

# 华测检测 (300012.SZ)

## 单季度业绩历史新高, 拟设立产业基金

### 核心观点:

公司发布三季报, 2019 前三季度实现收入 22.0 亿元, 同比增长 20.2%; 归母净利润 3.6 亿元, 同比增长 123.1%, 位于前次预告的中枢; 扣非后净利润 2.56 亿元, 同比增长 111%。

#### ● 单季度业绩创历史新高, 发展逻辑不断强化

分季度来看, 公司 19Q3 单季度实现收入 8.7 亿元, 同比增长 17.3%, 较 Q2 有所放缓; 归母净利润 2.0 亿元, 同比增长 81.29%。自 18 年二季度公司实施精细化管理以来, 实验室扩张步伐、设备采购等资本开支显著放缓, 前三季度购建固定资产等支付的现金 3.25 亿元, 同比下降 7.7%; 人均产值显著提升, 整体业绩进入快速释放的通道。18Q2-19Q3 连续 6 个季度归母净利润维持 50% 以上的高增速, 19Q3 单季度业绩创历史新高, 其中投资净收益 6491 万元, 主要在于出售杭州瑞欧的股权收益; 扣非后净利润 1.35 亿元, 同比增长 37.7%。

从利润率来看, 19Q3 单季度毛利率 54.9%, 同比增长 7.52 个 pct, 环比增长 2.72 个 pct; 净利率 23.41%。随着 16-17 年大量投放的实验室逐步进入盈亏平衡期, 公司盈利水平显著增强, 发展逻辑不断强化。从现金流来看, 前三季度经营性净现金流 2.83 亿元, 与利润规模较为匹配。

#### ● 拟设立产业投资基金, 加强优质项目整合

公司发布公告, 拟与上海凌越共同设立华凌基金, 基金规模 5 亿元; 其中, 公司作为有限合伙人认缴出资 1.25 亿元, 且认缴比例不超过 25%, 其他机构投资者出资 3.75 亿元。本次投资拟以股权投资的方式投资检测、检验、认证领域的优质标的, 符合公司的战略布局及发展需求, 有助于公司并购整合优质项目, 巩固行业领先地位, 有效降低投资风险。

**投资建议:** 我们预测 19-21 年营业收入分别为 33.12/41.33/51.42 亿元, EPS 为 0.28/0.38/0.51 元/股, 当前股价对应 PE 为 50/37/28x。综合考虑检测服务类公司的平均估值水平, 以及 19-21 年预计 45.9% 的业绩复合增速, 我们给予 19 年 PE 55x, 对应合理价值 15.59 元/股, 维持“增持”评级。

**风险提示:** 宏观经济环境对于检测服务需求具有重要影响, 并购的决策风险及整合风险, 公信力受不利事件影响风险, 资本支出过快导致盈利下滑。

### 盈利预测:

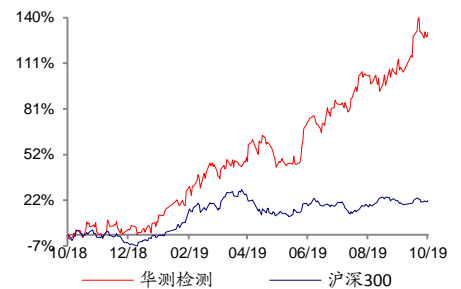
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,118	2,681	3,312	4,133	5,142
增长率(%)	28.2	26.6	23.5	24.8	24.4
EBITDA(百万元)	389	545	726	943	1,224
净利润(百万元)	134	270	470	628	838
增长率(%)	31.9	101.6	74.0	33.6	33.4
EPS(元/股)	0.08	0.16	0.28	0.38	0.51
市盈率(P/E)	55.21	40.21	49.51	37.05	27.76
市净率(P/B)	2.97	4.00	7.30	6.10	5.00
EV/EBITDA	18.44	19.37	31.24	23.45	17.39

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	14.03 元
合理价值	15.59 元
前次评级	增持
报告日期	2019-10-29

### 相对市场表现



#### 分析师:

罗立波



SAC 执证号: S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

#### 分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-60750631



guopeng@gf.com.cn

请注意, 罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

华测检测 (300012.SZ): 预 2019-10-14

告前三季度净利润增长

113%-130%

华测检测 (300012.SZ): 利 2019-08-16

润率修复显著, 业绩高速增长

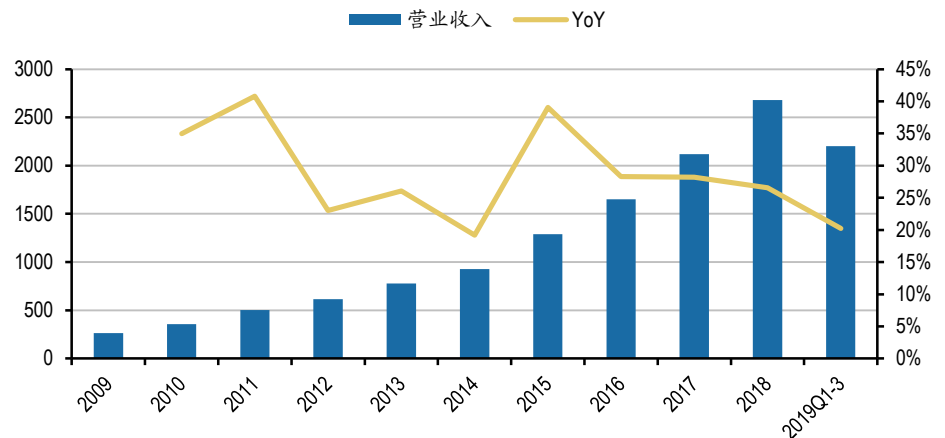
华测检测 (300012.SZ): 中 2019-07-09

报预计净利润增长 195%-225%

联系人: 孙柏阳 021-60750636

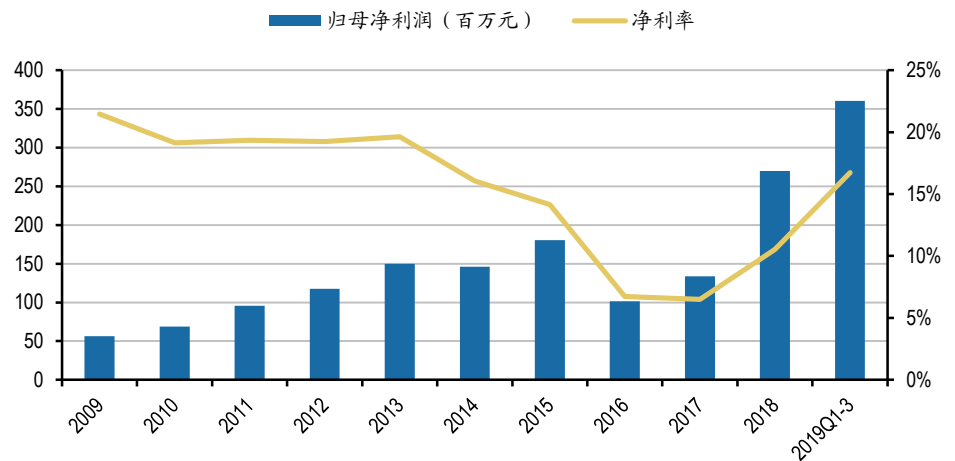
sunboyang@gf.com.cn

图 1：华测检测营业收入（百万元）



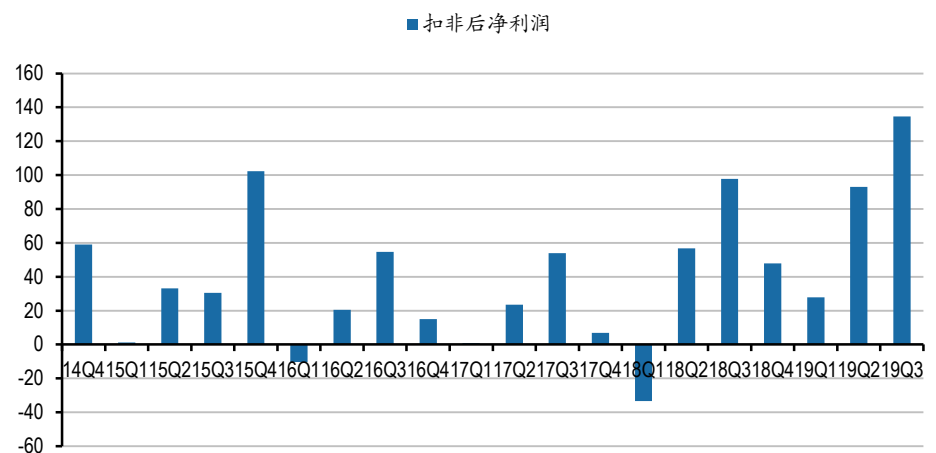
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图 2：华测检测归母净利润（百万元）



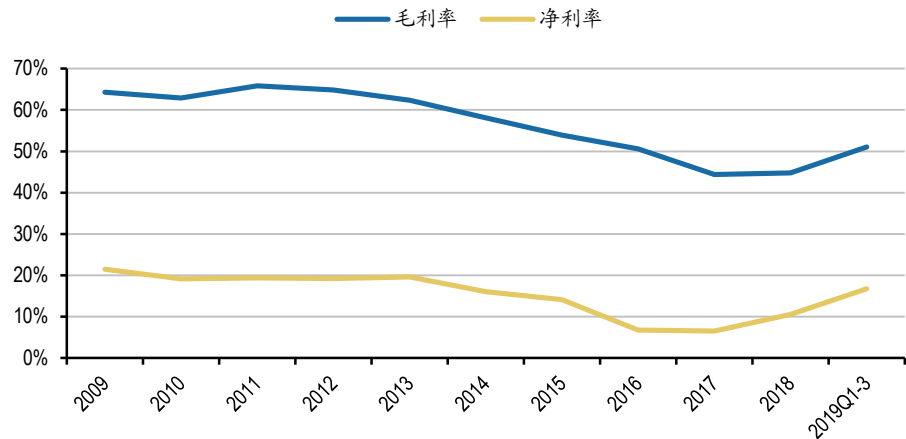
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图 3：华测检测各季度扣非后净利润（百万元）



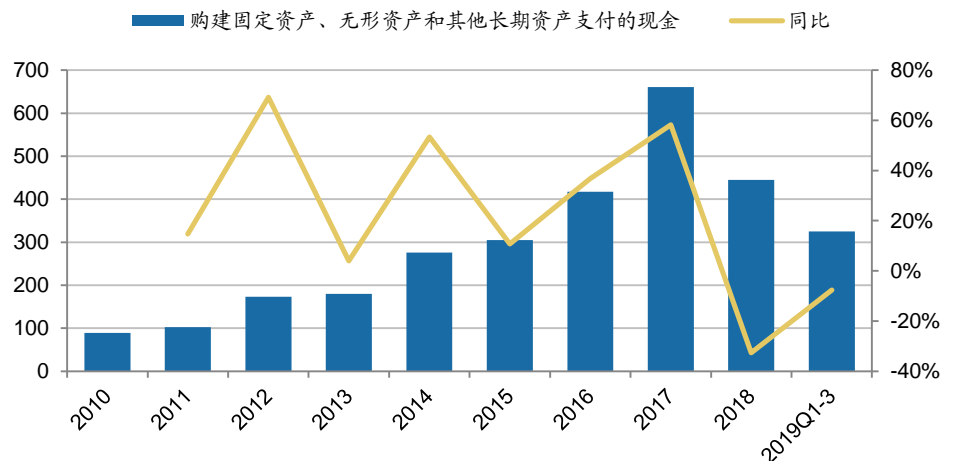
数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图 4：华测检测毛利率与净利率



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

图 5：华测检测购建固定资产等支付的现金（百万元）



数据来源：公司季报，广发证券发展研究中心

**风险提示：**

**并购的决策风险及整合风险：**检测认证服务行业碎片化特征显著，每个市场相对独立，难以快速复制。因此，采用并购手段快速切入新领域是国际巨头通行的做法。对于国内企业来说，并购标的的选取、以及并购后的整合关系到并购工作是否成功，存在较大风险。

**公信力受不利事件影响风险：**公信力和品牌是第三方检测认证服务机构持续发展的原动力，只有在技术和公正性方面不断得到客户的认可，才能在市场竞争中处于有利位置，一旦出现质量问题导致公信力和品牌受损，将会丧失客户，影响企业的业务拓展和盈利状况。

**资本支出过快导致盈利下滑：**在业务的快速扩张期，在建工程、设备采购等资本支出呈现快速增长。新实验室的建设需要装修、招聘、采购设备、评审扩项等一系列流程，需要一定的周期后才能正式运营，期间无法产生利润。资本支出过快将对盈利水平造成影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,684</b>	<b>1,948</b>	<b>2,044</b>	<b>2,947</b>	<b>4,014</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>349</b>	<b>684</b>	<b>603</b>	<b>843</b>	<b>1,169</b>
货币资金	653	808	775	1,500	2,419	净利润	138	283	489	654	873
应收及预付	470	548	641	798	921	折旧摊销	189	262	241	263	295
存货	10	15	14	17	21	营运资金变动	-41	88	-75	-39	35
其他流动资产	551	578	614	632	654	其它	64	50	-52	-34	-34
<b>非流动资产</b>	<b>1,833</b>	<b>2,112</b>	<b>2,275</b>	<b>2,342</b>	<b>2,456</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-759</b>	<b>-422</b>	<b>-323</b>	<b>-257</b>	<b>-332</b>
长期股权投资	27	95	95	95	95	资本支出	-660	-444	-352	-277	-352
固定资产	1,074	1,153	1,170	1,116	1,130	投资变动	-5	-84	0	0	0
在建工程	164	221	321	401	461	其他	-95	106	29	20	20
无形资产	118	144	166	186	207	<b>筹资活动现金流</b>	<b>138</b>	<b>-3</b>	<b>-313</b>	<b>139</b>	<b>81</b>
其他长期资产	450	500	524	544	564	银行借款	188	71	-308	150	100
<b>资产总计</b>	<b>3,516</b>	<b>4,059</b>	<b>4,319</b>	<b>5,289</b>	<b>6,470</b>	股权融资	10	6	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>890</b>	<b>1,187</b>	<b>965</b>	<b>1,276</b>	<b>1,580</b>	其他	-61	-79	-5	-12	-19
短期借款	435	508	200	350	450	<b>现金净增加额</b>	<b>-272</b>	<b>259</b>	<b>-33</b>	<b>725</b>	<b>918</b>
应付及预收	240	403	425	521	636	<b>期初现金余额</b>	<b>754</b>	<b>479</b>	<b>808</b>	<b>775</b>	<b>1,500</b>
其他流动负债	215	276	340	405	494	<b>期末现金余额</b>	<b>479</b>	<b>740</b>	<b>775</b>	<b>1,500</b>	<b>2,419</b>
<b>非流动负债</b>	<b>89</b>	<b>97</b>	<b>92</b>	<b>97</b>	<b>102</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	89	97	92	97	102						
<b>负债合计</b>	<b>979</b>	<b>1,285</b>	<b>1,057</b>	<b>1,373</b>	<b>1,682</b>						
股本	1,658	1,658	1,658	1,658	1,658						
资本公积	44	42	42	42	42						
留存收益	787	1,016	1,485	2,113	2,951						
归属母公司股东权益	2,490	2,717	3,185	3,813	4,650						
少数股东权益	48	57	77	103	138						
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,516</b>	<b>4,059</b>	<b>4,319</b>	<b>5,289</b>	<b>6,470</b>						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>2,118</b>	<b>2,681</b>	<b>3,312</b>	<b>4,133</b>	<b>5,142</b>
营业成本	1,178	1,480	1,698	2,069	2,511
营业税金及附加	8	9	13	17	21
销售费用	401	506	616	752	926
管理费用	149	181	222	269	324
研发费用	182	222	278	347	432
财务费用	8	22	11	2	-2
资产减值损失	55	50	29	22	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	44	60	40	40
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>315</b>	<b>554</b>	<b>745</b>	<b>1,001</b>
营业外收支	15	9	28	33	38
<b>利润总额</b>	<b>189</b>	<b>323</b>	<b>582</b>	<b>778</b>	<b>1,039</b>
所得税	51	41	93	125	166
<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>283</b>	<b>489</b>	<b>654</b>	<b>873</b>
少数股东损益	4	13	20	26	35
<b>归属母公司净利润</b>	<b>134</b>	<b>270</b>	<b>470</b>	<b>628</b>	<b>838</b>
EBITDA	389	545	726	943	1,224
EPS (元)	0.08	0.16	0.28	0.38	0.51

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	28.2%	26.6%	23.5%	24.8%	24.4%
营业利润增长	35.4%	80.8%	76.2%	34.4%	34.3%
归母净利润增长	31.9%	101.6%	74.0%	33.6%	33.4%
<b>获利能力</b>					
毛利率	44.4%	44.8%	48.7%	49.9%	51.2%
净利率	6.5%	10.5%	14.8%	15.8%	17.0%
ROE	5.4%	9.9%	14.7%	16.5%	18.0%
ROIC	6.3%	10.1%	15.3%	20.9%	28.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.8%	31.6%	24.5%	26.0%	26.0%
净负债比率	12.4%	12.5%	4.7%	6.7%	7.0%
流动比率	1.89	1.64	2.12	2.31	2.54
速动比率	1.84	1.60	2.05	2.25	2.48
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.71	0.79	0.86	0.87
应收账款周转率	5.51	5.69	5.62	5.62	6.08
存货周转率	185.12	121.52	121.67	121.67	121.67
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.08	0.16	0.28	0.38	0.51
每股经营现金流	0.21	0.41	0.36	0.51	0.71
每股净资产	1.50	1.64	1.92	2.30	2.81
<b>估值比率</b>					
P/E	55.21	40.21	49.51	37.05	27.76
P/B	2.97	4.00	7.30	6.10	5.00
EV/EBITDA	18.44	19.37	31.24	23.45	17.39

## 广发机械行业研究小组

- 罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心。
- 刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。
- 代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。