

老产品增速提高，新产品不乏亮点

——丽珠集团（000513）调研报告

分析师

邱义鹏

☎010-88366060-8757

✉ qyp@cgws.com

要点：

- **营销改革显成效，处方药增速提高。**丽珠集团是一家综合类的制药企业，在产品种180多个，涉及治疗领域包括抗微生物系列、消化道系列、促性激素系列、心脑血管、抗肿瘤等。通过2008年的营销改革，处方药实行“省公司领导下目标医院经理负责制”，增强了对医院终端的控制力，抗微生物系列处方药的增速明显提升，参芪扶正注射液、丽申宝等处方药继续保持快速增长。
- **抗病毒颗粒销售超预期。**公司OTC药物方面，抗病毒颗粒受益于甲流疫情，销售收入实现超预期增长，同比增速超过100%，推动力在于甲流疫情期间，公司通过媒体宣传使抗病毒颗粒的知名度迅速提高，同时铺货范围扩大，基本实现了全国范围的铺货。公司其他OTC产品主要包括消化道系列的丽珠得乐、金得乐、丽珠维三联、丽珠肠乐等产品，其中金得乐和丽珠维三联增速较快。公司在OTC领域的营销改革正在进行，未来随着营销改革的完成，公司整体OTC药物增速也有望提高。
- **新产品不乏亮点。**公司正在推广的新产品包括吉米沙星、伏立康唑、艾普拉唑等，除伏立康唑外目前这些产品销售收入仅为几百万元的量级，基数很小，在09版医保目录中，吉米沙星和伏立康唑均为新进入乙类品种，将有助于未来在医院市场的推广。2009年公司取得了亮丙瑞林的生产批件，亮丙瑞林治疗领域包括子宫内膜异位症、前列腺癌、乳腺癌等，原研厂家日本武田制药2008年全球销售规模约合14亿美元，属于重磅炸弹级产品，国内竞争对手较少，未来有望成为公司重要增长点。艾普拉唑作为创新药，高价格成为该药推广的障碍，随着学术推广的深入，预计未来也将逐步放量。
- **原料药业务扭亏为盈，其它业务平稳增长。**2009年预计公司三家原料药子公司扭亏为盈，实现盈利约4000万元，2008年同期则为亏损约3000万元。公司其他业务主要是诊断试剂及诊断设备，09年上半年同比增速18%，预计未来能够保持20%左右的行业增速。
- **盈利预测与估值。**业绩快报显示公司09年每股收益1.61元，预计二级市场投资收益贡献每股收益约0.2元，我们测算，2010年和2011年公司主业对应EPS为1.78元和2.14元，对应目前股价估值分别为23倍和19倍，目前估值水平明显低于医药板块同类上市公司，给予“推荐”投资评级，按照2010年业绩30倍PE，给予公司目标价53.5元。

投资评级：推荐（首次）

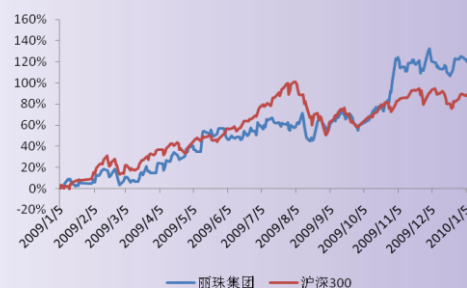
市场数据

总市值(亿元)	119.47
流通市值(亿元)	71.78
总股本(万股)	29,572.19
流通股本(万股)	17,766.91
12个月最高/最低	44.15/10.49
十大流通股占比(%)	50%

公司盈利预测（单位 百万元）

	2008A	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2059	2375	2733
营业利润(百万元)	98	563	623
净利润(百万元)	52	475	527
EPS(元)	0.17	1.61	1.78
市盈率(倍)	229	25	23

公司股价表现



相关报告

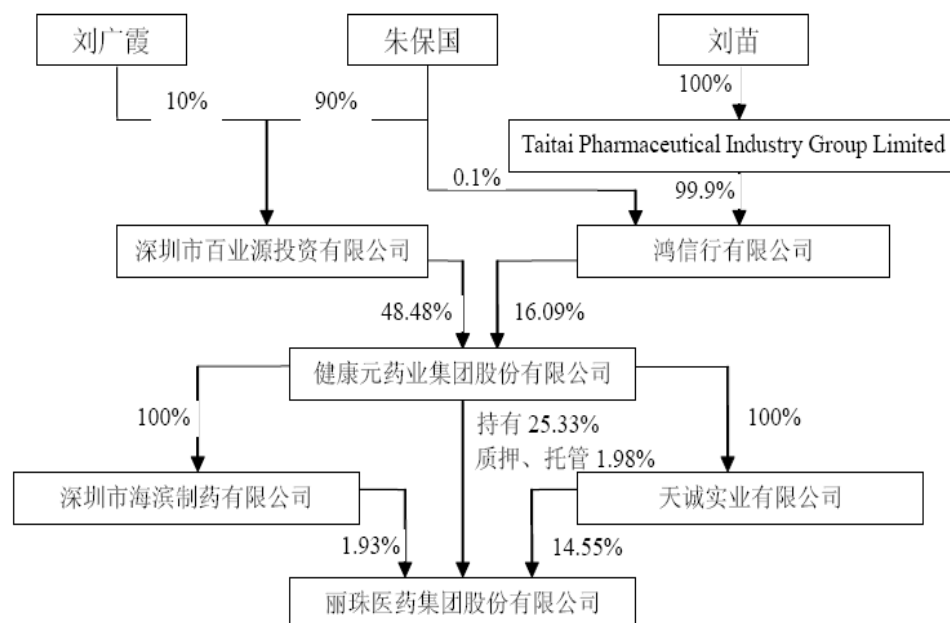
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、产品丰富的综合类民营制药企业

丽珠集团是一家综合类的民营制药企业,公司董事长朱保国通过健康元药业、天诚实业、海滨制药共持有丽珠集团43.26%的股份,是公司的实际控制人。从2008年12月2日开始,公司实施了为期一年的B股回购,期间公司累计回购1031.363万股,目前公司总股本为2.96亿股。

图 1: 公司股权结构



数据来源: 公司年年报, 长城证券研究所

公司产品线非常丰富,在产品种180多个,涉及抗微生物系列、消化道系列、促性激素系列、心脑血管、抗肿瘤等治疗领域。从公司2009年上半年收入及毛利构成来看,中药制剂、抗微生物药、消化道系列、促性激素和原料药业务是公司收入和利润的主要来源。

图 2: 2009 年上半年丽珠集团收入构成

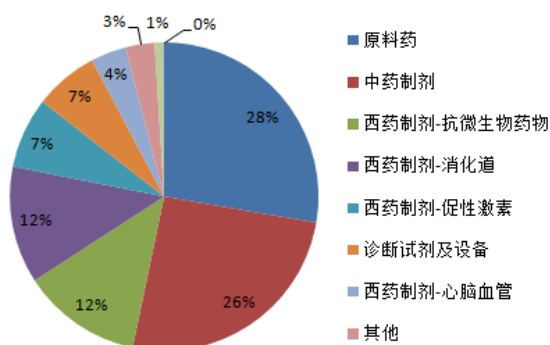
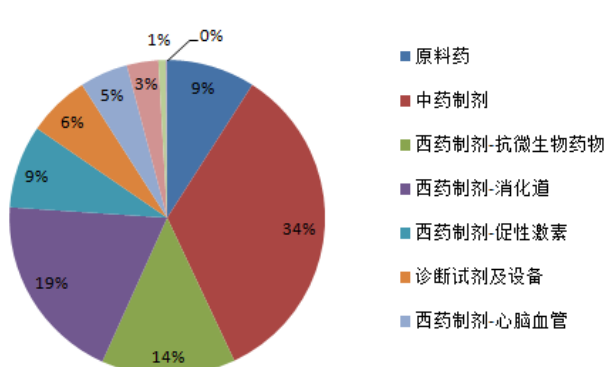


图 3: 2009 年上半年 丽珠集团毛利构成



数据来源: 公司年年报, 长城证券研究所



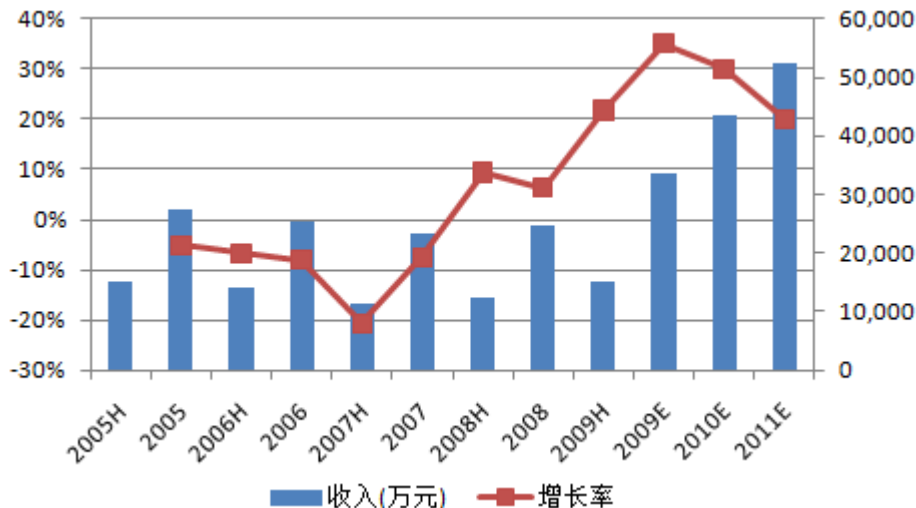
二、营销改革显成效，处方药增速提高

公司在处方药领域的主要产品包括抗微生物药物、中药制剂中的参芪扶正注射液、促性激素药物。08年开始公司进行新的营销模式推广，在处方药领域实施“省公司领导目标医院经理负责制”，经过一年时间的磨合，这一模式逐渐成熟，公司对医院终端的控制力不断增强。目前公司共有一线营销人员2000多人，基本覆盖了全国县级以上的医院。受益于营销改革，公司抗微生物类药物增速明显提高，参芪扶正注射液以及促性激素等药物也保持了30%左右的高增速。

2.1、抗微生物药物增速明显提高

从2005年到2008年，公司抗微生物药物的收入不断下滑，从2008年开始重回正增长的轨道，我们认为这主要得益于公司在处方药领域的营销改革。2009年上半年公司抗微生物药物收入达到1.5亿元，同比增长22%，增速明显提高。目前公司主要的抗微生物药物包括注射用头孢呋辛钠、头孢地嗪钠、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠等，单品销售规模仍较小。我们预计2009年全年公司抗微生物类药物将获得35%左右的高增速，预计2010年和2012年仍能保持20%-30%的高增长。

图 4：抗微生物类药物收入及同比增长率



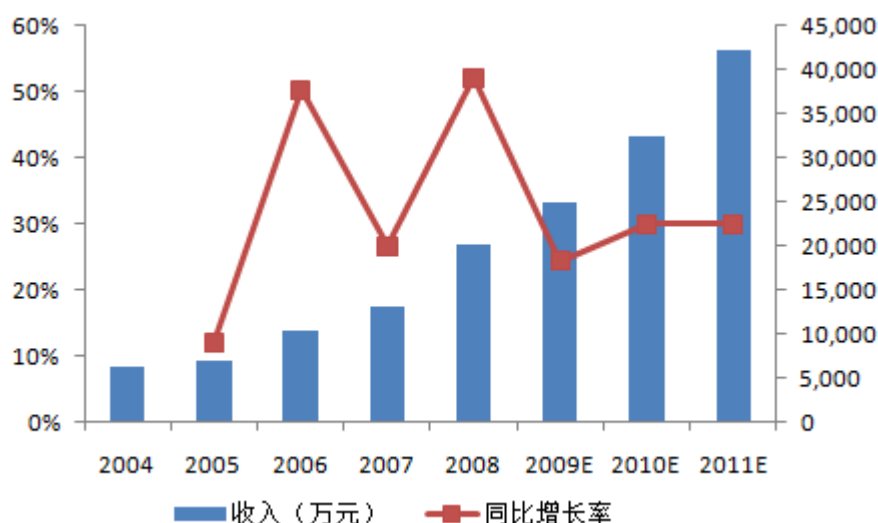
数据来源：公司年年报， 长城证券研究所

2.2、参芪扶正注射液保持高增长

公司的中药制剂产品主要包括：参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、前列安栓、血栓通等。2008年，中药制剂实现收入4.3亿元，其中参芪扶正注射液约2亿元，抗病毒颗粒约1.5亿元，前列安栓约2400万，血栓通2000多万，口炎宁等其他产品共实现收入约4000万。中药制剂产品中参芪扶正注射液为处方药而抗病毒颗粒主要通过OTC途径销售。

参芪扶正注射液上市以来均保持较高的增速,是公司中药制剂类药物增长的主要推动力,2008年参芪扶正收入2.01亿,同比增长超过50%。2009年由于受到中药注射剂行业不利因素的影响,销量增速低于20%,但受益于部分地区提价,参芪扶正收入增长在25%-30%之间。参芪扶正注射液属于抗肿瘤药物的辅助用药,预计未来两年仍能保持30%左右的高增长。另外,参芪扶正注射液正在申请治疗“心绞痛”的新适应症,未来新适应症的获批将使该产品进入心血管治疗领域,有望成为该产品增长的新动力。

图 5: 参芪扶正注射液收入及同比增长率



数据来源: 公司年年报, 长城证券研究所

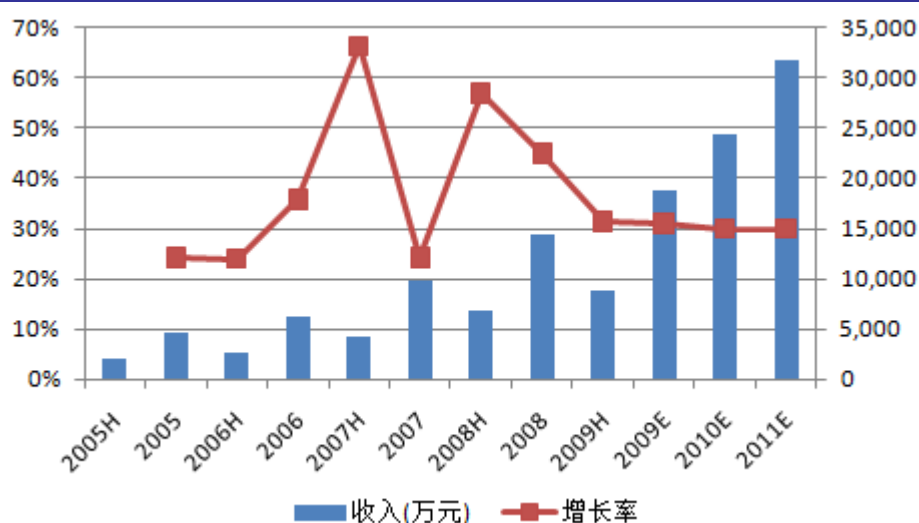
2.3、促性激素药物份额不断提高

促性激素类药物是公司处方药中的另一重要利润来源。公司促性激素类药物分为注射用尿促卵泡素（丽申宝）、注射用尿促性素（乐宝得）、注射用绒促性素（HCG）三种,2009年上半年,促性激素类药物收入达到8883万元,同比增长31%,其中丽申宝占比超过70%。

注射用尿促卵泡素是辅助生殖的必须用药,我国辅助生殖用药市场前景广阔。在我国育龄夫妇中,不孕不育率达到10%左右,我国约有1000万个家庭存在生育问题。有统计显示,辅助生殖的费用一般包括两大部分:一部分是促排卵药物的费用。由于使用进口药和国产药的不同,其费用差别很大,范围在3000到20000元不等。另外,年龄越大,用药量越多,费用也就越高。另一部分是手术及实验室操作费用,这部分的费用因不同植入方法而不同。

目前丽申宝的主要竞争对手是进口药品:雪兰诺的果纳芬和欧加农的普利康,2006年果纳芬和普利康在全球市场的销售规模高达10.4亿美元。与果纳芬和普利康相比,丽申宝具有明显的价格优势,在终端市场的份额不断提高,目前所占市场份额约为30%。预计未来丽申宝的销售收入仍能保持30%左右的增速。

图 6：促性激素类药物收入及同比增长率



数据来源：公司年年报， 长城证券研究所

三、抗病毒颗粒销售超预期

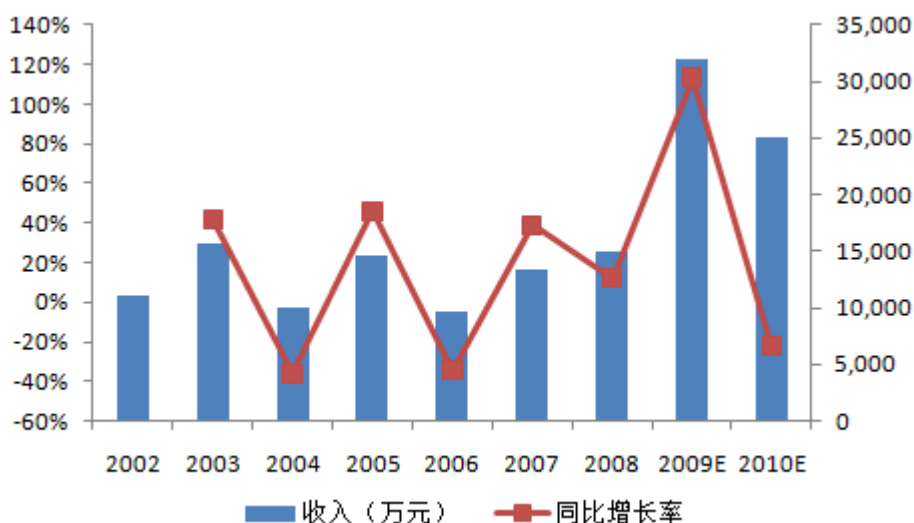
公司走OTC渠道的药品主要包括中药制剂抗病毒颗粒以及消化道系列产品。目前公司的OTC产品的营销模式仍在改革中，在部分地区仍采用代理销售模式，预计未来随着公司在OTC领域营销改革的完成，公司OTC产品的增速将进一步提高。2009年，抗病毒颗粒销售的超预期增长也是公司盈利超预期增长的主要推动力。

消化道系列产品包括丽珠得乐、金得乐、丽珠维三联、丽珠肠乐等。09年上半年销售收入1.47亿，同比增长11%，其中金得乐、丽珠维三联增速较快，预计未来随着OTC领域营销改革的完成，消化道系列产品的增速将有所提高。

2009年抗病毒颗粒受益于甲流疫情的影响，收入同比增速超过100%，预计收入约为3.2亿元。甲流疫情开始后，由于抗病毒颗粒体外抗甲流病毒实验结果良好，公司配合媒体宣传使抗病毒颗粒的知名度迅速提高，同时借助这一契机使抗病毒颗粒铺货范围迅速扩大，基本完成了在全国范围的铺货。由于产品知名度的提高以及铺货范围的扩大，我们预计2010年抗病毒颗粒的销售收入将比2009年出现下降，但与抗病毒颗粒2008年的销售收入1.5亿相比将有明显提高，保守预计销售额能达到2.5亿左右。



图 7：抗病毒颗粒收入及同比增长率



数据来源：公司年年报， 长城证券研究所

四、新产品不乏亮点

4.1、吉米沙星、伏立康唑进入新版医保目录

公司正处在推广期的产品包括：吉米沙星、伏立康唑、艾普拉唑等，除伏立康唑外目前贡献的销售收入都在几百万的水平，规模尚小。在新版医保目录中，吉米沙星和伏立康唑均成为新进入乙类目录的药品，预计未来将成为公司新的增长动力。

吉米沙星属于喹诺酮类抗菌药，专利权属于韩国LG生命科学有限公司，丽珠集团拥有该药品在中国大陆及香港、澳门地区的十年独家代理权。吉米沙星是一种广谱快速的杀菌剂，尤其增强了抗G+菌的作用，对肺炎链球菌显示出极强的抗菌活性，且抗菌活性不受 β -内酰胺和大环内酯类抗生素敏感和耐药的影响。对耐甲氧西林的金黄色葡萄球菌和呼吸道病原菌如流感嗜血杆菌、粘膜炎莫拉菌和肺炎球菌有很好的疗效。体外抗菌活性试验证实，吉米沙星抗肺炎链球菌的活性较环丙沙星、司氟沙星、格帕沙星和莫西沙星等要强。吉米沙星进入医保目录，将明显利于公司在医院市场的开拓。

伏立康唑属于三唑类抗真菌药物，原研厂家为辉瑞制药，上市以来已经成为治疗严重真菌感染的重要治疗手段。丽珠集团的生产批件为注射剂型，竞争对手除辉瑞的进口产品外，国内还有三家药企拥有注射剂型的生产批件。伏立康唑进入医保目录同样有利于该药品未来在医院市场的开拓。

艾普拉唑属于治疗消化性溃疡药物中的质子泵抑制剂，是在我国率先上市的一类新药，丽珠集团拥有该药品在中国大陆及香港、澳门的独家经销权。在我国，质子泵抑制剂已经占到治疗消化性溃疡药物市场份额的超过70%，主流产品包括奥美拉唑、泮托拉唑、雷贝拉唑、兰索拉唑等。丽珠集团从2008



年开始推广艾普拉唑，作为创新药艾普拉唑受制于价格较高，目前销售规模还很小，预计未来随着学术推广的深入将使该药品的销售有所突破。

4.2、亮丙瑞林前景广阔

2009年公司取得了新药注射用醋酸亮丙瑞林微球及醋酸亮丙瑞林的注册批件，我们认为亮丙瑞林具有广阔的市场前景。

亮丙瑞林主要用于治疗前列腺癌、乳腺癌以及子宫内膜异位症。原研厂家为日本的武田制药，2008年武田制药的亮丙瑞林全球销售额达到1261亿日元，约合14亿美元，属于重磅炸弹级的药品。

目前市场上竞争对手较少，除丽珠外国内的杭州中肽生化有限公司及北京博恩特药业有限公司也在2009年分别取得了醋酸亮丙瑞林和注射用醋酸亮丙瑞林缓释微球的生产批件，之前医院临床使用的亮丙瑞林均是由天津武田药业有限公司提供的进口产品。

亮丙瑞林同样是医保乙类目录药品，2008年在中国整个抗肿瘤药物医院市场中的市场份额为0.28%，排在激素类抗肿瘤药物的第三位。我们认为，与进口产品相比公司产品具有明显的价格优势，而与两家国内竞争对手相比公司具有明显的营销能力优势，亮丙瑞林有望成为公司新的利润增长点。

五、原料药业务扭亏为盈，其它业务平稳增长

公司原料药业务平台包括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年三家公司共亏损3000万左右，2009年公司通过调整产品结构、工艺改革有效降低成本，三家子公司成功实现了扭亏为盈。预计09年三家公司合计实现盈利4000万左右。预计公司未来原料药业务将保持5%左右的低速增长。

公司其他业务主要还包括诊断试剂及设备，由旗下股权占比51%的丽珠试剂有限公司经营，2009年上半年实现8000万收入，同比增长18%，预计未来保持20%左右的行业增速没有问题。

六、盈利预测与估值

盈利预测核心假设包括：

1、公司主要产品收入及毛利率预测如下表所示；

		2008	2009H	2009E	2010E	2011E
西药制剂-抗微生物药物(万元)	收入	24,811.68	15,056.29	33,495.77	43,544.50	52,253.40
	增长率	6%	22%	35.0%	30.0%	20.0%
	毛利率	52%	59%	59.0%	59.0%	59.0%
西药制剂-消化道(万元)	收入	21,996.94	14,725.74	24,416.60	28,079.09	32,290.96
	增长率	15%	11%	11.0%	15.0%	15.0%



	毛利率	84%	85%	85.0%	85.0%	85.0%
西药制剂-促性激素(万元)	收入	14,347.08	8,883.30	18,794.67	24,433.08	31,763.00
	增长率	45%	31%	31.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	64%	62%	62.0%	62.0%	62.0%
西药制剂-心脑血管(万元)	收入	8,148.57	4,456.52	9,452.34	10,870.19	12,500.72
	增长率	0%	16%	16.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	72%	72%	72.0%	72.0%	72.0%
西药制剂-血液及造血系统 药物	收入	1,534.23	1,052.58	1,841.08	2,209.29	2,651.15
	增长率	-56%	21%	20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	41%	47%	47.0%	47.0%	47.0%
西药制剂-其它	收入				1,000.00	2,000.00
	增长率					100%
	毛利率				70.0%	70.0%
中药制剂(万元)	收入	43,357.85	30,672.22	66,771.09	72,112.78	82,929.69
	增长率	26%	38%	54.0%	8.0%	15.0%
	毛利率	70%	72%	72.0%	72.0%	72.0%
原料药(万元)	收入	64,662.56	33,193.38	54,963.18	57,711.33	60,596.90
	增长率	13%	-15%	-15.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	4%	18%	18.0%	18.0%	18.0%
诊断试剂及设备(万元)	收入	14,466.06	8,060.98	17,069.95	20,483.94	24,580.73
	增长率		18%	18.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	53%	51%	51.0%	51.0%	51.0%
代理进口品种(万元)	收入	164.6	118.64	235.38	706.13	1,009.77
	增长率	56%	43%	43.0%	200.0%	43.0%
	毛利率	75%	73%	73.0%	73.0%	73.0%
其他(万元)	收入	9005.74	3639.8	10,446.66	12,118.12	14,057.02
	增长率		16%	16.0%	16.0%	16.0%
	成本		1544.37	4,387.60	5,089.61	5,903.95
	毛利率		58%	58.0%	58.0%	58.0%

2、公司2009年销售费用率为22%，2010年提高到23%，2011年提高到23.5%；

3、公司管理费用率维持9.61%不变，所得税率保持13%不变。

公司公布业绩快报显示，2009年每股收益1.61元，预计其中包含二级市场投资贡献的EPS0.2元。我们测算，公司2010年及2011年主营EPS分别为1.78元和2.14元，对应目前股价PE仅为23倍和19倍，估值明显偏低，给予“推荐”评级，目标价53.5元。

盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	205864	237487	273268	316633	成长性				
营业成本	111632	104226	117804	133687	营业收入增长	17.8%	15.4%	15.1%	15.9%
销售费用	37728	52247	62852	74409	营业成本增长	14.7%	-6.6%	13.0%	13.5%
管理费用	19777	22815	26252	30418	营业利润增长	-83.9%	474.5%	10.7%	19.3%
财务费用	2652	3812	3503	3164	利润总额增长	-83.0%	439.7%	10.5%	19.0%
投资净收益	5665	-6700	0	0	净利润增长	-86.1%	580.4%	10.5%	19.0%
营业利润	9794	56272	62265	74269	盈利能力				
营业外收支	605	750	750	750	毛利率	45.8%	56.1%	56.9%	57.8%
利润总额	10565	57022	63015	75019	销售净利率	2.5%	20.0%	19.3%	20.0%
所得税	3275	7413	8192	9753	ROE	2.8%	20.3%	18.4%	18.1%
少数股东损益	2083	2083	2083	2083					
净利润	5207	47526	52740	63183	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	18.3%	22.0%	23.0%	23.5%
流动资产	160985	218425	282028	360950	管理费用/营业收入	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
货币资金	54018	96898	144025	202981	财务费用/营业收入	1.3%	1.6%	1.3%	1.0%
应收账款	34339	39613	45582	52815	投资收益/营业利润	57.8%	-11.9%	0.0%	0.0%
应收票据	20074	23158	26647	30876	所得税/利润总额	31.0%	13.0%	13.0%	13.0%
存货	34608	39924	45939	53229	应收帐款周转率	6.21	6.42	6.42	6.44
非流动资产	131396	128145	124821	118218	存货周转率	5.52	5.53	5.51	5.51
固定资产	92270	92831	89507	82903	流动资产周转率	1.29	1.25	1.09	0.98
资产总计	292381	346570	406848	479168	总资产周转率	0.38	0.33	0.31	0.30
流动负债	96737	103400	110939	120075	偿债能力				
短期借款	52071	52071	52071	52071	资产负债率	37.3%	32.8%	29.8%	27.2%
应付款项	15949	18399	21171	24530	流动比率	1.66	2.11	2.54	3.01
非流动负债	12192	10261	10261	10261	速动比率	1.31	1.73	2.13	2.56
长期借款	10070	10070	10070	10070	每股指标（元）				
负债合计	108929	113661	121200	130336	EPS	0.17	1.61	1.78	2.14
股东权益	183452	233905	286645	349828	每股净资产	5.99	7.91	9.69	11.83
股本	30604	29572	29572	29572	每股经营现金流	1.13	1.87	2.01	2.27
留存收益	71115	111512	156341	210047	每股经营现金/EPS	6.6	1.2	1.1	1.1
少数股东权益	5599	5599	5599	5599					
负债和权益总计	292381	347566	407845	480164					
现金流量表（万元）					估值	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	34518	55401	59340	67119	PE	229	25	23	19
其中营运资本减少	9994	7898	8937	10831	PEG		1.77	1.64	1.14
投资活动现金流	-2002	-8710	-8710	-5000	PB	7.0	5.4	4.4	3.6
其中资本支出	1819	0	0	0	EV/EBITDA	25.39	19.65	18.21	15.93
融资活动现金流	-6337	-3812	-3503	-3164	EV/SALES	6.95	6.02	5.23	4.52
净现金总变化	25896	42879	47127	58956					

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

邱义鹏: 清华大学硕士，2008年毕业于，2009年加入长城证券任医药行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		