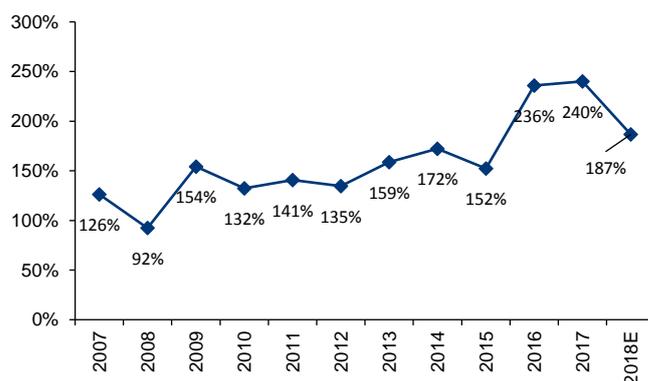
资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

图表69: 净利润增长 (百万元, %)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表70: 经营性现金流量净额/调整商誉减值后净利润



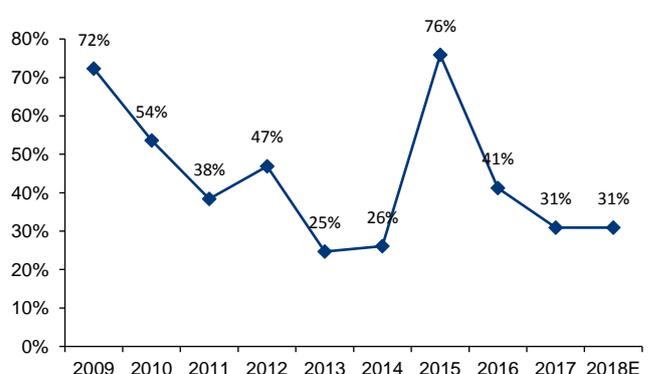
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表71: 经营性现金流 vs 投资性现金流 vs 分红 (百万元)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表72: 分红比例 (%)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

看好华测检测长期投资价值, 维持买入评级。中国检测行业远期空间广阔 (根据认监委统计, 2017 年检测行业市场规模 2377 亿元, 16-17 年保持约 15% 的同比增速), 龙头易守难攻, 华测目前是国内唯一实现全下游检测领域覆盖的民营检测公司, 18 年市占率不到 2%, 叠加检测行业规范化管理+品牌效应加强, 同时, 消费品、电子科技等领域海外并购机会多, 与国内业务协同强, 看好华测远期内生增长潜力。目前国内/国外可比公司 19PE 均值 25x/20x, 与国内可比公司比, 考虑到华测检测是国内唯一实现全下游检测领域覆盖的民营检测龙头, 抗风险性强, 经营性现金流充裕, 和海外可比公司比, 成长性突出, 认可享受一定估值溢价, 维持公司目标价为 7.36-7.82 元 (19 年 32-34x 目标 PE), 维持“买入”评级。

图表73: 可比公司 EV/EBITDA 估值 (其中华测检测为我们预期) (2019/2/12)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EBITDA (亿元)				EV/EBITDA				EV(亿元)
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
300572.SZ	安车检测	49.48	60	0.5	0.9	1.4	1.9	128x	63x	41x	30x	58
601965.SH	中国汽研	8.29	80	4.4	5.4	5.5	6.9	15x	13x	12x	10x	69
300215.SZ	电科院	6.03	46	3.1	4.1	0.0	0.0	17x	13x			54
603060.SH	国检集团	23.30	51	1.7	1.8	2.3	2.9	30x	27x	21x	17x	49
平均值				2.4	3.1	2.3	2.9	48x	29x	25x	19x	58
ERF FP	eurofin	2,389	424	30.9	34.7	54.6	65.7	20x	18x	12x	10x	629
SGS	sgs	16,584	1,266	85.7	91.9	109.8	118.4	17x	16x	14x	13x	1,495
ITRK LN	intertek	44,687	721	36.1	40.7	44.5	48.2	19x	17x	15x	14x	679
BVI	BVI	149	660	62.1	61.9	67.2	71.1	14x	14x	13x	12x	868
平均值*				53.7	57.3	69.0	75.8	18x	16x	13x	12x	918
300012.SZ	华测检测	7.57	125	3.54	3.89	5.51	7.45	35x	32x	23x	17x	125

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表74: 可比公司 P/E 估值 (其中华测检测为我们预期) (2019/2/12)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				P/E			
				2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
300572.SZ	安车检测	49.48	60	0.41	0.65	1.01	1.35	121x	76x	49x	37x
601965.SH	中国汽研	8.29	80	0.35	0.39	0.42	0.52	24x	21x	20x	16x
300215.SZ	电科院	6.03	46	0.09	0.17			144x	55x		
603060.SH	国检集团	23.30	51	0.53	0.66	0.87	1.04	67x	33x	27x	22x
平均值								89x	46x	32x	25x
ERF FP	eurofin	2,389	424	78.40	92.01	112.85	152.09	30x	26x	21x	16x
SGS	sgs	16,584	1,266	482.39	555.28	685.46	745.83	34x	30x	24x	22x
ITRK LN	intertek	44,687	721	13.67	15.37	17.16	18.48	33x	29x	26x	24x
BVI	BVI	149	660	5.58	5.35	7.37	7.90	27x	28x	20x	19x
平均值*								31x	28x	23x	20x
300012.SZ	华测检测	7.57	125	0.06	0.08	0.16	0.23	124x	94x	48x	32x

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

风险提示

利润率提升速度不及预期：2018 年华测检测步入利润率拐点，但是利润率提升的速度受多因素影响，包括：政策监管力度、内部管控效果实际落地情况等多方面影响，利润率提升速度存在不达预期风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com