

## 医保调整+单抗推进, 业绩和估值有望同步提升

### 投资要点

- **事件:** 公司公告获得重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液和重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液临床试验批件。
- **步入单抗临床试验批件收获期, 公司估值有望逐步提升。** 1、重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液对标产品为罗氏的美罗华。据 IMS 数据, 2015 年美罗华全球销售额约 65 亿美元, 国内医院销售约 12 亿人民币。截至目前, 国内已有 14 个厂家申报此靶点单抗药物临床, 8 家获批临床, 国内暂无国产同靶点单抗药物获批上市。2、重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体: 对标产品为罗氏的赫赛汀, 据 IMS 数据统计, 2015 年赫赛汀全球销售约 60 亿美金, 国内医院销售近 17 亿人民币。截至目前, 国内已有 18 个厂家申报 Her2 靶点的单抗类药物 (含抗体偶联体) 临床。靶向 Her2 结构域 II 的单抗药物 2015 年的全球销售额为 10.86 亿美元。国内明确以结构域 II 为靶点的单抗类药物有 3 家, 其中仅 2 家获批临床。公司目前共有 8 个单抗在研, 除了上述两个重磅品种外, 公司另一重磅品种注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子  $\alpha$  单克隆抗体已获 II/III 期临床试验批件, 我们认为公司单抗步入临床试验批件收获期, 在创新药导向的大背景下, 公司估值有望逐步提升。
- **重磅品种艾普拉唑或受益国家医保目录调整和优先审评。** 公司独家的艾普拉唑为 1.1 类专利新药, 已荣获 2015 年国家科学技术进步二等奖, 目前已进入 12 省医保增补目录, 艾普拉唑进入新版国家医保目录概率较大。目前国内质子泵抑制剂市场规模已超过 150 亿元, 同类进入医保的兰索拉唑、泮托拉唑、奥美拉唑和埃索美拉唑均在 10 亿级以上。考虑到艾普拉唑抑酸性强、药效长、异质性好, 不良反应少等优势, 我们认为艾普拉唑肠溶片有望成 5-10 亿级品种, 同时公司已处于报生产阶段的注射用艾普拉唑钠也有望成为过 10 亿级品种。考虑到艾普拉唑注射剂型已经纳入 CFDA 优先审评, 上市进度有望加快。我们预计 2017 年上半年或年中上市为大概率事件, 同时该产品也有望通过进入动态调整目录实现上量。即艾普拉唑或受益新版医保目录调整, 可为公司添业绩弹性。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.79 元、2.25 元和 2.75 元, 对应动态 PE 分别为 32 倍、25 倍和 21 倍, 我们认为中短期公司重点品种稳健增长、核心二线品种高速增长, 艾普拉唑或受益医保目录调整, 考虑到公司单抗药物治疗+精准基因诊断布局前沿, 公司估值有逐步提升趋势, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药业务或再度亏损风险、艾普拉唑或不能调入新版国家医保的风险、参芪扶正注射液受控费降价或超预期的风险、在研重点品种或受临床实验数据核查超预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6620.52	7860.02	9298.40	10700.89
增长率	19.41%	18.72%	18.30%	15.08%
归属母公司净利润 (百万元)	622.64	762.70	957.68	1172.10
增长率	20.67%	22.49%	25.56%	22.39%
每股收益 EPS (元)	1.46	1.79	2.25	2.75
净资产收益率 ROE	13.71%	11.46%	12.65%	13.49%
PE	39	32	25	21
PB	5.06	3.45	3.03	2.64

数据来源: Wind, 西南证券

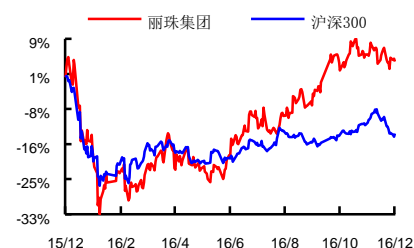
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进  
电话: 021-68416017  
邮箱: cj@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.26
流通 A 股(亿股)	2.36
52 周内股价区间(元)	37.27-60.1
总市值(亿元)	243.09
总资产(亿元)	104.11
每股净资产(元)	14.80

