

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): 22.89元

半年报业绩超市场预期, 医药行业中的稀缺高成长公司

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)	1,357.92
总市值(百万元)	32,474.60
年内股价最高最低(元)	29.07/19.02
沪深300指数	3364.49
上证指数	3104.11



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	0.446	0.626	0.824
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	55.87	39.85	30.27
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	1,418.72	1,418.72	1,418.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2016年上半年公司实现营业收入8.9亿元, 同比增长14%; 其中重组人胰岛素(制剂+原料药)实现收入7.3亿元, 同比增长15%; 二代胰岛素制剂实现收入7.1亿元, 同比增长20%。实现归属母公司净利润3.2亿元, 同比增长20%; 实现扣非后净利润3.1亿元, 同比增长36%。

有别于市场的认识: 重点推荐

- 1. 基于我们对公司的认识, 我们认为公司未来业绩将加速提升。而医药行业现在、未来都受到各种政策的扰动, 很难再找到如通化东宝一样随着患者治疗率提升、新产品上市业绩增速有望提速的公司。
- 2. 基于我们对血糖监测市场和糖尿病慢病管理的认识, 我们认为公司的糖尿病慢病管理平台意义重大。未来的通化东宝将成为血糖监测、糖尿病预防、糖尿病治疗为一体的糖尿病整体解决方案供应商, 未来将获得业绩、估值双升。
- 1. 二季度扣非后净利润增长 38.9%, 快于一季度, 穿越政策不利因素, 业绩增长强劲:
- 公司二季度扣非后净利润增长 39%, 一季度增长 32.5%, 二季度业绩增长提速。
- 上半年公司实现营业收入 8.9 亿元, 同比增长 14%; 其中重组人胰岛素(制剂+原料药)实现收入 7.3 亿元, 同比增长 15%;
- 二代胰岛素制剂实现收入 7.1 亿元, 同比增长 20%;
- 医疗器械实现收入 1.1 亿元, 同比增长 44%, 若按照胰岛素笔、针头平稳增长, 预计血糖仪、试纸销售在 5000 万左右。
- 公司主营业务收入端实现大幅增长, 非主营产品中成药、塑钢窗同比大幅下降, 体现了公司以糖尿病诊断、治疗为中心, 聚焦主业。(图 1)
- 2016 年以来, 针对医药行业, 尤其二季度政府相继推行两票制、营改增、三明模式、冷链物流监管等从紧的行业政策, 大部分医药企业受到负面影

相关报告

1. 《通化东宝定增完成, 开启发展新时代-通化东宝公司点评》, 2016.8.4
2. 《价值重估: 360° 解析通化东宝投资价值(上篇)-通化东宝公司...》, 2016.7.29
3. 《胰岛素延续高成长, 慢病平台扎实推进-通化东宝公司点评》, 2016.4.27
4. 《强强联合, 铸就最佳慢病平台-通化东宝公司点评》, 2016.4.21
5. 《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

孙笑悦

联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

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

响。公司二季度也受到政策不利影响，但公司二季度扣非净利润增长 38.9%(一季度 32.5%)，在政策不利影响下，二季度业绩反而提速，体现了公司产品不同于其他药品的属性，是当前行业政策下的稀缺投资标的。

■ **2.产品结构调整、聚焦主业大致毛利率大幅提升：**

- 公司上半年实现综合毛利率 41.2%，去年同期 33.8%。
- 胰岛素产品毛利率提升 3.6 个百分点，达到 87%，占总收入比重的 82%；
- 甘舒霖笔、血糖仪等医疗器械毛利率同比提升 14.6 个百分点，达到 21%，占收入比重由去年同期的 10%提升到 12.5%。公司年初收购华产生技股权取得血糖仪在大陆的总代理权。
- 非核心业务中成药毛利率为 54%，低于胰岛素毛利率，收入同比下降 30%；塑钢窗业务收缩导致收入锐减、上半年亏损。
- 总之，核心产品胰岛素上半年增长迅速、毛利率高，非核心低毛利率产品收缩，聚焦主业的产品结构调整导致公司上半年毛利率大幅提升。

■ **3.期间费用同期持平，销售费用下降，胰岛素市场前期投入带来后期业绩释放效应：**

- 公司上半年销售费用、管理费用、财务费用合计 3.18 亿，去年同期 3.07 亿，其中销售费用今年上半年 2.07 亿，去年上半年投入 2.1 亿，同比绝对值下降，收入增长、费用下降，出现规模效应。
- 由于公司目前主营产品是二代胰岛素，主打基层市场，公司从 2011 年开始“蒲公英计划”，和中华医学会内分泌医师学会合作对基层县级医院医生进行糖尿病知识和胰岛素合理应用的教育，使得公司产品得到基层医生的广泛认可。前期的铺垫投入带来了公司现在的业绩释放效应。
- 国内药品企业的产品基本上收入端的增长需要销售费用的持续投入，很少出现销售费用绝对值同期下降、收入同期增长的情况，这说明公司的产品已经得到医生的广泛认可，真正实现了学术营销。

■ **4.新产品形成梯队，公司后期增长可期，是医药公司中稀缺的业绩能够持续维持高速增长的企业：**

■ **三代胰岛素研发进展：**

- 公司从 2011 年开始 4 种胰岛素类似物的研究，其中甘精胰岛素于 2016 年 2 月 25 日已完成所有病例的随访，共 538 例患者完成了 24 周的治疗，退出 39 例，脱落率不足 10%，好于预期。我们预计甘精胰岛素将于下半年上报生产，预计明年下半年获批。
- 门冬胰岛素 2016 年 7 月最后一例受试者出组；整体研究的治疗期全部结束，共计 526 例受试者完成研究，另外 37 例脱落未完成研究，脱落率 6.6%。预计 2017 年申报生产；门冬胰岛素 30R 去年年底获临床批件，拟在全国 21 家医院开展临床试验，目前该项目已通过包括组长单位在内的 8 家研究中心的伦理审评，处于其它中心伦理申报阶段；门冬 50R 预计 2016 年年底完成全部研究中心的启动工作，2017 年完成全部病例入组，2018 年投产。
- 甘精、门冬的生产基地土建部分已经完成，配套的公用工程部分已经全部结束，目前在全面展开设备及工艺各系统的调试和文件确认工作以及试生产前的准备工作，预计 2016 年 10 月底前竣工。
- 地特胰岛素目前已完成临床前研究，2015 年 5 月已提交临床申请，现处于 CDE 技术审评过程中。
- 赖脯胰岛素、赖脯 25R、50R 预计 2017 年上半年申报临床。

■ **激动剂类降糖药研发进展：**

- 利拉鲁肽预计 2017 年上半年申报临床，度拉糖肽预计 2017 年下半年申报临床。
- **化学口服降糖药研发进展：**
- 公司目前在研的化学口服降糖药原料及制剂品种共计 9 个，其中：琥珀酸曲格列汀原料药及其片剂项目正在国家食药监总局审评中心排队候审；瑞格列奈片已经完成了临床样品的生产，预计下半年开始生物等效性试验；瑞格列奈二甲双胍片计划 8 月完成临床样品的生产，2017 年开展生物等效性试验；磷酸西格列汀项目已完成原料部分的药学临床前研究，预计 2017 年开展生物等效性试验；维格列汀原料药及其片剂项目正在临床前药学研究过程中。
- **5.慢病管理平台有序进行，公测聚集几千名合作医生和几万名糖尿病患者上线：**
- 公司此前完成增发，内部人员认购 88%的份额。定增资金用途为收购华广生技 18%股权(已完成)和糖尿病慢病管理平台建设。
- 通过大范围实测，公司的胰岛素销售队伍完成从单一产品销售人员的定位到糖尿病患者健康教育的医助角色的转换。通过搭建糖尿病慢病管理平台，公司将成为血糖监测、糖尿病预防、糖尿病治疗为一体的糖尿病整体解决方案供应商，同时为上市公司带来业绩增厚效应。

盈利预测

- 我们预计公司 2016~2018 年的净利润分别为 6.3 亿、8.9 亿、11.7 亿，对应 EPS 分别为 0.45、0.63、0.82 元。

投资建议

- 我们长期看好通化东宝所处的糖尿病市场领域和公司管理层的经营能力，以及公司未来的产品线布局和慢病管理平台。当前股价对应 2017 年 P/E 36 倍，“买入”评级。
- 公司投资价值、具体观点详见公司深度报告《价值重估：360° 解析通化东宝投资价值(上篇)》

风险提示

- 平台建设不达预期，胰岛素类似物获批时间延迟，招标政策从紧。

图表 1: 2016 年上半年各项业务收入端同比增长情况

业务拆分(百万)	1H16	1H15	增速
胰岛素制剂	712.3	594.5	20%
胰岛素原料药	16.5	38.2	-57%
医疗器械	111.2	77.3	44%
中成药	37.7	53.7	-30%
塑钢窗及型材	5.7	11.7	-51%
其他业务收入	7.1	4.9	44%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

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%
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	0.446	0.626	0.824
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	2016-01-19	买入	23.04	40.00~40.00
2	2016-01-20	买入	24.58	40.00~40.00
3	2016-04-05	买入	24.01	40.00~40.00
4	2016-04-19	买入	24.93	N/A
5	2016-04-21	买入	24.48	40.00~40.00
6	2016-04-27	买入	25.62	40.00~40.00
7	2016-07-29	买入	21.86	30.00~35.00
8	2016-08-04	买入	22.09	N/A

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