

## 华测检测 | 300012 CH

中国检测、检验与认证市场的先行者

- ▶ 中国检测、检验与认证行业市场化的受益者
- ▶ 盈利进入加速期、充沛的现金头寸
- ▶ 我们首次覆盖华测检测并给予公司优于大市评级以及13.5人民币的贴现现金流目标价

**全国最大的民营综合性检测服务企业。**根据2018年收入计算，华测检测为中国最大的民营综合检测检验服务提供商。公司在数个细分领域拥有第一的市场份额，包括环境、食品和汽车检测板块。随着社会发展，公众对质量、健康、安全和环境(QHSE)等一系列领域的意识逐步提高，政府对该领域监管力度亦日益增加。我们认为这一趋势加上促进检测、检验与认证服务市场化的利好政策，有利于行业中具规模的非国有企业，尤其作为行业中最大的民营综合性服务商华测检测的长期发展。我们认为华测检测的领军地位有助其继续提高市场份额。华测检测亦可被视为投资中国日渐庞大的环保市场一个另类的选择。

**盈利进入加速期。**经过快速并购扩产和2018年新管理层申屠总裁(全球最大检测、检验与认证企业SGS集团前高管)的到来，华测检测逐渐将其战略发展方向从营造创收调整为追求盈利增长。我们预计公司将通过不断优化客户群体和产品结构、提高实验室利用率以及加强业务部门之间的协同性等措施，在2019-2021F年期间实现从上到下的利润率扩张。我们预测2018-2021F年华测检测的收入/核心利润年复合增长率为24%/34%，对比2015-2018年28%/13%的年复合增长率。

**良好的财务基础和不断增长的自由现金流。**华测检测拥有维持健康资产负债表和现金流的良好记录。公司在过去五年中均持有净现金头寸，以及除了2017年受较大的资本开支影响外，其余时间正向的自由现金流。我们预计公司在2018-2021F期间将实现16%的经营现金流复合年增长率，而可控的资本开支可望带动同期实现14%的自由现金流复合年增长率。

**首次覆盖并给予优于大市评级以及13.5人民币的贴现现金流目标价。**我们的目标价意味着18%的潜在上行空间。根据我们对2020年核心每股盈利预测，公司对应的市盈率为36倍，介于过去五年历史平均值和高于平均值一个标准差之间。我们相信公司短期估值可望继续受到乐观的盈利预期、良好的现金状况和充足的流动性的支持。股价催化剂包括优于预期的盈利增速以及富有正面价值的并购活动。

### 预测与估值

截至12月31日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
收入(百万人民币)	2,118	2,681	3,350	4,158	5,103
同比增长(%)	28.2	26.6	24.9	24.1	22.7
净利润(百万人民币)	134	270	403	537	687
同比增长(%)	31.9	101.6	49.2	33.4	27.9
稀释每股盈利(人民币)	0.08	0.16	0.24	0.32	0.41
同比增长(%)	33.2	101.6	46.9	33.4	27.9
市盈率(倍)	141.1	70.0	47.6	35.7	27.9
每股股息(人民币)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.10
股息率(%)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.9
市净率(倍)	7.6	7.0	6.2	5.5	4.8
股本回报率(%)	5.5	10.4	14.0	16.6	18.5
净负债率(%)	-8.4	-10.7	-19.1	-24.9	-30.1

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 优于大市 (首次覆盖)

现价:

目标价:

**11.40 人民币 ▶ 13.50 人民币**

(截至2019年7月24日)

(首次覆盖)

### 交易数据

52周股价区间	5.10-11.61 人民币
市值(百万)	18,896 人民币 / 2,749 美元
已发行股数(百万)	1,658
流通股数比例(%)	75
3个月平均日成交量(百万股)	17
3个月平均日成交量(百万美元)	24
12个月预期回报(%)	18

资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券预测

### 股价相对深证综合指数



资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券

### 股价表现

股价表现	1个月	3个月	12个月
绝对	8	23	79
相对深证综合指数(%)	9	34	83

资料来源: 彭博通讯社

苏卡

(852) 3911 8242  
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245  
felixlam@ccbintl.com

## 投资亮点

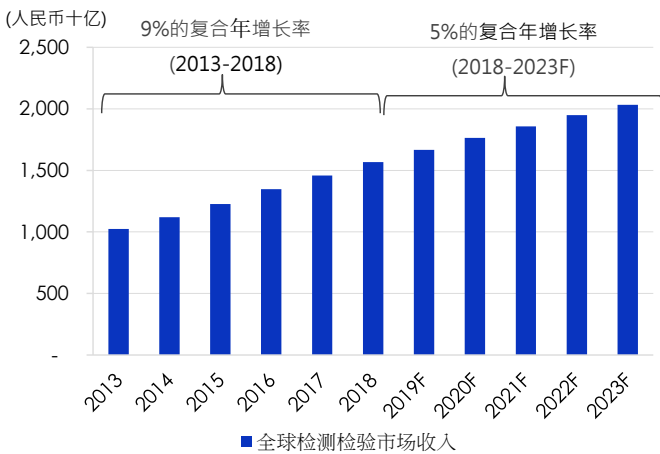
### 更高环境、食品、生产和健康安全公众意识的受益者

我们认为华测检测将受益于公众对环境、食品、工业生产和整体安全问题意识的加强和更严格的政府监管。过去数十年中，社会对安全问题的正视推动了在工程、环保、食品、汽车、电子、电力、医疗保健和农业等多个领域的检测、检验与认证服务需求。

根据国家市场监管局的数据，2013-2018年，中国检测检验市场的收入实现了15%的复合年增长率，到2018年达到2,810亿人民币。根据认证认可检验检测发展“十三五”规划，我国检测、检验与认证行业的收入将在2015-2020F期间实现9%的复合年增长率。到目前为止，前三年的检测检验服务收入已达到16%的复合年增长率，超过了政府的中期目标。我们预计中国检测检验市场的收入在2018-2023F期间将达到11%的复合年增长率，超过全球检测检验市场5%的复合年增长率。作为检测检验领域为数不多提供全面检测服务的公司之一，我们认为华测检测有望成为中国日益增长的检测检验市场的受益者。

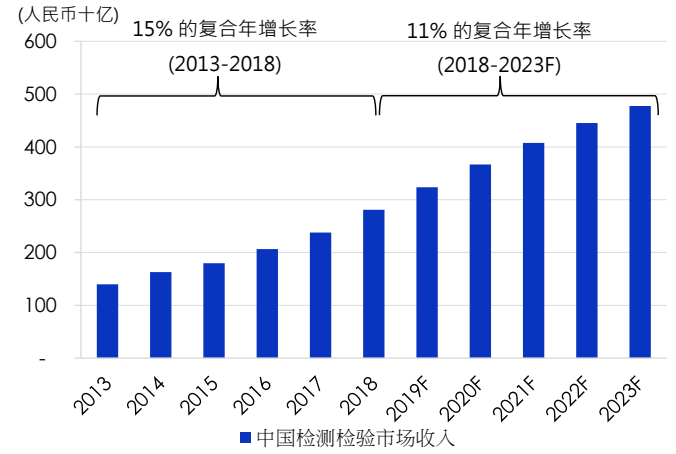
**检测、检验与认证服务行业对GDP的贡献从2014年的0.25%上升到2018年的0.31%**

### 全球检测检验市场温和增长



资料来源: 国际检测认证理事会, 瑞士新苏黎银行, 建银国际证券预测

### 中国检测检验市场更良好的增长前景



资料来源: 国家市场监督管理总局, 建银国际证券预测

### 政策东风有利于非国营企业发展

中国在2003年开始向本地私营企业开放检测、检验与认证市场，并在2005年向海外企业开放市场准入。2010-2013年期间，政府公布了一系列政策，有利于第三方（即外包）企业参与食品、基础设施、环境、医疗保健和贸易领域的检测、检验与认证服务发展。2014年3月，中国政府发表了《关于整合检验检测认证机构的实施意见》，一定程度上为国内检测、检验与认证市场的发展奠定了基础，为行业提供了更平等的竞争环境。由于检测、检验与认证市场的逐步开放，非国营企业在过去三年的市场份额一直稳步上扬，收入增速快于国营企业。基于市场对更加多元化和个性化服务的需求不断增加，政府对进入壁垒的管控放松以及品牌认可度不断提高，我们预计，华测检测和其他私营企业的市场份额相较国营企业将进一步上升。

**私营企业在检测、检验与认证服务市场中的份额从2014年的32%增加到2018年的49%**

### 中国检测检验市场 – 民营企业成为增长引擎

人民币 (十亿)	2014	2015	2016	2017	2018
全国检测检验收入	163	180	207	238	281
增长 (%)	17	10	15	15	18
第三方检测检验收入	68	79	105	132	158
增长 (%)	22	16	32	26	20
民营企业检测检验收入	N/A	33	50	70	93
增长 (%)	N/A	N/A	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>34</b>

资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家认证认可监督管理委员会, 建银国际证券预测

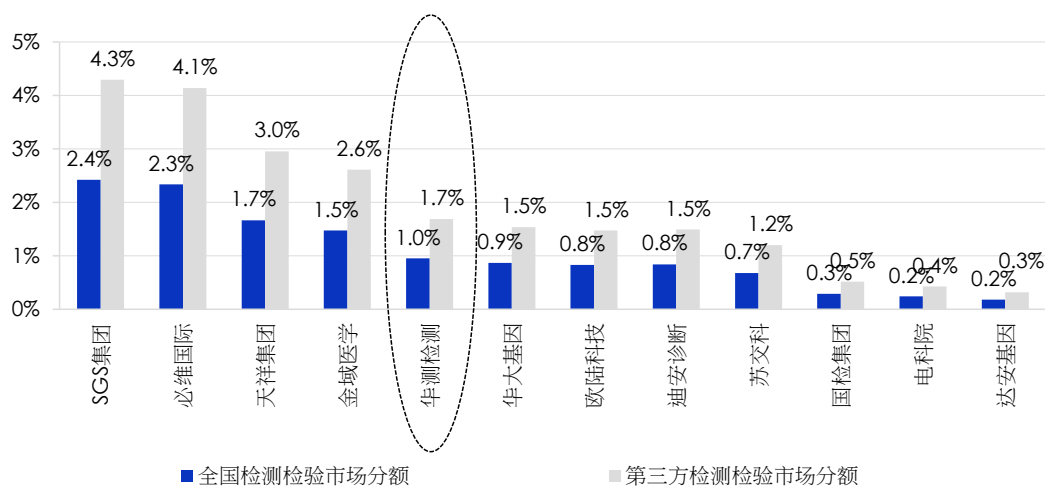
民营企业正在获取更多的检测检验市场份额

### 马太效应: 强者恒强

尽管华测检测已是全国最大的非国营综合性检测服务提供商, 但根据我们的估算, 其 2018 年的市场分额只占整体检测检验市场的 1%, 或第三方/外包检测检验市场的 1.7%。显然中国的检测检验市场仍然高度分散, 前三大公司仅占全国检测检验市场份额的 6%。与全球前三大检测公司加总在全球检测、检验与认证市场 25% 的份额比较仍然偏低。

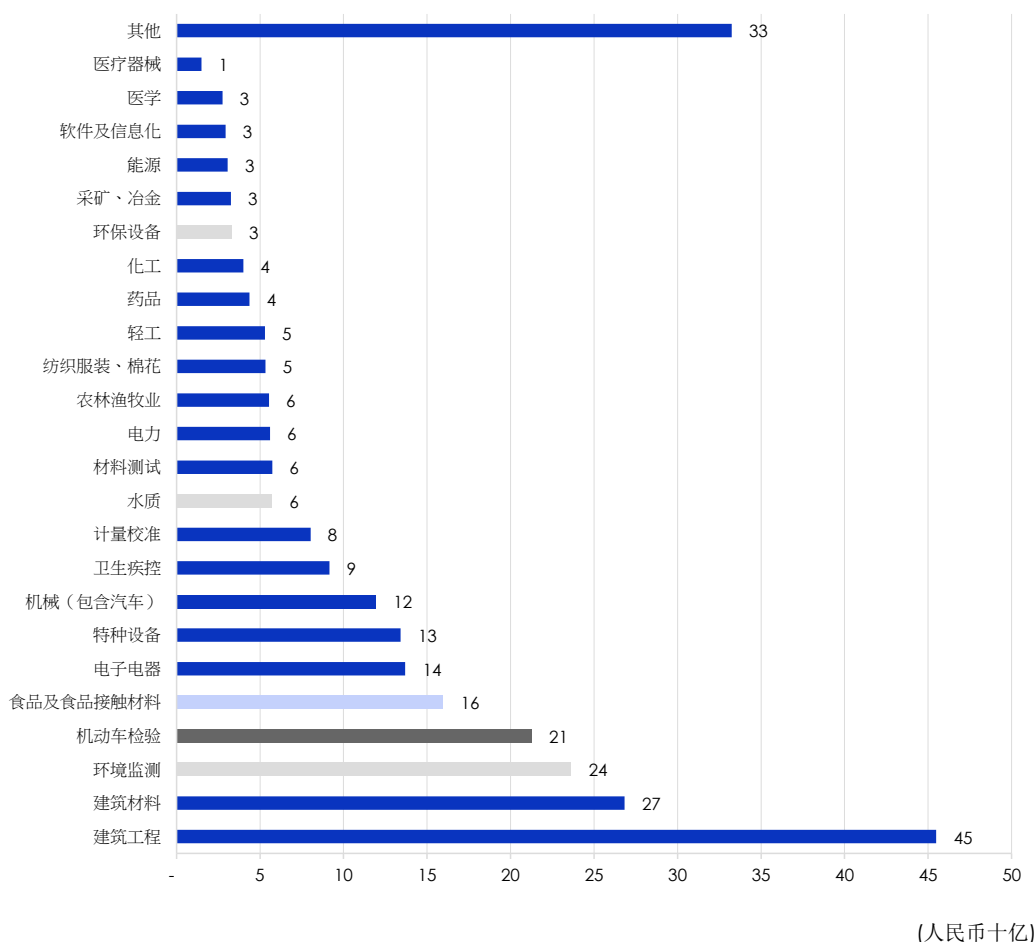
华测检测是国内最大的本地服务提供商, 并在环境、食品和汽车检测等子板块中占有全国第一的市场分额。这三个子板块为中国检测检验市场的前五大重要支柱之一, 加总占公司 2018 年收入的 56%。考虑到公司全球同业的发展历史, 我们观察到行业较普遍的发展模式往往是市场领军者通过市场整合、扩大业务范围和海外扩张, 日渐拥有更大的市场影响力。我们预计华测检测将在政策东风的推动下, 通过利用比竞争对手更好的资金和人力资源沿用同一模式做强做大。

### 华测检测 – 按收入规模计算在中国上市同类企业中占有优秀市场分额 (2018)



资料来源: 国家市场监督管理总局, 公司数据, 建银国际证券预测

工程、环境和机动车辆检测拥有中国最大的检测检验市场收入规模



资料来源: 国家市场监督管理总局

完善的实验室网络布局、全面的服务和营运记录构成竞争差异性

华测检测长期的营运记录、覆盖全国的实验室网络以及全面的服务将公司与其竞争对手的区分开来。由于运输抽查样本的距离长短可影响检测成果的准确度和成本，因此将实验室设立在靠近客户端可提供公司竞争优势。截至 2018 年，华测检测在全国拥有 132 个实验室进行化学、生物、物理、机械和电磁测试。这种广泛且分散的网络布局有助于赢得本地客户需求，同时控制成本。

华测检测为不同行业的广大客户群体提供服务。公司为其业务范畴细分了四大板块，包括贸易保障、消费品、工业和生命科学测试。相较华测检测，许多竞争对手由于缺乏经验、资源和/或规模普遍都只专注于一种或两种的客户群和终端市场。我们认为市场对多元化和定制化的检测服务需求日益增长更有利于华测检测等大型综合检测公司的成长。公司可藉由长达 16 年的运营记录累计的专业知识为客户提供多样化及广泛的服务。这是许多较小的竞争对手或新加入者难以在短时间内复制的模板。通过充分发挥其行业内的先发优势，我们相信公司能够保持其竞争优势，继续扩大在中国检测检验市场的份额。

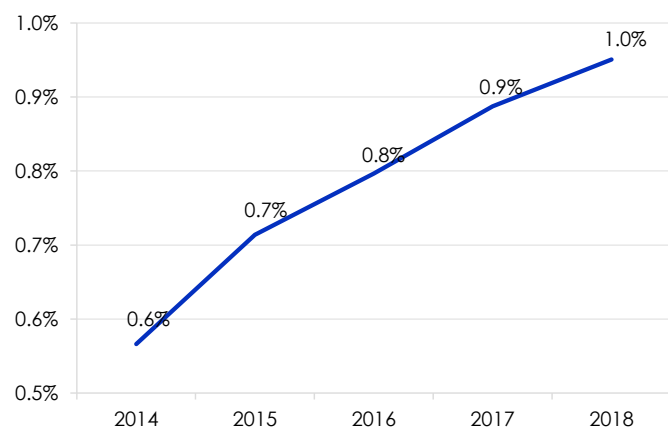
2018 年，环境、食品和汽车行业贡献了 700 亿人民币收入，占中国检测检验市场的 25%

## 华测检测 – 终端市场敞口

业务板块	行业覆盖
贸易保障	- 根据欧盟 ROHS 对铅、汞、镉等多种有害物质作电子材料检测分析、计量校准、认证培训、船舶物质管理、货物鉴定等
消费品	- 电器、玩具及儿童用品、纺织品、鞋类及皮革、半导体、奢侈品、电子商务、汽车材料及零部件等
工业测试	- 建筑和建筑材料、计量校准、数字认证、无损检测 ( NDT )、能源、船舶、房地产、电磁兼容性 ( EMC )、金属/非金属材料 and 电子设备等
生命科学	- 环境监测、海洋环境、食品、农产品、医疗及化妆品、医药、医学监测、CRO 等,

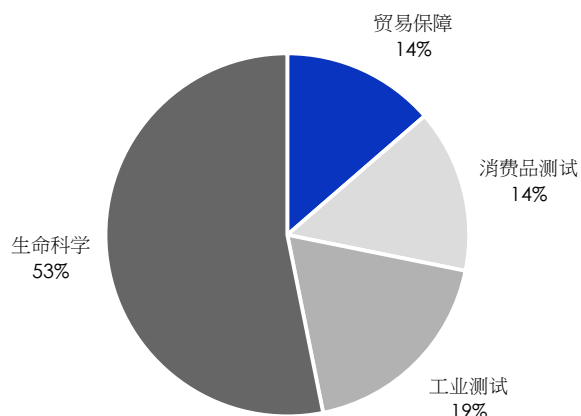
资料来源: 公司数据, 建银国际证券

## 华测检测 – 在中国的检测检验市场份额不断提升 ( 按收入计算 )



资料来源: 国家市场监督管理总局, 公司数据

## 华测检测 – 生命科学为最大收入贡献驱动力 (2018)



资料来源: 国家市场监督管理总局

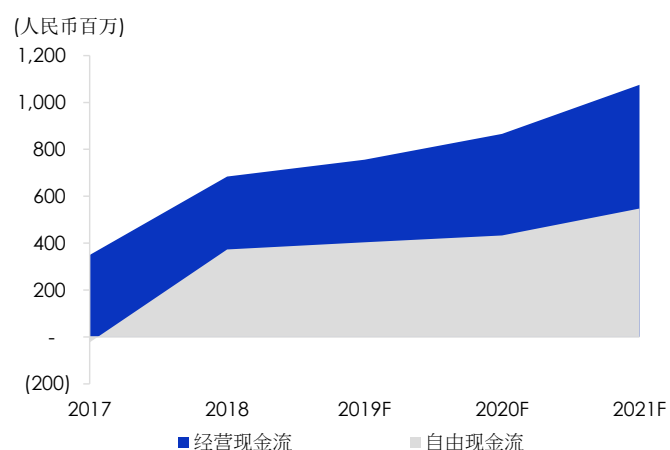
## 质量改善、利润强劲

我们相信华测检测已经进入到盈利加速期，这与公司在 2018 年调整以收入为导向转变为以利润为导向的战略大致一致。达成这一战略的措施包括将员工人数增加速度控制在收入增长的 50%或以下、优化客户群及其产品结构、提高实验室利用率，以及增加各业务和部门之间的协调性和灵活性等。利润增长也成为管理层和员工绩效评估的重要元素，相较于过去以收入增长作考量基准有所改变。随着这些方法的采用，我们预计华测检测将在 2018-2021F 期间实现 34%的核心盈利复合年增长，高于 2015-2018 年期间 13%的复合年增长。

## 富现金流的业务、稳健的资产负债表

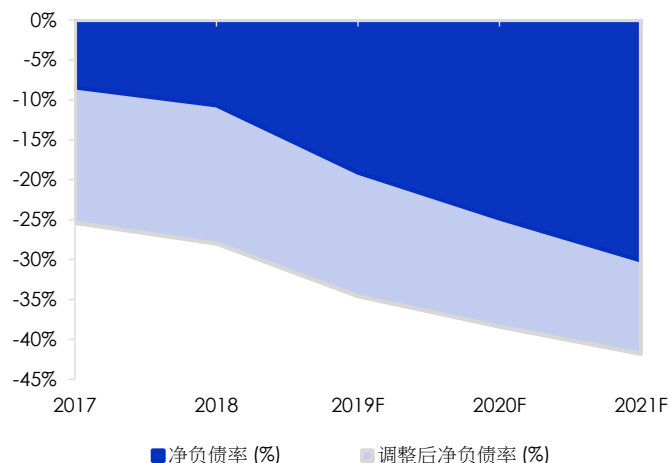
由于收入的产生主要依赖于公司声誉和对品牌的认可，检测、检验与认证服务一般不算是资本密集型行业。华测检测在资金管理和保持健康的财务状况方面拥有着良好的历史记录。2015-2018 年，公司实现了 35%的运营现金流复合年增长，超过同期的净利润增长速度。截至 2018 年底，华测检测持有 2.96 亿人民币净现金头寸或 7.77 亿人民币调整后净现金头寸。基于规范的并购行为并可控的资本开支和良好的现金流生成能力，我们预计公司将在未来数年将继续保持净现金实力，并实现进一步的自由现金流的增加。如果公司一直朝着此方向发展，充裕的现金状况有望为派息提供了更多空间。

### 华测检测 – 自由现金流持续上升



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 净现金头寸更加稳固



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 估值与风险

我们首次覆盖华测检测并给予公司优于大市的评级和 13.50 人民币的目标价，我们的目标价意味着 18% 的潜在股价上行空间。我们采用贴现现金流作为估值方法，与公司一些全球同业采用的估值方法一致。我们的目标价是基于 8.6%的加权平均资金成本和 2%的永续增长率得出。以我们核心稀释后每股盈利预测计算，我们的目标价隐含的 2019/2020F 的市盈率为 56x/42x。股票的短期催化剂包括优于预期的盈利增长和/或富有正面价值的并购。主要风险包括公司声誉/信誉受损、劳动力成本飙升、政策变化和/或管理层相关风险。

## 财务概览 – 华测检测

### 华测检测 – 合并利润表

损益表 (人民币百万)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
贸易保障	327	365	406	450	495
消费品测试	334	390	445	507	578
工业测试	431	500	575	662	754
生命科学	1,026	1,425	1,924	2,540	3,276
<b>总收入</b>	<b>2,118</b>	<b>2,681</b>	<b>3,350</b>	<b>4,158</b>	<b>5,103</b>
营业税金及附加	(8)	(9)	(11)	(14)	(17)
<b>净收入</b>	<b>2,110</b>	<b>2,672</b>	<b>3,338</b>	<b>4,144</b>	<b>5,086</b>
营业成本	(1,178)	(1,480)	(1,755)	(2,156)	(2,632)
<b>毛利润</b>	<b>932</b>	<b>1,192</b>	<b>1,583</b>	<b>1,989</b>	<b>2,455</b>
销售费用	(401)	(506)	(616)	(765)	(938)
管理费用	(149)	(181)	(213)	(252)	(293)
研发费用	(182)	(222)	(277)	(344)	(418)
其他收益	38	60	-	-	-
资产减值损失	(55)	(50)	-	-	-
公允价值变动收益	(2)	37	-	-	-
营业外收入	16	12	12	10	9
营业外支出	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)
<b>营业利润</b>	<b>196</b>	<b>338</b>	<b>486</b>	<b>635</b>	<b>811</b>
利息收入	11	8	9	8	12
财务费用	(19)	(30)	(20)	(9)	(10)
对联营企业和合营企业的投资收益	1	7	9	12	14
<b>税前利润</b>	<b>189</b>	<b>323</b>	<b>484</b>	<b>646</b>	<b>826</b>
所得税费	(51)	(41)	(63)	(84)	(107)
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>283</b>	<b>421</b>	<b>562</b>	<b>719</b>
少数股东损益	(4)	(13)	(19)	(25)	(32)
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>134</b>	<b>270</b>	<b>403</b>	<b>537</b>	<b>687</b>
<b>核心利润</b>	<b>191</b>	<b>283</b>	<b>403</b>	<b>537</b>	<b>687</b>
调整后基本每股盈利(人民币/股)	0.08	0.16	0.24	0.32	0.41
<b>调整后基本每股核心盈利 (人民币/股)</b>	<b>0.12</b>	<b>0.17</b>	<b>0.24</b>	<b>0.32</b>	<b>0.41</b>
调整后每股股利 (人民币/股)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.10

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

华测检测 – 合并资产负债表

合并资产负债表 (人民币百万)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
存货	10	15	14	18	22
应收账款	428	504	512	626	758
应收票据	6	5	5	5	5
预付款项	36	39	39	48	58
其他应收款	42	36	37	45	54
货币资金	653	808	746	1,056	1,427
其他流动资产	508	541	557	585	614
<b>流动资产</b>	<b>1,684</b>	<b>1,948</b>	<b>1,911</b>	<b>2,383</b>	<b>2,939</b>
固定资产	1,237	1,374	1,415	1,498	1,623
无形资产	118	144	157	170	183
商誉	175	171	171	171	171
长期待摊费用	148	185	190	200	210
可供出售金融资产	13	35	35	35	35
长期股权投资	27	95	164	236	310
长期应收款	1	1	1	2	2
投资性房地产	-	36	36	36	36
递延所得税资产	18	27	28	31	34
其他非流动资产	95	44	46	51	56
<b>非流动资产</b>	<b>1,833</b>	<b>2,112</b>	<b>2,245</b>	<b>2,430</b>	<b>2,661</b>
<b>总资产</b>	<b>3,516</b>	<b>4,059</b>	<b>4,156</b>	<b>4,814</b>	<b>5,599</b>
短期借款	435	508	148	170	186
应付票据	0.1	2	2	2	2
应付账款	174	324	359	441	539
预收款项	65	77	85	105	128
应付职工薪酬	153	208	245	289	337
应交税费	38	26	27	29	30
应付利息	1	1	1	1	2
应付股利	0.1	1	1	1	1
其他应付款	21	40	44	54	66
一年内到期的非流动负债	2	-	-	-	-
<b>流动负债</b>	<b>890</b>	<b>1,187</b>	<b>913</b>	<b>1,093</b>	<b>1,291</b>
长期应付款	-	0.5	1	1	1
预计负债	2	2	2	2	2
递延所得税负债	0.2	21	43	56	58
递延收益	87	73	92	114	140
<b>非流动负债</b>	<b>89</b>	<b>97</b>	<b>137</b>	<b>172</b>	<b>201</b>
<b>总负债</b>	<b>979</b>	<b>1,285</b>	<b>1,050</b>	<b>1,265</b>	<b>1,492</b>
股本	1,658	1,658	1,658	1,665	1,673
未分配利润和储备盈余	832	1,060	1,372	1,783	2,302
<b>归属股东权益</b>	<b>2,490</b>	<b>2,717</b>	<b>3,030</b>	<b>3,448</b>	<b>3,974</b>
少数股东权益	48	57	76	101	133
<b>总权益</b>	<b>2,538</b>	<b>2,775</b>	<b>3,106</b>	<b>3,549</b>	<b>4,108</b>
<b>调整后每股账面净值(人民币/股)</b>	<b>1.50</b>	<b>1.64</b>	<b>1.83</b>	<b>2.07</b>	<b>2.38</b>

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测



华测检测 – 合并现金流量表

合并现金流量表 (人民币百万)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
税前利润	189	323	484	646	826
折旧	152	208	249	297	357
摊销	5	7	4	4	5
运营资本变动	(7)	148	76	23	27
递延所得税负债变动	(0)	21	21	13	3
递延所得税资产变动	(2)	(9)	(1)	(3)	(3)
长期股权投资收益	(1)	(7)	(9)	(12)	(14)
已付税款	(51)	(41)	(63)	(84)	(107)
其他	64	34	(6)	(20)	(19)
<b>经营现金流</b>	<b>349</b>	<b>684</b>	<b>756</b>	<b>866</b>	<b>1,075</b>
固定资产资本支出	(355)	(293)	(335)	(416)	(510)
无形资产资本支出	(17)	(18)	(17)	(17)	(17)
长期股权投资	(3)	(60)	(60)	(60)	(60)
其他	(383)	(51)	44	35	28
<b>投资现金流</b>	<b>(759)</b>	<b>(422)</b>	<b>(368)</b>	<b>(458)</b>	<b>(560)</b>
银行贷款变动	185	73	(359)	22	16
其他债务变动	(13)	2	-	-	-
股本变动	820	-	0.2	7	8
已付股息	(42)	(41)	(58)	(91)	(126)
其他	(812)	(36)	(33)	(36)	(42)
<b>融资现金流</b>	<b>138</b>	<b>(3)</b>	<b>(450)</b>	<b>(97)</b>	<b>(144)</b>
期初现金及现金等价物	754	479	740	678	988
现金流变动	(272)	259	(62)	310	371
汇兑变动	(3)	3	-	-	-
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>479</b>	<b>740</b>	<b>678</b>	<b>988</b>	<b>1,359</b>
期末现金及现金等价物 – 资产负债表	653	808	746	1,056	1,427
减: 受限制现金	(174)	(68)	(68)	(68)	(68)
<b>调整后期末现金及现金等价物 – 现金流量表</b>	<b>479</b>	<b>740</b>	<b>678</b>	<b>988</b>	<b>1,359</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>373</b>	<b>403</b>	<b>433</b>	<b>547</b>
<b>调整后每股自由现金流(人民币/股)</b>	<b>(0.01)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.24</b>	<b>0.26</b>	<b>0.33</b>

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 在稳定增长的市场中一个强大的角色

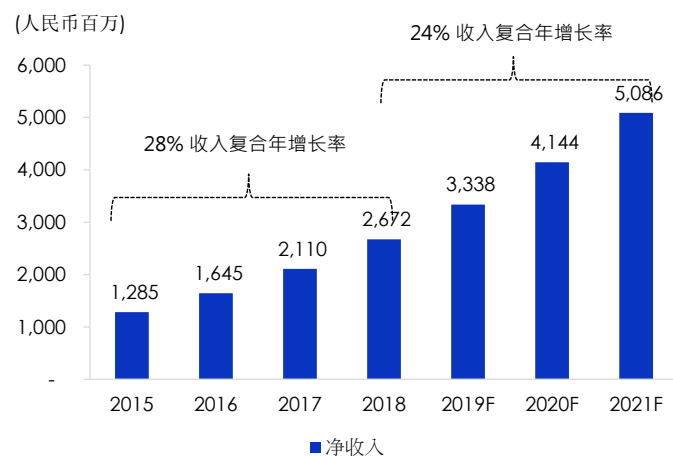
随着时间推移和经济的发展，社会对更好的生活质量和更可持续的环境需求不断加大。为了确保适当的质量(Quality)、健康(Health)、安全(Safety)和环境(Environment)标准和实践，政府的各项政策已经并将继续展开。此举有助对检测、检验与认证服务的需求不断增加，并对华测检测，一个检测领域的本地市场领导者来说无疑为利好。

根据 2018 年的数据，尽管华测检测是中国最大的非国营综合检测服务提供商，但其在全国整体检测检验市场的份额仅为 1%，或占第三方/外包检测检验市场 1.7% 的份额。国内检测检验市场仍然高度分散，前三大公司仅拥有 6% 的市场份额或 11% 的第三方/外包检测检验市场份额。我们认为，华测检测在中国的业务增长潜力可观，其优点是：(1) 在行业的已建立的长期营运业务记录、(2) 全国实验室网络、(3) 服务广泛客户群的能力和 (4) 经验丰富的管理团队。由于华测检测约 30% 的收入来自环境监测检测服务，我们认为公司亦是投资中国日渐庞大的环保市场一个很好的另类选择。

### 以更好的质量成长

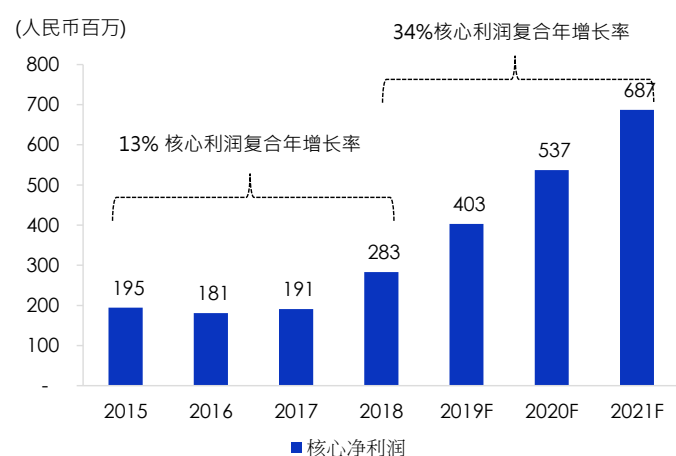
2015-2018 年，华测检测实现了 28% 的收入复合年增长率和 13% 的净利润复合年增长率。我们将较低的净利润增长速度归因于实验室产能快速扩张导致的管理费用上升，以及部分被收购子公司的盈利不及预期所致。基于更有纪律的成本管控、对更高利润产品/客户的开发、以及公司效率提升，我们预计公司的核心利润增长将在 2019-2021F 年加速，并超过其收入增长速度。我们预计 2018-2021F 年的毛利润率和净利润率有望扩张，核心净利润复合年增长率将达到 34%，高于同期 24% 的收入复合年增长率。

#### 华测检测 – 收入保持快速增长



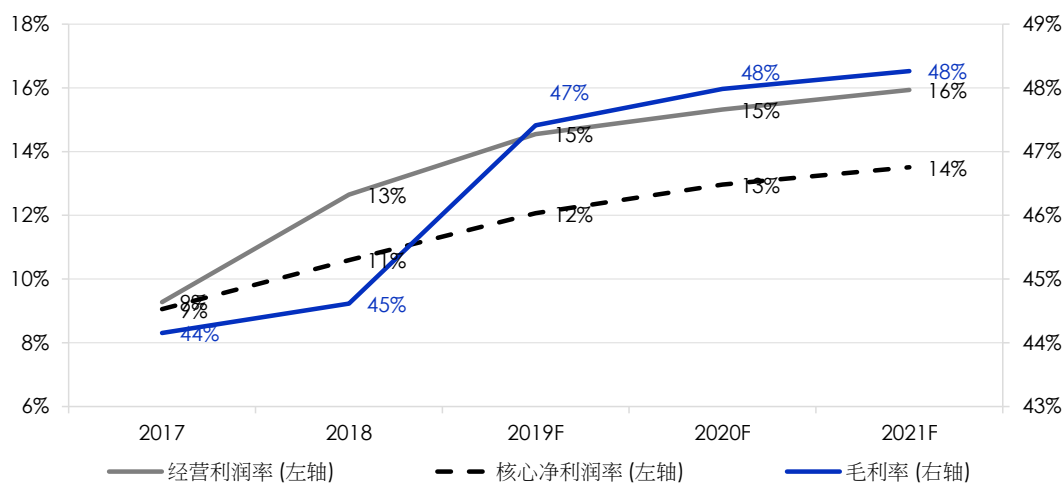
资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

#### 华测检测 – 净利润增速超越收入增速



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 利润率呈上升趋势

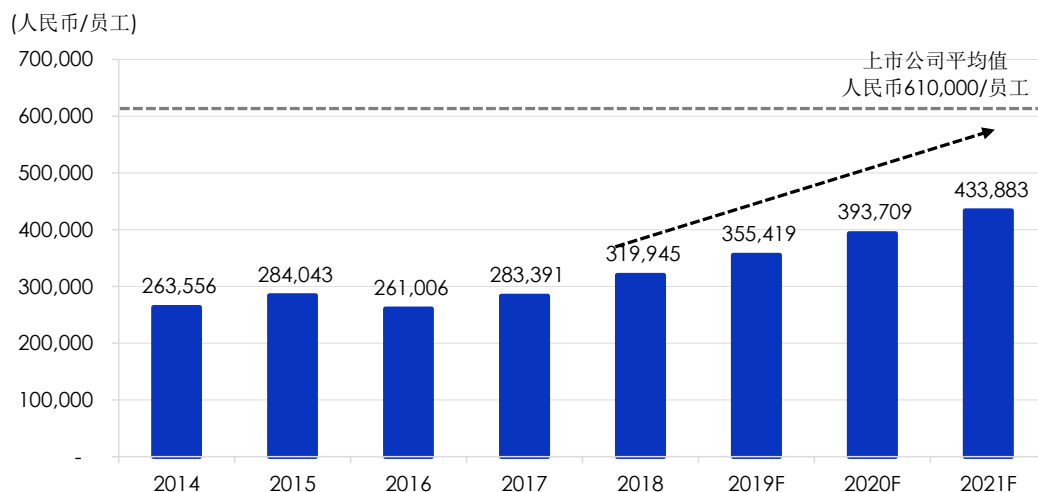


资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 并购活动后的业务优化

过去几年, 公司通过并购方式获得市场份额并扩大了客户基础。这也导致公司的员工和实验室数量在2015-2018年分别以23%和14%的年复合率增长。公司自2018年开始放缓产能扩张速度。公司计划将2019-2021F年员工数量的增长速度控制在收入增长速度的50%或以下。我们估计, 这将提升员工产值, 从每人2018年的319,945人民币增加到2021F年每人433,883人民币。目前, 华测检测全国132个实验室里, 约有50%仍在亏损。随着实验室利用率的逐步提高, 这些实验室有望在三到五年内实现盈利。

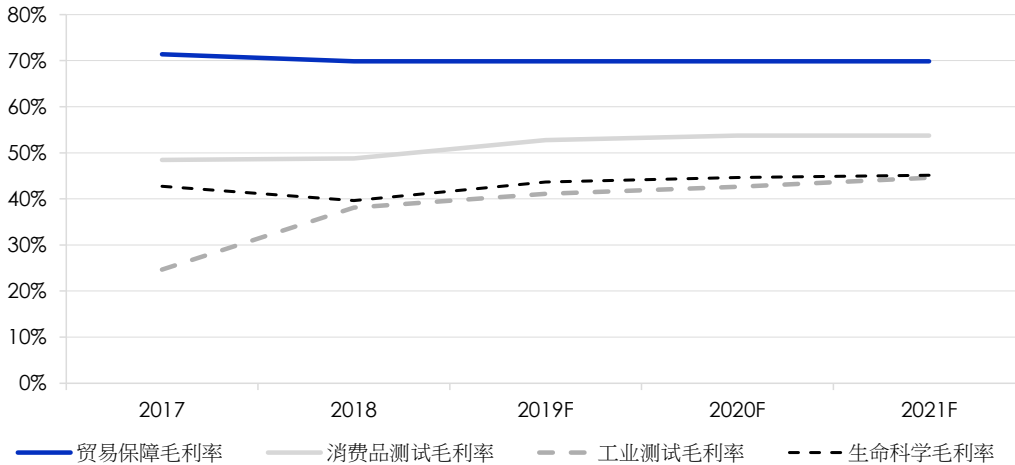
### 华测检测 – 员工产出率逐步提高



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

另一方面，华测检测目标优化其产品类别以及客户基础，以提高公司整体毛利率。公司拥有广泛的终端市场敞口。我们认为，其丰富的客户基础以及在业内已建立的长期声誉有助公司优化其客户基础，开发和定制新产品，以获得更高的毛利率。华测检测计划专注于（1）利润更丰厚/长尾效应（即销量小但种类多，由于总量大加总起来的收益超过主流产品的产品/服务）、（2）优化消费品和食品板块的客户群，以及（3）在工业板块开发新的市场如材料/防火检测服务等。我们预测生命科学、消费品和工业板块在 2019-2021 年期间，毛利率将扩张 5-7%，同时贸易保障板块的毛利率将大致保持稳定。

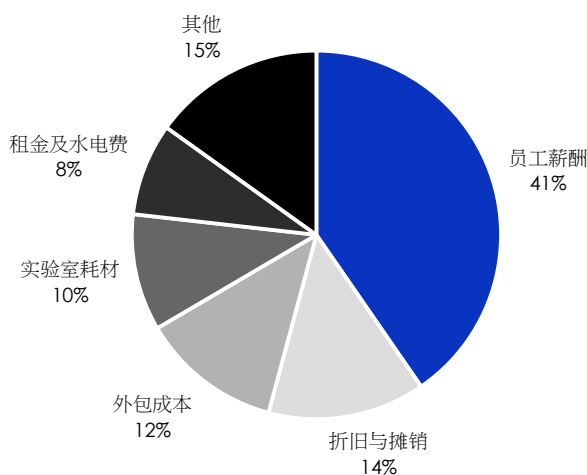
**华测检测 – 生命科学、消费品和工业测试板块毛利率稳步上扬 (2019-2021F)**



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

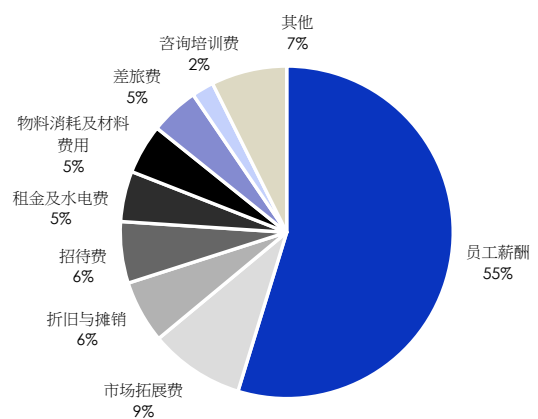
华测检测的利润率自 2018 年以来开始改善，我们认为这是业务精细化管理过程中的早期迹象。我们相信管理层将在未来三年将继续致力提高利润能力。公司的主要直接成本包括员工薪资（41%）、折旧与摊销（14%）、外包成本（12%）和实验室耗材（10%）等，而主要间接成本包括员工薪资（55%）、市场拓展费用（9%）和折旧与摊销（6%）。有鉴于此，控制人工成本及实验室的利用率（因此折旧和其他固定费用）对其至关重要。

**华测检测 – 员工薪资和折旧/摊销为主要营业成本 (2018)**



资料来源: 公司数据

**华测检测 – 员工薪资和市场拓展费用为主要运营支出 (2018)**

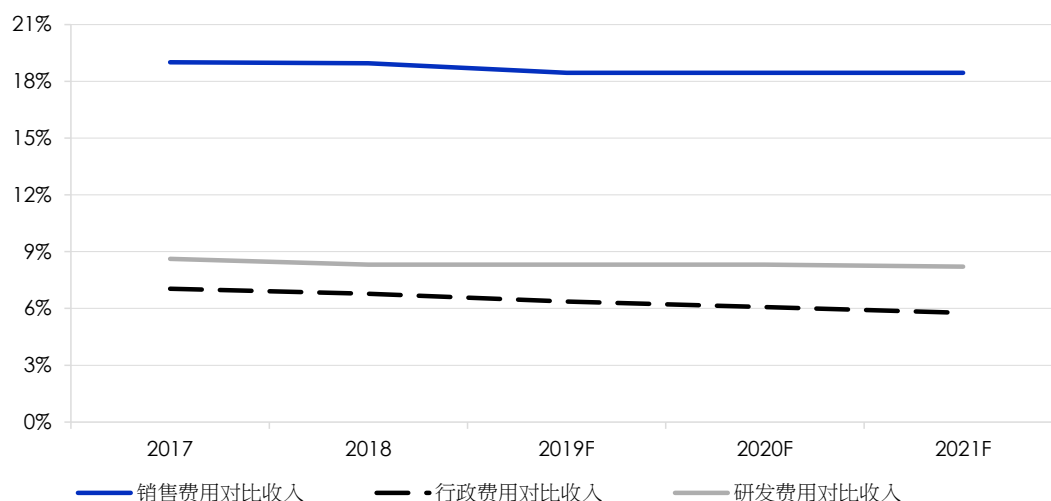


资料来源: 公司数据

## 业务精细化管理为另一改善利润率的部署

除了在毛利润层面采取的措施外，公司还计划通过更灵活地协调实验室和业务线之间的人员和设备来改善运营效率。在不同的细分板块中，我们预计环境检测子板块的运营费用有望节省最多，有鉴于此未来几年整体运营利润率具上升空间。同时华测检测计划处置不良资产、低价值的股权、设备或资质，以改善其资产结构和回报。

### 华测检测 – 更高的营运效率有助节省成本 (2019-2021F)



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 员工考核业绩与利润增长挂钩；股票激励计划为其类工具

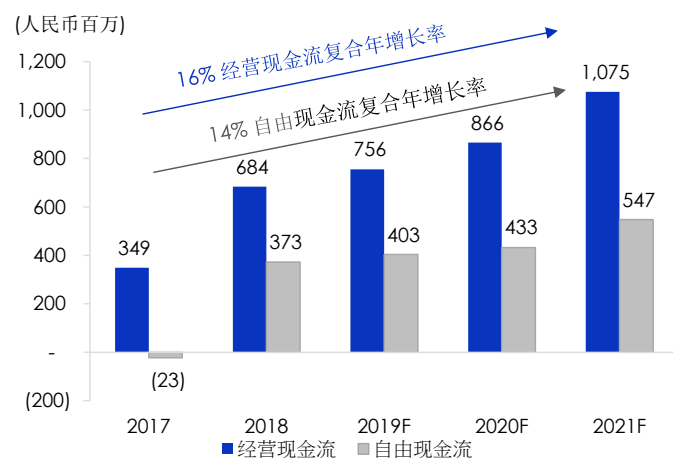
在 2017 年实验室网络布点大致完成以及新管理层申屠总裁的到来后，华测检测于 2018 年调整了其战略发展方向，从追求收入增长转变为强调利润增长。公司开始将利润增长作为考核管理层和员工业绩薪酬的一大关键指标。同时公司共发行了两批股票期权予主要管理层及员工，一批在 2018 年另一批在 2019 年，共计 2500 万股。这些股票期权的行权价为每股 6.13-9.23 人民币，并附有利润考核目标作为股权行使的先决条件。根据最新的 2019 年股票期权计划要求，该批期权只有在净利润在 2019F/2020F/2021F 达到 3 亿人民币/3.6 亿人民币/4.32 亿人民币，或在 2019-2021F 净利润累计达到 1.15 亿人民币时才可行使。这意味着 2019/2020F/2021F 的净利润增长率要求分为 11%/20%/20%。公司在 2017 年启动员工持股计划。到目前为止，公司已完成第一批和第二批股份收购计划并发放股票予员工，员工目前持有公司已发行股份的 1%。

## 更具选择性的并购活动、更强劲的现金流以及潜在的派息上行空间

华测检测保持着良好财务状况记录。截至 2018 年，公司净现金头寸为 2.96 亿人民币（或调整后净现金头寸 7.77 亿人民币）。2015-2018 年公司实现了 35% 的经营现金流复合年增长率，高于同期净利润增长率。我们将公司的健康现金流状况归因于其对营运资金的管理和多元化的业务结构，以致在不同的经济周期中，广泛的客户群可为其检测服务提供相对反周期性以及可持续的业务需求。

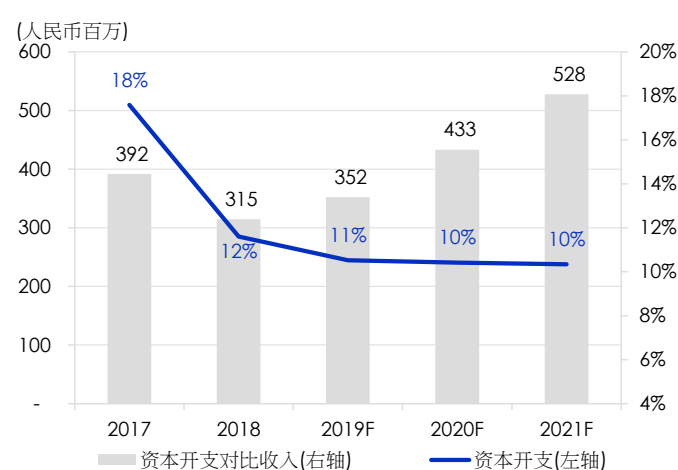
鉴于 2018 年较高的基数，我们认为华测检测在 2018-2021F 年可能实现 16% 的经营现金流复合年增长率。经过 2009-2017 年的一系列并购交易后，公司对其外部扩张战略变得更加谨慎。我们相信，公司对国内或是海外如欧洲、美国或澳洲等地的并购机会都将变得更具选择性。公司有望考虑数亿人民币级别，以及可为公司扩大客户群、资质和品牌认知度的交易标的。公司计划未来数年的内含式资本开支预算将占其当年收入的约 10%，而 2016-2018 年此比例为 12-18%。假设经营现金流持续增长以及公司维持有纪律的资本开支，我们预计华测检测的自由现金流将在 2018-2021F 期间达到 14% 的复合年增长率。我们认为，公司现金头寸的逐步增加有望支撑其派息率从 2018 年相对较低的 21% 基数上逐步增加。

### 华测检测 – 经营现金流和自由现金流的健康提升



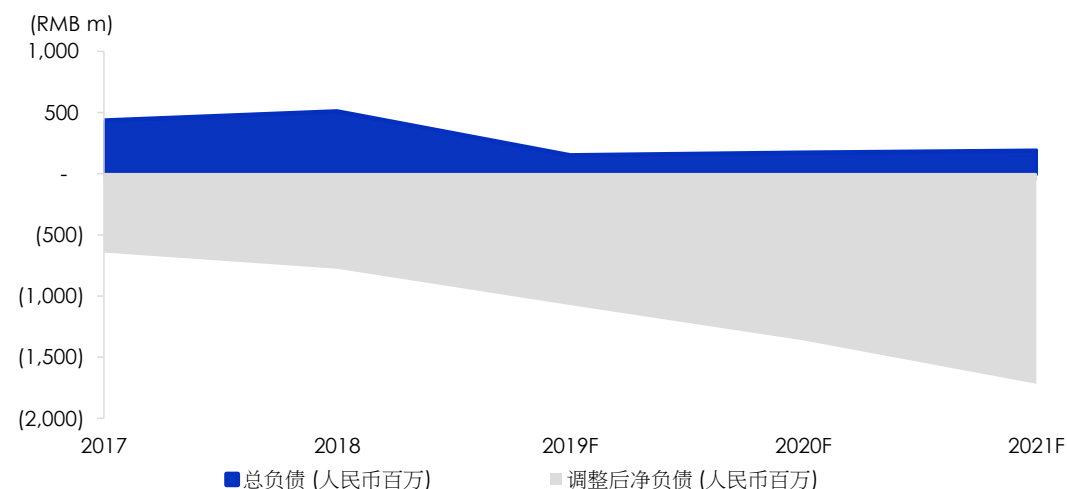
资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 可控的资本开支 (不包括潜在并购部分)



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 可持续的净现金头寸

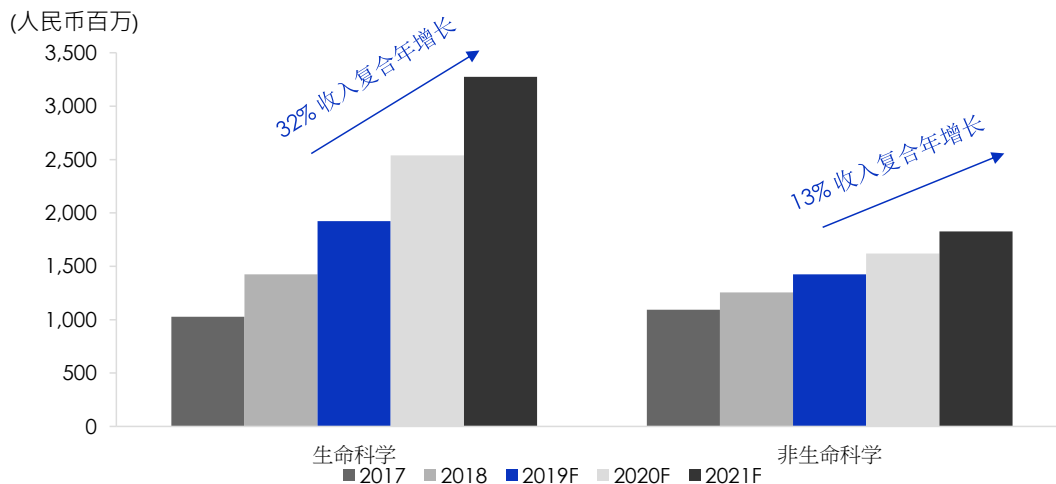


资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 细看各业务板块

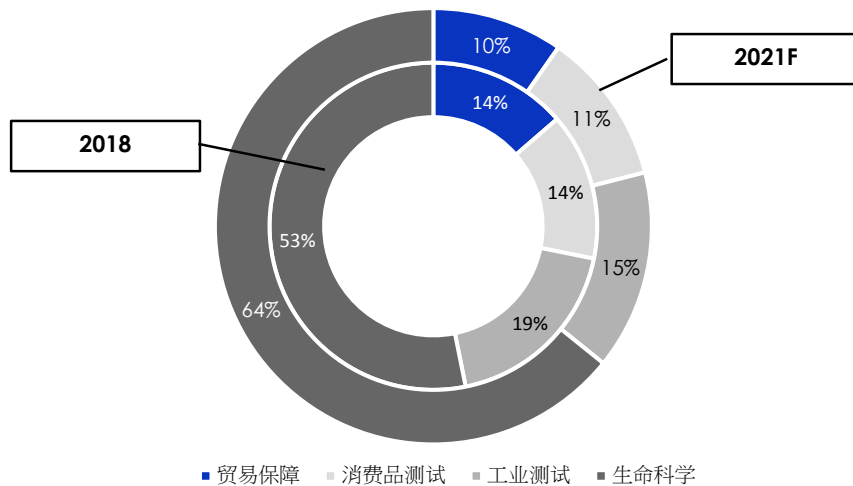
华测检测 53%的收入来自生命科学检测服务，19%来自工业测试，以及 14-15%来自消费品和贸易保障测试。得益于生命科学的强劲增长，以及其次的工业和消费品板块带动，我们预计公司在 2018-2021F 年将实现 24%的总收入复合年增长。

### 华测检测 – 生命科学板块将实现最快速的收入复合年增长率 (2018-2021F)



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

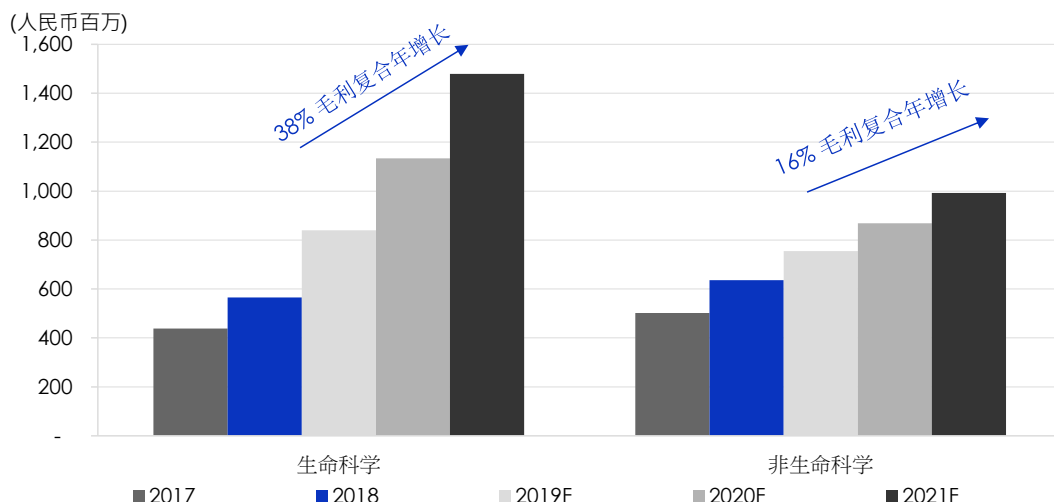
### 华测检测 – 生命科学板块的收入比重相较其他三个板块持续增加



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

2018 年，华测检测各板块中，贸易保障检测服务的毛利率最高（70%），其次是消费品（49%）、生命科学（40%）和工业测试（38%）。我们认为各板块毛利率的差异性主要来自于检测过程中程序的繁琐性、实验室耗材量、员工调度以及子板块的业内竞争程度的不同。受生命科学板块 38%的毛利润复合年增长，及在此期间工业/消费品板块 21%/18%的毛利润复合年增长推动，我们预计华测检测将在 2018-2021F 期间实现 27%的总体毛利润复合年增长。

## 华测检测 – 生命科学板块推动整体毛利润的增长 (2018-2021F)



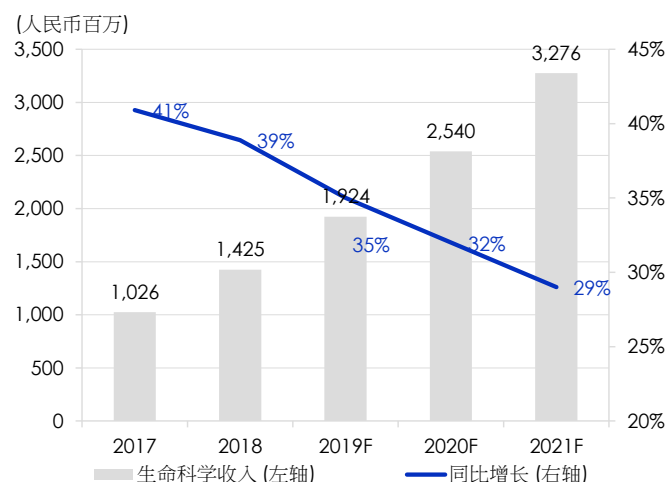
## 有关华测检测业务板块更详细的分析

**生命科学:** 生命科学板块包括对环境、海洋、食品、保健品及化妆品、医药、医学监测、CRO 和农产品的检测服务。其中环境检测为最大的贡献者，占生命科学板块收入的 52% (或占总收入的 28%)，其次是食品检测，占 2018 年板块收入的 39% (或占总收入的 21%)。

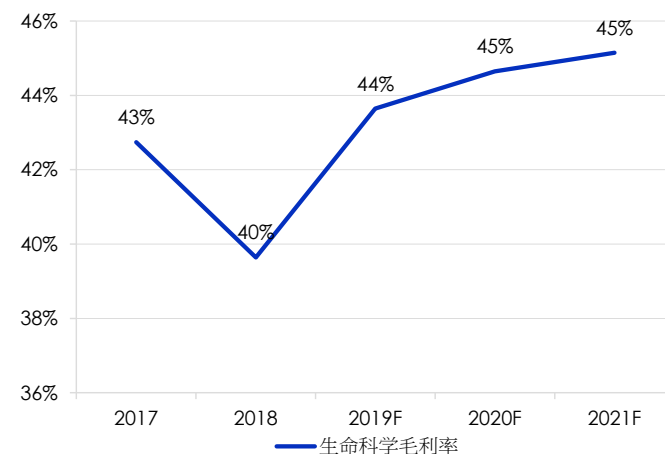
随着政府与公众对空气、水源和土壤质量的加强监督和管控，以及中国在清洁能源、水、固废和土壤修复处理服务方面的加大投资，我们预计华测检测的环境监测/检测服务的需求在未来数年将经历结构性上升。公司同时加大对食品领域大型非国有企业客户的开发，并在 CRO 领域获得了不错的成绩。因此，我们预计生命科学板块收入在 2018-2021F 期间将实现 32% 的复合年增长率，与其他板块相比表现最为强劲。

生命科学板块在 2014-2018 年获得了 40-50% 的毛利率。该板块代表了华测检测总毛利润的 35-47%。毛利率的变化主要是来自于产品/服务结构的变化以及不同子板块 (即食品、环境、医疗保健等) 实验室利用率的差异。基于未来数年公司对客户群的优化以及实验室利用率的提高，我们预测板块毛利率将从 2018 年的 40% 上升到 2021F 年的 45%。

