

## 业绩超出市场预期， 多项业务爆发致业绩高增长

核心观点：

### 1. 事件

公司发布 2016 年一季报，实现营业收入 17.46 亿元，同比增长 12.41%；归属于上市公司股东的净利润 2.30 亿元，同比增长 25.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.89 亿元，同比增长 35.34%。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）业绩超出市场预期，多项业务爆发致业绩高增长

公司一季度收入增速为 12.41%，相比于 2015 年有所下降，主要原因是部分产品线如抗微生物产品线、心血管产品线增速下降所致，两个产品线并非公司核心看点产品线，故影响不大。

公司一季度净利润增速为 25.98%，扣非后增速为 35.34%，超出市场预期。我们认为主要因素有三：第一，公司原料药业务扭亏，去年同期亏损，今年盈利约 1000 多万，放眼全年，公司原料药业务有望为业绩提供较大弹性贡献；第二，公司诊断试剂产品线增速有较大幅度上升，预计增速接近 20%（2015 年增速为 6.36%）；第三，公司促性激素产品线整体增速大幅上升，下属 4 个核心产品（亮丙瑞林、促卵泡素、绒促性素、尿促性素）总和预计增速在 40% 左右，其中预计亮丙瑞林增速约 50%，促卵泡素增速约 35%，均实现较高增长；另外，预计参芪增速在 10% 左右（主要受益于渠道下沉），艾普拉唑增速在 60% 左右，鼠神经增速在 60% 左右，核心品种均表现亮眼。

公司毛利率有较大提升，同比增长 2.4 个百分点，我们认为主要和原料药扭亏及高毛利品种结构变化有关。

#### （二）增发加码主业，目前进展顺利，助力未来发展

公司 2015 年 11 月发布增发预案，拟募集 14.58 亿，用于研发和产业化项目（包括艾普拉唑系列创新产品深度开发及产业化升级项目、对丽珠单抗增资投资建设“治疗用抗体药物研发及产业化建设项目”、长效微球技术研发平台建设项目）以及补充流动资金和偿还银行贷款，锁定期 12 个月，底价为不低于 38.36 元/股。公司在积极推动增发落地，从募投项目来看，我们认为均在创新药、生物药、创新制剂方面，均有助于提升长期核心竞争力，加码主业，助力未来发展。目前进展顺利，等待股东会后再次上报材料，若一切进展顺利，我们估计可能在未来 2-3 个月拿到批文。

丽珠集团（000513）

推荐 维持

分析师

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

张金洋

☎：(8610) 83574546  
✉：zhangjinyang@chinastock.com.cn  
执业证书编号：S0130516040001

市场数据 时间 2016.04.21

A 股收盘价(元)	43.25
A 股一年内最高价(元)	99.43
A 股一年内最低价(元)	35.42
上证指数	2952.89
市净率	3.75
总股本(亿股)	3.97
实际流通 A 股(亿股)	2.35
流通 A 股市值(亿元)	107

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
7. 丽珠集团（000513）点评报告：海外拓展再下一城，精准医疗梅开二度 20160129
8. 丽珠集团（000513）点评：修改增发底价有助于提升发行效率及顺利发行可能性，坚定看好公司发展 20160309
9. 丽珠集团（000513）年报点评：业绩符合预期，二线品种持续高增长，精准医疗布局值得期待 20160325

### （三）逻辑再梳理：公司业绩高增速确定性高，估值较低，精准医疗及单抗布局锦上添花，值得重点关注，原料药有望提供较大弹性

我们预计公司 2016-2018 年业绩复合增速有望在 25% 以上，确定性较高（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 2016 年估值 22 倍左右，估值较低；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，海外布局、国际化合作也在持续推进；另外，原料药业务经过调整有望给公司整体业绩提供一定弹性，公司资产处理及整合亦值得重点关注。

## 3、盈利预测与投资建议

由于公司原料药业务大幅扭亏及高毛利品种结构变化致整个公司层面毛利率有了较大提升，我们上调盈利预测，预计 2016-18 年 EPS 为 1.99、2.50、3.12 元（原预测 1.93、2.40、2.89 元），同比增长分别为 26.8%、25.5%、25.1%，以 4 月 21 日股价计算，对应 PE 分别为 22、17、14 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 25% 以上确定性较高，当下估值较低，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，原料药业务经过调整在 2016 年有望给公司整体业绩提供一定弹性。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

## 4、风险提示

主力品种销售增速低于预期；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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	5544.23	6620.52	7938.27	9396.17	11058.19
营业收入增长率	20.04%	19.41%	19.90%	18.37%	17.69%
净利润（百万元）	515.98	622.64	789.75	990.82	1239.78
净利润增长率	5.66%	20.67%	26.84%	25.46%	25.13%
EPS（元）	1.30	1.57	1.99	2.50	3.12
P/E	33	28	22	17	14
P/B	4.6	3.9	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	14.5	14.9	10.2	8.3	6.7

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)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	571	574	1,309	2,506	3,753	营业收入	5544	6621	7938	9396	11058
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	2143	2575	2922	3475	4119
应收账款	1,378	1,599	2,143	2,286	2,927	营业税金及附加	69	81	97	115	135
预付款项	166	122	342	210	444	销售费用	2208	2542	3151	3646	4180
其他应收款	52	68	76	94	106	管理费用	465	606	754	893	1051
存货	847	984	1068	1372	1520	财务费用	21	27	25	27	20
长期股权投资	38	69	69	69	69	资产减值损失	58	103	69	69	69
固定资产净额	2944	3324	3050	2429	1808	公允价值变动损益	-5	0	0	0	0
在建工程	562	347	0	0	0	投资收益	8	7	0	0	0
无形资产净值	258	259	224	176	127	营业利润	585	693	920	1172	1486
递延所得税资产	0	60	60	60	60	营业外净收入	68	115	74	74	74
资产总计	7093	7749	8651	9491	11104	税前利润	652	808	993	1246	1559
短期借款	376	250	0	0	0	所得税	98	148	149	187	234
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	6%	19%	28%	25%	25%
应付账款	951	936	1381	1374	1891	归属母公司净利润	516	1	1	1	2
预收款项	56	65	96	95	129	少数股东损益	38	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	1.300	1.569	1.990	2.496	3.124
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	1.300	1.569	1.990	2.496	3.124
其他应付款	861	1287	1287	1287	1287	<b>指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	467	1	1	1	1	收入增长率	20%	19%	20%	18%	18%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	6%	19%	28%	25%	25%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	8%	25%	18%	23%	24%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	3,011	2,939	3,165	3,157	3,709	毛利率	61%	61%	63%	63%	63%
所有者权益合计	4,082	4,810	5,486	6,334	7,396	净利润率	10%	10%	11%	11%	12%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBITDA/营业收入	17%	17%	20%	19%	19%
净利润	554	660	844	1059	1325	ROE (摊薄)	14%	14%	16%	17%	18%
折旧与摊销		321	1075	1302	1379	ROIC	13%	14%	18%	24%	32%
经营活动现金流	725	934	1075	1302	1379	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-738	-558	63	63	63	P/E	33.27	27.57	21.74	17.32	13.85
融资活动现金流	-21	-315	-404	-168	-194	P/S	3.10	2.59	2.16	1.83	1.55
净现金流	-34	64	734	1197	1248	P/B	4.64	3.95	3.46	2.99	2.55
期初现金余额		709	574	1309	2506	EV/EBITDA	14.47	14.95	10.17	8.31	6.70
期末现金余额		574	1309	2506	3753	股息收益率	1%	0%	1%	1%	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，张金洋，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

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](http://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