

中性

## 业绩出现拐点 未来存在较大弹性

### 研究员

王剑辉

执业证书编号: S1250200010075

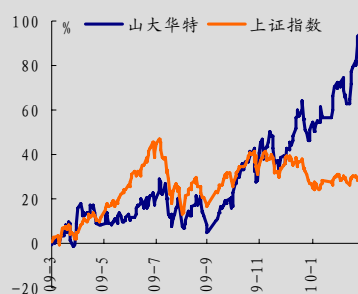
电话: 010-88092288-3502

邮箱: wjhui@swsc.com.cn

### 市场数据

总股本(百万股)	180.255
总市值(百万元)	2325.3
流通比例	100%
52 周最低/最高(元)	6.04/11.7

### 09 年初以来行业表现比较



### 内容摘要:

- 公司未来短期业绩的改善,主要来源于各项业务结构的调整。在 09 年环保脱硫业务大幅萎缩的情况下,形成公司业绩的一个拐点;同时,在医药业务较快增长的情况下,公司 09 年每股收益出现了较为明显的变化,扣除非经常性损益,公司每股收益增长了 81%。因此,医药业务员的的增长和其他业务,特别是环保业务的改善将是公司未来业绩变化的焦点。
- 公司目前医药产品在技术上缺乏竞争优势,但市场容量尚有。并且公司的儿童补充性药剂游走于治疗与保健之间,产品毛利率很高,另外达因生物与山东齐鲁医院同属山东大学,齐鲁医院是一所省级三级甲等医院,因而公司新产品的上市,在销售上将有一点的保障,增幅很快。在医改扩容的大背景下,我们认为公司未来三年医药业务维持 25% 的增长不是问题。
- 而另外的环保业务具有较大的波动,收入以公司获得项目情况而定。从 06-08 年公司从事百年火电技改项目来看,脱硫业务在公司是一项不赚钱的买卖。而母公司的二氧化氯设备业务仍具有 30% 左右的毛利空间,并且在发展造纸污水净化设备业务的调整下,环保业务整体未来三年的增长,应不低于 15% 的水平,但毛利空间应当仍维持在 30% 的空间。
- 综合考虑,由于公司业务多元,对医药业务发展存在诸多变化,公司未来业绩存在较大的弹性,我们通过三项情景假设,认为 2010 年公司合理的价格应在 9.9 元—14.72 元之间,其中环保业务的改善和医药业务的持续增长是公司目前的状态,较为合理的价格为 10.068 元,考虑公司业绩的弹性变化,目前 12.49 元的价格,我们给予“中性”评级。

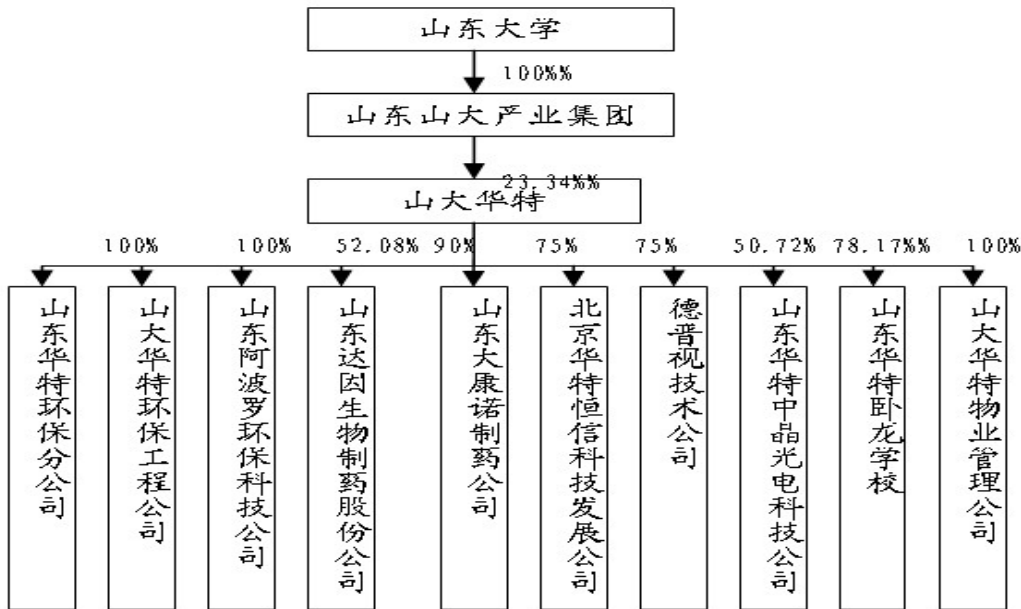
### 盈利预测与估值

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	538	499	618	746	905
EBITDA(百万元)	140	189	269	357	466
净利润	14	26	39	60	91
EPS(元)	0.08	0.15	0.22	0.34	0.51
PE(X)	242.5	126.4	85.3	54.9	36.4
PB(X)	7.5	6.5	5.2	4.0	3.1
ROIC	10.69%	13.52%	19.21%	21.68%	23.06%

数据来源:西南证券研发中心

## 1. 公司基本情况

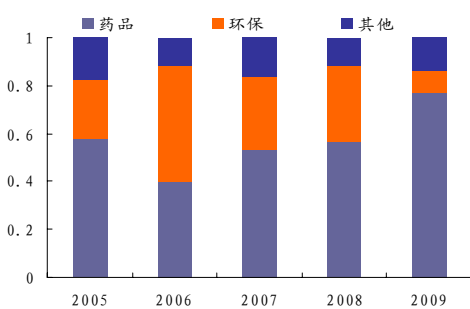
图表 1 公司股权结构



数据来源：公司年报

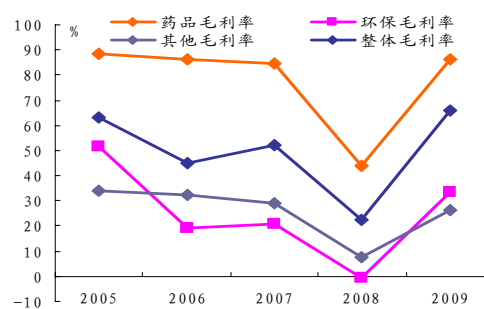
公司是一个控股型企业，山东大学是其实际控制人，涉及的产业包括药品制药与销售、工业环保、教育、材料制造与销售等，其中药品制造和工业环保业务为主要资产；医药主要涉及儿童保健药品的生产、同时其他产品设计心血管病、糖尿病、消化系统、肿瘤等大类；环保业务主要涉及电厂烟气脱硫和二氧化氯设备的生产销售。

图表 2 医药业务比例逐渐提高



数据来源：公司年报，西南证券研发中心

图表 3 其他业务拉低公司整体毛利水平



公司整体毛利率由于各项业务发展的不平衡而不稳定，近几年出现逐渐提高的势头，是由于环保业务的逐步萎缩，而医药业务的比例逐渐加大带动了公司整体毛利率。

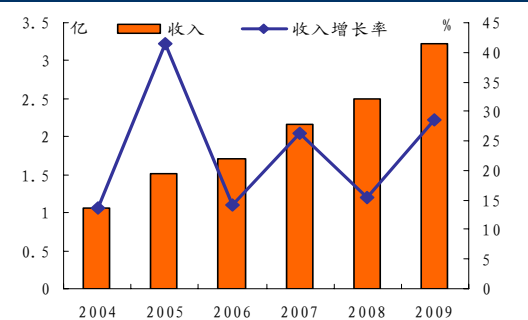
公司未来仍将“多条腿走路”，其中以制药与环保为主业，其他业务类似固定收入。对医药业务的总体定位是成为“儿童保健和治疗领域的领军企业”，环保业务主要是母公司的二氧化氯净化设备业务也由之前的饮用水跨越到造纸污水净化设备的领域。两块业务都是目前市场

增长最快的朝阳行业，但公司医药业务产品在定位市场上没有较强的竞争力，未来毛利空间可能逐步下滑，而环保业务发展尚不稳定，母公司二氧化氯跨入新的领域，对项目获取较为依赖，各项费用的高摊销，将摊薄整体业绩。因此，公司两项主营业务未来发展有多想不确定性，财务业绩具有较大的弹性。

## 2. 主营业务分析

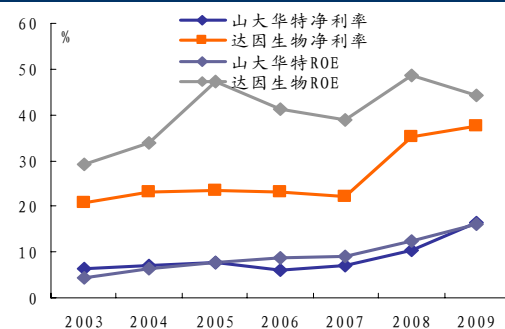
### 2.1 达因生物驱动公司增长

图表 4 达因生物业绩持续增长



数据来源：公司年报，西南证券研发中心

图表 5 带动公司各项指标提升



公司 03 年通过置换，从山东大学得到达因生物以来，达因长期保持平均 25% 的收入增长，平均毛利率在 85% 左右，远高于公司其他业务，净资产收益率和净利润率持续提高，带动了公司各项指标的提升。

达因生物主要从事中西药制剂及原料药、海洋生物产品的生产销售，目前主要涉及儿童保健、心血管病和糖尿病治疗及抗感染药品等领域。主要产品有伊可新、伊瑞、朗素、伊甘欣、等产品。

表格 1 公司目前的产品情况

科目	商品名	通用名	适应症	医保情况	生产厂家
儿科产品	伊可新	维生素 AD 滴剂	治疗和预防维生素 A 及 D 的缺乏症	山东省基本药物	很多
	盖迪欣	复方碳酸钙泡腾片	婴幼儿补钙产品	山东省基本药物	很多
	伊甘欣	甘草锌颗粒	预防及治疗锌缺乏症	山东省基本药物	很多
	右旋糖酐铁口服液	右旋糖酐铁口服液	治疗及预防缺铁性贫血	基本药物	
内分泌	伊衡	依帕司他片	糖尿病性神经病变		很多
心血管	佳择	缬沙坦/氢氯噻嗪复方	血压控制		10 家
抗感染	朗素	罗红霉素片	抗菌、抗感染	基本药物	很多
呼吸道	盐酸氯丙那林片	盐酸氯丙那林片	支气管炎	医保乙类	8 家

数据来源：西南证券研发中心

“伊可新”——公司目前的主打产品，收入占比超过 60%，是婴幼儿补充维生素 AD 的老品牌，由于口感较佳，同类产品性价比高，在上海、山东、辽宁占有 50% 以上的市场份额。维生素 AD 缺乏主要跟日常膳食有关，因而我国农村及贫困地区发病率较高。在目前国家加大基层医疗建设，同时医药市场招标追求低价药的情况下，“伊可新”可谓是一个受益的品种，但各地区生产维生素 AD 的厂家较多，竞争较为激烈，因而我们预计待公司新产能的投放，伊可新的收入增长维持在 25% 的行业增长水平。

表格 2 公司的伊可新具有较高的性价比

品牌	生产企业	剂型	价格	抽样检测 VA 含量	抽样检测 VD 含量	每次用药价格
伊可新维生素 AD 滴剂	山东达因生物	软胶囊剂	16.8 元/20 粒	2455.2 国际单位/粒	745.2 国际单位/粒	0.84 元
阿卡奇 AD 型多维鲨鱼肝油	无锡市今朝伟业生物公司	软胶囊剂	39 元/15 粒	427.5 国际单位/粒	252 国际单位/粒	2.6 元
优生妈咪深海鱼肝油复合软胶囊	杭州海王生物工程	软胶囊剂	59 元/30 粒	237 国际单位/粒	403.2 国际单位/粒	1.97 元
金奇仕婴幼儿鳕鱼肝油	广州金奇仕营养品公司	软胶囊剂	135 元/60 粒	1072.8 国家单位/粒	166.68 国家单位/粒	2.25 元
优多鳕鱼肝油	三精制药	软胶囊剂	62 元/30 粒	20.58 国际单位/粒	2.1 国际单位/粒	2.07 元
贝特令维生素 AD 滴剂	浙江海力生制药公司	软胶囊剂	22/24 粒	2372 国际单位/粒	1032 国际单位/粒	0.92 元
贝康安健儿宝鱼肝油	北京默克药业咨询公司	液体	97/150ml	1949.22 国际单位/3.5ml	163.17 国际单位/3.6ml	2.28 元/3.5ml

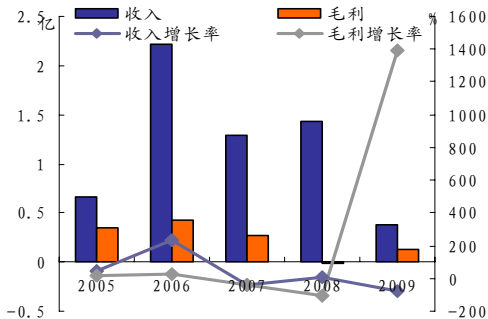
数据来源：太平洋亲子网 西南证券研发中心

**缬沙坦/氢氯噻嗪复方制剂**——是一种非肽类的血管紧张素 II 受体拮抗剂，是“沙坦类”抗高血压的领军品种，目前市场整体增长较为缓慢，09 年全球销售较 08 年增长了 4.76%，而增长较快的是另外一个复方品种——缬沙坦/氢氯地平，09 年同比增长了 65.27%。目前国内领先的品种是诺华制药的“代文”、北京赛科药业的“穗悦”、海南皇隆制药厂的“达乐”、常州四药制药的“缬克”、山东鲁南贝特制药的“平欣”，预计 2010 年，国内缬沙坦总体市场将超过 10 亿元的销售额。公司是国内最早获批生产缬沙坦/氢氯噻嗪复方制剂的企业，但该药并非公司的主要推广品种。因此，销售规模并不大，并且缬沙坦/氢氯地平的快速增长具有替代作用，该产品在公司将依然是一个“非主流”产品，因而对公司业绩贡献影响不大。

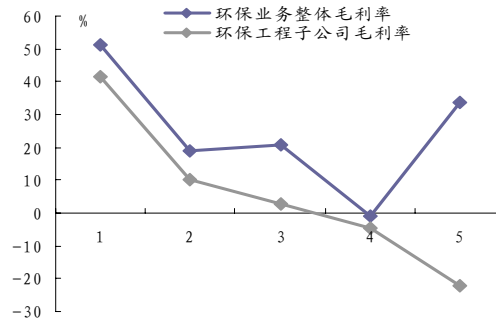
**定位“儿童保健与治疗领域的领军企业”**——国内目前基本没有专门的儿童用药企业，多数儿童药品是由制药企业附带少量生产，公司的主导产品“伊可新”为维生素类，复合维生素药品的消费由治疗性消费逐渐转变为保健性消费，公司其他儿科产品也主要以缺乏性补充剂为主，目前尚未涉足市场容量大的抗感染药物、呼吸系统、消化系统用药；目前的产品毛利率极高，并且在同类产品中有较好的口碑，因此，在医疗市场整体扩容和员工销售动力推动下，现有产品在短期仍有年均 25% 收入增长空间。在定位“儿童专用”领域后，如果公司能够在不断推销产品走细分市场路线，同时开发新的大领域产品，未来成长可谓爆发性。

## 2.2 环保业务改善影响公司业绩水平

图表 6 环保业务波动较大



图表 7 子公司的脱硫业务拉低了环保业务毛利



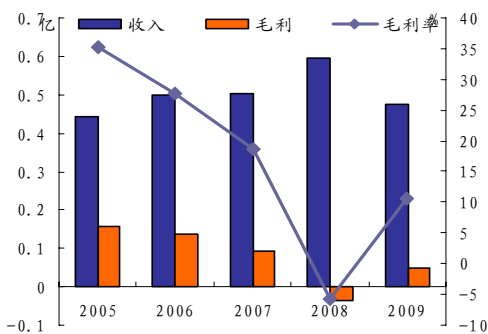
数据来源：公司年报，西南证券研发中心

环保业务是公司的传统业务，主要由母公司的二氧化氯设备生产及销售和旗下环保工程公司的烟气脱硫服务构成，去年公司环保产品销售收入大幅下降，主要是因为对百年电力技改项目业务在 08 年结算完成。另外，子公司的脱硫业务，由于随着国家能源大力发展水电、风电、核电、太阳能等清洁能源，火电脱硫市场空间萎缩很快，我们预计该块业务将继续亏损。

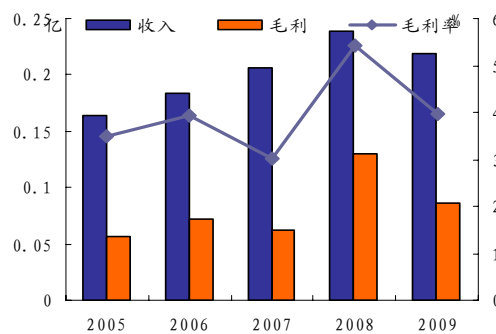
而母公司由于二氧化氯设备生产上将进一步发展，由原来的主要用于饮用水净化处理应用，跨越到造纸企业污水处理的生产设备。山东拥有较多的造纸厂，并且在国家加大节能减排力度的大背景下，预计二氧化氯净化设备生产和销售将带来一定的增长，毛利率在 30-35% 的水平。

## 2.3 其他业务较为稳定

图表 8 教育业务保持微利



图表 9 科技园管理利润相对稳定



数据来源：公司年报，西南证券研发中心

**教育业务基本盈亏平衡**——2006 年之前，该学校处于盈利状态，但由于 2006 年 9 月新义务教育法的实施，使得该块业务利润降低，甚至处于亏损。我们预计，在学校通过积极从外省吸纳外地学生，未来可能将亏损减小，基本达到一个盈亏平衡；

**科技园管理利润较稳定**——公司科技园管理业务由于房屋价格的波动而在收入上有较大波动，但整理利润变动很小，预计未来将有缓慢的小幅度增长；



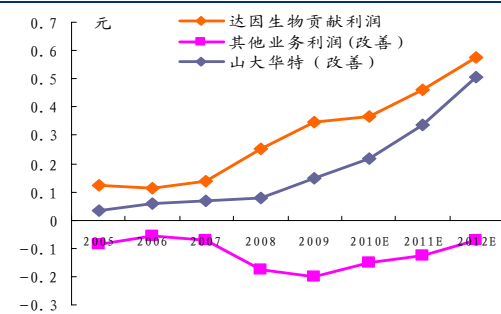
### 3. 投资建议

公司未来短期业绩的改善，主要来源于各项业务结构的调整。在 09 年环保脱硫业务大幅萎缩的情况下，形成公司业绩的一个拐点。同时，在医药业务较快增长的情况下，公司 09 年每股收益出现了较为明显的变化，扣除非经常性损益，公司每股收益增长了 81%。因此，医药业务员的的增长和其他业务，特别是环保业务的改善将是公司未来业绩变化的焦点。

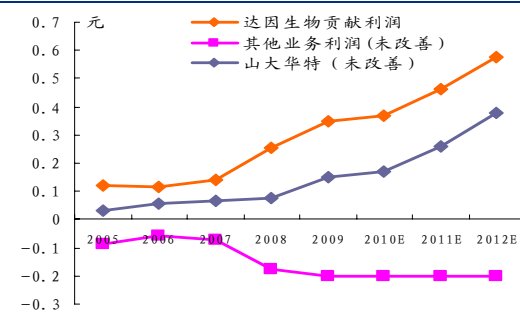
公司目前医药产品在技术上缺乏竞争优势，但市场容量尚有。并且公司的儿童补充性药剂游走于治疗与保健之间，产品毛利率很高，另外达因生物与山东齐鲁医院同属山东大学，齐鲁医院是一所省级三级甲等医院，因而公司新产品的上市，在销售上将有一点的保障，增幅很快。在医改扩容的大背景下，我们认为公司未来三年医药业务维持 25% 的增长不是问题。

而另外的环保业务具有较大的波动，收入以公司获得项目情况而定，从 06-08 年公司从事百年火电技改项目来看，脱硫业务在公司是一项不赚钱的买卖。而母公司的二氧化氯设备业务仍具有 30% 左右的毛利空间，并且在发展造纸污水净化设备业务的调整下，环保业务整体未来三年的增长，应不低于 15% 的水平，但毛利空间应当仍维持在 30% 的空间。

图表 10 环保业务改善对公司整体业绩影响



图表 11 环保业务未改善对公司整体业绩影响



数据来源：西南证券研发中心

因此，非医药业务的变化对公司的未来业绩有不同的影响，公司也没有完全成为一家医药企业，因此我们按照未来三年业绩预测医药业务所占收入比例和其他业务所占比例来计算估值。由于非医药业务整体对每股收益是一个负值影响，但估值上负值不具有市盈率的倍数效果，因此：

(1) 假设未来三年达因生物其他业务保持目前的利润率，在未来三年年均 25% 收入增长的情况下，目前已出 09 年年报的医药上市企业平均市盈率为 69 倍，属于高估值范畴，我们认为在医药市场扩容的预期下，40 倍的市盈率相对合理；因此，达因生物 2010-2012 年每股收益预计为 0.368 元、0.46 元和 0.575 元，而其他业务维持现状的情况下，相应公司整体每股收益预计为 0.169 元、0.261 元和 0.37 元，从 PE 角度来看，三年相对合理的价格应为：

$$0.368 \times 0.69 \times 40 + (-0.19) = 10.1568 - 0.19 = 9.9668$$

$$0.46 \times 0.72 \times 40 + (-0.19) = 13.248 - 0.19 = 13.058$$

$$0.575 \times 0.74 \times 40 + (-0.19) = 17.02 - 0.19 = 16.93$$

(2) 如果其他业务得到改善，也即环保业务的改善，特别是母公司的二氧化氯在跨入造

纸污水净化设备领域的发展，在未来年均 15%增长的情况下，毛利率维持在 33%的水平，公司对应的每股收益预计为 0.27 元、0.33 元和 0.505 元：

$$0.368 \times 0.69 \times 40 + (-0.15) = 10.1568 - 0.15 = 10.068$$

$$0.46 \times 0.72 \times 40 + (-0.12) = 13.248 - 0.12 = 13.128$$

$$0.575 \times 0.74 \times 40 + (-0.06) = 17.02 - 0.06 = 17.014$$

(3) 最理想的状态，即公司剥离非环保和医药资产，并减少少数股东权益，减少环保业务的投入。从公司其他子公司从历史业绩来看，即使事业绩亏顺，对公司整体费用摊销并不多，对母公司整体业绩也没有太大影响。

表格 3 非主营业务子公司业绩情况

	山大华特卧龙学校	华特恒信科技发展	华特物业	华特中晶光电科技公司	合计
2007	-155.53	34.49	-0.77		-121.81
2008	-338	37	-2.88	22	-281.88
2009	-407	59	-2.42	-91	-441.42

数据来源：公司年报 西南证券研发中心

因此，我们可以推算，在达因生物拥有 30%左右的净利润率的情况下，母公司的环保业务对公司整体业绩有较大的摊销。假设公司完全控股达因生物，不考虑完全持股后外部因素造成的费用，其他子公司有效剥离，环保业务盈亏平衡，那公司整体估值为一家医药企业，未来三年 0.368 元、0.46 元和 0.575 元，40 倍市盈率对应的价格应当是 14.72 元、18.4 元和 23 元。

因此，由于公司业务多元，对医药业务发展存在诸多变化，公司未来业绩存在较大的弹性，通过三项情景假设，我们认为 2010 年公司合理的价格应在 9.9 元—14.72 元之间，其中环保业务的改善和医药业务的持续增长是公司目前的态，较为合理的价格为 10.068 元，考虑公司业绩的弹性变化，目前 12.49 元的价格，我们给予“中性”评级。

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	130	166	206	406	684	营业收入	538	499	618	746	905
应收票据	48	47	58	70	85	营业成本	266	169	197	228	264
应收账款	75	65	108	131	159	营业税金及附加	6	8	9	11	13
预付款项	29	42	57	74	93	销售费用	105	110	108	105	102
其他应收款	24	19	24	29	35	管理费用	47	49	60	73	88
存货	72	73	85	99	114	财务费用	27	35	35	38	42
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	7	15	15	20	20
长期股权投资	15	3	3	3	3	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	302	301	263	259	246	投资收益	0	-1	0	0	0
在建工程	19	71	35	18	9	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	81	113	192	272	376
无形资产	184	174	168	161	155	营业外收支净额	5	9	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	1	税前利润	85	122	192	272	376
资产总计	1040	1110	1124	1370	1709	减: 所得税	30	40	63	89	122
短期借款	133	147	7	0	0	净利润	55	83	130	183	253
应付票据	67	88	103	119	138	归属于母公司的净					
应付账款	76	55	63	73	85	利润	14	26	39	60	91
预收款项	29	31	33	37	41	少数股东损益	42	56	91	123	162
应付职工薪酬	7	9	9	9	9	基本每股收益	0.08	0.15	0.22	0.34	0.51
应交税费	5	10	10	10	10	稀释每股收益	0.08	0.15	0.22	0.34	0.51
其他应付款	0	14	14	14	14	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
其他流动负债	16	4	41	83	134	<b>成长性</b>					
长期借款	118	160	202	202	202	营收增长率	8.6%	-7.2%	23.7%	20.9%	21.2%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	43.2%	43.1%	47.7%	36.2%	32.7%
负债合计	597	599	483	547	632	净利润增长率	11.5%	91.9%	48.2%	55.3%	50.7%
股东权益合计	443	511	641	824	1077	<b>盈利性</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售毛利率	50.5%	66.1%	68.0%	69.5%	70.8%
净利润	55	83	130	183	253	销售净利率	2.5%	5.3%	6.3%	8.1%	10.1%
折旧与摊销	26	25	27	28	28	ROE	3.1%	5.1%	6.1%	7.3%	8.5%
经营活动现金流	94	129	172	246	320	ROIC	10.69%	13.52%	19.21%	21.68%	23.06%
投资活动现金流	-27	-77	0	0	0	<b>估值倍数</b>					
融资活动现金流	-8	-16	-133	-46	-42	PE	242.5	126.4	85.3	54.9	36.4
现金净变动	59	36	39	200	278	P/S	6.2	6.6	5.4	4.4	3.7
期初现金余额	71	130	166	206	406	P/B	7.5	6.5	5.2	4.0	3.1
期末现金余额	130	166	206	406	684	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	25.4	19.2	13.3	9.8	7.3

数据来源: 公司财报 西南证券研发中心



## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10% 以下

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5% 以下

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有, 未经书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编: 100140

电话: (010) 88092288-3507、3217

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://yf.swsc.com.cn/>