

山大华特(000915.SZ)

环保业务大幅增长，医药稳健恢复

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

21-24

联系人

分析师

胡德军

谢刚

消费品小组

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@qlzq.com.cn

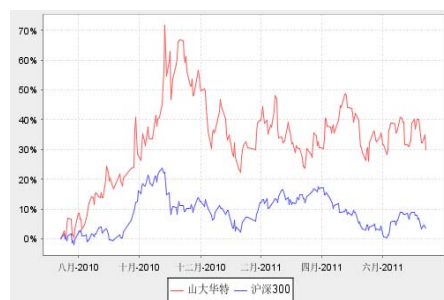
xiegang@qlzq.com.cn

2011年7月30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)	16.88
市值(百万元)	3042.70
流通市值(百万元)	3025.03

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

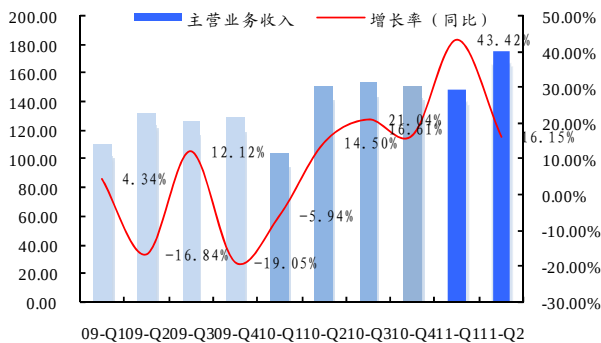
指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	499.40	560.28	678.30	790.09	925.87
营业收入增速	-7.24%	12.19%	21.07%	16.48%	17.19%
净利润增长率	151.35%	104.98%	61.07%	28.87%	20.37%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.39	0.63	0.81	0.98
前次预测每股收益(元)	0.19	0.39	0.63	0.81	0.98
市场预测每股收益(元)	0.19	0.39	0.57	0.70	N/A
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(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

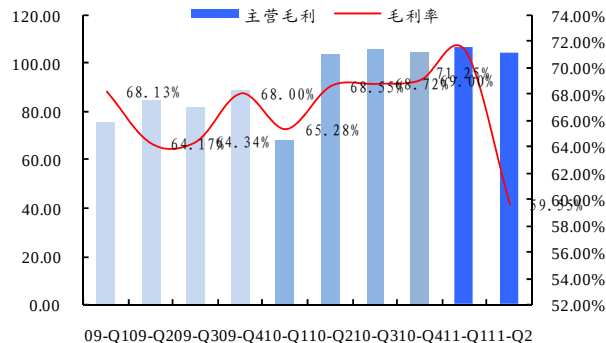
- 2011年7月30日公司发布2011年半年报,公司上半年归属于上市公司股东的净利润4571万元,对应EPS为0.25元,同比增长84.63%;公司2010年同期EPS为0.14元,净利润为2476万元;公司业绩增长的主要原因为公司处置沂南工业园土地产生非经常性损益1070万元以及公司子公司山大华特卧龙学校经营业绩本期增长所致;
- 公司二季度实现营业收入1.75亿元,同比增长16.15%,实现毛利率为59.55%,同比和环比分别下降了9和11.69个百分点,公司整体毛利率下降的主要原因为同期环保业务增长达到129.69%,相比毛利率只有31.71%,因此拉低了公司整体毛利率水平;
- 从三项费用来看,公司二季度三项费用率为40.53%,与一季度季报持平,其中销售费用率同比增加2.37个百分点,主要原因为子公司广告投入以及营销渠道建设导致,其他费用基本保持稳定;
- 从公司细分业务来看,公司医药产业同比增长17.12%,相比2010年9.16%呈现恢复增长趋势,毛利为85.38%,同比下降0.53个百分点,基本保持稳定,我们预计随着公司营销改革和广告业务推广下医药产业下半年医药产业增长将更趋明显;同时公司2011年上半年环保业务实现收入6020万元,增长129.69%,其大幅增长主要源于公司改变环保工程策略,逐渐脱离传统脱硫业务,开始转入小型环保工程业务,我们预计公司环保业务全年有望保持高增长态势;
- 我们维持前期盈利预测,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: 公司单季度营业收入增长情况



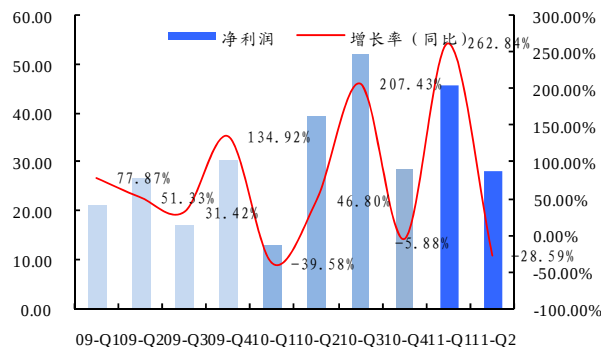
来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 公司单季度毛利和毛利率变化情况



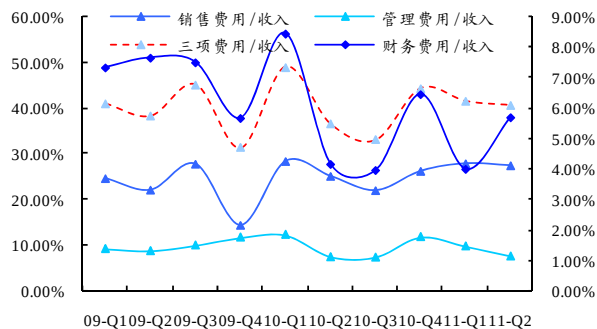
来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 公司单季度净利润变化情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 公司单季度三项费用率情况



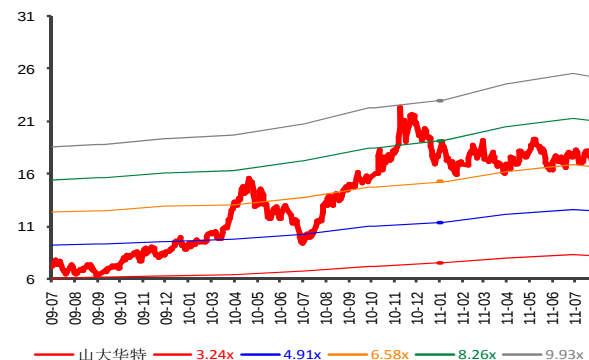
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 公司近两年 PE 区间变化情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 公司近两年 PB 变化区间



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7：公司季度数据分析

项目	2009 半年度数据				2010 半年度数据				2011 半年度数据		备注	备注
(百万元)	09-Q1	09-Q2	09-Q3	09-Q4	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-2Q 同比增减	11-2Q 环比增减
主营业务收入	110.50	131.92	127.06	129.91	103.94	151.05	153.80	151.49	149.06	175.44	24.39	26.38
增长率 (同比)	4.34%	-16.84%	12.12%	-19.05%	-5.94%	14.50%	21.04%	16.61%	43.42%	16.15%		
增长率 (环比)	-31.15%	19.39%	-3.69%	2.24%	-19.99%	45.33%	1.82%	-1.50%	-1.60%	17.70%		
营业成本	35.22	47.27	45.31	41.57	36.09	47.51	48.11	46.96	42.86	70.96	23.45	28.10
成本率	31.87%	35.83%	35.66%	32.00%	34.72%	31.45%	31.28%	31.00%	28.75%	40.45%	9.00%	11.69%
主营业务税金及附加	1.646	1.998	1.980	1.985	1.633	2.202	2.296	2.460	2.562	2.390	0.188	-0.172
占销售收入百分比	1.49%	1.51%	1.56%	1.53%	1.57%	1.46%	1.49%	1.62%	1.72%	1.36%	(0.00)	-0.36%
主营业务利润	73.64	82.65	79.77	86.36	66.21	101.34	103.39	102.07	103.64	102.09	0.75	(1.55)
营业利润率	66.64%	62.65%	62.78%	66.48%	63.71%	67.09%	67.22%	67.38%	69.53%	58.19%	-8.90%	-11.34%
主营毛利	75.28	84.65	81.75	88.35	67.85	103.55	105.68	104.53	106.20	104.48	0.93	(1.72)
毛利率	68.13%	64.17%	64.34%	68.00%	65.28%	68.55%	68.72%	69.00%	71.25%	59.55%	-9.00%	-11.69%
增长率 (同比)	2.81%	11.30%	11.13%	79.57%	-9.88%	22.32%	29.28%	18.33%	56.53%	0.90%		
增长率 (环比)	53.02%	12.45%	-3.43%	8.07%	-23.20%	52.62%	2.07%	-1.09%	1.60%	-1.62%		
销售费用	27.08	28.96	35.21	18.34	29.44	37.78	33.59	39.60	41.47	48.03	10.25	6.56
销售费用/收入	24.51%	21.95%	27.71%	14.12%	28.32%	25.01%	21.84%	26.14%	27.82%	27.38%	2.37%	-0.45%
管理费用	10.00	11.37	12.47	14.95	12.55	11.07	11.13	17.60	14.34	13.12	2.05	(1.22)
管理费用/收入	9.05%	8.62%	9.82%	11.51%	12.08%	7.33%	7.24%	11.61%	9.62%	7.48%	0.15%	-2.14%
财务费用	8.08	10.07	9.50	7.34	8.75	6.25	6.06	9.74	5.93	9.95	3.70	4.02
财务费用/收入	7.31%	7.63%	7.48%	5.65%	8.42%	4.14%	3.94%	6.43%	3.98%	5.67%	1.53%	1.70%
三项费用/收入	40.87%	38.20%	45.00%	31.28%	48.83%	36.48%	33.02%	44.19%	41.42%	40.53%	4.05%	-0.89%
资产减值损失	6.21	0.69	0.19	7.88	-	-	-	3.73	0.00	-	-	-
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00	-	0.00	0.00
投资收益	0.06	-	0.80	1.94	0.08	0.12	5.93	0.51	0.05	0.05	(0.07)	(0.00)
营业利润	22.33	31.57	23.19	35.91	15.55	46.36	58.54	30.89	41.95	31.04	(15.32)	(10.91)
增长率 (同比)	29.96%	20.17%	17.88%	103.92%	-30.38%	46.87%	152.45%	-13.97%	169.86%	-33.05%		
增长率 (环比)	26.79%	41.38%	-26.54%	54.85%	-56.71%	198.24%	26.27%	-47.23%	35.79%	-26.01%		
加：营业外收入	4.61	0.60	3.24	3.65	0.38	0.20	0.32	1.55	10.74	0.65	0.45	(10.09)
减：营业外支出	0.01	0.18	1.39	1.07	0.03	0.06	0.40	0.09	0.19	0.16	0.10	(0.03)
利润总额	26.93	31.98	25.04	38.49	15.90	46.50	58.46	32.35	52.50	31.53	(14.97)	(20.97)
增长率 (同比)	39.28%	24.86%	20.47%	95.81%	-40.96%	45.41%	133.48%	-15.96%	230.18%	-32.20%		
增长率 (环比)	37.02%	18.74%	-21.71%	53.72%	-58.69%	192.47%	25.72%	-44.67%	62.30%	-39.94%		
所得税	6.02	5.22	8.11	8.18	3.27	7.22	6.40	3.82	6.66	3.49	-3.73	-3.17
实际税率 (%)	22.37%	16.32%	32.37%	21.26%	20.55%	15.53%	10.96%	11.81%	12.70%	11.07%		-1.63%
净利润	20.91	26.76	16.93	30.31	12.63	39.28	52.06	28.52	45.83	28.05	(11.23)	(17.78)
净利润率 (%)	18.92%	20.28%	13.33%	23.33%	12.15%	26.01%	33.85%	18.83%	30.75%	15.99%	-10.02%	-14.76%
增长率 (同比)	77.87%	51.33%	31.42%	134.92%	-39.58%	46.80%	207.43%	-5.88%	262.84%	-28.59%		
增长率 (环比)	62.07%	27.99%	-36.72%	78.99%	-58.32%	210.97%	32.52%	-45.20%	60.68%	-38.80%		
少数股东损益	16.01	14.02	11.30	20.84	7.62	19.53	19.51	15.29	17.89	10.28		
归属母公司所有者的净利润	4.90	12.74	5.63	9.46	5.01	19.75	32.55	13.23	27.95	17.76	(1.99)	(10.19)
增长率 (同比)	213.23%	95.15%	39.78%	500.99%	2.26%	55.05%	478.34%	39.86%	458.13%	-10.08%		
增长率 (环比)	211.02%	160.13%	-55.82%	68.13%	-47.08%	294.43%	64.80%	-59.34%	111.19%	-36.45%		
摊薄每股收益 (元)	0.03	0.07	0.03	0.05	0.03	0.11	0.18	0.07	0.16	0.10	(0.01)	(0.06)

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：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
% 销售成本	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