

健康元：中报业绩大幅预增，估值具吸引力
调研快报
报告关键点：

- 中报业绩大幅预增**77.78%**
- 维持“增持-A”的投资评级，及**12个月目标价14.3元**

报告摘要：

- 中报业绩大幅预增77.78%**。健康元前期发了业绩预增公告，2010年1-6月，营业收入20.91亿元，同比增长25.38%；净利润3.68亿元，同比增长77.78%；主营业务产生的净利润约3.61亿元，同比上升约159%；每股收益预期为0.28元。我们预期业绩构成为：丽珠集团贡献并表净利润1.1亿元，海滨制药贡献净利润9,000万元，焦作健康元7-ACA贡献净利润1.56亿元。综上，7-ACA贡献每股收益约0.12元，丽珠0.09元，海滨0.07元。
- 7-ACA扩产成功，价格有所回调**。焦作健康元7-ACA于5月份扩产后，目前月产能达110吨（之前为70-80吨/月），含税价为880元/公斤。扩产后6月份单月有3,000万元净利润。我们全年盈利预测是按照7-ACA含税价850元/公斤均价测算，前5个月均价基本在1000元/公斤，目前我们仍维持这样的预测假设。生产7-ACA的焦作健康元公司2010年执行12.5%的减半税率，但因有国产设备抵税，故2010年实际无需交纳所得税。
- 丽珠集团、海滨制药业绩稳健增长**。丽珠集团因处方药稳健增长、原料药盈利大幅提升，上半年主业利润增长约20%，下半年处方药增长随着招标推进有望提速。海滨制药培哌类产品有50%以上增长，全年利润有望突破2亿元（或超过我们之前预测的1.7亿元利润）。海滨的培哌类中间体4-AA考虑成本因素将从海翔药业购进。健康元旗下的保健品业务产生的利润正好抵消母公司费用。
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价14.3元**。我们维持对公司2010-2011年0.52元、0.64元的业绩预测。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，则公司12个月目标价为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	-394.9	21.9	15.6	12.7	10.6
市净率	2.8	2.4	2.2	2.0	1.9
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	40.3	9.2	9.9	8.1	6.8
股息收益率	0.6%	1.2%	3.5%	5.1%	6.2%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

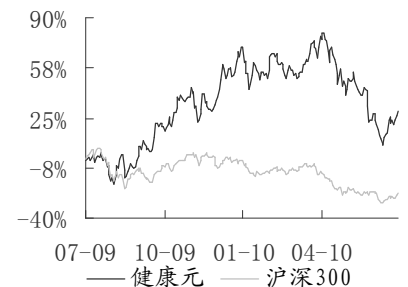
目标价格： 14.30 元

期限： 12个月 上次预测： 14.30元

现价： 8.29元

报告日期： 2010-07-20
市场数据

总市值(百万元)	10,921.65
流通市值(百万元)	10,921.65
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	6.26/13.80元
十大流通股东(%)	60.18%
股东户数	63,608

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.05	(10.69)	53.38
绝对收益	5.73	(24.30)	29.72

研究员
洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

证书编号

S1450210010306

前期研究成果
健康元：厚积薄发，业绩大幅增长

2010-04-27

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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-20

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	0.6%	1.2%	3.5%	5.1%	6.2%
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)	-394.9	21.9	15.6	12.7	10.6
公允价值变动损失	632.9	-283.0	10.0	20.0	35.0	PB(X)	2.8	2.4	2.2	2.0	1.9
财务费用	38.4	63.5	42.0	16.2	7.7	P/FCF	-	-45.3	31.5	18.5	14.4
投资收益	-190.3	139.3	-	-	-	P/S	3.6	2.9	2.6	2.2	1.9
少数股东损益	51.9	298.5	276.1	338.8	408.1	EV/EBITDA	40.3	9.2	9.9	8.1	6.8
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	-1.5	1.0	0.8	-0.1	-0.1
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	2.7	3.0
融资活动产生现金流量	-186.6	-685.6	-518.9	-541.1	-607.8	REP	3.5	1.1	1.1	0.9	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，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。2009 年《新财富》医药行业最佳分析师。

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，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律焯	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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