



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2018-06-25

公司研究报告

买入/首次

健康元 (600380)

目标价: 16.53

昨收盘: 11.70

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

价值重估，呼吸吸入剂龙头初显

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,573/1,562
总市值/流通(百万元)	17,664/17,544
12个月最高/最低(元)	13.84/8.39

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

联系人: 苑建

电话: 010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120042

事件: 近日我们对公司经营情况、研发管线等事项进行了深入研究, 对其子公司和其他资产进行权益估值并加总, 我们认为公司合理市值约 260 亿元, 对应股价 16.53 元。

点评:

健康元持股丽珠集团 44.78%, 直接持股丽珠单抗 35.75%。 1) 丽珠集团目前市值 340 亿 (47.33 元*7.19 亿股), 健康元控股 44.78%, 权益市值 152 亿。健康元直接持有丽珠单抗 35.75% 股权, 丽珠单抗 A 轮融资估值 35 亿元, 预计 IPO 时估值 100 亿元, 35.75% 股权对应权益估值 36 亿元。考虑丽珠单抗未来产品销售可能在丽珠集团层面, 估值打 8 折, 贡献权益估值 30 亿元。(备注: 健康元“直接+间接”持股丽珠单抗比例 60.45%。)

扣除丽珠集团后的健康元净资产 26 亿, 保守给予 1.5 倍 PB, 估值 40 亿元。 扣除丽珠集团后健康元业务包括海滨制药 (美罗培南制剂、100% 股权)、焦作健康元 (7-ACA、100% 股权)、太太药业 (保健品、100% 股权)、电力等。**未来值得特别关注的是公司呼吸吸入剂, 当前国产呼吸吸入剂几乎空白, 而健康元有望成为国产呼吸吸入剂国产龙头之一, 预计 18-19 年有望上市 4 个产品, 预计未来收入将达几十亿元级别。** 健康元呼吸制剂技术合作伙伴是加拿大的, 研发平台上海方予 (健康元控股 70% 股权, 团队持股 30%, 与钟南山领衔的广州呼研所成立合资公司), 生产和销售平台海滨制药 (美罗培南国内份额最大, 基本在呼吸科销售, 因此有销售渠道), 上海方予销售提成。

- **复方异丙托溴铵吸入溶液:** 17 年终端规模 5 亿元, 每年 10-20% 增长, 仅勃林格殷格翰进口一家, 山东京卫制药虽已获批但一直并无销售, 健康元 (太太药业) 18 年 1 月独家报生产。
- **布地奈德混悬液: 重磅品种:** 17 年终端规模 50 亿元, 每年 10-20% 增长, 仅阿斯利康进口一家, 正大天晴、健康元 (太太药业)、长风药业分别于 18 年 2 月、3 月、5 月申报生产, 其中健康元是重大专项, 有可能首仿上市。
- **沙美特罗氟替卡松吸入粉雾剂:** 17 年终端规模 10 亿元, 无增长, 仅 GSK 进口一家, 健康元 (海滨制药) 17 年 11 月报生产, 优先审评; 正大天晴 18 年 6 月报生产; 苏州欧米尼医药报生产已“审批完毕—待制证”。
- **盐酸左旋沙丁胺醇吸入溶液:** 健康元 (太太药业) 17 年 11 月报

生产，优先审评。市场规模不大。

公司总部+南山生产基地，贡献估值 35-50 亿元。公司占地 5 万平方米的“总部办公所在地+南山生产基地”，属于“高新区北区产业升级改造范畴”，估值 60-80 亿之间，税后 50-65 亿元，考虑新产区预计投入 15 亿元，贡献估值 35-50 亿元。如果直接出售，参考“深圳南华气体”案例，由于地段比南华气体略好，加上时间过了 1-2 年，预计售价在 60 亿元以上。如果自己改造，按政府规划，工改工的可能性最大，直接改成商住用地比较难。经过我们测算，工改工估值 80 亿元。

估值与投资建议：公司通过控股丽珠集团和持股丽珠单抗，权益估值分别为 152 亿、30 亿；扣除丽珠后的净资产估值 40 亿元，“总部办公和南山生产基地”存较大工改工可能，可贡献估值 35-50 亿元，合计估值约 260 亿元，目标价 16.53 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：环保相关政策风险；研发进展不及预期等。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyux@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafal@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。