

丽珠集团 (000513.sz)

祛除证券波动，主业增长明确

葛峰 研究员
电话: 020-87555888-340
eMail: gz2@gf.com.cn

杨挺 研究助理
电话: 020-87555888-897
eMail: yt8@gf.com.cn

公司主要情况

造成公司 06 年和 08 年业绩明显波动的原因已经不会再有，我们认为公司将来的主要看点集中在三个方面上：1、公司营销改革带来的影响；2、原料药业务的扭亏为盈；3、参芪扶正注射液、丽申宝、前列安栓等重点品种的优秀表现。在费用率上公司销售费用率将继续保持较高水平，管理费用率将有一定回落。

公司业务情况

公司的业务主要包括西药制剂、中药制剂、原料药和诊断试剂及仪器等。中药制剂的参芪扶正注射液正从中药注射剂安全事故的影响中走出来，未来可快速增长，而抗病毒颗粒 09 年受甲流刺激大幅增长，明年估计会回落。原料药公司 09 年扭亏为盈，将来在消化完拨备后还将继续有表现。西药制剂方面抗微生物药稳定增长，消化道药借助第三终端扩容颇有看点，促性腺激素中的丽申宝还将继续保持快速增长。公司的检测试剂及仪器产品我们认为将保持检测市场的平均增速，保持 20% 左右的增长速度。

盈利预测与投资评级

根据对各项业务的预测以及对费用率的推断，我们计算得到公司 09 年-11 年的 EPS 为 1.42 元、1.60 元、1.96 元，对应 09 年-11 年 PE 为 28 倍、25 倍、20 倍。我们认为公司经营稳健，现金流在不断改善，给予公司“买入”的投资评级，目标价格 45 元，相当于公司 09 年 32 倍 PE 和 10 年 28 倍 PE。

风险提示

1. 原料药行业的波动给公司增加了不确定性；
2. 公司主力品种参芪扶正注射液易受其他中药注射剂安全事故影响。

公司评级

买入

当前价格(元)	39.56
目标价格(元)	45.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	3.78%	35.90%	114.64%
上证综指	-2.64%	19.11%	102.76%

股票数据

总股本(万股)	29,572.19
流通 A 股(万股)	28,966.24
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	26.21%
流通 A 股比例	97.95%

财务比率

ROE	2.93%
ROA	1.78%
资产负债率	37.26%
每股净资产(元)	5.81

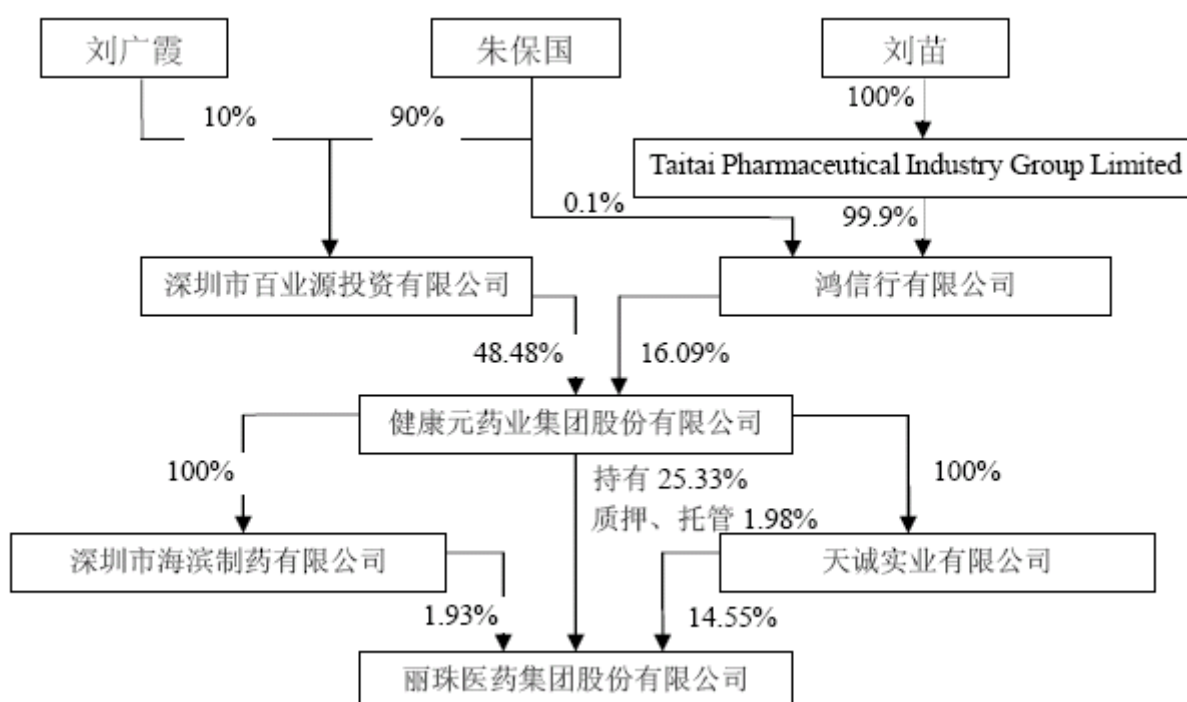
2008 年报数据。

公司主要情况

丽珠集团是一家老牌的知名制药企业，最初以生产得乐系列的产品起家，目前已经发展为产品涵盖处方药与非处方药，品种包括中药、原料药、西药、诊断试剂等在内的综合型制药企业。

公司董事长是公司实际控制人，通过健康元及其两个子公司天诚实业及深圳市海滨制药有限公司直接或间接持有公司股票超过40%，并还有上升的趋势。

图1：公司股权结构



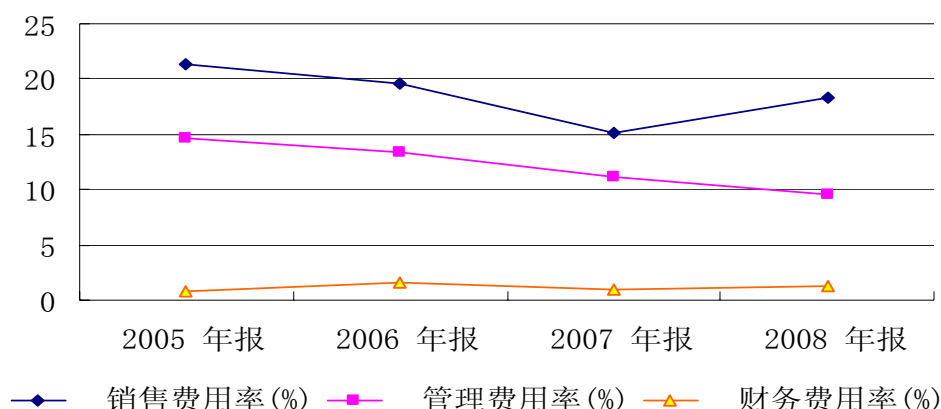
数据来源：公司年报

公司的经营还比较稳健，近年来业绩上的波动主要是06年和08年。06年是由于新会计准则变更后产生了8000多万元的资产减值损失，而08年主要是由于投资股票市场造成了巨大的亏损。目前公司调整了投资策略，放弃了继续投资波动较大的股票市场，我们认为公司将来业绩的主要看点在以下几个方面：

1. 公司从06年开始推行营销改革，覆盖层面包括处方药、OTC和第三终端市场，就近几年的情况来看取得了一定的成效，我们认为其将来对公司的影响值得关注，特别是对于处方药市场和第三终端市场的开拓值得紧密跟踪；
2. 公司08年的原料药生产造成了约3000万元左右的亏损，由于价格上涨，09年新北江可以实现盈利，而另两个工厂在消化了09年的拨备后于10年开始也可以贡献利润；
3. 参芪扶正注射液、丽申宝、前列安栓等重点品种上升趋势明显，将有力推动公司业绩增长。

公司同时加强了费用控制，费用率整体呈现下降趋势。

图2：公司近年来费用率情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

我们认为未来几年内，由于公司继续推行营销改革，加大在营销上的投入，销售费用将继续保持在20%左右的较高水平上，而公司的管理费用还将缓慢下降。

公司业务情况

公司的业务主要包括西药制剂、中药制剂、原料药和诊断试剂及仪器等。其中西药制剂和中药制剂是利润和收入的主要贡献者，由于原料药毛利率低，所以毛利润贡献并不高。

图3：08年公司收入占比

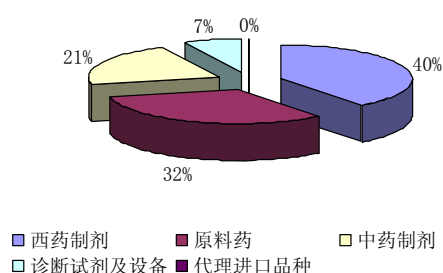
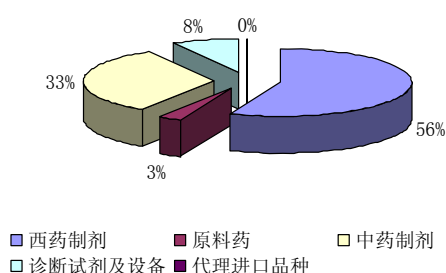


图4：08年公司毛利润占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

中药制剂

公司的中药制剂主要包括参芪扶正注射液、前列安栓和抗病毒颗粒：

参芪扶正注射液：此产品还是受到中药注射剂安全事故的影响，今年销量增长为16%左右，没有达到之前20%以上的预期。但由于价格的上升，使销售额增长了30%左右。但今年的医保目录取消了对本品的使用限制，借助销售队伍下沉和中药注射剂安全事故影响的消退，来年增长可达30%左右。

抗病毒颗粒：这一品种本来是一个普通的品种，但今年由于甲流疫情蔓延，使其销售出现了爆发增长，全年销售额可能达到3.5亿元左右。但明年随着甲流疫情的消退，我们预计此产品的销售额会出现回落。

原料药

公司有三个工厂主要进行原料药的生产：珠海保税区丽珠合成制药有限公司、新北江制药股份有限公司以及福州福兴药业。2008年，由于成本的大幅上升，公司三个原料药厂普遍出现亏损。其中新北江亏损最为严重，达到2778万元。09年，由于成本下降以及市场的转好，新北江可实现盈利4000万元左右，另外两个原料药厂在09年消化掉之前的拨备，也可在10年实现盈利。整体来看，在美伐他汀、酶酚酸这两个品种的带领下，整个原料药的毛利率回到了17%以上。

另外，公司也发现成本对原料药企业的影响。在将来，公司将以焦作健康元为基础，逐渐将原料药生产搬迁到焦作。

西药制剂

公司的西药产品主要包括得乐系列的消化道药品、抗微生物药品和促性腺激素产品。

公司的消化道药品和抗微生物药品基本都是一些老品种，增速本来不是很快。但近年来由于公司加强了OTC品种的销售，同时受益于第三终端市场的扩容，公司的消化道药品可能在未来几年将有不错表现。

促性腺激素产品中主要是丽申宝销售业绩出色，该品种和进口竞争品种相比起来有价格优势，公司的销售渠道也做得不错，近年来增长很快，我们预计未来几年仍将保持较快的增长速度。

其他

公司的检测试剂及仪器产品我们认为将保持检测市场的平均增速，保持20%左右的增长速度，而其他业务占比太小，对公司业绩影响不大。

盈利预测与投资评级

根据我们之前的观点，我们认为公司各业务在将来的发展情况如下：

表 1：公司业务预测情况（万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
西药制剂	79844	94215.92	114943.4	137932.1
增速		18.00%	22.00%	20.00%
毛利率	65.80%	67.00%	67.00%	67.50%
原料药	64663	64016.37	70418.01	71122.19
增速		-1.00%	10.00%	1.00%
毛利率	3.80%	17.50%	16.50%	16.50%
中药制剂	43358	63736.26	68835.16	82602.19
增速		47.00%	8.00%	20.00%

毛利率	69.80%	70.20%	70.20%	70.10%
诊断试剂及设备	14466	17359.2	20831.04	24997.25
增速		20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	53.00%	53.00%	54.00%	55.00%
代理进口品种	165	206.25	257.8125	322.2656
增速		25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	74.90%	75.00%	75.00%	75.00%
合计	202496	239534	275285.4	316976
增速		18.29%	14.93%	15.14%
毛利率	45.80%	53.61%	53.91%	55.76%

数据来源：广发证券发展研究中心

根据对各项业务的预测以及对费用率的推断，我们计算得到公司09年-11年的EPS为1.42元、1.60元、1.96元，对应09年-11年PE为28倍、25倍、20倍。

公司09年由于抗病毒颗粒销售额在甲流影响下的异常波动，使业绩增幅提高，我们认为这一因素很难持续，10年的业绩将回归正常，我们认为公司经营稳健，现金流在不断改善，给予公司“买入”的投资评级，目标价格45元，相当于公司09年32倍PE和10年28倍PE。

风险提示

1. 原料药行业的波动给公司增加了不确定性；
2. 公司主力品种参芪扶正注射液易受其他中药注射剂安全事故影响。

表 2：报表预测（百万元）

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1590.50	1748.11	2058.64	2435.18	2798.64	3222.48
减：营业成本	879.21	973.62	1116.32	1129.57	1290.00	1425.75
营业税金及附加	5.95	4.07	4.46	5.28	6.07	6.99
营业费用	312.12	264.87	377.28	438.33	475.77	547.82
管理费用	213.12	194.61	197.77	209.43	223.89	257.80
财务费用	24.96	17.11	26.52	21.66	21.75	21.28
资产减值损失	81.52	16.20	21.30	21.30	21.30	21.30
加：投资收益	101.79	222.68	56.65	-58.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	25.15	113.46	-272.04	126.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	200.57	613.76	99.60	677.62	759.85	941.54
加：其他非经营损益	1.49	6.22	6.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	202.06	619.98	105.65	677.62	759.85	941.54
减：所得税	38.51	96.60	32.75	91.44	98.78	131.82

净利润	163.55	523.38	72.91	586.18	661.07	809.72
减：少数股东损益	10.09	14.93	20.83	167.51	188.91	231.39
归属母公司股东净利润	153.47	508.45	52.07	418.67	472.16	578.33
EPS	0.519	1.719	0.176	1.416	1.597	1.956
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	238.42	146.11	437.56	359.73	533.39	1023.54
应收和预付款项	454.05	529.90	601.81	652.08	787.83	861.88
存货	281.21	325.41	346.08	337.43	443.16	419.56
其他流动资产	168.34	448.10	121.78	121.78	121.78	121.78
长期股权投资	48.41	42.46	45.13	45.13	45.13	45.13
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1012.51	1007.88	963.35	758.64	553.93	349.22
无形资产和开发支出	228.90	223.28	261.45	236.43	211.41	186.39
其他非流动资产	19.70	66.42	12.32	9.50	6.67	6.67
资产总计	2451.55	2789.56	2789.47	2520.71	2703.29	3014.18
短期借款	578.79	379.01	520.71	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	299.47	307.52	323.13	399.00	382.99	450.64
长期借款	110.70	70.70	100.70	100.70	100.70	100.70
其他负债	23.98	41.40	10.40	10.40	10.40	10.40
负债合计	1012.94	798.64	954.94	510.10	494.09	561.74
股本	306.04	306.04	306.04	306.04	306.04	306.04
资本公积	442.53	478.65	421.52	421.52	421.52	421.52
留存收益	649.78	1157.98	1050.98	1059.56	1069.24	1081.09
归属母公司股东权益	1398.34	1942.66	1778.54	1787.12	1796.79	1808.65
少数股东权益	40.27	48.26	55.99	223.50	412.40	643.79
股东权益合计	1438.61	1990.93	1834.52	2010.61	2209.20	2452.44
负债和股东权益合计	2451.55	2789.56	2789.47	2520.71	2703.29	3014.18
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	220.73	238.94	335.22	795.64	631.89	1044.92
投资性现金净流量	-136.17	-14.41	-20.02	68.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	64.25	-233.05	-63.37	-941.46	-458.24	-554.77
现金流量净额	148.63	-12.24	249.00	-77.82	173.65	490.16

数据来源：广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

丽珠集团(000513)行情走势



相关研究报告

丽珠集团(000513.sz)	张力	2007-04-05
-----------------	----	------------

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。