

健康元（600380）：拟公开发行可转债，或成证券史上第一例 中性（维持）

医药行业

2009年7月9日

天相医药组 010-66045615 chenheng@txsec.com

事件描述：

公司今日发布公告：公司董事会通过了关于申请公开发行可转换债券的相关议案，并将召开临时股东大会审议通过。此次发行债券规模不超过7亿元，发行价格和利率尚未确定，期限不超过6年，按单利计息，按年付息、到期一次还本。换股方面，此次可交换公司债券发行结束之日起24个月后第一个交易日起，至可交换公司债券到期日止的期间为换股期，可交换公司债券持有人在换股期内随时可申请将其持有的可交换公司债券交换成丽珠集团无限售A股股票。换股价格以不低于公告募集说明书日前20个交易日丽珠集团A股股票均价和前一个交易日丽珠集团A股股票均价为基准，上浮一定比例。公司募集资金中的2.5亿元将用于美罗培南原料药及制剂的COS和FDA认证技改项目，3亿元用于偿还银行借款，1.5亿元补充公司流动资金。

评论：

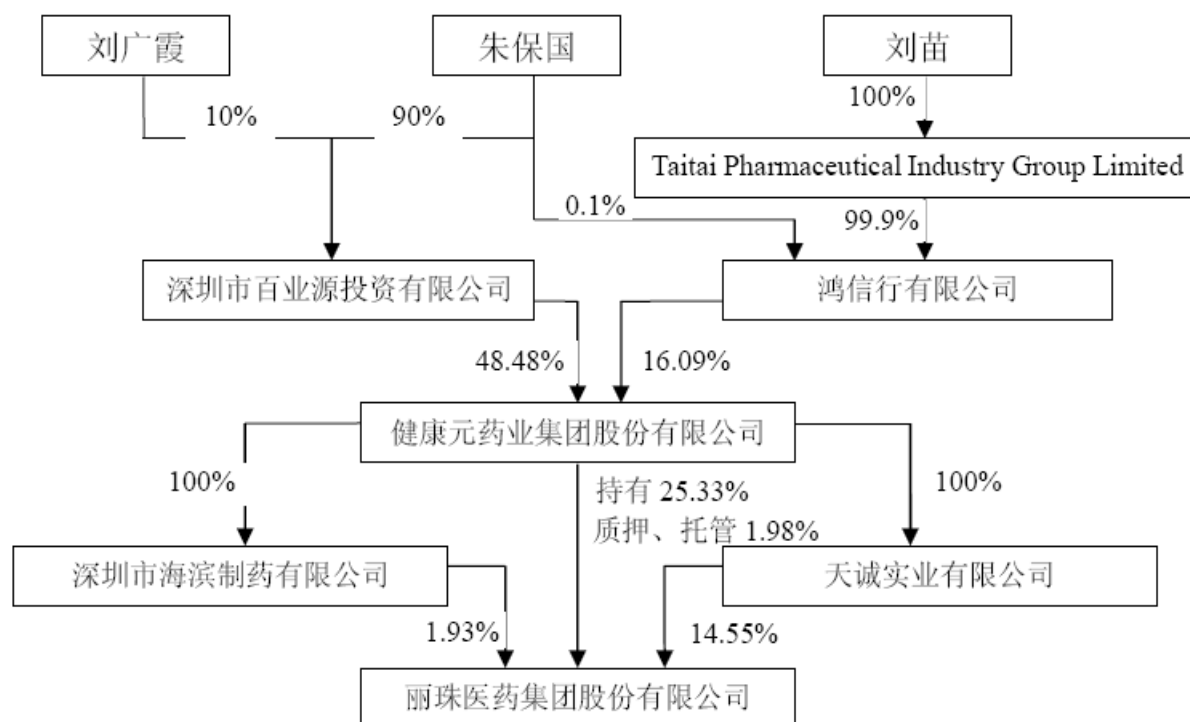
1. 公司如果此次成功发行可转换债券将成为我国证券史上的首例可转换债券发行，在证券发展史具有里程碑意义。1996年我国政府决定选择有条件的公司进行可转换债券的试点，1997年颁布了《可转换公司债券管理暂行办法》，2001年4月中国证监会发布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，极大地规范、促进了可转换债券的发展。但是，到目前为止，我国尚未发行可转换公司债券，若公司此次发行成功，将成为我国第一家发行可转换债券的上市公司。
2. 债券的担保：此次发行将以公司持有的不超过4000万股的丽珠A股做担保。健康元持有丽珠集团接近43%的股份，目前拟发行可交换债的规模为7亿元，按照可交换债的规定，发行额度不低于丽珠募集说明书公告日前二十日交易均价的70%。假设按目前最近丽珠的平均股价计算，健康元将拿出约不超过4000万股的丽珠A股做担保。
3. 募集资金项目：公司此次募集资金的项目总共有三项，分别是：美罗培南原料药及制剂的COS和FDA认证技改项目（2.5亿元），偿还银行借款（3亿元）以及补充公司流动资金（1.5亿元）。（1）募投项目中只有一项是投向生产经营方面，即美罗培南的原料药及制剂的COS和FDA认证技改项目。美罗培南是一种具有广泛抗菌性的可供注射的抗生素，可用于治疗多种不同的感染，包括脑膜炎和肺炎。美罗培南是培南类药物的“领头羊”，其市场正处于稳定增长期。美罗培南由日本住友制药公司与英国ICI制药公司开发，1994年在意大利上市。1999年进入我国市场，是国家医保乙类用药。目前，我国临床主要以日本住友制药株式会社的“美平”、深圳海滨制药有限公司的“倍能”和浙江海正药业股份有限公司的“海正美特”为主。医院抽样数据表明，从2006年以来，无论在医院购药金额还是增长率上，美罗培南一直处于培南类药物市场的领先地位，近几年的增长率更是在33.34%以上，2008年美罗培南医院购药规模约为11.63亿元。美罗培南是公司重要全资子公司海滨制药公司的主要产品，2008年海滨公司实现销售收入4.24亿元，对上市公司贡献收入56%，实现营业利润1.15亿元，而上市公司2008年的营业利润为-270万元。如果顺利通过

COS和FDA认证，培南产品有望在海外市场放量，成为公司的一个明星产品。(2) 从公司的一季报可以看出，公司的短期借款有6.32亿元，长期借款1.94亿元，流动比率1.72，速动比率1.37，财务费用率在2%。总体来说比较健康。此次用3亿元偿还银行贷款，可能主要考虑到短期借款比重较大，对现金流要求较高，发行债券偿还短期借款，可以把短债变长债，能平缓现金流，资金链紧张度将变小。(3) 同样是一季报显示，公司尚持有8.61亿元的货币资金，这次拟借款1.5亿元用于补充流动资金可能同样是基于现金流和资金链方面的考虑。

4.盈利预测与评级：我们暂不调整公司的2009-2010年盈利预测EPS分别为0.28元和0.34元，对应最新收盘价7.62元的动态PE为27倍和21倍，维持“中性”投资评级。

5.风险提示：此次债券的发行还要经过股东大会和证监会的批准，并且在未来发行完成36个月以后的回售期内，如果出现类似2008年证券市场大幅度单边下跌，将会使健康元面临的回售压力，提醒投资者注意风险。

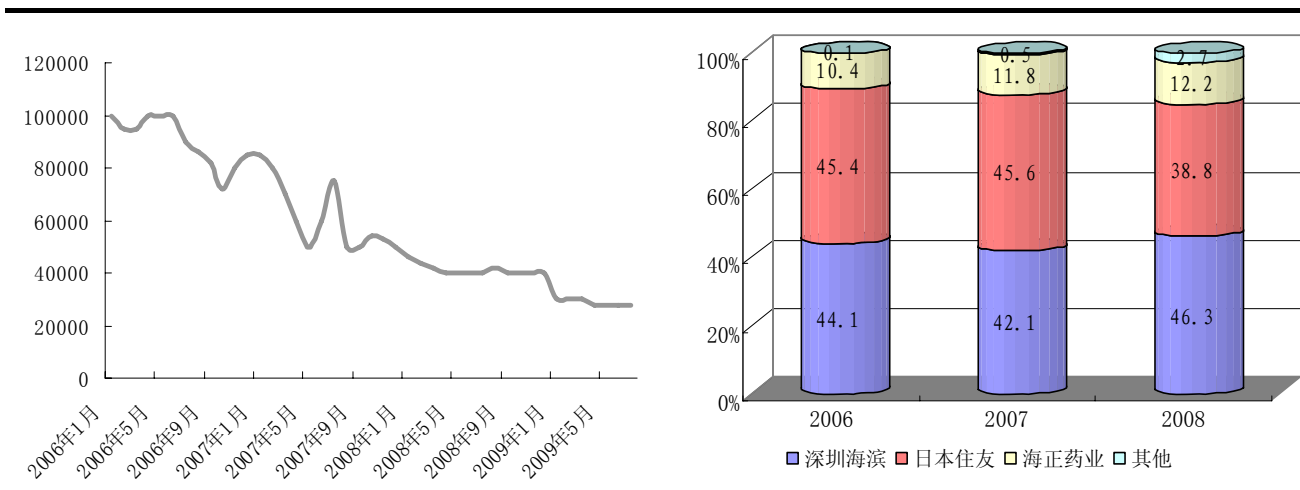
图表 1：公司股权结构图



注：上表中健康元直接、间接持有及控制公司股份所占公司总股本比例为 43.7859%，若总股本扣除截至 2008 年 12 月 31 日公司回购的 2,290,620 股 B 股，所占比例为 44.1161%。

资料来源：公司公告、天相投顾

图表 2：美罗培南价格走势及竞争格局



资料来源：健康网、南方所、天相投顾

图表 3：2008 年度公司主要业务板块收入与营业利润变化

	收入	收入增速	营业利润	营业利润增速
保健品及 OTC 业务	37,416	-2.71%	3,381	-51.06%
海滨制药	42,398	27.57%	11,513	106.66%
丽珠集团	205864	17.76%	9960	-83.77%

资料来源：天相投顾整理

图表 4：2008 年度公司分行业或分产品收入与毛利变化

	营业收入 (万元)	营业收入比 上年增减	营业利润率	营业利润率变动
保健品	31,687	-3.73%	71.19%	减少 1.19 个百分点
药品	257,727	21.28%	48.69%	增加 1.45 个百分点
化妆品	-14	11.08%	79.24%	增加 0.01 个百分点
其他	564	19.98%	77.98%	增加 2.42 个百分点
合计	289,964	17.93%	51.21%	增加 0.54 个百分点

资料来源：天相投顾整理

图表 5：公司盈利指标分析

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
综合毛利率(%)	50.02%	50.99%	47.64%	54.04%
净利润率(%)	41.09%	0.85%	9.55%	21.82%
净资产收益率(%)	25.02%	0.00%	1.32%	0.00%

资料来源：天相投顾整理

图表 6：公司费用控制能力指标分析

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
营业费用(万元)	48,229	63,097	13,954	17,854
营业费用率(%)	19.30%	21.47%	18.54%	23.76%
管理费用(万元)	33,571	32,662	6,929	7,770
管理费用率(%)	13.44%	11.12%	9.21%	10.34%
财务费用(万元)	3,089	5,539	37	1,467
财务费用率(%)	1.24%	1.89%	0.05%	1.95%
期间费用(万元)	84,890	101,299	20,920	27,091
期间费用率(%)	33.98%	34.47%	27.79%	36.05%

资料来源：天相投顾整理

图表 7：健康元盈利预测（单位：万元）

项 目	2007	2008	2009E	2010E
一. 营业收入(万元)	249,856	293,849	340,211	387,243
增长率(%)	15.7%	17.6%	15.8%	13.8%
减：营业成本	124,872	144,010	167,963	191,112
减：销售费用	48,229	63,097	74,846	81,321
管理费用	33,571	32,662	34,021	38,724
财务费用	3,089	5,539	6,804	7,745
期间费用率(%)	33.98%	34.47%	34.00%	33.00%
二. 营业利润	116,757	-270	52,877	63,941
营业利润率(%)	46.73%	-0.09%	15.54%	16.51%
三. 利润总额	116,524	609	52,877	63,941
增长率(%)	2220.4%	-99.5%	8583.1%	20.9%
利润率(%)	46.6%	0.2%	15.5%	16.5%
减：所得税	13,848	-1,890	7,138	8,632
实际税负比率(%)	11.9%	-310.4%	13.5%	13.5%
四. 归属于母公司的净利润	72,507	-2,696	30,738	37,309
增长率(%)	-1036.3%	-103.7%	-1240.3%	21.4%
净利润率(%)	29.02%	-0.92%	9.04%	9.63%
每股收益(元)	1.19	-0.02	0.28	0.34
每股净资产	4.75	2.53	2.81	3.15
净资产收益率	25.05%	-0.97%	9.96%	10.79%

资料来源：天相投顾整理





天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100