

通化东宝 (600867)

增持 (维持)

业绩保持较快增长，看好三代胰岛素空间

2017年08月07日

市场数据

报告日期	2017-08-07
收盘价(元)	17.41
总股本(百万股)	1706.32
流通股本(百万股)	1635.96
总市值(百万元)	29707.03
流通市值(百万元)	28482.12
净资产(百万元)	4065.22
总资产(百万元)	4758.98
每股净资产	2.38

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2040	2417	2905	3501
同比增长(%)	22.2%	18.5%	20.2%	20.5%
净利润(百万元)	641	844	1110	1426
同比增长(%)	30.0%	31.6%	31.5%	28.5%
毛利率(%)	75.9%	77.0%	79.4%	81.4%
净利率(%)	31.4%	34.9%	38.2%	40.7%
净资产收益率(%)	16.3%	18.7%	19.7%	20.2%
每股收益(元)	0.38	0.49	0.65	0.84
每股经营现金流(元)	0.43	0.67	0.62	0.74

相关报告

《甘精胰岛素即将报产，未来空间广阔》2017-06-19

《业绩较快增长，三代胰岛素即将报产》2017-04-27

《利润较快增长，研发及慢病管理稳步推进》2017-04-12

分析师：

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理：

杜向阳

duxiangyang@xyzq.com.cn

投资要点

- 近日，通化东宝公布了其 2017 年中报，报告期内公司实现销售收入 11.82 亿元，同比增长 32.69%，实现归属于母公司净利润 4.1 亿元，同比增长 30.21%；扣非净利润 4.06 亿元，同比增长 30%。
- **盈利预测：**我们认为，在发病率/治疗率提升、医保覆盖力度增强以及产品升级换代的影响下，国内胰岛素市场在未来相当长的时期内都有望保持较快增长，公司作为国内二代胰岛素的内资龙头企业，通过近几年的基层渠道建设，销售规模效应逐渐显现，在研品种丰富，管理激励机制日益完善，毛利润率和费用弹性也将逐步显现，随着未来产品梯队的不断完善，其产品销售集群化的效应将日益凸显，后续通过合理的线上线下患者管理，也有望进一步增强客户粘性，保持产品销售的快速增长。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.49、0.65、0.84 元，当前股价对应估值分别为 35、27、21 倍，维持对公司“增持”评级。
- **风险提示：**新产品研发进展低于预期、招标政策变化导致主导产品中标不佳。

报告正文**事件**

近日，通化东宝公布了其 2017 年中报，报告期内公司实现销售收入 11.82 亿元，同比增长 32.69%，实现归属于母公司净利润 4.1 亿元，同比增长 30.21%；扣非净利润 4.06 亿元，同比增长 30%。

点评

- 公司的当前业绩符合我们此前预期（同比增长 30%-35%，EPS 0.24-0.25）。
- **二代胰岛素制剂收入保持较快增长。**由于公司多年来持续重点开拓基层医疗市场，二代胰岛素占有率持续提升。报告期内，二代胰岛素实现收入 9.12 亿元，同比增长 25.13%；其中原料药出口收入预计较少，制剂收入增速估计达到 28%左右。随着 2017 版医保目录调整，甘舒霖 40R 直接调入甲类目录、甘舒霖 30R、甘舒霖 R、甘舒霖 50R 由乙类调整到甲类，公司核心胰岛素产品未来实现全额报销，预计未来有望进一步拉动产品放量。我们预计全年二代胰岛素收入有望持续达到 20%以上增长。其他业务方面，医疗器械业务和地产业务收入分别实现 1.3 亿元（+19.76%）、8456 万元。
- **甘精胰岛素即将报产，其他糖尿病药物研发逐步推进。**甘精胰岛素注射液已通过了临床试验总结报告，目前正在医院进行结题和盖章工作，待此项工作结束后，将进行申报生产；门冬胰岛素注射液处于临床总结阶段。门冬胰岛素 50 注射液和门冬胰岛素 30 注射液先后启动了 III 期临床研究。GLP-1 类药物利拉鲁肽注射液和度拉糖肽注射液正在开展临床前研究；口服降糖药磷酸西格列汀片及西格列汀二甲双胍片已完成 BE 备案，预计下半年开展 BE 实验。
- **激励机制持续完善。**2017 年 4 月 12 日，公司发布高级管理人员薪酬管理制度，完善公司内部分配机制，进一步调动公司管理层的积极性，该制度自 2017 年 1 月起生效。此外，2016 年 8 月完成了针对控股股东、实际控制人、管理层、中层骨干的定增，定增价 18.68 元/股（未除权）。上市公司管理层和销售骨干通过吉祥创赢和吉发智盈间接参与了定增，锁定期 3 年至 2019 年 8 月 5 日。
- **财务指标稳健：**报告期内，整体毛利率 75.10%，同比下降 2.07pp。期间费用率 33.33%，同比下降 2.42pp。其中销售费用率 23.11%，同比下降 0.09%。管理费用率 9.43%，同比下降 0.23pp。财务费用率同比下降 2.1pp，主要由于定增资金带来财务费用改善。报告期内，公司应收账款为 5.0 亿元，同比增长 26.95%；公司现金流较好，经营性净现金流为 4.61 亿元，同比增长 24.93%，主要是销售回款较快所致。其他财务指标：长期借款和短期借款同比大幅减少的主要由于偿还银行借款所致。

- **盈利预测：**我们认为，在发病率/治疗率提升、医保覆盖力度增强以及产品升级换代的影响下，国内胰岛素市场在未来相当长的时期内都有望保持较快增长，公司作为国内二代胰岛素的内资龙头企业，通过近几年的基层渠道建设，销售规模效应逐渐显现，在研品种丰富，管理激励机制日益完善，毛利润率和费用弹性也将逐步显现，随着未来产品梯队的不断完善，其产品销售集群化的效应将日益凸显，后续通过合理的线上线下患者管理，也有望进一步增强客户粘性，保持产品销售的快速增长。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.49、0.65、0.84 元，当前股价对应估值分别为 35、27、21 倍，维持对公司“增持”评级。
- **风险提示：**新产品研发进展低于预期、招标政策变化导致主导产品中标不佳。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2210	3003	4038	5580
货币资金	236	1141	1942	3162
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	450	594	728	920
其他应收款	22	24	34	45
存货	1048	1189	1276	1389
非流动资产	2465	2534	2536	2434
可供出售金融资产	36	70	70	70
长期股权投资	283	213	248	231
投资性房地产	13	13	13	13
固定资产	1224	1522	1627	1609
在建工程	625	413	241	131
油气资产	0	0	0	0
无形资产	125	170	215	260
资产总计	4675	5537	6574	8013
流动负债	639	309	220	236
短期借款	410	80	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	91	79	91	104
其他	139	150	129	133
非流动负债	91	67	83	80
长期借款	60	60	60	60
其他	31	7	23	20
负债合计	730	376	303	316
股本	1422	1706	1706	1706
资本公积	1202	1202	1202	1202
未分配利润	942	1134	2133	3416
少数股东权益	6	6	6	6
股东权益合计	3945	4521	5631	7057
负债及权益合计	4675	4897	5934	7373

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	641	844	1110	1426
折旧和摊销	1	166	188	201
资产减值准备	6	2	-0	-1
无形资产摊销	31	31	31	31
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	45	7	-23	-45
投资损失	14	-4	-5	-5
少数股东损益	-2	0	0	0
营运资金的变动	-141	-133	241	303
经营活动产生现金流量	726	1146	1054	1268
投资活动产生现金流量	-838	-256	-196	-94
融资活动产生现金流量	136	-624	-57	45
现金净变动	23	266	801	1220
现金的期初余额	212	236	1141	1942
现金的期末余额	236	501	1942	3162

利润表

单位: 百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2040	2417	2905	3501
营业成本	492	557	597	650
营业税金及附加	19	17	19	23
销售费用	494	587	697	826
管理费用	229	273	325	385
财务费用	47	7	-23	-45
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-14	4	5	5
营业利润	739	981	1294	1667
营业外收入	26	10	14	17
营业外支出	6	0	3	3
利润总额	759	991	1304	1681
所得税	120	147	194	255
净利润	639	844	1110	1426
少数股东损益	-2	0	0	0
归属母公司净利润	641	844	1110	1426
EPS (元)	0.38	0.49	0.65	0.84

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性 (%)				
营业收入增长率	22.2%	18.5%	20.2%	20.5%
营业利润增长率	29.8%	32.7%	31.9%	28.9%
净利润增长率	30.0%	31.6%	31.5%	28.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	75.9%	77.0%	79.4%	81.4%
净利率	31.4%	34.9%	38.2%	40.7%
ROE	16.3%	18.7%	19.7%	20.2%

偿债能力 (%)

资产负债率	15.6%	7.7%	5.1%	4.3%
流动比率	3.46	9.70	18.35	23.61
速动比率	1.80	5.82	12.49	17.68

营运能力 (次)

资产周转率	0.48	0.47	0.48	0.48
应收帐款周转率	3.56	3.56	3.55	3.57

每股资料 (元)

每股收益	0.38	0.49	0.65	0.84
每股经营现金	0.43	0.67	0.62	0.74
每股净资产	2.31	2.65	3.30	4.13

估值比率 (倍)

PE	46.35	35.21	26.76	20.83
PB	7.54	6.58	5.28	4.21

公司点评报告

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
 中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
 减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理				
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯 诚	021-38565411
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915
			王 溪	021-20370618
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716
			胡 岩	021-38565982
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955				
北京地区销售经理				
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197
			刘晓浏	010-66290220
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈 杨	010-66290197
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220				
深圳地区销售经理				
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话
朱元斌	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	杨 剑	0755-82797217
李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn		
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017				
国际机构销售经理				
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955				
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理				
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777
唐 恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837
王 磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn		
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955				

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。