

2017年10月25日

丽珠集团 (000513.SZ)

三季度业绩符合预期，迎政策风口创新药估值中枢有望上移

■**三季报业绩符合预期**：公司公布三季报，Q1-Q3 实现营收 65.22 亿元，同比增长 13.94%；实现扣非净利润 6.79 亿元，同比增 26.30%，毛利率环比略有提升，两费增长相对平稳，整体表现符合预期。Q3 单季度来看，收入增速 15.85%，扣非净利润增速 28.76%，相比中报增速显著提升。同时，公司给出全年业绩指引，2017 年净利润范围为 43.22-44.75 亿元，扣除子公司珠海维星实业有限公司转让收益 34.98 亿元，净利润增速范围约为 5.06%-24.58%，从三季报情况推断，我们预计大概率贴近上限。

■**核心品种增长稳健，艾普拉唑预计将持续放量**：我们预计，参芪扶正、艾普拉唑、亮丙瑞林等核心品种基本维持中报增速水平，尿促卵泡素销售回暖，鼠神经生长因子受广东失标及各地降价影响，增速环比大概率进一步回落。原料药板块依然维持高景气，预计三季度仍保持较快增速，毛利水平相比中报有进一步提升。目前，新版医保目录已经执行，艾普拉唑将继续保持强劲增长态势，对公司整体业绩的拉动也将越发显著，若注射剂型今年年内顺利获批，将有望为公司创造更大的业绩弹性。

■**两办发布纲领性文件，创新药企业有望迎来政策红利**：近日中办、国办印发的《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，明确了鼓励药物创新的政策导向，为创新药企业的发展带来了实质性利好。随着制度向国际接轨，我国制药企业终将从“仿创”走向“创新”，并走出一批足以比肩跨国制药巨头的大市值龙头企业，具有创新基因的优质制药企业的投资价值将逐渐展现。

■**十年磨一剑，创新药物新龙头雏形初现**：根据公告及官网资料，公司在新药研发领域深耕多年，研发投入在国内制药企业中稳居前十，拥有国内顶尖的微球技术平台以及豪华阵容的单抗研发团队（千人计划专家领衔的海归团队，多在跨国制药企业从事研发工作 15 年以上），管线品种丰富，处于临床试验阶段的重磅药物包含 TNF 单抗 α 、重组人绒促性素、CD20 单抗、Her2 单抗、PD-1 单抗（中美双报）、醋酸曲普瑞林微球等，未来 3-5 年有望进入集中收获期。公司依靠现有品种，有望维持 25%左右的年均增速，而当前股价对应明年业绩 PE 仅 30 倍，低于创新药企业理应享受的估值水平（换言之，管线品种未被充分估值），随着市场对创新药企业价值认知能力的不断提升，公司估值中枢向上修正将是大概率事件。

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 **买入-A**

维持评级

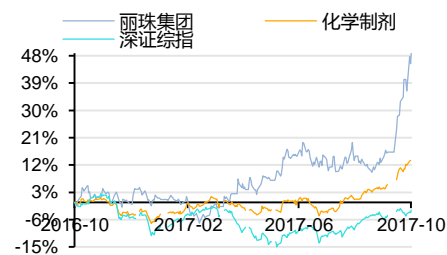
12 个月目标价：**75.00 元**

股价 (2017-10-25) **64.88 元**

交易数据

总市值 (百万元)	35,893.65
流通市值 (百万元)	22,578.09
总股本 (百万股)	553.23
流通股本 (百万股)	348.00
12 个月价格区间	47.82/68.24 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	27.81	21.61	52.05
绝对收益	29.66	30.81	49.88

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

徐嘉辰

报告联系人

xujc1@essence.com.cn
010-83321076

相关报告

丽珠集团：中报业绩符合预期，艾普拉唑有望成为未来增长的发动机/崔文亮	2017-08-23
丽珠集团：丽珠集团三季报点评/吴永强	2016-10-27

■ **投资建议：**预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 13.53%、16.10%、15.61%，EPS 分别为 8.08（包含转让资产收益）、2.18、2.59 元，对应当前股价，2018-19 年 PE 分别为 30/25X；维持买入-A 的投资评级，考虑到创新药板块在新政策下的估值修复，上调 12 个月目标价至 75.00 元。

■ **风险提示：**参芪扶正销售出现下滑；艾普拉唑增速不达预期；管线品种临床实验进展不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,620.5	7,651.8	8,687.3	10,085.6	11,659.8
净利润	622.6	784.4	4,469.0	1,205.0	1,433.7
每股收益(元)	1.13	1.42	8.08	2.18	2.59
每股净资产(元)	7.86	11.76	18.36	19.96	21.89
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.6	45.8	8.0	29.8	25.0
市净率(倍)	8.3	5.5	3.5	3.3	3.0
净利润率	9.4%	10.3%	51.4%	11.9%	12.3%
净资产收益率	13.7%	11.7%	43.0%	10.6%	11.6%
股息收益率	0.6%	0.6%	2.7%	0.9%	1.0%
ROIC	14.8%	17.0%	20.0%	24.7%	34.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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	8,687.3	10,085.6	11,659.8	成长性					
减:营业成本	2,575.3	2,747.8	3,069.9	3,685.5	4,357.3	营业收入增长率	19.4%	15.6%	13.5%	16.1%	15.6%
营业税费	81.0	120.4	121.6	141.2	163.2	营业利润增长率	18.5%	26.5%	29.0%	23.2%	22.3%
销售费用	2,541.7	3,070.4	3,474.9	3,852.7	4,255.8	净利润增长率	20.7%	26.0%	469.8%	-73.0%	19.0%
管理费用	606.3	724.6	834.0	978.3	1,154.3	EBITDA 增长率	21.0%	20.7%	20.9%	18.1%	18.6%
财务费用	27.2	5.4	-38.5	-60.4	-70.1	EBIT 增长率	19.0%	22.5%	23.9%	22.0%	22.6%
资产减值损失	102.8	107.2	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	14.4%	23.9%	24.5%	22.0%	22.6%
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	7.6%	6.1%	-1.0%	-13.0%	1.2%
投资和汇兑收益	6.8	1.3	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	17.8%	47.7%	55.4%	8.7%	9.6%
营业利润	692.8	876.5	1,130.8	1,393.3	1,704.0	利润率					
加:营业外净收支	115.1	128.6	4,595.0	146.0	128.0	毛利率	61.1%	64.1%	64.7%	63.5%	62.6%
利润总额	807.9	1,005.1	5,725.8	1,539.3	1,832.0	营业利润率	10.5%	11.5%	13.0%	13.8%	14.6%
减:所得税	148.4	175.1	973.4	261.7	311.4	净利润率	9.4%	10.3%	51.4%	11.9%	12.3%
净利润	622.6	784.4	4,469.0	1,205.0	1,433.7	EBITDA/营业收入	15.6%	16.3%	17.3%	17.6%	18.1%
						EBIT/营业收入	10.9%	11.5%	12.6%	13.2%	14.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	170	157	140	120	99
货币资金	798.3	2,061.9	6,130.2	7,628.1	8,726.2	流动资产周转天数	11	20	28	23	23
交易性金融资产	6.6	6.0	6.3	6.3	6.2	流动营业资本周转天数	183	225	330	396	407
应收账款	1,323.7	1,513.2	1,789.9	1,978.2	2,392.6	应收帐款周转天数	67	67	68	67	67
应收票据	343.0	513.0	395.8	661.2	587.5	存货周转天数	50	49	46	48	50
预付帐款	122.3	87.7	280.9	98.0	336.8	总资产周转天数	418	438	512	542	522
存货	983.9	1,099.2	1,115.3	1,575.8	1,633.7	投资资本周转天数	224	207	187	150	121
其他流动资产	0.0	689.7	229.9	306.6	408.7	投资回报率					
可供出售金融资产	179.6	147.3	156.1	161.0	154.8	ROE	13.7%	11.7%	43.0%	10.6%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	7.9%	33.5%	7.9%	8.6%
长期股权投资	68.9	91.1	80.2	94.4	102.9	ROIC	14.8%	17.0%	20.0%	24.7%	34.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,323.8	3,341.0	3,415.2	3,290.1	3,107.6	销售费用率	38.4%	40.1%	40.0%	38.2%	36.5%
在建工程	347.2	201.7	-91.8	-309.7	-528.7	管理费用率	9.2%	9.5%	9.6%	9.7%	9.9%
无形资产	272.7	313.7	312.4	307.2	303.6	财务费用率	0.4%	0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	48.0%	49.7%	49.2%	47.3%	45.8%
资产总额	8,077.5	10,529.3	14,197.6	16,197.9	17,638.8	偿债能力					
短期债务	250.0	-	-	-	-	资产负债率	40.5%	32.5%	22.2%	25.9%	25.4%
应付帐款	1,924.0	2,145.8	1,985.3	3,101.4	3,009.2	负债权益比	67.9%	48.2%	28.6%	35.0%	34.1%
应付票据	299.0	323.8	514.9	410.0	680.5	流动比率	1.13	1.80	3.26	3.00	3.22
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.82	1.47	2.89	2.61	2.84
长期借款	0.7	0.7	-	-	-	利息保障倍数	26.47	162.97	-28.36	-22.06	-23.32
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	3,267.6	3,423.6	3,157.8	4,199.5	4,487.5	DPS(元)	0.36	0.38	1.75	0.59	0.65
少数股东权益	463.6	599.7	883.0	955.6	1,042.5	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	0.6%	0.6%	2.7%	0.9%	1.0%
留存收益	4,209.3	6,220.0	9,603.5	10,489.6	11,555.6						
股东权益	4,809.9	7,105.6	11,039.8	11,998.4	13,151.3						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	659.6	829.9	4,469.0	1,205.0	1,433.7	EPS(元)	1.13	1.42	8.08	2.18	2.59
加:折旧和摊销	321.0	374.0	411.6	442.7	471.1	BVPS(元)	7.86	11.76	18.36	19.96	21.89
资产减值准备	102.8	107.2	-	-	-	PE(X)	57.6	45.8	8.0	29.8	25.0
公允价值变动损失	0.2	0.9	0.3	-0.0	-0.1	PB(X)	8.3	5.5	3.5	3.3	3.0
财务费用	13.5	6.9	-38.5	-60.4	-70.1	P/FCF	277.0	-288.7	8.0	20.1	25.9
投资损失	-6.8	-1.3	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	5.4	4.7	4.1	3.6	3.1
少数股东损益	36.9	45.6	283.4	72.6	86.9	EV/EBITDA	22.0	18.8	20.1	16.2	13.2
营运资金的变动	-436.3	-267.9	-73.8	196.0	-466.2	CAGR(%)	24.7%	22.4%	104.8%	24.7%	22.4%
经营活动产生现金流量	927.8	1,279.2	5,046.9	1,851.0	1,450.4	PEG	2.3	2.0	0.1	1.2	1.1
投资活动产生现金流量	-558.4	-943.2	-195.3	-94.4	-54.7	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-314.9	938.8	-783.4	-258.6	-297.6	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034