

涉足肿瘤基因测序 开拓探索精准医疗

丽珠集团 (000513)

推荐 维持

核心观点:

分析师

☎: 李平祝
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

张金洋

☎: (8610) 83574546
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

1. 事件

近日, 丽珠医药集团股份有限公司与美国 CYNVENIO BIOSYSTEMS, INC. 签订了《CYNVENIO BIOSYSTEMS, INC. TERM SHEET FOR OFFERING OF SERIES B PREFERRED STOCK》(《CYNVENIO 公司 B 轮优先股投资意向书》), 计划出资 1000 万美元认购 CYNVENIO 公司的 B 轮优先股。

2. 我们的分析与判断

(一) 对外投资涉足肿瘤基因测序业务, 积极开拓探索精准医疗

公司拟自筹资金, 以现金出资方式参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资, 预计公司最高出资金额不超过 1000 万美元(按美元兑人民币 1:6.2043 汇率折算, 约为人民币 62,043,000 元), 将持有 CYNVENIO 公司 18.03% 股权。

我们在 4 月 9 日的深度报告中提及, 我们认为公司以朱保国为核心的管理团队深谙行业发展变革, 对行业的发展变革变化拥有极强的嗅觉和敏感度, 并对新事物、新模式、新技术等也勇于尝试, 之前在上市公司体外投资可爱医生就是个印证, 此次现金方式参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资又是进一步认证, 我们认为此举意义不仅仅是涉足肿瘤基因测序业务、开拓探索精准医疗, 更有利于发挥公司生物制剂药与诊断试剂业务的协同合作效应, 推动公司未来在生物药和诊断试剂业务方面的大布局、大发展, 同时也体现了管理层积极尝试新模式、新事物、新技术的勇气和执行力, 公司在寻求国际合作方面已经走出第一步, 未来仍值得期待。

CYNVENIO 公司成立于 2008 年, 注册地为美国特拉华州, 其专门从事肿瘤基因检测服务, 为全球首家采取高纯度提取循环肿瘤细胞群来进行 DNA 测序的企业, 其通过自主开发软件和工作流程来进行罕见细胞的测序, 并对相关技术拥有自主知识产权。2014 年度实现营业收入 1,173,859 美元, 净利润-4,715,897 美元。

传统的肿瘤分子分析需要取患者肿瘤组织进行活检, 是一种侵入性和高成本的方法, CYNVENIO 公司采用提取循环肿瘤细胞群的方法来做测序分析, 对于基因型肿瘤患者治疗非常具有吸引力和战略意义。

根据 CYNVENIO 官网介绍, 公司已经基于其专有 LiquidBiopsy® 技

市场数据	时间 2015.5.7
A 股收盘价(元)	71.57
A 股一年内最高价(元)	81.26
A 股一年内最低价(元)	41.58
上证指数	4112.21
市净率	5.3
总股本(万股)	29572.19
实际流通 A 股(万股)	11199.34
流通 A 股市值(亿元)	127

相关研究

1. 丽珠集团 (000513) 深度报告: 紧握行业脉搏, 深谙变革之道——再论丽珠-20150409
2. 丽珠集团 (000513) 2015 年 1 季报点评: 业绩符合预期, 并逐步向好 20150430

是采用组织活检，一旦采集完血液，将会被运往 Cynvenio CLIA 认证实验室进行分析。（详见 www.liquidbiopsy.com）

ClearID 是一种基于 LiquidBiopsy 技术的先进的测试手段和产品，它是唯一能够分析血样中循环肿瘤细胞和细胞游离 DNA 基因改变、作测序分析，并能够为医学决策（晚期乳腺癌）提供证据支持的产品。（详见 www.cynvenio.com/about-clearid）

（二）成长逻辑清晰，进可攻、退可守

我们再次重申，我们认为丽珠成长逻辑清晰，是一个进可攻、退可守的标的。

退可守：

1、业绩方面：

未来三年公司业绩有望维持 20-30% 增长。我们认为 2015 年业绩有望重回 15-20% 甚至以上增长，并在未来 3 年有望维持 20-30% 业绩增长，原因包括：第一，股权激励要求 20% 复合增速并逐年加速体现了公司的坚定信心，也为业绩提供了基础保障；第二，招标降价对参芪扶正影响非想象中那么大，并且公司四大高增长品种系列的规模已经可以与参芪扶正分庭抗礼（2014 年参芪扶正 13.1 亿，艾普拉唑+促性激素系列+亮丙+鼠神经约 10.3 亿），将接过承担未来 3 年业绩高增长重任，参芪扶正将逐步成为公司现金流品种，影响逐步减弱；第三，经过 10 年的持续营销改革，2015 年营销改革效果有望逐步体现，为业绩超预期带来积极正面影响。

2、未来发展方面：

我们认为在四大高增长品种承接 2-3 年业绩增长之后，公司的艾普拉唑针剂有望上市放量，成为另一 10 亿级别重磅品种，公司在单抗方面有深厚储备，未来有望成为我国单抗行业的龙头企业之一，随着单抗业务逐步落地及市场对其认知的逐步加深，公司在未来 2-3 年内有望迎来业绩、估值双提升，未来看千亿市值。

3、当前估值方面：

公司目前估值 35 倍左右，在同等质地的可比公司里面，估值不贵。

进可攻：

推演公司历史，我们发现公司领导层真心深谙行业发展变革真谛，几次转型都非常成功，公司领导对于行业发展脉搏的变化具有极强的嗅觉和灵敏度，朱保国董事长在上市公司体外投资可爱医生就是一个尝试和印证，此次上市公司现金方式参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资，进军肿瘤基因测序和精准医疗又是进一步认证，在医药行业身处新事物、新技术、新常态大变革时代的背景下，公司是具备一定的想象空间的。

3. 公司投资建议

预计 2015-17 年 EPS 分别为 2.08、2.59、3.29 元，对应 PE 分别为 35、28、22 倍。公司作为中高端处方药企业，未来 3 年变革过渡期业绩增长逻辑清晰（四大高增长品种成为业绩增长主力），艾普拉唑针剂及单抗业务逐步落地，公司未来有望成为千亿市值级别单抗生物药企，我们更看好公司长期发展逻辑，同时近日公司又参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资

前，近年肿瘤基因测序和精准医疗，公司具备想象空间，维持“推荐”评级。

4.主要风险因素

主力品种销售增速低于预期；原料药业绩波动较大；参芪扶正降价幅度较大。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	4618.68	5544.23	6675.08	8075.74	9732.41
营业收入增长率	17.12%	20.04%	20.40%	20.98%	20.51%
净利润（百万元）	487.50	515.98	615.52	765.64	972.07
净利润增长率	10.26%	5.66%	19.47%	24.39%	26.96%
EPS（元）	1.60	1.70	2.02	2.52	3.19
P/E	45	42	35	28	22
P/B	6.5	5.9	5.3	4.7	4.1
EV/EBITDA	27.5	23.5	15.6	13.2	11.2

资料来源：中国银河证券研究部

附表：公司财务报表（百万元）

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	611	571	615	1,747	2,300	营业收入	4619	5544	6675	8076	9732
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	1695	2143	2588	3120	3701
应收账款	1,325	1,378	1,668	2,017	2,424	营业税金及附加	59	69	83	101	121
预付款项	202	166	401	283	529	销售费用	1811	2208	2617	3162	3805
其他应收款	39	52	58	75	86	管理费用	437	465	581	719	886
存货	642	847	885	1203	1274	财务费用	-15	21	32	11	-6
长期股权投资	124	38	38	38	38	资产减值损失	45	58	45	45	45
固定资产净额	1977	2944	2946	2387	1827	公允价值变动损益	-1	-5	0	0	0
在建工程	1083	562	0	0	0	投资收益	5	8	0	0	0
无形资产净值	225	258	214	169	125	营业利润	591	585	729	919	1180
递延所得税资产	0	0	0	0	0	营业外净收入	38	68	49	49	49
资产总计	6365	7093	7088	8169	8852	税前利润	629	652	778	968	1229
短期借款	491	376	0	0	0	所得税	105	98	117	145	184
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
应付账款	812	951	824	1316	1222	归属母公司净利润	488	1	1	1	2
预收款项	62	56	82	85	117	少数股东损益	36	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.602	1.695	2.022	2.515	3.194
其他应付款	767	861	861	861	861	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	550	467	467	467	467	收入增长率	17%	20%	20%	21%	21%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	10%	6%	19%	24%	27%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	15%	8%	21%	21%	25%
其他非流动负债	79	0	0	0	0	盈利能力					
负债合计	2,761	3,011	2,534	3,029	2,967	毛利率	63%	61%	61%	61%	62%
所有者权益合计	3,605	4,082	4,554	5,141	5,886	净利率	11%	10%	10%	10%	11%
现金流量表(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	17%	17%	21%	19%	18%
净利润	524	554	661	823	1045	ROE(摊薄)	15%	14%	15%	16%	18%
折旧与摊销		258	590	1326	793	ROIC	18%	13%	15%	18%	26%
经营活动现金流	438	725	590	1326	793	估值指标					
投资活动现金流	-875	-738	42	42	42	P/E	44.69	42.22	35.39	28.45	22.41
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281	P/S	4.72	3.93	3.26	2.70	2.24
净现金流	-430	-34	43	1132	554	P/B	6.51	5.89	5.28	4.68	4.09
期初现金余额		751	571	615	1747	EV/EBITDA	27.48	23.55	15.56	13.19	11.22
期末现金余额		571	615	1747	2300	股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn