

## 业绩好于预期，慢病管理平台值得期待

### ——通化东宝（600867）三季报点评

核心观点：

#### 1. 事件

公司发布三季报。2016年1-9月公司实现营收14.79亿元，同比增长19.38%；实现归属上市公司股东净利润5.00亿元，同比增长28.63%；实现扣非归属净利润4.95亿元，同比增长38.96%；实现EPS 0.36元。

第三季度，公司实现营收5.88亿元，同比增长28.32%；实现归属上市公司股东净利润1.85亿元，同比增长46.38%；实现扣非归属净利润1.83亿元，同比增长45.18%；实现EPS 0.13元。报告期内公司业绩增长好于市场预期，我们认为这是胰岛素产品放量和房地产项目对外销售所致。

财务数据变动情况，本期货币资金同比增加216.03%，系因收到定增募集资金所致；营业税金及附加同比增加332.77%，系因公司房地产项目对外销售所致；经营活动产生的现金流量净额同比增加230.14%，系因本期三代胰岛素生产基地建设项目投入增加，以及增资特宝生物所致。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）胰岛素维持高景气，新产品有望2年内上市

凭借基层医院的高覆盖率和分级诊疗试点逐渐展开，我们预计公司二代胰岛素产品销量增速稳定在20%以上。国家开展分级诊疗将带动基层医疗卫生机构就诊量提升。公司凭借蒲公英行动，培育了广大基层医院医生，在基层拥有很好的口碑和患者数量累积。目前公司已覆盖90%以上的县级医院，拥有300多万稳定患者人群，在国内胰岛素产品市场占有率接近20%。同时三代胰岛素研发稳步进行，甘精胰岛素预计4季度申报生产，门冬胰岛素预计2017年申报生产，明后年获批是大概率事件。我们预计未来公司胰岛素类产品将维持高速增长的趋势。

##### （二）壮士断腕，彰显深耕糖尿病领域决心

公司明确糖尿病整体解决方案提供者的战略目标，报告期内转出入参组培不定根技术和利君东宝产品。9月13日，公司与大股东签订《转让协议》，将人参组培不定根原料技术以1,224.34万元转让给东宝集团。9月29日公司与辅仁药业转让协议生效，以2200万转让利君东宝的阿昔洛韦葡萄糖注射液等55个药品批准文号。未来公司将成为糖尿病专业整体

通化东宝(600867.SH)

**推荐** 维持评级

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

王晓琦 010-66568589

(wangxiaoqi@chinastock.com.cn)

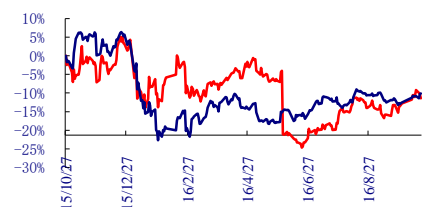
对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2016-10-28

A股收盘价(元)	23.90
A股一年内最高价(元)	27.94
A股一年内最低价(元)	19.58
上证指数	3104.27
市盈率	68.94
总股本(万股)	142193.35
实际流通A股(万股)	136330.25
限售的流通A股(万股)	5863.10
流通A股市值(亿元)	325.83

#### 相对上证指数表现图



— 通化东宝 — 上证指数

资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

1. 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 20151027
2. 增发10亿+，大举进军糖尿病慢病管理 20150814

解决方案的提供商，通过药物治疗、血糖监测、糖尿病病人互联网+慢病管理，进一步提升糖尿病领域产品的市场占有率。

### (三) 入主华广，发挥糖尿病治疗与监测的协同效应

报告期内，公司以定增募集资金 2.2 亿认购华广生技 1,200 万股私募股权，全面介入糖尿病血糖监测领域。认购后公司成为华广第一大股东，获得其全部血糖监测产品在大陆的总代理权。公司目前主推两种机型（GE333 和 333D），可借助现有产品销售渠道推动血糖监测产品销售业绩，同时可辅助公司拓展现有胰岛素产品销售，发挥糖尿病治疗和监测产品间的协同效应。

### (四) “你的医生” app 完成公测，慢病管理平台值得期待

公司通过以“你的医生”app 为核心的慢病管理平台，提供糖尿病整体解决方案。传统糖尿病治疗和监测每天需至少 3-4 次采血和注射，非常“反人性”。公司明确了糖尿病慢病管理平台的“三大载体”，稳扎稳打，现已初具雏形：（1）蒲公英行动培养广大基层医院医生，解决糖尿病教育问题：公司每年投入 2000 万做基层医生培养，目前县级医院覆盖率接近 80%；（2）统一试纸规格并推出无限量会员制，解决血糖监测问题：糖尿病人 1 年的试纸花费约 1 万元，针头花费 2500 元左右，公司推出 GE333 无限量会员制，仅需 1000 元即可实现全年试纸无限量使用。6 切面钻石针头即将上市，注射更平滑，舒适性提升；（3）“你的医生”app 推出并公测，以医生为核心提供糖尿病整体解决方案：报告期内 app 完成为期 3 个月的公测并具备医患教、群交流、群互动、爱心药房（月底上线）和血糖日志医生背书等 5 大功能。公测结果显示，目前共有 5467 个医生群，管理 10 万多病人，其中二甲和三甲医院建群占比超过 70%，副主任和主治医生占 70% 以上，糖尿病教育相关推送文章点击率超过 20%（一般公众号推送文章点击率不超过 5%）。

