

期权激励+重磅产品即将获批, 公司确定性快速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布公告拟向 1045 名中高层管理和业务骨干授予 1500 万份股票期权, 行权价格为 67.78 元/A 股, 业绩考核目标为 2018-2020 年激励成本摊销前扣非后净利润分别不低于 9.92 亿元、11.41 亿元和 13.12 亿元。同时公司公告通过同比例增资 3.06 亿元将丽珠单抗的股权结构调整为由丽珠境外 SPV 和健康元境外 SPV 控制的合资子公司丽珠生物科技香港的全资子公司。
- **再次股权激励绑定员工利益, 公司中长期发展动力十足。** 公司第一期限制性股票激励即将考核结束时, 公司又采用了灵活性更强的期权方式再次激励员工, 按行权价格 67.78 元/A 股, 本次激励股权价值超 10 亿元, 覆盖 1045 人, 激励力度大, 覆盖范围广。我们认为在股权激励的深度绑定下, 公司成长动力十足。
- **优化丽珠单抗股权结构, 生物药研发或将迈出国际化步伐。** 此次丽珠单抗股权结构调整为丽珠境外 SPV 和健康元境外 SPV 控制的全资孙公司, 虽然实际控制权和比例未发生变化, 但为公司生物药研发奠定了国际化基础, 可加快丽珠单抗业务的国际化、吸引优秀人才并实现人才激励及便于丽珠单抗的融资。
- **注射用艾普拉唑进入审批阶段, 重磅产品即将获批生产。** 根据药智网最新数据显示, 公司申报的艾普拉唑注射剂型 (受理号 CXHS1500145) 已于 7 月 21 日完成审评, 于 12 月 13 日进入最后的“在审批”阶段, 我们预计 2018 年一季度有望正式获批。考虑到同类兰索拉唑、泮托拉唑、奥美拉唑和埃索美拉唑均在 10 亿级以上, 我们认为公司的独家新药注射用艾普拉唑有望成为 10-20 亿级量级重磅。
- **国家创新战略驱动下, 精准医疗布局驱动公司估值逐步提升。** 精准医疗为未来医学发展方向, 是医药创新的主要表现形式, 公司已初步形成“丽珠试剂+丽珠单抗+丽珠圣美+丽珠基因”的精准医疗的产业链布局。丽珠试剂: IVD 产品, 分子诊断和化学发光研发加快; 丽珠单抗: 公司 12 个项目在研, 其中 PD1、CD20、HER2、TNF α 和 rhCG 分别临床 I-III 期, 进展迅速, 已处于国内第一梯队; 丽珠圣美: 高端液体活检测设备及试剂; 丽珠基因: 第三方实验室服务, 落地精准诊断。随着肿瘤细胞检测和单抗的持续落地, 在国家鼓励创新发展的大的政策背景下, 我们认为精准医疗布局有望带动公司估值逐步提升。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2018-2019 年 EPS 分别为 2.11 元和 2.55 元, 对应当前股价 PE 分别为 32 倍和 27 倍, 我们认为新医保和重磅产品获批将驱动公司业绩提升, 新产品研发推进和精准医疗布局将推动公司估值有望同步提升, 故维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原料药业务或再度亏损风险、新产品获批进度或低于预期的风险、参芪扶正注射液受控费降价或超预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7651.78	8923.34	10309.58	11876.92
增长率	15.58%	16.62%	15.54%	15.20%
归属母公司净利润 (百万元)	784.35	4369.95	1169.80	1412.54
增长率	25.97%	457.14%	-73.23%	20.75%
每股收益 EPS (元)	1.42	7.90	2.11	2.55
净资产收益率 ROE	11.68%	40.28%	10.93%	12.01%
PE	48	9	32	27
PB	5.34	3.31	3.35	3.05

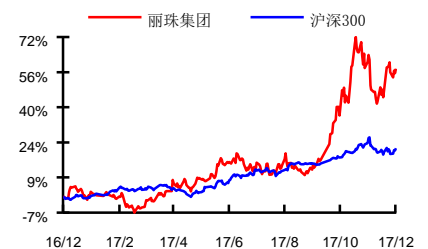
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.53
流通 A 股(亿股)	3.48
52 周内股价区间(元)	47.82-74.77
总市值(亿元)	379.52
总资产(亿元)	157.93
每股净资产(元)	19.13

相关研究

1. 医药行业: 国产首个 PD-1 上市申请获受理, 国内免疫药物治疗时代即将开启 2017-12-14
2. 丽珠集团 (000513): 业绩符合预期, 创新驱动下估值逐步提升 2017-10-25
3. 丽珠集团 (000513): 二线品种和原料药高速增长, 医保目录调整影响渐近 2017-08-22
4. 丽珠集团 (000513): 阿卡波糖需求旺盛, 大单保障原料药持续超预期增长 2017-06-02
5. 丽珠集团 (000513): 二线品种发力和原料药扭亏助力业绩快速增长 2017-03-25

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7651.78	8923.34	10309.58	11876.92	净利润	829.92	4623.80	1237.75	1494.60
营业成本	2747.79	3341.45	3882.54	4501.85	折旧与摊销	374.00	577.20	587.36	594.81
营业税金及附加	120.35	140.35	162.16	186.81	财务费用	5.41	-60.19	-210.09	-265.31
销售费用	3070.37	3524.72	4103.21	4691.38	资产减值损失	107.18	60.00	50.00	50.00
管理费用	724.60	812.02	979.41	1080.80	经营营运资本变动	-396.41	-76.78	-91.09	-96.76
财务费用	5.41	-60.19	-210.09	-265.31	其他	359.11	-68.85	-53.98	-54.98
资产减值损失	107.18	60.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	1279.22	5055.18	1519.95	1722.35
投资收益	1.34	3.00	5.00	7.00	资本支出	101.53	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-0.93	-0.93	-0.93	-0.93	其他	-1044.77	2.07	4.07	6.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-943.24	-47.93	-45.93	-43.93
营业利润	876.48	1107.05	1346.42	1637.47	短期借款	-250.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	128.58	4492.55	152.55	172.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1005.06	5599.60	1498.97	1810.02	股权融资	1453.44	0.00	0.00	0.00
所得税	175.15	975.81	261.22	315.42	支付股利	-198.32	-249.82	-1391.86	-372.59
净利润	829.92	4623.80	1237.75	1494.60	其他	-66.36	59.19	210.09	265.31
少数股东损益	45.56	253.84	67.95	82.05	筹资活动现金流净额	938.76	-190.63	-1181.78	-107.28
归属母公司股东净利润	784.35	4369.95	1169.80	1412.54	现金流量净额	1294.83	4816.61	292.24	1571.14
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2061.92	6878.54	7170.78	8741.92	成长能力				
应收和预付款项	2113.90	2501.08	2879.29	3320.05	销售收入增长率	15.58%	16.62%	15.54%	15.20%
存货	1099.20	1352.54	1577.18	1833.31	营业利润增长率	26.51%	26.31%	21.62%	21.62%
其他流动资产	695.77	810.39	935.35	1076.63	净利润增长率	25.83%	457.14%	-73.23%	20.75%
长期股权投资	91.11	91.11	91.11	91.11	EBITDA 增长率	20.65%	29.32%	6.13%	14.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3542.71	3075.23	2597.59	2112.50	毛利率	64.09%	62.55%	62.34%	62.10%
无形资产和开发支出	416.77	366.29	315.82	265.35	三费率	49.67%	47.93%	47.26%	46.37%
其他非流动资产	507.89	498.64	489.39	480.15	净利率	10.85%	51.82%	12.01%	12.58%
资产总计	10529.26	15573.83	16056.52	17921.02	ROE	11.68%	40.28%	10.93%	12.01%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.88%	29.69%	7.71%	8.34%
应付和预收款项	1395.78	1653.76	1913.57	2224.58	ROIC	14.27%	16.81%	19.38%	24.90%
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	EBITDA/销售收入	16.41%	18.20%	16.72%	16.56%
其他负债	2027.14	2440.36	2817.35	3248.84	营运能力				
负债合计	3423.62	4094.82	4731.62	5474.12	总资产周转率	0.82	0.68	0.65	0.70
股本	425.73	553.23	553.23	553.23	固定资产周转率	2.30	2.84	3.78	5.22
资本公积	1820.31	1692.81	1692.81	1692.81	应收账款周转率	5.63	5.63	5.61	5.60
留存收益	4399.67	8519.80	8297.74	9337.69	存货周转率	2.56	2.64	2.59	2.59
归属母公司股东权益	6505.99	10625.51	10403.45	11443.41	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.80%	—	—	—
少数股东权益	599.65	853.49	921.45	1003.50	资本结构				
股东权益合计	7105.64	11479.01	11324.90	12446.91	资产负债率	32.52%	26.29%	29.47%	30.55%
负债和股东权益合计	10529.26	15573.83	16056.52	17921.02	带息债务/总负债	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%
					流动比率	1.80	2.90	2.72	2.79
					速动比率	1.47	2.56	2.38	2.45
					股利支付率	25.28%	5.72%	118.98%	26.38%
					每股指标				
					每股收益	1.42	7.90	2.11	2.55
					每股净资产	12.84	20.75	20.47	22.50
					每股经营现金	2.31	9.14	2.75	3.11
					每股股利	0.36	0.45	2.52	0.67
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1255.89	1624.06	1723.69	1966.96					
PE	48.39	8.68	32.44	26.87					
PB	5.34	3.31	3.35	3.05					
PS	4.96	4.25	3.68	3.20					
EV/EBITDA	21.28	18.87	17.61	14.64					
股息率	0.52%	0.66%	3.67%	0.98%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn