

健康元：回购提升公司价值

业绩预增及回购股份公告点评

报告关键点：

- 2010年报业绩预增53%，基本符合预期
- 回购公司股份，提升公司价值

报告摘要：

- 2010年报业绩预增53%，基本符合预期。**公司发布的业绩预增公告显示，2010年实现营业收入44.75亿元，同比增长21.5%；实现归属上市公司股东的净利润7.46亿元，同比增长53.5%；每股收益0.57元，基本符合我们之前的预期。公司收入增长较快主要是旗下焦作健康元、海滨制药及丽珠集团营业收入相比上年同期增长所致；公司利润大幅增长主要因焦作健康元和海滨制药的利润贡献较上年同期增长所致。
- 回购公司股份，提升公司价值。**近年公司通过不断改革创新，经营能力稳步提升，盈利水平迅速增长，而近期公司的股价却持续下跌。考虑到重塑公司在资本市场的良好形象，并进一步提升公司价值，实现股东利益最大化，公司拟以自有资金通过上交所交易系统以集中竞价交易方式回购公司部分社会公众股，以增强公众投资者对公司的信心。回购资金总额不超过3亿元人民币、回购股份价格不超过12.00元人民币/股的前提下，预计回购股份不超过2,500万股，回购期限为自股东大会审议通过回购股份方案之日起12个月内。我们对本次回购事宜持积极乐观态度，2008-2009年，健康元旗下丽珠集团也同样回购过丽珠B股，以提振丽珠股价，同时充分提高闲置资金的使用效率。
- 敏感性分析：**健康网数据显示，进入2011年，7-ACA系列头孢类原料药出现滞销，7-ACA厂家都在采取在一段时间内保价销售，在报价上并没有大幅下滑，目前市场价格在850-880元/kg之间但成交较少。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。
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价15.8元。**我们对公司2010、2011年的业绩预测微调为每股收益0.57元、0.70元，维持公司12个月目标价15.8元，及“增持-A”的投资评级。

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：15.80元

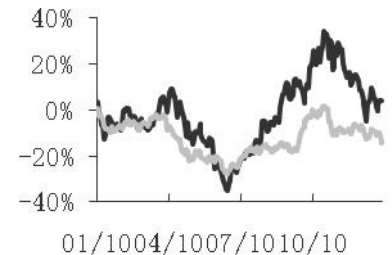
现价（2011年01月17日）：10.98元

报告日期：

2011-01-18

总市值(百万元)	14,465.59
流通市值(百万元)	14,465.59
总股本(百万股)	1,317.45
流通股(百万股)	1,317.45
12个月最低/最高	6.68/14.85元
十大流通股(%)	71.02%
股东户数	61,286

12个月股价表现



01/10/04/1007/1010/10

— 健康元 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.21	7.10	18.61
绝对收益	(7.58)	(3.52)	4.01

洪露
021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师
honglu@essence.com.cn
S1450210010306

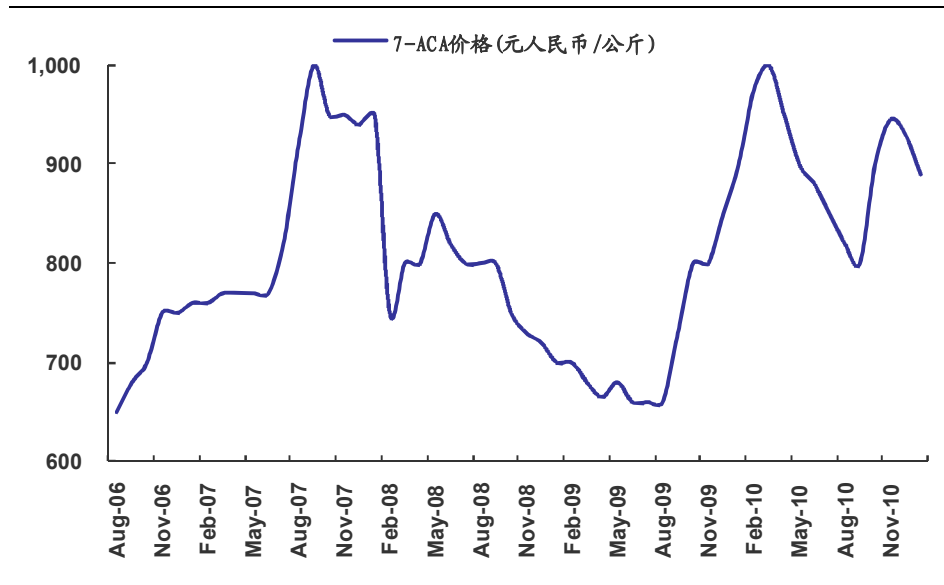
财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938.5	3,683.2	4,475.1	5,213.5	6,152.0
Growth(%)	17.6%	25.3%	21.5%	16.5%	18.0%
净利润	25.0	784.5	1,008.1	1,294.5	1,562.9
Growth(%)	-103.7%	-1902.9%	53.5%	23.7%	20.7%
毛利率(%)	51.0%	55.6%	56.8%	58.7%	59.0%
净利润率(%)	-0.9%	13.2%	16.6%	17.7%	18.1%
每股收益(元)	-0.02	0.37	0.57	0.70	0.84
每股净资产(元)	2.93	3.34	3.72	4.08	4.45
市盈率	-536.6	29.8	19.4	15.7	13.0
市净率	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5
净资产收益率(%)	0.6%	17.8%	20.6%	24.1%	26.7%
ROIC(%)	6.7%	20.0%	22.8%	27.6%	31.2%
EV/EBITDA	52.9	12.1	12.8	9.9	8.3
股息收益率	0.4%	0.9%	2.8%	4.1%	5.0%

前期研究成果

- 健康元：海滨制药、7-ACA 业绩大幅增长
2010-10-26
- 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

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	2011-1-17		
利润表						财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938.5	3,683.2	4,475.1	5,213.5	6,152.0	成长性					
减: 营业成本	1,440.1	1,634.8	1,933.3	2,153.2	2,525.4	营业收入增长率	17.6%	25.3%	21.5%	16.5%	18.0%
营业税费	6.4	7.4	9.4	10.9	12.9	营业利润增长率	-100.2%	-32473.2%	26.1%	32.7%	21.0%
销售费用	631.0	837.7	975.6	1,042.7	1,224.2	净利润增长率	-103.7%	-1902.9%	53.5%	23.7%	20.7%
管理费用	326.6	390.2	431.9	537.0	633.7	EBITDA 增长率	-91.3%	337.9%	10.8%	29.8%	19.7%
财务费用	55.4	38.4	15.7	6.6	2.8	EBIT 增长率	-98.1%	1631.8%	22.5%	31.5%	20.6%
资产减值损失	39.0	44.3	15.0	20.0	18.0	NOPLAT 增长率	-76.1%	224.4%	24.9%	27.2%	20.4%
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%	5.1%	6.7%	7.5%
投资和汇兑收益	190.3	-139.3	2.0	-	-	净资产增长率	-5.1%	14.0%	11.2%	9.9%	9.0%
营业利润	-2.7	874.1	1,102.4	1,463.1	1,770.0	利润率					
加: 营业外净收支	8.8	15.4	17.8	8.0	6.0	毛利率	51.0%	55.6%	56.8%	58.7%	59.0%
利润总额	6.1	889.5	1,120.2	1,471.1	1,776.0	营业利润率	-0.1%	23.7%	24.6%	28.1%	28.8%
减: 所得税	-18.9	104.9	112.0	176.5	213.1	净利润率	-0.9%	13.2%	16.6%	17.7%	18.1%
净利润	25.0	784.5	1,008.1	1,294.5	1,562.9	EBITDA/营业收入	8.6%	30.0%	27.4%	30.5%	31.0%
资产负債表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	1.8%	24.8%	25.0%	28.2%	28.8%
货币资金	845.0	898.4	1,083.8	1,281.5	1,459.0	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	135	123	108
应收帐款	546.7	575.3	670.7	827.3	997.6	流动营业资本周转天数	111	119	125	124	125
应收票据	258.5	692.1	735.6	714.2	758.5	流动资产周转天数	324	264	254	254	251
预付帐款	102.2	179.0	246.7	311.3	387.0	应收帐款周转天数	59	51	47	48	50
存货	513.7	509.1	601.1	658.1	853.1	存货周转天数	62	50	45	45	46
其他流动资产	0.6	0.1	26.3	50.6	81.6	总资产周转天数	725	585	517	482	447
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	369	336	305
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	280.2	191.2	179.6	171.0	153.9	ROE	0.6%	17.8%	20.6%	24.1%	26.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.4%	12.8%	15.0%	17.8%	19.5%
固定资产	1,657.9	1,634.6	1,731.0	1,826.3	1,859.4	ROIC	6.7%	20.0%	22.8%	27.6%	31.2%
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%	21.8%	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%	9.7%	10.3%	10.3%
资产总额	5,821.3	6,146.0	6,707.7	7,265.4	7,999.9	财务费用率	1.9%	1.0%	0.4%	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%	31.8%	30.4%	30.2%
应付帐款	512.8	592.2	754.6	795.7	961.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	33.7%	28.4%	27.0%	26.0%	26.7%
其他流动负债	170.7	253.9	248.3	264.8	290.9	负债权益比	50.7%	39.6%	37.0%	35.1%	36.4%
长期借款	194.8	354.8	230.0	250.0	275.0	流动比率	1.45	2.18	2.26	2.51	2.62
其他非流动负债	48.8	57.0	67.7	77.0	88.4	速动比率	1.15	1.80	1.85	2.08	2.13
负债总额	1,959.6	1,744.2	1,812.5	1,887.5	2,136.0	利息保障倍数	0.95	23.73	71.26	222.02	640.68
少数股东权益	1,083.8	1,280.5	1,437.3	1,635.5	1,775.6	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	0.31	0.45	0.55
留存收益	1,716.1	2,059.8	2,140.4	2,424.9	2,770.8	分红比率	-226.3%	27.1%	55.0%	65.0%	65.0%
股东权益	3,861.8	4,401.8	4,895.1	5,377.9	5,863.8	股息收益率	0.4%	0.9%	2.8%	4.1%	5.0%
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	1,008.1	1,294.5	1,562.9	EPS(元)	-0.02	0.37	0.57	0.70	0.84
加: 折旧和摊销	232.2	223.6	108.0	122.1	132.7	BVPS(元)	2.93	3.34	3.72	4.08	4.45
资产减值准备	39.0	44.3	15.0	20.0	18.0	PE(X)	-536.6	29.8	19.4	15.7	13.0
公允价值变动损失	632.9	-283.0	6.0	20.0	35.0	PB(X)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5
财务费用	38.4	63.5	42.0	15.7	6.6	P/FCF	-	-61.5	37.4	23.8	18.6
投资收益	-190.3	139.3	-2.0	-	-	P/S	4.9	3.9	3.2	2.8	2.4
少数股东损益	51.9	298.5	263.1	372.8	450.1	EV/EBITDA	52.9	12.1	12.8	9.9	8.3
营运资金的变动	-334.9	-303.3	-149.8	-206.2	-309.6	CAGR(%)	272.8%	25.8%	21.0%	-94.2%	-100.0%
经营活动产生现金流量	455.0	605.7	1,264.2	1,629.9	1,891.9	PEG	-2.0	1.2	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	29.2	79.4	-239.9	-219.9	-180.0	ROIC/WACC	0.7	2.1	2.4	2.9	3.3
融资活动产生现金流量	-186.6	-685.6	-552.7	-594.7	-674.1	REP	4.6	1.4	1.4	1.1	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

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。2010年《新财富》最佳分析师第三名。2009年《新财富》最佳分析师第四名。

分析师声明

洪露声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一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	黄方祥	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
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