

## 丽珠集团 (000513.SZ)

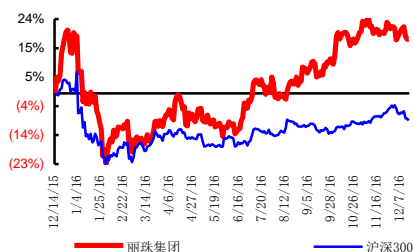
### 三单抗临床试验获新进展，公司向创新生物药企业转型进度加快

评级：**买入** 前次：**买入**  
 目标价(元)：**69—81**  
 分析师 程娇翼 联系人 谢木青  
 S0740515030003  
 021-20315206 021-20312302  
 chengjy@r.qizq.com.cn xiemq@r.qizq.com.cn  
 2016年12月14日

#### 基本状况

总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	381
市价(元)	56.96
市值(百万元)	24,250
流通市值(百万元)	21,722

#### 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)	5,544.2	6,620.5	7,760.1	9,343.2	11,202.
营业收入增速	20.04%	19.41%	17.21%	20.40%	19.90%
归属于母公司的净利润	515.98	622.64	788.00	987.94	1223.46
净利润增长率	5.84%	20.67%	26.56%	25.37%	23.84%
摊薄每股收益(元)	1.74	1.57	1.85	2.32	2.87
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	30.77	24.55	19.82
PEG	4.85	1.77	1.16	0.97	0.83
每股净资产(元)	12.50	10.95	15.04	17.36	20.23
每股现金流量(元)	2.43	2.34	1.93	2.70	3.28
净资产收益率	13.96%	14.33%	12.31%	13.37%	14.20%
市净率	3.96	5.24	3.79	3.28	2.81
总股本(百万元)	295.72	396.89	425.73	425.73	425.73

