

海外拓展再下一城，精准医疗梅开二度

丽珠集团（000513）

推荐 维持

核心观点：

1. 事件

公司于1月28日发布公告，其控股子公司珠海市丽珠单抗生物技术有限公司与美国 AbCyte Therapeutics Inc. 签订了《投资框架协议》，将投资300万美元认购 AbCyte 公司发行的3000万股A轮优先股，占 ABCYTE 公司已发行全部股份的40%，所投入资金将主要用于针对多种肿瘤适应症的单功能或双功能抗体和细胞治疗产品的研发。公司持有丽珠单抗51%的股权，因此本次对外投资涉及本公司金额为人民币1002.58万元。根据框架协议，丽珠单抗除股份外还拥有：**1）可选转换、清算优先权、反稀释保护、分红、指定董事会成员等权益；2）对 AbCyte 公司所研发的细胞个体化治疗技术平台，丽珠单抗有优先权获取中国开发权利。AbCyte 公司享有所有除中国以外的开发权利；对 AbCyte 公司开发的前三个抗体项目，丽珠单抗可行使优先权获取国际市场开发权利。**

2. 我们的分析与判断

（一）海外拓展再下一城，精准医疗梅开二度

2015年5月丽珠集团通过参与B轮融资投资认购 Cynvenio 公司优先股开始进入肿瘤基因检测及精准医疗领域业务，开启精准医疗战略布局之旅（其意义解读在我们的深度报告《绚烂丽珠，怎能被低估？——再论丽珠（二）》中有详细论述）。本次丽珠单抗与 AbCyte 公司签订《框架协议》的投资合作目的，主要在于加快生物药转型和国际化进程以及精准医疗长远布局。如果说投资 Cynvenio 公司是抢占精准医疗先机的探索尝试和首次试水，那么再次对外投资便是对公司精准医疗战略布局的延伸落地和强化。可以看出，对于精准医疗和个体化治疗这块的业务，公司管理层是基于对行业和产业趋势的判断，下定决心去做且有能力逐步落地的。我们推测，未来公司还会持续通过海外布局和国际合作去扩充其精准医疗平台和业务，后续布局值得期待。

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

以及实习生胡碧碧对此篇撰写做出的突出贡献

市场数据 时间 2016.01.28

A 股收盘价(元)	37.27
A 股一年内最高价(元)	76.38
A 股一年内最低价(元)	35.42
上证指数	2655.66
市净率	3.51
总股本(亿股)	3.96
实际流通 A 股(亿股)	2.31
流通 A 股市值(亿元)	86.08

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
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
6. 丽珠集团（000513）深度报告：绚烂丽珠，怎能被低估？——再论丽珠（二）20151222

(二) 参股 AbCyte 丰富公司抗体和细胞个体治疗平台，进一步完善精准医疗布局

本次合作还进一步丰富了公司抗体药物研发平台的技术领域，强化公司在抗体药物研发方面的创新优势，也是对新一代的细胞个体治疗技术平台的积极布局。AbCyte 公司是一家初期的公司，成立于 2016 年 1 月。公司主要从事新一代抗肿瘤特异 T 细胞个体治疗平台及相关创新型及多功能抗体的研究与开发。特异 T 细胞靶向治疗肿瘤是目前国际最热的研究领域，也是精准医疗最为重要的一个细分领域，AbCyte 公司拥有独特的抗体武装 T 细胞治疗技术，可研发出高质量靶向细胞治疗产品。**我们认为，参股 AbCyte 是公司持续完善精准医疗战略布局的重要佐证。**

除了细胞治疗以外，公司的另一项研发重点是抗体药物。公司创始人美籍华人张永克博士（北京医科大学临床医学及日本东京大学细胞与分子生物学 双博士学位，在美国 DNAX 研究所(现 Merck 生物药研究所)完成博士后研究，曾任职于美国 PDL Biopharma、Eptomics Inc. 及 Apexigen Inc. 公司，拥有 12 项用于治疗癌症的抗体专利)拥有 16 年的治疗性抗体研发经验，以及多个治疗性抗体专利，其中多个抗体在美国和中国进入不同临床研究阶段，参与研发的埃罗妥珠单抗 Elotuzumab 已成功获得美国 FDA 批准上市。(Elotuzumab 用于治疗多发性骨髓瘤，靶向作用于 CD319，虽然其单药治疗的作用有限，但其联合来那度胺及地塞米松的治疗结果令人惊奇，且显示良好的安全性。这是一种创新性疗法，即将精确靶向的免疫疗法与常规骨髓瘤疗法结合，为复发难治骨髓瘤患者提供了新的希望，意义重大。) **我们在之前的报告中提到，单抗是丽珠未来重要看点，此次收购 AbCyte 会进一步增强公司单抗研发的优势。更值得注意的是对 AbCyte 公司开发的前三个抗体项目，丽珠单抗可行使优先权获取国际市场开发权利。**

(三) 公司业绩增速确定性高，估值较低，精准医疗布局锦上添花，值得重点关注

公司 2015-2017 年业绩复合增速在 20-25% 之间，确定性高（参芪扶正 IMS 终端数据表现良好，二线品种超高速增长，体量已经可以与参芪扶正相差不多，股权激励条件要求），目前估值 20 倍左右，估值不高；公司单抗部分具备广阔的市场前景，精准医疗布局为公司未来发展锦上添花，两部分在当前股价下均未体现估值；另外，公司相比于增发底价已经倒挂超过 15%；值得重点关注。

3、盈利预测与投资建议

预计 2015-17 年 EPS 为 1.56、1.94、2.46 元，对应 PE 分别为 24、19、15 倍。我们认为公司短期、中期、长期成长逻辑明确，未来三年业绩复合增速 20-25% 确定性高，当下估值不贵，同时精准医疗部分和单抗部分价值没有被市场完全认知与挖掘，预期差较大，公司精准医疗布局已经梅开二度，并已经成立并购基金，我们推测海外布局（包括精准医疗等方面）在未来有望持续推进，另外，公司相比于增发底价已经倒挂超过 15%；值得重点关注。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

4、风险提示

控费带来业绩下降超预期风险；与 Cynvenio 成立合资公司后产品国内审批低于预期；单抗产品研发进度低于预期。

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	1.55	1.93	2.45
P/E	30	29	24	19	15
P/B	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	14.7	12.6	8.2	6.6	5.5

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 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	1.228	1.300	1.551	1.929	2.449
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.228	1.300	1.551	1.929	2.449
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	净利润率	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	30.34	28.67	24.03	19.32	15.22
融资活动现金流	8	-21	-589	-236	-281	P/S	3.20	2.67	2.22	1.83	1.52
净现金流	-430	-34	43	1132	554	P/B	4.42	4.00	3.59	3.18	2.78
期初现金余额		751	571	615	1747	EV/EBITDA	14.74	12.56	8.17	6.60	5.48
期末现金余额		571	615	1747	2300	股息收益率	1%	1%	1%	2%	2%

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，行业证券分析师。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

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
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：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn