

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 24.93 元

通化东宝年报点评: 布局糖尿病全产业链

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,131.60
总市值(百万元)	28,316.27
年内股价最高最低(元)	34.02/19.02
沪深 300 指数	3275.83
上证指数	3082.36



相关报告

- 《布局吸入式胰岛素, 持续完善产业链-通化东宝公司点评》, 2016.4.5
- 《预混门冬获批临床, 研发储备极为丰富-通化东宝公司点评》, 2016.1.20
- 《业绩持续超预期, 现在为最佳买点-通化东宝公司点评》, 2016.1.19
- 《华广收购完成, 业务布局持续推进-通化东宝公司点评》, 2016.1.18
- 《东宝优势、全球资源-通化东宝公告点评》, 2016.1.7

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
litaol@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.434	0.557	0.781	1.029
每股净资产(元)	2.08	2.17	2.59	2.98	3.88
每股经营性现金流(元)	0.20	0.26	0.43	0.71	1.23
市盈率(倍)	57.44	62.60	44.73	31.91	24.23
行业优化市盈率(倍)	75.16	127.79	112.42	112.42	112.42
净利润增长率(%)	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
净资产收益率(%)	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总股本(百万股)	1,030.10	1,135.83	1,135.83	1,135.83	1,135.83

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

通化东宝公布 2015 年年报, 公司 2015 年实现营业收入 16.7 亿, 同比增长 15%, 归属上市公司净利润 4.9 亿, 同比增长 76%, 扣非后净利润 4.6 亿, 同比增长 63%。每股收益 0.43 元, 完全符合预期。经营活动现金流量净额 2.9 亿, 同比增长 43%。每 10 股派发现金红利 2 元, 每 10 股送 2 股。

经营分析

- 胰岛素制剂加速增长。国内胰岛素制剂业务收入为 13.25 亿, 同比增长 25.7%, 比 2014 年增速加快, 胰岛素制剂收入加速增长主要受到增值税调整原因的影响, 我们预计量的增长在 20% 左右, 符合预期。
- 规模效应体现, 经营效率提升, 业绩表现优异。报告期内, 公司整体毛利率达到 75.26%, 比 2014 年提高 6.41 个百分点。销售费用率为 27.99%, 比 2014 年下降 2.3 个百分点, 管理费用率为 12.63%, 与 2014 年基本持平。财务费用降低 0.83 个百分点。
- 围绕糖尿病, 布局全产业链。公司从胰岛素起家, 逐步建立自己的营销体系, 并且开拓性的创建基层销售队伍和医生培养体系, 在渠道方面, 公司已经构建了强大的壁垒。公司正在从研发和外部合作两个方面进行糖尿病全产业链的布局。

盈利预测

- 我们长期看好通化东宝管理层的能力, 公司管理层对行业理解透彻, 总能把握先机, 布局长远。我们看好公司的产品线, 以胰岛素为代表的产品已经具备一定体量, 后续类似物将拥有更大空间。我们看好公司的慢病平台, 公司具备做好慢病平台的所有条件, 慢病平台将为患者提供整体解决方案, 体现医疗的本质价值, 构建公司的长远竞争力。此外, 公司增发方案价格为 22.63 元, 公司股东及管理层高比例参与, 为股价提供安全边际。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿, 对应每股收益为 0.56、0.78、1.02 元, 维持“买入”评级。

风险提示

- 政策环境对药品价格可能有影响、后续产品上市时间具有不确定性等。

事件:

- 通化东宝公布 2015 年年报, 公司 2015 年实现营业收入 16.7 亿, 同比增长 15%, 归属上市公司净利润 4.9 亿, 同比增长 76%, 扣非后净利润 4.6 亿, 同比增长 63%。每股收益 0.43 元, 完全符合预期。经营活动现金流量净额 2.9 亿, 同比增长 43%。每 10 股派发现金红利 2 元, 每 10 股送 2 股。

点评:

1. 胰岛素制剂加速增长。

- 公司 2015 年生物制品 (含胰岛素制剂及原料药) 收入 13.74 亿, 其中原料药 (出口业务) 4859 万, 国内胰岛素制剂业务收入为 13.25 亿, 同比增长 25.7%, 比 2014 年增速加快 (2014 年为 22.5%), 胰岛素制剂收入加速增长主要受到增值税调整原因的影响, 我们预计量的增长在 20% 左右, 符合预期。年报中披露的 12% 的销量我们认为是因为税收变革导致 2014 年底确认收入的扰动, 出货的计算和收入确认存在一定差异。器械类产品保持 7% 左右增速, 中药业务、建筑建材类产品出现下滑, 对公司整体收入有一定负面影响。

2. 规模效应体现, 经营效率提升, 业绩表现优异。

- 报告期内, 公司整体毛利率达到 75.26%, 比 2014 年提高 6.41 个百分点。销售费用率为 27.99%, 比 2014 年下降 2.3 个百分点, 管理费用率为 12.63%, 与 2014 年基本持平。财务费用降低 0.83 个百分点。其中, 胰岛素系列产品毛利率达到 85.56%, 比 2014 年提高了 4.46 个百分点, 主要原因在于增值税征收方式的转变导致产品价格有一定提高, 并且成本略有下降。器械类产品毛利达到 10%, 比 2014 年有大幅度提升, 主要原因在于产品结构的变化。公司销售费用控制较好, 与公司的预算制模式有关, 规模效应开始充分体现。

3. 围绕糖尿病, 布局全产业链。

- 公司从胰岛素起家, 逐步建立自己的营销体系, 并且开拓性的创建基层销售队伍和医生培养体系, 在渠道方面, 公司已经构建了强大的壁垒。公司正在从研发和外部合作两个方面进行糖尿病全产业链的布局。自身研发方面, 2015 进行了甘精胰岛素、门冬胰岛素的三期临床, 并且在 2016 年 2 月底完成甘精的临床, 从初步统计结果来看, 与原研产品没有显著差异, 打消了投资者对于公司三代产品的疑虑, 公司预计 2016 年 8 月份能够申报生产, 我们预计 2017 年获得生产批件的概率较大。门冬胰岛素的三期临床同样是预计年内结束, 两个预混的门冬胰岛素临床已经启动。口服制剂中, 公司已经获得了瑞格列奈片、瑞格列奈二甲双胍片的临床批件。GLP-1 产品线中, 利拉鲁肽拟于年内申报临床。具体产品进度参见下表:

图表 1：公司在研产品一览

类别	产品	获得临床批件时间/研发各阶段	适应症
胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液	2014年6月	糖尿病
	门冬胰岛素注射液	2014年12月	糖尿病
	门冬胰岛素30注射液	2015年12月	糖尿病
	门冬胰岛素50注射液	2015年12月	糖尿病
	地特胰岛素	2015年5月提交临床申请	糖尿病
	赖脯胰岛素系列	拟于2016年年末申请临床	糖尿病
激动剂类降糖药 (GLP-1)	度拉糖肽注射液	正在开展临床前研究	糖尿病
	利拉鲁肽注射液	中试生产和药理毒理研究, 拟于2016年年末申请临床	糖尿病
化学口服降糖药	瑞格列奈片	获批临床	糖尿病
	瑞格列奈二甲双胍片	获批临床	糖尿病
	曲格列汀	获药品注册申请受理	糖尿病
	西格列汀	药学研究	糖尿病
	西格列汀二甲双胍片	药学研究	糖尿病
	维格列汀	药学研究	糖尿病
中药	镇脑宁胶囊二次开发	研发中	心脑血管
	脑血康片二次开发	研发中	心脑血管
参股公司厦门特宝	Y型PEG化重组人干扰素α2b注射液	已报生产/准备报生产	慢性丙/乙型肝炎
	Y型PEG化重组人粒细胞刺激因子注射液	II期临床研究	放化疗引起的粒细胞减少症
	Y型PEG化重组人生长激素注射液	II期临床研究	矮小症及生长激素缺乏症
	Y型PEG化重组人干扰素α2a注射液	II期临床研究	慢性乙型、丙型肝炎

