

核医学持续扩张, 肝素钠原料药触底反弹

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年报, 实现营业收入 11.6 亿 (+46%)、归母净利润 1.3 亿 (+46%)、扣非后归母净利润 1.2 亿 (+41%); 利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.4 元 (含税)。
- **云克药业增速超预期, 肝素钠原料药触底反弹。** 总体来看, 公司业绩略低于我们预期, 主要是因为一方面 GMS 和中泰生物收购后从 2016 年 12 月才开始并表; 另一方面 GMS 和中泰生物是现金收购, 导致公司短期借款增加 5.2 亿, 财务费用增加 2000 多万。从业务板块来看, 我们认为公司有明显亮点。1) 云克药业实现净利润 1.34 亿, 比业绩承诺 1.22 亿高 20%, 主要是因为云克注射液持续放量且经营效率提升带来业绩持续增长。2) 肝素钠原料药实现收入 2.9 亿 (+8%), 其中下半年实现收入 1.8 亿 (+54%), 且毛利率也提升 6pp, 主要是因为肝素原料药触底反弹。从全国出口数据来看, 肝素原料药量价齐升, 出口量增加 14%; 虽然 2016 年的肝素平均售价仍然低于 2015 年, 但与 2016 年最低价相比提升了 14%, 且仍有持续提升的趋势。随着肝素原料药业务回暖, 有望增厚公司业绩。销售费率提升 6.72pp 至 16.83%, 管理费率降低 2.89pp 至 9.43%, 主要是因为云克药业的制剂业务销售费率较高而管理费率较低, 并表导致费用率出现变化。
- **持续拓展核医学产业链, 外延并购值得期待。** 公司坚定拓展核医学产业链, 2015 年收购云克药业的 52.11% 股权, 2016 年收购 GMS 的 100% 股权和益泰医药的 83.5% 股权, 近期又公告拟收购江苏安迪科的 100% 股权, 打造核素诊断+治疗药物和核药房服务的核医学产业链, 逐步发挥更强的协同效应。在核素诊断领域, GMS 拥有 7 个核药房, 未来还将持续拓展, 能够整合云克、GMS 和安迪科的核素诊断药物, 从而承接更多的医院核素药物业务。在核素治疗领域, 云克注射液有望随着新医保目录调整增补地方医保, 未来市场空间有望超过 10 亿。铼[188Re]-HEDP 注射液用于治疗恶性肿瘤骨转移, 目前正处于 II 期临床, 上市后也有望发展成 10 亿元以上重磅品种。
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司年报, 我们调整盈利预测, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.58 元, 对应 PE 分别为 41 倍、32 倍、25 倍, 考虑到公司核医学产业链持续扩张和肝素原料药量价齐升, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购标的收购进度及业绩或不及预期; 原料药出口或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1158.45	1752.47	2092.68	2502.04
增长率	45.73%	51.28%	19.41%	19.56%
归属母公司净利润 (百万元)	130.95	246.18	316.29	405.28
增长率	45.92%	87.99%	28.48%	28.14%
每股收益 EPS (元)	0.19	0.35	0.45	0.58
净资产收益率 ROE	6.50%	9.67%	10.88%	12.08%
PE	77	41	32	25
PB	3.26	2.95	2.63	2.31

数据来源: Wind, 西南证券

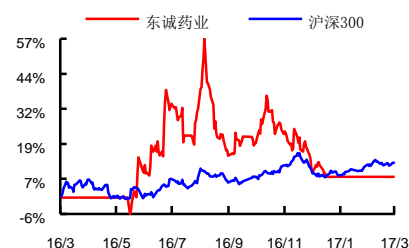
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
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

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	7.04
流通 A 股(亿股)	5.38
52 周内股价区间(元)	14.3-62.68
总市值(亿元)	100.62
总资产(亿元)	29.79
每股净资产(元)	3.21

相关研究

1. 东诚药业 (002675): 业绩反转明确, 核医学持续外延扩张 (2016-10-27)
2. 东诚药业 (002675): 净利润增速提升, 云克药业存在超预期可能 (2016-07-28)
3. 东诚药业 (002675): 云克注射液有望放量提价, 核素药物龙头腾飞 (2016-07-09)
4. 东诚药业 (002675): 云克注射液有望爆发性增长, 核医学持续扩张 (2016-05-31)

关键假设：

假设 1：2017-2019 年期间云克药业的云克注射液销量增速保持在 20%；

假设 2：肝素钠原料药随着价格提升，毛利率逐步提升，2017-2019 年期间的毛利率分别为 30%、35%、40%；

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	1158.5	1752.5	2092.7	2502.0
	增速	46%	51%	19%	20%
	毛利率	47%	47%	49%	50%
肝素钠	收入	293.7	381.8	458.2	549.8
	增速	8%	30%	20%	20%
	毛利率	24%	30%	35%	40%
硫酸软骨素	收入	301.6	346.9	398.9	458.7
	增速	18%	15%	15%	15%
	毛利率	16%	16%	16%	16%
制剂	收入	124.7	149.7	194.6	252.9
	增速	14%	20%	30%	30%
	毛利率	47%	50%	50%	50%
云克药业	收入	299.0	358.8	430.6	516.7
	增速		20%	20%	20%
	毛利率	92%	92%	92%	92%
其他产品	收入	71.9	79.1	87.0	95.7
	增速	13%	10%	10%	10%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
中泰生物	收入	119.6	143.6	172.3	206.7
	增速	20%	20%	20%	20%
	毛利率	58%	60%	60%	60%
GMS	收入	243.9	292.7	351.3	421.5
	增速	20%	20%	20%	20%
	毛利率	40%	45%	45%	45%

数据来源：公司公告，西南证券

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	1158.45	1752.47	2092.68	2502.04	净利润	200.32	329.41	416.17	525.14
营业成本	612.52	920.11	1070.18	1245.36	折旧与摊销	44.41	40.76	51.94	60.41
营业税金及附加	13.27	20.08	23.98	28.67	财务费用	-2.46	-20.01	-23.89	-28.57
销售费用	194.92	280.40	334.83	400.33	资产减值损失	9.96	10.00	10.00	10.00
管理费用	109.22	157.72	188.34	225.18	经营营运资本变动	125.45	-334.26	-218.33	-228.62
财务费用	-2.46	-20.01	-23.89	-28.57	其他	-181.40	-10.00	-10.00	-10.00
资产减值损失	9.96	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	196.28	15.90	225.89	328.35
投资收益	7.74	0.00	0.00	0.00	资本支出	-990.71	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	441.06	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-549.65	-100.00	-100.00	-100.00
营业利润	228.76	384.18	489.25	621.07	短期借款	520.48	-166.83	-200.00	-100.00
其他非经营损益	13.49	14.19	14.04	14.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	242.25	398.36	503.28	635.07	股权融资	607.55	0.00	0.00	0.00
所得税	41.93	68.95	87.11	109.92	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	200.32	329.41	416.17	525.14	其他	-287.75	14.15	23.89	28.57
少数股东损益	69.36	83.24	99.88	119.86	筹资活动现金流净额	840.28	-152.68	-176.11	-71.43
归属母公司股东净利润	130.95	246.18	316.29	405.28	现金流量净额	490.88	-236.79	-50.22	156.92
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	810.36	573.57	523.35	680.27	成长能力				
应收和预付款项	551.03	766.63	952.72	1132.84	销售收入增长率	45.73%	51.28%	19.41%	19.56%
存货	426.19	640.21	744.64	866.52	营业利润增长率	78.48%	67.94%	27.35%	26.94%
其他流动资产	153.28	231.88	276.90	331.06	净利润增长率	79.59%	64.45%	26.34%	26.18%
长期股权投资	29.37	29.37	29.37	29.37	EBITDA 增长率	72.88%	49.58%	27.75%	26.22%
投资性房地产	0.52	0.52	0.52	0.52	获利能力				
固定资产和在建工程	587.72	649.78	700.66	743.07	毛利率	47.13%	47.50%	48.86%	50.23%
无形资产和开发支出	1634.65	1632.23	1629.80	1627.37	三费率	26.04%	23.86%	23.86%	23.86%
其他非流动资产	74.81	74.42	74.03	73.64	净利率	17.29%	18.80%	19.89%	20.99%
资产总计	4267.94	4598.62	4931.99	5484.67	ROE	6.50%	9.67%	10.88%	12.08%
短期借款	666.83	500.00	300.00	200.00	ROA	4.69%	7.16%	8.44%	9.57%
应付和预收款项	148.69	169.91	212.58	253.14	ROIC	7.40%	9.46%	10.81%	12.68%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.37%	23.11%	24.72%	26.10%
其他负债	368.43	521.17	595.70	682.68	营运能力				
负债合计	1183.95	1191.08	1108.28	1135.82	总资产周转率	0.34	0.40	0.44	0.48
股本	703.60	703.60	703.60	703.60	固定资产周转率	3.03	3.50	3.43	3.72
资本公积	1465.34	1465.34	1465.34	1465.34	应收账款周转率	2.61	2.78	2.54	2.50
留存收益	592.95	839.13	1155.41	1560.70	存货周转率	1.57	1.73	1.55	1.55
归属母公司股东权益	2767.76	3008.07	3324.36	3729.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.17%	—	—	—
少数股东权益	316.23	399.47	499.35	619.21	资本结构				
股东权益合计	3083.99	3407.54	3823.71	4348.85	资产负债率	27.74%	25.90%	22.47%	20.71%
负债和股东权益合计	4267.94	4598.62	4931.99	5484.67	带息债务/总负债	56.32%	41.98%	27.07%	17.61%
					流动比率	1.73	1.96	2.39	2.81
					速动比率	1.35	1.40	1.68	2.00
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.35	0.45	0.58
					每股净资产	4.38	4.84	5.43	6.18
					每股经营现金	0.28	0.02	0.32	0.47
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	270.72	404.93	517.29	652.91					
PE	76.83	40.87	31.81	24.83					
PB	3.26	2.95	2.63	2.31					
PS	8.69	5.74	4.81	4.02					
EV/EBITDA	36.37	24.49	18.88	14.56					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@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