

2017年07月19日

东诚药业 (002675.SZ)

公司快报

收购安迪科，核医药双寡头格局形成

投资要点

- ◆ **事件** :1.公司拟通过现金及发行股份的方式以 16 亿元的初步估价收购安迪科 100% 的股权。收购完成后，公司拟发行股份募集配套资金不超过 74,300 万元用于安迪科核药房建设等项目。2.公司大股东拟自 18 日后 6 个月内在透过二级市场增持不超过 5000 万人民币的公司股票。
- ◆ **收购安迪科，核医药布局再下一城**：安迪科主要从事氟[18F]脱氧葡萄糖注射液（18F-FDG）的研发、生产和销售，是国内拥有 18F-FDG 药品批准文号的两家企业之一。18F-FDG 目前被广泛用于 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。公司此前通过在核医药领域的并购整合，先后拥有了以云克药业为代表的放射性药物生产平台，以益泰药业为代表的放射性药物研发平台，以及以上海欣科为代表的放射性药物即时标记与配送平台。通过收购安迪科，公司将实现单光子药物和正电子药物、诊断药物和治疗药物的全覆盖，进一步完善公司在核医药领域的布局，为公司的核医药业务提供新的利润增长点。此外，安迪科股东承诺，2017-2019 年公司归母净利润分别不低于 7,800 万元、9,500 万元和 11,750 万元。
- ◆ **双寡头格局形成，核素药物助力公司业绩高增长**：公司上市之初业务以硫酸软骨素和肝素钠两款产品为主，2015 年对云克药业的收购标志着公司正式进入核医药领域。公司近年在核医药领域迅猛发展，经过对该领域的重拳出击和业务转型升级，目前已与中国同辐形成了对垒的态势，共同瓜分国内核医药市场。（1）**在产品上**，公司目前拥有包括锝[99mTc]系列产品、氟[18]脱氧葡萄糖注射液、碘[125]密封籽源、铯[137]依替磷酸注射液等多款核素产品，涉及影像诊断和疾病治疗两大板块，适应症包括肿瘤、类风湿性关节炎、幽门螺旋杆菌感染等，产品线布局与中国同辐不相上下。（2）**在核药房资源上**，公司收购安迪科以后共计拥有 34 个已投入使用或在建的核药房，高于中国同辐的 20 个核药房。许多核素药物的半衰期短，如氟[18]脱氧葡萄糖注射液的半衰期仅 100 分钟左右，因此核素药物需要就近配送，故而公司全面且广泛的核药房网点布局将成为公司牢牢掌控市场的一大法宝。核素药物是公司未来 10 年重点布局的战略方向，自从公司 2015 年布局核素药物开始，该业务呈现超高速增长的趋势，2016 年营收达到 3.67 亿，同比增长近 3 倍。此外，核医药市场双寡头格局的逐步形成，公司核素药物的毛利率近年也始终维持在 90% 以上。受益于核素药物的发展，公司的业绩短期内有望继续保持超高速增长态势，长期来看也将维持在较高的增长水平。

◆ **投资建议**：考虑增发摊薄，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.33、0.39 和 0.48 元。考虑核药行业寡头垄断的特殊性，我们给予公司增持评级，6 个月目标价为 13.2 元，相当于 2017 年 40 倍的市盈率。

◆ **风险提示**：核素药物市场竞争加剧，费用增长过快，业绩承诺不能实现。

医药 | 化学原料药 III

投资评级	增持-B(首次)
6 个月目标价	13.2 元
股价(2017-07-18)	11.65 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,196.98
流通市值 (百万元)	6,265.20
总股本 (百万股)	703.60
流通股本 (百万股)	537.79
12 个月价格区间	11.55/63.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.58	-17.82	-22.48
绝对收益	-18.3	-18.3	-27.69

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	794.9	1,158.5	1,379.8	1,633.8	1,935.4
同比增长(%)	5.8%	45.7%	19.1%	18.4%	18.5%
营业利润(百万元)	128.2	228.8	369.5	462.8	585.9
同比增长(%)	1.4%	78.5%	61.5%	25.2%	26.6%
净利润(百万元)	89.7	131.0	252.3	294.8	364.3
同比增长(%)	-13.7%	45.9%	92.6%	16.9%	23.5%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.33	0.39	0.48
PE	100.6	68.9	38.9	33.3	26.9
PB	4.4	3.3	3.3	3.0	2.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	794.9	1,158.5	1,379.8	1,633.8	1,935.4	年增长率					
减:营业成本	493.3	612.5	692.9	773.1	869.9	营业收入增长率	5.8%	45.7%	19.1%	18.4%	18.5%
营业税费	6.5	13.3	11.7	15.3	18.9	营业利润增长率	1.4%	78.5%	61.5%	25.2%	26.6%
销售费用	80.3	194.9	145.9	204.3	257.4	净利润增长率	-13.7%	45.9%	92.6%	16.9%	23.5%
管理费用	98.0	109.2	154.3	179.4	203.8	EBITDA 增长率	3.0%	72.7%	58.5%	21.7%	25.3%
财务费用	-6.2	-2.5	8.6	1.0	0.4	EBIT 增长率	-2.9%	85.5%	67.1%	22.6%	26.4%
资产减值损失	2.8	10.0	4.6	5.8	6.8	NOPLAT 增长率	-1.7%	84.9%	67.1%	22.6%	26.4%
加:公允价值变动收益	-	-	0.1	-0.1	0.0	投资资本增长率	82.0%	39.9%	8.3%	17.6%	-4.3%
投资和汇兑收益	7.9	7.7	7.8	7.8	7.8	净资产增长率	88.8%	37.9%	9.5%	9.5%	11.1%
营业利润	128.2	228.8	369.5	462.8	585.9	盈利能力					
加:营业外净收支	6.3	13.5	8.3	9.4	10.4	毛利率	37.9%	47.1%	49.8%	52.7%	55.1%
利润总额	134.4	242.2	377.8	472.1	596.3	营业利润率	16.1%	19.7%	26.8%	28.3%	30.3%
减:所得税	22.9	41.9	65.4	81.7	103.2	净利润率	11.3%	11.3%	18.3%	18.0%	18.8%
净利润	89.7	131.0	252.3	294.8	364.3	EBITDA/营业收入	19.7%	23.3%	31.0%	31.9%	33.7%
						EBIT/营业收入	15.3%	19.5%	27.4%	28.4%	30.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.2%	27.7%	6.6%	11.6%	8.3%
货币资金	319.6	810.4	256.8	130.7	581.4	负债权益比	14.0%	38.4%	7.0%	13.1%	9.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.57	1.73	6.10	4.18	5.82
应收帐款	361.2	537.5	338.5	798.6	560.4	速动比率	3.29	1.35	4.10	2.78	4.24
应收票据	9.2	7.8	35.3	7.2	39.1	利息保障倍数	-19.80	-92.17	44.02	474.00	1,413.5
预付帐款	13.1	5.8	22.5	8.5	23.9	营运能力					
存货	353.2	426.2	402.7	570.4	510.5	固定资产周转天数	153	119	117	105	92
其他流动资产	212.6	153.3	170.1	178.6	167.3	流动营业资本周转天数	305	231	188	219	204
可供出售金融资产	-	21.0	7.0	9.3	12.4	流动资产周转天数	469	499	413	322	333
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	122	140	114	125	126
长期股权投资	9.6	29.4	39.2	49.0	62.1	存货周转天数	146	121	108	107	101
投资性房地产	-	0.5	0.5	0.5	0.5	总资产周转天数	892	1,059	1,028	859	806
固定资产	336.2	428.5	471.8	483.9	508.8	投资资本周转天数	708	753	768	734	655
在建工程	95.8	159.3	220.3	282.6	344.3	费用率					
无形资产	96.1	121.4	137.5	151.3	163.5	销售费用率	10.1%	16.8%	10.6%	12.5%	13.3%
其他非流动资产	741.3	1,567.1	1,511.0	1,511.4	1,505.2	管理费用率	12.3%	9.4%	11.2%	11.0%	10.5%
资产总额	2,547.9	4,267.9	3,613.1	4,182.0	4,479.6	财务费用率	-0.8%	-0.2%	0.6%	0.1%	0.0%
短期债务	146.4	666.8	-	69.7	-	三费/营业收入	21.7%	26.0%	22.4%	23.5%	23.9%
应付帐款	109.9	349.4	173.3	256.9	267.4	投资回报率					
应付票据	6.0	21.8	3.5	27.5	7.9	ROE	4.4%	4.7%	8.4%	9.1%	10.4%
其他流动负债	15.7	81.6	24.1	50.7	48.4	ROA	4.4%	4.7%	8.6%	9.3%	11.0%
长期借款	-	-	-	35.7	-	ROIC	9.1%	9.3%	11.1%	12.5%	13.5%
其他非流动负债	34.0	64.3	36.6	45.0	48.6	分红指标					
负债总额	311.9	1,183.9	237.6	485.5	372.3	DPS(元)	0.03	0.04	0.08	0.09	0.11
少数股东权益	188.0	316.2	376.4	472.0	600.8	分红比率	27.0%	21.5%	24.5%	24.3%	23.4%
股本	220.6	703.6	764.4	764.4	764.4	股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	1,827.1	2,058.3	2,234.8	2,460.2	2,742.2						
股东权益	2,236.0	3,084.0	3,375.5	3,696.5	4,107.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	111.5	200.3	252.3	294.8	364.3	EPS(元)	0.13	0.19	0.33	0.39	0.48
加:折旧和摊销	34.6	44.4	50.2	57.4	66.6	BVPS(元)	2.91	3.93	3.92	4.22	4.59
资产减值准备	2.8	10.0	-	-	-	PE(X)	100.6	68.9	38.9	33.3	26.9
公允价值变动损失	-	-	0.1	-0.1	0.0	PB(X)	4.4	3.3	3.3	3.0	2.8
财务费用	9.7	8.5	8.6	1.0	0.4	P/FCF	-11.7	-58.4	-15.1	-70.8	23.8
投资损失	-7.9	-7.7	-7.8	-7.8	-7.8	P/S	11.4	7.8	7.1	6.0	5.1
少数股东损益	21.8	69.4	60.2	95.6	128.8	EV/EBITDA	17.9	33.6	23.0	19.5	14.9
营运资金的变动	-103.7	21.3	-64.1	-461.4	244.3	CAGR(%)	51.8%	35.0%	42.5%	51.8%	35.0%
经营活动产生现金流量	66.7	196.3	299.4	-20.4	796.7	PEG	1.9	2.0	0.9	0.6	0.8
投资活动产生现金流量	-12.2	-549.7	-152.6	-141.4	-158.7	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
融资活动产生现金流量	95.0	840.3	-700.4	35.7	-187.2						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn