



拟收购正电子药物巨头安迪科，核医学板块日趋完美

——东诚药业（002675）事件点评

2017年7月17日

推荐/首次

东诚药业

事件点评

事件：

7月16日，东诚药业发布安迪科收购预案修订稿，同时宣布7月17日开市公司复牌。

主要观点：

1. 收购正电子药物巨头，完善核医学板块布局。

公司拟以现金+股份的方式收购安迪科 100%股份，其中现金收购 48.5497%，发行股份 13.55 元/股收购 51.4503%。安迪科对赌业绩承诺，17-19 年归母净利润分别为 7800 万元、9500 万元以及 11750 万元，同比增长 18%、22%和 24%。安迪科主要产品为 18F-FDG，被广泛应 PET/CT 显像诊断，可早期发现全身肿瘤病灶，准确判断其良、恶性，从而正确指导临床治疗决策。安迪科是国内拥有 FDG 药品批准注册文号的两家企业之一（另一家为原子高科），市场占有率达 50%以上，目前已在南京、上海、武汉、福州、燕郊等超过 20 个城市建立了配送服务中心和药品生产基地。公司目前已形成了碘 125、碳 14、18F-FDG 以及云克注射液等包含诊断和治疗的核医学产业链，未来公司将在核医学上战略布局延伸，不断挖掘国内核医学市场潜力。

2. 国内 PET-CT 保有量低，市场潜力巨大。

目前 18F-FDG 占据了正电子药物 90%以上的市场，而正电子药物市场的发展很大程度上依赖于 PET/CT 市场的发展，在美国、欧洲以及日本等地区 PET/CT 已经得到了很好的应用，PET/CT 保有量起码在 3 台以上，而中国保有量只有 0.25 台，2015 年国内 PET/CT 数量约为 355 台，而美国早在 2010 年已突破 2000 台。未来随着 PET/CT 的日益普及，再加上国内大型设备制造厂商明峰、联影等的崛起，PET/CT 市场将会快速发展，同时带动正电子药物市场的发展，未来安迪科市场空间将会进一步被打开。

3. 传统原料药板块有望走出低谷，硫酸软骨素业务中泰生物 17 年将并表增厚业绩。

1) 肝素钠原料药走出行业低谷。公司传统肝素原料药业务，受上游粗品价格影响，成本不断抬升，近年业绩下滑明显，随着行业复苏公司下半年毛利已明显提高，17 年公司有望走出业绩低谷。

分析师：张金洋

Tel: 010-6654035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14805160800001

联系人：祁瑞

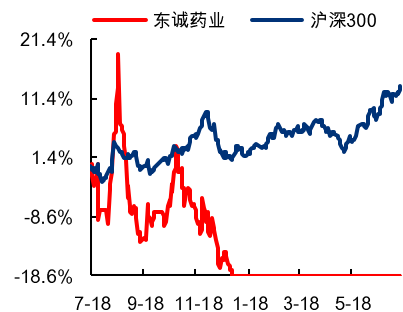
Tel: 010-6654121

qirui@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	14.26-53.38
总市值 (亿元)	100.33
流通市值 (亿元)	76.69
总股本/流通 A 股 (万股)	70360/53779
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.43

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

2) 公司 16 年 10 月完成中泰生物的股权变更。中泰生物依靠原材料资源和成本优势，逐步发展成为泰国唯一规模化生产硫酸软骨素的企业，在国内硫酸软骨素毛利率普遍都只有 15-20%左右的情况下，中泰生物依靠泰国原材料资源和成本优势毛利率可达到 50%，公司与中泰生物协同发展保证了成本端的优势，并且中泰生物本身业绩良好，2015 年 5300 万净利润，平均每年增速在 30%以上，17 年全年并表增厚公司业绩。

结论：

盈利预测与投资建议。我们看好公司未来核医学板块的发展，不考虑安迪科并购带来的影响，预计公司 17-19 年营业收入分别为 18.62 亿元、22.89 亿元和 27.97 亿元；EPS 分别为 0.36 元、0.47 元和 0.62 元；对应 PE 分别为 40 倍、30 倍和 23 倍。若考虑安迪科并购带来的影响，预计现金收购部分将于 17 年下半年完成，发行股份收购部分在 18 年中期左右完成，以安迪科 17-19 年业绩承诺 7800 万元、9500 万元以及 11750 万元为预测基础，则 EPS 分别为 0.4 元，0.51 元和 0.73 元，对应 PE 分别为 38 倍、26 倍和 20 倍。首次覆盖，给予公司“推荐”评级。

风险提示：

外延标的整合低于预期；原料药业务持续低迷

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1269	1941	2801	3307	3937	营业收入	795	1158	1862	2266	2768
货币资金	320	810	1303	1585	1936	营业成本	493	613	804	943	1115
应收账款	359	529	851	1035	1265	营业税金及附加	6	13	21	26	32
其他应收款	2	8	13	16	19	营业费用	80	195	326	396	484
预付款项	13	6	-4	-15	-29	管理费用	98	109	227	276	338
存货	353	426	560	656	776	财务费用	-6	-2	17	15	15
其他流动资产	200	153	61	9	-56	资产减值损失	2.82	9.96	4.62	4.62	4.62
非流动资产合计	1279	2327	2251	2206	2160	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	10	29	29	29	29	投资净收益	7.95	7.74	7.84	7.84	7.84
固定资产	336	428	436	421	395	营业利润	128	229	470	612	788
无形资产	96	121	109	98	88	营业外收入	6.95	15.37	9.19	9.19	9.19
其他非流动资产	4	26	26	26	26	营业外支出	0.68	1.88	0.88	0.88	0.88
资产总计	2548	4268	5053	5513	6098	利润总额	134	242	478	620	796
流动负债合计	278	1120	1665	1740	1836	所得税	23	42	83	107	138
短期借款	146	667	1196	1255	1328	净利润	112	200	395	513	658
应付账款	46	54	70	82	97	少数股东损益	22	69	143	180	220
预收款项	4	12	14	16	19	归属母公司净利润	90	131	252	333	438
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	153	264	531	673	848
非流动负债合计	34	64	12	12	12	BPS (元)	0.49	0.20	0.36	0.47	0.62
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	312	1184	1676	1752	1848	成长能力					
少数股东权益	188	316	459	639	859	营业收入增长	5.84%	45.73%	60.74%	21.67%	22.18%
实收资本 (或股	221	704	704	704	704	营业利润增长	1.38%	78.48%	105.36%	30.25%	28.72%
资本公积	1341	1465	1465	1465	1465	归属于母公司净利	92.70%	31.90%	92.70%	31.90%	31.64%
未分配利润	393	486	435	367	278	获利能力					
归属母公司股东	2048	2768	2917	3122	3391	毛利率 (%)	37.95%	47.13%	56.81%	58.37%	59.72%
负债和所有者权	2548	4268	5053	5513	6098	净利率 (%)	14.03%	17.29%	21.23%	22.64%	23.78%
现金流量表						总资产净利润 (%)					
单位: 百万元						3.52%					
2015A						2016A					
2017E						2017E					
2018E						2018E					
2019E						2019E					
经营活动现金流						ROE (%)					
净利润	67	196	101	364	458	4.38%	4.73%	8.65%	10.66%	12.92%	
折旧摊销	112	200	395	513	658	偿债能力					
财务费用	31	38	45	46	45	资产负债率 (%)	12%	28%	33%	32%	30%
应付帐款的变化	-6	-2	17	15	15	流动比率	4.57	1.73	1.68	1.90	2.14
预收帐款的变化	0	-170	-322	-184	-230	速动比率	3.29	1.35	1.35	1.52	1.72
投资活动现金流	0	8	2	2	3	营运能力					
公允价值变动收	-12	-550	34	3	3	总资产周转率	0.40	0.34	0.40	0.43	0.48
长期股权投资减	0	0	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	2	2
投资收益	0	-30	11	0	0	应付账款周转率	18.76	23.10	29.89	29.67	30.77
筹资活动现金流	0	8	8	8	8	每股指标 (元)					
应付债券增加	8	8	8	8	8	每股收益 (最新摊	0.49	0.20	0.36	0.47	0.62
长期借款增加	95	840	357	-85	-110	每股净现金流 (最新	0.68	0.69	0.70	0.40	0.50
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	9.28	3.93	4.15	4.44	4.82
资本公积增加	0	0	0	0	0	估值比率					
现金净增加额	48	483	0	0	0	P/E	29.35	72.46	39.76	30.14	22.90
	767	125	0	0	0	P/B	1.54	3.63	3.44	3.21	2.96
	150	487	492	282	352	EV/EBITDA	19.45	37.44	18.68	14.43	11.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2016年水晶球最佳分析师第一名，2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

祁瑞

厦门大学生物化学与分子生物学硕士，曾就职于天士力制药集团股份有限公司。2016年12月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于生物药、医疗器械、中药领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。