



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年10月25日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

丽珠集团(000513.CH)

非经常性损益影响利润增速

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	2,059	2,596	2,804	3,168
(+/- %)	17.8%	26.1%	8.0%	13.0%
营业利润	336	583	582	684
(+/- %)	14.5%	73.4%	-0.2%	17.5%
净利润	52	482	467	563
(+/- %)	-89.8%	824.8%	-3.0%	20.5%
经营性净利润	272.9	420	464	560
每股收益(元)	0.18	1.63	1.58	1.90
经营性每股收益	0.92	1.42	1.57	1.89
市盈率 A股	234.0	25.3	26.1	21.6
市盈率 B股	26.6	17.3	15.7	13.0
基于经营性净利润的市盈率	44.6	29.0	26.3	21.8
净资产收益率	2.4%	22.4%	18.2%	18.3%
现金分红收益率	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%

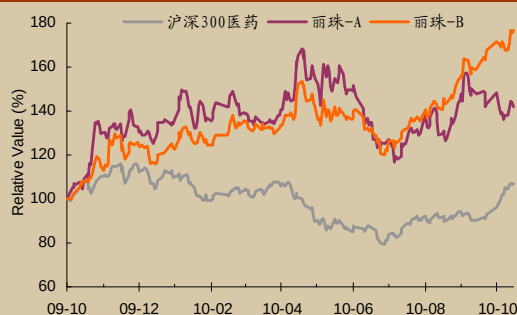
股票信息

B股	A股
港币 27.89	当前股价 人民币 41.2
200513.CH	股票代码 000513.CH
0.48	日成交量(百万股) 1.54
港币 27.98/14.98	52周最高价/最低价 人民币 49.83/26.93
296	发行股数(百万股) 296
112	其中:流通股(百万股) 178
	主要股东(持股比例) 健康元集团(26.21%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[丽珠集团-A]	+4.46	-3.76	+14.73	+4.43
[丽珠集团-B]	+3.95	+11.07	+34.73	+45.49
[沪深300指数]	+4.79	+18.24	+22.98	-5.06
[沪深300医药指数]	+6.89	+4.09	+26.96	+22.54

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

2010年3季度业绩符合预期:

2010年1—9月份取得收入20亿元, 同比增长6.4%; 取得净利润3.29亿元, 同比下降6%, 折合每股收益1.11元。扣除公允价值变动、投资收益等非经常性损益后的净利润同比增长15%, 基本符合预期。

正面:

- 公允价值变动和投资收益合计盈利约400万, 去年同期为盈利5900万元。扣除非经常性损益影响, 公司经营性净利润同比增长约15%。
- 报告期内应收账款和存货有所增加, 但是应收票据大幅降低, 经营性现金流同比增长19%至4.3亿元, 显示公司维持了较高的经营质量。

负面:

- 去年同期受益于甲流疫情抗病毒颗粒热销, 而今年由于流感未出现大规模流行, 该产品销售同比大幅下滑, 与此同时老的制剂品种销售增速放缓, 影响了整体业绩。

发展趋势:

作为一个老牌的OTC生产企业, 公司具备较好的品牌和制造基础, 但受制于销售体系和新品种缺乏, 收入增长趋缓。为此公司持续推进营销改革, 并进行产品结构调整, 着力发展专科用药。未来公司将与外部合作开发新处方药物, 进入单抗和疫苗领域, 为产业转型和升级做好准备, 奠定更长期的发展基础。

盈利预测调整:

基于市场变化趋势和公司财务数据, 我们调整了投资收益和公允价值变动项目的预测值, 2010、2011年的业绩预期分别下调6%和4%至1.58和1.89元, 对应动态市盈率26x和22x。公司维持稳健发展, 估值处于板块低端, 维持“审慎推荐”评级。

风险:

营销体系瓶颈, 原料药价格波动。

图表 1: 2010 年 3 季度业绩分析

	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A	1Q2010	2010H	1-3Q2010	CICC Comments
(百万元)								
主营业务收入	541	1,210	1,881	2,596	649	1,323	2,001	收入同比增长6.4%，3季度微增，主要抗病毒颗粒销售同比下滑
同比增长率	3.1%	9.1%	18.8%	26.1%	20.1%	9.3%	6.4%	
环比增长率	13.6%				-9.2%			
主营业务成本	259	558	884	1,232	317	636	961	受中药材成本上升影响，以及原料药收入占比提升，整体毛利率同比下降1pp
成本率	47.9%	46.1%	47.0%	47.5%	48.9%	48.1%	48.0%	
主营业务税金及附加	1	3	4	6	1	3	5	
主营业务利润	280	649	993	1,358	331	684	1,035	
毛利率	51.8%	53.6%	52.8%	52.3%	51.0%	51.7%	51.7%	
同比增长率	29.7%	35.7%	41.2%	44.8%	18.1%	5.5%	4.3%	
其他业务利润	-	-	-	0.45	-	-	-	营业费用率同比上升1pp
营业费用	112	261	412	546	134	285	459	
营业费用率	20.8%	21.5%	21.9%	21.0%	20.6%	21.6%	22.9%	
管理费用	48	111	167	237	46	99	165	管理费用率同比下降0.7pp
管理费用率	8.9%	9.2%	8.9%	9.1%	7.0%	7.5%	8.2%	
财务费用	7.58	10.66	11.62	13.20	1.27	0.77	0.50	
营业利润	112	266	402	583	150	299	411	
营业利润率	20.7%	22.0%	21.4%	22.5%	23.1%	22.6%	20.5%	
同比增长率	16.0%	30.1%	47.1%	73.4%	33.8%	12.3%	2.2%	
资产减值损失	5	24	34	49	4	7	10	公允价值变动和投资收益合计盈利约400万，去年同期为盈利5900万元
公允价值变动	110	134	126	134	3	-2	5	
投资收益	-76	-74	-67	-64	0	0	-1	
补贴收益	0	0	0	0	0	0	0	
营业外收入	1	3	4	10	3	11	12	
营业外支出	0	1	3	4	1	1	2	
税前利润	142	302	429	589	152	298	414	母公司执行15%的所得税率
税前利润率	26.3%	25.0%	22.8%	22.7%	23.4%	22.6%	20.7%	
同比增长率	95.0%	227.2%	354.6%	457.9%	7.0%	-1.3%	-3.4%	
所得税	19	39	55	76	18	41	61	
有效税率	13.0%	12.9%	12.8%	12.8%	11.8%	13.6%	14.7%	
少数股东权益	7	16	24	32	7	16	25	
净利润	117	248	350	482	127	241	329	扣除投资收益和公允价值变动，净利润同比增加15%，
净利润率	21.6%	20.5%	18.6%	18.6%	19.5%	18.3%	16.4%	
同比增长率	126.2%	305.6%	553.6%	824.8%	8.5%	-2.6%	-6.0%	

资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 2: 盈利预测调整明细

		综合盈利预测调整			
		2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	2059	2596	2855	3227
	调整后	2059	2596	2804	3168
	(+/-%)	0	0	-2	-2
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	1116	1232	1385	1549
	调整后	1116	1232	1360	1521
	(+/-%)	0	0	-2	-2
净利润 (人民币 百万)	调整前	52	482	495	588
	调整后	52	482	467	563
	(+/-%)	0	0	-6	-4
总股本 (人民币)	调整前	296	296	296	296
	调整后	296	296	296	296
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.18	1.63	1.67	1.99
	调整后	0.18	1.63	1.58	1.90
	(+/-%)	0	0	-6	-4

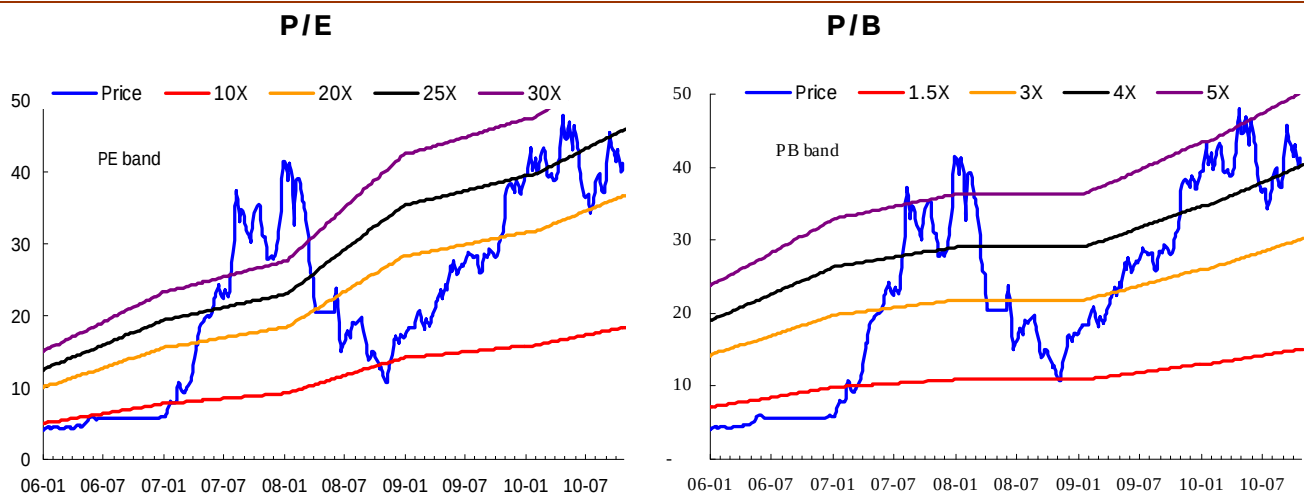
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2008A	2009A	2010E	2011E		2008A	2009A	2010E	2010E
损益表					财务指标				
主营业务收入	2,059	2,596	2,804	3,168	成长性指标				
主营业务成本	-1,116	-1,232	-1,360	-1,521	主营业务收入增长率	17.8%	26.1%	8.0%	13.0%
主营业务利润	938	1,358	1,438	1,640	主营业务利润增长率	21.7%	44.8%	5.9%	14.1%
营业费用	-377	-546	-617	-691	净利润增长率	-89.8%	824.8%	-3.0%	20.5%
管理费用	-198	-237	-238	-266	盈利性指标				
财务费用	-27	-13	-10	-10	毛利率	45.6%	52.3%	51.3%	51.8%
营业利润	336	583	582	684	三项费用率	29.2%	30.7%	30.9%	30.5%
税前利润	106	589	583	695	净利率	2.5%	18.6%	16.7%	17.8%
净利润	52	482	467	563	收益率指标				
现金流量表					资产收益率	1.7%	15.4%	12.9%	13.3%
经营活动现金流	345	495	552	628	净资产收益率	2.4%	22.4%	18.2%	18.3%
营运资本的增加	-201	-349	-66	-99	现金分红收益率	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%
投资活动现金流	-20	14	-200	-200	营运效率性指标				
资本支出	-76	-131	-200	-200	应收帐款回收期(天)	64	55	55	55
自由现金流	270	364	352	428	存货周转期(天)	112	99	99	99
融资活动现金流	-63	-491	-43	-52	负债指标				
货币资金增加额	259	18	309	376	资产负债率	37.3%	28.8%	26.2%	23.9%
资产负债表					流动比率	1.66	2.37	2.74	3.15
货币资金	540	589	894	1,270	速动比例	1.31	1.93	2.29	2.68
应收款项	366	394	425	480	估值指标				
存货	346	339	375	419	摊薄每股收益(元)	0.18	1.63	1.58	1.90
固定资产	963	928	1,007	1,073	每股经营现金流(元)	0.53	1.67	1.87	2.12
短期借款	521	219	219	219	市盈率	234.0	25.3	26.1	21.6
应付款项	344	462	509	570	市净率	5.67	5.67	4.74	3.96
股东权益	1,779	2,149	2,569	3,080	EV/EBITDA	52.3	17.9	16.9	14.6
总资产	2,924	3,124	3,624	4,227					

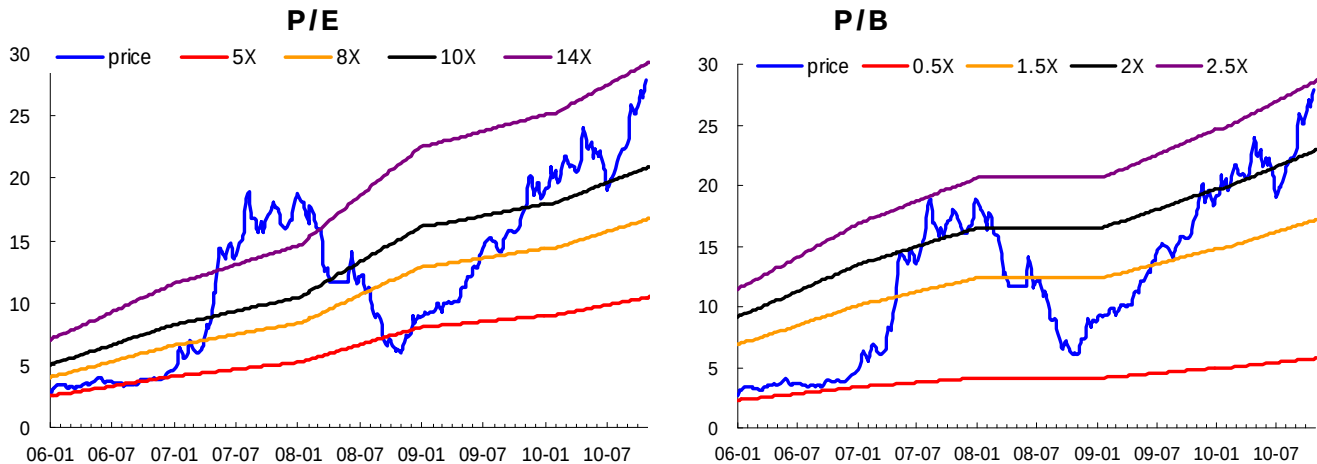
资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 4: 丽珠集团-A 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 5: 丽珠集团-B 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 6: 可比公司估值 (2010-10-22)

公司名称	代码	收盘价 10-10-24	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率 2009A	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2010E	Growth 2009-2011E
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E		2009A	2010E			
大宗原料药																		
海正药业	600267	38.74	18,742	0.56	0.73	0.94	69	53	41	9	8	7	0.3%	14%	13%	7.0	1.81	29%
华海药业	600521	18.91	8,488	0.37	0.30	0.47	51	63	40	37	45	29	0.5%	14%	7%	4.4	4.66	13%
浙江医药	600216	34.50	15,527	2.70	3.08	3.47	13	11	10	10	9	8	2.3%	52%	37%	4.9	0.84	13%
新和成	002001	26.84	19,484	1.40	1.76	1.94	19	15	14	14	12	10	3.7%	44%	27%	4.8	0.86	18%
海普瑞	002399	125.95	50,393	2.02	3.25	4.55	62	39	28	51	31	22	0.0%	118%	29%	6.8	0.78	50%
仙琚制药	002332	15.07	5,145	0.26	0.34	0.45	58	44	34	31	31	22	2.0%	12%	11%	5.0	1.42	31%
华北制药	600812	12.53	12,888	-0.37	0.41	0.66		30	19	85	21	14	0.0%	-34%	35%	13.2	0.46	66%
新华制药	000756	8.18	2,514	0.22	0.28	0.32	37	29	25	14			0.6%	7%	11%	2.3	1.45	20%
中间值			4,836				69	45	33	41	31	22	0.3%	15%	12%	5.2	0.85	36%
品牌中药																		
云南白药	000538	67.50	46,863	0.87	1.29	1.67	78	52	40	13	11	9	0.3%	18%	21%	10.7	1.35	38%
同仁堂	600085	32.77	17,067	0.55	0.65	0.78	60	51	42	6	6	5	0.7%	10%	11%	5.5	2.67	19%
广州药业	600332	13.53	7,996	0.26	0.37	0.45	52	37	30	3	3	3	0.4%	7%	9%	3.2	1.16	32%
东阿阿胶	000423	47.21	30,876	0.60	0.93	1.21	79	51	39	18	16	14	0.7%	21%	31%	16.0	1.22	42%
片仔癀	600436	54.94	7,692	0.93	1.16	1.41	59	48	39	10	9	8	0.9%	17%	18%	8.8	2.02	24%
康美药业	600518	17.97	30,448	0.30	0.44	0.60	61	41	30	49	32	22	0.2%	14%	16%	6.4	0.96	43%
马应龙	600993	39.82	6,602	1.09	1.08	1.41	37	37	28	29	29	22	0.8%	21%	16%	6.7	2.65	14%
中新药业	600329	15.01	8,095	0.35	0.44	0.57	43	34	27	24			0.0%	19%	17%	6.6	1.25	27%
中恒集团	600252	23.63	12,899	0.49	0.76	1.25	48	31	19	68			0.0%	25%	36%	12.0	0.52	60%
贵州百灵	002424	48.95	7,196	0.76	1.00	1.35	64	49	36	48	41	29	0.0%	35%	13%	4.0	1.47	33%
中间值			7,844				60	39	30	26	16	14	0.7%	16%	13%	6.6	1.33	27%
现代中药																		
天士力	600535	32.96	16,084	0.65	0.84	1.03	51	39	32	9	8	8	1.2%	16%	20%	7.7	1.50	26%
康缘药业	600557	16.53	6,871	0.39	0.48	0.64	43	34	26	36	28	21	0.8%	16%	16%	5.4	1.17	29%
上海凯宝	300039	45.99	8,065	0.39	0.75	1.06	117	62	44	91	57	38	0.7%	11%	10%	6.9	0.96	64%
誉衡药业	002437	73.95	10,353	0.93	1.32	1.88	79	56	39	62	48	32	0.0%	54%	16%	5.1	1.33	42%
桂林三金	002275	26.60	12,076	0.68	0.83	1.02	39	32	26	30	26	22	2.1%	24%	19%	7.2	1.40	23%
仁和药业	000650	21.55	9,055	0.39	0.52	0.64	55	41	33	39	30	25	1.4%	28%	22%	10.5	1.48	28%
中间值			5,589				55	41	32	39	30	23	0.7%	19%	16%	5.4	1.33	30%
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	46.73	35,021	0.89	1.09	1.36	53	43	34	13	11	8	0.0%	29%	25%	10.6	1.80	24%
科伦药业	002422	118.98	28,555	1.78	2.81	3.74	67	42	32	46	30	23	0.0%	27%	6%	4.2	0.94	45%
华东医药	000963	26.54	11,520	0.87	0.80	1.02	30	33	26	19	19	15	1.2%	33%	26%	8.5	4.13	8%
康芝药业	300086	69.02	6,902	0.98	1.69	2.51	71	41	27	57	10	8	0.0%	33%	26%	3.7	0.68	60%
信立泰	002294	79.03	17,940	0.95	1.51	2.04	83	53	39	68	41	30	1.3%	23%	18%	10.6	1.13	46%
誉衡药业	002437	73.95	10,353	0.93	1.32	1.88	79	56	39	62	48	32	0.0%	54%	16%	5.1	1.33	42%
恩华药业	002262	23.27	5,445	0.23	0.33	0.48	100	70	49	63	50	37	0.2%	15%	17%	12.9	1.62	43%
华邦制药	002004	57.20	7,550	0.97	0.97	1.25	59	59	46	39			0.0%	16%	14%	8.5	4.38	13%
中间值			7,499				62	43	34	38	30	23	0.0%	23%	17%	6.2	1.29	40%
综合性制药企业																		
丽珠集团	000513	41.20	10,255	1.63	1.58	1.90	25	26	22	16	15	13	0.0%	25%	18%	4.7	3.21	8%
哈药股份	600664	23.74	29,485	0.78	0.90	1.05	30	26	23	22			2.1%	16%	17%	5.0	1.64	16%
复星医药	600196	14.25	27,138	1.31	0.56	0.66	11	25	22	9	19	17	0.7%	48%	14%	3.6	-	-29%
双鹤药业	600062	28.05	16,036	0.84	1.00	1.22	33	28	23	23	19	16	0.8%	14%	14%	4.4	1.37	20%
三九医药	000999	24.32	23,807	0.72	0.89	1.11	34	27	22	24	21	17	1.2%	21%	19%	6.3	1.16	24%
中间值			13,146				33	27	22	21	19	17	0.4%	16%	15%	4.7	1.15	22%

资料来源: 公司报告, WIND, 中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。