

医药/必需消费

丽珠集团 (000513)

营销改革初见效，整装再出发

	李秋实 (分析师)	郑磊 (分析师)
	010-59312730	021-38674750
	liqiushi011821@gtjas.com	zhenglei008193@gtjas.com
证书编号	S0880511110001	S0880512080016

本报告导读:

营销改革改变增长轨迹，业绩拐点确立。主力产品增长超市场预期，抗生素拖累效应减弱，产品结构不断优化。

投资要点:

营销改革改变增长轨迹，业绩拐点确立：公司 2011 年下半年开始实施营销改革，开始加强销售团队建设，为长期发展奠定基础。2012 年，公司营销队伍由不到 1000 人扩至 3000 人时加强了人员的业绩考核，医院覆盖率和产品覆盖率都显著提升。2012 年 1-9 月处方药整体增长 30% 以上，1-9 月净利润同增 22%。2013 年，我们认为公司营销改革仍有发力空间，业绩拐点确立。

主力产品增长超市场预期，抗生素拖累效应减弱，产品结构不断优化：预计公司抗生素业务 2012 年继续小幅亏损，但同比对业绩拖累大幅减弱。而其他制剂在营销改革的推动下，增速较快，其中高毛利率的参芪扶正注射液、促性激素、亮丙瑞林、鼠神经生长因子等产品增速较快，产品结构不断优化。我们认为老产品仍有成长空间，新产品上量可能超预期，公司业绩有望延续快速增长。

瞄准高端市场，近看疫苗，远看单抗：公司认为国内单抗、疫苗市场很大，能带来数十亿的空间。公司已初步搭建好单抗产业化体系，抗类风湿关节炎单抗进展最快，已申报一期临床，还有两个抗肿瘤类单抗处于临床前阶段。我们认为短期内疫苗业务将有实质突破，乙脑疫苗有望在 2013 年内拿到批文，开始贡献业绩。

投资建议：目标价 39 元，增持。营销改革推动华丽转身，公司业绩走出低谷，逐季加速。公司手握参芪扶正注射液、促卵泡素、鼠神经生长因子等多个优秀品种，且积极向单抗领域布局，中长期稳定发展可期，估值可向一线专科药企看齐。我们预计公司 2012~2013 年 EPS 分别为 1.55、1.95 元，同比增长 28%、26%，按照 2013 年 20 倍，目标价 39 元，增持。

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,727	3,163	3,845	4,568	5,347
(+/-)%	5.0%	16.0%	21.6%	18.8%	17.1%
经营利润 (EBIT)	516	409	570	756	919
(+/-)%	-13.5%	-20.7%	39.3%	32.7%	21.5%
净利润	418	359	458	576	722
(+/-)%	-13.2%	-14.1%	27.5%	25.8%	25.3%
每股净收益 (元)	1.41	1.22	1.55	1.95	2.44
每股股利 (元)	0.10	0.50	0.15	0.19	0.24

利润率和估值指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营利润率 (%)	18.9%	12.9%	14.8%	16.6%	17.2%
净资产收益率 (%)	16.6%	12.6%	14.5%	15.6%	16.6%
投入资本回报率 (%)	27.0%	26.0%	19.9%	23.4%	27.8%
EV/EBITDA	12.5	14.5	10.0	7.3	6.1
市盈率	21.9	25.5	20.0	15.9	12.7
股息率 (%)	0.3%	1.6%	0.5%	0.6%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 39.00

上次预测: 57.00

当前价格: 32.58

2012.11.22

交易数据

52 周内股价区间 (元)	18.21-37.48
总市值 (百万元)	10,492
总股本/流通 A 股 (百万股)	296/178
流通 B 股/H 股 (百万股)	112/0
流通股比例	98%
日均成交量 (百万股)	0
日均成交值 (百万元)	47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,918
每股净资产	9.87
市净率	3.6
净负债率	19%

EPS (元)	2011A	2012E
Q1	0.43	0.40
Q2	0.32	0.38
Q3	0.20	0.39
Q4	0.27	0.39
全年	1.22	1.55

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	26%	27%	56%
相对指数	30%	35%	76%

相关报告

《聚焦医药主业，新产品不乏亮点》2010.04.22

模型更新时间: 2012.11.22

股票研究

必需消费
医药

丽珠集团 (000513)

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **39.00**

上次预测: 57.00

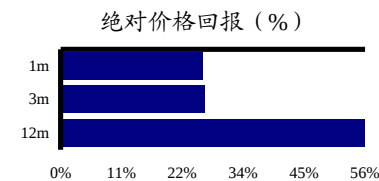
当前价格: 32.58

公司网址

www.livzon.com.cn

公司简介

公司为集医药产品科研、开发、生产、销售于一体的综合性、高新技术型制药企业集团,在处方药的生产与销售领域具有突出优势,全国共设有 82 个办事机构。丽珠集团目前在产品种 300 余个,类别涉及化学药品、生化药品、中成药等,药物制剂的主要品牌有丽珠得乐系列、抗病毒颗粒、参芪扶正注射液、脑力隆、丽珠威,以及丽珠肠乐、前列安栓、丽珠赛乐、利脉胶囊等重点品种;另外还拥有抗生素、他汀类及氨基糖苷类原料药。目前,公司及其子公司共有 38 条生产线通过 GMP 认证,公司本身



52 周价格范围 18.21-37.48
市值 (百万) 10,492

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

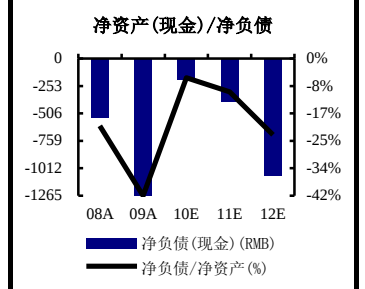
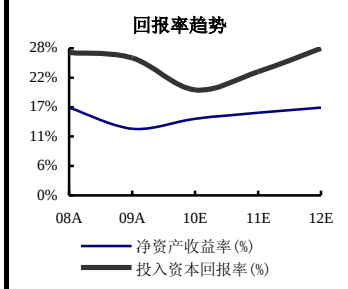
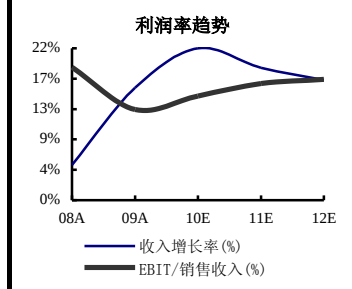
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E
营业收入	2,727	3,163	3,845	4,568	5,347
营业成本	1,286	1,398	1,501	1,700	1,933
税金及附加	9	41	50	59	70
营业费用	648	971	1,384	1,644	1,925
管理费用	266	298	327	388	481
EBIT	516	409	570	756	919
公允价值变动收益	11	-11	5	0	0
投资收益	-1	-1	2	0	0
财务费用	0	-21	5	25	2
营业利润	516	430	564	732	916
所得税	81	75	94	119	148
少数股东损益	34	28	29	37	46
净利润	418	359	458	576	722
货币资金、交易性金融资产	922	1,492	1,350	1,350	1,350
其他流动资产	1,234	1,416	1,641	1,913	2,214
长期投资	46	119	80	80	80
固定资产合计	804	1,091	2,030	2,300	2,235
无形及其他资产	267	273	246	234	222
资产合计	3,662	4,603	5,830	6,248	6,367
流动负债	925	1,521	2,419	2,255	1,648
长期负债	98	70	54	69	84
股东权益	2,639	3,012	3,357	3,924	4,634
投入资本(IC)	1,914	1,572	2,868	3,227	3,305
NOPLAT	438	342	477	634	770
折旧与摊销	121	141	224	334	388
流动资金增量	(59)	(40)	178	234	258
资本支出	219	107	1,501	501	201
自由现金流	718	550	2,381	1,702	1,617
经营现金流	644	966	591	763	902
投资现金流	(250)	(186)	(1,446)	(501)	(201)
融资现金流	(11)	(101)	708	(262)	(701)
现金流净增加额	383	679	(148)	0	0
收入增长率	5.0%	16.0%	21.6%	18.8%	17.1%
EBIT 增长率	-13.5%	-20.7%	39.3%	32.7%	21.5%
净利润增长率	-13.2%	-14.1%	27.5%	25.8%	25.3%
利润率					
毛利率	52.8%	55.8%	61.0%	62.8%	63.9%
EBIT 率	18.9%	12.9%	14.8%	16.6%	17.2%
净利率	15.3%	11.4%	11.9%	12.6%	13.5%
净资产收益率(ROE)	16.6%	12.6%	14.5%	15.6%	16.6%
总资产收益率(ROA)	11.4%	7.8%	7.9%	9.2%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	27.0%	26.0%	19.9%	23.4%	27.8%
存货周转天数	113	114	106	102	101
应收账款周转天数	57	61	64	66	67
总资产周转天数	448	470	488	476	425
净利润现金含量	1.42	2.49	1.21	1.24	1.18
资本支出/收入	8.04%	3.37%	39.04%	10.97%	3.76%
资产负债率	27.9%	34.6%	42.4%	37.2%	27.2%
净负债率	-20.6%	-42.0%	-5.9%	-10.2%	-23.4%
PE	21.9	25.5	20.0	15.9	12.7
PB	3.6	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.5	14.5	10.0	7.3	6.1
P/S	3.36	2.90	2.38	2.01	1.71
股息率	0.3%	1.6%	0.5%	0.6%	0.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		