### 华测检测 – 收入稳步增长



### 华测检测 – 维持数年的利润率扩张



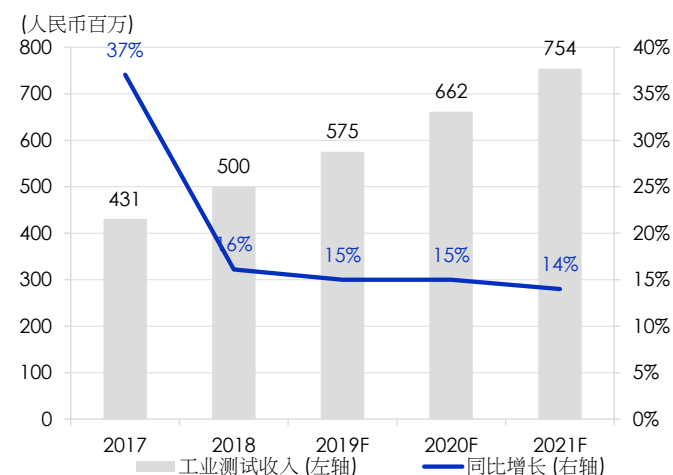


**工业测试:** 该板块包括计量校准、数字认证、无损检测 ( NDT )、工程、金属及材料、能源以及船舶检测服务。计量校准是公司 2018 年最大的收入驱动力，占板块收入的 26% ( 或占总收入的 5% )，其次是工程和无损检测，占板块收入的 40% ( 或占总收入的 7% )，以及数字和系统认证服务，占板块收入的 18% ( 或占总收入的 3% )。

在 2011-2016 年公布的一系列政策要求建立准确、稳定及符合国际标准的计量系统之后，我们预计国营计量机构将经历一番重组。行业格局的变化将有利于校准服务外包服务予华测检测等第三方服务提供商。我们预计公司的工程检测收入将与基础设施投资及国内房地产新开工面积的发展同步增长。我们预测 2018-2021F 年工业测试板块的收入复合年增长率为 15%。

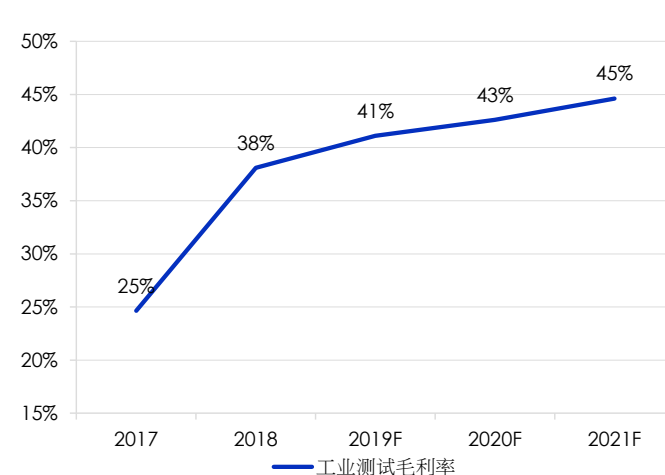
工业测试板块的毛利率为 25-52%。过去五年中，工业板块占华测检测总毛利润的 9-17%。我们认为板块毛利率的波动主要受部分被收购子公司的业绩不达标以及产品/服务结构变化拖累。在考虑到产品结构优化和发展新业务 ( 如防火/材料检测服务 ) 的影响后，我们预测板块毛利率有望从 2018 年的 38% 提高到 2021 年的 45%。

### 华测检测 – 收入增速将稳定在当前水平



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 毛利率逐步扩大

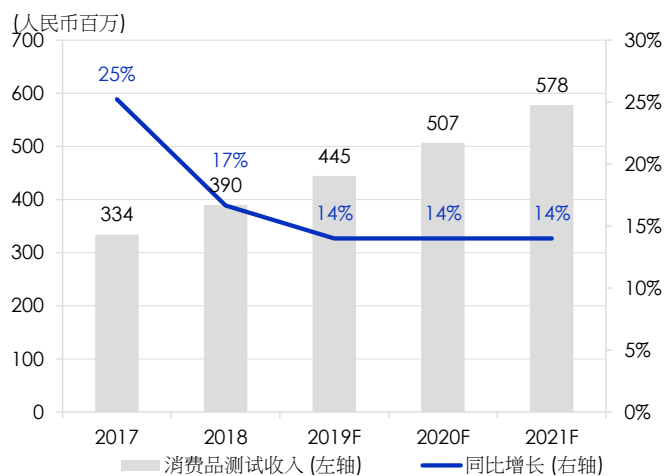


资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

**消费品测试:** 消费品板块包括对电子和电器、玩具/儿童用品、纺织品、鞋类/皮革、半导体、奢侈品、电子商务和汽车材料/汽车零部件消费者相关产品/服务的检测服务。2018 年，汽车相关检测服务为消费品板块最大收入贡献者，占板块收入的 49% ( 或占公司总收入的 7% )。随着汽车生产商的对公司的认可度不断提高，华测检测在该细分板行业正享受着正面的增长势头。我们相信汽车类检测的相关收入将伴随新车型的推出和/或车型规格升级的发布而有所增长。我们预测 2018-2021F 年消费品板块的收入复合年增长率将达到 14%。

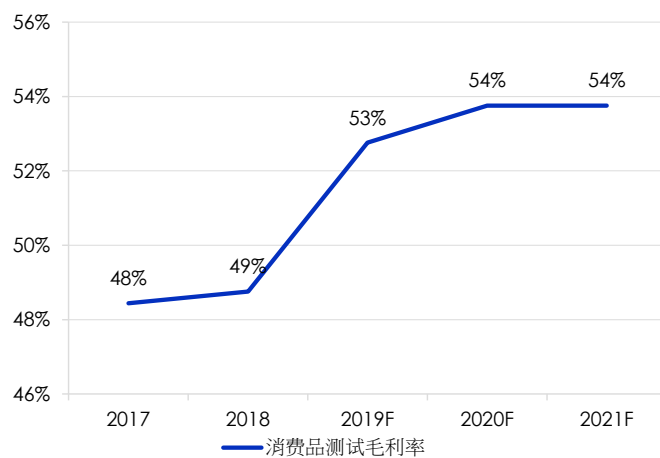
2014-2018 年，消费品板块的毛利率为 48-58%，占公司总毛利的 16-22%。我们认为过去数年毛利率的变化归因于实验室的扩建和产品/服务结构产生的成本差异。我们预计，消费品板块的毛利率有望从 2018 年的 49% 扩大到 2021 年的 54%。

### 华测检测 – 收入增长速度令人满意



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 毛利率在 2019-2020F 期间处于上升通道

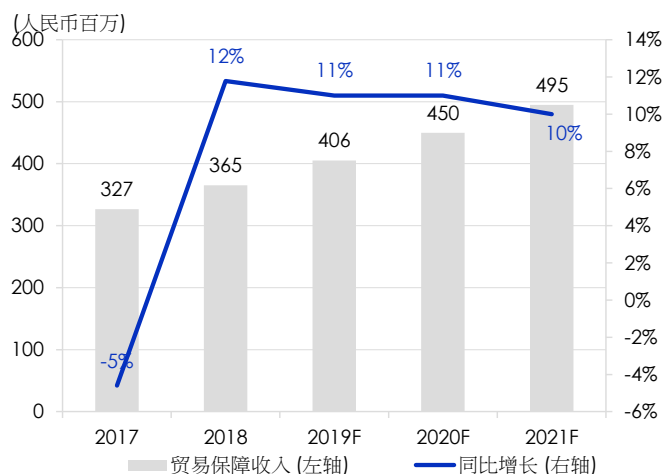


资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

**贸易保障:** 华测检测的贸易保障板块根据欧盟关于限制在电子电气设备中使用某些有害成分的指令 (RoHS) 对设备中的铅、汞、镉和其他有害物质进行化学及可靠性检测。RoHS 测试的需求建基于对欧盟每年的进出口, 板块收入增长相对稳定。我们预计 2018-2021F 年贸易保障板块收入的复合年增长率为 11%。

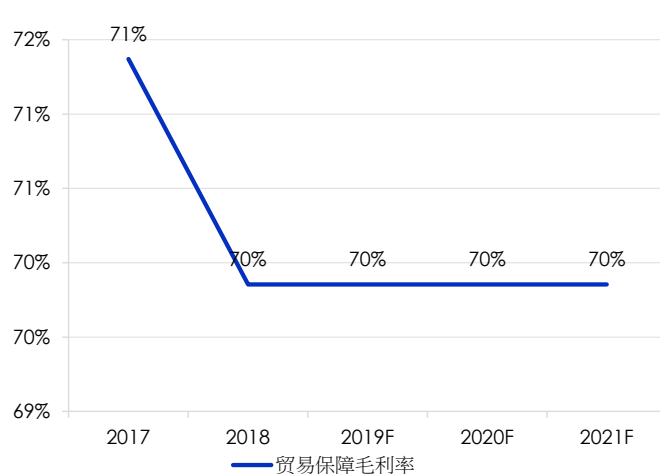
贸易保障板块相对成熟并产生 67-73% 的毛利率。过去五年当中, 该板块占华测检测毛利润的 21-34%。我们预计未来数年毛利率将持平。

### 华测检测 – 收入以相对稳定的速度增长



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

### 华测检测 – 毛利率将基本持平



资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

华测检测 – 关键假设和预测

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>总收入明细 (人民币百万)</b>					
贸易保障	327	365	406	450	495
消费品测试	334	390	445	507	578
工业测试	431	500	575	662	754
生命科学	1,026	1,425	1,924	2,540	3,276
<b>总计</b>	<b>2,118</b>	<b>2,681</b>	<b>3,350</b>	<b>4,158</b>	<b>5,103</b>
<b>总收入增长(%)</b>					
贸易保障	-5	12	11	11	10
消费品测试	25	17	14	14	14
工业测试	37	16	15	15	14
生命科学	41	39	35	32	29
<b>综合</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>23</b>
<b>毛利润 (人民币百万)</b>					
贸易保障	233	255	283	314	346
消费品测试	162	190	235	272	311
工业测试	106	191	237	282	337
生命科学	439	565	840	1,134	1,479
<b>总计</b>	<b>940</b>	<b>1,201</b>	<b>1,594</b>	<b>2,003</b>	<b>2,472</b>
<b>毛利率 (%)</b>					
贸易保障	71	70	70	70	70
消费品测试	48	49	53	54	54
工业测试	25	38	41	43	45
生命科学	43	40	44	45	45
<b>综合</b>	<b>44</b>	<b>45</b>	<b>48</b>	<b>48</b>	<b>48</b>
销售费用/净收入 (%)	19.0	19.0	18.5	18.5	18.5
行政费用/净收入 (%)	7.0	6.8	6.4	6.1	5.8
研发费用/净收入 (%)	8.6	8.3	8.3	8.3	8.2
净负债率 (%)	-8	-11	-19	-25	-30
调整后净负债率 (%)	-25	-28	-35	-38	-42

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 2019年一季度业绩简要回顾以及上半年业绩预览

华测检测一季度收入同比增长 26%达到 5.66 亿人民币。公司净利润从 2018 年一季度的 2400 万人民币净亏损恢复至 2019 年一季度的 4500 万人民币净利润。利润的反弹基于核心业务的稳定增长、业务板块精细化管理以及成本效率的提高所致。

根据 2019 年 7 月 9 日华测检测公告，基于收入稳定增长、运营效率的提高和政府补贴增加，公司预计其上半年未经审计的净利润将同比增长 195-225%。假设上半年净利润同比增长 195-225%，净利润将达到 1.5 亿至 1.66 亿元之间。公司上半年的盈利占我们 2019F 全年盈利预测的 37-41%。我们预计 2019 年公司核心利润将同比增长 42%，达到 4.03 亿人民币。

### 华测检测 – 季度利润表 (累计)

损益表 (百万人民币)	3M18	6M18	9M18	12M18	3M19
总收入	448	1,089	1,833	2,681	566
营业税金及附加	(2)	(4)	(6)	(9)	(2)
净收入	446	1,085	1,827	2,672	563
营业成本	(293)	(639)	(1,030)	(1,480)	(319)
毛利润	153	446	797	1,192	244
销售费用	(102)	(210)	(331)	(506)	(111)
管理费用	(36)	(167)	(119)	(181)	(44)
研发费用	(31)	-	(155)	(222)	(42)
其他收益	4	14	27	60	9
资产减值损失	(11)	(24)	(34)	(50)	(4)
公允价值变动收益	7	18	11	37	1
营业外收入	7	11.8	11.6	12	10
营业外支出	(0.2)	(0.5)	(1)	(3)	(0.3)
营业利润	(9)	87	207	338	64
利息收入	2	-	5	8	1
财务费用	(7)	(10)	(21)	(30)	(6)
对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	13	7	-
税前利润	(14)	78	205	323	58
所得税费	(9)	(21)	(33)	(41)	(11)
净利润	(23)	57	171	283	47
少数股东损益	(2)	(6)	(10)	(13)	(2)
归属于母公司所有者的净利润	(24)	51	161	270	45
核心利润, 估算	(21)	58	184	283	48
一次性项目, 账面	9	28	40	101	17
核心利润, 账面	(33)	23	121	169	28
基本每股盈利(人民币/股)	(0.01)	0.03	0.10	0.16	0.03
稀释每股盈利(人民币/股)	(0.01)	0.03	0.10	0.16	0.03
总收入增长(%)	19.5	28.2	29.8	26.6	26.2
毛利润增长(%)	-11.3	14.8	23.3	28.0	60.0
营业利润增长(%)	-149.4	30.2	39.6	72.6	N/M
净利润增长(%)	-734.9	27.5	60.7	101.6	N/M
核心盈利增长, 估算(%)	-364.1	26.6	65.4	48.2	N/M
毛利率(%)	34.2	41.1	43.6	44.6	43.4
经营利润率(%)	-1.9	8.1	11.3	12.6	11.3
净利润率(%)	-5.4	4.7	8.8	10.1	8.1
核心净利润率(%)	-4.7	5.4	10.1	10.6	8.5

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

华测检测 – 季度利润表 (单季度)

损益表 (百万人民币)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
总收入	448	641	744	848	566
营业税金及附加	(2)	(2)	(2)	(3)	(2)
净收入	446	639	742	845	563
营业成本	(293)	(345)	(391)	(450)	(319)
毛利润	153	294	350	395	244
销售费用	(102)	(108)	(121)	(175)	(111)
管理费用	(36)	(131)	48	(62)	(44)
研发费用	(31)	-	-	-	(42)
其他收益	4	-	-	-	9
资产减值损失	(11)	(14)	(9)	(16)	(4)
公允价值变动收益	7	10	(7)	26	1
营业外收入	7	5	(0)	1	10
营业外支出	(0)	(0)	(0)	(3)	(0)
营业利润	(9)	96	119	131	64
利息收入	2	(2)	5	3	1
财务费用	(7)	(2)	(11)	(9)	(6)
对联营企业和合营企业的投资收益	-	-	-	-	-
税前利润	(14)	91	127	119	58
所得税费	(9)	(12)	(13)	(8)	(11)
净利润	(23)	80	114	111	47
少数股东损益	(2)	(4)	(4)	(3)	(2)
归属于母公司所有者的净利润	(24)	75	110	109	45
核心盈利, 估算	(21)	79	126	99	48
一次性项目, 账面	9	19	13	61	17
核心盈利, 账面	(33)	57	98	48	28
基本每股收益(人民币/股)	(0.01)	0.05	0.07	0.06	0.03
稀释每股收益(人民币/股)	(0.01)	0.05	0.07	0.06	0.03
总收入增长(%)	19.5	35.0	32.1	20.2	26.2
毛利润增长(%)	-11.3	35.6	36.0	38.5	60.0
营业利润增长(%)	N/M	92.4	47.4	175.5	N/M
净利润增长(%)	N/M	108.0	82.7	224.6	N/M
核心盈利增长, 估算(%)	N/M	108.0	92.5	24.1	N/M
毛利率(%)	34.2	45.9	47.2	46.8	43.4
经营利润率(%)	-1.9	15.0	16.1	15.5	11.3
净利润率(%)	-5.4	11.8	14.9	12.8	8.1
核心净利润率(%)	-4.7	12.4	17.0	11.7	8.5

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

## 估值

我们首次覆盖华测检测并给于公司优于大市的评级以及 13.50 人民币的目标价。我们对华测检测采用贴现现金流的估值方法，与公司一些全球同业采用的估值方法一致。公司拥有良好的现金流产生记录，并采取有纪律的资金管理策略。我们的目标价应用了 8.6%的加权平均资金成本（4%的无风险利率、8%的股本风险溢价、35%的债务比率）和 2%的永续增长率。我们的目标价意味着 18%的潜在股价上升空间。根据我们的核心稀释后每股盈利预测，我们目标价对应的 2019F/2020F 市盈率为 56 倍/42 倍。

### 华测检测 – 贴现现金流估值

无风险利率	%	4.0
股本风险溢价	%	8.0
贝塔系数		0.8
股本成本	%	10.7
债务成本	%	6.0
股本比率	%	65
债务比率	%	35
有效税率	%	25
加权平均资金成本	%	8.6
永续增长率	%	2.0
每股贴现现金流 (2020-2029F)	人民币/每股	4.46
每股终端价值(2029F 以后)	人民币/每股	8.73
<b>每股贴现现金流总值 (公司价值)</b>	人民币/每股	<b>13.19</b>
减: 每股净负债(2019F 年底)	人民币/每股	0.36
减: 每股少数股东权益 (2019F 年底)	人民币/每股	(0.05)
<b>每股贴现现金流总值 (股本价值)</b>	人民币/每股	<b>13.50</b>

资料来源: 建银国际证券预测

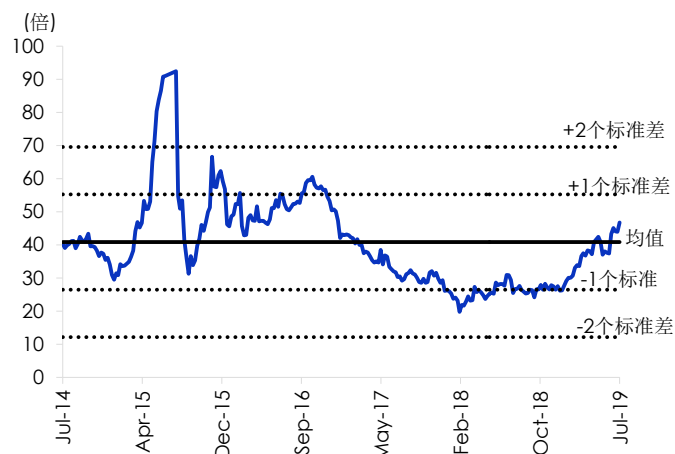
### 华测检测 – 目标价敏感性

永续增长率/加权平均资本成本(%)	7.4%	7.7%	8.0%	8.3%	8.6%	8.9%	9.2%	9.5%	9.8%
0.5%	14.3	13.6	12.9	12.3	11.8	11.3	10.8	10.4	9.9
1.0%	15.1	14.3	13.5	12.9	12.3	11.7	11.2	10.7	10.3
1.5%	16.0	15.1	14.3	13.5	12.8	12.2	11.7	11.1	10.7
2.0%	17.0	16.0	15.1	14.3	<b>13.5</b>	12.8	12.2	11.6	11.1
2.5%	18.3	17.1	16.1	15.1	14.3	13.5	12.8	12.2	11.6
3.0%	19.9	18.5	17.3	16.2	15.2	14.3	13.5	12.8	12.1
3.5%	21.9	20.2	18.7	17.4	16.3	15.2	14.3	13.5	12.8

资料来源: 建银国际证券预测

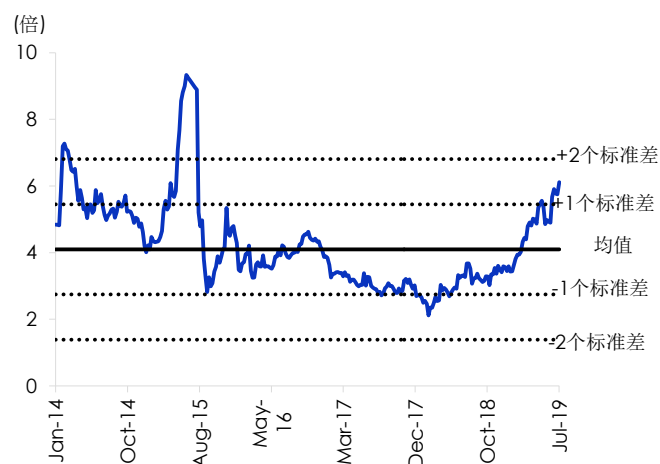
华测检测的股价在年初至今已跑赢深证综指 51%。我们认为，股价表现体现了市场对公司 2018 年以来强劲的盈利增长的预期。根据我们的每股核心盈利预测，公司 2020F 年市盈率为 36x，介于公司五年历史平均值和高于平均值的一个标准偏差之间。我们相信华测检测的短期估值将继续受到盈利增长、良好的财务状况和充足的流动性支持。考虑到华测检测的更快速的每股收益增长，更健康的资产负债表、以及在中国市场的领导地位，我们认为该公司相对全球同行的估值溢价是合理的。

### 华测检测 – 12-month rolling P/E bands



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测核心稀释后每股盈利

### 华测检测 – 12-month rolling P/B bands



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

### 检测检验认证服务公司估值比较

公司	股票代码	建银国际评级 (本地货币)	股价 (本地货币)	市值 (十亿美元) 2019年7月24日	市盈率 (倍)			市净率 (倍)	股本回报率 (%)			股息率 (%)	每股盈利复合 增长率 (%)
					2019F	2020F	2021F		2019F	2019F	2020F		
<b>中国</b>													
华测检测	300012 CH	优于大市	11.40	2.7	47.6	35.7	27.9	6.2	14.0	16.6	18.5	0.5	33.7
金城医学	603882 CH	未评级	37.18	2.5	57.2	44.6	34.7	7.7	13.6	15.0	16.2	N/A	21.9
迪安诊断	300244 CH	未评级	19.93	1.8	25.0	19.8	16.0	3.0	11.3	12.7	14.2	0.8	16.3
国检集团	603060 CH	未评级	18.54	0.8	22.8	18.8	17.0	4.1	16.4	16.9	17.1	N/A	28.3
电科院	300215 CH	未评级	6.64	0.7	30.2	22.9	16.2	2.4	8.2	10.0	13.6	N/A	19.5
达安基因	002030 CH	未评级	10.61	1.2	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
安车检测	300572 CH	未评级	45.38	1.3	43.8	31.1	22.8	10.1	22.9	24.8	25.1	0.5	52.4
简单平均					<b>37.8</b>	<b>28.8</b>	<b>22.4</b>	<b>5.6</b>	<b>14.4</b>	<b>16.0</b>	<b>17.4</b>	<b>0.6</b>	<b>28.7</b>
加权平均					<b>37.4</b>	<b>28.5</b>	<b>22.2</b>	<b>5.4</b>	<b>12.8</b>	<b>14.3</b>	<b>15.6</b>	<b>0.3</b>	<b>25.3</b>
<b>国际</b>													
SGS 集团	SGSN SW	未评级	2,427.00	18.8	26.3	24.0	22.6	10.4	41.4	42.7	41.9	3.3	8.8
必维国际检验集团	BVI FP	未评级	21.60	10.6	20.8	19.1	17.9	7.7	44.2	42.3	39.5	2.7	12.5
天祥集团	ITRK LN	未评级	56.00	11.3	26.6	24.6	22.9	8.7	35.2	32.1	29.8	1.9	10.0
欧陆科技集团	ERF FP	未评级	406.00	8.0	21.2	17.6	15.9	3.0	13.0	14.5	14.7	0.9	20.7
简单平均					<b>23.7</b>	<b>21.3</b>	<b>19.8</b>	<b>7.5</b>	<b>33.5</b>	<b>32.9</b>	<b>31.5</b>	<b>2.2</b>	<b>13.0</b>
加权平均					<b>24.3</b>	<b>22.0</b>	<b>20.5</b>	<b>8.2</b>	<b>35.9</b>	<b>35.5</b>	<b>34.1</b>	<b>2.4</b>	<b>11.8</b>

资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

## 催化剂及风险

检测检验认证服务行业为一项建基于信任的业务。企业可持续性的成功取决于良好的业务营运记录，客户凝聚力，以及快速适应市场需求变化的能力。我们认为，我们对华测检测持正面观点的主要威胁主要来自于(1) 公司声誉/信誉受损导致市场份额的损失，(2) 市场竞争情况较预期激烈导致盈利能力下滑大于预期，(3) 人工成本意外飙升，(4) 政府支持利好政策风向的改变，和/或 (5) 公司管理层相关风险。

股票潜在催化剂包括 (1) 盈利兑现超预期，(2) 具正面价值的收并购活动，和/或 (3) 政策进一步放宽境外资金投资 A 股市场等。



## 华测检测是何类公司?

华测检测成立于 2003 年，总部设在深圳，是中国最大的民营综合检测企业。通过内涵式增长和外延式并购，公司业务规模迅速增长。截至 2018 年底，华测检测在全国拥有 132 个实验室，员工人数达致 8351 人。包括在台湾、香港、美国、英国和新加坡的子公司在内，华测检测为全球近 90000 多名客户提供一揽子服务。

97% 的收入来自中国本地市场

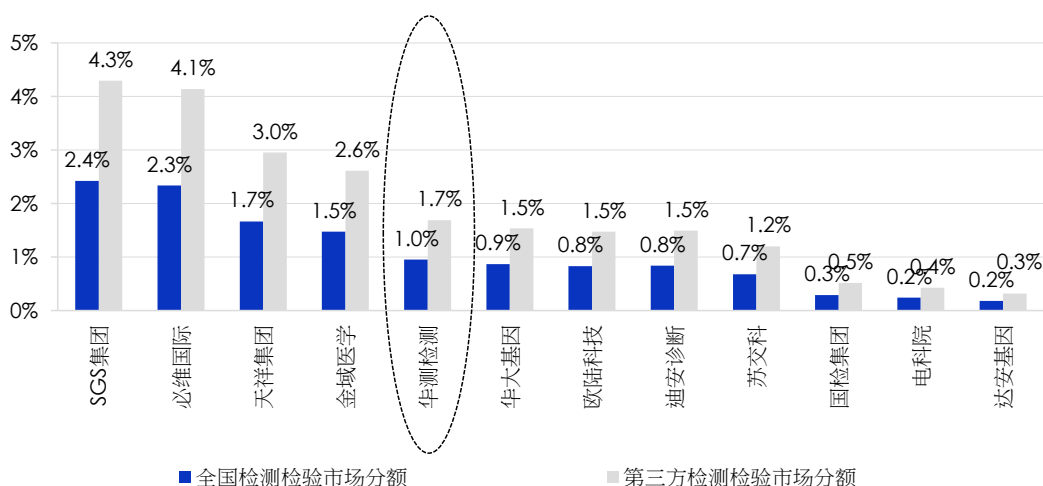
公司为全国最大的非国营综合服务检测企业。根据 2018 年的收入规模计算，华测检测拥有全国检测服务市场约 1% 的市场份额，或第三方/外包检测服务市场约 1.7% 的市场份额。公司亦是数个细分板块中全国市占率第一的服务提供商，其中包括环境监测、食品以及汽车相关的测试和检验。2018 年，公司 53% 的收入来自生命科学的测试和检验服务，19% 来自工业，15% 来自消费品，其余 14% 来自贸易保障。

### 华测检测 – 终端市场敞口

板块	覆盖行业
贸易保障	根据欧盟 ROHS 对铅、汞、镉等多种有害物质作电子材料检测分析、计量校准、认证培训、船舶物质管理、货物鉴定等
消费品	电器、玩具及儿童用品、纺织品、鞋类及皮革、半导体、奢侈品、电子商务、汽车材料及零部件等
工业测试	建筑和建筑材料、计量校准、数字认证、无损检测 ( NDT )、能源、船舶、房地产、电磁兼容性 ( EMC )、金属/非金属材料 and 电子设备等
生命科学	环境监测、海洋环境、食品、农产品、医疗及化妆品、医药、医学监测、CRO 等,

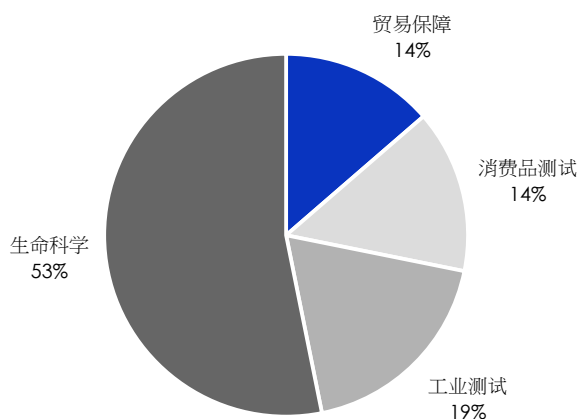
资料来源: 公司数据, 建银国际证券

### 华测检测 – 按收入规模计算在中国上市同类企业中占有优秀市场分额 (2018)



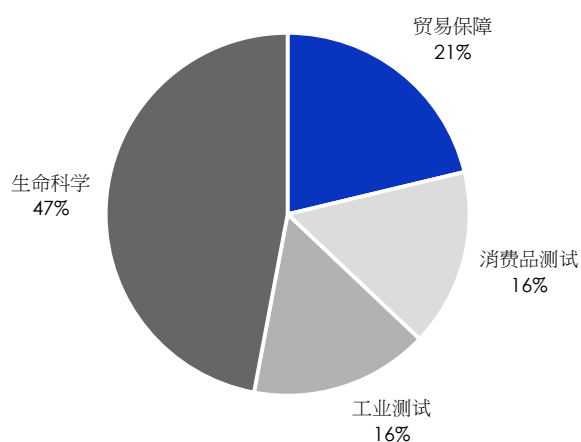
资料来源: 国家市场监督管理总局, 公司数据, 建银国际证券

### 华测检测 – 生命科学收入贡献最大 (2018)



资料来源: 公司数据

### 华测检测 – 生命科学毛利贡献最大 (2018)

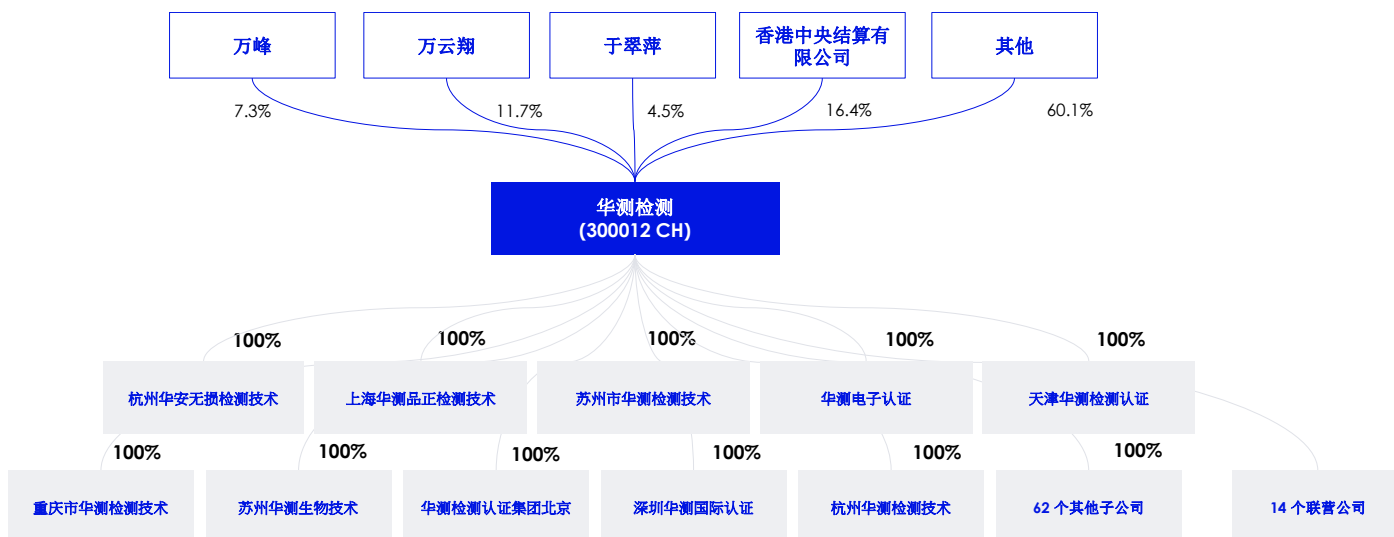


资料来源: 公司数据

### 一个境外投资者持股不断加码的家族企业

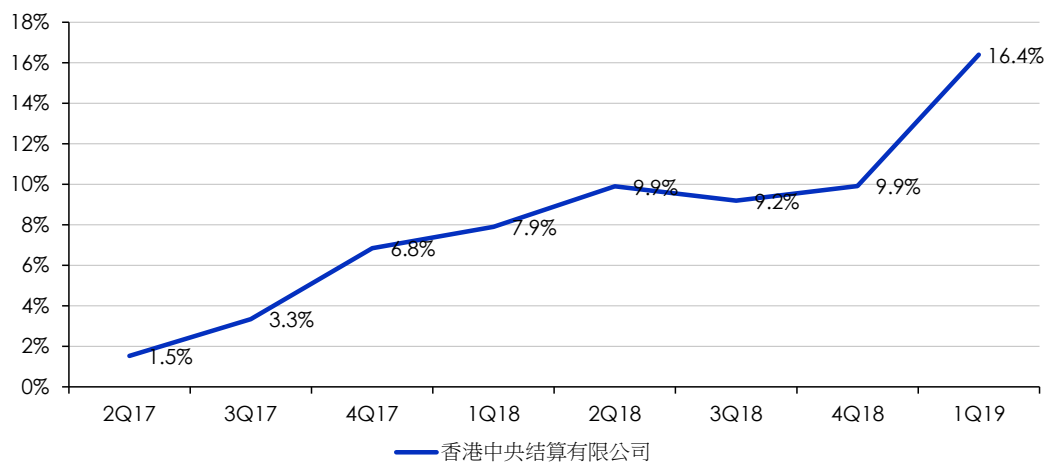
华测检测于 2009 年 10 月在深圳创业板上市，成为中国第一家上市的国内检验检测公司。截至 2019 年第一季度为止，公司 23.5% 的股份由创始人万先生的家人及其相关行动人所有，约 1% 的股份由其员工持股计划所拥有。公司的外资持股比例持续增加，从 2017 年上半年的 1.5% 增至 2019 年第一季度的 16.4%。

### 华测检测 – 公司持股架构



资料来源: 公司数据, 建银国际证券

### 华测检测 – 外资持股比例持续增加



资料来源: 公司数据, 建银国际证券

## 管理团队简介

### 华测检测 – 经验丰富的管理团队

姓名	职务	主要工作经历
万峰先生	董事长	– 研究生学历，资深管理咨询师，英国 IRCA 注册主任审核员。2003 年参与筹建华测公司，2004 年 7 月起担任副总裁；2007 年 8 月起任本公司董事长；2010 年 8 月、2013 年 8 月、2016 年 8 月获得连任。
申屠献忠先生	董事、总裁	– 博士研究生学历。曾任职 SGS 集团全球执行副总裁，负责全球消费品检测服务，SGS 中国区总裁、SGS 全球消费品检测和工业服务多个副总裁职务。曾任职通标标准技术服务有限公司董事和瑞士 bluesign Technologies ag 董事长等多个董事会职务。2018 年 6 月加入本公司，2018 年 8 月起至今担任公司董事。
陈砚先生	董事、副总裁、董事会秘书	– 研究生学历。曾任职于广东发展银行，历任深圳分行信贷部业务负责人、CMS 移行组、CMS 项目推广部、深圳分行授信部综合经理，2006 年加入华测检测技术股份有限公司，担任副总裁、董事会秘书，2012 年 7 月至 2016 年 8 月担任财务负责人。2014 年 8 月起至今担任公司董事。
邝志刚先生	董事	– 大专纺织专业学历。1973 年—2006 年任职于 Intertek 集团，曾担任集团全球消费品总裁、集团董事。作为 Intertek 集团创始人之一，创立了大部分亚太地区及部分欧美地区网络，包括中国天祥公司。2006 年从 Intertek 集团退休。2014 年 8 月起至今担任公司董事。
程虹先生	独立董事	– 经济学博士、教授、博士生导师，现任武汉大学质量学院院长，美国斯坦福大学访问学者。程虹教授是国家社科基金重大招标项目、教育部重大攻关项目首席专家，10 余项国家级重要科研项目负责人。主要从事供给侧结构性改革、经济转型背景下微观产品服务质量和宏观经济增长质量双提高的机制与路径、企业家精神与企业质量创新战略等领域的科学研究。2012 年 11 月至今担任湖北广播电视信息网络股份有限公司独立董事。2016 年 8 月起担任公司独立董事。
刘佳勇先生	独立董事	– 硕士研究生学历，自 2008 年开始创办及担任北京福能永道科技有限责任公司董事长。2016 年 8 月起担任公司独立董事。
张汉斌先生	独立董事	– 国际会计学硕士，中国注册会计师，高级会计师，香港华人会计师公会境外会员。曾任深圳市财政局注册会计师调查委员会委员、深圳市行业协会商会评估委员会评估专家、深圳市注册会计师协会第四届及第五届理事。现任深圳铭鼎会计师事务所执行合伙人、深圳市注册会计师协会监督委员会委员、深圳市创新科技委员会专家、深圳市发展和改革委员会专家及深圳市专家人才联合会发起人，华测检测认证集团股份有限公司独立董事和欧菲光集团股份有限公司独立董事。
钱峰先生	副总裁	– 研究生学历。曾任职于大连华兴集装箱运输有限公司、深圳海事局，历任科员、副主任科员、主任科员和副处长，2006 年加入华测公司，担任副总裁，现任本公司副总裁。
周璐先生	副总裁	– 研究生学历。曾任职于挪威船级社，历任大中国区能效产品开发与运营经理、大中国区能效和气候变化服务运营总监、北京公司经理等职务。2010 年 11 月加入深圳市华测检测技术股份有限公司，担任认证发展部总监等职务。2013 年 8 月起担任副总裁一职。
徐江先生	副总裁	– 研究生学历。1998 年至 2001 年，就职于华为技术有限公司；2001 年至 2010 年，就职于艾默生网络能源有限公司；2010 年 5 月 28 日加入深圳市华测检测技术股份有限公司，担任公司副总裁一职至今。
王皓女士	副总裁	– 研究生学历，美国注册会计师，具有 15 年中国、美国工作经验的财务高级管理人员。2006 年到 2015 年任职于福瑞博德软件开发有限公司，历任财务经理、财务总监及亚太区财务副总裁。此前曾任职于华润涂料集团和美国会计师事务所。2016 年 4 月加入华测检测认证集团股份有限公司，现任公司副总裁。
李丰勇先生	副总裁	– 研究生学历。曾任职于滨州市惠民县外贸总公司业务经理，青岛艾诺智能仪器公司市场部经理，2008 年加入华测检测认证集团股份有限公司，担任食品药品事业部总经理，青岛市华测检测技术有限公司总经理。现任公司副总裁。

## 华测检测 – 经验丰富的管理团队

姓名	职务	主要工作经历
曾昭龙先生	监事会主席	- 研究生学历。2006年毕业于香港理工大学。现任游惠宝(深圳)网络科技有限公司董事长, 赛云数据有限公司董事长, 杭州联络互动信息科技股份有限公司监事。
陈炜明先生	监事	- 工商管理硕士。曾任渤海银行股份有限公司深圳分行零售银行部副总经理, 现任深圳市嘉润恒信实业有限公司总经理。
张渝民先生	监事	- 大专学历。毕业于暨南大学会计学专业。2006年加入华测检测认证集团股份有限公司, 现任本公司会计。

资料来源: 公司数据, 建银国际证券

## 检测检验认证服务行业和中国市场

### 什么是检测检验认证服务？

作为独立第三方合格评定服务的一部分，对其进行测试、检验和认证服务以确保产品、服务、过程、或系统符合监管或特定要求。按照服务类别，测试服务通常应用在行业的上游供应或下游销售环节，而认证和检验主要为中游和运输/物流环节提供服务。检测检验认证服务适用的范畴包括食品、消费品、医疗/医药、冶金、工业、基础设施、能源及环境等领域。检测检验认证服务公司撰写的报告服务于多种客户和机构，包括政府、研究机构、制造商、零售商、矿业、船舶生产商和基建/房地产建造商等。

### 检测检验认证服务供应链流程

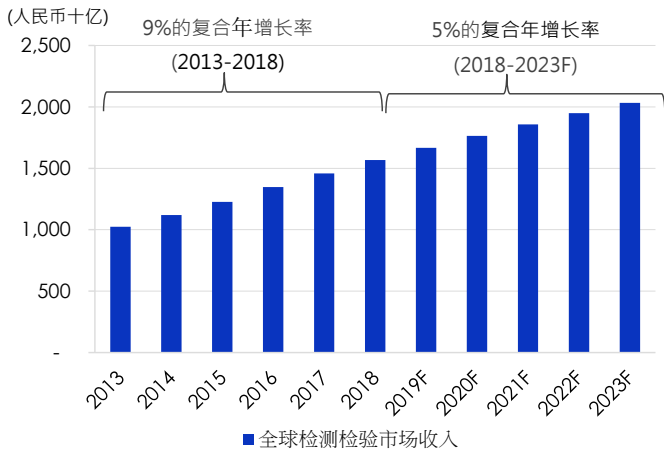


资料来源: 国家质量监督检验检疫总局, 建银国际证券

### 快速增长的中国市场

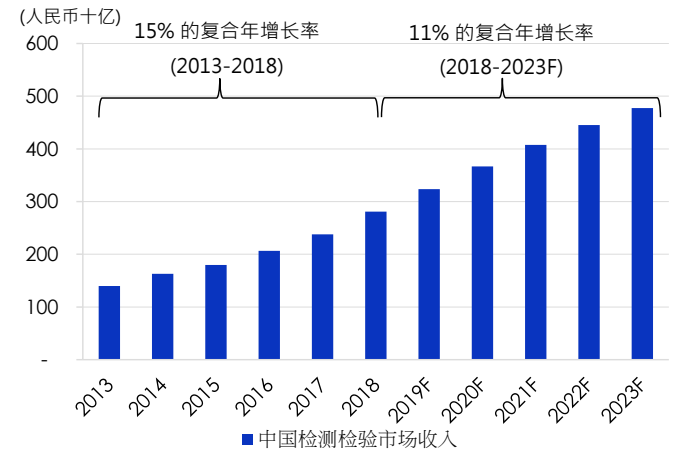
根据国家市场监管局的数据，中国检测检验市场的收入规模在 2018 年达到 2810 亿人民币，相当于 2013-2018 年 15% 的复合年增长率。检测检验市场占国内生产总值的比例也相应增长，从 0.25% 增长到了 0.31%。根据认证认可检验检测发展“十三五”规划，2015-2020F 年间中国检测检验认证行业的收入将达致 9% 的复合年增长率，而 2015-2018 年目前的复合年增长率已达到 16%，增长速度超过了政府的中期目标。我们预计全国检测检验市场收入将在 2018-2023F 年达到 11% 的年复合增长率，超过全球检测检验市场收入在该期间 5% 的年复合增长率。

### 全球检测检验市场温和增长



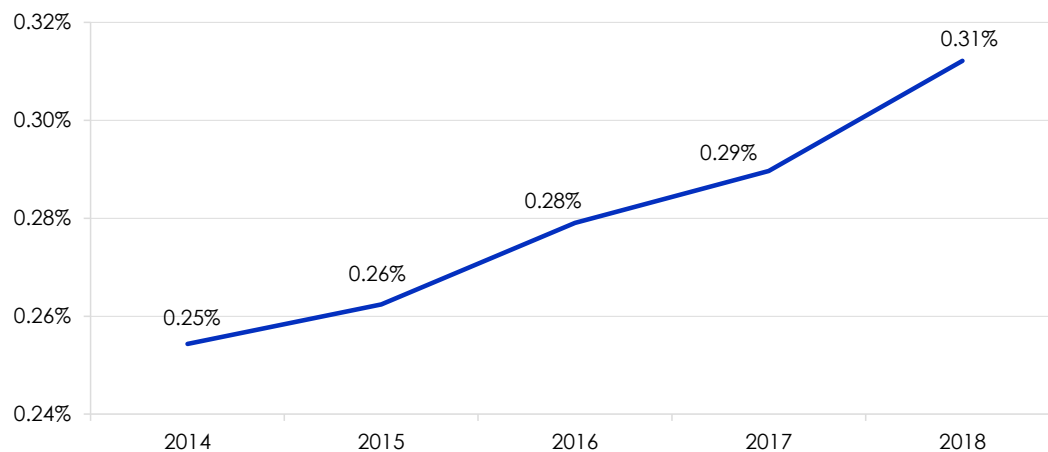
资料来源: 国际检测认证理事会, 瑞士新苏黎银行, 建银国际证券预测

### 中国检测检验市场更良好的增长前景



资料来源: 国家市场监督管理总局, 建银国际证券预测

### 检测检验收入占国内生产总值的比例持续增加



资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家统计局, 建银国际证券预测

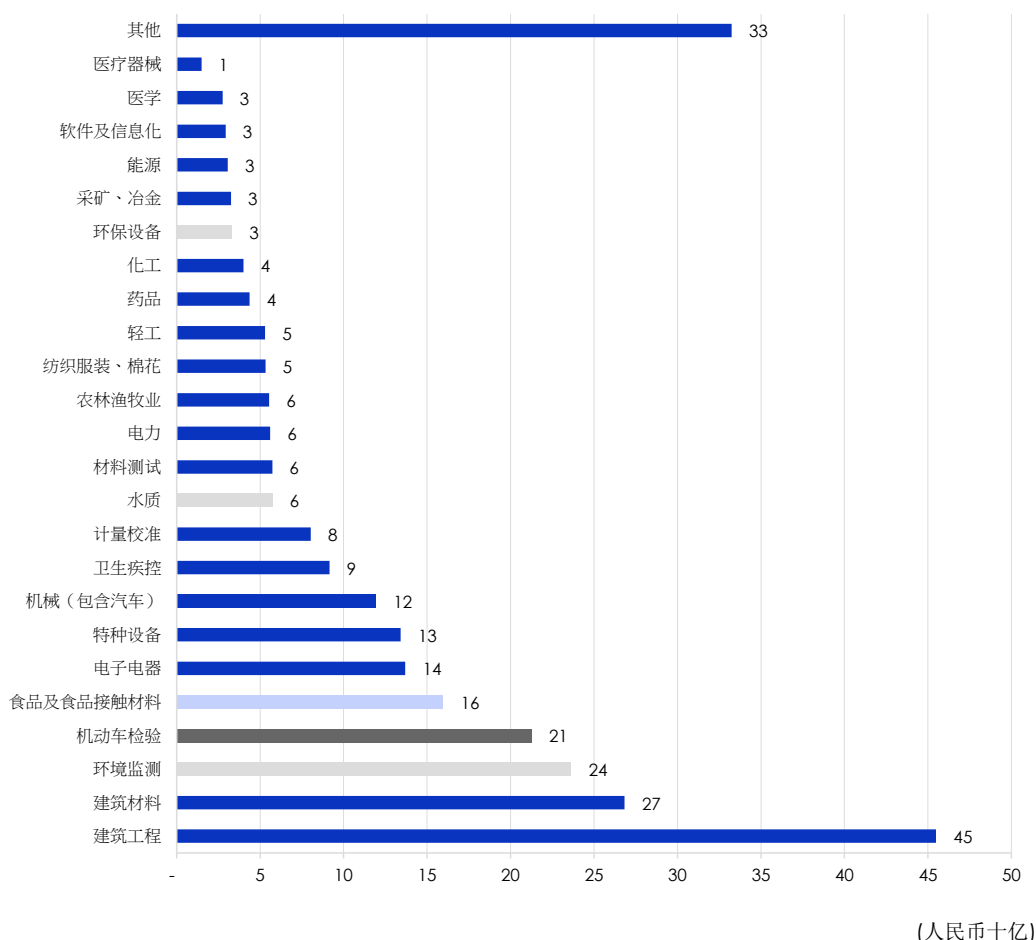
### 认证认可检验检测发展“十三五”规划

	2010	2015	2020F	2015-2020F 复合年增长率 (%)
有效认证证书总数 (百万张)	0.79	1.46	2.40	10%
对 GDP 贡献率 (%)	0.89	0.95	0.96	+0.01 ppt
对外出具检验检测报告数 (百万张)		329	440	6%
认证覆盖率 (%)		4.1	4.6	+0.5 ppt
从业机构高新技术企业认定占比 (%)		5.4	6.0	+0.6 ppt
检验检测认证服务业营业总收入 (十亿元)		194	300	9%
双边国际合作协议数 (份)		103	118	+15
加入国际互认体系检测认证机构数 (家)		51	64	+13

资料来源: 国家市场监督管理总局, 建银国际证券预测

我们注意到前五大行业, 即建筑、建筑材料、环境监测、机动车检验和食品/食品接触材料, 在 2018 年占整体检测检验行业收入的 47%。

**建筑、环境和机动车辆板块拥有中国最大的检测检验收入规模**



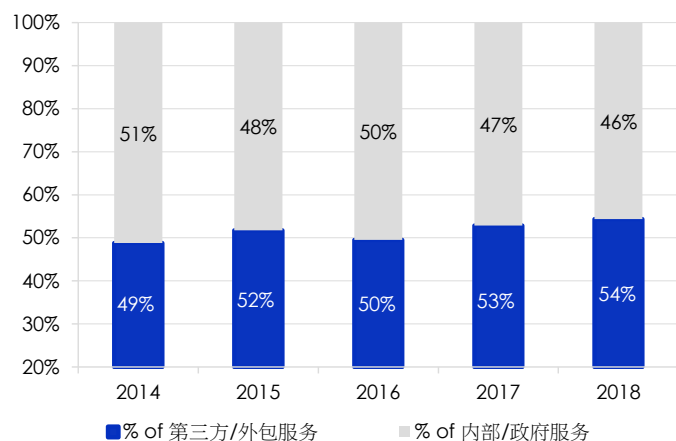
资料来源: 国家市场监督管理总局

**检测检验市场化惠及非国有企业**

1989 年以前，中国的产品和服务质量检验主要由政府质量检验机构统一进行。中国在 2003 年和 2005 年分别开始向私营企业和外国企业开放其检测检验市场。2010-2013 年期间，政府宣布了一系列政策支持逐渐开放食品、基础设施、环境、医疗健康和贸易检测检验予第三方（即外包）第三方独立检测机构参与。为了提高市场效率，2014 年 3 月，中央编办、质检总局联合下发国务院同意的重要指导意见《关于整合检验检测认证机构的实施意见》。其目的是促进不同政府部门、地区和行业的机构整合。这项政策同时鼓励通过市场自由化来确保检测检验业务行业的公平竞争。政策为非国有企业制造了更友好的营商环境，并简化了对检测检验机构的审批程序。有鉴于此，中国检测检验行业的私营企业数量从 2014 年的 32% 增加到 2018 年的 49%。

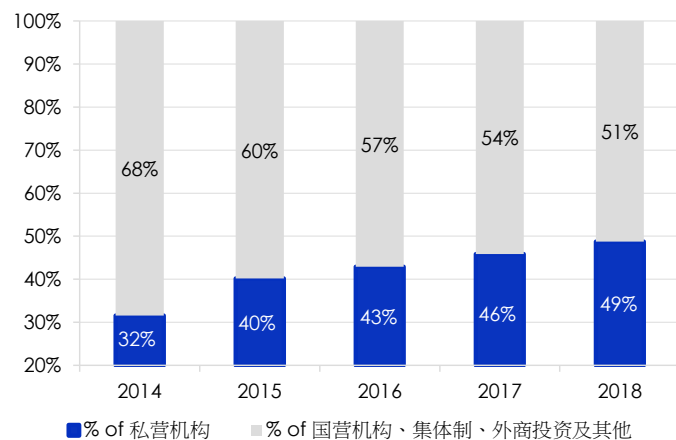


### 第三方/外包企业在检测检验机构总数上的比例不断增加



资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家认证认可监督管理委员会, 建银国际证券预测

### 私营机构在检测检验机构总数上的比例不断增加



资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家认证认可监督管理委员会

我们计算出, 过去三年, 私营检测检验企业的收入增长超过了整体检测检验以及第三方检测检验市场收入增长。我们认为私营企业在过去几年取得更多的市场份额, 主要归因于政府允许检测检验市场的逐步对外开放。私营企业相较国营企业灵活, 更贴近当地客户, 及拥有更高的成本效益。我们认为市场对更加多元化服务的需求、政府对行业管控的放宽、行业进入壁垒的降低以及随着时间推移国内品牌知名度的提高等因素, 有望继续提高非国营企业的市场份额。

### 中国检测检验市场 – 私营企业成为增长引擎

人民币 (十亿)	2014	2015	2016	2017	2018
全国检测检验收入	163	180	207	238	281
增长 (%)	17	10	15	15	18
第三方检测检验收入	68	79	105	132	158
增长 (%)	22	16	32	26	20
私营企业检测检验收入	N/A	33	50	70	93
增长 (%)	N/A	N/A	50	40	34

资料来源: 国家市场监督管理总局, 国家认证认可监督管理委员会, 建银国际证券预测

私营企业正在获取更多的检测检验市场份额

### 对营运业绩记录及实验室网络的需求更有利于具规模的检测检验服务商发展

中国的检测检验认证市场高度分散。根据我们的估计, 截至 2018 年, 前三名服务商的行业集中度仅为 6% (或占第三方/外包检测检验认证市场的 11%)。目前国内检测检验认证市场主要由全球知名的第三方检测检验服务商 (如 SGS 集团 (未评级)、必维国际检验集团 (未评级) 和天祥集团 (未评级)) 以及具有长期营运业绩记录的大型本地检测检验服务商 (如华测检测) 占据。考虑到检测检验认证服务是一项建基于信任的业务, 以及实验室产能受一定地理限制, 规模较小以及新晋服务商建立完善的实验室网络和业绩记录需要时间。因此, 我们认为受认可的国际企业和本地领军企业将有望继续扩大在中国的市场份额。

## 华测检测 | 300012 CH – 财务概览

### 损益表

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
贸易保障	327	365	406	450	495
消费平测试	334	390	445	507	578
工业测试	431	500	575	662	754
生命科学	1,026	1,425	1,924	2,540	3,276
<b>收入</b>	<b>2,118</b>	<b>2,681</b>	<b>3,350</b>	<b>4,158</b>	<b>5,103</b>
销售成本	(1,187)	(1,489)	(1,767)	(2,170)	(2,649)
<b>毛利</b>	<b>932</b>	<b>1,192</b>	<b>1,583</b>	<b>1,989</b>	<b>2,455</b>
其他收入	54	72	12	10	9
营业费用	(790)	(926)	(1,109)	(1,364)	(1,653)
<b>营业利润</b>	<b>196</b>	<b>338</b>	<b>486</b>	<b>635</b>	<b>811</b>
利息净收入(支出)	(8)	(22)	(11)	(1)	2
合营及联营企业利润	1	7	9	12	14
<b>税前利润</b>	<b>189</b>	<b>323</b>	<b>484</b>	<b>646</b>	<b>826</b>
所得税费	(51)	(41)	(63)	(84)	(107)
<b>总利润</b>	<b>138</b>	<b>283</b>	<b>421</b>	<b>562</b>	<b>719</b>
少数股东损益	(4)	(13)	(19)	(25)	(32)
<b>归属股东净利润</b>	<b>134</b>	<b>270</b>	<b>403</b>	<b>537</b>	<b>687</b>
<b>核心净利润</b>	<b>191</b>	<b>283</b>	<b>403</b>	<b>537</b>	<b>687</b>
每股盈利(人民币)	0.08	0.16	0.24	0.32	0.41
稀释每股盈利(人民币)	0.08	0.16	0.24	0.32	0.41
核心每股盈利(人民币)	0.12	0.17	0.24	0.32	0.41
股息 (百万人民币)	41	58	91	126	168
每股股息 (人民币)	0.03	0.04	0.05	0.08	0.10

### 现金流

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>税前利润</b>	<b>189</b>	<b>323</b>	<b>484</b>	<b>646</b>	<b>826</b>
折旧和摊销	158	215	253	302	362
调整后净利息支出	(2)	13	20	10	(0)
运营资本变动	(7)	148	76	23	27
已付税款	(51)	(41)	(63)	(84)	(107)
其他	63	26	(15)	(32)	(33)
<b>经营现金流</b>	<b>349</b>	<b>684</b>	<b>756</b>	<b>866</b>	<b>1,075</b>
资本支出	(373)	(311)	(352)	(433)	(528)
投资	(3)	(60)	(60)	(60)	(60)
其他	(383)	(51)	44	35	28
<b>投资现金流</b>	<b>(759)</b>	<b>(422)</b>	<b>(368)</b>	<b>(458)</b>	<b>(560)</b>
贷款变动	171	75	(359)	22	16
股本变动	820	-	0	7	8
已付股息	(42)	(41)	(58)	(91)	(126)
其他	(812)	(36)	(33)	(36)	(42)
<b>融资现金流</b>	<b>138</b>	<b>(3)</b>	<b>(450)</b>	<b>(97)</b>	<b>(144)</b>
<b>现金流变动</b>	<b>(272)</b>	<b>259</b>	<b>(62)</b>	<b>310</b>	<b>371</b>
期初现金及现金等价物	754	479	740	678	988
汇兑变动	(3)	3	-	-	-
<b>期末现金及现金等价物</b>	<b>479</b>	<b>740</b>	<b>678</b>	<b>988</b>	<b>1,359</b>
<b>自由现金流</b>	<b>(23)</b>	<b>373</b>	<b>403</b>	<b>433</b>	<b>547</b>

资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

### 资产负债表

FYE 31 Dec (RMB m)	2017	2018	2019F	2020F	2021F
现金及现金等价物	479	740	678	988	1,359
质押存款及受限制现金	174	68	68	68	68
应收账款	513	584	593	724	875
库存	10	15	14	18	22
其他流动资产	508	541	558	585	615
<b>总流动资产</b>	<b>1,684</b>	<b>1,948</b>	<b>1,911</b>	<b>2,383</b>	<b>2,939</b>
固定资产	1,237	1,374	1,415	1,498	1,623
无形资产	293	315	328	341	354
合营及联营企业投资	27	95	164	236	310
其他非流动资产	275	328	337	354	373
<b>总非流动资产</b>	<b>1,833</b>	<b>2,112</b>	<b>2,245</b>	<b>2,430</b>	<b>2,661</b>
<b>总资产</b>	<b>3,516</b>	<b>4,059</b>	<b>4,156</b>	<b>4,814</b>	<b>5,599</b>
短期贷款	437	510	150	172	188
应付款项	415	650	734	891	1,071
其他流动负债	38	27	29	30	31
<b>总流动负债</b>	<b>890</b>	<b>1,187</b>	<b>913</b>	<b>1,093</b>	<b>1,291</b>
长期贷款	2	2	2	2	2
其他非流动负债	87	95	135	170	199
<b>总非流动负债</b>	<b>89</b>	<b>97</b>	<b>137</b>	<b>172</b>	<b>201</b>
<b>总负债</b>	<b>979</b>	<b>1,285</b>	<b>1,050</b>	<b>1,265</b>	<b>1,492</b>
股本	1,658	1,658	1,658	1,665	1,673
未分配利润和储备盈余	832	1,060	1,372	1,783	2,302
<b>归属股东权益</b>	<b>2,490</b>	<b>2,717</b>	<b>3,030</b>	<b>3,448</b>	<b>3,974</b>
少数股东权益	48	57	76	101	133
<b>总权益</b>	<b>2,538</b>	<b>2,775</b>	<b>3,106</b>	<b>3,549</b>	<b>4,108</b>
<b>总权益和负债</b>	<b>3,516</b>	<b>4,059</b>	<b>4,156</b>	<b>4,814</b>	<b>5,599</b>

### 财务比率

截至 12 月 31 日	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>增长 (%)</b>					
营业收入	28.2	26.6	24.9	24.1	22.7
息税折旧及摊销前利润	26.2	56.3	33.7	26.8	25.1
息税前利润	22.2	72.6	43.7	30.8	27.6
净利润	31.9	101.6	49.2	33.4	27.9
核心净利润	5.4	48.2	42.3	33.4	27.9
<b>盈利 (%)</b>					
毛利率	44.2	44.6	47.4	48.0	48.3
息税折旧及摊销前利润率	16.7	20.7	22.1	22.6	23.0
息税前利润率	9.3	12.6	14.5	15.3	15.9
净利润率	6.3	10.1	12.1	13.0	13.5
核心净利率	9.1	10.6	12.1	13.0	13.5
税率	27.0	12.6	12.9	12.9	12.9
<b>周转效率 (天)</b>					
库存周转	2	3	3	3	3
应收账款	79	75	65	64	63
应付款项	67	87	102	102	102
<b>回报及杠杆比率 (%)</b>					
平均资产回报率	4.0	7.1	9.8	12.0	13.2
平均股本回报率	5.5	10.4	14.0	16.6	18.5
净资产负债率	(8.4)	(10.7)	(19.1)	(24.9)	(30.1)
<b>流动性(倍)</b>					
流动比率	1.9	1.6	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.9	1.6	2.1	2.2	2.3

**评级定义:**

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

**分析师证明:**

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历内曾买卖或交易过本文所提及的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提及的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提及的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提及的证券的任何金融利益。

**免责声明:**

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际 (控股) 有限公司 (「建银国际控股」) 和中国建设银行股份有限公司 (「建行」) 全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及 / 或附属公司 (统称「建银国际证券」) 不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性 (或相关投资) 做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失 (不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的) 概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的 (至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确, 而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证 (不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源 (如有) 的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性及安全性作任何担保、陈述及保证 (不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券 (或在任何相关的投资中) 的权益 (和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息, 且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士 (根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法 (修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外 (美国) 公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分

发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所述的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司  
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼  
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097