

丽珠集团（000513）

——管理改善支持业绩增长

基本数据	2010-07-27
收盘价（元）	38.25
市盈率	22.33
市净率	4.97
每股净资产（元）	7.69
资产负债率%	25.99%
总股本（亿股）	2.9572
流通A股（亿股）	1.7767
流通A股市值（亿元）	67.95878

一年内股价走势：



研究员：李权兵

电话：020-37865072

EMAIL：liqb@wlzq.com.cn

报告日期：2010-7-27

投资要点：

- 2002年健康元成为丽珠集团的大股东，开始对丽珠集团进行改革。2003年健康元掌门人朱保国聘请台湾职业经理人萧思阳作为丽珠集团的总经理，希望能够把健康元改造成为规范的现代企业，提升企业的竞争力。在之后的3年丽珠集团在体制上、管理上有所改进，但并没有达到当初的预期。因此朱保国从幕后走到了前台，丽珠集团近几年又从新回到了快速发展阶段。
- 2006年以后丽珠集团各方面都出现较好的变化，在销售收入增长的同时，毛利率在09年出现较大的增长，管理费用及周转天数也较前两年有明显的下降，但销售费用占比有一定上升。这和公司的销售政策有关，公司在06年以后加大了对销售人员的奖励，因此在销售收入大幅增长的情况下，销售费用也随之增长，但10年公司销售政策进行了调整，销售费用比例应该会有所下降。
- 丽珠集团2009年销售收入超过25亿，其产品众多，涵盖了从中药到西药、从原料药到制剂，涉及消化道、心脑血管、抗微生物药物、促性激素、肿瘤等较多领域，但销售过亿的产品并不多，在营销架构基本理顺的情况下，销售潜力较大。
- 公司目前正在进行单抗药物的研究和大规模厂区搬迁，虽然短期内会影响公司利润，但从长期来看有利于公司的发展。
- 我们认为丽珠集团今后两年内的增长主要来自于管理和营销改善，在没有大的新品种投产和投资加大的情况下，公司的发展将相对放缓，预测公司2010、2011、2012年的每股收益分别为1.43、1.52、1.67元，相对目前的股价2011年PE约为25倍，考虑到医药行业的发展前景和公司搬迁后的产能扩张以及单抗药物的研发，其估值基本合理，给予“中性”评级。

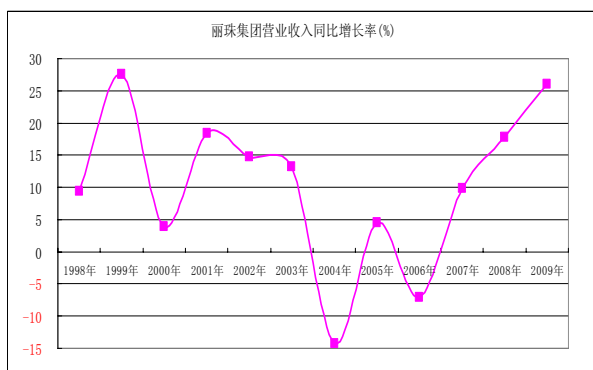
丽珠集团在经历了 90 年代的高速增长后，2001 年销售及利润都出现大幅下滑。经过激烈的股权争夺，2002 年健康元成为丽珠集团的大股东，开始对丽珠集团进行改革。2003 年健康元掌门人朱保国聘请台湾职业经理人萧思阳作为丽珠集团的总经理，希望能够把健康元改造成为规范的现代企业，提升企业的竞争力。在之后的 3 年丽珠集团在体制上、管理上有所改进，但并没有达到当初的预期。因此朱保国从幕后走到了前台，开始亲自管理丽珠集团。从管理层变迁和销售及管理情况看，丽珠集团近十年的发展可以划分为三个阶段：

- 2002 年以前，健康元控股前，增长虽然较快但管理跟不上企业的发展。
- 2003-2005 年，聘请职业经理人对公司进行改革，但效果不佳，发展停滞。
- 2006 年以后，朱保国亲自挂帅，管理及销售都出现了明显的改善。

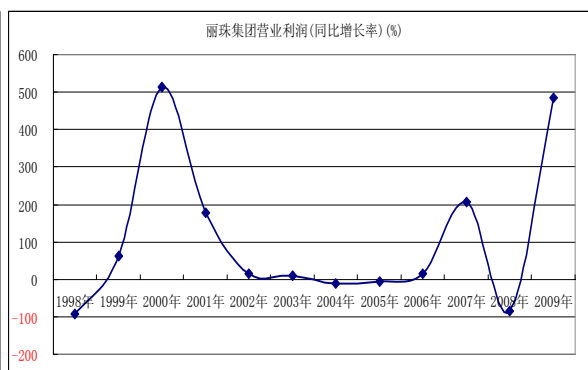
一、管理逐步改善支撑业绩增长

在 2006 年以后丽珠集团各方面都出现较好的变化，在销售收入增长的同时，毛利率在 09 年出现较大的增长，管理费用及商品周转天数也较前两年有明显的下降，但销售费用占比有一定上升。这和公司的销售政策有关，公司在 06 年以后加大了对销售人员的奖励，因此在销售收入大幅增长的情况下，销售费用也随之增长，但 10 年公司对销售政策进行了调整，销售费用比例应该会有所下降。目前公司的管理、营销架构改革基本完成，以后将在这个架构内进行完善。

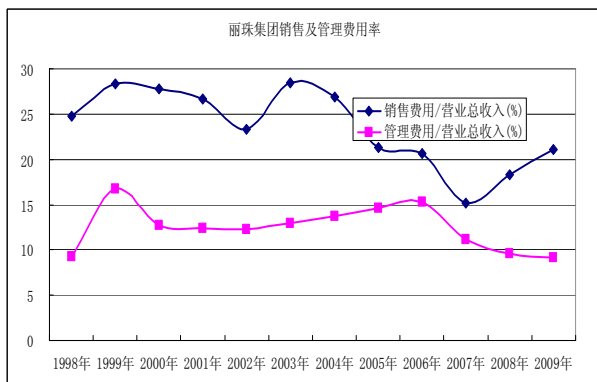
图一、丽珠集团销售收入增长率



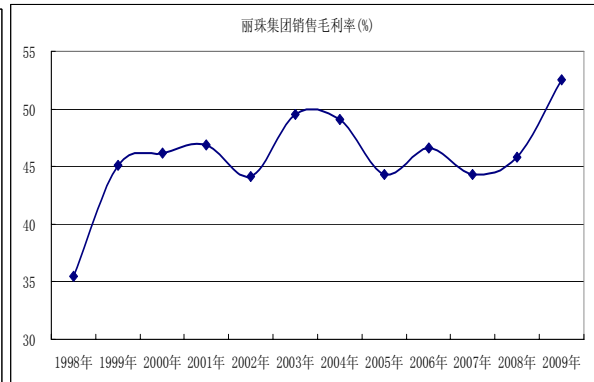
图二、丽珠集团营业利润增长率



图三、丽珠集团销售及管理费用率



图四、丽珠集团销售毛利率



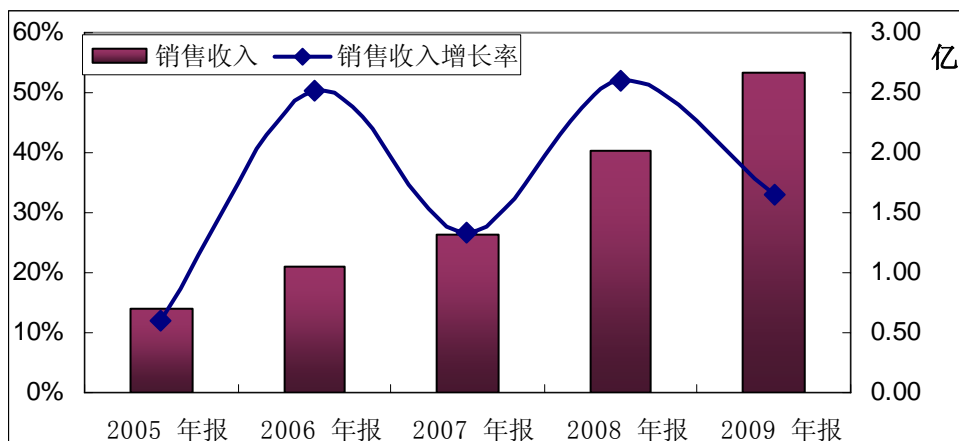
二、产品丰富、销售潜力大

丽珠集团 2009 年销售收入超过 25 亿，其产品众多，涵盖了从中药到西药、从原料药到制剂，涉及消化道、心脑血管、抗微生物药物、促性激素、肿瘤等较多领域，但销售过亿的产品并不多，在营销架构基本理顺的情况下，销售潜力较大。

1、中药

- **抗病毒颗粒：**由子公司四川光大制药生产，一直以来销售较为平稳，销售范围主要集团中川渝地区。2009 年由于 H1N1 病毒的爆发造成了相关药品的需求大幅增长，这其中就包括抗病毒颗粒。因此 2009 年抗病毒颗粒的销售出现了爆发式增长，但到了 2010 年，随着疫情过去，产品需求大幅下降，再加上渠道中库存较大，因此，今年抗病毒颗粒的销售下降，回到了 08 年的水平。公司去年利用疫情加大了对抗病毒颗粒的宣传，希望能将其从川渝地区推向全国，但没有达到预期目的。今后几年抗病毒颗粒如果不能走出川渝地区，其销售应该不会出现较大增长。
- **参芪扶正注射液：**用于肺癌、胃癌的辅助治疗，与化疗合用有助于，提高气虚患者免疫功能、改善气虚症状及生存质量。癌症治疗领域是近几年成长最快的领域之一，公司的参芪注射液受益于行业的增长和中药注射剂的发展，近四年的年均复合增长率达到 32%，09 年销售收入为 2.67 亿。随着规模的扩大，其销售增长率也随之放缓，估计今年的增长在 15% 左右。
- 除了以上大品种外，以血栓通注射液为代表的一些小品种增长较快，2010 年血栓通注射液的销售额估计达到 3000 万，有望成为新的增长点。

图五、参芪扶正注射液销售增长率



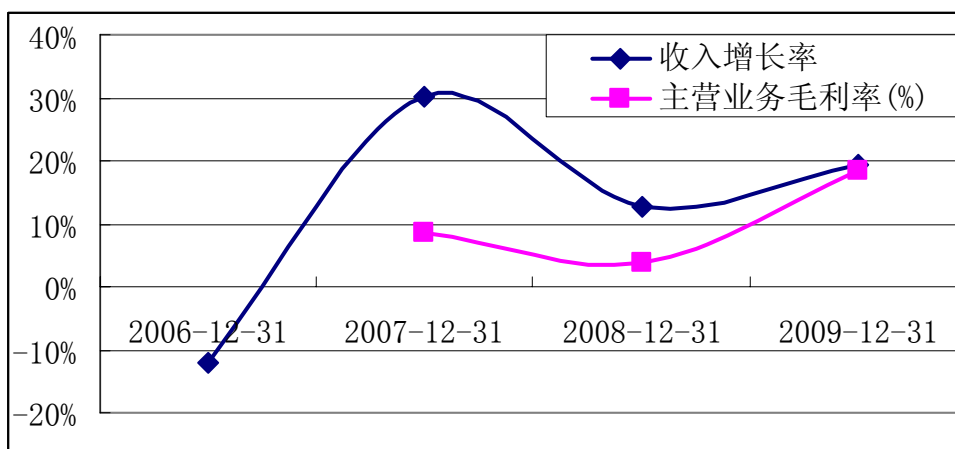
2、原料药

丽珠集团 2009 年原料药及中间体销售额为 7.7 元，主要原料药生产企业有三家：

- 丽珠合成：主要生产头孢类原料药。09 年销售超过 4 亿，今年上半年销售约为 2.6 亿元。
- 新北江制药：主要生产普伐他汀、美伐他汀等原料药，产品主要供出口。市场占有率达到 70% 以上。09 年销售 1.7 亿左右。
- 福州福兴：主要生产抗菌类原料药。

丽珠集团原料药销售收入增长率和毛利率变动较大，09 年原料药的销售和毛利率都有较大增长，特别是毛利率创下历史新高。毛利率增长主要是因为环保等压力下很多小企业停止了生产，造成原料药供应紧张、价格上涨，同时丽珠集团也因此扩大了销售规模，降低了生产成本。这种情况一直持续到今年上半年，目前价格已经有下降的趋势。估计今年全年的毛利率水平稍高于去年，销售增长率与去年持平。

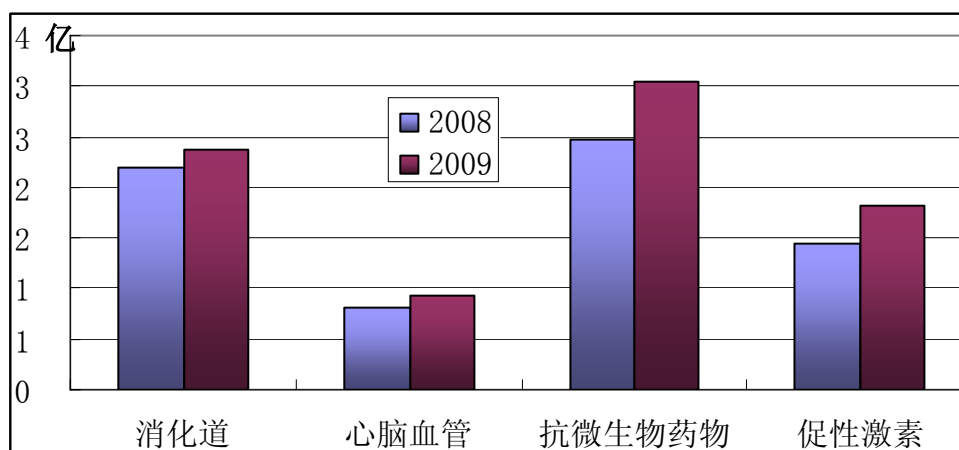
图六、原料药收入增长和毛利率变化情况



3、制剂

在制剂方面主要是抗微生物类和促性激素类销售增长较快，抗微生物类主要受益于价格上涨和母公司健康元充足的 7-ACA 供应。但随着 7-ACA 的产能扩张，原料药价格带动制剂价格开始回落。估计全年的毛利率水平将高于去年，但销售增长率稍低。促性激素类由于受到原料的制约（绝经期妇女尿液的收集越来越困难），销售增长将会放缓，但毛利率仍将保持较高水平。以丽珠得乐和丽珠肠乐为代表的消化道用药增长较为缓慢，短期内难有改善。

图七、丽珠集团主要制剂产品销售对比



三、单抗和搬迁支撑公司长期发展

1、单抗

2010 年 5-31 日健康元与丽珠集团合资设立珠海市丽珠单抗生物技术有限公司，注册资本人民币 1 亿元。其中丽珠集团以现金出资 5100 万元，占新公司注册资本的 51%，健康元以现金出资 4900 万元。此公告标志着丽珠集团正式进军单抗领域，抗体类药物以其高特异性、有效性和安全性正在发展成为国际药品市场上一大类新型诊断和治疗剂，据统计，抗体药物是近年来复合增长率最快的一类生物技术药物。

单抗类研发和生产需要大投入和较长的时间，公司已经做好了“持久战”的准备，计划在今后几年内和健康元一起投入 10 个亿，把合资公司打造成国内先进的单抗研发和生产平台。因此，今后几年内单抗项目不会给公司带来收益，反而会加大管理费用的支出。但提前布局有发展前景、技术壁垒较高的产品有利于企业的长远发展。

2、搬迁

公司主要的生产基地建于 90 年代，丽珠集团和四川光大、新北江等都面临着产能不足、设备老化的问题，另外，这些企业目前多数位于市区，也面临着搬迁的压力。公司已在珠海购置了 600 亩地，计划投入几亿元，从 2010-2014 年陆续将珠海的生产线搬迁到新厂区。光大和新北江也都有计划在近几年完成搬迁工作。搬迁后，公司的产能和产品质量将会提高，为今后的发展打下基础。搬迁也会增加公司的费用，但老厂区的处置应该可以弥补部分搬迁费用。

四、业绩预测和投资建议

我们认为丽珠集团今后两年内的增长主要来自于管理和营销改善，在没有大的新品种投产和投资加大的情况下，公司的发展将会相对放缓，预测公司 2010、2011、2012 年的每股收益分别为 1.43、1.52、1.67 元，相对目前股价 2011 年 PE 约为 25 倍，考虑到医药行业的发展前景和公司搬迁后的产能扩张以及单抗药物的研发，其估值基本合理，给予“中性”评级。

五、风险提示

- 1、如果人民币升值幅度较大将会影响出口产品的毛利率和出口竞争力。
- 2、国家政策变化所带来的经营风险。
- 3、单抗项目失败。

投资评级说明：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%以上
增持	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%-15%之间
观望	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。