

化学制药

丽珠集团 (000513.SZ) / 36.84 元

主营业务平稳增长 看好单抗产品

事项

近日我们对丽珠集团进行了联合调研，就公司经营策略和单抗产业发展规划进行了沟通

主要观点

一、诸多因素致 2010 年利润大幅下滑 2010 年公司收入 27.27 亿，增长 5%，利润 4.18 亿下降 13%。利润大幅下降主要原因是：1、抗病毒颗粒由于 2009 年甲流原因销售呈现爆发式增长并形成大量社会库存，导致 2010 年销量及利润分别下滑 2.16 亿及 1.3 亿；2、2010 年证券投资减少 6193 万；3、由于新产品推广、研发投入使销售费用及管理费用较去年同期增长 19%及 12%。公司 ROE17.94%，经营活动现金流 6.33 亿，现金流高于利润，说明盈利质量很高。

二、2011 年主营业务平稳增长 虽然 2010 年抗病毒颗粒销售大幅下滑，但我们注意到参芪扶正注射液、诊断试剂、促性激素及原料药同比分别增长 28%、24%、22%、及 19%，说明公司其他业务稳步增长。据了解，抗病毒颗粒 1-2 月收入已经达到去年 1-6 月的销售总量 4500 万；OTC 经过去年的调整已见成效，1-2 月同比增长 100%；参芪扶正注射液及诊断试剂今年可分别保持 10%及 25% 的增长；血栓通进入基药目录预计 2011 年增长 30%。另外，公司将成立专门团队负责新产品（艾普拉唑、吉米沙星、伏立康唑、醋酸亮西瑞林微球及鼠神经生长因子）的销售，新产品将是今年增长亮点。

三、重金投入生物制剂产业，大力发展新型疫苗产品。 据了解公司疫苗合作单位广州银河阳光生物拥有大规模生物反应器 VERO 细胞培养及柱层析纯化精制疫苗技术，该公司和广东华南新药创制中心合作养发的一个疫苗产品已进入了产业化实施阶段。2010 年 4 月，这两个公司和丽珠集团签订疫苗转让和合作协议。目前丽珠集团研发的微载体细胞悬浮培养技术生产的乙脑疫苗已经报批生产批件，预计今年拿到批文的概率较大。

我们分析认为，公司的新型乙脑疫苗很有可能是细胞悬浮技术生产的新型疫苗，具有改善产品质量、安全性更高、能够降低生产成本等优点。虽然目前乙脑疫苗生产企业较多，但是使用 vero 细胞的只有辽宁成大、天坛生物两家，鉴于细胞悬浮技术生产的疫苗更加稳定安全，辽宁成大乙脑上市第二年即 2009 年就获批签发了 382 万支，公司或将延续辽宁成大疫苗快速发展的势头。后续丽珠集团还将推出狂犬疫苗，且目前健康元研发的乙肝基因疫苗进入临床阶段，未来投放市场后前景看好，

四、布局单抗药物，前景看好。 目前全球单抗药物增长势如破竹，2010 年单抗药物市场达到 440 亿，2000-2010 年的复合增长率达到 36%，目前几乎全球所有

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel：0755-82027735
Email：liaowanguo@hczq.com
联系人：胡朝凤、兰兰
Tel：010-59370818
Email：lanlan@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	29572
流通 A 股/B 股(万股)	17767/11199
资产负债率(%)	27.93
每股净资产(元)	8.51
市盈率(倍)	25.60
市净率(倍)	4.25
12 个月内最高/最低价	50.0/33.0

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

大型制药公司都有单克隆抗体研发项目。我国单抗起步晚，国内生产企业较少只有六家，但是目前国内已经有很多大型药企例如：一致药业、双鹭药业、丽珠集团、复星医药开始布局单抗药物，看好单抗药物未来的发展。由于单抗药物生产具有较高的壁垒，如前期研发如何实现抗体人源化；大规模生产技术：高效表达的细胞系/病毒株、个性化细胞培养基、生物反应器工程、细胞培养工艺技术等都简单的资金投入能够解决的问题，主要依赖于研究人员的经验和反复的摸索。

公司2010年与健康元共同成立单抗生物技术公司，重点投入单抗产品的研发。公司选择国内市场空间较大的抗风湿药物作为突破口，目前国际上风湿药物占据单抗药物的70%的市场，同类型产品恩利（ENBREL）、类克（REMICADE）2009年的销售额超过了50亿美元。我国类风湿药物市场需求也较大，我国也有将近22.5-27亿的理论市场需求，按照惯例如果适应症扩大，那么总的市场容量将达到52.5-63亿。

图表1 类风湿单抗药物市场容量测算

适应症	患病人数	价格	理论市场容量(按照 1%的患者接受治疗)
类风湿性关节炎	450 万人	5-6 万/年	22.5-27 亿
牛皮癣	300 万人	5-6 万/年	15-18 亿
强直性脊柱炎	300 万人	5-6 万/年	15-18 亿

数据来源：华创证券研究所。市场容量是根据国产单抗益赛普的价格和使用剂量做的简单测算。

但是由于类风湿单抗药物市场前景好，而且一旦拥有好的单抗生产的技术平台，就可以逐步介入单抗药物的生产，所以目前该领域的研发单位较多。据我们了解目前公司的单抗药物研发技术起点较高，具有较好的技术优势、市场优势，未来产品投放市场之后，前景依然看好。

而且公司还会借搭建好的单抗平台陆续推出抗肿瘤的单抗药物，未来的发展潜力不容小觑。

- **人源化程度高：**人源化程度越高意味着人抗鼠的不良反应就越轻微，公司目前的抗体人源化达到 97.6%，超过百泰生物的 95%的人源化程度。
- **掌握大规模培养的关键技术：**公司的技术合作方是国外资深研究人员，掌握了高效表达细胞株技术，小试能够达到 1g/L 的分泌量。而且技术方提供细胞培养基，成本低，稳定性好，大规模培养时可延续性好。
- **销售：**公司终端掌控能力强，销售团队覆盖 13000 多家医院，未来疗效好、安全性高的单抗药品投放市场后可借助公司的销售渠道及品牌效应，开拓市场，前景看好。
- **进展：**据了解，关节炎单抗已经完成临床前动物试验小试阶段并即将进入中试阶段，计划在今年年底申报临床批件。如进展顺利将在 2012 年拿到临床批件，再加上 3 年左右 I-III 期临床试验时间，如此推算将在 2015-2016 年拿到新药证书并上市。抗肿瘤单抗计划今年年底完成中试研发阶段。

图表 2 国产单抗及国内企业类风湿药物进入临床研究进展

企业名称	药品名称	
上海中信国健	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体	已生产，2010 年 销售收入约 4 亿
上海中信国健	注射用重组人 CTLA4-抗体融合蛋白（类风湿性关节炎）、注射用重组人 II 型 肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白（类风湿性关节炎）	临床
上海张江生物	注射用重组抗 TNF 人鼠嵌合单克隆抗体（类风湿性关节炎）、	临床
浙江海正药业	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白（类风湿性关节炎）	临床
上海复旦张江生物 医药	重组人肿瘤坏死因子受体-Fc 融合蛋白（类风湿性关节炎）	临床
上海金赛生物	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白（强制性脊柱炎）	上市
丽珠集团	类风湿性关节炎单抗	即将进入临床

数据来源：华创证券研究所

四、投资建议：推荐（首次）我们给予公司 2011-2013 年 EPS1.72、2.03 和 2.45 元的盈利预测，对应 PE 分别为 21X、18X、15X。我们认为公司主营业务稳定增长，单抗及疫苗产品推动公司持续发展。首次给予公司推荐评级。

风险提示

1) 主营业务低于预期，2) 在研产品上市存在不确定性。3) 单抗产品上市后面临较大的同质竞争压力。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2156	2744	3463	4287
现金	864	1472	2181	3010
应收账款	439	406	422	414
其它应收款	44	33	38	35
预付账款	68	67	68	67
存货	450	395	422	409
其他	291	372	332	352
非流动资产	1506	1374	1289	1180
长期投资	46	47	47	47
固定资产	804	676	599	497
无形资产	164	154	151	144
其他	493	497	493	493
资产总计	3662	4119	4752	5468
流动负债	925	859	901	891
短期借款	207	213	210	212
应付账款	165	174	169	171
其他	553	472	522	508
非流动负债	98	78	59	40
长期借款	67	50	29	11
其他	31	28	30	30
负债合计	1023	937	960	931
少数股东权益	122	155	189	222
股本	296	296	296	296
资本公积金	348	348	348	348
留存收益	1890	2400	2976	3687
归属母公司股东权益	2517	3027	3604	4314
负债和股东权益	3662	4119	4752	5468

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	633	668	706	824
净利润	452	543	634	758
折旧摊销	124	110	110	110
财务费用	-0	-14	-35	-59
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	44	-26	24	0
其它	12	55	-27	14
投资活动现金流	-330	-27	-2	-15
资本支出	337	0	0	0
长期投资	-2	14	-7	4
其他	4	-13	-9	-11
筹资活动现金流	-14	-33	6	19
短期借款	-11	6	-3	1
长期借款	-24	-17	-20	-19
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他	23	-21	29	37
现金净增加额	286	608	709	829

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2727	3366	3927	4712
营业成本	1286	1543	1852	2222
营业税金及附加	9	9	12	13
营业费用	648	879	979	1202
管理费用	266	318	377	448
财务费用	-0	-14	-35	-59
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	516	631	742	885
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	534	631	742	885
所得税	81	89	108	127
净利润	452	543	634	758
少数股东损益	34	33	34	34
归属母公司净利润	418	510	600	725
EBITDA	640	728	818	936
EPS（元）	1.41	1.72	2.03	2.45

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	5.0%	23.4%	16.7%	20.0%
营业利润	-11.5%	22.3%	17.5%	19.3%
归属母公司净利润	-13.2%	21.9%	17.7%	20.8%
获利能力				
毛利率	52.8%	54.2%	52.8%	52.8%
净利率	15.3%	15.1%	15.3%	15.4%
ROE	16.6%	16.8%	16.6%	16.8%
ROIC	21.6%	28.7%	34.0%	42.9%
偿债能力				
资产负债率	27.9%	22.7%	20.2%	17.0%
净负债比率	33.70%	31.85%	30.47%	28.63%
流动比率	2.33	3.20	3.84	4.81
速动比率	1.84	2.73	3.37	4.35
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.87	0.89	0.92
应收帐款周转率	7	8	9	11
应付帐款周转率	7.41	9.12	10.81	13.05
每股指标（元）				
每股收益	1.41	1.72	2.03	2.45
每股经营现金	2.14	2.26	2.39	2.79
每股净资产	8.51	10.24	12.19	14.59
估值比率				
P/E	25.60	21.00	17.85	14.77
P/B	4.25	3.54	2.97	2.48
EV/EBITDA	16	14	12	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801