

2018年11月27日

公司研究

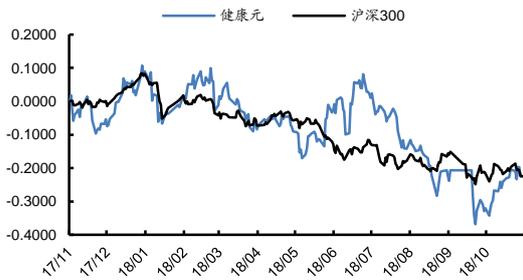
评级：买入（维持）

研究所  
证券分析师：胡博新 S0350517060001  
hubx@ghzq.com.cn  
联系人：冯雪云  
fengxy@ghzq.com.cn

## 推出股权激励，彰显公司长远发展信心

### ——健康元（600380）事件点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

| 表现    | 1M   | 3M   | 12M   |
|-------|------|------|-------|
| 健康元   | 14.1 | -9.5 | -22.4 |
| 沪深300 | -1.0 | -7.8 | -22.4 |

#### 市场数据

| 市场数据       | 2018-11-26   |
|------------|--------------|
| 当前价格（元）    | 8.17         |
| 52周价格区间（元） | 6.58 - 11.72 |
| 总市值（百万）    | 15833.73     |
| 流通市值（百万）   | 15827.41     |
| 总股本（万股）    | 193803.33    |
| 流通股（万股）    | 193725.93    |
| 日均成交额（百万）  | 228.34       |
| 近一月换手（%）   | 15.82        |

#### 相关报告

《健康元（600380）事件点评：新增两品种获批临床，呼吸吸入制剂研发进展顺利》——2018-11-21

《健康元（600380）季报点评：自身业务业绩增长靓丽》——2018-10-30

《健康元（600380）事件点评：7-ACA和OTC业绩超预期，呼吸吸入制剂研发进展顺利》——2018-08-28

《健康元（600380）调研简报：被低估的潜在呼吸吸入制剂龙头》——2018-07-27

#### 事件：

公司公布2018年股权激励计划草案，拟向激励对象定向发行公司A股普通股，以股票期权的方式进行，数量为4495万股占股本总额的2.32%，授予价格为8.21元/股（略高于11月26日的收盘价8.17元），授予对象为公司核心骨干人员为主的331人，有效期自股票期权授予日起至激励对象获授的股票期权全部行权或注销之日止，最长不超过50个月。

#### 投资要点：

- **激励对象涵盖公司核心管理、研发、业务人员，充分调动员工积极性。**本激励计划涉及的激励对象共计331人，包括（1）董事、高级管理人员；（2）中级管理人员；（3）核心技术（业务）人员；（4）公司董事会认为需要进行激励的相关员工。其中董事、高级管理人员共授予股票期权数量340万股，以金方教授为代表的中级管理人员和核心技术（业务）人员共授予股票期权数量3256股。
- **行权条件彰显公司长期发展信心。**公司本次激励计划授予的股票期权设置的公司层面业绩考核指标可分为3个行权期，行权条件分别为以2017年净利润为基数，2018年、2019年、2020年净利润复合增长率不低于15%（注：这里净利润指扣非归母净利润），也就是说2018年、2019年、2020年的扣非归母净利润分别达到5.75、6.61、7.60亿元。公司第一次进行股票激励计划为2015年，公司通过本次股权激励计划健全长效股权激励机制，将行权条件与公司业绩挂钩，彰显公司对未来发展的信心。
- **盈利预测和评级：**公司是国内潜在呼吸吸入制剂龙头企业，产品布局全面且研发进展相对靠前，其中布地奈德气雾剂、异丙托溴铵气雾剂已报产，另有重磅品种布地奈德混悬液、舒利迭仿制药等4个品种已经进入临床，左旋沙丁胺醇吸入溶液、复方异丙托溴铵吸入溶液等3个品种正在进行申报，公司现有西药制剂板块稳定增长，原料药板块目前处于景气阶段。预计2018-2020年公司归母净利润分别为7.72亿元、9.05亿元、11.25亿元，EPS分别为0.40元、0.47元和0.58元，对应当前价的PE分别为21、17、14倍。公司未来随着新产品上市，将逐渐打开成长空间，**维持买入评级。**

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

■ **风险提示:** 临床或 BE 试验结果不如预期、市场开拓不如预期、产品价格下降、研发失败风险、监管标准变化风险

| 预测指标      | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 10779  | 13491 | 15359 | 17663 |
| 增长率(%)    | 11%    | 25%   | 14%   | 15%   |
| 净利润(百万元)  | 2133   | 772   | 905   | 1125  |
| 增长率(%)    | 373%   | -64%  | 17%   | 24%   |
| 摊薄每股收益(元) | 1.36   | 0.40  | 0.47  | 0.58  |
| ROE(%)    | 15.66% | 5.10% | 5.36% | 5.90% |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：健康元盈利预测表

| 证券代码:              | 600380.SH    |              |              |              | 股价:                | 8.17        | 投资评级:        | 买入           | 日期:          | 2018-11-26 |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| <b>财务指标</b>        | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |            |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |            |
| ROE                | 16%          | 5%           | 5%           | 6%           | EPS                | 1.36        | 0.40         | 0.47         | 0.58         |            |
| 毛利率                | 63%          | 63%          | 64%          | 65%          | BVPS               | 4.69        | 4.11         | 4.46         | 4.89         |            |
| 期间费率               | 50%          | 48%          | 48%          | 48%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |            |
| 销售净利率              | 20%          | 6%           | 6%           | 6%           | P/E                | 6.03        | 20.52        | 17.49        | 14.08        |            |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 1.74        | 1.99         | 1.83         | 1.67         |            |
| 收入增长率              | 11%          | 25%          | 14%          | 15%          | P/S                | 1.19        | 1.17         | 1.03         | 0.90         |            |
| 利润增长率              | 373%         | -64%         | 17%          | 24%          |                    |             |              |              |              |            |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |            |
| 总资产周转率             | 0.49         | 0.55         | 0.56         | 0.58         | 营业收入               | 10779       | 13491        | 15359        | 17663        |            |
| 应收账款周转率            | 3.03         | 3.21         | 3.21         | 3.21         | 营业成本               | 4008        | 4969         | 5511         | 6113         |            |
| 存货周转率              | 2.96         | 2.76         | 2.76         | 2.76         | 营业税金及附加            | 166         | 202          | 230          | 265          |            |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 3964        | 4857         | 5606         | 6447         |            |
| 资产负债率              | 39%          | 39%          | 38%          | 38%          | 管理费用               | 1181        | 1417         | 1613         | 1855         |            |
| 流动比                | 2.07         | 2.11         | 2.18         | 2.25         | 财务费用               | 87          | (23)         | (38)         | (56)         |            |
| 速动比                | 1.87         | 1.87         | 1.94         | 2.02         | 其他费用/(-收入)         | 4174        | (50)         | (50)         | (50)         |            |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2017</b>  | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | 营业利润               | 5873        | 2020         | 2387         | 2990         |            |
| 现金及现金等价物           | 9063         | 9905         | 11595        | 13637        | 营业外净收支             | 68          | 100          | 100          | 100          |            |
| 应收款项               | 3556         | 4198         | 4779         | 5496         | 利润总额               | 5940        | 2120         | 2487         | 3090         |            |
| 存货净额               | 1356         | 1876         | 2083         | 2314         | 所得税费用              | 1268        | 424          | 497          | 618          |            |
| 其他流动资产             | 346          | 683          | 777          | 892          | 净利润                | 4673        | 1696         | 1990         | 2472         |            |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>14321</b> | <b>16662</b> | <b>19233</b> | <b>22338</b> | 少数股东损益             | 2540        | 924          | 1084         | 1347         |            |
| 固定资产               | 4243         | 4119         | 4007         | 3906         | 归属于母公司净利润          | 2133        | 772          | 905          | 1125         |            |
| 在建工程               | 277          | 377          | 477          | 577          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2017</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> |            |
| 无形资产及其他            | 415          | 371          | 335          | 308          | 经营活动现金流            | 1870        | 2547         | 3592         | 4268         |            |
| 长期股权投资             | 371          | 371          | 371          | 371          | 净利润                | 4673        | 1696         | 1990         | 2472         |            |
| <b>资产总计</b>        | <b>22212</b> | <b>24685</b> | <b>27408</b> | <b>30685</b> | 少数股东权益             | 2540        | 924          | 1084         | 1347         |            |
| 短期借款               | 461          | 461          | 461          | 461          | 折旧摊销               | 522         | 466          | 449          | 434          |            |
| 应付款项               | 1258         | 1560         | 1733         | 1925         | 公允价值变动             | (26)        | 0            | 0            | 0            |            |
| 预收帐款               | 134          | 149          | 169          | 195          | 营运资金变动             | (5838)      | (2461)       | (1832)       | (2140)       |            |
| 其他流动负债             | 5077         | 5722         | 6480         | 7340         | 投资活动现金流            | 4722        | (176)        | (188)        | (199)        |            |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>6930</b>  | <b>7892</b>  | <b>8842</b>  | <b>9919</b>  | 资本支出               | 117         | 24           | 12           | 1            |            |
| 长期借款及应付债券          | 1196         | 1196         | 1196         | 1196         | 长期投资               | 13          | 0            | 0            | 0            |            |
| 其他长期负债             | 467          | 477          | 487          | 497          | 其他                 | 4592        | (200)        | (200)        | (200)        |            |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>1663</b>  | <b>1673</b>  | <b>1683</b>  | <b>1693</b>  | 筹资活动现金流            | (5751)      | (184)        | (217)        | (272)        |            |
| <b>负债合计</b>        | <b>8594</b>  | <b>9565</b>  | <b>10526</b> | <b>11613</b> | 债务融资               | (37)        | 0            | 0            | 0            |            |
| 股本                 | 1574         | 1938         | 1938         | 1938         | 权益融资               | 15          | 0            | 0            | 0            |            |
| 股东权益               | 13618        | 15120        | 16882        | 19072        | 其它                 | (5728)      | (184)        | (217)        | (272)        |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>22212</b> | <b>24685</b> | <b>27408</b> | <b>30685</b> | 现金净增加额             | 842         | 2188         | 3187         | 3796         |            |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对OTC和原料药行业有长期跟踪经验。

周超泽，哥伦比亚大学化学工程/罗格斯大学金融工程双硕士，浙江大学工学学士，生物工程和金融复合背景，2017年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药、生物制药、原料药、制剂出口板块。

冯雪云，北京大学金融学硕士、北京大学医学经济学双学士，医学和金融复合背景，2018年加入国海证券医药组，主要覆盖化药、生物药、OTC等板块。

## 【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。