

证券研究报告

公司研究——年报点评

通化东宝（600867.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2015.11.05

李惜浣 行业分析师

执业编号：S1500512040001

联系电话：+86 10 63081424

邮箱：lixihuan@cindasc.com

吴临平 行业分析师

执业编号：S1500514070004

联系电话：+86 10 63081101

邮箱：wulinping@cindasc.com

卢斯然 研究助理

联系电话：+86 10 63081021

邮箱：lusiran@cindasc.com

相关研究

《20151105 通化东宝（600867）稳定发展合理布局》

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

主营业务持续稳定增长，积极布局慢病管理平台增强核心竞争力

2016年04月21日

事件：2016年4月19日通化东宝发布年报，2015年公司实现营业收入16.69亿元，同比增加15.02%；实现利润总额5.71亿元，比上年同期增长76.18%；实现归属于母公司股东净利润4.93亿元，同比增加76.19%。摊薄每股收益0.43元，略高于我们的预期。

点评：

- **胰岛素业务稳定发展，多年深耕基层销售逐渐放量。**2015年公司顺利完成全年经营目标主要有三方面的原因：1）公司继续加强基层医生的教育工作，不断巩固其在基层糖尿病胰岛素治疗领域行业龙头和市场地位。目前公司在普通人胰岛素市场占有率达到20%以上，超越美国礼来仅次于丹麦诺和诺德。其中公司主要产品预混人胰岛素注射液（30/70）年收入约为10.56亿元，另一独家产品精蛋白重组人胰岛素混合注射液（40/60）自2014年开始销售，也取得约2600万的销售额。2）公司重组人胰岛素产品年销售收入增速为21.89%，符合我们的预期。成本下降6.9%，毛利率升高4.46%，主要是由于人胰岛素产品增值税征收率调整为3%所致；3）出售通化葡萄酒股份有限公司股票，致使投资收益增加。由于在县级及县级以下区域市场新增病人80%-90%使用普通人胰岛素，且随着未来分级诊疗制度逐步完善，病情稳定的慢性疾病患者的日常治疗及护理将主要在基层医疗机构进行，我们认为公司在基层市场的优势将进一步扩大，普通人胰岛素销量在未来将继续保持稳定增长。
- **丰富的糖尿病领域药物研发产品线，保证公司未来可持续发展。**公司在研胰岛素品种包括胰岛素类似物甘精胰岛素，门冬胰岛素，地特胰岛素以及赖脯胰岛素等，共计12个品种，16个规格。其中甘精胰岛素目前已经进入三期临床质量控制和实验数据收集阶段，预计2016年8月完成全部临床研究并申报生产。门冬胰岛素注射液预计2017年2月完成全部临床研究。门冬30和门冬50注射液也正处于三期临床的组长单位伦理审评阶段。地特胰岛素目前已完成临床前研究，目前临床申请已经受理。赖脯胰岛素及其系列产品正处于临床前研究阶段。口服降糖药在研品种共9个，其中瑞格列奈片，瑞格列奈二甲双胍片已经获得临床试验批件。激动剂类降糖药人胰高血糖素样肽-1类似物（GLP-1）度拉糖肽和利拉鲁肽注射液也处于临床前研究阶段。公司最近出资成立合资公司上海卓信生物医药有限公司，进军吸入式胰岛素领域，进一步丰富未来胰岛素的产品线。
- **开展糖尿病慢病管理平台建设，增强公司核心竞争力。**2015年8月公司公布定向增发预案的公告，拟募资金额不超过104,098万元，募得的资金部分用于收购台湾华广生技17.79%的私募股权，同时获得华广生技所有血糖监测产品大陆独家经营权。借助血糖仪的互联网功能，公司将逐步搭建糖尿病慢病管理平台。利用平台将公司现有医生和患者资源融合在一起，为病人提供更为专业高效的医疗服务，旨在成为糖尿病胰岛素治疗病人整体解决方案提供者。同时通过平台产

生的用户粘性，实现公司糖尿病药品和血糖控制监测耗材的变现，在缓解病人痛苦的同时提升公司营销服务能力和抵御竞争的能力。目前公司已经通过自筹资金完成认购台湾华产生技公司股份，最新公告显示，公司为该项目募资的非公开发行股票的应用已经获得证监会的审核通过。此外，公司近期与瑞士 Ypsomed AG 公司签署协议独家代理该公司最新研制生产的 clickfine 系列胰岛素注射笔式注射器针头在中国的经营权，该协议为未来糖尿病管理平台建设奠定了物质基础并起到促进作用。

- **其它业务有望带来未来新的盈利增长点。**公司联营子公司厦门特宝主要用于治疗慢性丙肝的长效干扰素 Y 型 PEG 化重组人干扰素 a2b 注射液目前已经申报生产，是国内企业中进度最快的长效干扰素产品。长效干扰素是未来干扰素市场的发展趋势，目前国内的长效干扰素市场为两家外企垄断，我们认为，如果该产品顺利获批，将有望为公司带来新的盈利增长。此外，公司的人参组培不定根研究项目研究成果填补了国家空白，并作为新资源食品获得国家卫计委行政许可，为未来公司开发及生产包括食品、保健品、化妆品等人参组培不定根系列产品奠定了基础。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑非公开增发事项可能带来的业绩增长，我们预计公司 16-18 年摊薄每股收益分别为 0.49 元、0.59 元、0.72 元，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**招标降价风险；研发进度不及预期风险；糖尿病管理平台建设不及预期风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,451.34	1,669.31	1,956.57	2,304.83	2,718.09
增长率 YoY %	20.52%	15.02%	17.21%	17.80%	17.93%
归属母公司净利润(百万元)	279.78	492.96	554.39	674.12	819.63
增长率 YoY%	52.13%	76.19%	12.46%	21.60%	21.58%
毛利率%	68.85%	75.26%	75.66%	76.55%	77.34%
净资产收益率 ROE%	13.55%	21.45%	21.14%	22.40%	23.22%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.43	0.49	0.59	0.72
市盈率 P/E(倍)	99	56	50	41	34
市净率 P/B(倍)	13.01	11.31	9.98	8.60	7.27

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2016 年 4 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,311.77	1,633.87	1,681.39	2,011.44	2,573.27
货币资金	201.88	212.21	411.75	555.63	898.29
应收票据	4.78	4.57	5.35	6.31	7.44
应收账款	392.17	384.80	451.02	531.30	626.56
预付账款	49.70	39.92	46.03	52.26	59.55
存货	629.58	954.77	729.63	828.34	943.84
其他	33.65	37.60	37.60	37.60	37.60
非流动资产	1,644.45	2,154.26	2,444.46	2,572.51	2,616.22
长期投资	158.44	142.98	142.98	142.98	142.98
固定资产	1,215.72	1,130.75	1,544.02	1,877.85	2,010.74
无形资产	56.29	49.61	40.87	32.12	23.38
其他	214.00	830.91	716.59	519.55	439.11
资产总计	2,956.22	3,788.13	4,125.85	4,583.95	5,189.49
流动负债	460.65	1,026.73	1,037.22	1,048.36	1,061.44
短期借款	310.00	872.79	872.79	872.79	872.79
应付账款	51.99	53.19	61.34	69.64	79.35
其他	98.67	100.74	103.08	105.93	109.30
非流动负债	335.06	282.38	282.38	282.38	282.38
长期借款	298.00	250.00	250.00	250.00	250.00
其他	37.06	32.38	32.38	32.38	32.38
负债合计	795.72	1,309.11	1,319.60	1,330.74	1,343.83
少数股东权益	22.76	19.70	19.70	19.70	19.70
归属母公司股东权益	2,137.75	2,459.32	2,786.54	3,233.50	3,825.96
负债和股东权益	2956.22	3788.13	4125.85	4583.95	5189.49

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,451.34	1,669.31	1,956.57	2,304.83	2,718.09
同比	20.52%	15.02%	17.21%	17.80%	17.93%
归属母公司净利润	279.78	492.96	554.39	674.12	819.63
同比	52.13%	76.19%	12.46%	21.60%	21.58%
毛利率	68.85%	75.26%	75.66%	76.55%	77.34%
ROE	13.55%	21.45%	21.14%	22.40%	23.22%
每股收益(元)	0.27	0.43	0.49	0.59	0.72
P/E	99	56	50	41	34
P/B	13.01	11.31	9.98	8.60	7.27
EV/EBITDA	55.54	40.16	34.46	28.69	24.05

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,451.34	1,669.31	1,956.57	2,304.83	2,718.09
营业成本	452.05	412.92	476.16	540.58	615.96
营业税金及附加	11.53	5.55	11.90	14.02	16.53
营业费用	439.75	467.29	547.84	645.35	761.06
管理费用	184.18	210.83	246.03	289.82	341.78
财务费用	26.84	16.96	22.77	21.53	20.68
资产减值损失	15.62	6.77	11.23	13.71	13.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.06	20.22	10.62	12.30	14.38
营业利润	327.43	569.21	651.26	792.12	963.30
营业外收入	4.25	4.51	5.07	5.07	5.07
营业外支出	7.86	3.21	4.11	4.11	4.11
利润总额	323.82	570.52	652.23	793.09	964.27
所得税	47.28	80.45	97.83	118.96	144.64
净利润	276.54	490.06	554.39	674.12	819.63
少数股东损益	-3.24	-2.89	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	279.78	492.96	554.39	674.12	819.63
EBITDA	465.18	720.67	839.68	1,008.65	1,203.41
EPS (摊薄)	0.25	0.43	0.49	0.59	0.72

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	205.89	294.58	894.52	702.76	838.77
净利润	276.54	490.06	554.39	674.12	819.63
折旧摊销	113.86	131.95	163.84	191.94	215.52
财务费用	27.50	18.21	23.62	23.62	23.62
投资损失	-6.06	-20.22	-10.62	-12.30	-14.38
营运资金变动	-222.54	-329.44	151.28	-188.74	-219.25
其它	16.59	4.02	12.01	14.12	13.64
投资活动现金流	-106.04	-578.42	-444.19	-308.10	-245.33
资本支出	-106.04	-400.06	-454.81	-320.40	-259.71
长期投资	0.00	48.66	10.62	12.30	14.38
其他	0.00	-227.03	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-114.03	293.91	-250.79	-250.79	-250.79
吸收投资	41.25	28.18	0.00	0.00	0.00
借款	67.34	512.85	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	222.62	247.13	250.79	250.79	250.79
现金净增加额	-14.18	10.33	199.54	143.88	342.66

医药生物研究小组简介

李惜浣，药学学士，工商管理硕士，曾任职于某医药上市公司研究院、东海证券研究所，2012年加入信达证券研究开发中心。

吴临平，南京大学制药学士，生化硕士，2012年加入信达证券研究开发中心。

卢斯然，牛津大学化学生物博士，2年医药行业从业经验，2015年7月加入信达证券。

医药生物行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
赛升药业	300485	康恩贝	600572	天坛生物	600161	利德曼	300289
通化东宝	600867	嘉事堂	002462	博晖创新	300318	乐普医疗	300003
同仁堂	600085	昆明制药	600422	天士力	600535	羚锐制药	600285

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。