

丽珠、海滨制药，医药主业稳健增长

08 年报及 09 年一季报分析

报告摘要：

- 08 年主业稳健增长 16.54%，投资损失侵蚀主业。公司前期发了业绩预告，故业绩基本符合预期。实现营业收入 29.38 亿元，同比增长 17.61%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润约为 2.29 亿元，同比增长 16.54%，药品及保健品主业每股收益为 0.21 元。证券投资收益及公允价值变动损益对归属上市公司股东的净利润影响为 -2.64 亿元，同时计提华夏证券资产减值 1,674 万元，使公司归属上市公司股东净利润最终亏损 2,696 万元，每股收益 -0.02 元。经营活动产生的现金流量净额为 4.55 亿元，同比增长 6%，每股现金流为 0.41 元。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 8.06%，同比增加了 0.35 个百分点。
- 09 年一季报，业绩增长 139.67%。实现营业收入 7.51 亿元，基本与去年持平。其中丽珠集团营业收入 5.41 亿元，同比增长 3.08%；收入增长较少主要因合成厂和福兴等原料药厂销售下滑所致；但丽珠集团的处方药销售增长接近 20%。海滨制药销售增长约 20%。保健品和 OTC 销售受 09 年春节时间较早、部分销售实现在 08 年 12 月份影响，销售同比有所下降。证券投资收益及公允价值变动收益为 6,588 万元，与去年同期的 -5,788 万元相比，是业绩增长的主要因素之一。最终实现归属于母公司的净利润 9,217 万元，同比增长了 139.67%，每股收益 0.084 元。扣除非经常性损益后的净利润为 5,245 万元，每股收益 0.0478 元。经营活动产生的现金流量净额约为 2.3 亿元，同比增长了 580.91%，每股现金流 0.21 元。
- 逐步退出二级市场投资，回归主业。截止 09 年 3 月 31 日，公司交易性金融资产帐面余额为 3,850 万元，与年初的 2.28 亿元相比，大幅减少，主要因出售了晨鸣纸业 A 股股票所致。同时归还银行借款 4 个亿，期末银行短期借款余额减少至 6.32 亿元。
- 维持“增持-A”的投资评级，12 个月内目标价 7.25 元。我们对公司 09、2010 年的业绩预测为 EPS 0.33 元、0.36 元，不含证券投资收益的药品和保健品主业的预测为 EPS 0.29 元、0.35 元。按照公司 09 年主业 0.29 元为计算基础，给予 25 倍 PE，则公司 12 个月内目标价为 7.25 元，维持“增持-A”的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：增持-A

目标价格：

7.25 元

期限：12 个月 上次预测：6.20 元

现价：6.94 元

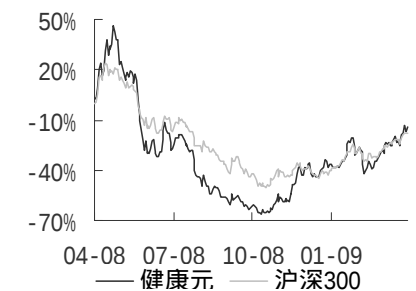
报告日期：

2009-04-20

市场数据

总市值(百万元)	7,619.25
流通市值(百万元)	4,238.99
总股本(百万股)	1,097.87
流通股本(百万股)	610.80
12 个月最高/最低	2.63/16.24 元
十大流通股东(%)	3.29%
股东户数	98,666

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.16	6.12	3.86
绝对收益	23.07	38.80	(14.03)

研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,498.6	2,938.5	3,314.6	3,821.7	4,425.6
Growth(%)	15.7%	17.6%	12.8%	15.3%	15.8%
净利润	1,026.8	25.0	554.1	606.0	702.8
Growth(%)	-1624.3%	-103.7%	-1435.2%	10.5%	20.7%
毛利率(%)	50.0%	51.0%	53.8%	53.4%	53.2%
净利润率(%)	29.0%	-0.9%	10.9%	10.4%	10.8%
每股收益(元)	0.66	-0.02	0.33	0.36	0.44
每股净资产(元)	3.71	3.52	3.89	3.98	4.11
市盈率	10.7	-288.3	21.6	19.5	16.2
市净率	1.9	2.0	1.8	1.8	1.7
净资产收益率(%)	25.2%	0.6%	13.0%	13.9%	15.6%
ROIC(%)	28.1%	6.7%	14.5%	16.2%	16.9%
EV/EBITDA	3.8	36.0	10.3	9.9	8.9
股息收益率	0.0%	0.0%	2.3%	2.6%	3.1%

前期研究成果

- 健康元：主业低估，证券投资浮亏
2008-10-28
- 健康元：药品主业稳步增长，投资浮亏
2008-08-24
- 健康元：海滨制药业绩大幅增长，焦作 7-ACA 达盈亏平衡
2008-04-29

1. 08 年经营情况分析

1.1. 08 年整体经营概况

08 年主业稳健增长 16.54%，证券损失侵蚀主业。健康元前期发了 08 年业绩预告，故业绩基本符合预期。08 年公司实现营业收入 29.38 亿元，同比增长 17.61%。销售毛利率为 50.99%，同比上升了 0.97 个百分点。三项费用及资产减值损失占营业收入的比例为 35.80%，同比上升了 0.55 个百分点。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润约为 2.29 亿元，较去年同期的 1.97 亿元相比增加 3,251 万元，增幅为 16.54%，即药品及保健品主业每股收益为 0.21 元。但因公司持有晨鸣纸业等二级市场股票，受证券市场波动影响，公司证券投资收益及公允价值变动损益对归属上市公司股东的净利润影响为-2.64 亿元；同时报告期内因华夏证券进入破产清算程序，计提华夏证券资产减值准备 1,674 万元，使公司归属上市公司股东净利润为亏损 2,696 万元，每股收益-0.02 元。

经营活动产生的现金流量净额为 4.55 亿元，同比增长 6%，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.41 元。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率 8.06%，同比增加了 0.35 个百分点。

1.2. 药品销售增长较快，保健品销售基本持平

08 年度，公司药品销售收入达 25.77 亿元，同比增长了 21.28%；综合营业利润率为 48.69%，同比增加了 1.45 个百分点。主要来自于海滨制药和丽珠集团的销售贡献。

海滨制药在产品价格下降的情况下，不断通过技术革新改进工艺、提高收率，优化生产流程控制费用，中间体 4-AA 在产量上升的同时生产成本较上年度有所降低，使美罗培南原料药及其制剂倍能保持低成本的竞争优势，稳固公司在培南类抗生素的市场地位。报告期内，海滨制药实现销售收入 42,398 万元，实现营业利润贡献 11,513 万元，收入和营业利润分别同比增长了 27.57%和 106.66%。

公司控股的丽珠集团继续深化营销改革，加强药品招标的管理，加强重点产品推广，积极开拓新的市场，实现主营业务收入 20.25 亿元，同比增长 18.37%。促性激素、中药制剂、诊断试剂增长较快，分别增长了 44.99%、25.90%、24.05%；消化道和原料药稳健增长，分别增长了 14.71%、12.85%。丽珠集团扣除非经常性损益后的净利润实现 23,777 万元，为健康元贡献净利润 10,411 万元。

表 1：08 年健康元各类产品收入和毛利率变化情况

分行业	营业收入	营业利润率	收入增减	营业利润率增减
保健品	316,870,116.80	71.19%	-3.73%	减少 1.19 个百分点
药品	2,577,269,374.79	48.69%	21.28%	增加 1.45 个百分点
化妆品	-135,684.66	79.24%	11.08%	增加 0.01 个百分点
其他	5,638,466.98	77.98%	19.98%	增加 2.42 个百分点
合计	2,899,642,273.91	51.21%	17.93%	增加 0.54 个百分点

数据来源：公司年报，安信证券研究中心

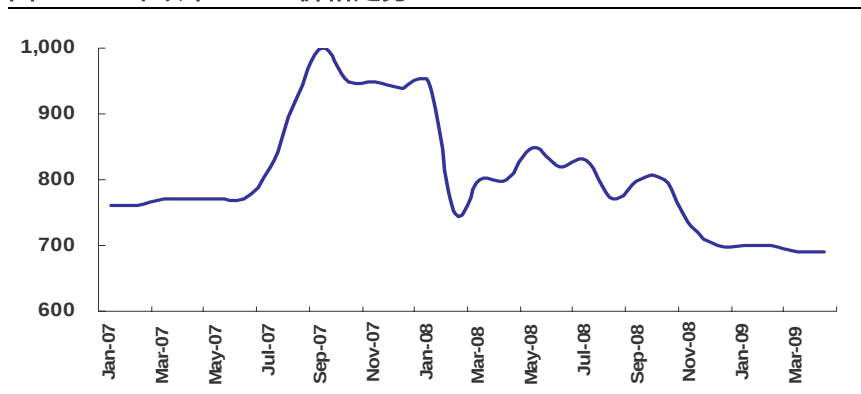
08 年度，公司保健品及 OTC 业务继续以费用包干和回款考核为销售改革重点，并在 08 年下半年确立了对省区及地区级的两级考核体制，使公司克服了 08 年初雪灾的影响，保健品及 OTC 业务实现销售收入 37,416 万元，同比下滑仅 3.73%，营业利润贡献 3,381 万元（公司行政管理成本全部由保健品及 OTC 承担）。

1.3. 7-ACA 盈利仍需时日，金冠电力投资收益锐减

08 年公司酶法生产 7-ACA 的生产基地焦作健康元已顺利正式生产，但 08 年内 7-ACA 产品的市场价格较 07 年第四季度高峰时期相比有较大幅度的下降。同时 08 年前三季度 7-ACA 原材料成本又大幅度提高。面对不利的市场环境，焦作健康元不断通过 7-ACA 生产工艺的纯熟、生产规模地逐步扩大，保持着成本优势。同时酶法生产 7-ACA 在环境保护方面的优势，也已得到同行业及下游产品厂家的认可。全年 7-ACA 产品销售达 311 吨，除主要供应丽珠集团使用外，已有约 1/4 的销量对其他第三方销售。目前，供给丽珠集团使用的 7-ACA 使公司内部形成上下游的产业链优势，对其他第三方销售尚未能给公司带来利润的增长。另外，焦作健康元投资 7-ACA 一期后续工程，08 年底在建工程余额为 2.24 亿元，同比增加了 249.94%，未来随着产能的扩大，规模优势将更为突出，将有更多富裕产能对外销售，盈利前景仍看好。

08 年，公司参股的金冠电力由于煤碳价格的上升，为公司贡献的投资收益仅为 34 万元，但公司投资金冠电力主要为了配套 7-ACA 生产用电所需。

图 1：07 年以来 7-ACA 价格走势



数据来源：健康网，安信证券研究中心

2. 09 年一季报经营情况分析

09 年一季报，公司实现营业收入 7.51 亿元，基本与去年持平。其中控股公司丽珠集团一季度实现营业收入 5.41 亿元，同比增长 3.08%。收入增长较少主要因合成厂和福兴等原料药厂销售下滑所致；但丽珠的处方药销售增长接近 20%。海滨制药销售增长约 20%。保健品和 OTC 销售因受到 09 年春节时间较早，部分销售实现在 08 年 12 月份影响，同比销售应有所下降。

综合毛利率为 54.04%，同比增加了 6.40 个百分点，主要因丽珠集团处方药销售占比提高、原料药销售占比下降，产品结构的变化使毛利率提升较多。

三项费用及资产减值损失占营业收入的比例为 36.73%，同比增加了 7.73 个百分点；其中营业费用率为 23.76%，同比增加了 5.22 个百分点，主要因丽珠集团处方药销售政策调整、同时产品结构调整使销售费用率提高所致。

证券投资收益及公允价值变动收益为 6,588 万元，与去年同期的-5,788 万元相比，是业绩增长的主要因素。最终实现归属于母公司的净利润 9,217 万元，同比增长了 139.67%，每股收益 0.084 元。

扣除证券投资影响的药品和保健品营业利润为 1.23 亿元，同比下降了 11.96%。扣除非经常性损益后的净利润为 5,245 万元，每股收益 0.0478 元。影响业绩有所下降的主要原因为：焦作 7-ACA 项目检修影响生产；金冠电力亏损；保健品业务预期盈利下降；海滨制药虽收入增长，但受递延税影响利润基本持平。这些不利因素，预期部分在二季度将有所恢复。

经营活动产生的现金流量净额约为 2.3 亿元，同比增长了 580.91%，每股经营活动产生的现金流量净额为 0.21 元，主要是控股公司丽珠集团销售商品收到现金增加所致。截止 09 年 3 月 31 日，公司交易性金融资产帐面余额为 3,850 万元，与年初的 2.28 亿元相比，大幅减少，主要是出售了晨鸣纸业股票所致。同时归还银行借款 4 个亿，期末银行短期借款余额减少至 6.32 亿元。

3. 盈利预测及投资评级

维持“增持-A”的投资评级，12 个月内目标价 7.25 元。我们对公司 09、2010 年的业绩预测为 EPS 0.33 元、0.36 元，不含证券投资收益的药品和保健品主业的预测为 EPS 0.29 元、0.35 元。按照公司 09 年主业 0.29 元为计算基础，给予 25 倍 PE，则公司 12 个月内目标价为 7.25 元，维持“增持-A”的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-4-20		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,498.6	2,938.5	3,314.6	3,821.7	4,425.6	成长性					
减: 营业成本	1,248.7	1,440.1	1,533.0	1,780.6	2,071.2	营业收入增长率	15.7%	17.6%	12.8%	15.3%	15.8%
营业税费	5.2	6.4	7.0	8.0	9.3	营业利润增长率	1047.1%	-100.2%	-24170.3%	9.1%	15.6%
销售费用	482.3	631.0	769.0	859.9	986.9	净利润增长率	-1624.3%	-103.7%	-1435.2%	10.5%	20.7%
管理费用	335.7	326.6	348.0	412.7	478.0	EBITDA 增长率	408.1%	-81.5%	237.5%	8.3%	12.2%
财务费用	30.9	55.4	47.6	54.4	52.5	EBIT 增长率	769.2%	-95.6%	1223.6%	9.4%	14.3%
资产减值损失	31.8	39.0	20.5	10.0	8.0	NOPLAT 增长率	1017.8%	-76.1%	135.6%	9.7%	14.6%
加: 公允价值变动收益	326.2	-632.9	258.6	-	-	投资资本增长率	0.1%	9.3%	-2.1%	9.9%	2.9%
投资和汇兑收益	477.4	190.3	-198.2	12.8	-	净资产增长率	27.0%	-5.1%	10.5%	2.4%	3.3%
营业利润	1,167.6	-2.7	649.9	708.9	819.8	利润率					
加: 营业外净收支	-2.3	8.8	2.0	4.0	7.0	毛利率	50.0%	51.0%	53.8%	53.4%	53.2%
利润总额	1,165.2	6.1	651.9	712.9	826.8	营业利润率	46.7%	-0.1%	19.6%	18.5%	18.5%
减: 所得税	138.5	-18.9	97.8	106.9	124.0	净利率	29.0%	-0.9%	10.9%	10.4%	10.8%
净利润	1,026.8	25.0	554.1	606.0	702.8	EBITDA/营业收入	54.8%	8.6%	25.7%	24.2%	23.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	48.0%	1.8%	21.0%	20.0%	19.7%
货币资金	552.8	845.0	872.6	868.0	873.2	运营效率					
交易性金融资产	937.1	228.4	315.5	-	-	固定资产周转天数	216	207	179	151	124
应收帐款	522.3	546.7	554.4	662.2	728.5	流动营业资本周转天数	130	111	113	125	133
应收票据	152.5	258.5	189.6	210.6	224.6	流动资产周转天数	357	324	281	260	239
预付帐款	136.6	102.2	132.9	283.6	356.2	应收帐款周转天数	66	59	56	52	49
存货	492.8	513.7	534.2	545.8	591.6	存货周转天数	37	64	59	53	48
其他流动资产	0.0	0.6	86.2	256.8	280.3	总资产周转天数	798	725	632	553	488
可供出售金融资产	203.5	152.7	155.0	148.6	138.2	投资资本周转天数	540	481	441	397	364
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	299.1	280.2	258.3	264.0	252.4	ROE	25.2%	0.6%	13.0%	13.9%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.1%	0.4%	9.5%	10.2%	11.6%
固定资产	1,727.8	1,657.9	1,631.1	1,567.3	1,478.7	ROIC	28.1%	6.7%	14.5%	16.2%	16.9%
在建工程	63.9	223.8	73.7	78.0	69.2	费用率					
无形资产	247.7	235.8	244.9	259.6	264.9	销售费用率	19.3%	21.5%	23.2%	22.5%	22.3%
其他非流动资产	668.8	761.1	751.3	764.0	813.4	管理费用率	13.4%	11.1%	10.5%	10.8%	10.8%
资产总额	6,014.4	5,821.3	5,812.5	5,918.3	6,081.0	财务费用率	1.2%	1.9%	1.4%	1.4%	1.2%
短期债务	992.6	1,032.4	632.3	590.0	580.0	三费/营业收入	34.0%	34.5%	35.1%	34.7%	34.3%
应付帐款	513.3	512.8	479.2	510.2	540.9	偿债能力					
应付票据	1.6	-	6.0	8.0	40.1	资产负债率	32.3%	33.7%	26.6%	26.2%	25.8%
其他流动负债	196.9	170.7	185.5	271.9	293.8	负债权益比	47.8%	50.7%	36.3%	35.5%	34.7%
长期借款	149.7	194.8	194.8	120.0	60.0	流动比率	1.64	1.45	2.06	2.05	2.10
其他非流动负债	89.9	48.8	49.3	51.0	53.0	速动比率	1.34	1.14	1.64	1.64	1.68
负债总额	1,943.9	1,959.6	1,547.1	1,551.1	1,567.8	利息保障倍数	38.79	0.95	14.66	14.02	16.63
少数股东权益	1,172.6	1,083.8	1,289.5	1,330.8	1,389.5	分红指标					
股本	609.9	1,097.9	1,097.9	1,097.9	1,097.9	DPS(元)	-	-	0.16	0.18	0.22
留存收益	2,311.6	1,716.1	1,878.1	1,938.6	2,025.8	分红比率	0.0%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	4,070.5	3,861.8	4,265.5	4,367.3	4,513.2	股息收益率	0.0%	0.0%	2.3%	2.6%	3.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,026.8	25.0	554.1	606.0	702.8	EPS(元)	0.66	-0.02	0.33	0.36	0.44
加: 折旧和摊销	213.2	232.2	155.5	160.5	164.1	BVPS(元)	3.71	3.52	3.89	3.98	4.11
资产减值准备	31.8	39.0	20.5	10.0	8.0	PE(X)	10.7	-288.3	21.6	19.5	16.2
公允价值变动损失	-326.2	632.9	258.6	-	-	PB(X)	1.9	2.0	1.8	1.8	1.7
财务费用	41.8	38.4	63.5	47.6	54.4	P/FCF	-	-24.2	178.0	-120.3	29.4
投资收益	-477.4	-190.3	198.2	-12.8	-	P/S	3.1	2.6	2.3	2.0	1.8
少数股东损益	301.7	51.9	194.2	208.2	222.6	EV/EBITDA	3.8	36.0	10.3	9.9	8.9
营运资金的变动	201.0	-322.5	-155.6	-413.8	-173.8	CAGR(%)	-16.1%	204.1%	14.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	429.3	455.0	1,273.1	612.5	976.1	PEG	-0.7	-1.4	1.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-362.3	29.2	-265.3	296.7	-9.4	ROIC/WACC	3.0	0.7	1.6	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-154.2	-186.6	-601.3	-294.9	-342.4	REP	0.5	3.1	1.4	1.2	1.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，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

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王昊文 0755-82558069	深圳联系人 wanghw@essence.com.cn
王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@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