

丽珠集团(000513)/化学制药 签署两年期原料药供应合同, 进一步提高业绩确定性
评级: 买入(维持)

市场价格: 62.89

目标价格: 67-78

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

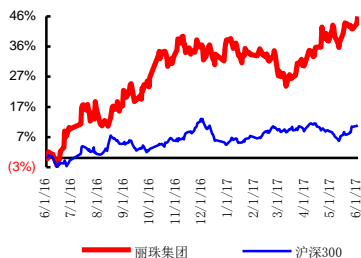
联系人: 谢木青

电话: 021-20312302

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	384
市价(元)	62.89
市值(百万元)	26,766
流通市值(百万元)	24,135

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 丽珠集团(000513 SZ): 处方药稳定增长, 原料药业务略超预期
- 2 丽珠集团(000513 SZ): 土地改造进度超预期, 大幅提高公司资金实力
- 3 丽珠集团(000513 SZ): 业绩符合预期, 原料药、处方药持续稳定增长

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6620.52	7651.78	8927.14	10485.06	12327.41
增长率 yoy%	19.41%	15.58%	16.67%	17.45%	17.57%
净利润	622.64	784.35	959.11	1192.60	1509.40
增长率 yoy%	20.67%	25.97%	22.28%	24.34%	26.56%
每股收益(元)	1.46	1.84	2.25	2.80	3.55
每股现金流量	2.34	3.00	2.96	3.52	4.15
净资产收益率	14.33%	12.06%	13.22%	14.12%	15.16%
P/E	42.99	34.12	27.91	22.44	17.73
PEG	2.08	1.31	1.25	0.92	0.67
P/B	5.74	4.12	3.69	3.17	2.69

备注:

投资要点

- **事件:** 公司子公司新北江与中美华东签订《物料采购合同》, 以总价 4.806 亿元供应两年期阿卡波糖原料药。
- **点评:** 签署两年期阿卡波糖原料药供应合同, 提高未来两年原料药业务稳定性, 并进一步提高公司业绩的确定性。2016 年新北江与中美华东的购销金额税价合计为 1.84 亿元, 扣税后阿卡波糖原料药销售额 1.57 亿元, 占原料药业务的 9.04%, 是原料药业务中比重最大的品种, 本次签署的采购合同由此前的一年一签提高到了两年, 意味着两者间合作更紧密并有望长期维持, 也为未来两年公司的原料药业务乃至公司的业绩增长奠定的基础。
- **原料药通过产品结构调整, 降本增效, 未来有望保持 15-20% 增长。** 公司原料药事业部通过对人员、资源的有效整合, 降低能源消耗, 调整产品结构, 精进工艺水平, 加大国际认证, 盈利能力大幅提高。2016 年实现原料药收入 17.36 亿元, 同比增长 14.47%, 2017 年一季度收入增速预计在 25-30%, 重点品种阿卡波糖、酶酚酸、头孢夫辛钠和林可霉素保持高速增长, 同时通过 FDA 认证的品种预计已经展开了海外销售。
- **中性看待新医保目录对方药的影响, 同时长期看好公司向生物创新药企业转型。** 新医保目录影响预计在 2017 年四季度开始体现, 参芪扶正有望维持正增长, 鼠神经和艾普拉唑有望保持 40% 以上增长; 与此同时, 公司单抗以及液体活检布局进展顺利, 精准医疗产业链逐渐完善, 已形成“丽珠试剂+丽珠单抗+丽珠圣美+丽珠基因”的精准医疗产业链布局。
- **盈利预测与估值:** 不考虑土地转让收益, 我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 89.27、104.85、123.27 亿元, 同比增长 16.67%、17.45%、17.57%, 归属母公司净利润分别为 9.59、11.93、15.09 亿元, 同比增长 22.28%、24.34%、26.56%, 对应 EPS 分别为 2.25、2.80、3.55 元。目前公司股价对应 2017 年 28 倍, 用当前市值扣除土地转让所得现金后, 对应 2017 年 21 倍, 考虑到公司向生物创新药企业转型速度加速, 公司价值明显被低估, 我们给予公司 2017 年 30-35 倍, 目标价 67-78 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 药品研发失败风险, 单抗研发进度不达预期风险, CTC 产品国内推广低于预期风险。

图表 1：丽珠集团财务报表预测（不考虑土地转让收益）

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,544	6,621	7,652	8,927	10,485	12,327	货币资金	716	798	2,062	3,441	4,825	6,683
增长率	20.04%	19.4%	15.6%	16.7%	17.5%	17.6%	应收款项	1,430	1,667	2,026	2,264	2,693	3,146
营业成本	-2,143	-2,575	-2,748	-3,200	-3,704	-4,267	存货	847	984	1,099	1,315	1,471	1,695
%销售收入	38.7%	38.9%	35.9%	35.8%	35.3%	34.6%	其他流动资产	172	129	784	823	828	857
毛利	3,401	4,045	4,904	5,727	6,781	8,060	流动资产	3,166	3,578	5,971	7,843	9,818	12,381
%销售收入	61.3%	61.1%	64.1%	64.2%	64.7%	65.4%	%总资产	43.4%	44.3%	56.7%	65.0%	71.7%	77.7%
营业税金及附加	-69	-81	-120	-140	-165	-194	长期投资	179	249	238	238	238	238
%销售收入	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定投资	3,505	3,671	3,543	3,191	2,849	2,519
营业费用	-2,208	-2,542	-3,070	-3,598	-4,225	-4,931	%总资产	48.0%	45.4%	33.6%	26.5%	20.8%	15.8%
%销售收入	39.8%	38.4%	40.1%	40.3%	40.3%	40.0%	无形资产	387	416	509	517	526	533
管理费用	-465	-606	-725	-866	-1,017	-1,171	非流动资产	4,137	4,500	4,558	4,214	3,881	3,559
%销售收入	8.4%	9.2%	9.5%	9.7%	9.7%	9.5%	%总资产	56.6%	55.7%	43.3%	35.0%	28.3%	22.3%
息税前利润 (EBIT)	659	816	989	1,123	1,374	1,764	资产总计	7,303	8,078	10,529	12,057	13,700	15,940
%销售收入	11.9%	12.3%	12.9%	12.6%	13.1%	14.3%	短期借款	376	650	0	0	0	0
财务费用	-21	-27	-5	41	60	84	应付款项	1,868	2,288	2,548	2,981	3,485	4,023
%销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	其他流动负债	425	216	762	1,042	903	987
资产减值损失	-58	-103	-107	-49	-16	-19	流动负债	2,669	3,155	3,311	4,023	4,388	5,010
公允价值变动收益	-5	0	-1	0	0	0	长期贷款	67	1	1	1	1	1
投资收益	8	7	1	1	1	1	其他长期负债	485	112	112	112	112	112
%税前利润	1.3%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	3,220	3,268	3,424	4,136	4,501	5,123
营业利润	585	693	876	1,117	1,419	1,831	普通股股东权益	3,697	4,346	6,506	7,252	8,445	9,954
营业利润率	10.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.8%	少数股东权益	386	464	600	669	754	862
营业外收支	68	115	129	129	129	129	负债股东权益合计	7,303	8,078	10,529	12,057	13,700	15,940
%税前利润	11.8%	12.2%	13.1%	13.9%	14.8%	15.9%	比率分析						
所得税	-98	-148	-175	-217	-270	-341		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	15.1%	18.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	每股指标						
净利润	554	660	830	1,028	1,278	1,618	每股收益(元)	1.745	1.569	1.842	2.254	2.802	3.547
少数股东损益	38	37	46	69	85	108	每股净资产(元)	12.500	10.951	15.282	17.040	19.842	23.389
归属于母公司的净利润	516	623	784	959	1,193	1,509	每股经营现金净流(元)	2.426	2.338	3.005	2.961	3.517	4.152
净利率	9.3%	9.4%	10.3%	10.7%	11.4%	12.2%	每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	13.96%	14.33%	12.06%	13.22%	14.12%	15.16%
净利润	554	660	830	1,028	1,278	1,618	总资产收益率	7.07%	7.71%	7.45%	7.95%	8.71%	9.47%
少数股东损益	0	0	0	69	85	108	投入资本收益率	13.89%	15.08%	16.95%	21.80%	27.34%	37.28%
非现金支出	315	424	481	401	379	381	增长率						
非经营收益	28	-33	-42	-130	-130	-130	营业收入增长率	20.04%	19.41%	15.58%	16.67%	17.45%	17.57%
营运资金变动	-180	-123	10	-39	-30	-102	EBIT增长率	6.78%	23.78%	21.13%	13.59%	22.31%	28.44%
经营活动现金净流	717	928	1,279	1,329	1,582	1,875	净利润增长率	5.84%	20.67%	25.97%	22.28%	24.34%	26.56%
资本开支	663	470	364	-120	-99	-89	总资产增长率	12.29%	10.61%	30.35%	14.51%	13.62%	16.35%
投资	-83	-81	-595	0	0	0	资产管理能力						
其他	8	-7	16	1	1	1	应收账款周转天数	72.0	68.0	67.7	67.8	67.8	67.8
投资活动现金净流	-738	-558	-943	121	100	91	存货周转天数	126.8	129.8	138.4	150.0	145.0	145.0
股权募资	98	299	1,518	0	0	0	应付账款周转天数	88.1	87.6	81.3	84.4	82.9	83.7
债权募资	98	-506	-300	0	0	0	固定资产周转天数	162.0	172.8	159.0	130.4	100.4	76.2
其他	-217	-104	-259	-3	-213	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-21	-311	959	-3	-213	0	净负债/股东权益	2.96%	-3.20%	-29.09%	-43.50%	-52.51%	-61.83%
现金净流量	-42	58	1,295	1,448	1,470	1,966	EBIT利息保障倍数	32.0	30.0	182.7	-27.6	-22.8	-20.9
							资产负债率	44.10%	40.45%	32.52%	34.31%	32.85%	32.14%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。