

通化东宝 (600867.SH) 生物技术行业

评级: 买入 维持评级

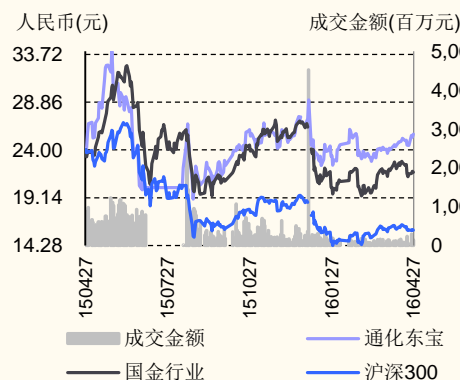
公司点评

市场价格 (人民币): 25.62 元
目标价格 (人民币): 40.00-40.00 元

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)	29,099.99
年内股价最高最低(元)	34.02/19.02
沪深 300 指数	3165.92
上证指数	2953.67



胰岛素延续高成长, 慢病平台扎实推进

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

事件:

公司发布一季报, 收入 4.51 亿, 增长 13.2%; 扣非净利润 1.6 亿, 增长 32.5%, 每股收益 0.14 元, 完全符合市场预期。公司经营性净现金流为 1.18 亿元, 应收款项等项目都正常, 展现出公司经营质量较高。

点评

■ **胰岛素保持快速增长, 其他业务拖累收入增长:** 一季度公司收入增长 13.2%, 但是毛利润增长 20.5%, 整体毛利率比去年一季度持续提升, 4.7 个百分点, 主要与产品结构变化相关。我们预期一季度公司胰岛素制剂保持 20% 以上的收入增长, 完全符合预期。但是受行业政策等影响, 中药产品、建材等项目出现同比下滑, 因此导致收入增长较慢。公司一月份完成华广生技股权的收购, 之后主要是进行经销商体系的整合, 因此一季度我们认为血糖仪及试纸自有渠道有增长, 但是对公司整体业绩拉动不明显。二季度以后, 血糖业务会对公司整体业绩产生较显著拉动。一季度销售费用率为 23.87%, 比去年一季度下降 2.26 个百分点; 管理费用率为 9.87%, 比去年同期提高 0.7 个百分点。财务费用率为 2.82%, 提升 0.53 个百分点。其他方面, 投资收益比去年同期下降约 100 万。

■ **产品优秀, 受行业政策影响小:** 今年医药行业受到政策的影响较大, 招标、二次议价等对工业企业的影响都比较负面。在此背景下, 公司依然取得了快速增长, 我们认为主要受益于糖尿病诊断病人的快速增长、胰岛素的产品属性(必需用药, 且不存在滥用)、以及胰岛素的竞争格局。未来胰岛素类似物等也将会享有类似的环境。总体来看, 胰岛素受行业政策的影响极小, 价格会维持稳定、用量也不会受到限制, 我们认为胰岛素会长期保持快速增长。此外, 如果分级诊疗政策推进, 县级医院将成为解决糖尿病的主战场, 通化东宝在基层的布局无人可及, 将成为分级诊疗的最佳受益者。

■ **慢病平台扎实推进。**公司近期与腾讯签订了慢病管理的战略合作, 为公司的慢病平台的建设又增加了重要砝码。公司的慢病平台建设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。公司现在已经具备了建设糖尿病慢病平台的所有条件: 硬件入口(最好的血糖仪)、线下资源(医生及医院)、线上资源(腾讯)、产业及平台思维(自身及合作对象), 未来会建成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。

相关报告

- 《强强联合, 铸就最佳慢病平台-通化东宝公司点评》, 2016.4.21
- 《通化东宝年报点评: 布局糖尿病全产业链-通化东宝公司点评》, 2016.4.19
- 《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

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

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，产品线，以及慢病平台。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”投资评级，年内目标价 40 元。

风险提示

- 慢病平台建设有一定不确定性，后续产品上市时间具有不确定性等。

损益表 (人民币百万元)		21%	15%	32%	26%	27%
	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%
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)		52%	76%	28%	40%	32%
	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。

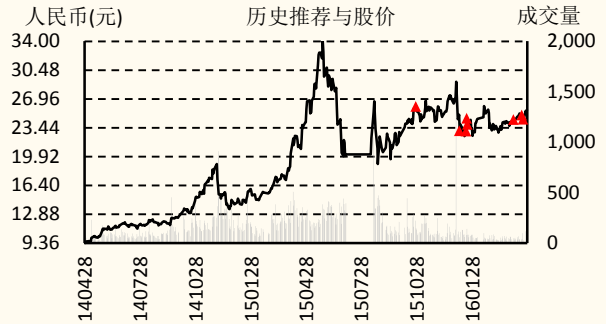
最终评分与平均投资建议对照：

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	2015-10-27	买入	25.93	35.00~35.00
2	2016-01-07	买入	23.06	30.00~30.00
3	2016-01-18	买入	22.41	30.00~30.00
4	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
5	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00
6	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00
7	2016-04-19	买入	24.93	N/A
8	2016-04-21	买入	24.48	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