

丽珠集团 (000513)

证券研究报告

2017年03月27日

16 年年报略超预期，17 年预计维持稳定增长

16 年年报略超预期，西药品种占比进一步提高

16 年营收、净利润、扣非后净利润分别为 76.52 亿、7.84 亿、6.82 亿，同比增长 15.58%、25.97%、26.77%，EPS1.98 元，略超预期（此前预期增长 23%）。每 10 股派发现金红利 5 元（含税），资本公积转增 3 股。四个季度净利润增长 25.98%、13.12%、33.05%、33.33%，净利润增速呈现上升趋势，主要原因是毛利率较高的西药品种在营收中的占比在提高，致公司整体毛利率提高到 64.24%，提高 2.3PP。

各条产品线稳定增长，重点产品保持高速增长

中药制剂收入 21.26 亿，同比增长 9.29%；其中占比最大的参芪扶正注射液 16.80 亿，增长 9.31%，在目前中药注射剂普遍下滑的大环境中表现良好，预计后续维持 7%左右增速。西药制剂营收 31.86 亿，增长 23.45%，毛利率提升 2.01PP 至 79.91%；消化道、心脑血管、抗微生物、促性激素及其他项分别收入 7.18 亿、1.67 亿、3.85 亿、11.80 亿、7.37 亿，同比增长 26.94%、9.60%、6.25%、27.99%、27.21%；重点产品艾普拉唑肠溶片、鼠神经生长因子、亮丙瑞林、尿促性素、尿促卵泡素分别收入 2.85 亿、4.91 亿、3.86 亿、2.50 亿、5.44 亿，同比增长 52.23%、63.78%、30.98%、27.98%、25.94%，维持高增速，带动各条产品线稳定增长，预计由于鼠神经生长因子由于各省市的临床运用管控加强，增速将下滑；而促性激素由于全面二胎的上量，增速将提高。另外原料药、诊断试剂及设备营收 17.36 亿、5.68 亿，增长 14.51%、21.13%；原料药比较大的品种是阿卡波糖、酶酚酸、头孢夫辛钠、林可霉素，分别收入 1.57 亿、1.29 亿、0.92 亿、0.91 亿。

三期费用投入合理，销售费用增速较快

销售费用、管理费用、财务费用分别为 30.70 亿、7.25 亿、0.05 亿，同比增长 20.80%、19.51%、-80.11%，销售费用、管理费用增速超过营收增速的原因是：1) 重点新品种市场开发拓展力度加大，销售费用正常增长，预计后期销售费用增速将下滑；2) 管理费用中研发投入 4.75 亿，同比增长 26.37%，预计后续公司多个产品进入临床阶段，研发费用增长趋势还将维持。财务费用下滑的原因是汇率波动，汇兑收益增加，以及因银行贷款减少，利息支出减少。

公司销售能力和稳定的在研产品是长期稳定发展的保障

公司进行了合理的限制性股票激励计划，销售体系精细化：落实各省公司层级职责、强抓产品下沉、加强商业管控、以服务终端为基调，重点产品强调差异化和新的治疗领域。在研产品化药、中药在研阶段 32 项，报生产 8 项；生物药在研 9 项；诊断试剂 7 项在临床，1 台进入注册；微球临床前 7 项，报临床 1 项，各在研产品线进展顺利。

估值评级

以特色专科药为重点的西药制剂占比公司营收将近 50%，并且保持 25%左右的增速，预计艾普拉唑将于 17 年获批，强大的销售能力和丰富的在研品种，保证公司净利润长期保持稳定增长，预计 17-19 年 EPS 为 2.29、2.79、3.43 元，对应 PE 为 25 倍、20 倍、16 倍，维持增持评级。

风险提示：老品种增速下滑，研发支出扩大

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,620.52	7,651.78	8,940.89	10,403.00	12,125.07
增长率(%)	19.41%	15.58%	16.85%	16.35%	16.55%
EBITDA(百万元)	1,030.92	1,243.99	1,328.80	1,591.03	1,929.37
净利润(百万元)	622.64	784.35	976.03	1,189.07	1,459.32
增长率(%)	20.67%	25.97%	24.44%	21.83%	22.73%
EPS(元/股)	1.46	1.84	2.29	2.79	3.43
市盈率(P/E)	38.45	30.52	24.53	20.13	16.40
市净率(P/B)	5.51	3.68	3.19	2.81	2.43
市销率(P/S)	3.62	3.13	2.68	2.30	1.97
EV/EBITDA	22.04	18.77	15.86	12.07	9.70

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	56.25 元
目标价格	66 元
上次目标价	66 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	280.01
流通 A 股股本(百万股)	235.76
A 股总市值(百万元)	15,750.31
流通 A 股市值(百万元)	13,261.34
每股净资产(元)	15.28
资产负债率(%)	32.52
一年内最高/最低(元)	61.24/41.45

作者

肖汉山 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090001
xiaohanshan@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《丽珠集团-首次覆盖报告:高端专科药成营收主力，估值有望提升》 2016-11-21



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	798.30	2,061.92	3,394.16	5,275.80	5,801.56
应收账款	1,323.74	1,513.17	1,886.32	1,422.46	2,434.04
预付账款	122.30	87.73	287.84	81.23	327.41
存货	983.92	1,099.20	1,156.92	1,464.25	1,497.35
其他	349.63	1,208.75	658.58	980.84	1,045.55
流动资产合计	3,577.88	5,970.79	7,383.83	9,224.58	11,105.91
长期股权投资	68.91	91.11	91.11	91.11	91.11
固定资产	3,323.77	3,340.98	3,274.25	3,192.90	3,089.78
在建工程	347.25	201.73	157.04	142.22	115.33
无形资产	272.73	313.73	285.36	257.00	228.64
其他	487.00	610.93	492.07	508.99	504.09
非流动资产合计	4,499.65	4,558.48	4,299.83	4,192.22	4,028.95
资产总计	8,077.54	10,529.26	11,683.65	13,416.80	15,134.86
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,924.04	2,145.83	2,062.86	2,891.53	2,851.69
其他	980.90	1,164.81	1,227.36	1,131.30	1,462.93
流动负债合计	3,154.94	3,310.64	3,290.22	4,022.83	4,314.63
长期借款	0.70	0.70	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	133.33	44.44	59.26
其他	112.00	112.28	102.93	109.07	108.10
非流动负债合计	112.70	112.98	236.27	153.52	167.36
负债合计	3,267.64	3,423.62	3,526.49	4,176.34	4,481.98
少数股东权益	463.64	599.65	658.44	728.90	815.34
股本	396.89	425.73	425.60	425.60	425.60
资本公积	395.71	1,820.31	1,820.31	1,820.31	1,820.31
留存收益	4,209.34	6,219.98	7,073.12	8,085.96	9,411.94
其他	(655.68)	(1,960.03)	(1,820.31)	(1,820.31)	(1,820.31)
股东权益合计	4,809.90	7,105.64	8,157.16	9,240.46	10,652.88
负债和股东权益总	8,077.54	10,529.26	11,683.65	13,416.80	15,134.86

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	659.56	829.92	976.03	1,189.07	1,459.32
折旧摊销	320.96	374.00	199.79	204.53	208.37
财务费用	13.55	6.87	(17.15)	(27.37)	(34.97)
投资损失	(6.78)	(1.34)	(5.45)	(5.45)	(5.45)
营运资金变动	(436.33)	(267.89)	(125.55)	718.79	(985.96)
其它	376.83	337.65	62.21	71.63	88.31
经营活动现金流	927.79	1,279.22	1,089.88	2,151.19	729.62
资本支出	494.70	296.64	69.35	73.86	50.98
长期投资	31.14	22.20	0.00	0.00	0.00
其他	(1,084.25)	(1,262.08)	(124.55)	(148.36)	(95.35)
投资活动现金流	(558.42)	(943.24)	(55.20)	(74.50)	(44.37)
债权融资	651.10	1.10	267.07	222.62	163.36
股权融资	32.86	1,570.81	160.11	30.18	37.88
其他	(998.85)	(633.15)	(129.61)	(447.86)	(360.73)
筹资活动现金流	(314.88)	938.76	297.56	(195.05)	(159.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	54.49	1,274.74	1,332.24	1,881.64	525.75

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,620.52	7,651.78	8,940.89	10,403.00	12,125.07
营业成本	2,575.33	2,747.79	3,127.50	3,589.63	4,095.43
营业税金及附加	81.01	120.35	112.66	131.08	152.78
营业费用	2,541.68	3,070.37	3,621.06	4,161.20	4,850.03
管理费用	606.30	724.60	867.27	1,040.30	1,212.51
财务费用	27.20	5.41	(17.15)	(27.37)	(34.97)
资产减值损失	102.79	107.18	89.17	99.71	98.69
公允价值变动收益	(0.18)	(0.93)	0.32	(0.03)	(0.09)
投资净收益	6.78	1.34	5.45	5.45	5.45
其他	(13.19)	(0.82)	(11.54)	(10.84)	(10.71)
营业利润	692.80	876.48	1,146.17	1,413.87	1,755.97
营业外收入	130.69	136.03	112.28	126.33	124.88
营业外支出	15.56	7.45	8.54	10.52	8.83
利润总额	807.92	1,005.06	1,249.91	1,529.69	1,872.02
所得税	148.36	175.15	211.99	268.97	324.30
净利润	659.56	829.92	1,037.92	1,260.72	1,547.72
少数股东损益	36.92	45.56	61.89	71.65	88.41
归属于母公司净利润	622.64	784.35	976.03	1,189.07	1,459.32
每股收益(元)	1.46	1.84	2.29	2.79	3.43

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	19.41%	15.58%	16.85%	16.35%	16.55%
营业利润	18.53%	26.51%	30.77%	23.36%	24.20%
归属于母公司净利润	20.67%	25.97%	24.44%	21.83%	22.73%
获利能力					
毛利率	61.10%	64.09%	65.02%	65.49%	66.22%
净利率	9.40%	10.25%	10.92%	11.43%	12.04%
ROE	14.33%	12.06%	13.02%	13.97%	14.83%
ROIC	14.80%	17.05%	20.69%	24.66%	37.69%
偿债能力					
资产负债率	40.45%	32.52%	30.18%	31.13%	29.61%
净负债率	34.55%	25.59%	16.68%	-1.46%	-12.41%
流动比率	1.13	1.80	2.24	2.29	2.57
速动比率	0.82	1.47	1.89	1.93	2.23
营运能力					
应收账款周转率	5.41	5.39	5.26	6.29	6.29
存货周转率	7.23	7.35	7.93	7.94	8.19
总资产周转率	0.86	0.82	0.81	0.83	0.85
每股指标(元)					
每股收益	1.46	1.84	2.29	2.79	3.43
每股经营现金流	2.18	3.01	2.56	5.05	1.71
每股净资产	10.21	15.29	17.62	20.00	23.11
估值比率					
市盈率	38.45	30.52	24.53	20.13	16.40
市净率	5.51	3.68	3.19	2.81	2.43
EV/EBITDA	22.04	18.77	15.86	12.07	9.70
EV/EBIT	31.55	26.48	18.67	13.85	10.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com