# 三代胰岛素报生产，上市更进一步

## 通化东宝(600867)

**投资评级：买入（维持评级）**

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 17.2 |
| 合理价格区间(元): | 19.6~22.1 |

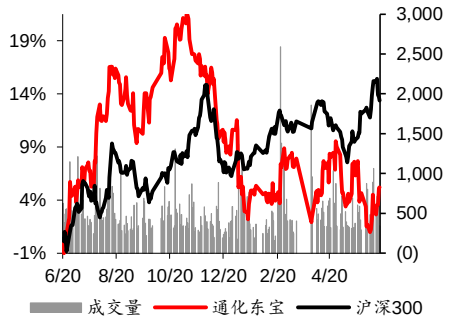
**代雯** 研究员 执业证书编号：S0570516120002
021-28972078
daiwen@htsc.com

**李沄** 联系人 021-38476288
liyun3@htsc.com

**相关研究**

1《通化东宝(600867,买入)：业绩符合预期，长期成长逻辑不变》2017.04
2《通化东宝(600867,买入)：持续高增长，期待三代胰岛素上市》2017.04
3《通化东宝(600867,买入)：甜蜜商机》2017.02

**股价走势图**




资料来源：Wind

**甘精胰岛素完成 III 期临床，近期进行生产申报**

公司 6 月 16 日发布公告，已经顺利完成甘精胰岛素注射液 III 期临床试验。此前由于公司临床工作较为细致，对试验病例做了合规性排查，花费时间较长，进程有所耽误。据悉现已完成绝大部分医院的结题和盖章工作，仅剩几家等待后续审核。因此，我们预计公司近期内有望进行生产申报。

**三代胰岛素上市可期，渠道优势有望攫取广阔市场**

随着此次甘精胰岛素临床顺利完成，报生产在即，公司三代胰岛素上市可期，业绩逐步兑现。三代胰岛素潜在市场空间超过 400 亿元，公司在胰岛素领域耕耘多年，建立了深厚的渠道优势。三代胰岛素上市后，将通过牢固的基层渠道优势进行产品升级，并有望以其打开城市市场，实现“农村包围城市”的战略布局。我们预计公司有望攫取 70 亿以上市场份额，推动未来业绩强势增长。

**二代胰岛素渠道下沉，基层市场增速有望超预期**

此次国家医保目录调整，将二代胰岛素由乙类上调为甲类，报销比例更高，利好基层推广。公司由此加大了基层推广力度，积极拓展乡镇卫生院等渠道，渠道进一步下沉。基层市场胰岛素处方长期不足，前景广阔。我们预计今年公司二代胰岛素销售有望实现 20%以上增长，超市场预期。

**维持“买入”评级，目标价区间 19.6-22.1 元**

公司作为医药板块白马品种，成长性较为确定（未来 3 年业绩 CAGR 27%）。上半年股价表现平稳，考虑到下半年白马行情有望延续，二线低估值白马接力增长。同时胰岛素市场空间广阔，竞争格局良好，建议重点关注。我们维持盈利预测不变，但由于送红股对股本摊薄影响，我们同比例下调 17-19 年 EPS 至 0.49/0.63/0.79 元，目前股价对应 17 年 PE35x。给予目标价区间 19.6-22.1 元，对应 17 年 PE 40x-45x，继续推荐买入。

风险提示：三代胰岛素上市进程低于预期；二代胰岛素基层渠道拓展进度低于预期。

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本 (百万股) | 1,706 |
| 流通 A 股 (百万股) | 1,636 |
| 52 周内股价区间 (元) | 16.55-24.09 |
| 总市值 (百万元) | 29,349 |
| 总资产 (百万元) | 4,759 |
| 每股净资产 (元) | 2.43 |

资料来源：公司公告

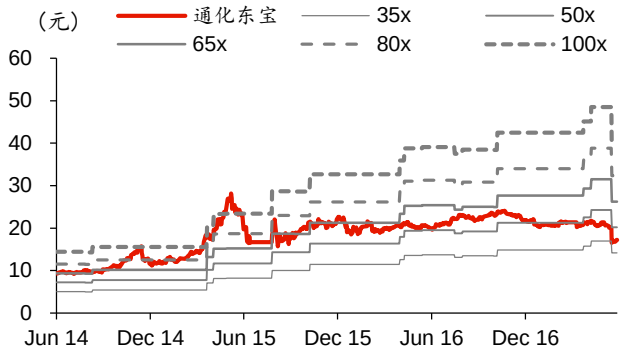
**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元) | 1,669 | 2,040 | 2,368 | 2,922 | 3,538 |
| +/-% | 15.02 | 22.23 | 16.06 | 23.39 | 21.08 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 492.96 | 640.92 | 834.78 | 1,076 | 1,341 |
| +/-% | 76.19 | 30.02 | 30.25 | 28.91 | 24.64 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.35 | 0.45 | 0.59 | 0.76 | 0.94 |
| PE (倍) | 59.82 | 46.01 | 35.33 | 27.40 | 21.99 |

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

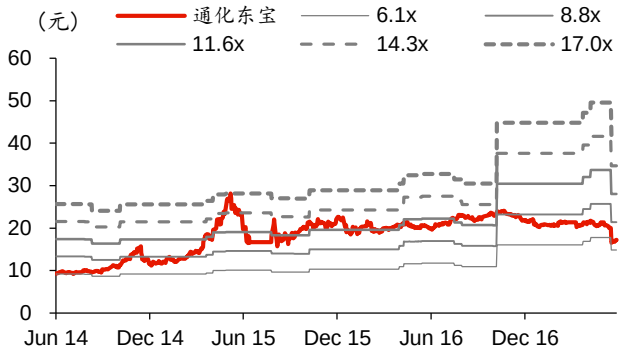
## PE/PB - Bands

**图表1： 通化东宝历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2： 通化东宝历史 PB-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 1,634 | 2,210 | 2,924 | 3,801 | 5,330 |
| 现金 | 212.21 | 235.63 | 877.66 | 1,804 | 3,272 |
| 应收账款 | 384.80 | 450.16 | 519.01 | 608.40 | 697.87 |
| 其他应收账款 | 26.38 | 22.05 | 25.59 | 31.58 | 38.23 |
| 预付账款 | 39.92 | 42.65 | 47.39 | 112.13 | 124.65 |
| 存货 | 954.77 | 1,048 | 748.68 | 517.54 | 402.10 |
| 其他流动资产 | 15.79 | 411.35 | 705.33 | 727.11 | 794.61 |
| 非流动资产 | 2,154 | 2,465 | 2,677 | 3,053 | 2,972 |
| 长期投资 | 142.98 | 283.44 | 283.44 | 283.44 | 283.44 |
| 固定投资 | 1,131 | 1,224 | 1,245 | 1,295 | 1,346 |
| 无形资产 | 49.61 | 124.88 | 177.85 | 215.13 | 241.36 |
| 其他非流动资产 | 830.91 | 832.75 | 970.48 | 1,259 | 1,101 |
| 资产总计 | 3,788 | 4,675 | 5,600 | 6,854 | 8,301 |
| 流动负债 | 1,027 | 639.03 | 732.62 | 884.77 | 1,058 |
| 短期借款 | 872.79 | 410.00 | 475.83 | 587.14 | 710.90 |
| 应付账款 | 53.19 | 90.50 | 100.56 | 115.86 | 135.02 |
| 其他流动负债 | 100.74 | 138.53 | 156.23 | 181.77 | 212.11 |
| 非流动负债 | 282.38 | 90.73 | 89.94 | 117.76 | 54.46 |
| 长期借款 | 250.00 | 60.00 | 59.21 | 87.03 | 23.73 |
| 其他非流动负债 | 32.38 | 30.73 | 30.73 | 30.73 | 30.73 |
| 负债合计 | 1,309 | 729.76 | 822.56 | 1,003 | 1,112 |
| 少数股东权益 | 19.70 | 6.03 | 3.79 | 0.91 | (2.69) |
| 股本 | 1,136 | 1,422 | 1,422 | 1,422 | 1,422 |
| 资本公积 | 208.23 | 1,202 | 1,187 | 1,187 | 1,187 |
| 留存公积 | 1,144 | 1,331 | 2,166 | 3,242 | 4,583 |
| 归属母公司股 | 2,459 | 3,939 | 4,774 | 5,850 | 7,191 |
| 负债和股东权益 | 3,788 | 4,675 | 5,600 | 6,854 | 8,301 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 294.58 | 725.76 | 985.28 | 1,387 | 1,574 |
| 净利润 | 492.96 | 640.92 | 834.78 | 1,076 | 1,341 |
| 折旧摊销 | 131.95 | 161.46 | 194.64 | 220.82 | 243.88 |
| 财务费用 | 16.96 | 46.73 | (13.53) | (14.53) | (15.53) |
| 投资损失 | (20.22) | 14.31 | 15.74 | 17.32 | 19.05 |
| 营运资金变动 | (332.04) | (140.33) | (44.10) | 90.08 | (11.19) |
| 其他经营现金 | 4.97 | 2.67 | (2.25) | (2.90) | (3.61) |
| 投资活动现金 | (578.42) | (837.86) | (421.82) | (614.22) | (181.79) |
| 资本支出 | 400.09 | 411.53 | 406.08 | 596.90 | 162.74 |
| 长期投资 | (46.89) | 438.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 225.23 | (12.58) | 15.74 | 17.32 | 19.05 |
| 筹资活动现金 | 293.91 | 135.53 | 78.57 | 153.66 | 75.99 |
| 短期借款 | 562.79 | (462.79) | 65.83 | 111.31 | 0.00 |
| 长期借款 | (48.00) | (190.00) | (0.79) | 27.82 | 0.00 |
| 普通股增加 | 105.73 | 286.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 50.75 | 993.69 | (15.35) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (377.37) | (491.46) | 28.88 | 14.53 | 75.99 |
| 现金净增加额 | 10.06 | 23.44 | 642.03 | 926.38 | 1,468 |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 1,669 | 2,040 | 2,368 | 2,922 | 3,538 |
| 营业成本 | 412.92 | 491.85 | 546.54 | 629.67 | 733.82 |
| 营业税金及附加 | 5.55 | 18.98 | 22.02 | 27.17 | 32.90 |
| 营业费用 | 467.29 | 494.41 | 544.64 | 672.05 | 799.55 |
| 管理费用 | 210.83 | 228.78 | 284.16 | 336.02 | 399.77 |
| 财务费用 | 16.96 | 46.73 | (13.53) | (14.53) | (15.53) |
| 资产减值损失 | 6.77 | 6.44 | (0.02) | (0.02) | (0.02) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 20.22 | (14.31) | (15.74) | (17.32) | (19.05) |
| 营业利润 | 569.21 | 738.89 | 968.45 | 1,254 | 1,568 |
| 营业外收入 | 4.51 | 26.32 | 26.32 | 26.32 | 26.32 |
| 营业外支出 | 3.21 | 6.28 | 6.28 | 6.28 | 6.28 |
| 利润总额 | 570.52 | 758.93 | 988.49 | 1,274 | 1,588 |
| 所得税 | 80.45 | 119.73 | 155.94 | 201.03 | 250.57 |
| 净利润 | 490.06 | 639.21 | 832.55 | 1,073 | 1,338 |
| 少数股东损益 | (2.89) | (1.72) | (2.24) | (2.88) | (3.59) |
| 归属母公司净利润 | 492.96 | 640.92 | 834.78 | 1,076 | 1,341 |
| EBITDA | 703.56 | 966.73 | 1,164 | 1,477 | 1,815 |
| EPS (元) | 0.35 | 0.45 | 0.59 | 0.76 | 0.94 |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 15.02 | 22.23 | 16.06 | 23.39 | 21.08 |
| 营业利润 | 73.84 | 29.81 | 31.07 | 29.51 | 25.04 |
| 归属母公司净利润 | 76.19 | 30.02 | 30.25 | 28.91 | 24.64 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 75.26 | 75.89 | 76.92 | 78.45 | 79.26 |
| 净利率 | 29.53 | 31.41 | 35.25 | 36.83 | 37.91 |
| ROE | 21.45 | 20.03 | 19.16 | 20.26 | 20.57 |
| ROIC | 16.53 | 18.14 | 18.91 | 23.07 | 28.19 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 34.56 | 15.61 | 14.69 | 14.63 | 13.40 |
| 净负债比率 (%) | 85.77 | 67.15 | 67.48 | 69.24 | 67.83 |
| 流动比率 | 1.59 | 3.46 | 3.99 | 4.30 | 5.04 |
| 速动比率 | 0.66 | 1.82 | 2.97 | 3.71 | 4.66 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.48 | 0.46 | 0.47 | 0.47 |
| 应收账款周转率 | 4.30 | 4.89 | 4.89 | 5.18 | 5.42 |
| 应付账款周转率 | 7.85 | 6.85 | 5.72 | 5.82 | 5.85 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.35 | 0.45 | 0.59 | 0.76 | 0.94 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.21 | 0.51 | 0.69 | 0.98 | 1.11 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.73 | 2.77 | 3.36 | 4.11 | 5.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 59.82 | 46.01 | 35.33 | 27.40 | 21.99 |
| PB (倍) | 11.99 | 7.49 | 6.18 | 5.04 | 4.10 |
| EV_EBITDA (倍) | 61.88 | 41.92 | 30.51 | 25.33 | 19.97 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com