

证券研究报告

生物医药

强烈推荐(上调)

证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号:S1060514100001  
电话 662299  
邮箱 YEYIN757@pingan.com.cn

邹敏

投资咨询资格编号:S1060514080003  
电话 662997  
邮箱 ZOUJIN787@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

东诚药业(002675)

收购云克进军核医学，业务转型迈出关键一步

事项:

公司公告复牌，拟向由守谊、鲁鼎思诚和中核新材发行股份购买成都云克药业52.1061%的股权，交易价格合计为7.5亿元，同时拟定向募集配套资金8,000万元。

平安观点:

- **公司转型战略关键布局，收购云克进军核医学。**本次收购云克药业52%股权，是公司业务转型的关键一步，未来将围绕云克深耕核医学相关产业，符合我们对公司将通过并购进入大病种化药领域的预期。转让方承诺云克药业2015-2017年扣非净利润不低于1亿元、1.22亿元、1.46亿元，对应35%、22%、20%的增速。
- **云克药业是国内核素药物龙头，自主独家品种云克注射液前景广阔。**核素药物应用广泛，在疾病早期诊断、肿瘤、自身免疫病等领域具有不可替代的优势。2013年我国核素药物市场规模20亿元左右，预计2020年将达到100亿元，年均增速25%左右。云克药业是国内核素药物龙头，主要产品有云克注射液和碘-125籽源，云克注射液是我国首个用于类风湿关节炎临床治疗的核素药物，为公司独家产品，占收入90%以上，2014年该产品实现收入1.82亿元，同比增长27%。由于云克注射液放射活性低，无需放射性防护，大大方便了其推广和使用。云克药业是核动力院核技术及应用博士培养点，拥有博导2名，硕导5名，储备品种丰富，涉及医用同位素生产堆、医用放射性核素生产、治疗恶性肿瘤的放射性微球、放射性核素标记生物分子药物等，持续成长动力强劲。
- **大股东持股比例提升彰显信心，核心员工间接持股绑定利益。**本次定增后，董事长由总持股比例持股比例由26.63%上升到37.45%，体现其对于公司未来发展的信心。鲁鼎思诚的股东包括由总以及东诚和云克的核心员工，其参与增发持有东诚股权，绑定员工利益，有激励效果，有望达到“三军用命，上下齐心”的效果。
- **上调至“强烈推荐”评级。**公司团队执行力强，通过并购云克药业成功跻身核医学龙头，奠定发展的主要方向，预计未来将围绕核医学进一步深化布局。在公司停牌期间，沪深300指数上涨85%，医药指数上涨48%，补涨需求强烈。因方案尚未通过证监会审核，暂不调整盈利预测，预计2015-2017年EPS为0.79、0.96、1.17元，上调由“推荐”至“强烈推荐”评级，目标价50元。
- **风险提示：**定增审批风险，药品安全风险，研发风险。

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |       |       |       |       | 单位: 百万元         |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 会计年度            | 2013A        | 2014A        | 2015E        | 2016E        |
| <b>流动资产</b>    | 702   | 802   | 739   | 989   | <b>营业收入</b>     | 775          | 751          | 898          | 1071         |
| 现金             | 216   | 161   | 100   | 107   | 营业成本            | 593          | 503          | 609          | 719          |
| 应收账款           | 162   | 177   | 272   | 323   | 营业税金及附加         | 4            | 4            | 4            | 6            |
| 其他应收款          | 19    | 16    | 58    | 61    | 营业费用            | 18           | 36           | 40           | 51           |
| 预付账款           | 11    | 11    | 12    | 15    | 管理费用            | 59           | 89           | 81           | 96           |
| 存货             | 215   | 292   | 266   | 453   | 财务费用            | 4            | -1           | -2           | -3           |
| 其他流动资产         | 295   | 436   | 296   | 483   | 资产减值损失          | 3            | 1            | 2            | 2            |
| <b>非流动资产</b>   | 526   | 592   | 626   | 646   | 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0     | 10    | 10    | 10    | 投资净收益           | 4            | 8            | 2            | 2            |
| 固定资产           | 178   | 339   | 382   | 403   | <b>营业利润</b>     | 97           | 126          | 165          | 202          |
| 无形资产           | 68    | 76    | 82    | 87    | 营业外收入           | 28           | 5            | 5            | 5            |
| 其他非流动资产        | 280   | 167   | 153   | 146   | 营业外支出           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 1228  | 1393  | 1364  | 1635  | <b>利润总额</b>     | 125          | 132          | 170          | 206          |
| <b>流动负债</b>    | 116   | 198   | 53    | 167   | 所得税             | 21           | 24           | 27           | 33           |
| 短期借款           | 48    | 98    | 0     | 31    | <b>净利润</b>      | 104          | 108          | 143          | 173          |
| 应付账款           | 27    | 39    | 29    | 51    | 少数股东损益          | 3            | 4            | 5            | 7            |
| 其他流动负债         | 41    | 61    | 24    | 85    | <b>归属母公司净利润</b> | 101          | 104          | 137          | 167          |
| <b>非流动负债</b>   | 11    | 11    | 11    | 28    | EBITDA          | 114          | 152          | 189          | 229          |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 16    | EPS (元)         | 0.58         | 0.60         | 0.79         | 0.96         |
| 其他非流动负债        | 11    | 11    | 11    | 11    |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 127   | 209   | 65    | 195   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 14    | 15    | 21    | 28    | <b>会计年度</b>     | <b>2013A</b> | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> |
| 股本             | 173   | 173   | 173   | 173   | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 资本公积           | 574   | 574   | 574   | 574   | 营业收入(%)         | 31.8         | -3.1         | 19.6         | 19.3         |
| 留存收益           | 341   | 422   | 532   | 666   | 营业利润(%)         | -21.3        | 30.9         | 30.6         | 22.1         |
| 归属母公司股东权益      | 1088  | 1169  | 1279  | 1412  | 归属于母公司净利润(%)    | -4.0         | 3.1          | 32.1         | 21.2         |
| <b>负债和股东权益</b> | 1228  | 1393  | 1364  | 1635  | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率(%)          | 23.4         | 33.1         | 32.2         | 32.9         |
|                |       |       |       |       | 净利率(%)          | 13.0         | 13.8         | 15.3         | 15.5         |
|                |       |       |       |       | ROE(%)          | 9.4          | 9.1          | 11.0         | 12.0         |
|                |       |       |       |       | ROIC(%)         | 21.3         | 11.2         | 12.3         | 14.0         |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率(%)        | 10.4         | 15.0         | 4.7          | 11.9         |
|                |       |       |       |       | 净负债比率(%)        | -49.9        | -11.5        | -3.8         | -2.5         |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 6.1          | 4.1          | 13.9         | 5.9          |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 4.2          | 2.6          | 8.9          | 3.2          |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 0.7          | 0.6          | 0.7          | 0.7          |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 6.0          | 4.4          | 4.0          | 3.6          |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 24.1         | 22.8         | 26.6         | 26.8         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.58         | 0.60         | 0.79         | 0.96         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | -0.12        | 0.30         | 0.70         | 0.23         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 6.3          | 6.8          | 7.4          | 8.2          |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 41.4         | 40.2         | 30.4         | 25.1         |
|                |       |       |       |       | P/B             | 3.8          | 3.6          | 3.3          | 3.0          |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 24.6         | 27.2         | 21.7         | 18.1         |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元        |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
| <b>经营活动现金流</b> | -21   | 52    | 120   | 39    |
| 净利润            | 104   | 108   | 137   | 167   |
| 折旧摊销           | 14    | 26    | 25    | 30    |
| 财务费用           | -6    | 2     | -2    | -3    |
| 投资损失           | -4    | -8    | -2    | -2    |
| <b>营运资金变动</b>  | -219  | -131  | -44   | -160  |
| 其他经营现金流        | 90    | 55    | 5     | 7     |
| <b>投资活动现金流</b> | -399  | -132  | -58   | -48   |
| 资本支出           | -28   | -8    | -60   | -50   |
| 长期投资           | -125  | -10   | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | -246  | -114  | 2     | 2     |
| 筹资活动现金流        | 17    | 25    | -124  | 16    |
| 短期借款           | 46    | 50    | -98   | 31    |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 16    |
| 普通股增加          | 65    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -56   | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -38   | -26   | -26   | -31   |
| <b>现金净增加额</b>  | -403  | -56   | -61   | 7     |

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：（0755）82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：（021）33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033