

中药抗病毒的低估值品种

丽珠集团 (000513)

评级: 增持 (首次)

股价: 31.00 元

目标价: 35.00 元

调研报告

2009 年 10 月 22 日 星期四

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

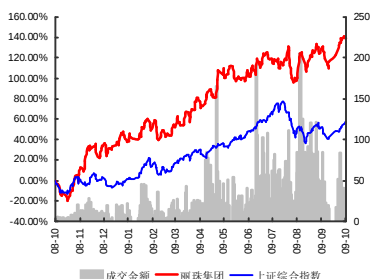
总股本(亿股)	3.06
流通股本(亿股)	2.81
总市值(亿元)	75.48
流通市值(亿元)	67.42

6 个月目标价位	35.00
升值潜力(%)	12.90
目标价确定日期:	2009.10.21

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	3.06	-0.43
3 个月	9.54	13.98
6 个月	36.64	15.55

个股相对上证综指走势图



投资要点

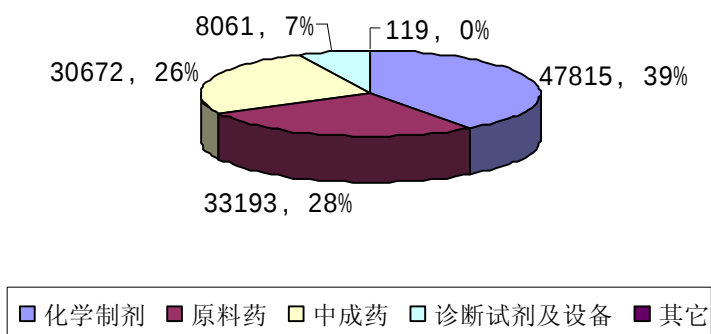
- q 公司为华南地区重要的普药生产企业, 主要产品包括参芪扶正注射剂、抗病毒颗粒为代表的中成药, 丽珠得乐系列、前列安栓及促卵泡素为代表的化学药业务、原料药以及诊断试剂等。
- q 公司具有甲型 H1N1 流感感念。体外试验表明: 公司主打产品抗病毒颗粒对甲型 H1N1 病毒左右, 如甲型 H1N1 流感蔓延, 抗病毒颗粒有被国家收储的可能, 对公司股价将有显著的提升左右。
- q 参芪扶正注射液适应症广泛, 并且作为急重症用药受中药注射剂不良反应事件影响较小, 作为临床使用安全、疗效确切的中药注射剂产品很有可能进入扩展版的基本药物目录, 届时其销量将会有大幅的提升, 而公司作为其独家生产厂家面临着较大的市场机会。
- q 公司产品注射用尿促卵泡素 (商品名: 丽申宝) 为独家产品, 上半年促性激素系列产品实现销售 8883 万, 同比增长 31.43%, 占有不孕不育 30% 的市场份额, 价格仅为国外同类产品的一半左右, 随着患病率的不断提高以及就诊比例的增加, 不孕不育市场容量不断扩大, 未来增长明确。
- q 在不考虑回购 B 股的情况下, 我们预测丽珠集团 09 年、10 年 EPS 分别为 1.23 元、1.41 元, 其中 09 年扣除非经常性损益的 EPS 为 1.06 元, 当前股价 31.00 元, 鉴于公司良好的基本面及增长前景, 我们给予公司六个月 35.00 元的目标价格, 相对于 09 年 (扣除非经常性损益)、10 年的市盈率分别为 29 倍、24.8 倍, 相对于当前价格尚有 13% 的上升空间, 给予 “增持” 投资评级。

q 公司基本情况

公司为华南地区重要的普药生产企业，产品涵盖化学药、中药、生物制剂及原料药等多个领域。主要产品包括参芪扶正注射剂、抗病毒颗粒为代表的中成药，丽珠得乐系列、前列安栓及促卵泡素为代表的化学药业务、原料药以及诊断试剂等。2002 年健康元入主丽珠集团，通过股权受让以及二级市场增持，目前持有公司 43.79%股份，为公司实际控制人，并于 06 年开始对公司进行了力度较大的营销改革，目前公司已经初步摆脱了国有企业体制上的束缚，初步建立了高效务实的经营团队。

图 1: 公司主营业务机构图

公司主营业务占比结构图



资料来源: 公司 09 年半年报 东海证券研究所 单位: 万元

q 抗病毒颗粒受甲流刺激销量大涨，面临国家收储的可能

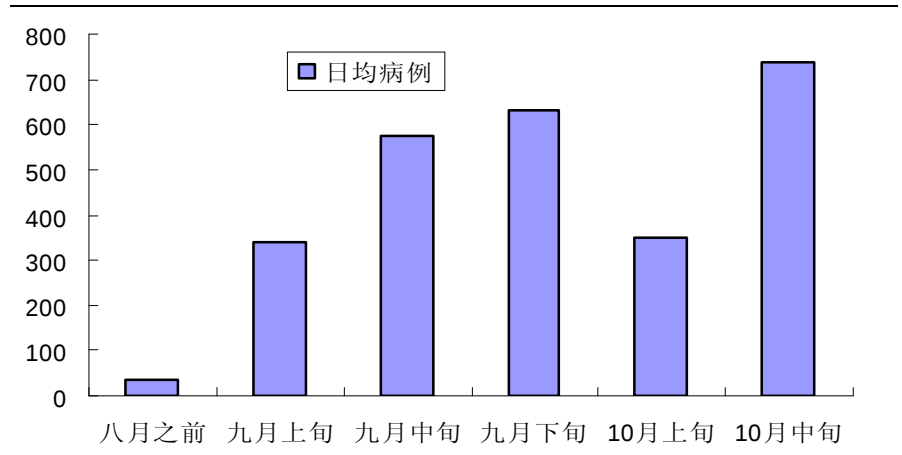
抗病毒颗粒为公司旗下的四川光大制药生产，上市销售已有 20 多年历史，主要销售区域集中在川渝等西南地区，历史最高销量为 03 年非典时期，销售收入为 1.57 亿。受今年甲型 H1N1 流感的影响，今年 4、5 月份及 9 月份产品出现了两个销售高峰，第一季度及第二季度分别实现了 6019 万、7048 万元的销售收入。公司通过部分生产工序的外包初步解决了产能的瓶颈问题。

进入 9 月份以来，甲型 H1N1 流感的报告病例迅速增加，由下图可以看出，在八月底之前，日均报告病例仅为 34 例，进入秋冬季节之后，九月上旬、中旬、下旬的日均病例分别为 341、576、633 例，呈现迅速增加趋势，10 月份受国庆长假统计的影响有所下降，进入 10 月中旬，日均病例达 740 例。9 月 18 日卫生部披露重症病例为 6 例，9 月底累积为 10 例，截止到 10 月 19 日重症病例迅速累计达 29 例。无论从日均病例还是重症病例的情况来看，甲型 H1N1 流感加速扩张的趋势都非常明显。

2009 年 6 月 29 日，香港大学发布抗病毒颗粒体外实验结果显示抗病毒颗

粒对甲型 H1N1 病毒的繁殖具有明显的抑制作用。随着甲型 H1N1 流感的不断扩散,抗病毒颗粒的销售半径也从西南地区走向了全国,预计全年销量在 2.5 亿以上。作为有明确抑制作用的药物面临着收储的可能性,公司作为抗病毒颗粒的独家生产厂家将显著受益。

图 2: 九月份以来甲型 H1N1 流感日均病例增长图



资料来源: 卫生部网站、东海证券研究所

q 参芪扶正注射液有望进入扩展版基本药物目录

参芪扶正注射液主要成份为党参、黄芪,为国家二类新药,用于气虚证肺癌、胃癌的辅助治疗。与化疗合用有助于提高疗效、保护血象,以及提高气虚患者免疫功能、改善气虚症状及生存质量。发改委核定最高零售限价为 250ml 规格,182 元。目前产品的终端价格在 150-180 左右。

参芪扶正注射液适应症广泛,并且作为急重症用药受中药注射剂不良反应事件影响较小,今年上半年实现销售收入 1.25 亿,同比增长 37%,毛利率为 88.10%,同比增加 6.01 个百分点。参芪扶正注射液作为临床使用安全、疗效确切的中药注射剂产品极有可能进入扩展版的基本药物目录,届时其销量将会有大幅的提升,而公司作为其独家生产厂家面临着较大的市场机会。

q 普药产品受营销改革的影响增长平缓,受益新医改

公司的普药产品主要包括丽珠得乐系列、丽珠肠乐系列等产品,健康元入主之后,对营销进行了力度较大的改革,营销体制的框架为“由省公司领导的目标医药经理负责制”,每个省设立 1-2 家管理上的销售公司,分别管理处方药及 OTC,部分省市另外设置销售公司,经营第三终端。同以前按照产品线,各子公司单独经营相比,效率上有了很大的提高。OTC 产品受理顺终端的

影响，上半年略有增长。我们认为随着渠道的理顺，加上众多普药产品进入基本药物目录的影响，普药产品未来预计将实现 15%左右的稳定增长。

q 促性激素产品市场空间广阔，有望保持高速增长

据今年 8 月底召开的 2009 中国不孕不育高峰论坛公布的《中国不孕不育现状调研报告》显示，全国平均每 8 对育龄夫妇中就有 1 对面临生育方面的困难，不孕不育率攀升到 12.5%~15%，接近发达国家 15%~20% 的比率，我国不孕不育者以 25 岁至 30 岁人数最多，呈年轻化趋势，而 20 年前，我国育龄人群中的不孕不育率仅为 3%，工作压力大是主要原因，随着患病率的不断提高以及就诊比例的增加，不孕不育市场容量不断扩大。公司产品注射用尿促卵泡素（商品名：丽申宝）为独家产品，占有约 30% 的市场份额，其余市场份额为外资产品所占据。外资产品为重组类产品，价格为丽申宝的两倍以上。上半年促性激素产品系列实现销售 8883 万，同比增长 31.43%，预计未来三年将维持 30% 的增长速度。

q 诊断试剂及仪器业务受益于新医改

试剂业务为公司持股 51% 的珠海丽珠试剂有限公司生产，主要产品集中在衣原体、艾滋病检测方面，产品线较长，由管理团队持股 49%，89 年建厂，为集团内部最早创立办事处模式的子公司，产品主要覆盖面较广，甚至包括乡镇卫生院。

由于激励措施得力，试剂业务今年增长迅速，08 年实现收入 1.44 亿元，同比增长 24.05%，净利润 2453 万元，同比增长 81.97%。预计今年实现收入 1.95 亿，增长 35% 左右。我们认为在新医改提高基层医疗机构就诊比例的背景下，预计试剂业务将实现较高的增长。

q 原料药业务收入有所下降，但毛利率大幅提升

公司的原料药业务包括：新北江制药股份有限公司、福兴药业及珠海保税区丽珠合成制药厂，其中新北江主要面向出口。原料药业务 08 年实现销售收入 6.47 亿元，毛利率仅 3.77%，09 年上半年原料药实现收入 3.32 亿，同比减少 15.35%，营业利润 5866 万元，净利润 3000 多万，同比去年大幅增加。公司预计全年原料药收入与去年基本持平，但盈利水平将大幅提升。

q B 股回购接近尾声，提升每股收益约 3%

公司于 08 年 12 月 1 日发布公告回购 B 股，在一年时间内，总金额不超

过 1.6 亿港币且股价不高于 15.85 元的情况下回购 B 股，回购的 B 股将冻结，待回购结束后一并注销。从目前的进度来看，公司已经花费了 1.16 亿港币回购了 1031 万股 B 股。公司当前的总股本为 3.06 亿，按照当前的回购量计算，每股收益将提升 3.38%。

B 股回购说明了两个方面的问题：首先，是公司现金流充沛；其次，公司认为股价低估，通过回购促使公司股价向公司认为的合理价值回归；第三，由于回购的 B 股届时将注销，大股东持有的股份将进一步增加，回购从另一个方面看也是公司大股东增持公司股份的行为。

q 股权投资得到了较好的解决，投资价值明晰

公司由于现金流充沛，为提高资源的利用效率，公司 06 年开始进行了较多的股权投资。06、07、08 年、09 年上半年证券投资收益分别为：1.29 亿、3.4 亿、-2.14 亿、0.60 亿，而同期公司的主营业务利润分别为：0.71 亿、2.74 亿、3.13 亿、2.41 亿。由于巨额的股权投资收益或亏损，使得公司业绩起伏较大，股权投资的绝对收益为 3.15 亿，即使扣除证券投资的影响，公司主营业务利润仍保持稳定增长。

公司上半年清除了 A 股市场中的证券投资，目前除持有部分公司的法人股之外，余下的证券投资均为在港股市场上历史遗留的投资，公司未来也没有证券投资的计划，公司主业的投资价值将越来越清晰。

表 1：公司近年主营业务利润及证券投资收益对比

	06 年	07 年	08 年	09 年上半年
公允价值变动损益	2515	11346	-27204	13361
证券投资收益	10416	22649	5831	-7323
扣除证券投资外的营业利润	7126	27381	31333	24057

资料来源：公司定期报告、东海证券研究所

q 盈利预测

表 2：丽珠集团收入预测表 单位：万元

	08A	09E	10E
化学制剂	70838	79339	88860
增长率 (%)	10.65	12	12
原料药	64663	67896	74686
增长率 (%)	12.85	5	10
中药制剂	43358	60701	78911

增长率 (%)	25.91	40	30
诊断试剂及设备	14466	19629	26499
增长率 (%)	---	35	35
合计	205864	227565	268956
增长率 (%)	17.79	10.54	18.17

表 3: 丽珠集团主要财务指标 单位: 万元

主要财务指标	2008A	2009E	2010E
营业收入	205864	227565	268956
减: 营业成本	111632	107087	124127
营业毛利	94232	120478	144829
减: 营业税金及附加	446	493	583
资产减值损失	2130	3000	3000
销售费用	37728	50064	57826
管理费用	19777	21617	24206
财务费用	2652	2003	2367
公允价值变动损益	-27204	13361	0
投资收益	5665	-07430	0
利润总额	10565	49232	56847
减: 所得税	3275	6341	7322
少数股东损益	2083	5330	6298
归属母公司所有者的净利润	5207	37561	43227
每股收益	0.17	1.23	1.41

重要假设:

- 1、各业务毛利率同 09 年中期一致, 即化学药 69.28%、中药制剂 71.67%、原料药 17.67%、试剂及仪器 51%;
- 2、所得税实际税负同 09 年半年报一致;
- 3、全年股权投资收益维持 09 年半年报水平。

在不考虑回购 B 股的情况下, 我们预测丽珠集团 09 年、10 年 EPS 分别为 1.23 元、1.41 元, 其中 09 年扣除非经常性损益的 EPS 为 1.06 元, 当前股价 31.00 元, 鉴于公司良好的基本面及增长前景, 我们给予公司六个月 35.00 元的目标价格, 相对于 09 年 (扣除非经常性损益)、10 年的市盈率分别为 29 倍、24.8 倍, 相对于当前价格尚有 13% 的上升空间, 给予“增持”投资评级。

q 风险因素

- 1、独家品种降价的风险
- 2、营销整合达不到预期的风险

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122