

2018年03月08日

证券研究报告·动态跟踪报告

东诚药业 (002675) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 9.92元

目标价: 12.00元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

定增收购无条件通过, 核医学整合持续推进

投资要点

- **事件:** 公司支付现金及发行股份购买资产并募集配套资金事项获得证监会无条件审核通过并复牌。
- **安迪科并购顺利推进, F[18]市场空间巨大。**安迪科主要产品是正电子诊断药物F[18], 广泛用于PET-CT显像诊断, 可早期发现全身肿瘤病灶, 为临床治疗提供参考依据。我国PET(CT)年诊疗人次总数约47万例, 渗透率仅0.2%左右, 远低于发达国家2%的渗透率, 主要是因为我国PET-CT数量少仅355台, 每百万人口保有量为0.25台, 而发达国家平均每百万人保有量超过2台。随着国产PET-CT上市带来设备保有量上升、学术认知度提升带来PET-CT使用频率增加, 对F[18]的需求量也将保持快速增长, 市场需求持续扩大。F[18]的半衰期约为109.77分钟, 完成配置后必须尽快运送到医院才能使用, 核药房的数量成为F[18]快速放量的瓶颈。安迪科目前有6个核药房, 还有6个核药房正在建设中, 另外还将投资建设更多核药房, 公司的核药房数量增长将带来产能快速扩充, 从而推动F[18]的销售快速增长。
- **持续整合核素产业链, 产品梯队齐全+核药房网络布局打造核素药物龙头企业。**东诚药业通过并购形成了初步的核素诊断+治疗产品线。从产品来看, 东诚药业的核素药物产品线齐全, 现有产品(云克注射液、氟[18]-FDG、独家经销氯化铯[89Sr])稳定增长+在研重磅品种获批(铼[188]-HEDP注射液、氟[18]-AV45)+外延并购预期, 能够保证核素药物的产品梯队; 从渠道来看, 东诚药业的安迪科+GMS整合提升核药房盈利能力, 逐步建成覆盖全国的核药房网络掌控终端。公司已完成对安迪科48.5497%股权的现金收购, 通过非公开发行收购剩余股权正在持续推进中。丰富的产品梯队+广泛的营销渠道将推动公司的核素药物业务保持快速增长, 具备发展成全国核素药物龙头的潜力。
- **肝素原料药触底反弹, 价格有望持续提升。**本轮肝素原料药行情的主要推动因素是下游制剂企业的补库存需求和上游原材料涨价, 最终导致肝素原料药价格提升。肝素原料药价格在2016年中开始缓慢回升, 2017年以来提价速度加快。目前肝素价格仍然处在高位, 出口平均单价超过4400美元/千克, 全年价格或将维持在高位, 有望增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。**根据业绩快报, 调整公司盈利预测, 考虑增发股份收购安迪科, 预计2017-2019年EPS分别为0.24元、0.40元、0.53元(原预测值分别为0.28元、0.49元、0.61元), 对应PE分别为42倍、25倍、19倍。维持“买入”评级, 给予2018年30倍PE, 目标价为12.00元。
- **风险提示:** 并购标的收购进度及业绩或不及预期; 原料药出口或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1158.45	1607.82	2026.83	2443.03
增长率	45.73%	38.79%	26.06%	20.53%
归属母公司净利润(百万元)	130.95	167.05	278.92	371.55
增长率	45.92%	27.57%	66.96%	33.21%
每股收益EPS(元)	0.19	0.24	0.40	0.53
净资产收益率ROE	6.50%	7.79%	9.52%	11.43%
PE	53	42	25	19
PB	2.26	2.12	1.55	1.40

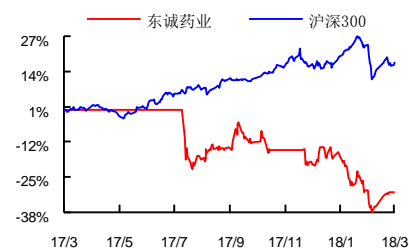
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
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)	7.04
流通A股(亿股)	5.79
52周内股价区间(元)	8.88-14.3
总市值(亿元)	69.80
总资产(亿元)	49.58
每股净资产(元)	4.09

相关研究

1. 东诚药业(002675): 业绩稳定增长, 安迪科收购持续推进 (2017-10-24)
2. 东诚药业(002675): 肝素原料药量价齐升, 核素药物持续并购整合 (2017-08-10)
3. 东诚药业(002675): 核素药物整合加快, 龙头雏形已现 (2017-07-17)
4. 东诚药业(002675): 收购安迪科整合核素产业链, 肝素提价增厚业绩 (2017-07-02)
5. 东诚药业(002675): 肝素原料药量价齐升, 核医学产业链持续整合 (2017-04-24)

关键假设：

假设 1：预计 2018-2019 年肝素原料药销量增速维持在 20%；

假设 2：预计 2018-2019 年安迪科产品销量增速分别为 15%、20%；

假设 3：2018-2019 年云克药业销量增速保持 15%。

分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
肝素原料药	收入	293.7	381.8	458.2	549.8
	增速	8%	30%	20%	20%
	毛利率	24%	35%	35%	35%
硫酸软骨素	收入	301.6	301.6	331.8	364.9
	增速	18%	0%	10%	10%
	毛利率	16%	16%	18%	18%
制剂	收入	124.7	143.4	172.1	206.5
	增速	14%	15%	20%	20%
	毛利率	47%	50%	50%	50%
云克药业	收入	299.0	314.0	361.0	415.2
	增速		5%	15%	15%
	毛利率	92%	92%	92%	92%
中泰生物	收入	119.6	119.6	131.6	144.8
	增速	20%	0%	10%	10%
	毛利率	58%	40%	50%	55%
GMS	收入	243.9	268.3	322.0	386.4
	增速	20%	10%	20%	20%
	毛利率	40%	45%	45%	45%
安迪科	收入	184.3	202.7	233.1	279.7
	增速	16%	10%	15%	20%
	毛利率	73%	75%	75%	75%
其他产品	收入	71.9	79.1	87.0	95.7
	增速	13%	10%	10%	10%
	毛利率	49%	50%	50%	50%
合计	收入	1158.5	1607.8	2026.8	2443.0
	增速	46%	39%	26%	21%
	毛利率	47%	46%	49%	51%

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1158.45	1607.82	2026.83	2443.03	净利润	200.32	257.01	429.10	571.62
营业成本	612.52	869.92	1029.46	1188.53	折旧与摊销	44.41	56.11	67.29	75.76
营业税金及附加	13.27	18.42	23.22	27.99	财务费用	-2.46	36.17	23.00	11.29
销售费用	194.92	249.21	283.76	342.02	资产减值损失	9.96	10.00	10.00	10.00
管理费用	109.22	136.67	162.15	195.44	经营营运资本变动	125.45	-252.34	-261.14	-231.79
财务费用	-2.46	36.17	23.00	11.29	其他	-181.40	-20.00	-20.00	-20.00
资产减值损失	9.96	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	196.28	86.94	248.25	416.87
投资收益	7.74	10.00	10.00	10.00	资本支出	-990.71	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	441.06	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-549.65	-90.00	-90.00	-90.00
营业利润	228.76	297.44	505.25	677.75	短期借款	520.48	-166.83	-200.00	-100.00
其他非经营损益	13.49	13.49	13.49	13.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	242.25	310.93	518.73	691.24	股权融资	607.55	0.00	823.20	0.00
所得税	41.93	53.92	89.63	119.62	支付股利	-24.27	-35.41	-45.17	-75.42
净利润	200.32	257.01	429.10	571.62	其他	-263.49	-42.03	-23.00	-11.29
少数股东损益	69.36	89.95	150.19	200.07	筹资活动现金流净额	840.28	-244.27	555.03	-186.71
归属母公司股东净利润	130.95	167.05	278.92	371.55	现金流量净额	490.88	-247.33	713.28	140.17
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	810.36	563.03	1276.31	1416.47	成长能力				
应收和预付款项	551.03	703.75	922.65	1105.74	销售收入增长率	45.73%	38.79%	26.06%	20.53%
存货	426.19	605.29	716.30	826.98	营业利润增长率	78.48%	30.02%	69.87%	34.14%
其他流动资产	153.28	212.74	268.18	323.25	净利润增长率	79.59%	28.30%	66.96%	33.21%
长期股权投资	29.37	29.37	29.37	29.37	EBITDA 增长率	72.88%	43.96%	52.81%	28.42%
投资性房地产	0.52	0.52	0.52	0.52	获利能力				
固定资产和在建工程	587.72	635.11	671.32	699.07	毛利率	47.13%	45.89%	49.21%	51.35%
无形资产和开发支出	1634.65	1631.55	1628.44	1625.33	三费率	26.04%	26.25%	23.13%	22.46%
其他非流动资产	74.81	74.42	74.03	73.64	净利率	17.29%	15.98%	21.17%	23.40%
资产总计	4267.94	4455.78	5587.12	6100.37	ROE	6.50%	7.79%	9.52%	11.43%
短期借款	666.83	500.00	300.00	200.00	ROA	4.69%	5.77%	7.68%	9.37%
应付和预收款项	148.69	159.80	204.79	242.85	ROIC	7.40%	8.82%	12.61%	15.07%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.37%	24.24%	29.38%	31.31%
其他负债	368.43	496.25	575.47	654.46	营运能力				
负债合计	1183.95	1156.05	1080.26	1097.32	总资产周转率	0.34	0.37	0.40	0.42
股本	703.60	703.60	775.31	775.31	固定资产周转率	3.03	3.26	3.45	3.84
资本公积	1465.34	1465.34	2216.83	2216.83	应收账款周转率	2.61	2.68	2.61	2.51
留存收益	592.95	724.60	958.34	1254.48	存货周转率	1.57	1.69	1.56	1.54
归属母公司股东权益	2767.76	2893.54	3950.49	4246.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.17%	—	—	—
少数股东权益	316.23	406.18	556.37	756.44	资本结构				
股东权益合计	3083.99	3299.73	4506.86	5003.06	资产负债率	27.74%	25.94%	19.33%	17.99%
负债和股东权益合计	4267.94	4455.78	5587.12	6100.37	带息债务/总负债	56.32%	43.25%	27.77%	18.23%
					流动比率	1.73	1.91	3.13	3.55
					速动比率	1.35	1.36	2.43	2.75
					股利支付率	18.53%	21.20%	16.20%	20.30%
					每股指标				
					每股收益	0.19	0.24	0.40	0.53
					每股净资产	4.38	4.69	6.41	7.11
					每股经营现金	0.28	0.12	0.35	0.59
					每股股利	0.03	0.05	0.06	0.11
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	270.72	389.72	595.54	764.80					
PE	53.30	41.78	25.02	18.79					
PB	2.26	2.12	1.55	1.40					
PS	6.03	4.34	3.44	2.86					
EV/EBITDA	24.98	17.56	11.15	8.37					
股息率	0.35%	0.51%	0.65%	1.08%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn