

处方药稳增，原料药盈利能力仍需改善

丽珠 08 年度业绩快报点评

报告关键点：

- 主业稳健增长，证券投资浮亏
- 四季度业绩环比基本持平
- 处方药增长较快，新北江原料药亏损
- 回购B股进展顺利
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月内目标价19.2

报告摘要：

- 主业稳健增长，证券投资浮亏。公司发了业绩快报：1-12月实现营业收入20.62亿元，同比增长17.95%。投资收益和公允价值变动收益合计为-2.15亿元，与去年同期的3.36亿元相比，大幅下降并成为影响公司业绩的主要负面因素。最终实现利润总额1.05亿元。扣除所得税2,984万元、少数股东损益2,123万元后，归属于母公司的净利润为5,432万元，合每股收益0.18元。若剔除证券投资收益和公允价值变动收益影响，公司主业贡献税前利润总额约3.17亿元，同比增长13%。主营业务对归属于母公司所有者净利润的贡献约为2.39亿元，合每股收益0.78元，同比增长约为9.59%。
- 四季度业绩环比基本持平。公司四个季度单季收入分别为5.24亿元、5.84亿元、4.74亿元、4.79亿元；单季每股收益分别为0.17元、0.29元、0.16元、0.16元，四季度业绩与三季度基本持平。
- 处方药增长较快，新北江原料药亏损。新北江原料药厂亏损约2,700万元，对母公司业绩有0.08元的负面影响。若剔除新北江的影响，公司主业贡献的税前利润总额约为3.44亿元，同比增长18.5%，这一指标更能客观反映公司处方药为主的核心业务的盈利能力。中药和促性激素等处方药、以及诊断试剂销售增长均较快，尤其是中药大输液参芪扶正注射液08年销售将突破2亿元，在中药注射液前期受到冲击的情况下销售仍保持约50%的快速增长。09年新北江药厂将积极通过扩大霉酚酸销售以求达盈亏平衡。
- 回购B股进展顺利。公司截止2008年12月31日，累计回购B股数量为229万股，占公司总股本的比例为0.7485%，购买的最高价为港币9.20元/股，最低价为港币8.38元/股，支付总金额约为港币2,045万元。
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月内目标价19.2。因公司最终具体回购股份数量、完成时间难以确定，故暂不考虑回购对业绩的增厚，我们调低对公司08、09年主业的盈利预测分别至EPS 0.78元、1.08元。如按照目前的大盘情况及截止到12月底公司证券投资浮亏情况，调低公司08、09年合计EPS分别至0.18元、1.23元。暂维持公司12个月目标价19.2元，及“增持-A”的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

19.20 元

期限： 12 个月 上次预测： 19.20 元

现价： 18.51 元

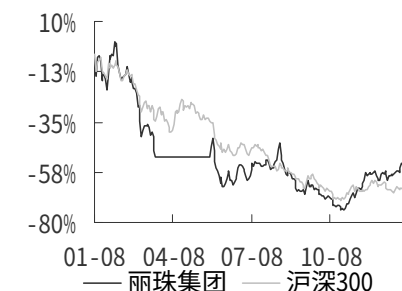
报告日期：

2009-01-18

市场数据

总市值(百万元)	5,664.72
流通市值(百万元)	2,932.43
总股本(百万股)	306.04
流通股本(百万股)	158.42
12 个月最高/最低	10.49/44.00 元
十大流通股东(%)	48.42%
股东户数	26,594

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.45	38.33	7.81
绝对收益	5.77	46.89	(55.43)

研究员

洪露

高级行业分析师

021-68766073

honglu@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,590.5	1,748.1	2,061.8	2,457.7	3,010.7
Growth(%)	-2.2%	9.9%	17.9%	19.2%	22.5%
净利润	163.6	523.4	75.5	395.2	451.7
Growth(%)	42.2%	231.3%	-89.3%	591.7%	14.3%
毛利率(%)	44.7%	44.3%	45.7%	45.8%	45.8%
净利润率(%)	9.6%	29.1%	2.6%	15.3%	14.3%
每股收益(元)	0.50	1.66	0.18	1.23	1.40
每股净资产(元)	4.70	6.51	7.00	7.31	7.62
市盈率	36.9	11.1	104.4	15.1	13.2
市净率	3.9	2.8	2.6	2.5	2.4
净资产收益率(%)	11.4%	26.3%	3.5%	17.7%	19.4%
ROIC(%)	10.7%	30.1%	5.3%	19.8%	20.9%
EV/EBITDA	18.9	7.5	30.2	10.6	9.5
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	3.0%	3.4%

前期研究成果

- 丽珠集团：回购 B 股在即 提升公司价值
2008-12-02
- 丽珠集团：务实、创新，打造优势企业
2008-11-10
- 丽珠集团：回购 B 股进展顺利，主业稳增
2008-10-23

财务报表预测和估值数据汇总
单位 百万元 模型更新时间 2009-1-18

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,590.5	1,748.1	2,061.8	2,457.7	3,010.7	成长性					
减:营业成本	879.2	973.6	1,120.4	1,332.1	1,631.8	营业收入增长率	-2.2%	9.9%	17.9%	19.2%	22.5%
营业税费	6.0	4.1	4.5	6.1	7.5	营业利润增长率	52.2%	206.0%	-83.7%	362.3%	14.9%
销售费用	312.1	264.9	378.1	452.2	555.5	净利润增长率	42.2%	231.3%	-89.3%	591.7%	14.3%
管理费用	213.1	194.6	195.7	235.9	295.0	EBITDA 增长率	38.9%	132.2%	-74.8%	189.5%	12.8%
财务费用	25.0	17.1	26.4	16.2	14.4	EBIT 增长率	57.7%	179.7%	-80.0%	278.7%	14.0%
资产减值损失	81.5	16.2	21.3	8.0	-0.2	NOPLAT 增长率	42.8%	192.7%	-82.0%	321.5%	13.4%
加:公允价值变动收益	25.1	113.5	-272.0	-	-	投资资本增长率	3.9%	2.2%	13.4%	7.1%	7.3%
投资和汇兑收益	101.8	222.7	56.7	55.6	25.0	净资产增长率	16.2%	38.4%	7.7%	4.4%	4.3%
营业利润	200.6	613.8	100.1	462.7	531.6	利润率					
加:营业外净收支	1.5	6.2	5.2	5.0	3.0	毛利率	44.7%	44.3%	45.7%	45.8%	45.8%
利润总额	202.1	620.0	105.3	467.7	534.6	营业利润率	12.6%	35.1%	4.9%	18.8%	17.7%
减:所得税	38.5	96.6	29.8	72.5	82.9	净利润率	9.6%	29.1%	2.6%	15.3%	14.3%
净利润	163.6	523.4	75.5	395.2	451.7	EBITDA/营业收入	20.1%	42.4%	9.1%	22.1%	20.3%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	14.2%	36.1%	6.1%	19.5%	18.1%
货币资金	283.9	282.7	521.0	559.0	591.2	运营效率					
交易性金融资产	168.3	448.1	202.8	156.8	120.2	固定资产周转天数	181	194	167	139	112
应收帐款	296.8	336.6	405.4	407.9	499.7	流动营业资本周转天数	109	111	107	98	91
应收票据	61.0	125.1	168.5	189.5	206.2	流动资产周转天数	230	286	288	257	224
预付帐款	96.3	68.1	69.3	70.6	72.2	应收帐款周转天数	69	63	60	52	45
存货	281.2	325.4	361.4	422.6	474.6	存货周转天数	62	65	62	60	56
其他流动资产	-0.0	-0.0	-10.8	-10.8	-10.8	总资产周转天数	530	562	538	481	411
可供出售金融资产	12.3	58.6	13.8	15.6	16.2	投资资本周转天数	397	372	340	314	275
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	48.4	42.5	40.0	39.0	39.3	ROE	11.4%	26.3%	3.5%	17.7%	19.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	17.8%	2.3%	11.8%	12.8%
固定资产	933.4	955.2	953.8	944.9	925.1	ROIC	10.7%	30.1%	5.3%	19.8%	20.9%
在建工程	77.7	38.8	221.0	281.1	315.1	费用率					
无形资产	161.4	154.6	152.8	152.0	151.2	销售费用率	19.6%	15.2%	18.3%	18.4%	18.5%
其他非流动资产	94.5	108.5	117.2	122.4	126.3	管理费用率	13.4%	11.1%	9.5%	9.6%	9.8%
资产总额	2,515.1	2,945.7	3,216.2	3,350.6	3,526.5	财务费用率	1.6%	1.0%	1.3%	0.7%	0.5%
短期债务	578.8	379.0	445.9	462.2	480.2	三费/营业收入	34.6%	27.3%	29.1%	28.7%	28.7%
应付帐款	267.9	300.9	344.3	384.0	443.2	偿债能力					
应付票据	24.0	1.6	18.4	21.9	26.8	资产负债率	42.8%	32.4%	33.7%	34.5%	35.7%
其他流动负债	69.2	155.0	173.2	194.7	209.9	负债权益比	74.8%	48.0%	50.8%	52.7%	55.4%
长期借款	110.7	70.7	40.7	40.0	40.0	流动比率	1.26	1.90	1.75	1.69	1.68
其他非流动负债	26.0	47.6	67.3	75.6	92.2	速动比率	0.95	1.49	1.37	1.28	1.26
负债总额	1,076.5	954.8	1,089.8	1,178.4	1,292.3	利息保障倍数	9.04	36.86	4.79	29.52	37.81
少数股东权益	40.3	48.3	66.3	83.1	102.3	分红指标					
股本	306.0	306.0	306.0	306.0	306.0	DPS(元)	-	-	0.08	0.55	0.63
留存收益	1,099.5	1,644.0	1,771.1	1,847.8	1,923.8	分红比率	0.0%	0.0%	45.0%	45.0%	45.0%
股东权益	1,438.6	1,990.9	2,143.4	2,236.9	2,332.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	3.0%	3.4%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	163.6	523.4	75.5	395.2	451.7	EPS(元)	0.50	1.66	0.18	1.23	1.40
加:折旧和摊销	110.2	126.9	60.7	63.1	65.2	BVPS(元)	4.70	6.51	7.00	7.31	7.62
资产减值准备	81.5	16.2	21.3	8.0	-0.2	PE(X)	36.9	11.1	104.4	15.1	13.2
公允价值变动损失	-25.1	-113.5	-272.0	-	-	PB(X)	3.9	2.8	2.6	2.5	2.4
财务费用	18.7	27.0	24.1	26.4	16.2	P/FCF	-	21.1	-35.9	19.4	17.7
投资收益	-101.8	-222.7	-56.7	-55.6	-25.0	P/S	3.6	3.2	2.7	2.3	1.9
少数股东损益	10.1	14.9	21.2	19.8	22.6	EV/EBITDA	18.9	7.5	30.2	10.6	9.5
营运资金的变动	-69.8	-116.8	-62.3	-18.6	-76.7	CAGR(%)	34.2%	-4.8%	90.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	226.5	248.6	-185.9	428.1	452.1	PEG	1.1	-2.3	1.2	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-136.2	-14.4	320.0	72.7	33.9	ROIC/WACC	1.1	3.2	0.6	2.1	2.2
融资活动产生现金流量	64.2	-233.0	-1.2	-139.9	-156.4	REP	3.0	0.9	4.8	1.2	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essences.com.cn

上海联系人

ligr@essences.com.cn

北京联系人

mazn@essences.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essences.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essences.com.cn

北京联系人

lixin@essences.com.cn

深圳联系人

panlin@essences.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034