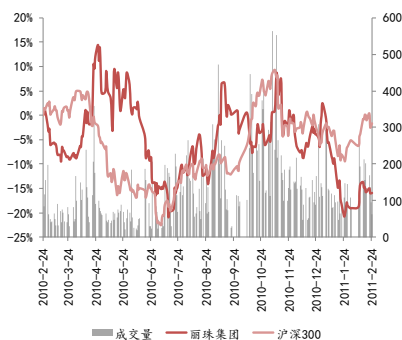


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	29,572
流通股本(万股)	17,767
每股净资产(元)	8.51
资产负债率(%)	27.93

研发部

邵明慧

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系人: 医药研究小组

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

各产品表现不一，股票投资影响大

——丽珠集团（000513）年报点评

事件：

公司发布了2010年年报。

点评：

● 公司2010年实现营业收入27.27亿元，同比增长5.04%；营业利润5.16亿元，同比下降了11.49%；利润总额为5.34亿元，同比下降了9.46%；归属于母公司净利润为4.18亿元，同比下降了13.16%；扣除非经常损益后的归属于母公司净利润为3.92亿元，同比下降了3.67%。基本每股收益为1.41元。利润分配方案为每10股派现1元（含税）。

● **非经常性损益波动大，对公司净利润产生较大影响。**报告期内公司公允价值变动收益为1078万元，去年同期为1.34亿元，同比下降了92%。公允价值变动收益主要来自于股票和基金等交易性金融资产，2009年公司受益于我国股市大行情，公司交易性金融资产大幅升值，2010年股市整体处于震荡状态，导致公司该部分收入大幅下滑。拖累了公司净利润增速。

● **销售与研发投入加大，费用率上升。**报告期内公司加强了产品营销，销售费用率达到23.77%，同比上升了2.73个百分点。同时公司为了加快生物制药领域的发展，加大研发投入，管理费用率为9.75%，同比上升了0.63个百分点。

● **化学原料药和西药制剂增长明显，消化道用药起色不大，抗病毒颗粒和中药业务大幅萎缩，拖累公司整体收入增速。**报告期内，公司各项产品业绩情况差异较大：

原料药业务实现营业收入9.17亿元，同比增长了18.92%，毛利率为19.36%，同比上升了1.10个百分点，公司化学原料药以头孢类抗生素为主，包括头孢曲松钠和头孢唑肟钠等药物，随着新医改的推进，未来抗生素等普药的下游需求将保持旺盛的增长，公司原料药业绩将稳步提升。

生殖用药和诊断试剂类产品高速增长；消化道用药等OTC产品起色不大。报告期内公司加强了营销考核和管理，重点处方药物增长显著，其中生殖用药实现营业收入2.21亿元，同比增长了21.79%，毛利率为66.59%，同比上升了2.98个百分点；诊断试剂类产品实现营业收入2.23亿元，同比增长了2.424%，毛利率为53.53%，同比上升了2.95个百分点。公司以得乐系列产品为代表的消化道用药销售起色不大，营业收入为2.40亿元，同比下降了0.99%，毛利率为85.68%，同比上升了0.22个百分点。

抗病毒颗粒大幅萎缩，拖累公司整体业绩。公司抗病毒颗粒的销售情况与流感疫情的爆发密切相关，我们注意到该药物在2003年SARS、2005年禽流感 and 2009

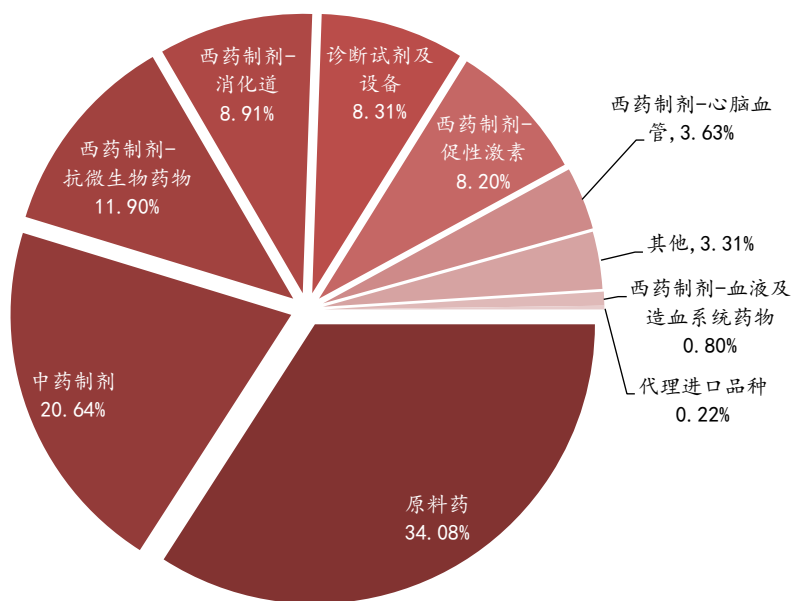
年甲流疫情爆发的时候收入均有大幅增长，疫情之后会出现明显的下降。2009 年公司旗下子公司四川光大制药的抗病毒颗粒销售收入超预期增长，虽然公司未披露 2010 年该药物的具体收入，但是根据公司中药整体销售情况推测，我们预计该药物 2010 年的营业收入约为 2 亿元左右，同比下降约 44%。我们预计该药物未来年均正常增速在 15% 左右。

● **参芪扶正注射液产能扩张，未来保持高速增长。**公司的参芪扶正注射液（参芪扶正液）是目前市场上主流的抗肿瘤中药注射剂，也是公司的支柱产品之一。参芪扶正液和抗病毒颗粒是公司主要的中药制剂产品，2010 年参芪扶正液实现营业收入 3.41 亿元，同比增长了 27.68%，毛利率为 91.70%，同比上升了 2.32 个百分点。2010 年公司的工程物资项目为 2520 万元，同比增长了 650%，主要用于公司旗下利民制药厂参芪扶正液的车间扩建。我们认为公司产品作为主流的抗肿瘤中药注射剂未来随着产能的扩张，未来将保持 20-25% 的增长。

● **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2012 年每股收益为 1.60 元和 1.80 元，对应前一交易日收盘价 35.59 元的动态市盈率为 22 倍和 20 倍。我们认为公司 2010 年业绩下滑主要是由于疫情原因造成的药品销量萎缩，以及可交易金融资产价值变动造成的。虽然公司持有的股票市值变化依然是未来影响业绩的较大不确定性因素，但是公司主要产品化学原料药、西药制剂和中药制剂总体上保持了良好的增长势头，尤其是公司抗肿瘤药物参芪扶正液未来将保持高增长趋势，并且目前公司估值合理，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

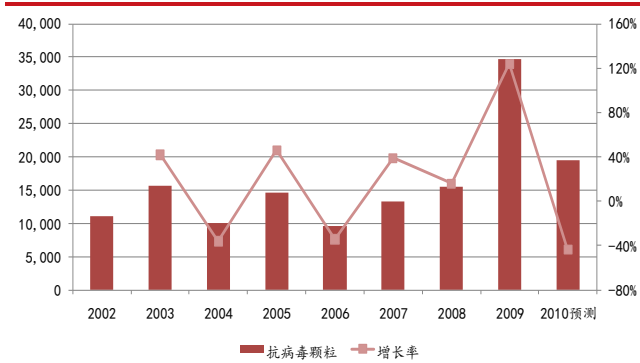
● **风险提示。**股市波动给公司持有股票市值带来的风险；加强营销建设带来的费用率上升风险。

图表 1：公司收入构成

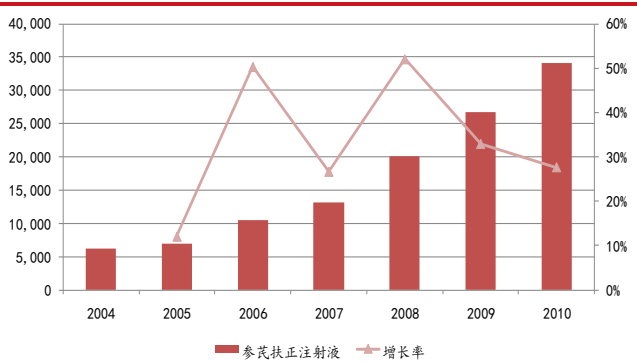


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2: 公司抗病毒颗粒销售情况 (万元)

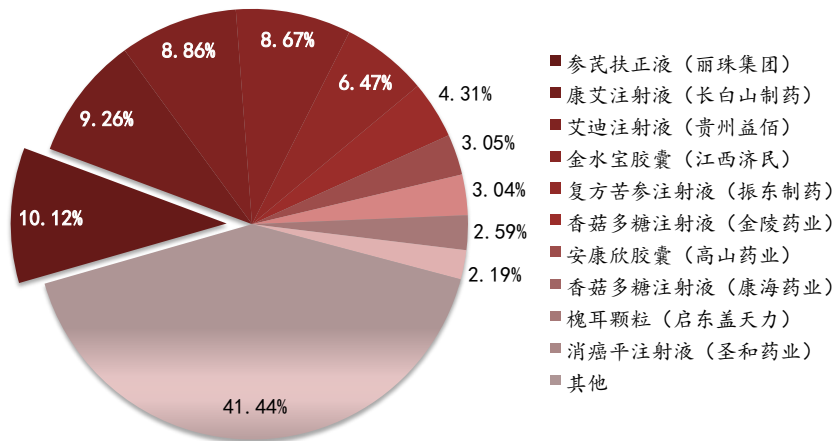


图表 3: 公司参芪扶正液销售情况 (万元)



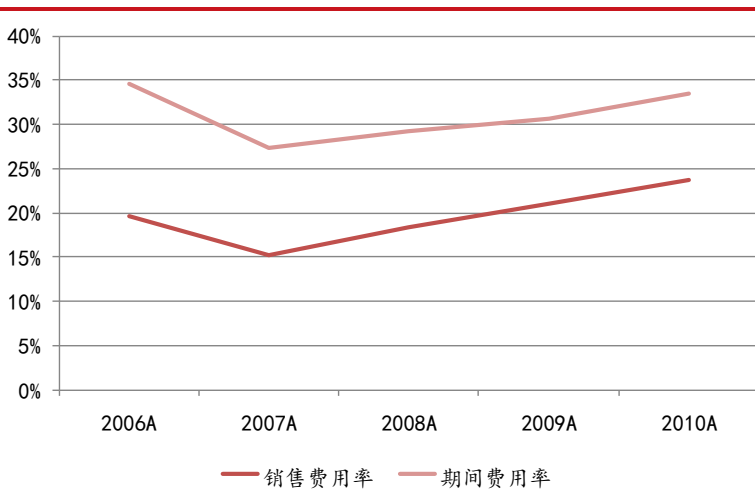
数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 4: 公司参芪扶正液的市场地位



数据来源: 中邮证券研发部

图表 5: 公司销售费用率和期间费用率变化



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 6: 丽珠集团盈利预测 (单位: 万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	205,864	259,585	272,672	306,073	353,842
增长率	17.76%	26.10%	5.04%	12.25%	15.61%
减: 营业成本	111,632	123,199	128,648	144,222	166,766
毛利率	45.77%	52.54%	52.82%	52.88%	52.87%
营业税金及附加	446	573	886	994	1,149
资产减值损失	2,130	4,899	1,095	1,200	1,300
销售费用	37,728	54,625	64,805	71,927	84,462
管理费用	19,777	23,673	26,589	29,291	34,181
财务费用	2,652	1,320	-42	-122	-283
期间费用	60,156	79,618	91,351	101,096	118,360
期间费用率	29.22%	30.67%	33.50%	33.03%	33.45%
加: 公允价值变动净收益	-27,204	13,434	1,078	1,800	1,500
投资净收益	5,665	-6,403	-128	200	187
营业利润	9,960	58,327	51,641	60,561	67,954
增长率	-83.77%	485.60%	-11.46%	17.27%	12.21%
加: 营业外收入	1,109	996	2,117	0	0
减: 营业外支出	504	382	391	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	190	130	0	0	0
利润总额	10,565	58,942	53,366	60,561	67,954
增长率	-82.96%	457.87%	-9.46%	13.48%	12.21%
减: 所得税	3,275	7,562	8,118	9,084	10,193
所得税率	30.99%	12.83%	15.21%	15.00%	15.00%
净利润	7,291	51,379	45,249	51,477	57,761
增长率	-86.07%	604.72%	-11.93%	13.76%	12.21%
少数股东损益	2,083	3,222	3,431	4,118	4,621
归属于母公司所有者的净利润	5,207	48,158	41,818	47,359	53,140
增长率	-89.76%	824.81%	-13.17%	13.25%	12.21%
基本每股收益(元)	0.17	1.61	1.41	1.60	1.80

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。