

丽珠集团(000513)/化学制药

业绩符合预期, 原料药、处方药持续稳定增长

评级: 买入(维持)

市场价格: 57.32

目标价格: 67.5

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

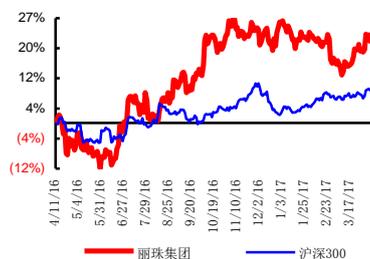
联系人: 谢木青

电话: 021-20312302

Email: xiemq@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	426
流通股本(百万股)	384
市价(元)	57.32
市值(百万元)	24,395
流通市值(百万元)	21,997

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 丽珠集团(000513 SZ): 业绩符合预期, 二线品种稳定快速增长
- 2 丽珠集团(000513 SZ): 处方药业务维持快速增长, 原料药盈利能力持续向好
- 3 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

公司盈利预测及估值

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6620.52	7651.78	8927.14	10485.06	12327.41
增长率 yoy%	19.41%	15.58%	16.67%	17.45%	17.57%
净利润	622.64	784.35	959.11	1192.60	1509.40
增长率 yoy%	20.67%	25.97%	22.28%	24.34%	26.56%
每股收益(元)	1.57	1.84	2.25	2.80	3.55
每股现金流量	2.34	3.00	2.96	3.52	4.15
净资产收益率	14.33%	12.06%	13.22%	14.12%	15.16%
P/E	36.61	32.30	25.44	20.46	16.16
PEG	1.77	1.24	1.14	0.84	0.61
P/B	5.24	3.89	3.36	2.89	2.45

投资要点

- **事件: 公司发布 2017 年一季报业绩预告, 预计实现归母净利润 2.69-2.88 亿元, 同比增长 17-25%, 扣非净利润 2.33-2.52 亿元, 同比增长 23-33%。**
- **业绩符合预期, 原料药和处方药延续 2016 年增长趋势。**由于各省市医保目录情况尚未出台, 公司各品种仍然按旧版(2009 版)医保目录销售, 我们预计各重点品种仍将延续 2016 年的增长态势, 其中参芪扶正预计有 5-10% 的个位数增长, 促性激素 20-30% 增长, 艾普拉唑和鼠神经 50% 左右增长; 与此同时, 随着原料药盈利能力提高, 预计仍有 15% 左右增长。
- **新医保目录预计四季度开始正式执行, 我们认为对公司影响不用过于悲观。**新医保目录政策要求各省市于 2017 年 7 月 31 日前公布省医保目录, 实际影响预计在 2017 年四季度。我们认为受益于渠道继续下沉, 未来 2-3 年参芪扶正仍然有望保持个位数的增长; 艾普拉唑有望受益于新剂型和新适应症获批从而保持在 50% 以上增长; 鼠神经一方面受医保目录限制, 另一方面公司基数逐渐增大, 市场逐渐饱和, 预计未来维持在 30-40% 增长。
- **单抗+液体活检布局进展顺利, 精准医疗产业链逐渐完善。**2016 年公司顺利获得抗 TNF- α 单抗(II/III 期)、重组促性腺素(已进入 I 期)、抗 CD20 和抗 HER2 的临床试验批件, 预计 2018 年有望上市第一个生物药, 同时液体活检“LiquidBiopsy”相关设备和试剂已完成一类备案, 预计 2017 年推向市场, 公司已形成“丽珠试剂+丽珠单抗+丽珠圣美+丽珠基因”的精准医疗产业链布局。
- **盈利预测与估值: 我们预计 2017-2019 年公司营业收入分别为 89.27、104.85、123.27 亿元, 同比增长 16.67%、17.45%、17.57%, 归属母公司净利润分别为 9.59、11.93、15.09 亿元, 同比增长 22.28%、24.34%、26.56%, 对应 EPS 分别为 2.25、2.80、3.55 元。目前公司股价对应 2017 年 25 倍, 仍低于可比制剂类公司平均估值(37 倍), 考虑到公司向生物创新药企业转型速度加速, 原有重点品种增速稳定, 我们给予公司 2017 年 30 倍, 目标价 67.5 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 产品国内推广低于预期风险。**

图表 1: 丽珠集团财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	5,544	6,621	7,652	8,927	10,485	12,327
增长率	20.04%	19.4%	15.6%	16.7%	17.5%	17.6%
营业成本	-2,143	-2,575	-2,748	-3,200	-3,704	-4,267
% 销售收入	38.7%	38.9%	35.9%	35.8%	35.3%	34.6%
毛利	3,401	4,045	4,904	5,727	6,781	8,060
% 销售收入	61.3%	61.1%	64.1%	64.2%	64.7%	65.4%
营业税金及附加	-69	-81	-120	-140	-165	-194
% 销售收入	1.2%	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	-2,208	-2,542	-3,070	-3,598	-4,225	-4,931
% 销售收入	39.8%	38.4%	40.1%	40.3%	40.3%	40.0%
管理费用	-465	-606	-725	-866	-1,017	-1,171
% 销售收入	8.4%	9.2%	9.5%	9.7%	9.7%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	659	816	989	1,123	1,374	1,764
% 销售收入	11.9%	12.3%	12.9%	12.6%	13.1%	14.3%
财务费用	-21	-27	-5	41	60	84
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.1%	-0.5%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-58	-103	-107	-49	-16	-19
公允价值变动收益	-5	0	-1	0	0	0
投资收益	8	7	1	1	1	1
% 税前利润	1.3%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	585	693	876	1,117	1,419	1,831
营业利润率	10.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%	14.8%
营业外收支	68	115	129	129	129	129
税前利润	652	808	1,005	1,245	1,548	1,959
利润率	11.8%	12.2%	13.1%	13.9%	14.8%	15.9%
所得税	-98	-148	-175	-217	-270	-341
所得税率	15.1%	18.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
净利润	554	660	830	1,028	1,278	1,618
少数股东损益	38	37	46	69	85	108
归属于母公司的净利润	516	623	784	959	1,193	1,509
净利率	9.3%	9.4%	10.3%	10.7%	11.4%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	554	660	830	1,028	1,278	1,618
少数股东损益	0	0	0	69	85	108
非现金支出	315	424	481	401	379	381
非经营收益	28	-33	-42	-130	-130	-130
营运资金变动	-180	-123	10	-39	-30	-102
经营活动现金净流	717	928	1,279	1,329	1,582	1,875
资本开支	663	470	364	-120	-99	-89
投资	-83	-81	-595	0	0	0
其他	8	-7	16	1	1	1
投资活动现金净流	-738	-558	-943	121	100	91
股权募资	98	299	1,518	0	0	0
债权募资	98	-506	-300	0	0	0
其他	-217	-104	-259	-3	-213	0
筹资活动现金净流	-21	-311	959	-3	-213	0
现金净流量	-42	58	1,295	1,448	1,470	1,966

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	716	798	2,062	3,441	4,825	6,683
应收款项	1,430	1,667	2,026	2,264	2,693	3,146
存货	847	984	1,099	1,315	1,471	1,695
其他流动资产	172	129	784	823	828	857
流动资产	3,166	3,578	5,971	7,843	9,818	12,381
% 总资产	43.4%	44.3%	56.7%	65.0%	71.7%	77.7%
长期投资	179	249	238	238	238	238
固定资产	3,505	3,671	3,543	3,191	2,849	2,519
% 总资产	48.0%	45.4%	33.6%	26.5%	20.8%	15.8%
无形资产	387	416	509	517	526	533
非流动资产	4,137	4,500	4,558	4,214	3,881	3,559
% 总资产	56.6%	55.7%	43.3%	35.0%	28.3%	22.3%
资产总计	7,303	8,078	10,529	12,057	13,700	15,940
短期借款	376	650	0	0	0	0
应付款项	1,868	2,288	2,548	2,981	3,485	4,023
其他流动负债	425	216	762	1,042	903	987
流动负债	2,669	3,155	3,311	4,023	4,388	5,010
长期贷款	67	1	1	1	1	1
其他长期负债	485	112	112	112	112	112
负债	3,220	3,268	3,424	4,136	4,501	5,123
普通股股东权益	3,697	4,346	6,506	7,252	8,445	9,954
少数股东权益	386	464	600	669	754	862
负债股东权益合计	7,303	8,078	10,529	12,057	13,700	15,940

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	1.745	1.569	1.842	2.254	2.802	3.547
每股净资产 (元)	12.500	10.951	15.282	17.040	19.842	23.389
每股经营现金净流 (元)	2.426	2.338	3.005	2.961	3.517	4.152
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.96%	14.33%	12.06%	13.22%	14.12%	15.16%
总资产收益率	7.07%	7.71%	7.45%	7.95%	8.71%	9.47%
投入资本收益率	13.89%	15.08%	16.95%	21.80%	27.34%	37.28%
增长率						
营业总收入增长率	20.04%	19.41%	15.58%	16.67%	17.45%	17.57%
EBIT 增长率	6.78%	23.78%	21.13%	13.59%	22.31%	28.44%
净利润增长率	5.84%	20.67%	25.97%	22.28%	24.34%	26.56%
总资产增长率	12.29%	10.61%	30.35%	14.51%	13.62%	16.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.0	68.0	67.7	67.8	67.8	67.8
存货周转天数	126.8	129.8	138.4	150.0	145.0	145.0
应付账款周转天数	88.1	87.6	81.3	84.4	82.9	83.7
固定资产周转天数	162.0	172.8	159.0	130.4	100.4	76.2
偿债能力						
净负债/股东权益	2.96%	-3.20%	-29.09%	-43.50%	-52.51%	-61.83%
EBIT 利息保障倍数	32.0	30.0	182.7	-27.6	-22.8	-20.9
资产负债率	44.10%	40.45%	32.52%	34.31%	32.85%	32.14%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

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。