

2009 年 10 月 18 日

医药行业

丽珠集团 (000513)

买入

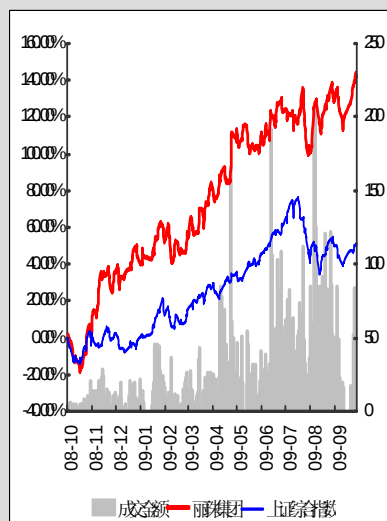
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

丽珠集团与上证指数走势对比图



三大领域快速增长 低估值带来投资价值

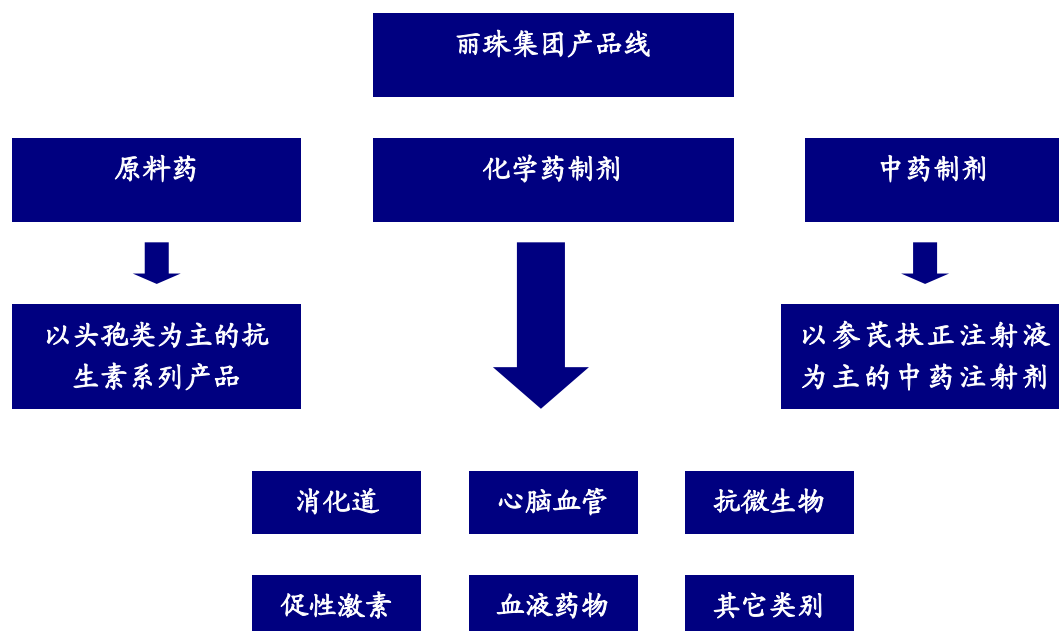
投资要点

- **产品线丰富的优质医药企业。**丽珠集团控股股东为健康元药业集团，公司目前已经成为集医药产品科研、开发、生产、销售于一体的综合性高新技术制药企业集团，在处方药的生产与销售领域具有突出优势，丽珠集团目前产品品种超过 400 个，其中涉及原料药、化学药制剂和中药制剂三大类别。
- **中药、西药制剂快速增长，原料药成本下降助推利润增长。**公司 09 年中期主营业务收入和利润分别为 12 亿和 6.5 亿元，同比增长 9% 和 36%。其中的**西药制剂**是公司的第一大利润贡献点，09 年中期占公司总营业利润的 47%，其产品涵盖领域广泛，涉及消化道，抗微生物、促性激素、心脑血管、造血系统药物等重点医药领域。从具体分布来看，抗微生物、消化道以及促性激素收入和利润增长最快，09 年三大类别收入有望达到 3 亿、2.5 亿和 1.8 亿元，同比增长 21%、14% 和 24%；**中药制剂**受益抗肿瘤药参芪扶正注射液的快速增长，收入和利润增幅最快，09 年中期收入和利润分别达到 3 亿和 2.2 亿元，预计全年收入和利润可能达到 6.1 亿和 4.4 亿元，同比增长 41% 和 45%，**原料药**公司主要以头孢类抗生素为主，由于上游原料中间体等采购成本下降幅度较大，所以公司原料药尽管收入下降但主营利润达到 5800 多万元，净利润贡献接近 3000 万，而上年同期为亏损。
- **盈利预测和估值。**我们预计公司 09、10 年归属于母公司的净利润有望达到 3.9 亿和 4.6 亿元，加上 B 股回购注销的影响，每股收益预计为 1.31 元和 1.55 元，公司 09 年和 10 年的动态 PE 只有 24 倍和 21 倍，远远低于目前行业整体 35 倍的平均水平，公司长期投资价值明显，随着 B 股回购的完成，价值理性回归成为必然，所以我们给予公司“买入”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1,710,694,660	2,024,952,880	2,268,806,600	2,619,486,970
增长率	10%	18%	12%	15%
毛利率	44%	46%	54%	55%
主营利润	771,620,460	930,271,160	1,257,481,800	1,455,808,192
增长率	277%	21%	35%	16%
每股收益	1.66	0.17	1.31	1.55

1、产品线丰富的优质医药企业

丽珠集团控股股东为健康元药业集团，公司目前已经成为集医药产品科研、开发、生产、销售于一体的综合性高新技术制药企业集团，在处方药的生产与销售领域具有突出优势，丽珠集团目前产品品种超过400个，其中涉及原料药、化学药制剂和中药制剂三大类别。原料药是以头孢类抗生素、他汀类及氨基糖苷类为主；化学药制剂领域涉及消化道、心脑血管、抗感染、生殖内分泌、血液药物等领域，其主要品牌包括丽珠得乐系列、抗病毒颗粒、脑力隆、丽珠威、丽珠肠乐、前列安栓、促卵泡素、利脉胶囊等重点品种；另外中药制剂重点产品包括抗肿瘤药、国家医保目录重点品种参芪扶正注射液、进入国家基本药物目录的血栓通注射液等中药注射剂产品。此外，公司还经营诊断试剂、设备产品，但目前主要还是集中在中低端的生化类别产品，可以说公司已经形成了从原料药到化学制剂、从中药到西药、从药品到器械的一条龙似的医药产业化企业集团。



资料来源：公司年报 日信证券

2、中药、西药制剂快速增长，原料药成本下降助推利润增长

公司09年中期主营业务收入和利润分别为12亿和6.5亿元，同比增长9%和36%。其中的**西药制剂**是公司的第一大利润贡献点，09年中期占公司总营业利润的47%，其产品涵盖领域广泛，涉及消化道、抗微生物、促性激素、心脑血管、造血系统药物等重点医药领域。从具体分布来看，抗微生物、消化道以及促性激素收入和利润增长最快，09年三大类别收入有望达到3亿、2.5亿和1.8亿元，同比增长21%、14%和24%；三大类别利润达到1.8亿，2.1亿和1.1亿元，同比增长37%、35%和20%。**中药制剂**受益抗肿瘤药参芪扶正注射液的快速增长，收入和利润增幅最快，09年中期收入和利润分别达到3亿和2.2亿元，预计全年收入和利润可能达到6.1亿和4.4亿元，同比增长41%和45%，从过去几年来看，随着工艺结构的不断改善以及产品销量的提升，中药制剂毛利率也在稳步提升，已经从07年的68.6%提升到09年中期的71.7%，占总收入比也从20%提升到26%，目前已经超过原料药成为公司第二大利润贡献点。**原料药**公司主要以头孢类抗生素为主，上半年由于经济危机影响，再加上公司产品主要是第二、三代头孢类中低端产品，市场竞争压力很大，产品价格都有不同程度的下降，导致公司09年中期收入只有3.3亿元，同比下降15%，但由于上游原料中间体等采购成本下降幅度更大，所以公司原料药主营利润反而达到5800多万元，净利润贡献接近3000万，而上年同期为亏损。

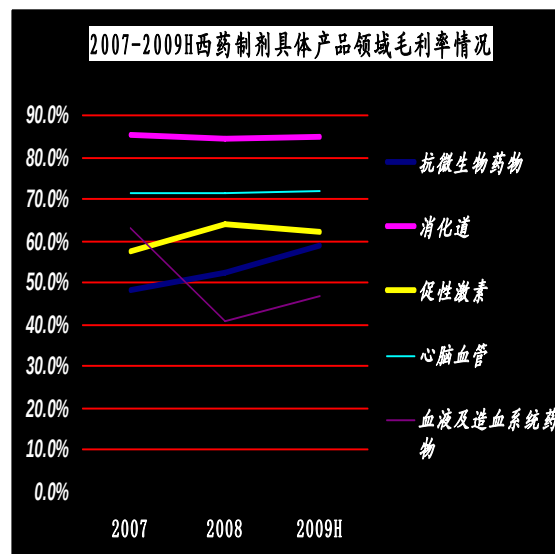
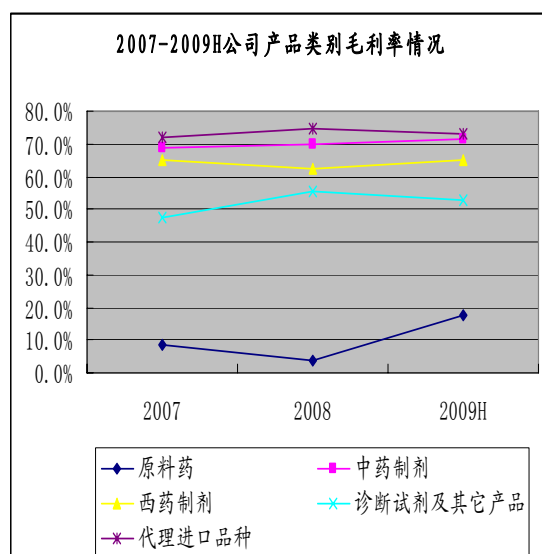
营业收入	2007	2008	2009E	2009H
原料药	573,011,970	646,625,580	580,000,000	331,933,800
增长率		13%	-10%	
占总收入比	33%	32%	26%	28%
中药制剂	344,370,330	433,578,530	613,444,400	306,722,200
增长率		26%	41%	
占总收入比	20%	21%	26%	26%
西药制剂-抗微生物药物	233,441,910	248,116,750	301,125,800	150,562,900
增长率		6%	21%	
占总收入比	14%	12%	13%	13%
西药制剂-消化道	191,767,290	219,969,360	250,000,000	147,257,400
增长率		15%	14%	
占总收入比	11%	11%	10%	12%
西药制剂-促性激素	98,954,170	143,470,780	177,666,000	88,833,000
增长率		45%	24%	

占总收入比	6%	7%	7%	7%
西药制剂-心脑血管	81,318,900	81,485,650	89,130,400	44,565,200
增长率		0%	9%	
占总收入比	5%	4%	4%	4%
西药制剂-血液及造血系统药物	34,709,040	15,342,260	21,051,600	10,525,800
增长率		-56%	37%	
占总收入比	2%	1%	1%	1%
诊断试剂及其它产品	152,068,480	234,718,010	234,015,600	117,007,800
代理进口品种	1,052,570	1,645,960	2,372,800	1,186,400
总收入	1,710,694,660	2,024,952,880	2,268,806,600	1,198,594,500
增长率		18%	12%	

数据来源：日信证券

营业利润	2007	2008	2009E	2009H
原料药	49,868,260	24,384,470	117,318,800	58,659,400
增长率		-51%	381%	
占主营利润比	6%	3%	9%	9%
中药制剂	236,377,250	302,812,630	439,655,400	219,827,700
增长率		28%	45%	
占主营利润比	31%	33%	34%	34%
西药制剂-抗微生物药物	112,216,900	130,074,270	178,043,400	89,021,700
增长率		16%	37%	
占主营利润比	15%	14%	14%	14%
西药制剂-消化道	163,604,030	185,467,220	212,500,000	124,986,700
增长率		13%	35%	
占主营利润比	21%	20%	19%	19%
西药制剂-促性激素	57,149,500	92,052,580	110,233,400	55,116,700
增长率		61%	20%	
占主营利润比	7%	10%	9%	9%
西药制剂-心脑血管	57,910,360	58,360,320	63,988,000	31,994,000
增长率		1%	10%	
占主营利润比	8%	6%	5%	5%
西药制剂-血液及造血系统药物	21,837,090	6,253,520	9,878,200	4,939,100
增长率		-71%	58%	
占主营利润比	3%	1%	1%	1%
诊断试剂及其它产品	71,900,250	129,634,220	124,126,600	62,063,300
代理进口品种	756,820	1,231,930	1,738,000	869,000
总营业利润	771,620,460	930,271,160	1,257,481,800	647,477,600
增长率		21%	35%	

数据来源：日信证券



数据来源：日信证券

3、四大过亿品种各有千秋，未来增长值得期待

3.1 抗病毒颗粒

公司的抗病毒颗粒主要是以“清热解毒，用于病毒性感冒”的药物进行销售，过去5年产品收入波动很大，但基本可以每年贡献超过1亿元左右的收入，09年4月甲型H1N1流感病毒爆发，而公司的抗病毒颗粒通过实验发现对甲型H1N1流感病毒的繁殖具有明显的抑制作用。但是实验结果仅使抗病毒颗粒增加治疗及预防甲型H1N1 流感病毒的新适应症有了初步可能，根据国家有关规定，需申请进行II期、III期临床试验，并经证实确实有效，才有可能获得国家食品药品监督管理局批准增加新的适用症。初步估计完成上述临床试验的周期大约需2至3年或更长时间，截至目前公司尚未有制定申报上述临床试验的计划。尽管如此，公司09年上半年抗病毒颗粒销量非常突出，收入已经达到1.3亿元，超过08年全年的总收入，而在9月份单品销售额高达5000万元，预计全年收入有望超过2.5亿元，

营业收入	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 中报
抗病毒颗粒	100,341,000	146,564,000	96,214,000	133,498,220	120,000,000	130,665,200
增长率		46%	-34%	39%	-10%	

数据来源：日信证券

3.2 参芪扶正注射液

公司的参芪扶正注射液属于抗肿瘤药物，主要用于气虚证肺癌、胃癌的辅助治疗。可以与化疗合用并有助于提高疗效、保护血象。在中国医院用药市场，抗肿瘤药物的销售规模近几年来一直稳步增长，尤其是2003年-2005年间，复合增长率达到24.5%。从抗肿瘤药细分类别来看，免疫刺激剂08年以29.32%的市场份额继续排名第一，但其市场份额呈逐年下降趋势，主要因为其构成产品胸腺肽系列和重组人粒细胞集落刺激因子等产品的市场份额都呈现下降趋势，未来几年其龙头用药地位很有可能被其它类别药物所替代。以多西他赛、紫杉醇和复方斑蝥制剂为首的植物药类别这几年基本保持在22%-24%的市场份额，其中多西他赛和复方斑蝥制剂呈上升趋势，增长势头较好。而公司的参芪扶正属于免疫刺激剂类产品，这几年其在肿瘤药市场份额略有下降，但由于整体市场20%以上的强劲增长，我们可以看到公司此种产品收入一直呈快速增长态势，从04年收入6200万元达到08年的2亿元，年均增长率为56%，今年全年产品收入有望达到2.5亿元，此产品属于国家乙类医保目录产品，毛利率较高超过88%，未来很有可能进入国家新一期的基本药物目录（其它部分），我们预计该产品未来将以超过20%的速度增长。

2008 年抗肿瘤药医院用药类别产品排名情况

类别	1	2	3	4	5
免疫刺激剂	胸腺肽系列	重组人粒细胞集落刺激因子	干扰素系列	香菇多糖	参芪扶正
植物生物碱和其它天然药	多西他赛	紫杉醇	复方斑蝥制剂	伊立替康	长春瑞滨
抗代谢药	吉西他滨	卡培他滨	培美曲塞	阿糖胞苷	氟尿嘧啶
细胞毒素类抗生素和相关物质	表柔比星	吡柔比星	伊达比星	多柔比星	博来霉素
激素拮抗剂和相关制剂	来曲唑	阿那曲唑	依西美坦	氟他胺	托瑞米芬
激素类及相关制剂	曲普瑞林	戈舍瑞林	亮丙瑞林		
烷化剂类	替莫唑胺	异环磷酰胺	尼莫司汀	环磷酰胺	白消安
其它抗肿瘤药	奥沙利铂	利妥昔单抗	吉非替尼	厄洛替尼	曲妥珠单抗

数据来源：南方医药经济研究所 日信证券

2006 - 2008 年抗肿瘤药物各品种医院市场份额

	2006	2007	2008
胸腺肽系列	13%	12.56%	12.52%
多西他赛	6.72%	7.03%	7.12%
紫杉醇	8.14%	7.30%	7.11%
奥沙利铂	6.66%	6.22%	5.39%
重组人粒细胞集落刺激因子	6.35%	5.20%	4.79%

干扰素系列	4.11%	3.98%	3.68%
吉西他滨	3.69%	3.59%	3.43%
卡培他滨	3.67%	3.70%	3.29%
复方斑蝥制剂	2.33%	2.45%	2.89%
香菇多糖	3.46%	2.92%	2.83%
表柔比星	3.37%	3.12%	2.65%
利妥昔单抗	1.91%	2.18%	2.34%
吉非替尼	1.96%	2.05%	2.34%
参芪扶正	2.28%	2.17%	2.15%
伊立替康	1.40%	1.49%	1.57%

数据来源：南方医药经济研究所 日信证券

营业收入	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 中报
参芪扶正注射液	61,966,000	69,402,000	104,328,000	132,136,570	200,927,600	124,844,200
增长率		12%	50%	27%	52%	

数据来源：日信证券

3.3 丽珠得乐系列

丽珠得乐系列产品是公司的老产品，隶属于消化道系列并治疗胃病的产品，其适应症为慢性胃炎及缓解胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感（烧心）和反酸。目前胃病市场较大，但市场竞争激烈，强势品牌众多，例如修正药业的斯达舒、葵花药业的葵花胃康灵、江中药业的健胃消食片、三九医药的三九胃泰等等。从这几年的收入来看，产品收入波动较大，但一直保持在1亿元以上，今年上半年收入在5000-6000万元左右，预计全年与去年同期持平，未来保持平稳增长。

营业收入	2004 年报	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报
丽珠得乐系列	148,867,000	116,221,000	150,436,000	107,911,090	129,119,990
增长率		-21.9%	29.4%	-28.3%	19.7%

数据来源：日信证券

3.4 注射用尿促卵泡素

注射用尿促卵泡素属于促性腺激素类药物，其适应症用于不排卵（包括多囊卵巢综合征）且对枸橼酸克罗米芬治疗无效者，辅助生殖技术超促排卵者。由于其较好的疗效及较高的市场接受度，该产品近两年增长迅猛，08 年收入增长接近 50%，09 年预计全年收入有望达到 1.6 亿元，产品毛利率超过 60%，已经超过丽珠得乐系列产品成为公司第三大利润产品，预计未来也将保持在 30% 以上的速度增长。

4、B 股回购接近尾声，股份注销提升每股收益

公司于08年12月初发布回购报告书并开始进行B股回购，当初的回购资金上限为1.6亿港币，B股回购价格不超过16港元/股。截至到今年9月30日，公司已经累计回购1031万股，占总股本的3.37%，支付总额为1.16亿港币。目前来看，距离回购到期日还有一个多月的时间，公司还想继续回购但如果B股价格高于16港元/股，公司无法进行回购，尽管如此目前回购量也超过1000万股并达到预期目标。这样12月初到期后公司很可能会注销所回购的股份数，这样总股本变小而每股收益增加。如果我们按照1000万股的注销量来计算，09年全年每股收益大约提升5-6分钱。

5、盈利预测和估值

随着医改的逐步推进，公司将通过营销改革迎来新一轮的快速发展时期，原料药、中药、西药将继续保持快速增长，我们预计公司 09、10 年总收入将达到 22.7 亿和 26.2 亿元，扣除非经常性项目的影响，归属于母公司的净利润有望达到 3.9 亿和 4.6 亿元，加上 B 股回购注销的影响，每股收益分别为 1.31 元和 1.55 元，公司 09 年和 10 年的动态 PE 只有 24 倍和 21 倍，远远低于目前行业整体 35 倍的平均水平，公司长期投资价值明显，随着 B 股回购的完成，价值理性回归成为必然，所以我们给予公司“买入”的投资评级。

营业收入	2007	2008	2009E	2010E
原料药	573,011,970	646,625,580	580,000,000	638,000,000
增长率		13%	-10%	10%
中药制剂	344,370,330	433,578,530	613,444,400	797,477,720
增长率		26%	41%	30%
西药制剂-抗微生物药物	233,441,910	248,116,750	301,125,800	346,294,670
增长率		6%	21%	15%
西药制剂-消化道	191,767,290	219,969,360	250,000,000	262,500,000
增长率		15%	14%	5%
西药制剂-促性激素	98,954,170	143,470,780	177,666,000	222,082,500
增长率		45%	24%	25%
西药制剂-心脑血管	81,318,900	81,485,650	89,130,400	93,586,920
增长率		0%	9%	5%
西药制剂-血液及造血系统药物	34,709,040	15,342,260	21,051,600	23,156,760
增长率		-56%	37%	10%
诊断试剂及其它产品	152,068,480	234,718,010	234,015,600	234,015,600
代理进口品种	1,052,570	1,645,960	2,372,800	2,372,800

总收入	1,710,694,660	2,024,952,880	2,268,806,600	2,619,486,970
增长率		18%	12%	15%
营业利润				
原料药	49,868,260	24,384,470	117,318,800	95,700,000
增长率		-51%	381%	-18%
中药制剂	236,377,250	302,812,630	439,655,400	566,209,181
增长率		28%	45%	29%
西药制剂-抗微生物药物	112,216,900	130,074,270	178,043,400	204,313,855
增长率		16%	37%	15%
西药制剂-消化道	163,604,030	185,467,220	212,500,000	223,125,000
增长率		13%	15%	5%
西药制剂-促性激素	57,149,500	92,052,580	110,233,400	137,691,150
增长率		61%	20%	25%
西药制剂-心脑血管	57,910,360	58,360,320	63,988,000	67,195,409
增长率		1%	10%	5%
西药制剂-血液及造血系统药物	21,837,090	6,253,520	9,878,200	10,883,677
增长率		-71%	58%	10%
诊断试剂及其它产品	71,900,250	129,634,220	124,126,600	148,951,920
代理进口品种	756,820	1,231,930	1,738,000	1,738,000
总营业利润	771,620,460	930,271,160	1,257,481,800	1,455,808,192
增长率		21%	35%	16%
营业税金及附加	4,065,732	4,464,635	5,672,017	6,548,717
税金占收入比	0.24%	0.22%	0.25%	0.25%
期间费用合计	476,594,423	601,560,203	726,018,112	838,235,830
期间费用率	27.9%	29.7%	32%	32%
资产减值损失	16,202,051	21,301,909	48,000,000	48,000,000
公允价值变动净收益	113,455,276	(272,043,892)		
投资净收益	222,675,012	56,651,329		
营业外净收入	6,223,004	6,050,456	2,000,000	2,000,000
利润总额	619,978,805	105,654,085	479,791,672	565,023,644
所得税	96,597,880	32,746,767	71,968,751	84,753,547
少数股东损益	14,929,864	20,834,154	20,834,154	20,834,154
净利润	508,451,061	52,073,164	386,988,767	459,435,944
每股收益	1.66	0.17	1.31	1.55

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。