

## 东诚药业 (002675)

# 核医学新贵蛟龙出海，看好未来巨大成长空间

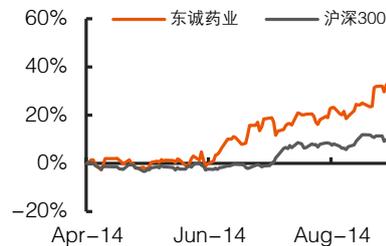
### 强烈推荐 (维持)

现价: 49 元

#### 主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dcb-group.com
大股东/持股	烟台东益/26.63%
实际控制人/持股	由守谊/13.58%
总股本(百万股)	173
流通 A 股(百万股)	119
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	84.67
流通 A 股市值(亿元)	58.16
每股净资产(元)	6.75
资产负债率(%)	17

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

- 《东诚药业\*002675\*收购云克进军核医学，业务转型迈出关键一步》 2015-04-23
- 《东诚药业\*002675\*扬起转型之帆，期待乘风破浪》 2015-02-06

#### 证券分析师

**叶寅** 投资资格编号  
S1060514100001  
021-22662299  
YEYIN757@pingan.com.cn

**邹敏** 投资资格编号  
S1060514080003  
021-20662997  
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。

### 投资要点

#### 平安观点:

- **此东诚非彼东诚，公司已经发生颠覆性变化。**我们认为，现在的东诚已经不是过去的东诚，我们不能把东诚药业当成一个肝素原料药企业，或者一个普通的制剂企业。公司正在发生颠覆性的积极变化，表现在：①华丽转身，进军高壁垒的核医学领域并有望整合行业资源，成为 A 股唯一的核医学龙头；②身先士卒信心坚定，大股东持股比例提升至 37.45%，核心员工激励到位，“三军用命，上下齐心”，有动力把企业做大做强。
- **核医学新兴领域百亿空间待发掘，存在非常大的预期差。**我们认为，资本市场对核医学产业的前景认识很不充分，存在非常大的预期差。核医学具有临床价值高、壁垒高、增速高的“三高”特征。国内核医学以及核素药物市场刚刚起步，2013 年全国核素药物的市场规模约为 20 亿元，预计 2020 年达到 100 亿元，将以每年 25% 的幅度增长。全国七千余家药品生产企业中，生产核素药物的企业仅有约 20 家，行业竞争格局非常好，企业利润率水平远高于医药行业。
- **云克药业核医学龙头蛟龙出海。**云克药业的主打产品为自主知识产权的独家品种云克注射液，正处于放量期，有七大有利条件的助推。摆脱国有体制束缚以及激励机制的到位，将使得云克药业的发展如虎添翼，未来有望大幅超越业绩承诺的指标。同时我们也看好核医学行业的整合空间，以及较大的向医疗服务延伸的潜力。作为 A 股唯一的核医学标的，投资东诚就是投资中国的核医学产业，我们认为当前正是投资东诚药业的绝佳时点。
- **“强烈推荐”评级，目标价 70 元。**不包含未来可能的外延并购因素，按增发后总股本 2.2 亿计算，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.76 元、1.41 元、1.86 元，净利润分别增长 60%、87%、31%。公司处于高速成长期，同时考虑核医学领域的高壁垒、高成长、高利润特性，以及行业的整合价值和向医疗服务延伸的潜力，给予目标价 70 元，相当于 2016 年 50 倍 PE。
- **风险提示：**产品销售不达预期的风险；行业政策风险。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	587.8	774.7	751.0	1038.0	1462.8
YoY(%)	-31.5	31.8	-3.1	38.2	40.9
净利润(百万元)	105.1	100.8	104.0	166.3	310.9
YoY(%)	-17.9	-4.0	3.1	59.9	87.0
毛利率(%)	29.6	23.4	33.1	40.2	48.7
净利率(%)	17.9	13.0	13.8	16.0	21.3
ROE(%)	10.3	9.4	9.1	14.1	20.0
EPS(摊薄/元)	0.61	0.58	0.60	0.76	1.41
P/E(倍)	80.6	84.0	81.4	64.9	34.7
P/B(倍)	8.3	7.8	7.2	8.0	6.8

## 正文目录

<b>一、从原料药华丽转身核医学，公司发生质变</b>	<b>4</b>
<b>二、核医学新兴领域百亿空间待发掘</b>	<b>6</b>
2.1 核医学新兴领域，应用前景广泛	6
2.2 国内核医学处于起步阶段，孕育百亿市场空间	9
2.3 核医学领域壁垒高，竞争格局好，盈利能力强	11
<b>三、云克药业核医学龙头蛟龙出海</b>	<b>13</b>
3.1 “出自幽谷，迁于乔木”，云克药业是被忽视的核医学龙头	13
3.2 云克注射液大病种独家品种，10 亿级别重磅炸弹	15
3.3 技术实力强劲，在研产品梯队撑起未来空间	19
3.4 资本市场其他核素企业比较	21
<b>四、“强烈推荐”评级，目标价 70 元</b>	<b>22</b>
4.1 盈利预测	22
4.2 维持“强烈推荐”评级，目标价 70 元	23

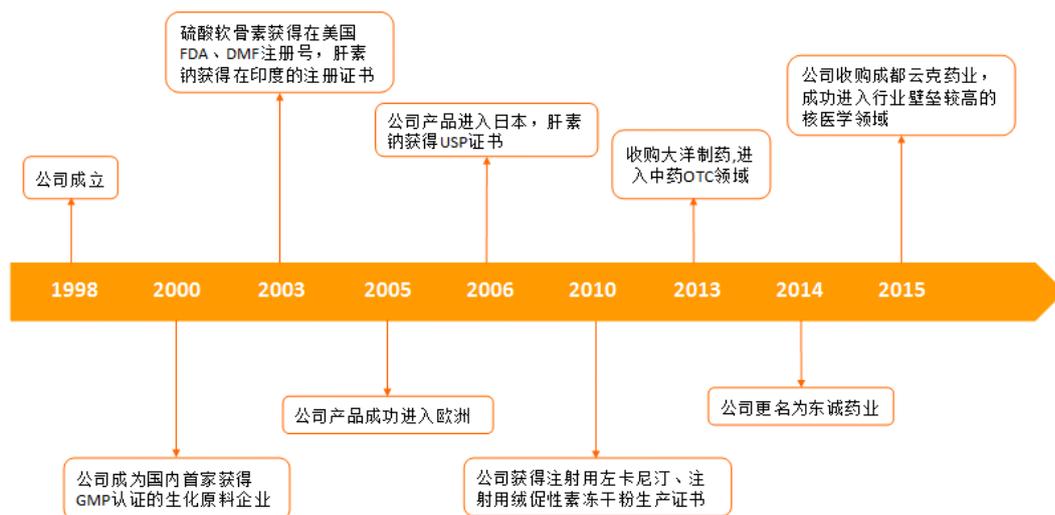
## 图表目录

图表 1 公司发展历程示意图.....	4
图表 2 公司历年收入及增速.....	4
图表 3 公司历年利润及增速.....	4
图表 4 肝素业务历年收入及增速.....	5
图表 5 硫酸软骨素业务历年收入及增速.....	5
图表 6 定增完成后公司股权结构和业务架构.....	5
图表 7 公司业务架构图.....	6
图表 8 核医学的发展历程.....	6
图表 9 核医学的主要应用领域.....	7
图表 10 常见显影技术比较.....	7
图表 11 SPECT/CT 示意图.....	8
图表 12 PET/CT 示意图.....	8
图表 13 常见的治疗用核素以及功能.....	8
图表 14 全球不同应用领域核素药物研发进展.....	9
图表 15 国内已经上市的主要的核素药物.....	9
图表 16 国内已经申报的核素药物列表.....	11
图表 17 核素行业盈利能力远强于医药行业整体水平（图中指标为净利率）.....	11
图表 18 国内核素领域主要生产企业.....	12
图表 19 云克药业的产品线.....	14
图表 20 云克药业近两年收入及利润.....	14
图表 21 云克药业近两年毛利率及净利率.....	14
图表 22 云克药业两大品种收入构成.....	15
图表 23 云克药业两大品种毛利率.....	15
图表 24 云克注射液具备多重优势.....	16
图表 25 全球类风湿关节炎市场规模.....	16
图表 26 国内类风湿关节炎市场规模及增速.....	16
图表 27 国内用于治疗类风湿关节炎的主要药物类别.....	17
图表 28 云克注射液与一般风湿药物相比具有疗效优势.....	18
图表 29 云克注射液适应症广泛.....	18
图表 30 云克药业品种储备情况.....	20
图表 31 医用放射性同位素主要来源.....	20
图表 32 核反应堆是全球医用核素的主要供应渠道.....	20
图表 33 原子高科近年收入及增速.....	21
图表 34 原子高科近年利润及增速.....	21
图表 35 智博高科近年收入及增速.....	22
图表 36 智博高科近年利润及增速.....	22
图表 37 公司未来三年收入预测.....	23

## 一、从原料药华丽转身核医学，公司发生质变

烟台东诚药业集团股份有限公司成立于 1998 年，2012 年登陆中小板上市，迄今已发展经成为一家横跨生化原料药、化学制剂和中药制剂三个领域的综合性医药企业。2014 年及之前公司主要收入来源于肝素钠原料药、硫酸软骨素以及中药 OTC 制剂，通过此次定增收购云克药业，公司成功切入壁垒极高的核医学领域，成为 A 股唯一的核医学上市平台，未来将通过研发与并购将东诚打造成国内核医学龙头，我们认为未来核医学板块将成为公司主要收入及利润来源。

