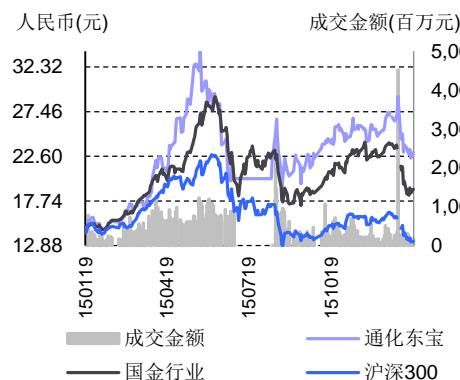


市场价格 (人民币): 23.04 元
 目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,131.60
总市值(百万元)	26,169.55
年内股价最高最低(元)	34.02/14.28
沪深 300 指数	3130.73
上证指数	2913.84



相关报告

- 《东宝优势、全球资源-通化东宝公告点评》, 2016.1.7
- 《三季度利润高增长, 长期投资价值突出;-通化东宝业绩点评》, 2015.10.27
- 《整合资源, 赢得未来;-通化东宝公司研究》, 2015.8.31

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
 litaol@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

业绩持续超预期, 现在为最佳买点

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.197	0.272	0.427	0.558	0.777
每股净资产(元)	2.14	2.08	2.42	2.90	3.63
每股经营性现金流(元)	0.24	0.20	0.29	0.63	1.05
市盈率(倍)	77.54	57.44	63.65	40.18	28.86
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	127.79	103.71	103.71
净利润增长率(%)	193.28%	52.13%	73.30%	30.65%	39.25%
净资产收益率(%)	9.24%	13.09%	19.48%	21.20%	23.61%
总股本(百万股)	931.46	1,030.10	1,135.83	1,135.83	1,135.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2015 年业绩预告, 预计 2015 年净利润同比增长 70-80%, 对应净利润为 4.76 亿-5.04 亿, 我们预计净利润在 4.9 亿元左右, 超出市场预期。

点评

- **收入稳定增长, 规模效应、税收因素贡献利润高增长。** 公司出售通葡股份的股权获得投资收益 3669 万, 贡献净利润约 3100 万, 扣除该因素影响, 公司 2015 年净利润增速 65% 左右。我们估计 2015 年度公司核心品种胰岛素增长 20% 左右, 在医药行业整体增速放慢的时候, 公司业务丝毫没有受到影响, 显示了细分领域的高景气度及公司产品 and 渠道的综合优势。此外, 随着公司销售规模扩大, 规模效应持续显现, 表现为毛利率的持续提升、销售费用率及管理费用率的持续降低。此外, 增值税征收方式的变化使产品出厂价略有上调, 我们估算该因素影响净利润 3000 多万。因此, 不考虑一次性投资收益、税收方式变化等因素影响, 我们估计 2015 年公司净利润增速在 50% 以上。
- **胰岛素未来保持稳定增长, 价格稳定。** 我们预计胰岛素未来 3 年都有望保持收入 20% 左右增速, 主要判断依据为: 基层糖尿病诊疗率低, 一般认为诊疗率低于 5%, 空间大, 且目前正处于高发时期; 分级诊疗如果推进, 将使县级医院成为糖尿病诊疗的核心机构, 东宝在该渠道具有绝对优势。就最近山西、山东等省份的招标来看, 胰岛素产品的招标规则倾向于企业与自身产品上一轮价格比价, 因此, 我们判断, 未来公司产品价格将维持目前状况, 价格压力极小。此外, 作为糖尿病治疗的最后一道武器, 胰岛素是绝对的必须用药, 且不存在滥用及用量过多的情况, 因此不会受到任何行业负面影响的影响。因此, 我们判断: 仅仅依靠胰岛素, 公司未来几年能实现净利润 30% 的增长。
- **渠道优势显著, 产品线逐步完善。** 公司最大的竞争优势在于持续不断地学术教育活动使公司获得了大量医生的认可, 使公司产品具备了很高的品牌力。在现有的竞争优势下, 公司不断丰富自身的产品线。近期公告了华广生技股权并购的完成 (血糖仪生产企业), Ypsomed 公司最新款针头的大陆独家代理权。此外, 公司自身研发也收获颇丰, 2014 年, 公司新的规格的预

混胰岛素 40R 获得批准，甘精胰岛素、门冬胰岛素、口服药等产品的注册报批都在顺利推进。40R 现在已经在广东、安徽、山西、山东、上海等地中标，价格比 30R 每支要高出 8-10 元，产品使用效果非常好。我们预计 2016 年，公司在新增产品血糖仪、针头、40R 等的销售拉动下，能够实现净利润 40% 以上增长。除了现有的产品，公司产品线仍然会持续增厚，公司将围绕糖尿病精耕细作。（见图表 1）

- **产品+渠道+互联网平台，公司投资价值极为突出。**公司不断完善产品线，同时也在不断完善渠道，互联网慢病平台就是公司未来的战略核心。公司的互联网慢病平台将借助医生资源实现患者导入和病人管理，依托最佳的血糖仪产品实现数据采集和疾病管理，通过医患互动等增强活跃度，通过系列产品增强粘性。我们认为公司的产品、渠道、平台三者相辅相成，互相促进，做成后将进一步拉开与竞争对手差距，构筑更高的竞争壁垒。

盈利调整

- 我们上调公司盈利预测至 2015-2017 年每股收益分别为：0.43、0.56、0.78 元（此前盈利预测为 2015-2017 年每股收益为 0.39、0.50、0.66 元）。

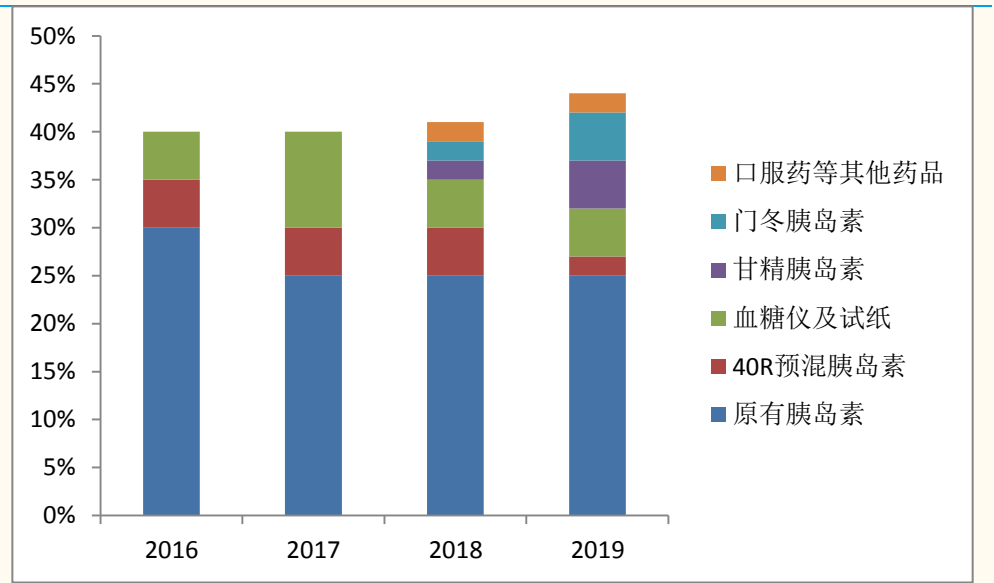
投资建议

- 我们预计公司 2016 年公司净利润增长 40%（不考虑 2015 年出售通葡股份的利润贡献），公司产业竞争优势显著，互联网平台会贡献新的增长并能提高公司估值，给予“买入”评级，目标价 40 元，对应 2015-2017 年动态市盈率分别为 93 倍、71 倍、51 倍。

风险提示

- 慢病管理平台不达预期的风险

图表 1: 预计公司产品线对净利润增长的拉动



来源: 国金证券研究所

损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	992	1,204	1,451	1,741	2,210	2,785
增长率	21.5%	20.5%	20.0%	26.9%	26.1%	
主营业务成本	-357	-385	-452	-486	-583	-741
% 销售收入	36.0%	32.0%	31.1%	27.9%	26.4%	26.6%
毛利	634	819	999	1,255	1,627	2,044
% 销售收入	64.0%	68.0%	68.9%	72.1%	73.6%	73.4%
营业税金及附加	-7	-8	-12	-14	-18	-22
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-352	-435	-440	-503	-590	-677
% 销售收入	35.5%	36.1%	30.3%	28.9%	26.7%	24.3%
管理费用	-142	-149	-184	-183	-221	-265
% 销售收入	14.3%	12.4%	12.7%	10.5%	10.0%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	134	226	364	555	798	1,080
% 销售收入	13.5%	18.8%	25.1%	31.9%	36.1%	38.8%
财务费用	-14	-18	-27	-45	-64	-55
% 销售收入	1.4%	1.5%	1.8%	2.6%	2.9%	2.0%
资产减值损失	-79	-8	-16	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	6	6	55	7	8
% 税前利润	12.3%	2.6%	1.9%	9.7%	0.9%	0.8%
营业利润	49	207	327	565	741	1,033
营业利润率	4.9%	17.2%	22.6%	32.4%	33.5%	37.1%
营业外收支	18	5	-4	2	0	0
税前利润	67	212	324	567	741	1,033
利润率	6.8%	17.6%	22.3%	32.6%	33.5%	37.1%
所得税	-7	-32	-47	-84	-110	-153
所得税率	11.1%	15.3%	14.6%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	60	179	277	483	631	880
少数股东损益	-3	-4	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	63	184	280	485	633	882
净利率	6.3%	15.3%	19.3%	27.8%	28.7%	31.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	60	179	277	483	631	880
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	117	129	101	122	137
非经营收益	-3	15	22	23	62	54
营运资金变动	-50	-91	-223	-309	-163	16
经营活动现金净流	194	221	206	299	652	1,086
资本开支	-242	-130	-106	-610	-709	-310
投资	-17	-34	0	-1	0	0
其他	14	-4	0	55	7	8
投资活动现金净流	-245	-168	-106	-556	-702	-302
股权募资	1	0	41	0	0	0
债权募资	101	220	67	335	303	-539
其他	-171	-182	-223	-49	-203	-195
筹资活动现金净流	-69	39	-114	285	100	-734
现金净流量	-119	91	-14	28	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	125	216	202	230	280	330
应收款项	388	396	431	561	712	898
存货	233	344	630	772	798	609
其他流动资产	123	151	50	148	177	224
流动资产	869	1,107	1,312	1,711	1,967	2,061
% 总资产	36.5%	41.1%	44.4%	44.6%	42.1%	41.7%
长期投资	173	213	243	244	243	243
固定资产	1,233	1,260	1,280	1,783	2,367	2,536
% 总资产	51.8%	46.8%	43.3%	46.5%	50.6%	51.3%
无形资产	75	86	85	92	97	101
非流动资产	1,512	1,587	1,644	2,122	2,709	2,882
% 总资产	63.5%	58.9%	55.6%	55.4%	57.9%	58.3%
资产总计	2,380	2,694	2,956	3,832	4,676	4,944
短期借款	79	283	310	694	1,097	608
应付款项	59	74	129	188	225	277
其他流动负债	-2	18	21	159	165	173
流动负债	136	375	461	1,041	1,487	1,058
长期贷款	239	256	298	258	158	108
其他长期负债	14	47	37	24	24	24
负债	389	678	796	1,323	1,669	1,190
普通股股东权益	1,962	1,991	2,138	2,489	2,988	3,736
少数股东权益	29	25	23	21	19	17
负债股东权益合计	2,380	2,694	2,956	3,832	4,676	4,944

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.081	0.197	0.272	0.427	0.558	0.777
每股净资产	2.527	2.138	2.075	2.416	2.901	3.627
每股经营现金净流	0.250	0.237	0.200	0.290	0.633	1.055
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	3.20%	9.24%	13.09%	19.48%	21.20%	23.61%
总资产收益率	2.63%	6.83%	9.46%	12.65%	13.55%	17.84%
投入资本收益率	5.15%	7.50%	11.11%	13.57%	15.87%	20.49%
增长率						
主营业务收入增长率	26.39%	21.45%	20.52%	19.96%	26.92%	26.05%
EBIT增长率	144.29%	69.20%	60.81%	52.65%	43.71%	35.37%
净利润增长率	-82.77%	193.28%	52.13%	73.30%	30.65%	39.25%
总资产增长率	0.12%	13.21%	9.72%	29.63%	22.02%	5.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	118.3	96.2	91.8	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	220.0	273.1	393.0	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	35.0	33.0	36.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	380.1	289.3	305.7	297.7	264.9	206.1
偿债能力						
净负债/股东权益	9.70%	16.03%	19.91%	29.75%	33.23%	10.93%
EBIT利息保障倍数	9.4	12.8	13.6	12.4	12.5	19.6
资产负债率	16.34%	25.17%	26.92%	34.52%	35.70%	24.08%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-17	增持	13.09	N/A
2	2014-05-09	增持	10.61	N/A
3	2014-08-29	增持	12.77	N/A
4	2014-10-23	增持	15.22	N/A
5	2014-12-26	增持	15.38	N/A
6	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
7	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
8	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD