

丽珠集团：调整将结束，重拾高增长

报告关键点：

- ☑ 上半年经营稳健，符合预期
- ☑ 招标情况喜人，下半年处方药有望增长提速
- ☑ 新产品储备丰富，持续增长可期
- ☑ 维持“买入-A”的投资评级，12个月目标价57元

报告摘要：

- **上半年经营稳健，符合预期。**近期我们对公司进行了实地调研，预期公司上半年销售收入增长约10%，主业利润增长约20%。其中处方药收入同比增长不到20%；原料药盈利同比大幅增长，利润预期高达7,000万元；诊断试剂预期盈利增长20%；OTC（丽珠肠乐、丽珠得乐等）自2009年10月实施营销改革，同时清理部分渠道存货，至今年5月渠道存货已清理完毕，上半年收入预期同比下降20%，全年有望收入持平；抗病毒颗粒2009年因受甲流影响，销售基数较高，同比下滑较多。
- **招标情况喜人，下半年处方药有望增长提速。**公司在处方药销售方面优势突出，但上半年收入增速不快，主要与今年各省招标时间拖延较长有关。但从目前全国17个完成招标的省情况看，公司中标情况很好，老产品招标价格压力不大，处方药销售收入6月环比5月增长15%，预期下半年处方药销售应随着各省招标逐步完成增速提快。同时公司处方药销售从考核激励方面引导销售下沉，二级医院目前增长最快。在国家打击商业贿赂的政策背景下，公司更坚定地继续坚持和加大学术推广力度，品牌和产品优势也更加突出。
- **新产品储备丰富，未来持续增长可期。**公司近年重视新产品研发和推广，目前已上市推广的专利药艾普拉唑、独家代理产品吉米沙星、以及新产品伏立康唑目前销售正逐步扩大。另外，新产品醋酸亮丙瑞林微球今年3月已上市，未来有望销售过亿的新产品鼠神经生长因子8月将上市销售。公司还介入到疫苗和单抗药物领域，在研的乙脑疫苗预期2011年上半年上市；乙肝疫苗和狂犬疫苗预期2012年将上市；在研的治疗类风湿性关节炎的单抗药物预期2-3年将获得临床批文。公司在参芪扶正注射液的研发和多年生产过程中积累了丰富的经验，对中药注射剂的研发投入也将加大，后续在研的高质量标准的中药注射剂获批的可能性较大。短、中、长期的新产品储备将为公司未来持续增长不断注入活力。
- **维持“买入-A”的投资评级，12个月目标价57元。**我们维持对公司2010-2012年的业绩预测，即每股收益分别为1.74元、2.19元、2.72元，主业的CAGR(2009-2012)为25.4%，对应的动态PE分别为20.6和16.4倍。以2010年公司主营业务1.74元为基础给予公司30-35倍PE，则公司12个月内目标价为57元，维持对公司“买入-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,058.6	2,595.8	3,031.9	3,577.7	4,243.2
Growth(%)	17.8%	26.1%	16.8%	18.0%	18.6%
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4
Growth(%)	-89.8%	824.8%	6.6%	25.8%	24.3%
毛利率(%)	45.8%	52.5%	52.6%	52.8%	54.2%
净利润率(%)	2.5%	18.6%	16.9%	18.1%	18.9%
每股收益(元)	0.18	1.63	1.74	2.19	2.72
每股净资产(元)	6.20	7.53	8.41	9.47	10.78
市盈率	203.3	22.0	20.6	16.4	13.2
市净率	5.8	4.8	4.3	3.8	3.3
净资产收益率(%)	4.0%	23.1%	21.4%	23.9%	26.1%
ROIC(%)	5.0%	26.8%	26.0%	27.8%	30.5%
EV/EBITDA	45.3	14.8	15.2	12.2	10.2
股息收益率	1.4%	0.3%	2.4%	3.1%	3.8%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 57.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 57.00 元

现价： 35.80 元

报告日期： 2010-07-13

市场数据

总市值(百万元)	10,586.84
流通市值(百万元)	6,360.55
总股本(百万股)	295.72
流通股本(百万股)	177.67
12 个月最高/最低	24.84/50.00 元
十大流通股股东(%)	58.35%
股东户数	11,936

12 个月股价表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益 (12.73)	6.19	42.98	
绝对收益 (15.73)	(14.91)	22.61	

研究员

洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

证书编号

S1450210010306

前期研究成果

丽珠集团：主业大幅增长，符合预期	2010-04-22
丽珠集团：见贤思齐，加速发展	2010-02-27
丽珠集团：营销改革持续显效，业绩大幅增长	2010-01-15

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-7-12	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	2,058.6	2,595.8	3,031.9	3,577.7	4,243.2	成长性						
减: 营业成本	1,116.3	1,232.0	1,438.7	1,688.7	1,943.4	营业收入增长率	17.8%	26.1%	16.8%	18.0%	18.6%	
营业税费	4.5	5.7	6.7	7.9	9.3	营业利润增长率	-83.8%	485.6%	7.8%	25.6%	24.2%	
销售费用	377.3	546.3	638.2	726.3	901.7	净利润增长率	-89.8%	824.8%	6.6%	25.8%	24.3%	
管理费用	197.8	236.7	288.0	332.7	394.6	EBITDA 增长率	-90.3%	189.6%	-1.6%	23.9%	20.4%	
财务费用	26.5	13.2	13.5	15.6	-2.3	EBIT 增长率	-94.8%	372.9%	7.7%	25.4%	21.6%	
资产减值损失	21.3	49.0	18.0	16.8	15.2	NOPLAT 增长率	-83.0%	476.0%	3.4%	25.6%	21.6%	
加: 公允价值变动收益	-272.0	134.3	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	6.7%	17.7%	10.8%	13.6%	
投资和汇兑收益	56.7	-64.0	-	-	-	净资产增长率	-7.9%	21.3%	11.8%	12.5%	13.8%	
营业利润	99.6	583.3	628.9	789.8	981.3	利润率						
加: 营业外净收支	6.1	6.1	1.0	2.5	3.5	毛利率	45.8%	52.5%	52.6%	52.8%	54.2%	
利润总额	105.7	589.4	629.9	792.3	984.8	营业利润率	4.8%	22.5%	20.7%	22.1%	23.1%	
减: 所得税	32.7	75.6	98.3	123.4	153.3	净利润率	2.5%	18.6%	16.9%	18.1%	18.9%	
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4	EBITDA/营业收入	11.9%	27.4%	23.1%	24.3%	24.6%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.1%	23.0%	21.2%	22.5%	23.1%	
货币资金	540.2	588.5	568.3	665.7	736.3	运营效率						
交易性金融资产	121.8	48.9	20.0	-	-	固定资产周转天数	164	121	102	91	78	
应收帐款	366.5	393.6	533.5	638.9	818.1	流动营业资本周转天数	110	106	121	134	141	
应收票据	200.7	404.7	456.9	537.1	627.8	流动资产周转天数	279	239	233	228	229	
预付帐款	34.6	66.5	88.1	113.4	142.5	应收帐款周转天数	58	50	51	54	57	
存货	346.1	339.3	418.4	491.1	616.6	存货周转天数	61	50	47	47	49	
其他流动资产	-0.0	-0.0	-6.4	0.2	8.1	总资产周转天数	513	419	387	361	341	
可供出售金融资产	6.7	12.9	15.0	16.8	18.0	投资资本周转天数	331	280	270	260	246	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	45.1	48.4	48.6	46.9	46.0	ROE	4.0%	23.1%	21.4%	23.9%	26.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	16.4%	15.6%	17.7%	19.5%	
固定资产	922.7	820.9	893.1	917.3	922.0	ROIC	5.0%	26.8%	26.0%	27.8%	30.5%	
在建工程	38.1	103.8	71.5	56.2	37.3	费用率						
无形资产	154.4	146.3	141.7	139.5	137.4	销售费用率	18.3%	21.0%	21.1%	20.3%	21.3%	
其他非流动资产	142.9	143.1	144.5	142.0	140.3	管理费用率	9.6%	9.1%	9.5%	9.3%	9.3%	
资产总额	2,923.8	3,124.4	3,399.6	3,771.0	4,256.1	财务费用率	1.3%	0.5%	0.4%	0.4%	-0.1%	
短期债务	520.7	218.6	220.8	191.8	171.7	三费/营业收入	29.2%	30.7%	31.0%	30.0%	30.5%	
应付帐款	310.3	415.4	374.4	416.4	479.2	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.3%	28.8%	26.8%	25.8%	25.1%	
其他流动负债	136.3	143.2	167.8	190.8	218.3	负债权益比	59.4%	40.4%	36.7%	34.7%	33.6%	
长期借款	100.7	90.7	111.0	127.8	147.8	流动比率	1.66	2.37	2.72	3.06	3.39	
其他非流动负债	21.2	31.0	37.9	44.7	52.8	速动比率	1.29	1.92	2.16	2.42	2.66	
负债总额	1,089.3	898.9	912.0	971.5	1,069.7	利息保障倍数	4.76	45.20	47.58	51.63	-426.41	
少数股东权益	56.0	76.4	91.7	111.2	135.4	分红指标						
股本	306.0	295.7	295.7	295.7	295.7	DPS(元)	0.52	0.10	0.87	1.09	1.36	
留存收益	1,501.8	1,867.1	2,100.2	2,392.7	2,755.2	分红比率	293.9%	6.2%	50.0%	50.0%	50.0%	
股东权益	1,834.5	2,225.5	2,487.6	2,799.6	3,186.3	股息收益率	1.4%	0.3%	2.4%	3.1%	3.8%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4	EPS(元)	0.18	1.63	1.74	2.18	2.72	
加: 折旧和摊销	136.6	126.9	57.9	62.5	66.3	BVPS(元)	6.20	7.53	8.41	9.47	10.78	
资产减值准备	21.3	49.0	18.0	16.8	15.2	PE(X)	203.3	22.0	20.6	16.4	13.2	
公允价值变动损失	272.0	-134.3	-	-	-	PB(X)	5.8	4.8	4.3	3.8	3.3	
财务费用	24.1	31.1	14.8	13.5	15.6	P/FCF	-	362.9	62.6	28.7	24.4	
投资收益	-56.7	64.0	-	-	-	P/S	5.1	4.1	3.5	3.0	2.5	
少数股东损益	20.8	32.2	18.2	22.9	28.5	EV/EBITDA	45.3	14.8	15.2	12.2	10.2	
营运资金的变动	-116.2	-130.0	-309.5	-219.7	-337.7	CAGR(%)	109.3%	17.4%	23.3%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	345.2	494.9	329.7	567.0	601.5	PEG	1.9	1.3	0.9	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-20.0	14.0	-54.3	-50.4	-50.9	ROIC/WACC	0.5	2.8	2.7	2.9	3.2	
融资活动产生现金流量	-63.4	-490.9	-244.1	-348.5	-397.6	REP	11.0	1.8	1.6	1.4	1.1	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，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、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034