

张明芳 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn
 徐列海 010-88087800
 xuliehai@cmschina.com.cn

2009年8月24日

丽珠集团 (000513.SZ)/26.20元

中报高增长得益于主业较快增长及非经常性收益

日用消费·医药

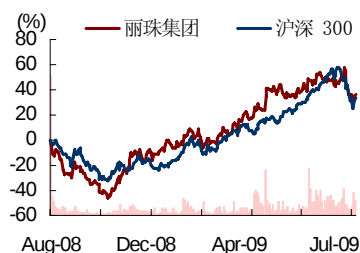
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2961
总股本(万股)	30604
已上市流通股(万股)	15842
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	29.5%
主要股东	健康元药业集团股份有限公司
主要股东持股比例	25.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	33	13
相对表现	1	-3	-18



相关报告

- 1、基本药物目录出台点评—基本药物目录及制度出台带动3类药企的投资机会 2009/8/19
- 2、医药周报(2009.08.17-08.21)
—4类医药个股各具增长动力、估值吸引和催化剂，高价EPI疫苗降价 2009/8/17

中报高增长得益于主业较快增长及非经常性收益，符合我们前期调研后的预期。扣除非经常性收益后净利润同比仍大幅增长了36.4%。公司具备研发和产品多样化优势，当前“包产到户”式的营销改革有望加快业绩增速，目前09年PE仅19倍，首次给予“审慎推荐-A”评级。

- 09年中报高增长得益于主业较快增长及非经常性收益，符合我们前期调研后的预期。销售收入、税前利润和净利润同比分别增长了9.1%、227.2%和305.6%，实现EPS 0.83元，每股经营净现金流0.74元。投资收益、公允价值变动损益同比大幅增加1.57亿元，扣除非经常性收益后净利润同比仍增长了36.4%。毛利率同比大幅上升10.6个百分点。营业费率、管理费率及财务费率分别上升了5.5个、1个、0.4个百分点，带动期间费率上升6.9个百分点，实际所得税率大幅下降11.4%，综合驱动利润增速远超收入增幅。期末交易性金融资产6217万元及可供出售金融资产1200万元主要为港股。
- 高毛利中药制剂及促性激素快速增长、原料药毛利率回升，带动毛利率大幅上升10.4个百分点。参芪、抗病毒颗粒上半年分别实现收入1.25亿元、1.3亿元，同比增长36.8%、41.2%，参芪08年底提价，毛利率同比提升6个百分点；抗病毒颗粒通过OTC队伍推广、借助抗甲型H1N1流感迅速突破区域性品牌限制向全国迈进。尿促卵泡素实现收入4800万元，增幅超过60%，带动促性激素系列同比增长35.5%。原料药收入下降15.4%，但毛利率大幅上升12.7个百分点，贡献净利润2700万元，08年同期亏损2000万元。
- 处方药、OTC及第三终端齐头并进。“由省公司领导的目标医药经理负责制”的营销改革初显成效，上半年处方药收入近4亿元，同比增长25%。OTC改革起步较晚，目前仍在梳理渠道，上半年实现收入1.5亿元，同比基本持平，主要品种得乐系列实现收入7000万元，同比下降近10%。第三终端09年初开始在浙江、江苏、四川等省市推开，上半年实现收入3600万元，略有盈利。
- 预计09~2011年收入同比分别增长10%、16%、21%，净利润同比增长725%、2%、24%，暂不考虑B股注销影响，实现EPS 1.4元、1.44元、1.78元。其中，2010年及2011年不考虑投资收益影响。2010年若扣除投资收益影响，净利润同比增长21%。我们看好公司多样化产品在营销体制改革及新医改背景下的增长前景，给予“审慎推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1748	2059	2265	2616	3165
同比增长	10%	18%	10%	16%	21%
营业利润(百万元)	614	100	531	545	675
同比增长	206%	-84%	433%	3%	24%
净利润(百万元)	508	52	429	440	544
同比增长	231%	-90%	725%	2%	24%
每股收益(元)	1.66	0.17	1.40	1.44	1.78
PE	15.8	154.0	18.7	18.2	14.7
PB	4.1	4.5	3.9	3.5	3.0

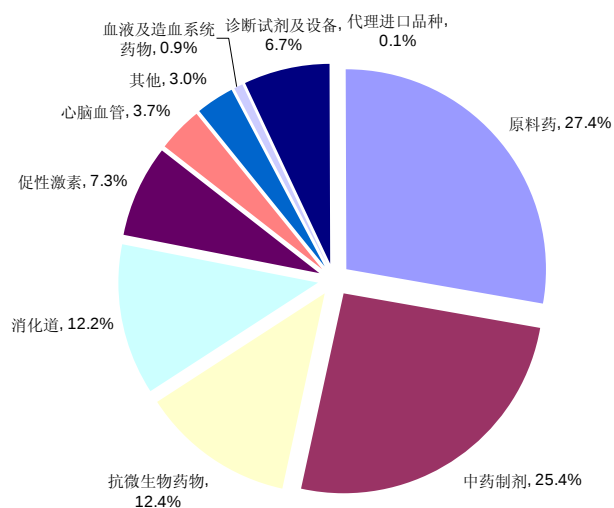
资料来源：招商证券研究（暂不考虑B股注销；剔除投资收益，2010年净利润同比增长21%）

表1: 丽珠集团09年上半年母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	09H	增长(率)	09H	增长(率)
营业收入	1,210	9.1%	467	27.1%
毛利率	53.9%	10.6%	46.3%	-0.4%
营业费用率	21.5%	5.5%	31.4%	9.3%
管理费用率	9.2%	1.0%	9.8%	0.0%
财务费用率	0.9%	0.4%	2.5%	1.8%
期间费用率	31.6%	7.0%	43.7%	11.0%
营业利润	301	225.1%	127	52.4%
营业利率	24.9%	16.5%	27.3%	4.5%
利润总额	302	227.2%	128	56.7%
利润率	25.0%	16.7%	27.4%	5.2%
实际所得税率	12.9%	-11.4%	4.21%	6.88%
净利润	248	305.6%	123	46.2%
净利率	21.8%	15.5%	4.21%	6.88%
剔除投资收益后净利润	191	36.4%	7	-85.3%
应收账款周转天数	62	1	66	5
存货周转天数	109	16	44	10
每股经营现金流(元)	0.72	83.9%	0.14	471%

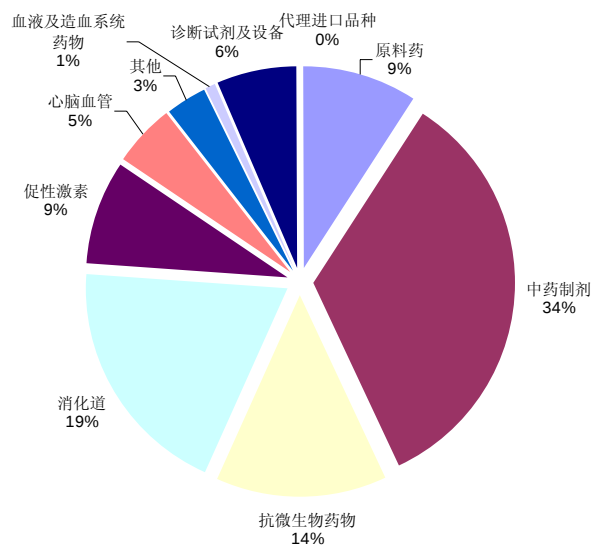
资料来源: 公司报告, 招商证券研究

图1: 丽珠集团09年上半年收入构成



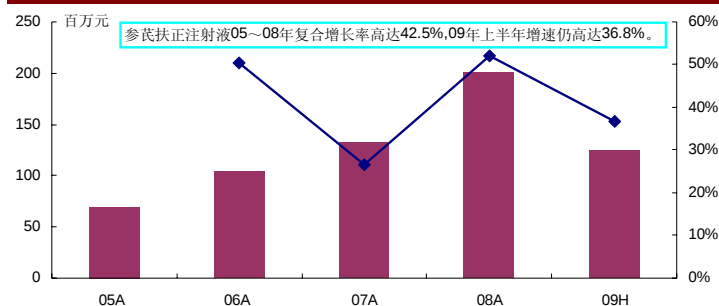
资料来源: 公司中报, 招商证券研究

图2: 丽珠集团09年上半年毛利构成



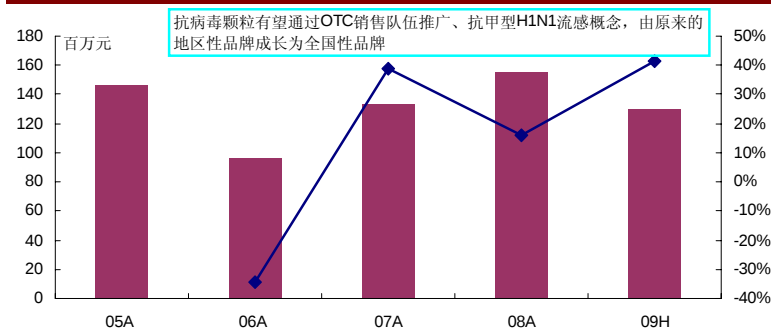
资料来源: 公司中报, 招商证券研究

图3: 参芪扶正注射液近几年保持高速增长



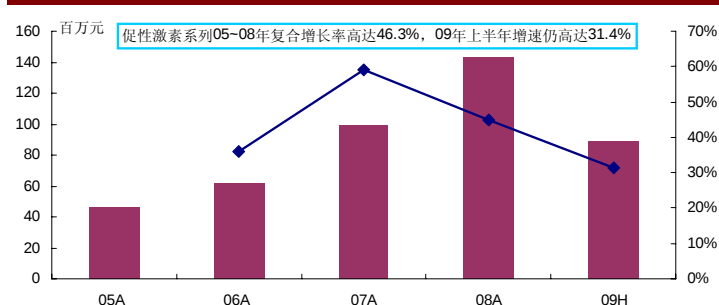
资料来源: 公司报告, 招商证券研究

图4: 抗病毒颗粒有望成长为全国性品牌



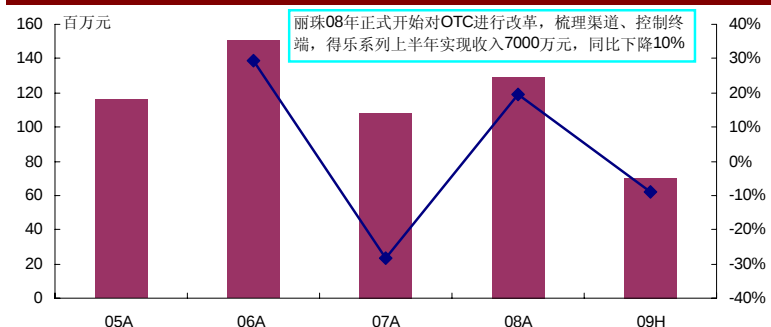
资料来源: 公司报告, 招商证券研究

图5: 促性激素系列近年均保持高速增长



资料来源: 公司报告, 招商证券研究

图6: OTC终端改革影响得乐短期销售, 长期有望稳定增长



资料来源: 公司报告, 招商证券研究

表2: 丽珠集团单季度、季度累计经营指标

单位:百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	07A	08H	08A	09H
一、营业总收入	383	423	343	442	391	424	437	496	524	584	474	476	541	669	1748	1109	2059	1210
二、营业总成本	357	385	314	460	313	371	366	420	433	486	402	423	433	535	1470	919	1744	968
其中:营业成本	214	247	178	240	203	259	243	268	308	321	247	240	259	299	974	629	1116	558
营业税金及附加	1	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2	4	2	4	3
销售费用	81	75	75	81	57	58	69	81	77	101	98	101	112	148	265	178	377	261
管理费用	51	50	52	60	43	47	45	60	43	47	50	57	48	63	195	91	198	111
财务费用	6	6	7	6	5	5	7	0	-1	6	8	13	8	3	17	5	27	11
资产减值损失	4	3	2	72	5	1	0	10	5	10	-3	10	5	20	16	15	21	24
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	-7	17	6	47	-20	91	-4	-54	-100	-74	-44	110	24	113	-154	-272	134
投资收益	12	5	3	81	29	90	96	7	33	24	2	-2	-76	2	223	57	57	-74
四、营业利润	48	35	49	68	154	122	259	79	71	22	0	7	141	160	614	93	100	301
加:营业外收入	0	2	1	2	1	4	2	2	2	1	3	6	1	2	8	3	11	3
减:营业外支出	0	1	1	1	0	1	1	0	0	3	1	1	0	1	2	3	5	1
五、利润总额	48	37	49	69	154	125	260	81	73	20	2	11	142	160	620	92	106	302
减:所得税	5	6	4	24	22	19	38	18	17	5	5	6	19	20	97	22	33	39
六、净利润	43	31	44	45	133	106	222	63	56	14	-3	6	123	140	523	70	73	263
减:少数股东损益	3	2	3	3	2	4	4	4	4	5	5	7	7	9	15	9	21	-3
七、归属母公司所有者净利润	41	29	41	42	130	102	218	58	52	10	-8	-1	117	131	508	61	52	73
EPS	0.13	0.10	0.14	0.14	0.43	0.33	0.71	0.19	0.17	0.03	-0.02	0.00	0.38	0.43	1.66	0.20	0.17	0.83
收入增长率	-9%	3%	-12%	10%	2%	0%	28%	12%	34%	38%	8%	-4%	3%	14%	10%	36%	18%	9%
毛利率	44%	42%	48%	46%	48%	39%	44%	46%	41%	45%	48%	49%	52%	55%	44%	43%	46%	54%
营业利润率	13%	8%	14%	15%	39%	29%	59%	16%	14%	4%	0%	2%	26%	24%	35%	8%	5%	25%
净利率	11%	7%	13%	10%	34%	25%	51%	13%	11%	2%	-1%	1%	23%	21%	30%	6%	4%	22%
营业费率	21%	18%	22%	18%	15%	14%	16%	16%	15%	17%	21%	21%	21%	22%	15%	16%	18%	22%
管理费费率	13%	12%	15%	14%	11%	11%	10%	12%	8%	8%	11%	12%	9%	9%	11%	8%	10%	9%
实际税率	10%	15%	9%	35%	14%	15%	15%	22%	23%	28%	237%	51%	13%	13%	16%	24%	31%	13%
净利润增长率	26%	-20%	256%	54%	219%	248%	425%	40%	-60%	130%	-103%	-102%	126%	1280%	231%	-74%	-90%	306%

资料来源: 公司报告, 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1586	1610	1756	3279	5544
现金	283	540	750	2124	4156
交易性投资	448	122	62	62	62
应收票据	125	201	226	262	316
应收款项	320	343	352	407	493
其它应收款	17	23	25	29	35
存货	325	346	321	374	456
其他	68	35	19	22	26
非流动资产	1360	1314	1274	1237	1204
长期股权投资	42	45	45	45	45
固定资产	955	923	868	846	826
无形资产	155	154	139	125	113
其他	207	192	223	222	221
资产总计	2946	2924	3030	4517	6749
流动负债	836	967	788	1983	3853
短期借款	379	521	357	250	250
应付账款	180	159	156	182	222
预收账款	5	13	12	14	17
其他	272	274	263	1536	3364
长期负债	118	122	123	123	123
长期借款	71	101	101	101	101
其他	48	21	22	22	22
负债合计	955	1089	911	2105	3975
股本	306	306	306	306	306
资本公积金	479	422	422	422	422
留存收益	1165	1064	1322	1586	1913
少数股东权益	41	43	70	98	133
母公司所有者权益	1950	1792	2050	2314	2640
负债及权益合计	2946	2924	3030	4517	6749

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	249	345	536	1746	2326
净利润			429	440	544
折旧摊销			128	122	118
财务费用			15	5	(8)
投资收益			(64)	0	0
营运资金变动			(1)	1145	1627
其它			28	34	45
投资活动现金流	(14)	(20)	(30)	(84)	(84)
资本支出			(84)	(84)	(84)
其他投资			54	0	0
筹资活动现金流	(233)	(63)	(296)	(288)	(210)
借款变动			(174)	(107)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(172)	(176)	(218)
其他			50	(5)	8
现金净增加额	1	262	210	1374	2032

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1748	2059	2265	2616	3165
营业成本	974	1116	1094	1274	1551
营业税金及附加	4	4	5	5	6
营业费用	265	377	457	528	633
管理费用	195	198	226	259	307
财务费用	17	27	15	5	(8)
资产减值损失	16	21	0	0	0
公允价值变动收益	113	(272)	134	0	0
投资收益	223	57	(70)	0	0
营业利润	614	100	531	545	675
营业外收入	8	11	11	11	11
营业外支出	2	5	5	5	5
利润总额	620	106	537	551	681
所得税	97	33	81	83	102
净利润	523	73	457	468	579
少数股东损益	15	21	27	28	35
母公司所有者净利润	508	52	429	440	544
EPS (元)	1.66	0.17	1.40	1.44	1.78

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	10%	18%	10%	16%	21%
营业利润	206%	-84%	433%	3%	24%
净利润	231%	-90%	725%	2%	24%
获利能力					
毛利率	44.3%	45.8%	51.7%	51.3%	51.0%
净利率	29.1%	2.5%	19.0%	16.8%	17.2%
ROE	26.1%	2.9%	20.9%	19.0%	20.6%
ROIC	21.5%	3.5%	18.0%	16.9%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	37.3%	30.1%	46.6%	58.9%
净负债比率	16.7%	21.6%	15.1%	7.8%	5.2%
流动比率	1.9	1.7	2.2	1.7	1.4
速动比率	1.5	1.3	1.8	1.5	1.3
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
存货周转率	3.2	3.3	3.3	3.7	3.7
应收帐款周转率	6.0	6.2	6.5	6.9	7.0
应付帐款周转率	5.7	6.6	6.9	7.5	7.7
每股资料(元)					
每股收益	1.66	0.17	1.40	1.44	1.78
每股经营现金	0.81	1.13	1.75	5.70	7.60
每股净资产	6.37	5.86	6.70	7.56	8.63
每股股利	0.50	0.10	0.56	0.58	0.71
估值比率					
PE	15.8	154.0	18.7	18.2	14.7
PB	4.1	4.5	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	132.3	399.5	145.6	146.3	125.0

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。