

土地改造超高效推进,尿促卵泡素完整产业链形成,业绩高增速符合预期

——丽珠集团（000513）事件点评

2017 年 01 月 21 日

强烈推荐/维持

丽珠集团

事件点评

事件:

公司于 2017 年 1 月 20 日公告,与国维财富投资有限公司于 2017 年 1 月 20 日在珠海市签订了《关于桂花北路丽珠旧址土地更新项目合作的商务洽谈意向协议书》。国维集团向丽珠支付 4 亿元人民币作为保证金,一年之内丽珠不再与第三方接洽,在约定的一年内,如果国维集团不与丽珠实质性谈判或实质性谈判的商务条件低于国维集团的承诺,甲方则不退还保证金。

公司于 1 月 20 日公告控股子公司上海丽珠制药有限公司收到国家食品药品监督管理总局核准签发的尿促卵泡素原料药《药品注册批件》

另外,公司于 1 月 14 日公告业绩预告,预计 2016 年归母净利润 7.47 亿-8.09 亿,比上年同期增长 20%-30%。

主要观点:

1. 丽珠土地改造高效推进超市场预期,国维集团诚意十足关注后续发展

公司香洲区丽珠医药集团改造项目更新单元规划方案(控规修改)2016 年 12 月 20 日获得珠海市人民政府批准(珠府批[2016]179 号)。短短一个月内,公司就与国维集团签订了项目合作商务洽谈意向书,体现公司超高执行力,超出市场预期。本协议虽然仅为意向协议,但国维集团愿意支付 4 亿人民币的保证金体现集团雄厚的财力和十足的诚意。

国维财富集团是集酒店管理、旅游文化、地产开发、金融投资、互联网科技、商业运营等产业发展方向于一体的多元化投资企业集团。地产方面国维集团有丰富的高端商业地产开发经验(表 1),已成功开发了 16 万平方米的高档综合项目“北方明珠”。东城区宽街“华人一品”全精装迷你型私人酒店项目已开盘面市并进入紧张的开发建设中,宣武区马连道“茶贸中心”、延庆分时度假酒店(长城一品公馆)、奥运森林公园(148 工程)分项目等多个项目超过 100 万平方米正处于开发状态。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

联系人:胡偲碧

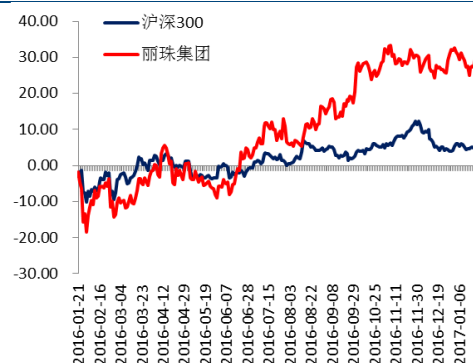
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间(元)	35.00-61.24
总市值(亿元)	220
流通市值(亿元)	138
总股本/流通 A 股(万股)	42573
流通 B 股/H 股(万股)	14559
52 周日均换手率	1.18

52 周股价走势图



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《丽珠集团（000513）事件点评：精准医疗四大方向完整布局初步形成，治疗+诊断协同发展稀缺标的》2016-12-01
- 2、《丽珠集团（000513）2016 年三季报点评：三季度业绩略超预期，定增完成助力公司长期发展》2016-10-26
- 3、《营销改革进入收获期业绩维持较快增速，增发获批助力未来发展》2016-08-22

表 1:国维集团地产板块大事记

年份	事件
2007	茶贸国际中心开盘，该项目位于北京宣武区，是马连道商业街 2007 年入市的首批房地产项目。茶贸国际中心建筑面积超 13 万平米，是目前马连道商业街最大的商住综合体。
2011	下属公司投上亿资金全新推出“美丽之冠晚宴剧场”。美丽之冠作为三亚著名的美丽门户和地标性建筑，成功举办 4 届世界小姐总决赛，被世人誉为世界小姐的诞生地。它是三亚走向世界的舞台，三亚美丽时尚的发源地，三亚文化产业的一面旗帜。
2012	被称为具象式建筑设计极致的三亚美丽之冠大酒店项目正式封顶。该项目总建筑面积 68 万平米，总投资超过 100 亿元，以其优越的地理位置、独一无二的“苹果树”造型，成为三亚乃至世界新地标；项目采用关秋大师的设计理念 and 标准，成为继迪拜帆船酒店之后的又一名符其实的七星级酒店
2014	国维财富集团捐资建造的三亚国际数学论坛正式投入使用。该项目位于三亚凤凰镇凤凰岭，与三亚市中心的直线距离约 11 公里。会址配备多功能学术报告厅、图书馆、专家公寓、医疗保障和后勤餐饮等优质基础设施。根据综合区域发展目标和场地特征，这个项目功能定位为“国际热带数学论坛主题公园”。
2015	国维财富集团美丽之冠珠海横琴梧桐树大厦大型综合体项目即将封顶。该项目规划用地面积 25079.31 m ² ，总建筑面积 173144.32 m ² ，地上 40 层、地下 4 层，建筑高度 188.8 米，总投资逾 18 亿元。

资料来源：国维集团官网，东兴证券研究所

根据丽珠之前的公告，此次改造范围用地面积为 86,427.25 平方米，扣除“补公”后总用地面积 62,445.69 平方米，容积率≤7.562，计容积率建筑面积 472,215.85 平方米。其中，住宅建筑面积 12 万平方米（含公租房建筑面积 1.2 万平方米），办公建筑面积 31 万平方米，商业建筑面积 4 万平方米，建筑限高≤200 米。改造项目供地方案为：根据用地规划，供地方式为协议出让；土地使用权期限重新起计；“补公”用地的产权无偿移交政府。后续公司仍需根据相关政策规定，就改造项目用地功能由原工业用地转变用途而向政府部门缴补相应的土地出让金，以获得新的土地证书。另外丽珠还要和国维集团配合去和政府进行进一步沟通，此次仅为意向合作，关于合作的具体方式以及土地价值评估静待公司后续公告。

2. 尿促卵泡素原料药获批形成完整产业链，辅助生殖领域竞争力进一步增强

公司尿促卵泡素原料药获得批件。尿促卵泡素原料药是在普通纯度的尿促性素原料药的基础上，通过色谱分离等纯化步骤得到的高纯度的尿促卵泡素原料药，该原料药用于生产尿促卵泡素制剂。适应症为 1. 用于不孕卵（包括多囊卵巢综合征）且对枸橼酸克罗米芬治疗无效者。2. 用于辅助生殖技术超促排卵者。

根据 CDE 评审中心网站显示, 此前国内仅有现代制药子公司上海天伟生物的尿促卵泡素原料药获得批文(2016 年 3 月), 丽珠为第二家。尿促卵泡素整体市场竞争格局较好, 丽珠占据 28% 左右市场份额, 此次获得原料药批文之后实现原料药制剂一体化形成完整产业链, 在原料药供应方面有了更大的话语权和价格保证。公司在辅助生殖领域的竞争力进一步增强。

3. 业绩维持高增速符合预期

公司 2016 年归母净利润 7.47 亿-8.09 亿, 比上年同期增长 20%-30%, 符合预期, 主要受益于高毛利二线品种的快速增长和原料药扭亏带来的巨大弹性。

公司处方药市场渠道下沉与开发拓展工作的有效推进, 促使公司处方药业务实现稳步增长, 其中, 公司重点品种参芪扶正注射液盈利水平保持稳定增长(根据样本医院数据推测前三季度增速 9%-10%), 潜力品种艾普拉唑肠溶片(根据样本医院数据推测前三季度增速 60% 以上)、注射用鼠神经生长因子(根据样本医院数据推测前三季度增速 75% 左右)、亮并瑞林(根据样本医院数据推测前三季度增速 40% 左右)、注射用尿促卵泡素(根据样本医院数据推测前三季度增速 30% 左右)等持续高速增长。公司原料药板块实现扭亏为盈, 原料药业务盈利能力已大幅改善

4. 公司投资逻辑再梳理: 业绩增速确定性高, 估值较低, 原料药和有望提供业绩弹性, 单抗和精准医疗长远布局

我们预计公司 2016-2018 年业绩复合增速有望维持 25% 左右, 确定性较高(参芪扶正稳健增长, 二线品种超高增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正, 股权激励条件要求), 对应 17 年估值 26 倍左右; 艾普拉唑进入医保目录预期(会带来较大弹性); 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, 值得重点关注。

结论:

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 7.80 亿元、9.69 亿元、12.03 亿元, 增长分别为 25.26%、24.29%、24.08%。最新摊薄 EPS 分别为 1.83、2.28、2.83, 对应 PE 分别为 32x, 26x, 21x。我们认为公司业绩增速确定性高, 估值较低, 艾普拉唑有进入医保目录预期, 原料药有望提供业绩弹性, 单抗和精准医疗长远布局, 未来国际化战略有望持续推进。我们看好公司长期发展, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

参芪扶正销量下滑、单抗研发风险

公司盈利预测表

资产负债表						利润表				
单位: 百万元						单位: 百万元				
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3166	3578	5810	6898	8156	营业收入	5544	6621	8015	9548
货币资金	716	798	2405	2864	3395	营业成本	2143	2575	3130	3737
应收账款	1073	1256	1537	1831	2170	营业税金及附加	69	81	72	86
其他应收款	52	68	82	98	116	营业费用	2208	2542	3059	3609
预付款项	166	122	124	127	129	管理费用	465	606	734	859
存货	847	984	1217	1453	1729	财务费用	21	27	0	0
其他流动资产	0	0	28	28	28	资产减值损失	57.53	102.79	0.00	0.00
非流动资产合计	4137	4500	4070	3832	3592	公允价值变动收益	-4.94	-0.18	0.00	0.00
长期股权投资	38	69	69	69	69	投资净收益	8.22	6.78	0.00	0.00
固定资产	2944	3324	3113	2916	2737	营业利润	585	693	1020	1257
无形资产	258	259	234	208	182	营业外收入	70.11	130.69	0.00	0.00
其他非流动资产	0	60	60	60	60	营业外支出	2.60	15.56	0.00	0.00
资产总计	7303	8078	9880	10730	11748	利润总额	652	808	1020	1257
流动负债合计	2669	3155	4143	4278	4418	所得税	98	148	204	251
短期借款	376	250	1079	998	885	净利润	554	660	816	1005
应付账款	599	637	763	911	1085	少数股东损益	38	37	36	36
预收款项	56	65	66	68	69	归属母公司净利润	516	623	780	969
一年内到期的非	0	400	400	400	400	EBITDA	1091	1266	1256	1495
非流动负债合计	551	113	56	56	56	EPS (元)	1.74	1.62	1.83	2.28
长期借款	67	1	1	1	1	主要财务比率				
应付债券	400	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	3220	3268	4200	4335	4475	成长能力				
少数股东权益	386	464	500	536	572	营业收入增长	20.04%	19.41%	21.06%	19.13%
实收资本 (或股	296	397	426	426	426	营业利润增长	-1.02%	18.53%	47.22%	23.22%
资本公积	213	396	396	396	396	归属于母公司净利	5.84%	20.67%	25.26%	24.29%
未分配利润	2708	3267	3657	4142	4743	获利能力				
归属母公司股东	3697	4346	5181	5860	6702	毛利率 (%)	61.35%	61.10%	60.95%	60.86%
负债和所有者权	7303	8078	9880	10730	11748	净利率 (%)	9.99%	9.96%	10.18%	10.53%
现金流量表						总资产净利润 (%)	4.77%	7.07%	7.71%	7.89%
单位: 百万元						ROE (%)	13.96%	14.33%	15.05%	16.54%
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	717	928	579	832	1004	偿债能力				
净利润	554	660	816	1005	1239	资产负债率 (%)	44%	40%	43%	40%
折旧摊销	486	546	0	238	240	流动比率	1.19	1.13	1.40	1.61
财务费用	21	27	0	0	0	速动比率	0.87	0.82	1.11	1.27
应收账款减少	0	0	-281	-294	-339	营运能力				
预收账款增加	0	0	1	1	2	总资产周转率	0.80	0.86	0.89	0.93
投资活动现金流	-738	-558	199	0	0	应收账款周转率	5	6	6	6
公允价值变动收	-5	0	0	0	0	应付账款周转率	10.72	10.72	11.45	11.40
长期股权投资减	0	0	180	0	0	每股指标 (元)				
投资收益	8	7	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.74	1.62	1.83	2.28
筹资活动现金流	-21	-315	828	-372	-474	每股净现金流 (最新	-0.14	0.14	3.77	1.08
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	12.50	10.95	12.17	13.76
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	101	29	0	0	P/E	33.56	36.04	31.87	25.64
资本公积增加	-6	183	0	0	0	P/B	4.67	5.33	4.80	4.24
现金净增加额	-41	54	1606	460	530	EV/EBITDA	15.94	18.18	12.28	15.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球第一名团队组长，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

胡佑碧

医药行业分析师。2016年水晶球第一名团队核心成员，公募榜单第一名，非公募榜单第二名。北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。