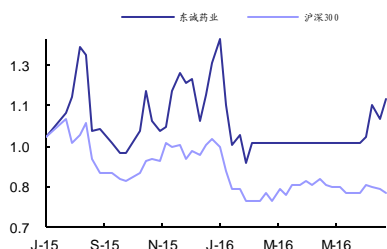


证券研究报告—深度报告
医药保健
制药与生物
东诚药业 (002675)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 47.4 元 (首次覆盖)

2016年06月28日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 221/126 |
| 总市值/流通(百万元) | 10,457/5,966 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,896/10,378 |
| 12个月最高/最低(元) | 57.17/33.55 |

相关研究报告:

《东诚药业-002675-重大事件快评: 转基因免疫细胞治疗再添新军》——2016-03-22

证券分析师: 江维娜

 电话: 021-60933157
 E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

证券分析师: 邓周宇

 电话: 0755-82133263
 E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030001

联系人: 徐衍鹏

 电话: 021-60875165
 E-MAIL: xuyanp@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

首次覆盖

业绩弹性巨大的稀缺核医学龙头

●云克注射液有望进医保、提价格, 大幅增厚业绩

云克注射液是我国唯一用于类风湿关节炎临床治疗的核素药物, 为云克药业独家创新品种, 近几年保持近30%的销售增长率。公司收购后积极推进营销改革, 正在争取上海医保资格, 我们预计最快下半年获批, 有望促进销售放量; 同时, 其价格多年未变, 预计至少有一倍提升空间。若价格翻倍, 有望在17-18年为公司至少贡献2.4亿元和3.1亿元净利润。

●收购GMS, 带来多极增长点

目前国内专业核药房需求日益增长, 但其市场份额不到30%, 而且主要分布在大城市。此次收购完成后公司将拥有8家核药房, 未来通过新区域扩建核药房、新产品的研发及原有产品挖掘, 核药房有望成为GMS新的业绩增长点。GMS两大重磅核素类药物碘[125I]密封籽源市场格局较好, 每年贡献近3000万净利润, 是目前核心盈利品种; 尿素[14C]呼气试验药盒则只有两家生产商, 过去由于机制问题未能贡献业绩, 公司收购后将推动重新参与市场化竞争, 是未来潜力品种。

●风险提示

收购整合不达预期; 云克注射液提价及争取医保资格不达预期; 传统原料药价格波动风险。

●业绩弹性大, 标的稀缺性强, 首次覆盖, 给予“买入”评级

保守预测公司16-18年净利润为1.88/2.43/3.09亿元, EPS为0.84/1.09/1.39元, 当前股价对应PE为56/43/34x。由于收购尚未完成及部分业绩驱动因素存在不确定性, 此业绩预测暂未考虑对GMS、中泰生物的收购并表及云克注射液的提价和纳入医保后的价量复合带来的巨大业绩弹性。若考虑以上弹性因素, 公司当前估值水平将大幅下降。公司以云克药业为平台打造治疗性核素制药发展板块, 以GMS为平台打造诊疗类核素制药发展板块, 未来有望继续布局核医疗服务业务, 加快建设成国内领先的核医学全价值链产业平台。公司业绩弹性巨大, 核医学标的稀缺性强, 看好公司在核医学领域的战略聚集和管理层的执行力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 751 | 795 | 1,141 | 1,429 | 1,769 |
| (+/-%) | -3.1% | 5.8% | 43.6% | 25.2% | 23.8% |
| 净利润(百万元) | 104 | 90 | 188 | 243 | 309 |
| (+/-%) | 3.1% | -13.7% | 109.2% | 29.2% | 27.4% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.47 | 0.41 | 0.84 | 1.09 | 1.39 |
| EBIT Margin | 17.4% | 16.1% | 26.2% | 27.3% | 28.1% |
| 净资产收益率(ROE) | 8.9% | 4.4% | 8.6% | 10.3% | 12.0% |
| 市盈率(PE) | 100.6 | 116.5 | 56.2 | 43.5 | 34.1 |
| EV/EBITDA | | | 32.2 | 25.2 | 20.3 |
| 市净率(PB) | 8.9 | 5.1 | 4.8 | 4.5 | 4.1 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

保守预测公司 16-18 年净利润为 1.88/2.43/3.09 亿元，EPS 为 0.84/1.09/1.39 元，当前股价对应 PE 为 56/43/34x。由于收购尚未完成及部分业绩驱动因素存在不确定性，此业绩预测暂未考虑对 GMS、中泰生物的收购并表及云克注射液的提价和纳入医保后的价量复合带来的巨大业绩弹性。若考虑以上弹性因素，公司当前估值水平将大幅下降。公司以云克药业为平台打造治疗性核素制药发展板块，以 GMS 为平台打造诊疗类核素制药发展板块，未来有望继续布局核医疗服务业务，加快建设成国内领先的核医学全价值链产业平台。公司业绩弹性巨大，核医学标的稀缺性强，看好公司在核医学领域的战略聚集和管理层的执行力，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

- (1) 云克注射液有望进入地方医保，促进快速放量；同时产品提价空间巨大，预计至少一倍以上，价量复合有望大幅增厚业绩；
- (2) 国内核药房市场需求不断增长，收购 GMS 后已实现初步卡位，未来有望继续扩张，成为新的业绩增长点；
- (3) 收购 GMS 后对核心品种进行营销改革，不断发掘市场潜力。

与市场预期的差异之处

市场尚未充分认识到云克注射液未来的增长潜力，包括销量方面（获得医保资格及向多临床科室的拓展）和提价方面（独家品种，议价能力强，而且相比生物制剂成本低廉）；

市场尚未充分认识到核药房未来的发展潜力，我们认为随着临床需求量的增加和政府监管加严，医院出于安全性和质控方面的考虑未来会更多地通过专业核药房采购放射性核素药物，未来市场对核药房的需求将不断增加。而建设核药房审核难度较高，公司通过收购 GMS 形成卡位，具备先发优势。

股价变化的催化因素

云克注射液进入地方医保目录及产品提价；公司在核医学领域进一步外延收购。

核心假设或逻辑的主要风险

- 收购整合不达预期；
- 云克注射液提价及争取医保资格不达预期；
- 传统原料药价格波动风险。

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 云克注射液有望进医保、提价格，大幅增厚业绩 | 4 |
| 云克注射液是独家创新核素药物，销售保持快速增长 | 4 |
| 云克注射液的销售量和销售价格均具备较强弹性 | 4 |
| 云克注射液提价后有望大幅增厚业绩 | 5 |
| 收购 GMS，带来多极增长点 | 6 |
| 核药房有望成为 GMS 未来新的业绩增长点 | 7 |
| 两大重磅核素类药物：碘[125I]密封籽源和尿素[14C]呼气试验药盒 | 7 |
| 盈利预测及投资建议 | 8 |
| 关键假设 | 8 |
| 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级 | 9 |
| 风险提示 | 10 |
| 附表：财务预测与估值 | 11 |
| 国信证券投资评级 | 12 |
| 分析师承诺 | 12 |
| 风险提示 | 12 |
| 证券投资咨询业务的说明 | 12 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----------|
| 图 1：云克注射液包装 | 4 |
| 图 2：GMS 的组织架构 | 7 |
| 表 1：云克注射液未来产品提价的盈利测算 | 6 |
| 表 2：东诚药业收入拆分预测（单位：百万元） | 9 |

云克注射液有望进医保、提价格，大幅增厚业绩

云克注射液是独家创新核素药物，销售保持快速增长

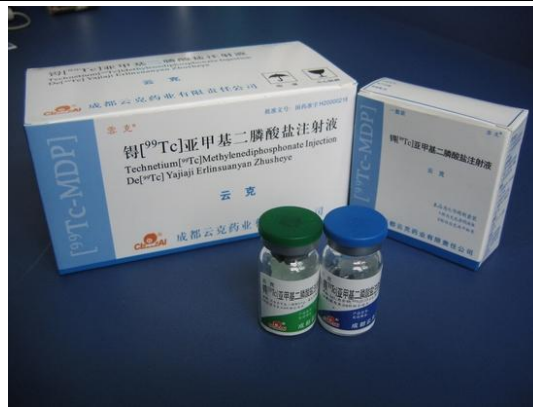
云克药业的主要产品为云克注射液，临床上主要用来治疗类风湿关节炎、骨质疏松等自身免疫性疾病及骨科疾病，近几年销售收入一直保持较快增长：

■ **销量保持快速增长。**根据公司收购说明书，我国类风湿关节炎治疗药物市场容量增长迅速，2013年类风湿关节炎药物销售同比增长15.44%，销售金额为94.08亿元，2007至2013年复合增长率达到了26.33%。云克注射液在治疗类风湿关节炎方面疗效显著、副作用小、治疗费用较低，产品优势突出，近几年销量保持近30%的增长速率。而除治疗类风湿关节炎外，云克注射液在甲亢突眼、强直性脊柱炎等自身免疫性疾病、骨质疏松等骨科疾病以及肿瘤骨转移等方面也表现出了较好的疗效，未来产品的应用领域将不断扩展。

关键原材料储备充足，不会限制产能。医用放射性核素是核素药物生产企业最重要的原料，最近几年，由于反应堆超期服役等原因，全球的医用放射性核素供应整体趋紧，其中用作医学显像所需的核素最为明显。但云克药业目前储备的原材料高锝[99Tc]酸钠的数量充足，按公司目前云克注射液的产销量计算，可供使用20年以上。

■ **拥有自主定价权，价格稳定。**由于云克注射液是我国唯一用于类风湿关节炎临床治疗的核素药物，为云克药业独家创新品种，国内和国际市场上无同类竞争药物，具有完全自主的定价权，最近几年产品价格一直保持稳定。

图 1：云克注射液包装



资料来源：公司网站

云克注射液的销售量和销售价格均具备较强弹性

云克注射液按普通处方药管理，便于进行学术化推广营销。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21万多年，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，使用及销售云克注射液可以免于办理辐射安全许可证，使用该产品不作为放射性物质进行管理，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。对云克注射液的豁免管理大大方便了该药物的销售和使用，有利于产品的推广和业务的开拓。目前云克注射液的客户主要是以三级医院为主的医疗机构，客户数量众多。在销售模式上以直销为主，经销为辅，两者比例约7:3。云克药业拥有一支高素质的专业销售团队，

本科以上学历占全部销售人员比例在 90%以上，具有相关专业或知识背景。目前销售网络覆盖中国大陆除西藏之外的所有省、自治区及直辖市，客户中有 1000 多家医院及多家大型医药销售公司。

积极争取进入地方医保，有望促进销售放量。公司收购云克药业以后正在探索新型销售模式，开展工作推动云克注射液进入地方医保或取得招标办代码，以便由医院药剂科进行采购，其临床应用便可向风湿免疫科、老年科、妇科（如更年期女性的骨质疏松）等多科室推广。此前，云克注射液同其它所有核素类药物一样，被从国家医保目录中剔除，目前也尚未进入地方医保。公司已向上海医保局提交了作为普通医保类药物的备案申请，由于云克注射液是国内唯一一个原研核素类药物，没有参照药品，公司计划将其从核医学科扩展到骨科、妇科、风湿免疫科、老年科等科室，因此我们预计后续可能需要相关专科领域的学术专家进行论证和审核，并且可能按照不同学科分为几轮分别进行。作为目前公司业务重中之重，我们预计公司将全力以赴以期早日以良好结果通过各轮专家审批，预计最快下半年前有望通过评价，取得上海地区医保资格。上海的医保覆盖率很高，但过去云克注射液在上海销售额很小，若能在 16 年取得医保资格则有望快速进入上海医疗市场，我们预计明年有望实现 1000 万以上收入，18 年有望超过 3000 万收入。

价格多年未变，预计至少有一倍提升空间。公司同时在进行云克注射液的提价申请工作。自 2000 年以来云克注射液终端一直维持 75 元/套的价格（出厂家在 49-50 元/套），但实际上十几年来产品制造成本及人力成本均有提升。而云克注射液的特殊性决定了它的销售非常依赖于学术营销，一直以来的低售价限制了进行学术推广的空间。公司已对产品进行了改造升级，因此有望借此次营销模式改革进行提价，我们预计提价幅度可达一倍以上。而即便终端售价提高一倍，治疗成本仍远低于生物制剂。如在治疗类风湿关节炎时，按目前多中心临床推荐的每天 4 套使用量，每个月连续使用 10 天，3 个月为一个疗程计算，成本仅为 $4 \times 10 \times 3 \times 75 \times 2 = 1.8$ 万元。公司将在提价后进一步加强学术推广，如临床路径、多中心临床、专家共识等方面，提高云克注射液在临床的覆盖率，有望迎来量价齐升的良好局面。

云克注射液提价后有望大幅增厚业绩

预计最快将于 16 年下半年继续收购云克剩余股权。目前公司已持有云克药业 52.1% 的股权，有望于 16 年下半年继续对其剩余股权进行收购。目前核动力院正在进行换届工作，预计 7 月份可以换届完毕，新的管理层上任后有望启动关于云克药业剩余股权的收购谈判工作。此前公司与核动力院已进行过充分沟通，核动力院也有意向减持云克药业股权。因此预计最快有望于 16 年下半年启动对云克药业剩余股权的收购；考虑到未来的继续合作，我们预计核动力院最终仍将保留一部分云克药业的股权。

若价格翻倍，有望在 17-18 年为公司至少贡献 2.4 亿和 3.1 亿净利润。我们对云克注射液未来产品提价所能够为公司带来的盈利贡献进行如下测算：

- 假设 16-18 年云克注射液销量保持 28% 的历史平均增长水平；暂不考虑纳入医保后带来的放量效应；但需要指出的是这种放量可能有较大弹性；
- 假设 16 年暂不考虑提价，从 17 年终端提价一倍，出厂价也简单按提高一倍计算；
- 假设单位生产成本保持不变，提价后毛利率提高；同时费用按云克药业整体费用率水平估算，假设 17、18 年提价后学术推广加强，绝对销售费用有所增加，但整体费用率水平（费用/总收入）大幅下降。即，所提价的空间大部分将直接体现在利润之中。

根据以上假设，若公司今年能够实现产品提价，有望在 17-18 年为公司至少贡献 2.4 亿元和 3.1 亿元净利润。若能够完成对剩余少数股东权益的收购，则有望进一步大幅增厚业绩。

表 1：云克注射液未来产品提价的盈利测算

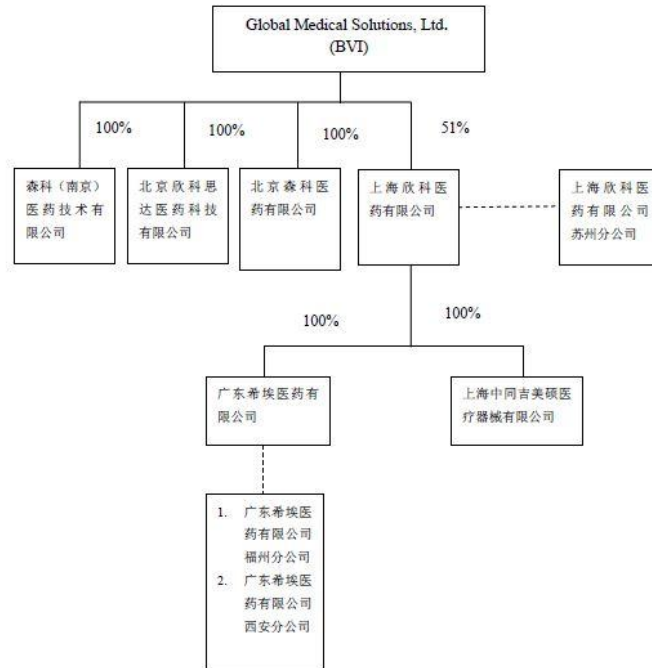
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|---|
| 销量 (万套) | 287 | 370 | 470 | 602 | 770 | 986 | 销量增长过去平均增长率估算，暂不考虑纳入医保后带来的放量效应；但需要指出的是这种放量可能有较大弹性 |
| 销量增长率 | | 28.92% | 27.03% | 28.00% | 28.00% | 28.00% | |
| 均价 (元/套) | 49.55 | 49.26 | 49.49 | 49.49 | 98.98 | 98.98 | 假设 16 年暂不考虑提价，从 17 年终端提价一倍，出厂价也简单按提高一倍计算 |
| 销售收入 (万元) | 14264 | 18240 | 23260 | 29773 | 76219 | 97560 | |
| 收入增长率 | | 27.87% | 27.52% | 28.00% | 156.00% | 28.00% | |
| 平均毛利率 | 93.16% | 92.55% | 93.00% | 93.00% | 96.50% | 96.50% | 假设 17、18 年单位生产成本不变，提价后毛利率提升 |
| 平均费用率 | 46.68% | 46.28% | 45.00% | 46.50% | 23.00% | 24.00% | 费用按云克药业整体费用率水平估算，假设 17、18 年提价后学术推广加强，绝对销售费用有所增加 |
| 营业利润 (万元) | 6630 | 8439 | 11165 | 13845 | 56021 | 70732 | |
| 所得税 (15%税率) | 995 | 1266 | 1675 | 2077 | 8403 | 10610 | 高新技术企业，所得税税率为 15% |
| 净利润 (万元) | 5636 | 7173 | 9490 | 11768 | 47618 | 60122 | |
| 东诚药业分享权益 (52.1%股权, 万元) | 2936 | 3737 | 4944 | 6131 | 24809 | 31323 | 暂不考虑未来继续对云克药业少数股东权益的收购；但这种可能性仍然较大，对业绩贡献也很大 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理、预测；注：2015 年数据为根据公开数据预测得到

收购 GMS，带来多极增长点

2016 年 3 月，公司公告拟出资 6975 万美元（4.6 亿元）收购 GMS 的 100% 股权。由于全部以现金收购，我们预计此次收购将在 1 个月内完成。GMS 的经营实体均在中国国内，主要子公司有上海欣科医药有限公司（GMS 持有上海欣科 51% 股权，剩余 49% 股权为中国同福持有，未来有进一步收购可能性）、北京森科医药有限公司、北京欣科思达医药科技有限公司和森科（南京）医药技术有限公司。GMS 主要产品为核素显像诊断的系列钨 [99m Tc] 标药物、碘 [125I] 密封籽源、尿素 [14C] 呼气试验药盒等。2015 年 GMS 营业收入为 2.03 亿元，营业利润为 4200 万元，净利润 3500 万元，归母净利润近 1900 万元。通过收购 GMS，公司未来将以其作为平台打造诊断类核素制药发展板块，并带来多极增长点。

图 2: GMS 的组织架构



资料来源：公司公告

核药房有望成为 GMS 未来新的业绩增长点

GMS 在国内开创了通过设立核药房向医疗机构提供放射性药品的业务模式，已在多个主要城市设立了核药房，用于向周边医院生产配送核素药物，其得 [99mTc] 标记的核素药物是应用最广泛的核素显像药物，可用于肿瘤等疾病的显像诊断。

专业核药房需求日益增长。核医学科和放射科是两个不同的独立科室，其中核医学科主要开展功能类的影像学操作以及放射类核素的介入治疗，但是放射科主要开展其他影像学操作以及非放射类核素的介入治疗。目前大部分医院的核医学科仍然是自行标记放射性核素，科室内需要进行很好地防护，核医学科医生也需要专门的培训和执业资格。但出于安全方面考虑及地方政府的监管要求，一些大城市的大型医院已经开始采购专业的核药房生产和配送的产品。由核药房配送后，放射性核素药物终端价格会有所提高，但也在医院接受范围内。

专业核药房份额占比不到 30%，发展空间巨大。筹建核药房需要通过 CFDA 认证，取得 GMP 资质，目前国内通过认证的核药房只有不到 20 家，分布地区以上海、北京、广州为首，除此之外，苏州、南京、西安、福州等城市也在陆续筹建。从市场份额来讲，目前国内市场专业的核药房份额占比不到 30%，其余均为医院自行标记，未来核药房的发展空间巨大。

核药房有望成为 GMS 未来新的业绩增长点。此次收购完成后，东诚药业将共拥有 8 个核药房，分别分布在上海、苏州、广州、福州、西安、北京、南京及成都（属于云克药业所有），数量上仅次于中国同福。可以看出目前国内已有的核药房主要分布在大城市里，这是由于放射性核素药物需要当天标记、当天配送，因此运输半径非常短。随着基层需求的增长，未来核药房的发展将会加快，有望成为未来的重要业绩增长点，其增长来源包括新区域建设核药房、新产品的研发及原有产品挖掘。

两大重磅核素类药物：碘[125I]密封籽源和尿素[14C]呼气试验药盒

1) 碘[125I]密封籽源

上海欣科的碘[125I]密封籽源生产线于 1999 年从美国引进,通过粒子植入技术,用于人体多个部位肿瘤的核素内照射治疗。上海欣科的碘[125I]密封籽源是目前唯一在国内生产该类药物达到国际水平的厂家,并也是唯一一家获美国 FDA 认证获准,并可以在美国上市销售该碘[125I]密封籽源的国内生产企业。随着近几年碘[125I]密封籽源国内市场的日趋成熟,目前公司的该产品在国内市场上达到了约 60% 的市场占有率,在同类型生产企业中处于领先地位。

国内其它主要竞争者是原子高科和智博高科,由于进入壁垒(技术、环保等方面)较高,国内竞争格局良好。目前上海欣科每年销售碘[125I]密封籽源大概 40 万粒,出厂价大概 300-400 元左右,销售收入约 1.4 亿元;而净利润率水平则维持在 20% 左右,即产生的净利润约 2800 万元,是公司的核心盈利品种。

2) 尿素[14C]呼气试验药盒

上海欣科医药自行研制的尿素[14C]呼气试验药盒是胃幽门螺旋杆菌检测的金标准,被认定为“上海市高新技术成果转化项目”。尿素[14C]呼气试验药盒是公司未来的潜力品种之一,目前它在国内市场的年盈利能力在 1 亿元左右。尿素[14C]呼气试验药盒本身技术壁垒不高,放射源来自于国际渠道,主要问题在于申报和审批周期较长。国内目前只有上海欣科和深圳中核海得威生物科技(同福控制)两家生产厂家,没有进口厂商,而全国体检市场使用的产品绝大多数来自海得威。原因是此前欣科与海得威签有协议,由欣科为其提供加工服务,海得威每年付给欣科 70 万元的加工服务费,因此欣科的产品完全没有打入市场。但该协议已于去年底到期,东诚药业收购 GMS 后将组织营销团队对其进行市场化推广,我们预计未来其年利润有望达几千万元。

盈利预测及投资建议

关键假设

- 肝素钠原料药价格去年四季度见底回升,预计 16 年收入同比略有下降,17-18 年在此基础上略有增长;
- 硫酸软骨素上游原料价格有一定下降,同时公司是市场最大供应商,对终端价格有影响力,毛利润率水平有所提升;目前公司在手订单较多,预计 16-18 年销售收入将加快增长;
- 随着公司肝素制剂的上市推广,制剂业务收入增长加快,假设 16-18 年增长率均为 20%;
- 根据云克药业核心产品的销量增长及价格情况,未来其收入仍有望保持增长,假设 16-18 年增长率分别为 29%/30%/25%;此假设的增长速度也同时考虑到了在其毛利率和费用率不变的情况下,完成其收购时所做业绩承诺的增长要求。基于客观谨慎原则,我们在此盈利预测模型中并未考虑云克注射液提价后所能够带来的业绩增长,但这是未来几年可能为公司带来巨大业绩增长弹性的重要因素之一;
- 假设公司传统主业的费用率水平基本维持不变;而云克药业后续将加强对产品的学术推广力度,销售费用率略有提升;

表 2: 东诚药业收入拆分预测 (单位: 百万元)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 合计 | | | | | | | | |
| 营业收入 | 858 | 587 | 773 | 751 | 796 | 1143 | 1430 | 1771 |
| YOY | | -32% | 32% | -3% | 6% | 44% | 25% | 24% |
| 营业成本 | 656 | 413 | 591 | 502 | 492 | 551 | 669 | 814 |
| 毛利率 | 24% | 30% | 24% | 33% | 38% | 52% | 53% | 54% |
| 肝素钠 | | | | | | | | |
| 收入 | 742 | 461 | 514 | 396 | 272 | 258 | 284 | 327 |
| YOY | | -38% | 11% | -23% | -31% | -5% | 10% | 15% |
| 成本 | 563 | 315 | 404 | 259 | 183 | 173 | 185 | 212 |
| 毛利率(%) | 24% | 32% | 21% | 35% | 33% | 33% | 35% | 35% |
| 硫酸软骨素 | | | | | | | | |
| 收入 | 79 | 81 | 167 | 212 | 257 | 321 | 402 | 482 |
| YOY | | 3% | 106% | 27% | 21% | 25% | 25% | 20% |
| 成本 | 68 | 66 | 133 | 159 | 220 | 244 | 305 | 366 |
| 毛利率(%) | 14% | 19% | 20% | 25% | 14% | 24% | 24% | 24% |
| 制剂产品 | | | | | | | | |
| 收入 | | | 63 | 104 | 109 | 131 | 157 | 188 |
| YOY | | | | 65% | 5% | 20% | 20% | 20% |
| 成本 | | | 36 | 50 | 52 | 63 | 75 | 90 |
| 毛利率(%) | | | 43% | 52% | 52% | 52% | 52% | 52% |
| 云克药业 | | | | | | | | |
| 收入 | | | | | 94 | 330 | 429 | 536 |
| YOY | | | | | | 251% | 30% | 25% |
| 成本 | | | | | 8 | 25 | 32 | 38 |
| 毛利率(%) | | | | | 91% | 93% | 93% | 93% |
| 其他产品 | | | | | | | | |
| 收入 | 37 | 45 | 29 | 39 | 64 | 102 | 159 | 238 |
| YOY | | 22% | -36% | 34% | 64% | 60% | 55% | 50% |
| 成本 | 25 | 32 | 18 | 34 | 29 | 46 | 71 | 107 |
| 毛利率(%) | 32% | 29% | 38% | 13% | 55% | 55% | 55% | 55% |

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

基于以上假设我们保守预测公司 16-18 年净利润为 1.88/2.43/3.09 亿元, 同比增长 109%/29%/27%, EPS 为 0.84/1.09/1.39 元, 当前股价对应 PE 为 56/43/34x。由于收购尚示完成及部分因素存在不确定性, 此业绩预测暂未考虑以下因素:

- 收购 GMS 后的并表业绩增厚, 预计 17-18 年每年贡献净利润在 3000 万元以上;
- 中泰生物收购完成后, 并表增厚业绩, 17-18 年每年带来的净利润增加额 3000-4000 万元左右; 同时增发股份会产生摊薄;
- 云克注射液提价后所能够带来的业绩增长, 我们预测若其价格翻倍, 有望在 17-18 年为公司至少贡献 2.4 亿元和 3.1 亿元净利润; 这是未来几年可能为公司带来巨大业绩增长弹性的重要因素之一。
- 继续对云克药业的剩余股权进行收购。

若考虑以上弹性因素, 公司当前估值水平将大幅下降。公司以云克药业为平台打造治疗性核素制药发展板块, 以 GMS 为平台打造诊疗类核素制药发展板块, 未来有望继续布局核医疗服务业务, 加快建设国内领先的核医学全价值链产业平台。公司业绩弹性巨大, 核医学标的稀缺性强, 看好公司在核医学领域的战略聚集和管理层的执行力, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

收购整合不达预期；云克注射液提价及争取医保资格不达预期；传统原料药价格波动风险。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 现金及现金等价物 | 320 | 300 | 300 | 300 | 营业收入 | 795 | 1141 | 1429 | 1769 |
| 应收款项 | 370 | 532 | 665 | 824 | 营业成本 | 493 | 550 | 668 | 813 |
| 存货净额 | 353 | 391 | 476 | 584 | 营业税金及附加 | 6 | 9 | 12 | 14 |
| 其他流动资产 | 215 | 308 | 386 | 478 | 销售费用 | 80 | 146 | 183 | 228 |
| 流动资产合计 | 1269 | 1542 | 1838 | 2196 | 管理费用 | 98 | 137 | 175 | 216 |
| 固定资产 | 432 | 453 | 468 | 478 | 财务费用 | (6) | 1 | 6 | 11 |
| 无形资产及其他 | 96 | 93 | 90 | 88 | 投资收益 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资性房地产 | 741 | 741 | 741 | 741 | 资产减值及公允价值变动 | (3) | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 10 | 10 | 10 | 10 | 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 2548 | 2839 | 3147 | 3513 | 营业利润 | 128 | 297 | 384 | 487 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 146 | 527 | 632 | 727 | 营业外净收支 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 52 | 57 | 70 | 85 | 利润总额 | 134 | 297 | 384 | 487 |
| 其他流动负债 | 80 | 96 | 119 | 146 | 所得税费用 | 23 | 48 | 62 | 78 |
| 流动负债合计 | 278 | 680 | 820 | 959 | 少数股东损益 | 22 | 62 | 80 | 100 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | (230) | (230) | (230) | 归属于母公司净利润 | 90 | 188 | 243 | 309 |
| 其他长期负债 | 34 | (17) | (68) | (119) | | | | | |
| 长期负债合计 | 34 | (247) | (298) | (349) | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 312 | 433 | 522 | 610 | 净利润 | 90 | 188 | 243 | 309 |
| 少数股东权益 | 188 | 226 | 276 | 338 | 资产减值准备 | 2 | 1 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 2048 | 2179 | 2349 | 2565 | 折旧摊销 | 34 | 42 | 49 | 53 |
| 负债和股东权益总计 | 2548 | 2839 | 3147 | 3513 | 公允价值变动损失 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| | | | | | 财务费用 | (6) | 1 | 6 | 11 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (846) | (321) | (312) | (366) |
| 每股收益 | 0.41 | 0.84 | 1.09 | 1.39 | 其它 | 12 | 38 | 49 | 62 |
| 每股红利 | 0.16 | 0.25 | 0.33 | 0.42 | 经营活动现金流 | (706) | (53) | 29 | 58 |
| 每股净资产 | 9.28 | 9.80 | 10.56 | 11.54 | 资本开支 | (84) | (61) | (61) | (61) |
| ROIC | 6% | 10% | 12% | 13% | 其它投资现金流 | (11) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 4% | 9% | 10% | 12% | 投资活动现金流 | (95) | (61) | (61) | (61) |
| 毛利率 | 38% | 52% | 53% | 54% | 权益性融资 | 69 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 15% | 26% | 27% | 28% | 负债净变化 | 0 | (230) | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 19% | 30% | 31% | 31% | 支付股利、利息 | (35) | (56) | (73) | (93) |
| 收入增长 | 6% | 44% | 25% | 24% | 其它融资现金流 | 960 | 380 | 105 | 95 |
| 净利润增长率 | -14% | 109% | 29% | 27% | 融资活动现金流 | 959 | 94 | 32 | 3 |
| 资产负债率 | 20% | 23% | 25% | 27% | 现金净变动 | 158 | (20) | 0 | 0 |
| 息率 | 0% | 1% | 1% | 1% | 货币资金的期初余额 | 161 | 320 | 300 | 300 |
| P/E | 116.5 | 56.2 | 43.5 | 34.1 | 货币资金的期末余额 | 320 | 300 | 300 | 300 |
| P/B | 5.1 | 4.8 | 4.5 | 4.1 | 企业自由现金流 | (799) | (89) | 4 | 44 |
| EV/EBITDA | 71.2 | 32.2 | 25.2 | 20.3 | 权益自由现金流 | 161 | 60 | 103 | 131 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

| | | | | | |
|----------------|----------------------|-----------------------|---------------|----------------|---------------|
| 宏观 | | 策略 | | 技术分析 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郦彬 | 021-6093 3155 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 陶川 | 010-88005317 | 朱俊春 | 0755-22940141 | | |
| 燕翔 | 010-88005325 | 王佳骏 | 021-60933154 | | |
| 李智能 | 0755-22940456 | | | | |
| 固定收益 | | 纺织/日化零售 | | 互联网 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郭陈杰 | 021-60875168 | 王学恒 | 010-88005382 |
| 赵婧 | 0755-22940745 | 朱元 | 021-60933162 | 李树国 | 010-88005305 |
| 魏玉敏 | 021-60933161 | | | 何立中 | 010-88005322 |
| 柯聪伟 | 021-60933152 | | | | |
| 医药生物 | | 社会服务(酒店、餐饮和休闲) | | 家电 | |
| 江维娜 | 021-60933157 | 曾光 | 0755-82150809 | 王念春 | 0755-82130407 |
| 邓周宇 | 0755-82133263 | 钟潇 | 0755-82132098 | | |
| 万明亮 | | 张峻豪 | 0755-22940141 | | |
| 通信服务 | | 电子 | | 环保与公共事业 | |
| 程成 | 0755-22940300 | 刘翔 | 021-60875160 | 陈青青 | 0755-22940855 |
| | | 蓝逸翔 | 021-60933164 | 邵潇 | 0755-22940659 |
| | | 马红丽 | 021-60875174 | | |
| 军工及主题投资 | | | | 非金属及建材 | |
| 王东 | 010-88005309 | | | 黄道立 | 0755-82130685 |
| 徐培沛 | 0755-22940793 | | | 刘宏 | 0755-22940109 |
| 房地产 | | 食品饮料 | | | |
| 区瑞明 | 0755-82130678 | 刘鹏 | 021-60933167 | | |
| 朱宏磊 | 0755-82130513 | | | | |
| 电力设备新能源 | | 化工 | | 建筑工程 | |
| 杨敬梅 | 021-60933160 | 苏淼 | 021-60933150 | 刘萍 | 0755-22940678 |
| 金融工程 | | 轻工造纸 | | 汽车及零部件 | |
| 吴子昱 | 0755-22940607 | 邵达 | 0755-82130706 | 梁超 | 0755-22940097 |
| 黄志文 | 0755-82133928 | | | | |
| 邹璐 | 0755-82130833-701418 | | | | |

国信证券机构销售团队

| 华北区 (机构销售一部) | | 华东区 (机构销售二部) | | 华南区 (机构销售三部) | | 海外销售交易部 | |
|-----------------------|-----------------------------|---------------------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------|
| 李文英 | 010-88005334 13910793700 | 汤静文 | 021-60875164 13636399097 | 赵晓曦 | 0755-82134356 15999667170 | 赵冰童 | 0755-82134282 13693633573 |
| liwying@guosen.com.cn | | tangjingwen@guosen.com.cn | | zhaoxi@guosen.com.cn | | zhaobt@guosen.com.cn | |
| 夏坤 | 13726685252 | 吴国 | 15800476582 | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 | 梁佳 | 0755-25472670 13602596740 |
| 王玮 | 13726685252 | 唐泓翼 | 13818243512 | shaoyf@guosen.com.cn | | liangjia@guosen.com.cn | |
| | | | | 颜小燕 | 0755-82133147 13590436977 | 程可欣 | 886-0975503529(台湾) |
| | | | | yanxy@guosen.com.cn | | chengkx@guosen.com.cn | |
| 许婧 | 18600319171 | 梁轶聪 | 021-60873149 18601679992 | 黄明燕 | 18507558226 | 刘研 | 0755-82136081 18610557448 |
| | | liangyc@guosen.com.cn | | | | liuyan3@guosen.com.cn | |
| 边祎维 | 13726685252 | 倪婧 | 18616741177 | 刘紫微 | 13828854899 | 夏雪 | 18682071096 |
| 王艺汀 | 13726685252 | 林若 | 13726685252 | | | 吴翰文 | 13726685252 |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 | 张南威 | 13726685252 | | | | |
| zhaohy@guosen.com.cn | | 周鑫 | 13726685252 | | | | |