

公司研究/事件点评

2017年06月28日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 65.74
合理价格区间(元): 73.9-80.8

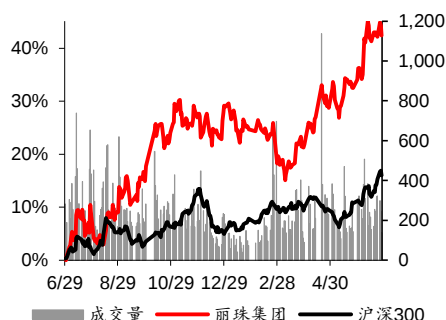
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

李运 021-38476288
联系人 liyun3@htsc.com

相关研究

- 1《丽珠集团(000513,买入): 优质白马蹄蹄而来》2017.04
- 2《丽珠集团(000513,买入): 革故鼎新, 制药新贵》2017.04
- 3《丽珠集团(000513): 毛利率提升, 好品种潜力大》2013.11

股价走势图



资料来源: Wind

参芪扶正引领安全性再升级

丽珠集团(000513)

事件

公司今日公告, 参芪扶正注射液多层共挤输液用膜制袋包装(软袋, 250ml/支), 补充申请获批(2010年4月申请, 累积研发费用3859万元), 这是国内首个软袋装大容量中药注射剂, 也是CFDA在14年后整体限辅限输的大环境下, 首个批准上市的10亿元以上销售规模的中药注射剂产品。

参芪扶正: 开创国内软袋大容量中药注射剂的先河

在国内中药注射剂整体承压的市场环境之下, 本次参芪扶正注射液获批新包材规格, 意义重大: 1) 开创国内软袋中药注射剂的先河, 相当于安全性再评价得到认证; 2) 软袋新品在价格与市场准入等方面具备优势, 将进一步提升产品毛利率。新规格的获批也再次印证我们此前与市场不同的声音, 即未来2-3年, 参芪扶正将继续保持低个位数增长态势。

二线梯队快速成长, 小品种集体爆发

二线品种表现亮眼(艾普、亮丙、NGF), 1Q17均有40%+收入增速, 艾普拉唑新进国家医保, 后续将拓展一半以上医保空白省份, 注射剂预计下半年获批, 两个剂型合计谨慎看20亿元市场空间。原料药板块盈利能力改善, 4.8亿元阿卡波糖大单隐含两年CAGR超过20%。营销体系优化, 以往增速不诱人的小品种纷纷上量(抗病毒颗粒、心脑血管线), 目前没有拖后腿的板块, 进入全面提速通道。

土地处置带来丰富现金, 强烈并购预期

公司收到转让维星实业100%股权的全额款项(扣税后34.55亿元), 17/18年现金预计超过60亿元(考虑1Q17账面现金30.38亿元), 外延并购是大概率事件。即使无并购, 若投入一半现金购买年化4%理财产品, 则每年贡献1.2亿元利息收入, 对应17年业绩增厚12%。

低估值+高成长白马, 推荐买入, 目标价73.9-80.8元。

我们认为公司是目前市场上不可多得的白马标的, 成长性较为确定(预计未来三年业绩CAGR 20%+), 而估值处于历史低位(17/18年PE 28.4/23.3倍), 建议重点关注。预计17-19年EPS 2.31/2.82/3.34元(不考虑土地处置收益), 考虑全线产品提速, 我们认为17年32-35倍PE比较合理, 给予目标价73.9-80.8元, 维持买入评级。

风险提示: 参芪扶正新规格准入及上量速度低于预期; 核心产品降价的风险; 鸡年“二胎效应”减弱影响IVF产品终端需求; 在研产品进展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	425.56
流通A股(百万股)	238.59
52周内股价区间(元)	46.11-66.99
总市值(百万元)	27,976
总资产(百万元)	11,334
每股净资产(元)	15.95

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,621	7,652	9,052	10,509	11,933
+/-%	19.41	15.58	18.30	16.09	13.55
归属母公司净利润(百万元)	622.64	784.35	984.54	1,200	1,422
+/-%	20.67	25.97	25.52	21.90	18.47
EPS(元, 最新摊薄)	1.46	1.84	2.31	2.82	3.34
PE(倍)	44.94	35.67	28.42	23.31	19.68

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

参芪扶正：安全性再评价持续推进

首个完成安全性再评价的抗肿瘤中药注射剂。参芪扶正注射液上市以来，先后开展了药物经济学研究、安全性再评价等。结果表明参芪扶正注射液的 ADR（不良反应）/ADE（不良事件）发生率属于“偶见”，成为我国首个完成 2 万例以上的大样本量再评价研究。而本次软袋新规格的批准，再次为参芪扶正贴上了“临床安全”的标签，是与其他抗肿瘤中药注射剂相比最重要的差异化优势之一。

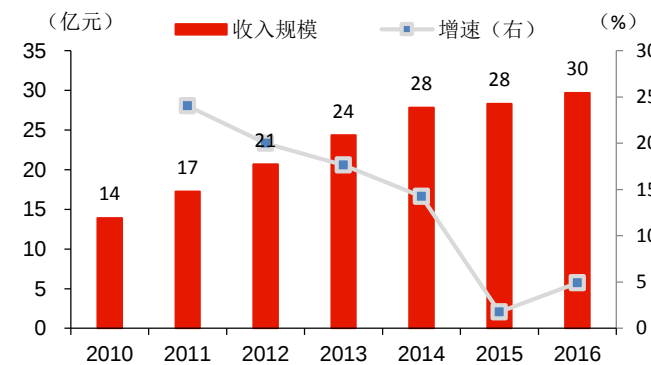
图表1：参芪扶正注射液安全性再评价结果

评价指标	评价结果
不良反应（ADR）/不良事件（ADE）发生率	1.84‰
不良反应（ADR）/不良事件（ADE）程度	轻度到中度

资料来源：《中国执业药师》期刊，华泰证券研究所

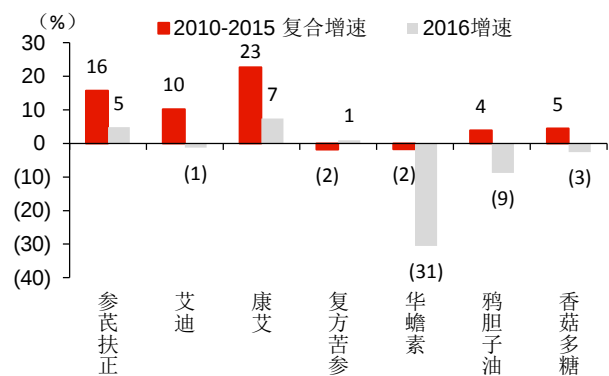
中药注射剂整体承压，参芪扶正注射液稳健增长。由于近年来不良反应事件频发，中药注射剂的监管力度逐年加大，整体市场承压，15 年出现大幅下滑。参芪扶正由于：1）大样本临床试验验证临床安全；2）价格便宜，性价比高；以及 3）销售团队积极推动基层渗透，在整体大环境恶劣的情况下展现强大抗压能力，样本医院销售额保持稳健的增长。

图表2：抗肿瘤中药注射液样本医院销售规模及增速



资料来源：PDB，华泰证券研究所

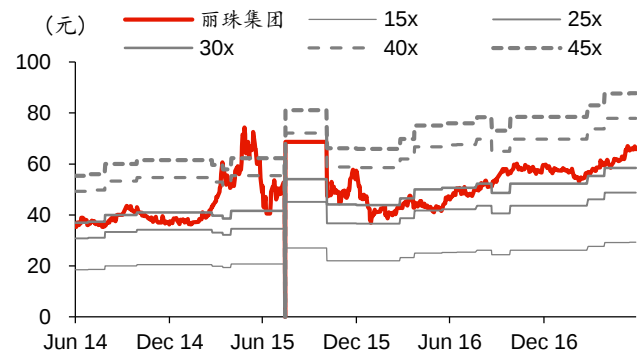
图表3：参芪扶正注射液保持稳定增速



资料来源：PDB，华泰证券研究所

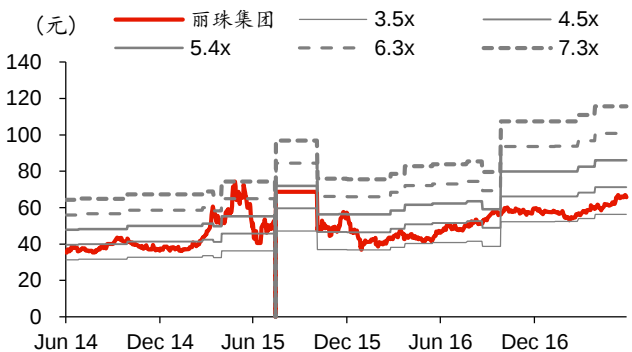
PE/PB - Bands

图表4：丽珠集团历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

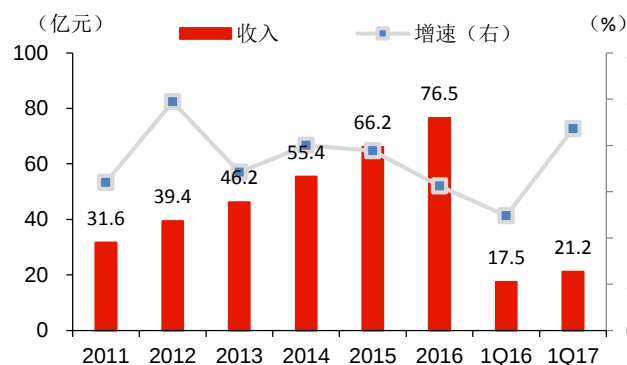
图表5：丽珠集团历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

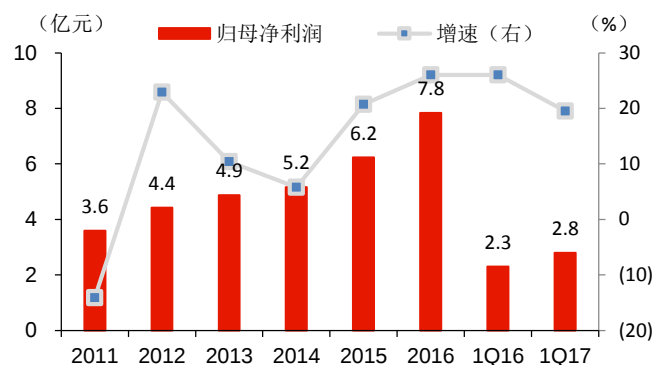
公司经营指标概览

图表6：公司主营收入及增速



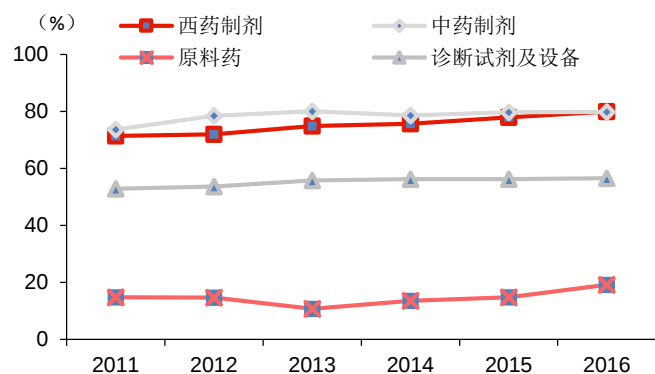
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表7：公司归母净利润及增速



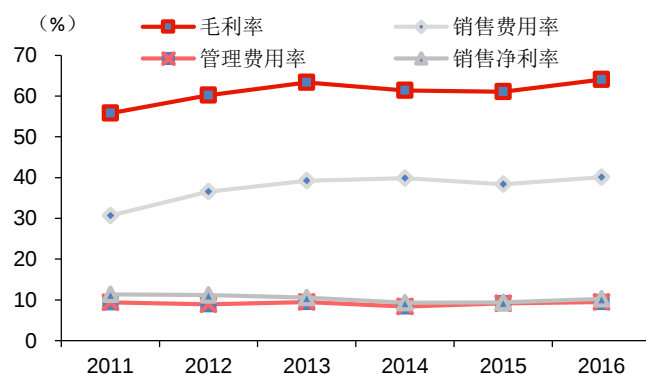
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表8：公司各板块销售毛利率



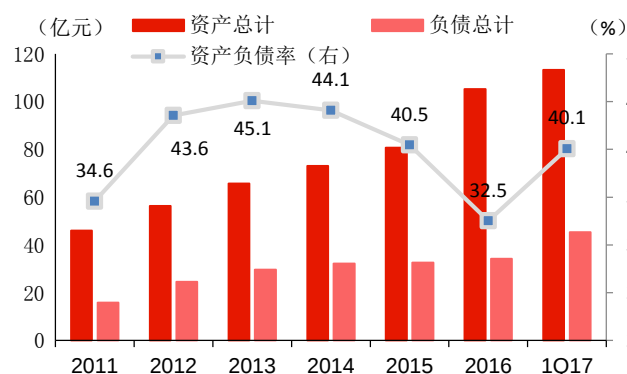
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表9：公司销售毛利率、净利率和费用率



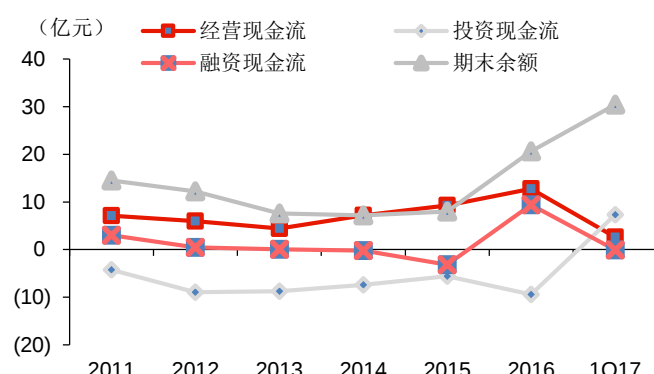
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表10：公司资产负债率



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表11：公司现金流量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,578	5,971	7,008	8,408	9,911
现金	798.30	2,062	2,648	3,605	4,664
应收账款	1,256	1,464	1,755	2,057	2,352
其他应收账款	67.65	48.81	57.74	67.03	76.12
预付账款	122.30	87.73	102.04	118.18	132.94
存货	983.92	1,099	1,278	1,318	1,369
其他流动资产	349.63	1,209	1,167	1,243	1,317
非流动资产	4,500	4,558	4,659	4,801	4,983
长期投资	68.91	91.11	91.11	91.11	91.11
固定投资	2,944	3,324	3,341	3,366	3,379
无形资产	259.47	298.90	334.76	367.36	397.01
其他非流动资产	1,228	844.70	891.89	977.11	1,116
资产总计	8,078	10,529	11,667	13,210	14,894
流动负债	3,155	3,311	3,619	4,159	4,665
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	636.75	587.72	683.57	791.63	890.53
其他流动负债	2,268	2,723	2,936	3,367	3,774
非流动负债	112.70	112.98	113.11	113.24	113.37
长期借款	0.70	0.70	0.83	0.96	1.09
其他非流动负债	112.00	112.28	112.28	112.28	112.28
负债合计	3,268	3,424	3,732	4,272	4,778
少数股东权益	463.64	599.65	656.84	726.56	809.15
股本	396.89	425.73	425.60	425.60	425.60
资本公积	395.71	1,820	1,820	1,820	1,820
留存公积	3,814	4,400	5,032	5,965	7,061
归属母公司股	4,346	6,506	7,278	8,211	9,307
负债和股东权益	8,078	10,529	11,667	13,209	14,894

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	927.79	1,279	1,254	1,741	1,955
净利润	622.64	784.35	984.54	1,200	1,422
折旧摊销	320.96	374.00	399.06	426.83	456.17
财务费用	27.20	5.41	(43.38)	(52.16)	(66.51)
投资损失	(6.78)	(1.34)	(1.47)	(1.62)	(1.78)
营运资金变动	(203.03)	(64.02)	(120.18)	119.87	84.57
其他经营现金	166.79	180.81	35.23	47.76	60.63
投资活动现金	(558.42)	(943.24)	(498.79)	(568.79)	(637.18)
资本支出	477.13	368.46	435.90	506.05	574.60
长期投资	80.83	672.58	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	0.45	(97.79)	62.88	62.74	62.58
筹资活动现金	(314.88)	938.76	(169.29)	(214.82)	(258.97)
短期借款	(125.92)	(250.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(65.80)	0.00	0.13	0.13	0.13
普通股增加	101.17	28.84	(0.13)	0.00	0.00
资本公积增加	183.01	1,425	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(407.35)	(264.68)	(169.28)	(214.95)	(259.10)
现金净增加额	54.49	1,275	585.72	957.27	1,059

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,621	7,652	9,052	10,509	11,933
营业成本	2,575	2,748	3,196	3,701	4,164
营业税金及附加	81.01	120.35	142.38	165.29	187.69
营业费用	2,542	3,070	3,684	4,225	4,749
管理费用	606.30	724.60	859.98	998.36	1,134
财务费用	27.20	5.41	(43.38)	(52.16)	(66.51)
资产减值损失	102.79	107.18	72.42	52.55	59.66
公允价值变动收益	0.18	0.93	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.78	1.34	1.47	1.62	1.78
营业利润	692.80	876.48	1,142	1,421	1,707
营业外收入	130.69	136.03	136.03	136.03	136.03
营业外支出	15.56	7.45	7.82	8.21	8.62
利润总额	807.92	1,005	1,270	1,549	1,835
所得税	148.36	175.15	228.67	278.76	330.24
净利润	659.56	829.92	1,042	1,270	1,504
少数股东损益	36.92	45.56	57.19	69.72	82.59
归属母公司净利润	622.64	784.35	984.54	1,200	1,422
EBITDA	1,127	1,351	1,557	1,835	2,143
EPS (元)	1.46	1.84	2.31	2.82	3.34

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	19.41	15.58	18.30	16.09	13.55
营业利润	18.53	26.51	30.32	24.40	20.16
归属母公司净利润	20.67	25.97	25.52	21.90	18.47
获利能力 (%)					
毛利率	61.10	64.09	64.69	64.78	65.11
净利率	9.40	10.25	10.88	11.42	11.92
ROE	15.48	14.46	14.29	15.50	16.23
ROIC	16.55	17.48	18.22	21.48	25.37
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.45	32.52	31.99	32.34	32.08
净负债比率 (%)	19.93	0.03	0.03	0.03	0.03
流动比率	1.13	1.80	1.94	2.02	2.12
速动比率	0.82	1.47	1.58	1.70	1.83
营运能力					
总资产周转率	0.86	0.82	0.82	0.84	0.85
应收账款周转率	5.69	5.63	5.62	5.51	5.41
应付账款周转率	4.17	4.49	5.03	5.02	4.95
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	1.84	2.31	2.82	3.34
每股经营现金流(最新摊薄)	2.18	3.01	2.95	4.09	4.59
每股净资产(最新摊薄)	10.21	15.29	17.10	19.29	21.87
估值比率					
PE (倍)	44.94	35.67	28.42	23.31	19.68
PB (倍)	6.44	4.30	3.84	3.41	3.01
EV_EBITDA (倍)	24.82	20.71	17.97	15.25	13.06

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com