

2017年08月23日

丽珠集团 (000513.SZ)

公司快报

业绩符合预期，二线品种成长动力强劲

投资要点

- ◆ **事件：**（1）公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 427,476 万元，同比增长 12.96%；归母净利润 50,400 万元，同比增长 23.21%；扣非净利润 45,527 万元，同比增长 25.13%。（2）公司发布 2017 年第三季度业绩预告，预计第三季度实现归母净利润 372,478-376,592 万元，同比增长 1710.68%-1730.68%。
- ◆ **西药+原料药双轮驱动，带动业绩增长：**公司上半年业绩的增长主要来自于西药制剂和原料药两个板块，销售额分别同比增长 14.74%和 22.17%。第三季度业绩大幅增长的主要原因是公司转让子公司珠海维星实业有限公司 100%股权增加净利润约 34.98 亿元所致。西药制剂板块中，对上半年业绩增长贡献较大的是艾普拉唑肠溶片、醋酸亮丙瑞林微球和鼠神经生长因子等二线品种，销售额分别同比增加 6600 万、8800 万和 4500 万。目前艾普拉唑肠溶片新适应症的申请已处于审评状态，新适应症的获批将进一步促进艾普拉唑的上量；同时注射用艾普拉唑钠也已申报生产，注射剂的上市有望与口服剂形成互补，提升该产品的市场渗透率。此外，公司西药制剂中的促性激素类药物上半年的销售额也增长了 10.31%。受益于尿促卵泡素原料药的获批和生产线建设的逐步落地，公司尿促卵泡素的成本有望继续下降，扩大利润空间，进一步增厚业绩。另一方面，通过核心技术升级改造、调整产品结构、完善销售市场布局、加大国际认证等措施，原料药板块的重点高毛利品种未来也有望继续保持稳健增长。
- ◆ **受益渠道下沉，参芪扶正逆势维稳：**作为公司最大的制剂品种，参芪扶正注射液 2017 年上半年实现营收 8.35 亿元，同比增长 1.49%，毛利率减少 0.59 个百分点。在上半年整体不利于中药品种的医改环境下，参芪扶正注射液仍然维持在相对稳定的水平主要由于销售渠道的下沉，公司加大对基层医院渗透所致。未来在医保控费等不利政策的持续影响下，参芪扶正注射液的价格预计会呈现螺旋式下降，但受益于营销改革，参芪扶正注射液仍有望维持相对稳定，不会对公司整体业绩造成重大影响。
- ◆ **积极投入单抗研发，开拓新战场：**除了传统的产品以外，近年来公司积极布局单抗药物领域，扩充产品线。目前公司已有包括重组人源化抗人肿瘤坏死因子 α 单抗、重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗、重组人源化抗 PD-1 单抗等多个单抗药物获得了临床批件，其中重组人源化抗 PD-1 单抗的临床试验申请于近日获得了 FDA 的批准，为公司今后开拓海外市场奠定了基础。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 6.65、2.10 和 2.50 元。不考虑 17 年 34.98 亿的一次性收益的影响，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.69 元、2.10 和 2.50 元，归母净利润增速分别为 19.1%、22.9% 和 19.6%，给予公司增持-B 评级，6 个月目标价为 59.19 元，相当于 2017 年 35 倍的市盈率。

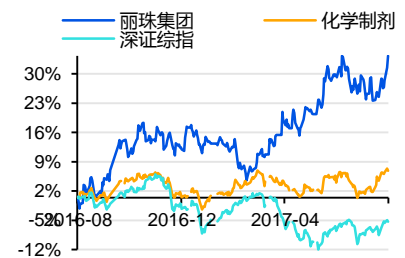
医药 | 化学制剂 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	59.19 元
股价(2017-08-22)	52.10 元

交易数据

总市值 (百万元)	28,823.35
流通市值 (百万元)	16,159.86
总股本 (百万股)	553.23
流通股本 (百万股)	310.17
12 个月价格区间	47.01/68.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.19	6.62	38.24
绝对收益	3.58	11.0	32.78

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

相关报告

◆ **风险提示：** 政策风险、产品销售不达预期、研发风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6,620.5	7,651.8	8,661.8	10,022.6	11,569.1
同比增长(%)	19.4%	15.6%	13.2%	15.7%	15.4%
营业利润(百万元)	692.8	876.5	4,586.7	1,373.1	1,656.8
同比增长(%)	18.5%	26.5%	423.3%	-70.1%	20.7%
净利润(百万元)	622.6	784.4	3,681.1	1,159.7	1,385.3
同比增长(%)	20.7%	26.0%	369.3%	-68.5%	19.4%
每股收益(元)	1.13	1.42	6.65	2.10	2.50
PE	46.3	36.7	7.8	24.9	20.8
PB	6.6	4.4	3.0	2.8	2.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,620.5	7,651.8	8,661.8	10,022.6	11,569.1	年增长率					
减:营业成本	2,575.3	2,747.8	3,161.6	3,578.1	4,164.9	营业收入增长率	19.4%	15.6%	13.2%	15.7%	15.4%
营业税费	81.0	120.4	116.8	138.5	74.0	营业利润增长率	18.5%	26.5%	423.3%	-70.1%	20.7%
销售费用	2,541.7	3,070.4	3,417.0	3,941.1	4,535.1	净利润增长率	20.7%	26.0%	369.3%	-68.5%	19.4%
管理费用	606.3	724.6	814.2	936.4	1,088.0	EBITDA 增长率	21.0%	20.7%	299.7%	-64.3%	17.2%
财务费用	27.2	5.4	-25.3	-40.2	-45.8	EBIT 增长率	19.0%	22.5%	417.2%	-70.8%	20.9%
资产减值损失	102.8	107.2	89.2	99.7	98.7	NOPLAT 增长率	14.4%	23.9%	420.2%	-71.0%	21.2%
加:公允价值变动收益	-0.2	-0.9	0.3	-0.0	-0.1	投资资本增长率	7.3%	6.0%	-6.3%	2.0%	1.0%
投资和汇兑收益	6.8	1.3	3,498.0	4.1	2.7	净资产增长率	17.8%	47.7%	45.7%	8.9%	9.8%
营业利润	692.8	876.5	4,586.7	1,373.1	1,656.8	盈利能力					
加:营业外净收支	115.1	128.6	103.7	115.8	116.0	毛利率	61.1%	64.1%	63.5%	64.3%	64.0%
利润总额	807.9	1,005.1	4,690.5	1,488.9	1,772.9	营业利润率	10.5%	11.5%	53.0%	13.7%	14.3%
减:所得税	148.4	175.1	795.5	261.8	307.1	净利润率	9.4%	10.3%	42.5%	11.6%	12.0%
净利润	622.6	784.4	3,681.1	1,159.7	1,385.3	EBITDA/营业收入	15.6%	16.3%	57.4%	17.7%	18.0%
						EBIT/营业收入	10.9%	11.5%	52.7%	13.3%	13.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	40.5%	32.5%	27.3%	26.5%	28.7%
货币资金	798.3	2,061.9	5,975.8	6,741.1	7,758.9	负债权益比	67.9%	48.2%	37.5%	36.0%	40.3%
交易性金融资产	6.6	6.0	6.3	6.3	6.2	流动比率	1.13	1.80	2.72	2.89	2.84
应收帐款	1,323.7	1,513.2	1,780.2	1,964.4	2,372.4	速动比率	0.82	1.47	2.35	2.51	2.45
应收票据	343.0	513.0	393.1	657.3	581.7	利息保障倍数	26.47	162.97	-180.28	-33.20	-35.19
预付帐款	122.3	87.7	188.0	140.7	214.1	营运能力					
存货	983.9	1,099.2	1,333.4	1,455.9	1,864.5	固定资产周转天数	170	157	140	120	100
其他流动资产	0.0	689.7	229.9	306.6	893.2	流动营业资本周转天数	11	20	21	22	31
可供出售金融资产	179.6	147.3	156.1	161.0	154.8	流动资产周转天数	183	225	330	380	388
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	67	67	68	67	67
长期股权投资	68.9	91.1	80.2	94.4	102.9	存货周转天数	50	49	51	50	52
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	418	438	515	531	509
固定资产	3,323.8	3,341.0	3,415.2	3,290.1	3,107.6	投资资本周转天数	224	206	182	154	135
在建工程	347.2	201.7	21.7	-141.0	-312.4	费用率					
无形资产	259.5	298.9	288.9	285.6	275.2	销售费用率	38.4%	40.1%	39.4%	39.3%	39.2%
其他非流动资产	320.6	478.5	365.0	370.9	357.3	管理费用率	9.2%	9.5%	9.4%	9.3%	9.4%
资产总额	8,077.5	10,529.3	14,234.0	15,333.1	17,376.3	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
短期债务	250.0	-	-	-	-	三费/营业收入	48.0%	49.7%	48.6%	48.3%	48.2%
应付帐款	1,924.0	2,145.8	2,600.0	2,759.1	3,592.3	投资回报率					
应付票据	299.0	323.8	359.5	380.0	446.0	ROE	14.3%	12.1%	38.6%	11.2%	12.1%
其他流动负债	681.9	841.0	683.6	765.3	784.9	ROA	8.2%	7.9%	27.4%	8.0%	8.4%
长期借款	0.7	0.7	-	-	-	ROIC	14.8%	17.1%	83.9%	26.0%	30.8%
其他非流动负债	112.0	112.3	236.3	153.5	167.4	分红指标					
负债总额	3,267.6	3,423.6	3,879.3	4,058.0	4,990.6	DPS(元)	0.36	0.38	1.44	0.56	0.63
少数股东权益	463.6	599.7	813.5	880.8	961.3	分红比率	31.9%	27.1%	21.6%	26.9%	25.2%
股本	396.9	425.7	553.2	553.2	553.2	股息收益率	0.7%	0.7%	2.8%	1.1%	1.2%
留存收益	4,209.3	6,220.0	8,988.0	9,841.1	10,871.2						
股东权益	4,809.9	7,105.6	10,354.7	11,275.2	12,385.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	1.13	1.42	6.65	2.10	2.50
净利润	659.6	829.9	3,681.1	1,159.7	1,385.3	BVPS(元)	7.86	11.76	17.25	18.79	20.65
加:折旧和摊销	321.0	374.0	410.8	442.3	470.0	PE(X)	46.3	36.7	7.8	24.9	20.8
资产减值准备	102.8	107.2	-	-	-	PB(X)	6.6	4.4	3.0	2.8	2.5
公允价值变动损失	0.2	0.9	0.3	-0.0	-0.1	P/FCF	201.8	-234.8	6.8	28.0	22.5
财务费用	13.5	6.9	-25.3	-40.2	-45.8	P/S	4.4	3.8	3.3	2.9	2.5
投资损失	-6.8	-1.3	-3,498.0	-4.1	-2.7	EV/EBITDA	20.0	16.2	4.7	12.8	10.5
少数股东损益	36.9	45.6	213.8	67.4	80.5	CAGR(%)	23.0%	20.9%	91.6%	23.0%	20.9%
营运资金的变动	-449.6	-269.5	291.3	-396.4	-404.2	PEG	2.0	1.8	0.1	1.1	1.0
经营活动产生现金流量	927.8	1,279.2	1,074.1	1,228.7	1,483.0	ROIC/WACC	1.4	1.6	7.9	2.5	2.9
投资活动产生现金流量	-558.4	-943.2	3,193.5	-151.9	-96.6						
融资活动产生现金流量	-314.9	938.8	-353.8	-311.5	-368.6						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn