



2018-09-10

公司点评报告

买入/维持

东诚药业 (002675)

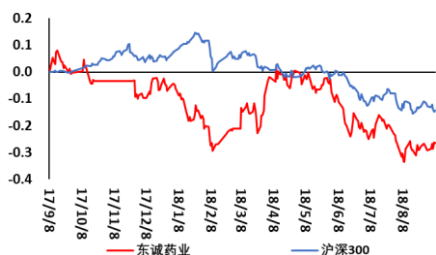
目标价: 13.73

昨收盘: 9.23

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

## 东诚药业 (002675) 事件点评: 签署多个合作协议, 积极布局核医药全产业链

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	775/578
总市值/流通(百万元)	7158/5334
12个月最高/最低(元)	13.59/8.34

## 相关研究报告:

东诚药业 (002675) 深度报告: 核药龙头, 重装启航-180615

东诚药业 (002675) 中报点评: 核药快速增长, 业绩符合预期-180813

## 证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

## 证券分析师助理: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

**事件一:** 公司于9月6日公告, 与国投聚力投资管理有限公司签署框架协议, 拟成立东诚国聚核药中心投资有限合伙企业, 共同加强核医药领域的投资, 包括但不限于核药中心建设与收购。SPV 总规模暂不低于人民币10亿元, 其中暂定由东诚药业出资28%, 核药中心的管理团队出资2%, 国投聚力成立或指定的主体出资70%。

**事件二:** 公司于9月10日公告, 与中国科学院近代物理研究所签订战略合作框架协议, 合资成立新型核素及核药创新研发公司。公司股权比例暂定为60-70%, 近代物理所股权比例暂定为40-30%。

## 事件一点评:

## 1) 核药处于加速发展阶段, 全国化布局势在必行

中国同辐在招股书中披露, 拟在全国新建26个核药房。东诚目前10个核药房, 自有资金在建设核药房10个, 基本覆盖发达地区。本次合作建设核药房将布局在非发达地区。单个核药房建设需要4000-5000万元, 资金投入较大, 通过本次与国投聚力合作, 能够很好地解决扩张资金来源问题, 快速实现核药房全国性的、特别是对于相对偏远地区的布局, 持续分享核医药市场红利。

## 2) 采取体外培育方式, 确保上市公司利益最大化

东诚国聚核药中心SPV的经营期限最长暂不超过6年, 并设有退出机制, 退出期届满, 在达到收购条件后, 公司拟以现金、股票或现金和股票结合的形式收购上述核药中心项目。由于核药房有3年的建设周期, 建成后第2年可实现盈利, 即第5年开始盈利, 而公司可以选择在第6年注入, 对应估值不高。并且随着公司利润持续增长, 市值也在逐步提升, 采用定增方式进行收购预计摊薄较小。我们认为选择首先在体外孵化, 然后注入上市公司方式能够减少对于公司业绩的扰动。

## 事件二点评:

## 进入回旋加速器生产领域, 打造核医药全产业链

双方合作研制的首个产品为中高能量和束流强度的质子回旋加速器及相关放射性同位素药物产生系统。回旋加速器是生产短半衰期核素的装置, 目前我国回旋加速器市场参与者主要有GE中国、IBA中国及安迪科(代理日本住友重工产品)等3家企业, 市场竞争不充分。通过本次合作, 公司进入到回旋加速器生产领域, 完成了“设备生产-核药

研发-核药生产-核药销售”一体化布局, 形成了核医药全产业链。子公司安迪科能够提供为医院提供回旋加速器采购安装、维护保养、以及后续核药生产、核药房运营等多项服务。未来设备研制成功上市后, 有望利用丰富的运营经验快速开拓市场。该设备不仅可生产已上市的核素 $^{18}\text{F}$ 、 $^{111}\text{In}$ 、 $^{123}\text{I}$ 、 $^{68}\text{Ge}$ 、 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 等, 同时可探索生产发射 $\alpha$ 粒子的核素如 $^{211}\text{At}$ 、 $^{225}\text{Ac}$ 、 $^{223}\text{Ra}$ 和 $^{227}\text{Th}$ 等。对于目前临床使用量大的诊断性核素如 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 等具有较大意义, 目前 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 主要由钼铯发生器生产, 由于核反应堆整修和维护成本增加、生产所用的靶材从高浓铀-235转换为低浓铀-235、加拿大生产钼-99的核反应堆于2016年停产导致供应减少等因素共同影响, 使得钼-99价格大幅上涨。未来设备研制成功上市后将能够确保核素的稳定供应, 意义重大。

### 盈利预测和投资评级

我们认为公司积极在核医药生产、研发领域一系列布局彰显出公司在该领域深耕的决心。核医药行业壁垒高, 市场空间大, 成长性好, 此外PETCT配置审批权限下放, SPECT配置无需审批, 政策利好加快相关设备装机量提速, 钼 $^{99\text{m}}\text{Tc}$ 标记药物和 $^{18}\text{F}$ -FDG有望迎来快速增长期。2017年核心的8个核药中国市场规模仅30亿元, 未来市场空间10倍以上, 诊断性核药保证公司未来5年高速增长, 治疗性核药打开中长期成长天花板。预计18/19/20公司归母净利润分别为3.00亿、3.89亿和4.95亿元, 增速为73%/30%/27%, 对应EPS分别为0.39元、0.50元、0.64元, PE分别为23.67X、18.46X和14.42X。公司估值: **1) 核医药:** 18年归母净利润2.20亿元, 增长95%, 考虑核医药板块2家寡头竞争, 壁垒极高, 竞争格局好, 市场空间大, 盈利能力极强, 应给予一定估值溢价, 给予40倍PE, 对应2018年市值88亿元。**2) 普通制剂:** 以那屈肝素钙为代表的低分子肝素制剂保持快速增长, 有望陆续获批依诺肝素、达肝素, 18年净利润0.52亿元, 给与30倍PE, 对应2018年市值15.6亿元。**3) 原料药扣除集团费用等:** 18年净利润0.28亿元, 给予10倍PE, 对应2018年市值2.8亿元, 合理市值106亿元。维持“买入”评级。

**风险提示:** 原料药业务波动影响整体净利润; 核素药物增速不及预期; 利好政策落地进度缓慢。

盈利拆分及预测 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>一.核医药</b>								
收入	367	590	1002	1228	1553	1896	2330	2753
yoy		61%	70%	23%	27%	22%	23%	18%
净利润	147	196	343	424	533	654	798	973
yoy		33%	75%	24%	26%	23%	22%	22%
贡献母公司利润	77	113	220	292	376	473	590	734
yoy		47%	94%	32%	29%	26%	25%	24%
<b>1.云克药业(持股52.11%)</b>								
收入	300	320	400	492	590	679	781	898
yoy		7%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
净利润	134	141	176	217	260	299	344	396
yoy		5%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	70	73	91	112	135	155	178	205
yoy		5%	25%	23%	20%	15%	15%	15%
<b>2.安迪科 (18年并表)</b>								
收入	185	233	291	379	492	615	757	931
yoy		26%	25%	30%	30%	25%	23%	23%
净利润	66	83	103	134	175	218	268	330
yoy		25%	25%	30%	30%	25%	23%	23%
贡献母公司利润		6	90	134	175	218	268	330
yoy				49%	30%	25%	23%	23%
<b>3.GMS (16年并表, 主要经营主体上海欣科, 持股51%)</b>								
收入	67	270	310	357	410	472	543	624
yoy		306%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	13	55	63	73	84	96	111	127
yoy			15%	15%	15%	15%	15%	15%
贡献母公司利润	7	34	39	45	52	59	68	79
yoy			15%	15%	15%	15%	15%	15%
<b>4.其他</b>								
收入					60	130	250	300
贡献母公司利润					15	40	75	120
<b>二.普通制剂</b>								
贡献母公司利润		37	52	70	91	114	136	164
yoy			40%	35%	30%	25%	20%	20%
<b>三.原料药</b>								
贡献母公司利润		117	135	135	135	135	135	135
<b>1.集团API(肝素钠+硫酸软骨素)</b>		105	105	105	105	105	105	105
<b>2.中泰生物</b>		12	30	30	30	30	30	30
<b>四.汇兑损益</b>								
贡献母公司利润		-25	0	0	0	0	0	0
<b>五.集团费用及其他</b>								
贡献母公司利润		-69	-107	-107	-107	-107	-107	-107
<b>合计:</b>								
贡献母公司利润	131	173	300	389	495	614	754	925
yoy		31%	73%	30%	27%	24%	23%	23%
EPS	0.17	0.22	0.39	0.50	0.64	0.79	0.97	1.19

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。