

费用先行，收获在下半年

事件

山大华特公布 2011 年上半年度业绩预告，公司 2011 年 1 月 1 日—2011 年 6 月 30 日归属于上市公司股东的净利润为 4209 万元—4952 万元，比去年同期增长 70%—100%，基本每股收益为 0.23—0.27 元，业绩变动的原因是公司处置沂南工业园土地产生非经常性损益 1070 万元以及子公司山大华特卧龙学校经营业绩本期增长所致。

研究结论

- **华特卧龙学校盈利能力大幅提升。**2010 年 7 月 30 日公司与山东省沂南县教育局签订协议，山东省沂南县教育局自 2010 年开始承担卧龙学校全部编制内教职工工资及社会保险金等总支出的 90%。由于教职工工资在教育成本的占比在 40%以上，所以教职工工资负担的解除，显著提高了卧龙学校的毛利率和净利率。由于这一协议在去年 7 月份开始实施，因此今年上半年卧龙学校盈利能力同比提升明显，我们判断上半年贡献净利润在 600—800 万左右。
- **达因发力成长有望在下半年开始。**据公司网站报道，达因药业在湖南卫视、音乐之声、百度等网络的推广工作已于 5 月 16 日全面上线，央视 2 台的电视广告也于 5 月 24 日上线，另外包括商业分销、药店内的主题活动正在全面推广。随着“广告轰炸+地面推广专员跟进”的开展，我们预计未来半年内公司销售收入有望大幅度提升，由于这一系列活动开展时间较晚，对达因药业上半年业绩增长影响较小。
另外由于公司选取的媒体包括央视、湖南卫视以及百度等均较为高档，按照广告结算标准，我们判断达因药业需要提前支付投放期的广告费用，根据目前已经播放了近一个半月的广告、同时考虑到网络推广费用，我们估算上半年的新增广告费用可能在一千万以上，从而导致达因药业的业绩释放节奏在上半年被压制、而下半年业绩增长则有望轻装上阵。
- **环保业务还未开始贡献利润来源。**从上半年公司利润预增幅度来看，我们预计环保业务上半年尚未开始贡献利润来源。目前公司环保业务包括二氧化氯漂白工程尽管摆脱了跨年结算的风险，但每个项目仍有 3—4 个月的施工期，跨季度结算的风险仍然较大，目前环保业务景气度回升趋势不变的情形下，我们预计下半年有望成为超预期因素。

风险提示：环保业务结算造成利润波动的风险、上市公司对达因控制力较弱
盈利预测：山大华特下属子公司达因药业未来目标定位在儿童用药领域的领军者，高成长性值得投资者关注。预计公司 2011、2012、2013 年扣除非经常性损益后的每股收益为 0.61 元、0.86 元、1.13 元，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 07 月 07 日) 18.08 元

目标价格 23.00 元

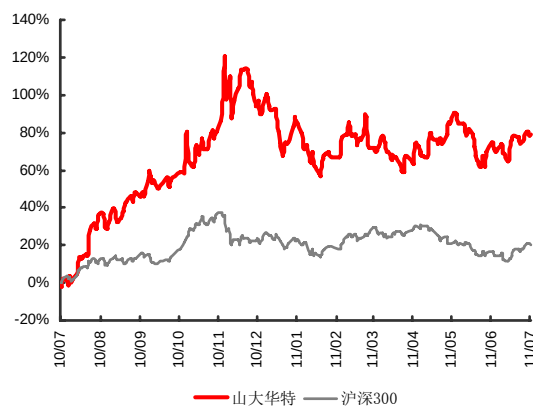
总股本/A 股 (万股) 18025/18025

国家地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 07 月 08 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	560	700	868	1,013
同比(%)	12%	25%	24%	17%
归属母公司净利润	71	110	155	204
同比(%)	105%	56%	40%	32%
毛利率(%)	68.1%	70.6%	72.3%	73.3%
ROE(%)	16.9%	20.9%	23.9%	25.0%
每股收益(元)	0.39	0.61	0.86	1.13
P/E (倍)	46.12	29.49	21.04	15.95
P/B (倍)	7.79	6.16	5.03	3.99

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	417	623	906	1,241	营业收入	560	700	868	1,013
现金	204	347	591	892	营业成本	179	205	241	270
应收账款	64	93	108	125	营业税金及附加	9	10	13	15
其它应收款	12	23	26	29	营业费用	140	168	208	233
预付账款	20	32	38	41	管理费用	52	66	82	96
存货	68	78	94	104	财务费用	31	20	16	9
其他	49	50	50	50	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	722	735	714	713	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	3	3	3	3	投资净收益	6	-	-	-
固定资产	390	385	366	370	营业利润	151	226	303	386
无形资产	190	182	174	166	营业外收入	2	5	5	5
其他	139	165	171	175	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1,138	1,358	1,620	1,954	利润总额	153	230	307	390
流动负债	386	423	454	484	所得税	21	30	40	51
短期借款	130	137	138	135	净利润	132	200	267	339
应付账款	72	72	84	95	少数股东损益	62	90	113	135
其他	184	214	232	255	归属于母公司净利润	71	110	155	204
非流动负债	103	86	86	86	EBITDA	208	275	350	426
长期借款	86	86	86	86	EPS (元)	0.39	0.61	0.86	1.13
其他	17	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	489	508	539	570	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	232	322	434	570	成长能力				
股本	180	180	180	180	营业收入	12.2%	24.9%	24.1%	16.6%
资本公积	35	35	35	35	营业利润	33.9%	49.4%	34.2%	27.2%
留存收益	203	313	432	600	归属于母公司净利润	105.0%	56.4%	40.2%	31.9%
归属母公司股东权益	418	528	647	814	获利能力				
负债和股东权益	1,138	1,358	1,620	1,954	毛利率	68.1%	70.6%	72.3%	73.3%
现金流量表					净利率	8.4%	12.6%	15.8%	17.8%
单位:百万元					ROE	16.9%	20.9%	23.9%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	17.9%	19.8%	21.1%	21.3%
经营活动现金流	190	191	324	381	偿债能力				
净利润	132	200	267	339	资产负债率	42.9%	37.4%	33.3%	29.2%
折旧摊销	26	29	30	31	净负债比率				
财务费用	31	20	16	9	流动比率	1.08	1.47	2.00	2.56
投资损失	(6)	-	-	-	速动比率	0.90	1.29	1.79	2.35
营运资金变动	19	(48)	(11)	1	营运能力				
其它	(13)	(10)	20	0	总资产周转率	0.50	0.56	0.58	0.57
投资活动现金流	15	(31)	(30)	(30)	应收账款周转率	8.72	8.89	8.55	8.61
资本支出	(39)	(30)	(30)	(30)	应付账款周转率	2.81	2.86	3.08	3.02
长期投资	7	1	(0)	0	每股指标 (元)				
其他	46	(2)	1	(0)	每股收益	0.39	0.61	0.86	1.13
筹资活动现金流	(181)	(17)	(50)	(48)	每股经营现金流	1.05	1.06	1.79	2.11
短期借款	(17)	7	1	(3)	每股净资产	2.32	2.93	3.59	4.52
长期借款	(74)	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	-	-	-	P/E	46.1	29.5	21.0	16.0
资本公积增加	(5)	-	-	-	P/B	7.8	6.2	5.0	4.0
其他	(84)	(24)	(51)	(45)	EV/EBITDA	15.8	11.9	9.4	7.7
现金净增加额	24	143	244	302					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年一季报，东证资管持有山大华特（000915.SZ）股票2000000股，占总股本1.11%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn