

酶法 7-ACA 提价，公司盈利前景乐观

报告摘要：

- **09年初7-ACA下游需求受抑制。**2008年12月，7-ACA的主要下游产品注射用头孢曲松钠由于丁基胶塞原因导致澄清度不合格，国家药监局曾下发文件（食药监市函[2008]118号）要求生产企业自查，并于2008年12月1日前收回因丁基胶塞原因而有可能导致澄清度不合格的产品。这一影响使上游的7-ACA中间体需求阶段性受到抑制。目前随着注射用头孢曲松钠澄清度问题的解决和销量的恢复，7-ACA的需求已逐步恢复。
- **酶法生产7-ACA具有环保和低成本优势。**健康元酶法生产7-ACA符合国家环保产业政策，具有显著的环保和低成本优势。公司酶法生产7-ACA的成本控制趋势是逐步降低的；而化学法生产7-ACA的成本会随着环保支出的加大，成本日益趋高。酶法生产7-ACA的环保成本约占总成本的1/6；而按照环保要求，化学法的环保成本大概要占总成本的1/2.5。目前国内绝大多数化学法生产7-ACA的厂家均因环保不能达标，只能限产或减产。我们预期健康元7-ACA的完全成本约为400元/公斤；其他生产厂目前成本为500元/公斤，如果环保达标的话，成本至少在600元/公斤以上。
- **上半年酶法7-ACA微利。**受下游需求影响，焦作健康元一季度7-ACA曾停产检修1-2个月，以消耗库存。09年上半年累计销售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，上半年累计实现盈利202万元。
- **7-ACA供不应求价格反弹，下半年盈利大幅提升。**7、8月7-ACA报价约在650元/公斤（含税），9月以后产品报价提为700元/公斤（含税）。价格上涨原因为：山东威齐达停产，10月以后可能会恢复生产；另外福抗原产能为60吨/月，但目前因环保限产产能仅30吨/月，市场供求目前存在明显缺口。公司目前投产了12个发酵罐，月产7-ACA 60-70吨，其中20吨供应东瑞制药，30吨供丽珠合成药厂，其余的约10-20吨是供应给其他药厂，目前供不应求。公司目前尚有12个发酵罐暂时未投产，若产销两旺的话，达产年产能可到1,500吨。7-ACA价格健康元有主导权，我们判断后续7-ACA价格有进一步上升的可能。
- **调高公司12个月内目标价至11.6元，给予“增持-A”的投资评级。**假设7-ACA产能维持月产60吨，价格维持在700元/公斤（含税），我们较保守预测公司2009年下半年7-ACA预期能增厚公司业绩约0.06元，则公司主营业绩每股收益为0.34元，考虑证券投资收益后业绩总计约0.40元。2010年公司主业为每股收益0.45元，其中7-ACA贡献业绩约0.12元。按照2010年医药和保健品盈利0.33元给予28倍PE、以及7-ACA原料药中间体业绩0.12元给予20倍PE，给公司估值，则调高公司12个月内目标价至11.6元，给予“增持-A”的投资评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **11.60 元**

期限： 12 个月 上次预测： 8.70 元

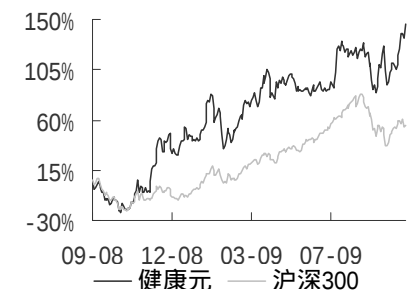
现价： 8.43 元

报告日期： **2009-09-21**

市场数据

总市值(百万元)	9,255.08
流通市值(百万元)	5,149.08
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	2.63/8.48 元
十大流通股东(%)	43.94%
股东户数	83,584

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.73	22.21	90.49
绝对收益	24.89	26.39	145.26

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	3,377.8	3,881.1	4,494.3
Growth(%)	15.7%	17.6%	15.0%	14.9%	15.8%
净利润	1,026.8	25.0	742.1	707.2	825.3
Growth(%)	-1624.3%	-103.7%	-1716.5%	14.5%	20.8%
毛利率(%)	50.0%	51.0%	56.5%	56.6%	56.6%
净利润率(%)	29.0%	-0.9%	12.9%	12.9%	13.4%
每股收益(元)	0.66	-0.02	0.40	0.45	0.55
每股净资产(元)	3.71	3.52	3.89	3.98	4.11
市盈率	12.8	-343.3	21.2	18.5	15.4
市净率	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1
净资产收益率(%)	25.2%	0.6%	17.4%	16.2%	18.3%
ROIC(%)	28.1%	6.7%	19.1%	18.7%	19.7%
EV/EBITDA	4.4	41.8	9.8	10.2	9.0
股息收益率	0.0%	0.7%	2.4%	2.7%	3.3%

前期研究成果

健康元：经营稳健、业绩符合预期

2009-08-24

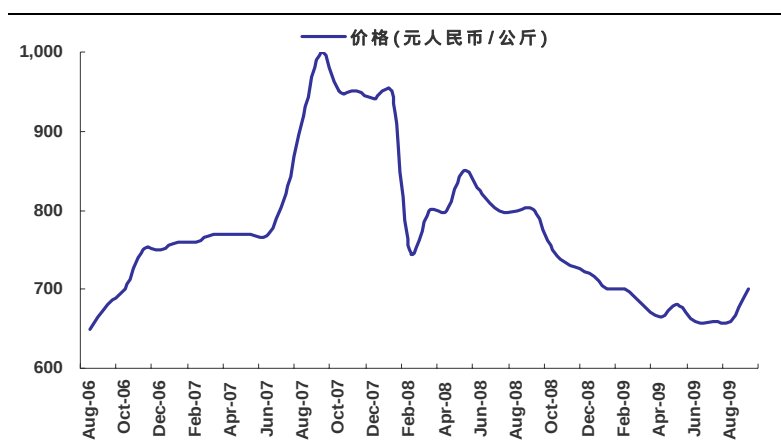
健康元：经营稳健，资本市场再创新

2009-07-13

健康元：丽珠、海滨制药，医药主业稳健增长

2009-04-21

图 1 7-ACA 近年价格走势



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	2009-9-21		
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	3,377.8	3,881.1	4,494.3	成长性					
减: 营业成本	1,248.7	1,440.1	1,469.3	1,686.3	1,950.5	营业收入增长率	15.7%	17.6%	15.0%	14.9%	15.8%
营业税费	5.2	6.4	7.1	8.2	9.4	营业利润增长率	1047.1%	-100.2%	-31364.0%	-1.9%	16.4%
销售费用	482.3	631.0	749.9	888.0	1,024.7	净利润增长率	-1624.3%	-103.7%	-1716.5%	14.5%	20.8%
管理费用	335.7	326.6	346.2	419.2	485.4	EBITDA 增长率	408.1%	-81.5%	314.3%	-0.4%	13.2%
财务费用	30.9	55.4	47.5	54.3	52.3	EBIT 增长率	769.2%	-95.6%	1592.1%	-1.1%	15.2%
资产减值损失	31.8	39.0	27.0	10.0	8.0	NOPLAT 增长率	1017.8%	-76.1%	210.6%	-3.9%	15.5%
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%	-2.0%	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	844.1	828.0	963.9	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%	56.5%	56.6%	56.6%
利润总额	1,165.2	6.1	848.1	832.0	970.9	营业利润率	46.7%	-0.1%	25.0%	21.3%	21.4%
减: 所得税	138.5	-18.9	106.0	124.8	145.6	净利润率	29.0%	-0.9%	12.9%	12.9%	13.4%
净利润	1,026.8	25.0	742.1	707.2	825.3	EBITDA/营业收入	54.8%	8.6%	31.0%	26.9%	26.3%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	48.0%	1.8%	26.4%	22.7%	22.6%
货币资金	552.8	845.0	873.8	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	175	148	122
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	111	123	131
应收票据	152.5	258.5	189.6	210.6	224.6	流动资产周转天数	357	324	276	256	236
预付帐款	136.6	102.2	131.6	283.6	356.2	应收帐款周转天数	66	59	55	52	48
存货	492.8	513.7	534.2	545.8	591.6	存货周转天数	64	64	58	52	47
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	620	544	481
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	433	391	359
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%	17.4%	16.2%	18.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.1%	0.4%	12.8%	11.9%	13.6%
固定资产	1,727.8	1,657.9	1,631.1	1,567.3	1,478.7	ROIC	28.1%	6.7%	19.1%	18.7%	19.7%
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%	22.2%	22.9%	22.8%
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	5,812.5	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%	33.9%	35.1%	34.8%
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	18.77	16.25	19.43
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	0.20	0.23	0.27
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%	0.7%	2.4%	2.7%	3.3%
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	742.1	707.2	825.3	EPS(元)	0.66	-0.02	0.40	0.45	0.55
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)	12.8	-343.3	21.2	18.5	15.4
公允价值变动损失	-326.2	632.9	282.3	-	-	PB(X)	2.3	2.4	2.2	2.1	2.1
财务费用	41.8	38.4	63.5	47.5	54.3	P/FCF	-	-28.8	80.0	259.9	24.0
投资收益	-477.4	-190.3	168.9	-12.8	-	P/S	3.7	3.1	2.7	2.4	2.1
少数股东损益	301.7	51.9	306.4	208.2	222.6	EV/EBITDA	4.4	41.8	9.8	10.2	9.0
营运资金的变动	-170.8	-322.5	-154.3	-415.1	-173.8	CAGR(%)	-11.7%	220.8%	4.6%	-	-
经营活动产生现金流量	429.3	455.0	1,575.4	712.2	1,098.5	PEG	-1.1	-1.6	4.6	-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	2.0	2.0	2.1
融资活动产生现金流量	-154.2	-186.6	-639.2	-345.4	-403.6	REP	0.5	3.6	1.3	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