

丽珠集团 (000513)

大品种强劲增长，新药快速放量

推荐 (首次)

现价: 34.25 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.livzon.com.cn
大股东/持股	健康元药业集团股份有限公司/26.21%
总股本(百万股)	296
流通 A 股(百万股)	178
流通 B/H 股(百万股)	111
总市值 (亿元)	105.29
流通 A 股市值(亿元)	63.31
每股净资产(元)	9.87
资产负债率(%)	43.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
shaoqing001@pingan.com.cn

研究助理

唐文 一般证券从业资格编号
S1060112010038
0755-22621979
tangwen463@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 传统大品种增长强劲，原料药将逐步减亏：

公司盈利主要来源于中药和西药制剂，2012年1-9月，占公司总收入接近20%的中药注射剂品种参芪扶正注射液销售658万瓶，同比增长36.2%，预计全年收入将超过10亿元。另外西药促性激素类产品12年前三季度收入增长接近50%，预计全年收入将接近5亿元；抗病毒颗粒前三季度收入增50%，预计全年将达到2.5亿元。唯一亏损的原料药业务12年亏损幅度不会进一步加大，经过管理提升和加大特色原料药的占比，将逐步减小亏损。

■ 潜力新品种进入快速放量期：

公司生物药新产品鼠神经生长因子(mNGF)已于2011年初上市，经过竞争对手对国内市场的长期开发，mNGF已经具备良好的临床使用基础，目前公司产品已经进入10个省及地区的招标，11年全年销售2.3万支，而12年开始快速放量，仅1-9月就已销售9.4万支，预计全年收入1500万元。另一个潜力品种醋酸亮丙瑞林的原研药全球销量超10亿美元，目前国内仅有丽珠和博恩特药业生产，预计12年该品种收入将达到6000万元，同比增速超过100%。两产品均进入快速放量期，未来有望成为销售过亿的大品种。

■ 产品研发稳步推进：

公司在单克隆抗体和疫苗领域也已经开始进行产品的研发和储备。单抗产品治疗类风湿性关节炎的“依那西普”仿制药已于2012年申请临床，治疗非霍奇金淋巴瘤的“利妥昔”仿制药计划13年开始申请临床。按临床周期4-6年计算，公司第一支单抗产品将于2017年左右正式推出。疫苗方面，乙脑疫苗已报生产，乙肝及狂犬病疫苗已开始临床，重磅产品HPV疫苗计划2013年进行临床申报。

■ 盈利预测及评级：

预计公司12-14年EPS分别为1.51, 1.81和2.23元，对应11月9日收盘价34.25元的PE分别为22.6, 18.9和15.4倍。我们认为公司的核心竞争力在于具备多个具有竞争力的品种和逐渐加强的销售能力，首次给予“推荐”评级。

■ 风险提示：

产品研发进度低于预期、新产品销售不达预期

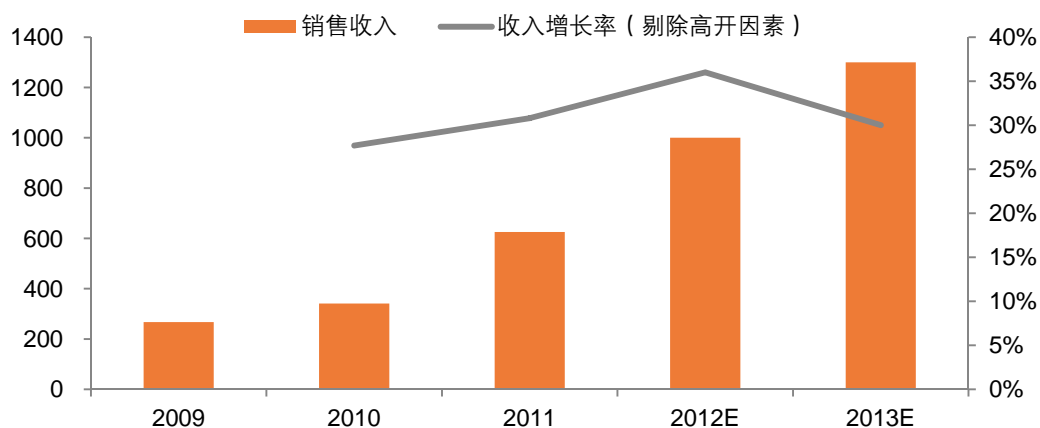
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,727	3,163	3,966	4,613	5,328
YoY(%)	5.0	16.0	25.4	16.3	15.5
净利润(百万元)	418	359	448	536	659
YoY(%)	-13.2	-14.1	24.6	19.8	22.9
毛利率(%)	52.8	55.8	60.3	61.6	62.8
净利率(%)	15.3	11.4	11.3	11.6	12.4
ROE(%)	16.6	12.6	14.2	14.5	15.2
EPS(摊薄/元)	1.41	1.22	1.51	1.81	2.23
P/E(倍)	25.6	29.8	22.6	18.9	15.4
P/B(倍)	4.3	3.8	3.2	2.7	2.3

一、参芪扶正注射液 12 年销售将过十亿元

国内中药注射剂产品由于产品壁垒较高，质量提升导致不良反应减少，在心血管、肿瘤疾病的临床使用上比较广泛。占公司整体销售收入比例最大的品种是利民制药厂的参芪扶正注射液，目前与该产品目标同一细分领域的已有多个接近和超过 10 亿元的大品种，如艾迪注射液（益佰制药）、康艾注射液（长白山）等。

参芪扶正注射液 11 年收入为 6.3 亿元，占公司总收入的 19.8%。剔除部分地区转为自主销售后产品提价的影响，2011 年公司参芪扶正的销售增速约为 31%，而 12 年 1-9 月已销售 658 万瓶，同比增长 36.2%。预计全年提价对收入的影响为 3.5 亿元左右，全年收入将突破 10 亿元，提价对收入的影响应该在 12 年年底完成。中药注射剂子行业近几年保持 20% 以上的快速增长，主要原因是此类药品经过多年的临床推广，对适应症的辅助治疗效果已经获得广泛承认，终端需求始终保持旺盛的增长态势。我们判断参芪注射液销售将维持不低于行业的增长速度。

图表1 参芪扶正注射液收入增长预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所（注：增长率计算剔除产品价格高开因素）

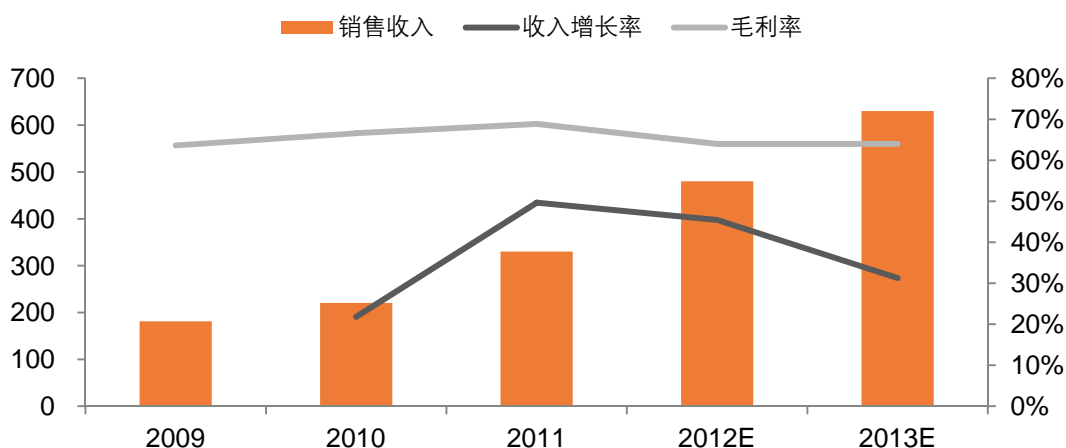
另外，同为中药制剂大品种的抗病毒颗粒 11 年开始恢复增长，当年销售 1.8 亿元，同比增 60%。12 年前三季度同样增长迅速，同比超 50%，预计全年收入将达到 2.5 亿元。由于生产标准更改，毛利率将得到一定提升。

二、促性激素系列强劲增长

公司促性激素系列产品包括尿促卵泡素、尿促性素、绒促激素及新产品醋酸亮丙瑞林等，11 年收入 3.3 亿元，12 年前三季度收入增长接近 50%。新产品醋酸亮丙瑞林的原研药全球销量超 10 亿美元，目前国内仅有丽珠和博恩特药业生产，预计 12 年该品种收入将达到 6000 万元，同比增速超过 100%。

目前我国妇女不孕不育症的比例逐年上升，已占到生育年龄妇女的 10% 左右，其中三分之一是由于输卵管排卵障碍引起的。公司产品促性激素产品主要在辅助生殖中心销售，功效明显，适应症的临床有效率达到 80% 以上，与进口同类药品无差异，而价格远低于进口药品。由于促性激素属于较高端药品，随着患者消费能力的提升，产品的潜在市场空间仍然巨大。10-11 年，生殖用药行业保持 30% 以上的增长速度，我们认为公司产品由于品质和价格的相对优势，将保持高于行业的速度增长。

图表2 促性激素产品收入增长预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、生物药将成为公司又一增长极

公司的生物药新产品鼠神经生长因子 (mNGF) 已于 2011 年初上市，经过竞争对手对国内市场的长期开发，mNGF 已经具备良好的临床使用基础，目前公司产品已经进入 10 个省及地区的招标，11 年全年销售 2.3 万支，而 12 年开始快速放量，仅 1-9 月就已销售 9.4 万支，预计全年收入 1500 万元。

另外公司在单克隆抗体和疫苗领域也已经开始进行产品的研发和储备。单抗产品治疗类风湿性关节炎的“依那西普”仿制药已于 2012 年申请临床，治疗非霍奇金淋巴瘤的“利妥昔”仿制药计划 13 年开始申请临床。按临床周期 4-6 年计算，公司第一支单抗产品将于 2017 年左右正式推出。疫苗方面，乙脑疫苗已报生产，乙肝及狂犬病疫苗已开始临床，重磅产品 HPV 疫苗计划 2013 年进行临床申报。公司在新产品的研发储备上已经做好准备，但不可避免的是未来几年相应的研发费用将会相应增加。

四、盈利预测及评级

4.1 分产品收入预测

核心假设：

- 1、公司参芪扶正注射液收入将不低于行业增速，12-14 年的收入增速为 60%（剔除提价影响后 36%）、30%、25%；
- 2、公司西药制剂业务保持稳定增长，其中增速最快的促性激素系列 12-14 年收入增速为 45%、31%、28%，毛利率基本保持不变；

图表3 分产品收入成本预测

单位：百万元		2011	2012E	2013E	2014E
中药制剂	收入	932	1380	1690	2045
	YOY	-	48.1%	22.5%	21.0%
	成本	246	302	370	446
	毛利率	73.6%	78.1%	78.1%	78.2%
西药制剂	收入	1146	1405	1630	1865
	YOY	-	22.7%	16.0%	14.4%
	成本	328	410	485	557
	毛利率	71.4%	70.8%	70.3%	70.1%
诊断试剂	收入	275	330	395	470
	YOY	-	20.1%	19.7%	19.0%
	成本	130	152	178	212
	毛利率	52.9%	54.0%	55.0%	55.0%
代理	收入	7	6	8	8
	YOY	-	-13.2%	33.3%	0.0%
	成本	1	1	2	2
	毛利率	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
原料药	收入	777	800	830	860
	YOY	-	2.9%	3.8%	3.6%
	成本	662	688	714	740
	毛利率	14.8%	14.0%	14.0%	14.0%
其他	收入	27	45	60	80
	YOY	-	69.3%	33.3%	33.3%
	成本	31	23	26	29
	毛利率	-14.9%	48.3%	57.5%	64.4%
合计	收入	3163	3966	4613	5328
	YOY	-	25.4%	16.3%	15.5%
	成本	1398	1576	1773	1984
	毛利率	55.8%	62.5%	62.0%	61.5%

资料来源：平安证券研究所

基于对核心品种的增速预测，我们预计 2012-2014 年公司的营业收入同比增长 25.4%、16.3%和 15.5%。由于毛利率较低的原料药等占收入的比例减小，所以公司整体毛利率略有提升。

公司加大了对单抗和疫苗等新产品的研发力度，管理费用率将逐年提升；部分产品高开也将加大销售费用的支出。另外丽珠新厂房的投资将增加公司未来两年的资本支出，我们预计 12、13 两年的资本支出都将达到 5 亿元左右。

4.2 盈利预测及评级

公司作为国内综合性制药集团，多产品、多领域的发展已经形成品牌和产品矩阵的发展优势，另外公司大力进行营销改革，加大一线销售人员的激励力度，也将逐渐加强竞争优势。预计公司 12-14

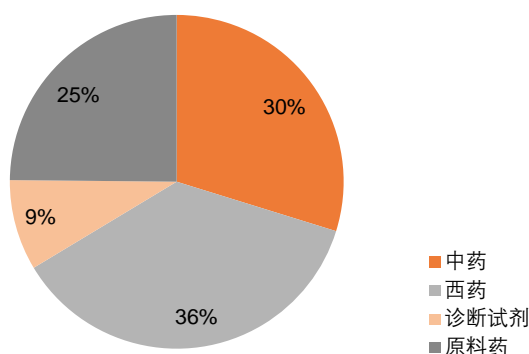
年 EPS 分别为 1.51, 1.81 和 2.23 元, 对应 11 月 7 日收盘价 35.57 元的 PE 分别为 23.6, 19.6 和 15.9 倍。我们认为公司的核心竞争力在于具备多个具有竞争力的品种和逐渐加强的销售能力, 首次给予“推荐”评级。

五、核心信息附录

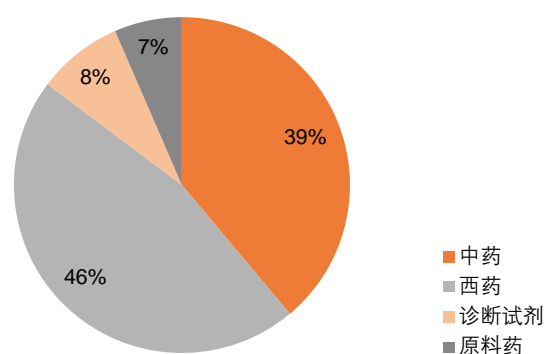
5.1 公司业务概要

丽珠集团是国内综合性、高新技术型制药企业集团, 主要产品包括参芪扶正注射液、抗病毒颗粒、促性激素等。公司最主要的收入和毛利来自中药和化药处方药的销售, 2011 年分别占公司收入的 30%、36%, 毛利的 39%、46%。

图表4 2011年分产品收入构成



图表5 2011年分产品毛利构成



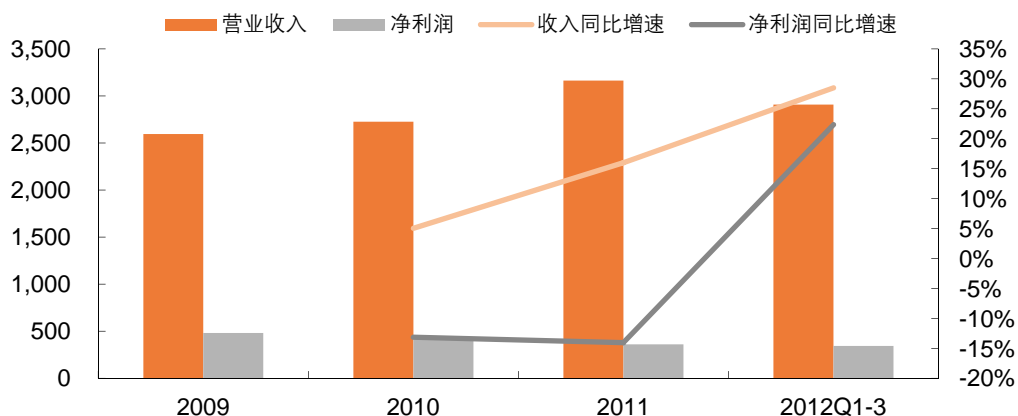
资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

5.2 2012 年公司收入快速增长, 业绩拐点确立

2012 年 1-9 月, 公司分别实现主营业务收入 29.09 亿元, 实现净利润 3.44 亿元, 分别同比增长 28.5% 和 22.4%。公司 11 年利润出现负增长的主要原因是子公司丽珠合成由于国内大规模限抗等问题, 亏损 4800 万元。其他主要产品销售稳定, 08-11 年公司收入复合增速达到 15.4%。12 年原料药业务对公司业绩增长无同比拖累, 参芪扶正注射液及促性激素等主要品种均保持高速增长, 业绩拐点已经确立, 预计全年净利润增速将达到 23% 左右。

图表6 公司近年业绩持续增长（单位：百万元）



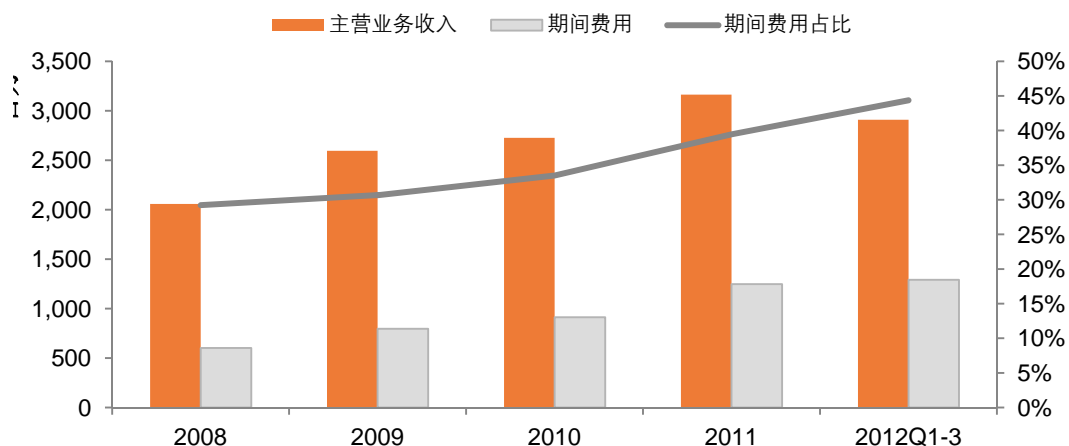
资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.3 营销改革等因素导致公司费用率逐年提升

2009年至2012Q1-3年，公司期间费用占营业收入的比例呈上升趋势，主要原因包括营销改革（即扩充销售人员、强化考核机制）后销售费用提升、参芪扶正注射液等品种部分转为自主销售后产品提价部分转入销售费用和单抗疫苗新产品的研发投入加大。

公司的营销改革学习了扬子江药业的“内部承包”模式，地区办事处为基本单位，强调“多劳多得、奖惩分明”，充分的调动了一线销售人员的积极性。我们认为这种改革有效地改变了公司过去几年日趋僵化的销售体制，使公司优势产品逐渐进入较快速的增长轨道。随着营销改革逐渐完成，预计销售费用大幅增长的趋势将会放缓。

图表7 公司的期间费用与营业收入的关系趋势（单位：百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	2908	2868	2918	3469	营业收入	3163	3966	4613	5328
现金	1448	1200	968	1279	营业成本	1398	1576	1773	1984
应收账款	562	672	800	913	营业税金及附加	41	31	40	49
其他应收款	44	55	65	74	营业费用	971	1416	1661	1918
预付账款	214	162	227	229	管理费用	298	357	438	533
存货	424	515	559	637	财务费用	-21	13	6	-5
其他流动资产	215	264	299	337	资产减值损失	34	23	28	25
非流动资产	1695	2021	2254	2479	公允价值变动收益	-11	0	-6	-3
长期投资	119	107	113	110	投资净收益	-1	-1	-1	-1
固定资产	1091	1403	1592	1778	营业利润	430	550	660	820
无形资产	170	168	162	157	营业外收入	36	29	32	31
其他非流动资产	315	343	388	434	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	4603	4888	5172	5948	利润总额	463	575	689	847
流动负债	1521	1477	1179	1243	所得税	75	92	110	136
短期借款	251	441	0	0	净利润	388	483	579	711
应付账款	208	218	255	280	少数股东损益	28	35	43	52
其他流动负债	1062	818	925	964	归属母公司净利润	359	448	536	659
非流动负债	70	45	52	56	EBITDA	550	745	901	1101
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	1.22	1.51	1.81	2.23
其他非流动负债	69	43	51	55					
负债合计	1591	1521	1231	1299					
少数股东权益	168	204	246	298	主要财务比率				
股本	296	296	296	296	会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
资本公积	348	348	348	348	成长能力				
留存收益	2220	2520	3056	3715	营业收入	16.0%	25.4%	16.3%	15.5%
归属母公司股东权益	2843	3163	3694	4350	营业利润	-16.8%	27.9%	20.0%	24.3%
负债和股东权益	4603	4888	5172	5948	归属于母公司净利润	-14.1%	24.6%	19.8%	22.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	55.8%	60.3%	61.6%	62.8%
					净利率(%)	11.4%	11.3%	11.6%	12.4%
					ROE(%)	12.6%	14.2%	14.5%	15.2%
					ROIC(%)	11.1%	13.1%	15.1%	15.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.6%	31.1%	23.8%	21.8%
					净负债比率(%)	15.89%	29.05%	0.10%	0.09%
					流动比率	1.91	1.94	2.47	2.79
					速动比率	1.63	1.59	1.99	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.84	0.92	0.96
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.50	7.40	7.50	7.43
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.22	1.51	1.81	2.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.39	0.83	2.28	2.76
					每股净资产(最新摊薄)	9.61	10.70	12.49	14.71
					估值比率				
					P/E	28.18	22.62	18.88	15.36
					P/B	3.56	3.20	2.74	2.33
					EV/EBITDA	16	12	10	8

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257