

健康元（600380）

——严重低估的医药股

基本数据	2010-07-07
收盘价（元）	7.30
市盈率	12.38
市净率	3.034
每股净资产（元）	2.52
资产负债率%	26.86%
总股本（亿股）	13.1745
流通 A 股（亿股）	13.1745
流通 A 股市值（亿元）	96.1739

一年内股价走势：



研究员：李权兵

电话：020-37865072

EMAIL: liqb@wlzq.com.cn

报告日期：2010-7-7

投资要点：

- 目前公司的主营业务主要有两块：一个是保健品业务，另外一个药品生产。其中医药是其主要利润来源。
- 7-ACA是公司今年的主要利润增长点，自去年下半年以来产品供不应求，价格上涨超过了人们预期。现在大家比较关心的是7-ACA价格是否会重新回到谷底。我们认为价格下降是必然的趋势，目前的价格下，企业的利润水平太高，降价是价值的回归，但从时间上看，这个过程会相对较长。
- 培南类作为抗感染类相对新的类别，在我国市场增长势头迅猛，2005~2008年医院购药金额平均增长率达24.13%。2008年，医院购买培南类药物金额达22.46亿元，同比增长32.44%。公司下属子公司海滨制药的美罗培南出口数量已居世界第一位，亚胺培南亦已打入印度和巴西等国市场。海滨计划投资1.4亿改造生产线，于2011年尽早通过FDA和COS的检查，正式进入欧美市场。德国MIDAS公司在提供技术支持的同时，也有意向与海滨制药签署欧美市场的代理协议，为市场开拓提供了保障。
- 2010年5月健康元与子公司丽珠集团共同出资设立合资公司进军单抗领域。目前国内不但创新治疗用抗体药物少，而且多数处于实验室研究阶段，研发规模小，特别是在中试工艺的资金、技术、人才特别缺乏，而健康元的产业化能力正好可以弥补这方面的不足。因此我们认为公司进军单抗领域有其一定的优势，决不是制造噱头进行炒作。
- 我们预测公司2010、2011年的每股收益分别为0.59、0.67元，即使考虑到极端情况：7-ACA在2011年均价下降到650元/KG，2011年的每股收益仍然能够达到0.58元。相对目前的股价2010年PE仅为12.38倍，与典型的原料药行业相当。我们认为按照原料药的估值方式来评估健康元的价值是不合适的。按2010年18倍市盈率的水平对其进行估值，目标价位在12.6元左右，与目前股价相差甚远，给予“买入”评级。

健康元药业集团股份有限公司前身为深圳太太保健食品有限公司，公司成立之初主要生产“太太口服液”等保健品。95年以后逐渐进军医药行业，97年收购深圳市海滨制药有限公司完成从保健品企业到制药企业成功转型，健康元药业集团相继收购健康药业（中国）有限公司、丽珠医药集团股份有限公司等医药企业，2003年更名为健康元药业集团股份有限公司。

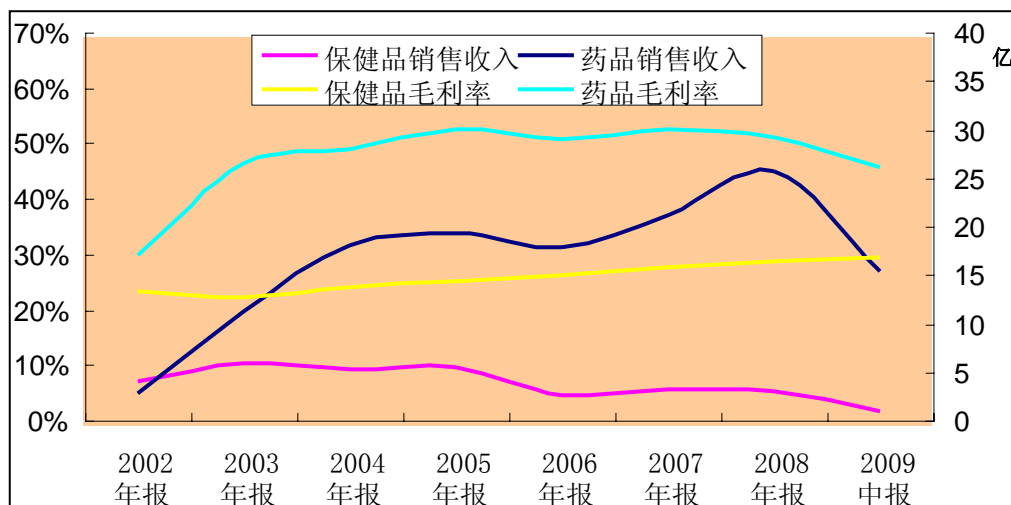
一、公司的主要业务构成

目前公司的主营业务主要有两块：一个是保健品业务，另外一个药品生产。其中保健品业务，主要以太太口服液、鹰牌系列保健品等产品为主，医药业务主要产品有7ACA原料药、培南类制剂以及控股的丽珠集团旗下较多医药产品。

保健品业务是公司发展初期的主要利润来源，但随着销售规模的扩大以及保健品行业的竞争日趋激烈，公司保健品的销售较为平稳，甚至有下降的趋势。而医药产品的销售收入增长较快，在规模上已经远远超过保健品，成为公司的主要业务。

09年公司销售收入36亿，净利润4.84亿，其中保健品收入3亿元，净利润6825万；焦作健康元（主要产品7-ACA）收入3.94亿，净利润0.64亿；海滨（主要产品培南类原料药及制剂）收入5.13亿，净利润1.4亿；丽珠收入26亿，净利润2.1亿。

图一、健康元历年产品分类销售收入及毛利率



二、公司亮点

1、7-ACA——价格维持高位

7-氨基头孢烷酸(简称 7-ACA), 是头孢菌素中最常用的母核, 7-ACA有两个活性基团, 3-位的乙酰氧基和 7-位的氨基, 在这两个活性基团上连接不同的侧链, 就构成不同性质的头孢类抗生素, 如头孢噻肟(cefotaxime)、头孢三嗪(ceftriaxone)、头孢唑啉(cefazolin)、头孢呋辛(cefuroxime)、头孢哌酮(cefoperzone)等。近 10 年来头孢菌素类抗生素发展十分惊人, 目前正在生产的头孢菌素总数在 50 种以上, 临床常用的头孢品种也在 30 个以上。

7-ACA 是通过头孢菌素 C 裂解而成, 按裂解方法的不同分为化学法与酶法。化学反应裂解头孢菌素 C 锌盐(或钠盐)生产 7-ACA, 这种反应需要在极端的条件下进行(例如超低温), 而且还使用大量的有毒有害的化学物品, 给环境和人体健康带来很大的危害。酶法生产的 7-ACA 不含溶剂和重金属、生产占地面积小, 环境污染小, 成本也低。但酶法生产的 7-ACA 与化学法生产的产品相比较杂质较多, 一些要求较高的头孢的生产尚不能使用酶法生产的 7-ACA。不过随着生产技术的提高, 这一问题应该会逐步解决。

目前 7-ACA 生产集中于国内健康元、联邦制药、鲁抗医药、齐鲁制药、哈药总厂、石药集团等九家企业, 石药集团、哈药集团、鲁抗股份等基本采用化学法生产 7-ACA, 但随着环保的日趋严格, 特别是《制药工业水污染物排放标准》今年 7 月正式实施之后, 原料药企业每年将增加企业开支 20%左右用于污水的治理。据测算, 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。同时酶法生产经过多年的发展, 生产工艺也逐渐成熟, 产品成本逐年下降, 即使不考虑新增的环保成本, 酶法 7-ACA 的成本也已经低于化学法的产品。因此, 今年以来 7-ACA 化学法生产工艺基本退出江湖。以前采用化学法工艺为主的石药、福抗等生产企业, 今年已停止采用化学法, 全部改用了酶法。

据保守估计,全球 7-ACA 今年需求量在 6000 吨以上, 而国外企业已基本退出该产品的生产。因此, 当国内企业由原来用化学法生产改为酶法生产时, 7-ACA 在短期内供不应求, 7-ACA 的价格也从 2008 年的 650 元/KG 上涨到今年的 950 元/KG, 并且在 900 元以上长达三个季度, 大大超过了人们预期。虽然近期价格回落到 880 元/KG, 但相比较历史, 这个价格仍是处于高位。

现在大家比较关心的是 7-ACA 价格是否会重新回到谷底。我们认为价格下降是必然的趋势, 目前的价格下, 企业的利润水平太高, 降价是价值的回归, 但从时间上看, 这个过程会相对较长。

- 国内企业大部分是从去年甚至今年才开始进行酶法生产, 在生产工艺上仍不完善, 因此生产成本会相对较高, 降价的程度有限。早在 1996 年, 河南南阳普康药业就引进了酶法生产线, 但由于种种原因没有继续生产。2005 年, 健康元出资设立焦作健康元, 2005 年 6 月 8 日开工建设 7-ACA 项目, 2007 年生产基本成熟, 经过连续 3 年亏损, 直到 2009 年才开始盈利。该项目总共投资 8 亿元, 历时 5 年才有如今的效果。目前大批企业上马酶法生产, 但工艺等核心技术的学习和消化需要时间, 我们估计, 这些企业即使不需要健康元当年那么长时间, 但也不可能在短期内完全掌握生产的要领。

- 目前国内采用酶法生产的企业，除了健康元使用自己的酶外，国内其它酶法生产企业并没有酶的生产能力，酶主要来源于德国以及湖南福来格生物技术有限公司等。因此，国内其它酶法生产企业不但在酶的使用上无法保障，同时成本也较健康高。
- 酶法工艺路线的关键是回收利用，以及能够在自动化生产工艺过程中实现稳定的控制力，才能保证工艺的稳定性、可控性和最终产品的质量。不同厂家、不同质量的 7-ACA 的确有明显的差别。质量不稳定，都会对下游产品带来不利影响。从目前反馈回来的使用情况来看，健康元的 7-ACA 接近国外产品的质量，好于国内大多数其它企业的产品，有享受品牌溢价的可能性。
- 公司仅在 7-ACA 的环保上就投入 2 亿元，经过多年的试验和实践，拥有自己的独有技术，环保水平居于各生产企业之首，其发酵后的残滓是较好的肥料，能够出售收回部分成本。而其它企业要上量，首先要解决的就是环保问题，这是除生产工艺以外的另一个技术壁垒。
- 公司参股的金冠电力与焦作健康元相邻，金冠电力是火力发电公司，其发电过程中产生的蒸气直接输送到健康元，可以降低其生产成本。另外，2009 年丽珠与健康元合资在焦作设立了焦作丽珠合成制药有限公司。丽珠合成作为 7-ACA 的下游厂家，年需求 200 多吨 7-ACA。焦作丽珠合成的成立，降低了运输成本。这部分节省下来的运输费用即使不体现在焦作健康元的利润上，也会体现在丽珠合成的利润上。
- 由于中国现在是世界主要的 7-ACA 生产国，因此在国内需求相对饱和后，国际市场的需求仍有较大的空间，延缓了 7-ACA 的价格下跌。健康元目前正在推进出口事宜，估计下半年会有部分产品出口。

2、培南类制剂——仍处于高速增长期

碳青霉烯（培南类）是美国上世纪 70 年代开发的一种全新化学结构的新型抗菌剂，它与青霉素/头孢菌素同属“β 内酰胺类抗生素”。自上世纪 80 年代中期世界第一只培南类抗生素——亚胺培南在日本上市以来，国外至少已开发出十几只培南类抗生素产品，其中亚胺培南、美罗培南、帕尼培南和多利培南等多个培南类抗生素已进入世界畅销药物排名榜的前 100 名。培南类药物能在短短 20 年内迅速崛起并与头孢菌素、大环内酯类抗生素形成分庭抗礼之势，主要归功于其所具有的抑制耐药菌株的效果。2008 年全球培南类药物总销售额达到 25 亿美元，约占抗生素市场 10% 份额。

在我国，培南类作为抗感染类相对新的类别，市场增长势头同样迅猛，2005~2008 年医院购药金额平均增长率为 24.13%。2008 年，医院购买培南类药物金额达 22.46 亿元，同比增长 32.44%。在抽样医院数据中，培南类在抗感染药物中的比重也日益增加，已由 2003 年的 3.16% 增长到 2007 年上半年的 4.38%，市场正处于快速增长期。

目前美罗培南和亚胺培南/西司他丁钠两个品种是培南类药物市场的主导品种。

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。美罗培南由日本住友制药公司与英国 ICI 制药公司开发，1994 年在意大利上市。1999 年进入我国市场，是国家医保乙类用药。目前，我国临床主要以日本住友制药株式会社的“美平”、深圳海滨制药有限公司的“倍能”和浙江海正药业股份有限公司的“海正美特”为主。医院抽样数据表明，从 2006 年以来，无论在医院购药金额还是增长率上，美罗培南一直处于培南类药物市场的领先地位，近几年的增长率更是在 33.34% 以上，2008 年美罗培南医院购药规模约为 11.63 亿元。

亚胺培南由美国默沙东公司在 1979 年研制成功，是进入我国最早的培南类药物，后与西司他丁钠组成复方制剂。临床主要以默沙东的“泰能”为主，医院购药金额稳步上升中，增长率基本保持在两位数。

健康元下属子公司海滨制药生产的美罗培南及其制剂于 2001 年正式投入市场，是国内第一个攻克美罗培南合成工艺并第一个成功生产上市的制药企业。继国内首个开发成功美罗培南后，深圳海滨制药厂于 2005 年 12 月正式生产上市了国产首个亚胺培南原料药，使得该品种从此不再完全依赖进口，同时其原料也已开始出口印度、巴西等。

随着市场的扩大，培南类药物的研发非常热门，2006~2009 年间，国家食品药品监督管理局新增培南类抗生素原料药和制剂的批文高达 41 个，仅 2008 年就有 18 个，2009 年上半年有 12 个。

至 2007 年初，国内生产培南类原料药的厂家已悄然扩大至七八家，包括 3 家美罗培南生产厂家（深圳海滨制药、浙江海正药业、河北中润制药）、1 家亚胺培南生产厂家（深圳海滨制药）、1 家法罗培南生产厂家（山东新时代药业）和 1 家比阿培南生产厂家（江苏先声药业）等。我国业已成为世界主要培南类抗生素生产与出口国家，其中，美罗培南原料药产量和出口量已压倒日本和美国跃居全球第一。海滨制药在 2006 年之时，其美罗培南的出口数量已居世界第一位，亚胺培南亦已打入印度和巴西等国市场，出口数量可观。

公开资料显示，海滨制药美罗培南原料每年实际产量约 6 至 7 吨；美罗培南制剂实际产量 300 至 400 万支。其中，美罗培南出口占总产量的 60%，制剂出口占总产量的 10%。目前海滨制药的产能为 15 吨左右，完全能够满足今年几年的发展。

虽然海滨制药生产的美罗培南和制剂都已经开始出口海外，但是主要市场仍是非规范市场，由于没有批文，高毛利的欧美市场无法进入。为此，海滨计划投资 1.4 亿改造生产线，于 2011 年尽早通过 FDA 和 COS 的检查，正式进入欧美市场。另外，德国 MIDAS 公司在提供技术支持的同时，也有意向与海滨制药签署欧美市场的代理协议，未来的合作模式将是按销售额提取佣金，过程相对透明，不会出现利润流失的情况。

2009 年，海滨的销售额为 5.13 亿人民币（含原料药及制剂），而同期培南类全球的销售约为 25 亿美元。海滨生产的培南类原料药与制剂的质量与国外产品基本相当，但价格仅相当于同类产品的一半，在性价比上拥

有较大的优势，如果能够实现在规范市场的突破，将对公司的发展产生深远的影响。

3、进军单抗——打造明日之星

2010年5-31日健康元与子公司丽珠集团共同公告称，双方合资设立珠海市丽珠单抗生物技术有限公司，注册资本人民币1亿元。其中丽珠集团以现金出资5100万元，占新公司注册资本的51%，健康元以现金出资4900。此公告标志着公司正式进军单抗领域。

抗体类药物以其高特异性、有效性和安全性正在发展成为国际药品市场上一大类新型诊断和治疗剂，单抗药物的作用机理，使其在肿瘤和自身免疫系统缺陷等疾病的治疗领域应用越来越广泛，单抗药物属于第三代生物工程产品，是国际基因药物研发的主流方向，目前中国尚处于起步阶段，具有非常广阔的前景。

我国单克隆抗体产业起步于上世纪90年代后半叶，但由于行业壁垒非常高，真正有产品成功上市的企业只有中信国健药业（兰生集团间接参股公司）、百泰生物（未上市公司）、华神集团和美恩药业（未上市公司），其它企业如复旦张江（香港上市）、海正药业、双鹭药业以及康弘药业（未上市公司）等企业还处于早期产品研究开发阶段，离产业化还有相当长的一段路要走。

很多人对健康元的技术实力表示怀疑，认为进军单抗领域风险太大，但我们并不这样认为。纵观健康元的发展历史，我们可以看到，健康元完成了许多“不可能完成”的事情：国内最早仿制成功美罗培南、国内最早成功进行酶法生产、国内最早4-AA量产。这里或许没有创新的药品，但其仿制能力和产业化能力得到了实践的检验。

目前国内不但创新治疗用抗体药物少，而且多数处于实验室研究阶段，研发规模小，特别是在中试工艺的资金、技术、人才特别缺乏，而健康元的产业化能力正好可以弥补这方面的不足。因此我们认为公司进军单抗领域有其一定的优势，是经过慎重考虑的决定，决不是制造噱头进行炒作。

公司进军单抗领域的决心很大，在今后几年内将会每年投资2亿元左右进行研发。前几次对公司高速发展起到至关重要的成功项目（美罗培南、酶法7-ACA）都花费了4年左右的时间，我们期待也相信4年后，公司能在单抗领域有所建树。

4、丽珠集团——稳定增长

2009年丽珠的销售及利润增速都达到了历史较高水平。从销售收入看，中药制剂、原料药、抗微生物产品、生殖用药、诊断试剂同比分别增长62.49%、19.24%、22.62%、26.20%、24.34%。从产品看，参芪扶正注射液、

抗病毒颗粒增幅较大，原料药由于成本降低毛利率上升了 14.49 个百分点。产品结构的变化、原料药毛利率的提高是公司整体毛利率提高的主要原因。

2010 年一季度公司业绩仍然保持较快的增长势头，原料药的生产快速增长抵消了抗病毒颗粒的下降，而中药注射液及生殖用药保持平稳增长。

丽珠集团的产品众多，受益于整个医药市场的持续增长，我们认为今后几年丽珠集团的利润水平将保持 20%左右的增长速度。

三、专注医药或有惊喜

1、退出二级市场——利润波动减小

公司以前在二级市场投入较大，随着股票市场的起伏，投资收益也出现巨额变动，影响了公司整体收益的稳定性。但 2009 年以后，公司基本退出了股票市场，今后的业绩不会出现以前年度那样剧烈的波动。

2、持有银河证券股份——或有惊喜

2007 年 4 月 24 日，健康元与银河证券就当年托管于银河证券深圳深茂营业部的 14491.5 万元国债清偿事项达成协议。双方同意，银河证券以每股 5 元价格共折算 2898.3 万股银河股份的权益股份，以偿还健康元托管于银河证券深茂营业部账面净值 14491.5 万元国债。银河股份上市后，健康元可以委托银河证券并且在转让价格达成一致后将全部权益股份通过证券市场转让。如果转让价格低于 5 元/股，健康元有权要求银河证券支付实际转让价与 5 元/股之间的差额；如转让价格高于 5 元/股，高于 5 元/股的转让收益部分双方各得 50%；为保障银河股份顺利上市，健康元未经银河证券书面同意，不得在其上市前，以任何形式将股份权益股份转让给协议外的第三方。

银河证券是国内优秀的证券公司之一，在全部证券公司中总资产排名第二，09 年净利润为 45.4 亿元，排名第三。银河证券正在筹划上市，参照广发及海通证券的市值，我们估算银河证券每股价值应该在 12 元以上，按照协议，如果这部分股权全部出售的话应该给公司带来约 1 亿元的投资收益。因此，一旦上市成功，其股权升值将会给投资者带来惊喜，即使暂时不能上市，每年分红也会给公司带来较好的投资收益。

四、业绩预测和投资建议

业绩预测前提条件：

- 2010年6月份7-ACA产能达到1100吨，下半年均价维持在800元/KG，2011年产能达到1400吨，均价维持在750元/KG。
- 海滨制药的净利润维持在20%左右的增长速度。
- 丽珠集团的利润平稳增长。

我们在以上假设前提下预测公司2010、2011年的每股收益分别为0.59、0.67元，即使考虑到极端情况：7-ACA在2011年均价下降到650元/KG，2011年的每股收益仍然能够达到0.58元。相对目前的股价2010年PE仅为12.38倍，与典型的原料药行业相当。

表一、主要原料药公司市盈率比较

公司	收盘价	动态市盈率（1Q*4）
新和成	25.48	11.98
浙江医药	25.94	9.79
东北制药	14.57	10.75
天药股份	6.39	70.32
华北制药	9.13	18.14
海普瑞	113.89	45.62

数据截止日期 2010-7-7

我们认为公司的7-ACA虽然面临着降价的风险，但降价的速度可能小于预期，同时即使是2010年7-ACA的利润也不会超过公司总体收益的50%，而公司其它业务如培南类产品、丽珠旗下产品的成长性都比较明确，因此按照原料药的估值方式来评估健康元的价值是不合适的。

我们认为在不考虑公司培南类制剂出口、单抗的发展前景以及银河证券可能上市所带来的投资收益的情况下，公司与华北制药在规模、产品及利润构成等方面的情况类似。因此我们按2010年18倍市盈率的水平对其进行估值，目标价位在12.6元左右，与目前股价相差甚远，给予“买入”评级。

五、风险提示

- 1、产品价格下降超过预期。
- 2、国家政策变化所带来的经营风险。

投资评级说明：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

免责条款：

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。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征价。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。本报告版权归万联证券所有，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。