

健康元 (600380)

年报业绩说明会纪要

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

➤ 焦作健康元、海滨、丽珠是三大盈利增长点

本报告导读:

投资要点:

- 1月20日健康元召开投资者见面会,主题是09年年报交流会,参加的公司高管包括:朱保国董事长、邱庆丰副总经理兼董秘、钟山副总经理、健康事业部总经理张实伟等。
- 2009年度较上年同期相比,公司主营收入升幅为25.75%;主营业务产生的利润贡献约为39,107万元,升幅约为57.16%;2009年度公司投资收益约为9,293万元;2009年度实现归属上市公司股东的净利润为4.84亿元,实现每股收益0.44元,较上年度上升1892.28%。主营利润上升主要是:焦作、海滨制药、丽珠集团。投资收益上升主要是:证券投资收益、金冠电厂。
- 海滨制药:09年收入5.13亿元,净利润贡献1.43亿元;分别同比增长21%、24%。落实到品种上:倍能收入增幅30%,美罗培南增幅38%。公司还致力于成本降低,主要环节是工艺改进和原材料成本下降。目前正在进行COS和FDA认证。
- 焦作健康元:09年收入3.94亿元,净利贡献6434万元(08年还是亏损1800万)。09年销售7-ACA 656吨,年初价格600元/kg,年底价格850/kg。公司生产工艺改进体现在提炼工艺改进、发酵工艺改进、酶使用批次增加上,从而使得成本下降达到20%、08年80%供给丽珠集团,09年30%供给丽珠集团。7-ACA:公司目前产能是650吨,在10年将扩展到1100吨。1100吨7-ACA需要约1.5万吨豆油,这一块是主要的支出。7-ACA的制造工艺成本比较:化学法成本在650元/kg;酶法要低一些。
- 丽珠集团:09年收入25.95亿元,同比增幅26%;净利5.13亿元。贡献净利润2.15亿元。
- 预计健康元10年eps波动在0.5-0.59元之间,目前股价12.36元,相当于10年21-25倍。我们给予谨慎增持建议,目标价14元。

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,499	2,938	3,571	4,341	5,179
(+/-)%	15.7%	17.6%	21.5%	21.6%	19.3%
经营利润 (EBIT)	1,198	53	966	1,130	1,307
(+/-)%	769.2%	-95.6%	1733.2%	17.0%	15.7%
净利润	725	-27	487	587	690
(+/-)%	-1624.3%	-103.7%	-1906.0%	20.7%	17.5%
每股净收益 (元)	0.66	-0.02	0.44	0.54	0.63
每股股利 (元)	0.10	0.12	0.04	0.05	0.06

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	48.0%	1.8%	27.0%	26.0%	25.2%
净资产收益率 (%)	25.0%	-1.0%	14.1%	14.7%	14.9%
投入资本回报率 (%)	38.2%	1.6%	25.3%	30.3%	33.0%
EV/EBITDA	10.2	50.6	12.4	10.7	9.3
市盈率	18.8	-504.6	27.9	23.2	19.7
股息率 (%)	0.8%	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%

评级:

谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格:

¥14.00

上次预测: ¥0.00

当前价格:

¥11.81

2010.01.25

交易数据

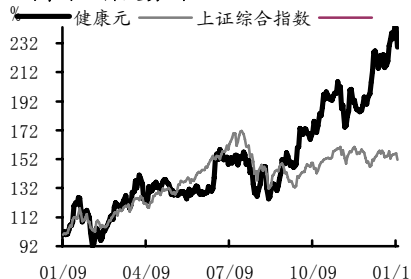
52周内股价区间 (元)	4.60 ~ 13.42
总市值 (百万元)	13,570
总股本/流通A股 (百万股)	1,098/1,098
流通B股/H股	0/0
流通股比例	1.00
日均成交量 (百万股)	18.1
日均成交值 (百万元)	148.3

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	2,777.98
每股净资产	2.53
市净率	4.9
净负债率	14.1%

EPS (元)	2008A	2009
Q1	0.04	0.08
Q2	(0.03)	0.10
Q3	-	0.12
Q4	(0.03)	0.14
全年	-0.02	0.44

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	17.7	34.9	129.2
相对指数	16.8	32.3	70.4

模型更新时间: 2010.01.25

股票研究

医药制造业

医药制造业

健康元(600380)

评级: 谨慎增持

上次评级: 首次评级

目标价格: ¥ 14.00

上次预测: ¥ 0.00

当前价格: ¥ 11.81

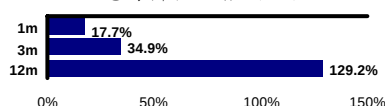
公司网址:

www.jioncare.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医药企业,产品涵盖处方药、OTC和保健品三大领域,并推出太太口服液、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

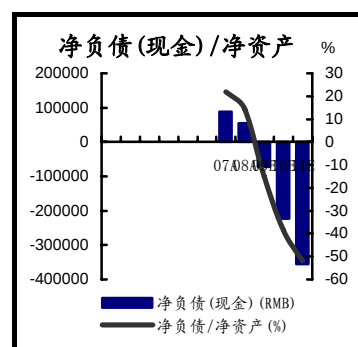
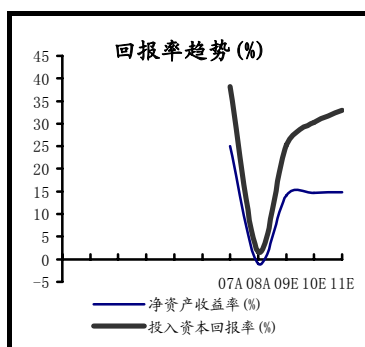
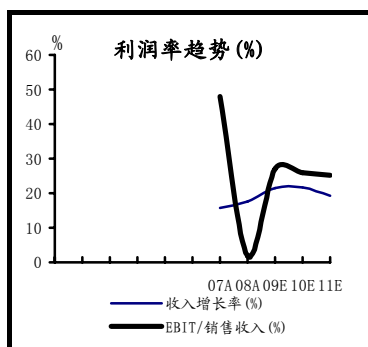
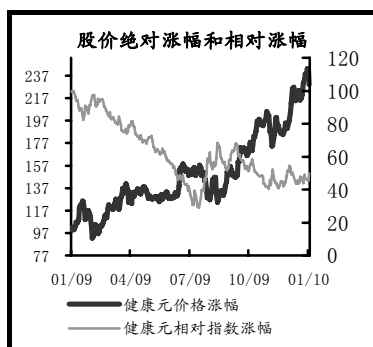
4.60~13.42

市值 (百万)

13,570

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	2,499	2,938	3,571	4,341	5,179
营业成本	1,249	1,440	1,710	1,783	2,174
税金及附加	5	6	8	9	11
营业费用	482	631	786	955	1,139
管理费用	336	327	357	434	518
EBIT	1,198	53	966	1,130	1,307
公允价值变动收益	326	-633	290	0	0
投资收益	477	190	0	0	0
财务费用	31	55	30	0	-21
营业利润	1,168	-3	936	1,130	1,328
所得税	138	-19	131	158	186
少数股东损益	302	52	318	384	451
净利润	725	-27	487	587	690
资产负债表					
货币资金、交易性金融	1,490	1,073	1,210	2,230	3,092
其他流动资产	1,304	1,422	1,911	1,890	2,275
长期投资	299	280	185	185	185
固定资产合计	1,728	1,658	1,768	1,794	1,767
无形及其他资产	828	850	826	811	790
资产合计	6,014	5,821	6,354	7,304	8,473
流动负债	1,704	1,716	1,277	1,296	1,379
长期负债	240	244	216	224	226
股东权益	4,070	3,862	4,861	5,784	6,867
投入资本(IC)	3,137	3,376	3,821	3,730	3,955
现金流量表					
NOPLAT	1,056	216	831	972	1,124
折旧与摊销	213	232	193	222	246
流动资金增量	45	115	389	(43)	303
资本支出	65	79	190	190	190
自由现金流	1,379	642	1,602	1,339	1,862
经营现金流	999	(744)	889	1,243	1,067
投资现金流	(731)	827	180	(174)	(168)
融资现金流	(115)	(82)	(704)	(49)	(38)
现金流净增加额	154	0	365	1,020	861
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.7%	17.6%	21.5%	21.6%	19.3%
EBIT 增长率	769.2%	-95.6%	1733.2	17.0%	15.7%
净利润增长率	-1624.3	-103.7	-1906.0	20.7%	17.5%
利润率					
毛利率	50.0%	51.0%	52.1%	58.9%	58.0%
EBIT 率	48.0%	1.8%	27.0%	26.0%	25.2%
净利润率	29.0%	-0.9%	13.6%	13.5%	13.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	25.0%	-1.0%	14.1%	14.7%	14.9%
总资产收益率(ROA)	12.1%	-0.5%	7.7%	8.0%	8.1%
投入资本回报率	38.2%	1.6%	25.3%	30.3%	33.0%
运营能力					
存货周转天数	129	131	123	130	121
应收账款周转天数	72	70	66	66	66
总资产周转天数	775	725	614	566	548
净利润现金含量	0.97	(29.79)	1.10	1.28	0.93
资本支出/收入	2.59%	2.68%	5.31%	4.37%	3.66%
偿债能力					
资产负债率	32.3%	33.7%	23.5%	20.8%	18.9%
净负债率	21.8%	14.1%	-14.9%	-38.4%	-51.8%
估值比率					
PE	18.8	(504.6)	27.9	23.2	19.7
PB	4.7	4.9	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	10.2	50.6	12.4	10.7	9.3
P/S	3.02	4.63	3.81	3.13	2.63
股息率	0.8%	1.0%	0.4%	0.4%	0.5%



本篇报告分成两个部分:

- 1、健康元投资者见面会会议纪要
- 2、公司详细介绍及行业背景情况研究

1. 交流会会议纪要

1月20日健康元召开投资者见面会,主题是09年年报交流会,参加的公司高管包括:朱保国董事长、邱庆丰副总经理兼董秘、钟山副总经理、健康事业部总经理张实伟等。

下面是会议纪要:

1、2009年度较上年同期相比,公司主营收入比去年同期上升75,652.15万元,升幅为25.75%;2009年度公司主营业务产生的利润贡献约为39,107万元,较上年同期同口径相比,升幅约为57.16%;2009年度公司投资收益约为9,293万元;2009年度实现归属上市公司股东的净利润为4.84亿元,实现每股收益0.44元,较上年度上升1892.28%。

主营利润上升主要是:焦作、海滨制药、丽珠集团

投资收益上升主要是:证券投资收益、金冠电厂。

2、09年保健品:收入3.07亿元,净利润6825万元。收入减少6226万元,净利润贡献下降3400万元。下降的主要原因:由于2009年春节时间早于2008年,2009年春节旺销季节提前至2008年底,致使09年内保健品销售下降,公司已在近千个县完成销售人员的布置,约3,000名销售人员将在下半年加大终端的管理及促销工作。公司对10年的规划是做到含税4.8亿(即不含税4.1亿),同比增幅40%。

3、海滨制药:09年收入5.13亿元,净利润贡献1.43亿元;分别同比增长21%、24%。落实到品种上:倍能收入增幅30%,美罗培南增幅38%。公司还致力于成本降低,主要环节是工艺改进和原材料成本下降。目前正在进行COS和FDA认证。

3、焦作健康元:09年收入3.94亿元,净利贡献6434万元(08年还是亏损1800万)。09年销售7-ACA 656吨,年初价格600元/kg,年底价格850/kg。公司生产工艺改进体现在提炼工艺改进、发酵工艺改进、酶使用批次增加上,从而使得成本下降达到20%、整体来看:08年80%供给丽珠集团,09年30%供给丽珠集团。

4、丽珠集团:09年收入25.95亿元,同比增幅26%;净利5.13亿元。贡献净利润2.15亿元。

5、投资收益部分:证券投资收益2411万、天同、银河证券收益1089万;金冠电力631万;出售大地财险2200万,加上其他共计6332万。

培南类:全球销售收入25亿美元,其中亚胺培南和美罗培南占比80-90%,亚胺培南默沙东销售额排全球第一,美罗培南南新全球第一。健康元有2个新的培南在申报生产,预计10年中期能拿到证书。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。制剂销售方面:09年销售了300万支;公司目前正在扩大培南类的产能,计划扩展到15吨。公司也在做COS和FDA认证,设计为5万吨产能为出口。如果国外认证能拿到,公司将和国外当地公司签代理权,前提条件是每年销售额达到1千万

欧元以上。

7-ACA: 公司目前产能是 650 吨, 在 10 年将扩展到 1100 吨。7-ACA 生产成本方面: 材料 54%、电费 22%、折旧 10%、人工 4%、制造 2%等。1100 吨 7-ACA 需要约 1.5 万吨豆油, 这一块是主要的支出。7-ACA 的制造工艺比较中: 酶法生产周期约 138h; 周期比较短。成本比较: 化学法成本在 650 元/kg; 酶法要低一些。公司有 300 个工程师在各个环节上降低公司的制造成本。

新建 500 吨的产能需要投资约 6 个亿, 但是新的进入者必须考虑: 如果投产后, 供应增加, 价格开始下降, 则没有盈利。

我们的看法: 总体来说, 1、7-ACA 缺货最主要原因是环保压力下化学药厂家开工不足造成。前期的停产及技改影响产量进而影响供求; 2、抗生素旺季及甲流影响, 需求量大增。有些小头孢类制剂进入 2010 基本医保目录, 也带动小头孢原料需求增加。

预计健康元 10 年 eps 波动在 0.5-0.59 元之间, 目前股价 12.36 元, 相当于 10 年 21-25 倍。我们给予谨慎增持建议。目标价 14 元。

2. 公司背景简介

1.1 背靠健康元集团, 业务范围广阔

1999 年, 公司系由深圳太太药业有限公司整体变更设立, 并于 2001 年首次公开发行 7,000 万股 A 股在上交所上市; 2003 年 6 月, 公司更名为“深圳健康药业集团股份有限公司”; 同年 9 月, 公司更名为“健康元药业集团股份有限公司”。公司经营范围为处方药、OTC 和保健品三大领域, 主要产品包括太太口服液、静心口服液、鹰牌花旗参、丽珠得乐等知名品牌。

根据公司 09 年三季报显示, 目前股本为 109,787.4 万股。深圳百业源投资持有 53,223.3 万股, 占总股本 48.48%, 系公司控股股东; 朱保国分别持有深圳百业源投资 90%股份和鸿信行 0.1%股份, 系公司实际控制人, 并担任公司董事长。

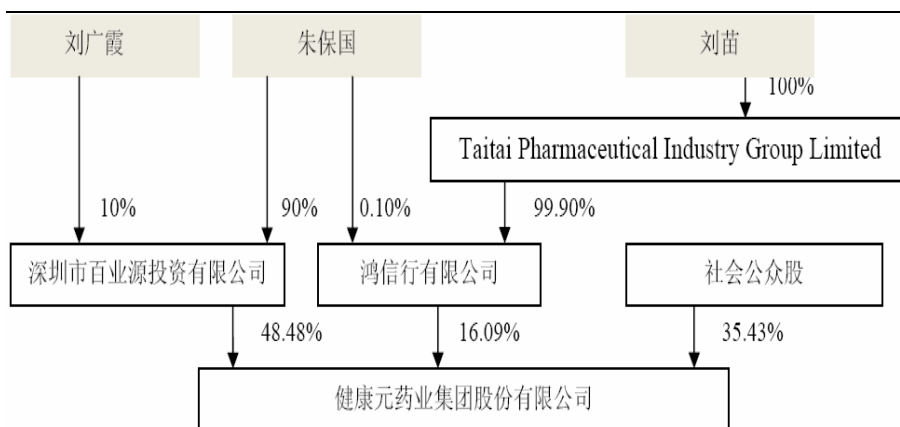
表 1: 2008 年末股东持股情况

股东名称	持股总数(万股)	持股比例(%)
深圳市百业源投资有限公司	53,223.3	48.48
鸿信行有限公司	17,666.1	16.09
A 股流通股	38,898	35.43
总共	109,787.4	100.00

数据来源: 健康元 2008 年年报, 国泰君安证券

公司控股公司较多, 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, 其中深圳太太药业、新乡海滨药业和丽珠集团贡献利润比重较大, 在一定程度上带动了公司整体销售业绩的增长。

图 1: 2008 年末公司股权结构



数据来源: 健康元 2008 年年报, 国泰君安证券

表 2: 公司主要控股公司经营情况 (万元)

公司名称	注册资本	主要产品或服务	资产规模	净利润
深圳太太药业有限公司	10,000	研究开发、生产经营营养保健口服液、保健颗粒剂(不含易拉罐利乐包装及现行出口许可证管理的商品); 中成药、口服液、片剂、胶囊剂、激素类片剂、食品、强化食品、保健食品; 增加: 研究开发、生产经营泡腾片	32,115.75	6,145.05
新乡海滨药业有限公司	2,000	生产培南系列医药中间体	21,251.62	11,107.36
健康药业(中国)有限公司	港币 7,317	生产和销售自产的鹰牌食品类、保健食品类、中药饮片类和药类产品	24,141.67	2,628.56
丽珠医药集团股份有限公司	30,603.55	药品研发、生产制造及销售	292,381.33	5,207.32
焦作市健康元生物制品有限公司	20,000	生产销售 7-ACA	73,536.83	(2,343.55)
深圳市风雷电力投资有限公司	10,000	电力投资、投资兴办实业、国内商业、物资供销业	17,007.18	170.12
深圳市海滨制药有限公司	5,500	生产化学药品原料药和制剂、生物制品、中成药加工	41,301.73	948.47
深圳市喜悦实业有限公司	4,300	生物制剂的技术开发, 投资兴办实业、物资供销业等	73.08	(126.94)
健康元日用保健品有限公司	10,000	经营保健品、花旗参茶、花旗参含片、花旗参胶囊、定型包装食品(含保健食品)的批发	8,282.28	(410.20)
深圳太太基因工程有限公司	2,000	人类疾病特异基因的筛选; 基因工程药物及诊断试剂的研究、开发、生产、销售及技术咨询服务	1,605.92	282.95
天诚实业有限公司	港币 20,000	投资、贸易	29,657.11	1,519.71
珠海健康元生物医药有限公司	2,400	生物医药产品的技术研究、开发与应用	1,235.60	(259.29)
山东健康药业有限公司	5,000	制造化学药品、原料药及制剂、中药、护肤、抑制粉刺类化妆品及相关卫生用品	5,763.41	363.87

数据来源：健康元 2008 年年报，国泰君安证券

注：上表中除丽珠集团数据已合并其旗下子公司报表外，其他子公司之间相互持股的未合并或权益法核算其持有的其他子公司、分公司的报表，前述部分子公司间的内部销售及往来账项在本公司编制合并报表过程中进行抵销。

1.2 主营收入持续上升，净利润情况改善

09 年 3 季报: 主营收入、营业利润分别为 26.70、5.18 亿元, 分别同比上升 19.2%、34.8%, 净利润 3.36 亿元, 同比大幅度增长, 主要是由于出售股票及交易性金融资产的公允价值变动所致。营业利润率有所上升 (09-3q 19.4%, 08-3q 17.2%), 主要是公司产品毛利率上升的缘故。EPS 0.31 元(一季度单季度 0.08, 二季度单季 0.12 元, 三季度单季 0.12 元)。ROE 11.3%, 每股经营性现金流 0.41 元。

表 2: 利润表分析 (万元)

	083q	093q	增量	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3q
主营收入	223,998	267,049	43,051	75,273	78,245	70,480	69,851	75,145	91,635	100,268
同比 %	22.2%	19.2%		26.2%	33.1%	8.6%	5.1%	-0.2%	17.1%	42.3%
环比 %				13.2%	3.9%	-9.9%	-0.9%	7.6%	21.9%	9.4%
毛利率	49.5%	55.1%		47.6%	48.4%	52.9%	55.6%	54.0%	56.1%	55.1%
主营毛利	110,974	147,269	36,295	35,858	37,852	37,264	38,864	40,609	51,440	55,220
同比 %	21.0%	32.7%		10.8%	44.9%	12.1%	16.9%	13.2%	35.9%	48.2%
环比 %				7.8%	5.6%	-1.6%	4.3%	4.5%	26.7%	7.3%
主营税金/收入	0.2%	0.2%		0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	45,551	62,691	17,140	13,954	15,260	16,337	17,547	17,854	21,503	23,334
销售费用/收入	20.3%	23.5%		18.5%	19.5%	23.2%	25.1%	23.8%	23.5%	23.3%
管理费用	22,794	25,721	2,927	6,929	7,609	8,255	9,868	7,770	9,462	8,489
管理费用/收入	10.2%	9.6%		9.2%	9.7%	11.7%	14.1%	10.3%	10.3%	8.5%
财务费用/收入	1.4%	1.1%		0.0%	1.4%	2.8%	3.4%	2.0%	0.9%	0.7%
期间费用率	31.9%	34.2%		27.8%	30.7%	37.7%	42.7%	36.1%	34.7%	32.5%
营业利润	38,420	51,779	13,359	13,907	13,417	11,096	5,573	12,836	17,316	21,627
营业利润率	17.2%	19.4%		18.5%	17.1%	15.7%	8.0%	17.1%	18.9%	21.6%
同比 %	20.3%	34.8%		17.6%	55.4%	-3.3%	24.8%	-8%	29.1%	94.9%
环比 %				211.4%	-3.5%	-17.3%	-49.8%	130%	34.9%	24.9%
公允价值变动	(54,513)	27,484	81,997	-14,437	-26,235	-13,841	-8,782	25,856	2,370	-741
投资收益	19,826	(15,722)	(35,547)	8,695	8,618	2,513	-795	-19,819	2,932	1,166
营业外收支净额 (公允价值 + 投 资收益 + 营业外 收支) / 利润总额	231	341	110	168	-11	74	648	212	7	122
利润总额	3,964	63,882	59,918	8,332	-4,211	-157	-3,355	19,084	22,624	22,174
税前利润率	1.8%	23.9%		11.1%	-5.4%	-0.2%	-4.8%	25.4%	24.7%	22.1%
同比 %	-96.4%	1511.5%		-66.6%	-121.2%	-100.2%	-146.7%	129.0%	-637.3%	-14193.1%
环比 %				16.1%	-150.5%	-96.3%	2032.5%	-668.8%	18.5%	-2.0%
实际税率	18.9%	13.3%		13.8%	41.5%	94.5%	34.0%	14.1%	13.2%	12.6%
少数股东损益/ 利润总额	113.2%	34.2%		40.1%	-25.1%	-57.6%	-21.1%	37.6%	36.0%	29.4%
净利润	227	33,567	33,341	3,846	-3,520	-99	-2,922	9,217	11,500	12,850
同比 %	-99.7%	14705.7%		-73.6%	-133.4%	-100.2%	-153.3%	139.7%	-426.7%	-13056.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

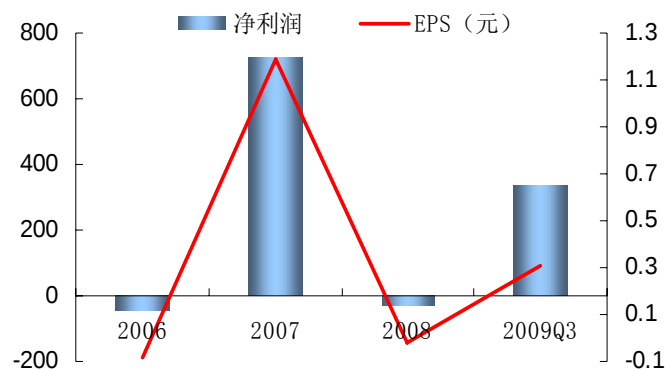
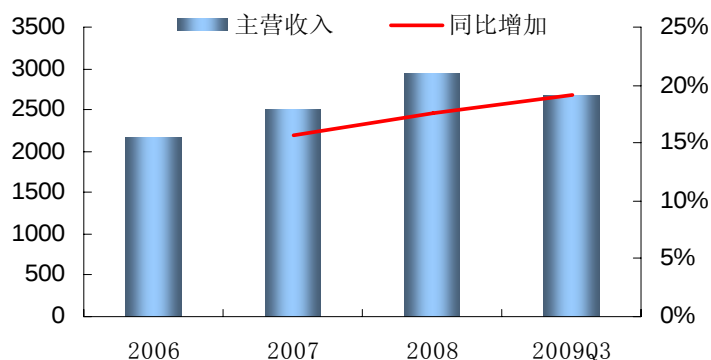
环比 %			-29.8%	-191.5%	-97.2%	2846.4%	-415.4%	24.8%	11.7%
EPS	(0.02)	0.31	0.04	(0.03)	0.00	(0.03)	0.08	0.10	0.12

数据来源：国泰君安证券

过去 3 年，公司主营收入增长稳定，复合增长率为 16.62%，2008 年金融危机没有给公司的销售带来明显的影响。公司净利润波动较大，在 2008 年还出现亏损状态，但在扣除非经常性损益后，公司的净利润为 2.29 亿元，实现同比增长 16.5%。由于公司一直热衷于参与证券市场投资，因此证券投资的收益一直是左右公司业绩的主要因素，2008 年公司的公允价值变动损益和投资收益合计亏损 4.43 亿元，所以导致 2008 年归属母公司的净利润为-0.27 亿元，每股收益-0.02 元。而 2009 年第三季度报表显示，由于公司在投资收益转好，因此净利润增长又重新回到正常轨道。

图 2：公司业务收入变化（百万元）

图 3：公司净利润变化（百万元）



数据来源：国泰君安证券

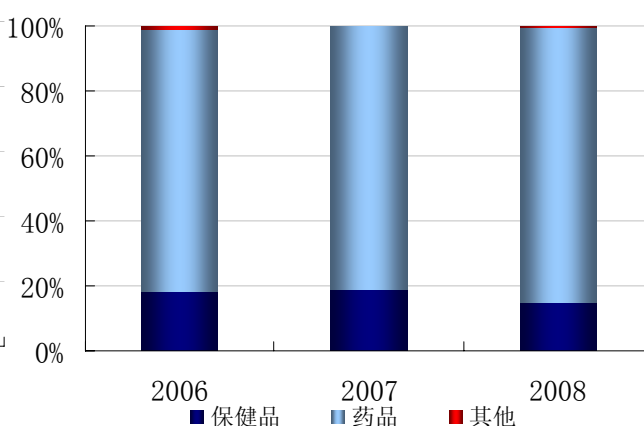
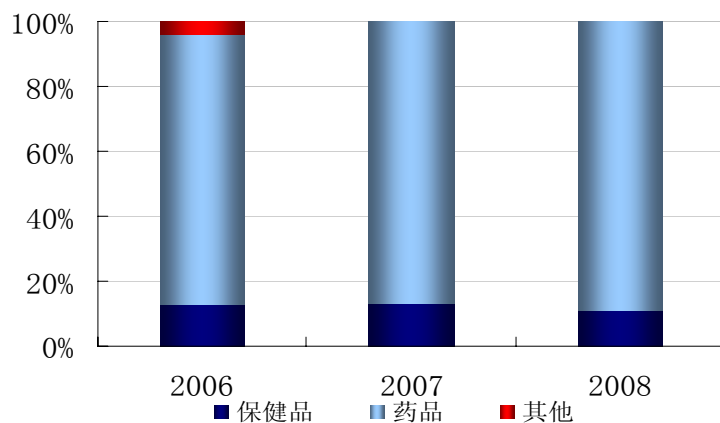
数据来源：国泰君安证券

1.3 药品收入为主业，保健品比重降低

公司 08 年收入构成：保健品、药品、其他分别为 3.17、25.77、0.06 亿元，分别占收入比重为 10.93、88.89%、0.18%，毛利率分别为 71.19%、48.69%、77.95%；保健品、药品、其他分别占公司毛利比例为 15.19%、84.52%、0.29%。

图 4：公司业务收入及构成（百万元）

图 5：公司毛利润及构成（百万元）



数据来源：国泰君安证券

数据来源：国泰君安证券

最近几年，药品收入成为公司业绩增长的主要动力，占收入比重一直在 85% 以上，带动了整个销售收入的增长。公司的保健品收入由于受到一些主客观因素的影响，比重逐渐下降，但仍能稳定在总收入 10% 以上；2008 年保健品业务实现了 3.17 亿元，同比比下降了 3.73%，毛利率下降了 0.42 个百分点，随着公司继续加大药品业务的发展，保健品在公司业务中的比重可能将继续降低。

3. 公司业务分析

2.1 焦作健康元 7-ACA 需求回暖

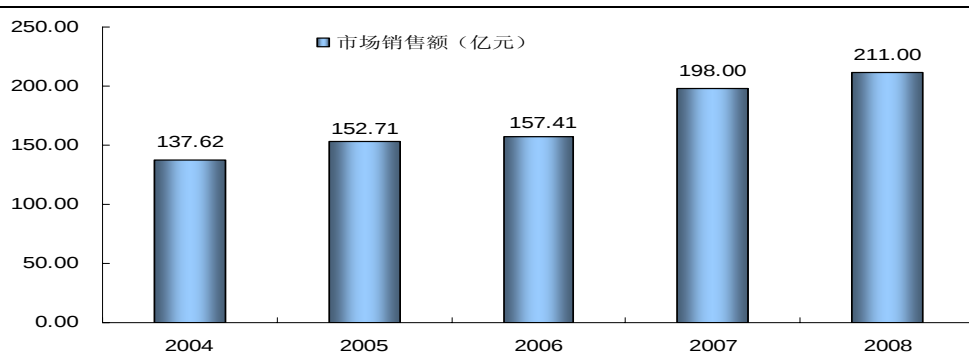
2.1.1 头孢类药物市场增长迅速

7-ACA 的化学名称为 3-乙酰氧甲基-5-硫-7-氨基-8-氧-1-氮杂二环辛-2-烯-2-羧酸，是玉米浆通过头孢菌发酵得到的头孢菌素 C，头孢菌素 C 在酰胺键处水解得到 7-AcA。7-ACA 是头孢菌素关键性中间体，已成为当今国际抗生素市场的主角，若无 7-ACA 原料，所有头孢菌素生产将成为“无米之炊”。

抗生素属抗感染类药物。目前抗感染类药物的销售额占世界药品销售额的 15% 左右，位居全球药品市场各大类药物销售额第二位。在我国医药市场中，抗感染药物的销售额始终位居第一位，而且近几年来抗感染药物市场销售额年平均增长率保持 20% 以上。按销售额计，以头孢菌素和青霉素为主的 β -内酰胺类抗生素发展最快，约占世界抗生素市场的 70%。

近十年来，头孢类抗生素一直占据抗生素市场第一位。2004 年头孢类抗生素的市场容量为 137.62 亿元，2005 年为 152.71 亿元，2006 年由于受到政策因素和市场环境因素的影响，销售额增幅不大，增长率仅为 3%，达 157.41 亿元，从 2007 年销售情况看，头孢类抗生素的销售额增长迅速，增长率为 25.79%，市场容量达到 198.00 亿元，2008 年为 211.00 亿元。

图 6：2004—2008 年我国头孢类抗生素整体市场销售图



数据来源：北京华夏仲景医药信息咨询《2009 年头孢类抗生素市场研究报告》，国泰君安证券

我国生产销售头孢抗生素类药物的企业超过 300 家，市场份额分散。2008 年销售额领先的 10 家企业仅占总份额的 26.67%，市场集中度不高，哈药集团制药、广州白云山制药、海南通用三洋药业是市场份额超过 3% 的企业。

表 3：头孢类抗生素销售前 20 家企业及份额（2008 年）列表

排名	厂家名称	市场份额
1	哈药集团制药总厂	5.15%

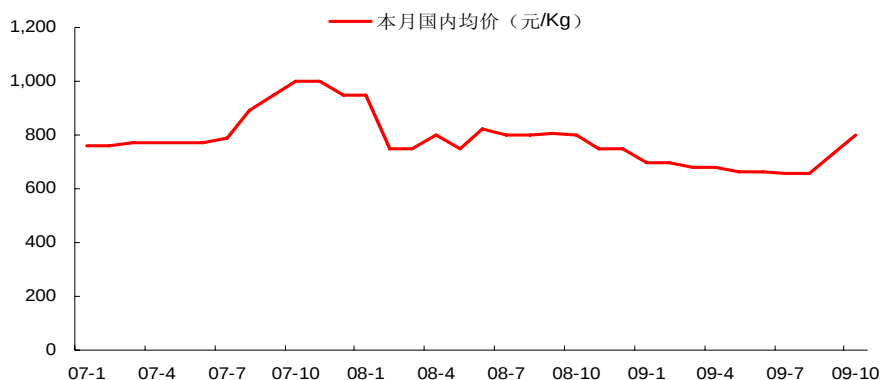
2	广州白云山制药总厂	4.21%
3	海南通用三洋药业有限公司	3.01%
4	上海新先锋药业有限公司	2.87%
5	深圳致君制药有限公司	2.33%
6	大连辉瑞制药有限公司	2.29%
7	华北制药集团有限责任公司	1.97%
8	深圳信立泰药业有限公司	1.71%
9	丽珠制药厂	1.58%
10	上海罗氏制药有限公司	1.55%

数据来源：北京华夏仲景医药信息咨询《2009 年头孢类抗生素市场研究报告》，国泰君安证券

2.1.2 7-ACA 涨价带来投资机会

从 7-ACA 价格历史变动来看，其基本稳定在 650 元/kg—1,100 元/kg 波动。根据健康网数据显示，在 07 年底到 08 年初经历了一个涨价高峰后，7-ACA 价格跌倒历史低谷 650 元/kg 左右，但是近期其价格又呈现明显上涨的趋势，目前已重新回升到 850 元/kg 左右。

图 7：7-ACA 近三年价格走势（元/kg）

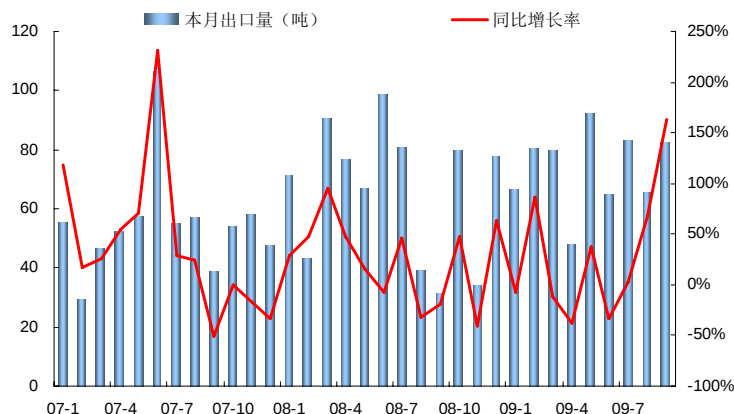


数据来源：健康网，国泰君安证券

从产业链来看，7-ACA 下游最重要的品种是头孢唑啉、头孢曲松、头孢哌酮、头孢他啶和头孢呋辛。头孢药物的需求变化对 7-ACA 的销售将会起到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。根据中国海关总署的统计数据显示，我们可以明显看出在 2007 年下半年到 2008 年初，以头孢曲松为代表的头孢类产品的出口迎来了一个高峰期，市场需求旺盛；而进入 2009 年以来，我国头孢类产品的普遍出口情况表现良好，都出现了不同程度的正增长，说明市场需求比较恢复稳定。

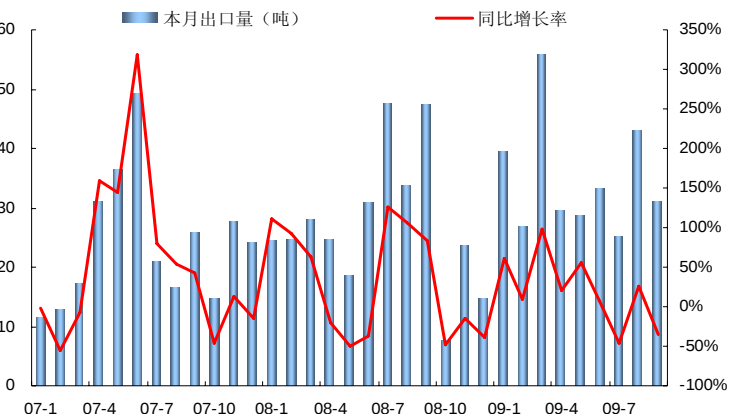
图 8：头孢曲松近三年当月出口量走势

图 9：头孢唑啉近三年当月出口量走势



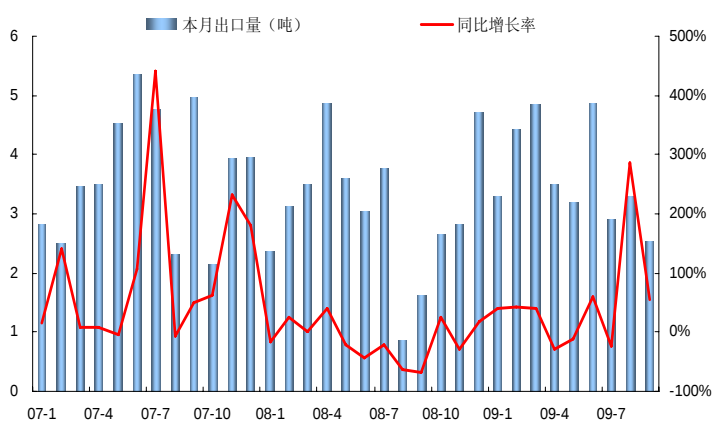
数据来源：海关总署，国泰君安证券

图 10：头孢哌酮近三年当月出口量走势



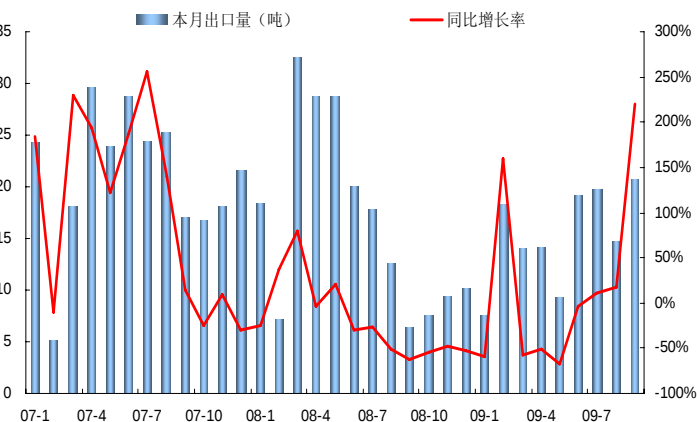
数据来源：海关总署，国泰君安证券

图 11：头孢噻肟近三年当月出口量走势



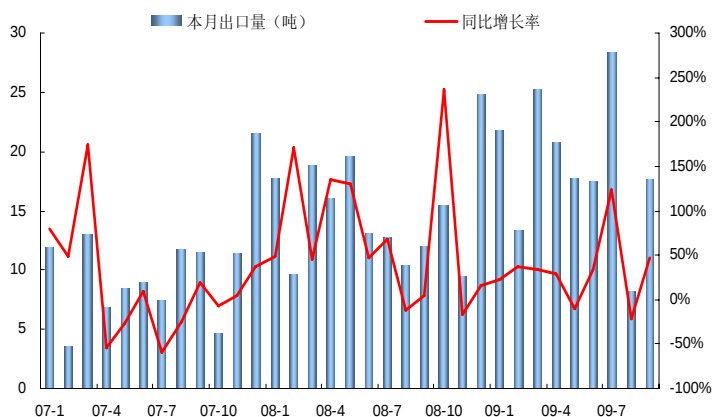
数据来源：海关总署，国泰君安证券

图 12：头孢拉定近三年当月出口量走势

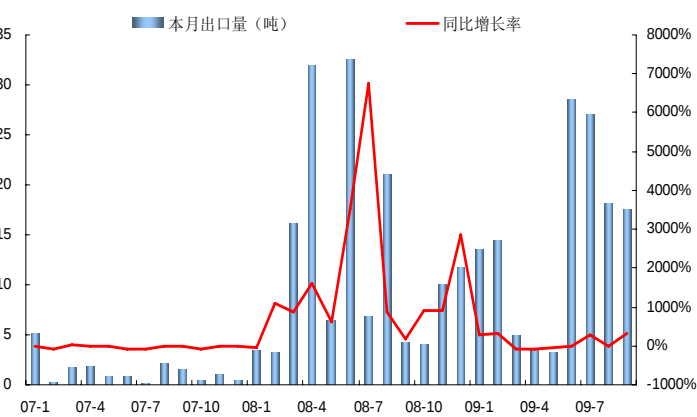


数据来源：海关总署，国泰君安证券

图 13：头孢氨苄近三年当月出口量走势



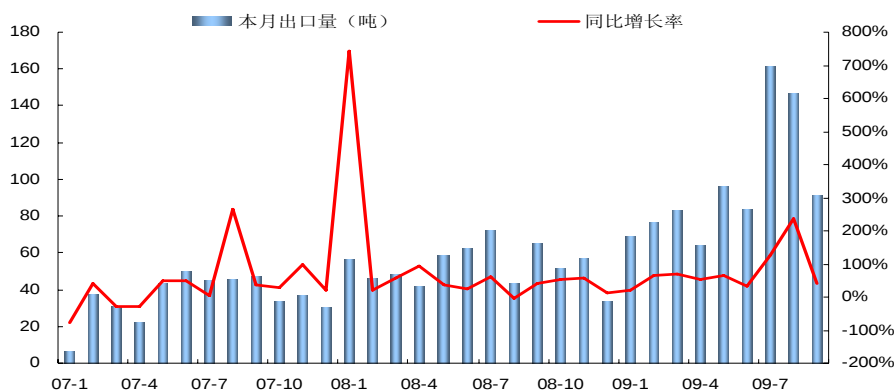
数据来源：海关总署，国泰君安证券



数据来源：海关总署，国泰君安证券

追溯 7-ACA 在 2007 年底涨价原因，除了受到头孢曲松为代表的下游头孢菌素需求增长的影响，主要还是和上游青霉素类价格的波动相关。我们首先来分析一下过去 3 年青霉素工业盐的价格走势：

图 15：7-ACA 近三年当月出口量走势



数据来源：海关总署，国泰君安证券

考虑到头孢类产品的市场空间大，未来一段时间仍然是抗感染药物的重点，目前 7-ACA 价格处在历史价格均位，随着国内基本药物目录的开展落实以及国外市场特别是美国医保案的通过，下游制剂产品头孢曲松等需求将会进一步释放，7-ACA 价格在短期内有望继续上涨，7-ACA 市场有望呈现“价量齐升”的局面。

09 年国内绝大多数化学法生产厂家均因环保压力只能限产或停产，随着市场需求缺口变大，我们估计 7-ACA 销售量将进一步释放。假设焦作健康元明年销售量能够达到 1100 吨，如果按照 800 元/kg 价格计算，焦作健康元明年预计可为公司贡献净利润 1.65 亿元。

2.2 培南制剂类有望继续放量

2.2.1 培南制剂类市场前景明朗

碳青霉烯(carbapenem)和青霉烯(penem)类抗生素统称为培南类药物，它是 20 世纪 70 年代发展起来的新型结构 β -内酰胺类抗生素，具有超广谱、高效能的抗菌活性。根据 IMS 统计数据，2007 年全球七大药品市场领先的 500 强中，培南类占据 4 席（抗感染类药物共占 82 席）。2008 年，全球培南类制剂销售额达到 25 亿美元，约占抗生素市场的 10%，同比增长 9.64%。

培南类作为抗感染类相对新的类别，在我国市场的增长势头迅猛，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%。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，2009 年预计超过 20 亿元。

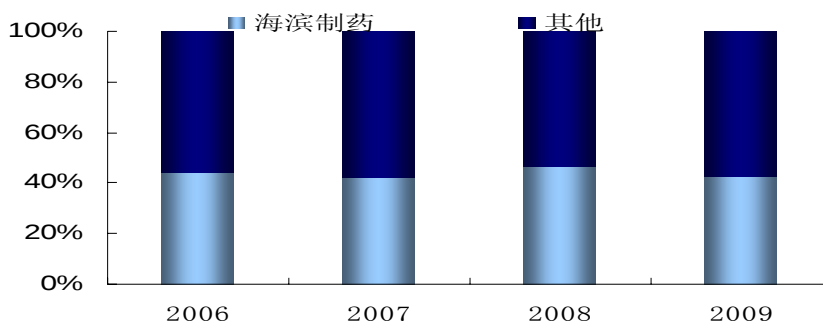
培南类药物市场增长快速原因：

- (1) 功效好。是其应用时日尚短，能有效解决头孢类抗生素耐药性问题，并且适用于全身各处的感染，不良反应较少；
- (2) 技术壁垒性。培南类药物的研发、生产与其他抗生素类相比，技术壁垒更高，市场竞争相对较小。

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。海滨制药的“倍能”（海滨产美罗培南的商品名）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。

图 16：我国美罗培南市场份额



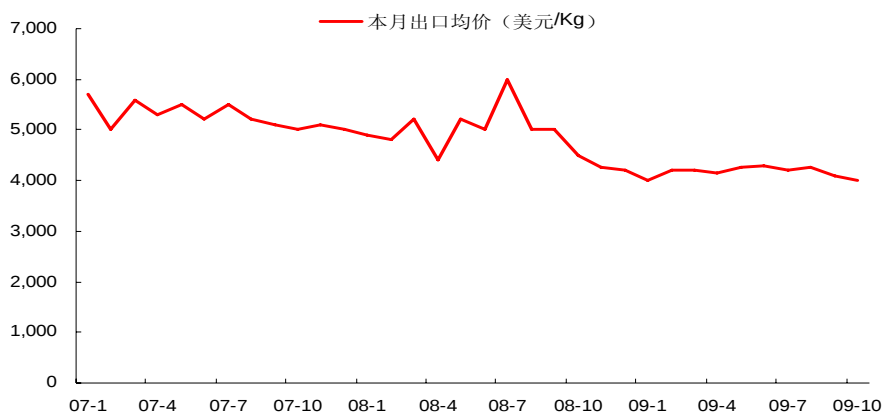
数据来源：国泰君安证券

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”（亚胺培南/西司他丁钠的商品名）为主，医院购药金额稳步上升中，增长率基本保持在两位数。海滨制药的“速能”（海滨产亚胺培南的商品名）是唯一成规模的国产品牌，09年占据亚胺培南制剂市场7%份额。

2.2.2 培南类市场价格反弹在即

根据健康网数据显示，作为培南类原料药的主要代表，美罗培南出口价从2006年的最高点1万美元/kg一路下滑，跌倒目前4,000美元/kg左右；但是同期的美罗培南出口量却显示出明显的增长趋势，2009年上半年出口量同比增速达到83.83%，环比增速达到78.07%。由于目前价格已经处于历史底部，继续下跌的可能性不大，随着下游需求的进一步回升，价格反弹的压力较大。

图 17：近3年美罗培南出口价格情况



数据来源：健康网，国泰君安证券

2.2.3 未来机会在国外规范市场

培南作为高端的抗生素，其使用更多地在欧美市场。由于我国制药企业具有极强的仿制能力，在经过短短几年时间的迅速崛起，目前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。

随着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，作为欧美仿制药企业的原料供应商的机会已出现。在主打产品美罗培南制剂成功杀入白俄罗斯和越南等国后，海滨制药已将目光瞄准了欧美市场。目前，公司正致力于申请欧洲 COS、美国 FDA 认证。

海滨斥资过亿筹建新项目车间，公司选择德国的 Midas Pharma 公司作为技术顾问。目前，设备安装完成，共投资 1.4 亿元，预计 2010 年 10 月取得认证。Midas 公司对通过认证的信心很足，希望与海滨签订在欧洲和美国市场的代理协议，提供技术支持换取海滨按照销售给予的一定比例的代理费。通过认证后，随着潜在需求爆发，公司的培南原料药和制剂都将面临很大的机会，价量有望齐升，将带来高达数亿元的销售增量，而由于制剂的毛利率相对更高，因此公司利润率也将会有所提升。

2.3 保健类产品销售趋于平稳

保健品一直是公司业务的基石，包括鹰牌花旗参、太太口服液、静心口服液在内的多个保健品都在国内持续经营多年。随着公司近几年将业务重心逐渐转移到原料药和制剂方面，保健品业务在经历过初期涨幅较快的阶段后，目前市场销售趋于平稳。

表 4：公司主要保健品产品介绍

产品名称	子公司	适宜人群	用途
太太美容口服液	太太药业	18岁以上成年女性	具有美容（祛黄褐斑，改善皮肤水分）的保健功能。
太太血乐口服液	太太药业	营养性贫血者	本品具有改善营养性贫血的保健功能。
静心口服液	太太药业	更年期女性	用于改善更年期综合症状
鹰派花旗参	健康药业	免疫力低下者	具有调节细胞免疫的保健功能。
鹰牌洋参含片	健康药业	免疫力低下者	具有免疫调节的保健功能。
鹰牌花旗参胶囊	健康药业	免疫力低下者	具有调节非特异性免疫的保健功能。
鹰牌灵芝茶	健康药业	免疫力低下者	具有调节非特异性免疫的保健功能。
鹰牌灵芝胶囊	健康药业	免疫力低下者	具有调节细胞免疫的保健功能。

数据来源：国泰君安证券

根据公司 09 年半年报显示，保健品及 OTC 产品实现的营业收入为 12,318 万元，较上年同期下降为 22.73%，这主要是由于 2009 年春节时间早于 2008 年，2009

年春节旺销季节提前至 2008 年底，致使报告期内保健品销售下降。

为应对广告效应下降的现实，公司已开展“千县工程”，在近千个县完成销售人员的布置，约 3,000 名销售人员将在 09 年下半年加大终端的管理及促销工作。这种从销售渠道入手的战略将为公司进一步打开消费者市场提供广阔的平台，同时也能使公司及时把握市场动态，在保健品市场获得持续的现金流入。此外，公司保健品及 OTC 业务（不含丽珠集团 OTC 产品）建立了以费用包干并紧密与销售、回款挂钩为核心的管理责任制，使公司的保健品及 OTC 产品经营效率大幅度提高。

2.4 丽珠集团简介

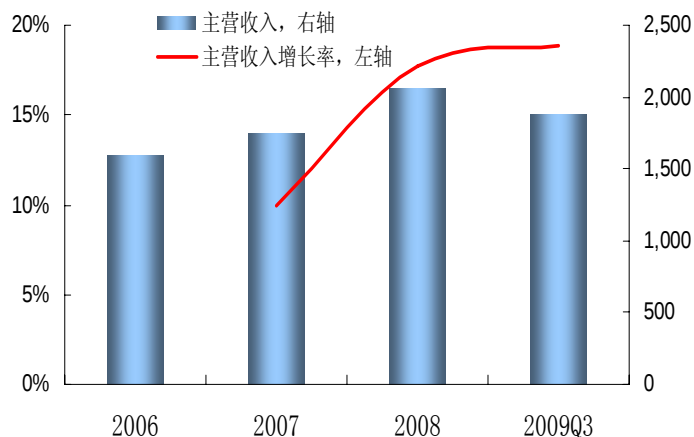
目前，丽珠集团总股本为 29,572 万股，公司及下属公司共持有 43.79% 的股份。丽珠集团 09 年前三季度主营收入为 18.81 亿元，同比增长 18.84%；净利润为 3.50 亿元，远高于去年同期 0.52 亿元，主要是由于公司实施营销改革提升了产品的毛利率；此外，证券投资和公允价值变动带来了 0.61 亿元，而去年同期为亏损 1.66 亿元。

表 5：公司持有丽珠集团股份情况

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
健康元药业集团股份有限公司	7,751	25.33
天诚实业有限公司	4,454	14.55
广州市保科力贸易公司	606	1.98
深圳市海滨制药有限公司	589	1.93
合计	13,400	43.79

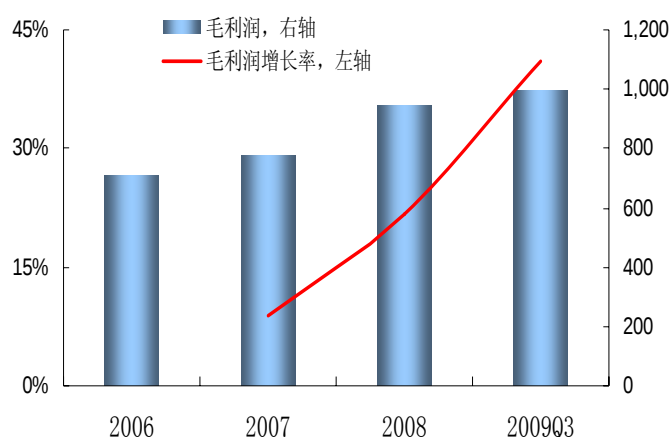
数据来源：Wind, 国泰君安证券

图 18：公司业务收入情况（百万元）



数据来源：国泰君安证券

图 19：公司毛利润情况（百万元）



数据来源：国泰君安证券

丽珠集团为华南地区最大的普药龙头企业之一，在基本药物地方招标中预计能实现较大的收益。在 2009 版基本药物目录的 307 个品种中，丽珠集团拥有超过 120 个品种，而目前在生产的有 38 个。公司拥有良好的产品梯队，在研品种达到 60 多个。

目前公司重点推广的新产品是艾普拉唑。其为 1998 年韩国一洋药品株式会社研发的新药，与以往的胃药相比，“艾普拉唑”优势明显。一是抑制胃酸的活性更强，同等剂量的药效高出 4 倍；二是对不同代谢型病人没有个体差异；三是毒副作用更少。2001 年 12 月，丽珠与一洋签订关于该品种的《专利许可协议》，取得该产品在中国内地、香港、澳门等地区的独家生产、加工和销售权。2007 年 12 月，国家食品药品监督管理局批准丽珠集团下属全资子公司珠海保税区丽达药业申报的“艾普拉唑”（原料药）及丽珠制药总厂申报的“艾普拉唑肠溶片”生产销售，这将进一步巩固丽珠作为消化系统药物供应企业的优势地位。

4. 风险提示

虽然公司已出售了全部交易性金融资产，但其在二级市场进行投资仍存在一定的风险，会给公司业绩带来一定的不稳定性。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@gtjas.com