

业绩反转明确, 核医学持续外延扩张

投资要点

- **事件:** 公司2016年三季报实现营收7.7亿元(+39%)、归母净利润9745万元(+42%)、扣非后净利润8130万元(+23%); 2016Q3实现营收2.9亿元(+63%)、归母净利润4221万元(+125%)、扣非后净利润2922万元(+71%)。
- **云克药业并表增厚业绩, 原料药业务出现反转。** 总体来看, 公司收入和利润增速均呈现逐季度递增的趋势, 我们认为一方面是因为云克药业并表增厚业绩, 另一方面是因为公司原料药业务触底反弹。云克药业承诺全年净利润不低于1.22亿元, 同比增速超过22%, 很可能还会超预期。在原料药板块, 硫酸软骨素估计增速超过20%, 肝素原料药价格自年初至今基本稳定, 收入下滑幅度也有所收窄。母公司的收入和利润增速均明显提升充分说明公司原料药业务反转: 收入增速从一季报的-23%提升至三季报的-8%, 利润增速则从-54%提升至6%, 反转趋势十分明确。从盈利能力来看, 母公司的毛利率与2015年三季报相比基本持平为23%, 但净利率提升2pp达到16%。由于盈利能力更高的云克药业并表, 公司综合毛利率和净利率分别提升10pp和5pp至42%和18%。期间费用率由于云克药业并表提升5pp至22%。
- **A股核医学稀缺标的, 产业链持续外延扩张。** 我国核素药物市场有望从2013年的20亿元增长到2020年的100亿元, 年均复合增速高达25%。公司是A股最正宗的核医学标的, 通过收购云克药业以及拟收购的GMS和益泰医药打造了核素诊断+治疗药物平台。重磅产品云克注射液销售额超过2亿, 存在进医保和提价的巨大潜力。从量来看, 进入医保后覆盖范围有望从800多个核医学科扩大到全国9000多家县级及以上医院; 从价来看, 云克注射液的治疗费用不到生物制剂的1/4; 因此未来很可能迎来量价齐升, 从而大幅度增厚业绩。从发展趋势来看, 核素药物研发周期长且壁垒高, 公司目前产品梯队还有待完善, 参考过去的并购发展路径, 公司未来在核医学领域的外延并购值得期待。
- **盈利预测与投资建议。** 由于利润分配除权的影响, 预计2016-2018年EPS分别为0.25元、0.51元、0.61元, 对应PE分别为72倍、36倍、30倍, 考虑到公司核医学产业链持续外延扩张, 未来有望逐步整合国内核素药物产业, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购标的收购进度及业绩或不及预期; 核素药物的销售或低于预期; 原料药出口或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	794.92	1205.80	1722.01	1995.62
增长率	5.84%	51.69%	42.81%	15.89%
归属母公司净利润(百万元)	89.75	171.49	348.20	417.63
增长率	-13.67%	91.09%	103.04%	19.94%
每股收益EPS(元)	0.13	0.25	0.51	0.61
净资产收益率ROE	4.99%	8.84%	12.38%	13.26%
PE	138	72	36	30
PB	5.54	4.60	4.10	3.66

数据来源: Wind, 西南证券

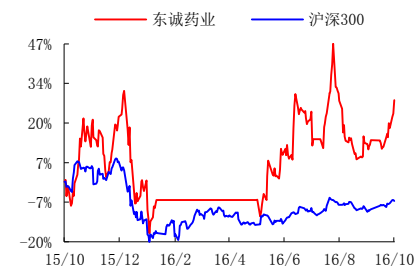
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
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)	6.62
流通A股(亿股)	3.77
52周内股价区间(元)	15.3-62.68
总市值(亿元)	120.25
总资产(亿元)	28.82
每股净资产(元)	9.42

相关研究

1. 东诚药业(002675): 净利润增速提升, 云克药业存在超预期可能 (2016-07-28)
2. 东诚药业(002675): 云克注射液有望放量提价, 核素药物龙头腾飞 (2016-07-09)
3. 东诚药业(002675): 云克注射液有望爆发性增长, 核医学持续扩张 (2016-05-31)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	794.92	1205.80	1722.01	1995.62	净利润	111.54	238.19	374.40	449.07
营业成本	493.28	613.49	866.70	987.51	折旧与摊销	34.58	71.99	88.25	101.83
营业税金及附加	6.47	8.33	12.33	14.45	财务费用	-6.16	12.06	17.22	19.96
销售费用	80.33	168.81	223.86	259.43	资产减值损失	2.82	3.00	5.00	8.00
管理费用	97.96	132.64	172.20	199.56	经营营运资本变动	-265.64	-201.14	-471.99	-234.93
财务费用	-6.16	12.06	17.22	19.96	其他	189.55	-12.92	-17.03	-22.98
资产减值损失	2.82	3.00	5.00	8.00	经营活动现金流净额	66.69	111.17	-4.15	320.94
投资收益	7.95	10.00	12.00	15.00	资本支出	-652.17	-982.49	-170.00	-220.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	639.97	-9.00	-18.00	-15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-12.21	-991.49	-188.00	-235.00
营业利润	128.17	277.47	436.70	521.72	短期借款	48.45	753.65	-96.06	-11.81
其他非经营损益	6.27	9.62	14.57	19.55	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	134.44	287.09	451.27	541.27	股权融资	814.79	242.23	0.00	0.00
所得税	22.90	48.90	76.87	92.20	支付股利	-25.92	-22.38	-42.76	-86.82
净利润	111.54	238.19	374.40	449.07	其他	-742.29	47.61	42.78	40.04
少数股东损益	21.79	66.69	26.21	31.43	筹资活动现金流净额	95.03	1021.11	-96.04	-58.58
归属母公司股东净利润	89.75	171.49	348.20	417.63	现金流量净额	148.01	140.79	-288.19	27.36
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	319.60	460.39	172.20	199.56	成长能力				
应收和预付款项	383.50	448.01	672.02	795.48	销售收入增长率	5.84%	51.69%	42.81%	15.89%
存货	353.19	411.60	594.51	672.43	营业利润增长率	1.38%	116.48%	57.39%	19.47%
其他流动资产	212.57	281.11	413.19	474.31	净利润增长率	3.41%	113.54%	57.19%	19.94%
长期股权投资	9.63	9.63	9.63	9.63	EBITDA 增长率	3.05%	130.86%	49.97%	18.69%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	431.98	597.80	676.72	792.06	毛利率	37.95%	49.12%	49.67%	50.52%
无形资产和开发支出	816.54	1561.25	1564.10	1566.96	三费率	21.65%	26.00%	24.00%	24.00%
其他非流动资产	20.92	50.89	80.85	110.82	净利率	14.03%	19.75%	21.74%	22.50%
资产总计	2547.91	3820.68	4183.24	4621.27	ROE	4.99%	8.84%	12.38%	13.26%
短期借款	146.35	900.00	803.94	792.13	ROA	4.38%	6.23%	8.95%	9.72%
应付和预收款项	67.37	61.53	95.17	108.09	ROIC	6.17%	9.07%	10.86%	11.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.70%	29.98%	31.49%	32.25%
其他负债	98.22	165.46	258.80	333.46	营运能力				
负债合计	311.94	1126.99	1157.91	1233.69	总资产周转率	0.40	0.38	0.43	0.45
股本	220.61	681.89	681.89	681.89	固定资产周转率	2.35	2.88	3.27	3.37
资本公积	1340.78	1121.73	1121.73	1121.73	应收账款周转率	2.99	3.15	3.37	2.96
留存收益	486.27	635.39	940.82	1271.64	存货周转率	1.53	1.60	1.72	1.56
归属母公司股东权益	2047.99	2439.01	2744.44	3075.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.65%	—	—	—
少数股东权益	187.99	254.68	280.89	312.32	资本结构				
股东权益合计	2235.97	2693.69	3025.33	3387.58	资产负债率	12.24%	29.50%	27.68%	26.70%
负债和股东权益合计	2547.91	3820.68	4183.24	4621.27	带息债务/总负债	46.92%	79.86%	69.43%	64.21%
					流动比率	4.57	1.55	1.84	2.10
					速动比率	3.29	1.15	1.25	1.44
					股利支付率	28.88%	13.05%	12.28%	20.79%
					每股指标				
					每股收益	0.13	0.25	0.51	0.61
					每股净资产	3.28	3.95	4.44	4.97
					每股经营现金	0.10	0.16	-0.01	0.47
					每股股利	0.04	0.03	0.06	0.13
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	156.59	361.51	542.17	643.51					
PE	138.06	72.25	35.58	29.67					
PB	5.54	4.60	4.10	3.66					
PS	15.59	10.28	7.20	6.21					
EV/EBITDA	24.36	35.35	23.87	20.00					
股息率	0.21%	0.18%	0.35%	0.70%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn