

公司研究/动态点评

2019年10月15日

公用事业/环保 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 14.25  
合理价格区间(元): 16.74~18.13

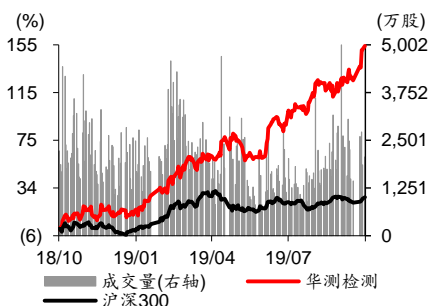
**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

相关研究

- 1《华测检测(300012 SZ,买入): 19H1 扣非业绩翻4倍, 现金流表现亮眼》2019.08
- 2《华测检测(300012,买入): 19H1 扣非业绩同比翻4倍, 略超预期》2019.07
- 3《华测检测(300012,买入): 1Q19 高增长, 工业/电子或接棒 2020 后成长点》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,658
流通 A 股 (百万股)	1,506
52 周内股价区间 (元)	5.53-14.25
总市值 (百万元)	23,620
总资产 (百万元)	3,648
每股净资产 (元)	1.70

资料来源: 公司公告

## 业绩超预期, 利润率逾 15% 再创佳绩

### 华测检测(300012)

#### 业绩略超预期, 维持买入评级

前三季度公司预计实现归母净利润/扣非归母净利润 3.4~3.7/2.4~2.7 亿元, 同比增长 113%~130%/198%~220%, 19Q3 公司预计实现归母净利润 1.8-2.1 亿元, 同比增长 67%~91%, 业绩略超预期, 主因系主营业务收入继续稳健增长+成本管控强化, 毛利率持续上升。适当上调 19~21 年归母净利润为 4.6/6.0/7.3 亿元 (前值: 3.9/5.1/6.3 亿元), 对应 EPS 为 0.28/0.36/0.44 元 (前值: 0.24/0.31/0.38 元), 给予公司 19 年 60-65x 目标 P/E, 目标价 16.74-18.13 元, 维持“买入”。

#### 前三季度扣非归母净利润翻倍, 单 3Q 利润率超 15%

根据公司公告, 前三季度公司实现归母净利润/扣非归母净利润 3.4~3.7/2.4~2.7 亿元, 同比增长 113%~130%/198%~220%, 19Q3 公司预计实现归母净利润 1.8-2.1 亿元, 同比增长 67%~91%, 业绩略超预期, 主因系营收稳健增长+成本管控强化, 毛利率持续上升。前三季度公司非经常性损益约 1 亿元, 其中 Q3 约 6567 万, 主要为杭州瑞欧股权处置收益 (约 4420 万, 所得税率为 15%), 其他主要为政府补助; 剔除瑞欧影响, 单 3Q 利润在 1.4-1.7 亿元, 利润率环比持续提升 (2Q 单季度达到了 15% 的目标)。

#### 生命科学/贸易保障逆势稳健增长, 电子/工业有望接力新的成长引擎

前三季度公司收入增长主要来自生命科学和贸易保障领域, 食品业务 to-B 端拓展有效弥补了大部制整合带来的政府类招标订单延迟, 环境业务通过提价部分抵消整改带来的产能影响, 利润率最高的 ROHS 产品线收入超预期增长, 带动公司前三季度利润翻倍。同时, 工业/电子两大领域 (华测原本相对弱势的领域) 布局初见成效, 汽车 EMC/轨交/航空材料等实验室稳步推进; 新团队的加入进一步挖掘公司在这两大领域活力, 接力生科/汽车成为新增长点。

#### 检测大行业小公司, 华测作为民企龙头有望复制海外巨头的成长路径

公司 18 年将提高经营效益放在首位, 随后引入 SGS 前全球副总裁申屠总, 加强精细化管理, 2019 强化利润和现金流考核, 同时食品和环境实验室 (18 年收入占比近 50%) 进入自然成熟周期。根据国家认监委数据, 2018 年我国检测市场达 2811 亿元 (不包括贸易保障和医疗医药), 检测行业需求稳/现金流充裕, 华测是国内唯一实现全检测领域布局的民营检测龙头, 品牌公信力强, 或率先突围。

#### 上调盈利预测, 维持买入评级

考虑到公司业绩持续超预期, 持续看好精细化管理驱动毛利率提升, 我们适当上调 19~21 年归母净利润为 4.6/6.0/7.3 亿元 (前值: 3.9/5.1/6.3 亿元), 对应 EPS 为 0.28/0.36/0.44 元 (前值: 0.24/0.31/0.38 元)。参考国内可比公司 19 PE 平均值 47x, 考虑公司盈利模式好/经营性现金流充裕/品牌公信力强/销售及管理优势突出/抗风险性强/成长性突出, 认可享受一定估值溢价, 给予 19 年 60-65x 目标 P/E, 目标价 16.74-18.13 元, 维持“买入”。

风险提示: 利润率提升速度不及预期、检测行业竞争格局恶化。

#### 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,118	2,681	3,238	3,882	4,497
+/-%	28.20	26.56	20.77	19.91	15.82
归属母公司净利润 (百万元)	133.90	269.98	462.43	595.79	730.71
+/-%	31.87	101.63	71.28	28.84	22.65
EPS (元, 最新摊薄)	0.08	0.16	0.28	0.36	0.44
PE (倍)	176.40	87.49	51.08	39.64	32.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1： 同行业公司估值比较 (2019/10/14)

公司简称	股票代码	股价		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)	
		2019/10/14	2019/10/14	2019/10/14	2019/10/14	19E	20E	19E	20E	19E	20E
安车检测	300572.SZ	54.24	10,504	50	35	12	9	24%	26%		
电科院	300215.SZ	6.99	5,301	30	23	3	2	8%	10%		
金城医学	603882.SH	60.56	27,729	84	65	13	11	15%	17%		
苏试试验	300416.SZ	25.55	3,464	38	30	4	4	10%	12%		
国检集团	603060.SH	25.46	7,842	34	28	6	5	17%	17%		
<b>平均值</b>			<b>10,968</b>	<b>47</b>	<b>36</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>		
<b>中间值</b>			<b>7,842</b>	<b>38</b>	<b>30</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>15%</b>	<b>17%</b>		
华测检测	300012.SZ	14.25	23,620	51	40	8	6	15%	16%		

注：大唐发电、上海电力、江苏国信、内蒙华电为 wind 预测值，长源电力为华泰预测；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

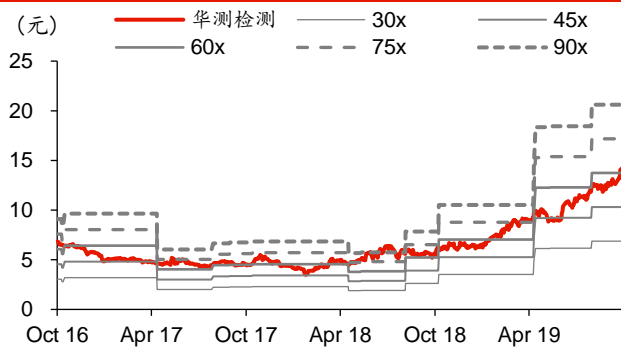
图表2： 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,373	4,142	3,238	3,882	-4%	-6%
营业成本 (百万元)	1,762	2,142	1,660	1,918	-6%	-10%
毛利率 (%)	47.8%	48.3%	48.7%	50.6%	+0.9pct	+2.3pct
期间费用率 (%)	26.0%	25.1%	25.8%	24.9%	-0.2pct	-0.2pct
净利率 (%)	11.6%	12.4%	14.3%	15.3%	+2.7pct	+2.9pct
归母净利润 (百万元)	390	515	462	596	+18%	+16%
EPS (元)	0.24	0.31	0.28	0.36	+18%	+16%