### 相关研究

1. 丽珠集团 (000513): 业绩略超预期, 二线品种延续高增长态势 (2016-10-26)
2. 丽珠集团 (000513): 参芪扶正稳健增长, 二线品种全面发力 (2016-08-21)
3. 丽珠集团 (000513): 业绩略超预期, 精准医疗逐步完善 (2016-04-22)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6620.52	7860.02	9298.40	10700.89	净利润	659.56	807.93	1014.47	1241.60
营业成本	2575.33	3031.61	3556.96	4036.00	折旧与摊销	320.96	544.70	568.95	590.57
营业税金及附加	81.01	97.38	114.87	132.11	财务费用	27.20	31.91	23.39	19.94
销售费用	2541.68	2994.67	3514.80	4012.84	资产减值损失	102.79	110.00	120.00	130.00
管理费用	606.30	707.40	836.86	963.08	经营营运资本变动	-154.22	-31.08	-74.99	-99.38
财务费用	27.20	31.91	23.39	19.94	其他	-28.51	-118.18	-119.34	-128.66
资产减值损失	102.79	110.00	120.00	130.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>927.79</b>	<b>1345.27</b>	<b>1532.48</b>	<b>1754.07</b>
投资收益	6.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-231.78	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-0.18	-0.18	-0.18	-0.18	其他	-326.64	-0.18	-0.18	-0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-558.42</b>	<b>-200.18</b>	<b>-200.18</b>	<b>-200.18</b>
<b>营业利润</b>	<b>692.80</b>	<b>886.86</b>	<b>1131.35</b>	<b>1406.74</b>	短期借款	-125.92	-250.00	0.00	0.00
其他非经营损益	115.12	86.46	92.86	94.44	长期借款	-65.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>807.92</b>	<b>973.33</b>	<b>1224.21</b>	<b>1501.17</b>	股权融资	284.18	1457.82	0.00	0.00
所得税	148.36	165.40	209.74	259.57	支付股利	-30.44	-36.73	-44.99	-56.49
净利润	659.56	807.93	1014.47	1241.60	其他	-376.91	-419.56	-23.39	-19.94
少数股东损益	36.92	45.23	56.79	69.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-314.88</b>	<b>751.53</b>	<b>-68.38</b>	<b>-76.44</b>
归属母公司股东净利润	622.64	762.70	957.68	1172.10	<b>现金流量净额</b>	<b>57.98</b>	<b>1896.62</b>	<b>1263.91</b>	<b>1477.45</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	798.30	2694.92	3958.83	5436.28	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1789.08	2208.89	2571.18	2964.04	销售收入增长率	19.41%	18.72%	18.30%	15.08%
存货	983.92	1170.54	1375.30	1561.30	营业利润增长率	18.53%	28.01%	27.57%	24.34%
其他流动资产	6.59	6.59	6.59	6.59	净利润增长率	19.14%	22.49%	25.56%	22.39%
长期股权投资	68.91	68.91	68.91	68.91	EBITDA 增长率	20.67%	40.59%	17.78%	17.03%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3671.01	3374.84	3054.42	2712.38	毛利率	61.10%	61.43%	61.75%	62.28%
无形资产和开发支出	375.77	331.24	286.72	242.19	三费率	47.96%	47.51%	47.05%	46.69%
其他非流动资产	383.96	379.96	375.96	371.96	净利率	9.96%	10.28%	10.91%	11.60%
<b>资产总计</b>	<b>8077.54</b>	<b>10235.89</b>	<b>11697.90</b>	<b>13363.64</b>	ROE	13.71%	11.46%	12.65%	13.49%
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.17%	7.89%	8.67%	9.29%
应付和预收款项	1202.90	1539.26	1766.28	2004.78	ROIC	12.48%	15.83%	20.56%	26.18%
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	EBITDA/销售收入	15.72%	18.62%	18.54%	18.85%
其他负债	1814.04	1644.26	1909.78	2151.90	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3267.64</b>	<b>3184.22</b>	<b>3676.76</b>	<b>4157.39</b>	总资产周转率	0.86	0.86	0.85	0.85
股本	396.89	425.99	425.99	425.99	固定资产周转率	2.11	2.45	3.14	4.03
资本公积	395.71	1824.43	1824.43	1824.43	应收账款周转率	5.69	5.60	5.54	5.51
留存收益	3813.63	4539.60	5452.28	6567.88	存货周转率	2.78	2.77	2.76	2.72
归属母公司股东权益	4346.26	6542.80	7455.48	8571.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.81%	—	—	—
少数股东权益	463.64	508.87	565.66	635.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4809.90</b>	<b>7051.67</b>	<b>8021.14</b>	<b>9206.25</b>	资产负债率	40.45%	31.11%	31.43%	31.11%
负债和股东权益合计	8077.54	10235.89	11697.90	13363.64	带息债务/总负债	7.67%	0.02%	0.02%	0.02%
					流动比率	1.13	1.98	2.22	2.46
					速动比率	0.82	1.60	1.83	2.08
					股利支付率	4.89%	4.82%	4.70%	4.82%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1040.97	1463.47	1723.69	2017.25	每股收益	1.46	1.79	2.25	2.75
PE	39.07	31.89	25.40	20.75	每股净资产	11.29	16.55	18.83	21.61
PB	5.06	3.45	3.03	2.64	每股经营现金	2.18	3.16	3.60	4.12
PS	3.67	3.09	2.62	2.27	每股股利	0.07	0.09	0.11	0.13
EV/EBITDA	21.29	14.54	11.61	9.19					
股息率	0.13%	0.15%	0.18%	0.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn