

研究所
 证券分析师：朱玮琳 S0350514100001
 0755- 88605169 zhuwl01@ghzq.com.cn
 联系人： 陈铁林 S0350114080012
 0755-83707452 chentl@ghzq.com.cn

股权激励完善利益均衡机制

——丽珠集团（000513）股权激励点评

事件：

公司披露股权激励方案，拟向共计 483 名员工授予 1000 万股限制性 A 股股票，首次授予 900 万股，占公司股本总额的 3.04%，预留 100 万股，占本次限制性股票授予总量的 10%。公司层面解锁业绩条件：以 2014 年净利润为基数，公司 2015~2017 年净利润增长率不低于 15%、38%、73%。公司授予激励对象限制性股票的价格为 25.20 元/股。

点评：

- **股权激励完善利益均衡机制。**我们认为股权激励方案受众面较广，这将有利于进一步完善公司治理结构，建立并不断完善股东、经营层和执行层利益均衡机制。从股权激励行权条件来看，公司 15~17 年的业绩增速有望逐年加速，符合我们对公司基本面拐点往上的判断。
- **股权激励计划费用对利润影响较小。**本次股权激励期权成本共 6853.17 万，2015~2018 年分别为 3340.92 万、2398.61 万、942.31 万和 171.33 万，相比公司 2013 年 5.24 亿元净利润，我们认为其对净利润影响较小。本激励计划产生的期权成本将在管理费用中列支。
- **期待提升估值的因素逐步兑现。**在股权激励完成以后，我们预计公司将加快原料药业务的整合、土地置换充实公司现金流、外延式扩张完善产品线等动作。公司走在从普药企业转型到高端专科药企业的路上，结合公司的产品线以及销售改革的持续深化，存在估值提升潜力。
- **维持公司“增持”评级。**我们预计公司 2014~2016 年 EPS 为 1.81 元、2.13 元和 2.60 元，对应 PE 为 27 倍、23 倍和 18.5 倍。看好公司从普药企业往高端专科药企业的转型，期待估值提升因素的逐步兑现，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**控费导致销售增速不达预期；营销改革等进度低于预期。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	4619	5547	6647	7901
增长率(%)	17%	20%	20%	19%
净利润（百万元）	488	534	630	769
增长率(%)	10%	10%	18%	22%
摊薄每股收益（元）	1.65	1.81	2.13	2.60
ROE(%)	13.5%	13.4%	14.2%	15.4%

图 1、盈利预测

证券代码:	000513.sz				股票价格:	48.80	投资评级:	增持		日期:	2014/12/15
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E		
盈利能力					每股指标						
ROE	14%	13%	14%	15%	EPS	1.65	1.81	2.13	2.60		
毛利率	63%	62%	63%	63%	BVPS	11.31	12.48	13.87	15.56		
期间费率	50%	50%	51%	51%	估值						
销售净利率	11%	10%	9%	10%	P/E	29.60	27.0	22.9	18.8		
成长能力					P/B	4.31	3.91	3.52	3.14		
收入增长率	17%	20%	20%	19%	P/S	3.12	2.60	2.17	1.83		
利润增长率	10%	10%	18%	22%							
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
总资产周转率	0.70	0.79	0.87	0.94	营业收入	4619	5547	6647	7901		
应收账款周转率	3.39	3.32	3.26	3.04	营业成本	1695	2111	2476	2886		
存货周转率	2.64	2.43	2.28	2.28	营业税金及附加	59	72	86	103		
偿债能力					销售费用	1811	2185	2646	3160		
资产负债率	45%	43%	42%	41%	管理费用	437	499	638	774		
流动比	1.28	1.47	1.66	1.90	财务费用	(15)	8	5	3		
速动比	1.00	1.10	1.23	1.43	其他费用/(-收入)	(42)	(33)	(35)	(35)		
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	591	639	761	939		
现金及现金等价物	761	772	894	1079	营业外净收支	38	45	45	45		
应收款项	1364	1672	2040	2598	利润总额	629	684	806	984		
存货净额	642	897	1123	1310	所得税费用	105	109	129	157		
其他流动资产	214	233	277	327	净利润	524	574	677	827		
流动资产合计	2981	3562	4323	5303	少数股东损益	36	40	47	58		
固定资产	1977	2080	2220	2092	归属于母公司净利润	488	534	630	769		
在建工程	1082	882	632	552	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E		
无形资产及其他	225	225	202	180	经营活动现金流	440	206	198	195		
长期股权投资	124	124	124	124	净利润	524	574	677	827		
资产总计	6566	7051	7678	8429	少数股东权益	36	40	47	58		
短期借款	491	491	491	491	折旧摊销	169	270	282	298		
应付款项	812	897	1053	1228	公允价值变动	(1)	2	0	0		
预收帐款	62	74	89	106	营运资金变动	(288)	(680)	(809)	(988)		
其他流动负债	965	965	965	965	投资活动现金流	(875)	97	110	207		
流动负债合计	2330	2427	2598	2790	资本支出	(903)	97	110	207		
长期借款及应付债券	550	550	550	550	长期投资	(3)	0	0	0		
其他长期负债	82	82	82	82	其他	32	0	0	0		
长期负债合计	632	632	632	632	筹资活动现金流	446	(187)	(220)	(269)		
负债合计	2961	3059	3230	3422	债务融资	504	0	0	0		
股本	296	296	296	296	权益融资	52	0	0	0		
股东权益	3605	3992	4449	5006	其它	(110)	(187)	(220)	(269)		
负债和股东权益总计	6566	7051	7679	8428	现金净增加额	11	117	88	133		

资料来源: 国海证券研究所

【分析师承诺】

朱玮琳，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。