

## 华测检测(300012)

### 着眼长远，短期业绩承压

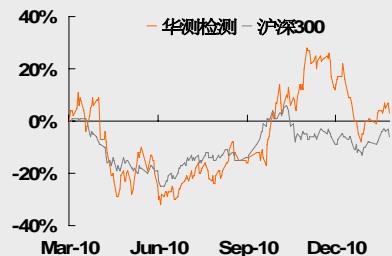
#### 推荐 (下调)

现价: 30.82 元

#### 主要数据

行业	生产制造服务业
公司网址	www.cti-cert.com
大股东/持股	
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	123
流通 A 股(百万股)	32
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	32
流通 A 股市值(亿元)	8.7
每股净资产(元)	5.7
资产负债率(%)	5.6

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

华测深度: 先发优势明显, 未来有望加速发展 (2010.6.25)

中报点评: 人员扩张压制利润增长, 明年产能投放带来看点 (2010.8.10)

跟踪报告: 耕耘总有收获, 胜势渐成胜局 (2010.9.27)

2011年度策略: 四大金矿助推工业服务业跨越式发展 (2010-12-15)

#### 研究员

邵青 S1060205070049  
0755-22622740  
shaoqing@pingan.com.cn

#### 投资要点

##### 收入增速快过利润增速

公司 2010 年全年实现营业收入 3.56 亿元, 同比增长 35%; 净利润 6870 万元, 同比增长 21.5%; 每股收益 0.56 元, 低于我们预期。每 10 股转增 5 股派 3 元含税。业绩低于预期的原因是扩张规模导致费用增速过快, 10 年公司三项费用合计 1.33 亿元, 占营业收入比重 37.4%, 同比上升 3.3 个百分点。

##### 主营业务: 维持快速增长态势

2010 年公司积极增加实验室和人力投入, 实行战略扩张策略, 营业收入保持快速增长。从产品线来看, 贸易保障检测收入 1.5 亿元, 增速 18.7%, 占收入比重 42.5%, 下降 5.8 个百分点; 消费品检测和生命科学检测是增长的主力, 分别同比增长 33% 和 75%, 两者合计收入 1.87 亿元, 占收入比重 52.6%, 上升 4.6 个百分点。从地域来看, 华东地区增长快, 10 年收入 1.37 亿元, 增速 45.7%; 华南地区稳定增长, 收入 1.71 亿元, 增速 23%。

##### 规模扩张: 短期压制利润增长

公司 2010 年加大投入, 员工总数达到 1789 人, 增速 45.9%; 导致费用增加过快。2010 年期间费用合计 1.33 亿元, 同比增长 47.8%; 占营业收入比重 37.4%, 同比上升 3.3 个百分点。盈利能力方面, 公司毛利率 62.9%, 同比提升 3.6 个百分点, 但由于费用增速过快, 净利率只有 19.3%, 同比下降 2.1 个百分点。

##### 着眼长远: 公司长期投资价值突出

国内第三方检测是新兴产业, 空间大, 增速快 20-25%。作为国内民营第三方检测的龙头, 公司的品牌和公信力日益获得认可, 市场占有率不断提高。我们认为, 未来 3-5 年, 公司收入复合增速有望达到 40%; 利润方面, 在度过短期费用压力, 有望在 2012 年迎来丰收。

##### 业绩释放延后, 下调评级为“推荐”:

预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.77 元、1.15 元和 1.57 元, 对应最新收盘价 30.82 元, PE 分别为 40 倍、27 倍和 20 倍, 考虑到公司 2011 年费用压力仍然较大, 以及近期市场热点不在创业板, 下调评级为“推荐”, 但看好公司的长期投资价值。

##### 风险提示: 市场竞争风险

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	264	356	507	708	904
YoY(%)	30%	35%	42%	40%	28%
净利润 (百万元)	57	69	94	142	192
YoY(%)	47%	21%	37%	51%	36%
毛利率(%)	64.3%	62.9%	64.0%	63.7%	61.3%
净利率(%)	21.4%	19.3%	18.5%	20.0%	21.3%
ROE(%)	8.1%	9.5%	11.5%	15.0%	17.3%
EPS(摊薄/元)	0.46	0.56	0.77	1.15	1.57
P/E(倍)	70	55.02	40.27	26.71	19.66

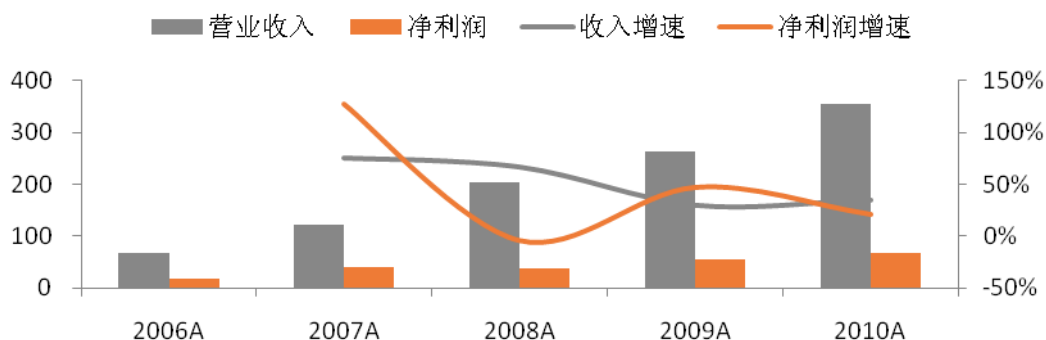
## 一、着眼长远：加大投入，短期业绩承压

### 1.1 公司简介：第三方检测机构中的领先者

公司从事的行业为第三方检测，即独立于买方、卖方之外，提供检测、认证服务并获得收入。从产品线来看，公司主营收入来自贸易保障检测、消费品检测、生命科学检测和工业品检测四类。

2010年，公司积极增加实验室和人力投入，实行战略扩张策略，营业收入保持快速增长。全年实现营业收入3.56亿元，同比增长35%；净利润6870万元，同比增长21.5%。

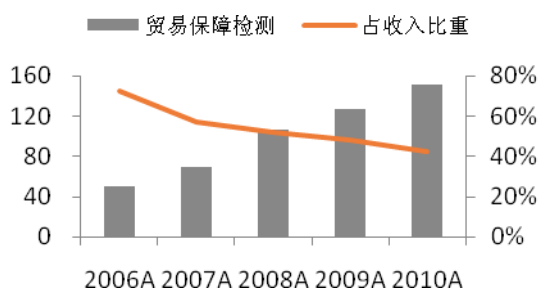
**图表1 营业收入和净利润实现快速增长 单位：百万元，%**



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

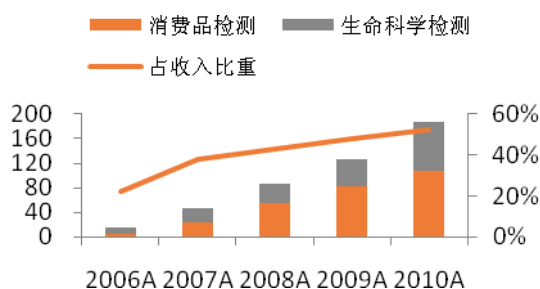
消费品检测和生命科学检测是收入增长的主力。从公司四大产品线来看，贸易保障检测收入1.5亿元，增速18.7%，占收入比重42.5%，下降5.8个百分点；消费品检测和生命科学检测是增长的主力，分别同比增长33%和75%，两者合计收入1.87亿元，占收入比重52.6%，上升4.6个百分点；工业品检测基数小增速高，但占收入比重只有。

**图表2 贸易保障检测占比下降 单位：百万元，%**



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

**图表3 消费品和生命科学成主力 单位：百万元，%**



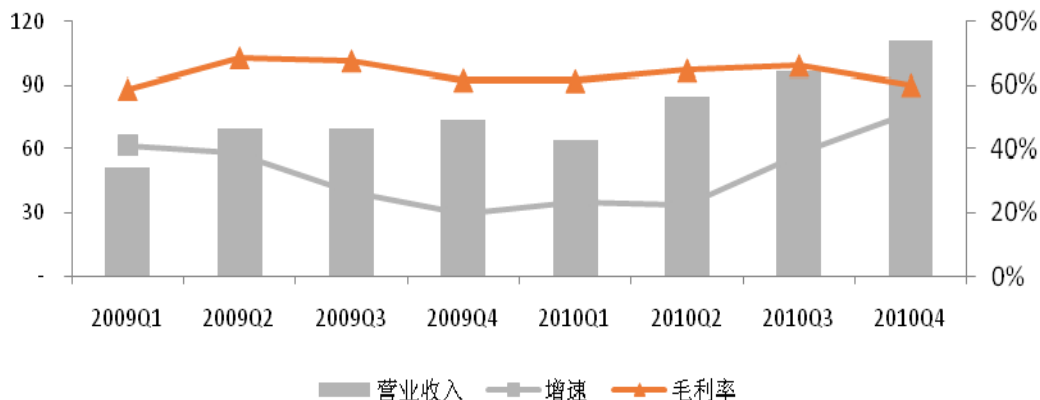
资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

从地域来看，华南地区是收入主要来源，稳定增长；华东地区是近年公司着力拓展的市场，增速高，收入比重大；西部地区则是未来开拓的重点。

## 1.2 营业收入：季度收入屡创新高

2010年，第四季度公司收入1.11亿元，创下新高，同比增速51%，也是09年以来的最高。毛利率整体保持稳定，10年四季度略有下滑，为60%，主要是公司规模扩张增加了人员、实验室设备投入所致。

图表4 季度看，营业收入创新高 单位：百万元，%

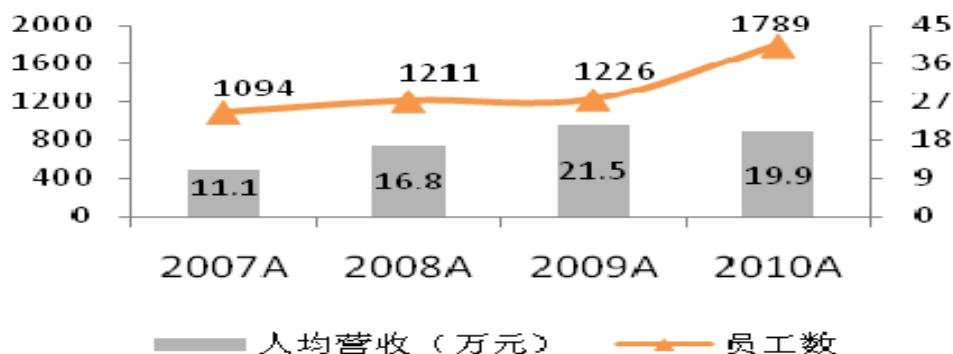


资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

## 1.3 期间费用：压力很大

公司2010年加大投入，员工总数达到1789人，增速45.9%；同期人均营收有所下滑，为19.9万元/人。随着新员工逐渐熟悉业务，人均营收会有增加。

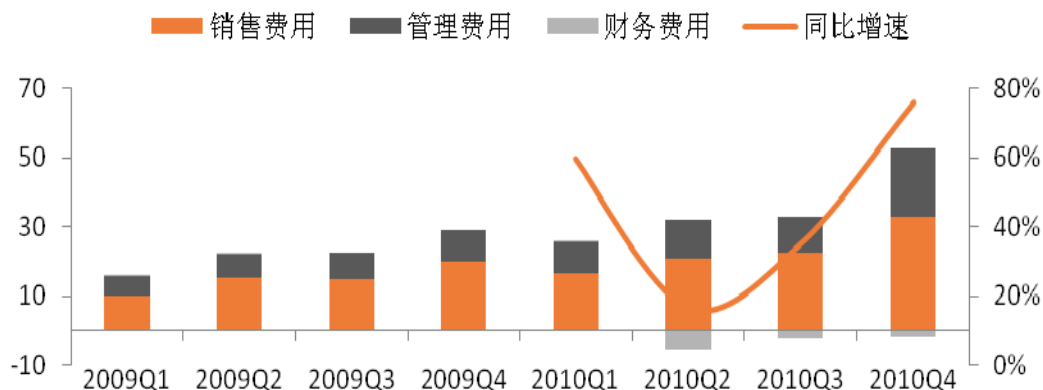
图表5 人员大幅增加，人均营收有所下滑 单位：万元，人



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

规模扩张导致费用增加过快。2010年三项费用合计1.33亿元，同比增长47.8%；占营业收入比重37.4%，同比上升3.3个百分点。按季度来看，四季度费用最高，主要是10年及以前统一在该季度计提年终奖所致。11年后，公司改为在每个季度平均计提年终奖，季度间的费用变化会更平滑。

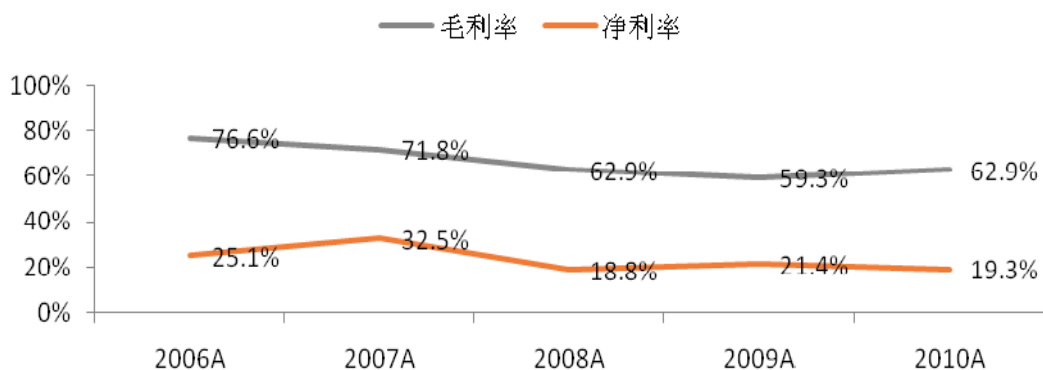
图表6 费用增长很快，压力较大 单位：百万元，%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

盈利能力方面，公司 2010 年毛利率 62.9%，同比提升 3.6 个百分点，有企稳回升的态势，主要是贸易保障检测这条产品线的投入基本完成，毛利率由 09 年的 71.9% 增加到 10 年的 78.4%。但由于费用增速过快，净利率只有 19.3%，同比下降 2.1 个百分点。

图表7 公司综合毛利率企稳上升 单位：%



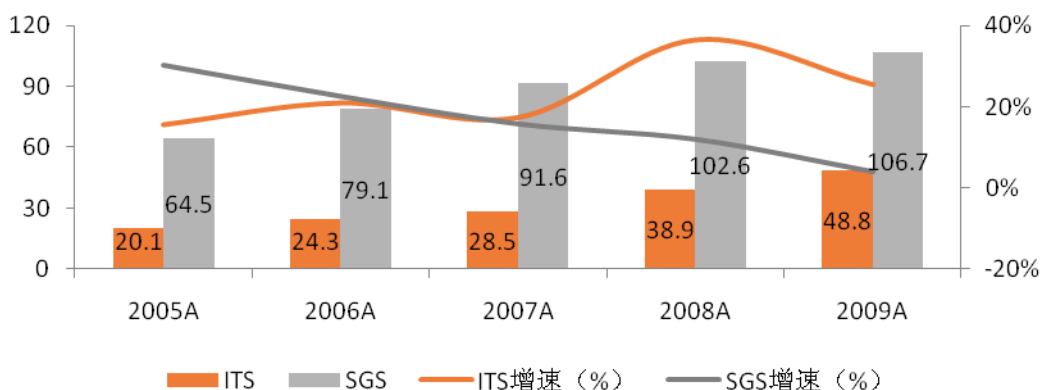
资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

## 二、业绩释放时间延后，下调评级为“推荐”

### 2.1 长期增长无忧，但短期利润增长受压制

国内第三方检测是新兴产业，空间大，行业增速 20-25%。以 SGS、ITS 这两家跨国公司为例，它们在亚太区的业务收入体量大，合计超过百亿元，依然维持了快速发展，05 年至 09 年的 CAGR 接近 20%。

图表8 国际检测巨头在亚太区的业务发展迅速 单位：亿元，%



资料来源：公司年报，平安证券研究所

作为国内民营第三方检测的龙头，公司的品牌和公信力日益获得认可，市场占有率不断提高；同时公司实行战略扩张策略，积极增加实验室和人力投入，营业收入保持快速增长。从产品线来看，贸易保障检测收入 1.5 亿元，增速 18.7%，占收入比重 42.5%，下降 5.8 个百分点；消费品检测和生命科学检测是增长的主力，分别同比增长 33%和 75%，两者合计收入 1.87 亿元，占收入比重 52.6%，上升 4.6 个百分点。从地域来看，华东地区增长快，10 年收入 1.37 亿元，增速 45.7%；华南地区稳定增长，收入 1.71 亿元，增速 23%。我们认为，未来 3-5 年，公司收入复合增速有望达到 40%。