来源：国金证券研究所

- 合作方面，公司参股华广生技的合作已经完成，东宝获得大股东地位并且获得产品的全国总代，完成了对于血糖仪的布局。公司与 YPSOMED 签订最新款针头的全国独家代理协议，在耗材方面逐步加力。外部合作有利于补齐公司产品线，贡献额外的增长。

4.慢病平台开始建设，构筑长远竞争优势。

- 公司 8 月份推出增发方案，增发项目核心是糖尿病慢病管理平台建设。我们认为此举是公司继基层队伍建设之后的又一项重要的战略布局，如果慢病平台建设顺利，将奠定公司未来长期在糖尿病领域的竞争优势。公司具备了建设慢病平台的基础条件：互联网思维（合作对象），物质基础（最好的血糖仪等产品），渠道资源（医生及医院资源）。如果平台推进顺利，我们认为平台将构建成为集合大量优质患者，拥有大量有效数据，能够提高医生工作效率并且能够为患者提供性价比最高的整体解决方案的糖尿病管理社区。

盈利预测及投资建议：

- 我们长期看好通化东宝管理层的能力，公司管理层对行业理解透彻，总能把握先机，布局长远。我们看好公司的产品线，以胰岛素为代表的产品已经具备一定体量，后续类似物将拥有更大空间。我们看好公司的慢病平台，公司具备做好慢病平台的所有条件，慢病平台将为患者提供整体解决方案，体现医疗的本质价值，构建公司的长远竞争力。此外，公司增发方案价格为 22.63 元，公司股东及管理层高比例参与，为股价提供安全边际。我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿，对应每股收益为 0.56、0.78、1.02 元，维持“买入”评级。

风险提示：

- 政策环境对药品价格可能有影响、后续产品上市时间具有不确定性等。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,204	1,451	1,669	2,210	2,785	3,547
增长率	20.5%	15.0%	32.4%	26.1%	27.3%	27.3%
主营业务成本	-385	-452	-413	-583	-741	-919
% 销售收入	32.0%	31.1%	24.7%	26.4%	26.6%	25.9%
毛利	819	999	1,256	1,627	2,044	2,628
% 销售收入	68.0%	68.9%	75.3%	73.6%	73.4%	74.1%
营业税金及附加	-8	-12	-6	-18	-22	-28
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.3%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-435	-440	-467	-601	-652	-851
% 销售收入	36.1%	30.3%	28.0%	27.2%	23.4%	24.0%
管理费用	-149	-184	-211	-261	-265	-326
% 销售收入	12.4%	12.7%	12.6%	11.8%	9.5%	9.2%
息税前利润 (EBIT)	226	364	573	747	1,106	1,422
% 销售收入	18.8%	25.1%	34.3%	33.8%	39.7%	40.1%
财务费用	-18	-27	-17	-63	-73	-61
% 销售收入	1.5%	1.8%	1.0%	2.8%	2.6%	1.7%
资产减值损失	-8	-16	-7	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	6	20	55	7	8
% 税前利润	2.6%	1.9%	3.5%	7.4%	0.7%	0.6%
营业利润	207	327	569	739	1,039	1,369
营业利润率	17.2%	22.6%	34.1%	33.4%	37.3%	38.6%
营业外收支	5	-4	1	2	0	0
税前利润	212	324	571	741	1,039	1,369
利润率	17.6%	22.3%	34.2%	33.5%	37.3%	38.6%
所得税	-32	-47	-80	-110	-154	-203
所得税率	15.3%	14.6%	14.1%	14.8%	14.8%	14.8%
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	-4	-3	-3	-2	-2	-2
归属于母公司的净利润	184	280	493	633	887	1,169
净利率	15.3%	19.3%	29.5%	28.6%	31.9%	32.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	179	277	490	631	885	1,167
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	117	129	139	95	116	130
非经营收益	15	22	-5	53	71	59
营运资金变动	-91	-223	-329	-286	-270	42
经营活动现金净流	221	206	295	493	803	1,398
资本开支	-130	-106	-400	-326	-709	-310
投资	-34	0	47	-1	0	0
其他	-4	0	-225	55	7	8
投资活动现金净流	-168	-106	-578	-272	-702	-302
股权募资	0	41	28	0	-295	0
债权募资	220	67	513	-136	471	-831
其他	-182	-223	-247	-67	-226	-215
筹资活动现金净流	39	-114	294	-203	-51	-1,046
现金净流量	91	-14	10	18	50	50

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	216	202	212	230	280	330
应收款项	396	431	416	712	898	1,143
存货	344	630	955	926	1,015	755
其他流动资产	151	50	51	177	224	278
流动资产	1,107	1,312	1,634	2,045	2,417	2,506
% 总资产	41.1%	44.4%	43.1%	46.6%	45.1%	44.6%
长期投资	213	243	193	194	193	193
固定资产	1,260	1,280	1,587	2,094	2,683	2,859
% 总资产	46.8%	43.3%	41.9%	47.7%	50.1%	50.8%
无形资产	86	85	105	55	60	65
非流动资产	1,587	1,644	2,154	2,345	2,939	3,119
% 总资产	58.9%	55.6%	56.9%	53.4%	54.9%	55.4%
资产总计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625
短期借款	283	310	873	809	1,380	598
应付款项	74	129	136	230	275	346
其他流动负债	18	21	18	178	187	197
流动负债	375	461	1,027	1,218	1,841	1,141
长期贷款	256	298	250	210	110	60
其他长期负债	47	37	32	0	0	0
负债	678	796	1,309	1,428	1,951	1,201
普通股股东权益	1,991	2,138	2,459	2,945	3,389	4,410
少数股东权益	25	23	20	18	16	14
负债股东权益合计	2,694	2,956	3,788	4,390	5,356	5,625

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.197	0.272	0.434	0.557	0.781	1.029
每股净资产	2.138	2.075	2.165	2.593	2.984	3.883
每股经营现金净流	0.237	0.200	0.259	0.434	0.707	1.231
每股股利	0.200	0.200	0.200	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	9.24%	13.09%	20.04%	21.50%	26.19%	26.50%
总资产收益率	6.83%	9.46%	13.01%	14.42%	16.57%	20.77%
投入资本收益率	7.50%	11.21%	13.66%	15.99%	19.24%	23.84%
增长率						
主营业务收入增长率	21.45%	20.52%	15.02%	32.37%	26.05%	27.34%
EBIT增长率	69.20%	60.81%	57.41%	30.49%	47.93%	28.63%
净利润增长率	193.28%	52.13%	76.19%	28.42%	40.19%	31.67%
总资产增长率	13.21%	9.72%	28.14%	15.90%	21.99%	5.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	96.2	91.8	84.9	96.0	96.0	96.0
存货周转天数	273.1	393.0	700.2	580.0	500.0	300.0
应付账款周转天数	33.0	36.7	46.5	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	289.3	305.7	247.2	221.5	200.6	155.0
偿债能力						
净负债/股东权益	16.03%	18.80%	36.73%	26.64%	35.53%	7.42%
EBIT利息保障倍数	12.8	13.6	33.8	12.0	15.1	23.5
资产负债率	25.17%	26.92%	34.56%	32.53%	36.43%	21.35%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-12-26	增持	15.38	N/A
2	2015-08-31	买入	22.37	30.00~30.00
3	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
4	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00
5	2016-01-18	买入	22.41	30.00~30.00
6	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
7	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00
8	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD