

丽珠集团 (000513) 调研报告

——品种丰富的“医药超市”

健康护理/化学制药

谨慎推荐

维持评级

发布时间：2010年3月23日

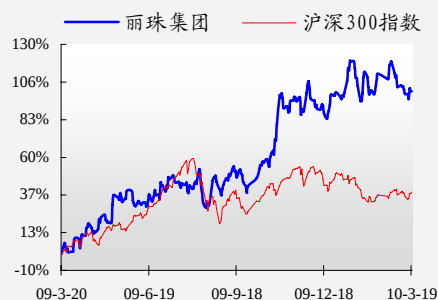
投资要点:

- 丽珠集团是一家大型的医药集团公司，其业务包含了化学原料药、化学制剂、中成药、生化药物、诊断试剂等多个领域，产品涵盖了抗肿瘤、心脑血管、抗感染、消化道、泌尿和生殖系统、精神和神经系统等大类疾病。
- 公司在转为民营化后，主要在销售环节上进行了较大的改革，目前已经构建了较为完善的营销网络和营销队伍，公司计划用三年时间完成主要的制剂生产厂区的搬迁工作，搬迁完成后，公司的产能将能够满足 10-15 年的发展需要，研发是公司的弱项，公司主要从外部获得品种，利用公司的品牌和渠道优势进行合作。
- 在公司主要的产品线中，抗生素虽然竞争激烈，但是公司拥有从基础原料到制剂的完善产业链，因此具有较强的竞争实力，促性腺素是公司的特色品种，抗病毒颗粒通过这次流感疫情走向全国，中药注射液在经过安全验证后保持将继续保持较高的增长速度，另外公司通过收购获得了 2 各独家的精神科药物，扩充了公司的产品线，公司其他产品的竞争力一般。
- 2009 年凭借原料药和抗病毒颗粒的良好表现，公司业绩出现大幅增长，2010 年业绩增速会有较大幅度的回落，预计 2010 年和 2011 年每股收益 1.64 元和 2.00 元，公司不再投资于证券市场将会降低公司业绩波动的风险，给予公司 2011 年 25 倍市盈率，一年的目标价 50 元，给予谨慎推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	259,585	26.10	48,158	824.81	1.61		24.4	
2010E	294,568	13.48	48,578	0.87	1.64		23.9	
2011E	349,117	18.52	59,103	21.67	2.00		19.6	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-22

收盘价:	39.23 元
52 周最高价:	44.15 元
52 周最低价:	19.61 元
平均持仓成本:	37.60 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	29,572
流通 A 股 (万股):	18,373
每股收益 (元):	1.63
每股净资产 (元):	7.27
每股经营现金流 (元):	1.67
市净率:	5.40

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

丽珠集团是一家综合性医药企业，旗下拥有化学原料药、化学制剂、生化药、中成药、诊断试剂等多种业务。和许多的大型国有制药企业类似，2003 年以前，丽珠集团长期处于大而不强的境地，从健康元成为公司的大股东以后，经过多年的梳理，公司在原材料采购和产品销售环节已经逐步进入正轨，因此从 2006 年以后公司的主营业绩进入了发展的快车道，但是由于 2006-2009 年公司投入重金进入资本市场，而资本市场大幅波动使得公司的业绩也呈现较大的波动幅度，从而掩盖了公司在主营业务上取得的进步。公司已经决定不再投资于 A 股市场，并计划通过搬迁扩大制剂的产能，把公司未来的工作中心放在以处方药为主、其他品种共同发展的路线上。作为一家民营的大型制药企业，具有良好的医药资源整合能力，未来将享受我国医药行业的整体发展。

1、营销能力的提升是公司取得的最大成绩

公司是一家以丽珠制药厂为主题，包括 10 多家子公司的医药企业集团，在原来的国有体制下，各个子公司各自为政，管理混乱，大多数企业亏损，影响了公司的整体业绩。随着健康元成为公司的大股东以后，虽然公司在产品的品种上并没有太大的突破，但是由于公司加强了管理，尤其在销售方面，把下属子公司制剂产品的销售都纳入母公司的销售范围，整合了旗下的销售团队，目前已经形成了较为稳固的销售队伍和销售模式。

公司目前拥有 300 多人的 OTC 销售队伍和 600 多人的处方药队伍，能够覆盖 1000 多家医院和上万户的零售终端。在销售过程中突出了丽珠集团的品牌而不是产品或子公司的品牌，因此未来如果有新的品种，将能够很方便的融入到公司的销售体系中。

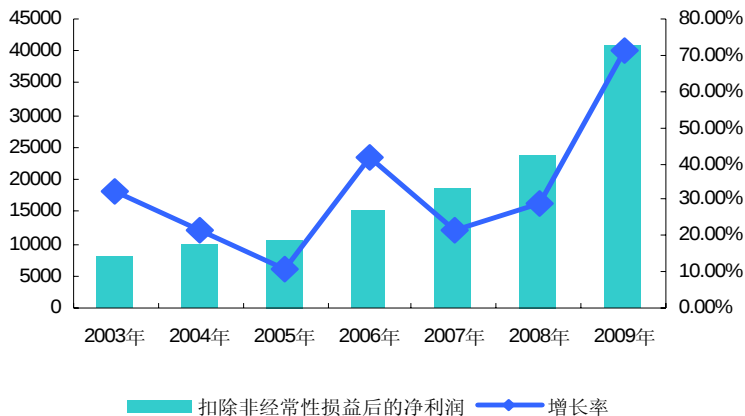
目前公司的销售体系还只是初步建立，还有进一步完善和提升的空间，公司目前拥有的 400 多个产品可以进行销售方面的深度开发。

在生产方面，公司目前计划投入 10 亿元，分三年对公司在珠海市区的厂房进行搬迁。公司新的厂区采用欧洲 COS 标准建设，设备多采用进口设备，产能比目前的产能扩大 4-5 倍，能够满足公司未来 15-20 年的发展需求。

公司的研发能力一直是公司的弱项，公司坦陈目前没有基础研究能力，主要是希望能够和外部的研发公司进行临床阶段或者是上市阶段的合作，借助公司目前的品牌和渠道优势来获得新品种。

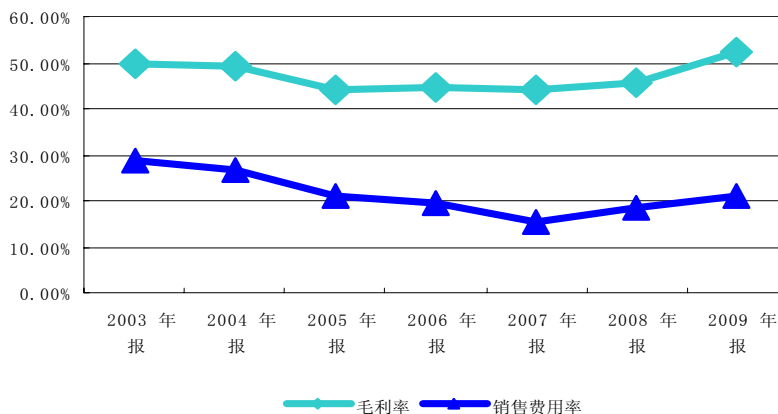
从 2003 年以来，公司主营业务利润取得了平均 25% 左右的复合增长速度，在目前医药行业较为良好的大环境背景下，公司未来将很有可能在一段时间内继续保持这样的增长速度。

图一、公司扣除非经常性损益的利润持续增长



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

图二、公司的销售费用率逐步下降

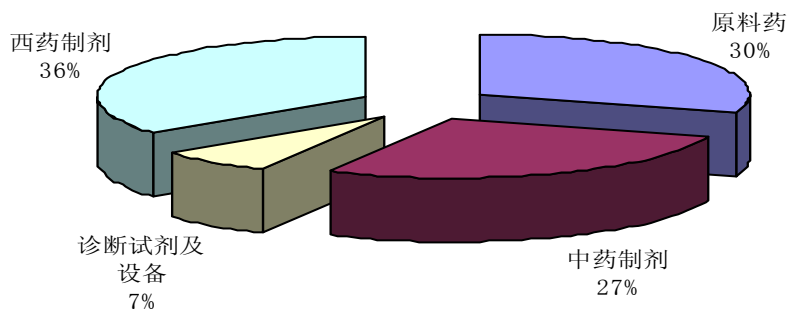


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2、公司产品品种丰富

公司的产品线涵盖了医药行业几乎所有的大的品类，其中化学原料药、化学制剂和中成药的销售收入都超过 7 亿元，是公司的主要销售收入来源，而生化药和诊断试剂销售收入在 2 亿元左右，是公司产品线的有效补充。而在利润上，原料药、化学制剂、OTC 中成药和中药注射液各贡献 1 亿元左右，较为分散的业务结构可以分散单个业务波动的风险。

图三、公司主营业务分布



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

1) 原料药

公司原料药集中在丽珠合成、新北江药业、福州福兴、丽达药业和上海丽珠等五家公司，其中丽珠合成、丽达药业和上海丽珠三家公司生产的产品主要供公司的制剂产品使用，而新北江药业和福州福兴的产品主要向外销售。

表一、公司原料药主要公司及产品

子公司	主要产品
丽珠合成	头孢地秦、头孢曲松、头孢呋辛、头孢他啶
新北江	美伐他汀、普伐他汀、霉酚酸、阿卡波糖
福州福兴	苯丙氨酸、万古霉素、粘杆菌素
丽达药业	枸橼酸铋钾
上海丽珠	促卵泡素等

数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

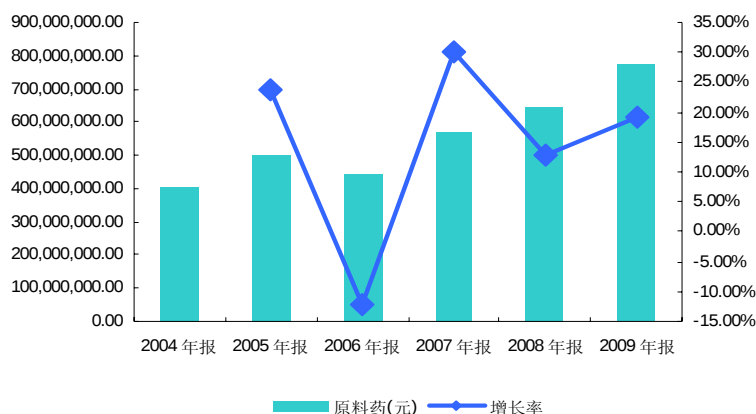
原料药的波动性较大，受到原料药价格上涨等因素影响，公司多数企业取得了盈利，给公司贡献正的利润，但是 2008 年受到金融危机的影响，三家主要外销的原料药企业全部亏损，合计亏损接近 3000 万元，在一定程度上影响了公司的业绩水平。而 2009 年由于销售的逐步恢复以及原材料成本的上升，原料药业务的毛利率提高到 18.26% 的历史高点，原料药企业的业绩也从 2008 年亏损变成 2009 年盈利近 1 亿元，这也是公司 2009 年业绩大幅增长的主要原因。

原料药这种波动性在未来还会对公司的业绩有一定的影响，但是这种影响会逐步的减弱，首先公司的头孢业务有很大一部分是提供给制剂公司，而上游的 7-ACCA 可以由关联公司焦作健康元提供，基本上已经形成了完整的产业链，在这一产业链

中，头孢类原料药的波动性就比较容易控制。而丽达药业和上海丽珠提供的原料药也多为供内部使用。

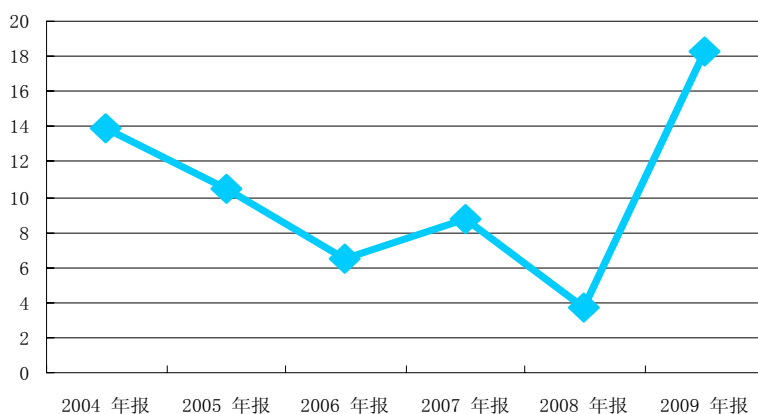
公司业绩的波动性主要来自于新北江药业和福州福兴，这两家公司的产品主要面对海外市场，竞争较为激烈，受到产品成本、汇率和海外需求等多种不可控因素的影响。而且随着地方对环保要求的提升，这些厂区也面临着搬迁等一系列问题，将会是公司业绩变动的主要不确定因素。

图四、原料药的销售收入和增长情况



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图五、原料药业务毛利率波动较大

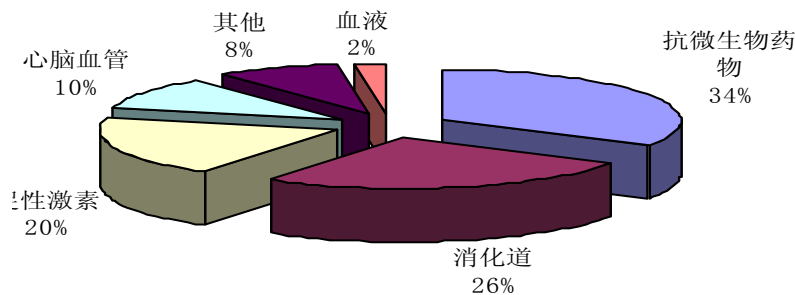


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

2) 化学制剂

公司的化学制剂分为抗生素、消化道、心脑血管类和促性激素类等几个大品种，另外对神经系统、呼吸系统和泌尿系统等都有产品覆盖，但是相对规模较小。

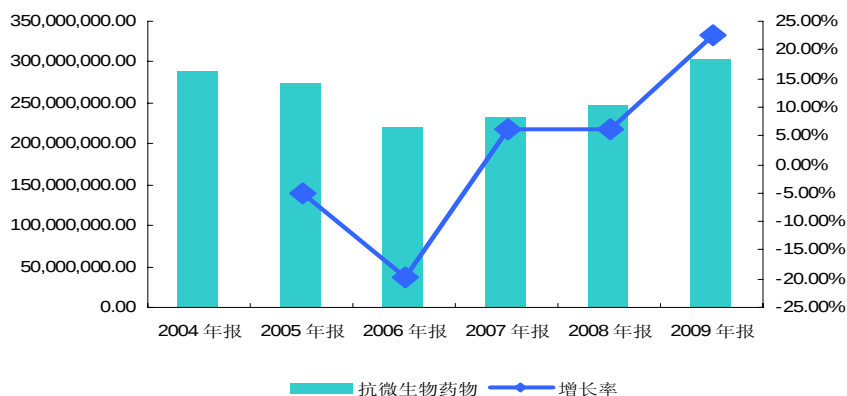
图六、化学制剂涵盖的品种众多



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

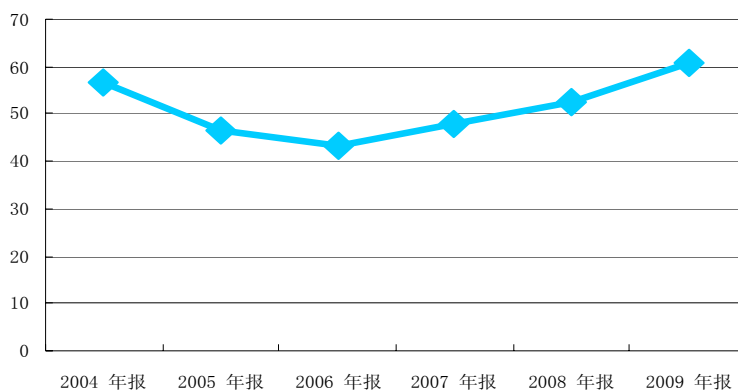
抗生素依然是公司最主要的产品，其中头孢类抗生素占据较大的份额，公司的头孢产品中，头孢曲松、头孢哌酮/舒巴坦以及头孢呋辛都是老品种，虽然使用量较大，但是竞争激烈，价格控制也比较严格。目前市场上流行的小头孢品种中，公司只有头孢地秦一种。但是公司拥有自己的原料药供应基地，并且随着焦作健康元 7-ACCA 项目的投产，公司的产品横跨整个的产业链，因此依然具有一定的竞争实力。公司还计划在焦作建设头孢中间体的生产基地，生产头孢产品的粗品，进一步提高产品的质量并降低生产成本，保持公司目前已有的竞争优势。另外公司在大环内酯类、抗真菌类抗生素上也有较好的品种。

图七、抗生素制剂销售收入增长情况



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图八、抗生素毛利率稳中有升

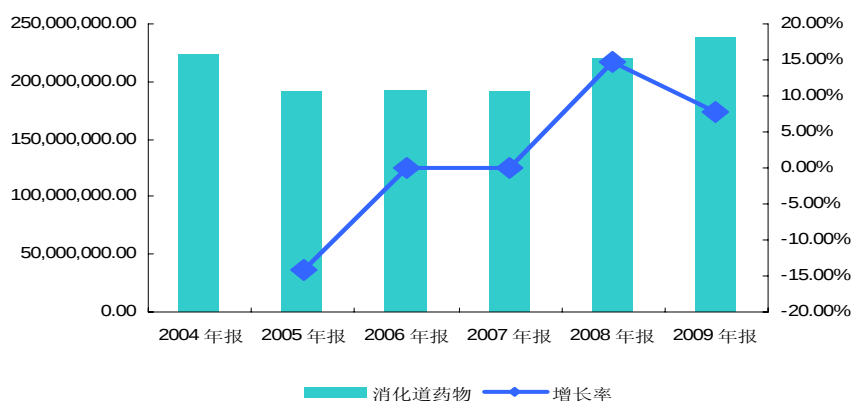


数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

在新产品上，公司在 2007 年上市的吉米沙星是一种新型的喹诺酮类抗生素，前几年由于没有进入医保，因此推广并不顺利。目前吉米沙星已经进入了 2009 年全国医保目录，2010 年开始有可能有较大幅度的增长。

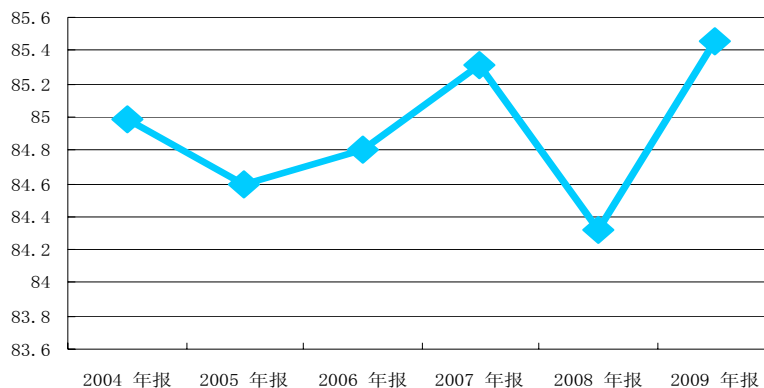
消化道药物是公司的老品种，公司的成名来自于丽珠得乐这一治疗胃酸过多的品种，虽然目前抑制胃酸过多的药物很多，但是丽珠得乐依靠长期的品牌效应，以及推出升级品种，如金得乐等，依然保持了近亿元的销售收入。另外调节胃肠微生态平衡的双歧杆菌药物丽珠肠乐也有 4000 万左右的销售收入。2009 年由于丽珠得乐和丽珠肠乐在 OTC 销售渠道清理库存，因此两个品种的销售收入都下降了 10% 以上，影响到了消化道药物的整体销售。未来凭借公司在这一领域的品牌和渠道，公司目前拥有的产品线依然能够保持 15% 左右稳定的增长速度，高达 85% 的毛利率水平给公司带来稳定的现金收入。艾美拉唑推广不佳，目前只有几百万的销售收入。

图九、消化道药物保持稳定



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

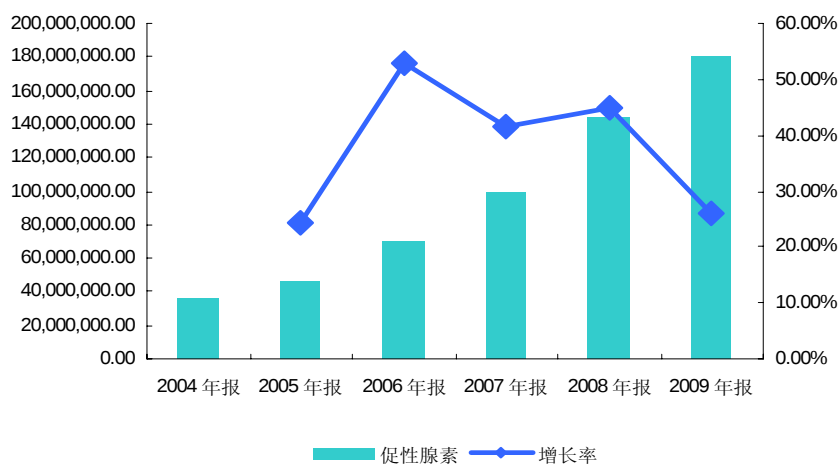
图十、高毛利率带来稳定利润



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

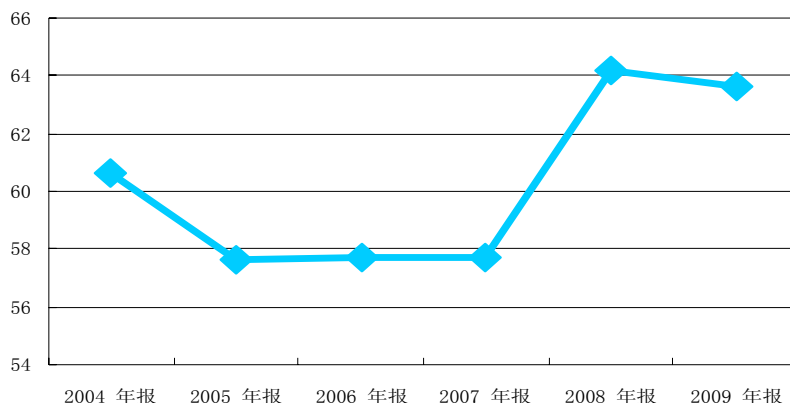
促性激素类药物是一种从尿液中提取的性激素，公司的产品包括促卵泡素、促性激素和绒毛促性激素，前者拥有辅助生殖治疗，后两种用于治疗性激素功能低下所引起的疾病。近些年随着人们对生殖系统疾病认识的增长，激素治疗已经被广泛应用，因此公司的产品一直保持较快的增长速度。尤其是我国目前的不孕不育情况较为严重，有报道称有 10% 的人口都存在不同程度的不孕不育问题，因此对相关药物的需求在持续增加，公司的促卵泡素一直保持 30% 以上的增长速度。公司产品的主要问题在于其是从成年女性的尿液中提取，未来的原料资源在不断的萎缩。另外目前基因重组药物已经得到了广泛的应用，国产产品也即将上市，这都将会对公司的市场地位产生一定的冲击。但是从 2-3 年的短期来看，公司的产品还是具有较强的竞争力。

图十一、促性腺素保持快速增长



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十二、毛利率保持稳定



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

公司在心血管药物、造血药物、泌尿系统药物、免疫调节剂等其他大宗疾病上也都有一些普药品种，合计有近 2 亿元的销售收入，但是这些品种整体的市场竞争力并不是很强，而且公司也在不断调整旗下的品种系列，剔除盈利性较差的品种，增加未来发展较好的品种。如公司在 2009 年通过收购获得了抗精神分裂症的药物哌罗匹隆和抗抑郁症药物氟伏沙明，进入精神神经药物领域，这两个产品都是丽珠集团独家产品，给公司的产品线增色不少。

处方药是公司未来重点发展的领域，抗生素、消化道处方药、促性腺素和精神神经类药物这几类产品将是带动公司业绩增长的关键。

3) 中成药

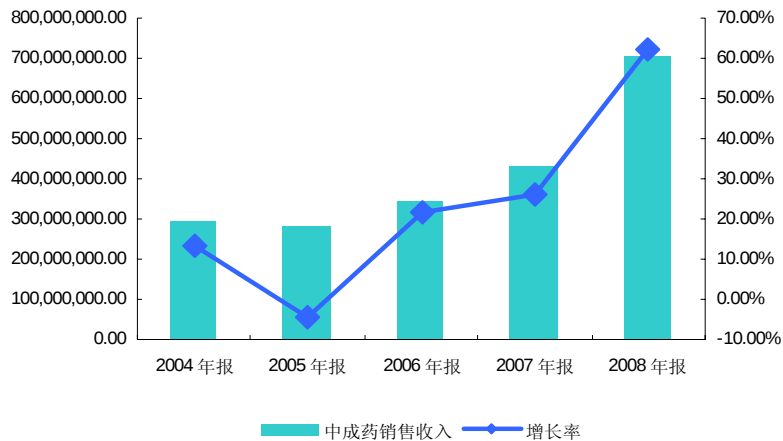
公司的中成药主要集中在四川光大制药的 OTC 产品以及利民制药的中药注射液产品。2009 年是公司中成药大发展的一年，公司中成药销售收入超过 7 亿元，同比增长 62%。受到 2009 年 4 月爆发的甲型流感疫情的刺激，公司的抗病毒颗粒实现 3.46 亿元的销售收入，增加了 1.9 亿元，同比增长 124%，占中成药增量的 70%。而参芪扶正注射液虽然受到中药注射液再评价的影响，但是依然增长了 33%达到了 2.67 亿元。这两个品种的销售收入就超过了 6 亿元，占公司中成药销售收入的近 90%。因此这两个品种未来的走势对公司的中成药业务，甚至是公司的整体业绩都有较大的影响。

2010 年抗病毒颗粒和参芪扶正注射液可能走出相反的走势。由于 2009 年抗病毒颗粒的热销，使得渠道中的存货大幅增长，2010 年抗病毒颗粒的销售可能会出现下降，但是 2009 年的流感疫情使得抗病毒颗粒从川渝两地的地方性品种成为全国性品种，对未来公司在全国的推广有一定的益处。而参芪扶正注射液已经通过了 III 期的再评价，安全性得到了有效的认证，目前市场上中药注射液品种的匮乏，国家对中

药创新品种的扶持都会使这一品种在 2010 年继续热销。

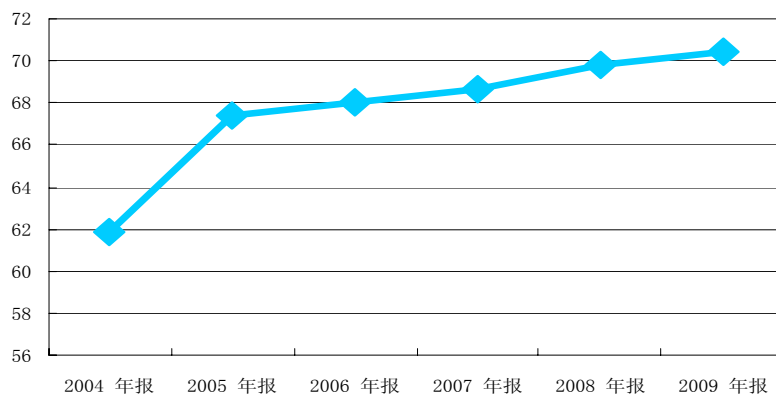
公司目前还拥有血栓通注射液的批文，公司计划在 2010 年对这一品种进行重点的推广，因此公司中成药业务在 2010 年增长会大幅放缓，但是到 2011 年以后将会重新进入增长轨道。

图十三、中成药业务销售收入增长图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

图十四、中成药业务毛利率变动图



数据来源：Wind 资讯、东北证券研究所

4) 诊断试剂

公司的诊断试剂业务目前有 1.8 亿元的销售收入，但是主要是靠代理进口品种，其本身虽然能够生产大部分的酶标免疫诊断试剂，但是由于技术水平较低和不成熟，因此在竞争中处于劣势地位。公司计划通过收购一些在核酸诊断试剂技术和化学发

光法诊断试剂技术上有优势的研发型企业，并推动相关产品上市和销售来完善公司在诊断试剂上的产品线。

3、财务分析与盈利预测

公司从 2002 年以来，虽然销售收入复合增长率只有 7%，但是利润的复合增长率达到了 25%，显示了公司管理能力提升对公司业绩增长的贡献。目前公司的销售净利润率和净资产收益率都在 20% 以上，说明公司具有较好的盈利能力。公司的应收账款周转率为 7.2 倍，存货周转率达到 3.6 倍，和行业平均水平相符。

由于公司大幅减少了在证券市场上的投资，因此公司目前资金非常充裕，有息贷款下降到 3 亿元，只有 2008 年的一半，资产负债率也下降到 30% 以下。虽然公司未来 3 年主要厂区搬迁需要较大规模的资本支出，公司目前的自有资金有可以支付相关的成本。

2002 年以来，公司的经营性现金流都与公司的经营性收益相匹配，公司业绩增长具有较为坚实的基础。

预计公司 2010 年和 2011 年主营业务每股收益 1.64 元和 2.00 元，主营业务增长 19% 和 21%，和行业平均增长速度相符。

目前公司 2010 年和 2011 年对应的估值分别为 25 倍和 20 倍，低于相似的大型制药企业的估值水平，给予公司 2011 年 25 倍的估值，年内目标价 50 元，给予谨慎推荐的投资评级。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1748.11	2058.64	2595.85	2945.68	3491.17
减：营业成本	973.62	1116.32	1231.99	1406.27	1669.48
营业税金及附加	4.07	4.46	5.73	6.50	7.71
营业费用	264.87	377.28	546.25	624.48	733.15
管理费用	194.61	197.77	236.73	271.00	310.71
财务费用	17.11	26.52	13.20	7.90	4.46
资产减值损失	16.20	21.30	48.99	15.00	18.00
加：投资收益	222.68	56.65	-64.03	0.00	0.00
公允价值变动损益	113.46	-272.04	134.34	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	613.76	99.60	583.28	614.52	747.66
加：其他非经营损益	6.22	6.05	6.14	0.00	0.00
利润总额	619.98	105.65	589.42	614.52	747.66
减：所得税	96.60	32.75	75.62	92.18	112.15
净利润	523.38	72.91	513.79	522.34	635.51
减：少数股东损益	14.93	20.83	32.22	36.56	44.49

归属母公司股东净利润	508.45	52.07	481.58	485.78	591.03
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	146.11	437.56	462.45	704.16	1141.21
应收和预付款项	529.90	601.81	864.82	845.50	890.98
存货	325.41	346.08	339.32	330.33	351.09
其他流动资产	448.10	121.78	48.89	48.89	48.89
长期股权投资	42.46	45.13	48.42	48.42	48.42
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1007.88	963.35	928.12	1020.40	1079.68
无形资产和开发支出	223.28	261.45	256.67	231.03	205.39
其他非流动资产	66.42	12.32	18.37	15.64	12.91
资产总计	2789.56	2789.47	2967.05	3244.36	3778.57
短期借款	379.01	520.71	218.61	0.00	0.00
应付和预收款项	307.52	323.13	431.88	502.61	519.52
长期借款	70.70	100.70	90.70	90.70	90.70
其他负债	41.40	10.40	0.40	0.40	0.40
负债合计	798.64	954.94	741.59	593.71	610.62
股本	306.04	306.04	295.72	295.72	295.72
资本公积	478.65	421.52	350.95	350.95	350.95
留存收益	1157.98	1050.98	1502.42	1891.04	2363.86
归属母公司股东权益	1942.66	1778.54	2149.08	2537.71	3010.53
少数股东权益	48.26	55.99	76.37	112.94	157.42
股东权益合计	1990.93	1834.52	2225.46	2650.64	3167.95
负债和股东权益合计	2789.56	2789.47	2967.05	3244.36	3778.57
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	238.94	335.22	495.86	855.38	839.72
投资性现金净流量	-14.41	-20.02	13.96	-300.00	-300.00
筹资性现金净流量	-233.05	-63.37	-490.94	-313.67	-102.67
现金流量净额	-12.24	249.00	19.06	241.71	437.05

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。