渠道进一步下沉，二代胰岛素超预期

通化东宝(600867)

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元):	17.41
合理价格区间(元):	19.6-22.1

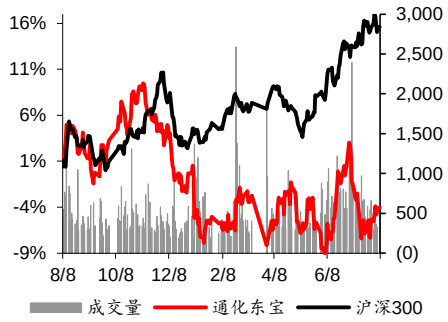
代雯 研究员 执业证书编号：S0570516120002
021-28972078
daiwen@htsc.com

李沄 联系人 021-38476288
liyun3@htsc.com

相关研究

1《通化东宝(600867,买入)：三代胰岛素报生产，上市更进一步》2017.06
2《通化东宝(600867,买入)：业绩符合预期，长期成长逻辑不变》2017.04
3《通化东宝(600867,买入)：持续高增长，期待三代胰岛素上市》2017.04

股价走势图



资料来源：Wind

业绩符合预期

公司发布 2017 年中报，实现销售收入 11.82 亿元，同比增长 32.69%；归母净利润 4.10 亿元，同比增加 30.21%；扣非净利润 4.06 亿元，同比增长 30.00%；实现每股盈利 0.24 元（vs 我们预测 2017 年全年 0.49 元），业绩保持高速增长态势，符合我们的预期。

二代胰岛素增速大超预期

二代胰岛素放量提速：1H17 胰岛素实现收入 9.11 亿元，同比增长 25.13%，2Q 同比增速超 30%，大幅提速超出市场预期。主要原因如下：1）如我们之前预期，东宝今年开始进行新一轮的渠道下沉至第四终端（乡镇卫生院），二季度开始体现新的渠道销售增量；2）新渠道的铺货也有一次性影响，但对收入端影响有限；3）传统主力二级医院增长稳健。我们也看到渠道下沉带来相应的销售费用上升。展望下半年及明年，我们认为尚未兑现的增量仍有两点：1）各省有望执行新医保政策（二代乙升甲），有望带来基层用量上升；2）40R 明确报销，独家产品有望快速放量。我们重申观点，二代和三代胰岛素是两个割裂的市场，未来二代胰岛素在基层仍有广阔空间。

三代胰岛素申报进入收尾阶段

公司的甘精胰岛素申报进度低于预期，但确定已进入尾声。由于部分医院进行了二次质控耽误了进度（二次质控需要各医院排期）。但我们认为递交新药申请的时间最迟不应超过三季度，预计获批时间应该在明年年中。

慢病管理显优势，带动器械步入增长快车道

深耕慢病管理平台，打造糖尿病诊疗闭环，患者粘性有望进一步提升，而最受益的将会是器械板块（针头及试纸）。二季度针头保持了超过 30%的高速增长。但试纸供应商华广二季度出现了技术原因导致的断货，目前已经恢复，预计下半年有望继续保持~50%的同比增速。我们认为器械板块 3 年 CAGR 有望保持 35%以上，具有成为国内糖尿病耗材巨头的潜质。

房地产有望迎来集中结算期

丽景花园房地产项带来 8456 万元收入，由于毛利率较低（~25%），导致当期毛利率有所下降。考虑为公司目前还有 6 亿元左右地产存货，我们认为 2017~2019 年有望集中确认，带来不菲利润增量。

维持“买入”评级，目标价区间 19.6-22.1 元

考虑 1H17 公司二代产品基层放量提速，以及房地产业务带来的增量贡献，我们略微调整盈利预测，预计 17/18/19 年 EPS 分别为 0.49/0.63/0.81 元，目前股价对应 17 年 PE 35 倍，给予目标价 19.6-22.1 元，对应 17 年 PE 40-45x，继续推荐买入。

风险提示：二代胰岛素基层增速下滑，甘精胰岛素上市进度慢于预期，慢病管理平台用户导入不及预期。

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)	29,707
总资产 (百万元)	4,759
每股净资产 (元)	2.38

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	2,514	3,091	3,792
+/-%	15.02	22.23	23.19	22.97	22.69
归属母公司净利润 (百万元)	492.96	640.92	832.14	1,080	1,387
+/-%	76.19	30.02	29.83	29.74	28.43
EPS (元，最新摊薄)	0.29	0.38	0.49	0.63	0.81
PE (倍)	58.39	44.91	34.59	26.66	20.76

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测调整

基于 2017 年中报披露数据，我们轻微调整公司盈利预测。预计 17/18/19 年实现营业收入分别为 25.1、30.9、37.9 亿元，归母净利润 8.3、10.8、13.9 亿元，对应 EPS 0.49、0.63、0.81 元（vs 调整前 0.49、0.63、0.79 元）。公司作为国产二代胰岛素龙头，基层市场增长提速（第四终端铺货+医保乙类升甲类），且慢病管理平台持续提升用户粘性，未来三代胰岛素获批有望打开城市市场增量空间，是市场上不可多得的优质标的。公司当前的估值处于低位（现价对应 17 年 PE 35 倍），继续推荐买入，目标价 19.6-22.1 元，对应 2017 年 PE 40-45 倍。

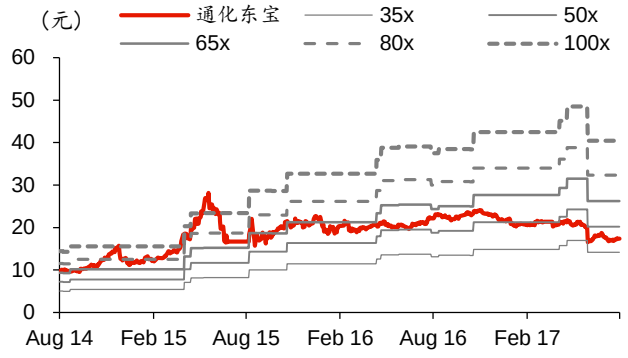
图表1： 盈利预测调整

（人民币百万元）		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	调整前	1,669	2,040	2,368	2,922	3,538
	调整后	1,669	2,040	2,514	3,091	3,792
	（+/-）%	-	-	6.2%	5.8%	7.2%
毛利	调整前	1,256	1,549	1,821	2,292	2,804
	调整后	1,256	1,549	1,891	2,378	2,947
	（+/-）%	-	-	3.8%	3.7%	5.1%
销售费用	调整前	467	494	539	653	791
	调整后	467	494	593	711	848
	（+/-）%	-	-	10.1%	8.9%	7.2%
管理费用	调整前	211	229	265	327	379
	调整后	211	229	282	346	406
	（+/-）%	-	-	6.2%	5.8%	7.2%
归母净利润	调整前	493	641	835	1,076	1,341
	调整后	493	641	832	1,080	1,387
	（+/-）%	-	-	-0.3%	0.3%	3.4%
EPS	调整前	0.29	0.38	0.49	0.63	0.79
	调整后	0.29	0.38	0.49	0.63	0.81
	（+/-）%	-	-	-0.3%	0.3%	3.4%

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

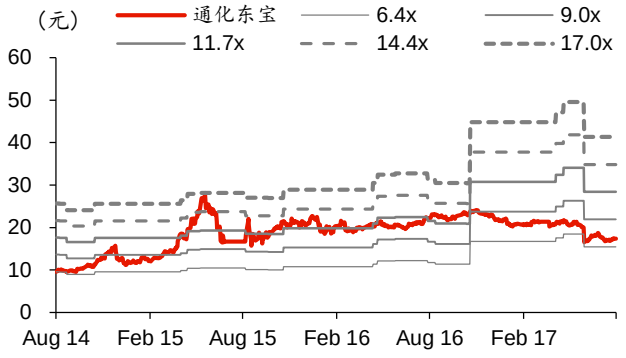
PE/PB - Bands

图表2： 通化东宝历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

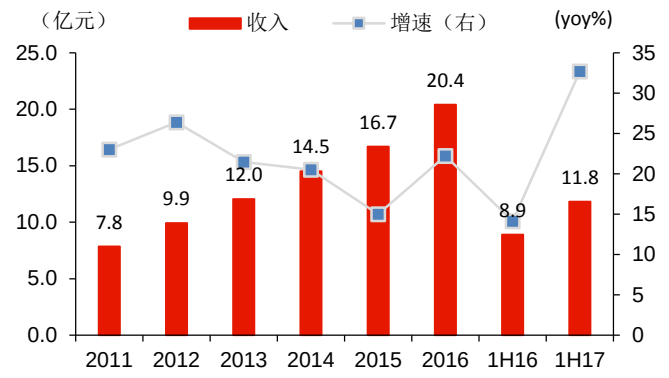
图表3： 通化东宝历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

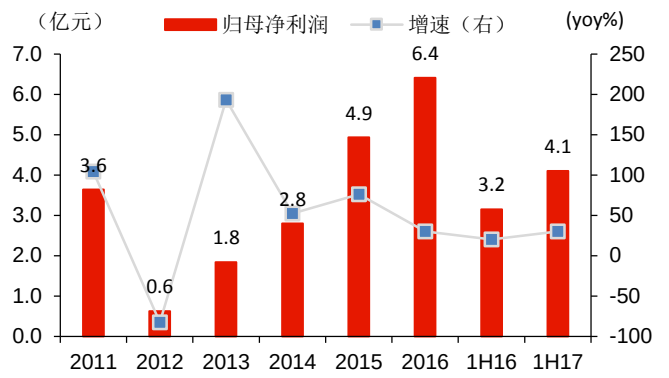
公司经营指标概览

图表4： 公司主营收入及增速



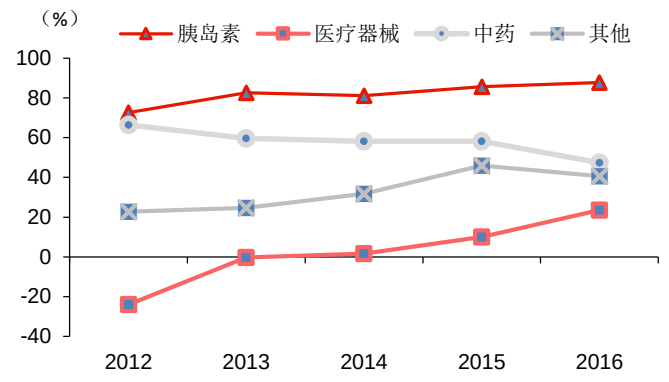
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5： 公司归母净利润及增速



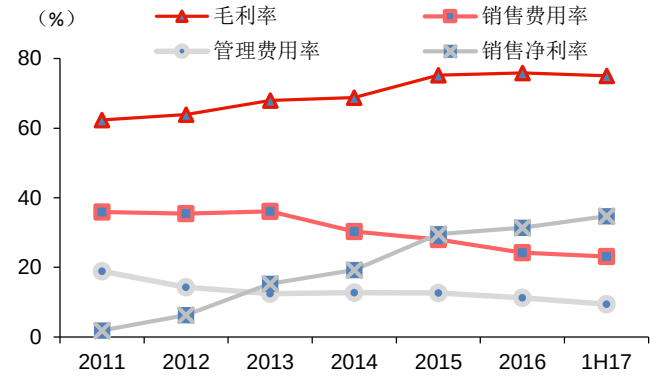
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6： 公司各板块销售毛利率



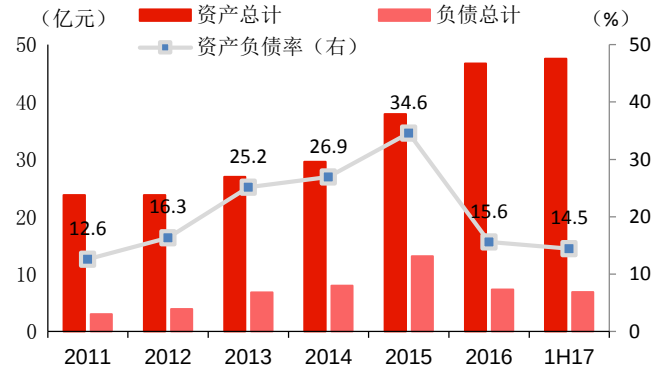
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7： 公司销售毛利率、净利率和费用率



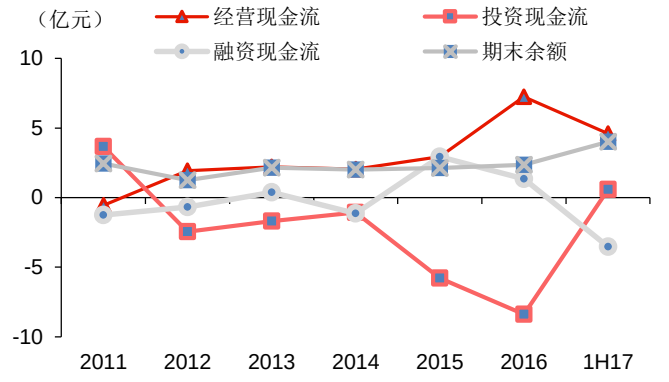
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表8： 公司资产负债率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9： 公司现金流量



资料来源：公司公告，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	2,957	3,813	5,401
现金	212.21	235.63	742.67	1,664	3,165
应收账款	384.80	450.16	550.94	643.61	748.09
其他应收账款	26.38	22.05	27.16	33.40	40.98
预付账款	39.92	42.65	53.95	127.05	143.58
存货	954.77	1,048	858.54	598.65	481.60
其他流动资产	15.79	411.35	723.69	745.64	822.51
非流动资产	2,154	2,465	2,702	3,112	3,042
长期投资	142.98	283.44	283.44	283.44	283.44
固定投资	1,131	1,224	1,247	1,304	1,364
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	993.32	1,309	1,153
资产总计	3,788	4,675	5,659	6,925	8,443
流动负债	1,027	639.03	789.81	949.89	1,152
短期借款	872.79	410.00	505.09	621.11	762.05
应付账款	53.19	90.50	114.49	131.27	155.54
其他流动负债	100.74	138.53	170.22	197.50	234.53
非流动负债	282.38	90.73	93.58	122.79	56.16
长期借款	250.00	60.00	62.85	92.06	25.43
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	883.39	1,073	1,208
少数股东权益	19.70	6.03	3.80	0.90	(2.81)
股本	1,136	1,422	1,706	1,706	1,706
资本公积	208.23	1,202	902.17	902.17	902.17
留存公积	1,144	1,331	2,163	3,243	4,629
归属母公司股	2,459	3,939	4,771	5,851	7,238
负债和股东权益	3,788	4,675	5,659	6,925	8,443

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	874.27	1,447	1,643
净利润	492.96	640.92	832.14	1,080	1,387
折旧摊销	131.95	161.46	194.70	221.15	244.68
财务费用	16.96	46.73	18.37	22.17	23.76
投资损失	(20.22)	14.31	15.74	17.32	19.05
营运资金变动	(332.04)	(140.33)	(178.30)	116.12	(20.98)
其他经营现金	4.97	2.67	(8.39)	(9.05)	(9.87)
投资活动现金	(578.42)	(837.86)	(446.80)	(648.76)	(193.50)
资本支出	400.09	411.53	431.05	631.44	174.45
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	79.58	123.06	50.55
短期借款	562.79	(462.79)	0.00	0.00	0.00
长期借款	(48.00)	(190.00)	0.00	0.00	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	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(377.37)	(491.46)	79.58	123.06	50.55
现金净增加额	10.06	23.44	507.05	921.65	1,500

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669	2,040	2,514	3,091	3,792
营业成本	412.92	491.85	622.25	713.42	845.30
营业税金及附加	5.55	18.98	23.38	28.75	35.27
营业费用	467.29	494.41	593.22	710.93	847.56
管理费用	210.83	228.78	281.53	346.19	405.79
财务费用	16.96	46.73	18.37	22.17	23.76
资产减值损失	6.77	6.44	(6.16)	(6.16)	(6.16)
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	965.32	1,258	1,622
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	985.36	1,278	1,642
所得税	80.45	119.73	155.45	201.68	259.02
净利润	490.06	639.21	829.91	1,077	1,383
少数股东损益	(2.89)	(1.72)	(2.23)	(2.89)	(3.72)
归属母公司净利润	492.96	640.92	832.14	1,080	1,387
EBITDA	703.56	966.73	1,187	1,512	1,902
EPS (元)	0.29	0.38	0.49	0.63	0.81

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	23.19	22.97	22.69
营业利润	73.84	29.81	30.64	30.36	28.88
归属母公司净利润	76.19	30.02	29.83	29.74	28.43
获利能力 (%)					
毛利率	75.26	75.89	75.25	76.92	77.71
净利率	29.53	31.41	33.10	34.93	36.56
ROE	21.45	20.03	19.11	20.33	21.19
ROIC	16.53	18.14	19.08	22.95	28.68
偿债能力					
资产负债率 (%)	34.56	15.61	15.61	15.49	14.31
净负债比率 (%)	85.77	67.15	66.56	68.35	66.83
流动比率	1.59	3.46	3.74	4.01	4.69
速动比率	0.66	1.82	2.66	3.38	4.27
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.48	0.49	0.49	0.49
应收账款周转率	4.30	4.89	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	7.85	6.85	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.38	0.49	0.63	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.43	0.51	0.85	0.96
每股净资产(最新摊薄)	1.44	2.31	2.80	3.43	4.24
估值比率					
PE (倍)	58.39	44.91	34.59	26.66	20.76
PB (倍)	11.70	7.31	6.03	4.92	3.98
EV_EBITDA (倍)	40.91	29.78	24.25	19.04	15.13

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