

战略调整执行到位，降本增效助检测龙头行稳致远

——华测检测年报点评

年报点评报告

郭泰 (分析师) 021-68865595 guotai@xsdzq.cn 证书编号: S0280518010004	何宇超 (分析师) 021-68865595 heyuchao@xsdzq.cn 证书编号: S0280518080001	陈皓 (分析师) 010-83561000 chenhao1@xsdzq.cn 证书编号: S0280518110001
--	---	--

● 2018 年业绩爆发增长，经营质量大幅改善，维持“推荐”评级

公司 2018 年实现营收/净利润 26.8/2.7 亿元，同比增长 27%/102%，扣非后净利润增长 98%，经营性净现金流达到 6.84 亿元 (+96%)，经营质量大幅改善。我们认为受益于前期布局的实验室逐步进入收获期和内部经营效率提升，公司利润弹性将继续释放，调整 2019-2021 年归母净利润为 3.86 (+0.16) /5.10 (+0.26) /6.70 亿元，维持“推荐”评级。

● 各块业务均保持增长，毛利率止降回升，环境食品汽车等领域高速发展：

受益于各行业对产品质量管控趋严和检测行业市场化改革进度加快，检测市场需求持续增长，公司凭借较强品牌公信力、完善的网点布局等优势持续提升市场份额，其中环境、食品、汽车、CRO 等子板块保持高速增长。整体来看，生命科学/工业品/消费品/贸易保障实现营收 14/5/3.9/3.7 亿元、分别增长 39%/16%/17%/12%，由于业务结构的优化和实验室规模效应的显现，综合毛利率 7 年来首次回升，同比提升 0.43pct 至 44.8%。

● 战略调整执行到位，阶段性放缓资本开支，降本增效效果显著：

检测行业具有先发优势，公司前期通过大量建设实验室和并购，以拓宽业务范围和增强品牌公信力，从 2018 年开始放缓资本投入、推行精细化管理、突出利润导向。全年资本支出下降 33%、固定资产+在建工程增加 11%、员工数增长 12%，均大幅低于收入增速，降本增效效果显著，净利润率/ROE 提升 4.04pct/4.56pct 至 10.54%/9.94%，人均产值达到 32 万/年 (+14%)。

● 对标海外龙头仍有较大空间，看好公司打造检测行业百年老店：

全球三大检测企业 (SGS、BV、Intertek) 成立时间超过百年，收入规模均突破 200 亿元，在营收利润规模、覆盖领域、管理水平等方面均大幅领先国内企业。公司作为国内进入检测行业最早、目前规模最大的民营企业，人均产值、资产负债率、经营效率均还有较大提升空间。随着优秀管理人员的加盟，和公司内部优化的持续推进，我们预计公司 2020 年人均产值有望突破 35 万/年，净利润率提升到 13%-14%，稳步打造成检测行业百年老店。

● 风险提示：政策推进进度较慢，并购整合的不确定性，商誉减值风险。

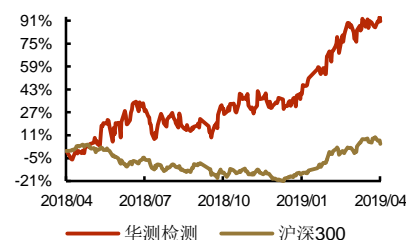
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,118	2,681	3,353	4,156	5,088
增长率(%)	28.2	26.6	25.1	23.9	22.4
净利润(百万元)	134	270	386	510	670
增长率(%)	31.9	101.6	43.0	32.2	31.3
毛利率(%)	44.4	44.8	45.3	46.0	46.9
净利率(%)	6.3	10.1	11.5	12.3	13.2
ROE(%)	5.4	10.2	12.8	14.8	16.6
EPS(摊薄/元)	0.08	0.16	0.23	0.31	0.40
P/E(倍)	112.6	55.9	39.1	29.6	22.5
P/B(倍)	6.1	5.6	5.0	4.3	3.7

推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.04.25
收盘价(元):	9.1
一年最低/最高(元):	4.36/9.58
总股本(亿股):	16.58
总市值(亿元):	150.84
流通股本(亿股):	15.03
流通市值(亿元):	136.79
近 3 月换手率:	89.26%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.87	12.45	86.99
绝对	1.45	36.23	89.94

相关报告

- 《三季度延续高速增长趋势，产能逐步释放大幅改善现金流》2018-10-23
- 《前期布局逐步进入收获期，二季度经营改善明显》2018-08-20
- 《行业趋势仍在路上，经营改善已在路上》2018-07-12
- 《总经理增持彰显信心，管理提升带来更大想象空间》2018-07-02
- 《行业领军人物强势加盟，检测王者如虎添翼》2018-06-04

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1684	1948	2091	2207	2600	营业收入	2118	2681	3353	4156	5088
现金	653	808	732	752	870	营业成本	1178	1480	1836	2242	2699
应收账款	428	504	633	776	892	营业税金及附加	8	9	10	12	15
其他应收款	39	0	112	32	144	营业费用	401	506	567	673	814
预付账款	36	39	57	62	84	管理费用	331	181	500	603	712
存货	10	15	10	20	16	财务费用	8	22	10	11	9
其他流动资产	517	583	548	565	594	资产减值损失	55	50	23	37	51
非流动资产	1833	2112	2429	2718	3029	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	27	95	163	231	300	投资净收益	2	44	31	7	4
固定资产	1074	1153	1356	1568	1792	营业利润	174	315	438	584	791
无形资产	118	144	156	165	174	营业外收入	16	12	18	19	1
其他非流动资产	614	720	754	754	763	营业外支出	2	3	2	2	2
资产总计	3516	4059	4521	4925	5628	利润总额	189	323	454	601	790
流动负债	890	1187	1205	1370	1410	所得税	51	41	56	74	97
短期借款	435	508	508	508	508	净利润	138	283	398	527	693
应付账款	174	324	294	462	449	少数股东损益	4	13	12	17	23
其他流动负债	281	355	403	401	454	归属母公司净利润	134	270	386	510	670
非流动负债	89	97	98	98	98	EBITDA	385	592	692	900	1157
长期借款	0	0	1	1	1	EPS(元)	0.08	0.16	0.23	0.31	0.40
其他非流动负债	89	97	97	97	97						
负债合计	979	1285	1303	1469	1509						
少数股东权益	48	57	70	87	110	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	1658	1658	1658	1658	1658	成长能力					
资本公积	44	42	42	42	42	营业收入(%)	28.2	26.6	25.1	23.9	22.4
留存收益	787	1016	1300	1666	2165	营业利润(%)	34.5	80.8	39.2	33.3	35.5
归属母公司股东权益	2490	2717	3148	3369	4010	归属于母公司净利润(%)	31.9	101.6	43.0	32.2	31.3
负债和股东权益	3516	4059	4521	4925	5628	获利能力					
						毛利率(%)	44.4	44.8	45.3	46.0	46.9
						净利率(%)	6.3	10.1	11.5	12.3	13.2
						ROE(%)	5.4	10.2	12.8	14.8	16.6
						ROIC(%)	4.7	8.7	11.2	13.2	15.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	27.8	31.6	28.8	29.8	26.8
						净负债比率(%)	-8.5	-10.8	-7.2	-6.8	-8.6
						流动比率	1.9	1.6	1.7	1.6	1.8
						速动比率	1.9	1.6	1.7	1.6	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
						应收账款周转率	5.6	5.8	5.9	5.9	6.1
						应付账款周转率	9.3	5.9	5.9	5.9	5.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.08	0.16	0.23	0.31	0.40
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.39	0.31	0.42	0.52
						每股净资产(最新摊薄)	1.50	1.64	1.84	2.09	2.46
						估值比率					
						P/E	112.6	55.9	39.1	29.6	22.5
						P/B	6.1	5.6	5.0	4.3	3.7
						EV/EBITDA	39.0	25.2	21.7	16.7	12.9

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	349	684	516	689	860
净利润	138	283	398	527	693
折旧摊销	189	262	230	291	361
财务费用	8	22	10	11	9
投资损失	-2	-44	-31	-7	-4
营运资金变动	-41	88	-100	-132	-198
其他经营现金流	58	74	8	-1	-1
投资活动现金流	-759	-422	-525	-571	-666
资本支出	661	445	304	198	257
长期投资	-18	-83	-68	-67	-68
其他投资现金流	-117	-61	-289	-441	-477
筹资活动现金流	138	-3	-67	-97	-76
短期借款	188	73	0	0	0
长期借款	-4	0	1	0	0
普通股增加	820	0	0	0	0
资本公积增加	-823	-2	0	0	0
其他筹资现金流	-44	-74	-68	-98	-76
现金净增加额	-275	262	-76	20	118

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

郭泰，首席机械行业分析师，上海交通大学硕士，证券从业经验6年，2017年12月进入新时代证券研究所。2013-2017年曾先后就职于中信建投证券和国泰君安证券，任机械行业分析师。2014年新财富军工行业第1名团队成员，2015年新财富机械行业第6名，2016年金牛奖装备制造业第3名，2017年新财富机械行业入围。

何宇超，机械行业分析师，北京航空航天大学工学学士，同济大学MBA，5年国产大飞机研制经历，2年机械行业研究经验，曾先后就职于中国商飞、光大证券，2018年1月进入新时代证券研究所。

陈皓，机械行业分析师，清华大学工学学士及硕士，2年机械行业研究经验，2018年3月进入新时代证券研究所，2017年卖方分析师水晶球奖机械行业第6名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>