

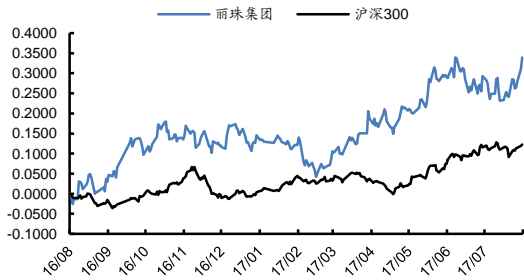
研究所

证券分析师：

胡博新 S0350517060001
hubx@ghzq.com.cn

营销改革促进业绩高增长，原料药发展略超预期 ——丽珠集团（000513）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
丽珠集团	3.6	11.0	36.7
沪深300	0.6	9.6	12.3

市场数据

2017-08-22

当前价格（元）	52.10
52周价格区间（元）	37.43 - 52.53
总市值（百万）	28823.35
流通市值（百万）	16159.86
总股本（万股）	55323.14
流通股（万股）	49943.87
日均成交额（百万）	120.08
近一月换手（%）	14.46

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布2017年半年度报告，报告期内集团实现营业收入约42.75亿元，同比增长12.96%；实现归母净利润约5.04亿元，同比增长23.21%，扣非净利润4.55亿元，同比增长25.13%。业绩符合预期。

投资要点：

■ **营销改革效果显现，业绩有望继续保持高增长。**集团上半年实现营业收入约42.75亿元，同比增长12.96%；实现归母净利润约5.04亿元，同比增长23.21%。报告期内，集团持续推进营销改革，通过成立基层医疗销售部、开展重点品种低产医院增量活动、完善全国物流体系布局、加强部分已上市品种的再评价、增加临床适应症等延伸开发等改革举措，极大地促进了公司产品销售在基层的覆盖，应收账款周转时间、低产医院的销售量均获得显著改善。

分业务线看，报告期内，公司西药制剂板块18.79亿（+14.74%），中药制剂板块收入10.84亿（+3.26%），原料药板块收入10.04亿（+22.17%），诊断板块收入2.89亿（+11.06%）。

分品种看，一线品种方面，报告期内参芪扶正注射液在招标降价、中药注射剂安全性等不利因素影响下，凭借公司在循证医学和安全性再评价、质量研究、药物经济学、有效性再评价等方面的大量投入，充分保障了参芪过硬的质量及疗效，上半年依然实现了1.49%的增长，未来随着新型多层共挤输液用膜制袋包装获批生产，规格替换和渠道下沉有望使得新版参芪扶正继续保持5%-10%的增长。

二线品种方面，总体来看，随着营销改革的效果逐步显现和招标的推进，二线潜力品种逐渐接力参芪成为公司主要的品种和增长点。报告期内，艾普拉唑肠溶片实现销售收入2.09亿元，同比增长46.77%；注射用醋酸亮丙瑞林微球实现销售收入2.82亿元，同比增长45.77%；注射用鼠神经生长因子实现销售收入2.79亿元，同比增长19.13%。且艾普拉唑进入2017年新版国家医保目录，预计随着各地报销标准落地和招标推进，2018年预计将继续扩大市场份额，有望在1-2年内成为5亿以上的大品种。上半年艾普拉唑肠溶片、亮丙瑞林微球、鼠神经生长因子销售总额达7.68亿已接近参芪扶正8.35亿，二线潜力品种的持续发力有望促进集团保持20%以上增长。

■ **在研产品梯队储备丰富，精准医疗全产业链布局是未来最大看点。**

化学及中药制剂板块，报告期内，注射用高纯度尿促性素及原料已获得临床批件，即将进入临床研究；孤儿药注射用丹曲林钠纳入第十三批优先审评目录；参芪扶正注射液增加多层共挤输液用膜制袋包装补充申请获得批件，有望大大延长该产品的生命周期。

生物药板块，报告期内，注射用重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单克隆抗体启动 II 期临床，开始病例筛选；注射用重组人绒促性素 (rhCG) 启动 III 期临床试验，开始病例筛选；重组人源化抗 PD-1 单克隆抗体在中国 CDE 排队审评，并完成美国 FDA 新药注册申报 (IND)。

诊断试剂板块，报告期内，金标快速诊断试剂有 1 项处于临床阶段，即将进入注册阶段，2 项已经处于注册阶段；化学发光诊断试剂一项（首个试剂和设备配套项目）即将完成开发，进入注册检验阶段。

微球板块，报告期内，醋酸亮丙瑞林项目已完成临床前研究，准备申报；醋酸曲普瑞林微球项目已经进入资料审评阶段，正在等待药审中心临床批件。

公司研发梯队丰富，生物药领域研发实力强劲，正逐步形成“试剂+单抗+圣美+基因”的精准医疗产业链布局，有助于未来公司估值的提升。

■ **大订单保证未来业绩，原料药板块发展略超预期。** 2017 年上半年公司将原发酵原料药事业部及珠海保税区丽珠合成制药有限公司正式合并运营，成立集团原料药事业部，有效地整合人力资源，优化产品结构和生产工艺，使得原料板块盈利能力大幅提高。报告期内，公司原料药板块苯丙氨酸收入 1.34 亿 (+16.72%)，阿卡波糖 1.05 亿 (+91.01%)，霉酚酸 0.86 亿 (+69.54%)，林可霉素 0.68 亿 (+44.05%)，万古霉素 0.54 亿 (+77.41%)，米尔贝肟 0.37 亿 (+333.36%)，其中阿卡波糖有望成为原料药板块最重要增长点。阿卡波糖是国内治疗 II 型糖尿病的一线用药，2017 版国家医保目录将其调整升为甲类，预计其销售额将会随着医保目录品种的报销落地在 2018 年继续增长，阿卡波糖原料药的需求也将随之提升，公司 6 月份与中美华东签订了 4.8 亿为期限两年的阿卡波糖原料药订单，且公司下属原料药生产企业目前通过国际认证现场检查品种有 10 个，通过 FDA 现场检查品种 5 个，取得国际认证证书 17 个，阿卡波糖大订单和国际认证品种的储备都为公司原料药板块未来的业绩增长提供了有力保障。

■ **土地出让获利显著，现金充沛有望助力外延战略。** 报告期内，公司经营性现金流量净额为 4.47 亿，同比增长 45.29%，现金流状况优异，主要是由于销售回款等增加。而原子公司维星实业的转让已于 2017 年 7 月 18 日全部完成，丽珠获得现金 40 亿，扣除成本预计增加本公司归母净利润约 34.98 亿元，则公司目前在手现金已超 60 亿元，雄厚的现金储备有望助力公司后续的外延并购战略的实施，利好公司长期发展。

- 盈利预测和投资评级:** 随着营销改革的效果逐步显现和招标的推进, 集团专科药潜力品种有望继续放量保持高速增长, 接力参芪成为公司主要的品种和增长点, 公司有望继续保持 20%以上增长。原料药大订单落地和出口认证储备预计将带来原料药板块的高弹性。在研产品以生物单抗品种为主, 研发团队优势明显, 公司预计进展最快的单抗产品 2018 年上市, 随着精准医疗全产业链布局推进, 公司业绩和估值有望继续提升。因此我们维持公司“买入”评级, 暂不考虑土地出让收入影响, 预计 2017-2019 年归母净利润分别为 9.47 亿元、11.29 亿元、13.70 亿元, EPS 分别为 1.71、2.04、2.48 元, 对应当前股价 PE 为 30、26、21 倍。
- 风险提示:** 行业政策不确定性, 业务推进不确定性, 产品研发不确定性, 医保目录报销落地不及预期, 公司未来外延并购的不确定性, 公司未来业绩的不确定性。

主营收入 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
增长率 (%)	7652	9083	10886	13163
净利润 (百万元)	16%	19%	20%	21%
增长率 (%)	784	947	1129	1370
摊薄每股收益 (元)	26%	21%	19%	21%
ROE (%)	1.84	1.71	2.04	2.48
主营收入 (百万元)	11.04%	12.27%	13.36%	14.67%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 丽珠集团盈利预测表 (暂不考虑土地出让收入影响)

证券代码:	000513.SZ		股价:	52.10	投资评级:	买入	日期:	2017-08-22	
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	12%	13%	15%	EPS	1.84	1.71	2.04	2.48
毛利率	64%	62%	62%	63%	BVPS	15.28	12.88	14.21	15.82
期间费率	51%	51%	51%	51%	估值				
销售净利率	10%	10%	10%	10%	P/E	28.28	30.41	25.50	21.02
成长能力					P/B	3.41	4.04	3.67	3.29
收入增长率	16%	19%	20%	21%	P/S	2.90	3.17	2.65	2.19
利润增长率	26%	21%	19%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.73	0.79	0.87	0.96	营业收入	7652	9083	10886	13163
应收账款周转率	3.78	3.78	3.78	3.78	营业成本	2748	3441	4102	4924
存货周转率	2.50	2.50	2.50	2.50	营业税金及附加	120	143	171	207
偿债能力					销售费用	3070	3645	4368	5282
资产负债率	33%	33%	32%	32%	管理费用	725	860	1031	1247
流动比	1.80	1.99	2.18	2.36	财务费用	5	(20)	(22)	(23)
速动比	1.47	1.59	1.74	1.87	其他费用 / (-收入)	(107)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	876	1014	1235	1526
现金及现金等价物	2062	2430	2774	3067	营业外净收支	129	133	133	133
应收款项	2026	2405	2883	3486	利润总额	1005	1147	1368	1659
存货净额	1099	1434	1710	2053	所得税费用	175	200	238	289
其他流动资产	784	929	1112	1344	净利润	830	947	1129	1370
流动资产合计	5971	7192	8473	9942	少数股东损益	46	0	0	0
固定资产	3341	3027	2744	2490	归属于母公司净利润	784	947	1129	1370
在建工程	202	202	202	202	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	299	299	281	263	经营活动现金流	1279	744	773	803
长期股权投资	91	111	131	151	净利润	830	947	1129	1370
资产总计	10529	11456	12457	13674	少数股东权益	46	0	0	0
短期借款	0	20	40	60	折旧摊销	362	364	333	303
应付款项	912	1189	1418	1702	公允价值变动	(1)	0	0	0
预收帐款	79	93	112	135	营运资金变动	43	(1151)	(1184)	(1485)
其他流动负债	2320	2320	2320	2320	投资活动现金流	(943)	294	263	234
流动负债合计	3311	3623	3890	4218	资本支出	128	314	283	254
长期借款及应付债券	1	1	1	1	长期投资	(22)	(20)	(20)	(20)
其他长期负债	112	112	112	112	其他	(1049)	0	0	0
长期负债合计	113	113	113	113	筹资活动现金流	32	(312)	(376)	(461)
负债合计	3424	3736	4003	4331	债务融资	(250)	20	20	20
股本	426	553	553	553	权益融资	1518	0	0	0
股东权益	7106	7720	8453	9343	其它	(1236)	(332)	(396)	(481)
负债和股东权益总计	10529	11456	12457	13674	现金净增加额	368	726	659	577

资料来源: 公司数据、国海证券研究

【医药组介绍】

胡博新，药学专业，7年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对 OTC 和原料药行业有长期跟踪经验。

【分析师承诺】

胡博新，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。