

土地改造超高效推进收益超预期，未来聚焦研发底气十足

——丽珠集团（000513）事件点评

2017年04月21日

强烈推荐/维持

丽珠集团

事件点评

事件：

公司于2017年4月19日发布关于拟转让子公司珠海维星实业有限公司100%股权暨“香洲区丽珠医药集团改造项目”进展的公告。拟将持有的珠海维星实业有限公司（原珠海市丽珠医药工业有限公司）100%股权转让予珠海横琴维创财富投资有限公司，维创财富须支付总价人民币45.52亿元，其中，股权转让款为44.80亿元，代维星实业向本公司偿还债务为2206.79万元，代建“香洲区丽珠医药集团改造项目更新单元”配套公共租赁住房的建筑成本为5000万元。

经初步测算，扣除本公司及丽珠制药厂对维星实业的投资成本、以及本次股权转让的交易开支及税费等相关费用后，预计增加本公司归属于母公司股东的净利润约34.55亿元。

主要观点：

1. 土地改造超高效推进，收益超预期

土地改造方案落地时间点超预期：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（2017年1月20日），公司就与国维集团签订了项目合作商务洽谈意向书，公司执行力强，意向书签订的时间点和效率超出市场预期。而又在短短的3个月内，丽珠就完成了土地转让的协商及价格谈判，再次体现公司超高执行力。

土地最终收益超预期：扣除本公司及丽珠制药厂对维星实业的投资成本、以及本次股权转让的交易开支及税费等相关费用后，预计增加本公司归属于母公司股东的净利润约34.55亿元。（高于此前我们预估的20亿左右的最终收益）。

我们的判断：土地改造的推进速度和最终受益均超预期，虽然是一过性事件，但该项收益的获得，将进一步改善公司财务状况，为公司主营业务的经营发展提供充足的资金支持，为未来公司外延发展及研发提供充分资金保障。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡偲碧

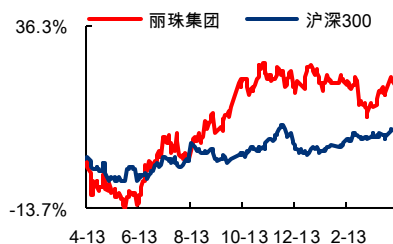
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	40.96-61.24
总市值（亿元）	243.95
流通市值（亿元）	136.81
总股本/流通A股（万股）	42560/23868
流通B股/H股（万股）	/14559
52周日均换手率	0.96

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）年报点评：超额完成激励任务高增速超预期，研发及精准医疗驱动长期成长》2017-03-27
- 2、《丽珠集团（000513）事件点评：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》2017-01-23
- 3、《丽珠集团（000513）事件：丽珠单抗精耕细作，生物制品临床倍道兼行》2016-12-22
- 4、《丽珠集团（000513）事件点评：精准医疗四大方向完整布局初步完成，诊断+治疗协同发展稀缺标的》2016-12-02

2. 未来公司聚焦研发底气十足, 单抗+精准医疗协同发展前景广阔

公司专注研发布局已久，单抗是丽珠未来重要看点。2016年9月27日，公司公告增资丽珠单抗1.02亿，公司有望凭借研发团队优势和优良产品布局持续突破。目前丽珠已有4个在研单抗获批临床，进度均名列前茅（详细梳理见前期点评：丽珠单抗精耕细作，生物制品倍道兼行）

图 1:丽珠在研产品概览

临床前	临床 I 期	临床 II 期	优先审评
喷昔洛韦氯化钠注射液	替格瑞洛片	清毒安肾胶囊	注射用艾普拉唑钠
注射用伏立康唑	马来酸氟伏沙明缓释片	注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体	
丁苯酞（已现场检查完毕）	硫酸氢氯吡格雷片		
丁苯酞氯化钠注射液（已现场检查完毕）	枸橼酸铁片		
重组全人抗RANKL单克隆抗体	羧基麦芽糖铁注射液		
重组人源化抗PD-1单克隆抗体（美国PRE IND已上报）	盐酸普拉克索缓释片		
IL-6受体单抗（LZM008）	注射用重组人绒促性素(rhCG)（I III期同时做）		
PD-L1单抗（LZM010）	重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体		
药物浓度检测试剂 伏立康唑测定试剂盒	重组人源化抗HER2单抗注射液		
左乙拉西坦测定试剂盒	金标快速诊断试剂肺炎支原体IgM和IgG抗体联检试剂盒		
拉莫三嗪测定试剂盒	肺炎支原体IgM抗体和肺炎衣原体IgM抗体联检试剂盒		
奥卡西平测定试剂盒			
HTLV酶联免疫检测试剂盒			
金标快速试剂判读仪			
注射用醋酸亮丙瑞林微球			
醋酸戈舍瑞林植入剂			
醋酸曲普瑞林微球			
醋酸奥曲肽微球			
阿立哌唑微球			
利培酮微球			
LiquidBiopsy平台			

资料来源：东兴证券研究所

目前市场对丽珠单抗业务板块认知还不够充分，该板块存在一定的低估。丽珠集团 2010 年成立单抗公司开始战略转型，从今年开始厚积薄发进入快速发展期，临床进度提速。另外，丽珠研发团队实力雄厚，除了上述已经获批临床的 4 个品种以外，在研产品中不乏重磅产品（Anti RANKL LZM004 抗骨质疏松、热门靶点 PD-1 等）。丽珠单抗团队具有与时俱进的前瞻性，通过拆分丽珠市值，我们发现其在单抗方面的布局还没有在市值上有所体现，故未来想象空间巨大。

精准医疗方面公司在精准医疗四大领域包括液体活检领域、细胞治疗、抗体药、基因测序均已有布局，是目前国内仅有的同时拥有四大方向资源布局的上市公司，意义重大。在四个方向同时布局有望形成诊断+治疗双轮驱动协同发展的良好局面，并且分散风险。

表 1:丽珠精准医疗发展大事记

时间	事件	意义
2010 年	丽珠单抗成立	开始生物药转型
2015 年	投资 Cyvenio	检测端布局，世界 CTC 最先进富集平台，后续将发展出一系列诊断手段
2016 年	投资 Abycete	治疗端布局，同时为 Cyvenio 提供抗体试剂
2016 年	成立丽珠基因	检测端布局，丽珠基因在圣美的平台上可以开发一系列诊断手段，可以自己出具数据医生出具诊断报道
2017 年	丽珠单抗 4 个项目进入临床阶段	集中获批临床，进度名列前茅

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3. 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

- ◆ 短期逻辑：土地收益将改善公司财务状况。根据公司股权激励行权条件，17 年按业绩考核（扣非后 8 亿利润），扣非后业绩增速约 17%。参芪扶正稳健增长，二线品种超增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正，原料药提供弹性。
- ◆ 中长期逻辑：艾普拉唑针剂获批为 10 亿级别大品种，后续品种持续推进，2-3 年会陆续有化药获批。
- ◆ 长期逻辑：精准医疗检测端和治疗端开始爆发式增长，单抗产品获批，成功转型生物药。

公司已于 2017 年 4 月 12 日发布 2017 年第一季度业绩预告。归母净利润预计 2.69 亿-2.88 亿(增速 17-25%), 扣非净利润预计 2.33 亿-2.52 亿(增速 23-33%), EPS 0.64-0.69 元。我们预计公司 2017-2019 年业绩复合增速有望维持 20-25%左右, 确定性较高(参芪扶正稳健增长, 二线品种超增速接棒业绩增长体量已超过参芪扶正), 目前估值 25 倍左右; 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:

暂不考虑此次土地收益的影响, 我们预计 2017-2019 年归母净利润分别为 9.5 亿元、11.6 亿元、14.2 亿元, 增长分别为 20.51%、22.55%、23.24%。EPS 分别为 2.22 元、2.72 元、3.35 元, 对应 PE 分别为 28x, 23x, 18x。我们认为公司业绩增速确定性高, 估值较低, 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		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	3578	5971	7027	8291	9783	营业收入	6621	7652	8897	10259	11966						
货币资金	798	2062	3440	4175	5009	营业成本	2575	2748	3179	3654	4236						
应收账款	1256	1464	1706	1967	2295	营业税金及附加	81	120	80	92	108						
其他应收款	68	49	57	65	76	营业费用	2542	3070	3470	3980	4607						
预付款项	122	88	90	92	95	管理费用	606	725	836	944	1101						
存货	984	1099	1243	1429	1657	财务费用	27	5	0	0	0						
其他流动资产	0	690	28	28	28	资产减值损失	102.79	107.18	100.00	90.00	80.00						
非流动资产合计	4500	4558	4155	3912	3666	公允价值变动收益	-0.18	-0.93	0.00	0.00	0.00						
长期股权投资	69	91	91	91	91	投资净收益	6.78	1.34	0.00	0.00	0.00						
固定资产	3324	3341	3129	2931	2750	营业利润	693	876	1232	1498	1834						
无形资产	259	299	269	239	209	营业外收入	130.69	136.03	0.00	0.00	0.00						
其他非流动资产	60	115	115	115	115	营业外支出	15.56	7.45	0.00	0.00	0.00						
资产总计	8078	10529	11182	12202	13449	利润总额	808	1005	1232	1498	1834						
流动负债合计	3155	3311	3170	3339	3547	所得税	148	175	246	300	367						
短期借款	250	0	0	0	0	净利润	660	830	985	1198	1468						
应付账款	637	588	775	891	1033	少数股东损益	37	46	40	40	40						
预收款项	65	79	80	81	83	归属母公司净利润	623	784	945	1158	1428						
一年内到期的非	400	0	0	0	0	EBITDA	1266	1516	1473	1741	2080						
非流动负债合计	113	113	56	56	56	BPS (元)	1.62	1.98	2.22	2.72	3.35						
长期借款	1	1	1	1	1	主要财务比率											
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E						
负债合计	3268	3424	3227	3396	3603	成长能力											
少数股东权益	464	600	640	680	720	营业收入增长	19.41%	15.58%	16.27%	15.31%	16.64%						
实收资本 (或股	397	426	426	426	426	营业利润增长	18.53%	26.51%	40.51%	21.63%	22.46%						
资本公积	396	1820	1820	1820	1820	归属于母公司净利	20.67%	25.97%	20.51%	22.55%	23.24%						
未分配利润	3267	3812	4285	4864	5578	获利能力											
归属母公司股东	4346	6506	7307	8118	9117	毛利率 (%)	61.10%	64.09%	64.27%	64.38%	64.60%						
负债和所有者权	8078	10529	11173	12194	13440	净利率 (%)	9.96%	10.85%	11.07%	11.68%	12.26%						
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润 (%)										
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	14.33%	12.06%	12.94%	14.27%	15.66%						
经营活动现金流	928	1279	1489	1172	1343	偿债能力											
净利润	660	830	985	1198	1468	资产负债率 (%)	40%	33%	29%	28%	27%						
折旧摊销	546	634	0	243	245	流动比率	1.13	1.80	2.22	2.48	2.76						
财务费用	27	5	0	0	0	速动比率	0.82	1.47	1.82	2.05	2.29						
应收账款减少	0	0	-242	-261	-327	营运能力											
预收帐款增加	0	0	1	1	2	总资产周转率	0.86	0.82	0.82	0.88	0.93						
投资活动现金流	-558	-943	68	-90	-80	应收账款周转率	6	6	6	6	6						
公允价值变动收	0	-1	0	0	0	应付账款周转率	10.72	12.50	13.06	12.31	12.44						
长期股权投资减	0	0	147	0	0	每股指标 (元)											
投资收益	7	1	0	0	0	每股收益 (最新摊	1.62	1.98	2.22	2.72	3.35						
筹资活动现金流	-315	939	-178	-348	-428	每股净现金流 (最新	0.14	2.99	3.24	1.73	1.96						
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	10.95	15.28	17.17	19.07	21.42						
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率											
普通股增加	101	29	0	0	0	P/E	37.90	31.01	27.64	22.56	18.31						
资本公积增加	183	1425	0	0	0	P/B	5.61	4.02	3.58	3.22	2.87						
现金净增加额	54	1275	1378	735	835	EV/EBITDA	19.13	15.88	9.34	12.61	10.16						

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。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

胡偌碧

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、未来也将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。