

丽珠集团：主业大幅增长，符合预期

2010年一季度报告点评

报告关键点：

- 📖 主业大幅增长**42.64%**，符合预期
- 📖 处方药平稳增长，原料药盈利喜人
- 📖 见贤思齐、加速发展
- 📖 维持“买入-A”的投资评级，12个月目标价**52元**

报告摘要：

- **主业大幅增长42.64%，符合预期。**公司一季报业绩基本符合预期。实现营业收入6.49亿元，同比增长20.1%。综合毛利率提高至51.13%，同比下降了0.94个百分点。证券投资收益和公允价值变动收益合计为355万元，去年同期为3,411万元，同比大幅下降，主要因公司基本退出了二级市场投资所致。最终实现归属于母公司的净利润为1.27亿元，同比增长了8.49%，每股收益0.43元。扣除非经常性损益后的归属母公司所有者净利润约为1.21亿元，同比增长42.64%，每股收益为0.41元。经营活动产生的现金流量净额1.69亿元，同比基本持平，每股现金流量净额为0.57元。
- **处方药平稳增长，原料药盈利喜人。**公司业绩大幅增长的主要原因为：原料药业务盈利大幅增长，下属的丽珠合成制药厂、新北江药厂、福兴药厂，全面开花，整体原料药业务一季度实现盈利约5,000万元。同时公司营销改革持续深化，处方药销售维持平稳增长。OTC产品抗病毒颗粒去年受甲流疫情拉动销售基数较高，销售有所下滑，二季度力争通过加大销售推广力度有所恢复。
- **见贤思齐、加速发展。**随着营销改革的持续深化，公司“见贤思齐、和而不同”新的企业文化也逐步形成。公司并未满足于现有取得的成绩，而是高起点高目标，提出了将公司发展成为国际化的制药企业集团、参与国际竞争的新的战略目标。为此，公司投资建设新厂的步伐加快，在建工程期末达1.35亿元，比期初增长了30.48%，主要为丽珠制药新厂迁建项目及福兴药厂苯丙氨酸扩产项目工程在建所致。公司将打造国际一流的现代化医药生产基地，新厂厂房全部按照欧盟和美国FDA认证标准高起点设计，为公司今后国际化的战略目标奠定基础。
- **维持“买入-A”的投资评级，上调12个月目标价至57元。**我们维持对公司2010-2012年的业绩预测，即每股收益分别为1.74元、2.19元、2.72元，主业的CAGR(09-2012)为25.4%，对应的动态PE分别为27.3和21.7倍。以2010年公司主营业务1.74元为基础给予公司30-35倍PE，则公司12个月内目标价上调为57元，维持对公司“买入-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,058.6	2,595.8	3,031.9	3,577.7	4,243.2
Growth(%)	17.8%	26.1%	16.8%	18.0%	18.6%
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4
Growth(%)	-89.8%	824.8%	6.6%	25.8%	24.3%
毛利率(%)	45.8%	52.5%	52.6%	52.8%	54.2%
净利润率(%)	2.5%	18.6%	16.9%	18.1%	18.9%
每股收益(元)	0.18	1.63	1.74	2.18	2.72
每股净资产(元)	6.20	7.53	8.41	9.47	10.78
市盈率	269.2	29.1	27.3	21.7	17.5
市净率	7.6	6.3	5.6	5.0	4.4
净资产收益率(%)	4.0%	23.1%	21.4%	23.9%	26.1%
ROIC(%)	5.0%	26.8%	26.0%	27.8%	30.5%
EV/EBITDA	59.8	19.6	20.1	16.2	13.4
股息收益率	1.1%	0.2%	1.8%	2.3%	2.9%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
57.00元

期限： 12个月 上次预测： 52.00元

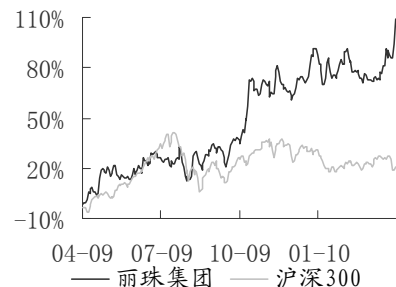
现价： 47.40元

报告日期：
2010-04-21

市场数据

总市值(百万元)	14,017.22
流通市值(百万元)	8,421.51
总股本(百万股)	295.72
流通股本(百万股)	177.67
12个月最高/最低	21.80/48.50元
十大流通股(%)	58.33%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	20.83	19.53	87.95
绝对收益	19.09	14.49	108.93

研究员

洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010306

前期研究成果

丽珠集团：见贤思齐，加速发展

2010-02-28

丽珠集团：营销改革持续显效，业绩大幅增长

2010-01-15

丽珠集团：主业持续向好，估值优势明显

2009-10-26

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-21

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,058.6	2,595.8	3,031.9	3,577.7	4,243.2	成长性					
减: 营业成本	1,116.3	1,232.0	1,438.7	1,688.7	1,943.4	营业收入增长率	17.8%	26.1%	16.8%	18.0%	18.6%
营业税费	4.5	5.7	6.7	7.9	9.3	营业利润增长率	-83.8%	485.6%	7.8%	25.6%	24.2%
销售费用	377.3	546.3	638.2	726.3	901.7	净利润增长率	-89.8%	824.8%	6.6%	25.8%	24.3%
管理费用	197.8	236.7	288.0	332.7	394.6	EBITDA 增长率	-90.3%	189.6%	-1.6%	23.9%	20.4%
财务费用	26.5	13.2	13.5	15.6	-2.3	EBIT 增长率	-94.8%	372.9%	7.7%	25.4%	21.6%
资产减值损失	21.3	49.0	18.0	16.8	15.2	NOPLAT 增长率	-83.0%	476.0%	3.4%	25.6%	21.6%
加: 公允价值变动收益	-272.0	134.3	-	-	-	投资资本增长率	7.2%	6.7%	17.7%	10.8%	13.6%
投资和汇兑收益	56.7	-64.0	-	-	-	净资产增长率	-7.9%	21.3%	11.8%	12.5%	13.8%
营业利润	99.6	583.3	628.9	789.8	981.3	利润率					
加: 营业外净收支	6.1	6.1	1.0	2.5	3.5	毛利率	45.8%	52.5%	52.6%	52.8%	54.2%
利润总额	105.7	589.4	629.9	792.3	984.8	营业利润率	4.8%	22.5%	20.7%	22.1%	23.1%
减: 所得税	32.7	75.6	98.3	123.4	153.3	净利率	2.5%	18.6%	16.9%	18.1%	18.9%
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4	EBITDA/营业收入	11.9%	27.4%	23.1%	24.3%	24.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.1%	23.0%	21.2%	22.5%	23.1%
货币资金	540.2	588.5	568.3	665.7	736.3	运营效率					
交易性金融资产	121.8	48.9	20.0	-	-	固定资产周转天数	164	121	102	91	78
应收帐款	366.5	393.6	533.5	638.9	818.1	流动营业资本周转天数	110	106	121	134	141
应收票据	200.7	404.7	456.9	537.1	627.8	流动资产周转天数	279	239	233	228	229
预付帐款	34.6	66.5	88.1	113.4	142.5	应收帐款周转天数	58	50	51	54	57
存货	346.1	339.3	418.4	491.1	616.6	存货周转天数	61	50	47	47	49
其他流动资产	-0.0	-0.0	-6.4	0.2	8.1	总资产周转天数	513	419	387	361	341
可供出售金融资产	6.7	12.9	15.0	16.8	18.0	投资资本周转天数	331	280	270	260	246
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	45.1	48.4	48.6	46.9	46.0	ROE	4.0%	23.1%	21.4%	23.9%	26.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	16.4%	15.6%	17.7%	19.5%
固定资产	922.7	820.9	893.1	917.3	922.0	ROIC	5.0%	26.8%	26.0%	27.8%	30.5%
在建工程	38.1	103.8	71.5	56.2	37.3	费用率					
无形资产	154.4	146.3	141.7	139.5	137.4	销售费用率	18.3%	21.0%	21.1%	20.3%	21.3%
其他非流动资产	142.9	143.1	144.5	142.0	140.3	管理费用率	9.6%	9.1%	9.5%	9.3%	9.3%
资产总额	2,923.8	3,124.4	3,399.6	3,771.0	4,256.1	财务费用率	1.3%	0.5%	0.4%	0.4%	-0.1%
短期债务	520.7	218.6	220.8	191.8	171.7	三费/营业收入	29.2%	30.7%	31.0%	30.0%	30.5%
应付帐款	310.3	415.4	374.4	416.4	479.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	37.3%	28.8%	26.8%	25.8%	25.1%
其他流动负债	136.3	143.2	167.8	190.8	218.3	负债权益比	59.4%	40.4%	36.7%	34.7%	33.6%
长期借款	100.7	90.7	111.0	127.8	147.8	流动比率	1.66	2.37	2.72	3.06	3.39
其他非流动负债	21.2	31.0	37.9	44.7	52.8	速动比率	1.29	1.92	2.16	2.42	2.66
负债总额	1,089.3	898.9	912.0	971.5	1,069.7	利息保障倍数	4.76	45.20	47.58	51.63	-426.41
少数股东权益	56.0	76.4	91.7	111.2	135.4	分红指标					
股本	306.0	295.7	295.7	295.7	295.7	DPS(元)	0.52	0.10	0.87	1.09	1.36
留存收益	1,501.8	1,867.1	2,100.2	2,392.7	2,755.2	分红比率	293.9%	6.2%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	1,834.5	2,225.5	2,487.6	2,799.6	3,186.3	股息收益率	1.1%	0.2%	1.8%	2.3%	2.9%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	72.9	513.8	531.6	668.9	831.4	EPS(元)	0.18	1.63	1.74	2.18	2.72
加: 折旧和摊销	136.6	126.9	57.9	62.5	66.3	BVPS(元)	6.20	7.53	8.41	9.47	10.78
资产减值准备	21.3	49.0	18.0	16.8	15.2	PE(X)	269.2	29.1	27.3	21.7	17.5
公允价值变动损失	272.0	-134.3	-	-	-	PB(X)	7.6	6.3	5.6	5.0	4.4
财务费用	24.1	31.1	14.8	13.5	15.6	P/FCF	-	480.4	82.9	38.0	32.3
投资收益	-56.7	64.0	-	-	-	P/S	6.8	5.4	4.6	3.9	3.3
少数股东损益	20.8	32.2	18.2	22.9	28.5	EV/EBITDA	59.8	19.6	20.1	16.2	13.4
营运资金的变动	-116.2	-130.0	-309.5	-219.7	-337.7	CAGR(%)	109.3%	17.4%	23.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	345.2	494.9	329.7	567.0	601.5	PEG	2.5	1.7	1.2	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-20.0	14.0	-54.3	-50.4	-50.9	ROIC/WACC	0.5	2.8	2.7	2.9	3.1
融资活动产生现金流量	-63.4	-490.9	-244.1	-348.5	-397.6	REP	14.5	2.4	2.1	1.8	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034