

业绩持续高增长，大股东及高管大比例参与增发彰显信心，未来动力十足

通化东宝（600867）

推荐 维持

核心观点：

1. 事件

公司发布三季报，公司2015年前三季度实现营业收入12.39亿元，同比增长20.39%；归属于上市公司股东的净利润3.89亿元，同比增长77.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3.56亿元，同比增长65.89%。实现EPS为0.34元。

公司2015年Q3实现营业收入4.58亿元，同比增长22.83%；实现归属于上市公司股东的净利润1.27亿元，同比增长80.29%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.26亿元，同比增长83.78%。实现EPS为0.11元。

2. 我们的分析与判断

（一）业绩超预期，多因素致高增长

我们推算，公司二代胰岛素产品收入端增长20-25%之间，镇脑宁收入端增速估计5-10%之间。公司净利润增速（77.40%）高于扣非后净利润（65.89%）增速主要原因是上半年公司出售通葡股份股权获得投资收益所致。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）；第二，随着公司二代胰岛素类产品规模逐步扩大，整体规模效应逐步显现，同时公司基层市场拓展效果也在逐步显现，两项因素致使销售费用率同比逐步下降。

三大费用率方面，销售费用率同比下降3.32个百分点，管理费用率同比下降1.22个百分点，财务费用率同比提升0.69个百分点。稳中有降，费用控制良好，相对健康。

（二）增发10亿+，大举进军糖尿病慢病管理，大股东、高管及核心员工大比例参与，彰显信心，未来动力十足

公司8月13日发布增发预案，拟向东宝集团、李一奎、程建秋、王鹏、姚景江、吉祥创赢、吉发智胜、刘殿军、石光共计9名增发对象发行不超过4600万股股份，价格22.63元/股，募集资金不超过10.41亿，扣除发行费用后，资金用于认购台湾华产生技17.79%私募股权、建设糖尿病慢病管理平台以及补充流动资金，锁定三年。

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 2015.10.26
A股收盘价(元)	25.93
A股一年内最高价(元)	34.17
A股一年内最低价(元)	14.86
上证指数	3429.58
市净率	12.6
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)	293

相关研究

通化东宝（600867）2015年中报点评报告：业绩持续高速增长，糖尿病管理平台助力未来
2015-07-21

通化东宝（600867）点评：增发10亿+，大举进军糖尿病慢病管理
2015-08-14

在所有增发参与者中公司大股东、高管及核心员工参与占比将近 80%，我们认为如此大比例参与，彰显了大股东、高管及核心员工对公司未来发展的坚定信心，同时与公司利益绑定，未来动力十足。

（三）糖尿病慢病管理平台逐步搭建，未来海阔天空，龙头有望再次腾飞

慢病管理闭环形成最为重要的几个核心因素是医生、患者、平台、变现通道等，公司在医生（深耕多年累积专家资源、蒲公英行动布局基层医生）、患者（深耕多年、产品性价比高、品牌优势强）、变现通道（二代胰岛素、血糖仪、试纸、三代储备产品）方面的积累和布局均已初步形成和完善，但在平台方面尚需加大加快投入和布局，以构建完成糖尿病慢病管理闭环，公司此次定增募投资金便是在平台方面的落地与扩充（从主体、线上、线下、物流等闭环等方面全方位考虑），包括四项投入：第一项投入（投资 1.1 亿用于东宝糖尿病平台搭建）用于解决主体的问题，成立御糖医疗，计划完成售后服务、医生教育及诊疗能力提升；第二项投入（投资 5.6 亿用于患者线上导入及日常健康教育）用于解决线上问题，实现线上问诊互动，提升患者粘性，并为整个闭环导流，导入活跃用户；第三项投入（投入 7000 万用于线下实体药店加盟合作及日常运营）用于解决线下的问题，寻找 10000 家合作实体药店，布局全国，配合线上促销，完成胰岛素笔、血糖仪维修等售后服务；第四项投入（投入 8000 万用于物联网体系建设及物流仓储）用于解决物流的问题，完成产品配送。我们认为，公司随着此次增发募投项目逐步完成，再加上公司现有的医生资源、患者资源、药品+器械变现通道、现有 APP 及平台网站，公司慢病管理平台在未来一段时间有望快速形成 O2O 闭环，我们推算，按照我国现有 1.12 亿糖尿病患者推算，作为龙头，即使公司未来拿到 1% 的患者导入闭环，也是百万用户容量，市场空间巨大，前景广阔。我们看好公司在糖尿病领域多年的沉淀和积累，配合新搭建的慢病管理平台，公司未来海阔天空，国内糖尿病领域龙头有望再次腾飞。

（四）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 年中生产；门冬胰岛素注射液预计 2017 年中生产；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 年上半年临床受理；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：德拉鲁肽和利拉鲁肽尚处临床前研究。

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，2015 年继续新药审评；Y 型 PEG 化重组人粒细胞刺激因子注射液（I 类）、Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液（I 类）、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

我们上调盈利预测，暂不考虑增发影响，预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.38、0.49、0.63 元（原预测 0.37、0.48、0.61 元），对应 PE 分别为 68、52、41 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，业绩有望持续高速增长，大股东大比例参与增发，布局糖尿病慢病管理，彰显对公司未来信心，利益绑定动力十足，综合各方因素考虑，我们认为公司是最有希望在糖尿病慢病管理方面持续突破的少数上市公司之一，未来值得期待，我们看好公司长期发展，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	435.40	561.80	719.33
净利润增长率	193.28%	52.13%	55.62%	29.03%	28.04%
EPS（元）	0.16	0.25	0.38	0.49	0.63
P/E	160	105	68	52	41
P/B	14.8	13.8	14.8	16.3	18.7
EV/EBITDA	72.23	58.34	35.16	29.81	24.61

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	225	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	349	营业税金及附加	8	12	14	17	21
预付款项	139	50	255	135	139	销售费用	435	440	486	536	612
其他应收款	47	34	64	57	47	管理费用	149	184	221	252	293
存货	344	630	189	859	344	财务费用	18	27	25	32	46
长期股权投资	152	158	158	158	152	资产减值损失	8	16	16	16	16
固定资产净额	954	1216	1046	812	954	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	305	64	0	0	305	投资收益	6	6	0	0	0
无形资产净值	65	56	66	51	65	营业利润	207	327	471	650	833
递延所得税资产	0	1	1	1	0	营业外净收入	5	-4	35	3	3
资产总计	2675	2908	2492	2812	2675	税前利润	212	324	506	653	836
短期借款	253	310	17	517	253	所得税	32	47	76	98	125
应付票据	0	1	2	3	0	净利润增长率	201%	54%	56%	29%	28%
应付账款	39	52	50	81	39	归属母公司净利润	184	1	1	1	2
预收款项	16	3	30	11	16	少数股东损益	-4	214	273	348	429
应付职工薪酬	45	9	9	9	45	基本每股收益	0.162	0.246	0.383	0.495	0.633
应交税费	0	1	2	3	0	摊薄每股收益	0.162	0.246	0.383	0.495	0.633
其他应付款	19	74	74	74	19	指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	0	成长性					
长期借款	256	298	298	298	256	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%	56%	29%	28%
专项应付款	45	9	9	9	45	EBIT 增长率	186%	53%	51%	29%	29%
其他非流动负债	0	1	1	1	0	盈利能力					
负债合计	659	747	480	990	659	毛利率	68%	69%	70%	69%	68%
所有者权益合计	2,016	2,161	2,012	1,821	2,016	净利率	15%	19%	24%	25%	27%
现金流量表 (百万)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EBITDA/营业收入	28%	32%	43%	42%	42%
净利润	179	277	430	555	711	ROE (摊薄)	9%	13%	22%	31%	46%
折旧与摊销		114	694	280	983	ROIC	9%	13%	17%	26%	29%
经营活动现金流	222	206	694	280	983	估值指标					
投资活动现金流	-168	-106	30	3	3	P/E	160.14	105.27	67.64	52.42	40.94
融资活动现金流	39	-114	-894	-278	-981	P/S	24.46	20.29	16.65	13.46	11.07
净现金流	92	-14	-171	4	5	P/B	14.79	13.78	14.77	16.27	18.71
期初现金余额		216	189	18	22	EV/EBITDA	72.23	58.34	35.16	29.81	24.61
期末现金余额		189	18	22	27	股息收益率	1%	1%	2%	3%	3%

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