

山大华特(000915.SZ)

成本控制得当，三季度业绩恢复

 评级: **增持**

 前次: **买入**

目标价(元):

14.51

分析师

分析师

胡德军

谢刚

S0740511070005

S0740510120005

021-20315083

021-20315178

hudj@r.qlzq.com.cn

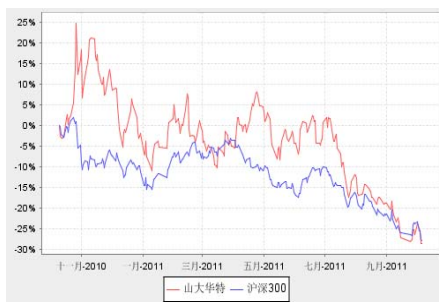
xiegang@r.qlzq.com.cn

2011年10月23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)	12.78
市值(百万元)	2303.66
流通市值(百万元)	2290.28

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	639.34	739.00	858.03
营业收入增速	-7.24%	12.19%	14.11%	15.59%	16.11%
净利润增长率	151.35%	104.98%	48.26%	28.08%	19.69%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.39	0.58	0.74	0.89
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)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	45.15	45.20	32.90	25.69	21.46
PEG	0.30	0.43	0.68	0.91	1.09
每股净资产(元)	1.95	2.32	2.90	3.64	4.53
每股现金流量	0.72	1.05	1.09	1.38	1.64
净资产收益率	9.78%	16.89%	20.03%	20.41%	19.64%
市净率	4.42	7.63	6.59	5.24	4.21
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

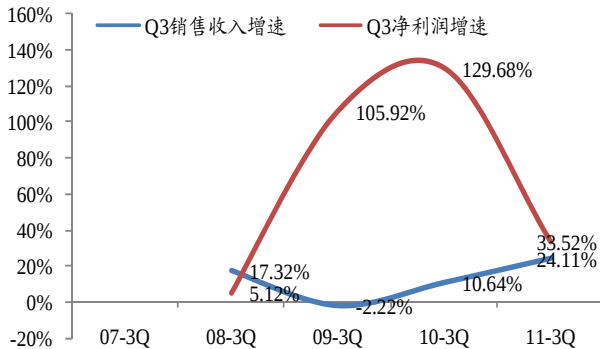
投资要点

- 公司2011年10月21日发布三季度业绩公告,前三季度实现销售收入和净利润分别为5.07亿元和0.77亿元,同比分别增长24.11%和33.52%,对应EPS为0.42元,公司前三季度实现毛利率66.46%,与2010年同期基本持平,公司目前医药产业保持稳健,单季度母公司成本变动较大,因此对公司总体毛利率季度之间造成一定的波动;
- 从单季度来看公司第三季度实现收入和净利润分别为1.82亿元和0.31亿元,对于EPS为0.17元,净利润环比增长73.4%,单季度毛利率为69.2%,高出二季度9.64个百分点,其主要原因在于公司母公司二季度成本上升800多万导致二季度毛利率下滑;
- 从环保业务来看,预计母公司二氧化氯发生器全年销售预计在3-4千万,造纸漂白两个项目预计在2千万,全年环保产业应有较大幅度增长;其中公司节能环保工程业务增长最为迅速,虽然体量较小,但相对其他环保业务毛利率较高,在一定程度上保证了环保工程的盈利水平;
- 医药产业保持稳健:公司的业绩根本还是需要依靠医药产业,我们预计全年公司医药产业增速保持在15-20%左右;上半年公司医药产业同比增长17%,下半年随着公司广告销售效应的逐步体现,营销情况将逐步好转,我们认为如果达因明年能够顺利介入儿童营养食品产业将对上市公司业绩增效显著;
- 考虑母公司成本对公司全年业绩的影响,我们小幅下调公司盈利预测,预计公司2011-12年的营收分别为6.39亿元、7.39亿元和8.58亿元;净利润分别为1.05亿元、1.34亿元和1.60亿元,同比分别增长148.26%、28.08%和19.69%,实现每股收益分别为0.58元、0.74元和0.89元;给予公司2011年25倍PE,对应目标价为14.51元,给予公司“增持”评级;

公司前三季度业绩稳健

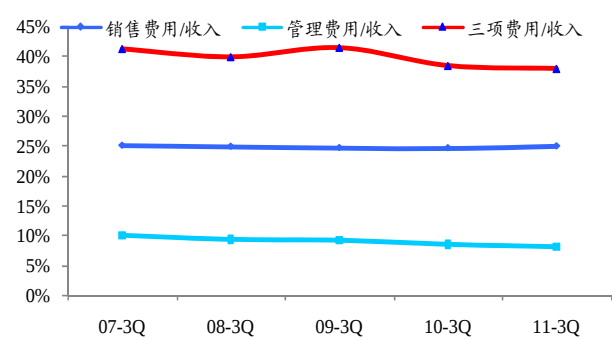
- 公司 2011 年 10 月 21 日发布三季度业绩公告，前三季度实现销售收入和净利润分别 5.07 亿元和 0.77 亿元，同比增长 24.11% 和 33.52%，对应 EPS 为 0.42 元；
- 公司前三季度毛利率 66.46% 与 2010 年的 67.78% 同期基本持平，由于公司利润贡献医药产业的毛利率水平基本保持稳定，因此整体毛利率的小幅变动主要受母公司环保业务等因素的影响；

图 1：公司收入和利润增速基本保持同比增长



来源：齐鲁证券研究所

图 2：公司近三年前三季度销售费用率有所上升



来源：齐鲁证券研究所

图 3：公司近年前三季度销售利润表对比情况

项目 (百万元)	前三季度销售利润表对比情况			
	09-3Q	10-3Q	11-3Q	
主营业务收入	369.49	408.78	507.35	公司前三季度销售收入同比增长 24%，主要来自医药产业的稳健增长和环保工程业务的快速增长；
增长率（同比）	-2.22%	10.64%	24.11%	
营业成本	127.80	131.71	170.14	
成本率	34.59%	32.22%	33.54%	
主营业务税金及附加	5.62	6.13	7.95	公司前三季度毛利率与 2010 年同期基本持平，由于公司母公司存在部分环保工程业务，单季度之间成本摊销存在差别，公司三项费用率随着医药产业的不断扩大呈逐步下降趋势，2011Q3 三项费用率为 37.83%，比去年同期下降 0.49 个百分点；
占销售收入百分比	1.52%	1.50%	1.57%	
主营业务利润	236.06	270.95	329.26	
营业利润率	63.89%	66.28%	64.90%	
主营毛利	241.69	277.08	337.21	
毛利率	65.41%	67.78%	66.46%	
增长率（同比）	8.45%	14.64%	21.70%	
销售费用	91.25	100.81	126.91	
销售费用/收入	24.70%	24.66%	25.01%	
管理费用	33.84	34.76	41.20	
管理费用/收入	9.16%	8.50%	8.12%	
财务费用	27.64	21.06	23.81	
财务费用/收入	7.48%	5.15%	4.69%	
三项费用/收入	41.34%	38.32%	37.83%	
资产减值损失	7.09	0.00	0.00	

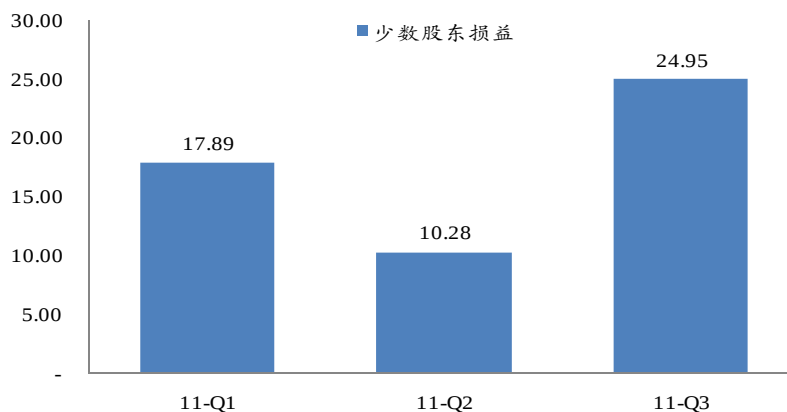
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	
投资收益	0.86	6.14	0.24	
营业利润	77.08	120.45	137.59	
增长率(同比)	22.12%	56.26%	14.23%	
加: 营业外收入	8.45	0.90	11.50	
减: 营业外支出	1.58	0.48	0.67	
利润总额	83.95	120.86	148.42	
增长率(同比)	27.71%	43.97%	22.80%	
所得税	16.11	16.89	18.78	
实际税率(%)	19.19%	13.98%	12.66%	
净利润	67.84	103.97	129.63	
净利润率(%)	18.36%	25.43%	25.55%	
增长率(同比)	60.30%	53.25%	24.68%	
归属母公司所有者的净利润	24.95	57.31	76.52	公司净利润同比增长 33.52%， 实现 EPS0.42 元
增长率(同比)	105.92%	129.68%	33.52%	
摊薄每股收益(元)	0.11	0.32	0.42	

来源: 齐鲁证券研究所

四季度业绩有望和三季度持平

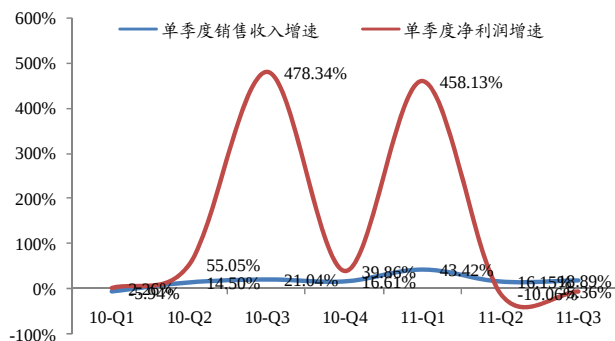
- 从单季度来看公司第三季度实现收入和净利润分别为 1.82 亿元和 0.31 亿元，对于 EPS 为 0.17 元，净利润环比增长 73.4%，单季度毛利率为 69.2%，高出二季度 9.64 个百分点，其主要原因在于公司母公司二季度成本上升 800 多万导致二季度毛利率下滑；
- 我们分析了公司少数股东损益变化情况，第三季度少数股东损益为 24.95 万元，比二季度高出 14.6 万元，表明公司医药产业在三季度有较大恢复，由于医药在确定收入方面每个月之间区别较大，因此我们预计医药产业全年增长在 15-20%；
- 上半年公司医药产业同比增长 17%，下半年随着公司广告销售效应的逐步体现，营销情况将逐步好转，我们认为如果达因明年能够顺利介入儿童营养食品产业将对上市公司业绩增效不小；

图表 4: 公司前三季度单季度少数股东损益变化情况



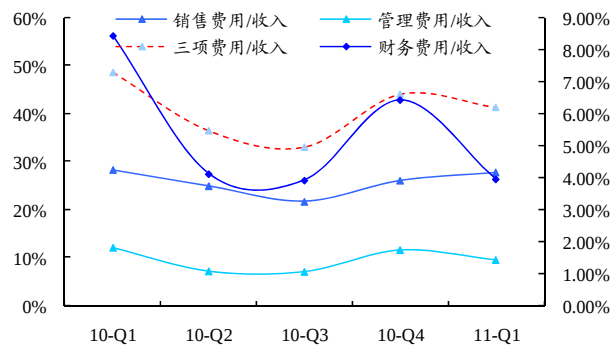
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 公司三季度销售和利润增收情况



来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 公司连续三个季度费用率保持稳定



来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 公司单季度利润表情况

项目	2010 单季度数据				2011 单季度数据			备注	
	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	同比增减	环比增减
(百万元)									
主营业务收入	103.94	151.05	153.80	151.49	149.06	175.44	182.85	29.05	7.41
增长率(同比)	-5.94%	14.50%	21.04%	16.61%	43.42%	16.15%	18.89%		
增长率(环比)	-19.99%	45.33%	1.82%	-1.50%	-1.60%	17.70%	4.22%		
营业成本	36.09	47.51	48.11	46.96	42.86	70.96	56.32	8.21	(14.63)
成本率	34.72%	31.45%	31.28%	31.00%	28.75%	40.45%	30.80%	-0.48%	-9.64%
主营业务税金及附加	1.63	2.20	2.30	2.46	2.56	2.39	3.00	0.703	0.61
占销售收入百分比	1.57%	1.46%	1.49%	1.62%	1.72%	1.36%	1.64%	0.00	0.28%
主营业务利润	66.21	101.34	103.39	102.07	103.64	102.10	123.53	20.14	21.43
营业利润率	63.71%	67.09%	67.22%	67.38%	69.53%	58.19%	67.56%	0.33%	9.36%
主营毛利	67.85	103.55	105.68	104.53	106.20	104.48	126.52	20.84	22.04
毛利率	65.28%	68.55%	68.72%	69.00%	71.25%	59.55%	69.20%	0.48%	9.64%
增长率(同比)	-9.88%	22.32%	29.28%	18.33%	56.53%	0.91%	19.72%		
增长率(环比)	-23.20%	52.62%	2.07%	-1.09%	1.60%	-1.62%	21.10%		
销售费用	29.44	37.78	33.59	39.60	41.47	48.03	37.40	3.81	(10.63)
销售费用/收入	28.32%	25.01%	21.84%	26.14%	27.82%	27.38%	20.46%	-1.38%	-6.92%
管理费用	12.55	11.07	11.13	17.60	14.34	13.12	13.74	2.60	0.62
管理费用/收入	12.08%	7.33%	7.24%	11.61%	9.62%	7.48%	7.51%	0.27%	0.03%
财务费用	8.75	6.25	6.06	9.74	5.93	9.96	7.92	1.86	(2.03)
财务费用/收入	8.42%	4.14%	3.94%	6.43%	3.98%	5.68%	4.33%	0.39%	-1.34%
三项费用/收入	48.83%	36.48%	33.02%	44.19%	41.42%	40.53%	32.30%	-0.72%	-8.23%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	3.73	0.00	0.00	0.00		
公允价值变动收益	-							0.00	0.00
投资收益	0.08	0.12	5.93	0.51	0.05	0.05	0.14	(5.80)	0.09
营业利润	15.55	46.36	58.54	30.89	41.95	31.04	64.60	6.06	33.56
增长率(同比)	-30.38%	46.87%	153%	-13.97%	169.86%	-33.05%	10.35%		

增长率（环比）	-56.71%	198%	26.27%	-47.23%	35.79%	-26.02%	108%		
加：营业外收入	0.38	0.20	0.32	1.55	10.74	0.65	0.11	(0.21)	(0.55)
减：营业外支出	0.03	0.06	0.40	0.09	0.19	0.16	0.32	(0.07)	0.17
利润总额	15.90	46.50	58.46	32.35	52.50	31.53	64.38	5.92	32.85
增长率（同比）	-40.96%	45.41%	133.5%	-15.96%	230.18%	-32.19%	10.13%		
增长率（环比）	-58.69%	193%	25.72%	-44.67%	62.30%	-39.94%	104%		
所得税	3.27	7.22	6.40	3.82	6.66	3.49	8.63	2.22	5.14
实际税率(%)	20.55%	15.53%	10.96%	11.81%	12.70%	11.07%	13.40%		2.33%
净利润	12.63	39.28	52.06	28.52	45.83	28.04	55.76	3.70	27.71
净利润率(%)	12.15%	26.01%	33.85%	18.83%	30.75%	15.98%	30.49%	-3.35%	14.51%
增长率（同比）	-39.58%	46.80%	207%	-5.88%	262.84%	-28.61%	7.11%		
增长率（环比）	-58.32%	211%	32.52%	-45.20%	60.68%	-38.82%	98.82%		
少数股东损益	7.62	19.53	1.51	15.29	17.8	10.28	24.95		
归属母公司所有者的净利润	5.01	19.75	32.55	13.23	27.95	17.76	30.81	(1.74)	13.04
增长率（同比）	2.26%	55.05%	478%	39.86%	458.13%	-10.06%	-5.36%		
增长率（环比）	-47.08%	294%	64.80%	-59.34%	111.19%	-36.44%	73.42%		
摊薄每股收益（元）	0.03	0.11	0.18	0.07	0.16	0.10	0.17	(0.01)	0.07

来源：齐鲁证券研究所

下调公司为“增持”评级

- 预计公司 2011-12 年的营收分别为 6.39 亿元、7.39 亿元和 8.58 亿元；净利润分别为 1.05 亿元、1.34 亿元和 1.60 亿元，同比分别增长 148.26%、28.08%和 19.69%，实现每股收益分别为 0.58 元、0.74 元和 0.89 元；给予公司 2011 年 25 倍 PE，对应目标价为 14.51 元，给予公司“增持”评级；

附表 1: 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	2013E
营业总收入	538	499	560	639	739	858	货币资金	130	166	204	290	583	919
增长率	8.61%	-7.2%	12.2%	14.1%	15.6%	16.1%	应收账款	146	131	121	154	174	204
营业成本	-266	-169	-179	-216	-243	-276	存货	72	73	68	88	98	112
% 销售成本	49.5%	33.9%	31.9%	33.7%	32.9%	32.2%	其他流动资产	29	42	24	38	39	45
毛利	272	330	382	424	496	582	流动资产	377	413	417	570	894	1,279
% 销售成本	50.5%	66.1%	68.1%	66.3%	67.1%	67.8%	% 总资产	36.3%	37.2%	36.6%	45.9%	59.5%	69.9%
营业税金及附加	-6	-8	-9	-10	-11	-13	长期投资	122	115	105	105	105	105
% 销售成本	1.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	321	372	390	340	277	218
营业费用	-105	-110	-140	-147	-155	-180	% 总资产	30.9%	33.5%	34.3%	27.4%	18.4%	11.9%
% 销售成本	19.4%	21.9%	25.1%	23.0%	21.0%	21.0%	无形资产	213	203	219	218	219	220
管理费用	-47	-49	-52	-60	-70	-81	非流动资产	662	697	722	671	609	551
% 销售成本	8.7%	9.8%	9.3%	9.4%	9.4%	9.4%	% 总资产	63.7%	62.8%	63.4%	54.1%	40.5%	30.1%
息税前利润 (EBIT)	115	164	180	207	260	308	资产总计	1,040	1,110	1,138	1,240	1,503	1,830
% 销售成本	21.3%	32.8%	32.2%	32.4%	35.1%	35.9%	短期借款	143	147	145	15	26	37
财务费用	-27	-35	-31	-6	-2	1	应付账款	309	256	212	273	295	342
% 销售成本	5.0%	7.0%	5.5%	1.0%	0.3%	-0.1%	其他流动负债	28	21	29	19	23	25
资产减值损失	-7	-15	-4	0	0	0	流动负债	479	423	386	306	344	404
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	118	160	86	86	86	86
投资收益	0	-1	6	10	3	3	其他长期负债	0	0	17	17	17	17
% 税前利润	0.2%	—	3.7%	4.6%	1.1%	1.0%	负债	597	583	489	409	447	507
营业利润	81	113	151	211	261	312	普通股股东权益	317	352	418	522	656	817
营业利润率	15.0%	22.6%	27.0%	33.0%	35.3%	36.3%	少数股东权益	126	175	232	309	400	507
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	1,240	1,503	1,830
税前利润	85	122	153	215	264	316	比率分析						
利润率	15.9%	24.5%	27.3%	33.7%	35.7%	36.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-30	-24	-21	-34	-39	-48	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	0.580	0.743	0.889
净利润	55	98	132	182	225	268	每股净资产 (元)	1.761	1.951	2.317	2.897	3.640	4.530
少数股东损益	42	64	62	77	91	107	每股经营现金净流 (元)	0.520	0.718	1.051	1.087	1.375	1.637
归属于母公司的净利润	14	34	71	105	134	160	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	2.5%	6.9%	12.6%	16.4%	18.1%	18.7%	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%	20.03%	20.41%	19.64%
净利润	55	98	132	182	225	268	总资产收益率	1.32%	3.10%	6.20%	8.43%	8.91%	8.76%
少数股东损益	0	0	0	77	91	107	投入资本收益率	16.41%	23.84%	27.32%	32.54%	46.07%	61.94%
非现金支出	33	40	29	29	29	29	增长率						
非经营收益	29	27	12	-6	-1	-1	营业总收入增长率	8.61%	-7.24%	12.19%	14.11%	15.59%	16.11%
营运资金变动	-23	-36	16	-9	-4	-1	EBIT 增长率	43.17%	43.13%	9.89%	14.79%	25.45%	18.70%
经营活动现金净流	94	129	190	273	339	403	净利润增长率	11.53%	151.35%	104.98%	48.26%	28.08%	19.69%
资本开支	25	72	38	-26	-36	-33	总资产增长率	4.69%	6.71%	2.58%	8.96%	21.15%	21.80%
投资	-2	-5	27	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	1	26	10	3	3	应收账款周转天数	68.6	51.0	41.9	44.9	43.9	44.2
投资活动现金净流	-27	-77	15	36	39	36	存货周转天数	87.0	156.6	144.3	148.4	147.1	147.5
股权募资	3	0	13	0	0	0	应付账款周转天数	122.6	141.1	129.7	133.5	132.2	132.6
债权募资	-66	55	-77	-130	11	11	固定资产周转天数	201.3	220.5	225.1	216.6	177.5	144.3
其他	54	-71	-117	-17	-5	-6	偿债能力						
筹资活动现金净流	-8	-16	-181	-147	6	5	净负债/股东权益	29.40%	26.66%	4.07%	-22.77%	-44.62%	-60.16%
现金净流量	59	36	24	163	384	444	EBIT 利息保障倍数	4.2	4.7	5.9	33.6	126.4	-479.8
							资产负债率	57.39%	52.54%	42.94%	33.00%	29.74%	27.69%

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: 18616512309
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: 021-20315112
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:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308