2016 年 05 月 31 日

证券研究报告•调研报告

东诚药业（002675）医药生物

买入 （首次）

当前价：37.59 元

目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

云克注射液有望爆发性增长，核医学持续扩张

投资要点

- **事件：**日前，与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **云克注射液转向全科室用药，存在业绩爆发性。**云克注射液是用于类风湿关节炎治疗的首个核素药物，类风湿性关节炎药物治疗市场规模超过 100 亿，云克注射液具有独家品种竞争压力小、放射性药物无需招标、用药费用更低的优势，未来有望发展成 10 亿元重磅品种。云克注射液目前仅在核医学科销售，但实际上云克注射液的放射性剂量水平低于天然本底辐射，可以按照普通处方药进行管理，可以到更多医院科室销售。公司正在上海探索新型销售模式，将云克注射液转变为全科室用药，价格也提升了一倍。随着新的销售模式逐步推广，云克注射液将从目前的不到 700 家医院扩展到数千家医院并享受提价带来的业绩增厚，有望出现爆发性增长。云克药业少数股权收购在年内完成，成为公司全资子公司。
- **收购 GMS 扩充核素药物产品线，GMS 药房价值尚未显现。**公司拟出资 6975 万美元（4.6 亿元）收购 GMS 的 100%股权。GMS 是国内领先的诊断核素药物生产企业，主要产品包括用于核素显像诊断的锝标药物等诊断核素，市场基本由 GMS 与中国同辐主导，竞争格局良好。除了 I125 籽源、C14 胶囊和待批的 I131 口服液等核素药品以外，GMS 还开设了 7 个核药房为医院提供核素药物生产和配送服务，而且更多核药房建设也正在进行中。医院的核药房业务外包是必然趋势，因为医院核药房经济效益不好且存在放射风险，再加上加速器逐步老化需要大量投入更新换代，外包给 GMS 等核药房企业更具有成本优势。GMS 子公司上海欣科通过销售渠道的优化、核药房通过升级改造加强管理，在 6 月份并表后，盈利能力有望得到大幅提升。通过收购 GMS，公司将重点打造核素诊断+治疗产业链，并逐步向核医学服务延伸，未来仍有强烈的外延并购预期。
- **硫酸软骨素产业整合，中泰生物发展前景值得期待。**硫酸软骨素原料药的市场规模超过 20 亿，从需求来看每年保持 10%左右的增长，且由于需求提升和标准提升，价格也从 50 美元提高到 70 美元左右。我国出口的硫酸软骨素在全球的市场份额为 80%，公司占我国出口总量的 20%，每年保持 20%以上的增速，利润没有充分体现的原因是生产成本和环保要求提高。此次定增拟收购的中泰生物是泰国唯一的硫酸软骨素生产企业，使用废弃的鸡软骨作为原料，成本和环保要求远低于国内，净利率超过 50%。通过此次收购，公司进一步扩大了硫酸软骨素产能，巩固了在全球市场的龙头地位，双方具有明显协同效应，中泰生物能够借助公司的技术能力提高工艺水平，产品价格有望从 60 美元逐步提高到与公司相当的水平，且公司逐步将国内部分产能转移到泰国从而提高盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.71 元、1.38 元、1.92 元，对应 PE 分别为 53 倍、27 倍、20 倍。如考虑非公开发行和标的收购，预计摊薄后备考 EPS 分别为 0.74 元、1.75 元、2.29 元，对应 PE 分别为 51 倍、21 倍、16 倍。考虑到云克注射液量价齐升能够增厚业绩，且公司作为 A 股唯一的核医学标的，外延并购预期强烈，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**并购标的收购进展及业绩或不及预期；核素药物销售或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	794.92	1138.91	1506.59	1785.17
增长率	5.84%	43.27%	32.28%	18.49%
归属母公司净利润（百万元）	89.75	157.68	305.02	423.53
增长率	-13.67%	75.69%	93.45%	38.85%
每股收益 EPS（元）	0.41	0.71	1.38	1.92
净资产收益率 ROE	4.99%	8.18%	12.51%	15.16%
PE	92	53	27	20
PB	3.71	3.44	3.06	2.67

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

联系人：陈铁林

电话：023-67909731

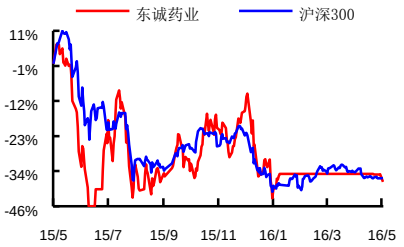
邮箱：ctl@swsc.com.cn

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)	2.21
流通 A 股(亿股)	2.21
52 周内股价区间(元)	33.64-65.8
总市值(亿元)	82.93
总资产(亿元)	27.44
每股净资产(元)	9.25

相关研究

关键假设：

1、云克药业少数股权在2016年底完成收购，云克注射液从2017年开始提价，2016-2018年核素药物的收入增速分别为20%、80%、30%，毛利率分别为92%、93%、93%。

2、硫酸软骨素业务稳定增长，2016-2018年收入增速维持在15%，毛利率维持在14%。

表1：东诚药业主营业务收入预测（百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	774.7	751.0	794.9	1138.9	1506.6	1785.2
yoy		-3%	6%	43%	32%	18%
营业成本	591.1	501.3	493.3	566.3	637.2	709.9
毛利率	24%	33%	38%	50%	58%	60%
肝素钠						
收入	513.7	395.5	271.7	271.7	271.7	271.7
yoy		-23%	-31%	0%	0%	0%
成本	403.7	259.1	183.5	184.8	184.8	184.8
毛利率	21%	34%	32%	32%	32%	32%
硫酸软骨素						
收入	166.8	212.0	256.5	295.0	339.3	390.2
yoy		27%	21%	15%	15%	15%
成本	133.4	158.6	220.4	253.7	291.8	335.5
毛利率	20%	25%	14%	14%	14%	14%
制剂产品						
收入	63.5	104.0	109.3	142.1	170.5	196.1
yoy		64%	5%	30%	20%	15%
成本	36.2	50.1	52.3	64.0	76.7	88.3
毛利率	43%	52%	52%	55%	55%	55%
核素药物						
收入			300.0	360.0	648.0	842.4
yoy				20%	80%	30%
成本			7.8	28.8	45.4	59.0
毛利率			92%	92%	93%	93%
其他产品						
收入	28.6	39.0	63.7	70.1	77.1	84.8
yoy		36%	63%	10%	10%	10%
成本	17.8	33.6	29.4	35.0	38.5	42.4
毛利率	38%	14%	54%	50%	50%	50%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	794.92	1138.91	1506.59	1785.17
营业成本	493.28	566.26	637.17	709.91
营业税金及附加	6.47	7.87	10.78	12.92
销售费用	80.33	182.23	241.05	267.78
管理费用	97.96	148.06	195.86	214.22
财务费用	-6.16	16.56	32.81	32.69
资产减值损失	2.82	0.00	0.00	0.00
投资收益	7.95	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	128.17	227.94	398.92	557.66
其他非经营损益	6.27	9.62	9.57	9.55
利润总额	134.44	237.56	408.49	567.20
所得税	22.90	40.47	69.58	96.62
净利润	111.54	197.09	338.91	470.58
少数股东损益	21.79	39.42	33.89	47.06
归属母公司股东净利润	89.75	157.68	305.02	423.53

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	111.54	197.09	338.91	470.58
折旧与摊销	34.58	61.26	71.79	85.37
财务费用	-6.16	16.56	32.81	32.69
资产减值损失	2.82	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-265.64	-139.25	-293.37	-215.88
其他	189.55	-9.93	-10.03	-9.98
经营活动现金流净额	66.69	125.73	140.10	362.78
资本支出	-652.17	-120.00	-170.00	-220.00
其他	639.97	-9.00	-20.00	-20.00
投资活动现金流净额	-12.21	-129.00	-190.00	-240.00
短期借款	48.45	1053.65	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	814.79	0.00	0.00	0.00
支付股利	-25.92	-22.38	-39.31	-76.05
其他	-742.29	43.12	27.19	27.31
筹资活动现金流净额	95.03	1074.39	-12.12	-48.74
现金流量净额	148.01	1071.12	-62.02	74.04

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	319.60	1390.71	1328.70	1402.74
应收和预付款项	383.50	422.85	585.02	707.37
存货	353.19	379.92	437.07	483.40
其他流动资产	212.57	265.52	361.50	424.29
长期股权投资	9.63	9.63	9.63	9.63
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	431.98	482.89	573.27	700.07
无形资产和开发支出	816.54	824.40	832.25	840.11
其他非流动资产	20.92	50.89	80.85	110.82
资产总计	2547.91	3826.80	4208.30	4678.44
短期借款	146.35	1200.00	1200.00	1200.00
应付和预收款项	67.37	56.47	67.30	74.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	98.22	159.96	231.05	299.89
负债合计	311.94	1416.43	1498.35	1573.95
股本	220.61	220.61	220.61	220.61
资本公积	1340.78	1340.78	1340.78	1340.78
留存收益	486.27	621.57	887.27	1234.75
归属母公司股东权益	2047.99	2182.96	2448.66	2796.14
少数股东权益	187.99	227.41	261.30	308.35
股东权益合计	2235.97	2410.36	2709.96	3104.49
负债和股东权益合计	2547.91	3826.80	4208.30	4678.44

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	5.84%	43.27%	32.28%	18.49%
营业利润增长率	1.38%	77.83%	75.01%	39.79%
净利润增长率	3.41%	76.70%	71.95%	38.85%
EBITDA 增长率	3.05%	95.25%	64.68%	34.20%
获利能力				
毛利率	37.95%	50.28%	57.71%	60.23%
三费率	21.65%	30.45%	31.18%	28.83%
净利率	14.03%	17.31%	22.50%	26.36%
ROE	4.99%	8.18%	12.51%	15.16%
ROA	4.38%	5.15%	8.05%	10.06%
ROIC	6.17%	9.27%	14.57%	17.49%
EBITDA/销售收入	19.70%	26.85%	33.42%	37.85%
营运能力				
总资产周转率	0.40	0.36	0.38	0.40
固定资产周转率	2.35	3.16	3.61	3.62
应收账款周转率	2.99	3.07	3.27	2.99
存货周转率	1.53	1.54	1.56	1.54
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.65%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	12.24%	37.01%	35.60%	33.64%
带息债务/总负债	46.92%	84.72%	80.09%	76.24%
流动比率	4.57	1.86	2.02	2.22
速动比率	3.29	1.57	1.69	1.86
股利支付率	28.88%	14.19%	12.89%	17.96%
每股指标				
每股收益	0.41	0.71	1.38	1.92
每股净资产	10.14	10.93	12.28	14.07
每股经营现金	0.30	0.57	0.64	1.64
每股股利	0.12	0.10	0.18	0.34

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	156.59	305.75	503.52	675.71
PE	92.40	52.59	27.19	19.58
PB	3.71	3.44	3.06	2.67
PS	10.43	7.28	5.50	4.65
EV/EBITDA	51.72	26.33	16.05	11.81
股息率	0.31%	0.27%	0.47%	0.92%

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

邮箱：research@swsc.com.cn

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）
021-68416926
15821921712
zcy@swsc.com.cn