

收购云克药业，分享核医学市场百亿成长空间

2015年04月26日

强烈推荐/维持

东诚药业

事件点评

——东诚药业（002675）重大事件点评

姓名	分析师 宋凯	执业证书编号: S1489512040001
	Email: songkai@dxzq.net.cn Tel: 010-66554087	
姓名	联系人 张文录	
	Email: zhang-wl@dxzq.net.cn Tel: 010-66554022	

事件:

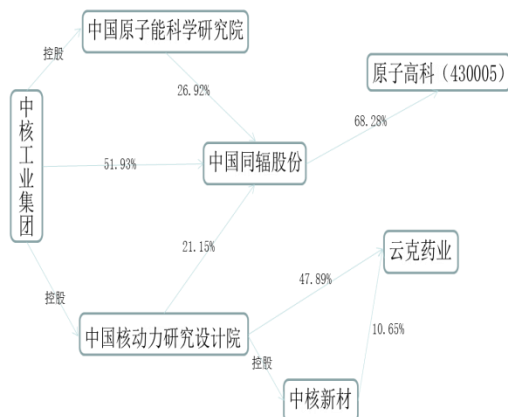
日前,公司发布重大收购预案,拟以股权对价方式购买成都云克药业 52.1061%的股权,交易金额 7.5 亿元。方案设计上,首先,以股权对价的方式向董事长由守谊、鲁鼎思诚(东诚药业和云克药业团队核心人员)和中核新材(云克药业原第二大股东)分别发行股份 3067 万、578 万和 694 万股(发行价格 17.29 元)用于购买其合计持有的云克药业 52.1061%的股权,交易价格合计约为 7.5 亿元;其次,为提高整合绩效,拟向徐纪学非公开发行股份 400 万股(发行价格 20 元)募集配套资金 8,000 万元用于支付相关费用等。交易倍数按照 2015 年计算 PE14.4 倍,2014 年 PB6.6 倍,交易完成后,公司股本总额将从 1.73 亿增加至 2.2 亿股,董事长由守谊直接与间接持股比例将从 26.63%上升到 37.45%。新股由守谊、鲁鼎思诚和徐纪学锁定期 36 个月,中核新材锁定期 12 个月。业绩承诺上,云克药业 2015-2017 年归母扣非净利润分别不低于 1 亿元、1.22 亿元、1.46 亿元,不足则以现金方式补偿相应利润差价。

观点:

1、核医学是少数企业竞争的大市场,理应享受高成长和高估值。

目前国内从事核医学的公司,基本上都是中核工业集团下的公司,主要集中在北京和成都等地,行业具有很强的人才和渠道等壁垒。例如新三板公司原子高科(430005)大股东中国同辐股份是中核工业集团控股的公司,而将并购的云克药业的大股东中国核动力研究设计院也是中核工业集团的控股子公司。

图 1:中核工业集团公司关系图



资料来源:东兴证券研究所

图 2:中国同辐股份子公司情况



资料来源:东兴证券研究所

核素药物广泛应用于免疫系统疾病如恶性肿瘤和类风湿、代谢系统疾病如心脑血管和甲状腺疾病等领域，主要分为体内核素药物和体外核素药物，体内核素药物又分为诊断用药和治疗用药。根据“Transparency Market Research”2013年发布的研究资料，预计到2018年，全球核素药物的市场将达到122亿美元，年增长率18.3%。在我们，随着放射医学临床应用水平的提高，预计核素药物市场将保持高速的成长，近年来核素药物产值以每年约25%的幅度增长，预计国内市场总额2015年将达到30亿元，2020年达到100亿元。

2、公司现有产品云克注射液和碘-125籽源市场空间广阔

云克注射液2014年销售额1.8亿元，毛利率长期稳定在93%以上，未来是5亿元级别药物。云克注射液是公司独家创新药物，全名为锝[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液，主要用于治疗类风湿，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。类风湿关节炎被称为“不死癌症”，预计我国约450万患者，是数百亿元级别的市场。类风湿的治疗药物主要有以下几类：一是非甾体类抗炎免疫药（NSAIDs），具有止痛和抗炎的特性，可减轻关节疼痛和肿胀，但不能改变疾病进程或阻止关节破坏，如辉瑞的塞来昔布、恒瑞的艾瑞昔布和勃林格英格翰的美洛昔康等；二是缓解病变的抗风湿药（DMARDs），可缓解临床症状，但起效慢，影响患者的自身免疫过程，如生物类DMARDs如白介素-1、白介素-6和肿瘤坏死因子TNF- α 拮抗剂等；三是新型生物制剂，他们的特点是起效快，副作用小，是重磅炸弹药物的聚集地，主要有单抗、细胞因子及其拮抗剂等，其中英利昔单抗、利妥昔单抗和阿达木单抗销售额顶峰达到或者超过100亿美元；四是云克注射液，通过亚甲基二膦酸对异常骨代谢区域的靶向作用，能够集中作用于受损骨关节部位，消炎镇痛，有效缓解相关病症的临床症状，并可以抑制异常免疫应答，阻止病程发展；更为重要的是，药物可以平衡异常骨代谢，修复骨显微结构，甚至恢复关节功能。

碘-125籽源上市销售两年，2014年销售额达到了1606万，未来是亿元以上级别药物。碘-125籽源是靶向介入治疗肿瘤的高新技术，可用于前列腺癌或不可手术的肿瘤治疗，也可以用于原发性肿瘤切除后残余病灶的植入治疗，已成为治疗多种肿瘤的重要方法。

3、核素研发平台型公司，pipeline强大

在研核素梯队和医用同位素生产堆（MIPR）项目是未来重要看点。目前，我国所需的医用放射性核素除钴[⁶⁰Co]外绝大部分来自于进口，产业链上游对外依存度高，也是公司未来发展的不确定型风险，公司向上游扩张，解决自身所需核素特别是半衰期短的放射性同位素原料问题。云克药业目前在研品种有钇[⁹⁰Y]微球和磷[³²P]微球、⁹⁰Y和¹³¹I等放射性核素标记生物分子研发项目，其中⁹⁰Y微球公司拥有两项国家专利，制备技术将成熟，即将申报临床试验。公司已与英国MABICINE TECHNOLOGIES公司合作，开发用于恶性肿瘤治疗的⁹⁰Y标记RP215单抗药物，完成了¹³¹I-RP215的标记和初步动物试验；与美国新药合博公司签订了框架合作协议，共同建设放射性核素标记生物分子药物技术研究开发和产业化平台。

结论：

我们认为公司进入了核医学这个竞争相对较小的大蓝海市场，云克药物在现有产品和研发梯队上优秀，公司未来将围绕核医学继续开拓，理应享受行业高估值。暂不计算云克药业并表影响，预计公司2015-2017年盈利预测EPS分别为0.64元、0.77元、0.92元，维持公司“强力推荐”的投资评级。考虑合并，第一目标市值100亿，对应目标价为45元。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	702	802	867	1041	1251	营业收入	775	751	805	920	1058
货币资金	216	161	201	300	419	营业成本	593	503	535	607	693
应收账款	152	173	176	202	232	营业税金及附加	4	4	4	5	5
其他应收款	10	4	4	5	6	营业费用	18	36	39	44	51
预付款项	11	11	16	22	29	管理费用	59	89	95	108	125
存货	215	292	308	349	399	财务费用	4	-1	1	-2	-4
其他流动资产	80	143	143	143	143	资产减值损失	3.42	1.09	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	526	592	533	481	429	公允价值变动收益	0.00	-0.24	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	10	10	10	10	投资净收益	3.54	7.63	0.00	0.00	0.00
固定资产	178.38	339.10	331.51	286.79	242.06	营业利润	97	126	131	158	188
无形资产	64	69	62	55	48	营业外收入	28.44	5.27	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	12	0	0	0	0	营业外支出	0.07	0.07	0.00	0.00	0.00
资产总计	1228	1393	1400	1522	1680	利润总额	125	132	131	158	188
流动负债合计	116	198	127	142	172	所得税	21	24	21	24	29
短期借款	48	98	11	0	0	净利润	104	108	110	134	159
应付账款	27	39	40	45	51	少数股东损益	3	4	0	0	0
预收款项	4	1	18	36	57	归属母公司净利润	101	104	110	134	159
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	114	152	184	207	236
非流动负债合计	11	11	0	1	2	BPS (元)	0.58	0.60	0.64	0.77	0.92
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	127	209	127	143	174	成长能力					
少数股东权益	14	15	15	15	15	营业收入增长	31.81%	-3.06%	7.16%	14.31%	15.00%
实收资本 (或股本)	173	173	173	173	173	营业利润增长	-21.25%	30.86%	3.31%	20.98%	18.84%
资本公积	574	574	574	574	574	归属干母公司净利润增长	5.91%	21.27%	5.91%	21.27%	19.12%
未分配利润	277	341	418	511	623	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1088	1169	1257	1364	1491	毛利率 (%)	23.40%	33.08%	33.50%	34.00%	34.50%
负债和所有者权益	1228	1393	1400	1522	1680	净利率 (%)	13.40%	14.36%	13.68%	14.51%	15.03%
现金流量表						总资产净利润 (%)	8.21%	7.46%	7.87%	8.77%	9.47%
						ROE (%)	9.27%	8.89%	8.76%	9.79%	10.67%
单位: 百万元						偿债能力					
经营活动现金流	-21	52	152	137	155	资产负债率 (%)	10%	15%	9%	9%	\
净利润	104	108	110	134	159	流动比率	6.06	4.06	6.81	7.34	7.29
折旧摊销	13.55	26.18	0.00	51.61	51.61	速动比率	4.21	2.58	4.39	4.88	4.97
财务费用	4	-1	1	-2	-4	营运能力					
应收账款减少	0	0	-3	-25	-30	总资产周转率	0.67	0.57	0.58	0.63	0.66
预收账款增加	0	0	16	18	21	应收账款周转率	6	5	5	5	5
投资活动现金流	-399	-132	8	0	0	应付账款周转率	24.14	22.81	20.55	21.77	22.00
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.58	0.60	0.64	0.77	0.92
投资收益	4	8	0	0	0	每股净现金流 (最新摊薄)	-2.33	-0.32	0.29	0.65	0.74
筹资活动现金流	17	25	-111	-25	-27	每股净资产 (最新摊薄)	6.29	6.76	7.28	7.89	8.63
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	50.14	48.64	45.92	37.87	31.79
普通股增加	65	0	0	0	0	P/B	4.65	4.33	4.02	3.71	3.39
资本公积增加	-55	0	0	0	0	EV/EBITDA	42.82	32.88	26.49	22.96	19.67
现金净增加额	-403	-56	49	112	128						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：宋凯

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究五年，医药生物行业资深研究员。

联系人简介

联系人：张文录

吉林大学生物科学与金融学双学士，军事医学科学院与吉林大学药物化学硕士，医药行业从业经验八年，具有医药行业研发、销售与股票股权市场投资经历，2013 年加盟东兴证券，任医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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,也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。