

经营稳健、业绩符合预期

2009 年中报点评

报告摘要：

- **主业基本持平，投资收益正贡献。**因前期发了业绩预告，故业绩符合预期。实现营业收入 16.68 亿元，同比增长 8.64%。综合毛利率 55.19%，同比增 7.18 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 1.35 亿元，同比基本持平，药品及保健品每股收益为 0.123 元。证券投资收益及公允价值变动收益 1.18 亿元，与去年同期的-2.16 亿元相比大幅增长。最终实现净利润 2.07 亿元，同比增长 62 倍，每股收益 0.189 元。经营活动产生的现金流量净额为 2.81 亿元，同比增长 110.03%，每股现金流为 0.26 元。
- **丽珠、海滨，两大现金牛并驾齐驱。**丽珠仍为最核心的盈利公司，收入约 12.1 亿元，同比增长 9.09%，其中高毛利的处方药销售增长高达 25%。净利润、扣非后净利润分别为 2.48 亿元、1.9 亿元，同比分别上升 305.68%和 36.38%。丽珠对公司健康主业、最终业绩贡献分别为每股收益 0.078 元、0.10 元。海滨制药收入 2.30 亿元，同比上升 7.41%，净利润 6,158 万元，同比上升约 2%，业绩贡献为每股收益 0.056 元。
- **酶法 7-ACA 扭亏为盈，保健品加强营销。**焦作健康元销售 7-ACA 264 吨，其中二季度销售 180 吨，环比销售大增，且销售给除丽珠外的用户占销量的 60%。二季度焦作健康元扭亏为盈，上半年实现盈利 202 万元。7-ACA 酶法技术行业领先，已得到下游厂家的广泛认可，未来预期加速增长。保健品及 OTC 业务收入 1.23 亿元，同比下降 22.73%，主要受 09 年春节旺销季节提前影响所致。净利润为 2,487 万元，业绩贡献每股收益 0.023 元。3,000 名销售人员将在下半年加大保健品终端的管理及促销工作。
- **逐步退出二级市场投资，资本市场不断创新。**公司除丽珠持有少量港股外，已出售完毕全部交易性金融资产；并作为国内首例发可交换债券的公司再次创新。但我们更为关注的是公司近年来在医药和保健品领域的战略布局和规范稳健经营，公司旗下的丽珠集团和海滨制药、以及技术领先未来增长可期的 7-ACA，使公司具备长期可持续发展的潜力和投资价值。
- **维持“增持-A”的投资评级，维持12个月目标价8.70元。**我们维持对公司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。考虑到发行可交换债对公司经营的利好影响，给予公司适度的溢价，即按照公司09年主业0.29元为计算基础，给予30倍PE，则公司12个月内目标价为8.70元，维持“增持-A”的投资评级。

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	663.9	604.3	702.8
Growth(%)	-1624.3%	-103.7%	-1426.2%	10.8%	21.2%
毛利率(%)	50.0%	51.0%	55.2%	53.4%	53.2%
净利润率(%)	29.0%	-0.9%	10.8%	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	10.9	-294.0	22.2	20.0	16.5
市净率	1.9	2.1	1.9	1.8	1.8
净资产收益率(%)	25.2%	0.6%	15.6%	13.8%	15.6%
ROIC(%)	28.1%	6.7%	17.2%	16.2%	16.9%
EV/EBITDA	3.8	36.6	9.3	10.1	9.0
股息收益率	0.0%	0.8%	2.3%	2.5%	3.0%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
8.70 元

期限： 12 个月 上次预测： 8.70 元

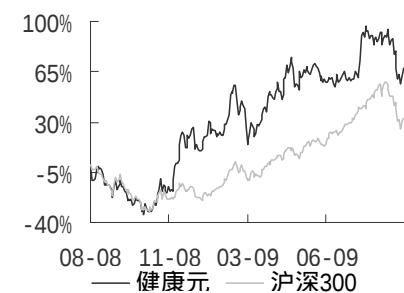
现价： 6.75 元

报告日期：
2009-08-24

市场数据

总市值(百万元)	7,410.65
流通市值(百万元)	4,122.93
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	2.63/8.09 元
十大流通股东(%)	47.57%
股东户数	73,713

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.89	(13.34)	34.08
绝对收益	(9.76)	3.55	67.29

研究员

洪露
高级行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

前期研究成果

健康元：经营稳健，资本市场再创新

2009-07-13

健康元：丽珠、海滨制药，医药主业稳健增长

2009-04-21

健康元：主业低估，证券投资浮亏

2008-10-28

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-24**

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	1,484.9	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%	-28409.5%	-7.5%	16.0%
销售费用	482.3	631.0	755.7	861.8	986.9	净利润增长率	-1624.3%	-103.7%	-1426.2%	10.8%	21.2%
管理费用	335.7	326.6	341.4	412.7	478.0	EBITDA 增长率	408.1%	-81.5%	282.7%	-4.7%	12.4%
财务费用	30.9	55.4	47.6	54.4	52.5	EBIT 增长率	769.2%	-95.6%	1440.9%	-6.2%	14.6%
资产减值损失	31.8	39.0	27.0	10.0	8.0	NOPLAT 增长率	1017.8%	-76.1%	179.4%	-7.7%	14.9%
加: 公允价值变动收益	326.2	-632.9	282.3	-	-	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	-168.9	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	764.4	707.0	819.8	利润率					
加: 营业外净收支	-2.3	8.8	4.0	4.0	7.0	毛利率	50.0%	51.0%	55.2%	53.4%	53.2%
利润总额	1,165.2	6.1	768.4	711.0	826.8	营业利润率	46.7%	-0.1%	23.1%	18.5%	18.5%
减: 所得税	138.5	-18.9	104.5	106.6	124.0	净利率	29.0%	-0.9%	10.8%	10.4%	10.8%
净利润	1,026.8	25.0	663.9	604.3	702.8	EBITDA/营业收入	54.8%	8.6%	29.2%	24.1%	23.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	48.0%	1.8%	24.5%	19.9%	19.7%
货币资金	552.8	845.0	873.6	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	124	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	131.9	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	64	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%	15.6%	13.8%	15.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.1%	0.4%	11.4%	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%	17.2%	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%	22.8%	22.6%	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%	10.3%	10.8%	10.8%
资产总额	6,014.4	5,821.3	5,812.6	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%	34.5%	34.8%	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	17.07	13.99	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)	-	0.06	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%	-226.3%	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%	0.8%	2.3%	2.5%	3.0%
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	663.9	604.3	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	27.0	10.0	8.0	PE(X)	10.9	-294.0	22.2	20.0	16.5
公允价值变动损失	-326.2	632.9	282.3	-	-	PB(X)	1.9	2.1	1.9	1.8	1.8
财务费用	41.8	38.4	63.5	47.6	54.4	P/FCF	-	-24.7	187.8	-117.9	30.0
投资收益	-477.4	-190.3	168.9	-12.8	-	P/S	3.2	2.7	2.4	2.1	1.8
少数股东损益	301.7	51.9	306.4	208.2	222.6	EV/EBITDA	3.8	36.6	9.3	10.1	9.0
营运资金的变动	-170.8	-322.5	-154.6	-414.8	-173.8	CAGR(%)	-16.2%	204.1%	8.0%	-	-
经营活动产生现金流量	429.3	455.0	1,496.9	609.9	976.1	PEG	-0.7	-1.4	2.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-362.3	29.2	-236.0	296.7	-9.4	ROIC/WACC	3.0	0.7	1.8	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-154.2	-186.6	-600.1	-294.1	-342.4	REP	0.5	3.1	1.2	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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@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