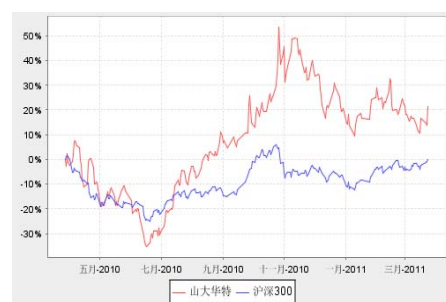


山大华特 (000915.SZ)
公司一季报预增 440%-470%
评级: 买入
前次: 买入
目标价(元):
21.00-24.00
联系人
分析师
胡德军
谢刚
消费品小组
S0740210090003
021-20315083
021-20315178
hudj@qlzq.com.cn
xiegang@qlzq.com.cn
2011年4月10日
基本状况

总股本(百万股)	180.25
流通股本(百万股)	179.21
市价(元)	17.60
市值(百万元)	3172.49
流通市值(百万元)	3154.06

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	678.30	790.09	925.87
营业收入增速	-7.24%	12.19%	21.07%	16.48%	17.19%
净利润增长率	151.35%	104.98%	61.07%	28.87%	20.37%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.39	0.63	0.81	0.98
前次预测每股收益(元)	—	—	0.60	0.82	0.99
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	30.28	23.50	19.52
PEG	0.30	0.43	0.50	0.81	0.96
每股净资产(元)	1.95	2.32	2.95	3.76	4.74
每股现金流量	0.72	1.05	1.17	1.49	1.79
净资产收益率	9.78%	16.89%	21.39%	21.61%	20.64%
市净率	4.42	7.63	6.48	5.08	4.03
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

- 2011年4月9日公司发布一季度预增公告,公司一季度归属于上市公司股东的净利润比2010年同期增长440%-470%,预计盈利2705万元--2854万元,对应EPS为0.150-0.158元;公司2010年同期EPS为0.028元,净利润为500.75万元;公司业绩大幅增长的原因因为公司处置沂南工业园土地产生非经常性损益1070万元,以及公司子公司达因生物和卧龙学校经营业绩增长所致;
- 我们归纳公司一季度大幅增长主要为:1、公司去年一季度由于受招标影响医药产业同期业绩较低,今年子公司达因在厂房搬迁以及政策稳定后医药产品增长恢复;2、公司处置了沂南县工业园土地产生非经常性损益1070万元收入;3、公司2010年一季度教育产业依然处于亏损状态,预计其亏损约在200万元,2010年资产置换后沂南县人民政府开始承担卧龙学校教职工工资的90%,卧龙学校的经济效益发生了根本性变化,由亏损转为盈利,因此一季度教育产业大幅增长,我们预计公司今年教育产业全年贡献利润约在500万以上;
- 其中沂南工业园土地收入为公司2010年12月10日公司与沂南县人民政府签订的《协议书》进行资产置换所致,协议规定沂南县人民政府以现金1,080万元折成股份增加对卧龙学校的持股比例,公司当时以在沂南县城的12.40万平方米工业用地作价3406万元与沂南县人民政府持有的卧龙学校等价值的股权进行置换,公司持股比例上升到83.67%;
- 同时协议要求从2012年起,沂南县人民政府将增加资金投入,授权沂南县教育体育局按照卧龙学校当期实际每股净资产额,购买公司增持的卧龙学校股权,使沂南县教育体育局持有卧龙学校股权的比例逐步达到协议签订之前的42.33%水平;

- 公司一季度业绩在扣除非经常损益后,我们认为公司一季度主营业务贡献 EPS 约在 0.09 元左右,其中教育产业贡献约 0.01 元,医药产业约 0.07 元以上,其他为环保以及物业管理等;
- 我们小幅调高公司 2011 年业绩,预计公司 2011-13 年归属母公司净利润分别为 1.14 亿元、1.46 亿元和 1.76 亿元,同比分别增长 61.07%、28.87%和 20.37%,对应 2011-13 年 EPS 分别为 0.63 元、0.81 元和 0.97 元:我们认为公司股价合理区间为 21.00 元—24.00 元,维持公司“买入”的投资评级。

图表 1: 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	359.03	460.05	550.30	662.04
增长率(YOY)	27.86%	9.86%	28.14%	19.62%	20.30%
毛利率	43.73%	86.03%	85.27%	84.80%	84.24%
销售成本	183.90	50.16	67.76	83.66	104.34
增长率(YOY)	366.88%	-72.73%	35.09%	23.47%	24.72%
毛利	142.92	308.87	392.29	466.64	557.69
增长率(YOY)	-33.90%	116.12%	27.01%	18.95%	19.51%
占总销售额比重	65.89%	64.34%	67.82%	69.65%	71.50%
占主营业务利润比重	95.76%	84.27%	86.09%	86.88%	87.68%
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%	35.66%	32.18%	30.35%	28.50%
占主营业务利润比重	4.24%	15.73%	13.91%	13.12%	12.32%
销售收入小计	496.02	557.99	678.30	790.09	925.87
销售成本小计	346.78	191.47	222.63	253.00	289.82
毛利	149.24	366.52	455.68	537.08	636.05
平均毛利率	30.09%	65.69%	67.18%	67.98%	68.70%

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)							资产负债表 (人民币百万元)					
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E
营业总收入	538	499	560	678	790	926	货币资金	130	166	204	304	615
增长率	8.61%	-7.2%	12.2%	21.1%	16.5%	17.2%	应收账款	146	131	121	164	186
营业成本	-266	-169	-179	-223	-253	-290	存货	72	73	68	91	102
% 销售收入	49.5%	33.9%	31.9%	32.8%	32.0%	31.3%	其他流动资产	29	42	24	39	40
毛利	272	330	382	456	537	636	流动资产	377	413	417	597	944
% 销售收入	50.5%	66.1%	68.1%	67.2%	68.0%	68.7%	% 总资产	36.3%	37.2%	36.6%	47.1%	60.8%
营业税金及附加	-6	-8	-9	-10	-12	-14	长期投资	122	115	105	105	105
% 销售收入	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	321	372	390	340	277
营业费用	-105	-110	-140	-156	-166	-194	% 总资产	30.9%	33.5%	34.3%	26.8%	17.8%
% 销售收入	19.4%	21.9%	25.1%	23.0%	21.0%	21.0%	无形资产	213	203	219	218	219
管理费用	-47	-49	-52	-64	-75	-87	非流动资产	662	697	722	671	609
% 销售收入	8.7%	9.8%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%	% 总资产	63.7%	62.8%	63.4%	52.9%	39.2%
息税前利润 (EBIT)	115	164	180	226	285	340	资产总计	1,040	1,110	1,138	1,268	1,553
% 销售收入	21.3%	32.8%	32.2%	33.3%	36.0%	36.8%	短期借款	143	147	145	15	26
财务费用	-27	-35	-31	-6	-2	1	应付款项	309	256	212	284	309
% 销售收入	5.0%	7.0%	5.5%	0.9%	0.2%	-0.1%	其他流动负债	28	21	29	19	24
资产减值损失	-7	-15	-4	0	0	0	流动负债	479	423	386	318	359
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	118	160	86	86	86
投资收益	0	-1	6	10	0	0	其他长期负债	0	0	17	17	17
% 税前利润	0.2%	—	3.7%	4.3%	0.0%	0.0%	负债	597	583	489	421	462
营业利润	81	113	151	230	283	341	普通股股东权益	317	352	418	531	675
营业利润率	15.0%	22.6%	27.0%	33.8%	35.8%	36.9%	少数股东权益	126	175	232	316	415
营业外收支	5	9	2	4	4	4	负债股东权益合计	1,040	1,110	1,138	1,268	1,553
税前利润	85	122	153	234	286	345	比率分析					
利润率	15.9%	24.5%	27.3%	34.5%	36.2%	37.3%		2008	2009	2010	2011E	2012E
所得税	-30	-24	-21	-37	-43	-52	每股指标					
所得税率	35.3%	19.8%	13.5%	15.6%	14.9%	15.2%	每股收益 (元)	0.076	0.191	0.391	0.630	0.798
净利润	55	98	132	197	243	293	每股净资产 (元)	1.761	1.951	2.317	2.947	3.746
少数股东损益	42	64	62	84	100	119	每股经营现金净流 (元)	0.520	0.718	1.051	1.166	1.494
归属于母公司的净利润	14	34	71	114	144	174	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	2.5%	6.9%	12.6%	16.8%	18.2%	18.8%	回报率					
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.31%	9.78%	16.89%	21.39%	21.31%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	1.32%	3.10%	6.20%	8.96%	9.27%
净利润	55	98	132	197	243	293	投入资本收益率	16.41%	23.84%	27.32%	35.38%	50.28%
少数股东损益	0	0	0	84	100	119	增长率					
非现金支出	33	40	29	29	29	29	营业总收入增长率	8.61%	-7.24%	12.19%	21.07%	16.48%
非经营收益	29	27	12	-6	2	2	EBIT增长率	43.17%	43.13%	9.89%	25.19%	26.09%
营运资金变动	-23	-36	16	-10	-5	-1	净利润增长率	11.53%	151.35%	104.98%	61.07%	26.62%
经营活动现金净流	94	129	190	294	369	442	总资产增长率	4.69%	6.71%	2.58%	11.37%	22.46%
资本开支	25	72	38	-26	-36	-33	资产管理能力					
投资	-2	-5	27	0	0	0	应收账款周转天数	68.6	51.0	41.9	44.9	43.9
其他	0	1	26	10	0	0	存货周转天数	87.0	156.6	144.3	148.4	147.1
投资活动现金净流	-27	-77	15	36	36	33	应付账款周转天数	122.6	141.1	129.7	133.5	132.2
股权募资	3	0	13	0	0	0	固定资产周转天数	201.3	220.5	225.1	204.2	166.0
债权募资	-66	55	-77	-130	11	11	偿债能力					
其他	54	-71	-117	-17	-5	-6	净负债/股东权益	29.40%	26.66%	4.07%	-24.02%	-46.19%
筹资活动现金净流	-8	-16	-181	-147	6	5	EBIT利息保障倍数	4.2	4.7	5.9	36.7	150.1
现金净流量	59	36	24	184	411	480	资产负债率	57.39%	52.54%	42.94%	33.21%	29.78%

来源：齐鲁证券研究所

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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机:13641659577
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315187
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308