

投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	29,572
流通股本(万股)	17,767
每股净资产(元)	9.15
资产负债率(%)	32.17

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号: S1340511070001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

收入结构变化导致整体毛利率提升

——丽珠集团（000513）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 14.71 亿元，同比增长 11.24%；营业利润 2.61 亿元，同比下降 9.71%；利润总额 2.83 亿元，同比下降 5.08%；归属于母公司净利润 2.21 亿元，同比下降 8.54%；扣除非经常性损益后母公司净利润降幅为 14.33%。基本每股收益 0.75 元。

点评：

● **交易性金融资产影响降低。**公司的股票投资较大，近几年随着我国股市行情的波动，交易性金融资产变动对公司利润影响较大，2010 年公司公允价值变动收益为 1078 万元，同比下降了 92%。报告期内，公司该项收益为 4.39 万元，去年同期为亏损 215 万元，总体而言，非经常性损益对公司利润影响明显降低。

● **费用增长较快，侵蚀公司利润。**报告期内公司期间费用率为 34.54%，同比上升了 5.42 个百分点；由于制剂类产品销售的增长和研发投入加大，导致公司销售费用和管理费用大幅增长，同比增幅分别为 35%和 31%，均高于公司收入增速，其中研发费用的上升主要用于单抗和疫苗项目的投入，这部分业务是公司未来的主要看点之一。

● **中药制剂高速增长，产品收入结构变化，带动整体盈利能力提升。**报告期内，公司整体毛利率为 53.98%，同比上升了 2.04 个百分点。公司整体毛利率上升的主要原因为高毛利产品实现了高速增长，收入占比增大，带动公司整体毛利率上升。报告期内公司中药制剂实现营业收入 3.76 亿元，同比增长了 59.36%，是公司制药业务增速最高的领域，毛利率为 69.98%，同比减少了 8.98 个百分点，虽然该项业务盈利能力下滑，但与公司其他产品相比，中药制剂仍然为毛利率较高的品种，故该项业务的高速增长带动了公司整体毛利率的提升。

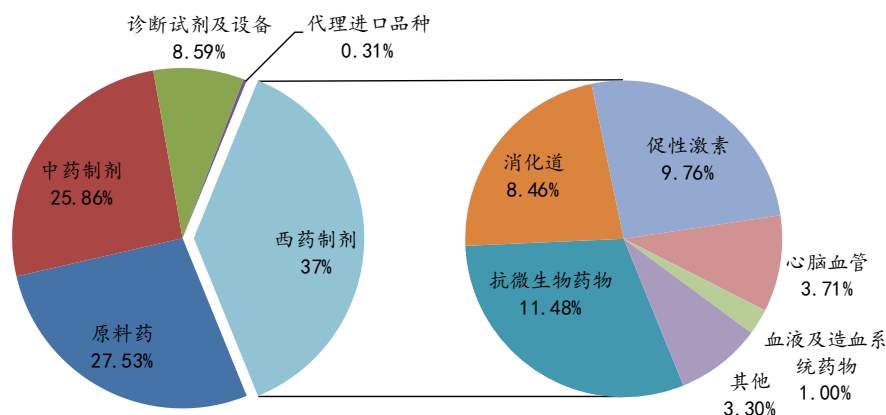
● **成本压力较大，主要产品毛利率有不同程度下降。**公司整体毛利率的上升主要是由于产品收入结构的变化而导致，从单个产品的情况来看，报告期内公司主要产品的盈利能力均出现了不同程度的下滑。公司中药制剂主要包括抗病毒颗粒和参芪扶正注射液，其中参芪扶正注射液今年上半年收入为 2.32 亿元，同比增长了 56.89%，毛利率为 80.02%，同比减少了 11.1 个百分点。参芪扶正注射液是目前国内抗肿瘤中药注射液主流用药之一，其主要成分为党参和黄芪，中药材价格上升导致产品毛利率大幅下降。公

司原料药毛利率为 18.07%，同比减少了 3.2 个百分点；主要西药制剂中，除了抗微生物药物和激素类药物毛利率略有上升，其余产品毛利率均出现下滑。

● **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.35 元、1.51 元和 1.77 元，对应前一交易日收盘价 26.9 元的动态市盈率为 20 倍、18 倍和 15 倍。公司的主要产品，如参芪扶正注射液、丽珠得乐系列产品在国内市场具有较高的份额和市场知名度，未来单抗产品是公司的看点之一，公司非经常性损益导致业绩波动较大，同时费用增长较快，但目前公司具有比较明显的估值优势和较好的安全边际，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

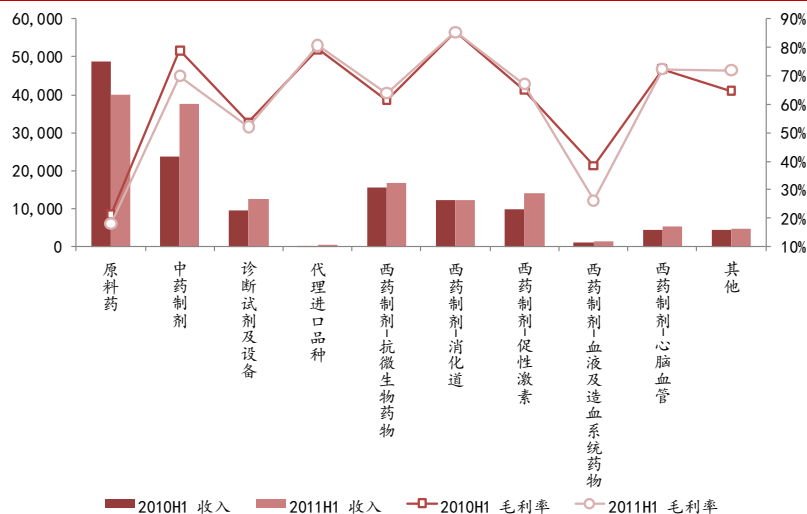
● **风险提示。**大盘系统性风险；成本继续上升的风险。

图表 1：2011 年上半年公司各项收入构成



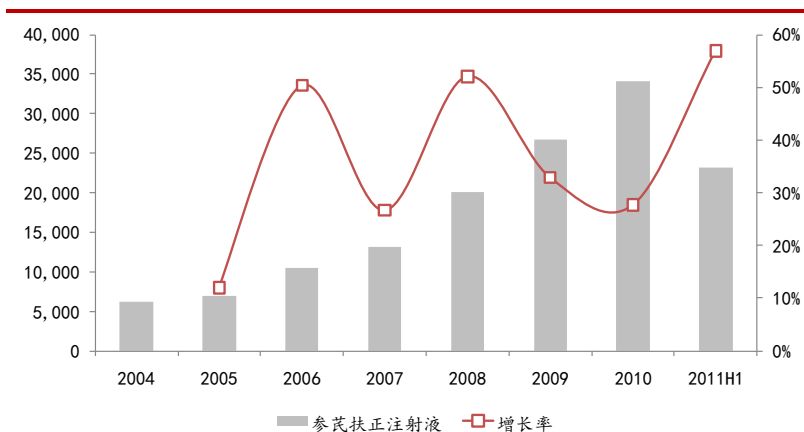
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：公司各项业务收入与毛利率变动情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：参芪扶正注射液收入增速（单位：万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4：丽珠集团盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	259,585	272,672	308,747	357,385	408,667
增长率	26.10%	5.04%	13.23%	15.75%	14.35%
营业成本	123,199	128,648	142,085	162,610	183,982
毛利率	52.54%	52.82%	53.98%	54.50%	54.98%
营业税金及附加	573	886	3,000	3,473	3,473
销售费用	54,625	64,805	82,682	95,958	110,054
管理费用	23,673	26,589	32,943	38,061	43,727
财务费用	1,320	-42	-926	-1,215	-1,185
期间费用率	30.67%	33.50%	37.15%	37.16%	37.34%
资产减值损失	4,899	1,095	1,200	1,300	1,450
公允价值变动净收益	13,434	1,078	750	300	500
投资净收益	-6,403	-128	200	187	300
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-361	-247	0	0	0
营业利润	58,328	51,641	48,712	57,685	67,966
加：营业外收入	996	2,117	3,800	0	0
减：营业外支出	382	391	500	0	0
利润总额	58,942	53,367	52,012	57,685	67,966
减：所得税	7,562	8,118	8,582	9,230	11,194
所得税率	12.83%	15.21%	16.50%	16.00%	16.47%
净利润	51,379	45,249	43,430	48,455	56,772
减：少数股东损益	3,222	3,431	3,474	3,876	4,400
归属于母公司所有者的净利润	48,158	41,818	39,956	44,579	52,372
增长率	824.81%	-13.16%	-4.45%	11.57%	17.48%
基本每股收益(元)	1.61	1.41	1.35	1.51	1.77

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。