

大单落地，原料药板块有望持续超预期，助力长期转型发展

——丽珠集团（000513）事件点评

2017年06月02日

强烈推荐/维持

丽珠集团

事件点评

事件：

公司于2017年6月1日晚间发布关于子公司签订日常经营重大合同的公告。丽珠集团控股子公司新北江制药股份有限公司与杭州中美华东签订了阿卡波糖原料药购买合同，总价供给4.8亿元（含税），供货期2年。：供货期自2017年5月9日起至2019年5月31日止。

2015年中美与新北江购销金额税价合计：8770.25万元人民币；2016年中美与新北江购销金额税价合计：1.84亿元人民币；2017年1月1日至2017年6月1日中美与新北江购销金额税价合计：9738.62万元人民币。

主要观点：

1. 大单落地，原料药板块有望持续超预期

大单落地，利好公司业绩：2016年公司阿卡波糖收入1.57亿（含税约1.84亿）增速118.75%，占原料药整体板块收入（17.35亿）的9%，为公司原料药核心大品种。大单落地后（4.8亿含税，不含税超过4亿），17-18年阿卡波糖增速约20%。今年1-6月中美华东采购阿卡波糖0.97亿（含税），全年收入有望超过2亿（含税），17年阿卡波糖利润贡献有望超过3000万。

公司原料药板块毛利有望稳中有升：2016年公司原料药板块毛利率由14.83%提升至19.22%，主要是结构优化，高毛利品种阿卡波糖，林可霉素，黄连菌素、美伐他汀、霉酚酸等占据主导地位。此次大单落地，我们可以预见未来高毛利品种占比将进一步提升，拉动整体原料药板块毛利提升。

原料药板块稳定增长趋势清晰可持续，确定性高：2016年起原料药板块公司盈利能力改善情况明显，丽珠集团宁夏福兴制药有限公司15年亏损4258万，16年扭亏。公司成立原料药事业部，进行了充分的整合，提高了原料药的竞争力。同时在整合过程中抓紧了原料药规范市场的开发和认证工作。公司已经有20多个项目进行了认证，FDA有11项认证。随着FDA认证项目越来越多（表1），我们判断未来原料药板块的稳定增长趋势是可持续的。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡偌碧

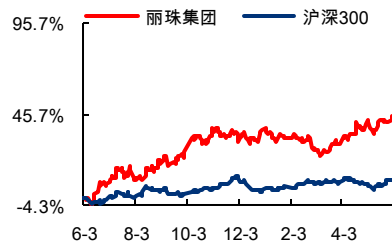
010-66554041

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间（元）	41.50-64.39
总市值（亿元）	267.66
流通市值（亿元）	150.1
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	0.95

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）2017一季报点评：一季度业绩亮眼超预期，股权激励收官之年有望超额完成》2017-04-28
- 2、《丽珠集团（000513）事件点评：土地改造超高效推进收益超预期，未来聚焦研发底气十足》2017-04-21
- 3、《丽珠集团（000513）事件点评：一季度业绩略超预期，长期成长逻辑清晰》2017-04-13
- 4、《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

表 1: 丽珠集团 DMF 情况 (截至 2017 年 6 月 1 日)

编号	DMF 名称	中文	项目持有者	注册时间
30693	GENTAMICIN SULFATE	硫酸双生霉素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2016/6/28
30237	CHORIONIC GONADOTROPHIN	绒毛膜促性腺激素	SHANGHAI LIVZON PHARMACEUTICAL CO LTD	2016/1/16
30246	MYCOPHENOLATE MOFETIL NON-STERILE, BULK FORM	麦考酚酸莫酯	LIVZON NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2016/1/15
29859	DAPTOMYCIN	达托霉素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2015/9/17
29420	MOXIDECTIN(NON-STERILE BULK FORM)	莫西菌素	LIVZON NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2015/5/19
29137	DAPTOMYCIN	达托霉素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2015/2/27
28275	KANAMYCIN SULFATE	硫酸卡那霉素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2014/5/6
28350	COLISTIMETHATE SODIUM	磷粘菌素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2014/5/30
27841	TOBRAMYCIN SULFATE	硫酸妥布霉素	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2013/12/23
26310	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE	万古霉素盐 酸盐	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2012/8/8
26030	VANCOMYCIN HYDROCHLORIDE, LYOPHILIZED	万古霉素盐 酸盐(冻干)	LIVZON GROUP FUZHOU FUXING PHARMACEUTICAL CO LTD	2012/5/8
23279	ACARBOSE	阿卡波糖	LIVZON NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2009/11/18
21404	MYCOPHENOLIC ACID (NON STERILE BULK FORM)	霉酚酸	LIVZON NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2008/2/20
20724	TOBRAMYCIN (NON-STERILE, BULK FORM)	妥布霉素	LIVZON NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2007/7/26
20273	MEVASTATIN (NON-STERILE,	美伐他汀	LIVZON NINGXIA NEW NORTH	2007/1/10

	BULK FORM)		RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	
18539	LOVASTATIN (NON-STERILE, BULK FORM)	洛伐他汀	LIVZON NINGXIA NEW NORTH RIVER PHARMACEUTICAL CO LTD	2005/7/20
17581	ACYCLOVIR	阿昔洛韦	LIVZON GROUP CHANGZHOU KONY PHARMACEUTICAL CO LTD	2004/8/2

资料来源: FDA, 东兴证券研究所

2. 展望全年, 股权激励收官之年公司有望超额完成激励解锁条件

公司 2017 开局良好, 展望全年, 我们在股权激励收官之年公司有望超额完成激励解锁条件 (扣非后 8 亿利润), 基于以下原因

第一, 参芪扶正成为成熟现金流产品, 稳定贡献利润。市场对参芪扶正仍有担忧 (医保目录加了限制之后尤其明显), 但参芪扶正还在目录当中没有被调出, 这就是对丽珠及参芪扶正最大的认可。参芪扶正属于中药注射剂中的优秀品种, 已完成 5 万例安全性再评价。公司也在进行有效性再评价。(16 年全年仍有接近 10% 的增长, 在中药注射剂中可谓佼佼者)。

第二, 公司二线专科用药潜力品种 (促卵泡素、艾普、亮丙、鼠神经) 接棒, 维持较快增速。公司二线品种竞争格局良好, 销售总额已超过参芪扶正 (17.03 亿 VS 16.8 亿), 未来承接参芪扶正业绩增长任务不成问题。其中艾普拉唑进入新版医保目录, 有望在质子泵抑制剂市场持续扩大份额, 未来 2-3 年成为 5-10 亿级别品种。

第三, 公司原料药业务持续好转, 将有新品不断通过 FDA 认证, 未来持续助力业绩成长。

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。

结论：

暂不考虑土地收益的影响，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，19x。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 (%)					4.77%	7.71%	7.45%	8.45%	9.49%	
	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	38.82	31.76	28.32	23.11	18.75						
资本公积增加	183	1425	0	0	0	P/B	5.74	4.12	3.66	3.30	2.94						
现金净增加额	54	1275	1378	735	835	EV/EBITDA	19.59	16.30	9.62	12.97	10.46						

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年水晶球最佳分析师第一名，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。