

丽珠集团 (000513.SZ)

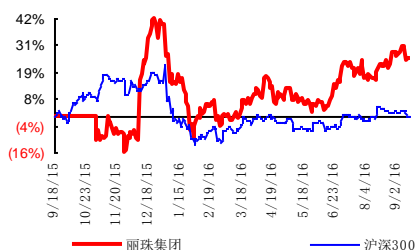
定增价接近市场价，公司成长性获市场认可

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **56—68**
 分析师 程娇翼 联系人 谢木青
 S0740515030003
 021-20315206 021-20312302
 chengjy@r.qlzq.com.cn xiemq@r.qlzq.com.cn
 2016年09月18日

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 397 |
| 流通股本(百万股) | 381 |
| 市价(元) | 51.18 |
| 市值(百万元) | 20,300 |
| 流通市值(百万元) | 19,492 |

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

| 指标 | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 5,544.23 | 6,620.52 | 7,714.35 | 9,243.85 | 11,171.8 |
| 营业收入增速 | 20.04% | 19.41% | 16.52% | 19.83% | 20.86% |
| 归属于母公司的净利润 | 515.98 | 622.64 | 774.30 | 953.19 | 1188.34 |
| 净利润增长率 | 5.84% | 20.67% | 24.36% | 23.10% | 24.67% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.74 | 1.57 | 1.82 | 2.24 | 2.79 |
| 前次预测每股收益(元) | | | | | |
| 市场预测每股收益(元) | | | | | |
| 市盈率(倍) | 28.34 | 36.61 | 28.16 | 22.87 | 18.35 |
| PEG | 4.85 | 1.77 | 1.16 | 0.99 | 0.74 |
| 每股净资产(元) | 12.50 | 10.95 | 14.94 | 17.18 | 19.97 |
| 每股现金流量(元) | 2.43 | 2.34 | 1.91 | 2.63 | 3.17 |
| 净资产收益率 | 13.96% | 14.33% | 12.16% | 13.02% | 13.97% |
| 市净率 | 3.96 | 5.24 | 3.43 | 2.98 | 2.56 |
| 总股本(百万元) | 295.72 | 396.89 | 425.99 | 425.99 | 425.99 |

投资要点

- **事件:** 公司非公开发行股票 29,098,203 股, 发行价格为 50.10 元/股, 股票上市时间为 2016 年 9 月 20 日, 发行对象包括鹏华资管、财通基金、大成基金、华融资管和招商财富资管。
- **点评:** 发行价 50.10 元接近市场价 51.18 元 (2016.9.14 收盘价), 公司未来成长性逐步被市场认可, 坚定维持“买入”。公司自 2016.8.2 定增获得证监会核准批文后, 备受市场关注, 此次定增最终报价机构达 52 家, 不乏多家大型公募基金、保险的机构, 定增价 50.10 元超过发行底价 (37.86 元) 32.3%, 意味着市场认可公司未来发展前景, 我们也曾多次强调, 公司的参芪扶正注射液在安全有效性上并无问题, 同时在内蒙古等几个省份出台的辅助用药目录中均没有参芪扶正产品, 投资者不用过度担忧, 而二线品种规模在 2016 年中报首次超过参芪扶正, 意味着公司产品收入结构已经发生变化, 再加上公司在精准医疗上的强势布局, 我们坚定看好公司长期发展前景。
- **长期来说,** 我们看好公司在精准医疗方面的强势布局 (液体活检+单抗+双抗), 其中 CTC 产品设备已经进入公示阶段, 二类试剂申报进行中, 我们预计年底有望获批; 单抗研发线中 1 项完成临床 I 期, 3 项在申报中; 总的来说, 丽珠已有多项自主创新产品证明了其具有创新的“基因”, 而现有业务稳定快速增长提供源源不断的现金流, 使得丽珠同时具备创新和资金两大核心要素, 有望率先实现从诊断、药物研发到治疗一体化的个性化医疗平台型企业。

- **盈利预测与估值：**公司未来三年业绩驱动主要来源于除“参芪扶正”外潜力品种持续放量、CTC 产品国内上市上量以及 2018 年首个重磅单抗的市场推广。我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 77.14、92.43、111.72 亿元，同比增长 16.52%、19.83%、20.86%，归属母公司净利润分别为 7.74、9.53、11.88 亿元，同比增长 24.36%、23.10、24.67%，增发摊薄后 EPS 为 1.82、2.24、2.79。目前公司股价对应 2017 年 23 倍 PE，仍然低于可比制剂类公司的平均估值，再加上公司在单抗、液体活检上的强势布局，公司价值明显被低估，我们给予公司 2017 年 25-30 倍 PE 为目标估值，对应目标价为 56-68 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品研发失败风险、单抗研发进度不达预期风险、CTC 产品国内审批低于预期风险。

图表 1：丽珠集团财务报表预测

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业总收入 | 4,619 | 5,544 | 6,621 | 7,714 | 9,244 | 11,172 | 货币资金 | 761 | 716 | 798 | 2,910 | 3,907 | 5,350 |
| 增长率 | 17.12% | 20.0% | 19.4% | 16.5% | 19.8% | 20.9% | 应收账款 | 1,364 | 1,430 | 1,667 | 1,968 | 2,393 | 2,867 |
| 营业成本 | -1,695 | -2,143 | -2,575 | -3,014 | -3,561 | -4,228 | 存货 | 642 | 847 | 984 | 1,059 | 1,251 | 1,491 |
| %销售收入 | 36.7% | 38.7% | 38.9% | 39.1% | 38.5% | 37.8% | 其他流动资产 | 214 | 172 | 129 | 157 | 185 | 218 |
| 毛利 | 2,924 | 3,401 | 4,045 | 4,700 | 5,683 | 6,944 | 流动资产 | 2,981 | 3,166 | 3,578 | 6,094 | 7,736 | 9,927 |
| %销售收入 | 63.3% | 61.3% | 61.1% | 60.9% | 61.5% | 62.2% | %总资产 | 45.4% | 43.4% | 44.3% | 59.4% | 66.9% | 74.0% |
| 营业税金及附加 | -59 | -69 | -81 | -94 | -113 | -137 | 长期投资 | 134 | 179 | 249 | 239 | 229 | 219 |
| %销售收入 | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 固定资产 | 3,060 | 3,505 | 3,671 | 3,371 | 3,060 | 2,752 |
| 营业费用 | -1,811 | -2,208 | -2,542 | -2,993 | -3,596 | -4,357 | %总资产 | 46.6% | 48.0% | 45.4% | 32.9% | 26.5% | 20.5% |
| %销售收入 | 39.2% | 39.8% | 38.4% | 38.8% | 38.9% | 39.0% | 无形资产 | 341 | 387 | 416 | 388 | 372 | 347 |
| 管理费用 | -437 | -465 | -606 | -714 | -860 | -1,045 | 非流动资产 | 3,585 | 4,137 | 4,500 | 4,162 | 3,824 | 3,481 |
| %销售收入 | 9.5% | 8.4% | 9.2% | 9.3% | 9.3% | 9.4% | %总资产 | 54.6% | 56.6% | 55.7% | 40.6% | 33.1% | 26.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 618 | 659 | 816 | 899 | 1,115 | 1,405 | 资产总计 | 6,566 | 7,303 | 8,078 | 10,255 | 11,560 | 13,408 |
| %销售收入 | 13.4% | 11.9% | 12.3% | 11.7% | 12.1% | 12.6% | 短期借款 | 491 | 376 | 650 | 400 | 400 | 400 |
| 财务费用 | 15 | -21 | -27 | 21 | 51 | 71 | 应付账款 | 1,640 | 1,868 | 2,288 | 2,399 | 2,851 | 3,373 |
| %销售收入 | -0.3% | 0.4% | 0.4% | -0.3% | -0.6% | -0.6% | 其他流动负债 | 198 | 425 | 216 | 458 | 286 | 337 |
| 资产减值损失 | -45 | -58 | -103 | -9 | -19 | -20 | 流动负债 | 2,330 | 2,669 | 3,155 | 3,257 | 3,538 | 4,110 |
| 公允价值变动收益 | -1 | -5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 150 | 67 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资收益 | 5 | 8 | 7 | 7 | 7 | 7 | 其他长期负债 | 482 | 485 | 112 | 112 | 112 | 112 |
| %税前利润 | 0.7% | 1.3% | 0.8% | 0.7% | 0.5% | 0.4% | 负债 | 2,961 | 3,220 | 3,268 | 3,369 | 3,650 | 4,223 |
| 营业利润 | 591 | 585 | 693 | 918 | 1,154 | 1,463 | 普通股股东权益 | 3,338 | 3,697 | 4,346 | 6,365 | 7,319 | 8,507 |
| 营业利润率 | 12.8% | 10.5% | 10.5% | 11.9% | 12.5% | 13.1% | 少数股东权益 | 260 | 386 | 464 | 521 | 591 | 678 |
| 营业外收支 | 38 | 68 | 115 | 100 | 100 | 100 | 负债股东权益合计 | 6,560 | 7,303 | 8,078 | 10,255 | 11,560 | 13,408 |
| 税前利润 | 629 | 652 | 808 | 1,018 | 1,254 | 1,563 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 13.6% | 11.8% | 12.2% | 13.2% | 13.6% | 14.0% | | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | -105 | -98 | -148 | -187 | -230 | -287 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 16.7% | 15.1% | 18.4% | 18.4% | 18.4% | 18.4% | 每股收益 (元) | 1.649 | 1.745 | 1.569 | 1.818 | 2.238 | 2.790 |
| 净利润 | 524 | 554 | 660 | 831 | 1,023 | 1,276 | 每股净资产 (元) | 11.288 | 12.500 | 10.951 | 14.943 | 17.180 | 19.970 |
| 少数股东损益 | 36 | 38 | 37 | 57 | 70 | 87 | 每股经营现金净流 (元) | 1.488 | 2.426 | 2.338 | 1.906 | 2.625 | 3.175 |
| 归属于母公司的净利润 | 487.50 | 515.98 | 622.64 | 774.30 | 953.19 | 1,188.34 | 每股股利 (元) | 0.000 | 0.000 | 0.500 | 0.500 | 0.000 | 0.000 |
| 净利率 | 10.6% | 9.3% | 9.4% | 10.0% | 10.3% | 10.6% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 14.60% | 13.96% | 14.33% | 12.16% | 13.02% | 13.97% |
| 净利润 | 524 | 554 | 660 | 831 | 1,023 | 1,276 | 总资产收益率 | 7.43% | 7.07% | 7.71% | 7.55% | 8.25% | 8.86% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 57 | 70 | 87 | 投入资本收益率 | 13.77% | 13.89% | 15.08% | 17.71% | 21.76% | 28.52% |
| 非现金支出 | 225 | 315 | 424 | 353 | 372 | 378 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | -8 | 28 | -33 | -101 | -107 | -107 | 营业总收入增长率 | 17.12% | 20.04% | 19.41% | 16.52% | 19.83% | 20.86% |
| 营运资金变动 | -302 | -180 | -123 | -271 | -171 | -195 | EBIT 增长率 | 17.26% | 6.78% | 23.78% | 10.15% | 23.98% | 26.07% |
| 经营活动现金净流 | 440 | 717 | 928 | 869 | 1,188 | 1,440 | 净利润增长率 | 10.38% | 5.84% | 20.67% | 24.36% | 23.10% | 24.67% |
| 资本开支 | 920 | 663 | 470 | -83 | -74 | -75 | 总资产增长率 | 16.43% | 11.33% | 10.61% | 26.96% | 12.72% | 15.99% |
| 投资 | 46 | -83 | -81 | 10 | 10 | 10 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | -1 | 8 | -7 | 7 | 7 | 7 | 应收账款周转天数 | 74.6 | 74.1 | 68.0 | 69.6 | 71.6 | 70.8 |
| 投资活动现金净流 | -875 | -738 | -558 | 100 | 91 | 92 | 存货周转天数 | 128.0 | 126.8 | 129.8 | 128.2 | 128.3 | 128.7 |
| 股权募资 | 52 | 98 | 299 | 1,458 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 80.5 | 88.1 | 87.6 | 85.4 | 87.0 | 86.7 |
| 债权募资 | 112 | 98 | -506 | -250 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 122.7 | 162.0 | 172.8 | 154.4 | 121.9 | 92.4 |
| 其他 | -156 | -217 | -104 | -8 | -213 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 7 | -21 | -311 | 1,200 | -213 | 0 | 净负债/股东权益 | 7.48% | 2.96% | -3.20% | -36.53% | -44.40% | -53.96% |
| 现金净流量 | -428 | -42 | 58 | 2,169 | 1,067 | 1,531 | EBIT 利息保障倍数 | -41.0 | 32.0 | 30.0 | -42.9 | -21.8 | -19.9 |
| | | | | | | | 资产负债率 | 45.15% | 44.10% | 40.45% | 32.85% | 31.58% | 31.50% |

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。