

东诚药业 (002675.SZ)

公司快报

核医学成长潜力大，原料药稳定性增强

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 70,420 万元，同比增长 45.04%；归母净利润 7,286 万元，同比增长 31.88%；扣非净利润 7,169 万元，同比增长 37.65%。
- ◆ **GMS 并表带动业绩增长，核医药布局日趋完善：**公司上半年业绩增长的主要原因是 GMS 公司并表（2016 年 11 月 18 日）带动核素药物收入的增长。核药是公司 2012 年上市以后重点布局的领域，2015 年收购云克药业标志着公司正式进入核药领域。自发展核药业务以来，该业务迅速成为了公司的支柱业务，2017 年上半年贡献了主营业务毛利的 62.45%。核医药板块中，公司目前拥有云克药业、GMS、益泰医药三个子公司，近期也在积极推进安迪科的并购工作；拥有包括诊断性和治疗性两大类、共 10 多个核药品种。公司的诊断性核药中最重要的品种是（1）钨[99]标记的系列产品，主要用于 SPECT 的检测；（2）氟[18]脱氧葡萄糖注射液，主要用于 PET-CT 的检测。相比于美国 3.75 台/百万人的装机量，国内 PET-CT 的渗透率还非常低，仅为 0.17 台/百万人，未来市场增量空间很大。受益于 PET-CT 普及率的提高，国内氟[18]脱氧葡萄糖注射液的市场规模也有望进一步增长。公司的治疗性核药中目前的重点品种是云克注射液，2016 年超过 1 亿，未来仍将保持相对稳定的增长。由于核药具有放射性且部分核药的半衰期很短，核药房对于核药的生产、储存和就近配送都至关重要。公司目前拥有几十个核药房，已经基本完成了全国核药房网络化的布局，后进入者受限于建设成本高、资质申请周期长、核药品种不够丰富等原因，很难与公司竞争。在核药产品线、核药房资源以及核医学专业人才方面，公司与中国同辐旗鼓相当，国内市场双寡头垄断的格局正在逐步形成。随着未来核药产品线的不断扩充和在建核药房的陆续完工，公司有望从这两者的协同效应中持续受益。
- ◆ **肝素钠价格传导促增长，硫酸软骨素有望触底反弹：**（1）肝素钠上半年实现利润 5900 万，同比增长 129.77%，是公司业绩增长的另一个重要因素。一方面，公司通过拓展新客户增加了销量；另一方面，由于上游原料价格上涨，自 2016 年下半年以来肝素钠的出口价格逐步提升。由于公司的供货合同基本是短期合同，对肝素钠价格上涨敏感，因此上游原料价格的上涨能有效地往下游传导，上半年公司肝素钠业务的毛利率同比提高了 5.7 个百分点。此外，肝素钠主要用于血透，起到抗凝血的作用，目前欧美市场对血透的需求较大，未来国内血透市场的成长有望为公司带来新的利润增长点。（2）硫酸软骨素上半年的利润同比保持稳定，由于其中存在中泰生物并表的因素，公司的硫酸软骨素业务实质上呈现下滑的趋势。公司目前是全球硫酸软骨素最大的供应商，市场份额在 20%左右。公司本部生产的主要是高端硫酸软骨素，中泰生物的产品更偏向中端类型。近期市场上硫酸软骨素价格较为低迷，高端品种的价格下降了 10%左右，中低端品种的价格几近腰斩。目前硫酸软骨素的价格已经达到 2013-2014 年的历史最低点，近期有望反弹，公司将从中获益。原料药业务对于公司来说业绩弹性不会特别大，因此公司今后主要采取防守的

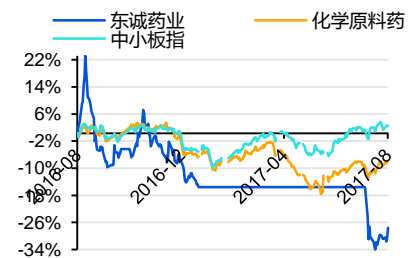
医药 | 化学原料药 III

投资评级	买入-B(上调)
12 个月目标价	20.00 元
股价(2017-08-10)	12.23 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,605.07
流通市值 (百万元)	6,577.39
总股本 (百万股)	703.60
流通股本 (百万股)	537.81
12 个月价格区间	10.94/63.90 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.57	-22.7	-27.35
绝对收益	-14.24	-14.24	-25.74

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20377088

报告联系人

李伟
 liwei@huajinsec.cn
 021-20377053

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20377052

相关报告

东诚药业：收购安迪科，核医药双寡头格局形成 2017-07-19

策略，基本维持这块业务的稳定，为公司提供稳定的现金流。

◆ **投资建议**：基于公司原料药板块的稳定性增强，我们上调公司盈利预测，2017-2019年EPS分别为0.36、0.50和0.63元（考虑增发摊薄），上调至买入-B评级，12个月目标价20.00元，相当于2018年40倍PE。

◆ **风险提示**：核素药物市场竞争加剧，原料药价格波动，费用增长过快。

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	1,624.1	2,199.1	2,777.5
同比增长(%)	5.8%	45.7%	40.2%	35.4%	26.3%
营业利润(百万元)	128.2	228.8	401.8	601.7	773.1
同比增长(%)	1.4%	78.5%	75.6%	49.8%	28.5%
净利润(百万元)	89.7	131.0	273.8	381.6	478.6
同比增长(%)	-13.7%	45.9%	109.1%	39.4%	25.4%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.36	0.50	0.63
PE	95.9	65.7	34.1	24.5	19.5
PB	4.2	3.1	3.1	2.8	2.5

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	1,624.1	2,199.1	2,777.5	年增长率					
减:营业成本	493.3	612.5	756.9	1,004.5	1,248.4	营业收入增长率	5.8%	45.7%	40.2%	35.4%	26.3%
营业税费	6.5	13.3	13.8	20.6	27.2	营业利润增长率	1.4%	78.5%	75.6%	49.8%	28.5%
销售费用	80.3	194.9	284.2	359.3	459.1	净利润增长率	-13.7%	45.9%	109.1%	39.4%	25.4%
管理费用	98.0	109.2	158.4	210.2	266.1	EBITDA 增长率	3.0%	72.7%	71.8%	43.0%	27.2%
财务费用	-6.2	-2.5	12.4	4.7	4.6	EBIT 增长率	-2.9%	85.5%	83.0%	46.4%	28.3%
资产减值损失	2.8	10.0	4.6	5.8	6.8	NOPLAT 增长率	-1.7%	84.9%	83.0%	46.4%	28.3%
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%	21.6%	6.8%	16.6%
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%	10.1%	12.2%	14.1%
营业利润	128.2	228.8	401.8	601.7	773.1						
加:营业外净收支	6.3	13.5	8.3	9.4	10.4	盈利能力					
利润总额	134.4	242.2	410.1	611.0	783.5	毛利率	37.9%	47.1%	53.4%	54.3%	55.1%
减:所得税	22.9	41.9	71.0	105.8	135.6	营业利润率	16.1%	19.7%	24.7%	27.4%	27.8%
净利润	89.7	131.0	273.8	381.6	478.6	净利润率	11.3%	11.3%	16.9%	17.4%	17.2%
						EBITDA/营业收入	19.7%	23.3%	28.6%	30.2%	30.4%
						EBIT/营业收入	15.3%	19.5%	25.5%	27.6%	28.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.2%	27.7%	14.4%	18.2%	16.8%
货币资金	319.6	810.4	129.9	175.9	222.2	负债权益比	14.0%	38.4%	16.8%	22.2%	20.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.57	1.73	2.96	2.70	3.21
应收帐款	361.2	537.5	773.6	1,087.1	1,437.3	速动比率	3.29	1.35	2.06	1.82	2.25
应收票据	9.2	7.8	13.2	8.6	12.2	利息保障倍数	-19.80	-92.17	33.51	129.34	170.20
预付帐款	13.1	5.8	13.3	10.9	12.3	营运能力					
存货	353.2	426.2	479.2	710.6	782.7	固定资产周转天数	153	119	100	78	64
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	201	199	201
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	390	307	311
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	122	140	145	152	164
长期股权投资	9.6	29.4	39.2	49.0	62.1	存货周转天数	146	121	100	97	97
投资性房地产	-	0.5	0.5	0.5	0.5	总资产周转天数	892	1,059	913	706	641
固定资产	336.2	428.5	471.8	483.9	508.8	投资资本周转天数	708	753	694	581	515
在建工程	95.8	159.3	220.3	282.6	344.3						
无形资产	96.1	121.4	137.5	151.3	163.5	费用率					
其他非流动资产	741.3	1,567.1	1,511.0	1,511.4	1,505.2	销售费用率	10.1%	16.8%	17.5%	16.3%	16.5%
资产总额	2,547.9	4,267.9	3,966.6	4,659.7	5,230.8	管理费用率	12.3%	9.4%	9.8%	9.6%	9.6%
短期债务	146.4	666.8	226.8	106.6	219.3	财务费用率	-0.8%	-0.2%	0.8%	0.2%	0.2%
应付帐款	109.9	349.4	252.7	595.0	491.8	三费/营业收入	21.7%	26.0%	28.0%	26.1%	26.3%
应付票据	6.0	21.8	17.4	39.0	34.1	投资回报率					
其他流动负债	15.7	81.6	36.2	62.5	76.6	ROE	4.4%	4.7%	9.1%	11.5%	13.0%
长期借款	-	-	-	-	10.1	ROA	4.4%	4.7%	8.5%	10.8%	12.4%
其他非流动负债	34.0	64.3	36.6	45.0	48.6	ROIC	9.1%	9.3%	12.1%	14.6%	17.5%
负债总额	311.9	1,183.9	569.6	848.1	880.4	分红指标					
少数股东权益	188.0	316.2	381.6	505.2	674.5	DPS(元)	0.03	0.04	0.09	0.12	0.15
股本	220.6	703.6	764.4	764.4	764.4	分红比率	27.0%	21.5%	24.5%	24.3%	23.4%
留存收益	1,827.1	2,058.3	2,251.0	2,542.1	2,911.6	股息收益率	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%	1.2%
股东权益	2,236.0	3,084.0	3,396.9	3,811.6	4,350.4						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.13	0.19	0.36	0.50	0.63
净利润	111.5	200.3	273.8	381.6	478.6	BVPS(元)	2.91	3.93	3.95	4.33	4.81
加:折旧和摊销	34.6	44.4	50.2	57.4	66.6	PE(X)	95.9	65.7	34.1	24.5	19.5
资产减值准备	2.8	10.0	-	-	-	PB(X)	4.2	3.1	3.1	2.8	2.5
公允价值变动损失	-	-	0.1	-0.1	0.0	P/FCF	-11.2	-55.7	-12.0	351.1	-1,581.1
财务费用	9.7	8.5	12.4	4.7	4.6	P/S	10.8	7.4	5.8	4.3	3.4
投资损失	-7.9	-7.7	-7.8	-7.8	-7.8	EV/EBITDA	17.1	32.1	21.0	14.6	11.8
少数股东损益	21.8	69.4	65.3	123.7	169.2	CAGR(%)	65.5%	47.9%	46.5%	65.5%	47.9%
营运资金的变动	-103.7	21.3	-439.1	-157.4	-516.4	PEG	1.5	1.4	0.7	0.4	0.4
经营活动产生现金流量	66.7	196.3	-45.2	402.1	194.9	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.2	1.4	1.7
投资活动产生现金流量	-12.2	-549.7	-152.6	-141.4	-158.7						
融资活动产生现金流量	95.0	840.3	-482.7	-214.7	10.1						

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