

## 健康元：厚积薄发，业绩大幅增长

### 2010 年一季报点评

#### 报告摘要：

- **主业大幅增长 262%，各项业务均向好。**2010 年一季度实现营业收入 10.46 亿元，同比增长 39.15%。综合毛利率 57.67%，同比增加 3.63 个百分点。扣除非经常性损益后的净利润约 1.90 亿元，同比增长 261.68%，主业每股收益 0.14 元。公司基本退出了二级市场投资，证券投资收益及公允价值变动收益 434 万元，与去年同期 6,588 万元相比大幅减少。最终实现净利润 1.94 亿元，同比增长 110.82%，每股收益 0.15 元。经营活动产生的现金流量净额为 3.2 亿元，同比增长 39.14%，每股现金流为 0.29 元。旗下丽珠集团、海滨制药、焦作健康元经营均向好。另公司 2009 年利润分配方案改为：以公司原股本 1,097,874,000 股为基数，向全体股东每 10 股转增 2 股。
- **丽珠、海滨，盈利增长较快。**丽珠仍为最核心的盈利公司，原料药盈利大幅增长，同时公司营销改革持续深化，处方药销售维持平稳增长。一季度实现收入 6.49 亿元，同比增长 20.1%。净利润为 1.27 亿元，同比增长了 8.49%，每股收益 0.43 元。扣除非经常性损益后的净利润约为 1.21 亿元，同比增长 42.64%，每股收益为 0.41 元。丽珠对健康元最终业绩贡献约为每股收益 0.044 元。海滨制药业绩增长也在 30% 以上，贡献每股收益约 0.04 元。
- **酶法 7-ACA，厚积薄发。**2009 年焦作健康元产销 7-ACA 约 660 吨，实现销售收入 3.94 亿元，净利润 6,400 万元。2009 年四季度，焦作健康元 7-ACA 扩产工程已开始投入，预计约投入 1.5 亿元。一季度 7ACA 盈利即达 7,000 万元，贡献每股收益 0.053 元。健康元目前酶法 7-ACA 长单供应价格为 950 元/kg(含税)。环保和技改减停产，抗生素旺季需求量大增，是价格维持高位的主要原因。健康元保健品业务盈利约 3,000 万元，对公司业绩贡献约为 0.02 元。
- **逐步退出二级市场投资，资本市场不断创新。**公司除下属的丽珠持有少量港股外，已出售完毕全部交易性金融资产；并作为国内首例发可交换债券的公司再次创新。目前可交换债事宜在证监会审批进展顺利。
- **调高公司 12 个月目标价至 14.3 元，维持“增持-A”的投资评级。**我们维持对公司 2010-2011 年的业绩预测，即除权后分别为 0.52 元、0.64 元。2010 年业绩构成为：7-ACA 原料药中间体贡献 EPS 0.21 元（假设 7-ACA 扩产后全年含税均价为 850 元/公斤）；2010 年丽珠集团预期经营性利润约 5 亿元，海滨制药达 1.7 亿元，则公司医药和保健品合计为公司贡献 EPS 0.31 元。按照医药和保健品 EPS 0.31 元给予 30-35 倍 PE、7-ACA 原料药中间体 EPS 0.21 元给予 20 倍 PE，则调高公司 12 个月目标价至 14.3 元，维持“增持-A”的投资评级。
- **敏感性分析：7-ACA 价格具波动性，我们作价格敏感度分析，若 7-ACA 均价每上涨（或下跌）100 元/公斤，对公司的业绩贡献将增加（或减少）0.054 元。**

#### 财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938.5	3,683.2	4,070.0	4,741.5	5,595.0
Growth(%)	17.6%	25.3%	10.5%	16.5%	18.0%
净利润	25.0	784.5	958.8	1,176.5	1,417.0
Growth(%)	-103.7%	-1902.9%	40.5%	22.7%	20.4%
毛利率(%)	51.0%	55.6%	58.8%	58.7%	58.9%
净利润率(%)	-0.9%	13.2%	16.8%	17.7%	18.0%
每股收益(元)	-0.02	0.37	0.52	0.64	0.77
每股净资产(元)	2.93	3.34	3.71	4.03	4.35
市盈率	-563.5	31.3	22.3	18.1	15.1
市净率	3.9	3.5	3.1	2.9	2.6
净资产收益率(%)	0.6%	17.8%	19.6%	22.1%	24.7%
ROIC(%)	6.7%	20.0%	21.7%	25.2%	28.7%
EV/EBITDA	55.3	12.7	13.6	11.3	9.4
股息收益率	0.4%	0.9%	2.5%	3.6%	4.3%

**评级：**
**增持-A**

上次评级： 增持-A

**目标价格：**
**14.30 元**

期限： 12 个月 上次预测： 13.40 元

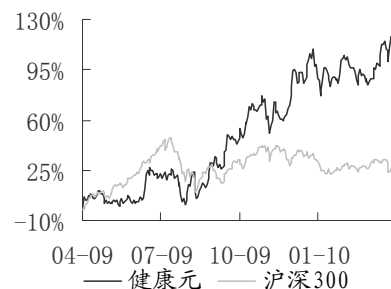
现价： 11.53 元

**报告日期：**
**2010-04-26**

#### 市场数据

总市值(百万元)	15,190.18
流通市值(百万元)	15,190.18
总股本(百万股)	1,317.45
流通股本(百万股)	1,317.45
12 个月最高/最低	6.13/13.80 元
十大流通股股东(%)	59.09%
股东户数	61,640

#### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	21.93	27.64	97.96
绝对收益	18.78	25.46	121.25

#### 研究员

**洪露**

 021-68766073  
 执业证书编号

**首席行业分析师**

 honglu@essence.com.cn  
 S1450210010306

#### 前期研究成果

**健康元：主业大幅增长，各项业务经营向好**

2010-03-09

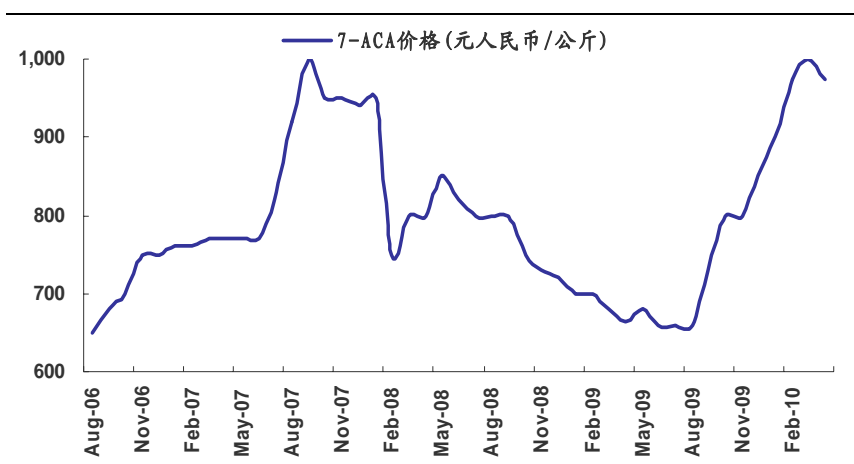
**健康元：酶法 7-ACA 支柱产业，引领公司未来业绩大幅提升**

2009-12-26

**健康元：酶法 7-ACA 加速公司发展**

2009-10-28

图 1: 7ACA 近年价格走势



数据来源: 健康网, 安信证券研究中心

表 1: 7-ACA 价格敏感性分析 (假设 7-ACA 扩产, 2010 年产能达 930 吨)

7-ACA 含税价格 (元/公斤)	700	750	800	850	900	950	1000
7-ACA 贡献净利润 (万元)	16,597	20,174	23,751	27,328	30,905	34,482	38,058
7-ACA 贡献 EPS (元/股)	0.13	0.15	0.18	0.21	0.23	0.26	0.29
公司 2010 年主业 EPS (元/股)	0.44	0.46	0.49	0.52	0.54	0.57	0.60

数据来源: 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-4-26	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	2,938.5	3,683.2	4,070.0	4,741.5	5,595.0	成长性						
减: 营业成本	1,440.1	1,634.8	1,676.8	1,958.3	2,302.3	营业收入增长率	17.6%	25.3%	10.5%	16.5%	18.0%	
营业税费	6.4	7.4	8.5	10.0	11.7	营业利润增长率	-100.2%	-32473.2%	23.5%	23.1%	20.7%	
销售费用	631.0	837.7	846.6	948.3	1,113.4	净利润增长率	-103.7%	-1902.9%	40.5%	22.7%	20.4%	
管理费用	326.6	390.2	427.3	488.4	576.3	EBITDA 增长率	-91.3%	337.9%	9.1%	21.1%	19.3%	
财务费用	55.4	38.4	16.2	7.7	4.0	EBIT 增长率	-98.1%	1631.8%	20.1%	22.0%	20.3%	
资产减值损失	39.0	44.3	25.0	20.0	18.0	NOPLAT 增长率	-76.1%	224.4%	18.9%	21.6%	20.0%	
加: 公允价值变动收益	-632.9	283.0	10.0	20.0	35.0	投资资本增长率	9.3%	9.1%	4.8%	5.6%	6.2%	
投资和汇兑收益	190.3	-139.3	-	-	-	净资产增长率	-5.1%	14.0%	10.9%	8.8%	7.9%	
营业利润	-2.7	874.1	1,079.5	1,329.0	1,604.2	利润率						
加: 营业外净收支	8.8	15.4	10.0	8.0	6.0	毛利率	51.0%	55.6%	58.8%	58.7%	58.9%	
利润总额	6.1	889.5	1,089.5	1,337.0	1,610.2	营业利润率	-0.1%	23.7%	26.5%	28.0%	28.7%	
减: 所得税	-18.9	104.9	130.7	160.4	193.2	净利润率	-0.9%	13.2%	16.8%	17.7%	18.0%	
净利润	25.0	784.5	958.8	1,176.5	1,417.0	EBITDA/营业收入	8.6%	30.0%	29.7%	30.8%	31.2%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	1.8%	24.8%	26.9%	28.2%	28.7%	
货币资金	845.0	898.4	1,051.3	1,243.8	1,414.4	运营效率						
交易性金融资产	228.4	48.9	58.9	78.9	113.9	固定资产周转天数	207	161	152	140	123	
应收帐款	546.7	575.3	650.0	763.8	901.3	流动营业资本周转天数	111	119	135	130	128	
应收票据	258.5	692.1	669.0	649.5	689.8	流动资产周转天数	324	264	270	262	258	
预付帐款	102.2	179.0	237.7	296.4	365.5	应收帐款周转天数	59	51	51	50	50	
存货	513.7	509.1	534.7	644.0	777.7	存货周转天数	64	52	47	46	47	
其他流动资产	0.6	0.1	-0.7	21.4	49.6	总资产周转天数	725	585	560	516	475	
可供出售金融资产	152.7	157.8	160.0	168.0	180.0	投资资本周转天数	481	419	405	366	329	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	280.2	191.2	153.9	136.8	128.3	ROE	0.6%	17.8%	19.6%	22.1%	24.7%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	12.8%	14.7%	16.6%	18.4%	
固定资产	1,657.9	1,634.6	1,798.5	1,890.5	1,920.2	ROIC	6.7%	20.0%	21.7%	25.2%	28.7%	
在建工程	223.8	234.3	189.1	154.6	125.3	费用率						
无形资产	235.8	224.6	230.2	247.8	266.2	销售费用率	21.5%	22.7%	20.8%	20.0%	19.9%	
其他非流动资产	761.1	778.9	769.8	755.8	744.3	管理费用率	11.1%	10.6%	10.5%	10.3%	10.3%	
资产总额	5,821.3	6,146.0	6,527.5	7,071.4	7,696.6	财务费用率	1.9%	1.0%	0.4%	0.2%	0.1%	
短期债务	1,032.4	486.1	512.0	500.0	520.0	三费/营业收入	34.5%	34.4%	31.7%	30.5%	30.3%	
应付帐款	512.8	592.2	600.6	683.0	808.1	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.7%	28.4%	25.2%	24.9%	25.5%	
其他流动负债	170.7	253.9	239.4	254.0	277.2	负债权益比	50.7%	39.6%	33.7%	33.1%	34.2%	
长期借款	194.8	354.8	230.0	250.0	275.0	流动比率	1.45	2.18	2.37	2.57	2.69	
其他非流动负债	48.8	57.0	63.6	72.3	82.9	速动比率	1.14	1.79	1.96	2.11	2.19	
负债总额	1,959.6	1,744.2	1,645.6	1,759.2	1,963.2	利息保障倍数	0.95	23.73	67.74	174.22	401.87	
少数股东权益	1,083.8	1,280.5	1,449.0	1,620.1	1,726.5	分红指标						
股本	1,097.9	1,097.9	1,317.5	1,317.5	1,317.5	DPS(元)	0.05	0.10	0.28	0.41	0.50	
留存收益	1,716.1	2,059.8	2,115.5	2,374.8	2,689.4	分红比率	-226.3%	27.1%	55.0%	65.0%	65.0%	
股东权益	3,861.8	4,401.8	4,881.9	5,312.3	5,733.4	股息收益率	0.4%	0.9%	2.5%	3.6%	4.3%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	25.0	784.5	958.8	1,176.5	1,417.0	EPS(元)	-0.02	0.37	0.52	0.64	0.77	
加: 折旧和摊销	232.2	223.6	111.5	125.5	136.2	BVPS(元)	2.93	3.34	3.71	4.03	4.35	
资产减值准备	39.0	44.3	25.0	20.0	18.0	PE(X)	-563.5	31.3	22.3	18.1	15.1	
公允价值变动损失	632.9	-283.0	10.0	20.0	35.0	PB(X)	3.9	3.5	3.1	2.9	2.6	
财务费用	38.4	63.5	42.0	16.2	7.7	P/FCF	-	-64.6	45.0	26.4	20.6	
投资收益	-190.3	139.3	-	-	-	P/S	5.2	4.1	3.7	3.2	2.7	
少数股东损益	51.9	298.5	276.1	338.8	408.1	EV/EBITDA	55.3	12.7	13.6	11.3	9.4	
营运资金的变动	-322.5	-314.9	-124.6	-171.7	-243.9	CAGR(%)	261.1%	21.8%	19.1%	-94.3%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	455.0	605.7	1,273.0	1,516.8	1,774.4	PEG	-2.2	1.4	1.2	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	29.2	79.4	-158.5	-209.9	-190.0	ROIC/WACC	0.7	2.1	2.3	2.6	3.0	
融资活动产生现金流量	-186.6	-685.6	-518.9	-541.1	-607.8	REP	4.9	1.5	1.5	1.3	1.0	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034