

# 健康元：海滨制药、7-ACA 业绩大幅增长

## 2010 年三季度报告点评

### 报告摘要：

- 主业大幅增长 113%，超出预期。**2010 年 1-9 月，公司实现营业收入 32.33 亿元，同比增长 21.07%。综合毛利率 57.49%，同比增加 2.35 个百分点。扣除非经常性损益后的净利润约 5.58 亿元，同比增长 113.33%，主业每股收益 0.42 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 685 万元，与去年同期 1.19 亿元相比大幅减少。最终实现净利润 5.70 亿元，同比增长 70%，每股收益 0.43 元。经营活动产生的现金流量净额为 8.11 亿元，同比增长 78.48%，每股现金流为 0.62 元。旗下丽珠集团、海滨制药、焦作健康元、保健品业务经营均向好。
- 丽珠稳增，海滨业绩大幅增长。**丽珠仍为核心的盈利公司，其处方药销售维持 15% 左右的平稳增长，原料药业务喜忧参半（新北江、福兴药厂原料药业务仍增长较快；丽珠合成药厂三季度受头孢类产品价格回调影响盈利能力有所下降，目前产品价格已回升，四季度应重拾景气增长），OTC 类产品销售改善尚不明显。丽珠 1-9 月实现收入 20 亿元，同比增长 6.41%；扣除非经常性损益后的净利润约为 3.15 亿元，同比增长 8.05%，每股收益 1.07 元。丽珠对健康元业绩贡献约为每股收益 0.11 元。海滨制药美罗培南原料药及制剂销售收入同比大幅增长，同时公司成本控制良好盈利能力大幅提升，海滨制药净利润约为 1.5 亿元，贡献每股收益约 0.11 元。
- 酶法 7-ACA，价格再次反弹。**1-9 月，焦作健康元盈利约 2.4 亿元，贡献每股收益约 0.18 元。保健品业务盈利贡献约 0.04 元。前期 7-ACA 价格有所回调，近期因山西威奇达停产搬迁、福抗药业受环保 9 月停产检修、10 月份刚刚恢复生产等原因所致，7-ACA 货源显紧，价格从前期的 700-750 元/kg，反弹到 850-900 元/kg。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高 12 个月目标价至 15.8 元。**我们调高对公司 2010-2011 年的业绩预测分别至每股收益 0.58 元、0.70 元。2010 年业绩构成为：7-ACA 原料药中间体贡献 EPS 0.25 元；2010 年丽珠集团预期经营性利润约 5 亿元，海滨制药达 2 亿元，则公司医药和保健品合计为公司贡献 EPS 0.33 元。按照医药和保健品 EPS 0.33 元给予 30-35 倍 PE、7-ACA 原料药中间体 EPS 0.25 元给予 20 倍 PE，则调高公司 12 个月目标价至 15.8 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	4,493.6	5,235.0	6,177.3
Growth(%)	17.6%	25.3%	22.0%	16.5%	18.0%
净利润	25.0	784.5	1,068.0	1,299.9	1,563.9
Growth(%)	-103.7%	-1902.9%	56.5%	21.7%	20.3%
毛利率(%)	51.0%	55.6%	57.8%	58.7%	58.9%
净利润率(%)	-0.9%	13.2%	16.9%	17.7%	18.0%
每股收益(元)	-0.02	0.37	0.58	0.70	0.85
每股净资产(元)	2.93	3.34	3.75	4.12	4.49
市盈率	-624.6	34.6	22.1	18.2	15.1
市净率	4.4	3.8	3.4	3.1	2.8
净资产收益率(%)	0.6%	17.8%	21.6%	24.0%	26.4%
ROIC(%)	6.7%	20.0%	24.2%	27.5%	30.9%
EV/EBITDA	60.7	13.9	13.6	11.3	9.5
股息收益率	0.4%	0.8%	2.5%	3.6%	4.3%

评级：

**增持-A**

上次评级： 增持-A

目标价格：

**15.80 元**

期限： 12 个月 上次预测： 14.30 元

现价： 12.61 元

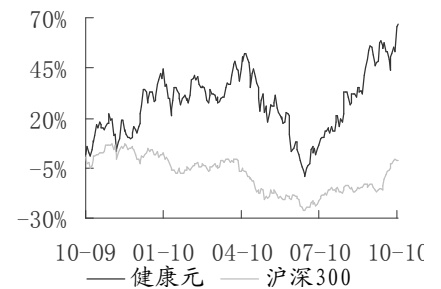
报告日期：

**2010-10-25**

### 市场数据

总市值(百万元)	16,613.03
流通市值(百万元)	16,613.03
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	6.68/13.80 元
十大流通股股东(%)	70.65%
股东户数	76,312

### 12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.95)	30.59	67.69
绝对收益	12.29	51.56	66.68

### 研究员

**洪露**
**首席行业分析师**

021-68766073

honglu@essence.com.cn

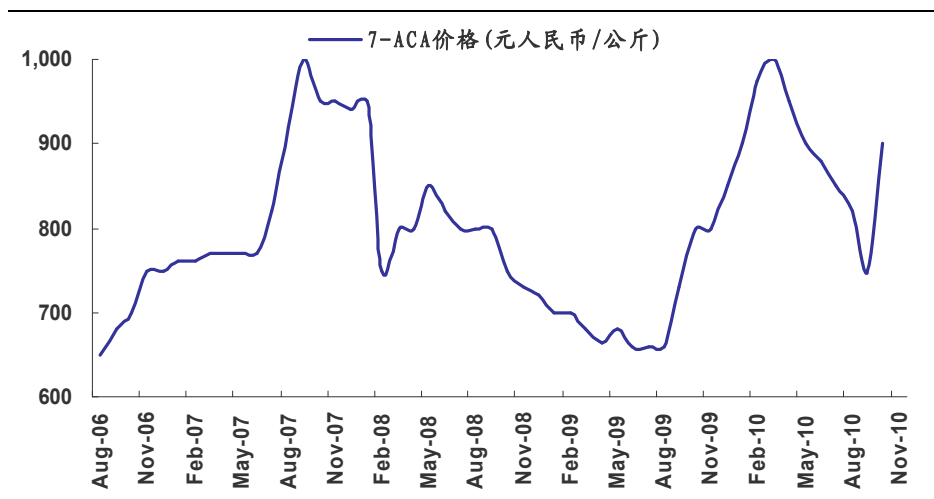
证书编号

S1450210010306

### 前期研究成果

- 健康元：主业大幅增长，估值具吸引力**  
 2010-08-24
- 健康元：中报业绩大幅预增，估值具吸引力**  
 2010-07-20
- 健康元：厚积薄发，业绩大幅增长**  
 2010-04-27

图 1 7-ACA 价格走势



数据来源：健康网，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 2010-10-25

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>2,938.5</b>	<b>3,683.2</b>	<b>4,493.6</b>	<b>5,235.0</b>	<b>6,177.3</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	1,440.1	1,634.8	1,896.3	2,162.1	2,542.0	营业收入增长率	17.6%	25.3%	22.0%	16.5%	18.0%
营业税费	6.4	7.4	9.4	11.0	13.0	营业利润增长率	-100.2%	-32473.2%	37.7%	22.1%	20.6%
销售费用	631.0	837.7	934.7	1,047.0	1,229.3	净利润增长率	-103.7%	-1902.9%	56.5%	21.7%	20.3%
管理费用	326.6	390.2	426.9	539.2	636.3	EBITDA 增长率	-91.3%	337.9%	20.2%	20.3%	19.3%
财务费用	55.4	38.4	15.7	6.6	2.7	EBIT 增长率	-98.1%	1631.8%	33.6%	21.0%	20.2%
资产减值损失	39.0	44.3	15.0	20.0	18.0	NOPLAT 增长率	-76.1%	224.4%	32.2%	20.7%	20.0%
加: 公允价值变动收益	-632.9	283.0	6.0	20.0	35.0	投资资本增长率	9.3%	9.1%	6.1%	6.7%	7.4%
投资和汇兑收益	190.3	-139.3	2.0	-	-	净资产增长率	-5.1%	14.0%	12.3%	9.8%	9.0%
<b>营业利润</b>	<b>-2.7</b>	<b>874.1</b>	<b>1,203.6</b>	<b>1,469.2</b>	<b>1,771.1</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	8.8	15.4	10.0	8.0	6.0	毛利率	51.0%	55.6%	57.8%	58.7%	58.9%
<b>利润总额</b>	<b>6.1</b>	<b>889.5</b>	<b>1,213.6</b>	<b>1,477.2</b>	<b>1,777.1</b>	营业利润率	-0.1%	23.7%	26.8%	28.1%	28.7%
减: 所得税	-18.9	104.9	145.6	177.3	213.3	净利润率	-0.9%	13.2%	16.9%	17.7%	18.0%
<b>净利润</b>	<b>25.0</b>	<b>784.5</b>	<b>1,068.0</b>	<b>1,299.9</b>	<b>1,563.9</b>	EBITDA/营业收入	8.6%	30.0%	29.6%	30.6%	30.9%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>EBIT/营业收入</b>	<b>1.8%</b>	<b>24.8%</b>	<b>27.1%</b>	<b>28.2%</b>	<b>28.7%</b>
货币资金	845.0	898.4	1,085.2	1,283.2	1,461.0	<b>运营效率</b>					
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	138	127	111
应收帐款	546.7	575.3	673.4	830.7	996.3	流动营业资本周转天数	111	119	124	122	123
应收票据	258.5	692.1	738.7	717.1	761.6	流动资产周转天数	324	264	252	251	250
预付帐款	102.2	179.0	245.4	310.2	386.5	应收帐款周转天数	59	51	47	48	50
存货	513.7	509.1	579.5	660.8	858.7	存货周转天数	64	52	45	44	46
其他流动资产	0.6	0.1	13.2	37.7	68.8	总资产周转天数	725	585	516	484	448
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	370	338	306
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	280.2	191.2	179.6	171.0	153.9	ROE	0.6%	17.8%	21.6%	24.0%	26.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	12.8%	15.8%	17.7%	19.4%
固定资产	1,657.9	1,634.6	1,798.5	1,890.5	1,920.2	ROIC	6.7%	20.0%	24.2%	27.5%	30.9%
在建工程	223.8	234.3	189.1	154.6	125.3	<b>费用率</b>					
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	755.9	744.5	管理费用率	11.1%	10.6%	9.5%	10.3%	10.3%
<b>资产总额</b>	<b>5,821.3</b>	<b>6,146.0</b>	<b>6,746.6</b>	<b>7,326.4</b>	<b>8,056.8</b>	财务费用率	1.9%	1.0%	0.3%	0.1%	0.0%
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%	30.6%	30.4%	30.2%
应付帐款	512.8	592.2	746.8	807.4	968.8	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.7%	28.4%	26.8%	25.9%	26.6%
其他流动负债	170.7	253.9	248.7	265.3	291.5	负债权益比	50.7%	39.6%	36.5%	35.0%	36.3%
长期借款	194.8	354.8	230.0	250.0	275.0	流动比率	1.45	2.18	2.25	2.49	2.61
其他非流动负债	48.8	57.0	67.8	77.3	88.7	速动比率	1.14	1.79	1.86	2.06	2.11
<b>负债总额</b>	<b>1,959.6</b>	<b>1,744.2</b>	<b>1,805.3</b>	<b>1,899.9</b>	<b>2,144.0</b>	利息保障倍数	0.95	23.73	77.82	224.56	654.33
<b>少数股东权益</b>	<b>1,083.8</b>	<b>1,280.5</b>	<b>1,477.3</b>	<b>1,676.8</b>	<b>1,817.1</b>	<b>分红指标</b>					
股本	1,097.9	1,097.9	1,317.5	1,317.5	1,317.5	DPS(元)	0.05	0.10	0.32	0.46	0.55
留存收益	1,716.1	2,059.8	2,146.6	2,432.2	2,778.3	分红比率	-226.3%	27.1%	55.0%	65.0%	65.0%
<b>股东权益</b>	<b>3,861.8</b>	<b>4,401.8</b>	<b>4,941.3</b>	<b>5,426.5</b>	<b>5,912.8</b>	股息收益率	0.4%	0.8%	2.5%	3.6%	4.3%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	25.0	784.5	1,068.0	1,299.9	1,563.9	EPS(元)	-0.02	0.37	0.58	0.70	0.85
加: 折旧和摊销	232.2	223.6	111.5	125.5	136.2	BVPS(元)	2.93	3.34	3.75	4.12	4.49
资产减值准备	39.0	44.3	15.0	20.0	18.0	PE(X)	-624.6	34.6	22.1	18.2	15.1
公允价值变动损失	632.9	-283.0	6.0	20.0	35.0	PB(X)	4.4	3.8	3.4	3.1	2.8
财务费用	38.4	63.5	42.0	15.7	6.6	P/FCF	-	-71.6	47.3	27.6	21.6
投资收益	-190.3	139.3	-2.0	-	-	P/S	5.7	4.6	3.7	3.2	2.7
少数股东损益	51.9	298.5	307.6	374.4	450.4	EV/EBITDA	60.7	13.9	13.6	11.3	9.5
营运资金的变动	-322.5	-314.9	-126.3	-212.6	-313.0	CAGR(%)	273.3%	25.9%	18.8%	-94.2%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>455.0</b>	<b>605.7</b>	<b>1,395.4</b>	<b>1,633.8</b>	<b>1,893.2</b>	PEG	-2.3	1.3	1.2	-0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>29.2</b>	<b>79.4</b>	<b>-186.5</b>	<b>-219.9</b>	<b>-180.0</b>	ROIC/WACC	0.7	2.1	2.5	2.9	3.2
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-186.6</b>	<b>-685.6</b>	<b>-561.1</b>	<b>-597.1</b>	<b>-674.5</b>	REP	5.3	1.7	1.5	1.2	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。2009年《新财富》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

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
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
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@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
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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