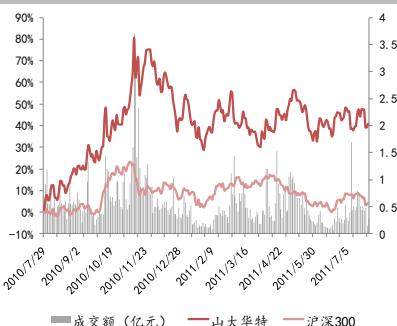


## 投资评级

中性（维持）

## 近一年股价走势图



## 公司基本情况

总股本(万股)	18,025
流通股本(万股)	17,921
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	37.81

## 相关报告

《达因生物业绩下滑 未来有高增长预期——山大华特年报点评》

2011-3-3

## 研发部

宋凯  
SAC 执业证书编号: S1340511070001  
联系电话: 010-68858138  
Email: songkai@cnpsec.com

## 毛利率下降 营业外收入贡献大

### ——山大华特 (000915) 半年报点评

## 事件:

公司公布了 2011 年中报，报告期内公司实现营业收入 3.25 亿元，同比增长 27.26%；营业利润 7299 万元，同比增长 17.90%；利润总额 8403 万元，同比增长 34.66%；归属于母公司净利润 4571 万元，同比增长 84.63%；扣除非经常性损益后母公司净利润增速为 42.32%。基本每股收益 0.25 元。

## 点评:

- **综合毛利率下滑，费用率略有下降。**报告期内公司整体毛利率为 64.93%，同比减少了 2.29 个百分点；同时公司期间费用率为 40.94%，同比减少了 0.57 个百分点。公司综合毛利率下降造成营业利润增速远低于收入增速。

- **营业外收入导致利润总额大幅提升。**报告期内公司营业外收入为 1139 万元，去年同期仅为 58 万元。营业外收入大幅增长主要原因为报告期内公司处置沂南工业园土地形成的一次性收益。

- **医药业务增长 17%，盈利能力基本稳定。**报告期内，公司医药业务实现营业收入 1.98 亿元，同比增长了 17.12%；毛利率为 85.35%，同比减少了 0.53 个百分点。公司主要医药资产为达因海洋生物，其主要产品为小儿鱼油，产品毛利率较高，在 85% 以上。根据公司 2010 年年报披露的信息，达因海洋生物 2010 年实现营业收入 3.57 亿元，同比增长了 10.89%；净利润 1.25 亿元，同比下降了 8.41%。达因海洋生物公布了对外投资公告，该公司拟向山东省荣成市政府购买土地，用于建设儿童健康食品生产基地。达因海洋生物是公司的主要利润来源，是未来公司的主要投资看点之一。达因海洋生物不是公司全资控股企业，公司控股比例 50.4%，少数股东损益较大，在公司净利润构成中，少数股东损益占比大，其波动对母公司净利润产生较大影响。我们认为达因海洋生物业绩波动造成少数股东损益变化，是导致归属于母公司净利润大幅上升的主要因素之一。

- **环保产品收入翻番，教育业务毛利率大幅提升。**报告期内，公司环保产品收入 6020 万元，同比增长了 130%；毛利率为 31.71%，同比减少了 8.42 个百分点。2008 年公司环保产品受成本上升影响，出现了亏损，2009 年该项业务收入大幅萎缩，2010 年逐渐恢复。2011 年上半年该项业务高速增长，尽管毛利率有所下降，但我们认为环保产品业务将成为拉动公司全年业绩的引擎之一。公司控股的卧龙学校报告期内实现营业收入 3250 万元，同比增长 40.89%，毛利率为 27.88%，同比上升了 14.58 个百分点。

- **盈利预测与投资评级。**我们调整公司 2011-2013 年每股收益为 0.56 元 (0.49 元)、0.69 (0.55 元) 元和 0.95 元，对应前一交易日收盘价 16.88 元的动态市盈率为 30 倍、24 倍和 18 倍。公司目前估值合理，营业外收入对 2011 年度业绩影响较大，我们暂维持公司“中性”的投资评级。
- **风险提示。**少数股东损益波动对公司业绩造成影响。

图表 1：山大华特盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>49,940</b>	<b>56,028</b>	<b>71,346</b>	<b>88,861</b>	<b>108,375</b>
增长率	-7.24%	12.19%	27.34%	24.55%	21.96%
减：营业成本	16,936	17,867	25,599	31,706	39,254
毛利率	66.09%	68.11%	64.12%	64.32%	63.78%
营业税金及附加	587	761	859	1,094	1,363
资产减值损失	1,497	373	500	600	0
销售费用	10,960	14,041	18,393	23,104	27,809
管理费用	4,879	5,236	5,579	6,993	8,312
财务费用	3,498	3,081	2,847	3,306	4,129
期间费用	18,274	19,778	21,942	21,943	21,944
期间费用率	38.72%	39.90%	37.59%	37.59%	37.14%
投资净收益	-108	563	150	80	100
<b>营业利润</b>	<b>11,299</b>	<b>15,134</b>	<b>17,484</b>	<b>21,870</b>	<b>27,309</b>
加：营业外收入	1,210	244	1,300	0	0
减：营业外支出	265	57	60	0	0
<b>利润总额</b>	<b>12,244</b>	<b>15,321</b>	<b>18,724</b>	<b>21,870</b>	<b>27,309</b>
减：所得税	2,429	2,071	2,393	2,629	3,356
税率	19.84%	13.52%	12.78%	12.02%	12.29%
<b>净利润</b>	<b>9,815</b>	<b>13,250</b>	<b>16,331</b>	<b>19,241</b>	<b>23,953</b>
增长率	77.73%	34.99%	23.26%	17.82%	24.49%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3,441</b>	<b>7,054</b>	<b>10,003</b>	<b>12,461</b>	<b>16,720</b>
增长率	151.35%	104.98%	41.80%	24.57%	34.18%
少数股东损益	6,374	6,195	6,328	6,780	7,233
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.39</b>	<b>0.55</b>	<b>0.69</b>	<b>0.93</b>

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；  
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；  
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；  
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；  
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；  
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；  
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；  
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；  
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。