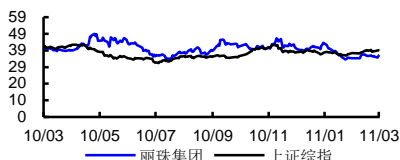


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
丽珠集团(000513)
推荐
2010 年报点评

(提高评级)

2011 年 3 月 3 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	295.7/177.7
总市值(百万元)	10,817.5/10,595.9
沪深 300/深圳成指	2,913.81/12,880.27
12 个月最高/最低(元)	49.10/33.82

相关研究报告:

《丽珠集团: 毛利率与期间费用率双双下降, 业绩符合预期》——2005-8-10

《国信证券-丽珠集团-期间费用率下降将推动 05 年业绩增长 19%》——2005-4-29

《国信证券-丽珠集团: 继续整合出效益》——2005-4-29

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

公司年报/半年报点评

短期看新产品, 长期看疫苗和单抗

● 证券投资减少和抗病毒颗粒大幅下降拖累公司业绩下滑

- 10 年公司实现营业收入 27.27 亿元, 同比增长 5.04%; 归属于上市公司股东净利润 4.18 亿元, 同比下降 13.16%; 扣非后净利润 3.92 亿元, 同比下降 3.67%。实现 EPS1.41 元, ROE 为 17.94%, 每股经营性现金流 2.14 元/股, 远超净利润, 盈利质量优异。
- 业绩下滑主要原因是: 1) 09 年同期有 8000 万非经常性损益(主要为公允价值变动收益和投资收益), 10 年公司证券投资大幅减少使非经常性损益下降为 2919 万)。2) 09 年甲流带来抗病毒颗粒的爆发式增长而 10 年抗病毒颗粒收入大幅下滑 65%至 1.2 亿, 相比 09 年少了 2.3 亿收入和 1.3 亿毛利。3) 公司加强处方药销售推广, 加大疫苗、单抗等生物制药研发投入使销售费用和管理费用同比分别增长 18.64%、12.32%。
- 公司 10 年度分配方案为: 10 派 1 (含税)。

● 短期看新产品发展, 长期看疫苗和单抗

公司现有各项业务基本步入平稳增长期, 未来 2-3 年的超预期增长主要看新产品, 5-10 年的增长看疫苗和单抗, 公司旧厂区的处置也会给公司带来一定收益, 但要在 2015 年之后。公司新产品(吉米沙星、伏立康唑、艾普拉唑、注射用醋酸亮丙瑞林微球、注射液鼠神经生长因子等)经过前期推广, 目前招标情况良好, 有望进入快速上量期, 促业绩提速。10 年公司实施研发转型, 研发重点转向疫苗和单抗领域, 其中乙脑疫苗预计 12 年上市, 乙肝疫苗和狂犬病疫苗已拿到 1 期临床批文, 治疗类风湿性关节炎的单抗药物预期 1-2 年获得临床批文。

● 估值安全, 提高评级至“推荐”, 一年期合理价格 44~48 元

我们预测 11-13 年 EPS1.77、2.17、2.64, 同比增长 25%、23%、21%, 动态 PE21x、17x、14x。公司证券投资已非常少, 未来也无心涉足, 现有业务稳定增长, 新产品 11 年有望进入快速上量期, 疫苗和单抗构成公司长期发展战略。公司估值安全, 11 年有望恢复性增长, 提高评级至“推荐”, 一年期合理价 44~48 元 (11PE25~27X)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,595.85	2,727	3,285	3,951	4,701
(+/-%)	26.10%	5.0%	20.5%	20.3%	19.0%
净利润(百万元)	481.58	418	523	643	779
(+/-%)	824.81%	-13.2%	25.0%	23.0%	21.3%
每股收益(元)	1.63	1.41	1.77	2.17	2.64
EBIT Margin	23.37%	19.0%	20.0%	20.5%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	22.41%	16.6%	17.7%	18.4%	18.7%
市盈率 (PE)	22.46	25.9	20.7	16.8	13.9
EV/EBITDA	15.11	18.6	16.4	13.5	11.4
市净率 (PB)	5.03	4.30	3.66	3.09	2.60

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	864	1049	1572	2028	营业收入	2727	3285	3951	4701
应收款项	716	855	1028	1224	营业成本	1286	1558	1861	2210
存货净额	450	450	534	633	营业税金及附加	9	8	10	12
其他流动资产	68	82	98	117	销售费用	648	762	909	1081
流动资产合计	2156	2491	3288	4057	管理费用	266	301	361	429
固定资产	1147	1461	1601	1721	财务费用	(0)	(6)	(6)	(21)
无形资产及其他	164	158	153	147	投资收益	(1)	(1)	1	1
投资性房地产	150	150	150	150	资产减值及公允价值变动	(0)	(5)	(10)	(10)
长期股权投资	46	49	52	55	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3662	4309	5243	6130	营业利润	516	655	808	982
短期借款及交易性金融负债	278	300	300	300	营业外净收支	17	10	10	10
应付款项	165	207	245	291	利润总额	534	665	818	992
其他流动负债	483	590	701	833	所得税费用	81	100	123	149
流动负债合计	925	1097	1247	1425	少数股东损益	34	43	53	64
长期借款及应付债券	67	67	267	267	归属于母公司净利润	418	523	643	779
其他长期负债	31	31	30	30					
长期负债合计	98	97	297	297	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1023	1195	1544	1722	净利润	418	523	643	779
少数股东权益	122	156	198	249	资产减值准备	(38)	(11)	0	0
股东权益	2517	2959	3501	4159	折旧摊销	121	77	106	126
负债和股东权益总计	3662	4309	5243	6130	公允价值变动损失	0	5	10	10
					财务费用	(0)	(6)	(6)	(21)
关键财务与估值指标					营运资本变动	32	(15)	(123)	(136)
每股收益	1.41	1.77	2.17	2.64	其它	67	45	42	51
每股红利	0.10	0.28	0.34	0.41	经营活动现金流	600	624	677	830
每股净资产	8.51	10.00	11.84	14.06	资本开支	(288)	(380)	(250)	(250)
ROIC	17%	18%	21%	23%	其它投资现金流	(9)	3	0	0
ROE	17%	18%	18%	19%	投资活动现金流	(295)	(380)	(253)	(253)
毛利率	53%	53%	53%	53%	权益性融资	10	0	0	0
EBIT Margin	19%	20%	21%	21%	负债净变化	(24)	0	0	0
EBITDA Margin	23%	22%	23%	23%	支付股利、利息	(65)	(81)	(100)	(122)
收入增长	5%	20%	20%	19%	其它融资现金流	139	22	0	0
净利润增长率	-13%	25%	23%	21%	融资活动现金流	(30)	(59)	100	(122)
资产负债率	31%	31%	33%	32%	现金净变动	275	185	524	456
息率	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	589	864	1049	1572
P/E	25.9	20.7	16.8	13.9	货币资金的期末余额	864	1049	1572	2028
P/B	4.3	3.7	3.1	2.6	企业自由现金流	303	240	421	564
EV/EBITDA	18.6	16.4	13.5	11.4	权益自由现金流	418	267	426	582

资料来源: 国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鹤	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
		余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦骞 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		温馨 13612901872 wenxin@guosen.com.cn