中国平安 PING AN 平安证券公司

生物医药

2016 年 02 月 29 日

东诚药业 (002675)

核医学新时代大幕拉开，好戏接连上演

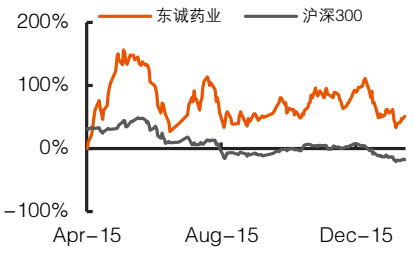
强烈推荐（维持）

现价：40.05 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dcb-group.com
大股东/持股	烟台东益生物工程有限公司/20.86%
实际控制人/持股	由守谊/13.58%
总股本(百万股)	221
流通 A 股(百万股)	122
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	88.35
流通 A 股市值(亿元)	49.16
每股净资产(元)	9.28
资产负债率(%)	12.20

行情走势图



相关研究报告

《东诚药业*002675*拐点！告别原料药时代，喜迎核医学时代》 2015-10-30
《东诚药业*002675*重磅那屈肝素钙制剂获批，继续强烈看好核医学行业前景》 2015-08-03

证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号 S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

魏巍 投资咨询资格编号 S1060514110001
021-20632019
WEIWEI093@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

事项：

公司公布年报，2015年实现收入7.95亿元，同比增长5.84%，实现归母净利润8975万元，同比下降13.67%，实现扣非后净利润8429万元，同比下降15.33%，EPS为0.4858元。经营性现金流6669万元，同比增长28.24%。业绩下滑的原因主要是肝素原料药继续低迷以及硫酸软骨素产品结构的变化。

平安观点：

- **公司处于向核医学转型的拐点期，新时代的大幕即将拉开。**核医学行业具有高壁垒、高增长、高利润的特点。因云克药业并表时间短，核医学业务 2015 贡献有限，预计 2016Q1 开始业绩将充分释放弹性。2015 年业绩下滑的主要原因是原料药业务收入和毛利率下滑，2016 年起，原料药业务占比将急剧下降，高增长的核医学板块将成为最大增长引擎，再加上公司继续整合核医学行业的预期，公司将迎来核医学驱动的新时代。
- **云克药业完成并表，核医学龙头呼之欲出。**公司 2015 年四季度完成云克药业并表，2015 贡献有限，预计 2016Q1 开始将充分释放业绩弹性。我们预计云克药业 2015 年净利润 1.1 亿左右，独家品种云克注射液不受行业政策波及，公司管理层激励到位，未来有望大幅超出业绩承诺的水平。公司目前停牌正筹划发行股票购买资产事项，核医学领域再下一城，外延并购速度超出市场预期，符合我们对公司将持续整合核医学行业的判断。公司将加快对云克药业（现持股 52.11%）剩余股权的收购和其他诊断或治疗性核素药物公司的收购，未来向核医学相关的医疗服务领域延伸的潜力巨大。
- **传统业务平稳发展，贡献现金流。**2015 年肝素原料药业务实现收入 2.71 亿元，同比下滑 31.30%，毛利率 32.47%（-2.03pp）。海关出口数据显示，肝素原料药出口均价同比下降 20%左右，肝素原料毛利占 2015 年总毛利不到 30%，预计 2016 年这一比例将下降至 10%左右，对业绩逐步减弱。硫酸软骨素业务 2015 年实现收入 2.57 亿元，同比增长 21.02%，毛利率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	751	795	1177	1398	1660
YoY(%)	-3.1	5.8	48.0	18.8	18.8
净利润(百万元)	104	90	228	330	395
YoY(%)	3.1	-13.7	153.6	44.9	19.7
毛利率(%)	33.1	37.9	49.6	51.9	51.9
净利率(%)	13.8	11.3	19.3	23.6	23.8
ROE(%)	9.1	5.0	10.8	12.9	13.7
EPS(摊薄/元)	0.47	0.41	1.03	1.49	1.79
P/E(倍)	85.0	98.4	38.8	26.8	22.4
P/B(倍)	7.6	4.3	4.0	3.5	3.1

14.08%（-11.11pp），毛利率下滑的主要原因是产品结构的变化，药用级在销量中占比下降。中成药子公司大洋制药 2015 年收入 9274 万元，净利润 2165 万元，保持稳定增长。在制剂领域，公司有多个储备品种，2015 年 8 月获得那曲肝素钙制剂批文，成为国内第二家获批的企业，进入市场广阔的低分子肝素制剂领域，将为 2016 业绩贡献新的增量。

- **维持“强烈推荐”评级。**公司已经从原料药时代进入核医学时代，我们看好公司整合核医学的战略方向和执行力，以及核医学作为精准医疗入口的向医疗服务延伸的潜力。2016Q1 开始业绩弹性将得到体现。暂不考虑停牌并购事项，预计 2016-2017 年 EPS 分别为 1.03 元、1.49 元、1.79 元，给予“强烈推荐”评级，目标价 70 元。
- **风险提示：**并购整合风险，研发风险。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1269	1275	1654	1992
现金	320	274	537	698
应收账款	361	358	418	688
其他应收款	9	89	66	118
预付账款	13	12	18	18
存货	353	339	409	434
其他流动资产	566	542	614	471
非流动资产	1279	1278	1278	1273
长期投资	10	10	10	10
固定资产	336	391	409	413
无形资产	108	112	115	118
其他非流动资产	825	766	744	733
资产总计	2548	2553	2932	3265
流动负债	278	79	166	150
短期借款	146	0	0	0
应付账款	46	20	55	50
其他流动负债	86	59	112	100
非流动负债	34	19	21	25
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	34	19	21	25
负债合计	312	98	188	175
少数股东权益	188	226	251	281
股本	221	221	221	221
资本公积	1341	1341	1341	1341
留存收益	486	668	932	1248
归属母公司股东权益	2048	2230	2494	2809
负债和股东权益	2548	2553	2932	3265

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	67	193	368	277
净利润	112	228	330	395
折旧摊销	35	44	50	55
财务费用	10	-1	-8	-12
投资损失	-8	-5	-5	-2
营运资金变动	-99	-110	-24	-189
其他经营现金流	18	38	25	30
投资活动现金流	-12	-48	-46	-50
资本支出	-32	-60	-50	-50
长期投资	-584	0	0	0
其他投资现金流	603	12	4	0
筹资活动现金流	95	-191	-58	-67
短期借款	48	-146	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	48	0	0	0
资本公积增加	767	0	0	0
其他筹资现金流	-769	-44	-58	-67
现金净增加额	150	-46	263	160

利润表 单位：百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	795	1177	1398	1660
营业成本	493	593	673	799
营业税金及附加	6	6	9	11
营业费用	80	150	178	211
管理费用	98	118	126	149
财务费用	-6	-1	-8	-12
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	5	5	2
营业利润	128	315	423	501
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	134	320	428	506
所得税	23	54	73	81
净利润	112	265	355	425
少数股东损益	22	38	25	30
归属母公司净利润	90	228	330	395
EBITDA	156	358	465	544
EPS（元）	0.41	1.03	1.49	1.79

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入(%)	5.8	48.0	18.8	18.8
营业利润(%)	1.4	145.7	34.3	18.4
归属于母公司净利润(%)	-13.7	153.6	44.9	19.7
获利能力				
毛利率(%)	37.9	49.6	51.9	51.9
净利率(%)	11.3	19.3	23.6	23.8
ROE(%)	5.0	10.8	12.9	13.7
ROIC(%)	9.1	12.8	15.9	18.7
偿债能力				
资产负债率(%)	12.2	3.8	6.4	5.4
净负债比率(%)	-2.2	-6.3	-6.4	-11.3
流动比率	4.6	16.2	9.9	13.2
速动比率	3.3	11.9	7.5	10.4
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.0	3.3	3.6	3.0
应付账款周转率	18.8	35.7	37.4	31.6
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.41	1.03	1.49	1.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.87	1.67	1.26
每股净资产(最新摊薄)	9.3	10.1	11.3	12.7
估值比率				
P/E	98.4	38.8	26.8	22.4
P/B	4.3	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	78.9	24.5	18.4	15.5

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：

此报告旨为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 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

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