

2017年12月19日

东诚药业 (002675.SZ)

公司快报

入股中硼联康，核药有望走得更远

投资要点

- ◆ **事件**：公司拟以自有资金 1800 万元认购南京中硼联康 216 万元的新增注册资本，占其增资后总股本的 12%。
- ◆ **BNCT 精准癌症放疗，有望成为肿瘤治疗的新选择**：中硼联康是一家长期专注于“硼中子俘获治疗 (BNCT)”产品研发、设备制造及专业配套服务的科技创新型企业，目前已递交国内外多件 BNCT 相关核心专利，致力于研发和制造国内自主创新、适合于医院普及应用的新型 BNCT 癌症放射治疗系统及 BNCT 专用的靶向药物。BNCT 是一种非侵入性的精准癌症放射治疗技术，适用于不易手术的局部肿瘤的治疗，如脑胶质瘤、头颈癌等。BNCT 的治疗过程主要分为两步：**(1) 向病人的肿瘤部位注射硼[B-10]化合物**。硼[B-10]化合物被设计成有很强的肿瘤细胞亲和性，进入人体后能迅速聚集于肿瘤细胞内，而在其它正常组织中分布很少。此外，硼[B-10]是硼一种稳定的同位素，不具有放射性，且硼[B-10]化合物在人体内代谢较快，化合物本身对组织细胞并无毒害作用。**(2) 用中子束照射病人的肿瘤部位**，聚集于肿瘤细胞内的硼[B-10]俘获中子，形成同位素硼[B-11]，进而迅速分裂为高能粒子氦[He-4]和锂[Li-7]，肿瘤细胞最终被氦[He-4]和锂[Li-7]释放的射线杀死。氦[He-4]和锂[Li-7]的辐射半径仅为 5-9 微米（约等于人体细胞的半径），因此 BNCT 在保证杀死肿瘤细胞的同时又不会对周围正常细胞造成损伤，安全性较高。**与目前临床上常规的放、化疗相比，该疗法在定点杀伤肿瘤细胞方面具有独特的优势，副作用也更小，但中子束在人体内的穿透能力有限，故而该疗法暂不适用于人体深处肿瘤的治疗**。该疗法成熟以后，将与目前的临床肿瘤治疗方案形成互补和联用，包括手术、放疗和化疗、靶向药物治疗等，在特定肿瘤（如脑胶质瘤等）的治疗上发挥重要作用。中硼联康的 BNCT 项目尚处于研发早期，属于投入阶段，短期内难以为公司贡献业绩。
- ◆ **入股中硼联康，治疗性核药再添新兵**：公司以原料药业务起家，2015 年开始业务转型，收购云克药业 52.11% 的股权，标志着公司正式进入核医学领域，此后又通过并购的方式先后获得了 GMS 100% 股权和益泰医药 83.5% 股权，目前正在积极推进安迪科的并购工作。再加上本次入股中硼联康，公司在核药领域的布局日趋完善，已经成长为国内核药行业的龙头公司。公司的核药产品可大致分为诊断性核药和治疗性核药两大类。**在诊断性核药方面**，公司上市的产品已经完成了**单光子药物**和**正电子药物**两大板块的覆盖，还有**氯化锶[Sr-89]注射液**等在研品种作为后备力量；**在治疗性核药方面**，公司已上市的产品主要是**云克注射液**和**碘[I-125]密封籽源**，在研的重点产品包括用于恶性肿瘤骨转移治疗的**镱[Re-188]依替膦酸盐注射液**、用于甲状腺疾病诊断和治疗的**碘[I-131]化钠口服溶液**、BNCT 等，后续的储备产品丰富。整体而言，公司目前的发展重心仍然是核医学业务，原料药板块未来对于公司的业绩弹性不会特别大。受益于公司核素药物板块竞争力的不断加强，未来公司在核医学领域的市场份额有望继续提升，持续贡献业绩的增长。
- ◆ **投资建议**：考虑 2018 年增发摊薄，我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别

医药 | 化学原料药 III

投资评级	买入-B(维持)
6 个月目标价	21.2 元
股价(2017-12-18)	12.33 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,675.43
流通市值 (百万元)	7,141.76
总股本 (百万股)	703.60
流通股本 (百万股)	579.22
12 个月价格区间	10.94/15.09 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.31	-5.59	-29.69
绝对收益	1.48	-6.45	-15.02

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

相关报告

- 东诚药业：核医学成长潜力大，原料药稳定性增强 2017-08-13
- 东诚药业：收购安迪科，核医药双寡头格局形成 2017-07-19

为 0.32、0.53 和 0.70 元。基于核药行业寡头垄断的特殊性，我们给予公司买入-B 评级，12 个月目标价为 21.2 元，相当于 2018 年 40 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**研发风险，市场推广不达预期。

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	1,686.1	2,167.5	2,558.7
同比增长(%)	5.8%	45.7%	45.6%	28.6%	18.1%
营业利润(百万元)	128.2	228.8	397.7	548.7	669.8
同比增长(%)	1.4%	78.5%	73.9%	38.0%	22.1%
净利润(百万元)	89.7	131.0	223.4	398.7	534.4
同比增长(%)	-13.7%	45.9%	70.6%	78.5%	34.0%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.32	0.53	0.70
PE	96.7	66.2	38.8	23.5	17.5
PB	4.2	3.1	3.0	2.9	2.6

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	1,686.1	2,167.5	2,558.7	年增长率					
减:营业成本	493.3	612.5	764.7	979.9	1,143.0	营业收入增长率	5.8%	45.7%	45.6%	28.6%	18.1%
营业税费	6.5	13.3	14.4	20.3	25.0	营业利润增长率	1.4%	78.5%	73.9%	38.0%	22.1%
销售费用	80.3	194.9	338.1	412.9	486.2	净利润增长率	-13.7%	45.9%	70.6%	78.5%	34.0%
管理费用	98.0	109.2	152.9	195.7	225.2	EBITDA 增长率	3.0%	72.7%	77.9%	32.7%	21.5%
财务费用	-6.2	-2.5	21.6	12.0	10.6	EBIT 增长率	-2.9%	85.5%	85.3%	33.7%	21.4%
资产减值损失	2.8	10.0	4.6	5.8	6.8	NOPLAT 增长率	-1.7%	84.9%	85.3%	33.7%	21.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	82.0%	39.9%	25.7%	2.5%	15.5%
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%	8.5%	11.0%	11.9%
营业利润	128.2	228.8	397.7	548.7	669.8	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%	54.7%	54.8%	55.3%
利润总额	134.4	242.2	406.0	558.1	680.2	营业利润率	16.1%	19.7%	23.6%	25.3%	26.2%
减:所得税	22.9	41.9	70.3	96.6	117.7	净利润率	11.3%	11.3%	13.2%	18.4%	20.9%
净利润	89.7	131.0	223.4	398.7	534.4	EBITDA/营业收入	19.7%	23.3%	28.5%	29.4%	30.3%
						EBIT/营业收入	15.3%	19.5%	24.9%	25.9%	26.6%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	12.2%	27.7%	18.3%	19.2%	18.0%
货币资金	319.6	810.4	134.9	173.4	204.7	负债权益比	14.0%	38.4%	22.4%	23.8%	22.0%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.57	1.73	2.33	2.45	2.91
应收帐款	361.2	537.5	823.6	1,010.3	1,315.3	速动比率	3.29	1.35	1.64	1.65	2.07
应收票据	9.2	7.8	13.9	7.5	11.7	利息保障倍数	-19.80	-92.17	19.45	46.91	64.48
预付帐款	13.1	5.8	25.4	13.8	28.8	营运能力					
存货	353.2	426.2	488.6	672.1	695.0	固定资产周转天数	153	119	107	103	99
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	201	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	384	308	315
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	98	96	96
投资性房地产	-	0.5	0.5	0.5	0.5	总资产周转天数	892	1,059	893	721	679
固定资产	336.2	428.5	578.1	660.4	741.6	投资资本周转天数	708	753	681	597	552
在建工程	95.8	159.3	163.6	156.9	156.2	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%	20.1%	19.1%	19.0%
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%	9.1%	9.0%	8.8%
资产总额	2,547.9	4,267.9	4,093.4	4,594.6	5,064.3	财务费用率	-0.8%	-0.2%	1.3%	0.6%	0.4%
短期债务	146.4	666.8	399.9	174.2	306.9	三费/营业收入	21.7%	26.0%	30.4%	28.6%	28.2%
应付帐款	109.9	349.4	258.9	568.1	427.0	投资回报率					
应付票据	6.0	21.8	17.8	37.3	29.7	ROE	4.4%	4.7%	7.7%	12.4%	14.7%
其他流动负债	15.7	81.6	35.1	58.2	69.6	ROA	4.4%	4.7%	8.2%	10.0%	11.1%
长期借款	-	-	-	-	30.3	ROIC	9.1%	9.3%	12.3%	13.1%	15.5%
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	748.2	882.7	912.0	DPS(元)	0.03	0.04	0.08	0.13	0.17
少数股东权益	188.0	316.2	428.6	491.3	519.5	分红比率	27.0%	21.5%	24.5%	24.3%	23.4%
股本	220.6	703.6	703.6	758.5	758.5	股息收益率	0.3%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%
留存收益	1,827.1	2,058.3	2,213.0	2,462.0	2,874.3						
股东权益	2,236.0	3,084.0	3,345.2	3,711.9	4,152.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	111.5	200.3	223.4	398.7	534.4	EPS(元)	0.13	0.19	0.32	0.53	0.70
加:折旧和摊销	34.6	44.4	61.4	77.2	94.4	BVPS(元)	2.91	3.93	4.15	4.25	4.79
资产减值准备	2.8	10.0	-	-	-	PE(X)	96.7	66.2	38.8	23.5	17.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.1	3.0	2.9	2.6
财务费用	9.7	8.5	21.6	12.0	10.6	P/FCF	-11.2	-56.2	-11.3	111.1	70.2
投资损失	-7.9	-7.7	-7.8	-7.8	-7.8	P/S	10.9	7.5	5.1	4.3	3.7
少数股东损益	21.8	69.4	112.3	62.8	28.1	EV/EBITDA	17.2	32.3	19.4	15.3	12.8
营运资金的变动	-103.7	21.3	-503.8	-9.6	-478.3	CAGR(%)	60.5%	41.1%	46.0%	60.5%	41.1%
经营活动产生现金流量	66.7	196.3	-92.9	533.2	181.4	PEG	1.6	1.6	0.8	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-12.2	-549.7	-213.4	-162.4	-180.4	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.2	1.3	1.5
融资活动产生现金流量	95.0	840.3	-369.2	-332.3	30.3						

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