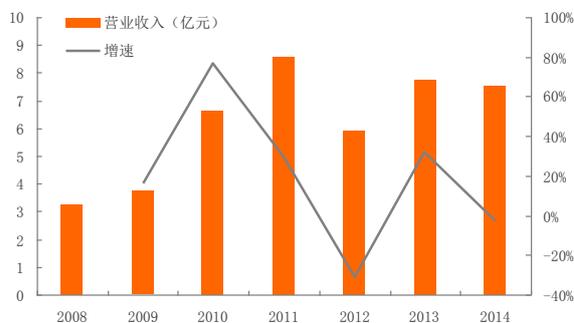
图表 1 公司发展历程示意图



资料来源：公司公告、平安证券研究所

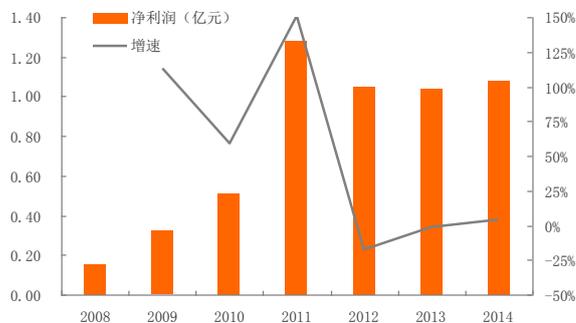
公司过去以肝素原料药为主业，业绩难免有所波动。2014 年，公司实现收入 7.51 亿元，同比下降 3.06%，实现归属于上市公司股东净利润 1.04 亿元，同比增长 3.08%，扣非后净利润 9955 万元，同比增长 29.67%。未来随着核医学板块腾飞，以及传统制剂的稳健发展，公司成长性和盈利能力将有质的飞跃，进入高速增长的快车道。

图表 2 公司历年收入及增速



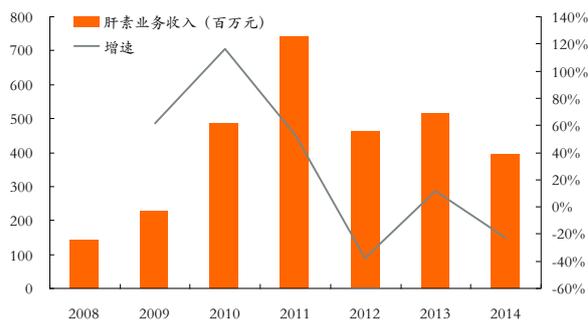
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 3 公司历年利润及增速



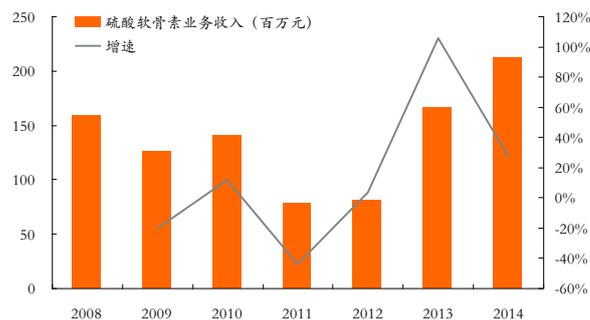
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 4 肝素业务历年收入及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表 5 硫酸软骨素业务历年收入及增速



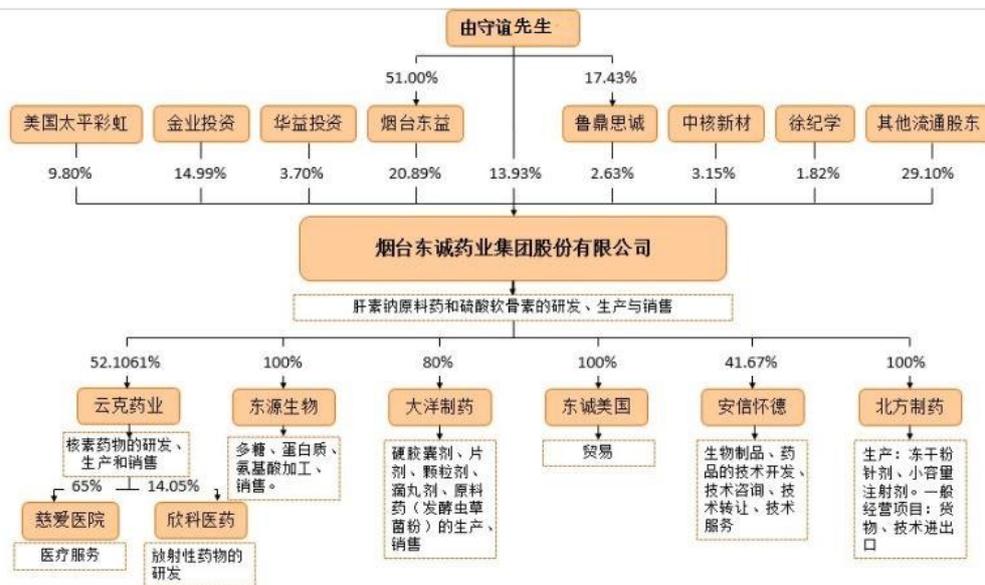
资料来源: WIND, 平安证券研究所

士别三日，当刮目相看！我们认为，现在的东诚已经不是过去的东诚，公司正在发生颠覆性的积极变化，作为 A 股唯一的核医学标的，投资东诚就是投资中国的核医学产业，当前正是投资东诚药业的绝佳时点。公司即将发生质变，表现在：①华丽转身，进军高壁垒的核医学领域并有望整合行业资源，成为 A 股唯一的核医学龙头；②身先士卒信心坚定，大股东持股比例提升至 37.45%，核心员工激励到位，“三军用命，上下齐心”。

**质变一：华丽转身，进军高壁垒的核医学领域并有望整合行业资源，成为 A 股唯一的核医学龙头。**根据定增预案，公司拟向由守谊、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 8000 万元。交易完成后，公司将持有云克药业 52.1061% 的股权，通过控股云克药业成功切入高壁垒的核医学产业，成为 A 股唯一的核医学上市平台，未来将通过研发与并购将东诚打造成国内核医学龙头，我们认为未来核医学板块将成为公司主要收入及利润来源。

**质变二：大股东持股比例提升信心坚定，核心管理团队激励到位。**公司实际控制人为由守谊先生，本次定增完成后，董事长由总持股比例由 26.63% 上升到 37.45%，充分体现其对于公司未来发展的十足信心。鲁鼎思诚的股东包括由总本人以及东诚和云克的核心管理人员，通过换股持有东诚药业股权，绑定核心员工利益，起到有效激励作用，将实现“三军用命，上下齐心”的效果。

图表 6 定增完成后公司股权结构和业务架构



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

未来公司的业务架构将由三部分构成：①核医学产品：以云克药业为平台，包括独家品种云克注射液以及碘 125 籽源，预计未来将整合行业资源，不断丰富核医学产品线，并尝试相关医疗服务业务，使得核医学板块成为公司的核心板块。②传统制剂：以大洋制药为平台的中药 OTC 制剂和北方制药为平台的化学药生物药制剂；③原料药：包括肝素钠原料药和硫酸软骨素。

图表 7 公司业务架构图



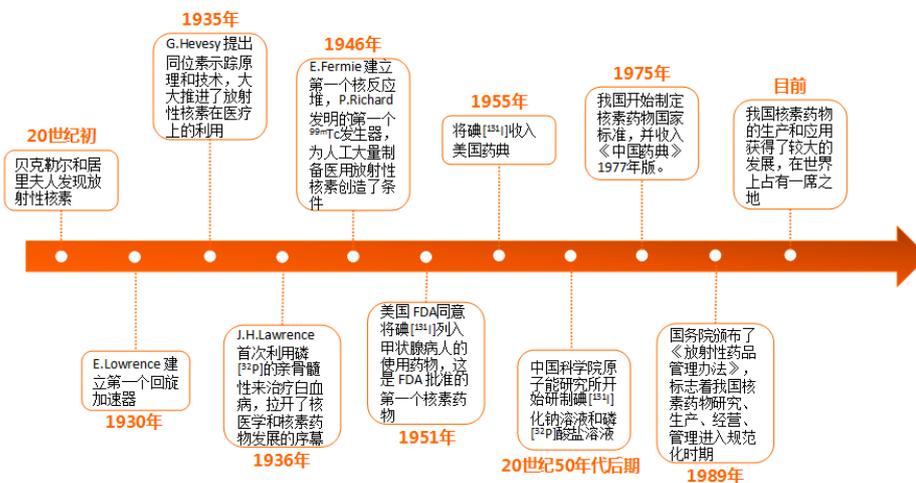
资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、核医学新兴领域百亿空间待发掘

### 2.1 核医学新兴领域，应用前景广泛

核医学是一种利用标记有放射性核素的药物诊断和治疗疾病的科学，是核技术在医学领域的应用，具有临床价值高、壁垒高、增速高的“三高”特征。核医学的历史可追溯到 20 世纪初贝克勒尔和居里夫人对放射性核素的发现。1943 年的诺贝尔化学奖获得者 G.Hevesy 于 1935 年提出的同位素示踪原理和技术大大推进了放射性核素在医疗上的利用。我国的核素药物应用始于 20 世纪 50 年代后期，经过半个世纪的发展，在某些领域已达到国际先进水平。

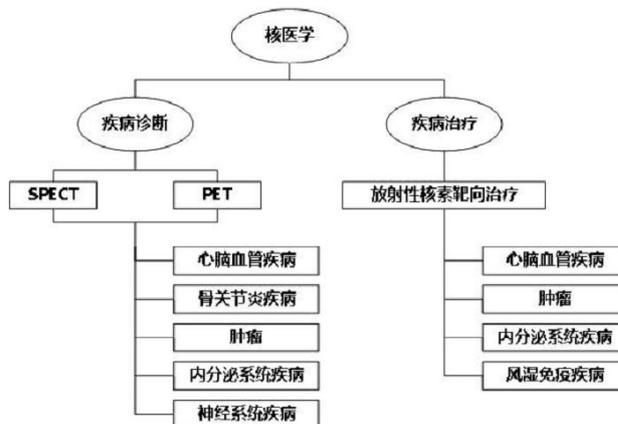
图表 8 核医学的发展历程



资料来源：《核医学》、平安证券研究所

核素药物主要分为诊断用核素药物和治疗用核素药物，在核医学几十年的发展中，诊断用核素药物的发展远快于治疗用核素药物，但治疗用核素药物的前景更加广阔，日益受到重视。目前我国国家药品标准收录的核素药物已有几十种，用途覆盖心脑血管显像、肾功能检查、甲状腺疾病诊断和治疗、肿瘤治疗、类风湿治疗等领域。

图表 9 核医学的主要应用领域



资料来源：《核医学》、平安证券研究所

### ■ 2.1.1 核素诊断精确敏锐，优势独到

核射线中以 $\gamma$ 光子（能量以 100~300 keV 为宜）穿透力强易被核医学仪器探测，且电离辐射损伤较小，因此诊断用核素药物多采用发射 $\gamma$ 光子的核素及其标记物，尤以 99mTc 类制剂占核素诊断类药物 80%左右。

图表 10 常见显影技术比较

影像学技术	成像原理	应用
CT	衰减系数 (CT 值)	形态 解剖
B 超	超声波反射 (回声)	形态 解剖
核磁共振	质子密度 (T1 T2)	解剖 功能
$\gamma$ 照相机	放射性浓度 (平面)	血流 功能
SPECT	放射性浓度 (半定量)	血流 代谢 功能
PET	放射性浓度 (定量)	血流 代谢 功能

资料来源：《核医学》、平安证券研究所

单光子发射计算机断层成像术(SPECT)和正电子发射断层成像术(PET)是核医学的两种主要显像技术，由于它们都是对从病人体内发射的 $\gamma$ 射线成像，故统称发射型计算机断层成像术(ECT)。现在核医学已经进入融合图像时代——核医学图像与 CT、磁共振图像融合，提高诊断的准确性。临床用于骨骼显像、心脏灌注断层显像、甲状腺显像、局部脑血流断层显像、肾动态显像、阿尔兹海默症早期诊断等。

目前最尖端的 PET/CT 可以通过特定物质的代谢显像，在亚临床阶段对恶性肿瘤进行早期诊断和疗效评价。随着核医学设备的进步，未来 PET/MRI（核磁共振）的融合影像将提供更加灵敏、精准的诊断，成为发现肿瘤的“终极手段”。

图表 11 SPECT/CT示意图



资料来源：《核医学》、平安证券研究所

图表 12 PET/CT示意图



资料来源：《核医学》、平安证券研究所

近几年来，核素示踪技术与分子生物学结合产生了分子核医学，目前基因显像的临床应用研究非常活跃，具有极其广阔的前景。例如，基因显像包括反义显像和针对外源导入基因的基因表达显像，前者可用于肿瘤的定性、定位诊断及疗效观察，后者主要用于外源导入基因表达活性的监测。

### ■ 2.1.2 核素治疗逐步兴起，市场潜力不可忽视

近 10 年来，由于放射性核素标记技术的进步、新的放射性核素的制备以及单克隆抗体技术的成熟，我国放射性核素治疗领域发展迅速，涌现出诸如云克注射液等过亿品种。2015 年 5 月，国内首家治疗肿瘤的质子重离子医院在上海开业，引起广泛关注，质子重离子加速至光速的 70%，到达病灶瞬间释放能量形成“布拉格峰”，可对肿瘤细胞进行“立体定向爆破”，是目前核医学治疗肿瘤的最前沿领域之一。

图表 13 常见的治疗用核素以及功能

核素	标记化合物	T <sub>1/2</sub>	b-最大能量 MeV	g,keV(%)	组织内最大 射程(mm)	主要临床应用
32P	磷酸盐 胶体磷酸铬 玻璃微球	14.3d	1.71	-	8	真红, 原发性血小板增多 腔内治疗 肝癌动脉栓塞
131I	MIBG	8.06d	0.61	365(81)	2-3	甲亢, 分化型甲状腺及转移灶 嗜铬细胞瘤
153Sm	EDTMP	40.6h	0.8	103 (28%)	3.4	骨转移癌疼痛
89Sr		50.5d	1.46	-	2-3	骨转移癌疼痛
186Re	HEDP	3.8d	1.07	137(9%)	4.7	骨转移癌疼痛
188Re	HEDP	19.6h	2.12	155(10%)		骨转移癌疼痛
117mSn	DTPA	13.6d	CE	159(86%)	0.3	骨转移癌疼痛
117Lu	EDTMP	6.75d	0.497	113(6.4%)		骨转移癌疼痛
90Y	EDTMP 玻璃微球	2.67d	2.27	-	10	骨转移癌疼痛 肝癌动脉栓塞

资料来源：《核医学》、平安证券研究所

图表 14 全球不同应用领域核素药物研发进展

适应症	II 期临床	III 期临床	适应症	II 期临床	III 期临床
Neuropathic pain	1	---	Renal tumor	1	---
Non-Hodgkin	5	---	Rheumatoid arthritis	2	---
Non-small-cell lung	2	1	Sarcoma	---	---
Osteomyelitis	1	---	Skin tumor	1	---
Osteosarcoma	1	---	Small-cell lung cancer	2	---
Ovary tumor	3	---	Soft tissue sarcoma	1	---
Pain	1	---	Solid tumor	4	---
Pancreas tumor	1	1	Stomach tumor	1	---
Paraganglioma	1	---	Stroke	1	---
Parkinsons disease	---	2	Systemic lupus	1	---
Pheochromocytoma	1	---	T-cell acute	1	---
Pituitary tumor	1	---	Thrombosis	---	---
Prostate tumor	6	1	Ulcerative colitis	---	1
Renal cell carcinoma	1	---	Ventricular tachycardia	---	---
Renal disease	1	---	<b>总计</b>	<b>50</b>	<b>12</b>

资料来源：汤森路透、平安证券研究所

## 2.2 国内核医学处于起步阶段，孕育百亿市场空间

核医学在诊断和治疗方面的临床价值已经得到欧美发达国家的高度认可和充分推广。预计到 2018 年，全球核医学市场规模将达到 600 亿美元，其中核素药物的市场将达到约 130 亿美元，年增长率 18.3%。北美地区是核素药物最大的市场，欧洲的核素药物市场与北美接近，但亚太地区的增速全球最高。

国内核医学以及核素药物市场刚刚起步，2013 年全国核素药物的市场规模约为 20 亿元，预计 2020 年达到 100 亿元，将以每年 25% 的幅度增长。截至 2013 年末，我国三级医院中从事核医学相关工作的科室 838 个，开展核素治疗的医疗机构 610 个，随着医疗机构硬件实力的提升，以及医生和患者对核医学认识的加深，不再“谈核色变”，我国核医学及核素药物市场正在迅速成长。

目前，我国获得批准文号的核素药物有 39 种，其中绝大多数属于诊断药，诊断用核素药物中锝[99mTc]及其标记化合物占 80% 以上，广泛用于心、脑、肾、骨、肺、甲状腺等多种疾患的检查。此外碘[131I]、镓[67Ga]、铊[201Tl]、铟[111In]等放射性核素及其标记物也有较多的应用；随着 PET/CT 显像仪器的推广应用，碳[11C]、氮[13N]、氧[15O]，尤其以氟[18F]等短半衰期正电子放射性核素的应用也逐年增多。

图表 15 国内已经上市的主要的核素药物

通用名	适应症	生产企业
<b>锝[99Tc]制剂</b>		
锝[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液	类风湿关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼等	成都云克药业
<b>锝[99mTc]制剂</b>		
锝[99mTc]比西酯注射液	用于各种脑血管性疾病（梗塞、出血、短暂性缺血发作等），癫痫和痴呆等疾病的脑血流灌注显像	广州原子高科、上海同普
锝[99mTc]二巯丁二酸盐注射液	本品为肾皮质显像剂，主要适用于观察肾脏灌注形态、大小、位置及功能	广州原子高科、上海欣科、原子高科、广东希能

通用名	适应症	生产企业
锝[99mTc]甲氧乙膦注射液	主要适用于冠状动脉疾患(心肌缺血、心肌梗塞)的鉴别诊断;心肌病的鉴别诊断	广东希埃、原子高科、上海欣科
锝[99mTc]聚合白蛋白注射液	肺灌注显像,肺梗塞及肺疾患的诊断和鉴别诊断	广东希埃、广州原子高科、上海欣科
锝[99mTc]喷替酸盐注射液	主要适用于肾脏病放射性诊断用药;肾,脑血流测定等	上海欣科、广州原子高科、原子高科、广东希埃、上海同普
锝[99mTc]双半胱氨酸注射液	用于诊断各种肾脏疾病引起的肾脏血液灌注、肾功能变化和了解尿路通畅性	广东希埃、上海欣科、原子高科、广州原子高科
锝[99mTc]双半胱乙酯注射液	用于各种脑血管性疾病(梗塞、出血、短暂性缺血发作等),癫痫和痴呆、脑瘤等疾病的脑血流灌注显像	广东希埃、原子高科、上海欣科
锝[99mTc]司它比注射液	冠状动脉疾患(心肌缺血、心肌梗塞)的诊断与鉴别诊断,并指导治疗;甲状旁腺增生性腺瘤的定位诊断	广州原子高科、上海同普
锝[99mTc]替曲膦注射液	本品用作心肌灌注显像剂	江苏原子医学所
锝[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液	本品用于全身骨显像及癌症骨转移显像	原子高科、广东希埃、广州原子高科、上海欣科、上海同普
锝[99mTc]依替菲宁注射液	适应症为用于肝胆系统的显像	广东希埃、上海欣科
锝[99mTc]植酸盐注射液	适应症为诊断用药,主要用于肝、脾及骨髓显像	广东希埃、上海欣科
高锝[99mTc]酸钠注射液	适应症为主要用于甲状腺显像、脑显像、唾液腺显像、异位胃粘膜显像及制备含锝[Tc]放射性药品	广州原子高科、原子高科、上海同普、广东希埃、上海欣科、成都中核高通
<b>碘[131I]制剂</b>		
碘[131I]化钠胶囊	用于诊断甲状腺疾病	原子高科
碘[131I]化钠口服溶液	主要用于诊断和治疗甲状腺疾病及制备碘[131I]标记化合物	中国工程物理研究院物化所、原子高科、成都中核高通
碘[131I]美妥昔单抗皮试制剂	用于不能手术切除或术后复发的原发性肝癌,以及不适宜作动脉导管化学栓塞(TACE)或经TACE治疗后无效、复发的晚期肝癌患者	成都华神生物
邻碘[131I]马尿酸钠注射液	肾及泌尿系统功能的检查	成都中核高通、原子高科
<b>磷[32P]制剂</b>		
胶体磷[32P]酸锶注射液	用于治疗真性红细胞增多症、原发性血小板增多症等疾病	原子高科
磷[32P]酸钠盐口服溶液		
<b>氟[18F]制剂</b>		
氟[18F]脱氧葡萄糖注射液	用于肿瘤PET显像,评估疑似或确诊病例肿瘤的恶性程度;用于冠状动脉疾病和左心室功能不全PET显像;用于确定与不正常葡萄糖代谢相关的癫痫病人的癫痫病灶	原子高科、上海原子科兴、南京江原安迪科
<b>锶[89Sr]制剂</b>		
氯化锶[89Sr]注射液	主要用于前列腺癌、乳腺癌等晚期恶性肿瘤继发骨转移所致骨痛的缓解	上海原子科兴、成都中核高通、宁波君安药业
<b>镓[67Ga]制剂</b>		
枸橼酸镓[67Ga]注射液	用于肿瘤和炎症的定位诊断和鉴别诊断	原子高科
<b>铬[51Cr]制剂</b>		
铬[51Cr]酸钠注射液	用于标记红细胞,进行红细胞、血小板寿命、脾功能和血容量测定	原子高科
<b>铊[201Tl]制剂</b>		
氯化亚铊[201Tl]注射液	用于心肌梗塞和心肌缺血的诊断和定位及治疗后随访等	原子高科、安盛科兴药业
<b>碳[14C]制剂</b>		
尿素[14C]胶囊	诊断和鉴别诊断胃幽门螺旋杆菌的感染	上海欣科、深圳中核海得威
<b>碘[125I]制剂</b>		
碘[125I]密封籽源	用于浅表、胸腹腔内的肿瘤;也用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤	上海欣科、宁波君安药业、原子高科、北京智博高科、成都云克药业、天津赛德生物

资料来源:CFDA、平安证券研究所

随着我国核医学市场的发展，以及企业技术实力的提升，将有越来越多的新型核素药物走向市场。尤其是以拜耳为代表的跨国医药巨头，对核素药物的重视程度逐步提高，目前已有多家外企在进行产品进口注册。

图表 16 国内已经申报的核素药物列表

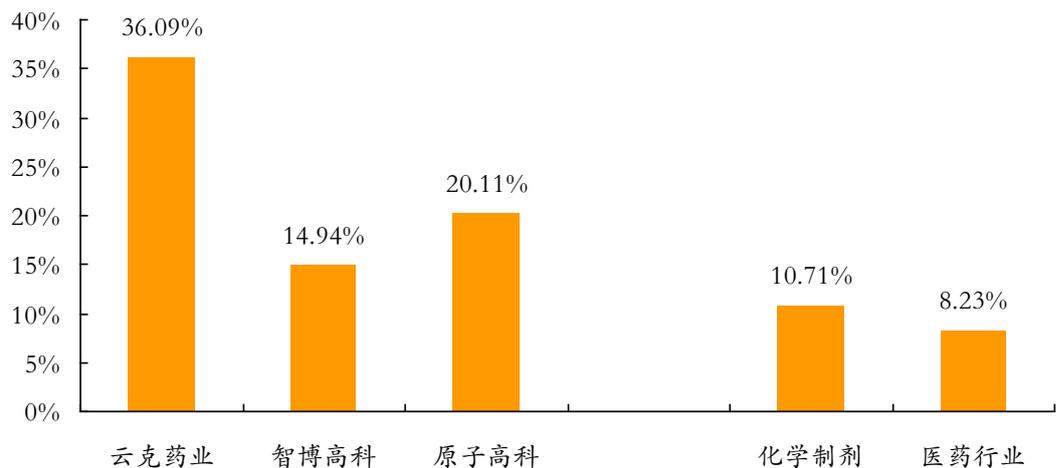
药品名称	药品类型	申请类型	企业名称	审评进度
铼[Re-188]依替膦酸盐注射液	化药	补充申请	中国科学院上海应用物理研究所	批准临床
高锝[99mTc]酸钠注射液	化药	进口	广东君奇医药科技有限公司	在审评
氯化镭[223Ra]注射液	化药	进口	拜耳医药保健有限公司	在审评
氯化镭[223Ra]注射液	化药	进口	拜耳医药保健有限公司	在审评
治疗用碘[131I]化钠胶囊	化药	进口	广东君奇医药科技有限公司	在审评
碘[131I]苯胍注射液	化药	新药	原子高科股份有限公司	在审评
碘[125I]密封籽源	化药	仿制	深圳拉尔文生物工程技术有限公司	在审评
碘[131I]爱克妥昔单抗注射液	治疗用生物制品	新药	上海海抗中医药科技发展有限公司	批准临床
碘[131I]化钠	化药	进口	NTP 放射性同位素 (PTY 有限公司)	在审评
氯化锶[89Sr]注射液	化药	进口	POLATOM 原子能研究所	在审评

资料来源：药智网、平安证券研究所

### 2.3 核医学领域壁垒高，竞争格局好，盈利能力强

核素药物归于放射药物管理，生产企业需具备《放射性药品生产许可证》，具有极高的壁垒，有一定稀缺性。全国七千余家药品生产企业中，生产放射性药物的企业仅有约 20 家，多数是过去各大同位素研究院下属事业单位改制而来，其中具备基础研发能力的单位或企业仅有 3 家。因此，核素行业竞争格局非常好，大量核素药物属于独家品种，最多也是三到五家企业竞争，企业利润率水平远高于医药行业。

图表 17 核素行业盈利能力远强于医药行业整体水平（图中指标为净利率）



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

注：因资料来源有限，智博高科采用2013年数据，其余均采用2014年数据

国内的核素药物产业主要分布在成都、北京和上海，其中成都与北京产业规模相当，各占 40%左右。国内有 3 座可用于生产医用核素的反应堆，2 个在四川 1 个在北京，环保部规定北京的堆只能减少品种，不能增加，因此未来成都将携原产地之便成为国内核素药物的重要生产基地。

**图表 18 国内核素领域主要生产企业**

企业名称	企业简介	产品线
广州市原子高科同位素医药有限公司	前身是中国原子能科学研究院广州医用同位素服务中心。服务中心始建于 1997 年，是专门从事放射性药物生产和经营的企业,2004 年底改制更为现名。是原子高科股份有限公司和中山大学中山医学院科技发展有限公司合资的子公司。公司专业从事钼[99mTc]的标记药物研制和生产；放射性药物的运输及销售；核医学及相关领域的技术服务。	钼[99mTc]比西酯注射液、钼[99mTc]二巯丁二酸盐注射液、钼[99mTc]聚合白蛋白注射液、钼[99mTc]喷替酸盐注射液、钼[99mTc]双半胱氨酸注射液、钼[99mTc]司它比注射液、钼[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液、高钼[99mTc]酸钠注射液
原子高科股份有限公司	原子高科拥有我国规模最大、产品覆盖面最广的放射性同位素制品生产、研发基地，能生产放射性体内药品、体外免疫分析试剂盒、放射源、放射性医疗器械、放射性标记化合物及示踪剂等包含 100 余种核素、300 多个品种的产品。	涵盖目前国内市场绝大多数同位素制剂产品，并拥有多个独家品种。
上海欣科医药有限公司	公司是由美国 GMS 公司(原美国欣科国际公司)和中国同位素公司于 1993 年共同投资创建的一家中美合资企业。公司研制、生产医用显像剂，即时标记的核素药物，生化试剂，用于治疗癌症的放射性籽源及相关器械，以及放射性同位素防护用品，小型射线检测仪，同位素医疗诊断仪，提供科技咨询、技术服务，销售自产产品。	钼[99mTc]二巯丁二酸盐注射液、钼[99mTc]甲氧异腓注射液、钼[99mTc]聚合白蛋白注射液、钼[99mTc]喷替酸盐注射液、钼[99mTc]双半胱氨酸注射液、钼[99mTc]双半胱乙酯注射液、钼[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液、钼[99mTc]依替菲宁注射液、钼[99mTc]植酸盐注射液、碘[125I]密封籽源、高钼[99mTc]酸钠注射液、尿素[14C]呼气试验药盒、尿素[14C]胶囊
广东希埃医药有限公司	前身为广东希埃核医药中心，是中国同位素公司(中国同辐股份有限公司)的全资子公司，公司主要产品为钼[99mTc]制剂	钼[99mTc]二巯丁二酸盐注射液、钼[99mTc]甲氧异腓注射液、钼[99mTc]聚合白蛋白注射液、钼[99mTc]喷替酸盐注射液、钼[99mTc]双半胱氨酸注射液、钼[99mTc]双半胱乙酯注射液、钼[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液、钼[99mTc]依替菲宁注射液、钼[99mTc]植酸盐注射液、高钼[99mTc]酸钠注射液
上海原普同位素科技有限公司	公司是由原子高科股份有限公司(原北京 401 所)控股，集科研、生产、销售、服务于一体的现代化高科技企业。上海原普同位素科技有限公司前身为上海华原同位素医疗服务部。	钼[99mTc]比西酯注射液、钼[99mTc]喷替酸盐注射液、钼[99mTc]司它比注射液、钼[99mTc]亚甲基二膦酸盐注射液、高钼[99mTc]酸钠注射液
成都云克药业有限责任公司	公司前身是中国核动力研究设计院成都同位素应用研究所，专业从事放射性药品技术研究，产品开发、生产及销售，技术咨询及技术服务。	β2-微球蛋白放免药盒、癌胚抗原放免药盒、促甲状腺激素放免药盒、钼[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液、碘[125I]密封籽源、反三碘甲腺原氨酸放免药盒、甲胎蛋白放免药盒、甲状腺素放免药盒、三碘甲腺原氨酸放免药盒、铁蛋白放免药盒、注射用亚锡亚甲基二膦酸盐
成都中核高通同位素股份有限公司	成都中核高通同位素股份有限公司(以下简称中核高通)是我国重要的堆照同位素生产基地，是中国核工业集团核技术应用产业平台——中国同辐股份有限公司的核心企业	碘[131I]化钠口服溶液、高钼[99mTc]酸钠注射液、邻碘[131I]马尿酸钠注射液、氯化钼[89Sr]注射液
中国工程物理研究院核物理与化学研究所	是以核物理、放射化学、核技术应用为主的国家重点综合性科研单位	碘[131I]化钠口服溶液

企业名称	企业简介	产品线
南京江原安迪科正电子研究发展有限公司	由中国核子医疗技术有限公司(CNMT, 香港)全资控股的外商独资企业。	氟[18F]脱氧葡萄糖注射液
上海原子科兴药业有限公司	公司前身为上海科兴药业公司, 投资方为: 原子高科股份有限公司、上海核技术开发公司(中国科学院上海应用物理研究所下属企业)和中国新兴集团总公司	氟[18F]-脱氧葡萄糖注射液、氯化锶[89Sr]注射液
宁波君安药业科技有限公司	公司是一家专业生产放射性系列药品的高新技术企业, 是国内最早从事放射性粒子植入的企业之一。	碘[125I]密封籽源、氯化锶[89Sr]注射液
北京智博高科	成立于 2002 年 12 月, 专业从事放射性系列药品的生产, 是国内最大的碘[125I]密封籽源生产商之一	碘[125I]密封籽源

资料来源: CFDA、各公司网站、平安证券研究所

### 三、云克药业核医学龙头蛟龙出海

#### 3.1 “出自幽谷，迁于乔木”，云克药业是被忽视的核医学龙头

今年 4 月，东诚药业发布定向增发预案。公司拟向由守谊、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。交易完成后，公司将持有云克药业 52.1061% 的股权，公司通过控股云克药业成功切入壁垒极高的核医学产业，成为 A 股唯一的核医学龙头。同时公司公告持有云克药业 47.89% 的股东核动力院未来可能转让其持有的股权，我们认为从业务发展角度，公司有望于较短的时间内继续增持云克药业至 90% 以上股权。

云克药业成立于 2001 年，主要从事核素药物的研制、生产和销售。云克药业的主要产品有云克注射液（锝[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液）和碘-125 籽源，其中云克注射液是云克药业自主研发的独家产品，也是收入和利润的主要来源。云克注射液是我国少数几个国产核素药物（其他核素药物多为进口或仿制药物）之一，是我国首个用于类风湿关节炎临床治疗的核素药物，并获得国家发明专利及“国家重点新产品”证书。

图表 19 云克药业的产品线

产品名称	产品图片	产品种类	用途
云克注射液		抗类风湿药物	治疗类风湿关节炎，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
碘-125 籽源		抗肿瘤药物	主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤（如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤），也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

近几年，云克药业持续保持高速增长。2014 年，云克药业实现收入 2.05 亿元，同比增长 33.70%，实现净利润 7398 万元，同比增长 35.97%。由于核素药物壁垒高、竞争格局好，且云克注射液是独家品种，因此云克药业始终保持较高的盈利能力，2014 年毛利率和净利率分别达到 88.55%和 36.09%，远高于医药行业平均水平。

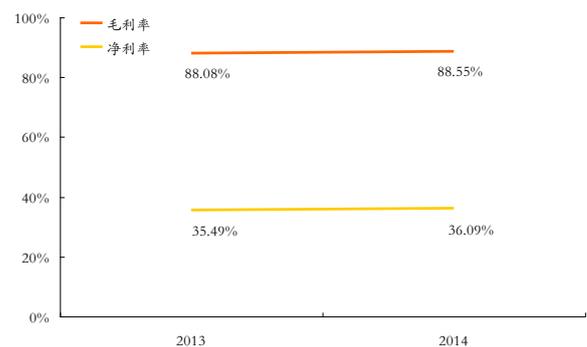
云克药业原股东承诺云克药业 2015 年度、2016 年度、2017 年度合并报表扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 1 亿元、1.22 亿元、1.46 亿元。我们认为摆脱国有体制的束缚以及对核心成员激励机制的到位，将使得云克药业的发展如虎添翼，未来有望大幅超越业绩承诺的指标。

图表 20 云克药业近两年收入及利润



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 21 云克药业近两年毛利率及净利率



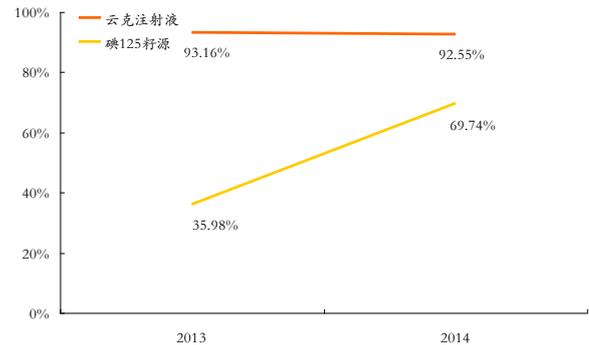
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 22 云克药业两大品种收入构成



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 23 云克药业两大品种毛利率



资料来源：WIND，平安证券研究所

### 3.2 云克注射液大病种独家品种，10 亿级别重磅炸弹

云克注射液是云克药业的独家创新药物，全名为锝[99Tc]亚甲基二膦酸盐注射液，主要用于治疗类风湿性关节炎，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。2014 年云克注射液销售额达到 1.82 亿元，近几年保持年均约 30%左右的复合增长。

我们认为，云克注射液具有重磅品种的一切特质，作为自主研发的独家品种，已基本完成前期学术铺垫，正处于快速放量阶段。我们归纳云克注射液具备七大优势：

- ①**大病种独家品种**：主治类风湿性关节炎，市场空间大，作为独家品种竞争压力较小。
- ②**机理独特、疗效确切**：已经经过大量临床实践证实。
- ③**适应症广泛**：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，适合多科室推广。
- ④**不占药占比**：可作为治疗技术进入医院和报销，在医院控制药占比的大环境下更受青睐。
- ⑤**无需招标**：作为放射药物管理，不需要走招标流程，由医疗机构自行采购，具备提价潜力。
- ⑥**无放射性**：因锝[99Tc]无放射性，环保和药监对云克注射液进行豁免管理，运输和使用不需要辐射防护，可在任何医疗机构和科室使用，推广阻力小。
- ⑦**潜力大，激励到位**：目前仅覆盖 600 家医院，多为省会地区三甲，未来将逐步渗透至地市一级和富裕地区县级医院，团队也因激励到位而动力十足。

图表 24 云克注射液具备多重优势

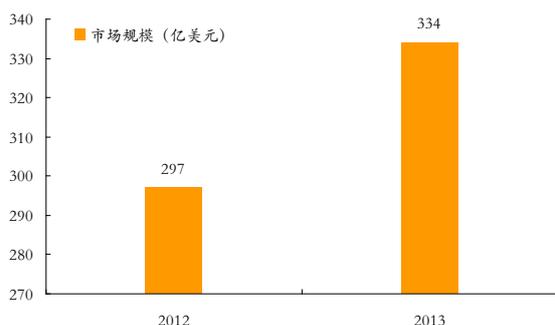


资料来源：公司公告，平安证券研究所

**类风湿关节炎市场大，增长快。**类风湿关节炎被称为“不死癌症”，患者群体庞大，全球平均水平发病率约 0.5%~1%，2013 年抗风湿药物的全球市场规模为 449 亿美元，仅次于抗肿瘤领域成为第二大治疗类别。我国类风湿关节炎的发病率约 0.32%-0.36%，按 13.6 亿人口测算，预计我国类风湿关节炎患者约 450 万人。

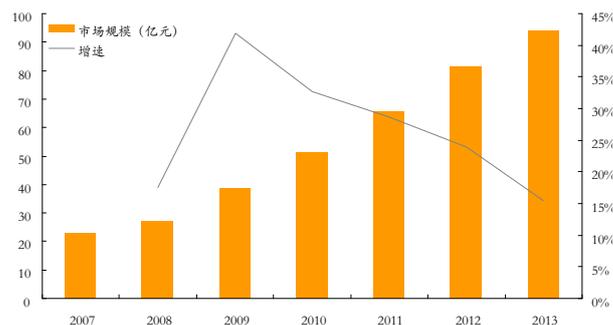
据 EvaluatePharms 估计，2013 年全球类风湿关节炎市场规模达到 334 亿美元，增长 12.46%，成为第二大治疗类别。2013 年国内类风湿关节炎药物销售额为 94.08 亿元，同比增长 15.44%，2007~2013 年 CAGR 达到了 26.33%。随着我国人口老龄化加剧，类风湿关节炎发病率将继续提高，市场规模将持续增长。

图表 25 全球类风湿关节炎市场规模



资料来源：EvaluatePharms，平安证券研究所

图表 26 国内类风湿关节炎市场规模及增速



资料来源：公司公告，平安证券研究所

目前国内用于类风湿关节炎治疗的药物主要分为六大类，分别为非甾类抗炎药(NSAIDs)、糖皮质激素、植物药制剂、生物制剂（单克隆抗体）、改善病情抗风湿药(DMARDs)以及近些年兴起的以云克为代表的核素药物。

图表 27 国内用于治疗类风湿关节炎的主要药物类别

药品分类	治疗原理	具体产品
非甾体类抗炎药(NSAIDs)	都是通过抑制环氧化酶 (COX) 的活性, 从而抑制花生四烯酸最终生成前列腺素, 以达到抗炎镇痛作用。	布洛芬、吲哚美辛、氟比洛芬、苯氧基布洛芬、萘普生、萘丁美酮、吡罗昔康、保泰松、双氯灭痛、芬洛芬、酮基布洛芬、酮咯酸、四氯芬那酸、舒林酸、托美丁等
改善病情抗风湿药 (DMARDs)	多机理	氨基葡萄糖、甲氨蝶呤、羟氯喹、氯喹、柳氮磺胺吡啶、来氟米特等
糖皮质激素	抑制毛细血管扩张, 减轻渗出和水肿, 又抑制白血细胞的浸润和吞噬, 而减轻炎症症状。在炎症后期, 抑制毛细血管和纤维母细胞的增生, 延缓肉芽组织的生成。	倍他米松、倍氯米松、氟轻松、地塞米松、氢化可的松、泼尼松等
生物制剂	研究发现在 RA 患者的滑膜液中, TNF 水平升高, 并在病理性炎症和关节破坏方面起重要作用。一般的抗 RA 生物制剂为 TNF 拮抗剂, 通过抑制 TNF 水平来抑制炎症的恶化。	阿达木单抗、英夫利昔单抗、依那西普、白细胞介素 21 拮抗剂 IL21Ra、重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白等
植物药制剂	多机理	雷公藤多苷、白芍总苷
核素药物	独创的人工微量元素治疗组分和靶向治疗机理	云克注射液

资料来源: 中国知网、平安证券研究所

云克注射液作为自主研发的独家品种, 机理独特, 疗效确切。云克注射液具有独创的人工微量元素治疗组分和靶向治疗机理, 不仅具有非甾体消炎药的消炎镇痛作用, 还具有激素和抗风湿药的免疫抑制作用, 且没有常规抗风湿药物的严重毒副作用, 有效率可达 90%左右。

**云克注射液机理:** 99mTc 经衰变释放出 140 keV 的  $\gamma$  射线后成为较稳定的 99Tc, 后者在人体的主要作用是通过低价钨 (IV) 容易得失电子而不断清除体内自由基, 防止免疫复合物的形成, 保护超氧化物歧化酶的活力, 抑制免疫调节因子白介素 I (IL-1) 的产生, 降低促甲状腺激素受体抗体的水平, 从而调节人体免疫功能, 并治疗自身免疫性疾病。亚甲基二膦酸还能抑制前列腺素的产生, 并通过螯合金属离子而降低若干基质金属蛋白酶包括胶原酶的活性, 从而具有消炎镇痛作用, 并防止胶原酶对软骨组织的分解破坏作用。

图表 28 云克注射液与一般风湿药物相比具有疗效优势

<b>优势 1</b>	<b>起效快</b> 肩周炎、痛风、风湿病：每日静脉注射一针，一般 10 针可达到治疗效果，各类型骨质疏松，变形性关节炎：每日静脉注射两针，坚持治疗半年至一年。
<b>优势 2</b>	<b>适应症广</b> 云克使用范围比较广泛，研究证实，普遍用于治疗类风湿性关节炎、强直性脊髓炎、甲亢突眼、肿瘤骨转移等免疫疾病和骨性疾病。
<b>优势 3</b>	<b>远期疗效好</b> 十年来的临床应用表明“云克”治疗类风湿性关节炎总有效率达 85%以上，患者生活质量大幅度改善，很多患者得到了康复。
<b>优势 4</b>	<b>不良反应少且轻微</b> 其药物毒副作用少而轻微，比常用抗 RA 药物毒性低。“云克”无一般抗 RA 药物引起的胃肠、肝肾方面的不良反应，也无致癌倾向。

资料来源：公司网站、平安证券研究所

云克注射液适应症广泛，适合多科室推广。除了类风湿关节炎之外，云克注射液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，非常适合多科室推广，大大提升云克注射液的成长潜力。

图表 29 云克注射液适应症广泛

产品名称	规格	适应症	用法用量
"云克"注射液	A 剂 + B 剂作为一针静脉注射	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、甲亢伴浸润性突眼和眼肌麻痹及银屑病等自身免疫性疾病	每日注射一针，20 针为一疗程，一般 10 针左右见效。对于治疗甲亢伴眼突，40 针以后，可每周静脉注射两针，酌情维持 2 - 3 个月可逐渐改善眼突度。
		肩周炎、痛风、风湿痛	每日静脉注射一针，一般 10 针可达到治疗效果。可根据病情酌情增减静注次数。
		各类型骨质疏松，变形性骨炎	每周静脉注射两针，坚持治疗半年至一年。
"云克"静滴液	针剂 ( 200mg/瓶 )	癌骨转移	点滴 5 天 ( 每天一瓶，每瓶用 250ml 生理盐水稀释，点滴 2 - 3 小时 )，后口服胶囊 15 天 ( 每天二次，每次 1 - 2 粒，饭后两小时服用最好 )。
"云克"胶囊	胶囊 ( 300mg/粒 )	高钙血症	点滴 5 天 ( 同治疗癌骨转移 )，后口服胶囊 3 个月 ( 每天服 1 - 2 粒，饭后两小时服用最好 )。

产品名称	规格	适应症	用法用量
		各类型骨质疏松或变形性骨炎	每用点滴一瓶(200mg),坚持治疗半年至一年;或每日口服胶囊一粒(300mg),服一个月停两个月,坚持半年至一年(视病情而定)。
		较严重的类风湿病人	用"云克"静滴液点滴1-2天,用法同上述"癌骨转移"之后再用"云克"注射液继续治疗。

资料来源:产品说明书、平安证券研究所

**作为特殊药物管理,不占药占比,有提价潜力。**根据卫规财发[2009]7号《进一步规范医疗机构药品集中采购工作意见的通知》,放射性药品属于特殊药品,不纳入药品集中采购,不参与公开招标、网上竞价、集中议价和直接挂网(包括直接执行政府定价)采购。我们认为云克注射液可作为治疗技术进入医院并且报销,在医院控制药占比的大环境下更受青睐。另外,由于不需要走招标流程,由医疗机构自行采购,在其他核素药物近年依次提价的背景下,云克注射液具备提价潜力。

**无放射性隐患,环保和药监云克注射液豁免管理。**云克注射液含有的锝[99Tc]与核医学科显像剂使用的锝[99mTc]不同,锝[99Tc]是锝元素最稳定的同位素之一,半衰期长达二十一万多年,放射性比活度较低,药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射。环保部门和药监部门都对云克注射液进行了豁免管理,药品按普通处方药管理,可以在未取得《放射性药品使用许可证》的医疗机构内药房及临床科室使用,大大方便了该药物的销售和使用,使得云克注射液可以多科室推广,不仅仅限于核医学科,如风湿科、骨科、内分泌科、肿瘤科等均可使用。也不受场地和技术的制约,有利于产品进入基层销售。

**推广潜力大,团队激励到位动力充足。**由于核医学领域专业性强,且云克注射液是具备自主知识产权的原创独家品种,公司采用自有队伍进行学术推广和销售。云克药业的客户以国内医院为主,目前公司销售人员近百人,其中外勤70-80人,营销网络基本覆盖了除西藏之外的全国各省、自治区和直辖市,目前仅覆盖约600家医院,以大城市三甲医院为主。**我们认为云克药业过去的国有体制以及激励不到位是制约云克注射液放量的主要因素,东诚入主后,管理团队激励到位,云克药业有较强动力释放业绩,增速有望大幅超过业绩承诺的水平。**

### 3.3 技术实力强劲,在研产品梯队撑起未来空间

云克药业拥有一支体系完整的研发团队,具备了博士生导师、硕士生导师、研究员、高级工程师、执业药师、医师等全方位科研人员。云克药业是核动力院核技术及应用博士培养点,拥有博士生导师2名,硕士生导师5名。除自主研发外,云克药业还与核动力院、四川大学、华西医院等科研院所以及国外的医药公司和科研机构建立了合作关系。

云克药业拥有很强的在研项目储备,主要领域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。

图表 30 云克药业品种储备情况

序号	在研项目	治疗领域
1	医用同位素反应堆 ( MIPR)	采用MIPR生产医用放射性核素
2	钷 <sup>[90Y]</sup> 放射性微球/磷 <sup>[32P]</sup> 放射性微球	主要用于肝癌、肺癌等恶性肿瘤治疗
3	<sup>90Y</sup> 发生器/ <sup>90Y</sup> Cl <sub>3</sub> 溶液	生产 <sup>90Y</sup> ( 治疗肿瘤的最佳核素之一 )
4	核素标记生物分子技术	辅助药代动力学研究等

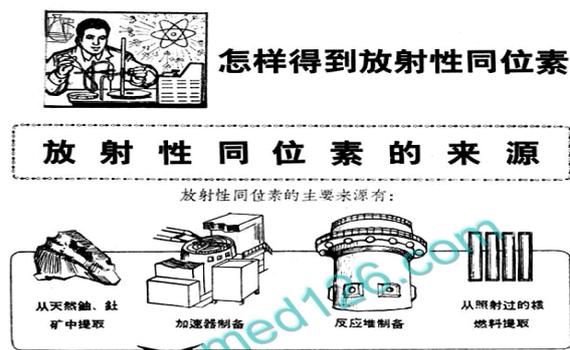
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### ■ 3.3.1 医用同位素生产堆

医用同位素生产堆 ( MIPR )：MIPR 及采用 MIPR 生产医用放射性核素项目放射性核素是核素药物生产的原料和基础，国际上生产放射性核素的反应堆存在超期服役、或者将陆续退役的情况，在市场需求不断增长的情形下，全球医用放射性核素的供应一直处于偏紧的状态。

MIPR 是以硝酸铀酰溶液为燃料用于生产医用放射性核素的均匀性水溶液核反应堆，相比现有的反应堆具有突出的优点。MIPR 建成后生产的医用放射性核素不但能够满足国内市场需求，而且还能够满足国际市场的部分需求。MIPR 及与之配套的放射性核素生产设施拟由云克药业和核动力院等共同设计、建设和运营。目前该项目已具备开展建设的技术储备，正准备申请国家立项。

图表 31 医用放射性同位素主要来源



资料来源：《核医学》，平安证券研究所

图表 32 核反应堆是全球医用核素的主要供应渠道

放射性同位素来源	全球生产条件
核反应堆	94座
加速器生产	13台 ( 用于核素生产 )
核燃料后处理废液提取分离	美国、俄罗斯等国具备技术

资料来源：《同位素》，平安证券研究所

### ■ 3.3.2 放射性微球研发项目

放射性微球主要用于肝癌、肺癌、舌癌等恶性肿瘤治疗，云克药业目前正在研究钷<sup>[90Y]</sup>微球和磷<sup>[32P]</sup>微球。其中钷<sup>[90Y]</sup>微球由于钷<sup>[90Y]</sup>具有较合适的能量和半衰期，其开发的微球对肿瘤有较好的治疗效果，应用广泛。目前放射性微球在国内尚无产品生产，云克药业自主开发的钷<sup>[90Y]</sup>微球为具有自主知识产权产品，相比国外的技术有较大的优越性。

项目已经完成生产线的大部分建设和钷<sup>[90Y]</sup>微球前期的工艺开发，完成了微球的生物安全性评价研究，并获得了两项国家发明专利，正开展临床前研究及申报临床研究的准备工作，预计今年将申报临床，届时将成为公司既云克注射液之后又一重磅品种。

### ■ 3.3.3 <sup>90Y</sup>发生器及 <sup>90Y</sup>Cl<sub>3</sub>溶液研发项目

<sup>90Y</sup> 是适合于肿瘤治疗的最佳核素之一，由 <sup>90Y</sup> 发生器生产，用于生物分子标记成肿瘤治疗药物、制备放射性微球等。由于其半衰期较短，国内无供应商，严重阻碍国内相关产品的发展。该项目产品进入市场上不仅可以销售 <sup>90Y</sup>Cl<sub>3</sub> 溶液，还可以促进含 <sup>90Y</sup> 核素药物的发展。云克药业已经完成 <sup>90Y</sup> 发生器的制备工艺研究和生产线的建设，产品预计于 2015 年上市。

### ■ 3.3.4 放射性核素标记生物分子药物及研发平台项目

放射性核素标记生物分子不仅可以开发创新药物，还可以为新药的药代动力学研究提供工具。云克药业已经开展 90Y 和 131I 等放射性核素标记生物分子的技术研究开发，在标记用放射性核素原料（已完成 90Y 生产技术研究开发）、标记用的偶联剂、标记方法、标记药物的研究方法等各方面具有技术、重要中间体、原料和人才的储备；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 单克隆抗体药物，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、产业化平台，该平台能为国内外研究机构和企业提供技术研究开发、产品研制及标记服务，促进创新药物的发展。研发平台拟至 2020 年自行开发 1~2 个创新药物，为国内外其它企业开发 2~3 个创新药物，并为国内外企业提供药代动力学研究服务。

### ■ 3.3.5 新型抗骨质疏松药研发项目

该新型抗骨质疏松药是利用云克注射液产品的研究平台，由云克药业自行开发的一种新型抗骨质疏松创新药物，是由研发团队根据现有产品的治疗效果反馈、二磷酸盐类药物的研发进展自行设计、合成的系列新型化合物。该项目已经完成 4 个化合物的合成和 3 个化合物的骨靶向性评价，且已获得国家发明专利一项，并初步完成了化合物的药理、毒理、初步药效学研究。

## 3.4 资本市场其他核素企业比较

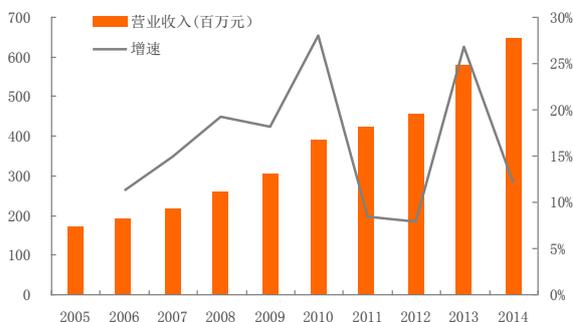
核医学是一个高壁垒行业，企业数量少，资本市场很难找到对标

### ■ 3.4.1 原子高科

原子高科股份有限公司成立于 2001 年 5 月，2003 年原子能科学研究院将同位素产业重组进入原子高科，从而使公司主营业务拓展至核素药物领域。2006 年 7 月，公司成功地在“新三板”市场挂牌，成为中核集团公司核技术应用系统第一家在股份代办转让系统挂牌的公司。

公司能生产放射性体内药品、体外免疫分析试剂盒、放射源、放射性医疗器械、放射性标记化合物及示踪剂等包含 100 余种核素、300 多个品种的产品。成立以来，收入和利润始终保持稳定快速增长。2014 年，原子高科实现收入 6.46 亿元，同比增长 11.97%，实现净利润 1.12 亿元，同比增长 41.57%。在新三板挂牌的市值达到 42 亿，PE 接近 40 倍。

图表 33 原子高科近年收入及增速



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表 34 原子高科近年利润及增速



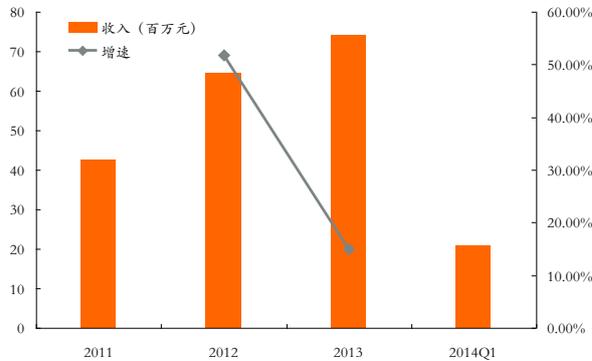
资料来源：WIND，平安证券研究所

### ■ 3.4.2 智博高科

智博高科是北京的一家核素药物生产企业，成立于 2002 年 12 月，仅有碘 125 籽源一个产品批文，是国内最大的碘 125 籽源生产企业。之前由南京医药持有 28.57% 的股权，2015 年 4 月通过竞价以

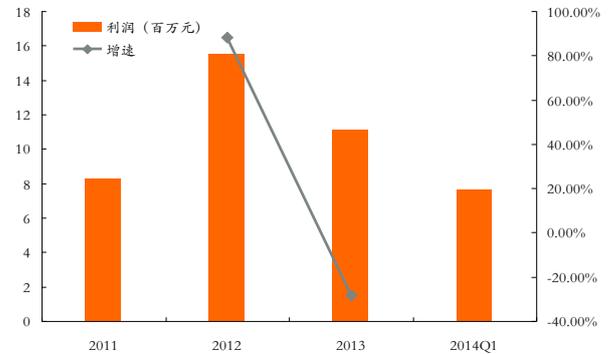
2.56 亿元的价格转让给庆云青旅。根据交易价格，智博高科整体作价 8.96 亿元，对应 2013 年 PE 达到 81 倍，体现了交易方对核素药物市场前景的看好。

图表 35 智博高科近年收入及增速



资料来源：南京医药公告，平安证券研究所

图表 36 智博高科近年利润及增速



资料来源：南京医药公告，平安证券研究所

### ■ 3.4.3 拜耳并购 Algeta

二氯化镭 223[Ra 223]由挪威制药企业 Algeta 和拜耳联合开发，商品名 Xofigo，在优先审评药物计划下提前三个月获批，于 2013 年 5 月获 FDA 批准，用于癌症已扩散至骨骼但尚未扩散至其他脏器的晚期前列腺癌的治疗。Xofigo 是获 FDA 批准的首个 α-粒子辐射放射性治疗药物。

该药 2013 年销售额仅 4500 万美元，到 2014 年已攀升至 1.71 亿美元，汤森路透预计 2018 年将实现 9.4 亿美元销售额，成为重磅炸弹品种。2014 年 3 月，拜耳宣布 19 亿欧元（26.1 亿美元）收购 Algeta 的 98.2% 股权。

## 四、“强烈推荐”评级，目标价 70 元

### 4.1 盈利预测

根据我们的模型，不考虑未来核医学行业整合并购的因素，预计 2015-2017 年公司收入 10.37 亿、14.62 亿、18.03 亿，归属于母公司所有者净利润为 1.66 亿、3.11 亿、4.08 亿，按照增发后总股本 2.2 亿计算，2015-2017 年 EPS 分别为 0.76 元、1.41 元、1.86 元。

图表 37 公司未来三年收入预测(单位:百万元)

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
肝素原料药	513.67	395.52	415.30	436.06	457.86
YoY		-23.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	21.40%	34.50%	30.00%	28.00%	28.00%
硫酸软骨素	166.79	211.97	275.56	352.72	440.90
YoY		27.09%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	20.03%	25.19%	27.00%	28.00%	29.00%
中药制剂	63.48	104.00	156.00	218.40	283.92
YoY		63.83%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率	43.06%	51.86%	53.00%	55.00%	56.00%
其他	28.64	38.99	50.69	63.36	76.03
YoY		36.14%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	37.90%	13.85%	15.00%	18.00%	20.00%
<b>原有业务总和</b>	<b>772.58</b>	<b>750.48</b>	<b>897.54</b>	<b>1070.54</b>	<b>1258.71</b>
YoY		-2.86%	19.60%	19.27%	17.58%
毛利率	23.50%	33.20%	32.23%	32.92%	34.18%
云克注射液			127.69	357.52	500.53
增速				180.00%	40.00%
毛利率			93.00%	93.00%	93.00%
碘125籽源			12.05	33.73	43.84
增速				180.00%	30.00%
毛利率			75.00%	80.00%	80.00%
<b>核素药物总和</b>			<b>139.73</b>	<b>391.25</b>	<b>544.38</b>
YoY				180.00%	39.14%
毛利率			91.45%	91.88%	91.95%
<b>总和</b>	<b>772.58</b>	<b>750.48</b>	<b>1037.28</b>	<b>1461.79</b>	<b>1803.09</b>
YoY		-2.86%	38.22%	40.93%	23.35%
毛利率	23.50%	33.20%	40.21%	48.70%	51.62%

资料来源: WIND、平安证券研究所

#### 4.2 维持“强烈推荐”评级,目标价 70 元

士别三日,当刮目相看!我们认为,现在的东诚已经不是过去的东诚,我们不能把东诚药业当成一个肝素原料药企业,或者一个普通的制剂企业。公司正在发生颠覆性的积极变化,表现在:①华丽转身,进军高壁垒的核医学领域并有望整合行业资源,成为 A 股唯一的核医学龙头;②身先士卒信心坚定,大股东持股比例提升至 37.45%,核心员工激励到位,“三军用命,上下齐心”,有动力把企业做大做强。

“出自幽谷,迁于乔木”,我们认为,核医学相关企业多为科研院所下属,数量少,市场对核医学产业的前景认识很不充分,同样对云克药业的价值没有充分认识,存在非常大的预期差。云克药业的

主打产品为自主知识产权的独家品种云克注射液，正处于放量期，有七大有利条件的助推。摆脱国有体制束缚以及激励机制的到位，将使得云克药业的发展如虎添翼，未来有望大幅超越业绩承诺的指标。同时我们也看好核医学行业的整合空间，以及较大的向医疗服务延伸的潜力。作为 A 股唯一的核医学标的，投资东诚就是投资中国的核医学产业，我们认为当前正是投资东诚药业的绝佳时点。

不包含未来可能的外延并购因素，按照增发后总股本 2.2 亿计算，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.76 元、1.41 元、1.86 元，净利润分别增长 60%、87%、31%。考虑核医学领域的高壁垒、高成长、高利润特性，以及核医学行业的整合价值和向医疗服务延伸的潜力，给予目标价 70 元，相当于 2016 年 50 倍 PE。

## 五、风险提示

产品销售不达预期的风险；行业政策风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	702	802	841	1229
现金	216	161	109	146
应收账款	162	177	342	471
其他应收款	19	16	70	92
预付账款	11	11	13	16
存货	215	292	277	473
其他流动资产	295	436	307	503
<b>非流动资产</b>	526	592	626	646
长期投资	0	10	10	10
固定资产	178	339	382	403
无形资产	68	76	82	87
其他非流动资产	280	167	153	146
<b>资产总计</b>	1228	1393	1466	1875
<b>流动负债</b>	116	198	59	196
短期借款	48	98	0	50
应付账款	27	39	30	53
其他流动负债	41	61	29	93
<b>非流动负债</b>	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	11	11	11	11
<b>负债合计</b>	127	209	70	207
少数股东权益	14	15	47	69
股本	173	173	220	220
资本公积	574	574	574	574
留存收益	341	422	555	804
归属母公司股东权益	1088	1169	1349	1598
<b>负债和股东权益</b>	1228	1393	1466	1875

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	90	97
净利润	104	108	166	311
折旧摊销	14	26	25	30
财务费用	-6	2	0	-1
投资损失	-4	-8	-2	-2
<b>营运资金变动</b>	-219	-131	-131	-264
其他经营现金流	90	55	31	23
<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	-84	-11
短期借款	46	50	-98	50
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	65	0	47	0
资本公积增加	-56	0	0	0
其他筹资现金流	-38	-26	-34	-61
<b>现金净增加额</b>	-403	-56	-52	37

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	775	751	1038	1463
营业成本	593	503	621	750
营业税金及附加	4	4	5	8
营业费用	18	36	88	181
管理费用	59	89	93	132
财务费用	4	-1	0	-1
资产减值损失	3	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	8	2	2
<b>营业利润</b>	97	126	230	392
营业外收入	28	5	5	5
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	125	132	235	397
所得税	21	24	38	64
<b>净利润</b>	104	108	197	334
少数股东损益	3	4	31	23
<b>归属母公司净利润</b>	101	104	166	311
EBITDA	114	152	256	422
EPS(元)	0.58	0.60	0.76	1.41

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	31.8	-3.1	38.2	40.9
营业利润(%)	-21.3	30.9	82.1	70.5
归属于母公司净利润(%)	-4.0	3.1	59.9	87.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	23.4	33.1	40.2	48.7
净利率(%)	13.0	13.8	16.0	21.3
ROE(%)	9.4	9.1	14.1	20.0
ROIC(%)	21.3	11.2	17.4	25.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	10.4	15.0	4.8	11.1
净负债比率(%)	-49.9	-11.5	-3.6	-2.3
流动比率	6.1	4.1	14.3	6.3
速动比率	4.2	2.6	9.6	3.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.9
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	30.1	35.1
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.60	0.76	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	0.30	0.41	0.44
每股净资产(最新摊薄)	6.3	6.8	6.1	7.3
<b>估值比率</b>				
P/E	84.0	81.4	64.9	34.7
P/B	7.8	7.2	8.0	6.8
EV/EBITDA	24.6	27.2	41.9	25.5

## 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