

丽珠集团 (000513.SZ)
优质品种资源被低估

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **54.60-58.76**

 分析师: 研究团队
 裘倩倩 CFA 陈景乐 CPA
 S0740513070001 王佳悦
 021-20315202 孙建 Ph.D
 qiuqq@r.qlzq.com.cn 陈康
 2013年8月8日

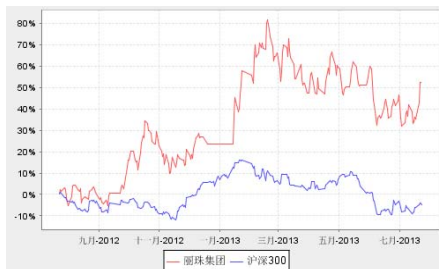
基本状况

总股本(百万股)	295.72
流通股本(百万股)	177.67
市价(元)	41.79
市值(百万元)	12358.22
流通市值(百万元)	7424.79

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,162.9	3,943.5	4,694.9	5,502.3	6,441.2
营业收入增速	16.00%	24.68%	19.05%	17.20%	17.06%
净利润增长率	-14.06%	22.90%	22.04%	24.03%	24.69%
摊薄每股收益(元)	1.22	1.49	1.82	2.26	2.82
前次预测每股收益(元)			1.89	2.41	3.04
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	24.24	19.55	15.68
PEG	—	1.02	1.10	0.81	0.63
每股净资产(元)	9.61	10.17	11.49	13.76	16.57
每股现金流量(元)	2.39	2.01	2.96	3.16	3.83
净资产收益率	12.64%	14.68%	15.86%	16.43%	17.01%
市净率	2.13	3.42	3.84	3.21	2.67
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

- **短期催化因素:** (1) **A股市场对公司二季度的经营情况存在预期差。**受卫生部今年2月以来整顿辅助生殖的影响,公司的促性激素系列4-5月份销售增速回落,但是从我们对终端销售的跟踪来看,促性激素系列产品6月的增长已经明显回升,参芪扶正等优势品种销售良好,潜力品种亮丙瑞林微球、艾普拉唑肠溶片、鼠神经生长因子爆发式增长,我们估计公司中报可能好于市场预期。(2) **A股市场对广东药交所模式未来对公司产品的影响可能反应过度。**公司处方药板块利润贡献主要来自竞争格局有利的品种(独家、2-3家批文的品种),受影响很小;OTC和诊断产品不受影响;新品种鼠神经生长因子在广东医保市场的推广将受益于广东药品招标的重启。(3) **明年国家医保目录调整,公司的独家品种艾普拉唑肠溶片有望进入**(目前是13个省的地方医保乙类)。(4) **公司的B转H正在积极推进中,**按照港交所的上市申请程序,我们估计中报发布后需更新材料,有望在9-10月完成。

图表 1: 丽珠集团 2012 年净利润细分和 2013 年利润增速预测

	2012年净利润细分 (百万元)	2012年净利润 占比	2013年利润 增速预测
处方药(参芪扶正注射液、促性激素系列、鼠神经生长因子、亮丙瑞林微球、艾普拉唑等)	263	59%	26%
OTC(抗病毒颗粒、丽珠得乐系列、丽珠肠乐系列等)	64	14%	20%
抗生素和原料药	55	12%	5%
诊断产品	60	14%	25%
合计	442	100%	22%

来源: 齐鲁证券研究所

- **中长期推荐的逻辑:** 我们看好公司在处方药领域的产品梯队,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。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 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）	艾普拉唑片剂（独家）	艾普拉唑注射剂（独家，获得临床批件）
促性激素系列（尿促卵泡素类独家，尿促性素单独定价）	鼠神经生长因子（神经损伤修复适应症 2 家批文）	单抗 AT132（已申报临床）
抗病毒颗粒（剂型独家，OTC）	亮丙瑞林微球（含原研 3 家）	单抗 Iz002（完成中试）
		单抗 Iz003（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：**由于 2 季度促性激素系列受整顿辅助生殖影响，另外宁夏工业园转固后将增加折旧，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2013-2015 年净利润 5.39、6.69、8.34 亿元（前次：5.60、7.13、9.00 亿元），增速为 22.04%、24.03%、24.69%（前次：26.75%、27.37%、26.19%），2013-2015 年对应 EPS 为 1.82、2.26、2.82 元（前次：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。考虑到下半年估值切换因素上调目标价，按照 2013 年 PE30×，2014 年 PE26×，目标价区间 54.60-58.76 元（前次：51.03-57.84），重申“买入”评级。
- 风险因素：**公司的宁夏工业园和珠海工业园陆续转固，新增折旧；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，公司产品优势的发挥将受到限制。

图表 3: 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》
06	2013 年 8 月 8 日	研究简报《优质品种资源被低估》

来源：齐鲁证券研究所

图表 4: 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%	86.00%	85.80%	85.80%
占总销售额比重	8.91%	8.32%	7.66%	7.87%	7.93%	7.86%
占主营业务利润比重	14.44%	12.61%	10.98%	10.89%	10.81%	10.52%
产品 II 心脑血管西药制剂						
销售收入	97.53	119.12	142.78	186.95	224.34	257.99
增长率 (YOY)	5.99%	22.14%	19.86%	30.94%	20.00%	15.00%
毛利率	71.65%	73.48%	76.75%	76.00%	75.50%	75.50%
占总销售额比重	3.63%	3.80%	3.64%	3.98%	4.08%	4.01%
占主营业务利润比重	4.91%	4.95%	4.62%	4.87%	4.89%	4.72%
产品 III 抗生素制剂						
销售收入	320.16	300.09	273.86	295.64	310.42	325.95
增长率 (YOY)	5.23%	-6.27%	-8.74%	7.95%	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%	6.30%	5.64%	5.06%
占主营业务利润比重	14.06%	10.85%	7.84%	6.58%	5.74%	4.97%
产品 IV 促性激素药物						
销售收入	220.52	330.02	458.13	559.05	698.81	873.51
增长率 (YOY)	21.79%	49.66%	38.82%	22.03%	25.00%	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%	11.91%	12.70%	13.56%
占主营业务利润比重	10.32%	12.84%	12.60%	12.30%	12.82%	13.43%
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%	0.48%	0.41%	0.35%
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	60.60	115.74	208.34
增长率 (YOY)	—	4150.00%	488.24%	101.99%	91.00%	80.00%
占总销售额比重	0.00%	0.16%	0.76%	1.29%	2.10%	3.23%
占主营业务利润比重	0.01%	0.27%	1.16%	1.91%	3.04%	4.59%
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%	3.63%	3.87%	4.14%
占主营业务利润比重	4.16%	4.40%	4.04%	4.34%	4.56%	4.78%
产品 VIII 原料药						
销售收入	916.95	777.31	834.64	856.28	899.10	944.05
增长率 (YOY)	18.92%	-15.23%	7.38%	2.59%	5.00%	5.00%
毛利率	19.36%	14.78%	14.71%	15.00%	14.00%	14.00%
占总销售额比重	34.08%	24.78%	21.27%	18.24%	16.34%	14.66%
占主营业务利润比重	12.48%	6.49%	5.17%	4.40%	3.64%	3.20%
产品 IX 中药制剂						
销售收入	555.36	931.84	1,383.25	1,739.38	2,069.86	2,442.43
增长率 (YOY)	-21.17%	67.79%	48.44%	25.75%	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%	37.05%	37.62%	37.92%
占主营业务利润比重	30.33%	38.75%	45.77%	46.64%	46.64%	46.14%
产品 X 诊断试剂及设备						
销售收入	223.48	274.77	341.16	432.59	510.46	592.13
增长率 (YOY)	24.24%	22.95%	24.16%	26.80%	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%	9.21%	9.28%	9.19%
占主营业务利润比重	8.41%	8.21%	7.70%	8.00%	7.81%	7.60%
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%	0.04%	0.03%
销售收入小计	2690.20	3136.34	3923.49	4694.90	5502.38	6441.21
平均毛利率	52.87%	56.43%	60.50%	62.16%	62.92%	64.10%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 丽珠集团财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,727	3,163	3,944	4,695	5,502	6,441
增长率	5.04%	16.0%	24.7%	19.1%	17.2%	17.1%
营业成本	-1,286	-1,398	-1,570	-1,776	-2,041	-2,313
% 销售收入	47.2%	44.2%	39.8%	37.8%	37.1%	35.9%
毛利	1,440	1,765	2,374	2,918	3,462	4,129
% 销售收入	52.8%	55.8%	60.2%	62.2%	62.9%	64.1%
营业税金及附加	-9	-41	-55	-65	-76	-89
% 销售收入	0.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
营业费用	-648	-971	-1,442	-1,735	-2,033	-2,383
% 销售收入	23.8%	30.7%	36.6%	37.0%	37.0%	37.0%
管理费用	-266	-298	-351	-401	-476	-573
% 销售收入	9.8%	9.4%	8.9%	8.5%	8.7%	8.9%
息税前利润 (EBIT)	517	456	527	718	877	1,083
% 销售收入	19.0%	14.4%	13.4%	15.3%	15.9%	16.8%
财务费用	0	21	17	0	12	23
% 销售收入	0.0%	-0.7%	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-11	-34	-45	-30	-31	-32
公允价值变动收益	11	-11	16	0	0	0
投资收益	-1	-1	4	2	1	1
% 税前利润	—	—	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%
营业利润	516	430	519	690	859	1,075
营业利润率	18.9%	13.6%	13.2%	14.7%	15.6%	16.7%
营业外收支	17	33	42	15	15	15
税前利润	534	463	560	705	874	1,090
利润率	19.6%	14.6%	14.2%	15.0%	15.9%	16.9%
所得税	-81	-75	-85	-114	-142	-177
所得税率	15.2%	16.3%	15.2%	16.2%	16.2%	16.2%
净利润	452	388	475	590	732	913
少数股东损益	34	28	34	51	64	80
归属于母公司的净利润	418	359	442	539	669	834
净利率	15.3%	11.4%	11.2%	11.5%	12.1%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	452	388	475	590	732	913
少数股东损益	0	0	0	51	64	80
非现金支出	135	179	205	226	247	276
非经营收益	1	17	-9	4	2	3
营运资金变动	44	124	-77	55	-48	-58
经营活动现金净流	633	708	594	927	997	1,213
资本开支	329	348	762	169	169	220
投资	-2	-75	-135	0	0	0
其他	1	1	1	2	1	1
投资活动现金净流	-330	-422	-895	-167	-168	-219
股权募资	10	41	0	0	0	0
债权募资	41	318	282	-306	200	-176
其他	-67	-57	-234	-24	-166	-19
筹资活动现金净流	-17	302	48	-330	34	-194
现金净流量	286	588	-254	430	864	800

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	864	1,448	1,221	1,600	2,400	3,120
应收账款	716	778	940	989	1,160	1,357
存货	450	424	546	557	640	725
其他流动资产	126	258	267	294	329	365
流动资产	2,156	2,908	2,974	3,440	4,528	5,567
% 总资产	58.9%	63.2%	52.8%	56.7%	63.7%	68.6%
长期投资	56	128	132	132	132	132
固定资产	1,147	1,242	2,158	2,119	2,055	2,017
% 总资产	31.3%	27.0%	38.3%	34.9%	28.9%	24.9%
无形资产	280	289	327	338	348	357
非流动资产	1,506	1,695	2,660	2,632	2,578	2,549
% 总资产	41.1%	36.8%	47.2%	43.3%	36.3%	31.4%
资产总计	3,662	4,603	5,634	6,072	7,106	8,116
短期借款	278	252	537	230	430	255
应付账款	510	707	1,256	1,384	1,601	1,838
其他流动负债	138	562	584	758	642	678
流动负债	925	1,521	2,376	2,372	2,674	2,771
长期贷款	67	1	1	1	1	1
其他长期负债	31	69	77	77	77	77
负债	1,023	1,591	2,454	2,449	2,751	2,848
普通股股东权益	2,517	2,843	3,008	3,399	4,068	4,901
少数股东权益	122	168	172	224	267	367
负债股东权益合计	3,662	4,603	5,634	6,072	7,106	8,116

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	1.414	1.215	1.494	1.823	2.261	2.819
每股净资产 (元)	8.513	9.614	10.172	11.494	13.755	16.574
每股经营现金净流 (元)	2.142	2.395	2.009	2.961	3.157	3.834
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	16.61%	12.64%	14.68%	15.86%	16.43%	17.01%
总资产收益率	11.42%	7.81%	7.84%	8.88%	9.41%	10.27%
投入资本收益率	21.85%	23.17%	19.35%	29.13%	33.43%	40.97%
增长率						
营业总收入增长率	5.04%	16.00%	24.68%	19.05%	17.20%	17.06%
EBIT 增长率	-10.03%	-11.93%	15.55%	36.30%	22.14%	23.54%
净利润增长率	-13.16%	-14.06%	22.90%	22.04%	24.03%	24.69%
总资产增长率	17.21%	25.69%	22.40%	7.78%	17.03%	14.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.6	60.8	64.7	62.0	62.0	62.0
存货周转天数	116.3	116.1	114.4	114.4	114.4	114.4
应付账款周转天数	49.2	48.6	60.4	60.4	60.4	60.4
固定资产周转天数	108.8	109.3	102.6	82.2	60.1	48.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.87%	-41.15%	-23.38%	-39.43%	-46.57%	-55.50%
EBIT 利息保障倍数	-1,217.9	-22.0	-30.8	-13,578.3	-74.2	-48.1
资产负债率	27.93%	34.57%	43.55%	40.34%	38.72%	35.09%

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。