

通化东宝 股票代码：600867.SH

胰岛素业务稳定增长，慢病管理逐步推进

事项：

公司披露 2016 年年报，报告期内实现营业收入 20.40 亿元，同比增长 22.23%；实现归母净利润 6.41 亿元，同比增长 30.02%，扣非后归母净利润 6.23 亿元，同比增长 34.93%。公司 2016Q4 实现营收 5.62 亿元，同比增长 30.44%，实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 35.22%，实现扣非后归母净利润 1.28 亿，同比增长 21.31%。公司业绩符合预期。公司公布利润分配及送转方案，拟每 10 股派发现金红利 2 元（含税），每 10 股送红股 2 股。

主要观点

1. 重组胰岛素产品保持稳健增长，医保目录调整起到积极作用

公司核心品种重组人胰岛素系列产品实现销售收入 15.99 亿元，同比增长 16.38%，毛利率 87.79%，较上年增加 2.23 个百分点。分产品来看，主力品种预混胰岛素 30R 实现销售收入 11.99 亿元，销量同比增长 14.57%；预混胰岛素 50R 实现销售收入 1.22 亿元，销量同比增长 29.42%；重组人胰岛素实现销售收入 1.44 亿元，销量同比增长 27.90%；精蛋白重组人胰岛素实现销售收入 4296 万元，销量同比增长 25.35%；独家剂型 40R 借助差异化竞争保持快速增长，实现销售收入 6088 万元，销量同比增长 133.19%。

此次医保目录调整，重组人胰岛素及预混胰岛素（30R、40R、50R）均由医保乙类调整为甲类，报销比例提升至 100%。由于重组人胰岛素（短效、中效和预混 30R）本身就被纳入 2012 版的基药目录，基药报销比例高于非基药，则该产品报销比例的提升空间较小，但对于 40R、50R 预混胰岛素的销量将带来明显提升。此外，由于对三代胰岛素的限制条件由限反复发低血糖的 I 型、脆性糖尿病更改为限 I 型糖尿病患者、其他短效胰岛素和口服药/中长效胰岛素难以控制的 II 型糖尿病患者，我们认为三代胰岛素的使用条件变得更为严格，尤其是对于初诊糖尿病患者使用三代胰岛素上会受到一定限制，对于二代胰岛素来说是一个利好。

2. 降糖药新品管线丰富，提供长期驱动力

胰岛素类似物方面：甘精胰岛素已基本完成临床研究，原计划 16 年下半年申报生产，但因 CFDA 发布新的核查标准和要求新增 HIS 查询等程序，多数研究中心存在机构质控和 HIS 查询排队等情况，导致项目收尾时间延长，预计 17 年上半年申报生产；门冬胰岛素现处于 III 期临床数据整理、HIS 查询、项目自查和机构质控阶段；门冬胰岛素 30 现处于 III 期临床试验单位合同洽谈阶段；门冬胰岛素 50 现处于 III 期临床受试者招募阶段；地特胰岛素现处于 CDE 专业审评过程中；赖脯胰岛素、赖脯胰岛素 25 及 50 处于临床前研究阶段。

GLP-1 受体激动剂类方面：利拉鲁肽预计 17 年上半年完成药效、药代动

目标价：- RMB

当前股价：20.74RMB

投资评级 推荐

评级变动 首次评级

证券分析师



证券分析师：张文录

执业编号：S0360515080001
电话：010-63214669
邮箱：zhangwenlu@hcyjs.com



联系人：李明蔚

电话：010-63214656
邮箱：limingwei@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	142,193
流通 A 股/B 股(万股)	136,330/-
资产负债率(%)	15.6
每股净资产(元)	2.8
市盈率(倍)	46.01
市净率(倍)	7.49
12 个月内最高/最低价	24.32/19.58

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

力学研究；度拉糖肽预计 2017 年上半年启动药理毒理试验。

口服降糖药方面：瑞格列奈片及瑞格列奈二甲双胍片即将启动 BE 研究；曲格列汀及其片剂正在等待药审中心技术审评结果；西格列汀及西格列汀二甲双胍片正在进行 BE 试验的前期筹备工作。

预计三代胰岛素中的重磅产品甘精胰岛素及门冬胰岛素或将于 18 年下半年陆续上市，为公司业绩带来弹性。DPP-4 抑制剂及 GLP-1 受体激动剂的开发丰富了公司的降糖药管线，未来将助力公司向覆盖糖尿病各阶段全产业链的巨头迈进。

3.血糖监测业务快速增长，慢病管理平台稳步推进

公司医疗器械板块实现营收 2.33 亿元，同比增长 55.27%，毛利率 23.6%，较上年增加 13.58 个百分点，主要系公司取得华广生技血糖监测产品的大陆总代理权，接管其原有试纸销售推广，各规格瑞特血糖试纸的单项收入过亿，同比增长 2 倍。公司“你的医生”app 搭载华广生技血糖仪，实现血糖监测和医院智能血糖管理的糖尿病慢病管理平台的搭建，平台将与公司现有血糖仪、胰岛素产品相结合产生协同效应。

4.规模效应持续显现

公司产品综合毛利率 75.89%，较去年增加 0.63%，其中胰岛素产品的毛利率 87.79%，较去年增加 2.23 个百分点，公司近年来胰岛素产品的毛利率稳步上升，规模效应持续显现。费用方面，公司销售费用率 24.23%，较去年下降 3.76 个百分点，管理费用率 11.21%，较去年下降 1.42 个百分点，主要系公司近年来市场覆盖开发工作基本完成，预算制自主经营带来规模效应体现；公司财务费用率 2.29%，较去年增加 1.27 个百分点，主要系本年度房地产开发项目已竣工预售，资本化利息减少。

5.投资建议：

预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 8.49 亿、10.69 亿、13.26 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.75 元、0.93 元，对应 PE 分别为 35 倍、28 倍、22 倍，予以“推荐”评级。

6.风险提示：

三代胰岛素获批进度低于预期。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	236	2,194	3,471	4,918
应收票据	4	5	5	6
应收账款	450	525	637	791
预付账款	43	45	51	62
存货	1,048	1,104	1,267	1,532
其他流动资产	429	433	438	442
流动资产合计	2,210	4,305	5,869	7,751
其他长期投资	49	49	49	49
长期股权投资	283	283	283	283
固定资产	1,224	1,056	911	786
在建工程	627	502	401	321
无形资产	125	131	138	145
其他非流动资产	156	164	172	181
非流动资产合计	2,465	2,186	1,955	1,765
资产合计	4,675	6,491	7,825	9,516
短期借款	410	574	804	1,125
应付票据	0	0	0	0
应付账款	91	95	109	132
预收款项	5	6	8	10
其他应付款	86	87	87	88
一年内到期的非流动负债	20	694	707	722
其他流动负债	27	28	29	29
流动负债合计	639	1,483	1,744	2,105
长期借款	60	66	73	80
应付债券	0	120	120	120
其他非流动负债	31	30	30	30
非流动负债合计	91	216	223	230
负债合计	730	1,699	1,966	2,335
归属母公司所有者权益	3,939	4,788	5,857	7,183
少数股东权益	6	4	1	-3
所有者权益合计	3,945	4,792	5,858	7,181
负债和股东权益	4,675	6,491	7,825	9,516

现金流量表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	364	942	1,011	1,122
现金收益	848	1,078	1,284	1,535
存货影响	-93	-56	-163	-265
经营性应收影响	-74	-83	-125	-172
经营性应付影响	46	6	16	26
其他影响	-362	-2	-2	-2
投资活动现金流	-487	107	82	63
资本支出	-501	112	88	69
股权投资	-155	2	2	3
其他长期资产变化	169	-8	-8	-9
融资活动现金流	146	909	185	262
借款增加	-633	964	250	343
财务费用	-47	-54	-65	-81
股东融资	827	0	0	0
其他长期负债变化	-2	-1	0	0

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,040	2,392	2,902	3,603
营业成本	492	518	595	719
营业税金及附加	19	22	26	32
销售费用	494	533	624	796
管理费用	229	258	325	404
财务费用	47	54	65	81
资产减值损失	6	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-14	2	2	3
营业利润	739	1,002	1,263	1,567
营业外收入	26	3	3	3
营业外支出	6	1	1	1
利润总额	759	1,004	1,265	1,569
所得税	120	158	199	246
净利润	639	847	1,066	1,322
少数股东损益	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	641	849	1,069	1,326
NOPLAT	680	894	1,123	1,392
EPS(摊薄) (元)	0.45	0.60	0.75	0.93

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	22.2%	17.2%	21.3%	24.2%
EBIT 增长率	40.8%	31.5%	25.6%	24.0%
归母净利润增长率	30.0%	32.5%	25.9%	24.0%
获利能力				
毛利率	75.9%	78.3%	79.5%	80.0%
净利率	31.3%	35.4%	36.7%	36.7%
ROE	16.3%	17.7%	18.3%	18.5%
ROIC	19.4%	16.4%	16.4%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	15.6%	26.2%	25.1%	24.5%
债务权益比	13.2%	31.0%	29.6%	28.9%
流动比率	345.8%	290.2%	336.6%	368.1%
速动比率	181.8%	215.8%	263.9%	295.3%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4
应收帐款周转天数	79	79	79	79
应付帐款周转天数	66	66	66	66
存货周转天数	767	767	767	767
每股指标(元)				
每股收益	0.45	0.60	0.75	0.93
每股经营现金流	0.26	0.66	0.71	0.79
每股净资产	2.77	3.37	4.12	5.05
估值比率				
P/E	46	35	28	22
P/B	7	6	5	4
EV/EBITDA	31	24	20	17

资料来源：公司报表、华创证券

生物医药组分析师介绍

华创证券首席分析师：张文录

吉林大学和军事医学科学院理学硕士。曾任职于华润双鹤、中富投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券高级分析师：宋凯

北京化工大学工学硕士。曾任职于天相投资、中邮证券、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：邱旻

日本东京大学药学学士和技术经营战略学硕士。曾任职于日本 ABeam 咨询、博云投资、东兴证券。2015 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：孙渊

中国药科大学理学硕士。曾任职于西京医院、默沙东投资有限公司。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券分析师：李明蔚

上海交通大学医学博士。曾任职于上海市瑞金医院。2016 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	崔文涛	销售副总监	010-66500827	cuiwentao@hcyjs.com
	温雪姣	销售经理	010-66500852	wenxuejiao@hcyjs.com
	黄旭东	销售助理	010-66500801	huangxudong@hcyjs.com
	杜飞	销售助理	010-66500827	dufei@hcyjs.com
	王小婷	销售助理	010-63214683	wangxiaoting@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理兼广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	高级销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	李梦雪	销售经理	0755-82027731	limengxue@hcyjs.com
	罗颖茵	销售助理	0755 83479862	luoyingyin@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	销售副总监	021-20572595	shilu@hcyjs.com
	李茵茵	高级销售经理	021-20572582	liyinyin@hcyjs.com
	沈晓瑜	高级销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	陈晨	销售经理	021-20572597	chenchen@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%—20%；
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间；
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%—20%之间。

行业投资评级说明：

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上；
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 3402 室 华创证券
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500