

业绩符合预期,长期发展向好

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

公司发布三季报,公司2015年前三季度实现营业收入48.87亿元,同比增长18.60%;归属于上市公司股东的净利润4.95亿元,同比增长17.04%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润4.20亿元,同比增长12.64%。实现EPS为1.27元。

公司2015年Q3实现营业收入17.71亿元,同比增长18.75%;实现归属于上市公司股东的净利润1.55亿元,同比增长16.80%;归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.33亿元,同比增长29.95%。实现EPS为0.39元。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩符合预期,各业务线平稳增长

公司前三季度业绩增速17.04%,符合预期,扣非后净利润改善明显,第三季度单季度扣非后净利润增速达29.95%,原因主要是:第一,去年同期基数不高。第二,三季度费用控制良好。第三,宁夏产区亏损影响在三季度逐步减弱。从收入端整体看,公司前三季度增速18.60%,在控费和招标降价的双重压力下,仍能保持如此增速,体现了公司较强的渠道管控和终端销售能力。

公司前三季度扣非后净利润增速12.64%,由于去年四季度基数不高,我们预计全年完成股权激励15%增速目标仍是大概率事件。

分产品线来看,我们预计公司中药线增速在12%-15%之间,参芪扶正增速15%以上(样本医院1-8月增速16%,受益于营销改革、渠道下沉);西药线中,消化道线增速在20-30%之间,心血管线稳中略降,抗微生物线10%左右,促性激素线增速比上半年有明显提升,估计在13-15%之间(三季度增速有所恢复提升,我们预计生肖年负面影响在下半年减弱);诊断试剂线增速在5-10%之间。另外,我们通过第三方数据医院终端数据推算估计,公司艾普拉唑增速在70%以上,亮丙瑞林增速在50%以上,鼠神经增速在60%以上,潜力二线品种仍然呈快速增长态势。

市场数据 时间 2015.10.27

A股收盘价(元)	53.35
A股一年内最高价(元)	76.38
A股一年内最低价(元)	36.30
上证指数	3434.34
市净率	6.57
总股本(万股)	39569.69
实际流通A股(万股)	23096.98
流通A股市值(亿元)	221

相关研究

1. 丽珠集团(000513)深度报告:紧握手脉搏,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
3. 丽珠集团(000513)点评报告:涉足肿瘤基因测序,开拓探索精准医疗 20150508
4. 丽珠集团(000513)点评:精准医疗拉开序幕,未来前景值得期待 20150520
5. 丽珠集团(000513)中报点评:业绩基本符合预期,研发稳步推进,长期发展向好 20150827

（二）设立并购基金，与 Epirus 瑞士签订合作协议，海外布局、国际化合作更进一步

公司 9 月 25 日发布公告，公司拟与易成投资以有限合伙的形式共同投资设立产业投资基金，拟定规模 5 亿元，其中：易成投资作为普通合伙人和基金管理人认缴人民币 100 万元，占比 0.20%；丽珠出资人民币 3 亿元，占比 60.00%，其余部分出资另行募集。此投资基金主要定位是投资于境内外医药医疗领域具有行业优势和良好发展潜力的优质企业，进行股权投资。在区域范围方面，公告里面提及了“境内外”，我们认为海外优质的、新领域、新技术等项目较国内更为丰富，而且公司在上半年已经落地了一单海外精准医疗方面的项目，我们认为公司有意愿也有能力进行海外布局，此项基金落地，我们认为有助于国内外尤其是海外布局的加速落地。

同时，公司于 9 月 25 日发布公告，子公司丽珠单抗与 Epirus 瑞士签订技术开发合作协议，双方就 Actemra（可作为免疫抑制剂用于类风湿性关节炎、多发性关节炎和特发性关节炎的治疗）的一种生物仿制药新的化合物 BOW070 产品的临床研究及商业化进行合作；我们认为此项合作有望提升公司单抗生物药的研发水平，推进商业化进程，这标志着公司单抗生物药领域国际化合作进程更进一步。

（三）业务、资产整合提上日程，向特色专科制剂企业转型有望加速

报告期内公司有关业务资产整合的事项主要有二：

7 月 16 日，公司发布公告筹划子公司福兴公司申请在新三板挂牌事宜，虽然公司已经于 8 月 27 日发布公告终止，主要原因是不予豁免相关条款，但是此事项标志着公司已经开始加速公司向特色专科制剂药企业转型发展进程，公司未来有望逐步实现业务整合剥离（原料药部分）。

8 月 24 日，公司与控股股东健康元签订了《关于丽珠医药集团股份有限公司与健康元药业集团股份有限公司之资产整合意向书》，健康元将以其控制的深圳海滨制药有限公司及新乡海滨药业有限公司与药品生产、销售有关的全部或部分资产用于认购公司非公开发行股票；公司将以现金认购健康元控制的焦作健康元生物制品有限公司全部或部分股权，以期能够达到控制。虽然公司于 10 月 27 日发布公告，终止整合，但是我们认为作为公司业务资产整合的又一尝试举措，表明了公司积极整合的态度。

综合以上两事项，我们认为虽然两事项最后都以终止告终，但却表明公司有意积极推进相关业务资产整合，已经提上日程，公司向特色专科制剂企业转型的步伐有望加速，若未来有所推进，公司业绩估值有望双提升，未来可期。

（四）研发工作稳步推进，未来有望在高端生物药领域有所突破

报告期内，公司各项研发工作稳步推进，重点成果包括：注射用艾普拉唑钠完成 III 期临床并进入申报生产阶段；注射用醋酸曲普瑞林缓释微球处于申报临床阶段；注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体启动 Ib/IIa 临床试验研究；注射用重组人绒促性素(rhCG)和重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液已完成新药临床试验注册申请；重组人源化抗 HER2 单克隆抗体注射液项目完成中试工艺研究和中试生产，获得足量样品，并开展了临床前动物试验药理药效研究和安全性评价工作；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体注射液项目开展了分子结构和细胞培养研究，开始早期相关分析方法开发；重组人源化抗 PD-L1 单克隆抗体注射液项目开展了细胞株优化和小试工艺开发。从在研项目来看，公司研发已经进入到高端生物药领域，

未来若品种陆续落地，公司产品线将完成巨大跨越，公司也将步入国内高端生物药领军企业梯队。

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 34、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，同时公司又参与 CYNVENIO 公司的 B 轮融资并成立合资公司，进军肿瘤基因测序和精准医疗，公司原料药业务亦存在整合改善预期。我们看好公司长期发展，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）	1.23	1.30	1.56	1.93	2.46
P/E	43	41	34	28	22
P/B	6.3	5.7	5.1	4.5	4.0
EV/EBITDA	20.7	17.7	11.6	9.7	8.2

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	1.232	1.304	1.556	1.935	2.457
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.232	1.304	1.556	1.935	2.457
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	43.30	40.91	34.30	27.57	21.72
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281	P/S	4.57	3.81	3.16	2.61	2.17
净现金流	-430	-34	43	1132	554	P/B	6.31	5.71	5.12	4.54	3.96
期初现金余额		751	571	615	1747	EV/EBITDA	20.72	17.71	11.63	9.69	8.17
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