

健康元（600380）：美罗培南及 7-ACA 带动收入快速增长

增持（维持）

医药行业/化学药

当前股价：17.42 元

报告日期：2011 年 3 月 8 日

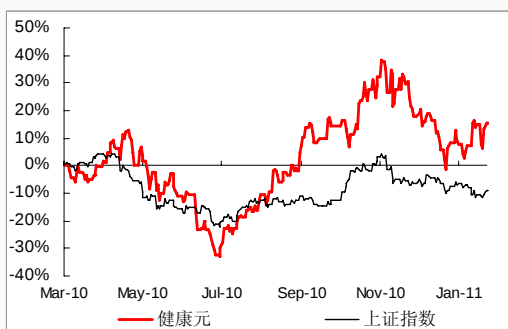
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	368,325	447,286	559,107	698,884
(+/-)	25.35%	21.44%	25.00%	25.00%
营业利润	87,410	110,150	132,979	165,849
(+/-)	—	26.02%	20.73%	24.72%
归属于母公司 的净利润	48,601	74,005	82,749	103,207
(+/-)	—	52.27%	11.82%	24.72%
每股收益（元）	0.37	0.56	0.63	0.78
市盈率（倍）	34	22	20	16

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	131,745/131,745
流通市值（亿元）	383.54
每股净资产（元）	2.91
资产负债率（%）	25.19

股价表现（最近一年）



证券分析师 彭晓

执业证书编号：A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现主营业务收入 44.73 亿元，同比增长 21.44%；实现营业利润 11.02 亿元，同比增长 26.02%；归属母公司净利润 7.40 亿元，同比增长 52.27%；基本每股收益 0.56 元。
- 美罗培南及 7-ACA 带动收入快速增长。**报告期内，公司实现药品收入 41.24 亿元，同比增长 21.47%。其中全资子公司海滨制药美罗培南原料药及其制剂倍能销售均高速增长，海滨公司产品实现销售收入 6.77 亿元，同比增长 35.13%，实现净利润约为 1.92 亿元；焦作健康元酶法 7-ACA 产能放量，带动收入快速增长，焦作健康元实现销售收入 9.41 亿元，贡献净利润约为 3.39 亿元，其中 7-ACA 实现收入 7.10 亿元，同比增长 192.13%；控股的丽珠集团实现营业收入 27.26 亿元，同比增长 5.04%，实现净利润 4.18 亿元，贡献净利润约 1.90 亿元。同时，公司继续大力推进保健品及 OTC 销售业务（不含丽珠集团 OTC 产品），保健品及 OTC 产品实现销售收入 3.38 亿元，同比增长 10.82%，贡献净利润约为 0.80 亿元。
- 7-ACA 毛利率大幅提升。**报告期内公司综合毛利率达到 57.38%，同比提升 1.76 个百分点。其中 7-ACA 产品因 2010 年市场价格比 2009 年同比提升 29%，同时公司酶法生产工艺改进，产能利用率提高，7-ACA 毛利率同比大幅提升 17.80 个百分点。
- 期间费用控制良好，投资收益影响较小。**公司期间费用控制较好，期间费用率同比下降 1.95 个百分点，使净利润进一步增长。此外，公司 2009 年因证券市场操作不利，导致交易性金融资产收益为 -1.39 亿元，对 2009 年净利润造成较大负面影响，而 2010 年公司实现投资净收益 444.08 万元，对利润影响较小，也促进了净利润的明显增长。
- 美罗培南药物国际化及 7-ACA 产能扩张仍是亮点。**第三代抗生素培南类产品是当今全球需求增长最快的品种。其中美罗培南从母核 4AA 到成品有几十步化学反应，市场工艺壁垒较高。海滨制药目前已占据了美罗培南国内需求近 50% 的市场份额，原料药已出口到南美、南亚、东南亚、非洲和东欧等地。公司正在推进美罗培南原料药及其制剂欧洲药典认证及

美国药典标准的认证工作，力图打造国际高端品牌。焦作健康元 7-ACA 二期生产线扩产亦将 2011 年度完成，未来产能放量将促进收入进一步快速增长。

- **盈利预测与评级。**预计公司2011、2012年EPS分别为0.63元、0.78元，以3月7日收盘价17.42元计算，对应的动态市盈率分别为20倍和16倍。公司药品及保健品OTC业务增长比较稳定，目前估值偏低，维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**1) 7-ACA 等原料药价格大幅波动，将影响公司利润。2) 公司持有大量交易性金融资产占比较大，证券市场波动，将大幅影响公司利润。

图表 1 健康元盈利预测

单位（万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	368,325	447,286	559,107	698,884
增长率(%)	25.35%	21.44%	25.00%	25.00%
减：营业成本	163,479	190,650	240,416	300,520
毛利率(%)	55.62%	57.38%	57.00%	57.00%
减：营业税金及附加	738	1,286	1,566	1,957
销售费用	83,773	99,860	124,825	156,031
管理费用	39,020	45,141	56,426	70,532
财务费用	3,845	52	100	500
期间费用率	34.38%	32.43%	32.44%	32.49%
资产减值损失	4,432	1,669	2,796	3,494
加：公允价值变动净收益	28,299	1,078	0	0
投资净收益	-13,926	444	0	0
营业利润	87,410	110,150	132,979	165,849
增长率(%)	-32473.20%	26.02%	20.73%	24.72%
加：营业外收入	2,277	3,022	3,466	4,333
减：营业外支出	740	1,511	1,677	2,097
利润总额	88,947	111,661	134,768	168,085
增长率(%)	14506.40%	25.54%	20.69%	24.72%
利润率(%)	24.15%	24.96%	24.10%	24.05%
减：所得税	10,493	11,306	20,215	25,213
实际税负比率(%)	11.80%	10.13%	15.00%	15.00%
净利润	78,454	100,355	114,553	142,873
归属于母公司所有者净利润	48,601	74,005	82,749	103,207
增长率(%)	—	52.27%	11.82%	24.72%
净利润率(%)	13.20%	16.55%	14.80%	14.77%
少数股东损益	29,853	26,351	31,804	39,666
总股本（万股）	131,745	131,745	131,745	131,745
每股收益（元）	0.37	0.56	0.63	0.78
每股净资产（元）	2.37	2.91	3.16	3.48
净资产收益率（%）	25.13%	26.16%	27.49%	31.20%

资料来源：天相投顾

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

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、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:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040