公司计划在明年发力，2017 年上半年启动糖尿病者的导入，并启动线下药房合作布局；下半年体现效益，实现销量、整体竞争力和客户服务的提升。

## 3. 投资建议

预测 2016-2018 年 EPS 分别为 0.43/0.53/0.63 元，对应 PE 分别为 54/44/37 倍。公司是国内二代胰岛素龙头企业，三代胰岛素明年上市是大概率事件，随着分级诊疗和医疗资源下沉，公司胰岛素产品将维持高增长。此外，目前全国糖尿病患者超过 1 亿人，超过 95% 是 II 型糖尿病患者，血糖控制满意度仅 20%。公司的糖尿病慢病管理平台，通过提升患者糖尿病知识和血糖监测频率，可提高公司品牌地位、增加患者客户粘性，对糖尿病产品销售具有协同效应。我们看好公司长期发展前景，未来值得期待，维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

由于老年人不善于使用智能手机，可能影响“你的医生”app 在老年患者中推广；新产品获批不及预期。

**附表 1. 主要财务指标**

单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1204.24	1451.34	1669.31	1970.97	2380.20	2915.17
营业收入增长率	0.21	0.21	0.15	0.18	0.21	0.22
净利润 (百万元)	183.91	279.78	492.96	609.32	748.94	894.24
净利润增长率	1.93	0.52	0.76	0.24	0.23	0.19
EPS (元)	0.13	0.20	0.35	0.43	0.53	0.63
P/E	178.99	117.66	66.78	54.02	43.95	36.81
P/B	16.53	15.40	13.38	12.30	11.18	10.08
EV/EBITDA	64.57	52.17	37.86	25.43	22.78	19.18

资料来源: 中国银河证券研究部

**附表 2: 公司财务报表 (百万元)**

报表预测 (百万元)						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1204.24	1451.34	1669.31	1970.97	2380.20	2915.17
减: 营业成本	385.42	452.05	412.92	421.79	518.88	670.49
营业税金及附加	8.40	11.53	5.55	6.55	7.91	9.69
营业费用	434.82	439.75	467.29	551.73	666.29	816.04
管理费用	149.36	184.18	210.83	248.93	300.62	368.19
财务费用	17.69	26.84	16.96	29.32	10.56	4.90
资产减值损失	7.56	15.62	6.77	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	5.58	6.06	20.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	206.58	327.43	569.21	712.64	875.94	1045.87
加: 其他非经营损益	5.20	-3.61	1.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	211.78	323.82	570.52	712.64	875.94	1045.87
减: 所得税	32.31	47.28	80.45	106.90	131.39	156.88
净利润	179.46	276.54	490.06	605.74	744.55	888.99
减: 少数股东损益	-4.45	-3.24	-2.89	-3.58	-4.40	-5.25
归属母公司股东净利润	183.91	279.78	492.96	609.32	748.94	894.24
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	224.85	188.89	213.53	519.73	23.80	1023.25
应收和预付款项	535.10	480.22	455.67	764.49	712.38	1108.81
存货	343.78	629.58	954.77	-46.58	1163.84	279.86
其他流动资产	12.48	0.09	11.22	11.22	11.22	11.22
长期股权投资	152.37	158.44	142.98	142.98	142.98	142.98

投资性房地产	0.00	14.33	13.81	12.17	10.53	8.89
固定资产和在建工程	1259.75	1279.86	1586.93	1326.89	1066.85	806.81
无形资产和开发支出	80.88	81.77	102.04	83.58	65.13	46.68
其他非流动资产	65.67	74.46	264.52	263.27	262.03	262.03
资产总计	2674.89	2907.65	3745.46	3077.76	3458.77	3690.54
短期借款	253.00	310.00	872.79	0.00	85.67	0.00
应付和预收款项	74.40	129.37	135.76	126.67	158.76	161.87
长期借款	256.35	298.00	250.00	250.00	250.00	250.00
其他负债	74.92	9.77	7.89	7.89	7.89	7.89
负债合计	658.67	747.14	1266.44	384.56	502.32	419.76
股本	931.46	1030.10	1135.83	1135.83	1135.83	1135.83
资本公积	99.87	128.60	179.35	179.35	179.35	179.35
留存收益	959.86	979.05	1144.13	1361.89	1629.54	1949.12
归属母公司股东权益	1991.18	2137.75	2459.32	2677.07	2944.73	3264.30
少数股东权益	25.04	22.76	19.70	16.12	11.73	6.48
股东权益合计	2016.22	2160.50	2479.02	2693.20	2956.45	3270.78
负债和股东权益合计	2674.89	2907.65	3745.46	3077.76	3458.77	3690.54
<b>现金流量表</b>	<b>2013A</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
经营性现金净流量	221.90	205.92	295.43	1599.89	-89.74	1664.67
投资性现金净流量	-168.35	-106.04	-578.42	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	39.04	-114.03	293.91	-1293.68	-406.18	-665.22
现金流量净额	92.31	-14.15	11.19	306.20	-495.93	999.45

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，医药行业分析师。**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。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

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

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  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
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  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn