中国平安 保险·银行·投资
平安证券 PING AN SECURITIES

生物医药
2018 年 04 月 25 日

东诚药业 (002675)

业绩符合预期，核医学业务驱动公司持续快速增长

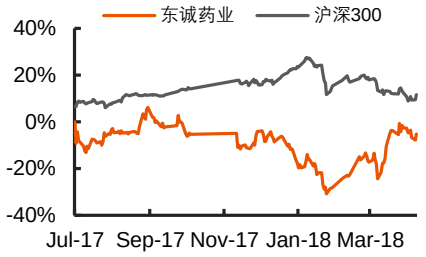
强烈推荐（维持）

现价：12.16 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dcb-group.com
大股东/持股	烟台东益生物工程有限公司/19.62%
实际控制人	由守谊
总股本(百万股)	704
流通 A 股(百万股)	579
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	85.56
流通 A 股市值(亿元)	70.43
每股净资产(元)	4.09
资产负债率(%)	34.10

行情走势图



相关研究报告

《东诚药业*002675*蓬门今始为君开！PET-CT 配置证放开推动 F18 药物市场大扩容》
2018-04-10

证券分析师

叶寅　投资咨询资格编号 S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

韩盟盟　一般从业资格编号 S1060117050129
021-20600641
HANMENGMENG005@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项：

公司公布2017年年报，全年实现收入15.96亿元，同比增长37.74%，实现归母净利润1.73亿元，同比增长31.83%，实现扣非后净利润1.69亿元，同比增长42.47%，EPS为0.25元。拟10派0.27元（含税）。

同时公司公布2018年一季报，2018Q1公司实现收入4.00亿元，同比增长26.33%，实现归母净利润4340万元，同比增长38.93%，实现扣非后净利润4597万元，同比增长47.45%，EPS为0.06元。

年报和一季报业绩符合预期。公司预计1-6月增长35%-65%。

平安观点：

- **核医学版块完成对安迪科并表，静候配置证放开带来的 F18 放量。**公司于 2018 年 4 月完成对安迪科的 100%控股，构建了包含单光子和正电子的完善的核素药物产品线。2018 年 4 月国家卫健委下放 PET-CT 配置审批权，预计全国 PET-CT 装机量和检查人次会大幅增长，预计 2020 年将达到 700 台左右的装机量，长期来看（以日韩为参照），我国理论需求量在 3000 台左右（10 倍空间）。而作为 PET-CT 显影剂的 F18-FDG，国内仅有安迪科和同辐两家企业生产，壁垒高格局好，将充分享受市场扩容机遇。2017 年公司核素药物板块实现收入 5.90 亿元，毛利率达到 85.42%。其中云克药业实现收入 3.20 亿元（+7%），利润 1.46 亿元（+9%）。
- **积极打造诊疗一体化的放射药物创新平台。**子公司益泰医药在研 1.1 类新药铼[188Re]依替膦酸盐注射液，2017 年完成 IIa 期临床 7 个中心 162 例全部临床数据的核查和中心机构质控工作，进入 IIb 期临床。另外如放射性 Y90 微球等品种处于临床前研究阶段，医用同位素生产堆（MIPR）正在申请国家立项。
- **原料药板块触底反弹，制剂业务冉冉升起。**2017 年肝素原料药实现收入 4.21 亿元（+43%），毛利率 20.83%（-3.01pp），缘于粗品价格上涨幅度

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1159	1596	2079	2614	3228
YoY(%)	45.7	37.7	30.3	25.8	23.5
净利润(百万元)	131	173	315	428	561
YoY(%)	45.9	31.8	82.7	35.7	31.1
毛利率(%)	47.1	54.5	57.8	58.6	59.5
净利率(%)	11.3	10.8	15.2	16.4	17.4
ROE(%)	6.5	8.0	11.6	13.4	15.2
EPS(摊薄/元)	0.19	0.25	0.45	0.61	0.80
P/E(倍)	65.3	49.6	27.1	20.0	15.3
P/B(倍)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.2

更大，预计 2018 年肝素原料药仍将维持较高景气度。硫酸软骨素收入 2.42 亿元（-20%），毛利率 26.09%（+10.52pp），主要是低端软骨素价格大幅下跌，母公司药用级占比提高所致，目前硫酸软骨素价格已经从底部回升。那屈肝素推广顺利，预计 2017 年销售 260 万支，2018 年有望实现 400 万支销量。

- **销售投入及汇兑损失增加，拖累 2017 业绩表现。2017 年公司整体毛利率达到 54.54%（+7.41pp），缘于高毛利的核素药物**占比提高。销售费用率达到 20.90%（+10.79pp），缘于那屈肝素市场推广费用增加以及 GMS 等企业的并表。管理费用率 9.12%（-0.31pp）保持平稳。财务费用率达到 3.84%（+4.05pp），尤其随着人民币升值，汇兑损失接近 3000 万元，而 2016 年约为-2000 万，影响公司税前利润 5000 万元。

- **被低估的核医学产业链龙头，维持“强烈推荐”评级。**随着政策的松绑，以及民族工业技术的进步，核医学行业即将迎来大发展。公司完成对安迪科的收购后，实现包括诊断和治疗类核素药物的全覆盖。维持此前预测，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.45、0.61、0.80 元，维持“强烈推荐”评级，目标价 20 元。

- **风险提示：**1）原料药业务业绩波动风险：在进入核医学领域之前，公司以肝素原料药及硫酸软骨素等业务为主，2016 年合计贡献收入 5.95 亿元，原料药价格有一定波动性，可能带来业绩不确定性。2）财务费用增加：公司 2014-2016 年财务费用均为负值，随着外延并购的增加，2017Q3 资产负债率已经上升至 34.12%，前三季度财务费用达到 3800 万。3）研发风险：公司有多个核医学领域的创新药物处于临床及临床前研究阶段，如 II 期临床的 1 类新药铼 188-依替膦酸等，研发能否成功并顺利获批上市具有不确定性。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2082	1753	2410	2623
现金	378	208	261	541
应收账款	661	609	989	805
其他应收款	9	164	127	232
预付账款	5	22	6	26
存货	575	596	876	867
其他流动资产	1028	750	1027	1019
非流动资产	3191	3120	3108	3092
长期投资	815	815	815	815
固定资产	598	617	615	604
无形资产	206	206	205	204
其他非流动资产	1572	1482	1473	1468
资产总计	5273	4873	5518	5714
流动负债	1281	1198	1371	968
短期借款	403	536	405	0
应付账款	66	31	89	80
其他流动负债	811	630	877	888
非流动负债	704	59	68	69
长期借款	624	0	0	0
其他非流动负债	80	59	68	69
负债合计	1984	1257	1439	1037
少数股东权益	386	491	612	761
股本	704	704	704	704
资本公积	1461	1432	1432	1432
留存收益	737	990	1332	1781
归属母公司股东权益	2903	3125	3467	3916
负债和股东权益	5273	4873	5518	5714

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	209	589	318	825
净利润	265	315	428	561
折旧摊销	58	56	61	65
财务费用	46	48	29	9
投资损失	-15	-10	-10	-10
营运资金变动	-401	75	-310	50
其他经营现金流	257	105	121	149
投资活动现金流	-1128	-25	-38	-40
资本支出	-44	-60	-50	-50
长期投资	-742	0	0	0
其他投资现金流	-342	35	12	10
筹资活动现金流	429	-734	-227	-505
短期借款	-263	133	-131	-405
长期借款	624	-624	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-10	-30	0	0
其他筹资现金流	78	-213	-96	-100
现金净增加额	-490	-170	54	280

利润表 单位：百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1596	2079	2614	3228
营业成本	725	878	1082	1308
营业税金及附加	20	21	30	37
营业费用	334	450	577	726
管理费用	145	187	248	307
财务费用	61	48	29	9
资产减值损失	12	5	5	5
公允价值变动收益	-6	0	0	0
投资净收益	15	10	10	10
营业利润	314	500	653	847
营业外收入	2	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	315	504	657	850
所得税	51	83	108	140
净利润	265	420	549	710
少数股东损益	92	105	121	149
归属母公司净利润	173	315	428	561
EBITDA	425	603	743	921
EPS（元）	0.25	0.45	0.61	0.80

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	37.7	30.3	25.8	23.5
营业利润(%)	37.3	59.1	30.7	29.6
归属于母公司净利润(%)	31.8	82.7	35.7	31.1
获利能力				
毛利率(%)	54.5	57.8	58.6	59.5
净利率(%)	10.8	15.2	16.4	17.4
ROE(%)	8.0	11.6	13.4	15.2
ROIC(%)	11.0	11.5	14.4	16.8
偿债能力				
资产负债率(%)	37.6	25.8	26.1	18.2
净负债比率(%)	-8.9	11.9	11.3	15.1
流动比率	1.6	1.5	1.8	2.7
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6
应收账款周转率	2.7	3.3	3.3	3.6
应付账款周转率	26.5	42.6	43.5	38.1
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.45	0.61	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.84	0.45	1.17
每股净资产(最新摊薄)	4.1	4.4	4.9	5.6
估值比率				
P/E	49.6	27.1	20.0	15.3
P/B	2.9	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	22.0	15.6	12.6	9.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033