

业绩持续高速增长

糖尿病管理平台助力未来

通化东宝 (600867)

推荐 首次覆盖

核心观点:

1. 事件

公司发布中报, 2015 年上半年经营业绩稳步增长, 实现营业收入 78,030.61 万元, 比上年同期增长 19.01%, 其中: 重组人胰岛素实现营业收入 63,268.78 万元, 占营业收入比重 81.08%。实现利润总额 30,624.45 万元, 比上年同期增长 75.92%。实现归属于母公司所有者的净利润 26,250.31 万元, 比上年同期增长 76.04%。实现扣非后归属于母公司所有者的净利润 230,25.20 万元, 比上年同期增长 56.75%。实现 EPS 为 0.23 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩持续高增长并逐季加速, 投资收益致使业绩大幅超预期

公司中报净利润增速大幅超过扣非后净利润增速的主要原因是投资收益影响, 公司在报告期内出售通葡股份股权, 获得 3669 万投资收益, 这也是业绩大幅超预期的主要原因。公司扣非后净利润增速超过收入增速, 我们认为原因主要有: 第一, 税率调整 (17%有抵扣改 3%无抵扣) 致使公司净利润有所增加; 第二, 随着公司胰岛素类产品规模逐步扩大, 整体规模效应逐步显现, 基层市场拓展效果逐步显现; 第三, 公司整体费用率控制较好对业绩有积极正向影响, 公司的销售费用率同比下降 2.75 个百分点, 管理费用率同比下降 1.64 个百分点。财务费用率略有提升, 同比提升 0.75 个百分点; 分季度来看, 公司中报扣非后净利润增速为 56.75%, 高于一季度的 52.32%, 二季度同比一季度逐步加速, 放眼全年, 高增长可期; 分产品方面, 报告期内甘舒霖实现营业收入 59,680 万元, 比上年增长 24.04%; 重组人胰岛素原料药实现营业收入 3,589 万元, 较上年减少 6.71%。镇脑宁胶囊实现营业收入 4,720 万元, 比上年同期增长 9.35%。

(二) 多因素助力, 糖尿病管理平台未来值得期待

我们认为, 慢病管理最重要的几个核心因素包括: 医生、患者、平台、变现通道 (药品、器械、服务等) 等。而公司在以上几方面的布局正在逐步完善。第一, 公司是国内胰岛素领域龙头企业, 在糖尿病慢病管理方面具有极强的先发优势和坚实基础, 多年的经营积累了大量的医生和患者资源, 近两年, 公司已将“东宝糖尿病平台”提上日程并且有条不紊的在推进。第二, 在医生方面, 除了运营多年积累下来的专家资源外, 公司近年来一直注重基层市场的开发和拓展, 经过三年的“蒲公英行动”后, 公司 2014 年启动了“情系中华、关爱基层”糖尿病教育行动, 通过各种学术活动, 以糖尿病指南为标准, 规范培养基层医生并提高其对糖尿病诊治能力, 积累了大量基层医生资源, 我们也认为基层市场也是糖尿病领域未来潜力最大的市场, 当前基层医生及患者的积累有望成为

分析师

☎: 李平祝
✉: lipingzhu@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢
张金洋

☎: (8610) 83574546
✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2015.07.20
A 股收盘价(元)	20.18
A 股一年内最高价(元)	34.17
A 股一年内最低价(元)	12.20
上证指数	3992.11
市净率	11.4
总股本 (亿股)	11.33
实际流通 A 股 (亿股)	11.27
流通 A 股市值(亿元)	227

相关研究

公司未来糖尿病慢病管理爆发最为有利的基础和支点；第三，变现通道方面，公司拥有的在售主打产品重组人胰岛素注射液，在胰岛素领域具有较强的性价比，竞争优势突出，公司在研的还有系列胰岛素产品，包括三代胰岛素产品等。除了在药品方面的变现通道，公司 2014 年下半年上市了舒霖伴侣瑞特 GM260 系列血糖仪及血糖试纸，我们预计未来会有更多领域内产品逐步充实糖尿病慢病管理平台，助力公司未来发展；第四，技术平台方面，针对胰岛素治疗病人售后服务的微信公众号“东宝舒霖关怀”，针对血糖监测病人的微信公众号“东宝血糖监测站”将陆续上线测试并运行，我们认为公司未来会围绕糖尿病慢病管理逐步布局，向糖尿病平台型企业逐步迈进。

（三）研发稳步推进，系列重磅产品打开未来成长空间

公司研发稳步推进，未来多个重磅产品有望形成国内最强胰岛素产品系列，打开公司未来成长空间。

胰岛素方面：独家品种甘舒霖 40R 已获批件；甘精胰岛素注射液预计 2016 年能完成全部临床研究，申报生产；门冬胰岛素注射液预计 2017 年能完成全部临床研究；30/70 混合门冬胰岛素注射液、50/50 混合门冬胰岛素注射液的临床申请仍在审评中；地特胰岛素及地特胰岛素注射液已于 2015 年上半年提交临床申请并被受理；赖脯胰岛素及赖脯胰岛素注射液计划 2016 年申报临床；

GLP-1 受体激动剂类药物方面：德拉鲁肽注射液项目已基本完成药学研究，即将开展药理学研究；利拉鲁肽注射液项目已完成工艺和质量方法开发，正在进行中试生产工艺优化。

厦门特宝研发的 I 类新药生物制品方面：Y 型 PEG 化重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液（I 类），完成慢性丙型肝炎（基因 2、3 型）的 III 期临床研究，2013 年末递交了新药生产申请，2014 年开始进行新药的审评。2015 年继续新药审评，同时完成慢性乙型肝炎的 III 期非劣效临床研究，完成临床研究总结报告；Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子注射液（I 类），继续在 II 期临床研究；Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液（I 类），继续在开展 II 期临床研究；Y 型 PEG 化重组人干扰素 $\alpha 2a$ 注射液（I 类），继续在开展 II 期临床研究。

3、盈利预测与投资建议

预计 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.37、0.48、0.61 元，对应 PE 分别为 55、42、33 倍。公司是国内二代胰岛素龙头企业，在研品种丰富，不乏重磅品种，近几年基层市场拓展效果有望逐步显现，业绩有望持续高增长，另外公司在糖尿病管理平台方面工作逐步推进，综合各方因素考虑，公司有望在糖尿病慢病管理方面有所突破，未来值得期待，我们看好公司长期发展，首次覆盖，维持“推荐”评级。

4、风险提示

新药获批低于预期风险；基层拓展低于预期；糖尿病管理平台推进低于预期。

主要财务指标

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1204.24	1451.34	1768.40	2188.71	2659.44
营业收入增长率	21.45%	20.52%	21.85%	23.77%	21.51%
净利润（百万元）	183.91	279.78	415.68	543.43	685.87
净利润增长率	193.28%	52.13%	48.57%	30.73%	26.21%
EPS（元）	0.16	0.25	0.37	0.48	0.61
P/E	124	82	55	42	33
P/B	11.5	10.7	11.4	12.5	14.3
EV/EBITDA	56.38	45.58	28.28	23.93	20.00

资料来源：中国银河证券研究部

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标(百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	225	189	18	22	27	营业收入	1204	1451	1768	2189	2659
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	385	452	535	685	839
应收账款	349	397	610	636	878	营业税金及附加	8	12	14	17	21
预付款项	139	50	255	135	343	销售费用	435	440	504	602	718
其他应收款	47	34	64	57	90	管理费用	149	184	195	208	226
存货	344	630	189	859	424	财务费用	18	27	25	32	45
长期股权投资	152	158	158	158	158	资产减值损失	8	16	16	16	16
固定资产净额	954	1216	1046	812	578	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	305	64	0	0	0	投资收益	6	6	0	0	0
无形资产净值	65	56	66	51	35	营业利润	207	327	480	629	795
递延所得税资产	0	1	1	1	1	营业外净收入	5	-4	3	3	3
资产总计	2675	2908	2492	2812	2613	税前利润	212	324	483	632	798
短期借款	253	310	11	504	512	所得税	32	47	73	95	120
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	201%	54%	49%	31%	26%
应付账款	39	52	50	81	79	归属母公司净利润	184	1	1	1	2
预收款项	16	3	30	11	39	少数股东损益	-4	214	273	348	429
应付职工薪酬	45	9	9	9	9	基本每股收益	0.162	0.247	0.367	0.480	0.605
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.162	0.247	0.367	0.480	0.605
其他应付款	19	74	74	74	74	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	成长性					
长期借款	256	298	298	298	298	收入增长率	21%	21%	22%	24%	22%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	193%	52%	49%	31%	26%
专项应付款	45	9	9	9	9	EBIT 增长率	186%	53%	45%	31%	27%
其他非流动负债	0	1	1	1	1	盈利能力					
负债合计	659	747	473	977	1,012	毛利率	68%	69%	70%	69%	68%
所有者权益合计	2,016	2,161	2,019	1,834	1,601	净利率	15%	19%	23%	25%	25%
现金流量表 (百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	28%	32%	42%	41%	40%
净利润	179	277	411	537	678	ROE (摊薄)	9%	13%	21%	30%	43%
折旧与摊销		114	701	261	949	ROIC	9%	13%	17%	25%	28%
经营活动现金流	222	206	701	261	949	估值指标					
投资活动现金流	-168	-106	3	3	3	P/E	124.33	81.73	55.01	42.08	33.34
融资活动现金流	39	-114	-875	-259	-947	P/S	18.99	15.76	12.93	10.45	8.60
净现金流	92	-14	-171	4	5	P/B	11.48	10.70	11.43	12.55	14.32
期初现金余额		216	189	18	22	EV/EBITDA	56.38	45.58	28.28	23.93	20.00
期末现金余额		189	18	22	27	股息收益率	1%	1%	2%	3%	4%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

李平祝，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn