

制药业务利润增速开始回升

事件

山大华特公布 2011 年三季报，今年 1-9 月份公司实现营业收入 5.07 亿元、比去年同期增长 24.1%，营业利润为 1.38 亿元、比去年同期增长 14.2%，利润总额为 1.48 亿元、比去年同期增长 22.8%，归属于上市公司股东的净利润为 0.77 亿元、比去年同期增长 33.5%，基本每股收益 0.42 元。

研究结论

- **环保、医药和教育贡献收入增长。**今年 1-9 月份公司实现销售收入 5.07 亿元、比去年同期增长 24.1%，其中母公司实现销售收入 8096 万元，同比增长 29.47%，分行业中我们估算环保业务实现销售收入 8000 万元左右，同比增长近 100%，教育业务实现销售收入 4500 万元左右，同比增长约 28%，医药业务实现销售收入 3.4 亿元左右，同比增长约 20%。
- **医药业务盈利能力开始回升，淡季不淡。**达因药业 1-9 月份实现净利润在 1.06 个亿左右，同比增长 14%，其中 7-9 月份实现净利润近 5000 万元，同比增长约 28%，盈利环比改观趋势明显。从收入的角度看，第三季度阳光照射充足，婴儿补充维生素 AD 的需求降低，本应属于公司的传统淡季，但达因药业的收入增速反而略有上升，说明广告效果已经初步显现，“淡季不淡”，从利润的角度看，达因药业盈利情况改观明显，主要是公司上半年大幅增加药店推广人员，同时在 5 月底启动广告宣传计划，随着广告和药店推广工作在第三季度的展开，产生的收入增长效果大幅跑赢费用增加，证明达因药业已经走上良性循环道路。
- **环保和制药业务决定毛利率波动。**2011 年前三季度毛利率为 66.46%，同比下降 1.32 个百分点，预计低毛利率的环保业务占比上升是主要原因，其中第三季度毛利率为 69.2%，同比上升 0.48 个百分点，说明药品业务收入增速回升。另外前三季度管理费用率为 8.12%，同比下降 0.38 个点，销售费用率为 25.01%，同比上升 0.35 个点。
- **现金流状况良好。**公司每股经营活动产生的现金流净额为 0.67 元，明显高于每股收益，其中应收票据为 8442 万元，相比期初增长了 85%，可按准货币对待。另外在建工程为 825 万元，说明达因药业已经开始建设食品工厂和药品研发中心。

盈利预测：山大华特下属子公司达因药业今年开始加大投入力度，目前来看其广告和药店工作已经取得初步效果，未来成长空间有望得到明显放大。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，目前 20 倍左右的估值水平已经具备明显吸引力，建议投资者积极关注，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

证券分析师

李淑花

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 10 月 21 日)

12.78 元

目标价格

23.00 元

总股本/A 股 (万股)

18025/18025

国家地区

中国

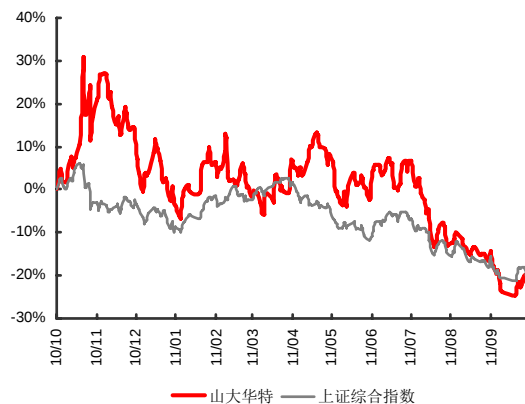
行业

医药

报告发布日期

2011 年 10 月 24 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)	32.66	20.88	14.90	11.29
P/B (倍)	5.52	4.36	3.56	2.83

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表：山大华特利润表分析

	累计数据比较							单季度数据比较						
百万元	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	1-2Q2011	1-3Q2011	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
营业收入	103.9	255.0	408.8	560.3	149.1	324.5	507.4	103.9	151.1	153.8	151.5	149.1	175.4	182.9
同比增长率	-5.94%	5.19%	10.63%	12.19%	43.41%	27.26%	24.11%	-5.94%	14.50%	21.05%	16.61%	43.41%	16.15%	18.89%
营业总成本	88.5	193.3	294.5	414.6	107.2	251.6	370.0	88.5	104.8	101.2	120.1	107.2	144.5	118.4
营业成本	36.1	83.6	131.7	178.7	42.9	113.8	170.1	36.1	47.5	48.1	47.0	42.9	71.0	56.3
成本率	34.72%	32.79%	32.22%	31.89%	28.75%	35.08%	33.54%	34.72%	31.45%	31.28%	31.00%	28.75%	40.45%	30.80%
主营业务利润	66.2	167.6	270.9	373.0	103.6	205.7	329.3	66.2	101.3	103.4	102.1	103.6	102.1	123.5
毛利率	65.28%	67.21%	67.78%	68.11%	71.25%	64.92%	66.46%	65.28%	68.55%	68.72%	69.00%	71.25%	59.55%	69.20%
同比增长率	-10.06%	7.20%	14.77%	15.69%	56.51%	22.79%	21.53%	-10.06%	22.61%	29.61%	18.20%	56.51%	0.74%	19.48%
营业税金及附加	1.6	3.8	6.1	8.6	2.6	5.0	8.0	1.6	2.2	2.3	2.5	2.6	2.4	3.0
销售费用	29.4	67.2	100.8	140.4	41.5	89.5	126.9	29.4	37.8	33.6	39.6	41.5	48.0	37.4
营业费用率	28.32%	26.36%	24.66%	25.06%	27.82%	27.58%	25.01%	28.32%	25.01%	21.84%	26.14%	27.82%	27.38%	20.45%
管理费用	12.6	23.6	34.8	52.4	14.3	27.5	41.2	12.6	11.1	11.1	17.6	14.3	13.1	13.7
管理费用率	12.07%	9.27%	8.50%	9.35%	9.62%	8.46%	8.12%	12.07%	7.33%	7.24%	11.62%	9.62%	7.48%	7.51%
财务费用	8.8	15.0	21.1	30.8	5.9	15.9	23.8	8.8	6.3	6.1	9.7	5.9	10.0	7.9
期间费用率	48.82%	41.51%	38.32%	39.91%	41.42%	40.94%	37.83%	48.82%	36.48%	33.02%	44.19%	41.42%	40.53%	32.30%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.1	0.2	6.1	5.6	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	5.9	(0.5)	0.1	0.1	0.1
其中：对联营企业和合营企业的投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	15.6	61.9	120.5	151.3	42.0	73.0	137.6	15.6	46.4	58.5	30.9	42.0	31.0	64.6
营业利润率	14.96%	24.28%	29.47%	27.01%	28.14%	22.49%	27.12%	14.96%	30.69%	38.06%	20.39%	28.14%	17.69%	35.33%
同比增长率	-30.36%	14.88%	56.27%	33.94%	169.77%	17.90%	14.23%	-30.36%	46.85%	152.44%	-13.98%	169.77%	-33.05%	10.35%
加：营业外收入	0.4	0.6	0.9	2.4	10.7	11.4	11.5	0.4	0.2	0.3	1.6	10.7	0.7	0.1
减：营业外支出	0.0	0.1	0.5	0.6	0.2	0.4	0.7	0.0	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.3
利润总额	15.9	62.4	120.9	153.2	52.5	84.0	148.4	15.9	46.5	58.5	32.4	52.5	31.5	64.4
税前利润率	15.30%	24.47%	29.57%	27.35%	35.22%	25.90%	29.25%	15.30%	30.78%	38.01%	21.35%	35.22%	17.97%	35.21%
同比增长率	-40.96%	5.92%	43.97%	25.13%	230.19%	34.66%	22.80%	-40.96%	45.40%	133.47%	-15.95%	230.19%	-32.19%	10.13%
减：所得税	3.3	10.5	16.9	20.7	6.7	10.2	18.8	3.3	7.2	6.4	3.8	6.7	3.5	8.6
有效税率	20.57%	16.81%	13.97%	13.52%	12.69%	12.08%	12.65%	20.57%	15.53%	10.95%	11.81%	12.69%	11.07%	13.40%
净利润	12.6	51.9	104.0	132.5	45.8	73.9	129.6	12.6	39.3	52.1	28.5	45.8	28.0	55.8
减：少数股东损益	7.62	27.16	46.66	61.95	17.89	28.17	53.12	7.62	19.53	19.51	15.29	17.89	10.28	24.95
归属于母公司所有者的净利润	5.0	24.8	57.3	70.5	28.0	45.7	76.5	5.0	19.8	32.6	13.2	28.0	17.8	30.8
净利润率	4.82%	9.71%	14.02%	12.59%	18.75%	14.09%	15.08%	4.82%	13.08%	21.16%	8.73%	18.75%	10.12%	16.85%
同比增长率	2.24%	40.36%	129.70%	105.00%	457.88%	84.61%	33.52%	2.24%	55.02%	478.15%	39.85%	457.88%	-10.08%	-5.35%
每股收益(元)	0.028	0.137	0.318	0.391	0.155	0.254	0.425	0.028	0.110	0.181	0.073	0.155	0.099	0.171

资料来源：东方证券研究所

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	32.7	20.9	14.9	11.3
资本公积增加	(5)	-	-	-	P/B	5.5	4.4	3.6	2.8
其他	(84)	(24)	(51)	(45)	EV/EBITDA	11.2	8.5	6.7	5.5
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

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