

丽珠集团 (000513): 营销政策调整 增收不增利

分析师: 刘苗

执业证书编号: S0300512080001

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2012年8月21日

www.lxzq.com.cn

要点:

1、销售费用高企 增收不增利

2012年上半年, 公司实现营业收入18.85亿元, 同比增长28.11%, 实现营业利润2.82亿元, 同比增长7.97%; 实现归属于母公司的净利润2.28亿元, 同比增长3.55%, 扣非后净利润同比增长7.85%。主要原因是公司销售政策进行了调整, 在收入大幅增长的同时, 销售费用的同比增长更快。

从毛利率看, 近两年综合毛利率呈明显上升趋势(52.8%—55.8%—60.3%), 同期销售费用大幅攀升(23.7%—30.7%—35.7%), 毛利率提速低于销售费用的增速, 因此收入增加并没有带来利润的同比增加(销售政策调整所致)。

2、制剂增速稳定 原料药企稳

制剂收入13.2亿, 同比增长42%, 由于销售政策调整(高开票)推高了产品价格, 因此剔除此影响后制剂实际收入同比增长约15%左右。在现有业务中, 受高开票政策影响较大的主要是中药制剂, 今年中期收入同比增长73%——实际增长约25%。西药制剂收入6.6亿, 同比增长21%; 诊断试剂收入1.5亿, 同比增长21.9%。

原料药收入4亿, 与去年同期持平; 随着限抗政策的落实执行, 抗生素行业将见底企稳。从产品特点分析, 参芪扶正仍然是公司最核心的产品, 另外如促性激素、鼠神经生长因子、亮丙瑞林、艾普拉唑等均具备成长为大品种的潜质。随着销售政策的调整到位, 公司未来几年的发展仍值得看好。

3、盈利预测及估值

考虑公司在2011年下半年就进行了销售政策的调整, 我们预计2012年下半年制剂产品的收入增速将下降, 预测公司2012/2013/2014年净利润增速分别为15.5%/19%/15.3%, EPS分别为1.40/1.67/1.93元, 目前股价对应12/13/14年PE分别为19/16/14, 估值基本合理, 考虑原料药企稳



联讯证券

后可能的反弹及新产品的增长空间，维持对其“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 原料药及抗生素业务下滑
- 2) 中药注射剂安全风险剂

图表1 盈利预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E		2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
流动资产	2,156	2,908	3,328	3,587	3,937	营业收入	2,727	3,163	3,790	4,297	4,773
现金	864	1,448	1,832	2,011	2,285	营业成本	1,286	1,398	1,509	1,676	1,838
应收账款	439	562	562	562	562	营业税金及附加	9	41	49	55	61
其它应收款	44	44	44	44	44	营业费用	648	971	1,364	1,547	1,718
预付账款	68	214	180	219	233	管理费用	266	298	341	387	430
存货	450	424	488	530	592	财务费用	(0)	(21)	(15)	(15)	(15)
其他	291	215	221	220	220	资产减值损失	11	34	26	29	28
非流动资产	1,506	1,695	561	634	716	公允价值变动收益	11	(11)	(4)	(6)	(5)
长期投资	46	119	70	74	76	投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
固定资产	804	1,091	193	321	446	营业利润	516	430	510	610	706
无形资产	164	170	165	159	153	营业外收入	21	36	27	29	29
其他	493	315	133	81	41	营业外支出	4	3	3	4	4
资产总计	3,662	4,603	3,890	4,221	4,653	利润总额	534	463	533	635	732
流动负债	925	1,521	1,109	1,072	1,083	所得税	81	75	85	102	117
短期借款	207	251	112	11	-	净利润	452	388	448	534	615
应付账款	165	208	208	208	208	少数股东损益	34	28	33	39	45
其他	553	1,062	790	853	875	归属母公司净利润	418	359	415	494	570
非流动负债	98	70	(48)	(105)	(159)	EBITDA	640	554	1,681	731	824
长期借款	67	1	(50)	(107)	(162)	EPS (元)	1.41	1.22	1.40	1.67	1.93
其他	31	69	2	2	2						
负债合计	1,023	1,591	1,061	967	924	主要财务比率	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	122	168	201	240	285	成长能力					
股本	296	296	296	296	296	营业收入	5.0%	16.0%	19.8%	13.4%	11.1%
资本公积	348	348	348	348	348	营业利润	-11.5%	-16.8%	18.6%	19.7%	15.7%
留存收益	1,890	2,220	2,487	2,880	3,316	归属于母公司净利润	-13.2%	-14.1%	15.5%	19.1%	15.3%
归属母公司股东权益	2,517	2,843	3,109	3,495	3,925	盈利能力					
负债和股东权益	3,662	4,603	4,371	4,702	5,134	毛利率	52.8%	55.8%	60.2%	61.0%	61.5%
						期间费用率	33.5%	39.5%	44.6%	44.7%	44.7%
						净利率	15.3%	11.4%	11.0%	11.5%	11.9%
						ROE	16.6%	12.6%	13.4%	14.1%	14.5%
						ROIC	26.9%	25.7%	52.7%	58.0%	59.7%
						偿债能力					
						资产负债率	27.9%	34.6%	24.3%	20.6%	18.0%
						净负债比率	33.7%	15.9%	8.0%	-7.4%	-15.3%
						流动比率	2.33	1.91	3.00	3.35	3.63
						速动比率	1.84	1.63	2.56	2.85	3.09
						营运能力					
						总资产周转率	0.80	0.77	0.89	1.06	1.08
						应收账款周转率	6.72	6.32	6.74	7.64	8.49
						应付账款周转率	7.41	7.50	7.26	8.06	8.84
						每股指标(元)					
						EPS	1.41	1.22	1.40	1.67	1.93
						每股经营现金流	2.14	2.39	4.04	2.13	2.29
						每股净资产	8.51	9.61	10.51	11.82	13.27
						估值比率					
						P/E	18.8	21.8	18.9	15.9	13.8
						P/B	3.12	2.76	2.53	2.25	2.00

现金流量表(百万元)					
	2010年	2011年	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	633	708	1,194	629	678
净利润	452	388	448	534	615
折旧摊销	124	145	1,187	136	133
财务费用	(0)	(21)	(15)	(15)	(15)
投资损失	1	1	1	1	1
营运资金变动	44	124	(327)	(19)	(51)
其它	12	70	(100)	(8)	(5)
投资活动现金流	(330)	(422)	40	(207)	(215)
资本支出	337	349	191	190	199
长期投资	(2)	(75)	(47)	3	3
其他	4	(149)	184	(13)	(14)
筹资活动现金流	(14)	304	(301)	(244)	(189)
短期借款	(11)	44	(139)	(101)	(11)
长期借款	(24)	(66)	(52)	(56)	(55)
普通股增加	-	-	-	-	-
资本公积增加	(3)	(0)	-	-	-
其他	23	326	(110)	(87)	(123)
现金净增加额	1	6	933	178	274

资料来源：联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。