**利润：短期受压制，11 年 1 季度业绩可能不好看。**一季度一般是公司收入淡季，收入往往少于前一年的三、四季度，预计在 9000 万元左右；费用上，10 年四季度三项费用合计 5000 万元，扣除计提年终奖 1100 万元，常规费用 3900 万元，考虑 11 年按季度平均计提年终奖的新政策，11 年 1 季度的费用可能在 4000 万元左右，故其业绩难有惊喜。但是，在度过短期一季度的费用压力后，随后公司业绩有望随收入增长节节拔高，并在 2012 年迎来丰收。

## 2.2 下调评级为“推荐”

不考虑股本转增，预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.77 元、1.15 元和 1.57 元，对应最新收盘价 30.82 元，PE 分别为 40 倍、27 倍和 20 倍，短期来看业绩压力较大，下调评级为“推荐”，但看好公司的长期投资价值。

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	579	569	640	881
现金	542	521	566	789
应收账款	19	25	36	46
其他应收款	4	9	12	15
预付账款	13	15	26	32
存货	0	0	0	0
其他流动资产	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	196	275	336	270
长期投资	1	30	50	0
固定资产	125	208	251	241
无形资产	11	11	10	10
其他非流动资产	59	27	25	20
<b>资产总计</b>	775	845	976	115
<b>流动负债</b>	48	30	39	43
短期借款	0	0	0	0
应付账款	2	0	0	0
其他流动负债	46	30	39	43
<b>非流动负债</b>	1	-6	-6	-6
长期借款	0	-6	-6	-6
其他非流动负债	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	49	24	33	37
少数股东 权益	3	3	3	3
股本	123	123	123	123
资本公积	455	455	455	455
留存收益	146	240	362	533
归属母公司股东权益	723	818	941	111
<b>负债和股东权益</b>	775	845	976	115

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	91	93	163	227
净利润	68	94	142	192
折旧摊销	36	33	50	65
财务费用	-9	-11	-11	-14
投资损失	-5	1	-1	-3
营运资金变动	-10	-23	-18	-15
其他经营现金流	11	-1	1	1
<b>投资活动现金流</b>	-85	-113	-109	3
资本支出	89	100	90	50
长期投资	7	29	20	-50
其他投资现金流	11	16	1	3
<b>筹资活动现金流</b>	-52	-1	-8	-8
短期借款	-7	0	0	0
长期借款	-6	-6	0	0
普通股增加	41	0	0	0
资本公积增加	-41	0	0	0
其他筹资现金流	-39	5	-8	-8
<b>现金净增加额</b>	-46	-21	46	222

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	356	507	708	904
营业成本	132	183	257	350
营业税金及附加	18	25	35	45
营业费用	93	127	170	199
管理费用	50	71	92	99
财务费用	-9	-11	-11	-14
资产减值损失	1	3	4	5
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	-1	1	3
<b>营业利润</b>	76	108	161	222
营业外收入	7	5	8	8
营业外支出	0	1	1	1
<b>利润总额</b>	83	112	168	229
所得税	15	18	27	37
<b>净利润</b>	68	94	142	192
少数股东损益	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	69	94	142	192
EBITDA	103	131	200	273
EPS (元)	0.56	0.77	1.15	1.57

#### 主要财务指标

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入 (%)	34.9	42.4	39.7	27.7%
营业利润 (%)	22.7	40.9	49.7	37.5%
归属母公司股东权益 (%)	21.5	36.6	50.8	35.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	62.9	64.0	63.7	61.3%
净利率 (%)	21.4%	22.1%	22.3%	19.3%
ROE (%)	9.5	11.5	15.0	17.3%
ROIC (%)	26.6	28.8	37.2	51.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	6.3	2.9	3.4	3.2%
净负债比率 (%)	12.3	-24.	-18.	-16.10
流动比率	12.1	18.8	16.5	20.36
速动比率	12.1	18.8	16.5	20.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.47	0.63	0.78	0.85
应收账款周转率	22	22	22	21
应付账款周转率	74.3	195.	-	-
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.56	0.77	1.15	1.57
每股经营现金流	0.74	0.76	1.33	1.85
每股净资产	5.90	6.67	7.67	9.06
<b>估值比率</b>				
P/E	55.0	40.2	26.7	19.66
P/B	5.23	4.62	4.02	3.40
EV/EBITDA	32	25	16	12

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257