资料来源：华泰证券研究所

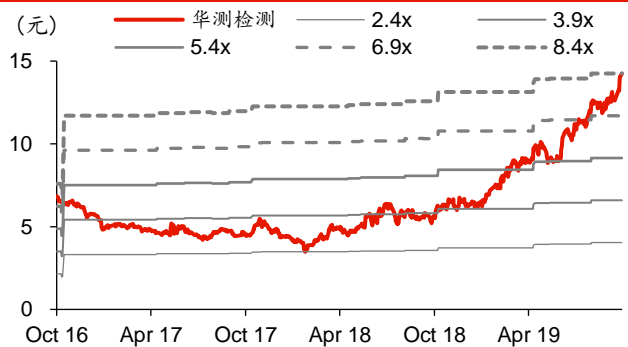
## PE/PB – Bands

图表3： 华测检测历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 华测检测历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,684	1,948	2,015	2,664	3,568
现金	652.98	807.98	742.77	1,281	2,053
应收账款	428.18	503.90	620.95	712.67	825.40
其他应收账款	39.23	36.17	43.68	52.38	60.67
预付账款	36.34	38.61	43.29	50.04	56.72
存货	9.60	14.76	16.74	19.50	22.24
其他流动资产	517.48	546.44	547.49	548.70	549.85
非流动资产	1,833	2,112	2,200	2,129	2,019
长期投资	27.26	94.72	94.72	94.72	94.72
固定投资	1,074	1,153	1,256	1,214	1,034
无形资产	118.00	143.63	167.94	190.98	212.82
其他非流动资产	613.78	720.45	680.76	629.66	677.19
资产总计	3,516	4,059	4,215	4,793	5,586
流动负债	889.89	1,187	802.53	955.41	1,099
短期借款	434.69	507.71	0.00	0.00	0.00
应付账款	174.43	324.48	363.88	420.61	476.75
其他流动负债	280.77	355.19	438.65	534.80	622.43
非流动负债	88.71	97.12	206.09	97.12	97.12
长期借款	0.00	0.00	108.96	0.00	0.00
其他非流动负债	88.71	97.12	97.12	97.12	97.12
负债合计	978.60	1,285	1,009	1,053	1,196
少数股东权益	48.26	57.48	67.48	77.48	87.48
股本	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658
资本公积	44.45	41.99	41.99	41.99	41.99
留存公积	787.06	1,016	1,437	1,961	2,601
归属母公司股东权益	2,490	2,717	3,138	3,663	4,303
负债和股东权益	3,516	4,059	4,215	4,793	5,586

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	349.31	683.85	711.74	969.49	1,091
净利润	133.90	269.98	462.43	595.79	730.71
折旧摊销	189.11	262.33	308.32	349.38	375.54
财务费用	7.88	21.58	10.34	(5.29)	(14.89)
投资损失	(2.05)	(44.31)	(69.59)	(21.80)	(21.80)
营运资金变动	(43.40)	100.14	(9.25)	41.93	12.37
其他经营现金	63.88	74.13	9.48	9.48	9.48
投资活动现金	(759.16)	(422.31)	(326.42)	(257.02)	(242.76)
资本支出	660.75	444.74	311.32	194.12	179.86
长期投资	18.31	83.06	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	80.09	(105.49)	15.11	62.89	62.89
筹资活动现金	137.55	(2.95)	(450.53)	(174.65)	(76.55)
短期借款	188.29	73.02	(507.71)	0.00	0.00
长期借款	(3.70)	0.00	108.96	(108.96)	0.00
普通股增加	820.25	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(823.29)	(2.46)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(44.00)	(73.51)	(51.78)	(65.69)	(76.55)
现金净增加额	(272.30)	258.58	(65.21)	537.82	772.08

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,118	2,681	3,238	3,882	4,497
营业成本	1,178	1,480	1,660	1,918	2,174
营业税金及附加	8.38	9.02	10.90	13.07	15.13
营业费用	400.96	506.36	605.07	717.77	831.31
管理费用	330.55	180.88	218.46	254.18	294.39
财务费用	7.88	21.58	10.34	(5.29)	(14.89)
资产减值损失	55.18	49.75	39.37	33.34	38.61
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.05	44.31	69.59	21.80	21.80
营业利润	174.03	314.68	534.72	700.04	858.77
营业外收入	16.32	12.11	12.11	12.11	12.11
营业外支出	1.68	3.31	3.31	3.31	3.31
利润总额	188.67	323.48	543.52	708.84	867.57
所得税	51.02	40.92	71.09	103.06	126.87
净利润	137.65	282.57	472.43	605.79	740.71
少数股东损益	3.75	12.58	10.00	10.00	10.00
归属母公司净利润	133.90	269.98	462.43	595.79	730.71
EBITDA	389.18	545.02	793.17	1,026	1,206
EPS (元, 基本)	0.08	0.16	0.28	0.36	0.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	28.20	26.56	20.77	19.91	15.82
营业利润	34.47	80.82	69.92	30.92	22.67
归属母公司净利润	31.87	101.63	71.28	28.84	22.65
获利能力 (%)					
毛利率	44.37	44.80	48.75	50.59	51.65
净利率	6.32	10.07	14.28	15.35	16.25
ROE	5.48	10.37	15.79	17.52	18.35
ROIC	5.14	7.71	14.08	22.85	29.44
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.83	31.64	23.93	21.96	21.41
净负债比率 (%)	44.66	39.53	10.80	0	0
流动比率	1.89	1.64	2.51	2.79	3.25
速动比率	1.88	1.63	2.49	2.77	3.23
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.71	0.78	0.86	0.87
应收账款周转率	5.65	5.75	5.76	5.82	5.85
应付账款周转率	9.27	5.93	4.82	4.89	4.85
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.16	0.28	0.36	0.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.41	0.43	0.58	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.50	1.64	1.89	2.21	2.60
估值比率					
PE (倍)	176.40	87.49	51.08	39.64	32.32
PB (倍)	9.49	8.69	7.53	6.45	5.49
EV_EBITDA (倍)	60.19	42.98	29.53	22.84	19.42

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 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