

回购 B 股进展顺利，提升公司价值

评级： **增持-A**

上次评级： 增持-A

目标价格： **27.00 元**

期限： 12 个月 上次预测： 19.20 元

现价： 19.85 元

报告日期： **2009-02-25**
市场数据

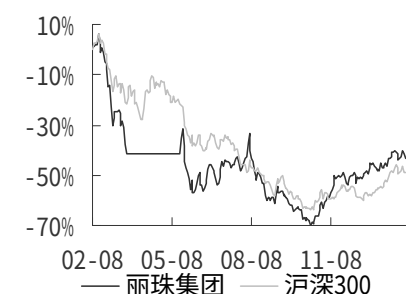
总市值(百万元)	6,074.80
流通市值(百万元)	3,144.72
总股本(百万股)	306.04
流通股本(百万股)	158.42
12 个月最高/最低	10.49/38.80 元
十大流通股东(%)	48.42%
股东户数	26,594

报告关键点：

- 回购 B 股进展顺利
- 回购将增厚公司业绩，并提高大股东的持股比例
- 逐步退出二级市场投资，回购 B 股专注于主业
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月内目标价至27元

报告摘要：

- 回购 B 股进展顺利。**公司于2008 年12 月5 日首次实施回购部分 B 股方案，截至2009 年2 月25 日，已累计回购 B 股6,180,000 股，占公司总股本的比例为2.0194%，购买的最高价为港币10元/股，最低价为港币8.38元/股，支付总金额约为港币5,852 万元（含税费）。公司回购股价的上限为不超过港币16元/股，回购总金额为不超过1.6亿元港币，回购期限为刊登回购报告书之日起一年，即到2009年12月2日截止。我们预期公司在上述限制条件内，会继续实施 B 股回购。
- 回购将增厚公司业绩，并提高大股东的持股比例。**回购并注销部分 B 股，可增厚丽珠集团09年的每股收益；同时控股股东健康元（600380）可间接提高对丽珠的持股比例、进而提高其合并丽珠报表的业绩。因此，无论对丽珠集团和健康元而言，无疑均是实质性利好。
- 逐步退出二级市场投资，回购 B 股专注于主业。**公司之前 A 股和 H 股二级市场投资较多，考虑到回避风险，预期公司会逐步退出二级市场投资，以港币闲置资金或以人民币资金购汇用于回购 B 股，以提升公司价值，增加二级市场对公司的认可度和关注度。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月内目标价至27元。**我们维持前期对公司08年主业的盈利预测即EPS为0.78元，考虑证券投资损失后的合计EPS为0.18元。因最终回购 B 股的数量未知，暂不考虑回购对公司业绩的增厚，维持对公司09年主业的盈利预测即EPS 为1.08元，考虑到证券投资收益后合计EPS为1.23元。按照09年主业给予25倍PE，调高公司12个月目标价至27元，给予“增持-A”的投资评级。

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.54)	13.39	5.81
绝对收益	6.82	39.01	(43.21)

研究员
洪露 高级行业分析师
 021-68766073 honglu@essence.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	39.6	11.9	111.9	16.2	14.2
市净率	4.2	3.1	2.8	2.7	2.6
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	20.2	8.0	32.4	11.3	10.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	2.8%	3.2%

前期研究成果

- 丽珠集团：处方药稳增，原料药盈利能力仍需改善
2009-01-18
- 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

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-2-25**

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%	2.8%	3.2%
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)	39.6	11.9	111.9	16.2	14.2
公允价值变动损失	-25.1	-113.5	-272.0	-	-	PB(X)	4.2	3.1	2.8	2.7	2.6
财务费用	18.7	27.0	24.1	26.4	16.2	P/FCF	-	22.6	-38.5	20.8	19.0
投资收益	-101.8	-222.7	-56.7	-55.6	-25.0	P/S	3.8	3.5	2.9	2.5	2.0
少数股东损益	10.1	14.9	21.2	19.8	22.6	EV/EBITDA	20.2	8.0	32.4	11.3	10.2
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	1.2	-2.5	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	3.2	1.0	5.2	1.3	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，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@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.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@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.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