

健康元 (600380)

7-ACA 价格波动, 符合预期

	易镜明	郑磊
	021-38676779	021-38674750
	yijingming@gtjas.com	zhenglei008193@gtjas.com
	S0880208080357	

本报告导读:

7-ACA 价格波动属于正常范围, 我们上调该块业务盈利预测, 预计贡献 eps0.15 元

投资要点:

- 据健康网最新消息: 2010 年 9 月 7 日起, 石药 7-ACA 由原来的 750 元/kg, 上调到 800 元/kg, 健康元焦作、鲁抗等企业已跟进, 主要山西威奇达停产搬迁, 造成国内 7-ACA 供不应求, 目前即将进入抗生素销售旺季, 货紧局势将持续。
- 2010 年 7-ACA 价格回顾: 前高后低, 延续 09 年以来的市场景气, 价格曾涨至 1,000 元/kg, 随着抗生素需求进入淡季, 8 月市场最低报价曾跌至 750 元/kg。
- 我们认为 7-ACA 此次涨价是对前期大幅下跌的一次调整, 难现景气: 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, 要想重现上半年的景气估计难度较大, 但随着抗生素需求旺季的到来, 我们预计 7-ACA 短期内将小幅调整, 向下可能性较小, 预计全年均价能保持 850 元/kg 左右的水平, 相对于去年仍有小幅提升。
- 我们曾在公司中报点评中, 提出目前 7-ACA 价格的变化对公司价格影响有限: 1、短期内大规模扩产难实现; 2、公司酶法生产技术成熟; 3、公司成本线较低, 目前 7-ACA 价格变动属于预期内, 对业绩影响不大。我们认为 7-ACA 对于公司的影响更多的体现在业绩弹性上: 假设 10 年焦作健康元 7-ACA 销量达到 850 吨, 均价为 850 元/kg, 由于公司提高了生产工艺的稳定性, 盈利能力增强, 我们上调该部分业务的盈利预测, 预计全年贡献净利润 2.3 亿, eps 0.15 元 (原为 0.1 元), 与 09 年相比增长 280% 以上。
- 我们认为此次 7-ACA 的涨价在预期内, 继续关注培南类制剂的认证进展, 欧美市场的打开才是公司未来业绩的保证。由于 7-ACA 销售全年有超预期的可能, 我们上调公司盈利预测, 10 年、11 年 eps 为 0.55 元、0.63 元 (原为 0.50 元、0.59 元), 目前股价 11.2 元, 相当于 10 年 20 倍, 继续给予增持评级, 目标价 14 元。

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.00**

上次预测: 12.00

当前价格: 11.22

2010.09.10

交易数据

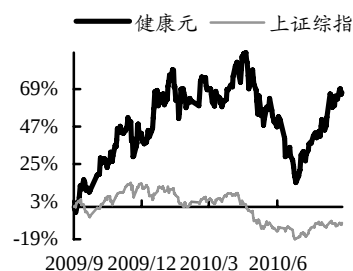
52 周内股价区间 (元)	6.61-13.80
总市值 (百万元)	13,319
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,317/1,317
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	13
日均成交值 (百万元)	117

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	3,486
每股净资产	2.65
市净率	3.8
净负债率	24%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.07	0.15
Q2	0.09	0.13
Q3	0.10	0.13
Q4	0.11	0.14
全年	0.37	0.55

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938	3,683	4,669	5,528	6,621
(+/-)%	17.6%	25.3%	26.8%	18.4%	19.8%
经营利润 (EBIT)	53	913	1,247	1,445	1,792
(+/-)%	-95.6%	1631.8%	36.7%	15.8%	24.0%
净利润	-27	486	719	830	1,039
(+/-)%	-103.7%	-1902.9%	47.9%	15.4%	25.2%
每股净收益 (元)	-0.02	0.37	0.55	0.63	0.79
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%	26.7%	26.1%	27.1%
净资产收益率 (%)	-1.0%	15.6%	18.7%	18.1%	18.7%
投入资本回报率 (%)	1.6%	24.2%	31.0%	33.3%	38.4%
EV/EBITDA	39.3	9.9	7.6	6.5	5.4
市盈率	-383.2	21.3	14.4	12.4	9.9
股息率 (%)	1.5%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%

升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	16%	10%	75%
相对指数	16%	7%	81%

相关报告

《7-ACA 降价影响不大》	2010.08.24
《业绩符合预期, 市场存在低估》	2010.07.15
《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: 2010.09.10

股票研究

必需消费

医药

健康元 (600380)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 12.00

上次预测: 12.00

当前价格: 10.11

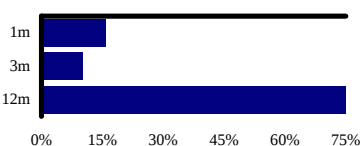
公司网址

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

6.61-13.80

市值 (百万)

13,319

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

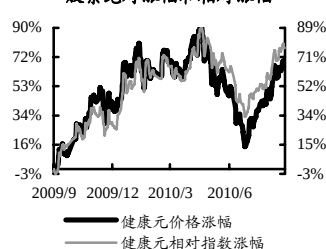
EV/EBITDA

P/S

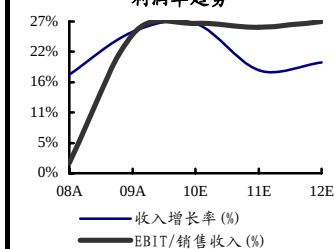
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,938	3,683	4,669	5,528	6,621
营业成本	1,440	1,635	2,044	2,469	2,896
税金及附加	6	7	9	11	13
营业费用	631	838	934	1,106	1,324
管理费用	327	390	420	498	596
EBIT	53	913	1,247	1,445	1,792
公允价值变动收益	-633	283	-5	0	0
投资收益	190	-139	10	0	0
财务费用	55	38	23	14	1
营业利润	-3	874	1,225	1,431	1,791
所得税	-19	105	149	172	215
少数股东损益	52	299	372	429	537
净利润	-27	486	719	830	1,039
货币资金、交易性金融资产	1,073	947	1,794	3,209	4,429
其他流动资产	1,422	1,956	2,208	2,636	3,130
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	7,299	9,122	10,747
流动负债	1,716	1,332	1,362	1,942	2,024
长期负债	244	412	449	505	555
股东权益	3,862	4,402	5,488	6,675	8,168
投入资本(IC)	3,376	3,778	4,018	4,344	4,669
NOPLAT	216	805	1,098	1,271	1,577
折旧与摊销	232	224	235	271	302
流动资金增量	115	411	216	348	412
资本支出	79	16	310	260	220
自由现金流	642	1,455	1,859	2,151	2,511
经营现金流	(744)	1,080	1,124	1,205	1,467
投资现金流	827	79	(350)	(253)	(213)
融资现金流	(82)	(527)	21	464	(34)
现金流净增加额	0	633	795	1,415	1,220
收入增长率	17.6%	25.3%	26.8%	18.4%	19.8%
EBIT 增长率	-95.6%	1631.8%	36.7%	15.8%	24.0%
净利润增长率	-103.7%	-1902.9%	47.9%	15.4%	25.2%
利润率					
毛利率	51.0%	55.6%	56.2%	55.3%	56.3%
EBIT 率	1.8%	24.8%	26.7%	26.1%	27.1%
净利润率	-0.9%	13.2%	15.4%	15.0%	15.7%
净资产收益率(ROE)	-1.0%	15.6%	18.7%	18.1%	18.7%
总资产收益率(ROA)	-0.5%	7.9%	9.9%	9.1%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	1.6%	24.2%	31.0%	33.3%	38.4%
存货周转天数	131	117	109	115	117
应收账款周转天数	70	60	60	66	66
总资产周转天数	725	585	518	535	540
净利润现金含量	(29.79)	1.38	1.03	0.96	0.93
资本支出/收入	2.68%	0.43%	6.64%	4.70%	3.32%
资产负债率	33.7%	28.4%	24.8%	26.8%	24.0%
净负债率	14.1%	-0.2%	-19.8%	-35.4%	-50.3%
PE	(383.2)	21.3	14.4	12.4	9.9
PB	3.7	3.3	2.7	2.2	1.9
EV/EBITDA	39.3	9.9	7.6	6.5	5.4
P/S	2.93	2.34	2.21	1.87	1.56
股息率	1.5%	0.0%	0.7%	0.8%	1.0%

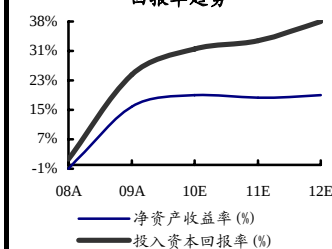
股票绝对涨幅和相对涨幅



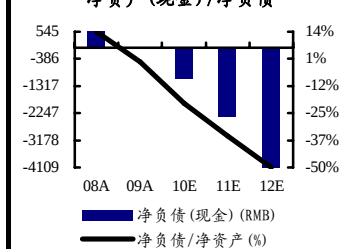
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



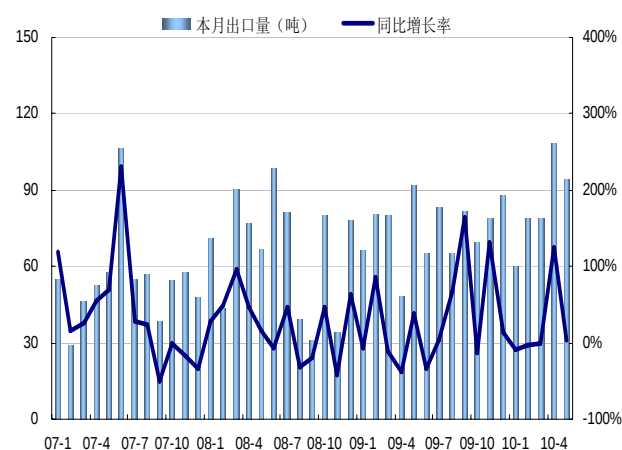
1. 7-ACA 市场价格分析

据健康网最新消息：2010 年 9 月 7 日起，石药 7-ACA 由原来的 750 元/kg，上调到 800 元/kg，健康元、鲁抗等企业已跟进，主要山西威奇达停产搬迁，造成国内 7-ACA 供不应求，目前即将进入抗生素销售旺季，货紧局势将持续；另外，头孢类产品近期也会将作出调整。

我们首先回顾一下 2010 年上半年 7-ACA 价格走势：

- 前高：1-5 月，7-ACA 价格一再走高，市场景气度达到近几年的一个高点。从产业链来看，7-ACA 下游重要的品种有头孢曲松、头孢拉啶和头孢噻肟、头孢氨苄等。从海关出口数据可以明显看出，2009 年底以来头孢类产品的出口需求增长对 7-ACA 的销售起到了一个延伸带动的作用，是 7-ACA 价格变化的一个重要的作用力。
- 后低：6-8 月，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 些厂家的报价甚至跌到 8 月份的 750 元/kg，而这也符合了我们上半年对 7-ACA 价格走势的判断。

图 1：头孢曲松出口量走势



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

图 2：头孢拉啶及其盐出口量走势

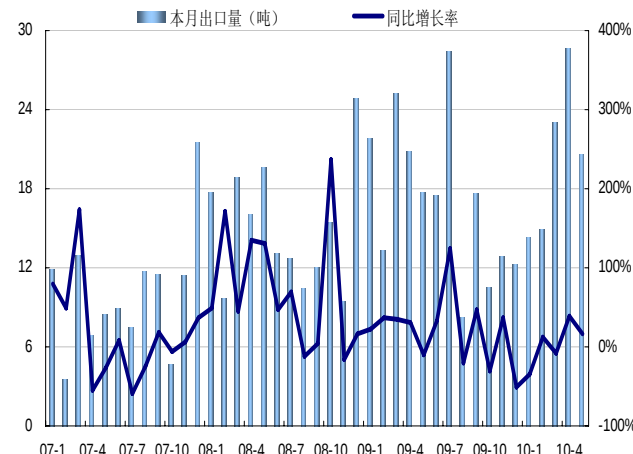
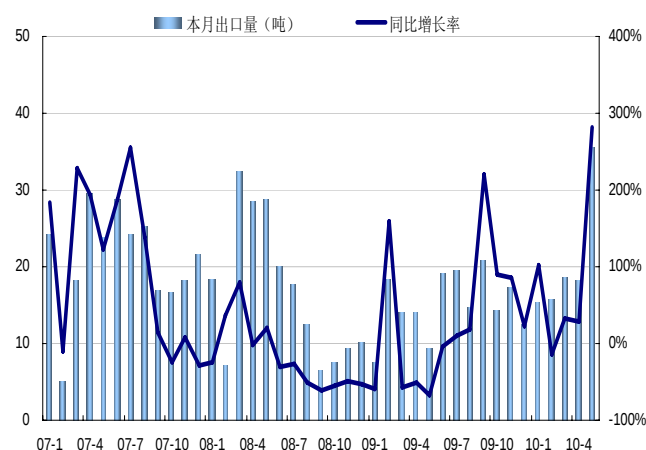
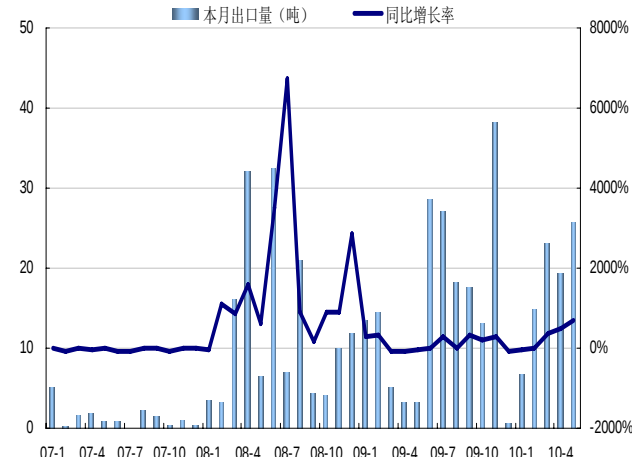


图 3：头孢噻肟及其盐出口量走势



数据来源：海关总署，国泰君安证券研究

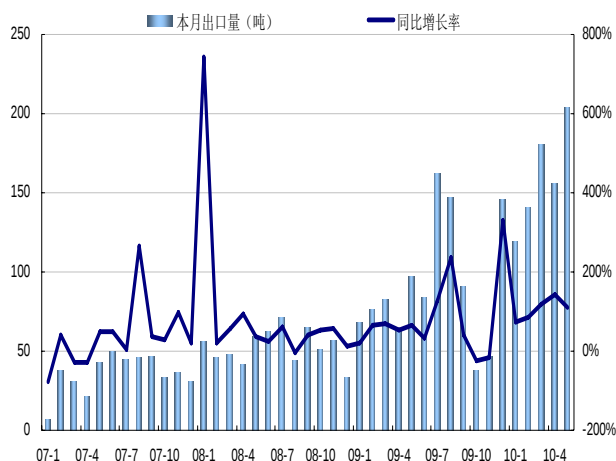
图 4：头孢氨苄及其盐出口量走势



我们就 7-ACA 市场价格波动和公司高管进行了简单的沟通:

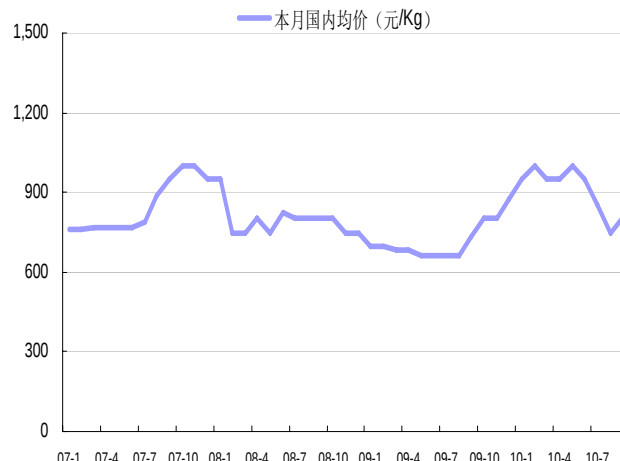
- ✓ **7-ACA 价格调整:** 目前价格的上调属于正常波动, 不会影响公司的生产计划, 考虑到鲁抗医药等酶法 7-ACA 的扩产, 市场可能会出现供过于求的局面, 要想重现上半年的景气估计难度较大, 但随着抗生素需求旺季的到来, 预计 7-ACA 短期内将小幅调整, 向下可能性较小, 估计公司全年销售均价能保持在 850 元/kg 左右的合理水平, 相对于去年均价仍有小幅提升。
- ✓ **公司业务以量补价:** 由于 09 年 2-3 月公司曾有过停产, 基数较低, 因此 10 年上半年销量同比增长较大; 公司 7-ACA 产能预计在 10 年将扩展到 1,100 吨; 焦作健康元小二期工程已于 10 年 5 月开始投入生产, 目前不存在产能瓶颈, 上半年公司销售约 400 吨, 我们保守估计全年销售能达到 850~900 吨。

图5: 7-ACA出口量增长情况



数据来源: 健康网、海关总署, 国泰君安证券研究

图6: 7-ACA价格变动情况



2. 投资建议

我们曾在公司中报点评中, 提出目前 7-ACA 价格的变化对公司价格影响有限: 1、短期内大规模扩产难实现; 2、公司酶法生产技术成熟; 3、公司成本线较低, 目前 7-ACA 价格变动属于预期内, 对业绩影响不大。我们认为 7-ACA 对于公司的影响更多的体现在业绩弹性上: 假设 10 年焦作健康元 7-ACA 销量达到 850 吨, 均价为 850 元/kg, 由于公司提高了生产工艺的稳定性, 盈利能力增强, 我们上调该部分业务的盈利预测, 预计全年贡献净利润 2.3 亿, eps 0.15 元 (原为 0.1 元), 与 09 年相比增长 280% 以上。

我们认为此次 7-ACA 的涨价在预期内, 继续关注培南类制剂的认证进展, 欧美市场的打开才是公司未来业绩的保证。由于 7-ACA 销售全年有超预期的可能, 我们上调公司盈利预测, 10 年、11 年 eps 为 0.55 元、0.65 元 (原来为 0.50 元、0.63 元), 目前股价 11.2 元, 相当于 10 年 20 倍, 继续给予增持评级, 目标价 14 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。

郑磊:

复旦大学管理学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，CPA。

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		