

健康元 (600380)

业绩符合预期，市场存在低估

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

S0880208080357

本报告导读:

中报快报简评

投资要点:

- 2010 年中报预增: 主营收入、营业利润分别为 20.91、5.63 亿元, 分别同比上升 25.38%、35.75%, 继续保持稳定增长; 净利润 3.68 亿元, 同比上升 77.78%, 重回上升轨道; EPS 为 0.28 元, ROE 为 10.56%, 基本符合市场预期。
- 近期, 受到头孢原料药和制剂需求放缓的影响, 7-ACA 价格出现松动, 有部分投资者担心近期 7-ACA 价格的下跌对公司业绩影响, 我们认为其影响有限: 1、公司通过扩产能实现以量补价; 2、生产技术领先, 成本控制较好, 盈利能力强; 3、业务比重小, 对集团整体影响不大。
- 公司倍能和美罗培南上半年销售出色, 增幅与去年相当, 预计全年同比增长能继续保持在 30% 以上。由于培南类市场国内正处于发展期, 前景十分广阔, 预计欧美认证 11 年前通过, 我们看好公司这块业务在未来 3 年的增长, 有望成为业绩的爆发点。
- 我们认为公司主营业务可分为制剂和原料药两块, 应考虑给予不同水平的估值: 公司原料药给予 15 倍 PE, 资产股价在 2.25 元左右; 公司其他医药资产过去几年能保持稳定增长, 我们给予 30 倍 PE, 则这部分股价在 10.5 元; 我们认为公司合理股价在 12 元~13 元
- 投资建议: 我们认为 7-ACA 价格下调对公司业绩影响不大, 培南类制剂若获得认证, 能享受广阔的欧美市场空间, 有望成为业绩增长的爆发点。我们维持公司 10 年、11 年 eps 为 0.50 元、0.59 元, 目前股价 7.7 元, 相当于 10 年 15 倍, 未能反映公司集团价值, 存在低估, 安全边际较大。我们给予增持建议, 目标价 12 元。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938	3,683	4,973	6,191	7,710
(+/-)%	17.6%	25.3%	35.0%	24.5%	24.5%
经营利润 (EBIT)	53	913	1,202	1,467	1,797
(+/-)%	-95.6%	1631.8%	31.7%	22.1%	22.5%
净利润	-27	486	658	810	1,000
(+/-)%	-103.7%	-1902.9%	35.3%	23.1%	23.5%
每股净收益 (元)	-0.02	0.37	0.50	0.61	0.76
每股股利 (元)	0.12	-	0.05	0.06	0.08

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率 (%)	1.8%	24.8%	24.2%	23.7%	23.3%
净资产收益率 (%)	-1.0%	15.6%	16.1%	15.8%	15.8%
投入资本回报率 (%)	1.6%	24.2%	29.1%	32.0%	35.3%
EV/EBITDA	39.1	9.8	7.8	6.4	5.3
市盈率	-380.7	21.1	15.6	12.7	10.3
股息率 (%)	1.5%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

当前价格: 7.69

2010.07.16

交易数据

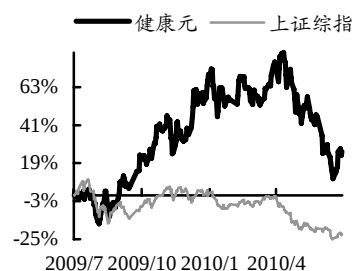
52 周内股价区间 (元)	6.26-13.80
总市值 (百万元)	10,434
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,317/1,317
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	12
日均成交值 (百万元)	121

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,315
每股净资产	2.52
市净率	3.1
净负债率	28%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.07	0.15
Q2	0.09	0.13
Q3	0.10	0.15
Q4	0.11	0.07
全年	0.37	0.50

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-13%	-29%	22%
相对指数	-9%	-7%	44%

相关报告

《一季报业绩超预期》	2010.04.13
《重回增长轨道》	2010.03.09
《年报业绩说明会纪要》	2010.01.22

模型更新时间: 2010.07.16

股票研究

必需消费

医药

健康元 (600380)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

当前价格: 7.69

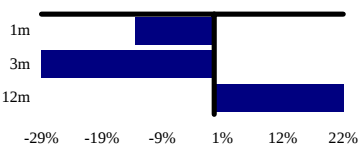
公司网址

www.joincare.com

公司简介

公司是国内大型综合性药业集团,旗下拥有太太药业、丽珠医药、海滨制药和健康药业等众多知名医药企业,产品涵盖处方药、OTC 和保健品三大领域,并成功推出太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参、丽珠得乐等知名品牌,公司酶法生产 7-氨基头孢烷酸的生产基地焦作健康元生物公司已于 2007 年下半年正式投产,目前公司的销售网络已经遍及国内 200 多个城市。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

6.26-13.80

市值 (百万)

10,434

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

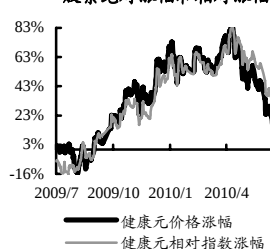
EV/EBITDA

P/S

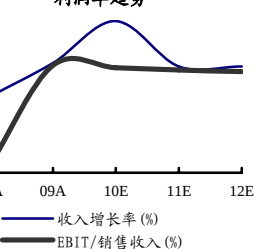
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938	3,683	4,973	6,191	7,710
营业成本	1,440	1,635	2,181	2,717	3,386
税金及附加	6	7	10	12	15
营业费用	631	838	1,144	1,424	1,773
管理费用	327	390	547	681	848
EBIT	53	913	1,202	1,467	1,797
公允价值变动收益	-633	283	300	300	300
投资收益	190	-139	-150	-150	-150
财务费用	55	38	21	10	-6
营业利润	-3	874	1,181	1,457	1,804
所得税	-19	105	179	221	273
少数股东损益	52	299	359	442	546
净利润	-27	486	658	810	1,000
货币资金、交易性金融资产	1,073	947	1,905	3,491	4,802
其他流动资产	1,422	1,956	2,354	2,931	3,651
长期投资	280	191	200	200	200
固定资产合计	1,658	1,635	1,795	1,859	1,847
无形及其他资产	850	839	803	766	730
资产合计	5,821	6,146	7,555	9,699	11,641
流动负债	1,716	1,332	1,388	1,990	2,118
长期负债	244	412	449	505	555
股东权益	3,862	4,402	5,718	7,204	8,969
投入资本(IC)	3,376	3,778	4,137	4,591	5,096
NOPLAT	216	805	1,022	1,247	1,528
折旧与摊销	232	224	235	271	302
流动资金增量	115	411	336	475	593
资本支出	79	16	310	260	220
自由现金流	642	1,455	1,902	2,254	2,642
经营现金流	(744)	1,080	1,394	1,515	1,698
投资现金流	827	79	(510)	(403)	(363)
融资现金流	(82)	(527)	22	474	(25)
现金流净增加额	0	633	906	1,587	1,311
收入增长率	17.6%	25.3%	35.0%	24.5%	24.5%
EBIT 增长率	-95.6%	1631.8%	31.7%	22.1%	22.5%
净利润增长率	-103.7%	-1902.9%	35.3%	23.1%	23.5%
利润率					
毛利率	51.0%	55.6%	56.2%	56.1%	56.1%
EBIT 率	1.8%	24.8%	24.2%	23.7%	23.3%
净利润率	-0.9%	13.2%	13.2%	13.1%	13.0%
净资产收益率(ROE)	-1.0%	15.6%	16.1%	15.8%	15.8%
总资产收益率(ROA)	-0.5%	7.9%	8.7%	8.3%	8.6%
投入资本回报率(ROIC)	1.6%	24.2%	29.1%	32.0%	35.3%
存货周转天数	131	117	106	114	114
应收账款周转天数	70	60	59	65	65
总资产周转天数	725	585	496	502	498
净利润现金含量	(29.79)	1.38	1.37	1.21	1.10
资本支出/收入	2.68%	0.43%	6.23%	4.20%	2.85%
资产负债率	33.7%	28.4%	24.3%	25.7%	23.0%
净负债率	14.1%	-0.2%	-21.3%	-37.2%	-49.9%
PE	(380.7)	21.1	15.6	12.7	10.3
PB	3.7	3.3	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	39.1	9.8	7.8	6.4	5.3
P/S	2.91	2.32	2.06	1.66	1.33
股息率	1.5%	0.0%	0.6%	0.8%	1.0%

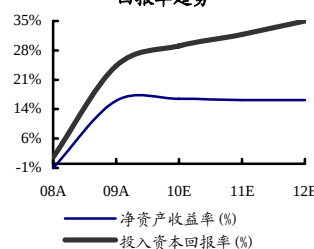
股票绝对涨幅和相对涨幅



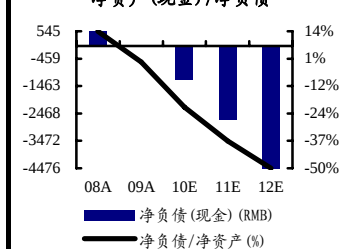
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



1. 中报符合预期

2010 年中报预增：主营收入、营业利润分别为 20.91、5.63 亿元，分别同比上升 25.38%、35.75%，净利润 3.68 亿元，同比上升 77.78%。EPS 为 0.28 元，ROE 为 10.56%。

业绩简单点评：

- ✓ **主营增长稳定：**公司主营业务继续延续着稳定的增长态势，集团旗下的焦作健康元、海滨制药业务成为带动上半年业绩增长的主要动力；
- ✓ **净利润重回轨道：**由于公司一直热衷于参与证券市场投资，因此 2007~2009 年的净利润波动较大；由于公司在资本市场投资收益转好，2010 年净利润的增长又重新回到正常的上升轨道。

图1：公司业务收入增长情况（亿元）

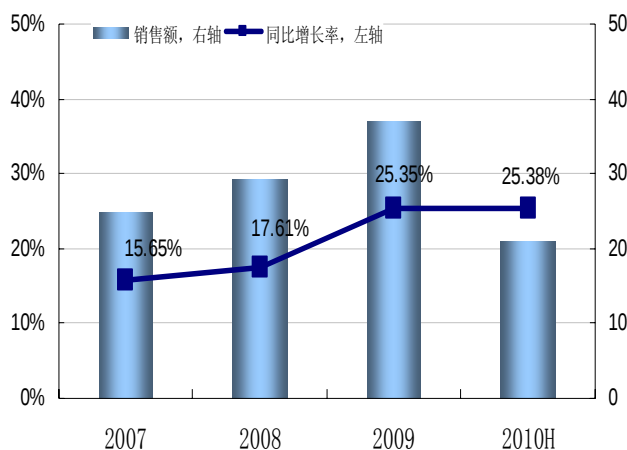
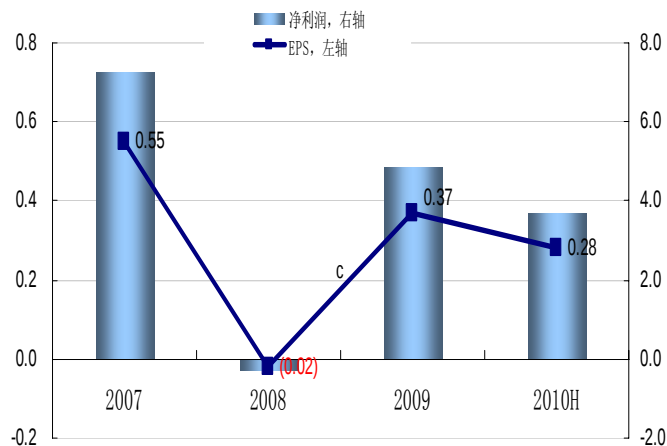


图2：公司净利润增长情况（亿元）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

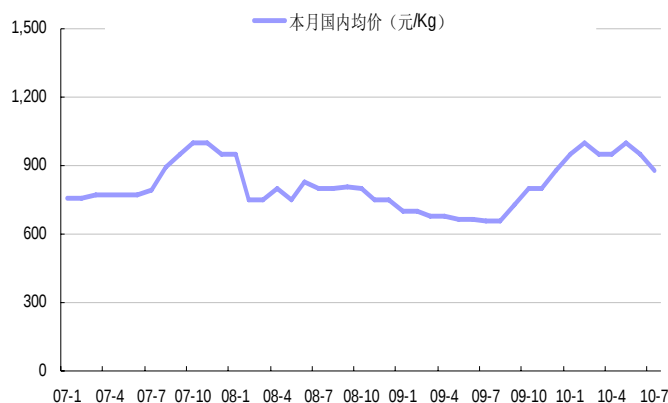
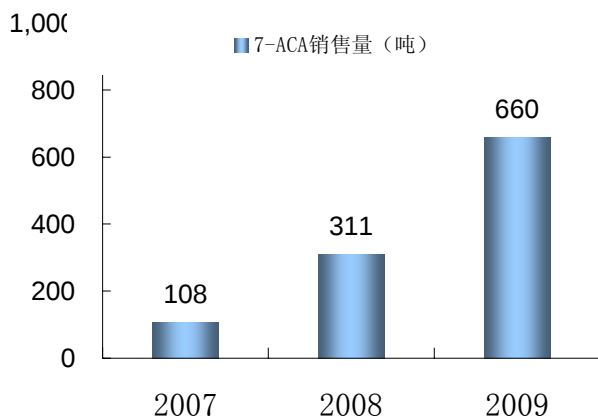
1.1 7-ACA：价格小幅调整，业绩影响有限

近期，受到头孢原料药和制剂需求放缓的影响，7-ACA 价格出现松动，已从年初的 1,000 元/kg 调整 900 元/kg，有些厂家的报价甚至跌到 850 元/kg，这基本符合我们前期对 7-ACA 价格走势的判断。

- ✓ **7-ACA 存在下跌风险：**随着鲁抗医药等酶法 7-ACA 的扩产，市场供过于求的局面在所难免，价格下调压力较大；我们预计 7-ACA 短期内将保持相对平稳，可能会继续出现小幅下跌的情况，预计全年均价能保持在 850 元/kg 左右的合理水平，相对于去年均价仍有小幅提升。
- ✓ **公司业务以量补价：**由于 09 年 2-3 月公司曾有过停产，基数较低，因此 10 年上半年销量同比增长较大；公司目前 7-ACA 的产能是 650 吨，预计在 10 年将扩展到 1,100 吨；焦作健康元小二期工程已于 10 年 5 月开始投入生产，目前不存在产能瓶颈，我们乐观估计全年销售能达到 800~900 吨。

图3：公司7-ACA销售量增长情况（亿元）

图4：7-ACA价格变动情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

近期不少投资者非常关注 7-ACA 价格的下跌，担心其他竞争者如鲁抗、联邦等公司的酶法生产 7-ACA 的扩产会对公司业绩带来一定的影响，我们的观点：7-ACA 价格影响有限：

- ✓ **短期内扩产影响有限：**由于酶法生产技术较为复杂，成熟周期较长，因此新进入者短期内不大可能完全掌握该技术，市场产能释放的可能性较小；此外，由于公司产品质量较好，已获得市场认可，因此销量影响有限。
- ✓ **酶法生产技术成熟：**生产技术处于市场领先，注重环保，其中杂质处理技术已获得相关专利，而且公司成本控制较好，拥有自备的电厂进行生产，盈利能力较强。
- ✓ **盈利占公司比重小：**根据公司 09 年报，焦作健康元 09 年实现销售收入 3.94 亿元，实现净利润贡献约 0.64 亿元，占公司销售比重 13.17%，因此该业务对公司业绩影响较小。

1.2 海滨药业：看好培南类出口，有望成业绩爆发点

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。海滨制药的“倍能”（海滨产品美罗培南制剂的商品名）年均增长率达到 35%，在 2006 年时已经居全球美罗培南原料药销量之首，目前在国内市场上约占 43% 份额，排名第一。

公司倍能和美罗培南上半年销售出色，增幅与去年相当，预计全年同比增长能继续保持在 30% 以上。由于培南类市场国内正处于发展期，前景十分广阔，我们看好公司这块业务在未来 3 年的增长，有望成为业绩的爆发点。

- ✓ **美罗培南价格期待见底：**美罗培南自 10 年以来价格一再走低，目前已达历史底部，国内均价在 30,000 元/kg 左右，下跌空间有限，在下游制剂需求的带动下，我们认为 10 年下半年有望实现产品的价量齐升。
- ✓ **产能压力较小：**目前公司培南类产能约 7-8 吨，09 年出口了 4.8 吨，自用 2 吨，计划扩大培南类的产能到 15 吨。
- ✓ **出口认证稳步进行：**原研厂商日本住友在欧洲（2009 年 7 月）、美国（2010 年 10 月）专利分别到期，公司产品 COS 和 FDA 认证正在进行中，有望在 11 年前完成，打开欧美市场。

图5：美罗培南出口价格情况

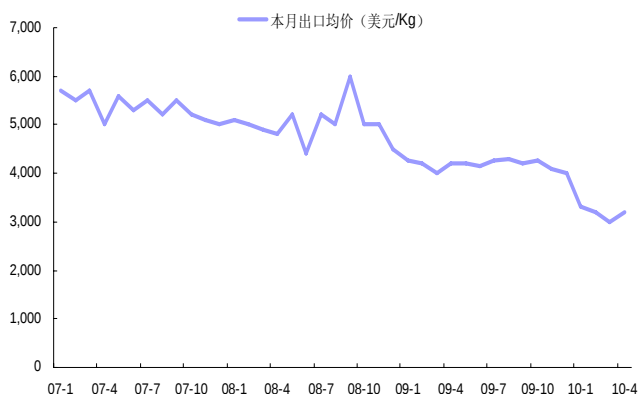
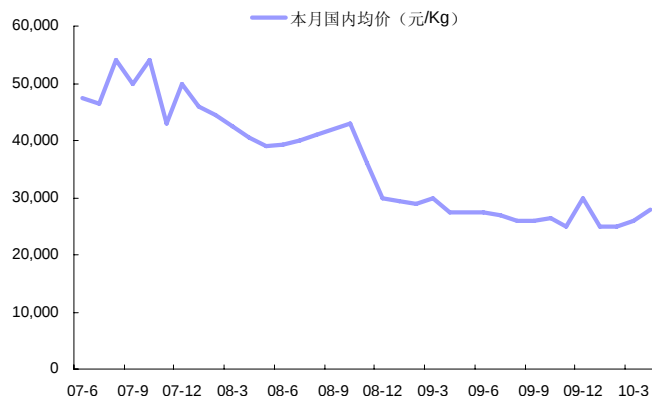


图6：美罗培南国内价格情况



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2. 投资建议

业绩假设：

- ✓ 09年海滨公司产品实现销售收入5.01亿元，实现净利润贡献约1.39亿元，假设10年盈利继续保持30%增长，预计贡献eps 0.14元；
- ✓ 假设10年焦作健康元7-ACA销量达到850吨，均价为850元/kg，预计贡献eps 0.1元；
- ✓ 保健品业务和丽珠集团合计贡献eps 0.26元

我们认为公司主营业务可分为制剂和原料药两块，应给予不同水平的估值：

- ✓ 原料药业务主要有海滨培南类和焦作健康元构成：由于原料药占海滨业务盈利在1/3左右，公司10年原料药贡献eps = $0.14 \times 1/3 + 0.1 = 0.15$ 元，给予15倍PE，则公司原料药资产的股价在2.25元左右；
- ✓ 公司其他医药资产过去几年能保持稳定增长，我们给予30倍PE，则这部分股价在10.5元；
- ✓ 我们认为公司合理股价在12元~13元，目前股价存在低估。

综上，我们认为7-ACA价格下调对公司业绩影响不大，培南类制剂若获得认证，能享受广阔的欧美市场空间，有望成为业绩增长的爆发点。我们维持公司10年、11年eps为0.50元、0.59元，目前股价7.7元，相当于10年15倍，未能反映公司集团价值，市场存在低估，股价安全边际较大。我们给予增持建议，目标价12元。

作者简介:

易镜明:

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		