

**证券研究报告—动态报告**

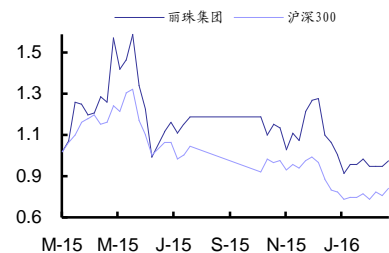
医药保健

制药与生物

**丽珠集团 (000513)**
**买入**
**2015 年年报点评**

(维持评级)

2016 年 03 月 25 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通 (百万股)	397/231
总市值/流通 (百万元)	17,146/9,978
上证综指/深圳成指	2,961/10,284
12 个月最高/最低元)	76.37/35.42

**相关研究报告:**

《丽珠集团-000513-重大事件快评: 业绩符合预期, 投资多功能抗体领域前景看好》——2016-02-01  
 《丽珠集团-000513-更新报告: 攻守兼备, 上调评级》——2014-01-27  
 《丽珠集团-000513-2013 年中报点评: 平稳增长, 符合预期》——2013-08-27  
 《丽珠集团-000513-2013 一季报点评: 较快增长, 略超预期》——2013-04-22  
 《丽珠集团-000513-2012 年报点评: 中长期平稳发展可期》——2013-03-12

**证券分析师: 江维娜**

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangw n@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

**联系人: 万明亮**

电话: 13917314297

E-MAIL: wanml@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 低估值的精准医疗标的

**● 2015 年业绩略超我们预期**

公司 2015 年实现营业收入 66.2 亿 (+19.41%, 预期为+18.0%), 归属母公司股东净利润 6.23 亿 (+20.67%, 预期为+19.6%), 扣非净利润 5.38 亿 (+16.27%), EPS 1.62 元 (预期为 1.55 元), 业绩略超我们预期。

**● 重点产品增长迅速, 中药及原料药需要关注**

重点产品亮丙瑞林微球、艾普拉唑、鼠神经生长因子收入录得 47%、75%和 66% 的高成长, 得益于品种的竞争格局和公司营销改革。中药注射剂参芪扶正 15 年同比增长 17.2%, 超预期 (预期+10%)。考虑到国家对中药注射剂的限制, 我们认为参芪扶正很难继续维持高增长, 预计未来为 5%左右的个位数增长。原料药 15 年同比增长 33%, 受益于宁夏基地的投产。未来随着产能释放以及新品种导入, 将继续维持增长。诊断试剂及设备 15 年增速为 6.4%。整个公司正全力以赴进行 Cynvenio 的技术转移和市场推广前期准备, 预计相关基因检测产品今年报证, 明年拿到注册, 17 年开始贡献利润。展望 16 年, 我们认为重点产品增长较为确定, 诊断设备与仪器处于准备期, 中药注射剂与原料药的板块业绩增速弹性较大, 需要重点关注。

**● 毛利率与费用率变化, 但趋势相对清晰**

公司西药制剂、中药制剂、与原料药毛利率均同比上升 1-2 个百分点, 主要是因为高毛利率的产品占比提高。毛利率的提高将能够继续维持, 15 年管理费用率提高 0.8 个百分点, 研发支出增加所致。考虑到公司在多领域研发布局且逐渐进入临床后期阶段, 研发费用将持续增长, 从而管理费用率逐年小幅提升。15 年销售费用率下降 1.5 个百分点, 得益于原料药销售占比提高以及公司的营销改革。由于原料药收入还可能持续高增长, 销售费用率将小幅降低。同时公司 15 年有 6200 万的一次性资产减值损失 (海外可供出售权益资产减值), 该影响在 16 年消除, 有助于公司 16 年归母净利润的增长。

**● 低估值的精准医疗标的, 维持“买入”评级**

我们略微调高公司 2016-18 年 EPS 预测至 1.92/2.14/2.29 元 (原预测为 1.87/2.12/2.25 元), 目前的股价对应的估值为 23/20/18x。我们认为公司现有业务已经能够为股价提供良好的安全边际, 而精准医疗的布局一旦落地则有望成为股价上行的催化剂。基于对公司业务和在研产品的判断, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,544	6,621	7,553	8,631	9,834
(+/-%)	20.0%	19.4%	14.1%	14.3%	13.9%
净利润(百万元)	516	623	762	848	910
(+/-%)	5.8%	20.7%	22.4%	11.2%	7.4%
摊薄每股收益 (元)	1.30	1.57	1.92	2.14	2.29
EBIT Margin	12.1%	12.6%	12.5%	12.1%	11.3%
净资产收益率 (ROE)	14.0%	14.3%	15.6%	15.5%	14.9%
市盈率 (PE)	33.2	27.5	22.5	20.2	18.8
EV/EBITDA	21.9	17.7	15.2	14.0	13.4
市净率 (PB)	4.6	3.9	3.5	3.1	2.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司收入分拆及关键假设的说明

从业绩增长角度，收入端我们要密切关注中药板块与原料药的增速，因为其不确定性最高。费用端要关注研发支出提高管理费用率的情况。在新业务端，关注 Cynvenio 基因检测技术在 17 年获得注册后对业绩的贡献程度。

表 1: 公司收入分拆及关键假设说明 (单位: 百万)

		2015A	2016E	2017E	2018E	备注
<b>营业总收入</b>		<b>6,517</b>	<b>7,434</b>	<b>8,495</b>	<b>9,680</b>	
<b>西药制剂</b>		<b>2,581</b>	<b>3,019</b>	<b>3,522</b>	<b>4,070</b>	
	促性激素	922	1,106	1,300	1,508	
	消化道	566	697	865	1,053	
	抗微生物药物	363	381	400	420	
	心脑血管	152	152	152	152	
	其他	579	684	805	937	
<b>中药制剂</b>		<b>1,945</b>	<b>2,022</b>	<b>2,102</b>	<b>2,102</b>	
<b>原料药</b>		<b>1,516</b>	<b>1,895</b>	<b>2,275</b>	<b>2,616</b>	
<b>诊断试剂及设备</b>		<b>469</b>	<b>492</b>	<b>886</b>	<b>1,152</b>	
<b>其他产品</b>		<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	
<b>收入增速</b>		<b>17.5%</b>	<b>14.1%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.9%</b>	
<b>西药制剂</b>		<b>21.4%</b>	<b>17.0%</b>	<b>16.7%</b>	<b>15.5%</b>	
	促性激素	22.9%	19.9%	17.6%	16.0%	主要动力: 亮丙瑞林 25%-30%的增长, 尿促卵泡素 15%增长
	消化道	31.2%	23.2%	24.1%	21.8%	主要动力: 艾普拉唑 35%-50%的增长
	抗微生物药物	7.8%	5.0%	5.0%	5.0%	
	心脑血管	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%	
	其他	28.4%	18.1%	17.8%	16.3%	主要动力: 鼠神经生长因子 25%-35%的增长
<b>中药制剂</b>		<b>11.8%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.0%</b>	<b>0.0%</b>	参芪扶正 5%左右增长
<b>原料药</b>		<b>33.1%</b>	<b>25.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.0%</b>	
<b>诊断试剂及设备</b>		<b>6.4%</b>	<b>5.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>20.0%</b>	
<b>其他产品</b>		<b>-49.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	
<b>毛利率</b>		<b>62.2%</b>	<b>60.9%</b>	<b>59.9%</b>	<b>59.3%</b>	
<b>西药制剂</b>		<b>77.94%</b>	<b>77.9%</b>	<b>77.9%</b>	<b>77.9%</b>	维持不变
<b>中药制剂</b>		<b>79.69%</b>	<b>79.7%</b>	<b>79.7%</b>	<b>79.7%</b>	维持不变
<b>原料药</b>		<b>14.83%</b>	<b>14.8%</b>	<b>14.8%</b>	<b>14.8%</b>	维持不变
<b>诊断试剂及设备</b>		<b>56.17%</b>	<b>56.2%</b>	<b>56.2%</b>	<b>56.2%</b>	维持不变
<b>其他产品</b>		<b>50.00%</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	维持不变
<b>其他关键假设</b>						
<b>销售费用率</b>		<b>38.39%</b>	<b>38.0%</b>	<b>37.3%</b>	<b>37.2%</b>	原料药销售占比提高, 销售费用率下降
<b>管理费用率</b>		<b>8.80%</b>	<b>9.00%</b>	<b>9.20%</b>	<b>9.40%</b>	研发开支持续增大, 管理费用率提升

注: 黄色标亮部分为关键假设

资料来源: 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	798	478	978	1525	营业收入	6621	7553	8631	9834
应收款项	1667	1901	2173	2476	营业成本	2575	2956	3457	4007
存货净额	984	1110	1305	1523	营业税金及附加	81	92	106	120
其他流动资产	122	232	265	302	销售费用	2542	2870	3223	3660
<b>流动资产合计</b>	<b>3578</b>	<b>3728</b>	<b>4728</b>	<b>5833</b>	管理费用	606	690	804	935
固定资产	3671	3753	3845	3950	财务费用	27	(1)	(18)	(31)
无形资产及其他	259	250	241	231	投资收益	7	7	7	7
投资性房地产	500	500	500	500	资产减值及公允价值变动	(103)	(65)	(72)	(79)
长期股权投资	69	69	69	63	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8078</b>	<b>8300</b>	<b>9383</b>	<b>10578</b>	营业利润	693	887	994	1072
短期借款及交易性金融负债	650	0	0	0	营业外净收支	115	60	60	60
应付款项	936	1058	1245	1452	<b>利润总额</b>	<b>808</b>	<b>947</b>	<b>1054</b>	<b>1132</b>
其他流动负债	1569	1750	2014	2321	所得税费用	148	142	158	170
<b>流动负债合计</b>	<b>3155</b>	<b>2808</b>	<b>3258</b>	<b>3773</b>	少数股东损益	37	43	48	52
长期借款及应付债券	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>623</b>	<b>762</b>	<b>848</b>	<b>910</b>
其他长期负债	112	112	112	112					
<b>长期负债合计</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>	<b>113</b>					
<b>负债合计</b>	<b>3268</b>	<b>2921</b>	<b>3371</b>	<b>3886</b>					
少数股东权益	464	500	540	582					
股东权益	4346	4880	5473	6110					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8078</b>	<b>8300</b>	<b>9383</b>	<b>10578</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	623	762	848	910
资产减值准备	45	10	2	2
折旧摊销	311	379	422	460
公允价值变动损失	103	65	72	79
财务费用	27	(1)	(18)	(31)
营运资本变动	(210)	(157)	(48)	(41)
其它	(15)	26	38	41
<b>经营活动现金流</b>	<b>857</b>	<b>1085</b>	<b>1333</b>	<b>1451</b>
资本开支	(395)	(526)	(578)	(636)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(426)</b>	<b>(526)</b>	<b>(578)</b>	<b>(631)</b>
权益性融资	299	0	0	0
负债净变化	(66)	0	0	0
支付股利、利息	(106)	(229)	(254)	(273)
其它融资现金流	(304)	(650)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(349)</b>	<b>(879)</b>	<b>(254)</b>	<b>(273)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>83</b>	<b>(320)</b>	<b>500</b>	<b>547</b>
货币资金的期初余额	716	798	478	978
货币资金的期末余额	798	478	978	1525
企业自由现金流	373	499	680	729
权益自由现金流	3	(151)	695	755

关键财务与估值指标				
	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.57	1.92	2.14	2.29
每股红利	0.27	0.58	0.64	0.69
每股净资产	10.95	12.29	13.79	15.39
ROIC	13%	16%	18%	18%
ROE	14%	16%	15%	15%
毛利率	61%	61%	60%	59%
EBIT Margin	12%	13%	12%	11%
EBITDA Margin	17%	18%	17%	16%
收入增长	19%	14%	14%	14%
净利润增长率	21%	22%	11%	7%
资产负债率	46%	41%	42%	42%
息率	1%	1%	1%	2%
P/E	27.5	22.5	20.2	18.8
P/B	3.9	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	18.1	15.2	14.0	13.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				