

丽珠集团 (000513.SZ)

1 季度奠定全年增长基础

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **51.03-57.84**

联系人

分析师

袁倩倩 CFA

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

qiuqq@r.qlzq.com.cn

2013年4月20日

基本状况

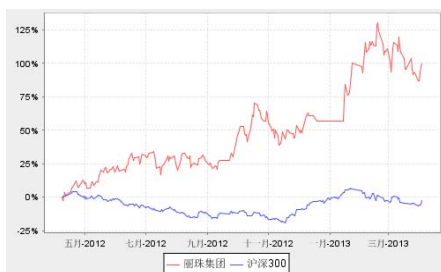
总股本(百万股)	295.72
流通股本(百万股)	177.67
市价(元)	43.07
市值(百万元)	12736.74
流通市值(百万元)	7652.21

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,162.9	3,943.5	4,845.1	5,742.3	6,770.0
营业收入增速	16.00%	24.68%	22.86%	18.52%	17.90%
净利润增长率	-14.06%	22.90%	26.75%	27.37%	26.19%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.49	1.89	2.41	3.04
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	16.84	23.30	22.75	17.86	14.15
PEG	—	1.02	0.85	0.65	0.54
每股净资产(元)	9.61	10.17	11.56	13.98	17.02
每股现金流量(元)	2.39	2.01	3.01	3.30	4.04
净资产收益率	12.64%	14.68%	16.37%	17.25%	17.88%
市净率	2.13	3.42	3.72	3.08	2.53
总股本(百万元)	295.72	295.72	295.72	295.72	295.72

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- **事件:** 丽珠集团4月20日公布2013年1季报,公司实现营业收入10.56亿元,同比增长18.23%,归属母公司所有者净利润1.47亿元,同比增长25.11%,其中扣除非后净利润1.39亿元,同比增长26.54%,实现EPS0.50元,和我们对公司全年增长的预期(26.75%)一致,略高于我们的1季报前瞻(22%)。
- **点评:**
- **去年1季度是去年全年净利润基数的高点,在此基础上,公司今年1季度扣非后净利润实现26.54%的增长奠定了公司全年增长的基础。**
- 从各品种的增长来看,原有优势品种参芪扶正(去年已经完成底价转高开)、促性激素系列的增长在25%左右;新品种鼠神经生长因子、亮丙瑞林微球、艾普拉唑增长都超过100%,这3个新品种今年销售均有望过亿,对净利润的贡献将加速。——符合我们“原有优势品种提速,新品种爆发”的预判。**超预期的**是公司的**OTC品种抗病毒颗粒(独家)**1季度销售超过8千万元,同比增长>30%,而且在禽流感疫情刺激下2季度有望继续保持较高增长。
- 另外,我们认为有助于提升估值的因素还有:公司减持了大部分交易性金融资产,公司的交易性金融资产从期初的59.32百万元下降到13.88百万元,显示出公司退出二级市场投资,聚焦医药主业的明确态度和决心。未来,交易性金融资产对公司业绩的扰动将明显减小。
- 我们在今年2月7日的研究简报《将成为品种为王时代的胜出者》已经提示:处方药(扣除抗生素)在公司2012年净利润中约占2/3。更进一步来看,由于原有优势品种参芪扶正注射液、促性激素系列等品种在营销改革推动下增长提速,鼠神经生长因子、艾普拉唑、亮丙瑞林微球等新品种爆发式增长,丽珠集团的处方药业务处在快速增长阶段,在净利润中的占比将日益突出。从中长期来看,公司的单克隆抗体、艾普拉唑注射剂、疫苗等产品储备值得期待。**我们认为丽珠在处方药领域拥有多个大治疗领域、竞争格局有利的优势品种将是其未来在医药行业发展中胜出的基础,在估值上应该有所提升。**

图表 1: 丽珠集团单季度利润表分析 (百万元)

	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	1Q2013
营业收入	892.86	992.13	1,024.02	1,034.51	1,055.64
同比增长率	19.15%	37.40%	29.23%	15.06%	18.23%
毛利率	60.4%	60.1%	61.3%	58.9%	62.3%
销售费用率	35.9%	35.7%	37.9%	36.6%	37.3%
管理费用率	8.2%	8.5%	8.0%	10.7%	8.4%
财务费用率	-0.5%	-0.6%	-0.1%	-0.5%	-0.3%
所得税率	13.6%	18.6%	16.3%	11.5%	13.7%
归属于母公司所有者的净利润	117.29	111.41	114.93	98.04	146.74
同比增长率	-6.78%	17.22%	91.57%	24.87%	25.11%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 2: 丽珠集团的产品梯队

原有优势品种	爆发式增长新品种	在研品种
参芪扶正注射液 (独家)	鼠神经生长因子	艾普拉唑注射剂 (独家, 获得临床批件)
促性激素系列	艾普拉唑片剂 (独家)	单抗 AT132 (已申报临床)
	亮丙瑞林微球	单抗 lz002 (完成中试)
		单抗 lz003 (纯化工艺研究)
		乙脑疫苗 (申报生产注册)

来源: 齐鲁证券研究所

- **盈利预测和投资建议:** 我们预计公司 2013-2015 年收入分别为 48.45、57.42、67.70 亿元, 增速为 22.86%、18.52%、17.90%; 净利润 5.60、7.13、9.00 亿元, 增速为 26.75%、27.37%、26.19%, 2013-2015 年对应 EPS 为 1.89、2.41、3.04 元。我们看好公司的优势品种通过营销改善发力, 中期鼠神经生长因子、亮丙瑞林、艾普拉唑片剂等潜力品种带来业绩的弹性, 从长期来看公司的艾普拉唑注射剂、单抗等产品储备值得期待, 重申“买入”评级, 按照 2013 年 PE27×, 2014 年 PE24×, 目标价区间 51.03-57.84 元。
- **风险因素:** B 股转 H 股实施的不确定性; 原料药和抗生素业务波动较大, 可能对公司业绩产生拖累; 营销改革后续如果不成功, 公司品种优势的发挥将受到限制。

图表 3: 丽珠集团销售收入预测表 (百万元)

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
产品I 消化道西药制剂						
销售收入	239.71	261.08	300.65	369.69	436.24	506.03
增长率 (YOY)	0.99%	8.92%	15.16%	22.96%	18.00%	16.00%
毛利率	85.68%	85.49%	86.71%	86.40%	86.00%	85.80%
占总销售额比重	8.91%	8.32%	7.66%	7.63%	7.60%	7.47%
占主营业务利润比重	14.44%	12.61%	10.98%	10.59%	10.33%	9.94%
产品II 心脑血管西药制剂						
销售收入	97.53	119.12	142.78	198.04	237.65	273.30
增长率 (YOY)	5.99%	22.14%	19.86%	38.70%	20.00%	15.00%
毛利率	71.65%	73.48%	76.75%	76.00%	75.50%	75.80%
占总销售额比重	3.63%	3.80%	3.64%	4.09%	4.14%	4.04%
占主营业务利润比重	4.91%	4.95%	4.62%	4.99%	4.94%	4.74%
产品III 抗生素制剂						
销售收入	320.16	300.09	273.86	303.93	319.13	335.08
增长率 (YOY)	5.23%	-6.27%	-8.74%	10.98%	5.00%	5.00%
毛利率	62.45%	63.98%	67.97%	65.00%	64.00%	63.00%
占总销售额比重	11.90%	9.57%	6.98%	6.27%	5.56%	4.95%
占主营业务利润比重	14.06%	10.85%	7.84%	6.55%	5.62%	4.83%
产品IV 促性激素药物						
销售收入	220.52	330.02	458.13	711.51	924.97	1,156.21
增长率 (YOY)	21.79%	49.66%	38.82%	55.31%	30.00%	25.00%
毛利率	66.59%	68.87%	65.30%	64.20%	63.50%	63.50%
占总销售额比重	8.20%	10.52%	11.68%	14.69%	16.11%	17.08%
占主营业务利润比重	10.32%	12.84%	12.60%	15.14%	16.17%	16.81%
产品V 血液及造血系统药物						
销售收入	21.61	26.77	24.74	22.75	22.75	22.75
增长率 (YOY)	5.16%	23.85%	-7.58%	-8.03%	0.00%	0.00%
毛利率	36.58%	21.72%	2.58%	2.60%	2.60%	2.60%
占总销售额比重	0.80%	0.85%	0.63%	0.47%	0.40%	0.34%
占主营业务利润比重	0.56%	0.33%	0.03%	0.02%	0.02%	0.01%
产品VI 鼠神经生长因子						
销售收入	0.12	5.10	30.00	88.68	168.49	303.29
增长率 (YOY)	—	4150.00%	488.24%	195.60%	90.00%	80.00%
占总销售额比重	0.00%	0.16%	0.76%	1.83%	2.93%	4.48%
占主营业务利润比重	0.01%	0.27%	1.16%	2.70%	4.22%	6.32%
产品VII 其他西药制剂						
销售收入	88.97	103.33	131.85	170.50	213.13	266.41
增长率 (YOY)	16.61%	16.15%	27.60%	29.31%	25.00%	25.00%
毛利率	66.43%	75.36%	72.66%	74.30%	74.00%	74.00%
占总销售额比重	3.31%	3.29%	3.36%	3.52%	3.71%	3.94%
占主营业务利润比重	4.16%	4.40%	4.04%	4.20%	4.34%	4.51%
产品VIII 原料药						
销售收入	916.95	777.31	834.64	872.14	915.75	961.53
增长率 (YOY)	18.92%	-15.23%	7.38%	4.49%	5.00%	5.00%
毛利率	19.36%	14.78%	14.71%	15.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	34.08%	24.78%	21.27%	18.00%	15.95%	14.20%
占主营业务利润比重	12.48%	6.49%	5.17%	4.34%	3.78%	3.30%
产品IX 中药制剂						
销售收入	555.36	931.84	1,383.25	1,710.86	2,035.93	2,402.39
增长率 (YOY)	-21.17%	67.79%	48.44%	23.68%	19.00%	18.00%
毛利率	77.66%	73.59%	78.55%	78.25%	78.00%	78.00%
占总销售额比重	20.64%	29.71%	35.26%	35.31%	35.45%	35.49%
占主营业务利润比重	30.33%	38.75%	45.77%	44.37%	43.73%	42.91%
产品X 诊断试剂及设备						
销售收入	223.48	274.77	341.16	395.55	466.75	541.44
增长率 (YOY)	24.24%	22.95%	24.16%	15.94%	18.00%	16.00%
毛利率	53.53%	52.86%	53.56%	54.00%	53.00%	53.00%
占总销售额比重	8.31%	8.76%	8.70%	8.16%	8.13%	8.00%
占主营业务利润比重	8.41%	8.21%	7.70%	7.08%	6.81%	6.57%
产品XI 代理进口品种						
销售收入	5.79	6.92	2.43	1.46	1.53	1.61
增长率 (YOY)	156.18%	19.45%	-64.86%	-40.00%	5.00%	5.00%
毛利率	80.38%	80.62%	82.30%	82.00%	82.00%	81.00%
占总销售额比重	0.22%	0.22%	0.06%	0.03%	0.03%	0.02%
占主营业务利润比重	0.33%	0.32%	0.08%	0.04%	0.03%	0.03%
销售收入小计	2690.20	3136.34	3923.49	4845.13	5742.32	6770.05
平均毛利率	52.87%	56.43%	60.50%	62.28%	63.25%	64.50%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 丽珠集团财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,727	3,163	3,944	4,845	5,742	6,770	货币资金	864	1,448	1,221	1,600	2,400	3,120
增长率	5.04%	16.0%	24.7%	22.9%	18.5%	17.9%	应收账款	716	778	940	1,021	1,210	1,427
营业成本	-1,286	-1,398	-1,570	-1,828	-2,110	-2,403	存货	450	424	546	573	662	753
% 销售收入	47.2%	44.2%	39.8%	37.7%	36.8%	35.5%	其他流动资产	126	258	267	301	338	377
毛利	1,440	1,765	2,374	3,017	3,632	4,367	流动资产	2,156	2,908	2,974	3,495	4,610	5,677
% 销售收入	52.8%	55.8%	60.2%	62.3%	63.2%	64.5%	% 总资产	58.9%	63.2%	52.8%	57.0%	64.1%	69.0%
营业税金及附加	-9	-41	-55	-67	-79	-94	长期投资	56	128	132	132	132	132
% 销售收入	0.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	固定资产	1,147	1,242	2,158	2,119	2,055	2,017
营业费用	-648	-971	-1,442	-1,790	-2,122	-2,505	% 总资产	31.3%	27.0%	38.3%	34.6%	28.6%	24.5%
% 销售收入	23.8%	30.7%	36.6%	37.0%	37.0%	37.0%	无形资产	280	289	327	338	348	357
管理费用	-266	-298	-351	-414	-497	-603	非流动资产	1,506	1,695	2,660	2,632	2,578	2,549
% 销售收入	9.8%	9.4%	8.9%	8.5%	8.7%	8.9%	% 总资产	41.1%	36.8%	47.2%	43.0%	35.9%	31.0%
息税前利润 (EBIT)	517	456	527	746	934	1,166	资产总计	3,662	4,603	5,634	6,127	7,188	8,226
% 销售收入	19.0%	14.4%	13.4%	15.4%	16.3%	17.2%	短期借款	278	252	537	214	372	129
财务费用	0	21	17	0	14	28	应付账款	510	707	1,256	1,425	1,661	1,917
% 销售收入	0.0%	-0.7%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.4%	其他流动负债	138	562	584	764	651	690
资产减值损失	-11	-34	-45	-32	-32	-33	流动负债	925	1,521	2,376	2,404	2,684	2,736
公允价值变动收益	11	-11	16	0	0	0	长期贷款	67	1	1	1	1	1
投资收益	-1	-1	4	2	1	1	其他长期负债	31	69	77	77	77	77
% 税前利润	—	—	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	负债	1,023	1,591	2,454	2,481	2,761	2,814
营业利润	516	430	519	717	917	1,161	普通股股东权益	2,517	2,843	3,008	3,420	4,133	5,033
营业利润率	18.9%	13.6%	13.2%	14.8%	16.0%	17.2%	少数股东权益	122	168	172	226	294	379
营业外收支	17	33	42	15	15	15	负债股东权益合计	3,662	4,603	5,634	6,127	7,188	8,226
税前利润	534	463	560	732	932	1,176	比率分析						
利润率	19.6%	14.6%	14.2%	15.1%	16.2%	17.4%	每股指标						
所得税	-81	-75	-85	-119	-151	-191	每股收益 (元)	1,414	1,215	1,494	1,893	2,411	3,043
所得税率	15.2%	16.3%	15.2%	16.2%	16.2%	16.2%	每股净资产 (元)	8,513	9,614	10,172	11,565	13,976	17,019
净利润	452	388	475	613	781	986	每股经营现金净流 (元)	2,142	2,395	2,009	3,012	3,296	4,044
少数股东损益	34	28	34	53	68	86	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	418	359	442	560	713	900	回报率						
净利率	15.3%	11.4%	11.2%	11.6%	12.4%	13.3%	净资产收益率	16.61%	12.64%	14.68%	16.37%	17.25%	17.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	11.42%	7.81%	7.84%	9.14%	9.92%	10.94%
净利润	452	388	475	613	781	986	投入资本收益率	21.85%	23.17%	19.35%	30.18%	35.40%	43.73%
少数股东损益	0	0	0	53	68	86	增长率						
非现金支出	135	179	205	228	248	277	营业总收入增长率	5.04%	16.00%	24.68%	22.86%	18.52%	17.90%
非经营收益	1	17	-9	4	0	-2	EBIT 增长率	-10.03%	-11.93%	15.55%	41.74%	25.12%	24.81%
营运资金变动	44	124	-77	46	-55	-64	净利润增长率	-13.16%	-14.06%	22.90%	26.75%	27.37%	26.19%
经营活动现金净流	633	708	594	944	1,043	1,282	总资产增长率	17.21%	25.69%	22.40%	8.75%	17.33%	14.44%
资本开支	329	348	762	169	169	220	资产管理能力						
投资	-2	-75	-135	0	0	0	应收账款周转天数	57.6	60.8	64.7	62.0	62.0	62.0
其他	1	1	1	2	1	1	存货周转天数	116.3	116.1	114.4	114.4	114.4	114.4
投资活动现金净流	-330	-422	-895	-167	-168	-219	应付账款周转天数	49.2	48.6	60.4	60.4	60.4	60.4
股权募资	10	41	0	0	0	0	固定资产周转天数	108.8	109.3	102.6	79.7	57.6	46.1
债权募资	41	318	282	-322	157	-243	偿债能力						
其他	-67	-57	-234	-23	-164	-14	净负债/股东权益	-21.87%	-41.15%	-23.38%	-39.62%	-47.15%	-56.35%
筹资活动现金净流	-17	302	48	-345	-7	-257	EBIT 利息保障倍数	-1,217.9	-22.0	-30.8	-1,537.6	-67.4	-42.2
现金净流量	286	588	-254	432	868	806	资产负债率	27.93%	34.57%	43.55%	40.50%	38.42%	34.20%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 过去两年齐鲁证券对丽珠集团的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2012 年 11 月 25 日	投资价值分析报告《营销改善, 新品种爆发, 老品种提速》
02	2013 年 1 月 30 日	事件点评《B 转 H 将有助于公司价值的体现》
03	2013 年 2 月 7 日	研究简报《将成为品种为王时代的胜出者》
04	2013 年 3 月 10 日	年报点评《业绩符合预期, 产品梯队支持长期发展》
05	2013 年 4 月 22 日	季报点评《1 季度奠定全年增长基础》

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上
- 增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
- 持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。