

2017 年 08 月 08 日

公司研究·证券研究报告

通化东宝 (600867.SH)

公司快报

由点到面，专注打造糖尿病生态闭环

投资要点

- ◆ **事件：**公司发布 2017 年半年度报告，2017 年上半年实现营业收入 118,157 万元，同比增长 32.69%；归母净利润 41,039 万元，同比增长 30.21%；扣非净利润 40,577 万元，同比增长 30.00%。
- ◆ **二代胰岛素增长稳定，三代胰岛素上量可期：**维持公司上半年业绩稳定增长的主要因素是公司核心品种——重组人胰岛素原料药及注射剂系列产品的销售额同比增长了 25.13%，贡献了 9 亿元的收入，收入占比 77.18%。根据技术发展，胰岛素大致可以分成 3 代。目前在胰岛素市场上，第一代基本被淘汰，第二代和第三代平分秋色。公司的重组人胰岛素属于第二代胰岛素。在 2004 年公司重组人胰岛素产品正式上市前，国内 99.9% 的胰岛素市场份额被外企垄断，经过多年来公司对基层医疗市场的持续重点开拓，目前公司的胰岛素产品已占第二代胰岛素市场份额的 20% 以上，居第二位，领跑国内同类企业。在保持二代胰岛素市场优势的同时，公司也积极研发三代胰岛素和其它降糖药物。公司在研的 4 大类三代胰岛素中，进展较快的是甘精胰岛素和门冬胰岛素：甘精胰岛素已通过了临床试验总结报告，即将进行生产申报；门冬胰岛素处于临床总结阶段。第三代胰岛素产品的陆续上市将进一步夯实公司在胰岛素领域的市场领先地位。此外，受益于 2017 版医保目录的调整（重组人胰岛素由乙类调成甲类）和不断扩大的糖尿病市场，我们预计公司的二代胰岛素未来有望继续保持稳定的增长，三代胰岛素从 2018 年开始也将逐步成为公司新的业绩增长点。
- ◆ **医疗器械业务进入成长期：**除了药品以外，公司近年来也积极布局糖尿病领域的医疗器械板块，重点产品是胰岛素笔、血糖监测仪及配套检测试纸等。公司的胰岛素笔于 2011 年面世，主要用于胰岛素的注射，与传统的胰岛素针相比，胰岛素笔具有操作简单、携带方便、注射剂量精准、几乎无痛感等诸多优势。另一方面，公司的胰岛素以笔芯的形式进行存储，与胰岛素笔配套使用，受益于公司胰岛素市占率的不断提高，胰岛素笔也逐步开始上量。综合多方面的优势，2017 年上半年公司医疗器械板块销售额达到 1.3 亿，同比增长 19.76%。虽然该业务的收入呈现较高的增速，但目前对公司业绩的贡献还很有限。随着销售规模的不断扩大以及产品和渠道的成熟，近年来医疗器械业务的毛利率快速提高，由 2014 年的 1.59% 增长至 2016 年的 23.60%。我们认为该业务正逐步由调整期进入成长期，未来有望进一步推动公司业绩的增长。
- ◆ **剥离边缘业务，专注打造糖尿病闭环生态圈：**对于糖尿病患者来说，最困难的不是胰岛素一次两次的注射，而是对血糖的定期监控和慢病管理，在医生的指导下选择合适的时间注射合适剂量的胰岛素，从而把血糖维持在一个相对稳定的范围内，达到控制糖尿病、提高生存质量的目的。因此，公司建立了以《你的医生 APP》为核心、辅助以无限量会员血糖监测和医院智能血糖管理系统的糖尿病慢病管理平台，再结合胰岛素药品、胰岛素笔和血糖监测仪，公司正在逐步打造糖尿病慢病管理的闭环生态圈。受益于生态圈建设的不断完善，公司的多线产品有望实现协同发展。

医药 | 生物医药 III

增持-B(首次)

投资评级

6 个月目标价

18.8 元

股价(2017-08-07)

17.41 元

交易数据

总市值 (百万元)	29,707.03
流通市值 (百万元)	28,482.12
总股本 (百万股)	1,706.32
流通股本 (百万股)	1,635.96
12 个月价格区间	16.26/24.32 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.54	-4.03	-15.27
绝对收益	-2.63	1.65	-5.1

分析师

 徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsc.cn
 021-20377088

报告联系人

 李伟
 liwei@huajinsc.cn
 021-20377053

报告联系人

 郑巧
 zhengqiao@huajinsc.cn
 021-20377052

相关报告

此外，随着未来大输液、塑钢门窗等边缘业务的逐渐剥离，公司将更专注于糖尿病领域，盈利能力有望进一步提高。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.47、0.54 和 0.64 元。基于公司良好的盈利能力，我们给予公司增持-B 评级，6 个月目标价为 18.8 元，相当于 2017 年 40 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**行业政策风险，研发风险，市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,669.3	2,040.4	2,391.5	2,878.2	3,546.0
同比增长(%)	15.0%	22.2%	17.2%	20.4%	23.2%
营业利润(百万元)	569.2	738.9	924.4	1,077.7	1,277.3
同比增长(%)	73.8%	29.8%	25.1%	16.6%	18.5%
净利润(百万元)	493.0	640.9	794.5	927.3	1,096.4
同比增长(%)	76.2%	30.0%	24.0%	16.7%	18.2%
每股收益(元)	0.29	0.38	0.47	0.54	0.64
PE	60.3	46.4	37.4	32.0	27.1
PB	12.1	7.5	6.9	6.2	5.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,669.3	2,040.4	2,391.5	2,878.2	3,546.0
减:营业成本	412.9	491.9	584.0	698.4	863.2
营业税费	5.5	19.0	16.4	18.7	26.8
销售费用	467.3	494.4	552.7	720.1	932.6
管理费用	210.8	228.8	291.2	345.6	418.4
财务费用	17.0	46.7	17.2	13.5	17.5
资产减值损失	6.8	6.4	9.6	7.6	7.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	20.2	-14.3	4.0	3.3	-2.3
营业利润	569.2	738.9	924.4	1,077.7	1,277.3
加:营业外净收支	1.3	20.0	5.9	9.1	11.7
利润总额	570.5	758.9	930.3	1,086.8	1,289.0
减:所得税	80.5	119.7	137.9	161.9	195.5
净利润	493.0	640.9	794.5	927.3	1,096.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	212.2	235.6	191.3	230.3	283.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	411.2	472.2	326.6	556.1	430.9
应收票据	4.6	4.4	4.9	6.0	7.2
预付帐款	39.9	42.6	49.5	56.9	65.8
存货	954.8	1,047.9	1,362.8	1,585.8	2,130.6
其他流动资产	11.2	406.9	139.4	185.8	244.0
可供出售金融资产	36.2	36.2	47.6	40.0	41.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	143.0	283.4	315.1	367.3	442.0
投资性房地产	13.8	13.3	13.3	13.3	13.3
固定资产	1,130.8	1,224.2	1,179.3	1,073.7	999.4
在建工程	451.8	625.4	907.0	1,134.6	1,389.2
无形资产	49.6	124.9	103.8	84.2	45.7
其他非流动资产	329.1	157.8	150.2	136.7	27.5
资产总额	3,788.1	4,675.0	4,790.8	5,470.7	6,120.6
短期债务	872.8	410.0	172.6	337.7	322.6
应付帐款	133.8	176.2	223.4	263.6	371.0
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	20.1	52.8	31.6	38.9	40.8
长期借款	250.0	60.0	-	-	-
其他非流动负债	32.4	30.7	33.4	32.2	32.1
负债总额	1,309.1	729.8	461.0	672.3	766.4
少数股东权益	19.7	6.0	3.9	1.4	-1.5
股本	1,135.8	1,421.9	1,706.3	1,706.3	1,706.3
留存收益	1,352.4	2,532.6	2,619.6	3,090.6	3,649.4
股东权益	2,479.0	3,945.2	4,329.8	4,798.4	5,354.2

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	490.1	639.2	794.5	927.3	1,096.4
加:折旧和摊销	131.9	161.5	190.1	212.8	229.3
资产减值准备	6.8	6.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	18.2	44.6	17.2	13.5	17.5
投资损失	-20.2	14.3	-4.0	-3.3	2.3
少数股东损益	-2.9	-1.7	-2.1	-2.5	-2.9
营运资金的变动	-609.0	-361.6	108.9	-502.2	-347.2
经营活动产生现金流量	294.6	725.8	1,104.6	645.7	995.5
投资活动产生现金流量	-578.4	-837.9	-413.2	-304.3	-374.8
融资活动产生现金流量	293.9	135.5	-735.7	-302.5	-567.3

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	15.0%	22.2%	17.2%	20.4%	23.2%
营业利润增长率	73.8%	29.8%	25.1%	16.6%	18.5%
净利润增长率	76.2%	30.0%	24.0%	16.7%	18.2%
EBITDA 增长率	53.5%	31.9%	19.6%	15.2%	16.9%
EBIT 增长率	65.5%	34.0%	19.8%	15.9%	18.7%
NOPLAT 增长率	66.4%	31.4%	21.2%	15.8%	18.3%
投资资本增长率	24.7%	32.5%	2.1%	13.9%	11.3%
净资产增长率	14.7%	59.1%	9.7%	10.8%	11.6%
盈利能力					
毛利率	75.3%	75.9%	75.6%	75.7%	75.7%
营业利润率	34.1%	36.2%	38.7%	37.4%	36.0%
净利润率	29.5%	31.4%	33.2%	32.2%	30.9%
EBITDA/营业收入	43.0%	46.4%	47.3%	45.3%	43.0%
EBIT/营业收入	35.1%	38.5%	39.4%	37.9%	36.5%
偿债能力					
资产负债率	34.6%	15.6%	9.6%	12.3%	12.5%
负债权益比	52.8%	18.5%	10.6%	14.0%	14.3%
流动比率	1.59	3.46	4.85	4.09	4.31
速动比率	0.66	1.82	1.66	1.62	1.40
利息保障倍数	34.57	16.81	54.78	80.88	73.92
营运能力					
固定资产周转天数	253	208	181	141	105
流动营业资本周转天数	240	268	256	233	232
流动资产周转天数	318	339	322	294	294
应收帐款周转天数	90	78	60	55	50
存货周转天数	171	177	181	184	189
总资产周转天数	727	747	712	642	588
投资资本周转天数	586	618	607	545	498
费用率					
销售费用率	28.0%	24.2%	23.1%	25.0%	26.3%
管理费用率	12.6%	11.2%	12.2%	12.0%	11.8%
财务费用率	1.0%	2.3%	0.7%	0.5%	0.5%
三费/营业收入	41.6%	37.7%	36.0%	37.5%	38.6%
投资回报率					
ROE	20.0%	16.3%	18.4%	19.3%	20.5%
ROA	12.9%	13.7%	16.5%	16.9%	17.9%
ROIC	20.8%	21.9%	20.1%	22.8%	23.7%
分红指标					
DPS(元)	0.13	0.17	0.25	0.26	0.32
分红比率	46.1%	44.4%	54.7%	48.4%	49.2%
股息收益率	0.8%	1.0%	1.5%	1.5%	1.8%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.29	0.38	0.47	0.54	0.64
BVPS(元)	1.44	2.31	2.54	2.81	3.14
PE(X)	60.3	46.4	37.4	32.0	27.1
PB(X)	12.1	7.5	6.9	6.2	5.5
P/FCF	72.5	-30.6	74.1	56.2	53.0
P/S	17.8	14.6	12.4	10.3	8.4
EV/EBITDA	28.4	26.2	26.0	22.7	19.4
CAGR(%)	23.6%	19.6%	42.0%	23.6%	19.6%
PEG	2.6	2.4	0.9	1.4	1.4
ROIC/WACC	2.0	2.1	1.9	2.2	2.3

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn