

山大华特(000915.SZ)

医药增长有望恢复,

环保将进入高速增长期

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

21.00-24.00

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740210090003

021-20315083

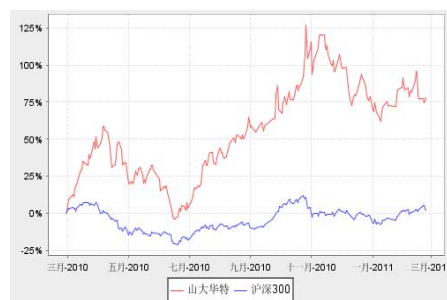
hudj@qlzq.com.cn

2011年3月13日

基本状况

总股本(百万股)	180.25
流通股本(百万股)	179.21
市价(元)	17.45
市值(百万元)	3145.45
流通市值(百万元)	3127.18

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	499.40	560.28	692.24	806.27	944.67
营业收入增速	-7.24%	12.19%	23.55%	16.47%	17.17%
净利润增长率	151.35%	104.98%	53.72%	36.42%	20.62%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.39	0.60	0.82	0.99
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	45.15	45.20	31.73	23.26	19.28
PEG	0.30	0.43	0.59	0.64	0.94
每股净资产(元)	1.95	2.32	2.92	3.74	4.73
每股现金流量	0.72	1.05	1.20	1.53	1.84
净资产收益率	9.78%	16.89%	20.61%	21.95%	20.93%
市净率	4.42	7.63	6.54	5.11	4.04
总股本(百万股)	180.25	180.25	180.25	180.25	180.25

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司 2010 年净利润增长 104.98%，连续两年净利润增长超过 100%，我们认为公司目前经营依然不断好转，经营思路清晰，在清理掉历史遗留问题后公司将继续聚焦医药和环保两大主业；
- 达因药业 2011 年将恢复增长: 在年报点评我们分析了达因 2010 年销售放缓的原因，我们认为达因 2011 年有望恢复增长，分析原因为：
 - 1、伊可新 2010 年成立商务部开展药店销售，新增加销售人员 60 余人，达因目前 600 多人的工作人员中有近一半为销售专员，我们预计今年销售人员将进一步充实，药店终端销售能力进一步提升；
 - 2、伊可新目前药店终端销售占比占到 70%，医院更多的是起到销售引擎作用，公司目前也开始意识到广告提升品牌和销售的巨大作用，我们认为今年广告宣传极有可能提上日程，未来将逐步形成医院和广告销售双引擎；
 - 3、达因产品线有望不断丰富，公司目前伊可新销售占比不断下降，目前占达因总销售收入小于 75%，随着二线产品进入快速增长期公司产品多元化趋势将更加明显，我们继续看好盖迪欣和右旋糖酐铁对业绩的拉动作用；
- 环保工程增长有望超预期，公司环保工程目前在手的订单就有 7000 万左右，而公司二氧化氯漂白装置目前处于国内领先阶段，我们认为 2011 年公司有望在该方面签订新的协议，因此整体环保产业已进入快速增长期；目前公司还在不断开展新的业务，比如开展循环利用热废水项目，不仅为服务对象大量节约了能源消耗，同时该类工程项目一般都是 700-800 万的小规模，能有效的缩短实施工程平均时间，提高了工作效率，目前公司该类项目处于供不应求状态；

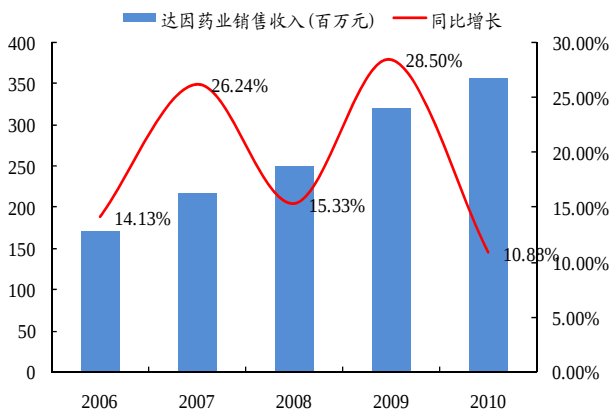
■ 二氧化氯漂白装置目前国内依然处于快速增长期:

- **从技术上二氧化氯漂白能有效减少环境污染:** 纸浆的漂白可分为元素氯漂白（由于以氯气为原料，漂白过程中含有游离的氯元素）、无元素氯漂白（漂白过程中不含游离的氯元素，主要为二氧化氯漂）、全无氯漂白（漂白过程中不使用含氯元素的漂剂，如过氧化物漂、臭氧漂等）。后两者是国外目前常用的生产工艺，较氯气的漂白路线相比主要优势在于减少了 AOX（可吸附性有机卤化物）及二恶英等有害物质的产生，降低了环境污染；
- **从政策上国家支持无元素氯或全无氯漂白技术:** 国家发改委早在 2007 年 11 月颁布的《造纸产业发展政策》第四章就规定“鼓励发展应用高得率制浆技术，生物技术，低污染制浆技术，中浓技术，无元素氯或全无氯漂白技术”，第二十三条规定“禁止新上项目采用元素氯（即液氯）漂白工艺（现有企业应逐步淘汰）”；目前国内该产业基本为国外公司占领，国内目前能做该类装置的不超过四家，因此还处于市场培育期，
- **从未来发展趋势看:** 随着消费水平提高，生活用纸用量不断增大，而生活用纸的纸浆漂白方法，直接影响到对所生产纸张的卫生指标和使用者的健康状况。国外目前生活用纸浆，均采用二氧化氯的漂白，不得使用其他纸浆漂白方法，而国内目前采用的均是国外装置，价格较为昂贵，因此新上项目以及旧装置的替代都将为公司在该产业的发展提供机遇；

■ 在卧龙学校方面，公司与当地政府达成教师工资承担方案是无期限的，因此 2010 年公司教育产业很快实现了扭亏为盈，我们认为随着卧龙学校招生规模的不断扩大我们预计未来教育产业盈利将处于稳定增长状态；

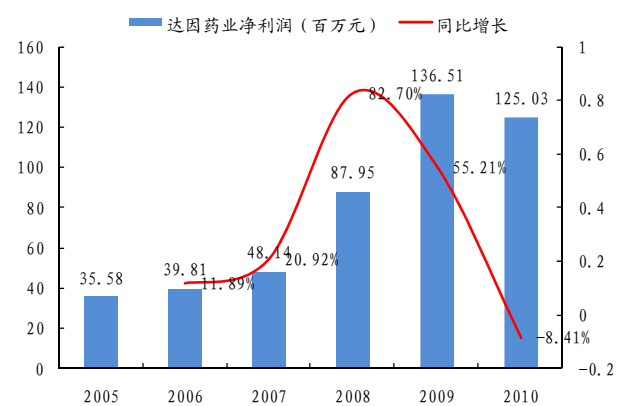
■ 我们看好公司基本面不断向好的判断，维持前期公司盈利预测，预计公司 2011-13 年归属母公司净利润分别为 1.08 亿元、1.48 亿元和 1.78 亿元，同比分别增长 53.72%、36.42%和 20.62%，对应 2010-12 年 EPS 分别为 0.60 元、0.82 元和 0.99 元；给予公司目标价格区间为 21.00 元—24.00 元，维持公司“买入”的投资评级。

图表 1: 子公司达因药业收入增长情况



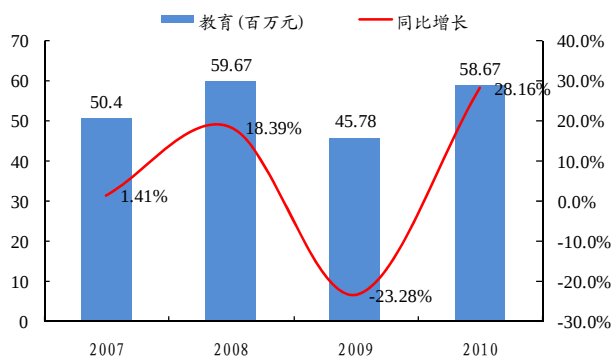
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 子公司达因药业净利润增长情况



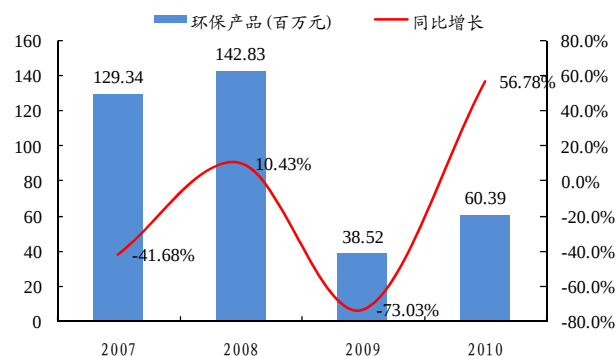
来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 公司教育产业 2010 年成功扭亏



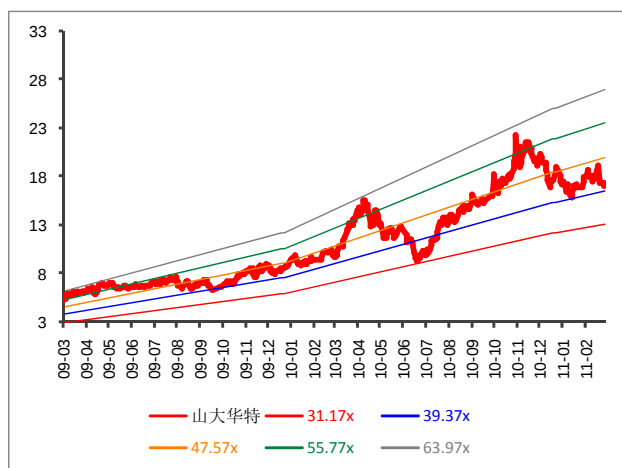
来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司环保产业 2010 年实现快速增长



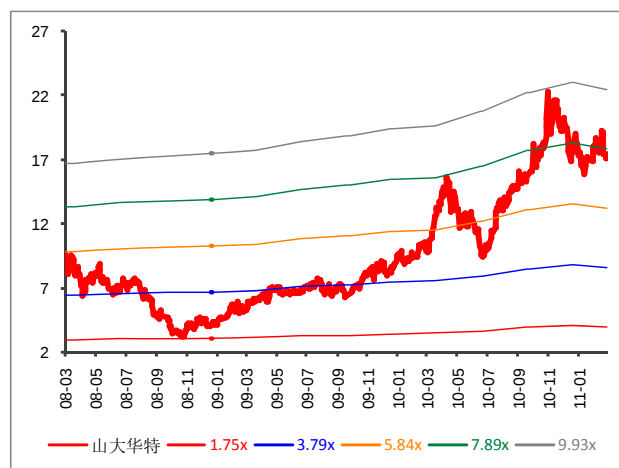
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 山大华特历史 PE 区间



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 山大华特历史 PB 区间



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：公司分产品预测表

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
药品					
销售收入 (百万元)	326.82	359.99	473.98	566.49	680.84
增长率 (YOY)	27.86%	10.15%	31.67%	19.52%	20.19%
毛利率	43.73%	86.03%	85.29%	84.83%	84.29%
销售成本	183.90	50.29	69.72	85.94	106.99
增长率 (YOY)	366.88%	-72.65%	38.64%	23.26%	24.49%
毛利	142.92	309.70	404.26	480.54	573.84
增长率 (YOY)	-33.90%	116.70%	30.53%	18.87%	19.42%
占总销售额比重	65.89%	64.40%	68.47%	70.26%	72.07%
占主营业务利润比重	95.76%	84.31%	86.45%	87.21%	87.98%
其他产业					
销售收入	169.20	198.96	218.26	239.79	263.84
增长率 (YOY)	-40.04%	17.59%	9.70%	9.86%	10.03%
毛利率	3.74%	28.97%	29.04%	29.38%	29.70%
销售成本	162.88	141.32	154.87	169.34	185.47
增长率 (YOY)	-23.02%	-13.24%	9.59%	9.34%	9.53%
毛利	6.32	57.64	63.39	70.44	78.36
增长率 (YOY)	-91.05%	811.91%	9.96%	11.14%	11.24%
占总销售额比重	34.11%	35.60%	31.53%	29.74%	27.93%
占主营业务利润比重	4.24%	15.69%	13.55%	12.79%	12.02%
销售收入小计	496.02	558.95	692.24	806.27	944.67
销售成本小计	346.78	191.61	224.59	255.29	292.47
毛利	149.24	367.34	467.65	550.99	652.21
平均毛利率	30.09%	65.72%	67.56%	68.34%	69.04%

来源：齐鲁证券研究所

附录1 历史推荐和目标定价

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-03-03	买入	19.09	21.00 ~ 24.00 元
2	2011-01-24	买入	16.41	21.3 ~ 24.85 元
3	****_**_**	XX	**_**	**_** ~ **_**

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	538	499	560	692	806	945
增长率	8.61%	-7.2%	12.2%	23.6%	16.5%	17.2%
营业成本	-266	-169	-179	-225	-255	-292
% 销售成本	49.5%	33.9%	31.9%	32.4%	31.7%	31.0%
毛利	272	330	382	468	551	652
% 销售收入	50.5%	66.1%	68.1%	67.6%	68.3%	69.0%
营业税金及附加	-6	-8	-9	-11	-12	-14
% 销售收入	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	-105	-110	-140	-159	-169	-198
% 销售收入	19.4%	21.9%	25.1%	23.0%	21.0%	21.0%
管理费用	-47	-49	-52	-65	-76	-89
% 销售收入	8.7%	9.8%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	115	164	180	233	293	351
% 销售收入	21.3%	32.8%	32.2%	33.6%	36.4%	37.1%
财务费用	-27	-35	-31	-6	-2	1
% 销售收入	5.0%	7.0%	5.5%	0.9%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-7	-15	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	6	0	0	0
% 税前利润	0.2%	—	3.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	81	113	151	227	291	352
营业利润率	15.0%	22.6%	27.0%	32.8%	36.1%	37.2%
营业外收支	5	9	2	4	4	4
税前利润	85	122	153	231	295	355
利润率	15.9%	24.5%	27.3%	33.4%	36.6%	37.6%
所得税	-30	-24	-21	-36	-44	-54
所得税率	35.3%	19.8%	13.5%	15.6%	14.9%	15.2%
净利润	55	98	132	195	251	302
少数股东损益	42	64	62	87	103	123
归属于母公司的净利润	14	34	71	108	148	178
净利率	2.5%	6.9%	12.6%	15.7%	18.3%	18.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	55	98	132	195	251	302
少数股东损益	0	0	0	87	103	123
非现金支出	33	40	29	29	29	29
非经营收益	29	27	12	4	2	2
营运资金变动	-23	-36	16	-11	-5	-1
经营活动现金净流	94	129	190	304	379	454
资本开支	25	72	38	-26	-36	-33
投资	-2	-5	27	0	0	0
其他	0	1	26	0	0	0
投资活动现金净流	-27	-77	15	26	36	33
股权募资	3	0	13	0	0	0
债权募资	-66	55	-77	-130	11	11
其他	54	-71	-117	-17	-5	-6
筹资活动现金净流	-8	-16	-181	-147	6	5
现金净流量	59	36	24	184	422	493

来源：齐鲁证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	130	166	204	301	620	989
应收账款	146	131	121	167	190	224
存货	72	73	68	91	103	118
其他流动资产	29	42	24	39	40	47
流动资产	377	413	417	599	953	1,379
% 总资产	36.3%	37.2%	36.6%	47.2%	61.0%	71.4%
长期投资	122	115	105	105	105	105
固定资产	321	372	390	340	277	218
% 总资产	30.9%	33.5%	34.3%	26.8%	17.7%	11.3%
无形资产	213	203	219	218	219	220
非流动资产	662	697	722	671	609	551
% 总资产	63.7%	62.8%	63.4%	52.8%	39.0%	28.6%
资产总计	1,040	1,110	1,138	1,269	1,562	1,930
短期借款	143	147	145	15	26	37
应付账款	309	256	212	287	313	366
其他流动负债	28	21	29	19	24	26
流动负债	479	423	386	322	364	430
长期贷款	118	160	86	86	86	86
其他长期负债	0	0	17	17	17	17
负债	597	583	489	425	466	533
普通股股东权益	317	352	418	526	674	852
少数股东权益	126	175	232	318	421	545
负债股东权益合计	1,040	1,110	1,138	1,269	1,562	1,930

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.076	0.191	0.391	0.602	0.821	0.990
每股净资产 (元)	1.761	1.951	2.317	2.919	3.739	4.729
每股经营现金净流 (元)	0.520	0.718	1.051	1.204	1.534	1.838
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	4.31%	9.78%	16.89%	20.61%	21.95%	20.93%
总资产收益率	1.32%	3.10%	6.20%	8.54%	9.47%	9.25%
投入资本收益率	16.41%	23.84%	27.32%	36.46%	51.72%	69.90%
增长率						
营业总收入增长率	8.61%	-7.24%	12.19%	23.55%	16.47%	17.17%
EBIT增长率	43.17%	43.13%	9.89%	29.21%	25.92%	19.54%
净利润增长率	11.53%	151.35%	104.98%	53.72%	36.42%	20.62%
总资产增长率	4.69%	6.71%	2.58%	11.49%	23.06%	23.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.6	51.0	41.9	44.9	43.9	44.2
存货周转天数	87.0	156.6	144.3	148.4	147.1	147.5
应付账款周转天数	122.6	141.1	129.7	133.5	132.2	132.6
固定资产周转天数	201.3	220.5	225.1	200.1	162.7	131.1
偿债能力						
净负债/股东权益	29.40%	26.66%	4.07%	-23.72%	-46.35%	-62.01%
EBIT利息保障倍数	4.2	4.7	5.9	37.8	151.9	-332.1
资产负债率	57.39%	52.54%	42.94%	33.46%	29.86%	27.62%

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5% - +5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
此报告专供国投瑞银基金管理有限公司公共邮箱阅读