#### 投资要点

- **事件：**2016年12月14日，公司公告药监局批准公司注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子α单克隆抗体(AT132)进行II、III期临床试验，同时抗HER2和抗CD20两个单抗的临床试验申请状态变更为“制证完毕-已发批件广东省”。
- **点评：**单抗临床审评速度加快，加速公司向创新生物药企业转型。2016年中报时，公司披露AT132准备递交II/III期临床申请资料，HER2和CD20两个单抗仍在递交材料阶段，再加上2016年10月获批临床的重组绒促性素，我们到目前CDE的临床审评速度明显加快，而公司研发管线中还有5个临床前的品种，临床审评加快将有助于公司在研品种的快速产业化，加速公司从以中药、化药为主向生物创新药企业转型。
- **单抗临床试验有望从2017年开始相继展开。**公司目前进度最快的是AT132，若要实现2018年完成III期临床，2017年需要基本完成II期临床；而抗HER2和抗CD20两个单抗需要在完成I期临床后申请后续临床试验，因此在临床资源充足的情况下，我们认为这两个品种的I期临床有望在2017年开始。
- **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产品设备已经成功备案；生物药研发线中1项完成临床I期，3项获批临床；总的来说，丽珠已有多个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包括艾普拉唑、促性激素等二线品种持续放量、CTC 产品国内上市上量以及首个重磅单抗顺利上市后的市场推广。我们预计 2016-2018 年公司营业收入分别为 77.60、93.43、112.02 亿元，同比增长 17.21%、20.40%、19.90%，归属母公司净利润分别为 7.88、9.88、12.23 亿元，同比增长 26.56%、25.36%、23.84%，对应 EPS 分别为 1.85、2.32、2.87 元。目前公司股价对应 2017 年 25 倍 PE，仍然低于可比制剂类公司的平均估值（38 倍），再加上国家对创新药企业的大力扶持以及公司在单抗、液体活检上的强势布局，公司向生物创新药企业转型的速度明显加快，公司价值仍然被低估，我们给予公司 2017 年 30-35 倍 PE，对应目标价为 69-81 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	7,760	9,343	11,202	货币资金	761	716	798	2,943	3,970	5,456
增长率	17.12%	20.0%	19.4%	17.2%	20.4%	19.9%	应收账款	1,364	1,430	1,667	1,979	2,419	2,875
营业成本	-1,695	-2,143	-2,575	-3,019	-3,565	-4,199	存货	642	847	984	1,060	1,253	1,481
% 销售收入	36.7%	38.7%	38.9%	38.9%	38.2%	37.5%	其他流动资产	214	172	129	158	185	217
毛利	2,924	3,401	4,045	4,741	5,778	7,004	流动资产	2,981	3,166	3,578	6,141	7,827	10,029
% 销售收入	63.3%	61.3%	61.1%	61.1%	61.8%	62.5%	% 总资产	45.4%	43.4%	44.3%	59.6%	67.2%	74.2%
营业税金及附加	-59	-69	-81	-95	-114	-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	-3,011	-3,635	-4,369	% 总资产	46.6%	48.0%	45.4%	32.7%	26.3%	20.4%
% 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	-718	-869	-1,047	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%	40.4%	32.8%	25.8%
息税前利润 (EBIT)	618	659	816	918	1,161	1,450	资产总计	6,566	7,303	8,078	10,302	11,651	13,510
% 销售收入	13.4%	11.9%	12.3%	11.8%	12.4%	12.9%	短期借款	491	376	650	400	400	400
财务费用	15	-21	-27	21	52	71	应付款项	1,640	1,868	2,288	2,406	2,864	3,361
% 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	459	288	337
资产减值损失	-45	-58	-103	-9	-20	-19	流动负债	2,330	2,669	3,155	3,265	3,553	4,098
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	3,378	3,665	4,211
营业利润	591	585	693	936	1,199	1,509	普通股股东权益	3,338	3,697	4,346	6,403	7,391	8,614
营业利润率	12.8%	10.5%	10.5%	12.1%	12.8%	13.5%	少数股东权益	260	386	464	522	594	684
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	10,302	11,651	13,510
税前利润	629	652	808	1,036	1,299	1,609							
利润率	13.6%	11.8%	12.2%	13.4%	13.9%	14.4%							
所得税	-105	-98	-148	-190	-239	-295							
所得税率	16.7%	15.1%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%							
净利润	524	554	660	846	1,061	1,314							
少数股东损益	36	38	37	58	73	90							
归属于母公司的净利润	488	516	623	788	988	1,223							
净利率	10.6%	9.3%	9.4%	10.2%	10.6%	10.9%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	524	554	660	846	1,061	1,314	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	58	73	90	每股收益 (元)	1.649	1.745	1.569	1.851	2.321	2.874
非现金支出	225	315	424	354	373	377	每股净资产 (元)	11.288	12.500	10.951	15.040	17.361	20.234
非经营收益	-8	28	-33	-101	-107	-107	每股经营现金净流 (元)	1.488	2.426	2.338	1.929	2.697	3.276
营运资金变动	-302	-180	-123	-277	-179	-189	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
经营活动现金净流	440	717	928	879	1,221	1,485	回报率						
资本开支	920	663	470	-83	-74	-75	净资产收益率	14.60%	13.96%	14.33%	12.31%	13.37%	14.20%
投资	46	-83	-81	10	10	10	总资产收益率	7.43%	7.07%	7.71%	7.65%	8.48%	9.06%
其他	-1	8	-7	7	7	7	投入资本收益率	13.77%	13.89%	15.08%	18.05%	22.59%	29.37%
投资活动现金净流	-875	-738	-558	100	91	92	增长率						
股权募资	52	98	299	1,482	0	0	营业总收入增长率	17.12%	20.04%	19.41%	17.21%	20.40%	19.90%
债权募资	112	98	-506	-250	0	0	EBIT 增长率	17.26%	6.78%	23.78%	12.41%	26.50%	24.96%
其他	-156	-217	-104	-8	-213	0	净利润增长率	10.38%	5.84%	20.67%	26.56%	25.37%	23.84%
筹资活动现金净流	7	-21	-311	1,224	-213	0	总资产增长率	16.43%	11.33%	10.61%	27.54%	13.09%	15.96%
现金净流量	-428	-42	58	2,203	1,099	1,576	资产管理能力						
							应收账款周转天数	74.6	74.1	68.0	69.6	71.6	70.8
							存货周转天数	128.0	126.8	129.8	128.2	128.3	128.7
							应付账款周转天数	80.5	88.1	87.6	85.4	87.0	86.7
							固定资产周转天数	122.7	162.0	172.8	153.5	120.6	92.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	7.48%	2.96%	-3.20%	-36.81%	-44.77%	-54.43%
							EBIT 利息保障倍数	-41.0	32.0	30.0	-43.6	-22.5	-20.4
							资产负债率	45.15%	44.10%	40.45%	32.78%	31.46%	31.17%

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。