

谨慎推荐 (维持)

## 行业压力犹存，股权激励或激发长期潜力

风险评级：一般风险

丽珠集团 (000513) 调研简报

2015年1月29日

### 投资要点:

黄黎明

SAC 执业证书编号:

S0340208070036

电话: 0755-23616029

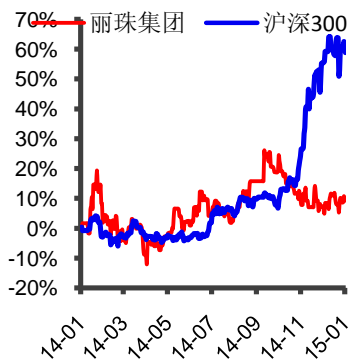
邮箱: hlm@dgzq.com.cn

### 主要数据

2015年1月28日

收盘价(元)	49.81
总市值(亿元)	147.30
总股本(亿股)	295.72
流通股本(亿股)	177.67
ROE (TTM)	14.74%
12月最高价(元)	57.40
12月最低价(元)	39.78

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

2014-8-27

丽珠集团 (000513) 2014 年中报简评: 业绩逐步改善, 期待新品不断发力

2014-10-28

丽珠集团 (000513) 2014 年三季报简评: 收入快速增长, 利润表现落后

■ **激励解锁条件彰显营销改革信心。**近期公布的激励方案以 14 年的扣非净利润为基准, 2015-2017 年增长率分别为 15%、38%和 73%, 对应 2015-2017 年增速分别为 15%、20%和 25%., 利润增速逐年提升, 比较少见, 彰显了管理层对公司长期发展的信心, 体现大股东的业绩要求。

从具体落实上讲, 也是对公司近年营销改革效果的信心。公司研发优势明显, 产品储备丰富, 目前批文 400 多个, 但销售体系相对较弱。近年在营销改革在总结步长、扬子江模式基础上, 摸索出云南模式, 14 年是全面推广时期, 过程中各省参差不齐, 15 年会做一些细化调整, 希望营销改革体现在业绩上。1) 从大代理商改为合约制, 大代理商内部化, 渠道下沉; 2) 考核的进一步细化, 具体要看产品和销售任务; 3) 产品组合销售。

■ **生物药是未来重点, 中药和化药保持平稳。**“百亿看化药, 千亿看单抗”。生物药是公司未来的重要方向, 平台主要放在国外。

股权投资的美商公司中丽珠占 51%, 已投 4 个亿, 几个亿投厂房, 5000 万投研发。目前一个产品 AT132 在一期临床, 最快估计也要在 18 年上市, 也有其它储备, 生物药按国际标准运作。目前的团队是资源整合型的, 约 130-150 人团队 (高管都是海归派), 希望成为公司生物药海外 PE 平台。一方面, 运作自己的产品, 另一方面, 丽珠研发团队的合适产品也靠其海外代理, 丽珠也可以做其生产商, 与丽珠的合作是多方面的。

**中药和化药希望保持平稳增长。**参芪扶正 14 年一季度为清理库存, 销售端 10%多增长, 但发货端只有个位数, 目前终端 25 亿规模, 未来增长主要来自医院渗透率提升。二三线产品表现不错, 亮丙瑞林 (预计 14 年增长 60%以上)、鼠神经生长因子 (预计 14 翻倍增长) 和艾普拉唑 (预计 2014 增长 60%以上) 等品种逐步发力, 产品梯队合理。

原料药方面, 13 年主要是头孢类原料药影响较大, 14 年主要是新产能折旧影响, 前三季度看比去年略好, 主要是头孢类减亏; 管理上也做了一些改善。不过, 原料药 (特别是发酵类) 波动大, 环保压力大, 未来剥离也是较好选择。

■ **行业处方药降价是趋势, 未来仍承压。**近两年医保控费、招标降价始终是困扰处方药市场, 也是必然趋势。公司主力品种参芪扶正在浙江招标征求意见稿预计降约 20%, 压力还是不小, 以后估计越来越严, 降价也是趋势。

- **投资建议。**2014年收入增长比较平稳，但预计业绩有压力（前三季度收入增27.4%，扣非母公司净利增仅3%），一方面，13年考核发货，14年考核终端医院销售，考核模式的改变会对业绩有些影响，另外，费用增长过快，财务费用也有较快增长。

预计公司2014-16年每股收益分别为1.87元、2.21元和2.66元（下调）。公司在产品研发和布局上合理，潜力新品较多，现有产品稳定增长；在营销布局上也将迎来收获，股权激励方案的落实有望激发业绩增长潜力。但处方药降价的大环境仍令未来业绩增长承压，维持“谨慎推荐”评级。

**风险因素。**招标降价、新品研发失败、营销改革不达预期等。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	3,163	3,944	4,619	5,612	6622	7,748
营业总成本	2,721	3,445	4,031	4,962	5843	6,802
营业成本	1,398	1,570	1695	2,104	2,530	2944
营业税金及附加	41	55	59	70	83	97
销售费用	971	1442	1811	2177	2516	2944
管理费用	298	351	437	499	596	690
财务费用	-21	-17	-15	54	53	50
其他经营收益	(13)	21	3	13	16	19
公允价值变动净收益	(11)	16	(1)	0	0	0
投资净收益	(1)	4	5	13	16	19
营业利润	430	519	591	663	794	964
加营业外收入	36	44	43	46	44	44
减营业外支出	3	3	5	0	0	0
利润总额	463	560	629	709	838	1008
减所得税	75	85	105	113	134	161
净利润	388	475	524	596	704	847
减少数股东损益	28	34	36	43	50	61
归母公司所有者净利润	359	442	488	553	654	787
基本每股收益(元)	1.22	1.49	1.65	1.87	2.21	2.66
PE（倍）	41	33	30	27	23	19

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)